

绿城服务 (02869)

品质服务、趋势引领

证券研究报告

2019年12月09日

投资评级	
行业	地产建筑业/地产
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	8.58 港元
目标价格	港元

基本数据	
港股总股本(百万股)	2,788.98
港股总市值(百万港元)	23,929.46
每股净资产(港元)	0.82
资产负债率(%)	63.29
一年内最高/最低(港元)	9.30/5.49

作者
陈天诚 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517110001
 chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

高端住宅物管服务商, 引领行业发展。绿城物业服务集团有限公司于1998年成立, 2016年公司在香港交易所主板上市, 是中国具领先地位的高端住宅物业服务供货商, 主业为基础物业管理服务、园区增值服务、顾问咨询服务三大类业务。

业绩亮眼, 基础物管收入占比67%、增值服务贡献近六成业绩。2019H1公司实现营业总收入36.6亿元, 同比增长25%; 实现归母净利润2.34亿元, 同比增长2.2%。14年以来公司毛利率稳中有升, 2019H1公司综合毛利率为19.3%, 同比增加0.5个PCT, 由于三项费用率有所提升, 2019H1净利率有所下滑。分业态来看, 物业服务营收占比高达67%, 增值类服务(咨询服务、园区增值服务)占比逐渐提升, 同时增值服务贡献59%的业绩, 成为公司盈利的重要来源。

基础物业管理: 有序扩张, 内生性强。公司基础物业管理业务有序扩张, 均价与面积齐升。2019H1物业管理营收24.52亿元, 同比增长21.69%, 是公司营收主要来源。2018年公司物管均价达到3.15元/平/月, 比2017年的3.11元/平/月同比增长1.29%, 2019年H1计算均值的2.12元/平/月属于行业高位水平。受益于公司业内领先的服务质量以及偏中高端的项目定位, 公司能够收取相对较高的服务费。2019H1, 公司在管面积184.2百万平方米, 同比增加22%; 储备面积207.0百万平方米, 同比增长29%, 将为物管业务的持续增长提供充足动力。管理结构来看, 非住宅面积占比上升至2018年的22%, 有利于公司获取更高服务单价。公司收取的物管费用逐年提高, 同时由于公司业内领先的服务质量以及偏中高端的项目定位, 公司物管单价仍有一定的提升空间。

绿城服务通过优质的服务质量打响品牌知名度, 并且积极实施控制成本措施, 逐步抬升物业板块毛利率, 2019H1毛利率提升至11.9%, 但同业对比仍处于较低水平。公司物业服务续约率亦常年保持高位, 为物管业务的持续发展提供保障。公司主要通过市场化获取项目, 借助绿城集团的品牌力、知名度在当地形成较强的市场化竞争力, 同时亦积极收购物业管理公司, 以此扩大公司的在管规模。

增值服务: “三元”产业模式成熟, 引领行业发展。2007年公司开始发展园区增值服务, 并于2014年提出智慧园区服务体系, 构建云平台、一体化服务平台、睦邻社三大系统, 实现线上线下、服务与需求、社交与管理的联动。2019H1园区增值服务实现营收6.90亿元, 由于业务规模迅速扩大以及部分园区产品和服务仍在发展阶段, 同比增速较去年同期减少10.17个PCT至34.83%, 但仍是集团增长速度最快的业务。在该部分收入中, 依赖于地产市场交易活跃度的资产管理占比逐渐弱化、依赖于公司自主运营的产品、服务、空间服务的占比在逐渐上升, 公司内生增长力进一步增强, 同时业务受益幸福绿城APP推广, 通过打通线上线下, 创新物管模式助力降本增效。2000年, 公司开始提供顾问咨询服务, 2019H1, 该业务实现营业收入5.21亿元, 同比增长30.02%, 也是公司的重要业绩来源, 与基础物业服务协同作用显著。公司期望通过开展“绿联盟”强化客户关系并持续贡献营收。

投资建议:我们预计公司在管面积与物业管理单价均稳中有升, 增值服务预计会持续快速增长。由此我们预计公司2019-2021年实现营业收入人民币87.50亿元、113.14亿元、146.38亿元, 预计实现归母净利润5.73亿元、8.08亿元、11.76亿元, 对应EPS分别为人民币0.21、0.29、0.42元/股。参考2020年可比公司一致性预期PE均值27.03, 由于公司作为行业龙头, 持续保持高速增长, 我们给予绿城服务2020年30-35倍PE, 对应2020目标价港币9.68-11.29元。

风险提示:行业竞争格局恶化导致毛利下降、物业费收缴情况不及预期、房屋竣工不及预期

内容目录

1. 二十余载努力，成就物管行业标杆.....	4
1.1. 高端住宅物管服务商，引领行业发展.....	4
1.2. 股权结构.....	4
1.3. 业绩亮眼，物业管理服务贡献大头、.....	5
2. 基础物业管理：有序扩张，内生性强.....	7
2.1. 扩张有序，均价与面积齐升.....	7
2.2. 物业板块盈利稳定，行业满意度行业领先.....	9
2.3. 源于绿城中国，市场竞争力更胜一筹.....	10
3. 增值服务：协同基础物管服务，“三元”产业模式成熟.....	12
3.1. 园区增值服务：业务结构健康化、幸福绿城连接线上线.....	12
3.2. 顾问咨询服务：战略转型释放能效、绿联盟聚沙成塔.....	15
3.3. 增值服务能效较高.....	17
4. 盈利预测.....	18
5. 投资建议.....	19
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：公司营业收入增速放缓，但增长仍然较高.....	5
图 3：公司归母净利润增速有所放缓.....	5
图 4：公司毛利率、净利率变动情况.....	6
图 5：公司三项费用率变动.....	6
图 6：公司三大主营业务营收占比情况.....	6
图 7：公司三大主业毛利贡献情况.....	6
图 8：公司各主营业务占比.....	6
图 9：公司摊薄 ROE 得到改善.....	6
图 10：2014-2019H1 物业板块营业收入变化.....	7
图 11：2013-2019H1 公司物业在管面积及其增速.....	7
图 12：2019H1 公司及行业可比公司在管面积规模（万方）.....	7
图 13：公司管理面积中，非住宅比例逐渐上升.....	8
图 14：公司基础物管费用均价（元/方/月）及 YOY.....	8
图 15：2019H1 可比公司物管均价（元/方/月）.....	8
图 16：2019 年 H1 营业收入分地区统计.....	9
图 17：2019 年 H1 在管面积分地区统计.....	9
图 18：公司物业板块毛利率.....	9

图 19: 公司整体毛利率与其他已上市物业管理公司对比 (%)	9
图 20: 公司续约率	10
图 21: 绿城中国竣工面积占绿城物业当年新增在管面积 7%左右	11
图 22: 2018 年绿城中国在长三角地区土储面积占比 46.4%	11
图 23: 2018 年绿城服务在泛长三角地区在管面积占比 67.4%	11
图 24: 公司园区增值服务营收规模及其增速	13
图 25: 公司园区增值服务营收拆分	13
图 26: 公司绿城 APP 用户活跃度及覆盖比例 (户)	13
图 27: 幸福绿城 APP 界面	13
图 28: 物业资产管理服务收入 (亿元) 及 YOY	14
图 29: 园区产品及服务业务收入 (亿元) 及 YOY	14
图 30: 园区空间服务收入 (亿元) 及 YOY	14
图 31: 家居生活服务收入 (亿元) 及 YOY	14
图 32: 文化传播服务收入 (亿元) 及 YOY	14
图 33: 公司提供顾问咨询服务营收规模及其增速	15
图 34: 公司提供顾问咨询服务营收拆分	15
图 35: 公司在建物业服务收入及其 YOY	15
图 36: 公司管理咨询服务收入及其 YOY	15
图 37: 人均增值服务创收能力不断提升 (万元/人)	17
图 38: 地均增值服务创收能力趋势上升 (元/平/月)	17
图 39: 2018 年人均增值业务营收情况比较 (万元/人)	17
图 40: 2019H1 地均增值业务营收情况比较 (元/平/月)	17
图 41: 公司三元业务产业模式	17
表 1: 中国物业服务百强企业排名	10
表 2: 2018 年可比公司来自关联房企的收入及面积占比	10
表 3: 绿城物业收购情况整理	11
表 4: 公司盈利预测假设	19
表 5: 一致性预期 PE	19

