

# 永升生活服务 (1995.HK)

## 品质物业高成长标兵

**立足旭辉，深耕物管，高速成长的物业标兵。**公司倚靠旭辉地产，十六年深耕物管，2019年6月底在管总建筑面积为4900万平方米，合约面积为8620万平方米，2018年公司年营业收入达10.75亿元，在中国物业服务百强企业中综合实力排名第14位。2015年至2018年公司营业收入复合年增长率为41%，归母净利润复合年增长率为60%。

**万亿物管行业迎黄金发展期，看好规模增长与增值服务潜力。**每年近10亿平米的竣工面积为物业管理市场带来稳定增量，而业主对物业品质要求的不断提高则赋予了行业更深层的生命力。预计行业将稳步朝万亿规模进军。当前行业正处于集中度快速提升期。内接关联地产商物业、市场化第三方外拓、并购扩张、做大做强增值服务、开拓非住宅物业市场共同驱动头部物业公司持续快速成长。

**公司服务品质高，外拓能力突出，团队专业且激励充足。**公司项目定位中高端市场，布局以一二线城市为主，以高质量物管服务及增值服务打造高价值品牌。相较同业公司而言，公司外拓能力出众，通过灵活采取招投标、战略合作、收并购等方式推动第三方物管收入高速增长，三年复合增速高达191%。公司核心管理层拥有十年以上行业经验，并制定了涉及总股本18.6%规模的股权激励计划，管理团队专业且激励充足。

**内接外拓驱动面积快速增长，增值服务开拓长期价值空间。**2019年6月旭辉地产储备面积达4680万平方米，过去三年销售面积CAGR达67%，公司未来将受益于旭辉地产的快速发展，预计每年增加千万平米量级合约面积，同时预计公司通过招投标、合作等多种手段保持快速外拓趋势。2019年公司收购青岛雅园物业，积极拓展非住宅物业市场。公司社区增值服务基础扎实，毛利率高达64.5%，未来随管理面积增长、服务渗透率提升，预计还将继续保持高速增长。

**投资建议：**我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为2.10/3.06/4.28亿元人民币，对应EPS分别为0.14/0.20/0.28元人民币，当前股价对应为PE26.8/18.4/13.1倍。考虑到行业的良好前景及公司高成长性，首次覆盖，给予5.0港元目标价（对应2020年倍22.1PE），“买入”评级。

**风险提示：**第三方外拓速度不及预期风险、中长期毛利率下降风险、关联公司相关风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	725	1,076	1,603	2,385	3,404
增长率 yoy (%)	51.1	48.3	49.0	48.8	42.7
归母净利润（百万元）	80	101	210	306	428
增长率 yoy (%)	121.6	26.3	108.5	46.1	39.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.05	0.07	0.14	0.20	0.28
净资产收益率 (%)	32.5	11.1	19.4	23.2	25.9
P/E (倍)	70.7	56.0	26.8	18.4	13.1
P/B (倍)	22.99	6.26	5.22	4.27	3.41

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

目标价（港元）	5.0
最新收盘价（港元）	4.05
总市值(百万港元)	6222
总股本(百万股)	1536.40
其中自由流通股(%)	100
30日均成交量(百万股)	2.08

#### 股价走势



#### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	617	1384	1329	1699	2429	<b>营业收入</b>	725	1076	1603	2385	3404
现金	438	1160	892	1194	1605	营业成本	542	767	1121	1650	2332
应收账款	121	162	274	368	551	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	57	52	153	127	263	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	88	191	205	315	460
存货	0	0	0	0	1	财务费用	-3	0	-1	10	23
其他流动资产	0	10	10	10	10	资产减值损失	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	85	109	574	581	590	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1	9	9	9	9
固定投资	15	27	24	31	40	<b>营业利润</b>	99	127	286	419	599
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	10	16	15	20	15
其他非流动资产	71	82	550	550	550	营业外支出	1	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	702	1493	1904	2280	3019	<b>利润总额</b>	108	142	299	437	
<b>流动负债</b>	445	574	806	942	1347	所得税	28	42	90	131	184
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	80	100	210	306	428
应付账款	37	72	71	146	157	少数股东收益	0	-0	0	0	0
其他流动负债	409	502	736	795	1191	<b>归属母公司净利润</b>	80	101	210	306	428
<b>非流动负债</b>	12	16	16	16	16	EBITDA	100	121	284	422	592
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.05	0.07	0.14	0.20	0.28
其他非流动负债	12	16	16	16	16						
<b>负债合计</b>	458	590	823	958	1364						
少数股东权益	0	4	4	4	4	<b>主要财务比率</b>					
股本	0	13	13	13	13	<b>会计年度</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	245	704	704	704	704	<b>成长能力</b>					
留存收益	106	181	326	537	832	营业收入 (%)	51.1	48.3	49.0	48.8	42.7
归属母公司股东收益	245	899	1077	1318	1652	营业利润 (%)	139.1	28.2	126.1	46.5	42.8
<b>负债和股东权益</b>	702	1493	1904	2280	3019	归属母公司净利润 (%)	121.6	26.3	108.5	46.1	39.9
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	25.2	28.7	30.1	30.8	31.5
						净利率 (%)	11.0	9.3	13.1	12.8	12.6
						ROE (%)	32.5	11.1	19.4	23.2	25.9
						ROIC	28.8	9.4	18.0	22.0	24.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	65.2	39.5	43.2	42.0	45.2
						净负债比率 (%)	-179.1	-128.5	-82.5	-90.3	-96.9
						流动比率	1.4	2.4	1.6	1.8	1.8
						速动比率	1.4	2.4	1.6	1.8	1.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.1	1.3
						应收账款周转率	6.9	7.6	7.4	7.4	7.4
						应付账款周转率	18.9	14.1	15.7	15.2	15.4
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.07	0.14	0.20	0.28
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.11	0.14	0.25	0.35
						每股净资产 (最新摊薄)	0.16	0.59	0.70	0.86	1.08
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	70.7	56.0	26.8	18.4	13.1
						P/B	22.99	6.26	5.22	4.27	3.41
						EV/EBITDA	57.73	41.8	18.8	12.0	7.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公司概况: 立足旭辉地产的高成长物业标兵.....	5
2. 行业分析: 万亿物管行业迎黄金发展期, 头部公司市占率提升快速成长.....	8
2.1 基础物管搭配增值服务总量将破万亿.....	8
2.2 百强物管企业快速扩张, 市场集中度不断提升.....	10
2.3 看好规模成长与增值服务潜力挖掘.....	13
3. 竞争优势分析: 服务品质高, 外拓能力突出, 团队专业且激励充足.....	14
3.1 定位中高端市场, 打造高价值品牌.....	14
3.2 外拓能力出众, 多模式拓展第三方市场.....	17
3.3 管理团队专业能力强, 股权激励动力充足.....	18
4. 成长驱动力分析: 内接外拓驱动面积快速增长, 增值服务开拓长期价值空间.....	19
4.1 受益于旭辉地产加速发展, 内接面积加速增长.....	19
4.2 第三方拓展步伐加快, 收购提升非住宅物业经营实力.....	21
4.3 增值服务做强做大, 挖掘长期价值空间.....	23
4.4 科技创新提升经营效率, 改善服务品质.....	25
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 估值与投资建议.....	27
6. 风险提示.....	27

## 图表目录

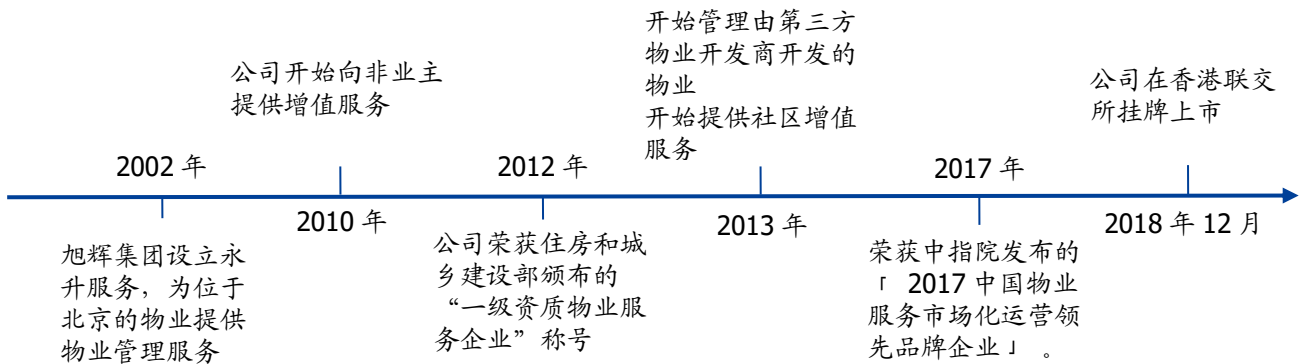
图表 1: 公司历史沿革.....	5
图表 2: 公司主营业务模式.....	5
图表 3: 公司股权结构图.....	6
图表 4: 公司 2015-2019 年上半年营业收入及增长率.....	7
图表 5: 公司 2015-2019 年上半年归母净利润及增长率.....	7
图表 6: 第三方物业占物业收入比重.....	8
图表 7: 公司主营业务收入构成.....	8
图表 8: 公司非住宅物业在管面积及增速.....	8
图表 9: 公司非住宅物业收入及增速.....	8
图表 10: 2011-2018 年物业行业管理面积规模及增速.....	9
图表 11: 全国房屋竣工面积及增速.....	9
图表 12: 全国商品房销售面积及增速.....	9
图表 13: 我国基础物业管理服务行业市场规模测算.....	10
图表 14: 百强物管企业平均管理面积及市占率.....	11
图表 15: TOP 10 物管企业平均管理面积及市占率.....	11
图表 16: 主要上市物管企业市值与经营情况汇总.....	11
图表 17: 主要未上市物管企业经营情况汇总.....	12
图表 18: 2015-2019 年中国物业服务百强企业 TOP10.....	12
图表 19: 房地产行业销售面积/销售金额 CR100.....	13
图表 20: 部分物管上市企业历年在管建筑面积 (单位: 万平方米).....	13
图表 21: 部分物管上市企业历年储备建筑面积 (单位: 万平方米).....	13
图表 22: 剔除前 50 大开发商的房地产销售面积集中度.....	14
图表 23: 剔除前 50 大开发商的房地产销售面积规模.....	14
图表 24: 旭辉地产合同销售金额分布 (按城市能级).....	15

图表 25: 旭辉地产合同销售金额分布 (按地域)	15
图表 26: 公司物业项目分部城市	15
图表 27: 同业 2018 年物业管理费用均值 (元/平米/月)	16
图表 28: 永升物业服务价格范围	16
图表 29: 各物业公司 2015-2019H 物业服务业务毛利率	16
图表 30: 公司服务品牌介绍	17
图表 31: 公司第三方物业管理面积及增速	17
图表 32: 公司第三方物管服务营收及增速	17
图表 33: 部分同业公司第三方市场增长情况比较	18
图表 34: 第三方物业服务营收占物业服务收入比重	18
图表 35: 旭辉地产 2012-2019 年上半年合同销售额及增速	20
图表 36: 旭辉地产 2012-2019 年上半年合同销售面积及增速	20
图表 37: 旭辉地产 2012-2018 土地储备及增速	20
图表 38: 永升来自旭辉地产的合约管理面积及增速	20
图表 39: 2018 年旭辉地产销售收入分布 (按城市能级)	21
图表 40: 旭辉地产销售收入分布 (按地域)	21
图表 41: 公司第三方物业服务投标份数及中标率	21
图表 42: 公司 2018 年后签署战略合作协议信息	22
图表 43: 公司非住宅物业在管面积及其增速	22
图表 44: 公司非住宅物业收入及其增速	22
图表 45: 2019 年上半年公司非住宅物业收入与住宅物业收入占比	23
图表 46: 公司非住宅物业收入及其增速	23
图表 47: 社区增值服务收入及增速	23
图表 48: 社区增值服务毛利及增速	23
图表 49: 2019 年上半年社区增值服务收入各项业务占比	24
图表 50: 2015-2018 社区增值服务各项业务收入 (百万元)	24
图表 51: 永升生活单位面积增值服务收入及增速	24
图表 52: 各物业公司单位面积增值服务收入 (元/平米)	24
图表 53: 公司非业主增值服务营收及增速	25
图表 54: 各物业公司非业主增值服务毛利率	25
图表 55: 公司人均物业管理面积及人均净利润	25
图表 56: 公司合同管理面积预测拆分 (万平方米)	26
图表 57: 公司收入预测拆分	26
图表 58: 公司毛利率预测拆分	27

