

# 新城悦服务 (01755.HK)

## 内接外拓增长趋势强劲，社区增值服务多点开花

**中期业绩增长强劲，收入结构持续优化。**2020H1 公司实现营收 12.2 亿元，同比增长 43%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 61%。其中基础物管/开发商增值/社区增值/智慧园区服务分别实现营收 5.3/3.0/1.9/2.1 亿元，同比增长 33%/9%/95%/133%，占收入比例分别变动-3.1/-7.6/+4.1/+6.6 个 pct；分别实现毛利 1.7/0.8/0.8/0.3 亿元，同比增长 52%/24%/36%/158%。关联交易占比较高的开发商增值服务收入占比大幅回落，整体收入结构持续优化。预计随着下半年关联地产商大规模交付，以及“一核两增”战略稳步推进，全年有望延续快速增长。

**综合毛利率稳步提升，费用率持续下行。**2020H1 公司综合毛利率为 29.8%，同比提升 0.6 个 pct，其中基础物管/开发商增值/社区增值/智慧园区服务毛利率分别为 32.0%/28.3%/42.7%/14.9%，较上年同期分别变动 +3.9/+3.4/-18.3/+1.4 个 pct，基础物管毛利率大幅提升主要系上半年疫情背景下社保减免政策影响以及公司退出部分盈利能力较差的项目所致，开发商增值服务毛利率提升主要系咨询、验房服务收入占比提高所致，社区增值服务毛利率下降主要系业务结构变动，低毛利率的家居生活服务、餐饮服务占收入比提升所致。销售/行政费用率分别为 0.8%/8.8%，较去年同期变动 +0.3/-1.5 个 pct。行政费用率持续下降主要系成本管控措施良好及业务规模扩大后的管理规模效应所致。2020H1 净利率大幅提升 2.3 个 pct 至 16.8%。

**第三方外拓提速，关联地产商交付进入高峰期。**截至 2020H1 公司在管面积/合约面积分别为 7122/16703 万平方米，较 2019 年末分别净增 1107/1426 万平方米，合约在管比为 2.35 维持高位，有望保障未来在管面积高增长。上半年公司在第三方外拓持续发力，通过竞标及合资公司方式外拓的合约面积达到 730 万平米，考虑到收购成都诚悦时代带来的约 520 万新增在管，预计上半年新增第三方合约面积约 1250 万平米，超出去年全年水平。关联地产商新城控股计划 2020 年全年竣工约 3600 万平米，其中 2020H1 累计仅结算 458 万平米，预计下半年将迎来交付高峰期。预计关联地产商大量交付、第三方外拓发力及适度收并购有望促在管及储备面积延续快速扩张。

**永续型社区增值服务快速增长，装修业务有望受益交付高峰。**2020H1 年公司实现社区增值服务收入 1.8 亿元，同比大增 95%，占总收入比例为 15.2%，较去年同期大幅提升 4.1 个 pct，其中装修服务/家居生活服务/餐饮服务分别实现收入 0.78/0.22/0.09 亿元。上半年公司引入多种类永续型社区增值服务，包括疫情期间引入的生鲜零售配送服务、二季度试点入户清洁等服务获得业主好评，带动家居生活服务收入爆发式增长；装修服务则受益于去年年底及今年年初大量交付的新房以及公司提供的特色自营服务。未来随着家居生活服务持续渗透，诚悦时代餐饮服务的快速复制以及关联地产商交付高峰带来的广泛装修需求，公司社区增值服务有望持续高速增长。

**投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.35/6.53/9.40 亿元，同比增长 54.2%/50.2%/43.9%，对应 EPS 分别为 0.53/0.80/1.15 元，2019-2022 年 CAGR 为 49.4%。当前股价对应 PE 分别为 38.6/25.7/17.9 倍，考虑到公司收入盈利结构持续优化、增长趋势明确及行业整体估值水平，维持目标价 30.9 港元（对应 2021 年 35 倍 PE），维持“买入”评级。