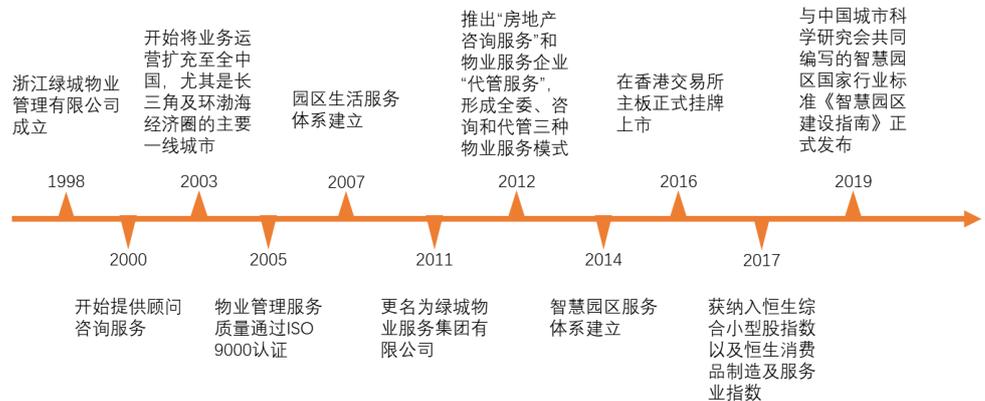
1. 二十余载努力，成就物管行业标杆

1.1. 高端住宅物管服务商，引领行业发展

绿城物业服务集团有限公司于 1998 年成立，是一家以物业服务为根基，以服务平台为介质，以智慧科技为手段的大型综合服务企业，物业类型众多、服务区域广泛。2016 年 7 月 12 日，绿城服务集团有限公司在香港交易所主板正式挂牌上市交易。

20 多年来，绿城服务坚守服务品质，实现了服务产品与服务体系的快速迭代，引领着行业发展。从基础物业服务，到 2007 年提出的园区生活服务体系，再到 2014 年提出的智慧园区服务体系，绿城服务不断满足业主需求，应用完整的服务理论研究体系与最新的行业科技手段，持续丰富服务内容、改善服务方式、提升服务品质。2017 年 6 月，绿城服务作为主编单位，与中国城市科学研究会共同编写的智慧园区国家行业标准《智慧园区建设指南》正式发布；2018 年，在国家标准委统筹下，主编的《中国智慧社区建设标准体系研究》出版，为正在进行的智慧社区标准化建设提供基础参考。

图 1：公司历史沿革



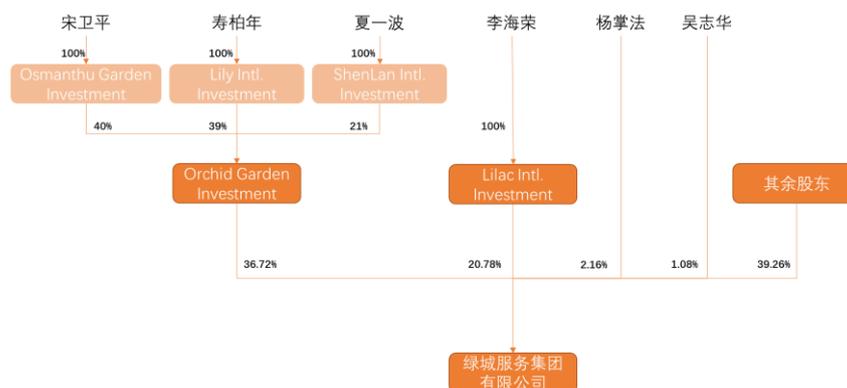
资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司是中国具领先地位的高端住宅物业服务供货商，提供的服务种类多元化，包括物业管理服务、顾问咨询服务及园区增值服务三类业务。通过为住户提供种类广泛的产品及服务组合，满足客户、业主及住户不断变化的日常及质量生活需要，公司在众多物业服务供货商中脱颖而出。公司于 2014 年 9 月推出「智能园区」项目，并被公认为是开发「智能园区」项目方面的行业先驱。其中，作为公司「智能园区」项目一部分，「幸福绿城」移动应用从推行以来取得了长足进步。「幸福绿城」移动应用的注册用户于 2015 年 12 月 31 日超出 180,000 位，覆盖中国 50 个城市中公司管理的 405 个住宅园区的 137,206 个注册家庭。

1.2. 股权结构

截至 2018 年末，公司创始人宋卫平先生与非执行董事夏一波女士、寿柏年先生共持有公司 36.72% 的股份。董事会主席李海荣女士持有公司 20.28% 的股份，执行董事杨掌法、吴志华分别持有公司 2.16%、1.08% 的股份。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 业绩亮眼，物业管理服务贡献大头、

2019H1 公司实现营业总收入人民币 36.6 亿元,同比增长 25%,15-18 年营收 CAGR 达 32%; 实现归母净利润 2.34 亿元,同比增长 2.2%, 15-18 年归母净利润 CAGR 达 35%, 盈利增速有所放缓。

从盈利能力来看,14 年以来公司毛利率稳中有升,2019 年上半年公司综合毛利率为 19.3%, 同比增加 0.5 个 PCT, 环比 2018 年年末增加 1.5 个 PCT, 主要由于公司园区增值服务影响较大, 随着公司早教品牌的日益发展, 文化教育服务的收入及毛利率有明显改善, 预计公司综合毛利率会继续上升。2019 年上半年公司净利率为 6.3%, 较去年同期减少 0.9 个 PCT, 环比 18 年年末下降 0.6 个 PCT, 主要由于三项费率有所增加, 2019 年上半年公司销售费用率为 1.2%, 环比 2018 年年末增加 0.3 个 PCT, 位于历史高位。管理费用率 8.7%, 环比 2018 年年末下降 0.2 个 PCT。财务费用率为 0.3%, 环比 2018 年年末增加 0.3 个 PCT。

图 2: 公司营业收入增速放缓, 但增长仍然较高



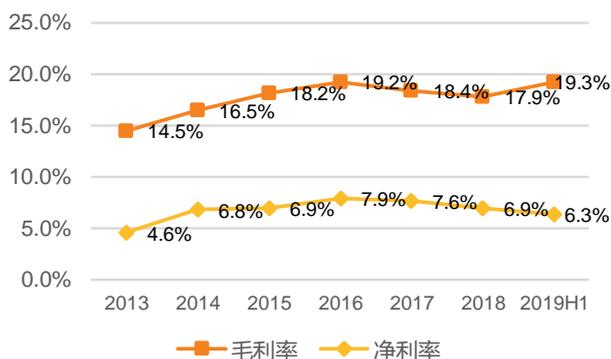
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 公司归母净利润增速有所放缓



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4：公司毛利率、净利率变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司三项费用率变动