## 1. 公司概况：立足旭辉地产的高成长物业标兵

倚靠旭辉，十六年深耕物管，18年迎来上市新起点。公司于2002年由旭辉地产正式设立，为旭辉地产北京物业项目提供物业管理服务，目前总部位于上海市闵行区。2010年公司开始向非业主提供增值服务，2013年开始为第三方物业开发商提供物业管理服务，并开拓社区增值服务。经过16年高速发展，公司2019年6月底在管总建筑面积为4900万平方米，2018年营业收入达10.75亿元，在中国物业服务百强企业中综合实力排名第14位。2018年12月17日，公司在港股正式挂牌上市。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

公司秉承“全生命周期；全生活场景；全龄生活服务”产品战略，提供全面物业服务组合，其可大致分为三大类，即物业管理服务、对非业主的增值服务及社区增值服务，涵盖住宅与非住宅多种物业类型（如办公大楼、商场、学校及政府建筑）。

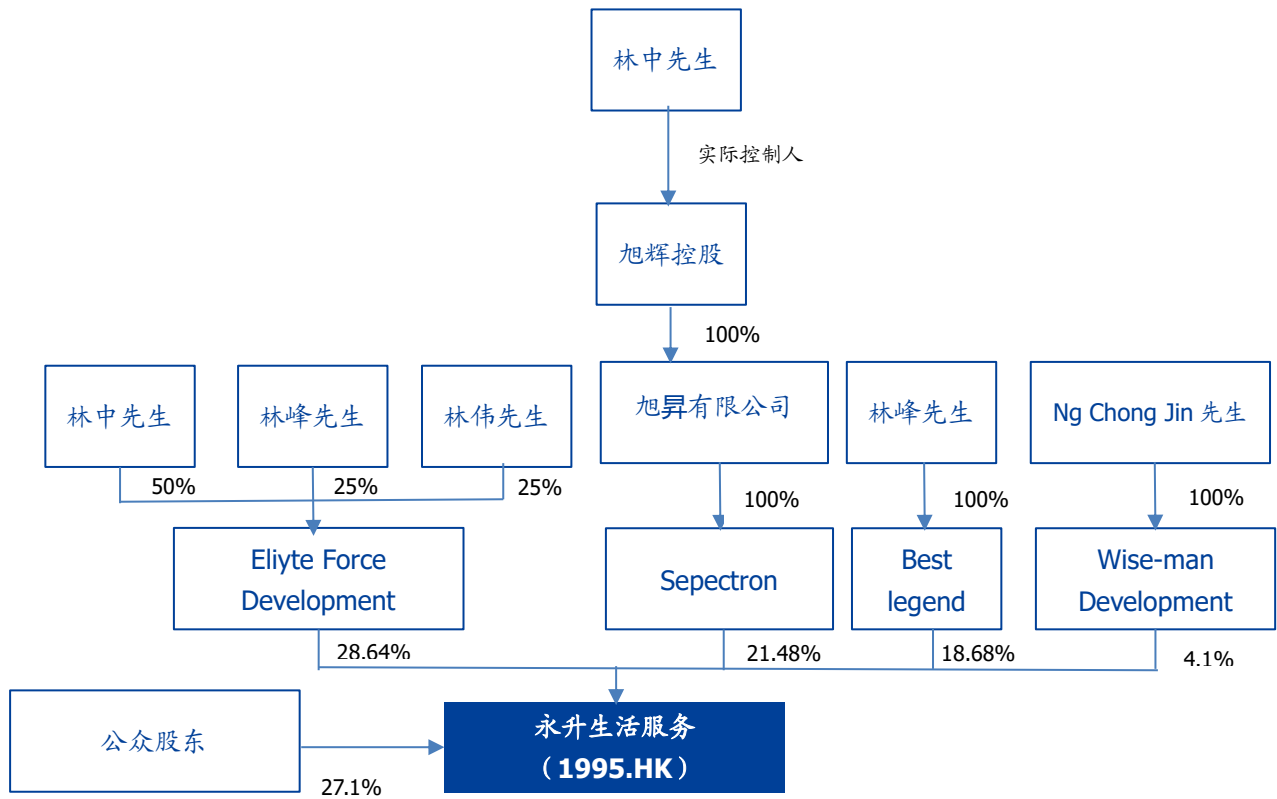
图表2：公司主营业务模式

业务类型	主要内容
物业管理服务	为物业开发商、业主及住户提供各类物业管理服务，其主要包括：清洁、安保、园艺及维修及保养服务。截至2018年6月30日，公司86.2%的在管建筑面积按照包乾制收取物业管理费，剩余的管建筑面积按酬金制收取。
增值服务	非业主增值服务 为非业主提供全面的增值服务，包括(i)协销服务；(ii)针对各个非业主之所需提供的额外专项定制服务；(iii)房修服务；(iv)交付前检验服务；及(v)前期规划及设计咨询服务。公司的非业主主要包括物业开发商，但在较小程度上，亦包括就彼等非住宅物业而需要若干额外专项定制服务之非物业开发商及向公司外包若干增值服务之物业管理服务商。
	社区相关增值服务 为业主及住户提供社区增值服务以提升客户居住体验同时为客户资产保值和增值。该等服务主要包括(i)家居生活服务；(ii)停车位管理、租赁及销售服务；(iii)物业经纪服务；及(iv)公用区域增值服务。

资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

公司实际控制人与旭辉控股相同，为林氏家族。公司实际控制人为林氏家族，其分别通过EliteForce Development、Spectron、Best Legend公司持股28.64%、21.48%和18.68%，合计持有上市公司股份比例72.9%，为上市公司实际控制人。公司股权结构如下：

图表 3: 公司股权结构图

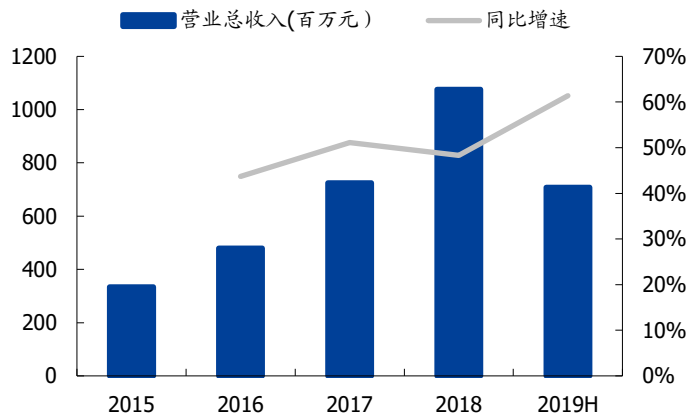


资料来源: Wind、公司公告, 国盛证券研究所

**董事会成员及高管多为物业行业资深从业人士。**公司董事会主席林中先生为旭辉地产创始人之一，其自 2002 年永升物业成立时起既担任公司董事，并于 2016 年就任董事会主席，拥有超过 20 年地产行业从业经验和 16 年物业行业管理经验。公总裁周宏斌先生曾任龙湖物业服务集团董事会主席，并于 2014 年 10 月起担任中国物业管理协会副会长。公司绝大多数高管人员皆为拥有 10 年以上物业从业经验的业务骨干，专业能力与行业经验并重。

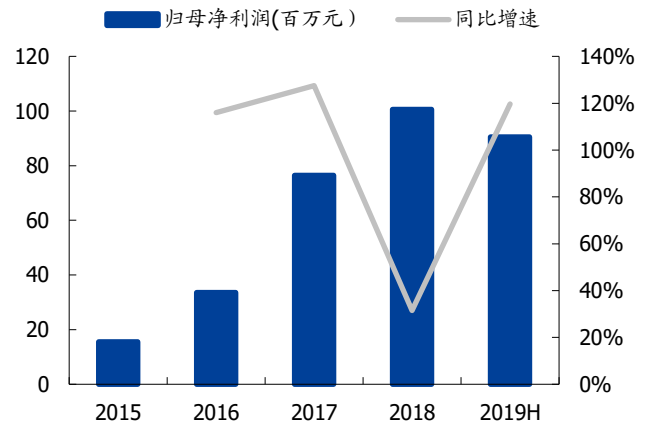
**收入与盈利快速增长。**公司在业务高速发展的轨道上稳步前进，2019 年上半年，公司实现营收 7.08 亿元，同比增长 61.4%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 119.7%。2015 年至 2018 年，公司营业收入复合年增长率为 41%，扣非净利润复合年增长率为 60%，在港股上市物业公司中名列前茅。

图表 4: 公司 2015-2019 年上半年营业收入及增长率



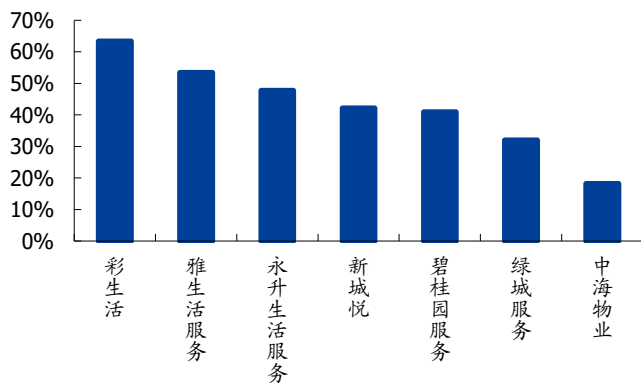
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 5: 公司 2015-2019 年上半年归母净利润及增长率



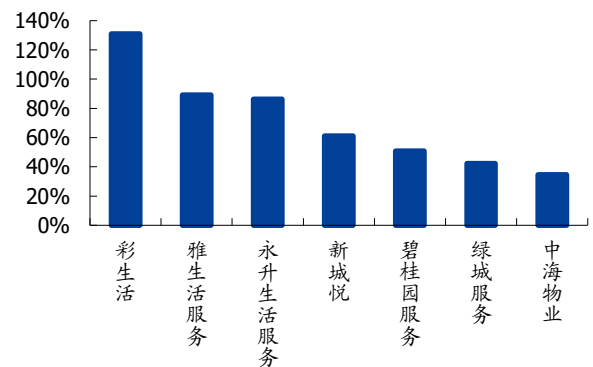
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 30: 2015-2018 同业公司主营业务收入复合增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 30: 2015-2018 同业公司净利润复合增长率

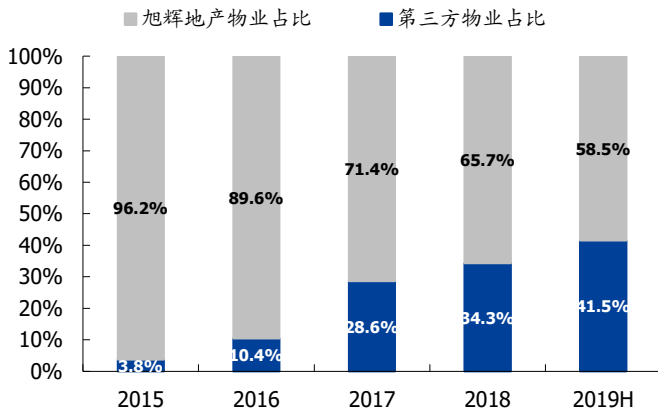


资料来源: Wind、国盛证券研究所

**第三方物管、社区增值服务高速增长、占比提升。**公司 2015-2018 年物业管理收入中第三方物业管理收入复合增长率为 207.93%，2019 年上半年收入为 1.81 亿元，占物业服务收入比重由 2010 年 3.8% 增长至 2019 年上半年的 41.5%；2015-2018 年社区增值服务复合增长率为 101.35%，2019 年上半年收入 1.41 亿元，占总收入比重由 2010 年的 7% 增长至 2019 年上半年的 20%。

