

物业管理行业专题报告 (4): 以报表为鉴, 觅行业龙头

上次评级: 优于大势

报告摘要:

尽管物业管理行业在中国有着近四十年的发展历史, 但对资本市场而言其却是个年轻的行业, 无论是估值方式、信息披露还是经营数据对比都未形成系统性框架。值此年报披露之际, 我们尝试将物管公司的三表与经营数据拆分, 以横向比较各家的经营业绩与质量。**营收、利润结构差异明显, 管理费用逐年下降。**大多数物管公司近几年都表现出**基础服务收入、毛利占比下降, 社区增值服务在收入、毛利中占比提升, 我们认为未来几年随着成熟社区中社区增值业务渗透率的提升和业主的接纳程度的上升, 品质物管公司的收入、毛利结构将保持这一趋势演化。**中间费用方面, 重点跟踪物管公司2017-2019年三年的管理费率、销售费率之和分别为12.41%、11.84%、10.24%, 呈现明显的下降趋势, **我们认为一方面是科技赋能下中后台人员编制的精简发展, 另一方面则是市场拓展团队的不断扩编, 因此未来中间费用并非是一味下行, 如何取得中间费用和市场拓展能力的平衡才是关键。**

合约负债规模增长, 在手现金充裕支持并购发展。资产负债表中合约负债项可体现公司对业主物业费提前收缴的情况, 能够较好的从侧面评估公司物业管理服务的能力和满意度。碧桂园服务表现一枝独秀, 2019年为16.18亿元; 其余公司的合约负债规模大多与其收入规模正相关。此外, 龙头物管公司账面都拥有着大量的在手现金, 而我们在之前的年度策略中也曾强调: **2020年必定又是收并购的丰年, 或将再次出现雅生活服务收购中民物业、新中民物业的重量级收并购, 充裕的在手现金同样是估值的溢价项。**

物业管理行业作为一个成长期的行业, 自2019年起各家公司成长路线出现了差异化, 每一家优秀的物管公司在业绩确定性以外均有一些细分赛道的长处, 如保利物业的城镇公共物业等, **我们倾向于认为物业管理行业巨大的行业潜力和远未触及的天花板给予了大家足够的试错空间和发展机会, 结合估值水平和我们对行业中长期发展的理解, 我们继续推荐港股三剑客和A股稀缺性标的组合: 碧桂园服务、保利物业、永升生活服务以及招商积余。**

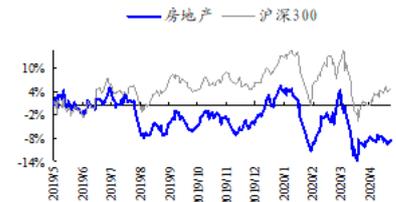
风险提示: 竣工不及预期, 业主增值服务拓展进度缓慢。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
碧桂园服务	32.54	0.84	1.22	1.66	38.74	26.67	19.60	买入
保利物业	73.94	1.27	1.73	2.32	58.22	42.74	31.87	买入
永升生活服务	9.88	0.25	0.38	0.56	39.52	26.00	17.64	买入
招商积余	29.06	0.66	0.91	1.22	44.03	31.93	23.82	买入

备注: 单位均为人民币

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0.66%	-6.26%	-15.48%
相对收益	-3.09%	-2.40%	-14.44%

行业数据

成分股数量 (只)	134
总市值 (亿)	20482
流通市值 (亿)	18251
市盈率 (倍)	7.82
市净率 (倍)	1.77
成分股总营收 (亿)	25409
成分股总净利润 (亿)	2333
成分股资产负债率 (%)	79.13

相关报告

- 《东北证券房地产周报: 基金地产配置比例环比下降, LPR下调》
2020-04-27
- 《东北证券房地产周报: 3月房地产数据全面回暖, 政治局会议重申房住不炒》
2020-04-19
- 《2020年3月房地产数据点评: 行业指标全面回暖》
2020-04-18

证券分析师: 张云凯

执业证书编号: S055019080009
13917726696 zhangyk@nesc.cn

研究助理: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032
18616639299 shenly@nesc.cn

联系人: 吴胤翔

执业证书编号: S0550119080063
18117166023 wuyx@nesc.cn

目录

1. 规模快速增长，市占率仍有较大空间	4
2. 从利润表看收入质量：结构存在较大差异，管理费用逐年下降	6
2.1. 收入、利润结构差异	6
2.2. 管理费用、销售费用	9
2.3. 剔除税率差异，看除税前溢利	11
2.4. 非业主增值服务渗透率	12
2.5. 业主增值服务	13
3. 从资产负债表看收缴情况：合约负债与规模同向变化	17
3.1. 合约负债	17
3.2. 现金充裕度	18
4. 从现金流量表看收购能力：经营性现金流充沛，期待战略性收并购	20
5. 投资建议	22
5.1. 保利物业（6049.HK）：以白马之姿，创领公建业态市场	24
5.2. 碧桂园服务（6098.HK）：业绩略超预期，迈向全域覆盖	25
5.3. 永升生活服务（1995.HK）：品牌与规模双重跃升之年	26
5.4. 招商积余（001914）：市场拓展迅猛，招商物业利润率好转	27

图表目录

图 1: 龙头物管公司在管规模（万方）变化	4
图 2: 龙头物管公司合约面积变化	5
图 3: 2016-2019 年在管面积 CAGR	5
图 4: 2016-2019 年合约面积 CAGR	5
图 5: 收入绝对规模对比（2019）	6
图 6: 收入增速对比（2016-2019CAGR）	6
图 7: 龙头物管公司收入结构（2019）	7
图 8: 龙头物管公司毛利结构（2019）	7
图 9: 龙头物管公司管理费率（2019）	9
图 10: 龙头物管公司销售费率（2019）	9
图 11: 龙头物管公司历年中间费率变化	10
图 12: 龙头物管公司除税前溢利绝对值（2019）	11
图 13: 龙头物管公司除税前溢利率（2019）	11
图 14: 非业主增值服务绝对值（2019）	12
图 15: 非业主增值服务在总收入中占比（2019）	12
图 16: 非业主增值服务/关联方销售金额（2019）	13
图 17: 业主增值服务绝对值（2019）	14

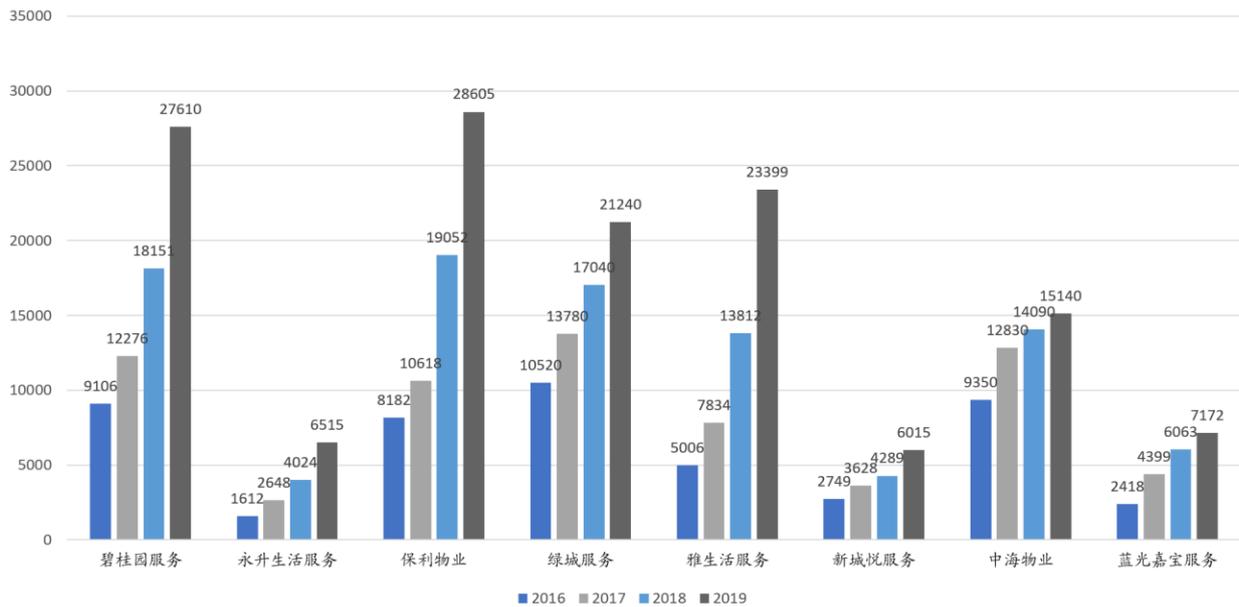
图 18: 业主增值服务在总收入中占比 (2019)	14
图 19: 绿城服务业主增值服务构成	14
图 20: 绿城服务业主增值服务变化	14
图 21: 碧桂园服务业主增值业务概览	15
图 22: 雅生活服务业主增值服务构成	15
图 23: 合同负债绝对值	17
图 24: 合同负债构成 (关联方/第三方)	17
图 25: 贸易及其他应付款变化	18
图 26: 贸易应付账款	18
图 27: 重点跟踪物管公司历年现金及现金等价物规模	19
图 28: 万科物业、戴德梁行新生美好战略合作发布会	19
图 29: 净经营性现金流情况	20
图 30: 2017-2019 年净经营性现金流 CAGR	20
图 31: 2017-2019 年净经营性现金流覆盖倍率 CAGR	20
图 32: 净经营性现金流/归母净利润覆盖倍数	21
图 33: 核心物业股总股本加权平均收盘价	22
图 34: 核心物业股 2020 年 PE	23
图 35: 核心物业股 2021 年 PE	23
图 36: 重点跟踪物管公司 2021 年盈利预测对应估值	23
图 37: 重点跟踪物管公司 2022 年盈利预测对应估值	24
表 1: 上市物管公司市占率变化	6
表 2: 收入同比增速变化	7
表 3: 基础服务收入、毛利占比变化	8
表 4: 社区增值服务收入、毛利占比变化	8
表 5: 非业主增值服务收入、毛利占比变化	8
表 6: 管理费率变化	10
表 7: 销售费率变化	10
表 8: 除税前溢利率	11
表 9: 适用所得税率	12
表 10: 非业主增值服务/关联方销售金额	13
表 11: 业主增值服务/((期初在管面积+期末在管面积)/2) (元/平米)	16
表 12: 业主增值服务/n-1 年在管面积 (元/平米)	16
表 13: 碧桂园服务坪效还原情况	16
表 14: 合同负债绝对值	17
表 15: 合同负债/营收	18
表 16: 龙头物管公司近几年部分收并购事件	21
表 17: 保利物业盈利预测	25
表 18: 碧桂园服务盈利预测	26
表 19: 永升生活服务盈利预测	27
表 20: 招商积余盈利预测	28

尽管物业管理行业在中国有着近四十年的发展历史，但对资本市场而言，物业管理行业却是个年轻的行业，无论是估值方式、信息披露细节还是经营数据对比都未形成系统性框架。值此年报披露之际，我们尝试将物管公司的三表与经营数据拆分，以横向比较各家的经营业绩与质量。