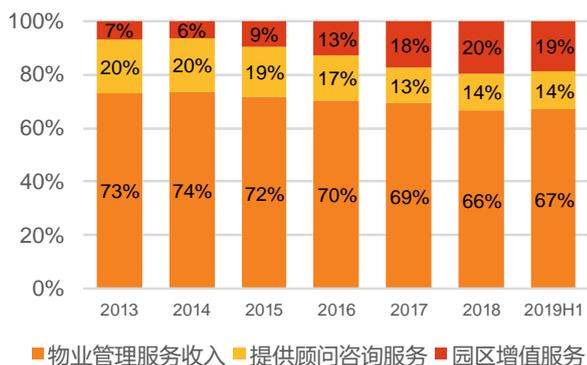


资料来源：Wind，天风证券研究所

物业服务贡献 67%营业收入，其中园区增值服务增长迅猛。分结构来看，公司三大主业中，物业服务营收占比高达 67%，增值类服务（咨询服务、园区增值服务）占比逐渐提升。2019 年 H1 物业服务营收 24.52 亿元，同比增长 21.7%，占总营收比例为 66.9%，15-18 年复合增长率达 29%；咨询服务、园区增值服务占总营收比重分别为 14.2%、18.8%，15-18 年复合增长率分别为 19%、68%，成为公司的另外两个重要收入来源。

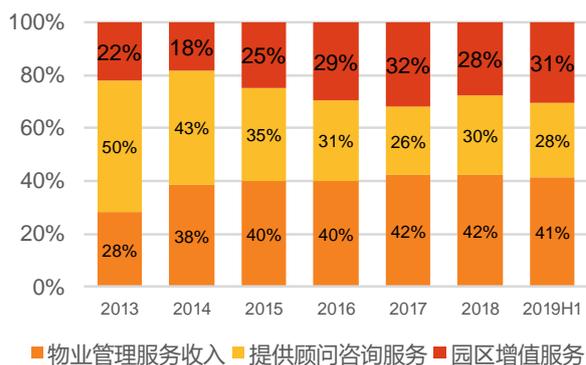
增值服务（园区、咨询服务）贡献 59%的业绩，成立盈利的重要来源。三大业务中园区增值服务盈利能力最强，2019H1 毛利率达 38.1%，2017、2018 年公司资产管理业务毛利下滑（调控影响下二手成交量下降）、文化教育业务方面持续加大在教学点上的投入（新开园园区数量有所增加，且新开园目前尚处于满园率爬坡期，在教育课程体系的研发、教职人员的人才储备与培训上加大投入，这些因素使得园区服务类别下文化教育服务的毛利率下降至 -52.3%），显著拖累整体毛利率，2019 年随前期投入逐渐投产，公司毛利率实现快速回升；咨询服务的客户、业务多样化（绿联盟服务、公司智慧服务的管理输出），得以贡献稳定利润。

图 6：公司三大主营业务营收占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

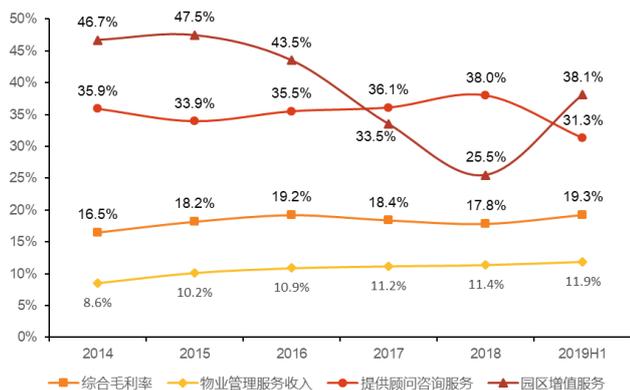
图 7：公司三大主业毛利贡献情况



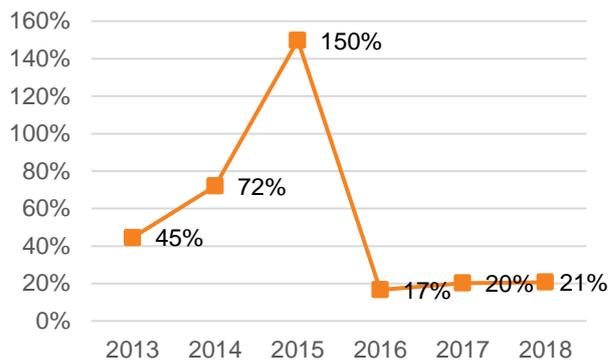
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司各主营业务占比

图 9：公司摊薄 ROE 得到改善



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司 ROE 在 15 年的高点 149.8%，随公司上市后并购重组加快，固定资产、商誉大幅提升后公司 ROE 回落至 20% 上下，2018 年摊薄 ROE 为 21%，同比 2017 年略有提升。

2. 基础物业管理：有序扩张，内生性强

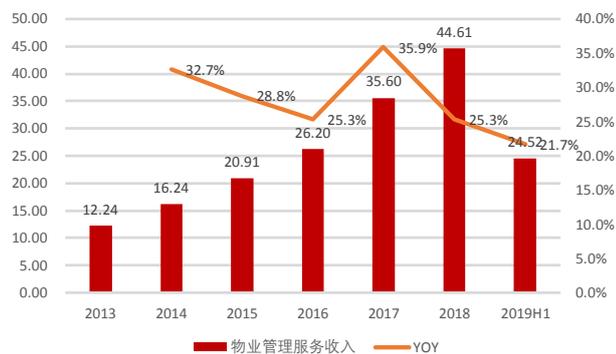
2.1. 扩张有序，均价与面积齐升

公司物业管理板块营业收入快速增加。公司 2019 年上半年物业管理营业收入达 24.52 亿元，同比增长 21.69%，较去年同期增速下降 10.15 个 PCT，依然是公司营业收入的主要来源。

公司在管面积涵盖居民高端住宅、政府公共建设、商业写字楼、城市综合体等，在管项目达到 1305 个，覆盖中国 29 个省、直辖市及自治区的 137 个城市。2019 年上半年，公司总在管合同建筑面积达 184.2 百万平方米，较去年同期的 150.8 百万平方米增加 22%。

储备面积作为在管面积的主要来源，2019 年上半年达到了 207.0 百万平方米，较去年同期的 160.3 百万平方米增加 29%。优质的服务能力与强劲的市场拓展，使得公司可以更好满足客户美好生活的需求，带来储备面积的增长。公司的项目储备依然充足，并将继续为未来在管面积以及物业管理营收的增长提供坚实基础。

图 10：2014-2019H1 物业板块营业收入（亿元）及变化



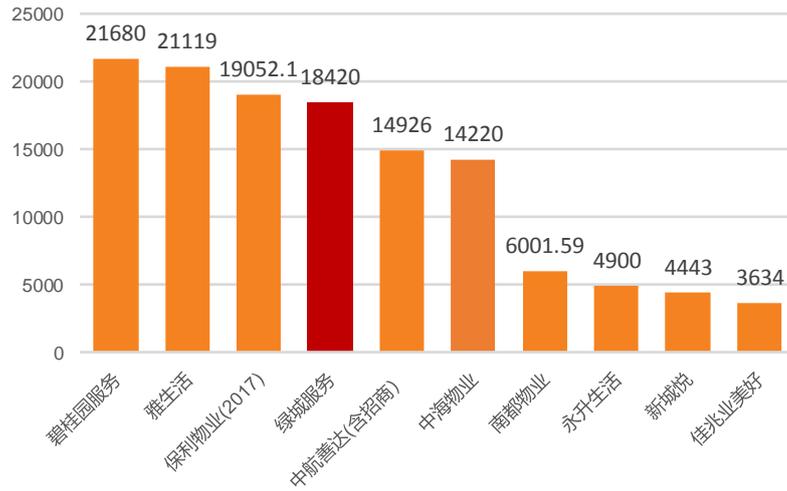
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11：2013-2019H1 公司物业在管面积及其增速