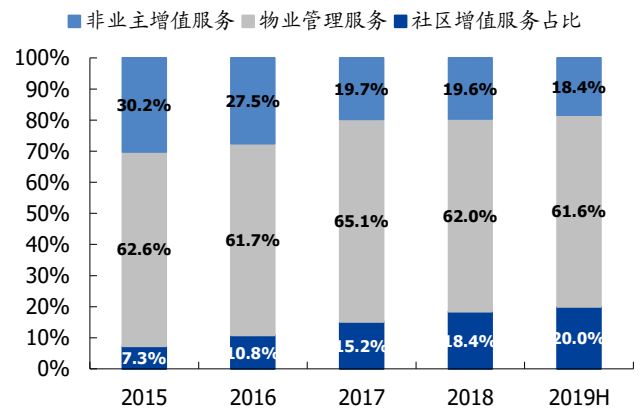
**非住宅物业管理业务快速发展。**公司 2019 年上半年非住宅物业收入为 1.59 亿元，同比增长 96.7%，占物业服务收入比重超 1/3，达 36.6%。同时公司于 2019 年 6 月以 4.62 亿元收购在非住宅物业管理领域有扎实基础的青岛雅园物业，未来此部分营收将保持高速增长。

图表 6: 第三方物业占物业收入比重



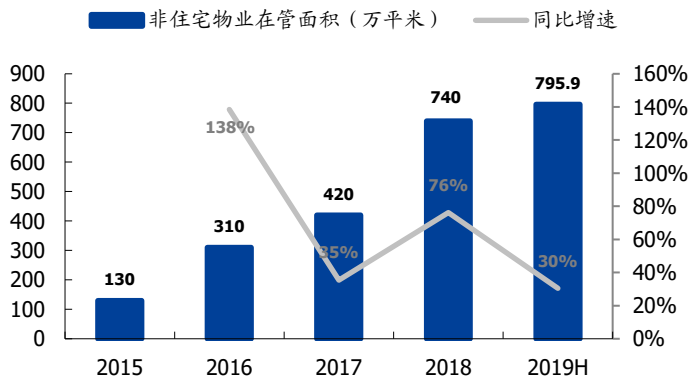
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 7: 公司主营业务收入构成



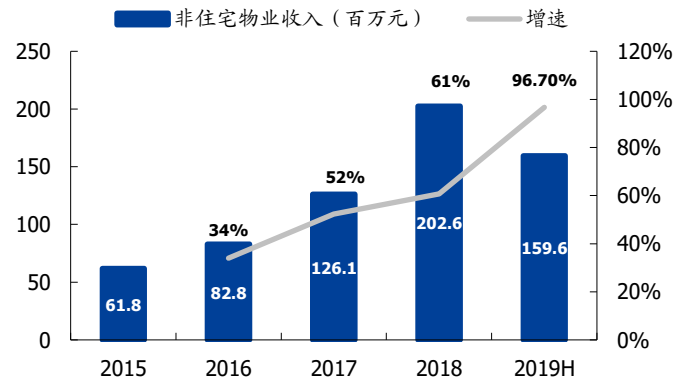
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 8: 公司非住宅物业在管面积及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 9: 公司非住宅物业收入及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

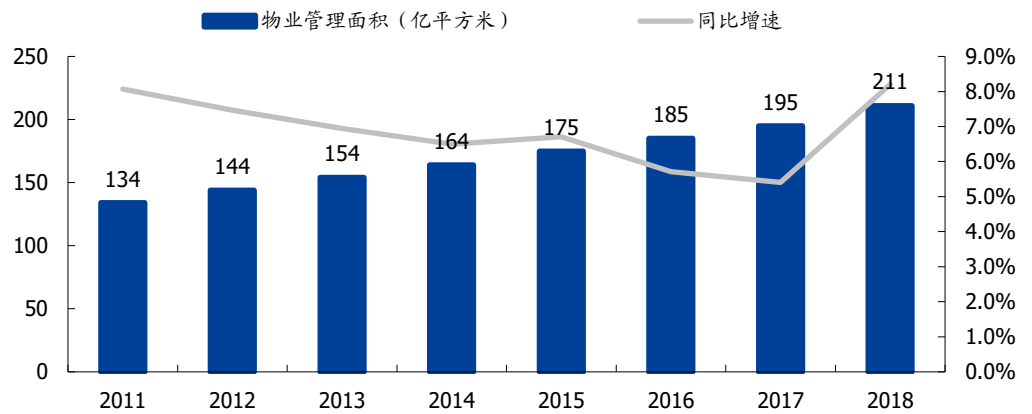
## 2. 行业分析: 万亿物管行业迎黄金发展期, 头部公司市占率提升快速成长

### 2.1 基础物管搭配增值服务总量将破万亿

存量物业规模庞大, 竣工交付每年保持在 10 亿平米量级。根据中国指数研究院数据, 2018 年我国物业管理面积达到 211 亿平米规模, 较 2011 年增长 77 亿平米, 2011-2018 年 CAGR 为 6.7%, 维持稳健增长趋势。2012-2018 年全国商品房销售面积由 11.1 亿平米增长至 17.2 亿平米, 2012-2018 年 CAGR 为 7.5%。2018 年房屋竣工面积为 9.4 亿平方米, 同比回落 7.8%, 近年来每年均保持在约 9-10 亿平米量级, 这为物业管理行业持续贡献新增规模。

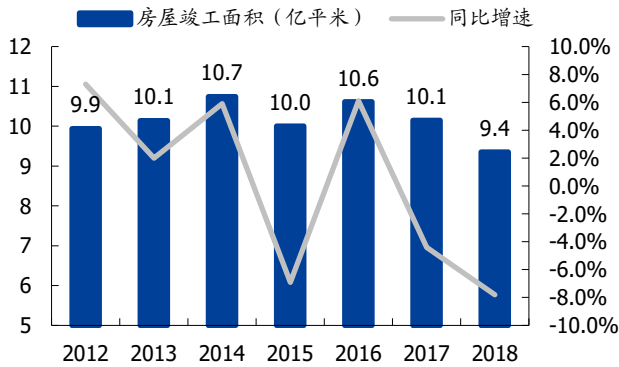


图表 10: 2011-2018 年物业行业管理面积规模及增速



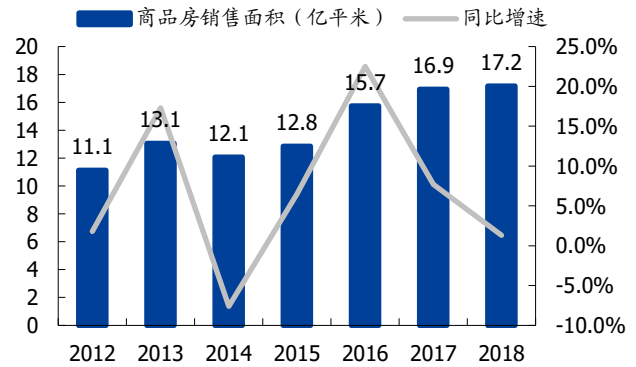
资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 11: 全国房屋竣工面积及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 全国商品房销售面积及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**我们根据以下假设测算基础物管市场规模:**

- (1) 根据近年来房屋竣工面积情况, 假设未来每年新增物管面积为 9 亿平方米;
- (2) 基于《2019 中国物业服务百强企业研究报告》中百强物业管理面积中住宅/商业/办公/其他物业的比例分别为 73.9%/6.0%/7.1%/13%, 假设百强企业的物业类型占比与全行业所有企业物业类型占比一致;
- (3) 2018 年百强企业住宅/商业/办公物业的物业费均价为 2.25/7.01/7.84 元/月/平米, 我们假设全行业所有企业的住宅/商业/办公物业管理单价为百强企业单价的 80%, 其他物业单价简单假设为 2 元/月/平米。
- (4) 考虑到新交付物业费单价高于存量物业项目以及存量项目的提价等因素, 假设住宅/商业/办公物业的物业费单价在未来每年增长 1%。

基于以上假设, 预计到 2020 年我国基础物管市场规模将达到 6610 亿元。

图表 13: 我国基础物业管理服务行业市场规模测算

年份	物业管理 面积(亿 平方米)	住宅物业 (亿平 米)	单价(元 /月/平)	商业物 业(亿 平方米)	单价(元 /月/平)	办公物业 (亿平 米)	单价(元 /月/平)	其他物 业(亿 平方米)	单价(元 /月/平)	物业市场 规模(亿 元)
2015年	175	129.3	1.79	10.5	5.57	12.4	6.31	22.8	2.00	4970
2016年	185	136.7	1.85	11.1	5.63	13.1	6.29	22.8	2.00	5319
2017年	195	144.1	1.84	11.7	5.62	13.8	6.30	24.0	2.00	5593
2018年	211	155.9	1.80	12.7	5.61	15.0	6.27	26.0	2.00	5970
2019年E	220	162.6	1.82	13.2	5.66	15.6	6.33	27.1	2.02	6287
2020年E	229	169.2	1.84	13.7	5.72	16.3	6.40	28.2	2.04	6610

资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

除基础物业管理外, 物业管理企业还提供面对小区家庭业主的社区增值服务以及面对开发商的增值服务。其中社区增值服务通常包括提供社区商品销售、家居生活服务(家政、维修、装修等)、社区空间服务(电梯或楼道广告、车位出租等)、物业资产管理(房产经纪、房屋返租、车位尾盘销售等)、文教康养服务等; 开发商增值服务主要包括管理咨询、案场服务、验房服务等。目前各上市物业管理公司均较为重视这两类市场, 前者更具盈利持续性和长远价值想象空间, 而后者当前贡献了相当的盈利。但这两类市场的空间难以准确测算, 尤其是社区增值服务的市场规模有赖于物业公司未来对这一市场的开拓能力。我们参考目前主要上市物业管理公司基础物管收入与增值服务收入比例约为2:1~3:1, 认为基础物管与增值服务市场规模的比例也约为2:1~3:1, 则增值服务市场规模约为2200-3300亿元, 与基础物管市场合计约1万亿元规模。

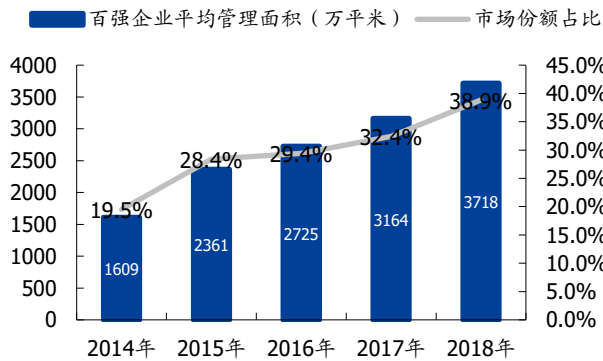
随着我国城镇化进入中后期, 居民消费水平不断提升, 对小区物业品质的要求不断提高, 对小区生活服务的需求不断增多, 这是物业管理行业加快发展的最根本动力。我国物业管理行业将稳步朝万亿规模前行, 迎来黄金发展期。

## 2.2 百强物管企业快速扩张, 市场集中度不断提升

百强物管企业平均管理面积快速扩张, 市场份额稳步提升。物管龙头企业多数起源于大型地产开发集团, 房地产行业集中度提升、物业品牌效应逐渐增强、以及上市企业并购提速, 驱动行业集中度快速提升。根据中国指数研究院数据, 2018年百强企业市场份额由2014年的19.5%提升至38.9%, TOP10物业企业市占率则由6.2%提升至11.4%。行业集中度正处于快速提升期, 行业龙头强者愈强。

