

## 永升生活服务

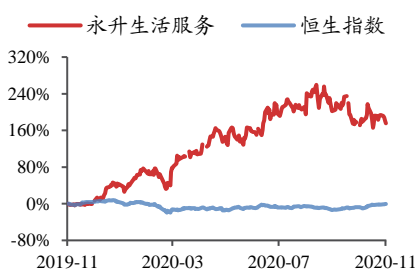
(01995.HK)

2020年11月27日

投资评级: 买入 (首次)

日期	2020/11/26
当前股价(港元)	13.160
一年最高最低(港元)	18.060/4.560
总市值(亿港元)	219.82
流通市值(亿港元)	219.82
总股本(亿股)	16.70
流通港股(亿股)	16.70
近3个月换手率(%)	31.63

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

## 多轮驱动规模成长, 定位智慧城市服务商

——港股公司首次覆盖报告

齐东 (分析师)

qidong@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

陈鹏 (分析师)

chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520100001

### ● 规模跻身第一梯队, 定位智慧城市服务, 首次覆盖给予“买入”评级

公司是深耕物业近 20 年的优质物管企业, 背靠旭辉集团, 同时具备优秀的第三方外拓能力, 多业态均衡发展, 规模成长迅速。社区增值服务依靠高客户粘性持续发力, 非业主增值服务营收提速明显且毛利率稳步提高。旭辉并表后形成联合品牌, 协同效应将显著提升。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80、5.73、8.48 亿元, 同比增长 70%、51%、48%; EPS 分别为 0.23、0.34、0.51 元/股, 当前股价对应 PE 估值为 49、33、22 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 多轮驱动规模成长, 多元业态均衡发展

1) 规模拾级而上, 截至 2020H1 公司物业服务收入 8.01 亿元, 同比增长 83.7%; 在管面积 7718 万平方米, 合约管理面积 1.43 亿平方米。2) 多轮驱动面积增长, 背靠 20 强房企旭辉集团, 2020 年 6 月成为其控股子公司, 进一步加强合作联系; 多元化方式开拓第三方市场, 第三方外拓占比持续提升, 2020H1 合同管理面积中约 76% 来自第三方项目。3) 住宅与非住宅均衡发展, 公司积极发展多元业态, 非住宅物业占比持续提升, 同时开始进入城市服务范畴。

### ● 客户粘性高, 社区增值服务持续发力

1) 收入占比不断提升, 2020H1 社区增值服务实现营收 2.61 亿元, 自 2016 年起一直保持 80% 以上的高营收增速, 其中家居生活服务、公用区域增值服务两项细分业务 2020H1 实现 100% 以上的高增长。2) 盈利能力优异, 2020H1 社区增值服务毛利率为 54%, 显著高于公司其他业务。

### ● 非业主增值服务营收提速明显, 毛利率稳步上升

1) 营收增速加快, 2020H1 非业主增值服务实现营收 2.83 亿元, 同比大幅增长 117%, 相较 2019 年全年增速扩大 60 个百分点以上。2) 毛利率稳步提升, 2020H1 非业主增值服务毛利率 26%, 为 2015 年以来最高水平。

● 风险提示: 行业销售规模波动加大, 外拓业务不及预期, 人工成本上行压力。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,076	1,878	3,071	4,561	6,605
YOY(%)	48.33	74.55	63.54	48.52	44.81
净利润(百万元)	101	224	380	573	848
YOY(%)	31.50	122.68	69.64	50.82	48.12
毛利率(%)	25.22	28.72	29.58	29.56	29.62
净利率(%)	10.54	9.32	13.26	13.67	13.97
ROE(%)	11.18	19.50	27.74	32.71	36.20
EPS(摊薄/元)	0.06	0.13	0.23	0.34	0.51
P/E(倍)	185.58	83.34	49.13	32.57	21.99
P/B(倍)	20.75	16.25	13.63	10.65	7.96

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所 (汇率使用 2020 年 11 月 26 日: 1 HKD=0.85 RMB)

