

# 绿城服务 (02869.HK)

## 园区服务调整成效显著，业绩迎来向上拐点

**19年业绩略超预期，管理规模延续稳健扩张。**公司2019年实现营收85.8亿元，同比增长28%；实现归母净利润4.8亿元，同比下降1%，高于我们预期但略低于Wind一致预期。其中基础物管/园区服务/咨询服务分别实现营收54.5/19.1/12.2亿元，同比增长22%/46%/30%，占收入比例分别为64%/22%/14%，收入结构较为稳定；分别实现毛利为6.2/5.2/4.1亿元，同比增长22%/56%/14%，占比分别为40%/34%/26%，其中园区服务毛利占比提升5.7个pct。截至2019年末，公司在管面积/储备面积规模达2.12/2.33亿平米，同比净增0.42/0.41亿平米，管理规模延续稳健增长。董事会建议每股派息0.075港元，分红率约为40%。

**综合毛利率稳步提升，费用率有所增长。**2019年公司综合毛利率为18.0%，同比提升0.2个pct，其中基础物管/园区服务/咨询服务毛利率分别为11.4%/27.1%/33.6%，基础物管毛利率较上年持平，园区服务/咨询服务较上年同期分别变动+1.7/-4.5个pct，园区服务毛利率提升主要系园区产品服务及园区空间服务盈利能力提升及文化教育服务亏损改善所致，咨询服务毛利率下降主要系管理咨询业务毛利率下降所致。期间费用率10.75%，同比上升1.24个pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.88/+0.08/+0.28个pct，销售费用率提升主要系新零售、物业资管业务扩展导致费用增加所致，管理费用率提升主要系年内计提期权费用较多所致，剔除期权费用影响后，管理费用率小幅回落，财务费用率提升主要系收购MAG产生的融资成本及租赁负债的利息支出增加所致。经营性现金净流入9.2亿元，同比增长40%；归母净利率5.6%，较上年同期回落1.6个pct，主要系上年一次性股权处置收益较高所致。

**园区服务经营调整成效显著，巩固行业领先地位。**公司持续聚焦核心业务能力建设，在新零售业务、家居生活及教育服务等重点布局，同时对部分业务进行调整，园区服务收入及毛利均实现快速增长。2019年园区产品/居家生活/园区空间/物业资管/文化教育服务分别实现收入5.4/1.2/2.0/8.6/1.9亿元，同比变动+124%/38%/-11%/+20%/436%，园区产品服务大幅增长主要系公司推出“绿橙生鲜”业务模式推进顺利，文化教育服务快速增长主要系年内收购MAG并表所致。2019年公司社区增值服务单方收入和毛利分别为11.43/3.10元，同比增长16%/23%，维持行业领先地位。短期疫情影响下，公司文化教育业务阶段性亏损增加，新零售及居家生活服务有望延续快速发展，长期则将受益于疫情带来的行业价值及业主认可度及粘性提升。

**行业市场化趋势明确，公司作为品质物管龙头有望长期受益。**2019年公司合约面积净增约8300万平米，考虑到公司部分项目退出，全年新增合约面积积约9400万平米，凸显出公司强大的第三方市场化外拓能力。当前物管行业市场化趋势明确，包括北京市等在内的多个地区《物业管理条例》在物管费定价、物管企业更换等方面进行市场化调整，公司作为品质物管龙头企业，在第三方外拓具备较为明显的竞争优势，有望长期受益行业市场化。

**投资建议：**我们预测公司2020-2022年的归母净利润分别为6.24/8.20/10.23亿元，同比增长30.6%/31.5%/24.8%，对应EPS分别为0.22/0.29/0.37元，2019-2022年CAGR为28.9%。当前公司股价对应2020-2022年PE分别为37.9/28.8/23.1倍。从市值与可持续毛利的比值、市值与合约面积以及市销率等指标横向对比看，公司都存在一定程度的低估。考虑到公司行业领先的市场竞争力，我们给予公司目标价11.4港元，对应2021年35倍PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**第三方市场开拓不及预期风险，园区产品及文化教育业务发展不及预期风险，并购标的业务整合不及预期风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,710	8,582	10,556	12,751	15,184
增长率 yoy (%)	30.5	27.9	23.0	20.8	19.1
归母净利润(百万元)	483	477	624	820	1,023
增长率 yoy (%)	24.7	-1.2	30.6	31.5	24.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.17	0.17	0.22	0.29	0.37
净资产收益率 (%)	19.4	16.0	18.2	20.5	21.8
P/E (倍)	48.9	49.5	37.9	28.8	23.1
P/B (倍)	10.1	8.6	7.4	6.3	5.3