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所 (2019 年增速为年化)

图 12：2019H1 公司及行业可比公司在管面积规模（万方）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从管理类型来看，公司管理物业类型多样化逐渐提升，管理的非住宅面积占比由 2015 年的 17%，逐渐上升至 2018 年的 22%，非住宅物业占比提升，公司通过主动调整、拓展非住宅物业项目，以获取更高服务单价。

图 13：公司管理面积中，非住宅比例逐渐上升



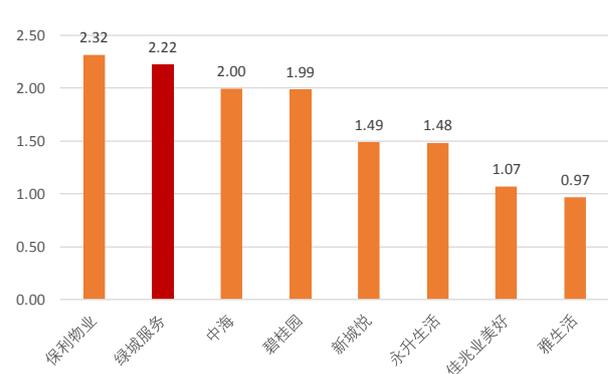
资料来源：公司公告，天风证券研究所

相应的公司收取的物业管理费用均价逐年提高，2018 年为 3.15 元每平方米每月，较 2017 年增长 1.29%。受益于公司业内领先的服务质量以及偏中高端的项目定位，公司能够收取相对较高的服务费。

图 14：公司基础物管费用均价（元/方/月）及 YOY



图 15：2019H1 可比公司物管均价（元/方/月）

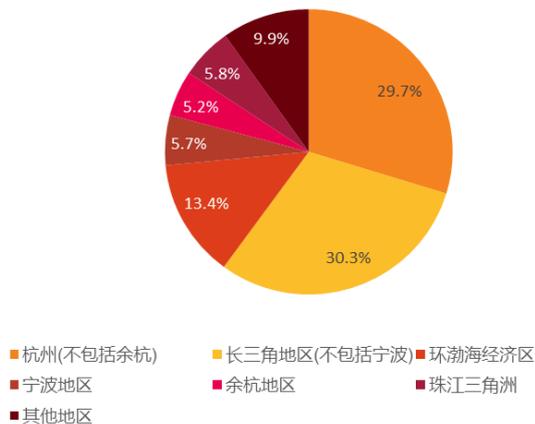


资料来源：公司年报，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

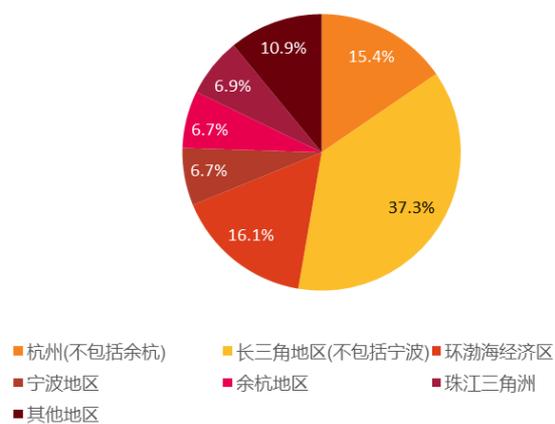
深耕长三角，布局全国。作为总部在杭州的公司，公司深耕杭州与长三角地区发展，2019年上半年大杭州地区（包括杭州、余姚）贡献营业收入 34.9%，同比增加 0.6 个 PCT，大杭州地区在管面积占比为 22.1%，同比减少 1.8 个 PCT；长三角地区贡献营业收入 30.3%，同比减少 0.1 个 PCT，长三角地区在管面积占比为 37.3%，同比减少 0.7 个 PCT。

图 16：2019 年 H1 营业收入分地区统计



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：2019 年 H1 在管面积分地区统计



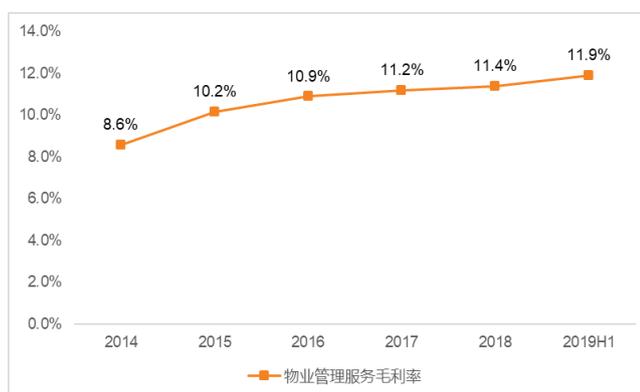
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 物业板块盈利稳定，行业满意度行业领先

集团采用包干制服务收费方式，纵向来看，在公司物业板块营收和毛利增速趋稳的同时，物业板块的毛利率在逐步提升。2019 年上半年公司物业管理服务毛利率环比 2018 年年末上升 0.5 个 PCT 至 11.9%。绿城服务通过优质的服务质量打响品牌知名度，并且积极实施控制成本措施，逐步抬升毛利率。虽然房地产市场时有波动，人工成本持续提升，但公司通过大数据平台的建立、移动互联网的应用与智能化设备的投入，实现用户体验和企业效率的双向提升，物业服务毛利率稳中向好。

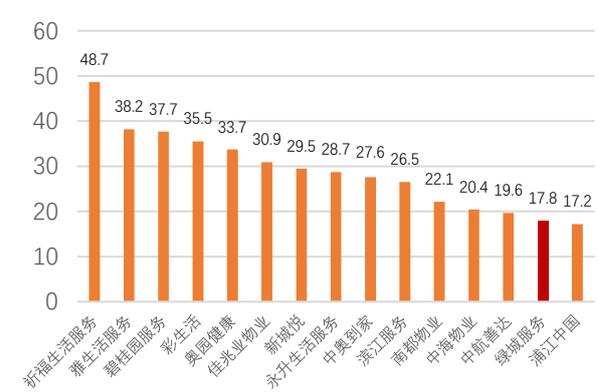
和其他已上市物业管理企业相比，公司整体的销售毛利率目前处于行业较低水平。

图 18：公司物业板块毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：公司整体毛利率与其他已上市物业管理公司对比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

在公司的不懈努力下，树立了良好的品牌价值，在客户满意度这一重要指标上达到行业第一，续约率保持高位。客户满意度是基础物业服务水平的重要指标上，公司连续六年（2014-2019 年）获得中指物管服务百强企业**满意度第一名**，行业内综合名次也一直稳定在亚军的位置，服务质量也从未跌出过三甲，显示了集团的行业地位以及优秀的运营能力，目前，绿城服务品牌价值已经达到了 68.68 亿元。高的客户满意度，为后续客户粘性打好基础，也成为后续提价、品牌扩张的重要武器。

