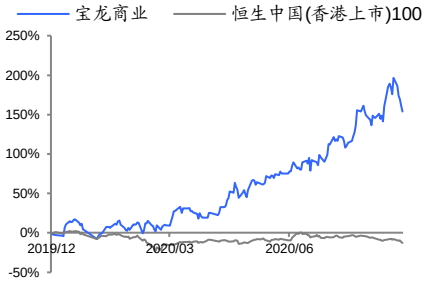
投资评级 优于大市 首次覆盖

领先商业运营商，展帆乘风破浪

股票数据

09 月 25 日收盘价(港元)	25.55
52 周股价波动（港元）	9.25-29.85
总股本（百万股）	622
总市值（百万港元）	15879

市场表现



恒生 100 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-1.35	29.70	44.84
相对涨幅（%）	7.79	36.38	49.98

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@htsec.com
证书:S0850510120001
分析师:杨凡
Tel:(021)23219812
Email:yf11127@htsec.com
证书:S0850518070003

投资要点:

- **商业物业管理行家，提供多类型商业物业服务。**宝龙商业早期为宝龙地产提供前期市场研究定位和后期商业运营管理服务，主要承接宝龙地产的开发物业，2014 年后开始拓展第三方项目。双方长期的紧密合作为宝龙商业的运营管理团队积累了大量人才、管理经验和强大的品牌资源库。公司的主要商业项目为"宝龙一城"、"宝龙城"、"宝龙广场"和"宝龙天地"四个品牌，主要瞄准中高端消费群体，是国内少有的能建立和运营多种类型商业物业的运营服务供应商之一。

- **商业+住宅物业，内生和外延拓展支持中长期成长性。**宝龙商业主要业务线分为商业运营服务和住宅物业管理服务。2019 年宝龙商业运营服务收入 13.35 亿元，住宅物业管理服务收入 2.85 亿元，2016-19 年业务收入结构稳定，商业运营服务收入占比在 80%以上。截止 2019 年底，宝龙商业在管项目有 51 个，其中 46 个为关联房企项目，关联房企项目在管面积占比在 90%以上。2020 年和 2021 年宝龙地产计划新开业的购物中心分别为 11 个和 16 个，我们认为新增购物中心将持续为宝龙商业提供收入增量。此外，宝龙商业积极外延拓展获得管理输出项目，2020 年 7 月收购浙江星汇商业管理有限公司 60%股权，新增 14 个零售商业项目，建面 56 万平（不包括停车场），2020 年承诺归母净利润 600 万元。

- **长期深耕长三角，区域基本面稳健且具有成长性。**宝龙商业以深耕长三角为发展战略，2019 年长三角地区合约面积占比约为 54%，收入占比约为 65%。长三角地区城镇化率和人均可支配收入均高于全国平均水平，消费潜力旺盛。从市场竞争情况看，长三角地区商业运营服务公司的集中度并不高，2018 年前五大商业运营服务公司在管面积的市占率仅为 12.8%，其中宝龙商业市占率约为 1.4%，市场集中度有进一步提升的空间。

- **联手腾讯推出"纽扣计划"，打造智慧商业。**公司经过多年的发展，建立了以 PM 系统为基础的综合线上生态系统。2018 年公司和腾讯附属公司腾闻结为战略伙伴，推出"纽扣计划"，双方共同开发"宝龙悠悠"和"宝龙商+"微信小程序，并且将小程序和公司已有的 PM 系统无缝整合，使得管理团队、商户、业主和消费者多方数据汇集到一个平台。我们认为，用科技赋能物业管理能够使得商业管理团队更好的整合商户资源、提升商业资产对客流量的吸引力，从而实现商业资产长期稳定的收入和资产的保值升值。

- **投资建议“优于大市”。**我们预测公司 2020 年 EPS 为 0.44 元人民币每股，我们给予公司 2020 年 60-70 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 180-211 亿港元，对应合理价值区间为每股 29.04-33.88 港元，较 DCF 估值 45.94 港元折价 26-37%，给予“优于大市”评级。（1 港元=0.90 人民币）**风险提示：**关联房企竣工速度降低导致交付物业面积增速不达预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1200	1620	2055	2767	3748
（+/-）YoY（%）	23.37%	34.99%	26.80%	34.68%	35.44%
净利润（百万元）	133	179	271	378	532
（+/-）YoY（%）	69.66%	33.95%	51.57%	39.80%	40.47%
全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.29	0.44	0.61	0.86
毛利率（%）	27.15%	26.44%	26.30%	27.21%	27.29%
净资产收益率（%）	5.06%	5.26%	6.58%	7.62%	8.95%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 宝龙商业发展概览 6
2. 主营业务分析 8
2.1 商业物业管理服务：深耕长三角，历经多年铸造专业团队 8
2.2 住宅物业管理服务：关联房企支撑在管面积稳步增长 13
3. 联手腾讯打造“纽扣计划”，用科技赋能物业管理 15
4. 人才招聘和培育计划完善，引入精兵强将 17
5. 财务分析 18
6. 盈利预测 20
7. 估值 22
7.1 PE 估值 22
7.2 DCF 估值 22
8. 投资建议 24
9. 风险提示 24
财务报表分析和预测 25

图目录

图 1 宝龙商业重要事件时间轴.....6
图 2 宝龙商业营业收入及同比.....7
图 3 宝龙商业营业收入构成.....7
图 4 宝龙商业的业务结构.....7
图 5 宝龙商业运营服务分项收入（百万元）.....8
图 6 宝龙商业运营服务毛利率.....8
图 7 宝龙商业在管项目个数.....9
图 8 宝龙商业项目合约面积和在管面积变化（千平）.....9
图 9 宝龙商业物业商业在管面积按照项目来源构成（%）.....9
图 10 宝龙商业项目收入按照项目来源构成划分（%）.....9
图 11 宝龙系列项目 2018-2019 出租率.....10
图 12 宝龙系列项目 2019 年在管面积分类占比.....10
图 13 厦门宝龙一城.....10
图 14 杭州滨江宝龙城.....10
图 15 上海嘉定宝龙广场.....10
图 16 杭州下沙宝龙天地.....10
图 17 2016-2019 年宝龙商业部分合约面积按区域化分.....11
图 18 2019 年宝龙商业部分合约面积区域划分.....11
图 19 2019 年宝龙商业部分收入区域划分.....11
图 20 全国和长三角 2013-2018 年城市化率.....11
图 21 全国和长三角地区人均年度可支配收入.....11
图 22 2013-2018 年长三角商场总数和收入情况.....11
图 23 2020-2021 年新增商业物业计划.....12
图 24 宝龙商业住宅物业管理服务收入拆分（百万元）.....13
图 25 宝龙商业住宅物业管理服务毛利率（%）.....13
图 26 宝龙商业住宅物业管理合约和在管建筑面积（百万平）.....13
图 27 住宅物业部分 2019 年在管面积和收入区域划分.....13
图 28 宝龙商业住宅物业管理项目来源（个）.....14
图 29 宝龙商业住宅物业管理费（元每平）.....14
图 30 宝龙地产年内累计合约销售面积.....14

图 31 宝龙地产住宅和商业竣工面积 14
图 32 宝龙商业“纽扣计划” 16
图 33 宝龙商业 2016-2019 年营业收入及同比 18
图 34 宝龙商业 2017-2019 年分项收入同比增速 18
图 35 宝龙商业 2016-2019 年毛利率和净利率 18
图 36 宝龙商业 2016-2019 年分项业务毛利率 18
图 37 宝龙商业三项费用占收入比重 19
图 38 宝龙商业 2016-2019 年职工薪酬占收入比重 19
图 39 宝龙商业总资产及同比增速 19
图 40 宝龙商业资产负债率 19
图 41 宝龙商业与可比公司流动比率（2019 年，单位：倍） 19
图 42 宝龙商业与可比公司营收账款天数（2019 年，单位：天） 19
图 43 分项毛利率预测 21

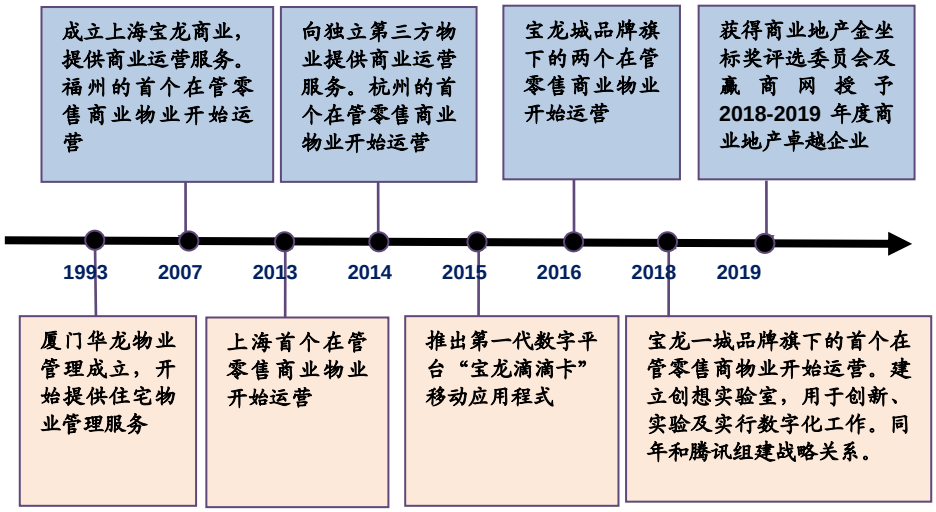
表目录

表 1 宝龙商业运营管理服务内容 8
表 2 宝龙地产四类商业项目定位 10
表 3 宝龙商业运营管理服务内容 13
表 4 宝龙商业 PM 系统 15
表 5 宝龙商业人才培训体系 17
表 6 公司商业运营服务收入分项预测 20
表 7 公司住宅物业管理收入分项预测 20
表 8 公司分项业务预测 21
表 9 公司盈利预测表 21
表 10 可比公司估值表 22
表 11 公司现金流和股票价值测算 23
表 12 公司价值敏感性分析 23

1. 宝龙商业发展概览

上市前宝龙商业简要发展历史。宝龙商业的前身是 1993 年成立的厦门华龙物业管理，其主要为控股股东宝龙控股提供配套物业管理支持。创立之初，公司主要提供住宅物业的管理服务。伴随关联房企宝龙地产开始进入商业地产版图后，公司从 2007 年开始将服务范围拓展至商业运营服务。2014 年以前，公司主要为关联房企提供住宅和商业物业管理服务，并伴随着关联房企的业务版图从长三角逐渐拓展至全国其他区域。2014 年公司开始为独立第三方物业提供商业运营服务，其物业项目来源逐渐多元化。