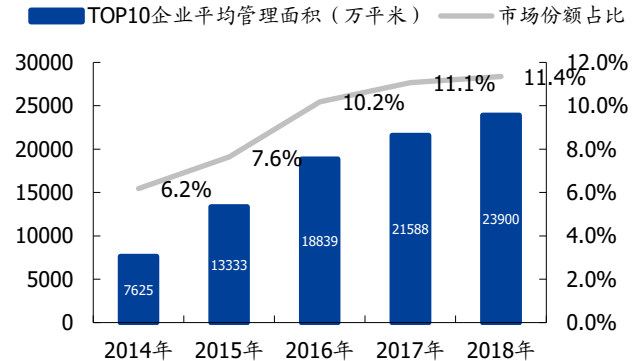
上游

图表 14: 百强物管企业平均管理面积及市占率



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 15: TOP 10 物管企业平均管理面积及市占率



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 16: 主要上市物管企业市值与经营情况汇总

公司名称	股票代码	上市时间	上市地点	当前市值 (亿)	单位	18年营收 (亿元)	18年归母净利润 (亿元)	截至18年末在管面积 (万平)
碧桂园服务	6098.HK	2018-06-19	香港联交所	616.5	港元	46.77	9.23	18151
雅生活服务	3319.HK	2018-02-09	香港联交所	222.7	港元	33.79	8.01	13812
绿城服务	2869.HK	2016-07-12	香港联交所	214.2	港元	67.15	4.83	17040
中海物业	2669.HK	2015-10-23	香港联交所	137.4	港元	41.55	4.02	14090
中航善达	000043.SZ	1994-09-28	深圳	101.2	人民币	64.16	8.57	14000
彩生活	1778.HK	2014-06-30	香港联交所	61.2	港元	36.14	4.85	36320
永升生活服务	1995.HK	2018-12-17	香港联交所	62.2	港元	10.77	1.01	4020
新城悦服务	1755.HK	2018-11-06	香港联交所	54.0	港元	11.50	1.50	4289
奥园健康	3662.HK	2019-03-18	香港联交所	37.4	港元	6.20	0.78	1040
南都物业	603506.SH	2018-02-01	上海	25.1	人民币	10.53	0.92	5288
滨江服务	3316.HK	2019-03-15	香港联交所	20.2	港元	5.10	0.70	1160
浦江中国	1417.HK	2017-12-11	香港联交所	10.0	港元	3.93	0.25	545
佳兆业健康	0876.HK	1997-04-10	香港联交所	8.3	港元	2.44	-0.22	2687
祈福生活服务	3686.HK	2016-11-08	香港联交所	6.1	港元	3.42	0.73	962
中奥到家	1538.HK	2015-11-25	香港联交所	5.6	港元	10.30	0.96	5691

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所, 注: 中航善达数据为合并招商物业后, 中海物业收入业绩单位为港元, 市值为截至2019年9月12日收盘

图表 17: 主要未上市物管企业经营情况汇总

排名	名称	在管面积 (万平)	合约面积 (万平)	员工人数	2018 年收入 (亿元)
1	万科物业		53000	80116	97.96
4	长城物业	19000		30000	
5	保利物业	13008	21946	32789	18.53
7	恒大 (金碧) 物业		25300	70000	40.67
8	金地物业		60000		11.33
9	龙湖物业		26800	15211	
10	金科物业		22000		17.34
12	首开鸿城	4670			18.96
12	融创物业		13000		
13	嘉宝股份	6063			14.64
13	幸福基业		7000	15000	7.96
14	远洋亿家	4500		12500	

资料来源: 各公司公告及官网, 国盛证券研究所, 注: 保利物业与金地物业均为 18 年半年度数据, 首开鸿城为 2017 年数据

根据中国指数研究院近年来公布的物业服务企业百强名单来看, TOP 10 物业企业的排名格局基本稳定, 万科物业、绿城服务近年来一直位居前两位, 碧桂园服务受益于近年来管理面积规模的快速增长, 近三年排名居行业第三位。

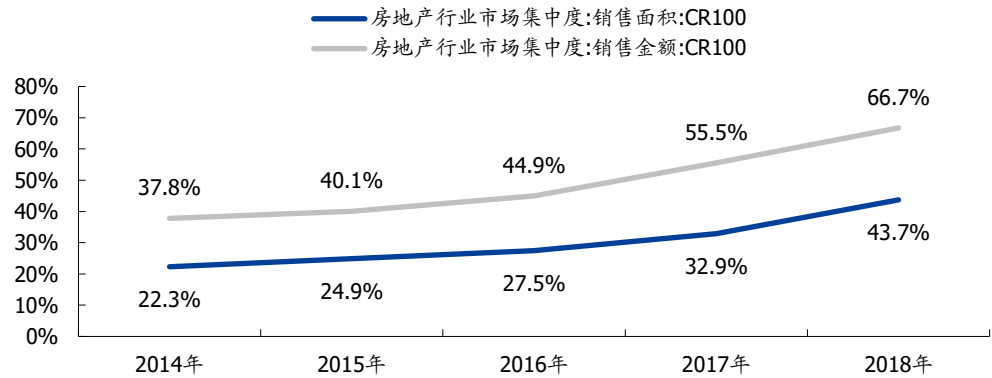
图表 18: 2015-2019 年中国物业服务百强企业 TOP10

排名	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业
2	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务
3	长城物业	保利物业	碧桂园服务	碧桂园服务	碧桂园服务
4	保利物业	长城物业	长城物业	长城物业	保利物业
5	金地物业	碧桂园服务	保利物业	保利物业	长城物业
6	首开物业	中海物业	中海物业	彩生活服务	恒大金碧物业
7	彩生活服务	彩生活服务	彩生活服务	恒大物业	雅生活服务
8	万达物业	万达物业	金科物业	金地物业	金地物业
9	碧桂园物业	金科物业	金地物业	龙湖物业	龙湖物业
10	中海物业	金地物业	龙湖物业	金科物业	金科物业

资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

相比上游地产行业, 物管行业集中度仍有较大的提升空间。行业集中度方面, 2018 年房地产市场销售金额/面积 CR100 分别达到 66.7%/43.7%, 而物业服务行业的百强企业 (共 216 家企业) 2018 年的管理面积集中度为 38.9%, 相比地产行业仍有较大的提升空间。

图表 19: 房地产行业销售面积/销售金额 CR100



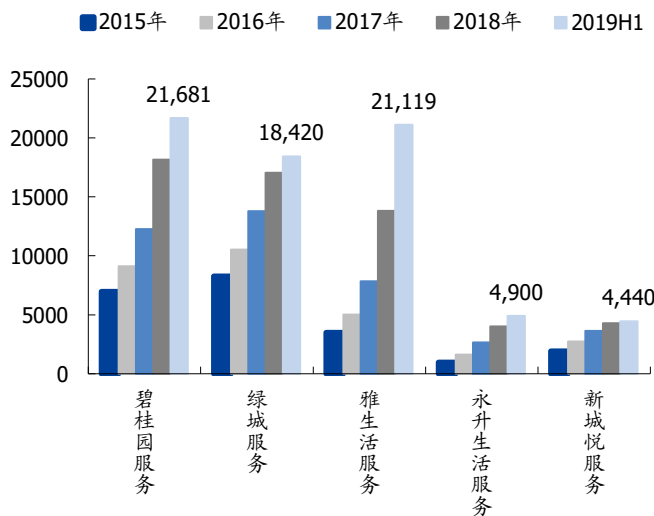
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3 看好规模成长与增值服务潜力挖掘

物管企业未来成长的主要路径有两条: 一是通过做大基础物管规模实现成长, 二是开拓增值服务市场、挖掘潜在商业空间。

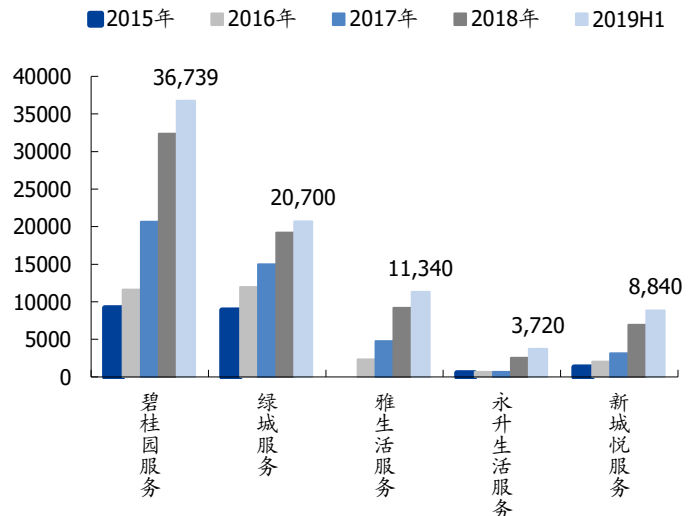
规模成长是当前物管企业主要成长逻辑, 背靠大型地产商的物管企业增长趋势明确。从管理面积的扩张渠道来看, 物业企业主要依靠集团地产销售带来的物业项目以及第三方物管项目的获取。集团地产销售带来的管理面积具备新项目收费高以及项目获取方便、成本低的优点。截至 2019 年中, 碧桂园服务/绿城服务/雅生活服务/永升生活服务/新城悦服务的在管面积分别为 2.2/1.8/2.1/0.5/0.4 亿平米, 分别是 2015 年在管面积的 3.1/2.2/6.0/5.0/2.3 倍, 均实现翻倍增长, 永升增速尤其迅速; 碧桂园服务/绿城服务/雅生活服务/永升生活服务/新城悦的储备面积(储备面积=合约面积-在管面积)分别为 3.7/2.1/1.1/0.4/0.9 亿平米, 未来在管面积规模有望持续扩张。

图表 20: 部分物管上市企业历年在管建筑面积(单位: 万平方米)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 部分物管上市企业历年储备建筑面积(单位: 万平方米)

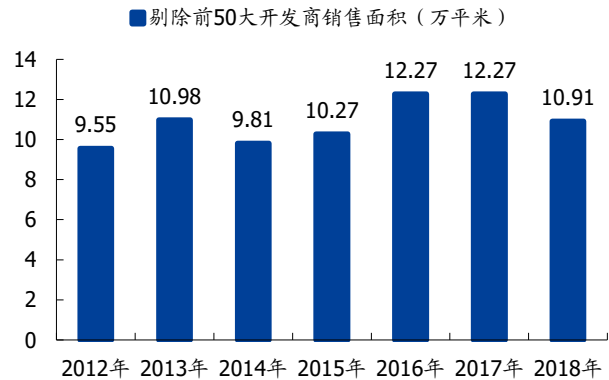
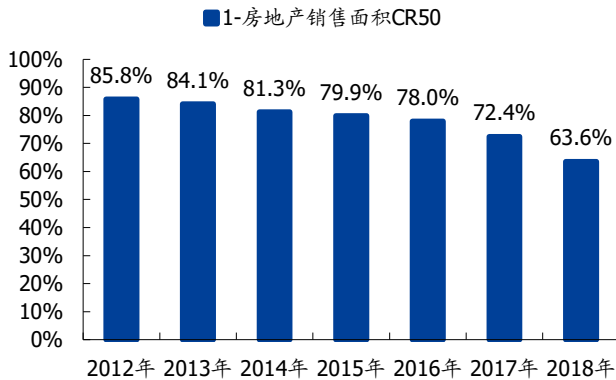


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

第三方市场空间宽广，品牌声誉及服务能力较强者更具优势。除去头部房地产开发企业带来的物管市场，中小型开发商每年竣工创造的第三方市场也具有非常大的增长空间。2018年，房地产销售面积CR50为36.4%，除去前50大开发商之外的市场占比为63.6%，而2018年的商品房销售面积超过17亿平米，以中小开发商为主的市场销售面积超过10亿平米（剩余集中度\*商品房销售面积），市场空间足够宽广。拓展第三方市场的主要方式为参与第三方项目招投标或收并购中小物业公司，相对于招投标，收并购虽然扩张速度更快，但存在一定投后管理、并购整合方面的风险，且对公司资金实力有较高要求，其业绩增长有较强不确定性。因此我们认为通过自身高品牌知名度，服务能力及招投标经验在招投标市场取胜的公司，在拓展第三方市场方面更具优势。