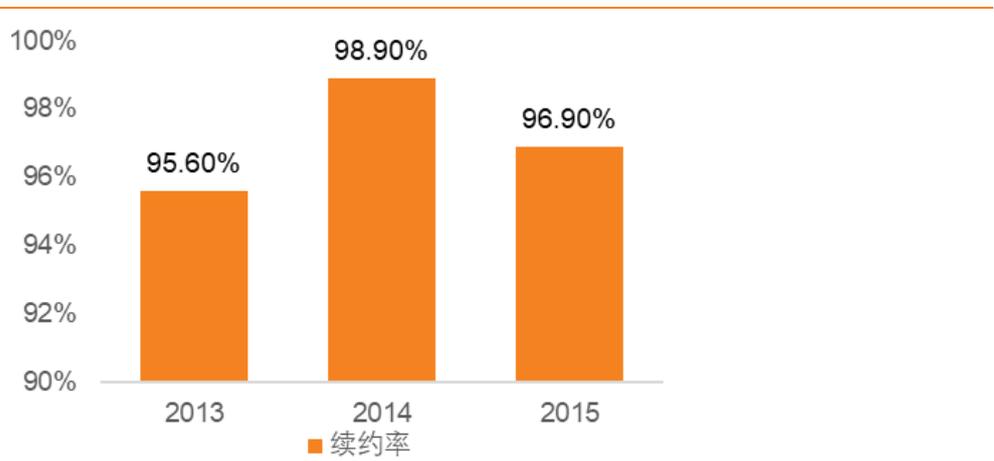
表 1: 中国物业服务百强企业排名

	百强满意度领先企业	百强企业	百强服务质量领先企业
2013	2	2	1
2014	1	2	2
2015	1	2	3
2016	1	2	2
2017	1	2	2
2018	1	2	2
2019	1	2	2

资料来源: 中国指数研究院, 天风证券研究所

2013-2015 年, 在高满意度的加持下, 公司的续约率 (即某年续约的物业服务合同数目除以同年届满的物业服务合同的数目) 分别为 95.6%, 98.9%, 96.9%, 公司作为优质物业管理服务的领先供应商的美誉使得大多数客户能够选择续约。

图 20: 公司续约率



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

2.3. 源于绿城中国, 市场竞争力更胜一筹

绿城中国为公司的股东及重要关联公司, 但对公司的营收贡献比例较低, 2016 年绿城中国为公司最大的客户与合作伙伴, 来自绿城中国的营收仅占公司总营收的 4.7%, 我们观察到, 绿城中国 2015-2018 年年均结算面积为 231 万平, 公司年均新增管理面积约为 3130 万方, 假设当年结算项目全部交给公司运营, 平均占比仅为 7.39%, 对公司的扩张贡献较小, 而可比公司中, 碧桂园服务、奥园健康等对于关联房企的面积依赖度分别高达 95%、80%, 表明公司主要通过市场化手段获取项目, 关联公司收入占比较高的风险大幅降低, 另一方面也表明公司市场化获取项目的能力领先。

公司市场化获取项目, 主要集中在长三角地区 (包含了余杭、杭州、宁波等地), 占比达到 67.4%, 大幅超过绿城中国在长三角地区土储面积的比重, 表明公司虽然从关联房企获取的在管面积较少, 但借助关联公司的品牌力、知名度在当地形成一定的市场化竞争力, 也从侧面表明公司的服务品质在当地认可度较高。

表 2: 2018 年可比公司来自关联房企的收入及面积占比

物业公司	来自关联房企收入占比	来自关联房企面积占比	关联房企
奥园健康生活	94.44%	94.65%	中国奥园

碧桂园服务	88.39%	80.15%	碧桂园
佳兆业物业	76.24%	84.09%	佳兆业集团
新城悦	78.01%	71.05%	新城控股
永升生活服务	65.67%	36.38%	旭辉控股集团
雅生活服务	46.90%	38.31%	雅居乐集团、绿地控股

资料来源：Wind，天风证券研究所

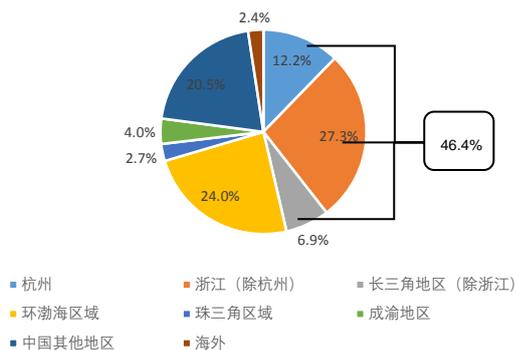
图 21：绿城中国竣工面积占绿城物业当年新增在管面积 7%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司源于杭州、深耕长三角，在长三角地区拥有坚实的客户基础，绿城中国在长三角土储面积占比达 46.4%，绿城服务在长三角地区在管面积占比达到 67.4%，部分依靠绿城中国的客户资源，更多的是来自于公司形成的品牌力、影响力，足以深入渗透到当地其他开发商的项目中。

图 22：2018 年绿城中国在长三角地区土储面积占比 46.4%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2018 年绿城服务在泛长三角地区在管面积占比 67.4%



资料来源：Wind，天风证券研究所

收并购方面，公司积极收购物业管理公司，以此扩大公司的在管规模。同时，公司并不局限于物管领域，而是通过战略性收购逐渐布局投资控股、社区零售、生鲜、教育等领域，助力增值业务的全面布局。

表 3：绿城物业收并购情况整理

收购对象	股权比例	对价	主业
------	------	----	----

2016				
吉林天顺物业服务	70%	1800 万人民币	物业服务	
安徽盛安绿城物业	49%	345.9 万元	物业服务	
Jiixin Youfu Investment Partnership	50%	2430 万元	投资控股	
2017				
浙江绿邦物管有限公司	45%	1575 万元	物业服务	
拓思有限公司	100%	8.4 万美元	投资控股	
China CVS	35%	1330 万美元	零售	
2018				
Tuotuo Network Technology Co., Ltd	47.73%	1090.7 万美元	生活服务平台	
余乐投资	40%	2000 万人民币	在线音乐教育	
2019				
澳大利亚 MAG 公司	56%	6720 万澳元	早教教育	

资料来源：Wind，天风证券研究所

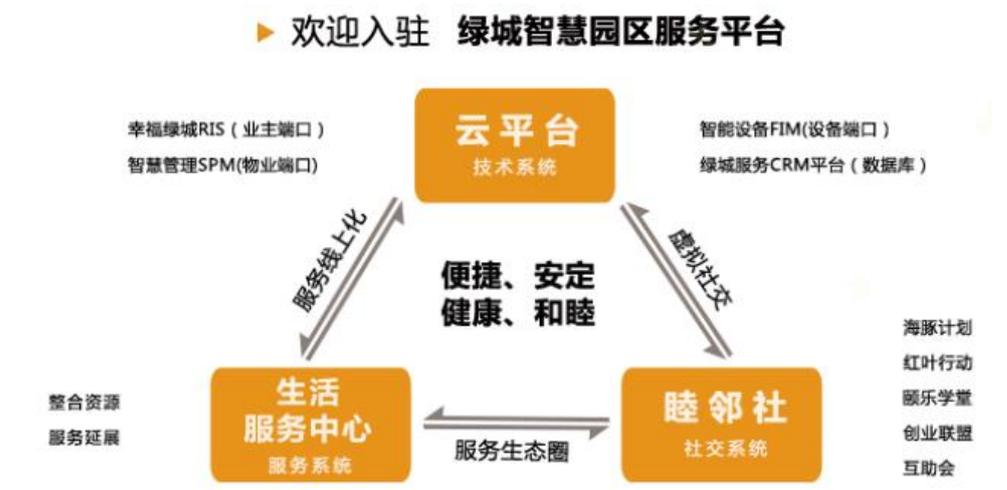
3. 增值服务：协同基础物管服务，“三元”产业模式成熟

3.1. 园区增值服务：业务结构健康化、幸福绿城连接线上线下

2007 年，公司开始发展园区增值服务，2014 年提出的智慧园区服务体系。智慧园区服务体系在园区生活服务体系的基础上，通过大数据平台的建立、智能设施设备的引入、移动互联网及应用程序的推行，提升业主的生活便捷度、服务参与度。