图1 宝龙商业重要事件时间轴



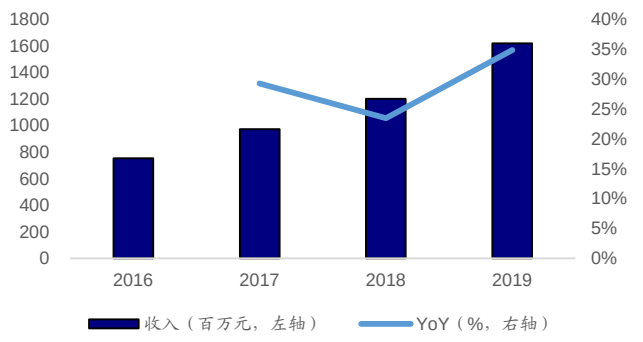
资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

2019 年设立管理层持股结构，顺利登陆港股。2019 年 12 月 30 日宝龙商业顺利登陆港股。上市后，宝龙商业的控股股东为宝龙控股，实际控制人为许健康先生。在上市前，公司于 2019 年 7 月成立汇鸿管理并发行和配发 8778 股缴足股份。汇鸿管理的设立是公司为了是实行股份奖励计划，留聘人才、加强雇员和股东之间利益一致性、推动集团长期可持续发展而设立的。宝龙商业顺利登陆港股，公开发售获得超额认购 52 倍，公司通过发行股份获得约 12.4 亿元资金。

商业+住宅两大业务主线。宝龙商业主要业务线有两条 1）商业运营服务；2）住宅物业管理服务。商业运营服务为开发商或租户提供市场研究和定位、租户招揽、筹备开幕、商业运营和管理、物业租赁服务等。住宅服务内容包含为开发商提供预售管理服务、为业主提供物业管理服务以及增值服务。（详见图 4）2019 年宝龙商业运营服务收入 13.35 亿元，同比增长 36%，住宅物业管理服务收入 2.85 亿元，同比增长 29%。根据公司招股说明书和 2019 年报，公司 2016-2019 年以来业务收入结构较稳定，商业运营服务收入占比在 80%以上。

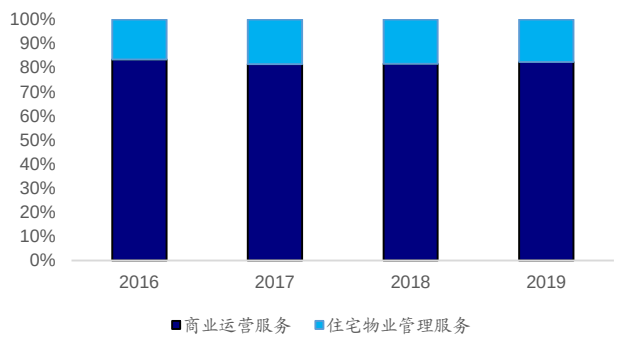
下文中我们就公司商业运营服务和住宅物业管理服务展开细致分析。

图2 宝龙商业营业收入及同比



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图3 宝龙商业营业收入构成



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图4 宝龙商业的业务结构

①商业运营服务

1）零售商业物业开业前的筹备阶段向开发商或业主提供**市场研究定位**【**定额费用**】、**租户招揽**【**固定费用，通常为首月租金的两倍**】及**筹备开幕服务**【**按照每平米基准收取固定费用**】

2）零售商业物业运营阶段，向业主或租户提供**商业运营或及管理服务**【**向租户提供的服务按照每月每平方米收取固定费用，向业主提供的服务按照酬金制收取服务费**】

3）向购物街及商场的单位提供物业**租赁服务**【**按照收入额的若干比例计算酬金或承租后获得所有收入**】

②住宅物业管理

1）为开发商提供预售活动的**预售管理服务**（例如销售办事处的清洁、安保和维护）【**就相关服务收取固定服务费**】

2）为业主或业主委员会于交付后阶段提供**物业管理服务**（如安保、清洁、园艺及维修和维护服务）【**按照包干制每平米收取物业管理费**】

3）为在管物业的业主、租户或住户提供其他**增值服务**，如交付前筹备、垃圾处理服务、公共区域、广告位和停车场管理【**按照酬金制或固定费用收费**】

资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

2. 主营业务分析

2.1 商业物业管理服务：深耕长三角，历经多年铸造专业团队

提供多维度商业管理服务，前期研究服务与宝龙地产互惠互利。宝龙商业运营服务包含三部分，涵盖了商业资产前期开业、运营期间开发商、业主和租户的多方面需求（服务内容详细见下表）。宝龙商业早期为宝龙地产提供相关服务，主要承接宝龙地产的开发物业，2014 年以后开始外延拓展第三方项目。宝龙地产开发项目的盈利能力，需要商业运营团队提供市场研究及可行性分析（包括临近人口数量、竞争格局、公共交通配套）来辅助投资决策。我们认为，商业运营团队和宝龙地产长期紧密合作，既可以为运营团队积累人才和经验，也可以为宝龙地产开业减少风险，互惠互利，携手共赢。此外，在长期合作下，商业运营团队品牌资源和品牌招揽能力不断提升，截止 2019 年 6 月公司有超过 7100 个品牌的租户品牌库。2016-2018 年宝龙商业管理的商场开业后平均出租率约为 90%，高出租率彰显宝龙物业前期定位分析和后期管理的专业能力。

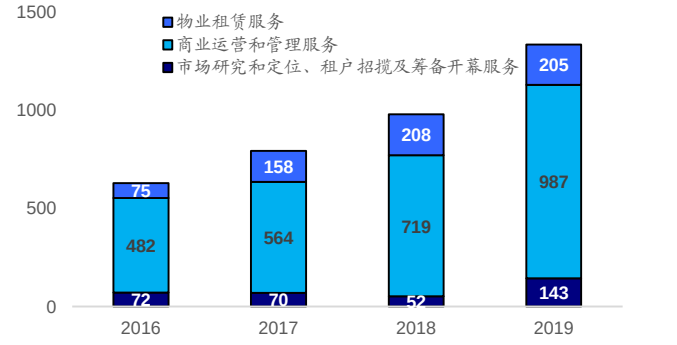
从收入结构上来看，商业运营及管理服务占商业收入部分的 70%以上，2017、2018、2019 年同比增速分别为 17%、28%、37%。我们认为商业运营及管理服务收入的稳步增长源于关联房企宝龙地产稳步拓展商业资产以及公司积极外延拓展第三方项目。从毛利率来看，公司商业部分毛利率 2017-2019 年稳定在 29-30%。

表 1 宝龙商业运营管理服务内容

分项业务	业务内容	收费模式	服务对象
1）市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务			
市场研究及定位服务	进行市场研究及分析，就可行性研究、财务预测及市场营销及定位策略编制报告，旨在优化零售商业务的定位、租户及品牌组合，及从市场营销及定位方面就零售商业务的设计和建筑图提供建议	单次固定服务费	业主（关联房企或独立第三方）
租户招揽	帮助业主物色及招揽目标租户以及安排签署租赁协议。监督设计及工程、管理租户进入、制定资源分配计划、进行实地视察及调配工作	固定服务费，约两个月租金	
筹备开幕服务	举行开幕仪式及推广活动	按平米收取固定服务费	
2）商业运营及管理服务			
零售商业物业管理服务	安保服务、清洁服务、维修和维护服务、租户指导（通过监测及分析租户的业务数据，以及向其员工提供有关店内摆设的培训、与消费者建立紧密联系及就店铺陈列、店铺布局及室内设计提供意见，协助租户取得更加优异的业务表现）、市场营销及推广服务	按每平米收取固定服务费	租户
租户管理及收租服务	为业主提供租户管理及收租服务，包括处理租户的查询及投诉、处理租金款项及确保租户及时支付租金，以及协助业主调整及优化租户组合	酬金制服务费	业主
其他增值服务	停车场、广告位、公共区域管理	酬金制服务费或经营收入	业主、租户及消费者
3）物业租赁服务			
物业租赁服务	向购物街及若干商场的单位提供物业租赁服务。从业主租赁购物街单元及商场，并向租户进行分租	租金收入	租户

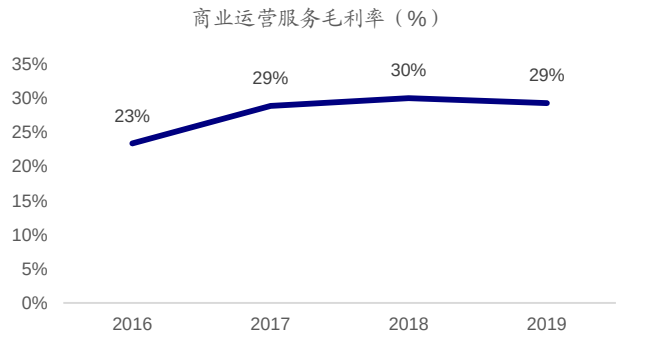
资料来源：宝龙商业上市招股说明书 P136、P155-156，海通证券研究所

图5 宝龙商业运营服务分项收入（百万元）



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

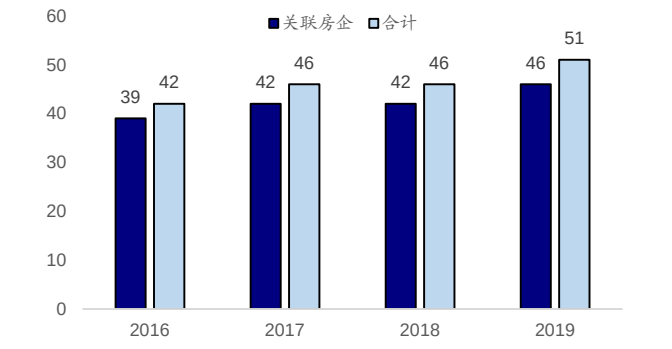
图6 宝龙商业运营服务毛利率



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

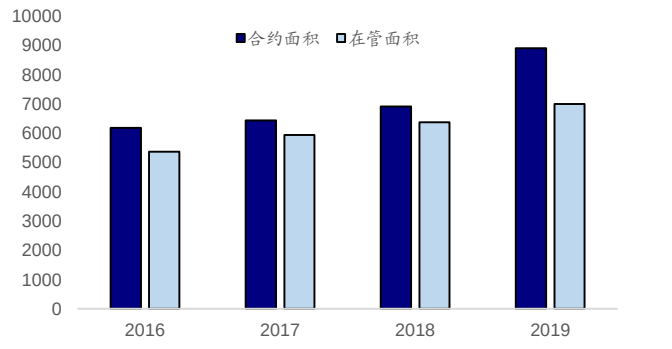
关联房企支撑在管面积，管理运营能力持续挖掘项目价值。宝龙商业的管理项目主要来自宝龙地产独资或合资开发的商业项目以及第三方外延拓展。其中宝龙地产独资或合资开发的项目我们认为可以归为一类，即关联房企项目。第三方项目指的是由独立第三方开发和拥有的物业，宝龙商业对其进行轻资产管理输出。截止 2019 年底，宝龙商业在管项目有 51 个，其中有 5 个是第三方项目，46 个为关联房企项目。按照项目来源看公司在管面积结构，关联房企项目在管面积占比在 90%以上。从收入支付方或者说支付来源来看，公司根据不同对象提供的服务收取相关手续费用（见表 1），关联房企的收入占比逐年下降，在 2019 年下降到 20%以下。**我们认为，虽然宝龙商业大部分项目来自于关联房企，但是收入端来自于关联房企的占比逐步降低，这体现出公司在资管运营方面深耕项目、挖掘项目价值的能力不断加强。**这点我们从公司单平米物业费变化中可见一斑，公司 2016、2017、2018、2019H1 关联房企项目的每平米物业费分别为 9 元、9.4 元、11.1 元、11.6 元，第三方项目的每平米物业费 2017、2018、2019H1 分别为 13 元、11.1 元、13.1 元。