1. 规模快速增长，市占率仍有较大空间

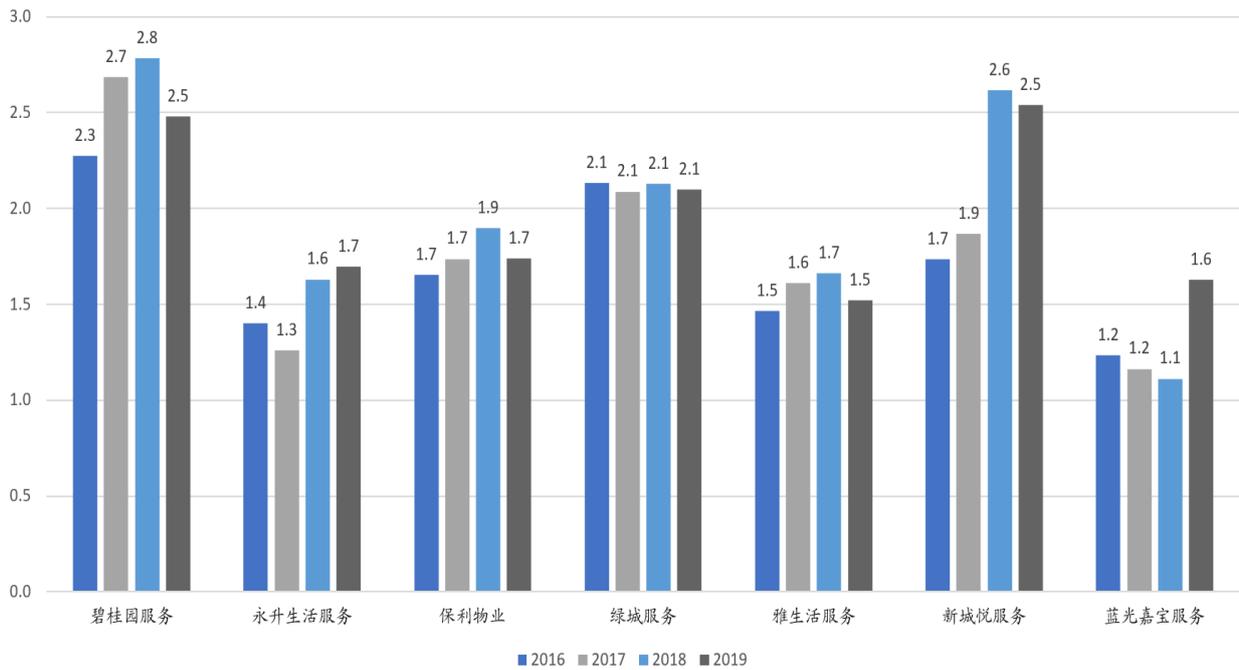
物管行业在过去三年的发展速度远胜之前十年，随着资本市场对行业认识的加深和龙头物管公司依托内生增长、外部收购等方式，龙头公司获得了规模、品牌的明显成长。截止至 2019 年底，共计有四家上市物管公司实现在管面积突破 2 亿平米，包括保利物业、碧桂园服务、雅生活服务及绿城服务，在管面积分别为 2.86、2.76、2.34、2.12 亿平米，2016-2019 年在管面积 CAGR 分别为 52%、45%、67%、26%；在在管面积保持高速增长的同时，龙头物管公司的合约面积/在管面积比值仍保持较为充裕的状态，四家在管面积突破 2 亿平米的物管公司其该比值分别为 1.7、2.5、1.5、2.1 倍，与公司过往历史数据相比，并未有明显下降，未来的规模增长确定性并未打破。

图 1: 龙头物管公司在管规模 (万方) 变化



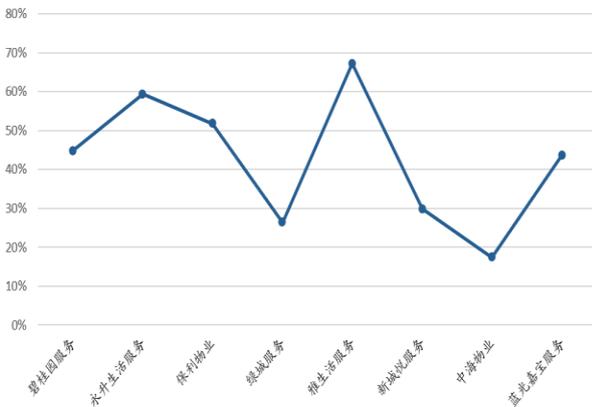
数据来源：东北证券，公司公告

图 2: 龙头物管公司合约面积变化



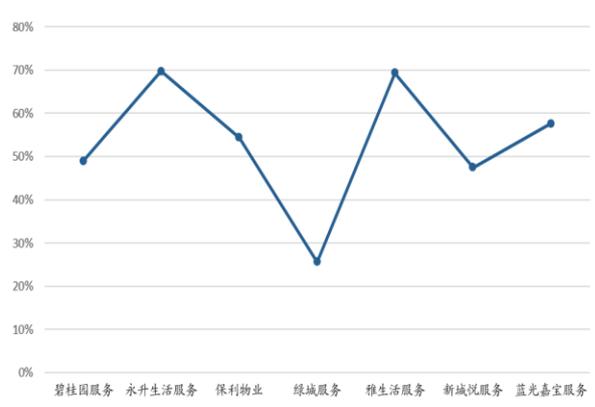
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 3: 2016-2019 年在管面积 CAGR



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 4: 2016-2019 年合约面积 CAGR



数据来源: 东北证券, 公司公告

市占率方面, 目前龙头物管公司的市占率最高仅为 1.3% 左右, 无论是较发达国家的物业管理行业的集中度或是国内上游房地产开发业的集中度均有较大差距。考虑到物管公司对于其关联方开发项目的渗透率基本达到 100%, 与此同时都在同时进行积极的市场化拓展, 我们认为我国物管行业的集中度将保持快速提升的趋势, 并且距离集中度天花板有较远距离。

表 1: 上市物管公司市占率变化

规模	公司	2018 年		2019 年	
		在管面积 (万平方米)	市占率	在管面积 (万平方米)	市占率
大于一亿平 米在管面积	碧桂园服务	18150.8	0.86%	27610	1.26%
	绿城服务	17040.0	0.81%	21240	0.97%
	中海物业	14090.0	0.67%	15140	0.69%
小于一亿平 米在管面积	雅生活服务	13811.96	0.66%	23399	1.07%
	永生生活服务	4024	0.19%	6515	0.30%
	新城悦服务	4289	0.20%	6015	0.27%

数据来源: 东北证券整理, 公司公告

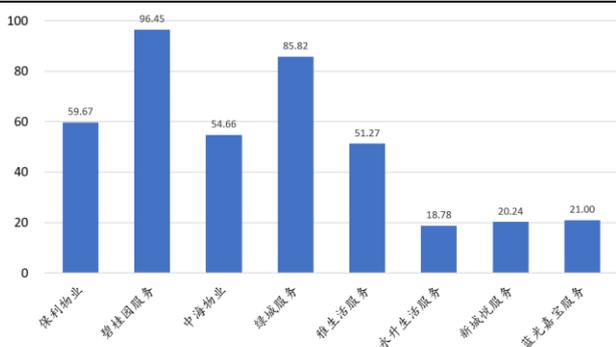
备注: 截止至 2018 年底, 物管行业整体在管面积约为 210 亿平方米, 2019 年年中在管面积为截止至 18 年底的在管面积与 19 年上半年的房屋竣工面积之和 (213.24 亿平方米)

2. 从利润表看收入质量: 结构存在较大差异, 管理费用逐年下降

2.1. 收入、利润结构差异

更大在管规模的物管公司其优势在收入端有明显体现, 可以明显的看到, 营收规模突破 50 亿元的公司其在管面积均突破一亿方; 从过去三年营业收入的年均复合增速来看, 部分大公司的增速并不弱于二线物管龙头公司, 如碧桂园服务和雅生活服务, 其 2016-2019 年营收 CAGR 分别为 59.9%、60.3%, 呈现出大体量、高增速的特点。

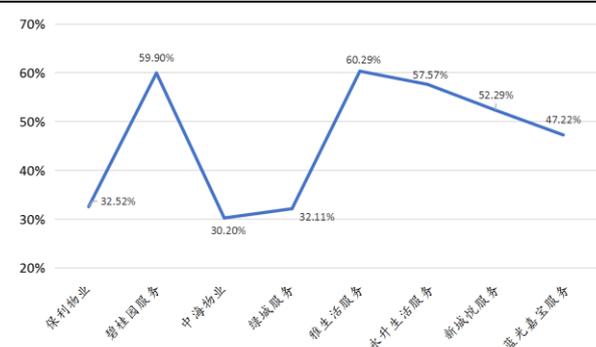
图 5: 收入绝对规模对比 (2019)



数据来源: 东北证券, 公司公告

备注: 中海物业单位均为港元, 其余为人民币, 后文不再重复说明。

图 6: 收入增速对比 (2016-2019CAGR)



数据来源: 东北证券, 公司公告

从过去三年的收入增速来看, 2019 年碧桂园服务营收增速达 106.3%, 原因一方面是公司三供一业方面取得了良好的进展, 实现 15.1 亿元的收入; 另一方面则是得益于公司关联方进入交付高峰周期, 带来了大量的在管面积。我们认为 2020 年, 乃至 2021 年依旧是房企结转交付的大年, 同时伴随着物管公司其成熟在管社区的增值服务渗透率的提升, 龙头物管公司将继续保持营收规模的快速扩张。

表 2: 收入同比增速变化

收入同比增速	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	26.37%	30.52%	41.10%
碧桂园服务	32.05%	50.06%	106.33%
中海物业	27.17%	29.44%	34.10%
绿城服务	38.10%	30.54%	27.90%
雅生活	41.45%	91.77%	51.82%
永升生活服务	51.04%	48.41%	74.54%
新城悦服务	51.13%	32.79%	76.00%
蓝光嘉宝服务	40.27%	58.61%	43.41%

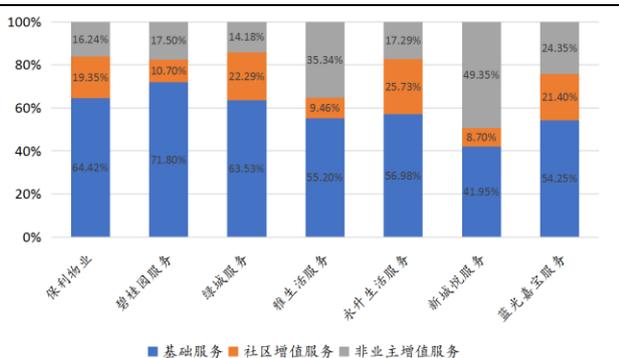
数据来源: 东北证券, 公司公告

“花开两朵, 各表一枝”, 物管公司整体收入快速增长的原因各不相同。一般来说, 更高的基础服务收入、社区增值服务收入占比代表公司来源于市场化、具备长期稳定性的收入来源更为充沛, 由于中海物业的披露口径与其余公司有所差异, 因此不在此同列, 其余部分公司我们将其收入结构进行重定义, 如绿城服务的园区服务、咨询服务将其重定义为社区增值服务和非业主增值服务; 碧桂园服务的收入、毛利结构中剔除了三供一业带来的影响。

从 2019 年度的收入结构来看, 重点跟踪的物管公司中绿城服务的基础服务、社区增值服务占比最高, 达到 85.2%, 这与其优于同业的口碑不谋而合; 仅论述基础服务收入占比, 则碧桂园服务最高, 达到了 71.8%; 反过来看, 新城悦服务的收入结构中非业主增值服务占比最高, 达到了 69.4%。