图表 22: 剔除前 50 大开发商的房地产销售面积集中度

图表 23: 剔除前 50 大开发商的房地产销售面积规模



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

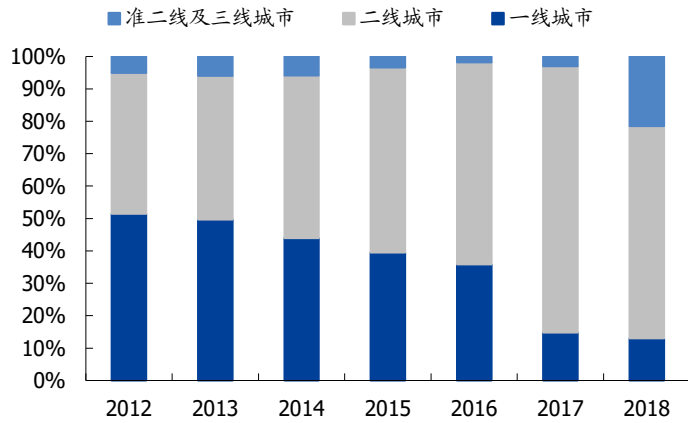
增值服务市场是创造中长期价值的重要方向。当地产销售增速回落、行业集中度提升趋势放缓、以及物管企业管理面积增长放缓后，增值服务业务对物管企业的重要性将不断提升。围绕万千社区家庭的生活服务市场中长期看具有足够的价值想象空间，通过提供好的产品组合、高品质服务、高效率运营，充分挖掘其中商业价值、形成规模与品牌优势，部分龙头物管企业有可能走出一条更长远的成长之路。

### 3. 竞争优势分析：服务品质高，外拓能力突出，团队专业且激励充足

#### 3.1 定位中高端市场，打造高价值品牌

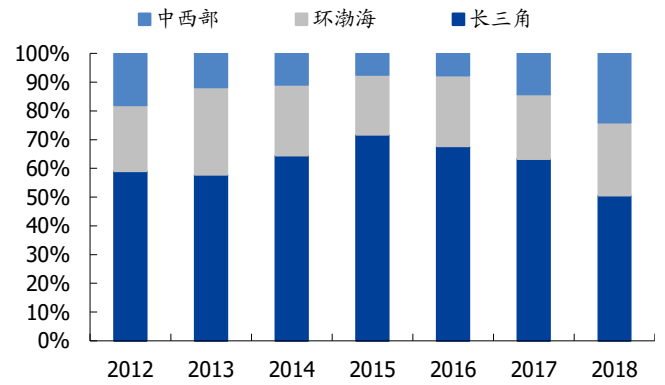
项目分布以高线城市为主。旭辉地产总部位于上海，深度布局长三角地区，在环渤海等北方区域也有较强的布局。整体来看，公司覆盖以一线及二线城市为主。

图表 24: 旭辉地产合同销售金额分布 (按城市能级)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 25: 旭辉地产合同销售金额分布 (按地域)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

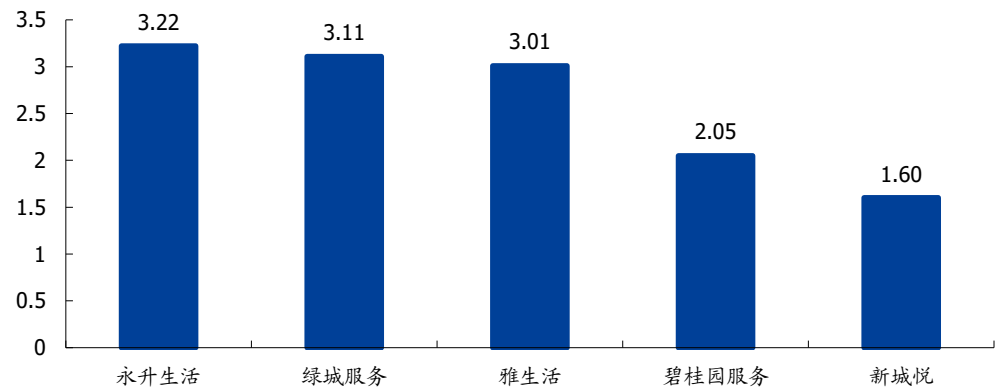
图表 26: 公司物业项目分部城市



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

定位中高端市场，物业费均价处于同业较高水平。2018 年公司来自旭辉地产的物业费均价为 3.22 元/平米/月，相较同业而言，公司物业费均价处于较高水平，甚至略高于以提供高端物业服务著称的绿城集团。高价格体现了公司较高端的品牌定位。相对高端的项目定位其客户人群具有更强的支付能力，对基础服务和增值服务的支付意识和意愿都更强，有利于公司物业费收缴以及未来潜在的提价。

图表 27: 同业 2018 年物业管理费用均值 (元/平米/月)



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

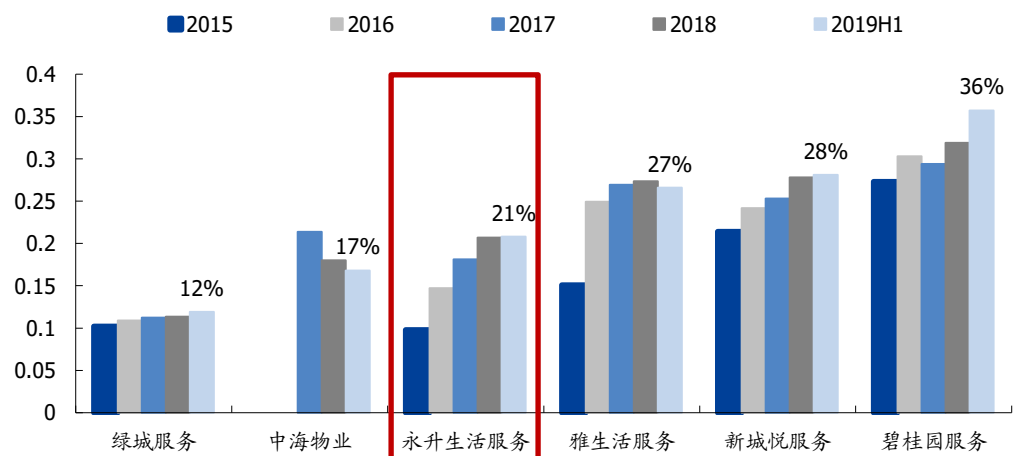
图表 28: 永升物业服务价格范围

项目来源	旭辉地产 (月/平方米)	第三方物业开发商 (月/平方米)
一线、新一线及二线	0.5 元-31.93 元	0.44 元-22.11 元
三线及以下城市	0.55 元-2.6 元	0.4 元-2.77 元

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

以服务质量为先, 获取适当毛利。2018 公司物业服务部分毛利率为 21%, 来自旭辉地产的业务毛利率为 23%, 来自第三方业务毛利率为 17%, 在同业中处于较低水平。但公司物业均价为 3.22 元/平米/月, 在同业中处于较高水平。导致高价格与低毛利的原因主要之一就是公司致力保障服务质量, 在成本方面不吝投入, 愿意牺牲短期的毛利树立品牌口碑。

图表 29: 各物业公司 2015-2019H 物业服务业务毛利率



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

增值服务项目丰富。公司针对所管不同类型物业打造多品牌服务项目和系列标准。针对高端住宅物业, 公司推行“铂悦管家”品牌、提供高溢价全方位服务, 针对家庭住宅社区推行“悦享生活”品牌、提供针对老年人、孩子、和家庭主妇的社区服务, 对于普通住宅物业, 公司推出“全面管家”服务, 采取片区客服负责制, 客服一人负责对接如客



户服务、清洁、园艺、安保及简单的维护服务等多种服务，增强住户对于物业工作人员的熟悉程度，极大提升住户反馈效率，保障物业服务满意度。

图表 30: 公司服务品牌介绍

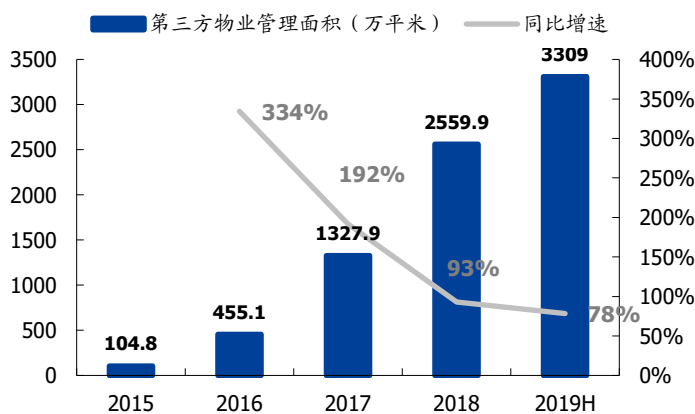
项目类型	相关品牌	覆盖项目数	特色服务内容
住宅项目	悦享生活	36	组织儿童活动、全职妈妈活动及老年活动
	铂悦管家	8	组织书法课程、徒步旅行、小型音乐剧表演、品酒及高尔夫锦标赛
非住宅项目	悦泽商办、悦泽公众	45	设施管理、行政总裁及贵宾关怀、内部便利店运营
增值服务体系	旭惠团	162	团体采购服务
	聚众游		团购旅行项目
	旭惠美家		拎包入住服务
	租售中心		物业经济业务

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

### 3.2 外拓能力出众，多模式拓展第三方市场

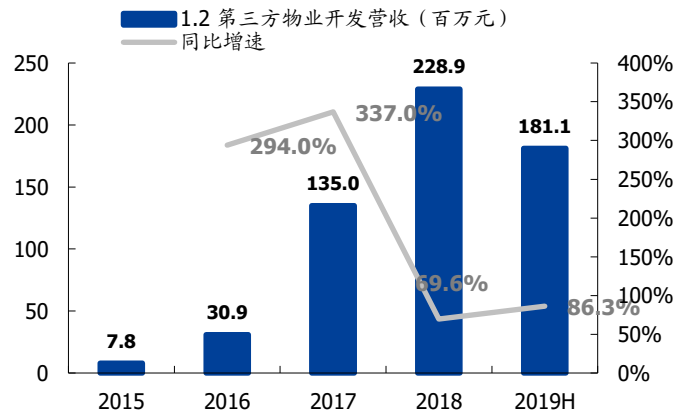
**第三方物管业务高速增长，同业间对比能力出众。**截至 2018 年 6 月 30 日，公司的外拓团队由 130 名员工组成。公司凭借良好的服务质量、品牌知名度、专业的团队，近年来实现了第三方外拓业务的高速增长。公司第三方物业管理面积由 2015 年的 104.8 万平方米快速扩张至 2019 年 6 月的 3309 万平方米，2015-2018 年复合增速达到 172%。2019 年 6 上半年，公司实现第三方物管收入 1.81 亿元，同比增长 86.3%，15-18 年复合增速达到 190.5%。增速领先同业。公司外拓主要方式为招投标及战略合作，相对收并购而言投后管理或并购整合风险较低，资金效率更高，因此公司第三方面积的高速增长也是对公司品牌声誉、服务能力及外拓实力的重要体现。

图表 31: 公司第三方物业管理面积及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 32: 公司第三方物管服务营收及增速