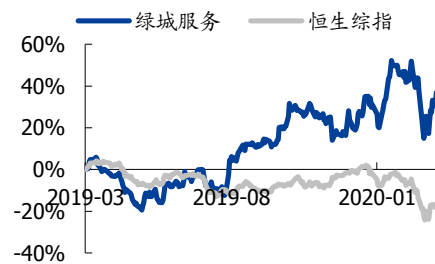
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	房地产服务
前次评级	买入
最新收盘价(港元)	9.40
总市值(百万港元)	26,234.37
总股本(百万股)	2,790.89
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.56

### 股价走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

### 相关研究

1、《绿城服务(02869.HK): 市场化竞争力领先的品质物管龙头》2019-12-30



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3838	5204	6231	7435	8754
现金	2329	2919	3547	4296	5153
应收票据及应收账款	1202	1841	2142	2537	2886
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	291	338	436	496	609
其他流动资产	16	106	106	106	106
<b>非流动资产</b>	1506	3317	3461	3635	3822
长期投资	218	207	192	175	154
固定资产	372	582	632	699	763
无形资产	74	1017	1115	1233	1374
其他非流动资产	842	1512	1522	1528	1531
<b>资产总计</b>	5344	8521	9692	11070	12577
<b>流动负债</b>	2922	4149	4971	5860	6755
短期借款	1	47	47	47	47
应付票据及应付账款	1892	2627	3139	3805	4433
其他流动负债	1029	1476	1785	2008	2275
<b>非流动负债</b>	17	1418	1337	1257	1177
长期借款	0	436	355	274	195
其他非流动负债	17	982	982	982	982
<b>负债合计</b>	2939	5567	6308	7117	7932
少数股东权益	76	201	194	186	175
股本	0	0	2791	2791	2791
资本公积	2329	2753	2753	2753	2753
留存收益	0	0	376	871	1487
归属母公司股东权益	2329	2753	3190	3767	4470
<b>负债和股东权益</b>	5344	8521	9692	11070	12577

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	656	919	1129	1458	1709
净利润	466	472	617	811	1012
折旧摊销	81	238	166	199	238
财务费用	-18	1	9	10	21
投资损失	21	3	3	5	8
营运资金变动	207	495	334	432	430
其他经营现金流	-100	-289	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-199	-602	-313	-377	-434
资本支出	83	1265	159	191	208
长期投资	0	0	15	17	20
其他投资现金流	-116	663	-139	-170	-205
<b>筹资活动现金流</b>	-120	153	-188	-332	-418
短期借款	1	46	0	0	0
长期借款	0	436	-81	-80	-80
普通股增加	0	0	1	0	0
资本公积增加	411	424	0	0	0
其他筹资现金流	-531	-754	-108	-251	-338
<b>现金净增加额</b>	337	470	628	749	857

**利润表 (百万元)**

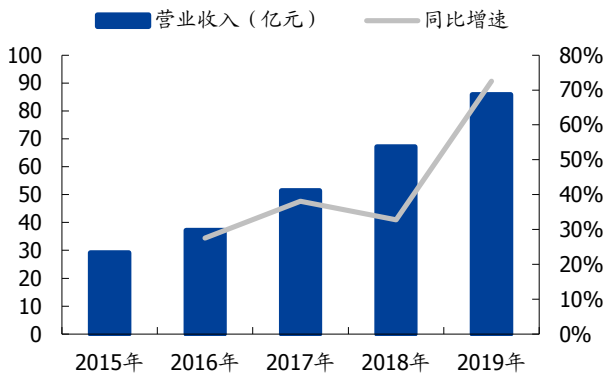
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6710	8582	10556	12751	15184
营业成本	5512	7035	8649	10417	12358
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	59	151	179	204	228
管理费用	597	771	890	1028	1206
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-18	1	9	10	21
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	23	43	44	51	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-21	-3	-3	-5	-8
资产处置收益	116	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	677	667	870	1138	1412
营业外收入	13	39	20	21	23
营业外支出	61	63	50	54	57
<b>利润总额</b>	629	643	840	1105	1379
所得税	163	171	223	294	366
<b>净利润</b>	466	472	617	811	1012
少数股东损益	-18	-5	-7	-9	-11
<b>归属母公司净利润</b>	483	477	624	820	1023
EBITDA	640	825	925	1200	1486
EPS (元)	0.17	0.17	0.22	0.29	0.37