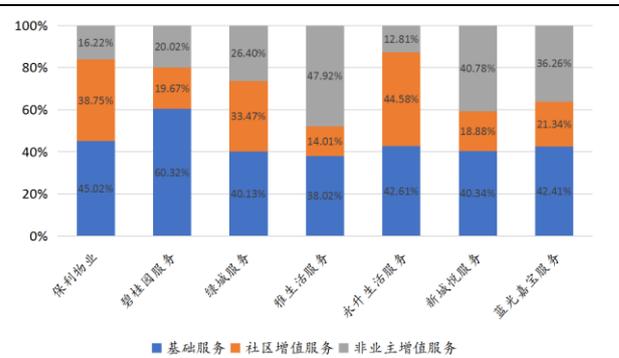
由于各家公司业务分类的口径不同与模式差异, 导致相同业务下毛利率也有较大差异, 因此我们选取重点公司的毛利构成来进一步观察盈利质量。仅基础服务毛利占比最高的依旧是碧桂园服务, 这与其收入中基础物业服务的高占比和高毛利均有关系; 若将基础服务与社区增值服务结合来看, 保利物业的占比达到了 83.8%, 居行业第一; 此外, 永升生活服务的社区增值服务在毛利中占比达到 44.6%, 展现出良好的社区增值服务渗透率和服务品质。

图 7: 龙头物管公司收入结构 (2019)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 8: 龙头物管公司毛利结构 (2019)



数据来源: 东北证券, 公司公告

趋势与结果同样重要。绝大多数物管公司近几年都表现出一个趋势, 基础服务收入、毛利占比下降, 社区增值服务在收入、毛利中占比提升, 随着成熟社区中社区增值业务渗透率的提升和业主的接纳程度的上升, 未来几年品质物管公司的收入、毛利

结构将保持这一趋势演化，周期性的非业主增值服务的贡献比例将会明显降低。

基础物业服务的贡献度上，龙头物管公司表现稳健，如碧桂园服务、保利物业近两年其基础服务的毛利占比稳定在 60%、45%，二线物管龙头公司则波动相对较大，部分公司有明显下降。

综合而言，我们认为收入、毛利结构中基础物业服务、社区增值服务占比较高，且社区增值服务稳定增长的公司代表了更高的盈利质量，也代表了更好的可持续发展和市场口碑。

表 3: 基础服务收入、毛利占比变化

基础服务	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比
保利物业	74.66%	57.21%	68.79%	48.15%	64.42%	45.02%
碧桂园服务	81.50%	72.67%	73.70%	62.62%	71.80%	60.32%
绿城服务	69.30%	42.21%	66.50%	42.41%	63.53%	40.13%
雅生活	68.50%	54.89%	48.10%	34.52%	55.20%	38.02%
永升生活服务	65.10%	46.52%	61.99%	44.66%	56.98%	42.61%
新城悦服务	65.47%	59.31%	63.65%	60.02%	41.95%	40.34%
蓝光嘉宝服务	62.71%	52.24%	61.44%	51.76%	54.25%	42.41%

数据来源：东北证券，公司公告

表 4: 社区增值服务收入、毛利占比变化

社区增值	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比
保利物业	9.85%	25.46%	14.74%	35.41%	19.35%	38.75%
碧桂园服务	7.70%	13.56%	8.90%	15.71%	10.70%	19.67%
绿城服务	17.50%	31.88%	19.50%	27.82%	22.29%	33.47%
雅生活	5.80%	7.20%	8.60%	11.40%	9.46%	14.01%
永升生活服务	15.17%	37.58%	18.40%	40.60%	25.73%	44.58%
新城悦服务	4.97%	15.11%	4.17%	11.57%	8.70%	18.88%
蓝光嘉宝服务	19.70%	24.75%	22.75%	23.55%	21.40%	21.34%

数据来源：东北证券，公司公告

表 5: 非业主增值服务收入、毛利占比变化

非业主增值 服务	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比
保利物业	15.49%	17.33%	16.47%	16.43%	16.24%	16.22%
碧桂园服务	10.50%	13.76%	16.90%	21.68%	17.50%	20.02%
绿城服务	13.20%	25.91%	14.00%	29.76%	14.18%	26.40%
雅生活	25.70%	37.79%	43.30%	54.10%	35.34%	47.92%
永升生活服务	19.72%	15.90%	19.61%	14.74%	17.29%	12.81%
新城悦服务	29.45%	25.58%	32.17%	28.41%	49.35%	40.78%
蓝光嘉宝服务	17.58%	22.96%	15.80%	24.68%	24.35%	36.26%

数据来源：东北证券，公司公告

2.2. 管理费用、销售费用

物业管理行业作为人力密集型行业，其成本不仅反应在营业成本，同时反映在管理费用、销售费用上。由于费用归属的划分，部分公司的销售费率为零，因此我们选择将管理费用、销售费用合并计算，来评估物管公司中后台部门的经营效率。

不同公司之间的费用管控能力差异较大，最低值为雅生活服务、中海物业的 6.59%、7.24%，最高值为碧桂园服务的 13.14%，对于龙头公司中间费用的巨大差异，我们认为有多重因素：

- 1、不同公司中后台人员数量、成本控制导致的差异；
- 2、项目管理人员的成本划分，是将其定义至营业成本或是管理成本带来的差异；
- 3、市场拓展能力的强弱直接受市场拓展团队人员编制数量的影响；
- 4、部分公司上市首年由于上市费用带来的中后台成本的提升。

综上所述，我们认为不同公司之间比较管理费率、销售费率的高低并不合理，即使是观察某个样本的历史数据变动也需要剔除上市费用这样的非经常性项来保证数据严谨性。

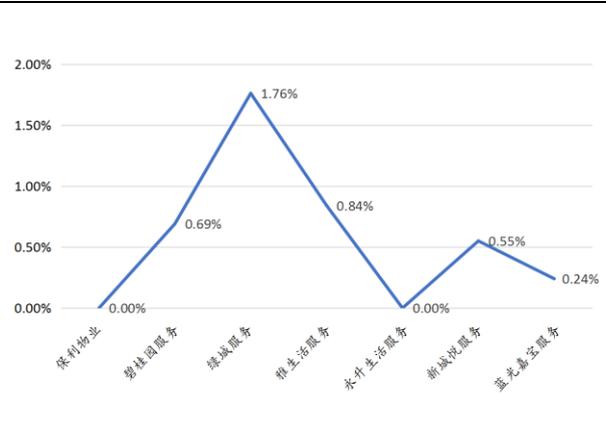
在此，我们通过多样本取平均值的方式来减少数据扰动，重点跟踪物管公司 2017-2019 年三年的管理费率、销售费率之和分别为 12.41%、11.84%、10.24%，呈现明显的下降趋势，对于行业未来的趋势，我们认为一方面是科技赋能下中后台编制的精简发展，另一方面则是市场拓展团队的不断扩编，因此未来中间费用并非是一味下行，如何取得中间费用和市场拓展能力的平衡才是关键。

图 9: 龙头物管公司管理费率 (2019)



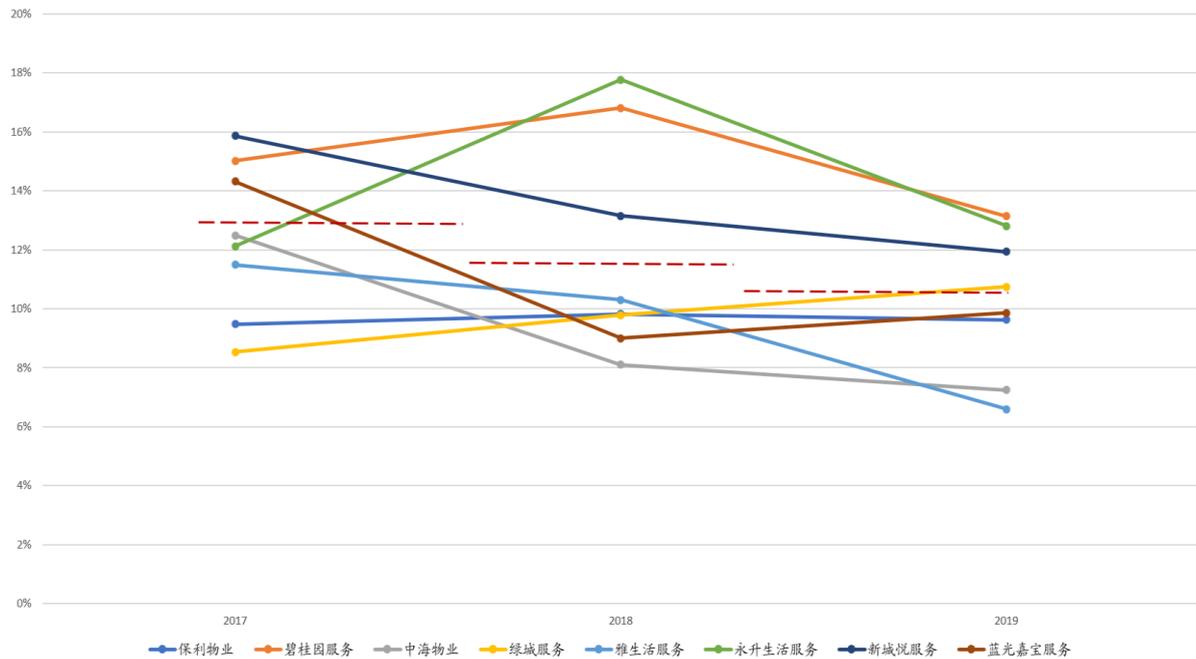
数据来源：东北证券，公司公告

图 10: 龙头物管公司销售费率 (2019)



数据来源：东北证券，公司公告

图 11: 龙头物管公司历年中间费率变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 6: 管理费率变化

管理费率	2017年	2018年	2019年
保利物业	9.48%	9.82%	9.62%
碧桂园服务	14.71%	16.24%	12.45%
中海物业	12.49%	8.10%	7.24%
绿城服务	8.09%	8.90%	8.98%
雅生活	9.64%	8.94%	5.75%
永升生活服务	12.12%	17.76%	12.80%
新城悦服务	14.93%	12.55%	11.38%
蓝光嘉宝服务	13.82%	8.74%	9.62%

数据来源: 东北证券, 公司公告

表 7: 销售费率变化

销售费率	2017年	2018年	2019年
保利物业	0.00%	0.00%	0.00%
碧桂园服务	0.30%	0.57%	0.69%
中海物业	0.00%	0.00%	0.00%
绿城服务	0.44%	0.88%	1.76%
雅生活	1.85%	1.36%	0.84%
永升生活服务	0.00%	0.00%	0.00%
新城悦服务	0.93%	0.60%	0.55%
蓝光嘉宝服务	0.49%	0.26%	0.24%

数据来源: 东北证券, 公司公告

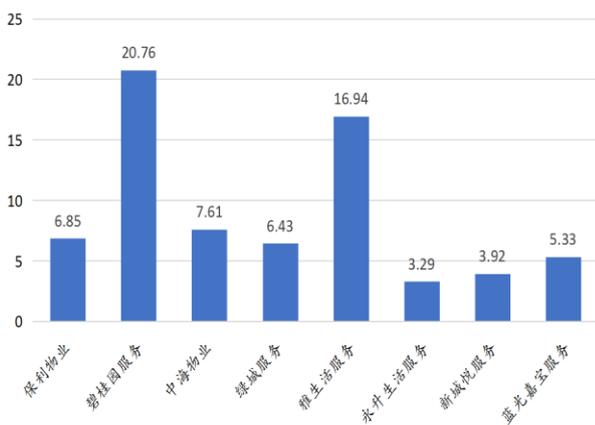
2.3. 剔除税率差异，看除税前溢利

部分物管公司由于注册地税率优惠或高新企业认证，因此拥有所得税方面的优惠，为了排除该变量对公司盈利水平的影响，我们选取重点跟踪物管公司的除税前溢利和除税前溢利率来进行横向比较。

以 2019 年数据为例，除税前溢利率最高为 33.05%，雅生活服务，最低值为绿城服务的 7.49%。之所以排除所得税带来的影响后众多物管公司的盈利水平仍有明显差异，主要原因有：