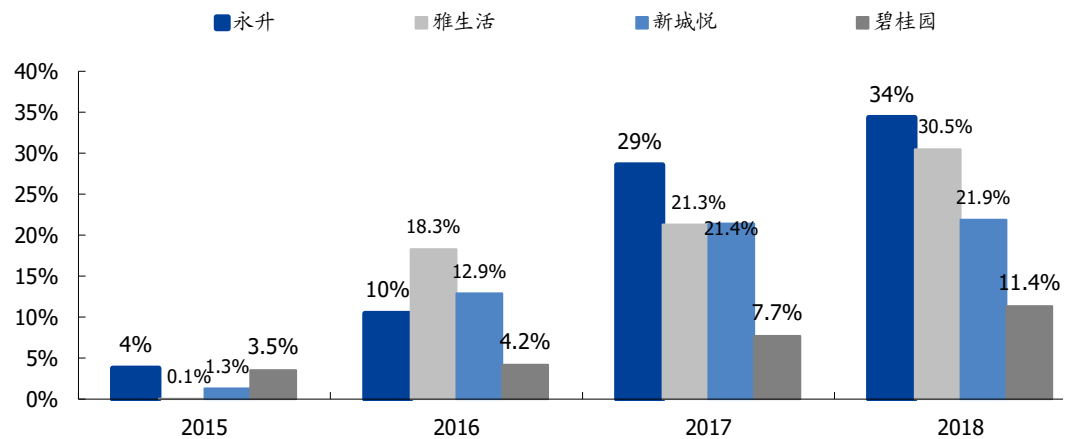
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 33: 部分同业公司第三方市场增长情况比较

公司名称	第三方合约面积	占总合约面积比	18 年新增合约面积	18 年合约面积增速	15-18 年增速 CAGR	收购占第三方比重
绿城	24195	67%	7072	41%	55%	极少
永升	4220	64%	2430	136%	172%	极少
雅生活	10644	46%	4835	83%	155%	较大
新城悦	2454	22%	840	52%	156%	极少
碧桂园	3603	7%	2270	170%	156%	较大

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 34: 第三方物业服务营收占物业服务收入比重



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

**招投标、战略合作、合营等多模式灵活拓展第三方市场。**公司开拓第三方业务的方式除去公开招标, 还包括与第三方签订战略合作协议以及建立合营企业。2018 年, 公司与苏州高新地产集团有限公司、山东福汉集团等多家开发企业达成战略合作, 能够优先获取该企业开发的物业管理权。公司同样通过与第三方物业开发商建立合营企业的方式开拓第三方市场, 相较公开招标, 合营企业能够增强公司对于项目质量的控制, 有利于提升服务水平。多模式的第三方市场开拓将进一步扩大公司的业务规模、改善市场覆盖面、丰富产品组合并扩大客户基础。

### 3.3 管理团队专业能力强, 股权激励动力充足

**深资历管理团队, 高素质基层员工。**公司高管团队都为物业管理行业资深从业人士, 公司执行董事兼董事会主席林中先生为旭辉地产创始人, 其自 2002 年永升物业成立时起既担任公司董事, 并于 2016 年就任董事会主席, 拥有超过 20 年地产行业从业经验和 16 年物业管理行业管理经验。公司总裁周洪斌先生在物业管理行业拥有超过 15 年的经验, 担任中国物业管理协会副会长及中国物业管理协会发展研究中心副主任。公司 6,117 名员工中超 12.4% 拥有本科以上学历, 高于 2018 中国物业服务百强企业的平均数 9.85%。

图表 46: 公司董事会成员及高管信息

姓名	加入本公司日期	本公司现任职位	公司外任职经历
林中先生	2002年5月	执行董事兼董事会主席	自2000年8月起于旭辉(中国)担任主席及董事会董事
周洪斌先生	2017年12月	执行董事兼总裁	2015年1月-2017年12月,任北京千丁互联科技有限公司担任高级副总裁
林峰先生	2016年3月	非执行董事及董事会副主席	自2011年5月,任旭辉控股的执行董事及行政总裁
葛明先生	2018年7月	非执行董事	自2012年4月,于旭辉(中国)任职,主管人力资源
马永义先生	2017年5月	独立非执行董事	自2016年1月起,任北京国家会计学院教师管理委员会主任
王鹏先生	2018年11月	独立非执行董事	自2003年7月起,任中国物业管理协会宣传部副秘书长、秘书长及副总裁
张伟聪先生	2018年11月	独立非执行董事	自2017年1月起,任于永利行国际有限公司高级顾问
陈传超先生	2014年3月	永升物业地区业务部总经理	自1999年3月至2014年3月,任上海万科物业服务服务有限公司经理
骆信国先生	2013年3月	永升物业地区业务部总经理	2011年6月-2013年3月,任江苏苏南万科物业服务服务有限公司质量管理部门副经理、项目经理
蒋俊辉先生	2018年3月	永升物业地区业务部总经理	2016年4月-2018年3月,任于龙湖物业服务集团有限公司市场开发中心经理

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

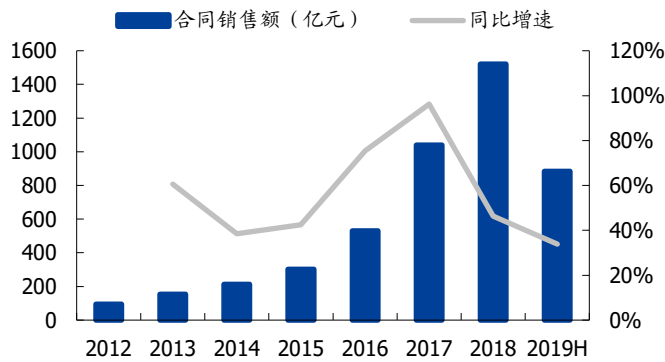
**18.6%股权激励核心管理层,激励充分,亦显示实控人魄力。**2019年6月18日公司发布公告,由公司实际控制人之一林峰先生控股的 Best Legend 公司已采纳永升招股书中提出的股份激励计划。该计划针对永升主要管理层,计划拿出公司 18.6% 股权进行股权激励,该比例在同业公司中处于领先水平。大份额的激励将对管理团队形成有力的驱动。另一方面也显示出实际控制人愿意分享的管理风格和魄力。

## 4. 成长驱动力分析: 内接外拓驱动面积快速增长, 增值服务开拓长期价值空间

### 4.1 受益于旭辉地产加速发展, 内接面积加速增长

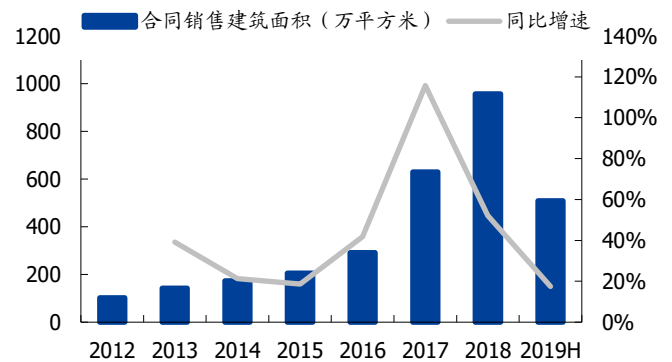
**旭辉地产近年来呈加速发展趋势。**2015-2018年旭辉地产销售金额复合增速达到 71.0%, 销售面积复合增速达 67%。2018年旭辉合同销售额为 1521 亿元, 同比增长 46%, 合同销售面积 957 万平方米, 同比增长 52%。2018年旭辉地产销售收入据克尔瑞排名全国第 15, 在公司“二五计划”中, 公司将继续保持高增速, 目标在 2022 年跻身全国房企综合实力前八。

图表 35: 旭辉地产 2012-2019 年上半年合同销售额及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

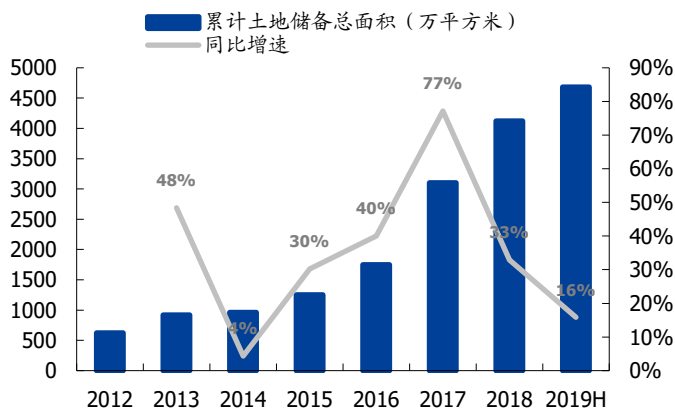
图表 36: 旭辉地产 2012-2019 年上半年合同销售面积及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

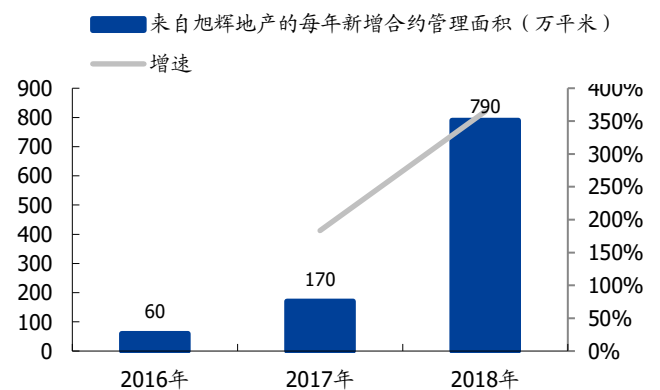
**旭辉地产土地储备充足, 未来有望维持较快增长。**2019年上半年旭辉地产已确权储备面积为4680万平方米, 为2018年销售面积的4.9倍, 充足的土地储备为其后续增长打下坚实基础。而旭辉开发的全部住宅社区物业均由公司进行管理, 公司充分享受旭辉的快速增长, 公司2015-2018来自旭辉的合约管理面积高速增长, 2018年达到2330万平方米, 较上年增长51.3%。未来旭辉有望持续为公司贡献千万平米级的年增量管理面积。

图表 37: 旭辉地产 2012-2018 土地储备及增速



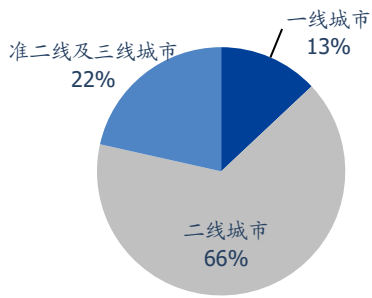
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 38: 永升来自旭辉地产的合约管理面积及增速



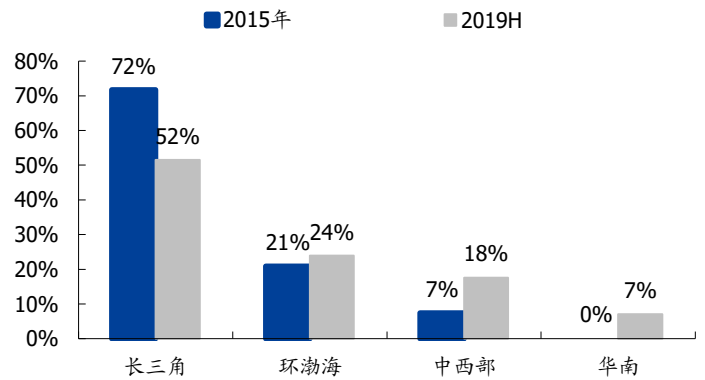
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 39: 2018 年旭辉地产销售收入分布 (按城市能级)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 40: 旭辉地产销售收入分布 (按地域)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

## 4.2 第三方拓展步伐加快, 收购提升非住宅物业经营实力

**投标数与中标率提升将加快公司第三方外拓步伐。**公司主要通过招投标方式获取第三方物管新项目, 过去三年, 公司的投标项目数量从 7 份增至 100 份, 中标率从 28.6% 提升至 41%, 显示了公司在第三方外拓业务上的充足动能, 使得过去三年公司第三方物管面积复合年增长率达到 150%。未来公司将继续大力开展外拓业务, 以更加积极的姿态参与新项目的招投标, 且基于过往的投标中积累的丰富项目经验, 加之不断增强的市场声誉, 我们相信公司的中标率也将持续提升, 加快公司第三方外拓步伐。