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.5	27.9	23.0	20.8	19.1
营业利润(%)	25.7	-1.5	30.4	30.8	24.1
归属于母公司净利润(%)	24.7	-1.2	30.6	31.5	24.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.8	18.0	18.1	18.3	18.6
净利率(%)	7.2	5.6	5.9	6.4	6.7
ROE(%)	19.4	16.0	18.2	20.5	21.8
ROIC(%)	17.7	10.4	12.2	14.5	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.0	65.3	65.1	64.3	63.1
净负债比率(%)	-96.5	-52.1	-63.8	-75.6	-84.4
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	6.7	5.6	5.3	5.5	5.6
应付账款周转率	3.4	3.1	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.17	0.22	0.29	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.33	0.40	0.52	0.61
每股净资产(最新摊薄)	0.83	0.99	1.14	1.35	1.60
<b>估值比率</b>					
P/E	48.9	49.5	37.9	28.8	23.1
P/B	10.1	8.6	7.4	6.3	5.3
EV/EBITDA	33.4	26.9	23.3	17.3	13.3

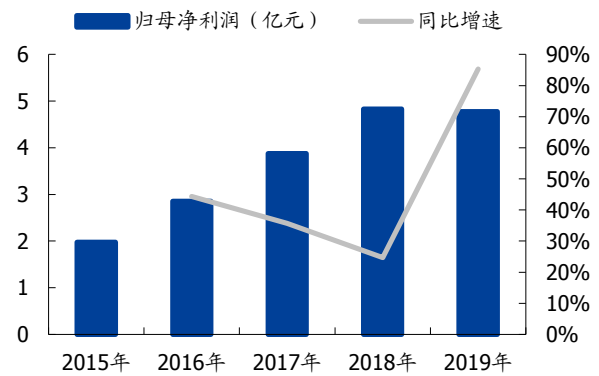
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司历年营业收入及增速



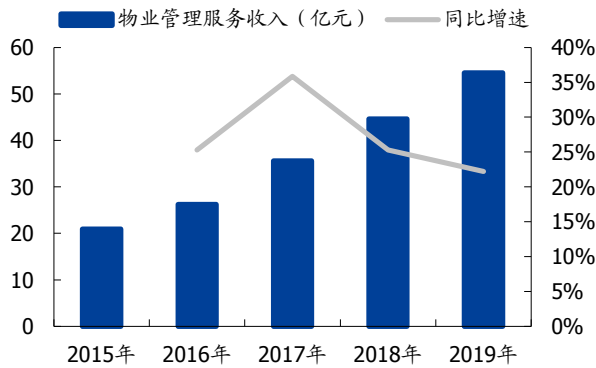
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司历年归母净利润及增速



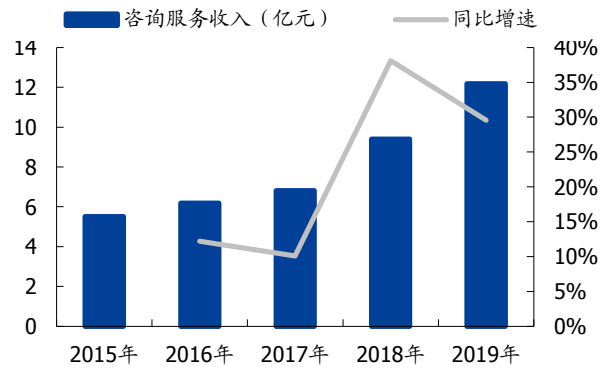
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司历年基础物管服务收入及增速