图7 宝龙商业在管项目个数



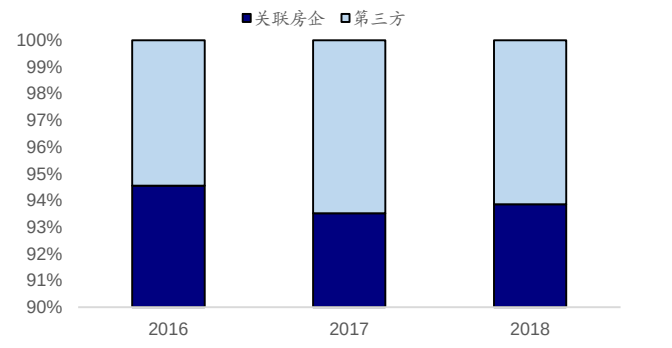
资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图8 宝龙商业项目合约面积和在管面积变化（千平）



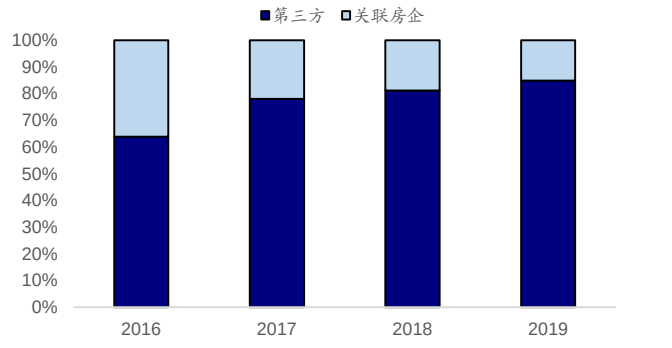
资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图9 宝龙商业物业商业在管面积按照项目来源构成（%）



资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

图10 宝龙商业项目收入按照项目来源构成划分（%）



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

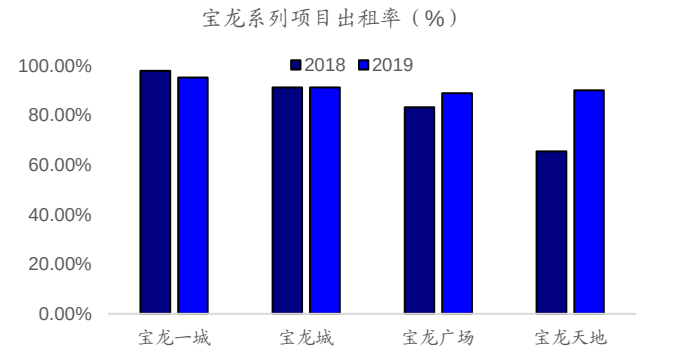
具备多类型商业物业管理能力，在管物业出租率维持较高水平。公司的关联房地产企业宝龙地产是专业的商业综合体开发商，具备多年商业开发经验，主要商业项目分为四个品牌“宝龙一城”、“宝龙城”、“宝龙广场”和“宝龙天地”，各品牌旗下的零售商业物业瞄准不同消费群体。公司大部分的商业运营服务既包括封闭式商场也包括开放式购物街。根据宝龙商业上市招股说明书援引弗诺斯特沙利文的资料，中国只有少数商业运营服务供应商能够建立和运营各种品牌，以区分零售商业物业的不同定位；只有少数商业运营服务供应商拥有运营及管理不同面积和类型的零售商业物业的专长。从分类项目体量来看，宝龙广场是主打产品，2019 年在管面积占比约 86%。从实际运营情况来看，宝龙系列项目 2018 年和 2019 年出租率分别为 83.5%和 89.4%，出租率稳中有升。

表 2 宝龙地产四类商业项目定位

品牌名称	介绍
宝龙一城	瞄准**高端消费者**，通常位于**一二线城市的市中心**。其设有多间旗舰店。各个宝龙一城设计成有关地区的地标式商场。
宝龙城	瞄准**中高端消费者**，通常位于**一二线城市的主要商业区**。提供多品牌店铺。宝龙城为宝龙广场的高端版，将艺术精神注入商业应用。
宝龙广场	瞄准**中产阶级**，旗舰品牌宝龙广场面积约 3-20 万平。宝龙广场主要为社区、地区或城市内购物、餐饮、娱乐与一体的多用途场所。为社区层面设计的宝龙广场面积一般为 3-5 万平，例如奉贤宝龙广场。为地区层面设计的宝龙广场面积一般为 5-8 万平，如青浦宝龙广场。为城市层面设计的宝龙广场面积一般为 8 万平以上。**主打产品，广泛分布。**
宝龙天地	瞄准**附近社区**住户，为其提供悠闲的购物体验，并迎合有关社区的特定需要。**销售型物业，非主要产品。**

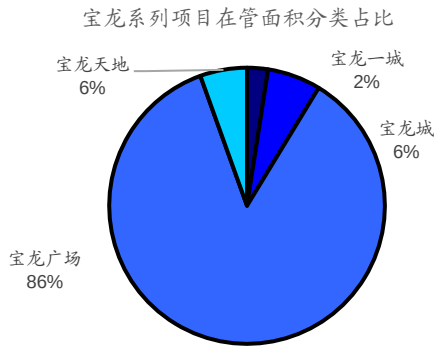
资料来源：宝龙商业上市招股说明书 P143，宝龙商业 2019 年业绩 PPT，海通证券研究所

图11 宝龙系列项目 2018-2019 出租率



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图12 宝龙系列项目 2019 年在管面积分类占比



资料来源：2019 年报，海通证券研究所

图13 厦门宝龙一城

资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

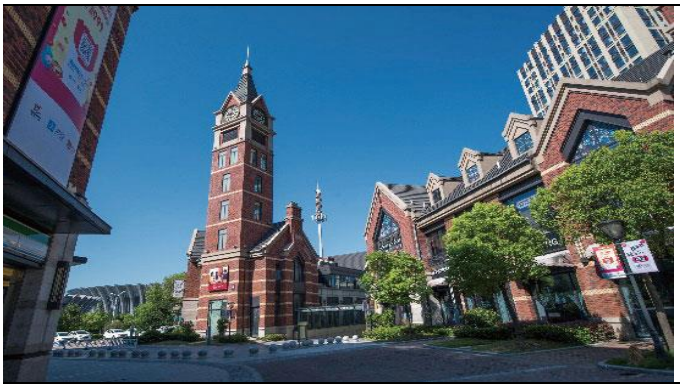
图14 杭州滨江宝龙城

资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

图15 上海嘉定宝龙广场

资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

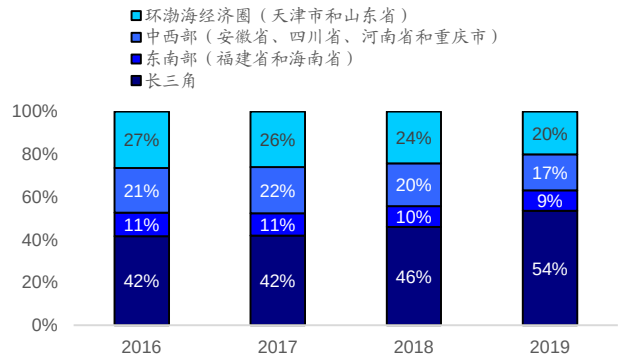
图16 杭州下沙宝龙天地



资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

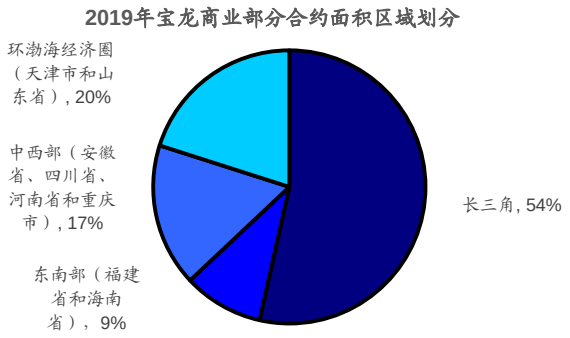
聚焦长三角，辐射全国核心城市群。宝龙商业版图全国拓展和关联房企宝龙地产类似，以深耕长三角为发展战略，2016-2019 年商业服务收入中长三角地区的占比逐渐提升。2019 年长三角地区合约面积占比约为 54%，收入占比约为 65%，长三角是公司业务版图的核心。从区域基本面来看，长三角城市城镇化率高于全国且人均可支配收入是全国的 1.3 倍以上，且 2015-2018 年长三角地区人均可支配收入较全国增长更加显著，消费潜力较为旺盛。其次，根据宝龙商业招股说明书援引弗若斯特沙利文的行业数据，长三角地区商场总数在 2013-2018 年稳步增长，并且我们测算出平均单个商场和商场每月单平米收入稳步增加，这从侧面能够反映出长三角地区消费需求基数和潜力能够支撑新增商场以及其经营效益。此外，长三角地区商业运营服务公司的集中度并不高，根据宝龙商业招股说明书援引弗若斯特沙利文的行业数据，2018 年前五大商业运营服务公司在管面积的市占率仅为 12.8%，其中宝龙商业市占率约为 1.4%，市场集中度有进一步提升的空间。综合来看，**我们认为长三角地区较高的城市化率和消费潜力使该区域未来商业物业有进一步增长空间；此外，长三角地区商业管理集中度不高的特点给予专业化较强的商管团队提升市占率的机会；第三，受益于区域扎实的基本面和成长空间，宝龙商业深耕长三角地区的战略有助于公司营收稳定性和成长性。**

图17 2016-2019 年宝龙商业部分合约面积按区域化分



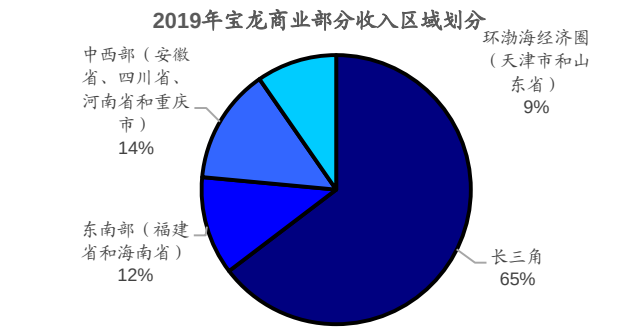
资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图18 2019 年宝龙商业部分合约面积区域划分