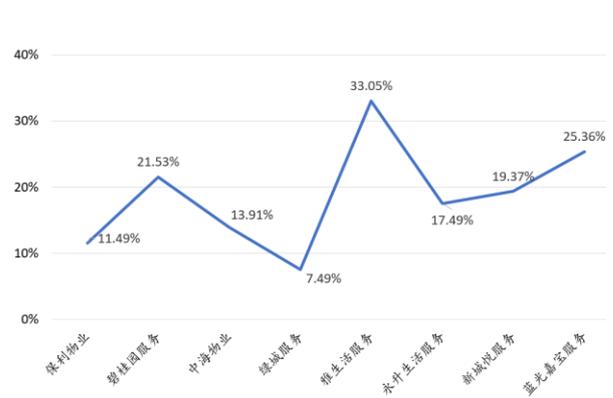
- 1、不同公司的收入结构、业务利润率存在较大差异；
- 2、管理费用、销售费用等中间费用的差异；

图 12: 龙头物管公司除税前溢利绝对值 (2019)



数据来源：东北证券，公司公告

图 13: 龙头物管公司除税前溢利率 (2019)



数据来源：东北证券，公司公告

从除税前溢利率的变化来看，除绿城服务由于在早教、新零售、经纪业务方面的投入导致其近三年除税前溢利率逐年下降，其余的重点跟踪龙头物管公司近三年的收益水平均有明显提升。从除税前溢利率的变动来看，雅生活服务进步最明显，除税前溢利率由 2017 年的 22.87% 上升至 2019 年的 33.05%，绝对值上升 10.18%。

表 8: 除税前溢利率

	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	9.36%	10.94%	11.49%
碧桂园服务	19.52%	22.88%	21.53%
中海物业	12.77%	13.36%	13.91%
绿城服务	9.90%	9.37%	7.49%
雅生活	22.87%	31.84%	33.05%
永升生活服务	14.47%	13.18%	17.49%
新城悦服务	13.05%	18.31%	19.37%
蓝光嘉宝服务	23.85%	24.16%	25.36%

数据来源：东北证券，公司公告

所得税率方面，享有明显税率优惠的公司为：碧桂园服务、新城悦服务以及蓝光嘉宝服务，其 2019 年所得税率分别为 17.23%、23.00%、16.62%。其中碧桂园服务的

所得税率优惠主要来源于主体企业的高新技术企业认证，公司于 2018 年 5 月荣获高新技术企业证书，据此公司有权于 2017-2019 年享有 15% 的优惠税率；新城悦服务、蓝光嘉宝服务则是得益于集团内若干附属子公司注册于西部或西藏地区，据此能够享受到 15% 的优惠所得税税率。

表 9: 适用所得税率

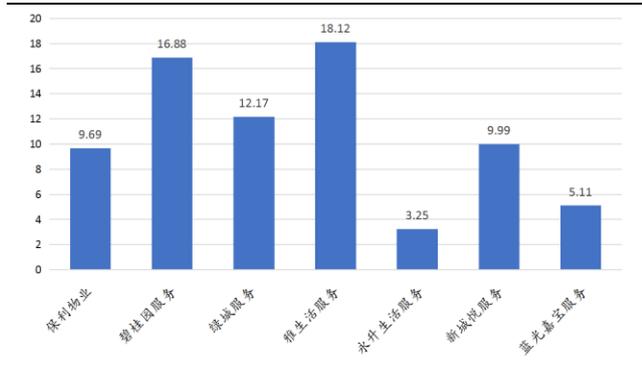
	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	25.91%	27.39%	26.59%
碧桂园服务	27.58%	12.64%	17.23%
中海物业	28.36%	26.77%	28.45%
绿城服务	22.96%	25.96%	26.56%
雅生活	25.45%	24.59%	23.77%
永升生活服务	27.14%	29.30%	24.22%
新城悦服务	18.82%	22.49%	23.00%
蓝光嘉宝服务	15.82%	16.10%	16.62%

数据来源：东北证券，公司公告

2.4. 非业主增值服务渗透率

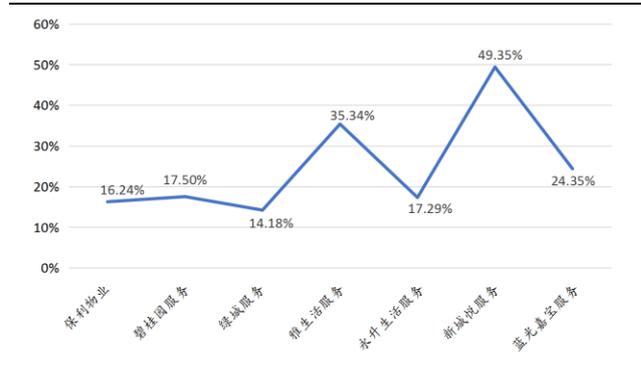
非业主增值服务在收入、利润中过高的占比不仅会影响到公司的经营质量、可持续性，同时对公司的估值有着较大的影响，但若仅仅从非业主增值服务收入的绝对值和其在整体收入中的占比来衡量却显得不甚公平，毕竟龙头物管公司其关联方的销售规模有着较大的差异，比较非业主增值服务的渗透情况明显有着更高的价值。

图 14: 非业主增值服务绝对值（2019）



数据来源：东北证券，公司公告

图 15: 非业主增值服务在总收入中占比（2019）



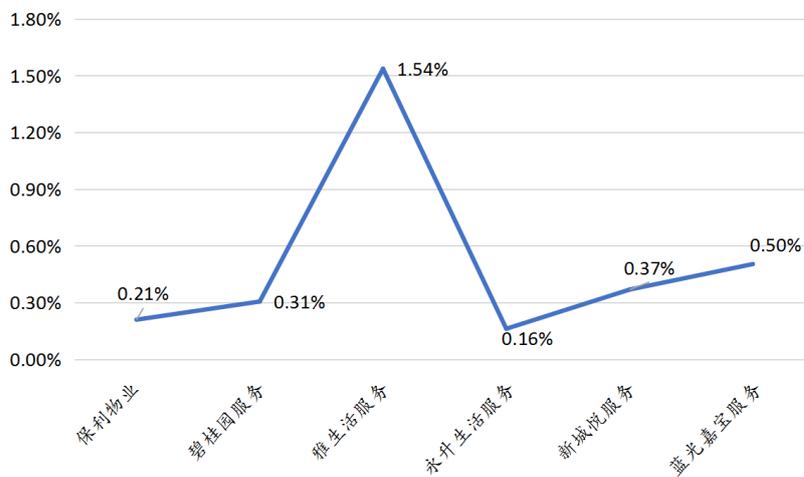
数据来源：东北证券，公司公告

事实上，由于绝大部分物管公司并不披露其非业主增值服务中来源于关联方、非关联方的收入占比，并且非业主增值服务的构成不尽相同，我们难以精确去对比物管公司对关联方所开发的项目的渗透率和收入规模，但考虑到非业主增值服务构成中大多以案场管理、交付清洁为主，业务开展与关联方的开发实力、地域布局等有着紧密联系，我们以当年的非业主增值服务与关联方所披露的销售金额相除，来了解公司非业主增值服务在关联方中的渗透率。

从数据中，我们发现两个倾向：

- 除了雅生活服务以外，其余龙头物管公司的非业主增值服务与关联方销售金额的比值均低于 0.5%，考虑到地产开发企业普适的营销费率和公司所披露的销售费率，我们认为非业主增值服务的渗透率较为合理。雅生活服务的非业主增值服务渗透率明显高于同业原因在于：1、公司为雅居乐、绿地集团的双股东，我们在计算时仅考虑了雅居乐的销售规模；2、雅生活服务其非业主增值服务，即外延服务由案场管理服务、其他外延服务构成，分别占比 38.7%、61.3%，后者包括了物业营销代理服务、房屋检验服务等。
- 2017-2019 年，重点物管公司其非业主增值服务渗透率均有所提升，我们认为这是一个物管公司上市后话语权加强，与关联方交易中获取合理收入、利润的现象。

图 16: 非业主增值服务/关联方销售金额 (2019)



数据来源：东北证券，公司公告

表 10: 非业主增值服务/关联方销售金额

	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	0.16%	0.17%	0.21%
碧桂园服务	0.06%	0.16%	0.31%
雅生活服务	0.50%	1.42%	1.54%
永升生活服务	0.14%	0.14%	0.16%
新城悦服务	0.20%	0.17%	0.37%
蓝光嘉宝服务	0.28%	0.27%	0.50%

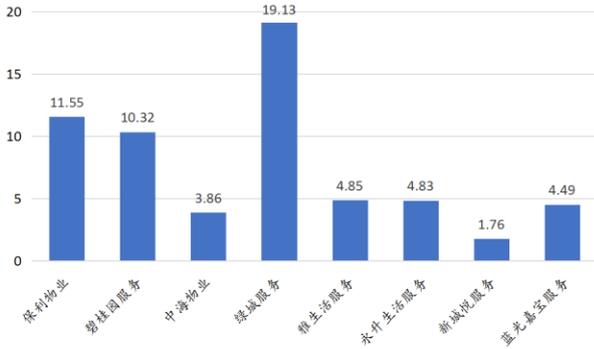
数据来源：东北证券，公司公告

2.5. 业主增值服务

相较于非业主增值服务，业主增值服务明显更受市场的欢迎，一方面其来源为社区业主，代表了更少的潜在利益输送可能性和更高的业主满意度；另一方面业主增值服务代表了物管公司的一大发展方向，其拥有永续性、高天花板等特点。2019 财年，绿城服务的社区增值服务在规模绝对值上遥遥领先，达到 19.13 亿元，而第二名保

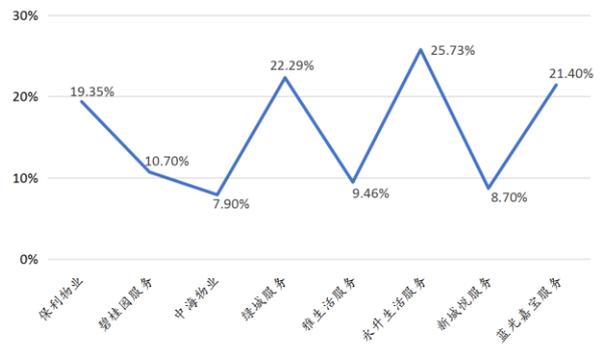
利物业仅为 11.55 亿元，仅为绿城服务的 60%；从收入占比来看，永升生活服务、绿城服务、蓝光嘉宝服务、保利物业占比领先，分别为 25.73%、22.29%、21.40%、19.35%。

图 17: 业主增值服务绝对值 (2019)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 18: 业主增值服务在总收入中占比 (2019)

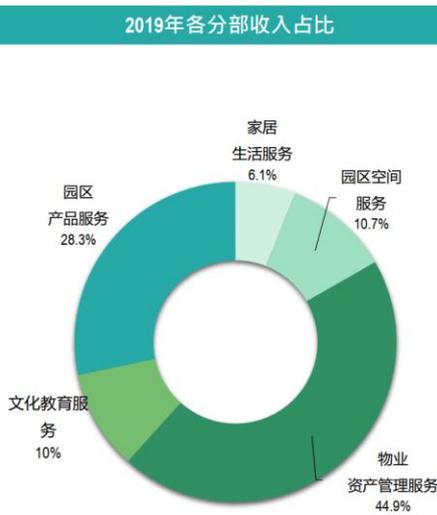


数据来源: 东北证券, 公司公告

以业内龙头绿城服务为例，其业主增值服务主要涉及物业资产管理服务、园区空间服务、家居生活服务、园区产品服务、文化教育服务五类，收入构成中物业资产管理服务占比约 45%，但该业务近几年的增速有明显放缓，而园区产品服务在近三年获得长足长进，由 2017 年的 1.86 亿元上升至 2019 年底的 5.42 亿元，年均增长率达到 70.7%。