图表 41: 公司第三方物业服务投标份数及中标率

	2015	2016	2017	2018
投标份数	7	50	115	100
中标率	28.60%	36.00%	40%	41.00%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

**战略合作维度拓宽, 合作伙伴不断丰富, 为第三方业务另一增长点。**公司过去通过战略合作模式与多位合作伙伴建立了稳定合作关系。合作伙伴中包括多家房地产开发企业, 譬如苏州高新地产集团有限公司、山东福汉集团等, 可优先获取其未来项目的物业管理权。2019 年, 公司的合作范围拓宽, 争取通过加强同业间的交流, 增强特定业务的经营实力。2019 年 4 月 11 日, 公司与恒太商业管理有限公司签订战略合作协议, 恒太商业专余商业综合体的管理运营, 所管理的购物中心、特色街区等商业面积超过 200 万平方米, 公司将通过与之多维度的合作, 强化自身在非住宅物业运营方面的能力。我们相信, 随着战略合作维度的不断拓宽, 合作伙伴的不断丰富, 未来通过合作方式获取的第三方项目也将不断增长。

图表 42: 公司 2018 年后签署战略合作协议信息

时间	战略合作方	公司简介	合作方向
2018/8/26	山东福汉集团	公司为集房地产业、文化产业、三产服务业等为一体的综合性集团企业。旗下拥有产业经营公司 23 个，开发山东省菏泽文化城、锦绣中华等多个项目。	华夏幸福城品牌项目
2018/12/10	苏高新地产集团	苏高新地产集团为苏州市首批上市公司，获“房地产上市公司地产绩优股 TOP10”、“苏州市房地产综合实力 20 强”等诸多荣誉称号。公司 2018 年商品房房地差销售面积为 47.8 万平方米。	项目外拓、物业服务
2019/4/11	恒太商业管理有限公司	恒太商业管理有限公司为商业综合体专业运营管理企业，拥有二十多年的商管经验，培育了一支近 2000 人的管理团队，目前经营城市购物中心、主题购物中心、特色街区和文旅主题酒店等产品。在浙江、江苏、安徽、山东、江西等十多个省运营 36 个城市商业综合体，商业面积超过 200 万平方米。	项目外拓、商业项目定位、招商策划及商业运营服务

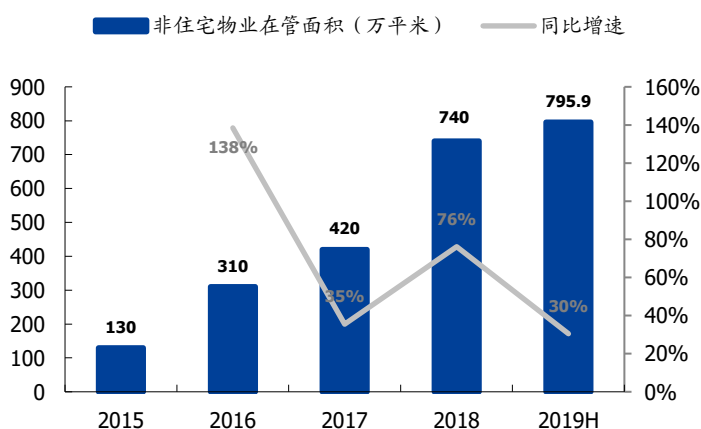
资料来源: 公司公告、各合作方公司官网、国盛证券研究所

**收购青岛雅园，进一步夯实非住宅物业服务细分领域经营实力。** 相较住宅物业，非住宅物业的单位面积物业费用更高，业主构成简单，物业收缴率更高，是一项高含金量业务。永升自有非住宅物业服务过去四年高速增长，占总收入比重不断提升。2019 年上半年，永升非住宅物业服务收入占物业服务总收入 36.6%，在管面积为 796 万平方米，2015-2018 年复合增长率为 79%；2019 年上半年业务收入为 1.6 亿元，2015-2018 年复合增长率为 49%。

为进一步提升公司在非住宅物业方面的经营实力，2019 年 6 月 18 日，公司以现金对价 4.62 亿元收购青岛雅园物业的 55% 股权。青岛雅园是新地集团子公司，截止 19 年其拥有在管面积 140 万平方米，合约面积 180 万平方米，大多为新地集团开发的写字楼等商业物业，标准统一，管理便利，项目质量较高。此次并购将扩大公司商业写字楼项目体量，强化公司已有“悦泽商办、悦泽公众”的品牌声誉，增强公司未来在非住宅物业管理市场的竞争力，驱动该部分营收保持高速增长。

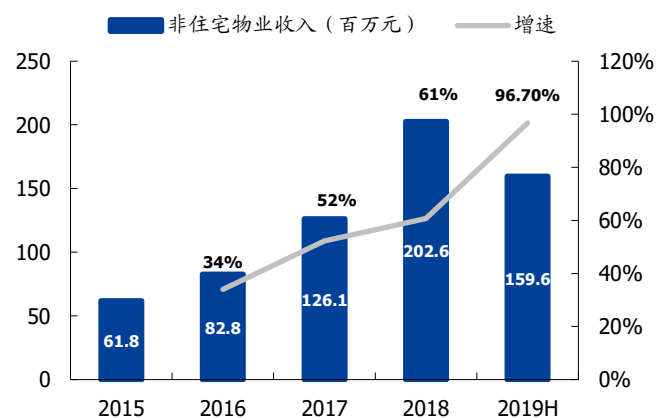
为了降低标的公司盈利不确定性风险，公司在收购协议中加入了为时 4 年的利润对赌协议，约定 19 年雅园净利润不得低于 6000 万元，至 22 年净利润不得低于 7600 万元。

图表 43: 公司非住宅物业在管面积及其增速



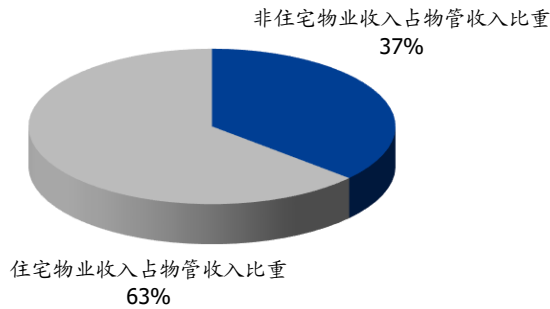
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 44: 公司非住宅物业收入及其增速



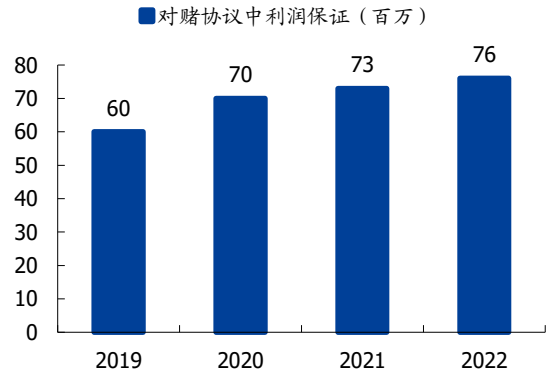
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 45: 2019 年上半年公司非住宅物业收入与住宅物业收入占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 46: 公司非住宅物业收入及其增速

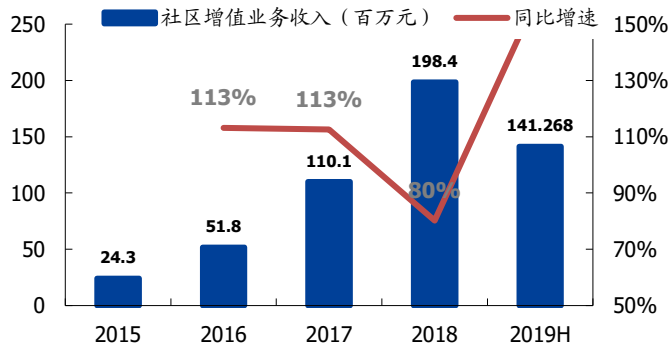


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

### 4.3 增值服务做强做大，挖掘长期价值空间

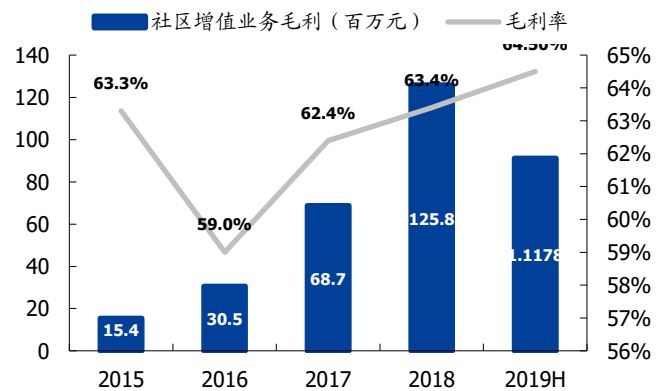
社区增值服务基础稳固，毛利率高，为业绩增长重要动力。2019 年上半年公司社区增值服务收入为 1.41 亿元，同比增长 162%，毛利率为 64.5%。在社区增值服务细分项目中，占比最大、增长最快的为家居生活服务，已形成完整的服务项目链条，完整覆盖住户从入住准备到日常居住的多个环节，譬如入住阶段中的阳台封装、开荒拓新、翻新、维修、日产居住阶段的家用电器的清洗、家政服务等等。2019 年上半年其收入占比为 49%，2015-2018 年收入年复合增速为 107%。公司社区增值业务具有良好的基础，未来进一步做强做大将是公司业绩增长的又一重要动力。

图表 47: 社区增值服务收入及增速



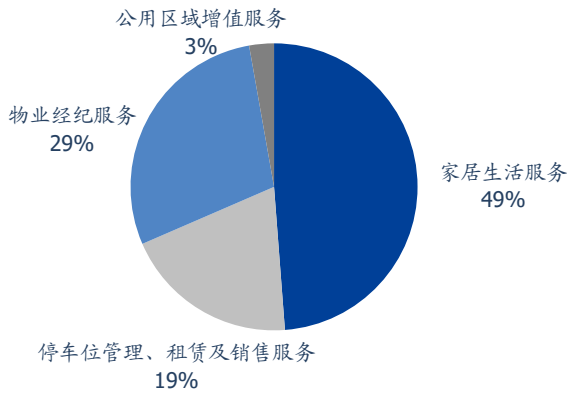
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 48: 社区增值服务毛利及增速



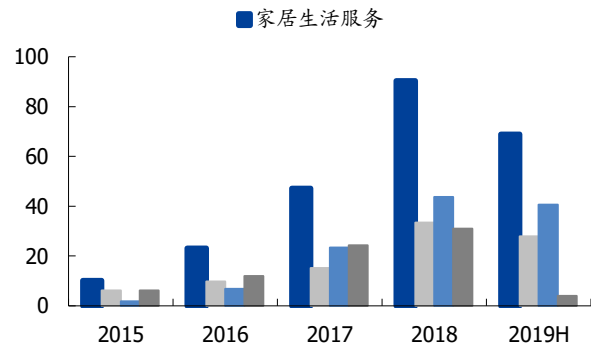
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 49: 2019 年上半年社区增值服务收入各项业务占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

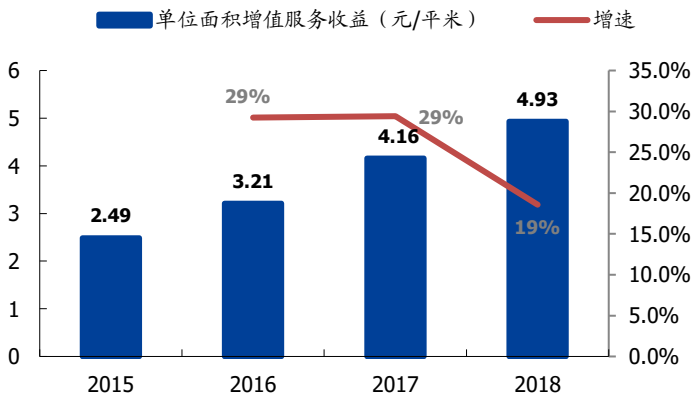
图表 50: 2015-2018 社区增值服务各项业务收入 (百万元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