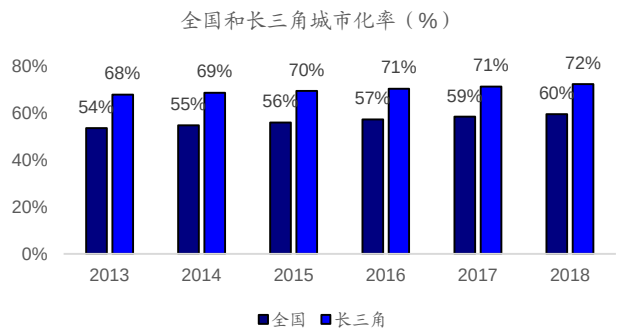
资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

图19 2019 年宝龙商业部分收入区域划分



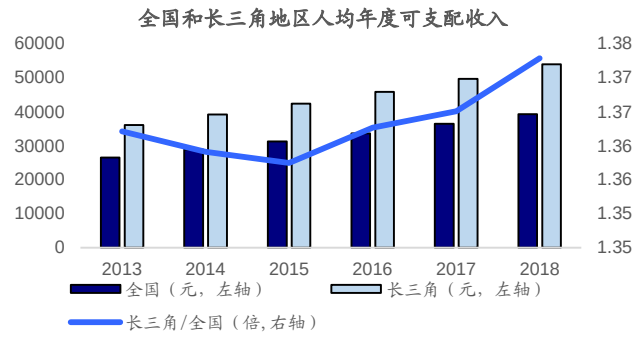
资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

图20 全国和长三角 2013-2018 年城市化率



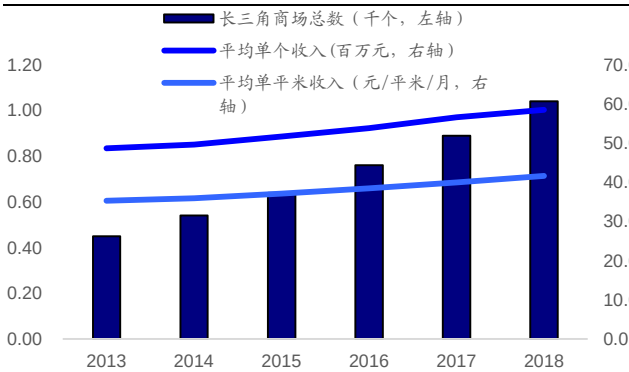
资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

图21 全国和长三角地区人均年度可支配收入



资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

图22 2013-2018 年长三角商场总数和收入情况



资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

商业物业未来成长性可期。根据宝龙商业的商业服务部分分项收入、收入性质和收入占比来看（表 1 和图 6），我们认为公司商业服务部分的收入增长主要来源于管理项目的增长。公司在管项目个数和面积的增加，相应的市场研究服务、商业运营管理和租赁服务的体量会随之增长。根据宝龙商业 2019 年业绩 PPT 所示，公司 2020 年和 2021 年计划新开业的购物中心分别为 11 个和 16 个。我们认为，考虑到这些购物中心开业时间多在 Q3 和 Q4，新增购物中心贡献的增量收入会分别在 2021 年和 2022 年有所体现。

图23 2020-2021 年新增商业物业计划

2020年 +11家

泉州晋江陈村宝龙广场
商场面积：46,486㎡
开业时间：2020年9月

杭州大江东宝龙广场
商场面积：62,373㎡
开业时间：2020年9月

泉州台商投资宝龙广场
商场面积：106,060㎡
开业时间：2020年9月

杭州临安青山湖宝龙广场
商场面积：98,000㎡
开业时间：2020年9月

绍兴柯桥宝龙广场*
商场面积：55,000㎡
开业时间：2020年9月

盐城城东宝龙广场
商场面积：76,927㎡
开业时间：2020年12月

杭州青山湖科投宝龙广场*
商场面积：53,000㎡
开业时间：2020年12月

金华永康宝龙广场
商场面积：62,900㎡
开业时间：2020年12月

漳州宝龙广场
商场面积：48,951㎡
开业时间：2020年12月

绍兴诸暨宝龙广场
商场面积：97,000㎡
开业时间：2020年12月

舟山新城宝龙广场
商场面积：69,880㎡
开业时间：2020年12月

2021年 +16家

温州空港宝龙广场
商场面积：30,000㎡
开业时间：2021年9月

金华义乌青口宝龙广场
商场面积：74,000㎡
开业时间：2021年9月

台州椒江宝龙城
商场面积：115,000㎡
开业时间：2021年9月

台州温岭宝龙广场
商场面积：82,000㎡
开业时间：2021年9月

杭州未来科技城宝龙广场
商场面积：84,000㎡
开业时间：2021年9月

杭州桃源宝龙广场
商场面积：75,000㎡
开业时间：2021年12月

无锡宜兴宝龙广场
商场面积：50,000㎡
开业时间：2021年12月

上海杨浦环创中心
商场面积：26,000㎡
开业时间：2021年12月

杭州临安锦南宝龙广场
商场面积：51,000㎡
开业时间：2021年12月

宁波远大宝龙广场
商场面积：45,200㎡
开业时间：2021年12月

重庆万州宝龙广场*
商场面积：80,000㎡
开业时间：2021年12月

宁波奉化宝龙广场
商场面积：34,700㎡
开业时间：2021年12月

珠海高新宝龙城
商场面积：85,000㎡
开业时间：2021年12月

珠海金湾宝龙城
商场面积：70,000㎡
开业时间：2021年12月

台州杜桥宝龙广场*
商场面积：75,000㎡
开业时间：2021年12月

宁波宝龙一城
商场面积：114,800㎡
开业时间：2021年12月

注：1）所有项目开业时间及面积均为预计，实际可能会存在差异
2）*号为外拓项目
3）以上商场面积均不含停车场面积

资料来源：宝龙商业 2019 业绩 PPT，海通证券研究所

外延收购商管公司股权，五年业绩担保提供进一步增长动力。2020 年 7 月公司公告以 4055 万元（2160 万元股权转让款和 1895 万元投资款）收购浙江星汇商业管理有限公司 60%股权。浙江星汇商业管理有限公司共管理 14 个零售商业项目，总建面（包括停车场）89 万平，不包括停车场建面 56 万平。根据双方签订的投资协议书，目标公司 2020-2024 年期间将会承诺相应利润：分别将不低于 2020 年 600 万元、2021 年 768 万元、2022 年 983 万元，2023 年 1258 万元、2024 年 1611 万元，每年增速约 28%。

2.2 住宅物业管理服务：关联房企支撑在管面积稳步增长

住宅物业服务提供基础和增值物业服务。公司住宅物业管理始于 1993 年，早先为厦门住宅物业提供管理服务，如今为住宅、服务式公寓和办公大楼提供物业管理服务。公司住宅物业管理服务主要包含三大部分：预售管理服务、物业管理服务和其他增值服务（见下表）。我们认为，根据公司各项服务的定义和服务对象来看，物业管理服务等同于物业公司提供的基础物业服务，其他增值服务主要面向业主，可以视为业主增值服务，而预售管理服务主要面向物业开发商，类似非业主增值服务。

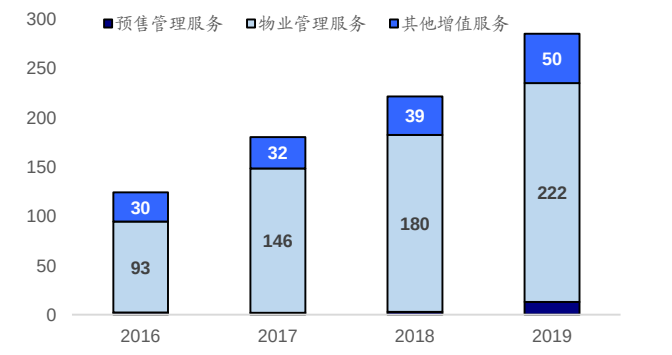
表 3 宝龙商业运营管理服务内容

分项业务	业务内容	收费模式	服务对象
1）预售管理服务			
	向物业开发商就销售活动提供预售示范单位及销售办事处的清洁、安保及维护等物业管理服务	固定服务费	物业开发商
2）物业管理服务			
	向物业开发商就物业未售部分，及已售物业向业主或业主委员会提供管理服务，包括：安保服务、清洁及园艺服务、维修及维护服务	包干制	物业开发商、业主及业主委员会
3）其他增值服务			
	向在管物业的业主、租户或住户提供其他增值服务，主要包括交付前筹备及垃圾处理服务、公共区域及广告位管理服务、停车场管理服务。	酬金制或固定服务费	业主、租户、住户、第三方商户

资料来源：宝龙商业招股说明书 P168，海通证券研究所

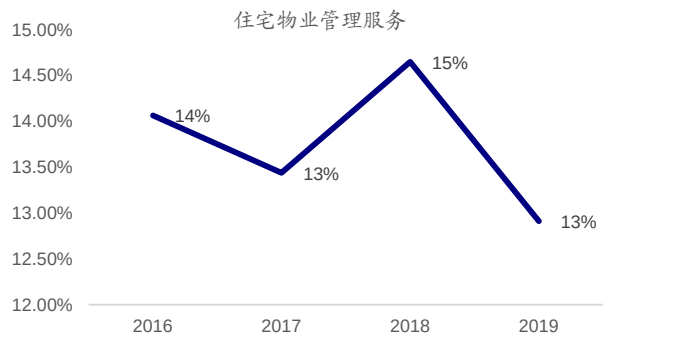
基础物业服务收入占主体，区域布局聚焦长三角。公司住宅物业管理收入主要来源于物业管理服务，收入占住宅物业收入 70%以上。住宅物业的毛利率 2016-2019 年基本维持在 13%以上。从在管面积和收入的区域分布上来看，2019 年公司在长三角地区的住宅物业在管面积占 44%，收入占 50%，环渤海地区和中西部地区的占比次之。