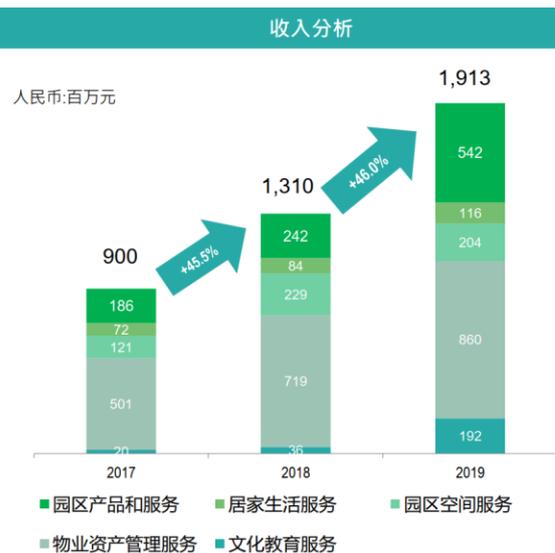
绿城服务作为社区增值服务的标杆，其社区增值服务的业务开展广度、深度均明显领先于行业，而其他的龙头物管公司也正在迅速补齐所开展的业务，寻求收入和业务结构的补足。

图 19: 绿城服务业主增值服务构成



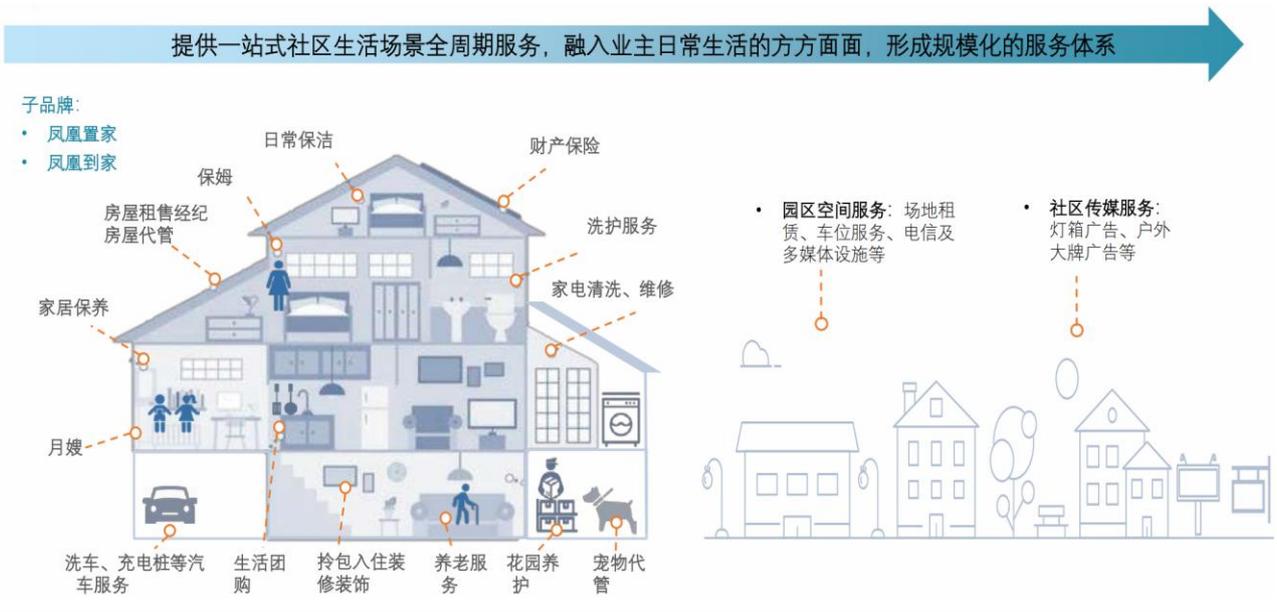
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 20: 绿城服务业主增值服务变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 21: 碧桂园服务业主增值服务业务概览



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 22: 雅生活服务业主增值服务构成



数据来源: 东北证券, 公司公告

考虑到社区增值服务的开展基础需要项目进入成熟阶段，我们分别以（期初在管面积+期末在管面积）/2 和期初在管面积作为分母进行计算，尽管该方面用于横向比较时准确性并不高，但我们依旧可以一窥门径，绿城服务的计算坪效值较同业有较大领先，紧随以后的则为永升生活服务以及保利物业。

表 11: 业主增值服务/((期初在管面积+期末在管面积)/2) (元/平方米)

	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	3.82	6.00	9.08
碧桂园服务	2.24	2.73	4.51
中海物业	-	2.03	2.64
绿城服务	9.52	10.82	12.74
雅生活	1.59	2.68	2.61
永升生活服务	5.16	5.94	9.17
新城悦服务	1.35	1.21	3.42
蓝光嘉宝服务	5.34	6.37	6.79

数据来源：东北证券，公司公告

备注：保利物业、绿城服务公布了在管面积中住宅、非住宅业态的占比，据此以住宅面积进行计算；

表 12: 业主增值服务/n-1 年在管面积 (元/平方米)

	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	4.27	6.76	9.99
碧桂园服务	2.63	3.39	5.69
中海物业		2.13	2.74
绿城服务	11.22	12.02	14.39
雅生活	2.04	3.71	3.51
永升生活服务	6.82	7.48	12.01
新城悦服务	1.56	1.32	4.11
蓝光嘉宝服务	7.52	7.57	7.41

数据来源：东北证券，公司公告

备注：保利物业、绿城服务公布了在管面积中住宅、非住宅业态的占比，据此以住宅面积进行计算；

之所以说用社区增值服务的计算坪效值来横向对比并不可靠，与不同公司在社区增值服务方面采取的差异化经营模式有关，如同基础物业服务的包干制和酬金制，在社区增值服务上采取自营或外包的模式，对收入和利润率的影响十分显著。以碧桂园服务 2019 年的社区增值服务为例，其家政服务、拎包入住服务、增值创新服务的合计会计收入为 5.17 亿元，还原为流量收入为 22.06 亿元，约为会计收入的 4 倍，据此计算的坪效达到 9.6 元/平米/月；即使以流量收入计算，户均流量收入仅为 902 元/户/年，我们对未来社区增值服务的成长依旧抱有巨大信心，**短期来看，我们认为龙头物管公司的社区增值服务收入在未来两年将继续保持快速增长。**

表 13: 碧桂园服务坪效还原情况

业务	会计收入 (百万元)	还原为流量收入 (百万元)
家政服务	274.6	604.0
拎包入住服务	97.8	977.8
增值创新服务	144.8	275.9
合计	517.2	2205.7
每平方米流量收入		9.64 元/平米/年
户均流量收入		902.6 元/户/年

数据来源：东北证券，公司公告

备注：还原后每平方米流量收入=还原后流量收入/((期初在管面积+期末在管面积)/2) 户均流量收入=还原后流量收入/((期初业主户数+期末业主户数)/2)

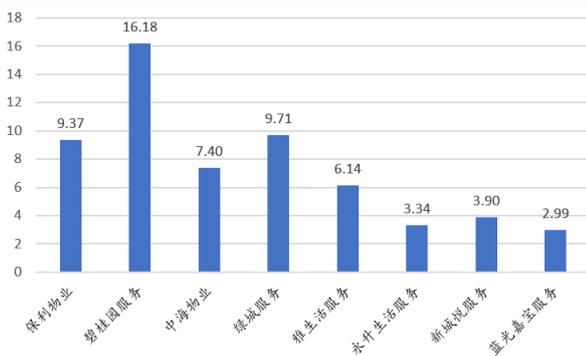
3. 从资产负债表看收缴情况：合约负债与规模同向变化

3.1. 合约负债

物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务的收入均于提供服务时确认，以物业管理服务为例，公司一般就每月提供的服务出具固定金额账单并按照有权开票并完成履约价值的金额确认为收入。据此，物管行业的利润表表现出季节性因素不强的特点；而资产负债表中应收账款、合同负债等项则可以体现公司对上下游的话语权及对业主物业费提前收缴的情况，能够较好的从侧面评估公司物业管理服务的能力和满意度。

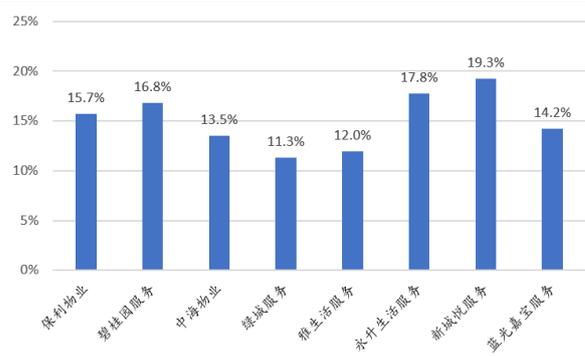
从合同负债的绝对值来看，碧桂园服务一枝独秀，2019年为16.18亿元，我们认为主要因素是三供一业业务带来的影响，2018年时公司的合同负债绝对值为10.0亿元，随着三供一业业务的深化开展，公司合同负债规模有明显上升；其余公司的合同负债规模大多于其收入规模正向相关。

图 23: 合同负债绝对值



数据来源：东北证券，公司公告

图 24: 合同负债构成（关联方/第三方）



数据来源：东北证券，公司公告

合同负债的主要来源是客户支付的预付款项，这与公司的物业费收缴能力、客户满意度有着较强的联系。

表 14: 合同负债绝对值

	2017年	2018年	2019年
保利物业	5.59	7.04	9.37
碧桂园服务	5.57	10.00	16.18
中海物业	6.52	6.71	7.40
绿城服务	6.50	7.49	9.71
雅生活	-	3.65	6.14
永升生活服务	1.20	1.71	3.34
新城悦服务	1.81	2.49	3.90
蓝光嘉宝服务	1.64	2.31	2.99

数据来源：东北证券，公司公告

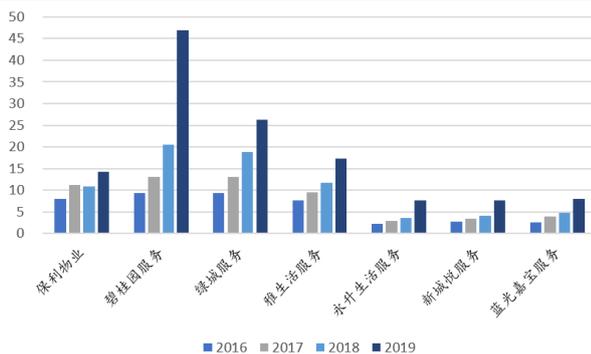
表 15: 合同负债/营收

	2017 年	2018 年	2019 年
保利物业	17.3%	16.6%	15.7%
碧桂园服务	17.9%	21.4%	16.8%
中海物业	19.4%	16.1%	13.5%
绿城服务	12.6%	11.2%	11.3%
雅生活	-	10.8%	12.0%
永升生活服务	16.6%	15.9%	17.8%
新城悦服务	20.9%	21.7%	19.3%
蓝光嘉宝服务	17.8%	15.8%	14.2%