## 目 录

1、勇者为峰，激流勇进，矢志成为智慧城市服务品牌.....	4
1.1、公司发展历史悠久.....	4
1.2、旭辉并表，股权激励充分，有效激励管理层主观能动性.....	4
1.3、三大业务协同增长，盈利模式健康化.....	6
2、基础物业：规模跻身第一梯队，品牌价值推动有质发展.....	8
2.1、收入体量拾级而上，盈利能力持续向好.....	8
2.2、多轮驱动推动规模成长.....	8
2.3、积极拓展多元业态，管理均价逐年提升.....	11
3、业主增值服务：客户黏性强，盈利能力优异.....	12
4、非业主增值服务：营收增速加快，毛利率稳步提升.....	14
5、盈利预测与投资建议.....	15
6、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程历史悠久.....	4
图 2：控股股东为旭辉控股集团.....	5
图 3：2020H1 公司营收增长 90%.....	6
图 4：2020H1 公司净利润增长 121%.....	6
图 5：2020H1 公司归母净利润增长 89%.....	6
图 6：公司盈利能力持续提升.....	6
图 7：2020H1 公司营收中物业服务收入占比 60%.....	7
图 8：2020H1 公司毛利中物业服务毛利占比 48%.....	7
图 9：2020H1 公司各项业务毛利率稳步向好.....	7
图 10：2020H1 公司物业服务收入增长 84%.....	8
图 11：2020H1 公司物业服务毛利率 25%.....	8
图 12：公司 2016-2019 年物业服务收入增速高达 53%.....	8
图 13：2020H1 公司合约管理面积达 1.43 亿平米.....	9
图 14：2020H1 公司合约管理面积中旭辉占比 24%.....	9
图 15：2020H1 公司在管面积达 7718 万平米.....	9
图 16：2020H1 公司在管面积中旭辉占比 24%.....	9
图 17：旭辉控股集团销售面积行业排名持续提升.....	10
图 18：永升生活服务通过招投标获取福清市体育场馆项目.....	10
图 19：永升生活服务战略并购青岛银盛泰物业与江苏香江物业.....	11
图 20：2020H1 公司在管面积中住宅物业占比 76%.....	11
图 21：2020H1 公司物管服务收入中住宅占比 60%.....	11
图 22：公司物业管理费稳步提升.....	12
图 23：2020H1 公司社区增值服务收入增长 85%.....	13
图 24：2020H1 公司社区增值服务毛利率达 54%.....	13
图 25：公司社区增值服务细分领域众多.....	13
图 26：2020H1 公司非业主增值服务增长 117%.....	14

---

图 27: 2020H1 公司非业主增值服务毛利率 26% .....	14
图 28: 2020H1 公司非业主增值服务涉及领域广泛.....	15
表 1: 2020H1 公司提出十大战略, 重塑物业服务新方向.....	5
表 2: 公司非住宅物业类型众多 .....	12
表 3: 主流物管公司 2021 年 PE 均值在 22 倍.....	16
表 4: 主流物管公司 2021 年 PB 均值在 6.5 倍.....	16

## 1、勇者为峰，激流勇进，矢志成为智慧城市服务品牌

### 1.1、公司发展历史悠久

上海永升物业管理有限公司（以下简称“永升生活服务”）成立于2002年，2013年开始管理由第三方物业开发商开发的物业，同时开始提供社区增值服务；2014年首次进入行业百强；2018年在香港主板上市；2019年战略定位转型，公司简称由此前的“永升物业”更新为“永升服务”；2020年荣列中国物业服务百强企业第12位。截至2020年6月末，公司合约管理面积约1.43亿平方米，签约项目788个，项目类型涵盖住宅、商业、园区、办公楼、学校、医院、展馆、交通枢纽、城市服务、文旅十大业态。目前，公司持续布局科技+物业服务的多元化战略，矢志成为客户首选的智慧城市服务品牌。

图1：公司发展历程历史悠久



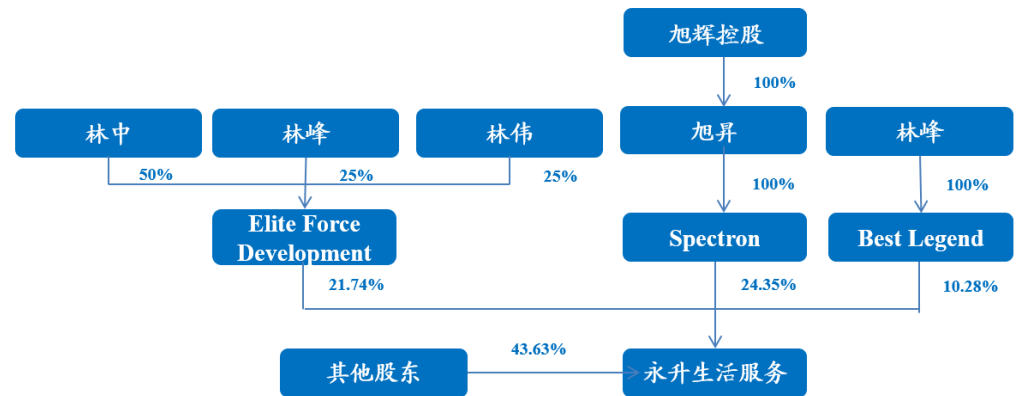
资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、旭辉并表，股权激励充分，有效激励管理层主观能动性