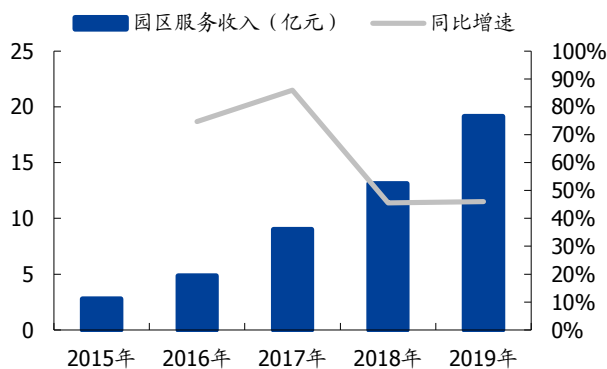
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司历年咨询服务收入及增速



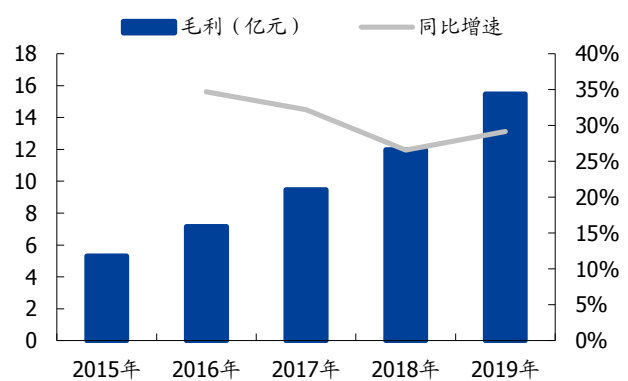
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司历年社区增值服务收入及增速



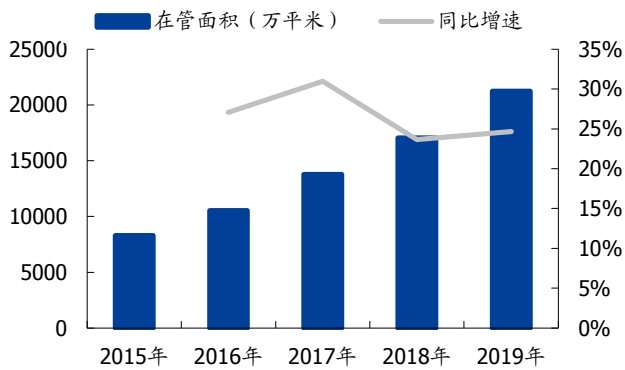
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司历年毛利规模及增速



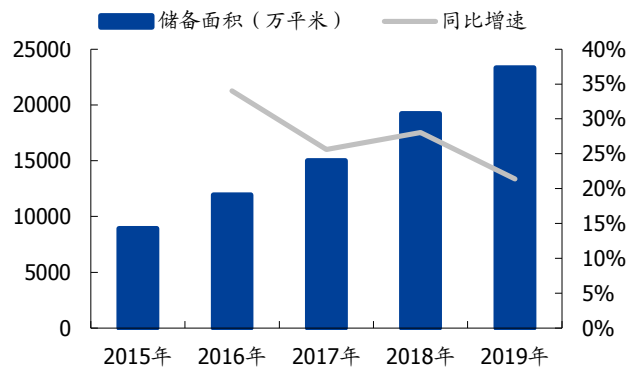
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司历年在管面积规模及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司历年储备面积规模及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司历年毛利率及净利率情况

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
<b>毛利率</b>	18.22%	19.24%	18.41%	17.85%	18.03%
物业管理服务	10.20%	10.90%	11.22%	11.37%	11.37%
开发商增值服务	33.90%	35.50%	36.10%	38.02%	33.57%
社区增值服务	47.50%	43.50%	33.50%	25.46%	27.11%
<b>净利率</b>	6.94%	7.92%	7.63%	6.94%	5.50%
<b>归母净利率</b>	6.78%	7.67%	7.54%	7.20%	5.56%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com