**风险提示：**关联地产商新城控股交付不及预期风险、第三方外拓市场竞争加剧风险、中长期毛利率下降风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,150	2,024	2,928	4,374	6,255
增长率 yoy (%)	32.7	76.0	44.7	49.4	43.0
归母净利润(百万元)	150	282	435	653	940
增长率 yoy (%)	104.9	87.5	54.2	50.2	43.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.18	0.34	0.53	0.80	1.15
净资产收益率(%)	18.8	31.2	32.9	36.7	39.0
P/E(倍)	111.6	59.5	38.6	25.7	17.9
P/B(倍)	19.9	18.2	12.4	9.4	7.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所，港元兑人民币汇率取 1:0.898

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)	22.85
总市值(百万港元)	18,693.59
总股本(百万股)	818.10
其中自由流通股(%)	100.0
30 日日均成交量(百万股)	32.11

### 股价走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 程坚

邮箱：chengjian@gszq.com

### 相关研究

- 1、《新城悦服务 (01755.HK)：中期业绩预增超预期，高成长趋势明确》2020-07-20
- 2、《新城悦服务 (01755.HK)：收购成都诚悦时代，开拓商写等非住宅市场》2020-05-08
- 3、《新城悦服务 (01755.HK)：奔驰在成长的快车道上》2020-03-14



**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>	1498	2052	2825	3710	4888
现金	1278	1339	1937	2625	3533
应收票据及应收账款	129	263	367	491	647
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	82	100	164	231	334
存货	9	11	17	25	35
其他流动资产	0	339	339	339	339
<b>非流动资产</b>	54	148	235	327	399
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8	9	20	37	54
无形资产	12	23	99	174	230
其他非流动资产	34	116	116	116	116
<b>资产总计</b>	1552	2200	3060	4037	5287
<b>流动负债</b>	679	1215	1617	2110	2676
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	408	774	1019	1231	1696
其他流动负债	272	441	598	879	979
<b>非流动负债</b>	18	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	685	1233	1617	2110	2676
少数股东权益	22	43	77	125	196
股本	57	57	818	818	818
资本公积	604	398	398	398	398
留存收益	184	470	704	1055	1560
归属母公司股东权益	845	924	1366	1802	2415
<b>负债和股东权益</b>	1552	2200	3060	4037	5287

**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>	192	545	700	1004	1329
净利润	163	302	468	701	1011
折旧摊销	0	0	16	30	43
财务费用	-6	-17	-17	-29	-30
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-38	251	228	295	296
其他经营现金流	73	9	6	7	9
<b>投资活动现金流</b>	4	-264	-109	-128	-125
资本支出	0	0	88	91	72
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-264	-21	-37	-52
<b>筹资活动现金流</b>	430	-225	7	-188	-297
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	57	-0	0	0	0
资本公积增加	543	-206	0	0	0
其他筹资现金流	-170	-18	7	-188	-297
<b>现金净增加额</b>	626	56	598	688	908

**利润表 (百万元)**

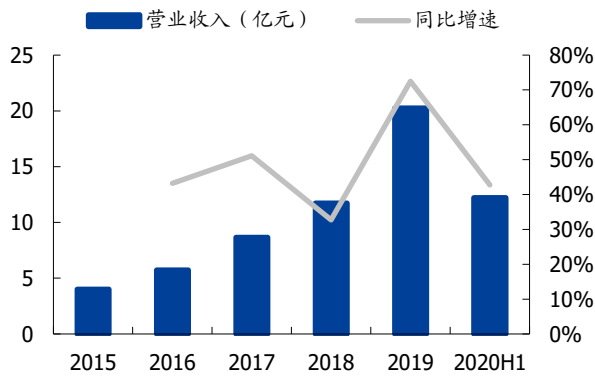
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1150	2024	2928	4374	6255
营业成本	811	1424	2062	3095	4391
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	7	11	23	35	50
管理费用	144	234	293	402	575
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-6	-17	-17	-29	-30
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	18	6	6	6	6
公允价值变动收益	-12	-10	-6	-7	-9
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	200	367	567	870	1265
营业外收入	11	26	31	34	36
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	211	392	596	903	1300
所得税	47	90	128	201	289
<b>净利润</b>	163	302	468	701	1011
少数股东损益	13	20	34	48	71
<b>归属母公司净利润</b>	150	282	435	653	940
EBITDA	175	352	563	864	1251
EPS (元)	0.18	0.34	0.53	0.80	1.15