数据来源：东北证券，公司公告

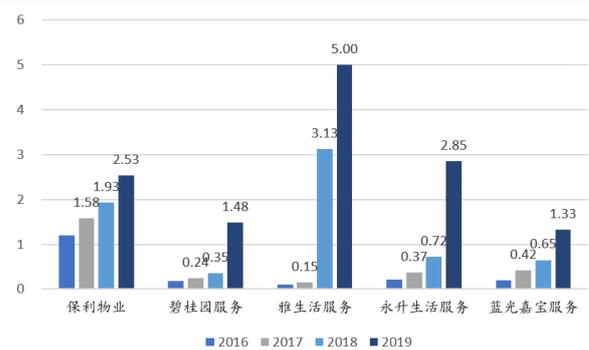
我们可以很明显的看到各大龙头物管公司近几年的贸易及其他应付账款和其中细项贸易应付账款增速相当高，一方面是由于物管公司对上下游的话语权在不断加强；另一方面则是由于社区增值服务的拓展和物业基础服务中外包团队使用频率的增加，使得应付款项金额的增长。

图 25: 贸易及其他应付款变化



数据来源：东北证券，公司公告

图 26: 贸易应付账款

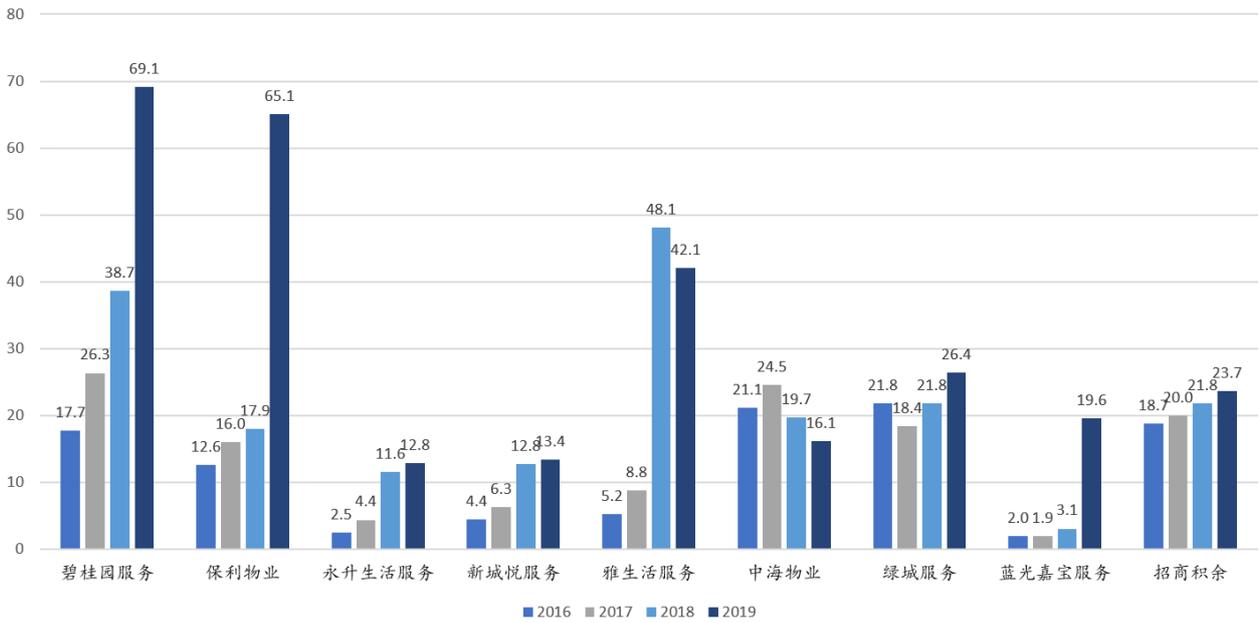


数据来源：东北证券，公司公告

3.2. 现金充裕度

物业管理行业作为轻资产、强现金流行业，龙头物管公司账面都拥有着大量的在手现金，而我们在之前的年度策略中也曾强调：2020 年必定又是收并购的丰年，或将再次出现雅生活服务收购中民物业、新中民物业的重量级收并购。而公司在手现金的多寡、充裕度将影响公司的决策和收并购能力，按照已有的一级市场收购价格，即 10-15 倍估值水平，仅从收入角度，50 亿在手现金可转化为 3.5-5 亿的净利润，充裕的在手现金同样是估值的溢价来源。

图 27: 重点跟踪物管公司历年现金及现金等价物规模



数据来源: 东北证券, 公司公告

近日, 碧桂园服务公告称将发行总额为 38.75 亿港元的可转化债券, 初始转化价格为 39.68 港元, 公司会将发行所得款项用于未来潜在的并购、战略投资、营运资金及公司一般用途, 结合公司在手的接近 70 亿元的现金, 以及去年雅生活服务收购中民物业、新中民物业、中航物业与招商局物业的重组整合和万科物业与戴德梁行成立合资子公司, 良性战略性收并购的帷幕已经拉开, 我们有理由相信碧桂园服务能够以充沛的资金, 最终再次实现 1+1>2 的战略性收并购。

图 28: 万科物业、戴德梁行新生美好战略合作发布会

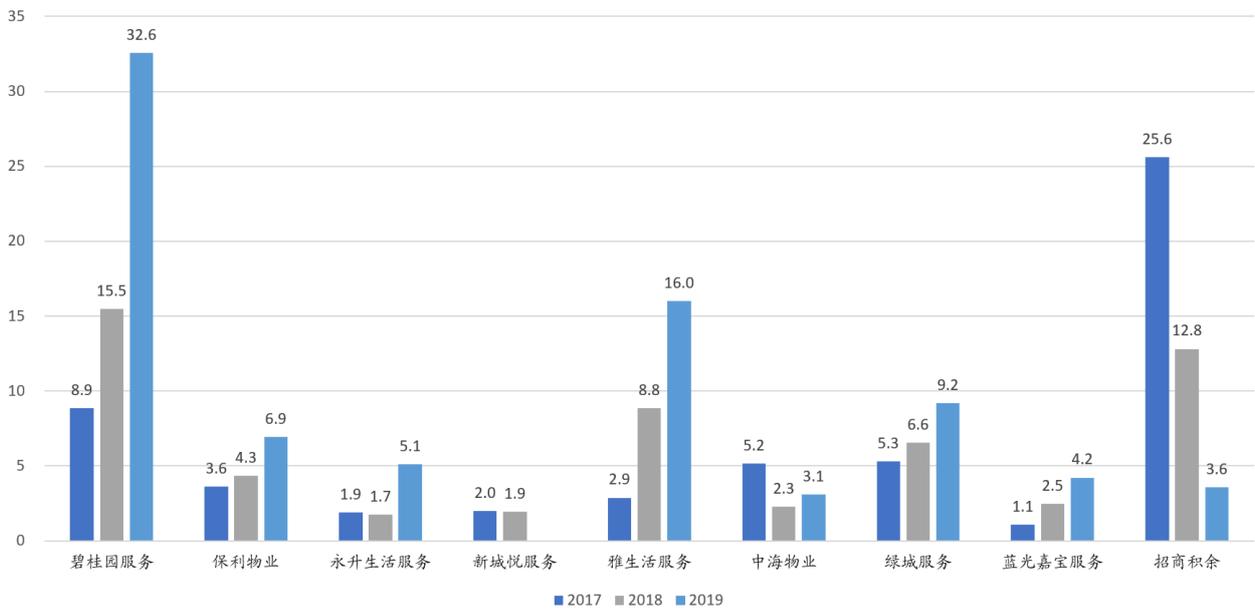


数据来源: 东北证券, 公司官微

4. 从现金流量表看收购能力：经营性现金流充沛，期待战略性收并购

轻资产的物业管理公司其现金流状况大多保持良好的现金流情况，以经营性现金流为例，除了少数公司，如招商积余存在合并重组的情况，绝大多数物管公司的净经营性现金流情况在近三年逐年好转，且表现出与在管面积规模、收入规模正相关的表现。

图 29：净经营性现金流情况



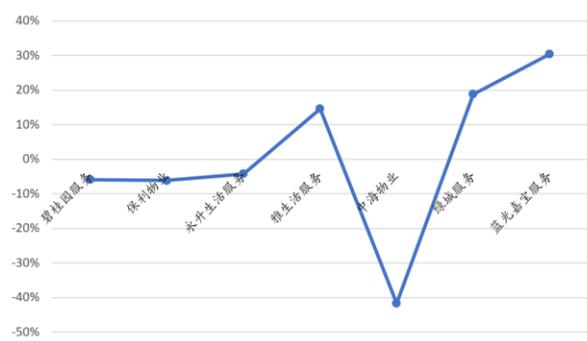
数据来源：东北证券，公司公告

图 30：2017-2019 年净经营性现金流 CAGR



数据来源：东北证券，公司公告

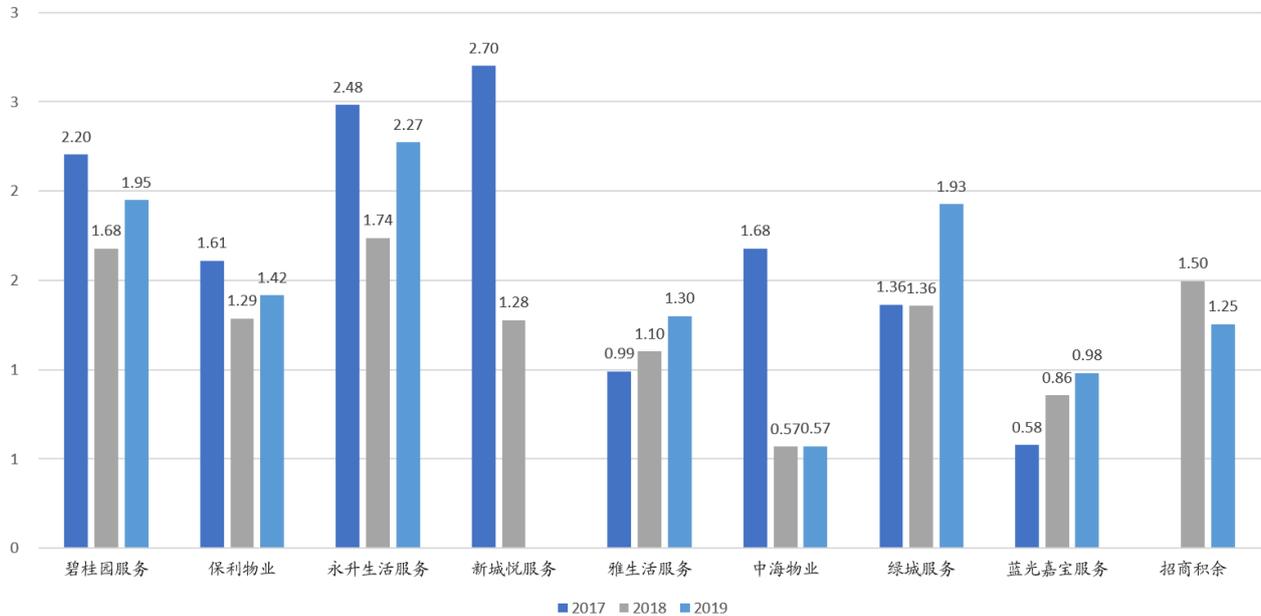
图 31：2017-2019 年净经营性现金流覆盖倍率 CAGR



数据来源：东北证券，公司公告

从净经营性现金流对归母净利润的覆盖倍率来看，部分公司达到接近两倍的水平，如永生生活服务、碧桂园服务、绿城服务在 2019 年的覆盖倍率分别为 2.27、1.95、1.93；覆盖倍率最低的为中海物业，仅为 0.57 倍。

