

# 业绩实现高速增长，坚持高品质规模扩张

## 正荣服务(6958.HK)

### 事件概述

正荣服务发布 2020 年半年报，公司上半年实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 49.6%；归母净利润 0.6 亿元，同比增长 106.8%

#### ► 业绩高速增长，盈利能力稳定

2020H1 年公司实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 49.6%；归母净利润 0.6 亿元，同比增长 106.8%，业绩实现高速增长。盈利能力方面，公司毛利率和净利率分别为 35.00%和 13.60%，毛利率与净利率较去年末上升 0.87pct 和下滑 1.57pct，整体盈利能力保持稳定。

#### ► 管理规模持续增长，区域深耕凸显优势

截至上半年末，公司合同面积和在管面积分别为 0.43 亿平方米和 0.28 亿平方米，较去年末增长 16.2%和 21.1%，实现了管理规模的持续增长。区域分布来看，公司在长三角及海峡西岸范围内在管面积占比由去年同期的 79.6%提升至 82.0%，围绕长三角及海峡西岸重点城市持续发挥深耕优势。公司在重点城市深耕的同时，新进宣城、常德等较有潜力的城市，业务辐射城市数扩展到 37 个。

#### ► 业务结构持续优化，积极推进数字化转型

公司物业管理服务、社区增值服务和非业主增值服务的收入分别为 2.25 亿元、0.60 亿元、1.58 亿元，同比增长 37.2%、24.6%和 90.7%，占比分别为 50.8%、13.6%和 35.6%，业务结构进一步优化。公司积极推进数字化转型方面的投入，受益于数字化升级、流程标准化以及成本管控能力提升等措施，公司销售成本占总收入的 65.0%，相较 2019 年同期实现了 5.1 个百分点的下降。

### 投资建议

正荣服务业绩高速增长，坚持高品质规模扩张，增值服务稳步推进，估值处于较低水平。我们预计正荣服务 2020-2022 年 EPS 分别为 0.18/0.30/0.42 元（1 港元=0.8830 元），对应 PE 为 25.4/15.8/11.3 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

第三方扩展不及预期，人工成本上升

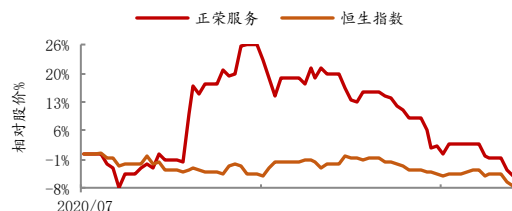
### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020	2021E	2022E
营业收入(百万元)	456.49	719.34	1207.53	1789.46	2429.30
YoY (%)	—	57.58%	67.87%	48.19%	35.76%
归母净利润(百万元)	39.61	105.36	190.91	308.02	431.55
YoY (%)	—	165.97%	81.20%	61.34%	40.10%
毛利率 (%)	26.51%	34.14%	35.62%	37.51%	38.32%
每股收益 (元)	—	—	0.18	0.30	0.42
ROE (%)	73.21%	94.49%	31.69%	43.36%	37.79%
市盈率	—	—	25.43	15.76	11.25

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	5.3
股票代码：	6958
52 周最高价/最低价(港元)：	7.08/5.14
总市值(亿港元)	54.99
自由流通市值(亿港元)	54.99
自由流通股数(百万)	1,037.50



分析师：由子沛

邮箱：youzpz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

### 相关研究

## 正文目录

1. 业绩高速增长，盈利能力稳定.....	3
2. 管理规模持续增长，区域深耕凸显优势.....	4
3. 业务结构持续优化，积极推进数字化转型.....	5
4. 盈利预测与投资建议.....	6
5. 风险提示.....	6