图24 宝龙商业住宅物业管理服务收入拆分（百万元）



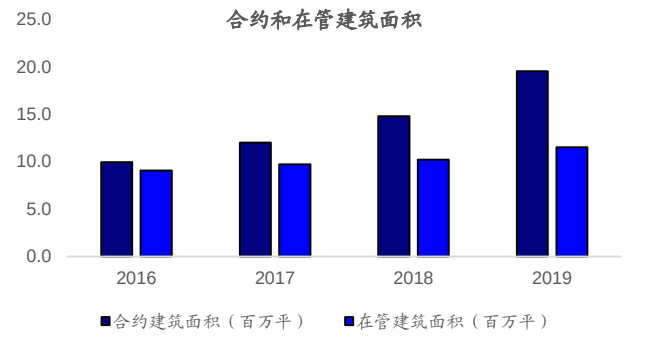
资料来源：宝龙商业上市招股说明书、公司 2019 年报，海通证券研究所

图25 宝龙商业住宅物业管理服务毛利率（%）



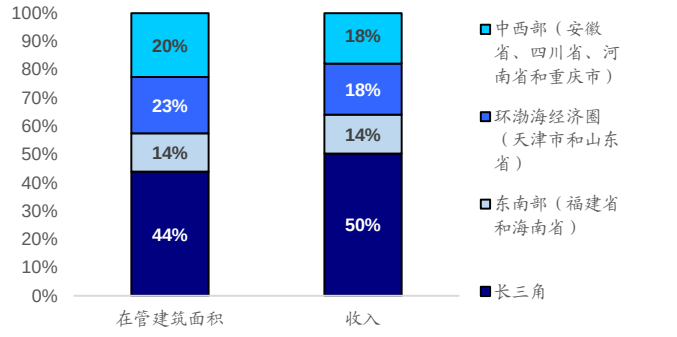
资料来源：宝龙商业上市招股说明书、公司 2019 年报，海通证券研究所

图26 宝龙商业住宅物业管理合约和在管建筑面积（百万平）



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、公司 2019 年报，海通证券研究所

图27 住宅物业部分 2019 年在管面积和收入区域划分

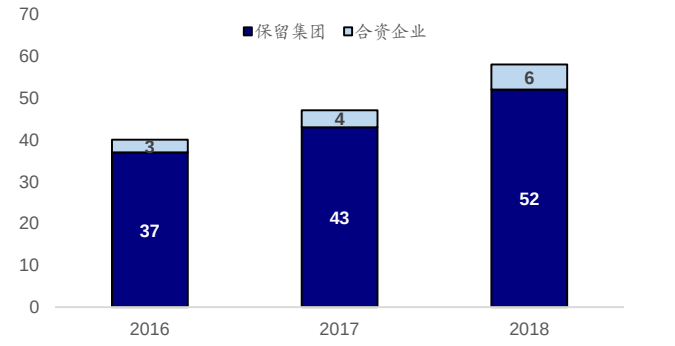


资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

项目来源主要来自关联房企。从项目来源上来看，宝龙商业中住宅物业项目主要来自于关联房企。根据宝龙商业招股说明，2016-2018 年住宅在管面积主要由保留集团和合资企业提供，其中 2018 年保留集团的在管面积占比达到 97%。除了关联房企给公司提供稳定的住宅管理项目以外，公司也在寻求向独立第三方拓展住宅物业管理的机会。根据宝龙商业招股说明书，公司截止 2019H1 获得了 5 个独立第三方住宅物业签约，合约建筑面积 70.51 万平。

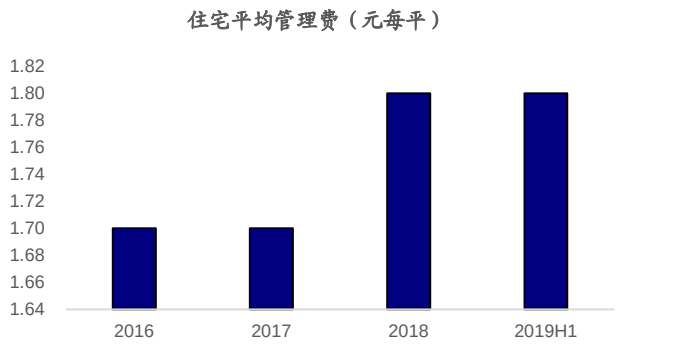
宝龙地产 2017-2019 年年内累计销售面积增速明显加快，2017-2019 年 CAGR 约 55%。由于房企销售到竣工通常需要 1.5-2 年左右的时间，我们认为公司 2017-2019 年销售面积的增加会在 2019 开始逐步在竣工端体现出来。2019 年宝龙地产住宅竣工面积 123.65 万方，同比增长 40%，增速开始明显增加。我们认为受益于宝龙地产近年销售的高速增长，后续 2020-2021 年的竣工面积增速有望达到 30%以上，叠加公司住宅物业管理团队积极寻求外延拓展机会，我们认为公司住宅物业管理部分的在管面积和收入有望在未来 3-5 年实现稳健增长。

图28 宝龙商业住宅物业管理项目来源（个）



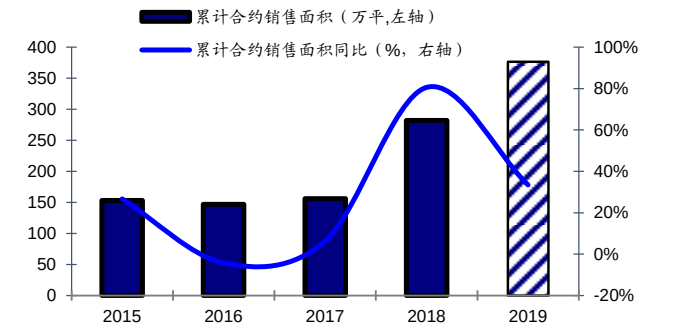
资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

图29 宝龙商业住宅物业管理费（元每平）



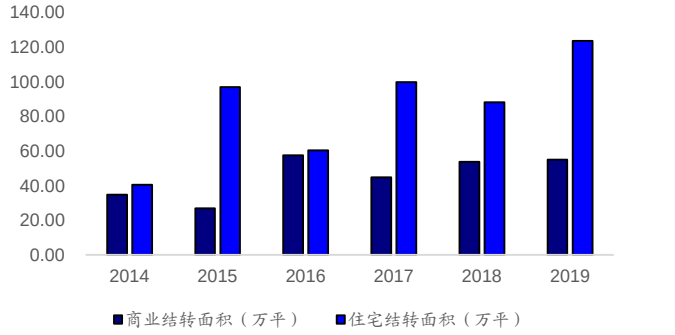
资料来源：宝龙商业上市招股说明书，海通证券研究所

图30 宝龙地产年内累计合约销售面积



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

图31 宝龙地产住宅和商业竣工面积



资料来源：宝龙商业上市招股说明书、2019 年报，海通证券研究所

3. 联手腾讯打造“纽扣计划”，用科技赋能物业管理

持续推进数字化管理，与腾讯形成战略关系。为了降低公司对劳动力的依赖、提高公司整体运营效率及竞争力，公司在 2006 年开始发展技术解决方案、实施主要业务运营自动化。2006 年公司推出 PD 平台整合多业务运营，包括租户招揽、物业租赁及项目管理。2015 年公司推出专为消费者使用的第一代数字平台“宝龙滴滴卡”移动应用程式，以增强公司与消费者之间的沟通。2018 年公司建立“创想实验室”，以进行创新、试验及实施数字化工作，此外公司还将 PD 平台升级成为 PM 系统，整合财务管理和业务运营智能。2018 年公司和腾讯附属公司腾闻结为战略伙伴，推出“**纽扣计划**”。作为纽扣计划的一部分，双方共同开发“宝龙悠悠”和“宝龙商+”微信小程序，建立先进的技术平台，无缝整合小程序和 PM 系统（见图 32）。

表 4 宝龙商业 PM 系统

子系统	系统功能
项目管理子系统	在零售商业物业开幕前监督商业运营服务的每个阶段，包括市场定位、制定租户及品牌组合计划、最终租户招揽的进度及筹备开幕仪式
租户招揽及租赁管理子系统	提供物业租赁服务的零售商业物业提供系统性管理，包括制定的业务及品牌组合计划、设定恰当的租金费率及监察合约签署过程
运营及市场营销子系统	实时分析和监督零售商业物业的多方面表现，包括客流量及销售量。系统将收费过程自动化
工程规划及管理子系统	在管零售商业物业的日常维护及翻新情况提供系统性管理
成本管理及招标子系统	包含一个供应商库，公司可与供应商库展开线上招标程序，确保公司以合理成本挑选合资格供应商

资料来源：宝龙商业招股说明书 P182，海通证券研究所

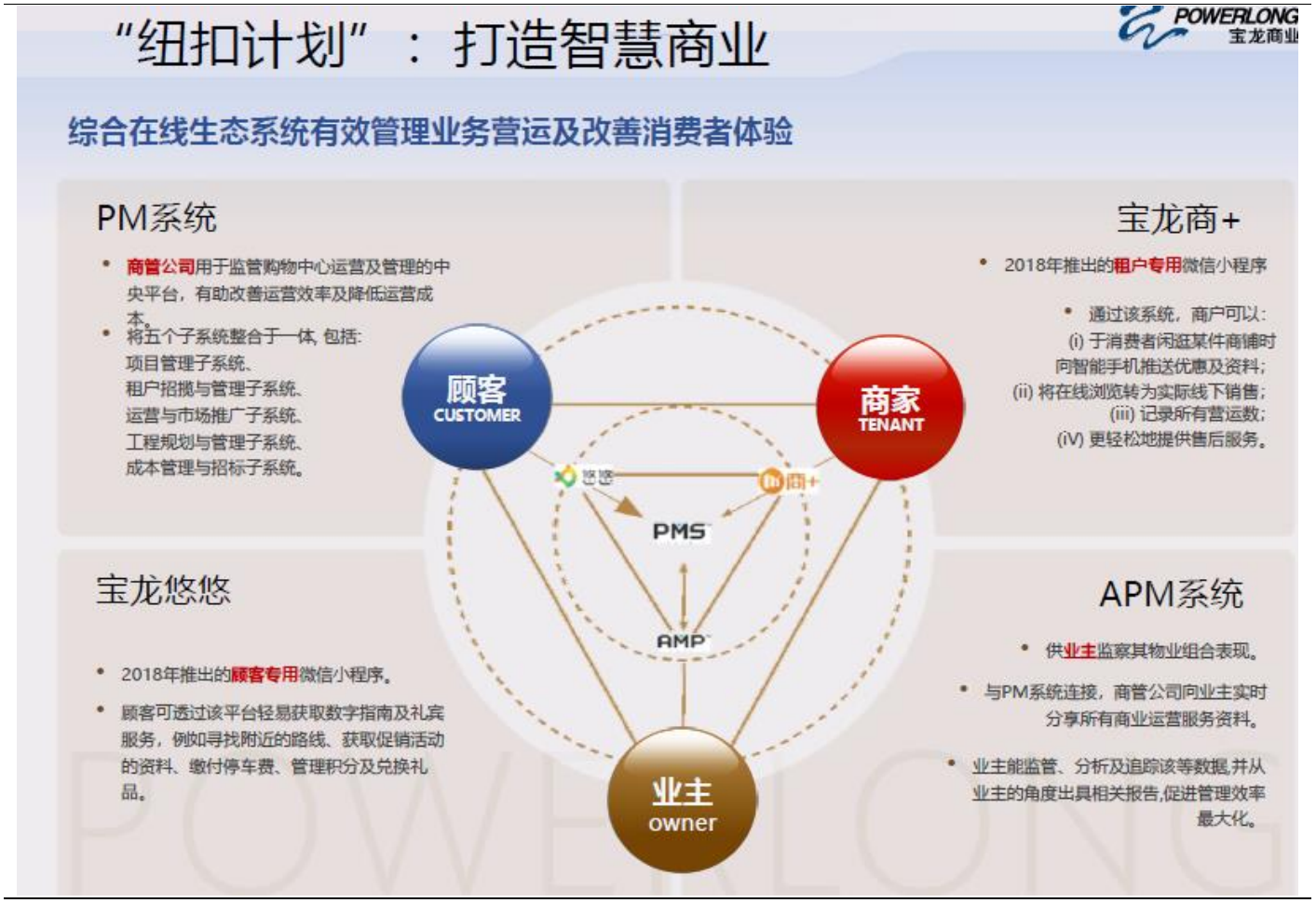
PM 系统是综合线上生态系统的基础，链接三个主要数字化平台，为提供商业运营服务至关重要。PM 平台整合了五套子系统，包括项目管理子系统、租户招揽及租赁管理子系统、运营级市场营销子系统、工程规划及管理子系统以及成本管理及招标子系统。PM 系统作为一个中央办公室自动化平台，监督及管理零售商业物业多方面运营及管理，可以帮助公司提升运营效益和降低运营成本。此外，PM 系统是链接 AMP 系统、宝龙悠悠、宝龙商+微信小程序的接口。