绿城服务通过智慧园区服务体系，构建技术系统（云平台）、服务系统（一体化服务平台）、社交系统（睦邻社）三大系统，实现线上线下、服务与需求、社交与管理的联动。

图 3：公司智慧园区服务平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

园区增值服务中又细分为园区产品和服务、家居生活服务、园区空间服务，2017 年公司 will 将物业管理服务从园区产品和服务中分离，并开始布局文化教育服务服务：

- 园区产品和服务：主要通过 O2O 模式为社区业主提供零售、生鲜等产品。
- 家居生活服务：线上和线下结合，以日常保洁、家电维修、高端养护为核心的到家服务体系
- 物业资产管理服务：一手房及尾盘代销、二手房代理出售、出租等中介服务
- 园区空间服务：园区内广告收入及停车费。

- 文化及教育服务：聚焦早教高端服务市场，通过“机构设置标准化、教养体系科学化、课程构建多元化、教养服务个性化”，持续打造绿城服务早教品牌。

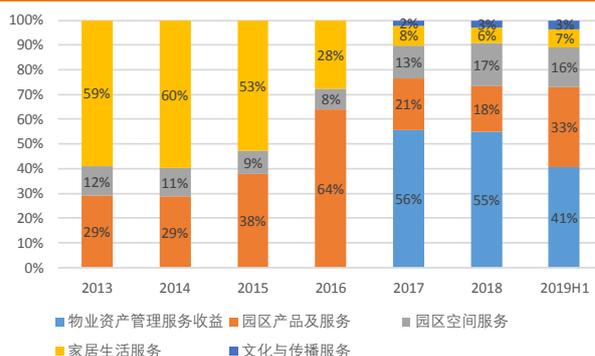
2019 年上半年，公式园区增值服务实现营业收入 6.90 亿元，由于业务规模迅速扩大以及部分园区产品和服务仍在发展阶段，同比增速较去年同期减少 10.17 个 PCT 至 34.83%。尽管增速有所放缓，园区增值服务仍是集团增长速度最快的业务，是基于业主的全生活服务场景和房地产的全生命周期提供系统性的产业和服务解决方案，是物业服务的延伸，更是“幸福生活服务商”战略愿景的重要组成部分。

图 24：公司园区增值服务营收规模及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：公司园区增值服务营收拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

在该部分收入中，依赖于地产市场交易活跃度的资产管理部门占比逐渐弱化、依赖于公司自主运营的产品、服务、空间服务的占比在逐渐上升，公司内生增长力进一步增强。2019H1 园区产品和服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务与文化教育服务分别实现营业收入 2.25、0.51、1.10、2.80 与 0.24 亿元，同比 2018 年上半年分别增长 85.9%、66.7%、17.1%、11.5%与 57.2%。其中，物业资产管理服务是园区增值营业收入中最主要的收入来源，但占比逐渐下降。

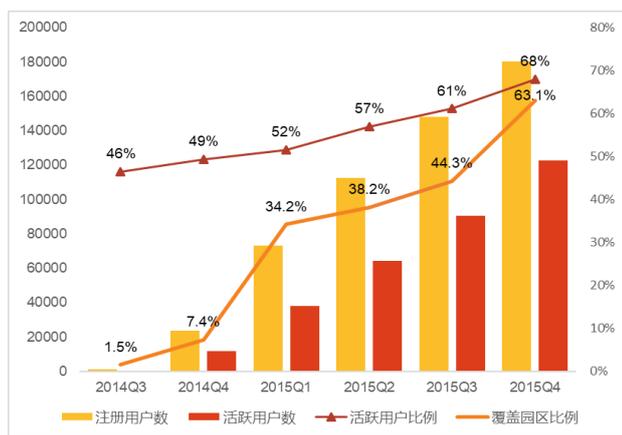
公司园区增值服务毛利率水平在 2017、2018 年两年有所下滑，主要受公司战略调整以及板块前期投入较多——园区产品服务中主要为低毛利的农产品，占比快速上升、资产管理服务前期投入较多（店铺租赁、员工配置）、以及文化教育服务方面场地、研发投入、人员培训等的投入（2017、2018 文教业务毛利率分别为 -44.1%、-52.3%，拉低公司板块业务毛利率。2019 年 H1 园区增值业务毛利率水平伴随园区产品及服务的生鲜模式与幸福绿城 APP 结合，实现客户的沉淀与转化、物业资产管理虽然新房代销低迷但二手交易同比提升、文化教育毛利率的明显改善，该板块的毛利率有所上升。

值得一提的是，绿城服务教育板块旗下绿城育华小学为杭州五大名校之一，也间接反映了公司在教育板块深度耕耘的成果不容小觑。

园区增值服务受益幸福绿城 APP 推广，通过打通线上线下，创新物管模式助力降本增效。作为智慧园区项目的一部分，“幸福绿城”APP 于 2014 年 9 月发布，成为绿城服务园区产品及服务的线上接口，其用户主要是在管物业的业主和住户。集基础物业服务、园区生活服务、周边商圈服务与邻里社交。早在 2015 年末，“幸福绿城”覆盖园区数达 405 个，覆盖比例为 63.1%，注册用户数为 180422 名，其中 122674 名为活跃用户，活跃用户比例为 68%。

图 26：公司绿城 APP 用户活跃度及覆盖比例（户）

图 27：幸福绿城 APP 界面



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所



资料来源：幸福绿城下载官网，天风证券研究所

除了通过“幸福绿城”出售产品及服务取得收入，该应用还能增加集团与业主及住户的互动程度，提高用户忠诚度，使得市场更为接纳公司较高的物业管理费。同时还能分散业主及住户的消费渠道，使得收入来源多元化。

图 28：物业资产管理服务收入（亿元）及 YOY



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：园区产品及服务业务收入（亿元）及 YOY



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：园区空间服务收入（亿元）及 YOY



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：家居生活服务收入（亿元）及 YOY



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：文化传播服务收入（亿元）及 YOY



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 顾问咨询服务: 战略转型释放能效、绿联盟聚沙成塔

2000 年, 公司开始提供顾问咨询服务, 向房地产开发商及地方物业管理公司提供咨询服务, 利用品牌及专业优势满足其在房地产开发周期中各个主要阶段的不同需求。顾问咨询服务分为在建物业服务与管理咨询服务。

- 在建物业服务: 即案场服务, 主要包括示范单位管理服务及建筑工地保安服务。
- 管理咨询服务: 主要包括在项目设计及开发阶段提供的物业开发咨询服务, 以及在物业交付后提供的各种物业管理咨询服务、产业服务、商业服务。

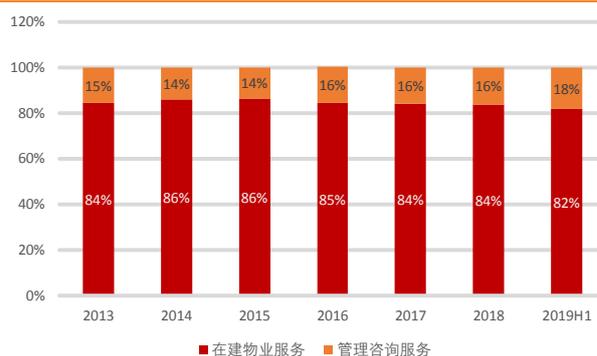
2019 年上半年, 公司提供顾问咨询服务实现营业收入 5.21 亿元, 同比增长 30.2%, 较去年同期的增速 24.47%, 提高 5.55 个 PCT。其中在建物业服务与管理咨询服务分别贡献 4.25、0.95 亿元, 占比分别为 82% 与 18%。顾问咨询服务毛利率稳定在 38% 附近, 高于公司综合毛利率, 也是公司的重要业绩来源。