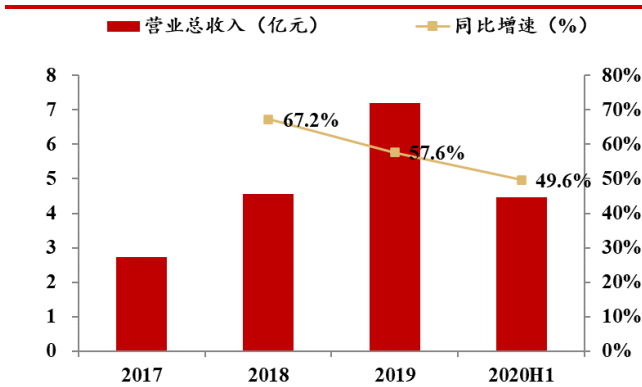
## 图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速.....	3
图 2 公司历年归母净利润及增速.....	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率.....	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率.....	3
图 5 公司历年合同面积及增速.....	4
图 6 公司历年在管面积及增速.....	4
图 7 公司历年分区域在管面积占比.....	4
图 8 公司历年分区域收入占比.....	4
图 9 公司历年不同业务收入占比.....	5
图 10 公司历年不同业务毛利占比.....	5
图 11 公司历年不同业务毛利率变化.....	5
表 1 可比公司估值表.....	6

## 1. 业绩高速增长，盈利能力稳定

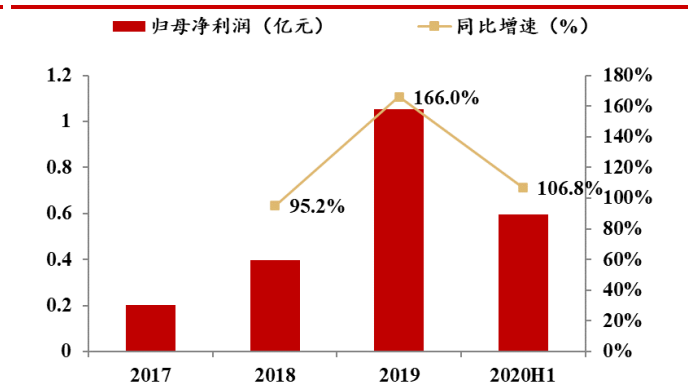
2020H1 年公司实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 49.6%；归母净利润 0.6 亿元，同比增长 106.8%，业绩实现高速增长。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

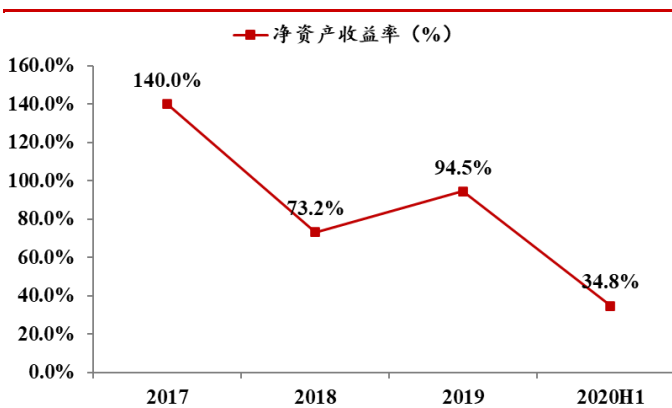
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

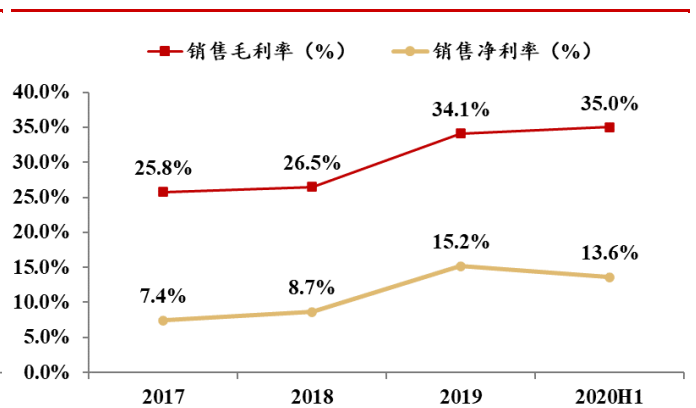
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率和销售净利率分别为 34.83%、35.00%和 13.60%，毛利率与净利率较去年末上升 0.87pct 和下滑 1.57pct，净利率有小幅下滑主要是由于公司所得税率同比上升 7.28pct。在疫情影响之下，公司积极应对，整体盈利能力保持稳定。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