图 32: 净经营性现金流/归母净利润覆盖倍数



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 16: 龙头物管公司近几年部分收并购事件

公司	时间	收并购对价	被收并购方
世茂发展	2019	-	合作并购海亮物业、三远物业
保利物业	2018	-	保利地产与合富辉煌一二手代理业务的合作重组顺利完成, 保利达产同时成为合富辉煌的第二大股东
	2018	1860 万元	湖南天创 60% 股权
	2019	408 万元	重庆新祥瑞 51% 的总股权
	2016	1.04 亿	国嘉物业
蓝光嘉宝服务	2017	6000 万元	杭州绿宇 76% 的股权
		2400 万元	上海真贤 80% 股权
		5200 万元	成都东景 65% 股权
	2018	3500 万元	泸州天立 70% 股权
		230 万元	成都全程全部股份
万科物业	2015	-	东莞卓圣、深圳卓宏等 5 家物业公司
	2016	-	上海中邦、浙江赞成、浙江华太等 16 家物业公司
	2017	-	浙江耀江、德润、昆山华地等 7 家物业公司
		-	西安荣邦物业、黄山悦榕物业、丽江悦榕物业
	2018	-	购买戴德梁行 (Cushman&Wakefield) 4.9% 的股份 (以发行后总股份计算)
	2019	-	与戴德梁行成立合资子公司
		-	北京盛世物业服务全部股权 70%、成都佳祥物业管理的 100% 股权、成都清华逸家物业管理的 100% 股权、南昌市洁佳物业的 100% 股权、上海睿靖实业的 100%
碧桂园服务	2018	6.83 亿	北京盛世物业服务全部股权 70%、成都佳祥物业管理的 100% 股权、成都清华逸家物业管理的 100% 股权、南昌市洁佳物业的 100% 股权、上海睿靖实业的 100%
	2019	3.75 亿	港联不动产服务 100% 股权

	2019	1.96 亿	中国恒大旗下嘉凯城物业 100%股权
绿城服务	2019	2.43 亿	澳洲早教教育机构 montessoriacademy group holdings pty ltd56% 股权
永升服务	2018	4.62 亿	青岛雅园物业 55%股份
	2019	864.4 万元	青岛银盛泰物业 50%的股份

数据来源：东北证券整理，公司公告&新闻

5. 投资建议

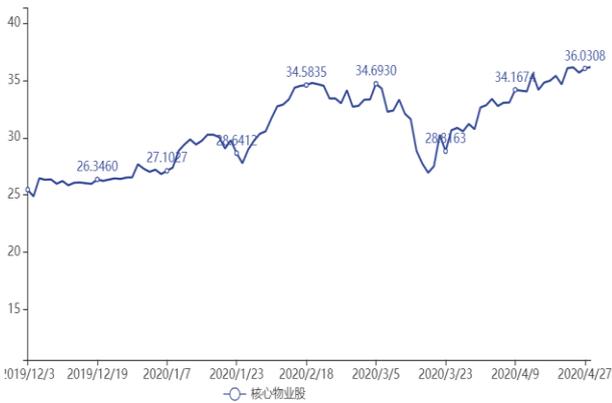
截止至 2020 年 4 月 28 日，核心物业股的总股本加权平均收盘价为 21.93 元，创历史新高；对应 2020、2021 年一致盈利预期的估值为 36.15 倍、26.67 倍。尽管目前的加权收盘价已较 2020 年 2 月底时高出 10% 有余，但对应 2021 年一致盈利预期的估值却较 2 月底的并无太大提升，原因在于物管公司大多于 3 月中下旬公告了 2019 年全年业绩，无论是业绩确定性的再次验证或是社区增值服务、市场化拓展等方面取得了显著进步，都令市场对物管公司未来的业绩有了更高的期待和预测，也就是说，当前物业股的上涨并非来源于估值的变动，主要是来源于盈利预期的变动。

图 33: 核心物业股总股本加权平均收盘价



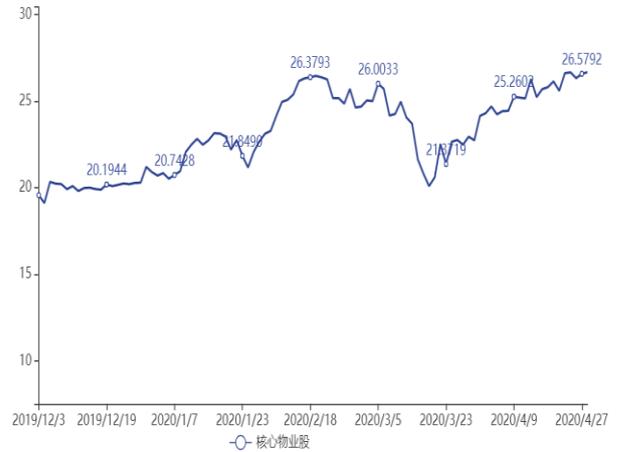
数据来源：东北证券，Wind

图 34: 核心物业股 2020 年 PE



数据来源: 东北证券, Wind

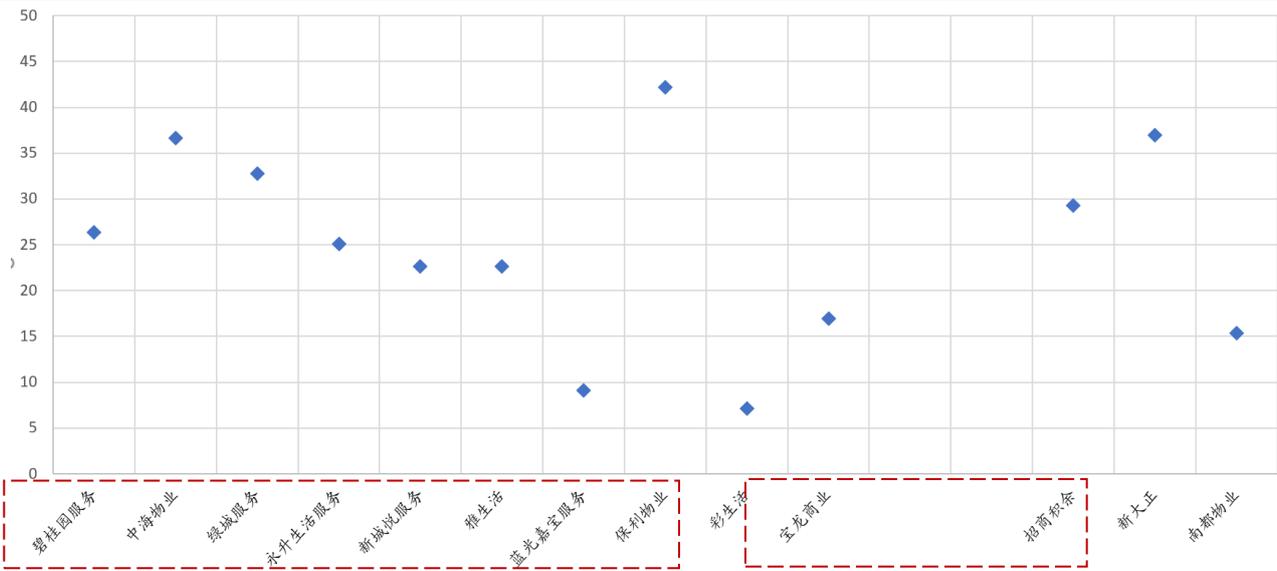
图 35: 核心物业股 2021 年 PE



数据来源: 东北证券, Wind

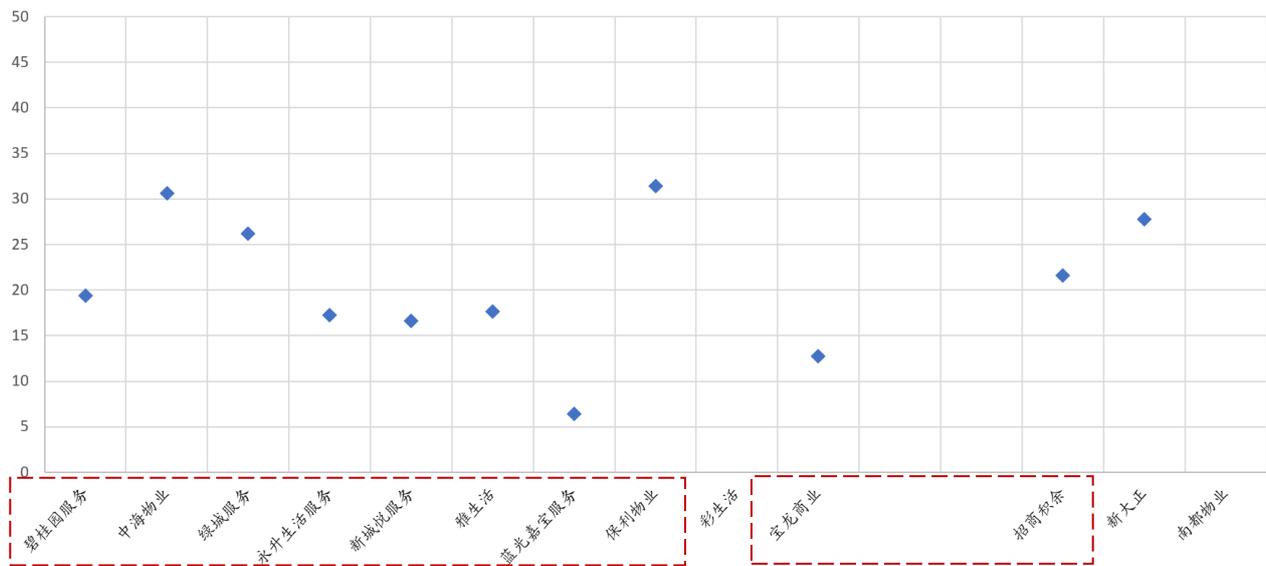
在我们跟踪的物管公司中, 保利物业的估值水平一枝独秀, 其余重点物管公司 2021 年估值区间约为 25-35 倍, 2022 年约为 20-30 倍。物业管理行业作为一个成长期的行业, 自 2019 年起各家公司成长路线出现了差异化, 每一家优秀的物管公司在业绩确定性以外均有一些细分赛道的长处, 如保利物业的城镇公共物业, 碧桂园服务的三供一业, 永升生活服务的市场化拓展能力以及绿城服务的社区增值服务领先优势, 我们很难说哪一条路线是一定正确的, 相反我们更倾向于认为物业管理行业巨大的行业潜力和远未触及的天花板给予了大家足够的试错空间和发展机会, 结合估值水平和我们对行业中长期发展的理解, 我们继续推荐港股三剑客和 A 股稀缺性标的组合: 碧桂园服务、保利物业、永升生活服务以及招商积余。

图 36: 重点跟踪物管公司 2021 年盈利预测对应估值



数据来源: 东北证券, Wind

图 37: 重点跟踪物管公司 2022 年盈利预测对应估值



数据来源: 东北证券, Wind

备注: 框线范围内公司为已覆盖并进行盈利模型拆分预测, 其余采用万得一致预期

5.1. 保利物业 (6049.HK): 以白马之姿, 创领公建业态市场

公司发布 2019 年全年业绩, 合计实现营收 59.7 亿元, 同比增长 41.08%, 其中基础服务、业主增值服务、非业主增值服务分别贡献收入 38.44、11.54、9.63 亿元, 社区增值服务贡献的收入首次超越非业主增值服务, 毛利率分别为 14.2%、40.7%、20.3%, 实现综合毛利率 20.32%, 略高于 2018 年的 20.10%; 公司实现归母净利润 4.91 亿元, 同比增长 49.3%; 受益于毛利率的提升和管理费用率的下降, 2019 年度公司归母净利率为 8.22%, 较 2018 年提升 0.28 个百分点。