图 33: 公司提供顾问咨询服务营收规模及其增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

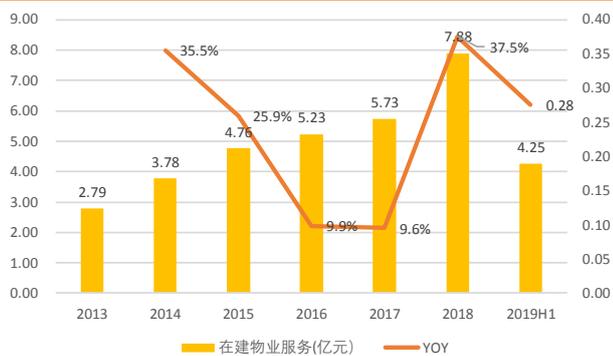
图 34: 公司提供顾问咨询服务营收拆分



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 公司在建物业服务收入及其 YOY

图 36: 公司管理咨询服务收入及其 YOY



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

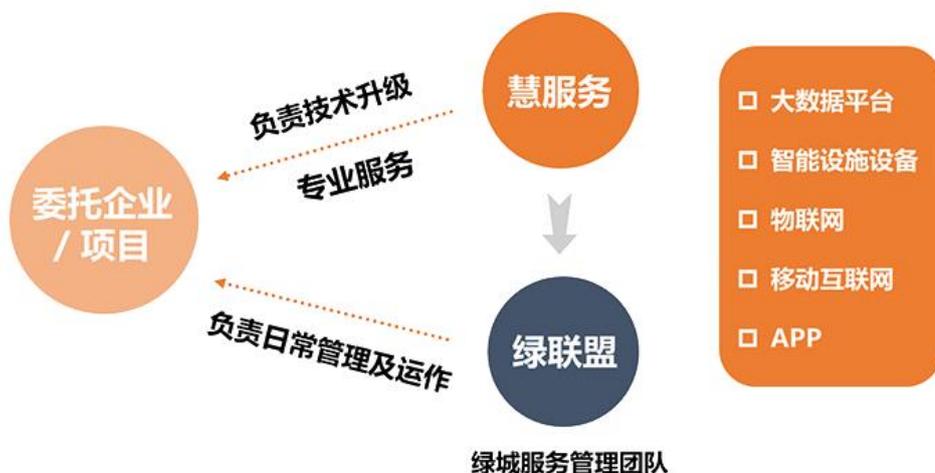
在建物业服务主要为传统案场服务，包括为在建物业提供活动策划、形象设计、空间设计的服务等。管理咨询服务则主要包括联盟服务（绿联盟、慧服务）、咨询服务（房产品全生命周期各阶段的管理和运营）、产业服务（为产业园区、特色小镇提供运营支持，服务园区内入驻企业和员工）、商业服务（为商业项目提供运营服务、助力价值增值）。

咨询服务的拓展有赖于公司与“绿联盟”、“慧服务”服务体系的构建。

早在招股说明书中，公司就披露了开展“绿联盟”服务的设想，其重点是在管理咨询服务上从中期的为客户代管服务延伸成为长期关系，意在于竞争越来越激烈的咨询行业中，留住现有的客户。2019年上半年，绿联盟服务所推行的“品质联盟”理念备受全国各地物业管理协会青睐，先后与绍兴、台州等地物业管理协会签订战略合作协定，通过管理技术与科学手段的双重输出，为属地化物业服务企业品质赋能，进一步提升了“绿联盟”服务的物业企业数量。

慧服务是绿城服务在丰富的物业服务经验的基础上，独创开物业管理服务综合科技化的解决方案：通过大数据平台的建立、智能设施设备的引入、物联网架构的形成，移动互联网及 APP 应用软件的推行，让业主方便地获取安全健康、文化教育、居家生活等各项服务。绿城服务通过向合作方输出慧服务，为合作方提升技术升级和专业服务，提升物业服务品质及工作效率。

图 3：公司绿联盟



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

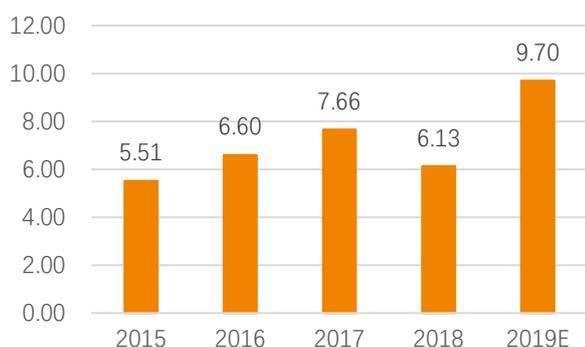
从联动效应来看，顾问咨询服务，使得公司在前期阶段接触物业发展项目，与房地产开发

商建立业务管理，能够更容易地获取基础物管项目，与基础物业服务协同作用显著。

3.3. 增值服务能效较高

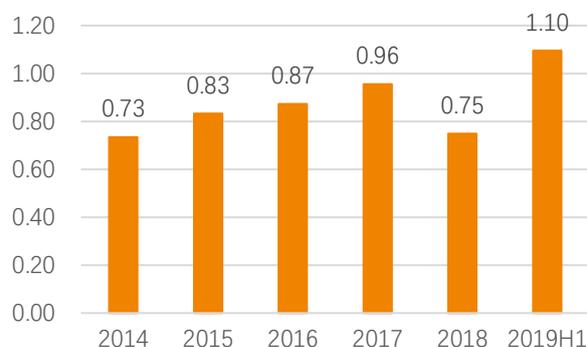
2015-2019 年，公司人均增值服务创收能力趋势性上升，预计 2019 年人均创收有望达到 9.7 万元/人，与行业可比公司相比，公司地均增值服务收入单价从 2014 年的 0.73 元/平/月上升至为 1.1 元/平/月，与收入结构相似的可比公司相比，处于中位水平。

图 37：人均增值服务创收能力不断提升（万元/人）



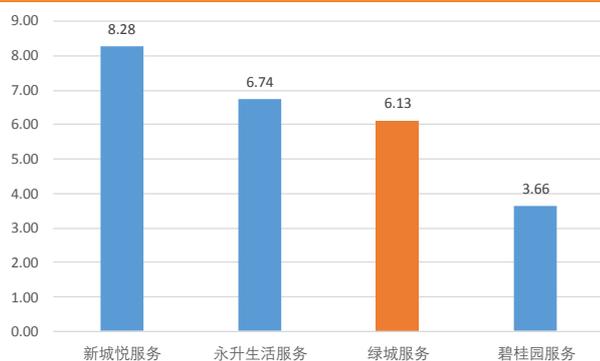
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 38：地均增值服务创收能力趋势上升（元/平/月）



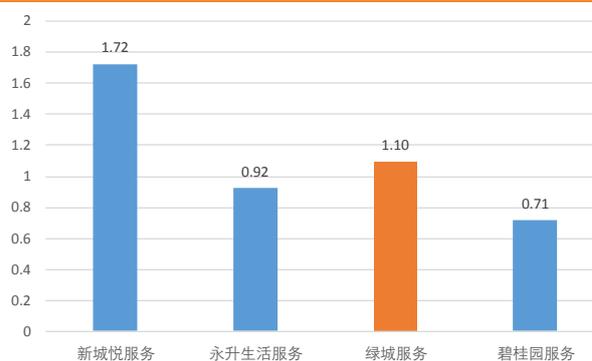
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 39：2018 年人均增值业务营收情况比较（万元/人）