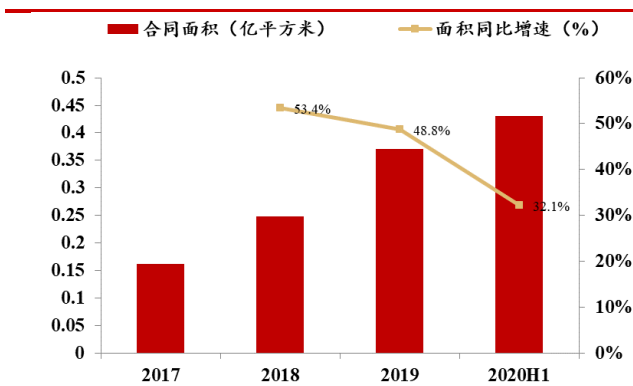
资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 管理规模持续增长，区域深耕凸显优势

截至上半年末，公司合同面积和在管面积分别为 0.43 亿平方米和 0.28 亿平方米，较去年末增长 16.2% 和 21.1%，实现了管理规模的持续增长。区域分布来看，公司在长三角及海峡西岸范围内在管面积占比由去年同期的 79.6% 提升至 82.0%，长三角及海峡西岸范围内收入占比由去年同期的 79.1% 提升至 80.5%，公司围绕长三角及海峡西岸重点城市持续发挥深耕优势。公司在上海、南京等一二线重点城市深耕的同时，新进宣城、常德等较有潜力的城市，业务辐射的城市数量扩展到 37 个，在管项目数量扩展到 165 个。

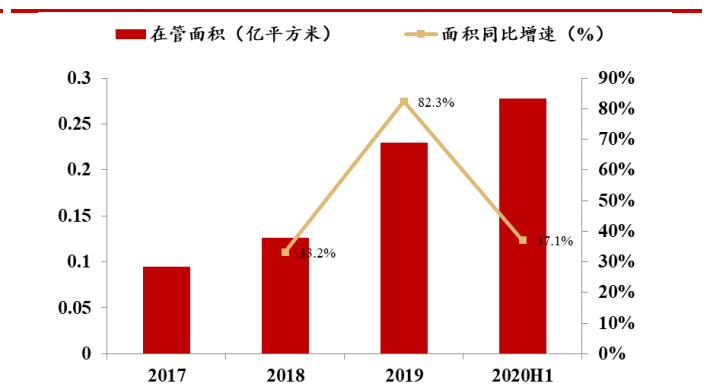
从分业态来看，除在住宅、政府公建、写字楼、工业园区和学校等已覆盖的非住宅领域持续拓展外，公司于报告期内实现了度假村业态的首度突破，业态日益多元，结构日益优化。

图 5 公司历年合同面积及增速



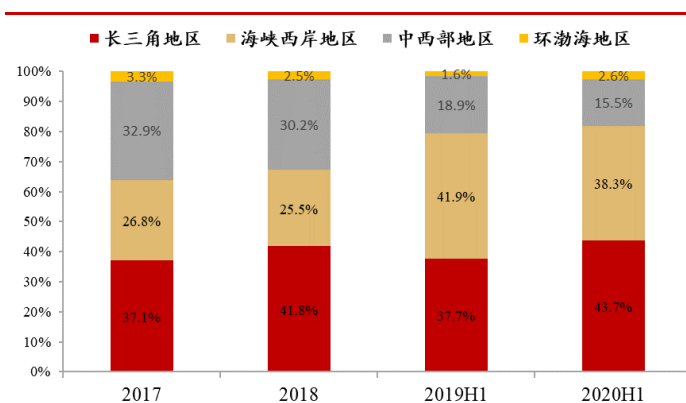
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司历年在管面积及增速



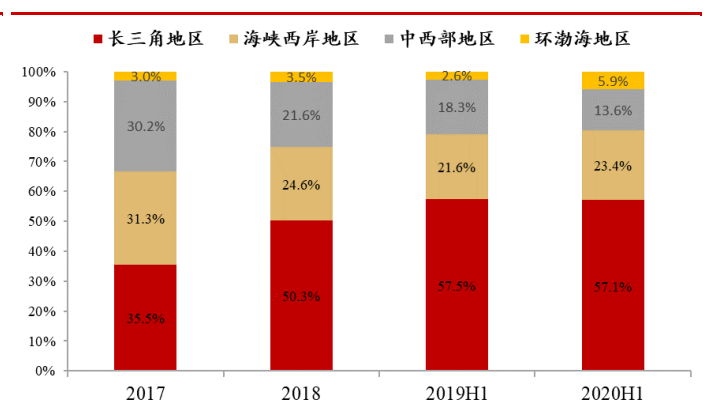
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 公司历年分区域在管面积占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 公司历年分区域收入占比



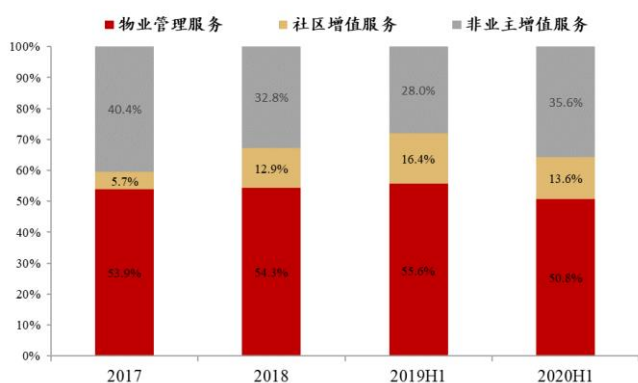
资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3. 业务结构持续优化，积极推进数字化转型

公司物业管理服务、社区增值服务和非业主增值服务的收入分别为 2.25 亿元、0.60 亿元、1.58 亿元，同比增长 37.2%、24.6%和 90.7%，占比分别为 50.8%、13.6%和 35.6%。公司物业管理服务、社区增值服务和非业主增值服务的毛利率分别为 24.7%、69.0%和 36.8%，较去年同期分别+3.6pct、+15.8pct 和+3.0pct，毛利占比分别为 35.9%、26.8%和 37.4%，业务结构进一步优化。

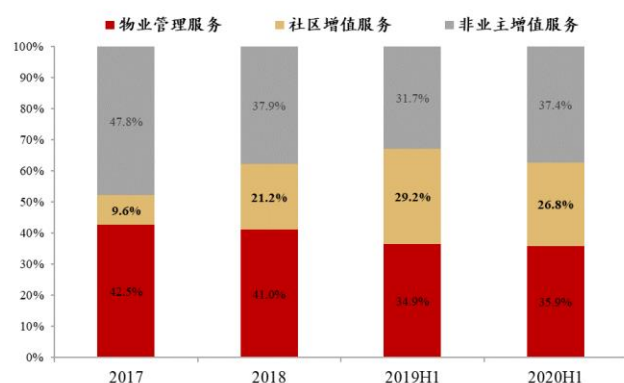
公司积极推进数字化转型方面的投入，受益于数字化升级、流程标准化以及成本管控能力提升等措施，公司销售成本占总收入的 65.0%，相较 2019 年同期的 70.1%，实现了 5.1 个百分点的下降。

图 9 公司历年不同业务收入占比



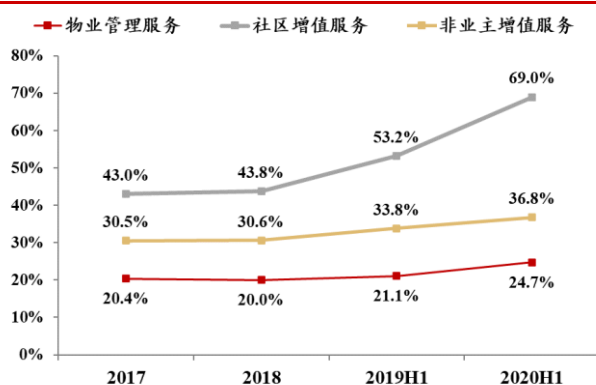
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 公司历年不同业务毛利占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 公司历年不同业务毛利率变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

正荣服务业绩高速增长，坚持高品质规模扩张，增值服务稳步推进，估值处于较低水平。我们预计正荣服务 2020-2022 年 EPS 分别为 0.18/0.30/0.42 元（1 港元=0.8830 元），对应 PE 为 25.4/15.8/11.3 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 1 可比公司估值表

股票简称	最新收盘价	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
招商积余	26.52	0.27	0.58	0.80	1.10	98.24	45.49	32.98	24.05
新大正	58.75	1.46	1.24	1.55	1.94	40.24	47.38	37.90	30.28
南都物业	24.21	0.85	1.06	1.32	1.6	28.48	22.84	18.34	15.13
正荣服务	4.68	—	0.18	0.30	0.42	—	25.43	15.76	11.25

资料来源：wind，华西证券研究所

## 5. 风险提示

竞争加剧拓展不及预期：上市物业企业增多，市场竞争加剧，致使拓展面积低于预期。

人力成本上升拖累利润率：物管行业中人力成本占比较高，人力成本过快上升将对利润率产生一定负面影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020	2021E	2022E
营业总收入	719.34	1207.53	1789.46	2429.30	净利润	105.36	190.91	308.02	431.55
YoY (%)	57.58%	67.87%	48.19%	35.76%	折旧和摊销	9.03	17.19	16.55	16.22
营业成本	471.73	775.34	1116.23	1496.41	营运资金变动	-9.09	-409.59	152.80	-146.57
营业税金及附加					经营活动现金流	125.22	-195.95	487.03	313.69
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	-5.49	-12.54	-13.21	-15.54
管理费用	96.54	168.59	246.96	336.82	投资	0.00	-0.07	-0.09	-0.08
财务费用	2.00	0.91	0.87	0.87	投资活动现金流	663.47	-12.84	-13.68	-16.09
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.22	-0.23	-0.38	-0.46	债务募资	-499.63	-3.00	0.00	0.00
营业利润	157.83	263.60	426.28	596.07	筹资活动现金流	-620.09	-3.91	-0.87	-0.87
营业外收支	-9.13	0.00	0.00	0.00	现金净流量	168.60	87.30	272.48	296.74
利润总额	146.48	262.45	425.03	594.74	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	37.32	67.15	108.60	152.03	<b>成长能力</b>				
净利润	109.16	195.30	316.44	442.71	营业收入增长率	57.58%	67.87%	48.19%	35.76%
归属于母公司净利润	105.36	190.91	308.02	431.55	净利润增长率	165.97%	81.20%	61.34%	40.10%
YoY (%)	165.97%	81.20%	61.34%	40.10%	<b>盈利能力</b>				
每股收益 (元)	—	0.18	0.30	0.42	毛利率	34.14%	35.62%	37.51%	38.32%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利润率	15.18%	16.17%	17.68%	18.22%
货币资金	218.44	305.74	578.22	874.96	总资产收益率 ROA	19.91%	14.69%	18.11%	17.40%
预付款项					净资产收益率 ROE	94.49%	31.69%	43.36%	37.79%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.08	1.83	1.70	1.87
流动资产合计	389.19	1164.29	1569.10	2348.67	速动比率	1.08	1.83	1.70	1.87
长期股权投资	0.15	0.22	0.31	0.39	现金比率	0.61	0.48	0.63	0.70
固定资产	7.60	6.96	7.04	7.41	资产负债率	75.80%	52.03%	56.51%	52.32%
无形资产	100.76	96.74	93.33	92.28	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	139.91	135.32	132.08	131.49	总资产周转率	1.36	0.93	1.05	0.98
资产合计	529.11	1299.61	1701.18	2480.16	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	—	0.18	0.30	0.42
应付账款及票据	49.89	71.68	107.71	142.32	每股净资产	0.12	0.60	0.71	1.14
其他流动负债	259.99	481.45	692.20	950.05	每股经营现金流	0.12	-0.19	0.47	0.30
流动负债合计	360.13	635.33	920.47	1256.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	17.38	17.38	17.38	17.38	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	23.54	23.54	23.54	23.54	PE	—	25.43	15.76	11.25
非流动负债合计	40.92	40.92	40.92	40.92	PB	—	7.79	6.56	4.11
负债合计	401.05	676.25	961.38	1297.65					
股本	0.35	0.35	0.35	0.35					
少数股东权益	16.56	20.95	29.36	40.53					
股东权益合计	128.06	623.36	739.80	1182.51					
负债和股东权益合计	529.11	1299.61	1701.18	2480.16					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。