AMP 系统是供业主用来监察其物业组合表现的系统。通过链接 AMP 系统到 PM 系统，公司能实时与业主分享来自商业运营服务的所有业务数据。业主的资产管理团队能自动监督、分析、追踪数据并从业主的角度制作相关报告，提升管理效率。

宝龙悠悠和**宝龙商+**是分别为消费者和租户提供线上服务的微信小程序系统。消费者可以通过宝龙悠悠获得资讯、搜索商店购物、销售活动、支付停车费、会员积分兑换礼品等。租户可以通过宝龙商+推销产品或服务、管理店铺、提供售后服务等。宝龙商业管理团队通过 PM 系统可以收集和储存所有在管零售商业物业收集所得的运营数据，使团队能够分析和监督租户表现并据此提出反馈意见。

我们认为，物业管理是劳动密集型行业，在此行业中提供具备竞争力的管理服务需要管理团队对客户和项目有充分的理解和提供相应服务的能力；商业管理由于管理过程中交互对象更多（包括业主、消费者和多种类租户）、数据繁多，因此管理难度较住宅更高；相应的，具备优质管理能力和完整管理体系的商业管理团队在行业中具备较强的竞争壁垒。综上所述，我们可以看出宝龙商业经历多年发展和打磨，建立了以 PM 系统为基础的综合线上生态系统，可以将所有内部业务运营及财务管理系统融合，能够实行较为高效的商业管理；而**有效的商业管理能够助力租户整合和吸引客流，使得被管理的商业资产持续产生稳定的现金收入和长期资产的保值和增值。**

图32 宝龙商业“纽扣计划”



资料来源：宝龙商业 2019 业绩 PPT，海通证券研究所

4. 人才招聘和培育计划完善，引入精兵强将

招聘流程严格把关。宝龙商业努力提供优厚的待遇和多样的发展机会以吸引行业人才，但同时公司在刊登招聘公告、审阅履历表、面试、内部评估、聘用等各个招聘流程严格把关。公司设立详尽的内部政策及程序，对每一环节制定相关指引，并定期评定招聘程序和职位简介。

提供多层级培训项目，助力员工全面发展。宝龙商业将为员工提供专业技能培训作为其保留和激励人才的重要手段之一。为此，公司根据自身业务需要和长期战略规划设计适合于各个层级职位的多样化培训项目。通过项目和课程的培训，员工不仅能获得企业文化、专业技术知识以及领导技能等常规知识，还能获取丰富的管理经验，提升管理素质。

表 5 宝龙商业人才培训体系

项目名称	针对层级	内容介绍
潜龙计划	初级雇员	提供的入门课程包括商业运营及物业管理服务市场的常规知识、差异化的客户服务以及服务性质等，旨在推广企业形象及影响力；对于和公司有共同核心价值的年青人员加以培训；提供系统化培训，为公司持续训练人才；及优化管理团队
飞龙计划	中层管理人员	提供的高级课程包括有关零售商业物业管理个案研究、介绍公司的数字化工作、企业文化及人力资源管理、商场营运管理等
臻龙计划	高级管理人员	本项目旨在扩宽视野，以便加强公司的整体管理质素
蛟龙计划	博士雇员	提供多个课程以加强专业知识及管理能力，参加者将可通过在不同部门轮流学习和接受不同挑战，发展全面技能

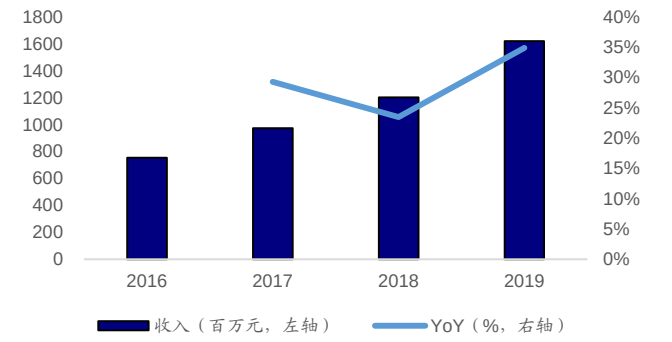
资料来源：宝龙商业招股说明书 P195，海通证券研究所

引入精兵强将，有力支撑后续业务成长。2020 年 6 月宝龙商业任陈德力先生为公司行政总裁和执行董事，陈先生和宝龙商业订立的服务合约从 2020 年 6 月 15 日开始期限为 3 年。陈德力先生在商业地产领域拥有丰富的从业经验。2016 年 8 月至 2020 年 3 月，陈先生担任新城控股董事兼联席总裁，2010 年 8 月至 2016 年 7 月曾担任万达商业地产股份有限公司商业管理运营中心常务副总经理、大连万达商业管理集团股份有限公司副总裁兼招商中心总经理、常务副总裁兼运营中心总经理、大连万达商业地产股份有限公司副总裁兼商管公司常务副总裁、综合管理中心总经理等职务。此前，陈先生还在新加坡嘉德置地等机构供职，具备丰富的商业地产从业经验。**我们认为，陈总丰富的从业经历可为公司带来资产定位、管理和融资等方面的宝贵经验，助力公司未来商业版图拓展。**

5. 财务分析

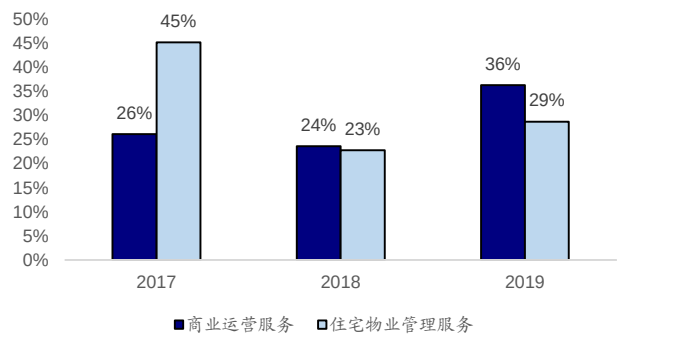
营业收入稳定增长。宝龙商业 2016-2019 年以来营业收入保持稳定增长，2016-2019 年复合增速 29%。从收入构成来看，2016-2019 年商业运营服务占总收入约 82%，住宅物业管理服务收入占总收入约 18%。商业和住宅物业分项收入 2017-2019 年均保持 20+%增速，我们认为这主要是受益于关联房企宝龙地产商业和住宅业务项目持续增长给公司带来稳定增加的管理面积，此外前文中我们拆分了商业物业和住宅物业 2016-2019 年单平米管理费，单平米管理费近年呈现稳中有升的态势。公司在管面积和单平米管理费双重增长带动总收入上涨。

图33 宝龙商业 2016-2019 年营业收入及同比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 宝龙商业 2017-2019 年分项收入同比增速

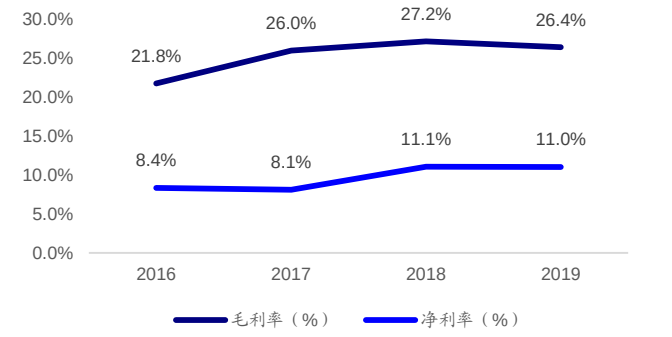


资料来源：Wind，海通证券研究所

成本端控制得当，利润端稳中有升。宝龙商业毛利率 2016-2019 年稳中有升，平均毛利率 25%，平均净利率 9.7%。分项业务来看，商业运营服务毛利率从 2016 年 23%逐步上升至 2018 年 30%，2019 年毛利率略有回落，而住宅服务毛利率在 2016-2019 年期间在 14%上下波动，波动区间在 1pct 左右，整体来看比较稳定。我们认为，考虑到公司收入中有 80%以上来自于商业服务收入，商业服务收入毛利率的提升是拉动整体毛利率的主要因素。

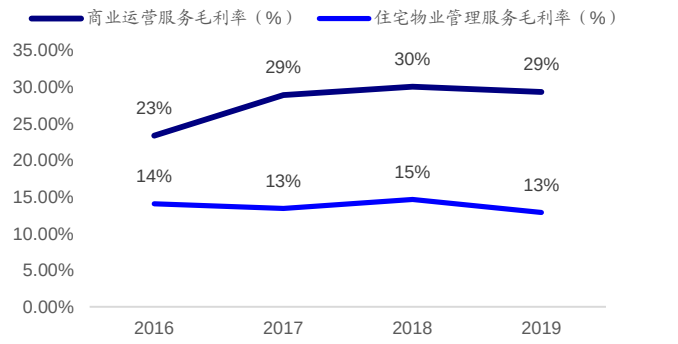
从成本端角度来看，由于物业管理属于劳动密集型产业，职工薪酬是服务成本的主要构成。对比 2016-2019 年公司职工薪酬与收入之间的占比，我们发现该比例是逐渐降低的，这说明单位薪酬成本所产生的收入在增加。我们认为，形成该现象的原因主要有两方面 1）公司管理团队长期从事商业和住宅物业管理，团队具备较强的专业性和完善的管理系统。在此情形下，公司管理项目规模增加能够有效形成规模效应。2）公司较早切入数字化管理，在数字化管理硬件和软件方面不断更新换代，长期管理效率提升逐渐显现，从公司管理费用占收入比重变化来看，我们可以看到公司管理费占收入比重从 2017 年 10%下降到 7%，且在 2018-2019 年基本维持在 7%。