资料来源：各公司 2018 年报或招股说明书，天风证券研究所

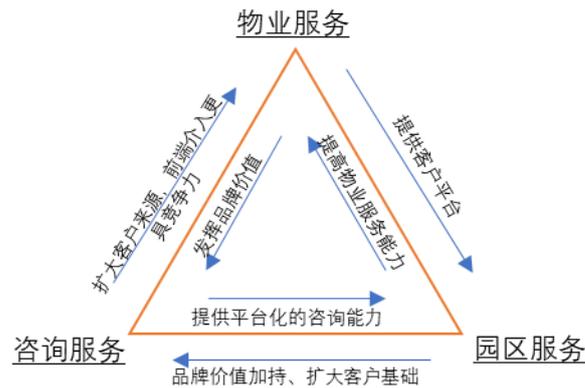
图 40：2019H1 地均增值业务营收情况比较（元/平/月）



资料来源：各公司 2018 年报或招股说明书，天风证券研究所

公司在长三角地区业务模式成熟，搭建起基础物业、园区增值、咨询服务的“三元”产业模式十分成熟，物业服务为新获取管理面积的基础，咨询服务助力在早期接触客户来源，提升公司获取面积的竞争力；基础物管为园区增值服务提供客户平台，为咨询增值服务提供品牌价值；而园区增值、咨询服务彼此之间互相协同，咨询服务为园区供应商、合作伙伴提供业务推荐、合作咨询，园区增值服务以品牌价值为咨询服务吸引客户，相辅相成，共同促进。

图 41：公司三元业务产业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测

根据公司实际情况，我们做出如下关键性假设：

1) 物业管理业务面积：

公司在管面积主要来自三方开发商开发的物业，由关联方绿城中国开发的物业占比较小，但是绿城地产的品牌力、知名度令绿城物业在当地形成一定的市场化竞争力，进一步获取项目的能力较强。另一方面，储备面积作为在管面积的主要来源，2019 年上半年达到了 207.0 百万平方米，较去年同期的 160.3 百万平方米增加 29%，项目储备依然充足，将继续为未来在管面积增长提供坚实基础，同时公司近年来通过全国范围内的大量兼并购扩张在管面积规模，因此我们预测未来数年公司在管面积仍会稳步增长，预计 2019-2021 年净新增在管面积为 4416、5000、5500 万平方米，在管面积预计将分别达到 2.15 亿、2.65 亿、3.20 亿平。

2) 物业管理业务单价：

公司物业服务单价一直以来较为稳定并有小幅上升。由于绿城物业在业内领先的服务质量以及偏中高端的项目定位，公司能够收取相对较高的服务费，且仍有一定的提升空间，预计物业管理业务单价未来仍将有小幅上升。

3) 园区增值服务：

园区增值服务是集团增长速度最快的业务，其作为公司基础物业服务的重要补充将随着公司在管面积的进一步扩张而迅速扩张。其中，物业资产管理服务收益预计将受市场交易情况的影响，占比逐渐下降；园区产品及服务方面，由于生鲜产业链在 17、18 处于布局投产期，19 年释放，预计毛利率、营收会大幅提高；园区服务主要为园区内广告收入及停车费收入，预计仍将延续往年的高增长率；家居生活服务业务在免征增值税利好的影响下预计营收增速将稍有上升；文化教育服务业务预计随着教育需求的上升而维持较高增速。

4) 顾问咨询服务：

顾问增值业务主要受房地产行业及物业行业整体环境影响，同时亦受公司市场占有率及市场声誉影响。我们预期在物业行业整体环境较好、公司市场占有率随在管面积提升而不断提升、绿联盟品牌效应不断增强的基础上，公司顾问增值业务模块将迎来较快发展，预测该业务 2019-2021 年营收增长率将达 40.9%、40.1%、39.4%。

5) 毛利率：

物管行业毛利率预计将维持稳定，长期来说或将随管理单价的提升而有所上升。顾问咨询服务毛利率预计亦会保持稳定。预计园区增值服务毛利率会因为前期投资逐渐收到回报而有所回涨。

表 4：公司盈利预测假设

单位：万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	16.72	22.05	29.19	37.22	51.40	67.10	87.50	113.14	146.38
YOY		31.9%	32.4%	27.5%	38.1%	30.5%	30.4%	29.3%	29.4%
毛利（亿元）	2.42	3.63	5.31	7.16	9.46	12.00	16.41	22.36	30.62
毛利率	14.5%	16.5%	18.2%	19.2%	18.4%	17.9%	18.8%	19.8%	20.9%
物业管理服务收入	12.24	16.24	20.91	26.20	35.60	44.61	56.64	69.84	84.75
YOY		32.7%	28.8%	25.3%	35.9%	25.3%	27.0%	23.3%	21.3%
毛利率	5.6%	8.6%	10.2%	10.9%	11.2%	11.4%	11.7%	12.0%	12.3%
服务均价（元/平/月）-计算值		2.05	2.10	2.08	2.15	2.18	2.20	2.20	2.21
YOY			2%	-1%	4%	1%	0.8%	0.0%	0.5%
在管面积（万方）		6590	8280	10520	13780	17040	21456.00	26456.00	31956.00
提供顾问咨询服务	3.30	4.39	5.51	6.18	6.80	9.39	13.23	18.54	25.84
YOY		33.0%	25.3%	12.2%	10.1%	38.1%	40.9%	40.1%	39.4%
毛利率	36.4%	35.9%	33.9%	35.5%	36.1%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
园区增值服务	1.17	1.42	2.77	4.84	9.00	13.10	17.62	24.76	35.79
YOY		21.4%	95.1%	74.7%	86.0%	45.6%	34.5%	40.5%	44.6%
毛利率	45.8%	46.7%	47.5%	43.5%	33.5%	25.5%	27.0%	28.0%	29.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

我们预计公司在管面积与物业管理单价均稳中有升，增值服务预计会持续快速增长。由此我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入人民币 87.50 亿元、113.14 亿元、146.38 亿元，预计实现归母净利润人民币 5.73 亿元、8.08 亿元、11.76 亿元，对应 EPS 分别为人民币 0.21、0.29、0.42 元/股。

选取市场与公司业务及体量相近的公司雅生活、碧桂园服务、中海为可比公司，参考 2020 年可比公司一致性预期 PE 均值 27.03，由于公司作为行业龙头，持续保持高速增长，我们给予绿城服务 2020 年 30-35 倍 PE，对应 2020 目标价港币 9.68-11.29 元。

表 5：一致性预期 PE

	2019E	2020E	2021E
碧桂园服务	44.74	34.3	25.4
雅生活服务	29.13	21.25	16.74
中海物业	31.87	25.55	20.8
均值	35.25	27.03	20.98

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

行业竞争格局恶化导致毛利下降

2018 年行业百强市占率 38.9%，行业竞争激烈，如果未来行业竞争格局恶化、出现以价换量的情况，存在行业毛利率或将出现进一步下降的风险。

物业费收缴情况不及预期

目前公司的物业费收缴比例较高，未来随着公司管理面积扩大，存在收缴比例出现下降的风险，直接影响公司收入。

房屋竣工不及预期

物业管理面积的主要来源为新房竣工面积，我们预计房屋竣工面积年内降幅增速出现趋势性收窄，但也有可能出现竣工面积的再度下滑，从而导致物业管理面积增量不及预期，存在行业增速放缓的风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com