**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(%)	32.7	76.0	44.7	49.4	43.0
营业利润(%)	79.0	83.5	54.6	53.4	45.5
归属于母公司净利润(%)	104.9	87.5	54.2	50.2	43.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.5	29.6	29.6	29.2	29.8
净利率(%)	13.1	13.9	14.8	14.9	15.0
ROE(%)	18.8	31.2	32.9	36.7	39.0
ROIC(%)	15.6	29.7	32.2	36.6	39.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.1	56.0	52.9	52.3	50.6
净负债比率(%)	-145.9	-139.9	-136.9	-138.2	-136.7
流动比率	2.2	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	2.1	1.5	1.6	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	11.2	10.3	9.3	10.2	11.0
应付账款周转率	2.2	2.4	2.3	2.8	3.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.34	0.53	0.80	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.67	0.86	1.23	1.62
每股净资产(最新摊薄)	1.03	1.13	1.65	2.18	2.93
<b>估值比率</b>					
P/E	111.6	59.5	38.6	25.7	17.9
P/B	19.9	18.2	12.4	9.4	7.0
EV/EBITDA	88.6	43.4	26.1	16.3	10.6

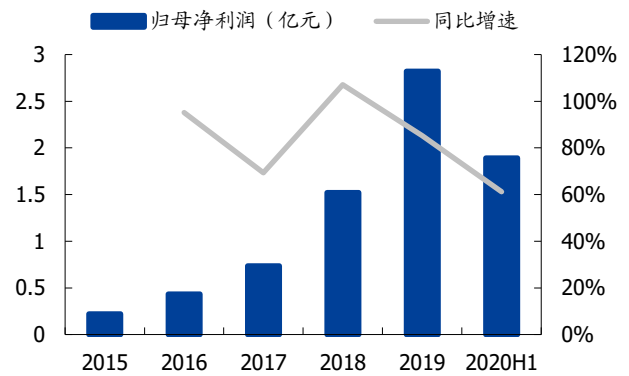
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司历年营业收入及增速



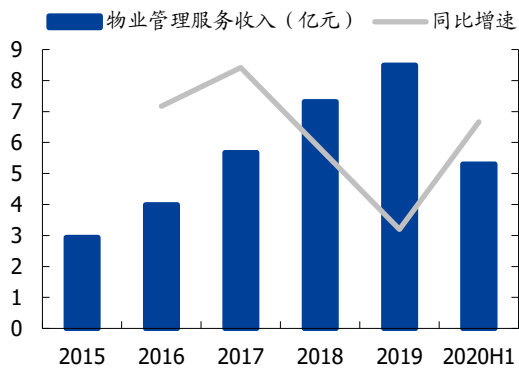
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司历年归母净利润及增速



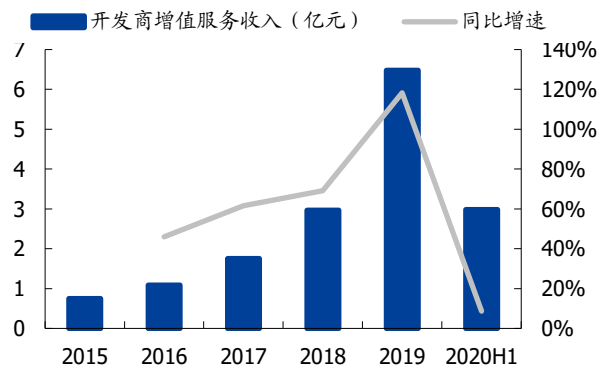
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司历年基础物管服务收入及增速



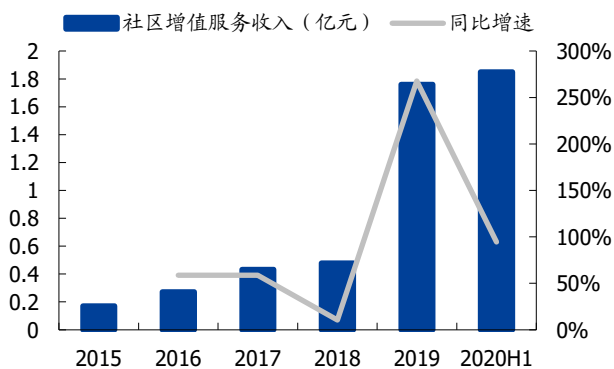
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司历年开发商增值服务收入及增速