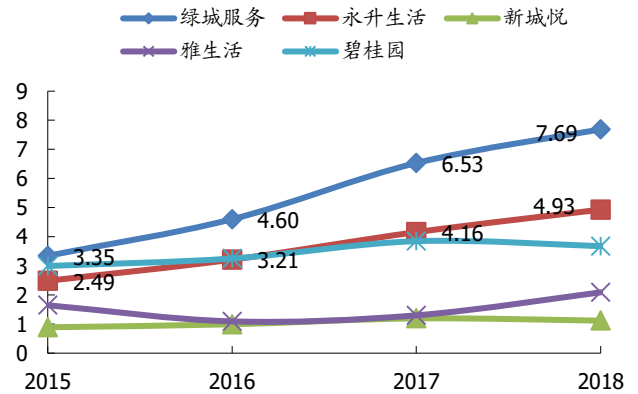
合约面积增长、渗透率提升是社区增值服务做大做强的有利保障。公司社区增值服务运营模式成熟，可复制性强，运营范围将随公司新增合约面积的增长同步扩大，享受规模成长。同时，在已有物业项目中，增值服务的渗透率也在不断提升，主要体现在单位增值服务收入的增长上。自 2015 年起，公司的单位面积增值服务收入由 2.49 元/平米提升至 2018 年的 4.93 元/平米，增长迅速，且相较于同业处于较高水平。但增值服务代表性企业绿城服务的收入为 7.69 元/平米，公司与之还有一定差距，意味着公司未来在此块有较大上升空间。

图表 51: 永升生活单位面积增值服务收入及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 52: 各物业公司单位面积增值服务收入 (元/平米)

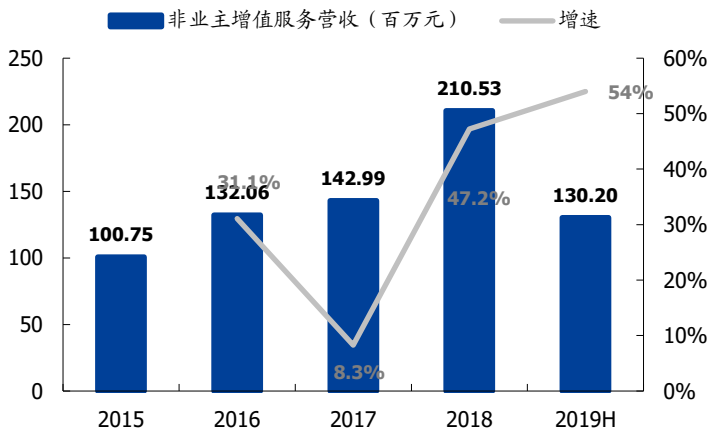


资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

非业主增值服务毛利率有较大成长空间。永升的非业主增值服务过去也保持了较快增长，19 年上半年营收 1.3 亿元，同比增长 54%，然而相较其他物业公司，该业务毛利率还处于较低水平。其主要原因是公司未接手旭辉地产公司车位尾盘代销服务，而相较其他非业主增值服务项目，车位尾盘代销服务业务量更大，毛利率更高。公司计划未来逐步开展这项业务，我们预计这将对与整体毛利率有一定提升。同时，公司计划对标绿城服务，提升现有各项服务的水平，加强对物业开发、销售及管理等非业主增值产业链的覆盖，以优质服务作为提高服务价格，提升业务毛利的保障。

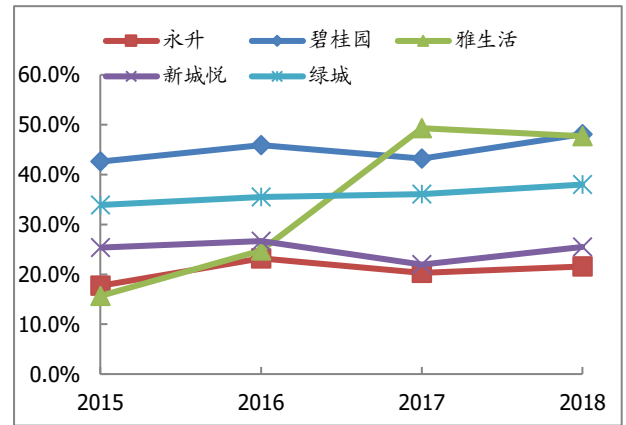


图表 53: 公司非业主增值服务营收及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 54: 各物业公司非业主增值服务毛利率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

#### 4.4 科技创新提升经营效率, 改善服务品质

研发投入不断加大, 将有效提升经营效率, 降低人工成本。公司在过去经营中加大科技投入, 升级内部管理系统, 并在所管项目中运用车牌识别技术及远程监控设备等前沿技术, 有效提升了员工效能, 降低了人工成本。2018 年公司人均管理面积达到 6633 平方米, 较 2017 年增长 20.2%, 人均创造净利润 1.65 万元, 较 2017 年增长 4%。

图表 55: 公司人均物业管理面积及人均净利润

	2017	2018
归母净利润 (百万元)	76.44	100.52
在管面积 (万平米)	2647.9	4023.9
雇员人数	4,799	6,066
人均管理面积(平方米)	5517.6	6633.5
人均净利润 (万元)	1.59	1.65

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

未来公司计划将上市募资的 26% 继续投资于购买新技术及设施, 建立大数据资讯共享平台, 包括如客户关系管理云、物业管理云、账单管理云及停车场云等管理工具, 增强业务伙伴间的资讯互联。同时计划建立集中指挥中心以远程监控运营、开展数据分析、减少中间物流及提升管理精确度及效率。在项目运营过程中, 提升互联网技术、人脸识别技术、车牌识别技术、远程监控设备、智能远程楼宇自动化系统及 FM 设备管理系统的渗透率, 进一步提升物管服务的效率与品质。

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 盈利预测

盈利预测核心假设:

**(1) 合同管理面积与物业管理服务:** 根据旭辉地产的销售及竣工面积增量以及第三方物管储备面积拓展情况, 我们预测 2019-2021 年来自旭辉地产的合同管理面积增速分别为 43.64%/36.46%/31.53%, 每年新增量分别约为 1016 /1220/1439 万平方米, 第三方合同管理面积增速分别为 62.80%/40.03%/29.63%, 每年新增量分别约为 2650 /2750 /2850 万平方米, 根据在管面积增速及物业费单价水平, 我们预测 2019-2021 年物管收入增长 45%/52%/45%。

**(2) 社区增值服务:** 交付面积高速增长、渗透率逐步提升、服务项目不断完善将共同驱动社区增值服务保持高速增长。预测 2019-2021 年社区增值服务收入增长速度分别为 76%/64%/52%。

**(3) 非业主增值服务:** 鉴于公司或接手尾盘代销服务, 并致力提升服务质量, 提升服务溢价, 非业主增值服务有较大成长空间, 我们预测 2019-2021 年非业主增值服务增长 37%/20%/18%。

图表 56: 公司合同管理面积预测拆分 (万平方米)

物业管理面积数据 (单位: 万平方米)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
合同管理面积	1524.6	2264.4	3336.7	6555.1	10217	14187	18477
增速		48.52%	47.35%	96.45%	55.86%	38.86%	30.24%
旭辉地产	1310	1370	1540	2330	3347	4567	6007
增速		4.58%	12.41%	51.30%	43.64%	36.46%	31.53%
第三方物业	210	900	1790	4220	6870	9620	12470
增速		328.57%	98.89%	135.75%	62.80%	40.03%	29.63%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 57: 公司收入预测拆分

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	334.00	479.96	725.32	1075.83	1,603.4	2,385.3	3,404.3
增速		43.7%	51.1%	48.3%	49.0%	48.8%	42.7%
1、物业管理服务	208.95	296.13	472.27	666.85	965.3	1,467.3	2,125.2
增速		41.7%	59.5%	41.2%	45%	52%	45%
1.1 旭辉地产开发	201.11	265.25	337.31	437.93	510.8	660.7	890.2
增速		31.9%	27.2%	29.8%	17%	29%	35%
1.2 第三方物业开发	7.84	30.89	134.96	228.92	454.5	806.6	1,235.0
增速		294.0%	337.0%	69.6%	99%	77%	53%
2、非业主增值服务	100.75	132.06	142.99	210.53	288.8	346.0	409.7
增速		31.1%	8.3%	47.2%	37%	20%	18%
3、社区增值服务	24.31	51.78	110.06	198.45	349.2	571.9	869.4
增速		113.0%	112.6%	80.3%	76%	64%	52%

资料来源: 国盛证券研究所

**(4) 毛利率及费用率:** 我们预测 2019-2021 年三年综合毛利率分别为 30.06%/30.84%/31.51%, 逐步上升, 其中旭辉地产物业管理服务毛利率受益于新交付项目占比提升, 将维持在 25%, 社区增值服务毛利率略有下降, 是由于公司计划拓展服务内容, 增加服务项目, 预计营业成本将有所提升。同时由于公司未来规模扩张较快,

预计公司管理费用率小幅提升，2019-2021年三年管理费用率分别为12.8%/13.2%/13.5%。

图表 58: 公司毛利率预测拆分

毛利率	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>综合毛利率</b>	<b>16.10%</b>	<b>21.80%</b>	<b>25.20%</b>	<b>28.70%</b>	<b>30.06%</b>	<b>30.84%</b>	<b>31.51%</b>
1.物业管理服务	9.80%	14.70%	18.10%	20.70%	20.53%	20.83%	20.85%
1.1 旭辉地产	10.00%	15.50%	21.30%	22.69%	25.00%	25.50%	25.50%
1.2 第三方物业开发商	7.00%	7.90%	10.00%	16.88%	15.50%	17.00%	17.50%
2.对非业主的增值服务	17.70%	23.20%	20.30%	21.60%	21.50%	21.00%	21.00%
3.社区增值服务	63.30%	59%	62.40%	63.40%	63.50%	62.50%	62.50%

资料来源: 国盛证券研究所

基于以上假设,我们预测公司2019-2021年的归母净利润分别为2.10/3.06/4.28亿元,同比增长108.5%/46.1%/39.9%,对应EPS分别为0.14/0.20/0.28元。

## 5.2 估值与投资建议

我们选取碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务、中海物业这4家物业公司作为可比公司进行相对估值分析,2019-2021年可比公司当前股价对应PE均值分别为28.8/22.1/17.2倍。公司当前股价对应2019-2021年PE分别为25.5/17.8/12.7倍。相对同业公司估值明显偏低,主要原因可能是因为公司尚未加入港股通,但随着公司规模增长,我们认为未来公司加入港股通前景乐观。考虑到行业的良好前景及公司高成长性,首次覆盖,给予5.0港元目标价(对应2020年25倍PE),“买入”评级。

## 6. 风险提示

**第三方外拓速度不及预期风险。**2019年上半年公司在管面积中第三方贡献达67%,对总营收贡献达26%,公司第三方外拓主要依靠招投标及与第三方达成战略合作,若在招标投标市场中标率不及预期,将会对公司的物业管理业务造成一定影响。

**中长期毛利率下降风险。**公司整体毛利率处于行业中间水平,但随着未来行业竞争趋于激烈、小区年龄增加导致维护成本提高、劳动力成本提高、小区业主维权意识增强等不利因素发展,行业中长期毛利率存在一定下行风险。公司需要通过管理创新和效率提升来对抗这种压力。

**关联公司相关风险。**公司与旭辉地产具有相同实际控制人,公司部分业务依赖于旭辉地产。若旭辉公司销售增速放缓或交付不及预期,将会对公司的物管业务造成一定影响。此外,由于相关业务存在关联性,交易条件是否市场化亦存在一定潜在风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One5610层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com