图35 宝龙商业 2016-2019 年毛利率和净利率



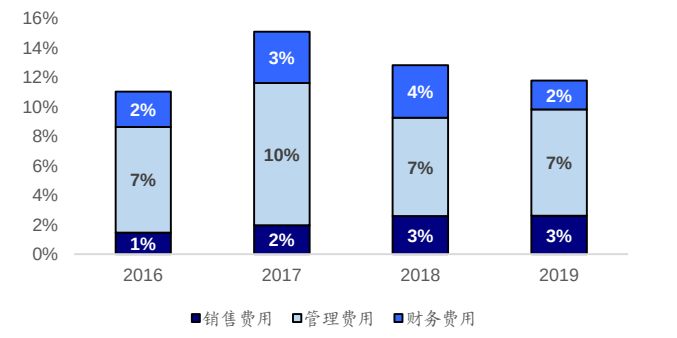
资料来源：Wind，海通证券研究所

图36 宝龙商业 2016-2019 年分项业务毛利率



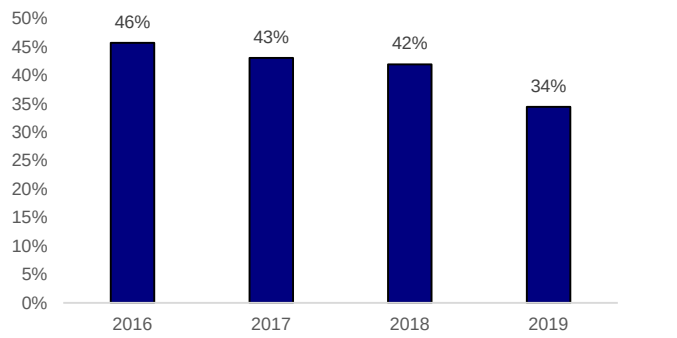
资料来源：Wind，海通证券研究所

图37 宝龙商业三项费用占收入比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

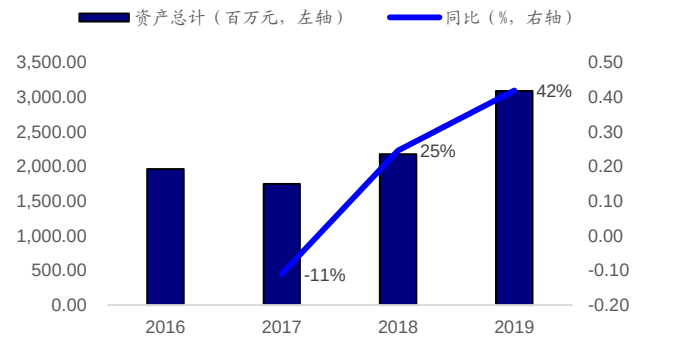
图38 宝龙商业 2016-2019 年职工薪酬占收入比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

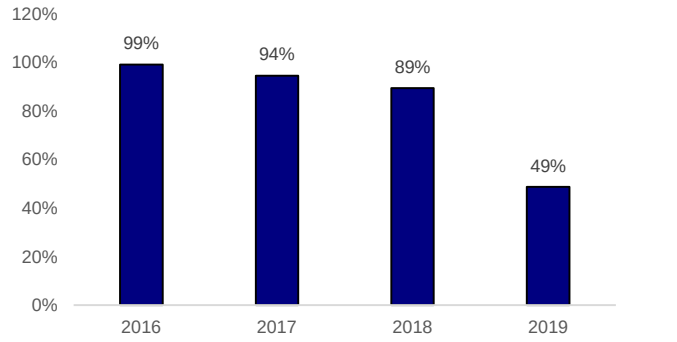
现金充裕低负债，应收账款周转稳步降低。宝龙商业 2019 年 12 月顺利登陆港股，公开发售获得超额认购 52 倍，国际配售获覆盖超 10 倍，募集资金净额 12.4 亿元人民币。公司 IPO 后获得充裕的资金，通过出售持有集团银行借款的附属公司、偿还银行借款以及经营活动所得盈利，使得公司资产负债率大幅下降至 2019 年 49%。2019 年公司账面现金（包括限制性资金）26 亿元，占总资产比重 85%，账面现金充裕。2019 年公司流动比率 2.15，较可比公司处于中等水平，现金较为充足。此外，公司应收账款周转天数从 2017 年 28 天稳步下滑到 2019 年 24 天，经营效率不断提升，在可比公司中处于中等偏低水平，说明应收账款回收能力较强。

图39 宝龙商业总资产及同比增速



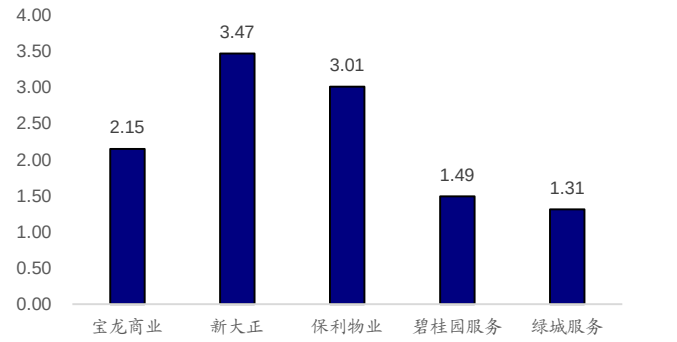
资料来源：wind，海通证券研究所

图40 宝龙商业资产负债率



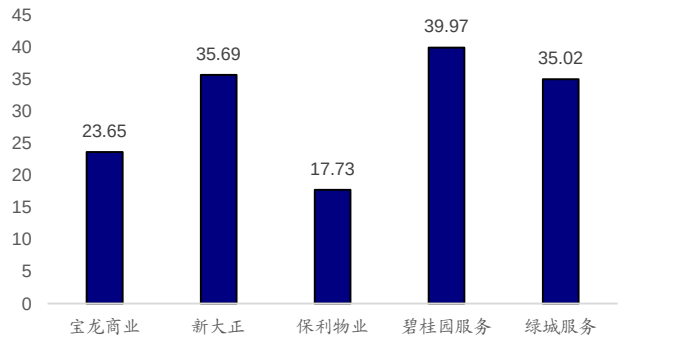
资料来源：wind，海通证券研究所

图41 宝龙商业与可比公司流动比率（2019 年，单位：倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

图42 宝龙商业与可比公司营收账款天数（2019 年，单位：天）



资料来源：wind，海通证券研究所

6. 盈利预测

基于以上对公司商业模式的分析，我们对宝龙商业的盈利预测部分作出如下假设：

1） 商业运营服务：宝龙商业的商业运营服务收入分为三项业务，我们认为市场研究、定位、租户招揽这项收入和公司承接新开业购物中心数量直接关联，新开业购物中心往往需要管理团队对购物中心开业前的选址、定位等进行研究。商业运营和管理服务以及物业租赁服务则是在购物中心开业投入运营之后产生的管理收入，和公司商业项目在管面积息息相关。其中 2019 年商业运营和管理服务占商业运营服务约 74%，是主要收入来源。根据图 23 所示，宝龙地产 2020-2021 年计划新开业购物中心，我们预计公司商业运营服务三个分项收入均会稳定增长。考虑到公司商业运营和管理服务是按照合约收取一定比例的服务费，我们认为 2020 年疫情对商业服务收入的影响有限。

表 6 公司商业运营服务收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商业运营服务							
市场研究和定位、租户招揽及筹备开幕服务	72	70	52	143	186	251	339
商业运营和管理服务	482	564	719	987	1282	1795	2514
物业租赁服务	75	158	208	205	216	237	261
收入小计（百万元）	**628**	**792**	**980**	**1335**	**1684**	**2284**	**3114**
同比增长/减少（YoY%）	-	26%	24%	36%	26%	36%	36%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2）住宅物业管理服务：公司住宅物业管理收入分为三部分，其中物业管理服务 2019 年占子版块收入的 78%。得益于公司快周转策略和“住宅+商业”综合开发模式，公司关联房企宝龙地产 2017 年以来土地储备和销售规模从 2017 年开始快速增加。我们认为，伴随前期销售规模的增加，后续竣工增速也会提升，而通常竣工滞后销售约 1.5-2 年左右。作为房地产开发后周期的物业管理来说，我们认为宝龙商业住宅板块在管面积 2020-2022 年期间将会保持较高增速增长，对应的物业管理服务收入成长十分可期。

表 7 公司住宅物业管理收入分项预测

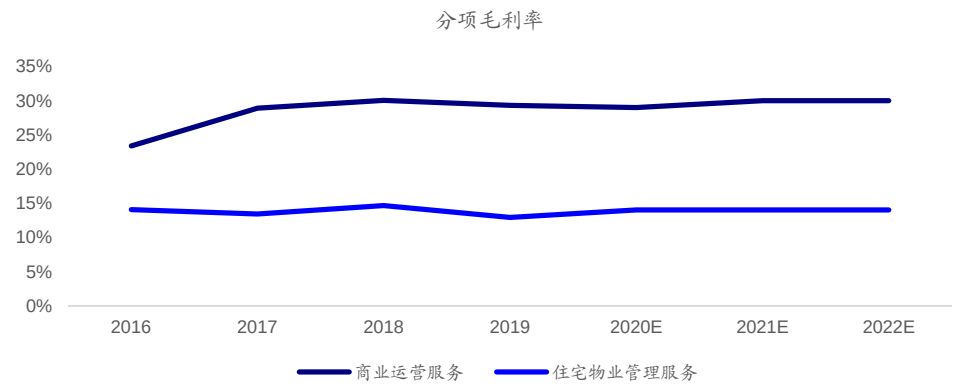
单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
住宅物业管理							
预售管理服务	2	2	3	13	17	22	29
物业管理服务	93	146	180	222	288	377	495
其他增值服务	30	32	39	50	65	85	110
收入小计（百万元）	**124**	**181**	**221**	**285**	**370**	**483**	**634**
同比增长/减少（YoY%）	-	45%	22%	29%	30%	30%	31%

资料来源：Wind，海通证券研究所

3）毛利率

公司历史毛利率较稳定。2019 年受停车场分项业务收入和成本会计更改因素（停车场分项成本进入营业成本）导致公司 2019 年商业毛利率较 2018 年略有下滑。住宅物业的毛利率基本稳定在 13-14%。我们认为，物业管理业务较为稳定，毛利率出现大波动的可能性比较小。公司在管商业物业出租率还有提升空间，毛利率有望提升，但我们保守预测公司 2020-2022 年商业物业毛利率维持在 2019 年水平，此外我们预测 2020-2022 年住宅毛利率维持在 14%。