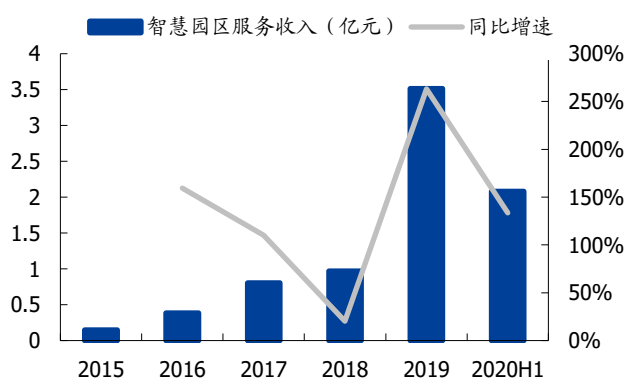
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司历年社区增值服务收入及增速



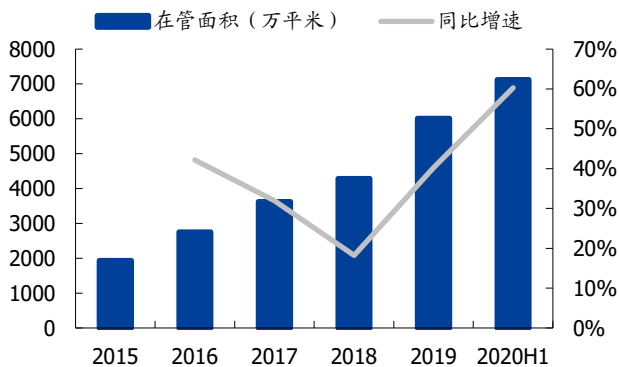
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司历年智慧园区服务收入及增速



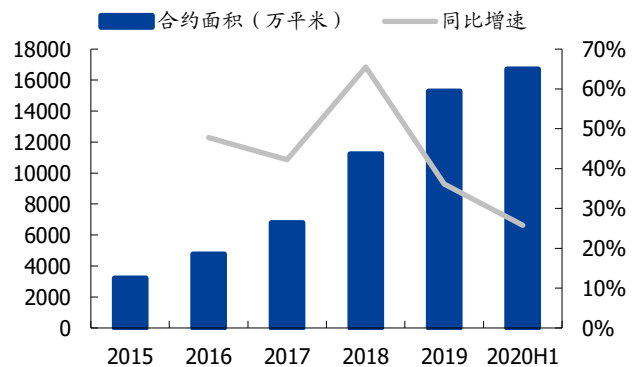
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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: 公司历年合约面积规模及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司历年在管及合约面积分拆

	2016	2017	2018	2019	2020H1
在管面积 (万平方米)	2,749.00	3,627.70	4,288.70	6,015.20	7,122.00
增速	42.15%	31.96%	18.22%	40.26%	60.28%
新城系	2,080.30	2,617.80	3,047.30	4,279.70	4,620.70
增速	12.16%	25.84%	16.41%	40.44%	41.97%
第三方	668.70	1,009.90	1,241.40	1,735.50	2,501.30
增速	745.39%	51.02%	22.92%	39.80%	110.44%
合约面积 (万平方米)	4,766.30	6,780.80	11,219.90	15,277.70	16,703.40
增速	47.78%	42.27%	65.47%	36.17%	25.78%
新城系	3,712.70	5,167.30	8,768.90	11,941.30	12,400.20
增速	20.58%	39.18%	69.70%	36.18%	16.64%
第三方	1,053.60	1,613.50	2,451.00	3,336.40	4,303.20
增速	620.16%	53.14%	51.91%	36.12%	62.45%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司历年毛利率及净利率情况

	2016	2017	2018	2019	2020H1
毛利率	28.24%	27.96%	29.48%	29.64%	29.81%
物业管理服务	24.16%	25.30%	27.80%	28.54%	32.03%
开发商增值服务	26.67%	21.95%	25.52%	27.85%	28.30%
社区增值服务	87.45%	84.99%	81.68%	64.28%	42.66%
智慧园区服务	33.07%	29.16%	28.16%	18.20%	14.90%
净利率	9.10%	10.59%	14.07%	14.91%	16.82%
归母净利率	7.56%	8.47%	12.97%	13.93%	15.47%

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