公共业态在管面积延续爆发增势, 绝对规模已超越住宅业态。截止至 2019 年底, 公司在管面积达 2.87 亿平方米, 其中公建业态管理面积 1.40 亿方, 同比增长 105%, 住宅业态在管面积 1.38 亿方, 公共业态在管面积首次超越住宅业态; 全年新增公建类物业在管项目 87 个, 上下半年分别为 31、56 个; 同期, 公建类物业贡献收入 4.8 亿, 同比增长 115%, 占基础服务收入的 12.5%。公司在年报中表态将坚定推进“大物业”战略, 我们对未来规模的增长和服务深挖后带来的收入增长抱有信心。

社区增值服务快速发展, 未来仍具潜力。2019 年, 公司社区增值服务收入 11.54 亿元, 同比增长 85%, 占全部收入的 19.4%, 首次超越了非业主增值服务的占比。正如我们在之前的年度策略中阐述的, 随着物管公司在社区增值服务上开展内容的增加, 近两年的社区增值服务业务将呈爆发式增长, 保利物业的业绩又一次验证了该逻辑。而由于社区增值服务结构的变化, 毛利率较 2018 年下滑了 7.7 个百分点, 为 40.7%。考虑到社区增值服务的多样性与收入规模的快速增长, 未来两年该业务毛利率或将稳中微降, 其在收入、利润中占比将持续提升。

维持公司买入评级, 考虑到一方面公建物业收入仍待发展, 且 2019 年社区增值服务的毛利率因结构性原因有所下降, 小幅下调 2020 和 2021 年 EPS, 预计 2020-2022 年 EPS 为 1.27、1.73、2.32 元。

风险提示: 第三方市场拓展不及预期, 社区增值服务进展缓慢

表 17: 保利物业盈利预测

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4229	5,967	7,974	10,541	13,714
(+/-)%	30.52%	41.08%	33.64%	32.20%	30.10%
归属母公司净利润	336	491	701	957	1,283
(+/-)%	49.33%	49.30%	42.82%	36.59%	34.08%
每股收益 (元)	0.59	0.89	1.27	1.73	2.32
净资产收益率 (%)	51.70%	9.70%	12.63%	15.40%	18.04%
股息收益率 (%)	0.69%	0.46%	0.66%	0.91%	1.22%
总股本 (百万股)	422.9	553.33	553.33	553.33	553.33

数据来源: 东北证券, Wind

5.2. 碧桂园服务 (6098.HK): 业绩略超预期, 迈向全域覆盖

公司公布 2019 年全年业绩, 实现营业收入 96.45 亿元, 同比增长 106%; 若剔除三供一业业务, 年内收入为 81.30 亿元, 增幅约 74%; 年内净利润由 2018 年同期的 9.34 亿元上升至 17.18 亿元, 同比增长 84%。

业绩如期兑现, 结构不断改善。截止至 2019 年底, 公司在管面积达 2.76 亿平米, 较 2018 年底增长约 9500 万平米; 合同管理面积 6.85 亿平米, 储备面积与在管面积比值约为 1.47 倍。快速增长的在管面积带来基础服务收入的规模扩张, 2019 年公司录得基础服务收入 58.17 亿元, 同比大幅增长 69%。剔除三供一业业务后, 基础服务、业主增值服务、非业主增值服务在收入中占比分别为 72%、11%、18%; 在毛利中占比 60%、20%、20%, 公司在维持基础服务占据收入、利润的主要来源的前提下, 非业主增值服务收入、利润占比有所下降, 结构进一步改善。此外, 我们的模型显示未来 3 年公司在管社区中交付时间不满 3 年的项目比例将保持较高水平, 有助于公司维持可观的基础服务毛利率, 结合业主增值服务、非业主增值服务收入结构的改善, 剔除三供一业后的综合毛利率有望维持行业中较高位置。

三供一业迈入实质阶段, 有望成为第二个增长极。2019 年, 公司三供一业业务合计贡献收入 15.15 亿元, 其中供热业务 9.9 亿元, 物业业务 5.25 亿元, 且均实现盈利: 供热、物业管理业务分别实现毛利率 6.0%、13.4%, 净利率为 2.7%, 5.4%; 合计接管面积已达 1.21 亿平米。公司在三供一业业务具备先发优势, 随着对业务模式的持续探索, 未来有望在服务内容上进一步深挖, 使之成为公司业绩增长的第二极。维持公司买入评级, 考虑到公司三供一业业务带来的增量收入和在管面积的确定性快速增长, 我们上调公司 2020、2021、2022 年 EPS 至 0.84、1.22、1.66 元。

风险提示: 非业主增值服务受疫情影响; 关联方销售不及预期

表 18: 碧桂园服务盈利预测

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,675	9,645	14,197	19,646	26,014
(+/-)%	49.76%	106.30%	47.19%	38.38%	32.41%
归属母公司净利润	923	1,671	2,281	3,319	4,505
(+/-)%	129.79%	80.97%	36.53%	45.51%	35.73%
每股收益 (元)	0.37	0.63	0.84	1.22	1.66
净资产收益率 (%)	40.83%	31.82%	26.81%	33.53%	39.04%
股息收益率 (%)	0.39%	0.59%	0.79%	1.15%	1.56%
总股本 (百万股)	2500	2714.89	2714.89	2714.89	2714.89

数据来源: 东北证券, Wind

5.3. 永升生活服务 (1995.HK): 品牌与规模双重跃升之年

公司公布 2019 年全年业绩, 实现收入 18.78 亿元, 同比增长 74.5%; 其中基础服务、社区增值服务、非业主增值服务分别实现收入 57.0%、17.3%、25.7%, 社区增值服务在收入中占比超越非业主增值服务; 综合毛利率 29.6%, 其中业主增值服务毛利率微降, 由 2018 年的 63.4% 下降至 51.2%; 得益于整体毛利率的提升和管理费用率的下降, 公司实现归母净利润 2.24 亿元, 同比大幅增长 112.7%, 归母净利率为 11.92%, 上升 2.6pct。

市场化拓展持续发力, 合约面积再上新台阶。截止至 2019 年底, 公司在管面积达 6515 万方, 同比增长 62.2%, 其中来自于旭辉集团和第三方的在管面积分别为 1769、4747 万方, 分别较 2018 年底增长 305、2187 万方; 合约面积达到 1.11 亿方, 同比增长 68.6%, 绝对值增长 4490 万方, 其中来自于第三方的合约面积占比超七成, 市场化拓展收获成绩。合约面积的同比增速高于在管面积的增速, 合约面积/在管面积比值不降反升, 由 2018 年底的 1.63 倍上升至 1.7 倍, 锁定了公司未来的业绩确定性和成长性。

管理优化, 收入、利润结构更进一步。2019 年, 业主增值服务在收入占比中首次超越非业主增值服务; 在毛利占比上, 更是超越了基础服务的贡献, 达到 45.15%, 而同期的基础服务、非业主增值服务的毛利占比分别为 43.94%、10.91%, 合理的收入、利润结构有助于公司未来的成长维持良性循环。此外, 2019 年公司的管理费用为 2.46 亿元, 管理费用率为 13.1%, 较上一期的 17.78% 有明显的改善。开源与节流并进, 带动了公司净利润的跨越式增长。

维持公司买入评级, 考虑公司在 2019 年取得的优异表现、高速增长的合约面积以及社区增值服务的优秀表现, 上调公司 2020-2022 年的盈利预测, EPS 分别为 0.25、0.38、0.56 元。

风险提示: 第三方市场拓展不及预期, 社区增值服务进展缓慢

表 19: 永升生活服务盈利预测

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,076	1,878	3,039	4,642	6,568
(+/-)%	48.32%	74.55%	61.81%	52.75%	41.51%
归属母公司净利润	100	224	378	589	855
(+/-)%	30.82%	123.84%	68.68%	55.94%	45.13%
每股收益 (元)	0.07	0.15	0.25	0.38	0.56
净资产收益率 (%)	11.12%	19.50%	29.90%	42.39%	55.93%
股息收益率 (%)	0.25%	0.54%	0.91%	1.42%	2.06%
总股本 (百万股)	1500	1536.4	1536.4	1536.4	1536.4

数据来源: 东北证券, Wind

5.4. 招商积余 (001914): 市场拓展迅猛, 招商物业利润率好转

事件: 公司披露 2019 年年报, 报告期内公司实现营业收入 60.78 亿元, 同比下降 8.68%, 归属于母公司所有者的净利润 2.86 亿元, 同比下降 66.59%; 其中物业管理板块实现营业收入 51.50 亿元, 同比增长 32.80%, 占公司营业收入的 84.7%, 其中基础物业管理实现收入 46.0 亿元, 同比增长 27.88%; 专业化服务业务实现营业收入 5.50 亿元, 同比增长 95.93%。

招商局物业顺利并表, 利润水平快速修复。2019 年, 公司开展物业管理业务的主要子公司中航物业、招商局物业分别贡献收入 45.06、5.92 亿, 合计占物业管理板块收入的 99%, 其中招商局物业仅并表了 12 月经营数据; 两者分别贡献净利润 20319、3876 万元, 对应的净利率约为 4.51%、6.50%; 2018 年同期中航物业、招商局物业的净利率分别仅为 4.30%、4.66%, 招商局物业净利率有明显修复。我们相信随着公司经营效率的提升和整合后发挥的协同效应, 招商局物业部分的利润水平有望踏入修复快车道, 回归行业中枢值。

市场化拓展成效显著, 新签合同额快速增长。公司锐意进取, 围绕机构物业努力开展市场化拓展, 新签项目涵盖了总部大楼、政府、商写、高校、城市公共服务等业态。截止至 2019 年底, 公司合计在管面积达 1.53 亿平米, 其中非住宅物业在管面积占比过半。中航物业部分管理面积为 6729 万平米, 其中非住宅业态占比 69%, 管理规模较 2019 年年中下降 905 万方, 但无论是新签合同额或收入均保持强劲增长, 我们有理由相信是公司清退了一部分低能效的项目; 招商局物业部分管理面积为 8537 万平米, 较 2019 年年中大幅增长了 1445 万平米, 来自控股股东的新签合同额为 6.71 亿, 同比大幅增长 85.6%, 确定性凸现。

维持公司买入评级。考虑到招商局物业部分良好的业绩表现, 我们小幅上调公司的盈利预测, 预计 2020-2022 年物业板块净利润为 6.59、9.25、12.57 亿元, 整体 EPS 为 0.66、0.91、1.22 元。

风险提示: 利润修复不及预期, 市场拓展受疫情影响

表 20: 招商积余盈利预测

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,656	6,078	11,659	14,666	18,103
(+/-)%	12.94%	-8.68%	91.83%	25.79%	23.44%
归属母公司净利润	857	286	700	965	1,296
(+/-)%	468.85%	-66.59%	144.65%	37.85%	34.30%
每股收益 (元)	0.81	0.27	0.66	0.91	1.22
净资产收益率 (%)	17.69%	3.59%	8.23%	10.47%	12.73%
股息收益率 (%)	0.00%	0.40%	0.67%	0.93%	1.23%
总股本 (百万股)	667	1,060	1,060	1,060	1,060

数据来源: 东北证券, Wind

分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，四川大学金融学本科，现任东北证券房地产行业组组长。曾任职上海国际信托和四川信托，3年半信托公司一线房地产业务从业经验。2017年加入东北证券研究所，曾获得东方财富2018年度房地产行业最佳分析师第2名；2019年证券时报“金翼奖”房地产行业第2名。

沈路遥，同济大学建筑与土木工程专业本科、硕士，现任东北证券房地产组研究助理。曾就职于金地商置集团，一年半房地产从业经验，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

吴胤翔，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn