

2021年01月06日

# 永升生活服务 (01995.HK)

## 深度分析

### 以人为本的美好生活筑梦者

#### 投资要点

- ◆ **以四轮驱动为战略核心，多渠道拓展规模：**公司是物业管理行业规模增速最快的企业之一，在管/合约建筑面积由2015年的978万/1525万平方米高速增长至2020H1的7718万/14280万平方米，2015-2019年复合增速60.7%/64.5%。公司在业务扩张上采取“四轮驱动”战略，提出“5(市场化招投标):2(母公司):2(合资公司):1(并购)”的目标增长结构。公司是行业内较早开始市场化拓展的企业之一，以品质为矛在优势区域深耕，同时大力拓展非住宅业态，2020H1第三方项目在管/合约建筑面积分别为6587/13132万平方米，较2015年底分别增长7.6/5.7倍。我们预计公司2022年在管/合约建筑面积将分别达到1.61/4.1亿平方米，其中第三方项目(包含并购、合资公司)在管/合约建筑面积分别为1.34/3.68亿平方米。
- ◆ **“社区增值服务”板块成为公司第二增长曲线：**我们认为，社区增值服务将是物业管理企业的第二增长曲线。横向对比发现，永升生活服务的社区增值服务贡献程度最为明显，不仅体现在较高的营业收入及毛利占比，更体现在社区增值服务的毛利润已超过了基础物业服务(2019年)，公司正在摆脱“靠省钱赚钱”的传统模式，逐步迈向“居家生活服务商”的新世界。我们认为，公司突出的社区增值服务实践建立在了由点滴优质服务积累的业主信任之上，通过打造“平台+生态”的商业模式，以项目为平台打造满意度，通过场景化的销售策略提升服务粘度，形成客户消费路径的依赖。我们预计，2022年公司社区增值服务毛利额将达11.3亿元，毛利占比将提升至53.6%。
- ◆ **以人为本的人力资源管理：**以CEO、执行董事周洪斌先生为首的核心管理团队从业经验丰富、经营理念卓越。物业管理行业的轻资本、重管理的属性决定了“人治”的重要性，公司拥有极具市场竞争力的股权激励计划，中长期深度绑定中高层管理人员的利益，并拥有完善的人才招聘及培训体系。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.25、0.40和0.58元，净资产收益率分别为27.9%、33.6%和36.4%。基于2021年1.15倍PEG(较可比同业公司溢价17%)，我们给予公司每股24.53港元的目标价公司，对应2021/2022年56.3/38.2倍的市盈率。我们首次覆盖公司并给予买入-A建议。
- ◆ **风险提示：**市场竞争日趋激烈；并购市场拥挤；政策监管或宏观风险导致房企商品房销售低于预期；人力成本上涨导致盈利能力下降；社区增值服务推进不及预期；城市服务等新业务开展不及预期。

投资评级

买入-A(首次)

股价(2021-01-05)

16.50 港元

#### 交易数据

总市值(百万港元)	27,561.60
流通市值(百万港元)	27,561.60
总股本(百万股)	1,670.40
流通股本(百万股)	1,670.40
12个月价格区间	5.32/18.06 港元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.14	-3.94	209.09
绝对收益	13.17	12.4	206.27

#### 分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号: S0910520060002

gaoyoujia@huajinsec.cn

021-20377166

#### 相关报告

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,076	1,878	3,118	4,728	6,809
YoY(%)	48.3	74.6	66.1	51.6	44.0
净利润(百万元)	100	224	388	612	901
YoY(%)	31.5	122.7	73.6	57.5	47.2
毛利率(%)	28.7	29.6	29.9	30.6	31.1
EPS(摊薄/元)	0.09	0.15	0.25	0.40	0.58
ROE(%)	17.4	21.0	27.9	33.6	36.4
P/E(倍)	154.0	92.4	55.4	34.7	23.9
P/B(倍)	23.6	17.4	13.7	10.2	7.5
净利率(%)	9.3	11.9	12.4	12.9	13.2

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、持续高速增长的品质物管服务商</b>	<b>6</b>
(一) 公司简介：背靠旭辉集团，积极拓展第三方项目	6
(二) 公司股权架构：旭辉并表，两大品牌协同共进	7
(三) 公司经营情况概览	8
<b>二、物管行业的现状与趋势</b>	<b>12</b>
(一) 行业现状	12
(二) 行业未来	13
1、马太效应继续，龙头加速掠夺市场份额	13
(1) 房地产开发行业市场集中度提升：	14
(2) 注重服务品质的物管企业将凭借品牌力扩大市场份额：	14
(3) 资本流入，加速兼并整合：	15
2、多业态扩张，扩大经营边界	16
(1) 非住宅业态	16
(2) 城市服务	17
<b>三、公司竞争优势解析</b>	<b>19</b>
(一) 以人为本的人力资源管理	19
1、顶尖职业经理人奠定经营理念	19
2、极具市场竞争力的股权激励计划	20
3、完善的人才招聘及培训体系	21
(二) 以四轮驱动为战略核心，多渠道拓展规模	21
1、旭辉控股集团提供稳定项目源	21
2、品质为矛，第三方项目拓展能力突出	23
(1) 已被验证的第三方项目拓展能力	23
(2) 品质为矛，优势区域深耕进行时	23
(3) 非住宅业态是重要补充	25
3、实施战略并购而非规模并购	26
4、与区域地产开发商、政府国企开展战略合作	27
(三) 行业最佳的社区增值服务实践	27
1、社区增值服务为公司带来了多大贡献量？	27
2、社区增值服务都在做，为什么永升生活服务脱颖而出？	31
(1) “没有满意就没有生意”，品质化服务建立业主信赖关系	31
(2) “平台+生态”的商业模式	31
<b>四、盈利预测与估值建议</b>	<b>33</b>
(一) 盈利预测	33
1、基础物业服务	33
2、社区增值服务	34
3、非业主增值服务	34
4、毛利率及费用	34
5、归母净利润及 EPS	35
(二) 估值建议	35
(三) 投资建议	36
<b>五、风险提示</b>	<b>36</b>
(一) 市场竞争日趋激烈，或压低第三方外拓项目盈利水平	37

(二) 并购市场拥挤或导致物管企业并购不顺利或并购估值超预期.....	37
(三) 政策监管或宏观风险导致房企商品房销售低于预期.....	37
(四) 人力成本上涨导致物管企业盈利能力下降.....	37
(五) 社区增值服务推进不及预期.....	37
(六) 城市服务等新业务开展不及预期.....	37

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司于中国物管服务百强企业排名名次 (2014-2020) .....	6
图 3: 公司业务布局优化 (2020H1 数据) .....	6
图 4: 公司多业态细分市场布局.....	7
图 5: 公司股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日) .....	8
图 6: 营业收入及增速.....	9
图 7: 归母净利润及增速.....	9
图 8: 三项业务收入占比 (外圈 2019, 内圈 20H1) .....	9
图 9: 三项业务收入结构 (万元) .....	9
图 10: 公司在管面积和合约面积快速发展 (万平方米) .....	10
图 11: 部分中大型物管上市企业关联交易实现的营业收入.....	10
图 12: 部分中大型物管上市企业关联交易实现的营业收入占比.....	10
图 13: 主要港股物管上市企业非业主增值服务营业收入占比.....	11
图 14: 主要港股物管上市企业非业主增值服务毛利占比.....	11
图 15: 非业主增值服务按开发商类型划分 (万元) .....	11
图 16: 非业主增值服务关联房企占比.....	11
图 17: 非业主增值服务毛利率.....	12
图 18: 2015-2024 物管行业管理面积规模及增速.....	12
图 19: 2012-2019 全国房屋竣工面积.....	13
图 20: 2012-2019 全国商品房销售面积.....	13
图 21: 百强企业管理面积均值、项目均值、市场份额.....	13
图 22: 销售面积集中度.....	14
图 23: 2019 年百强企业在管项目二手房售价、租金与周边项目均价比较.....	15
图 24: 1H20 新增市场外拓面积.....	15
图 25: 2018-2020 年物管企业 IPO 统计.....	16
图 26: 2019 年百强企业分物业种类物业费平均值.....	17
图 27: 2000-2019 年全国部分非住宅领域累计竣工面积.....	17
图 28: 18-19 年百强企业住宅和非住宅的管理面积占比.....	17
图 29: 重点物管企业基础毛利率和社区增值服务毛利率对比.....	18
图 30: 社区增值服务对于项目毛利额贡献率的敏感性分析.....	19
图 31: 员工培训计划.....	21
图 32: “永动力”三年晋升计划.....	21
图 33: 旭辉控股集团销售面积.....	22
图 34: 旭辉控股集团土地储备面积.....	22
图 35: 来自旭辉集团的在管净增长面积 (万平方米) .....	22
图 36: 来自旭辉集团的合约净增长面积 (万平方米) .....	22
图 37: 公司按物业开发商类型划分在管面积占比.....	23

图 38: 第三方项目在管建筑面积 (万平方米) .....	23
图 39: 物业费按开发商类型来分 .....	23
图 40: 公司分地区在管面积情况 (万平方米) .....	24
图 41: 四方新城小区公共收益对账单 .....	25
图 42: 非住宅业态在管面积占比 .....	26
图 43: 非住宅业态物业管理收入占比 .....	26
图 44: 公司部分战略合作伙伴 .....	27
图 45: 社区增值服务收入拆分 .....	28
图 46: 社区增值服务营业收入 (万元) .....	28
图 47: 毛利构成 (万元) 及增速 .....	28
图 48: 三项业务毛利额占比 .....	28
图 49: 公司 2016-2019 各版块业务收入增速 .....	29
图 50: 公司主营业务收入构成 .....	29
图 51: 社区增值服务毛利额/基础物管毛利额 .....	29
图 52: 重点物管上市企业单位面积社区增值服务毛利润 .....	30
图 53: 重点物管上市企业社区增值服务毛利额比例 .....	30
图 54: 公司服务家庭数量 (万户) .....	30
图 55: 公司家居生活服务户均营收 (元) .....	31
图 56: 公司社区增值服务户均营收 (元) .....	31
图 57: 37°C 社区 .....	31
图 58: 社区泛家居服务平台“旭惠美家” .....	32
图 59: 旭惠美家全生命周期服务链条 .....	32
图 60: 节节高计划“圣诞福袋” .....	33
图 61: 可比公司估值表 (截止至 2021 年 1 月 5 日) .....	36
表 1: 永升生活服务十大战略目标 .....	7
表 2: 近期大型物管 IPO 募资投向 (注: 数据截止至 2020 年 12 月 11 日) .....	16
表 3: 部分龙头物业公司城市服务案例 .....	18
表 4: 社区增值服务对于单盘收入、毛利贡献度演绎 .....	19
表 5: Best Legend 变动情况 .....	20
表 6: 公司高级管理团队持股情况 (截止至 2020 年 6 月 30 日) .....	20
表 7: 地产融资新规“三条红线” .....	22
表 8: 小区电瓶车起火事件时间线 .....	25
表 9: 公司不同业态采用不同品牌 .....	26
表 10: 公司收并购项目 .....	27
表 11: 公司主要社区增值服务介绍 .....	30
表 12: 基础物业服务在管面积预测 .....	34
表 13: 公司收入拆分及预测 .....	34
表 14: 公司毛利拆分及预测 .....	35

## 一、持续高速增长的品质物管服务商

### （一）公司简介：背靠旭辉集团，积极拓展第三方项目

永升生活服务的历史可追溯至 2002 年永升物业成立，并于 2003 年开始为旭辉控股集团开发的物业提供物业管理服务。2013 年开始，公司开始管理由第三方开发的物业项目，是行业内较早开始市场化运作的物管企业之一。根据中国指数研究院发布的《2020 年中国物业服务百强企业研究报告》，永升生活服务排名第 12 位。

于 2017 年 4 月至 2018 年 3 月，公司曾在全国中小企业股份转让系统上市。2018 年 12 月，永升生活服务在香港交易所主板上市，股票代码 1995.HK。

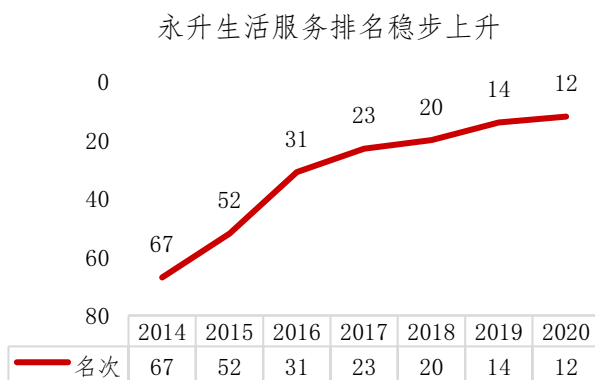
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，华金证券研究所

截至 2020 年 6 月 30 日，旭辉永升服务总合约建筑面积约为 1.4 亿平方米，签约项目 788 个，服务全国 84 个城市逾 34 万住户。公司已完成全业态市场布局，涵盖住宅、商业、园区、办公楼、学校、医院、展馆、交通枢纽、城市服务、文旅等十大业态。另一方面，公司坚持深耕布局，提升规模效应，其中以长三角为中心的东部的经济发达区域合约面积占比达 66.3%，而公司超过 3 元/月/m<sup>2</sup> 的项目综合平均单价在上市物管企业中名列前茅。

图 2：公司于中国物管服务百强企业排名名次（2014-2020）



资料来源：中国指数研究院，华金证券研究所

图 3：公司业务布局优化（2020H1 数据）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：公司多业态细分市场布局



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司在 2020 年中期业绩会上，以“成为客户首选的智慧城市服务品牌”为核心愿景，提出了十大战略目标。从业务、产品、运营、品牌等方向对公司的未来发展做出了新规划，制定了新目标。

表 1：永升生活服务十大战略目标

领域	战略目标
战略目标	以 2018 年为基数，实现 2019-2023 年，5 年 10 倍的利润增长目标，在结构上物业非物业收入 5:5 占比
业务策略	坚持“平台+生态”的总体战略，实现可持续有品质的高增长
产品战略	业态结构优化，70/30 住宅及非住宅；全生命周期；全生活场景；全龄生活服务
运营战略	双管家、服务产品化、三全服务，聚焦服务，平衡品质、规模、利润
市场战略	“四轮驱动”达成“5221”结构；主流市场扩张、细分市场渗透；以品质促规模，以规模促利润
组织战略	精总部、强中台、活一线、专业 BU（已孵化房修与美居）
品牌战略	增强品牌，打造铂悦管家、悦泽商办、悦泽公众，形成品牌溢价，降低资源获取成本
服务战略	“没有满意就没有生意”，提升增值服务占比，坚持“有所为，有所不为”做深做透做强相关服务，产业链上合作开发
科技战略	坚持产品思维、客户思维、数字化思维，坚持科技化、平台化、自动化，智慧永升让员工工作简单、业主生活更便利、效率效益双提升
人才战略	坚持组织变革，推行分层分类的人才供应体系，通过“永动力”校招培养永升子弟兵，管家学院落地，线上平台逐渐成熟

资料来源：公司公告，华金证券研究所

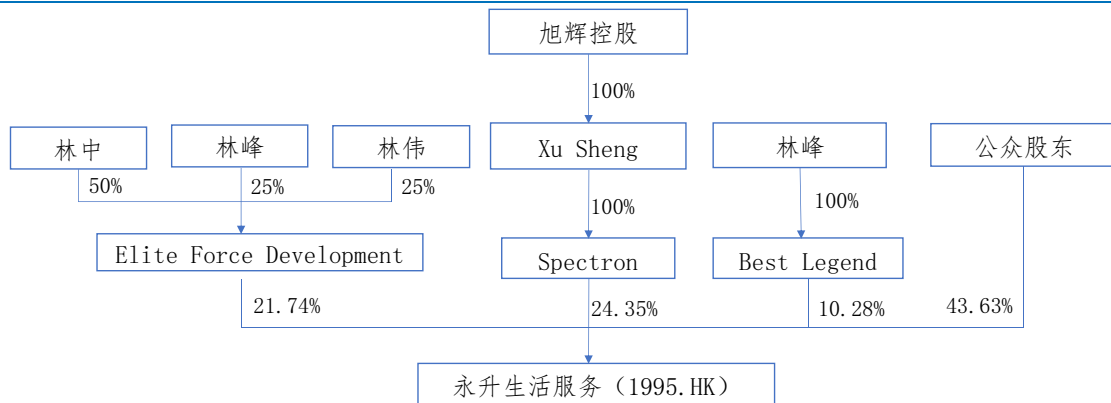
## （二）公司股权架构：旭辉并表，两大品牌协同共进

旭辉控股集团并表，“旭辉+永升”品牌全面协同发展。今年 5 月，旭辉控股集团发布宣布将于 6 月 29 日向林氏家族收购 7,682 万股（注：相当于当时总股本的 5%）永升生活服务股份。收购完成之后，旭辉控股集团持有永升 26.5% 的股份，而林氏家族持股比例减至 23.6% 的

同时将表决权全权委托予旭辉控股集团。因此，在交易完成之后旭辉控股集团合计持有永升生活服务 50.12% 的投票权，从而构成对于永升生活服务的实际控制，达成并表条件。与此同时，公司品牌名称也由“永升服务”更名为“旭辉永升服务”，标志着“旭辉+永升”品牌全面协同发展。

我们认为，在股权架构变更之后，公司将与旭辉控股集团深度绑定、利益一致。在业务层面上，旭辉控股集团的品牌、资源、业务布局都将有助于公司获取新项目、开展城市服务业务。

图 5：公司股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网，华金证券研究所

### （三）公司经营情况概览

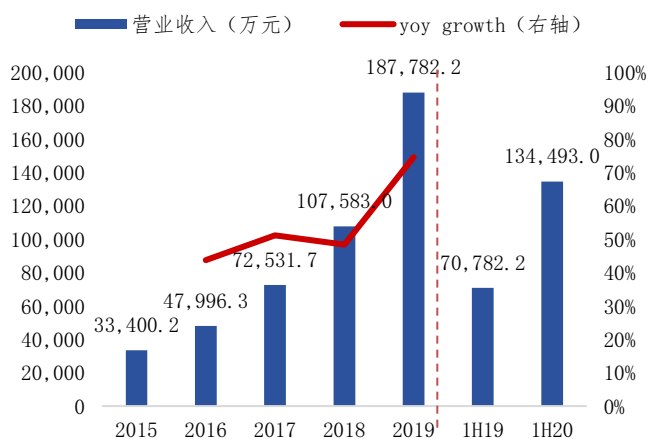
#### 1、经营业绩持续高增长

2019 年，永升生活服务实现营业收入 18.8 亿元，同比增长 74.5%，2015-2019 年复合增长率高达 54.0%；同一年，公司实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 122.7%，2015-2019 年复合增长率 94.8%。

2020 年上半年，公司录得营业收入 13.5 亿元，同比增长 90%；实现归母净利润 1.7 亿元，较去年同期增长了 8067 万元，同比增速为 89.1%。

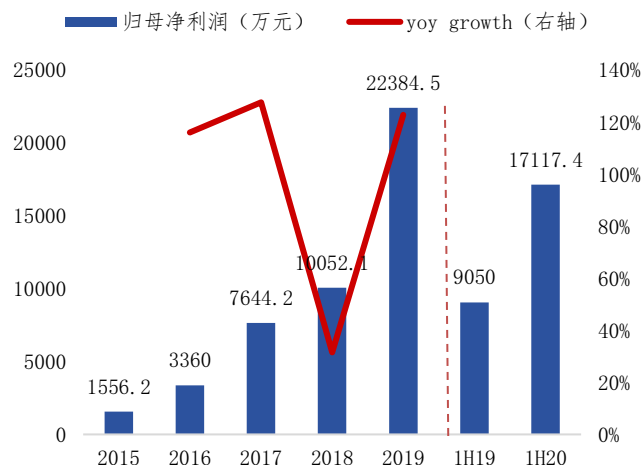


图 6: 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 7: 归母净利润及增速

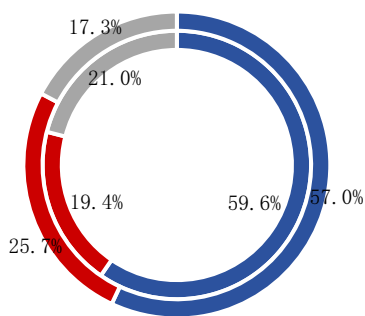


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司将营业收入分类为物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务。得益于管理面积的快速扩张, 公司 2019 年基础物业服务录得收入 10.7 亿元, 同比增长 60.5%, 占当年总收入的 57%, 首次低于 60%, 其主要原因是社区增值服务业务的表现更为突出。当年, 公司社区增值服务业务实现营业收入 4.8 亿元, 同比大幅增长 143.5%, 而 2020 年上半年尽管受到了新冠疫情的负面影响, 但社区增值服务业务仍然实现了 84.6% 的营收同比增速。此外, 非业主增值服务业务稳健发展, 2019/2020H1 的营收占比分别为 21.0%/17.3%。

图 8: 三项业务收入占比 (外圈 2019, 内圈 20H1)

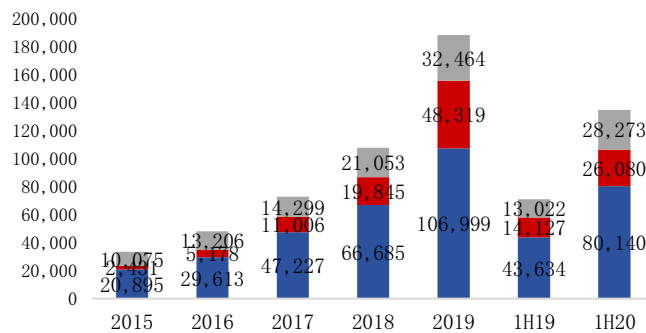
■ 物业管理服务 ■ 社区增值服务 ■ 向非业主提供的增值服务



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 9: 三项业务收入结构 (万元)

■ 物业管理服务 ■ 社区增值服务 ■ 向非业主提供的增值服务

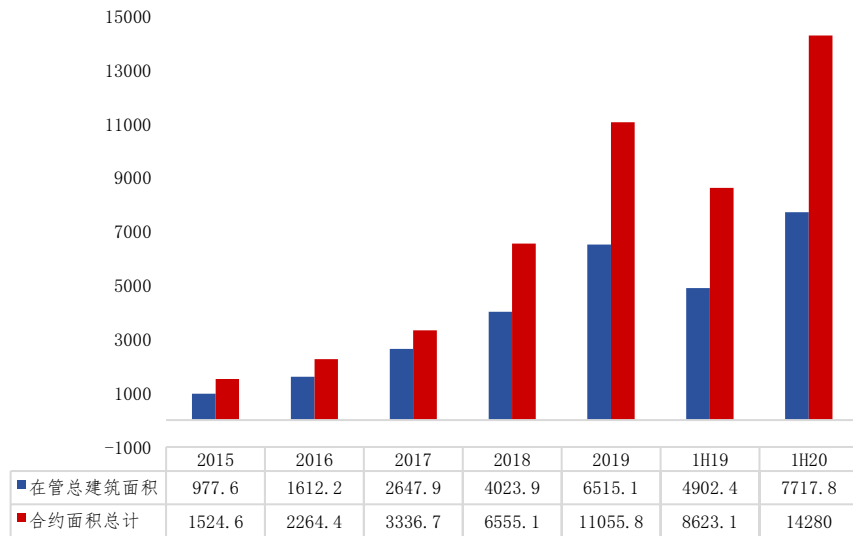


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司的在管建筑面积、合约建筑面积均保持了高速增长。截止至 2019 年底, 公司在管面积达 6515 万平方米, 2015-2019 年复合增速为 60.7%; 合约面积录得 1.10 亿平方米, 同期复合增速为 64.1%。

2020 年上半年, 公司在管建筑面积环比 2019 年底增长了 1203 万平方米, 同比去年同期增长了 57.4%; 其中来自第三方的新增在管面积 1131 万平, 总计达 5877 万方, 占总在管面积的 52.2%。期内, 合约建筑面积环比 2019 年底增长了超 3000 万平方米, 达到 1.43 亿平方米。

图 10: 公司在管面积和合约面积快速发展 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

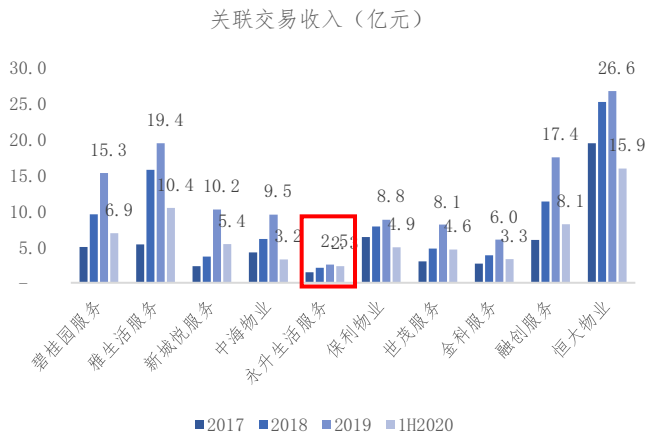
## 2、关联交易占比低, 盈利质量高

随着港股物业管理板块的不断扩容, 投资者对于盈利质量的关注度与日俱增, 主要体现在关联交易及非业主增值服务方面。经过横向对比, 我们认为永升生活服务的业绩含金量在主要港股上市物管企业中处于领先水平。

**关联交易:** 根据中国指数研究院, 2019 年物业管理百强企业中有开发背景的企业数量占比近 80%, 且这些物管企业的管理面积约 60%来自关联房企。除了基础物业服务之外, 物管企业通常向关联房企提供非业主增值服务, 因此物管企业与关联开发商之间的关联交易十分频繁。

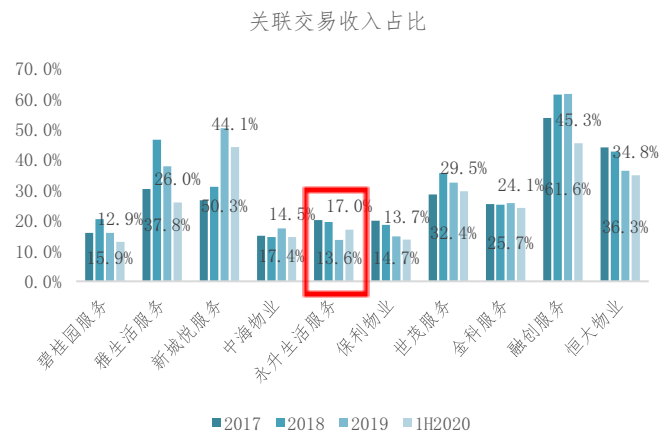
2019 年/2020 上半年, 公司自旭辉控股集团直接获取的营业收入分别为 2.5/2.3 亿元, 营收占比分别为 13.6%/17.0%, 在主要港股上市物管企业中仅高于绿城服务 (注: 绿城服务与绿城中国并不构成关联关系)。

图 11: 部分中大型物管上市企业关联交易实现的营业收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 12: 部分中大型物管上市企业关联交易实现的营业收入占比

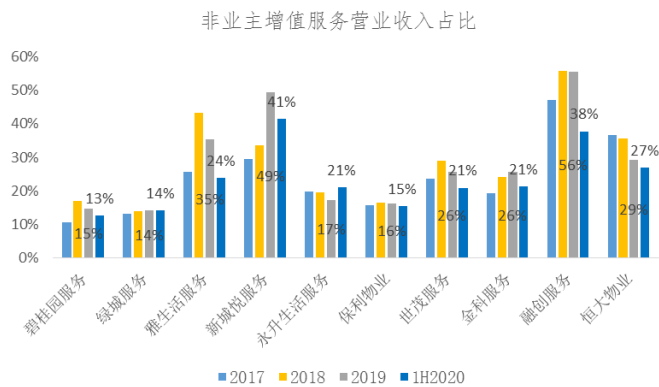


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

**非业主增值服务：**非业主增值服务主要包括案场协销服务、地产开发项目前期规划及设计咨询服务等，其发展趋势与关联地产企业的经营周期紧密相关，业务的持续性和稳定程度与基础物业服务、社区增值服务相比存在明显的差距。

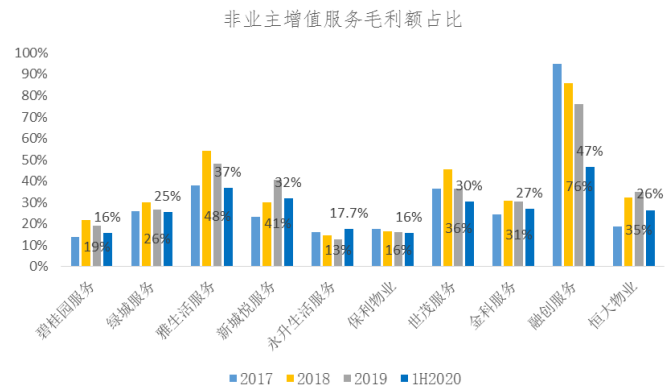
2019年/2020上半年，公司非业主增值服务的营收占比分别为**21.0%/17.3%**，毛利占比分别为**13.6%/17.7%**，毛利占比在主要港股上市物管企业中处于最低水平。我们尝试对公司非业主增值服务做进一步的拆分，2019年约**39%**的非业主增值服务收入来自于第三方地产开发商，且2015-2019年第三方贡献的非业主增值服务收入复合增长率高达**181%**。此外，在非业主增值服务的毛利率方面，永升生活服务亦低于行业平均水平，关联交易定价机制公允。

图 13：主要港股物管上市企业非业主增值服务营业收入占比



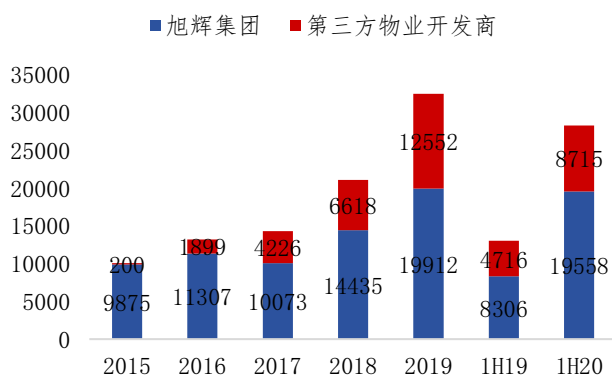
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：主要港股物管上市企业非业主增值服务毛利占比



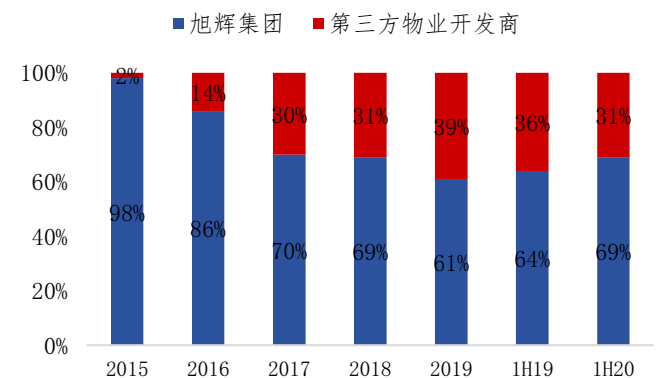
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：非业主增值服务按开发商类型划分（万元）



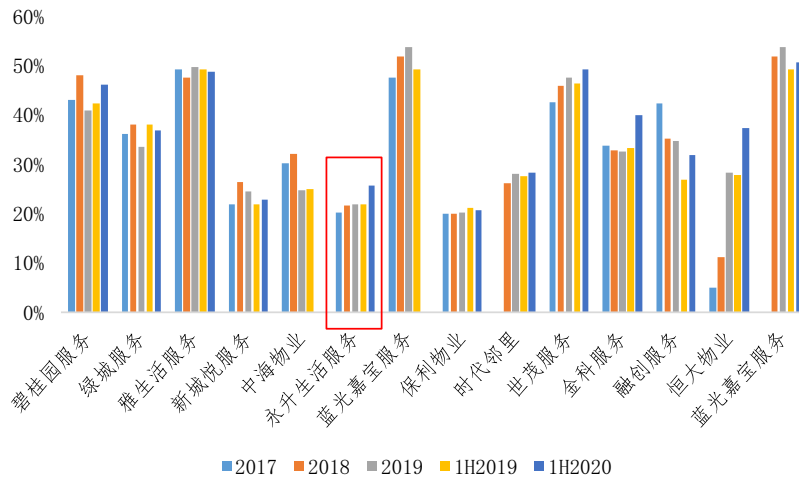
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：非业主增值服务关联方占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：非业主增值服务毛利率



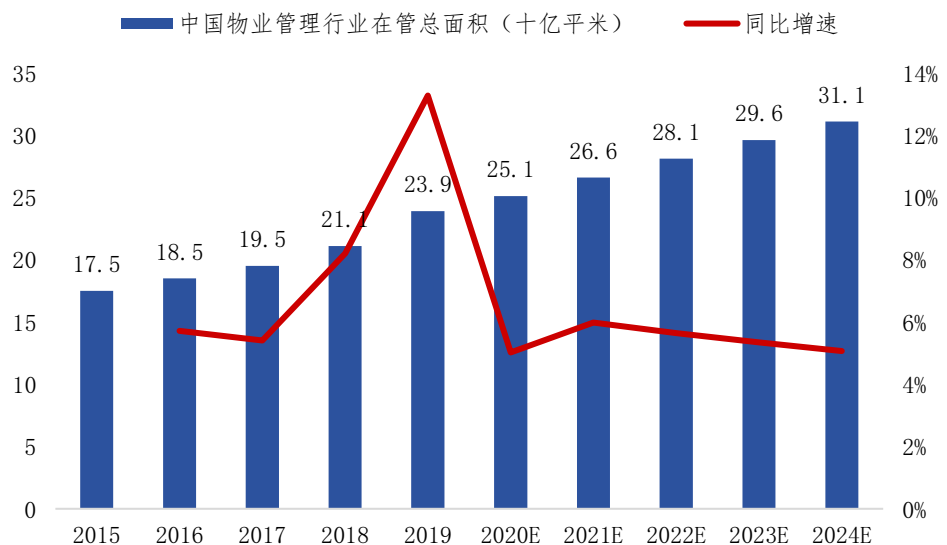
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、物管行业的现状与趋势

### （一）行业现状

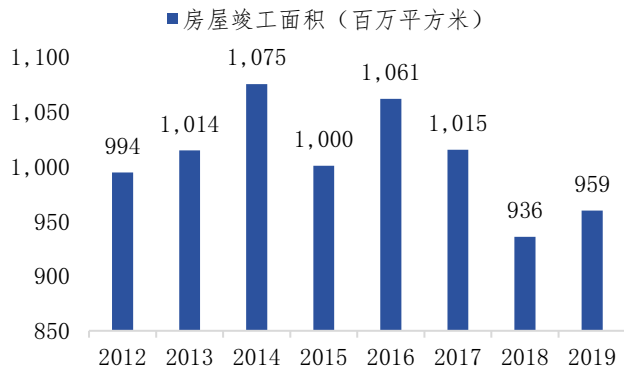
根据中国指数研究院，2019 年中国物业管理行业在管总面积达到了 239 亿平方米，2015-2019 年间复合增长率为 8.1%。过去三年，中国商品房销售面积稳定在 17 亿平方米，叠加公共建筑的持续增长，两者将共同推动中国物业管理行业的规模持续扩容。中指院进一步预测，2024 年中国物业管理行业在管总面积将达到 311 亿平方米，2019-2024 年间复合增长率为 6.8%，行业仍将享有规模红利。

图 18：2015-2024 物管行业管理面积规模及增速



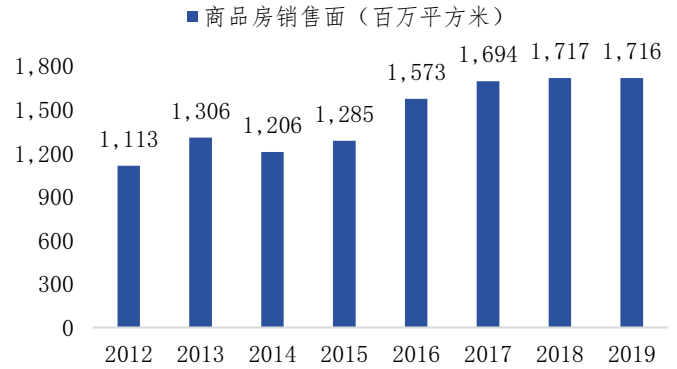
资料来源：中国指数研究院，华金证券研究所

图 19: 2012-2019 全国房屋竣工面积



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 2012-2019 全国商品房销售面积

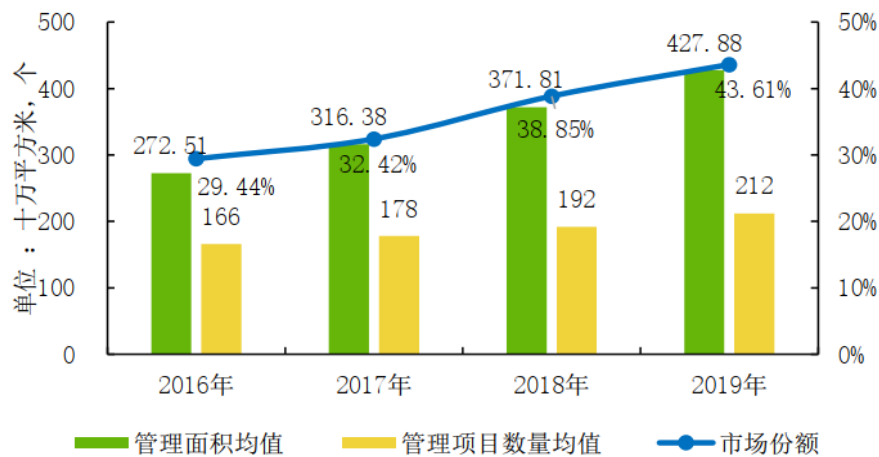


资料来源: Wind, 华金证券研究所

中国物业管理行业呈现出清晰的“大行业、小公司”竞争格局。根据中指院，2019 年物管行业百强企业市场份额为 43.61%，CR10 为 9.22%，行业集中度低。我们估算，碧桂园服务作为中指院百强榜单排名第一的企业，2019 年在管面积市场份额、基础物管服务收入市场份额分别仅为 1.15%、1.35%。

另一方面，百强物管企业的入围门槛正在提升，并与中小物管企业不断拉开经营差距。2019 年，百强物管企业平均管理项目数量均值为 212 个，较 2016 年提升 36 个；管理面积均值达 427.8 万平方米，较 2016 年提升约 2000 万平方米；百强企业市场份额扩大至 43.6%，较 2016 年提升了 17.2 个百分点。

图 21: 百强企业管理面积均值、项目均值、市场份额



资料来源: 中国指数研究院, 华金证券研究所

## (二) 行业未来

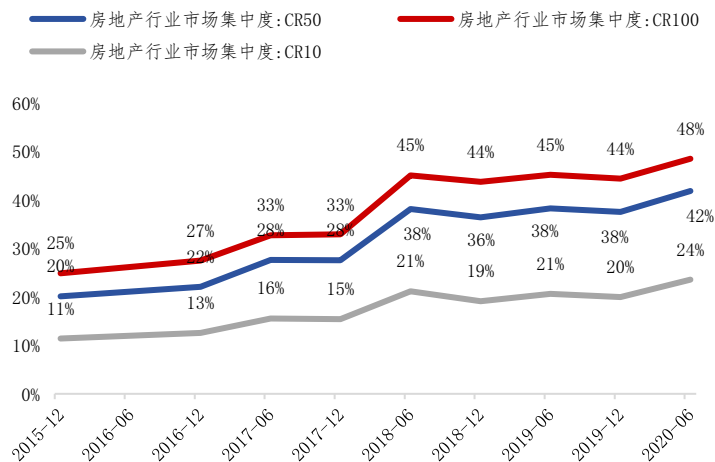
### 1、马太效应继续，龙头加速掠夺市场份额

我们认为，物业管理行业仍将显现极强的马太效应，龙头企业将延续市场集中度提升之态势，主要驱动因素包括：①上游地产行业集中度提升的驱动带动下游物管企业的集中度提升；②物管企业的品牌效应推动；③资本流入助推兼并整合。

### (1) 房地产开发行业市场集中度提升：

2019年，全国商品房销售面积和销售金额分别为17.2亿平方米和16.0万亿元。其中，TOP100房企销售面积市占率由2014年的22.3%提升至2019年的44.4%，并进一步增长至2020年前6月的48.5%；销售金额方面，TOP100房企市占率由2014年的37.8%提升至2019年的63.5%，并进一步增长至2020年前6月的67.2%。

图 22：销售面积集中度

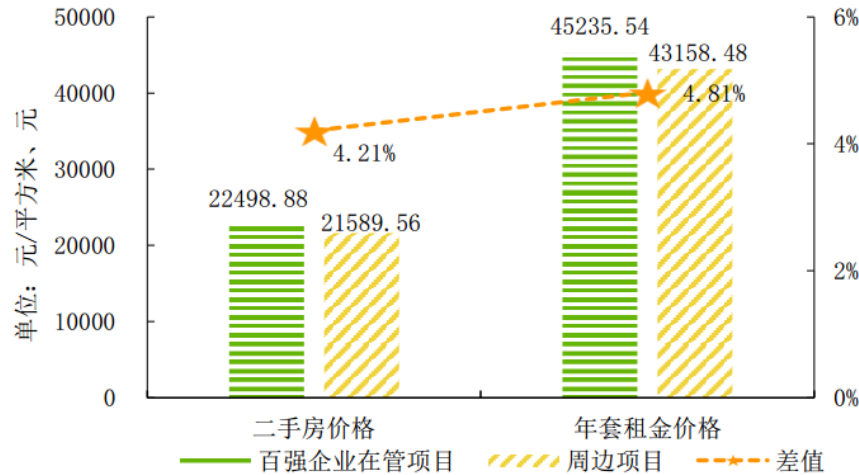


资料来源：wind，华金证券研究所

### (2) 注重服务品质的物管企业将凭借品牌力扩大市场份额：

随着社会大众对于品质生活的持续追求以及对于物业管理内涵理解的不断加深，物业管理的消费属性正在被激发。我们认为，无论是第三方开发商将物管项目交予第三方，还是业主委员会聘任新的物业管理方，其本质是业主因对美好生活的向往而对品质化物业管理服务的追求。根据中指院的统计，百强物管企业在管项目的二手房价格、年套租金价格相较周边项目溢价4.2%、4.8%。

图 23: 2019 年百强企业在管项目二手房售价、租金与周边项目均价比较

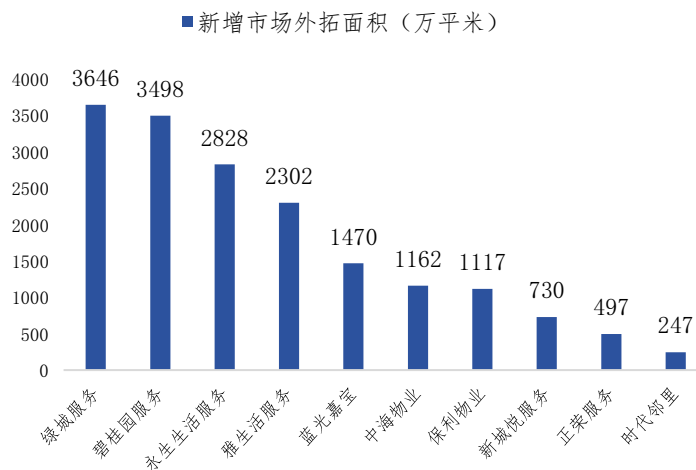


资料来源：中指院，华金证券研究所

物业管理行业的规模效应更多体现在企业中后台能力的建设之上，进而反映在前端业主居住体验的差别之上，并最终积累并沉淀在物管企业的产品体系和品牌认知度上。根据我们重点跟踪的物企数据显示，在 2020 年上半年新增第三方外拓面积上，排名前三的物管企业分别是绿城服务（3646 万平米）、碧桂园服务（3498 万平米）和永升生活服务（2828 万平米），三者在业内均享有优质的物业服务口碑。

另一方面，物业管理行业正处于由劳动密集型向技术密集型转型的关键时间窗口，马太效应将更为明显，龙头物管企业凭借积极的软件技术、硬件设备的投入，将逐步在前台业主体验和中后台运营能力上拉开与中小物管企业之间的竞争优势，推动市场集中率的持续提升。

图 24: 1H20 新增市场外拓面积

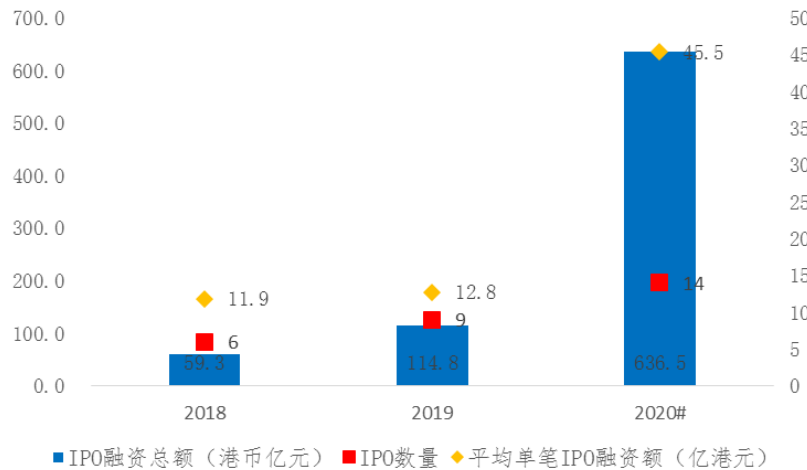


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### (3) 资本流入，加速兼并整合：

2020 年，港股主板共有 15 家物管企业完成 IPO，首发募集金额共计 636.5 亿港元，远超 2018/2019 年的 59.3/114.8 亿港元。从公司质地上看，2020 年完成上市的物管企业中不乏恒大物业、金科物业、华润万象生活等位列中指院“2020 中国物业服务百强企业名单”Top15 的大型物管企业。

图 25: 2018-2020 年物管企业 IPO 统计



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (注: 2020 年数据截止至 2020 年 12 月 14 日)

从募集资金投向上来看, 大部分上市物管企业将战略收购及投资作为最为重要的募资目的。以 2020 年四季度上市的 6 家中大型物管企业为例, 均预计将募资净额的 55-65% 用于战略收购及投资。此外, 绿城服务、永升生活服务、碧桂园服务等公司也于今年通过配售方式筹集资金, 为未来潜在并购准备弹药。

表 2: 近期大型物管 IPO 募资投向 (注: 数据截止至 2020 年 12 月 11 日)

股票代码	公司名称	上市日期	募资金额 (亿港元)	募资目的
3913.HK	合景悠活	2020-10-30	30.25	战略收购及投资 (60%)、升级智能服务系统 (25%)、丰富增值服务 (10%)、营运资金 (5%)
0873.HK	世茂服务	2020-10-30	99.48	收购及投资 (55%)、推出城市管理服务 (10%)、推出增值服务 (15%)、信息技术系统及智慧技术 (5%)、人才建设 (5%)、营运资金 (10%)
1516.HK	融创服务控股	2020-11-19	80.04	物业管理或社区运营相关公司的投资及并购 (65%)、升级智能管理及服务系统 (15%)、拓展社区增值服务 (10%)、营运资金 (10%)
9666.HK	金科服务	2020-11-17	59.41	战略投资及收购 (60%)、升级数字化及智慧管理系统 (10%)、增值服务 (20%)、营运资金 (10%)
6666.HK	恒大服务	2020-12-02	142.70	战略收购及投资 (65%)、开发增值服务 (15%)、升级信息系统及设备 (8%)、招聘及培养人才 (2%)、营运资金 (10%)
1209.HK	华润万象生活	2020-12-09	122.65	战略投资及收购 (60%)、增值服务及上下游产业链战略投资 (15%)、投资信息技术系统和智能化社区 (15%)、营运资金 (10%)

资料来源: 公司资料、Wind, 华金证券研究所

## 2、多业态扩张, 扩大经营边界

### (1) 非住宅业态

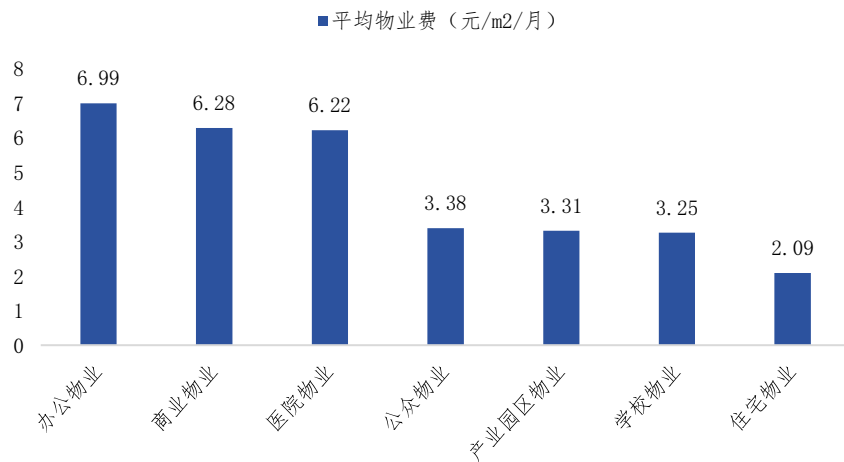
中大型龙头物管企业大多以住宅业态起步, 目前正在大力进军非住宅业态。中指院数据显示, 百强物管企业的在管项目中, 非住宅业态的面积占比由 2018 年的 26.1% 上升至 2019 年的 31.1%, 未来有望进一步大幅提升。

非住宅业态主要包括商业物业、商务物业、园区物业和公建物业等业态, 多条细分赛道正处于蓝海阶段, 并开始吸引中大型物管企业加大布局力度。相较于住宅业态, 非住宅业态的进入壁



垒门槛更高、准入门槛更高，最终也反映在了更高的项目平均单价。同时，非住宅业态的提价难度通常低于住宅业态，尤其是商业物业、商务物业的业主价格敏感度较低。

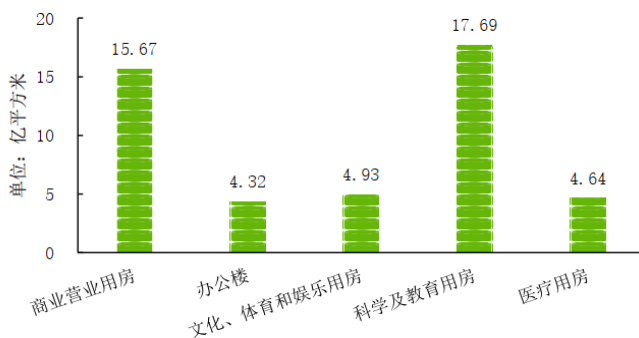
图 26：2019 年百强企业分物业种类物业费平均值



资料来源：中国指数研究院，华金证券研究所

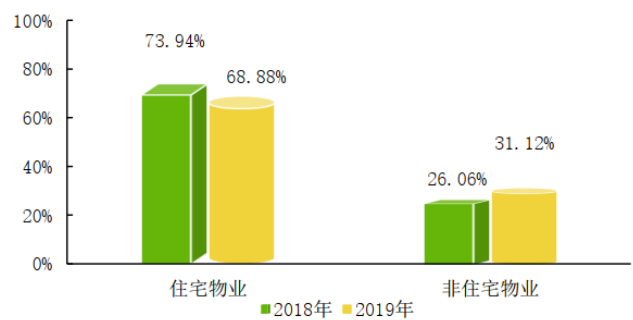
从市场空间上看，2000-2019 年全国商业营业用房、办公楼、科学及教育用房累计竣工面积 15.67/4.32/17.69 亿平方米，全国各类产业园区数量超过 1.5 万个，非住宅业态市场空间广阔。

图 27：2000-2019 年全国部分非住宅领域累计竣工面积



资料来源：中国指数研究院，华金证券研究所

图 28：18-19 年百强企业住宅和非住宅的管理面积占比



资料来源：中国指数研究院，华金证券研究所

## (2) 城市服务

为了推进城市治理体系和治理能力现代化，自 2017 年以来多个城市出台了相关政策以推动城市精细化管理落地，物业管理企业也借政策东风，顺势开拓了与现有业务重叠度较高的城市服务新赛道，尤其是同为轻资产模式且竞争格局分散的市政环卫领域以及老旧小区改造领域。

我们认为，头部物管企业进军城市服务领域的主要优势有四点：①龙头物管企业通常具备更加完善的组织架构和成熟的激励体制，经营效率突出；②龙头物管企业资金实力雄厚，可以通过并购整合的方式弥补在专业能力和项目经验上的劣势；③龙头物管企业通常背靠关联房企，或能借助关联房企在项目所在地的资源禀赋；④龙头物管企业重视科技投入，有能力在未来与地方政府共同打造智慧城市的发展目标。

表 3：部分龙头物业公司城市服务案例

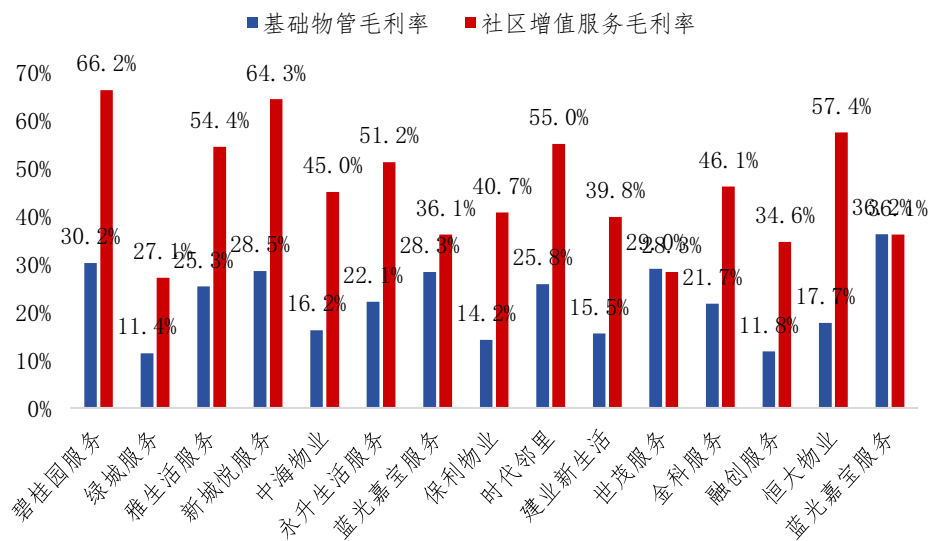
物业公司	万科物业	碧桂园服务	永升生活服务
业务品牌	万物云城	城市共生计划	悦泽公众
具体服务内容	环卫保洁，垃圾清运，园林绿化，基础设施养护，城中村管理，公共资源经营，公共服务等	环卫保洁，垃圾清运，园林绿化，物业弃管老旧小区保洁等	政府机关、医院机构、产业园区、展览场馆、交通枢纽等
单项目面积	横琴新区保洁面积 427 万平	寿阳县保洁面积 400 万平	-
单项目金额	横琴新区市政管养项目 3 亿元/年	3000-4000 万元/年	-
拓展模式	与国资成立合资公司承接总包，亦将在北上广深渝试点通过招投标承接单个项目	招投标承接项目	成立合资公司承接单个项目，招投标承接项目

资料来源：各公司官网，华金证券研究所

### 3、社区增值服务勾画第二增长曲线

对于物管企业而言，基础物业服务的毛利率水平有限（行业平均约为 20%），且随着时间推移及人力成本的增长，存量项目的毛利率水平或有向下压力，部分定价较低的项目或产生亏损，经营困境亟待破局。

图 29：重点物管企业基础毛利率和社区增值服务毛利率对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

另一方面，社区是天然优质的“私域流量”，对于物管企业而言，在低获客成本之下，如果能够有效识别业主的痛点并行之有效地组织起商业范式以满足业主的需求，那么社区增值服务对于单个物业管理项目盈利模型的提升是值得期待的，是当之无愧的“第二增长曲线”。

以一个 10 万平方米的项目为例，假设该项目物业管理费为 3 元/m<sup>2</sup>/月，那么项目的物业管理费收入为 360 万元（假设收缴率 100%），以 20% 的毛利率计算，那么基础物业服务贡献的毛利额为 72 万元。如果该项目能产生 1 元/m<sup>2</sup>/月的社区增值服务收入，那么项目的社区增值服务收入为 120 万元，以 50% 的毛利率计算，那么社区增值服务贡献的毛利额为 60 万元。也就是说，社区增值服务对于该项目的收入、毛利额的增量贡献分别为 33.3%、83.3%。

表 4：社区增值服务对于单盘收入、毛利贡献度演绎

业态	品牌名称
在管面积（万平方米）	10
平均物业管理费（元/平米/年）	36
基础物业总收入（万元）	360
基础物业毛利率	20%
<b>基础物业毛利额（万元）</b>	<b>72</b>
社区增值服务年化每平米收入（元/平米/年）	12
社区增值服务总收入（万元）	120
社区增值服务毛利率	50%
<b>社区增值服务毛利额（万元）</b>	<b>60</b>

资料来源：华金证券研究所

图 30：社区增值服务对于项目毛利额贡献率的敏感性分析

	社区增值服务年化每平米收入（元/平米/年）					
	83%	8	10	12	14	16
社区增值 服务 毛利率	40%	44%	56%	67%	78%	89%
	45%	50%	63%	75%	88%	100%
	50%	56%	69%	83%	97%	111%
	55%	61%	76%	92%	107%	122%
	60%	67%	83%	100%	117%	133%

资料来源：华金证券研究所

### 三、公司竞争优势解析

#### （一）以人为本的人力资源管理

我们认为，物业管理行业兼具轻资本运营和人力密集的特性，物管企业之间除了资源禀赋的差距（主要体现在关联房企的实力），**核心管理层的经营理念、人才的培养体系的搭建以及员工激励制度将是最终决定一家物管企业经营天花板的至关重要的因素。**

##### 1、顶尖职业经理人奠定经营理念

公司核心管理团队从业经验丰富，其中董事会主席及执行董事林中先生为旭辉集团控股的创始人，主要负责公司策略的制定和业务方向的规划；首席财务官及执行董事周迪先生先后在龙湖集团、正荣集团、旭辉集团控股任职，有着丰富的地产、物管行业从业经验。

2017年12月，周洪斌先生以总裁及执行董事加入永升生活服务。周洪斌先生拥有超过20年从业经验，曾于2007-2014年担任龙湖物业（注：2019年中国物业服务百强企业排名第7，管理规模超过4亿平方米）董事会主席、总经理。在加盟公司之前，周洪斌先生曾担任北京千丁互

联科技有限公司（注：一家通过物联网、SaaS 等技术手段探索社区增值服务的领先企业）高级副总裁。

我们认为，周洪斌先生是公司近年以来得以高速且高质量发展的灵魂人物，一方面凭借丰富的物业管理从业经验，周先生帮助公司梳理服务流程、树立品牌体系，确立“没有满意就没有生意”的经营理念，另一方面作为社区增值服务的绝对专家，周先生坚持“有所为，有所不为”，带领公司社区增值服务业务跻身行业第一梯队。

此外，周洪斌先生提出了“五年十倍”的经营目标（注：2023 年归属公司股东净利润较 2018 年增长 10 倍，即 2023 年归属公司股东净利润超过 10 亿元），并推动薪酬及激励体系的改革以引入不同行业的人才加入，极大地提升了人力资源结构。

## 2、极具市场竞争力的股权激励计划

上市物管企业在人才激励方面具有显著优势，可以通过股权激励计划将核心员工深度绑定并充分激发其潜能。通过横向比较，我们认为永升生活服务的股权激励计划是全行业最为“慷慨”的之一，与碧桂园服务、金科服务同处行业第一梯队。

具体而言，公司于 2019 年 6 月采纳股份奖励计划，由林峰先生全资持有的 Best Legend 通过信托方式推出，合计授予 2.87 亿股，并由 Best Legend 直接将奖励股份授予符合资格的公司主要管理层或为公司作出特别贡献的人士，目前该计划已覆盖约 100 人。

从股权奖励的力度上看，Best Legend 最初 2.87 亿股占当时公司总股本的 18.68%，系已上市物管企业中的最高水平，若按照 2020 年 12 月 29 日收盘价计算，上述股权奖励的价值高达 48.7 亿港元，仅低于碧桂园服务的 67.4 亿港元。

截止至 2020 年 6 月，Best Legend 已行使 1.15 亿股，剩余 1.72 亿股供以激励。目前，周洪斌先生通过股权激励计划已持有 3538.35 万股公司股份，对应的持股比例为 2.12%。

表 5: Best Legend 变动情况

截止至	剩余普通股股数（万股）	占已发行股本百分比
2019 年 6 月 30 日	28700	18.68%
2019 年 12 月 31 日	18855	12.27%
2020 年 6 月 30 日	17168	10.28%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 6: 公司高级管理团队持股情况（截止至 2020 年 6 月 30 日）

董事姓名	职位	拥有权益的普通股股数（万股）	占已发行股本百分比
林中先生	董事会主席, 执行董事	94268	56.43%
林峰先生	副主席, 非执行董事		
周洪斌先生	执行董事	3538	2.12%
周迪先生	执行董事	129	0.08%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3、完善的人才招聘及培训体系

我们认为，人力资源是物业管理企业的核心竞争力，关系到企业中后台基础能力的建设以及前台服务流程的落地。公司采取“人才优先”策略，坚持组织变革，推行分层分类的人才供应体系以吸引跨行业高素质人才加盟公司，并通过“永动力”校园招聘计划储备管理人才。根据招股资料，当时（2018年12月）公司超过12.4%的员工持有学士学位或以上学历，高于2018中国物业百强企业的平均数9.8%。

以“永动力”校园招聘为例，我们认为公司对于优秀应届生的吸引力主要体现在：①明确的三年晋升计划（注：第一年项目/职能专员，第二年项目/职能主管，第三年项目/职能经理）、②完善的培训体系（注：包括300门线上课程、7天集训营、高管教带、轮岗训练等）、③公司在高速成长过程中赋予新人的发展空间、④全国性平台（注：超过84个城市业务布局）。

而在员工培训方面，公司通过新员工入职培训、岗位专业技能培训、后备梯队综合能力培训、在职管理人员核心能力进阶培训等，不仅加强了员工的专业能力建设，也令公司的经营理念、企业文化与核心价值观全员扎根，最终确保了公司在业务层面高效的落地能力。

图 31：员工培训计划



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：“永动力”三年晋升计划



资料来源：公司官网，华金证券研究所

## （二）以四轮驱动为战略核心，多渠道拓展规模

在业务扩张上，公司采取“四轮驱动”的方式实现了经营规模的高速扩张，2015-2020上半年合约建筑面积、在管建筑面积的复合年化增长率分别达到64.4%、58.3%。

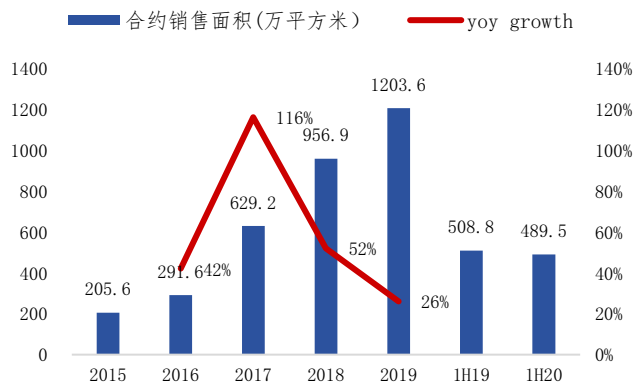
“四轮驱动”分别为：①第三方外拓所获得的项目、②母公司旭辉控股集团开发的物业项目、③与第三方开发商建立合资公司取得的项目及④战略性收购所获得的项目。

公司认为理想状态之下的业务获取结构为“5（第三方外拓）:2（母公司）:2（合资公司）:1（并购）”，即以市场化外拓为主要战略，以品质促规模，以规模促利润。

### 1、旭辉控股集团提供稳定项目源

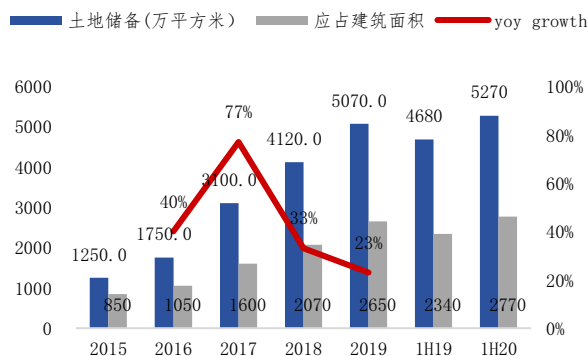
旭辉控股集团的地产板块近年以来快速发展，合约销售面积由 2015 年的 205.6 万平方米快速增长至 2019 年的 1203.6 万平方米，CAGR 56%。截止至 2020 年上半年，旭辉地产拥有合计及应占建筑面积分别约为 5270 万、2770 万平方米的土地储备。

图 33: 旭辉控股集团销售面积



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

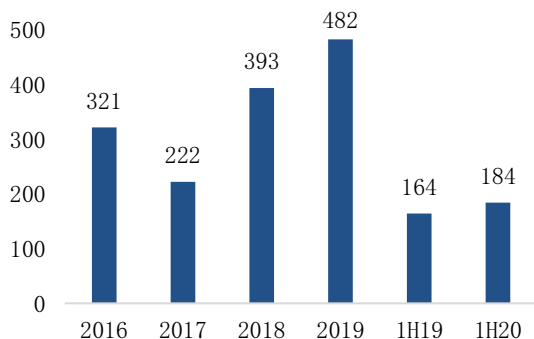
图 34: 旭辉控股集团土地储备面积



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

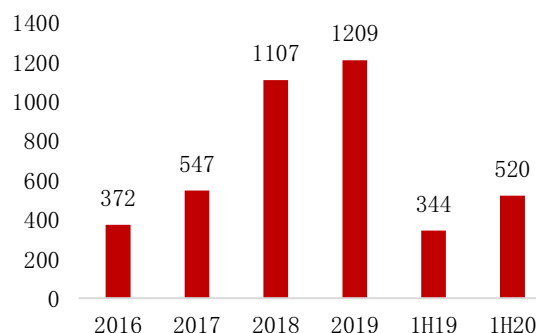
近年来，旭辉地产向永升生活服务提供了稳定且高质量的物管项目支持，通常将 85% 以上的合约销售面积交予公司管理。其中，2019 年公司从旭辉地产获取合约建筑面积及在管建筑面积分别为 1209、482 万平方米，分别占到当年整体的 26.9%、19.3%。2016-2019 年间，公司从旭辉地产获取的合约建筑面积、在管建筑面积复合增长率分别为 48.1%、14.5%。

图 35: 来自旭辉集团的在管净增长面积（万平方米）



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 36: 来自旭辉集团的合约净增长面积（万平方米）



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

需要注意的是，2020 年 8 月，住房和城乡建设部及中国人民银行共同举行专题研讨会并提议实施限制规定，规范房地产公司的计息负债与融资活动增长水平，提出了地产融资新规“三条红线”。财报显示，旭辉控股集团于 2020 年 6 月 30 日的净负债率 63.2%，现金短债比 2.4 倍，而剔除预收款后的资产负债率为 74%，略高于红线 4 个百分点。我们认为，旭辉控股集团的资产负债表较为稳健，董事会主席林中先生承诺 2021 年年中即可将资产负债率指标控制在 70% 以下。

表 7: 地产融资新规“三条红线”

三条红线	财务比率监管要求
第一道红线	资产负债率（不包括客户预付款）不超过 70%
第二道红线	净负债率不高于 100%
第三道红线	现金短债比不低于 1.0 倍

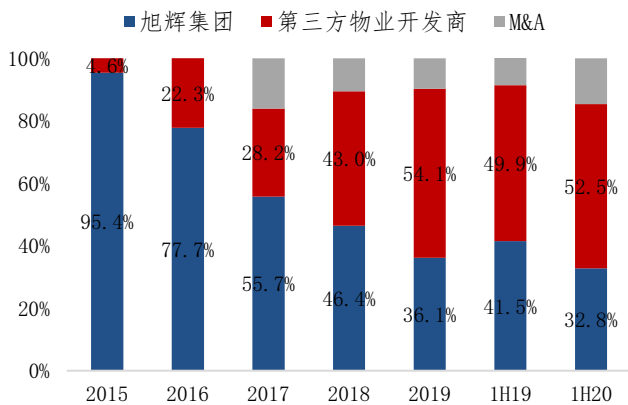
资料来源: 住建部&央行, 华金证券研究所

## 2、品质为矛，第三方项目拓展能力突出

### (1) 已被验证的第三方项目拓展能力

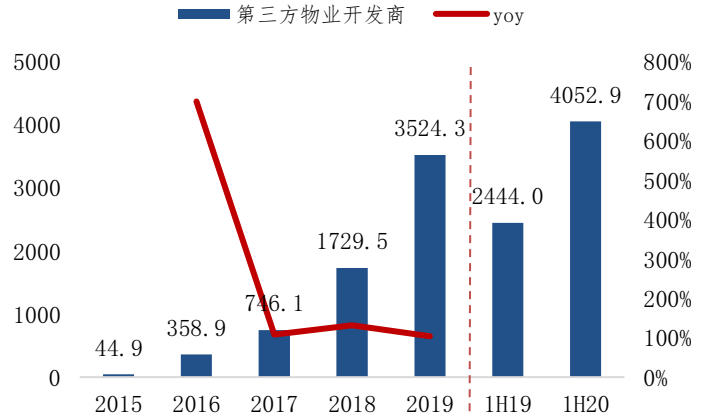
2017/2018/2019/2020 上半年，公司在管建筑面积中第三方项目的贡献量（注：不包括收并购产生的面积）分别为 746 万/1730 万/3524 万/4053 万平方米，而第三方项目在管建筑面积的占比已从 2015 年的 4.6% 快速提升至 2020 上半年年的 52.8%，成为公司最主要的业务获取来源。

图 37：公司按物业开发商类型划分在管面积占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

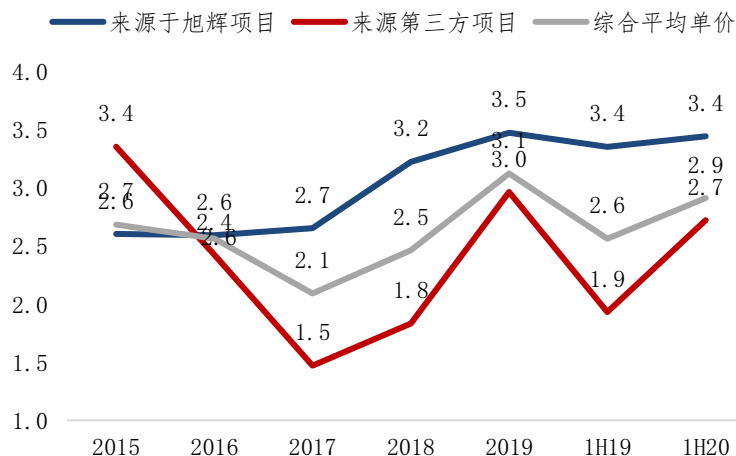
图 38：第三方项目在管建筑面积（万平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

另一方面，公司第三方项目质地优异，2019 年第三方项目的物业管理费平均价格高达 2.96 元/平米/月，同比增长 61.7%，显著高于行业平均水平。

图 39：物业费按开发商类型来分



资料来源：公司公告，华金证券研究所

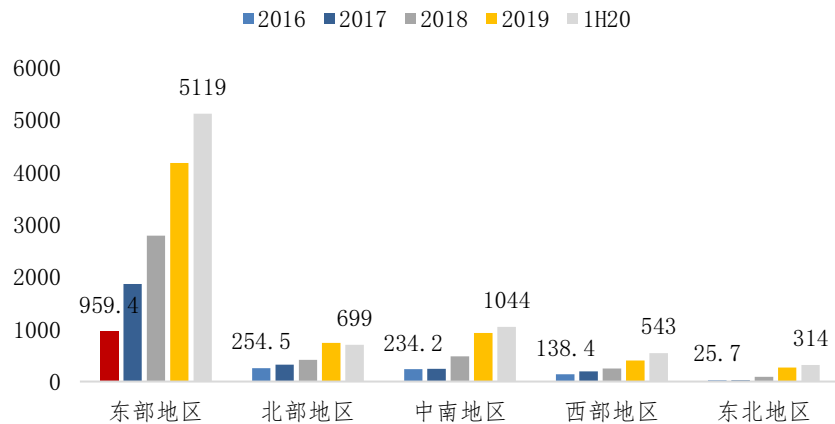
### (2) 品质为矛，优势区域深耕进行时

我们认为，永升生活服务突出的第三方项目拓展能力是品牌价值的体现，符合消费升级背景之下社会大众对于品质物业服务的追逐趋势。

目前，公司已在长三角为中心的东部区域建立了一定的品牌认知度并持续深耕，2020 上半年东部区域在管建筑面积为 5118 万平方米，同比增长 77.9%，在管建筑面积占比达到 66.3%。

根据 2020 年 7 月发布的《2020 上海市物业管理行业发展报告》，旭辉永升服务斩获 2020 上海市物业服务综合百强企业第一名，多种经营能力、净利润规模位居上海市物业管理企业首位，而在管项目数量、在管建筑面积、营业收入等经营指标位居上海市物业管理企业的第二名。

图 40：公司分地区在管面积情况（万平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 案例研究：上海市静安区四方新城小区

#### ① 存量盘第二个合同期成功实现提价：

四方新城小区位于上海市静安区巨鹿路（原法租界中心地段），建造于 1997 年，是上海市中心区域早期建成的豪华型公寓之一。

2009-2017 年，该项目由上海复欣物业管理发展有限公司管理长达 8 年。2016 年年中，该小区曾出现一起流浪猫集体暴毙事件，根据媒体报道，当时小区业主广泛认为系复欣物业所为，致使业主与物业方产生不可调和的矛盾。

2017 年 7 月 1 日，永升生活服务接替复欣物业成为四方新城的新任物业管理方。经过 2 年努力，永升团队获得了四方新城业主的广泛认可，并于 2019 年 8 月与四方新城业主委员会签订了第二期《物业服务合同》。其中，物业管理费由原先的 3.1 元/平米/月提价至 3.9 元/平米/月，调价幅度达到 25.8%。值得一提的是，是次物业管理费调整获得了总票数 90.2%、总面积 85.8% 的高同意率。

#### ② 归因分析：

我们试图通过微信公众号“上海四方新城业委会”（建立于 2019 年 8 月新《物业服务合同》签订之后）窥究永升物业入驻之后的经营亮点，并以以下两点为例：

**对待公共收益的透明化管理：**永升物业将每季度公共收益账户的收支情况主动向业主委员会公示，对账单上明确记录有当期业主公共收益的收支款项、对应金额及期末余额等数据，最大限度地做到了公开透明的管理模式，增强了业主对物业公司的信任感及满意度。与之相对的是，复欣物业在退出时曾拖欠业主预付的物业管理费、车位费。



图 41：四方新城小区公共收益对账单

资料来源：上海四方新城业委会，华金证券研究所

**面对突发问题积极采取行动：**2019年11月初，四方新城小区地下车库发生一起电瓶车起火事件，永升物业立即启动火灾突发事件应急预案组织灭火，并第一时间拨打了119火警以保障居民安全，事后积极配合消防部门查找火灾原因。

2019年12月，为加强小区电瓶车的有序、安全停放，永升物业在电动车棚内统一安装电瓶车充电桩。疫情过后的2020年4月，根据有关部门的要求，永升物业正式启动了消防工程修复工作，考虑到该起施工耗资200.5万元，永升物业作为监督者全程跟踪消防维修工程的进展情况至今，确保业主利益。

表 8：小区电瓶车起火事件时间线

日期	具体事件
2019年11月7日	小区突发电瓶车起火事件，物业保安及时发现，并拨打119火警
2019年11月11日	根据业主委员会的要求，永升运营总监至小区参加会议，为小区购置一批感应式自动灭火球，预计于14日完成安装工作。
2019年11月14日	永升物业就起火事件发布《致四方新城业主的一封告知书》，就当前进展及改进措施做出说明和汇报。
2019年12月24日	永升物业对该小区1/2/3号楼非机动车棚内安装电瓶车充电桩，以规范小区非机动车的有序停放
2020年4月21日	永升物业发布《四方新城消防工程修复施工合同》公示，工程合同总价200.5万元。
2020年7月20日	永升发布第一次消防维修工程进度播报，此后每周或双周都会播报工程进度。

资料来源：上海四方新城业委会，华金证券研究所

### (3) 非住宅业态是重要补充

永升生活服务以住宅业态起家，尽管不同业态在服务内容上存在显著区别，但核心仍在于物业管理企业对于服务标准的梳理以及对于管理效率的把控。

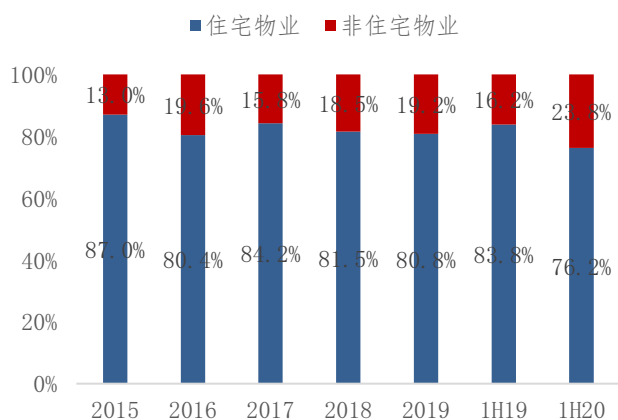
表 9：公司不同业态采用不同品牌

业态	品牌名称
普通住宅物业	全能管家
高端住宅物业	铂悦管家
商办项目	悦泽商办
公众物业	悦泽公众

资料来源：公司官网，华金证券研究所

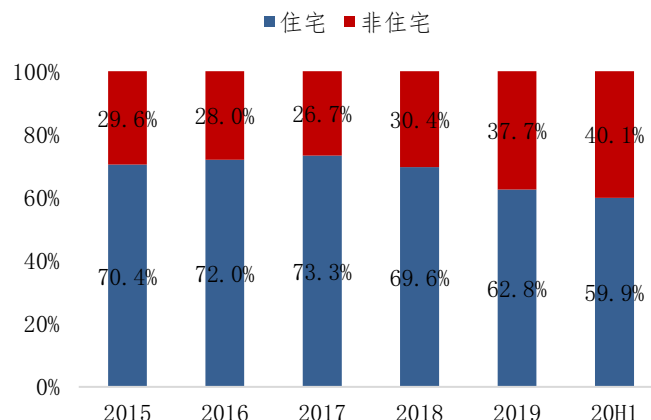
截至 2020 年上半年，公司的非住宅业态在管面积占比 23.8%，较 2015 年的 13.0% 增长 10.8 个百分点。2020H1，公司的非住宅业态的物业管理收入占比为 40.1%，较 2015 年的 29.6% 提升 10.5 个百分点。近年以来，公司非住宅业态的物业管理收入占比始终高于在管面积占比。

图 42：非住宅业态在管面积占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 43：非住宅业态物业管理收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3、实施战略并购而非规模并购

并购对于物业管理企业而言是一把双刃剑。一方面，并购同业可以迅速帮助物管企业扩大经营规模、经营区域，而并购产业链上下游企业可以帮助物管企业提升专业服务能力；另一方面，在资本推动之下，近年一级市场呈现“僧多粥少”局面，交易标的估值水涨船高，并购风险陡增。

我们认为，考虑到并购风险及整合风险，物管企业不宜依赖于并购实现经营规模的扩张，欲速往往不达。一笔高质量的并购应能清晰体现企业的战略意图，完善业态或区域布局的计划，最终产生“1+1>2”的协同效应。

在公司“四轮驱动”的战略规划中，通过并购实现的储备建筑面积占比仅为 10%，可见公司对于并购的定位是“锦上添花”。

上市至今，公司一共完成三起同业并购：①2019 年 6 月，公司以 4.62 亿元的对价收购了青岛雅园物业 55% 的股权，拓宽了业务的地域范围和业态的多元化；②2020 年 2 月，公司收购青岛银盛泰物业 50% 的股权，交易对价 864 万元，进一步加强在山东省的竞争力以实现区域深耕；③公司于今年 4 月以 4.65 亿元对价收购香江物业 51% 股份，加强布局城市服务、政府公建物业等赛道。

表 10：公司收并购项目

收并购时间	收购标的	收购股权比例	交易对价（百万）	标的管理业态
2019年6月	青岛雅园	51%	462	写字楼、高档公寓、商办等
2020年2月	青岛银盛泰	50%	9	住宅及物业
2020年4月	香江物业	55%	465	政府部门、公共建筑等

资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### 4、与区域地产开发商、政府国企开展战略合作

如上文所述，并购活动存在一定的并购风险与整合风险。相较并购，公司更愿意采取与区域地产开发商建立战略合作、成立合资公司的模式进行规模扩张，目前已成立了超过 10 家合资企业，由永升操盘后续物业服务项目。对于公司而言，战略合作的模式能够有效地控制在非优势区域扩张的经营风险，并通过少数股东股权的设置与合作方深度绑定；对于合作方而言，永升的标准化管理体系有助于服务品质的焕新提升，从而使得优质物业服务成为了地产销售环节的加分项。

另一方面，公司也与政府国企开展战略合作，加强了城市服务领域的布局。旭辉永升服务自 2019 年与吉林高新通化达成战略合作试水城市服务以来，2020 年公司又与内蒙古乌兰察布市集宁区、江苏宿迁市泗阳县、无锡惠山国投、新沂市城投等达成战略合作，合作项目主要包括智慧城市建设、老旧小区改造、城市公建以及物业生活配套服务等内容。

图 44：公司部分战略合作伙伴



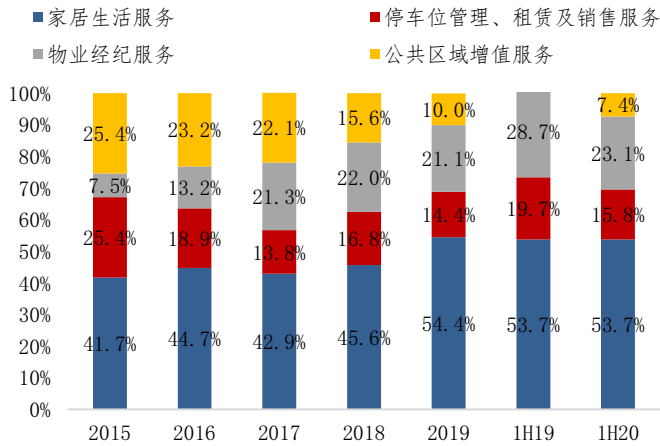
资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）行业最佳的社区增值服务实践

#### 1、社区增值服务为公司带来了多大贡献量？

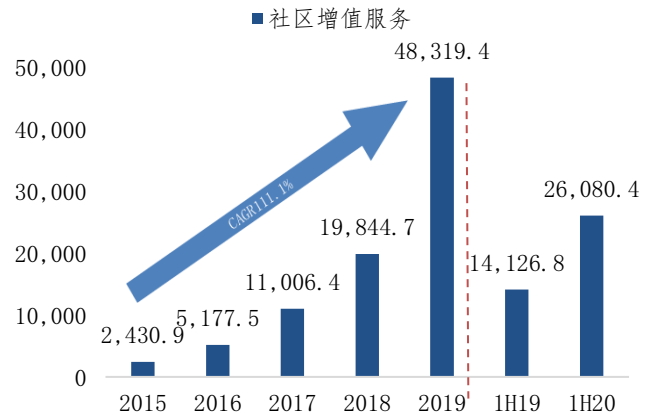
如上文所述，社区增值服务将是物业管理行业的第二增长曲线。横向对比发现，从数据上看永升生活服务的社区增值服务贡献程度最为明显，不仅体现在较高的社区增值服务营业收入及毛利润占比，更体现在社区增值服务的毛利润贡献已超过了基础物业服务（2019年），说明公司已摆脱“靠省钱赚钱”的传统模式，逐步迈向“居家生活服务商”的新世界。

图 45：社区增值服务收入拆分



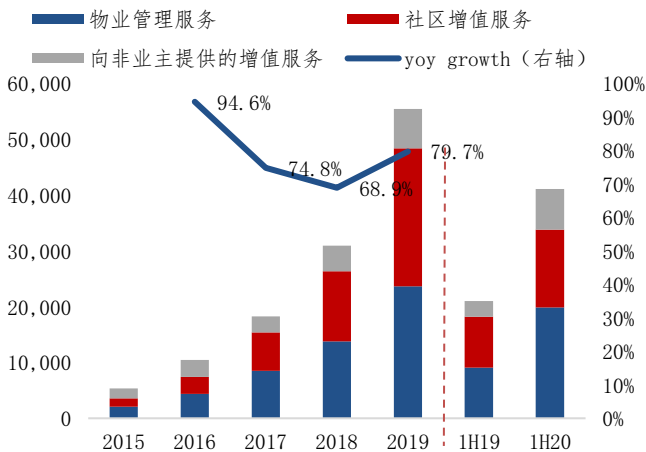
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 46：社区增值服务营业收入（万元）



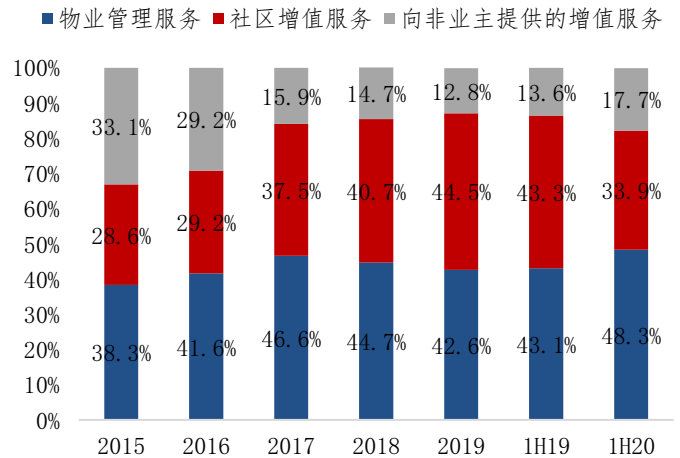
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 47：毛利构成（万元）及增速



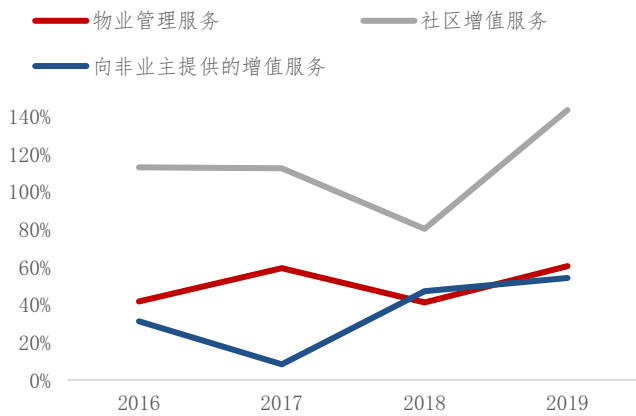
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 48：三项业务毛利额占比



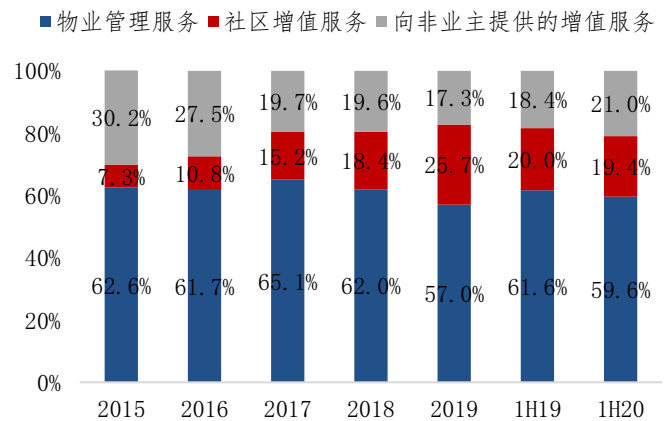
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 49: 公司 2016-2019 各版块业务收入增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 50: 公司主营业务收入构成

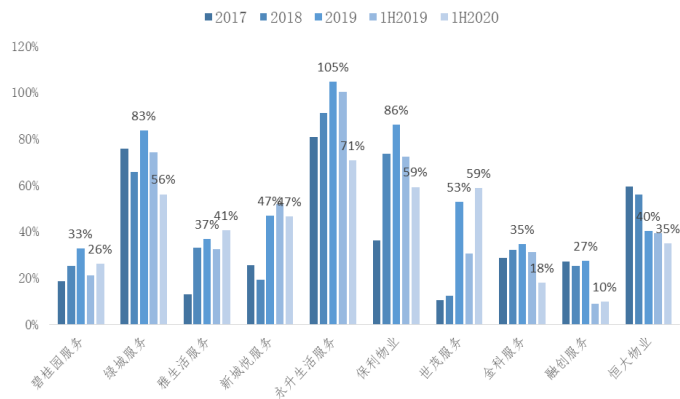


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

我们采用“社区增值服务毛利额/基础物管毛利额”指标,以观察社区增值服务业务对于单盘盈利模型的贡献度。2019年,公司该项指标为105%,即社区增值服务的毛利贡献已超过基础物业管理服务,即便2020上半年受到疫情影响家居生活服务业务面临挑战,导致该项指标回落至71%,但仍然远高于港股主要物管上市企业。

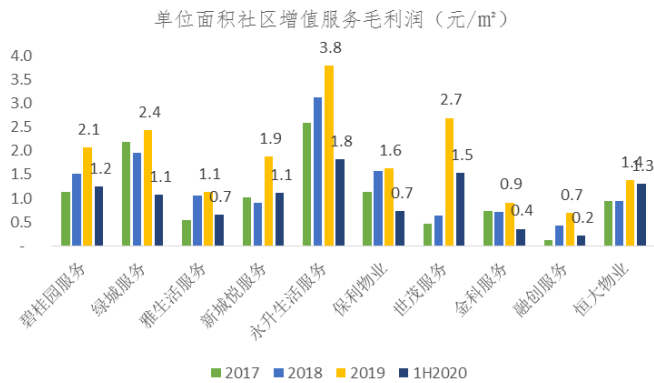
此外,2019/2020H1公司社区增值服务毛利占比分别为45%、34%,单位面积社区增值服务毛利润分别为3.8元/平方米、1.8元/平方米,均位列第一。

图 51: 社区增值服务毛利额/基础物管毛利额



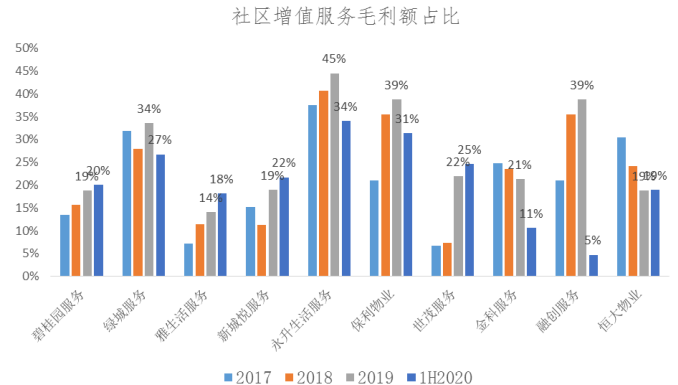
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 52: 重点物管上市企业单位面积社区增值服务毛利润



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 53: 重点物管上市企业社区增值服务毛利额比例



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

永升生活服务向业主提供的社区增值服务主要包括“家居生活服务”、“车位管理租赁及销售服务”、“物业经纪服务”及“公共区域增值服务”。

表 11: 公司主要社区增值服务介绍

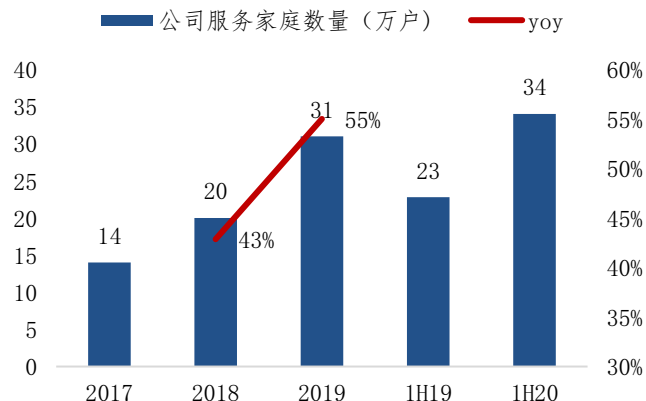
形式	内容
家居生活服务	包括房修、上门维修、团购、拎包入住及水电费收集
车位管理、租赁及销售服务	该服务主要通过分包商提供, 所管理的停车位主要归物业开发商所有
物业经纪服务	主要向业主提供包括有关公寓及停车位的代理销售服务
公共区域增值服务	主要包括有关租赁及管理公用区域的服务

资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

从营收结构上看, 家居生活服务板块是社区增值服务的主要收入来源, 2019 年分部营业收入为 2.6 亿元, 同比增长 191%, 营收占比稳步提升至 54%, 物业经纪服务、停车位管理、公共区域增值服务的营收分别为 21%、14%、10%。

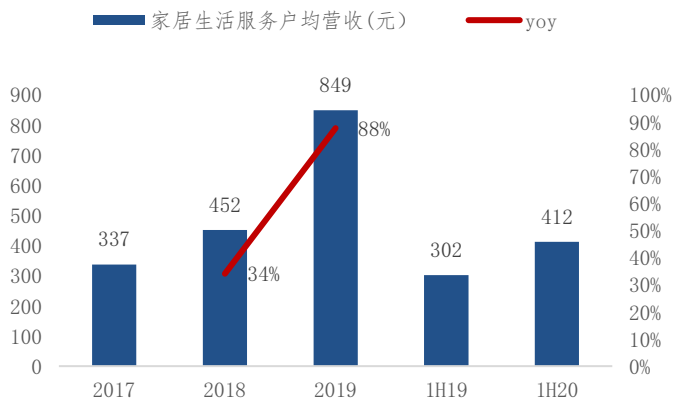
公司主要布局高线城市的中高端物业, 因此社区私域流量的变现价值较高。随着公司“平台+生态”的业务体系愈发完善, 我们认为公司社区增值服务的渗透率(以家庭为单位)有望进一步提升。从趋势上看, 公司服务的家庭户数由 2017 年的 14 万个快速增长至 2019 年的 34 万个, 2017-2019 年公司社区增值服务的户均营业收入分别为 786/992/1569 元, 其中家居生活服务户均营业收入分别为 337/452/849 元。

图 54: 公司服务家庭数量 (万户)



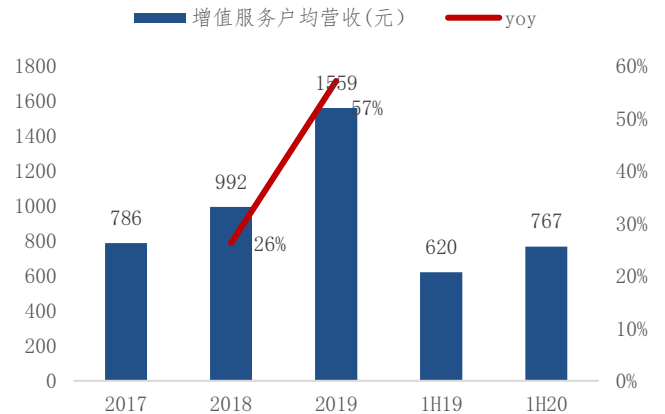
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 55: 公司家居生活服务户均营收 (元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 56: 公司社区增值服务户均营收 (元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 2、社区增值服务都在做，为什么永升生活服务脱颖而出？

### (1) “没有满意就没有生意”，品质化服务建立业主信赖关系

永升生活服务以优质的基础物业服务赢得了业主的信任，扭转了物业公司与业主之间天然存在的“轻微敌对”关系，符合周洪斌先生提出的“没有满意就没有生意”的行业理解。而在社区文化建设上，公司推出子品牌“37°C 社区”致力于改善和照顾业主的生活感受，与客户建立友爱互动的关系，建立起业主对物管企业的信任感。

“37°C 社区”品牌所涵盖的“社区关照系统”开设有：“彩虹教室”，针对社区家长因工作忙而无暇顾及小孩的托班；“温度工坊”，为社区全职妈妈所开设的烘焙交流场所；以及针对老年人社交需求所开设的“长者学堂”等覆盖全年龄段的关照系统。我们认为，品质化的基础物业服务，叠加员工个性化、创新性的服务，是物业管理企业发展社区增值服务的基石。

图 57: 37°C 社区



资料来源: 旭辉永升服务官网, 华金证券研究所

### (2) “平台+生态”的商业模式

公司坚持“平台+生态”的商业模式，以项目为平台打造项目满意度，通过服务粘度去寻找新的利润增长点。①商家端：公司与大牌名品合作，共同附能彼此，同时也会与属地化小商家合

作，形成“养商计划”；②**客户端**：通过时间或场景化的销售策略，培养业主消费习惯，形成客户的路径依赖；③**产品端**：目前永升旗下已打造旭惠团、邻聚游、旭惠美家及租售中心等子品牌，成立了专业团队负责研发产品，将专项增值业务 BU 化。

公司社区增值服务的主赛道围绕到家服务展开，到家服务与日常生活强关联，但也意味着与社区外部的专业化商家的直面交锋。为了增强组织效率和提升业务竞争力，公司持续推进组织架构变革。

今年上半年，公司将规模不断扩张的社区工程业务和美居业务进行了独立 BU 化，单独成立了美居事业部，发布了泛家居平台“旭惠美家”，旨在打造增值服务矩阵的下一个增长极。“旭惠美家”基于“平台+生态”的战略，依托集团全生命周期的服务链条，充分整合了房屋交付、物业服务优势，而构建的社区泛家居服务平台。有别于传统意义的“家装”或“装修”，“旭惠美家”通过整合专业品牌家居资源，为业主提供一站式的置家服务。

图 58：社区泛家居服务平台“旭惠美家”



资料来源：旭辉永升服务官网，华金证券研究所

图 59：旭惠美家全生命周期服务链条



资料来源：旭辉永升服务官网，华金证券研究所

### 案例研究：节节高计划之“圣诞福袋”

① 成功的圣诞礼物销售计划：



2019 年圣诞节，上海永升生活服务团队结合市场高热度的盲盒元素设计出场景化的服务产品——“圣诞盲盒”，由‘圣诞老人’在约定时间上门送礼物。根据公司披露，2019 年圣诞节期间共计有超过 6000 户家庭进行了购买，而该数值在今年的“圣诞福袋”活动中增长了一倍多。

2020 年，公司再次以“旭辉永升服务 x Lego”的合作方式推出了“圣诞福袋”。今年除去针对小朋友的商品外，公司更丰富了 SKU，分别设计有“送妈妈：小甘菊护手霜礼盒”、“送爸爸：颈部按摩仪”及“送长辈：南孚护眼台灯”等多种商品供以选择。

图 60：节节高计划“圣诞福袋”



资料来源：公司微信公众号，华金证券研究所

## ② 归因分析：

我们认为，“圣诞节送礼”是需求强场景。作为物业管理企业，永升生活服务相较社区外部商家的优势在于“上门”（建立在业主信任基础之上），因此可以通过一线物业员工假扮“圣诞老人”的方式实现“上门送礼”，充分满足了家庭消费者的重要节日“仪式感”的需求。而在产品形式上，公司亦能紧跟潮流，采取“盲盒”、“福袋”的产品增加趣味性，充分展现了经营思维。

## 四、盈利预测与估值建议

### （一）盈利预测

#### 1、基础物业服务

我们根据旭辉合同销售及竣工节奏，推测 2020-2024 年来自旭辉贡献的在管面积净增长分别为 599 万方、800 万方、900 万方、1000 万方、1100 万方；来自第三方拓展在管面积 2020-2024 年净增长 1509 万方、1700 万方、2000 万方、2300 万方、2600 万方；来自收并购在管面积 2020-2024 年净增长 690 万方、700 万方、720 万方、750 万方、780 万方。合计对应 2020-2024 年在管面积 9313 万方、12513 万方、16133 万方、20183 万方、24663 万方。预计对应基础物业服务收入 17.2 亿元、25.2 亿元、34.8 亿元、44.3 亿元、53.9 亿元。

表 12: 基础物业服务在管面积预测

(单位: 万平方米)	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>旭辉集团</b>	<b>2349.9</b>	<b>2949</b>	<b>3749</b>	<b>4649</b>	<b>5649</b>	<b>6749</b>
占比	36.1%	31.7%	30.0%	28.8%	28.0%	27.4%
同比增长	25.8%	25.5%	27.1%	24.0%	21.5%	19.5%
<b>第三方物业开发商</b>	<b>3524.3</b>	<b>5032.9</b>	<b>6732.9</b>	<b>8732.9</b>	<b>11032.9</b>	<b>13632.9</b>
占比	54.1%	54.0%	53.8%	54.1%	54.7%	55.3%
同比增长	103.8%	42.8%	33.8%	29.7%	26.3%	23.6%
<b>M&amp;A</b>	<b>640.9</b>	<b>1330.9</b>	<b>2030.9</b>	<b>2750.9</b>	<b>3500.9</b>	<b>4280.9</b>
占比	9.8%	14.3%	16.2%	17.1%	17.3%	17.4%
同比增长	50.4%	107.7%	52.6%	35.5%	27.3%	22.3%
<b>在管总建筑面积</b>	<b>6515.1</b>	<b>9312.8</b>	<b>12512.8</b>	<b>16132.8</b>	<b>20182.8</b>	<b>24662.8</b>
同比增长	61.9%	42.9%	34.4%	28.9%	25.1%	22.2%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 2、社区增值服务

社区增值服务依托在管规模的快速扩张和渗透率的逐年提升, 我们预测 2020-2024 年社区增值服务“年化每平米收入”增速分别为 22%、20%、18%、15%、12%, 分别对应社区增值服务所得收益增速 90%、74%、61%、45%、35%。

## 3、非业主增值服务

主要依托关联方旭辉的销售及项目交付, 我们预测 2020-2024 年非业主增值服务增速为 46%、27%、23%、19%、14%。

表 13: 公司收入拆分及预测

(单位: 万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>物业管理服务</b>	<b>106,998.7</b>	<b>172,399.1</b>	<b>252,542.7</b>	<b>348,762.2</b>	<b>443,911.3</b>	<b>539,483.4</b>
占比	57.0%	55.3%	53.4%	51.2%	48.9%	47.0%
同比增长	60.5%	61.1%	46.5%	38.1%	27.3%	21.5%
<b>社区增值服务</b>	<b>48,319.4</b>	<b>91,922.6</b>	<b>159,931.2</b>	<b>257,950.7</b>	<b>374,724.4</b>	<b>507,082.8</b>
占比	25.7%	29.5%	33.8%	37.9%	41.3%	44.2%
同比增长	143.5%	90.2%	74.0%	61.3%	45.3%	35.3%
<b>向非业主提供的增值服务</b>	<b>32,464.1</b>	<b>47,520.3</b>	<b>60,350.8</b>	<b>74,231.5</b>	<b>88,335.4</b>	<b>100,702.3</b>
占比	17.3%	15.2%	12.8%	10.9%	9.7%	8.8%
同比增长	54.2%	46.4%	27.0%	23.0%	19.0%	14.0%
<b>合计</b>	<b>187,782.2</b>	<b>311,842.0</b>	<b>472,824.7</b>	<b>680,944.4</b>	<b>906,971.1</b>	<b>1,147,268.5</b>
同比增长	74.5%	66.1%	51.6%	44.0%	33.2%	26.5%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 4、毛利率及费用

我们预测公司 2020-2024 年整体毛利率分别为 29.9%、30.6%、31.1%、31.5% 及 31.6%。其中基础物业服务考虑到成本端较为稳定, 物业费享有提价空间, 新开拓领域费用率较高等因素, 给予该部分毛利率稳中有升的预测。社区增值服务预计后续随着毛利率相对较低的自营服务、

BU 化业务的收入占比提升，毛利率将有所回落。非业主增值服务毛利率与母公司关联性较强，我们预计毛利率维持稳定，略有增长。

表 14：公司毛利拆分及预测

(单位：万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>物业管理服务</b>	<b>23,646.7</b>	<b>39,651.8</b>	<b>58,337.4</b>	<b>80,912.8</b>	<b>103,431.3</b>	<b>126,239.1</b>
毛利率	22.1%	23.0%	23.1%	23.2%	23.3%	23.4%
同比增长	71.3%	68%	47%	39%	28%	22%
<b>社区增值服务</b>	<b>24,739.5</b>	<b>42,284.4</b>	<b>71,969.0</b>	<b>113,498.3</b>	<b>161,131.5</b>	<b>212,974.8</b>
毛利率	51.2%	46.0%	45.0%	44.0%	43.0%	42.0%
同比增长	96.6%	71%	70%	58%	42%	32%
<b>向非业主提供的增值服务</b>	<b>7,109.6</b>	<b>11,167.3</b>	<b>14,182.4</b>	<b>17,444.4</b>	<b>20,758.8</b>	<b>23,665.0</b>
毛利率	21.9%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
同比增长	56.3%	57%	27%	23%	19%	14%
<b>合计</b>	<b>55,539.8</b>	<b>93,103.5</b>	<b>144,488.8</b>	<b>211,855.5</b>	<b>285,321.6</b>	<b>362,878.9</b>
毛利率	29.6%	29.9%	30.6%	31.1%	31.5%	31.6%
同比增长	79.7%	68%	55%	47%	35%	27%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 5、归母净利润及 EPS

基于以上假设，我们预测公司 2020-2024 年的归母净利润分别为 3.9、6.1、9.0、12.2、15.7 亿元，同比增速 74%、57%、47%、36%、28%，对应 EPS 分别为 0.25、0.40、0.58、0.79、1.00 元。

### (二) 估值建议

我们认为，物业服务费的收费模式呈现明显的“订阅”属性，同时社区增值服务紧扣居家生活，因此尽管物业管理行业被归类于“房地产服务”，但实则呈现出较强的消费属性。正因如此，考虑到物业管理行业呈现的“消费+成长”属性，我们认为宜采用 PEG 作为主要估值参考。

主要同业可比公司市盈率（2021E）、PEG（22G/21PE）分别为 35.9、0.98 倍（注：剔除估值最高的华润万象生活则为 33.1、0.81 倍），主要异业可参考公司（注：我们选取了业绩增长增速较快的港股优质消费品企业）市盈率（2021E）、PEG（22G/21PE）分别为 62.3、1.8 倍，对比永升生活服务的 37.9、0.80 倍。

我们给予公司 1.15 倍 PEG（注：较同业可比公司溢价 17%，较异业可参考公司折让 35%），对应合理估值为每股 24.53 港元，较 2021 年 1 月 5 日收盘价溢价 48.7%，相当于 2021/2022 年 56.3/38.2 倍预测市盈率。

图 61: 可比公司估值表 (截止至 2021 年 1 月 5 日)

代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (港币亿元)	市盈率				PEG	
				2019A	2020E	2021E	2022E	PE-20/G-21	PE-21/G-22
1995.HK	永升生活服务	16.50	276	103.5	59.8	37.9	25.7	1.04	0.80
<b>物业管理行业可比同业</b>									
6098.HK	碧桂园服务	50.75	1,488	74.8	50.1	35.1	25.5	1.17	0.93
2869.HK	绿城服务	9.41	303	53.9	38.9	28.7	22.1	1.10	0.96
6049.HK	保利物业	57.40	318	54.4	38.1	28.5	21.4	1.14	0.86
9666.HK	金科服务	63.00	411	213.1	56.8	34.4	22.7	0.87	0.67
1516.HK	融创服务	18.06	560	174.2	84.3	38.7	24.2	0.71	0.65
1209.HK	华润万象生活	36.85	841	214.7	117.7	50.1	39.2	0.87	1.81
				<b>平均值</b>		<b>35.9</b>	<b>25.9</b>	<b>0.98</b>	<b>0.98</b>
<b>消费品行业可参考优质公司</b>									
2020.HK	安踏体育	129.40	3,498	55.0	56.2	37.0	29.7	1.08	1.52
2331.HK	李宁	53.80	1,339	72.3	70.2	51.1	40.1	1.88	1.86
6862.HK	海底捞	62.90	3,334	119.0	277.8	60.6	45.6	0.78	1.84
9922.HK	九毛九	25.00	363	182.6	622.3	65.2	45.0	0.73	1.46
1579.HK	颐海国际	119.00	1,246	146.4	106.3	77.2	58.8	2.83	2.46
9992.HK	泡泡玛特	81.00	1,136	210.6	160.4	82.6	55.1	1.70	1.65
				<b>平均值</b>		<b>62.3</b>	<b>45.7</b>	<b>1.50</b>	<b>1.80</b>

资料来源: 彭博, Wind, 华金证券研究所

我们认为, 永升生活服务的高估值基础建立在以下四个方面:

- 1、公司拥有行业最佳的社区增值服务实践, 反映出远超行业平均水平的经营能力, 我们认为这是公司值得更高交易估值的重要基础。考虑到社区增值服务是物业管理企业的第二增长曲线, 且该业务具备极强的消费属性, 并最终成为决定单盘盈利水平的决胜因素。
- 2、母公司旭辉控股集团作为一家 Top20 房企, 是永升生活服务未来发展的重要依靠。另一方面, 公司并不依赖于母公司, 关联交易收入占比、非业主增值服务毛利占比显著低于同业平均水平, 体现出了更高的盈利质量。
- 3、中长期看, 行业终将进入存量时代, 第三方项目拓展能力将是胜负手。近年来, 公司已向市场证明了市场拓展实力 (尤其是以上海市为首的华东地区), 不仅体现在持续高增长的外拓面积上, 也体现在外拓项目的高质量、多业态上。
- 4、公司核心管理团队经验丰富、理念卓越, 中层、高层管理者通过全行业最为慷慨的股权激励计划与公司中长期发展深度绑定, 在“以人为本”的行业中凸显成长确定性。

### (三) 投资建议

我们认为, 永升生活服务是物业管理行业的模范生, 凭借优质的标准化服务体系在业内树立起品牌口碑, 通过“四轮驱动”战略实现了合约及在管面积的持续高增长。另一方面, 公司的社区增值服务业务多点开花, 多项核心经营指标在业内处领先地位, 将在中长期改善公司的盈利结构。综上, 我们首次覆盖永升生活服务, 并给予公司“买入-A”评级。

## 五、风险提示

## （一）市场竞争日趋激烈，或压低第三方外拓项目盈利水平

上市物管企业均在大力拓展第三方项目，在日趋激烈的市场竞争之下，招投标的过程或出现非理性价格竞争，导致物管单价和毛利率不及预期。

## （二）并购市场拥挤或导致物管企业并购不顺利或并购估值超预期

2020年物业管理港元加速资本化，在规模诉求之下数百亿元募集资金紧盯一级市场的物业管理企业，导致交易标的估值短期或难以下降。尽管永升生活服务的规模扩张并不依赖于并购，但我们的盈利预测少量包含并购预期，若并购未能如期完成，那么或将影响盈利预测的达成。

## （三）政策监管或宏观风险导致房企商品房销售低于预期

地产行业政策监管压力或宏观层面风险或导致商品房销售低于预期，进而影响新增物管面积和物管行业的市场空间。与此同时，未来母公司旭辉控股集团的地产销售或不及预期。

## （四）人力成本上涨导致物管企业盈利能力下降

物管企业是属于人力密集型行业，直接人工成本（含外包成本）占据营业成本的80%以上。低端劳动人口供给偏紧，未来工资水平或持续上涨，在提价相对困难的背景下或使得物管企业盈利能力面临考验。

## （五）社区增值服务推进不及预期

零售、家政等部分社区增值服务面临激烈的市场化竞争，若公司未能找到业务切入口或供应链能力未跟上，那么或令业务推进不及预期。

## （六）城市服务等新业务开展不及预期

正在兴起的城市服务赛道对于公司是新业务，市场竞争日益激烈，与物管同业或环保企业相比，公司欠缺知识储备和项目经验，或导致项目落地进度低于预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1384	1808	2065	2625	3589	<b>营业收入</b>	1076	1878	3118	4728	6809
现金	1160	1284	1304	1496	1985	营业成本	-767	-1322	-2187	-3283	-4691
应收票据及应收账款	162	342	520	788	1135	营业税金及附加					
预付账款	51	139	199	298	426	营业费用	16	48	60	66	73
存货	0	0	0	0	0	管理费用	-187	-247	-374	-558	-790
其他流动资产	11	43	42	43	43	研发费用					
<b>非流动资产</b>	109	670	1143	1644	2175	财务费用	0	-1	-1	-1	-1
长期投资						资产减值损失	-4	-24	-18	0	0
固定资产	27	62	101	140	179	公允价值变动收益					
无形资产	17	532	967	1428	1919	投资净收益	9	0	0	0	0
其他非流动资产	65	76	75	76	77	<b>营业利润</b>	143	332	598	952	1400
<b>资产总计</b>	1493	2478	3208	4269	5764	营业外收入					
<b>流动负债</b>	574	1187	1588	2120	2838	营业外支出	-1	-3	-3	-3	-3
短期借款	9	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	142	329	595	949	1397
应付票据及应付账款	72	285	470	706	1009	所得税	42	80	149	237	349
其他流动负债	493	902	1118	1414	1829	<b>税后利润</b>	100	249	446	712	1048
<b>非流动负债</b>	16	63	63	63	63	少数股东损益	0	25	58	100	147
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	100	224	388	612	901
其他非流动负债	16	63	63	63	63	EBITDA	187	427	618	983	1444
<b>负债合计</b>	590	1250	1651	2183	2901						
少数股东权益	4	80	138	238	384	<b>主要财务比率</b>					
股本	13	14	14	14	14	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积						<b>成长能力</b>					
留存收益	886	1134	1406	1835	2465	营业收入(%)	48.3	74.6	66.1	51.6	44.0
归属母公司股东权益	899	1148	1420	1849	2479	营业利润(%)	13.3	17.7	19.2	20.1	20.6
<b>负债和股东权益</b>	1493	2478	3209	4270	5764	归属于母公司净利润(%)	31.5	122.7	73.6	57.5	47.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	28.7	29.6	29.9	30.6	31.1
						净利率(%)	9.3	11.9	12.4	12.9	13.2
						ROE(%)	17.4	21.0	27.9	33.6	36.4
						ROIC(%)	14.2	25.1	28.6	34.1	36.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	39.5	50.4	51.5	51.1	50.3
						流动比率	2.4	1.5	1.3	1.2	1.3
						速动比率	2.3	1.4	1.2	1.1	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9	2.4
						应收账款周转率	4.3	4.4	4.8	4.9	12.0
						应付账款周转率	4.3	3.5	3.7	3.8	9.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	154.0	92.4	55.4	34.7	23.9
						P/B	23.6	17.4	13.7	10.2	7.5
						EV/EBITDA	114.1	50.0	34.5	21.7	14.8

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)