图43 分项毛利率预测



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 8 公司分项业务预测

	2019	2020E	2021E	2022E
商业运营服务				
收入（百万元）	1335	1684	2284	3114
同比增长/减少（YoY%）	36%	26%	36%	36%
住宅物业管理服务				
收入（百万元）	285	370	483	634
同比增长/减少（YoY%）	29%	30%	30%	31%
总计				
总收入（百万元）	1620	2055	2767	3748
同比增长/减少（YoY%）	35%	27%	35%	35%
毛利率（%）	26%	26%	27%	27%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 9 公司盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入（百万元）	1620	2055	2767	3748
二、营业成本（百万元）	1192	1514	2014	2725
三、营业利润（百万元）	264	341	485	692
加：营业外收支（百万元）	-17	29	33	36
四、利润总和（百万元）	247	376	526	738
减：所得税（百万元）	69	105	147	207
五、净利润（百万元）	179	271	378	532
减：少数股东损益（百万元）	0	0	0	0
六、归属母公司所有者净利润（百万元）	179	271	378	532
股本（百万股）	622	622	622	622
每股收益（元/股）	0.29	0.44	0.61	0.86

资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 估值

对于上市物业管理公司的估值，我们使用相对估值法中的 PEG 和绝对估值法中的 DCF 两种方法衡量公司投资价值。

7.1 PE 估值

公司作为商业管理类公司，我们认为其业务性质和上市龙头物业管理公司有相似性。我们列举了大中型物业管理公司，2020 年平均 PE 为 41 倍、2020 年 PEG 为 1.52。宝龙商业 2020 年 PE 为 53 倍，PEG 为 1.16 倍。

虽然公司目前 PE 估值高于可比公司，但是我们认为公司未来 2-3 年受益于母公司新增购物中心投入使用和其自身外延拓展，公司成长性更优异，应享有相应的估值溢价。我们给予公司 2020 年 60-70 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 180-211 亿港元，对应合理价值区间为每股 29.04-33.88 港元。

表 10　可比公司估值表

代码	简称	总市值(亿港元)	EPS（人民币元）			PE（倍）			PEG（2020）
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020PE/(2019-21 年净利润复合增速)
6049.HK	保利物业	332	1.21	1.32	1.80	45	41	30	1.86
2869.HK	绿城服务	298	0.17	0.19	0.26	49	44	32	1.85
6098.HK	碧桂园服务	1362	0.63	0.82	1.13	71	54	39	1.60
3319.HK	雅生活服务	505	0.92	1.29	1.66	37	26	21	0.77
1755.HK	新城悦服务	164	0.34	0.50	0.72	53	36	25	0.79
2669.HK	中海物业	204	0.14	0.19	0.24	39	30	23	0.99
均值						50	41	30	1.52

注：收盘价为 2020 年 9 月 25 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。1 港元=0.9 人民币
资料来源：Wind，海通证券研究所

7.2 DCF 估值

我们认为物业公司属于劳动密集型产业，轻资产的商业模式使其现金流十分充裕。我们认为物业公司长期现金流会比较稳定，因此可以使用 DCF 的绝对估值方法测算公司的长期价值。

我们用十年国债收益率作为无风险收益率，约为 3.2%；市场组合平均收益率（十年恒生指数平均收益）约为 3.7%，但是考虑到公司目前处于快速扩张阶段，其风险较较进入稳定期的公司略大，我们适当增加了公司风险溢价，最后风险溢价约为 5.5%，Beta 为 0.67。基于以上假设我们计算得到资产贴现率为 6.89%。

公司 2019 年上市后现金充裕且经营现金流较好，长短期有息负债为 0，账面债务主要为经营杠杆，我们预计公司 2020 年债务比率为 50%，权益比率为 50%，税前债务利率 6%，实际税率 25%。基于以上假设我们计算得到 WACC 为 5.70%。

根据以上假设，我们计算公司每股股价约为人民币 41.35 元，汇率按照 1 港元等于 0.90 元人民币计算，得到港元每股价值为 45.94 元。

表 11　公司现金流和股票价值测算

自由现金流现值（百万元）	24141	2020-2028 年合计，包含终值
WACC（%）	5.70%	
永续增长率（%）	2.00%	
投资（百万元）	3405	（2020 年预计现金+长期投资）
总负债（百万元）	1848	（2020 年预计流动和非流动负债）
少数股东权益（百万元）	0	（2020 年预计少数股东权益）
企业价值（百万元）	27547	投资+自由现金流现值总额
股票价值（百万元）	25699	企业价值-少数股东权益-总负债
每股价值（港元每股）	45.94	（汇率人民币：港币=0.9:1）

资料来源：海通证券研究所

由于 DCF 模型中，WACC 和永续增长率假设对公司价值影响较大，因此我们对此二项做了敏感性分析。我们使 WACC 和永续增长率分别上下浮动 0.25%，公司股票价值波动如下表。

表 12　公司价值敏感性分析

每股股票价值（港元每股）		WACC（%）				
		5.20%	5.45%	5.70%	5.95%	6.20%
永续增长率（%）	1.0%	42.94	40.15	37.67	35.44	33.44
	1.5%	47.77	44.33	41.31	38.64	36.27
	2.0%	54.12	49.73	45.94	42.65	39.76
	2.5%	62.82	56.96	52.03	47.82	44.20
	3.0%	75.48	67.14	60.36	54.75	50.03

股票价值（亿港元）		WACC（%）				
		5.20%	5.45%	5.70%	5.95%	6.20%
永续增长率（%）	1.0%	267	250	234	220	208
	1.5%	297	276	257	240	225
	2.0%	336	309	286	265	247
	2.5%	390	354	323	297	275
	3.0%	469	417	375	340	311

资料来源：海通证券研究所

8. 投资建议

宝龙商业是国内物业服务领先者。公司致力于中高端物业，是国内少有能建立和运营多种类型商业物业的运营服务供应商之一。我们认为公司投资亮点在于以下几点：

1） 现金流充裕，经营稳健：宝龙商业属于以劳动密集型为主的企业，公司负债率维持较低水平，截止 2019 年公司的资产负债率已大幅下降至 49%。同时 2019 年公司账面现金达 26 亿元，占总资产比重 85%，现金流充裕。在经济不确定环境下，企业的经营稳健性更强。

2） 营业收入具备成长性：商业运营服务方面，宝龙商业依托于内延管理项目个数和面积的增加，保证相应市场研究服务、商业运营管理和租赁服务的体量随之增长，2020 年和 2021 年公司计划新开业购物中心 11 个和 16 个，形成对商业运营收入增长的强有力支撑。住宅物业管理服务方面，宝龙商业在宝龙地产 2017-2019 年累计销售面积增速明显加快的情况下能够获得持续增长的交付物业面积，叠加近年公司积极寻求独立第三方拓展的管理面积，公司长期物业在管面积增长可期，基础物业收入具备较强成长性，也有利于增值服务的业务拓展与收入增长。因此我们认为公司商业物业和住宅物业两大部分服务收入未来成长性可期。

3） 人才培育体系、核心骨干股权激励体系完善：作为劳动密集型产业，人才培育和保留决定公司服务质量和经营效率。宝龙商业在招聘流程中严格把关，在员工培训中根据自身业务需要和长期战略规划设立了适合于各个层级职位的培训项目，保证了员工质量。同时公司在上市前已成立汇鸿管理，实行股份奖励计划，有利于保留核心骨干，加强雇员和股东及公司长期价值的一致性。

4） 发展数字化平台，科技赋能物业管理：宝龙商业经过多年积累，建成以 PM 系统为基础的综合线上生态系统，2018 年和腾讯形成战略关系，推出“纽扣计划”，双方共同开发“宝龙悠悠”和“宝龙商+”微信小程序，无缝整合小程序和 PM 系统。我们认为长期以来，数字化、系统化管理有利于降低公司对劳动力的依赖，提高公司人均产能和管理效率，形成行业竞争壁垒。

综上所述，我们认为宝龙商业是物业管理公司中规模成长性、盈利能力、内部管理能力均较强的物业管理投资标的。我们预测公司 2020 年 EPS 为 0.44 元人民币每股，综合考虑 PE 和 DCF 估值方法，我们给予公司 2020 年 60-70 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 180-211 亿港元，对应合理价值区间为每股 29.04-33.88 港元，较 DCF 估值 45.94 港元折价 26-37%，给予“优于大市”评级。

9. 风险提示

关联房企竣工速度降低导致交付物业面积增速不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.29	0.44	0.61	0.86
每股净资产	2.55	2.99	3.60	4.45
每股经营现金流	0.86	0.82	1.11	1.18
价值评估（倍）				
P/E	80.0	52.8	37.8	26.9
P/B	9.0	7.7	6.4	5.2
P/S	8.8	7.0	5.2	3.8
盈利能力指标（%）				
毛利率	26%	52%	40%	40%
净利润率	11%	13%	14%	14%
净资产收益率	5%	7%	8%	9%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	26%	26%	27%	27%
净利润增长率	11%	13%	14%	14%
偿债能力指标				
资产负债率	49%	50%	51%	49%
流动比率	2.15	2.07	2.03	2.09
速动比率	2.15	2.07	2.03	2.09
现金比率	1.99	1.90	1.84	1.88
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.80	7.00	7.00	7.00

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	534	508	689	733
投资活动现金流	702	21	23	25
融资活动现金流	827	0	0	0
现金净流量	2063	529	711	758

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1620	2055	2767	3748
营业总开支	1192	1514	2014	2725
毛利率%	26%	26%	27%	27%
其他收入	3	3	3	3
销售费用	42	51	69	82
管理费用	117	144	194	244
其他营业费用	8	7	7	7
营业利润	264	341	485	692
利息收支	-33	14	18	21
其他非经营性损益	16	15	15	15
除税前利润	247	376	526	738
减：所得税	69	105	147	207
净利润	179	271	378	532
少数股东权益	0	0	0	0
归属普通股东净利润	179	271	378	532

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2616	3145	3856	4614
应收款项	208	294	395	535
存货	0	0.00	0.00	0.00
其它流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2824	3439	4252	5150
固定资产	7	7	7	7
商誉及无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	256	256	256	256
非流动资产合计	267	267	267	267
资产总计	3091	3706	4519	5417
短期借款	0	0	0	0
应付账款	90	116	155	210
应交税金	41	103	138	187
其他流动负债	1183	1438	1799	2061
流动负债合计	1313	1658	2092	2458
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	190	190	190	190
非流动负债合计	190	190	190	190
负债总计	1504	1848	2283	2649
普通股股东权益	1587	1858	2236	2768
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3091	3706	4519	5417

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 25 日
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊　　房地产行业
杨凡　　房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　我爱我家,中国恒大,浦东金桥,新湖中宝,华侨城 A,中粮地产,中国国贸,光大嘉宝,世茂股份,国创高新,金科股份,合景泰富集团,光明地产,天健集团,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,招商蛇口,融创中国,彩生活,金融街,蓝光发展,龙湖集团,金地集团,中国海外发展,外高桥,天保基建,北辰实业,融信中国,雅生活服务

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
李　凡　lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756　fqh12888@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
联系人
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154145　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com
颜慧菁　yhj12866@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com