**旭辉并表永升，协同效应进一步加强。**2016年7月，在公司上市前，旭辉控股宣布，全资子公司旭辉中国向旭辉企发、上海景助、上海璟钧转让公司40%、20%、10%股权，累计交易对价9100万元，出售后旭辉不再并表永升。

2020年5月，旭辉控股再次以总对价7.83亿港元代价收购林氏家族持有的公司5%的股份，共计7682万股，对应每股10.19港元。交易完成后旭辉控股对公司的持股比例增至26.48%，成为第一大股东。同时，林氏家族将持有永升服务的23.64%股权对应的投票表决权，委托予旭辉控股。交易完成后，旭辉控股持有永升服务50.12%

的投票权，从而形成对永升服务的控制，将其重新并表。“旭辉+永升”的联合品牌，将持续带来多方面的协同效应。2020年6月2日，公司品牌中文简称由“永升服务”调整为“旭辉永升服务”。

**图2：控股股东为旭辉控股集团**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

物业行业价值正在重塑，物业纳入社会治理结构成为常态。疫情以来，物业服务必要性被重新定义，同时物业品牌之间的差异度将持续拉大，未来行业集中度将持续攀升，线上线下融合也将成为社区生态的主场景。2020年中期业绩会上，公司提出了十大战略，从战略、业务、产业、运营、组织、品牌等方面对未来公司发展方向和目标提出新要求。

**表1：2020H1 公司提出十大战略，重塑物业服务新方向**

序号	领域	内容
1	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；
2	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；
3	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；
4	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；
5	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；
6	组织战略	精总部、强中台、活一线、专业 BU（已孵化房修与美居）；
7	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；
8	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；
9	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；
10	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”校招生培养永升子弟兵，管家学院落地，线上平台逐渐成熟。

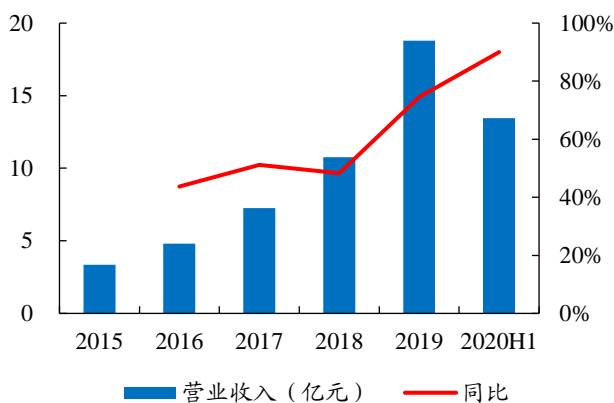
资料来源：2020H1 业绩会 PPT、公司官网、开源证券研究所

充分的股权激励机制，有效推动管理层主观积极性。公司 2019 年 6 月发布公告称，由林峰先生全资拥有的 Best Legend 以信托方式持股 2.87 亿股股份，以此为基础推出股权激励计划，主要激励对象是公司主要管理层（包括董事、高级管理层及雇员）及有特别贡献的人士，股权占比达总股本的 18.7%，展现出大股东对人才体制的看重，对公司未来发展具备充分信心。

### 1.3、三大业务协同增长，盈利模式健康化

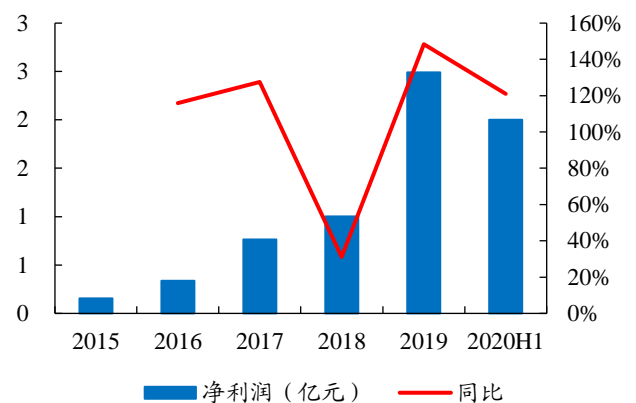
截至 2020H1，公司实现营收 13.45 亿元，同比增长 90.0%；营收增速自 2015 年后持续稳步提升，主要受益于公司管理项目规模持续提升。公司业绩端表现优异，2020H1 实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 89.1%，2015-2019 年公司业绩端复合增速达 94.7%。

图3：2020H1 公司营收增长 90%



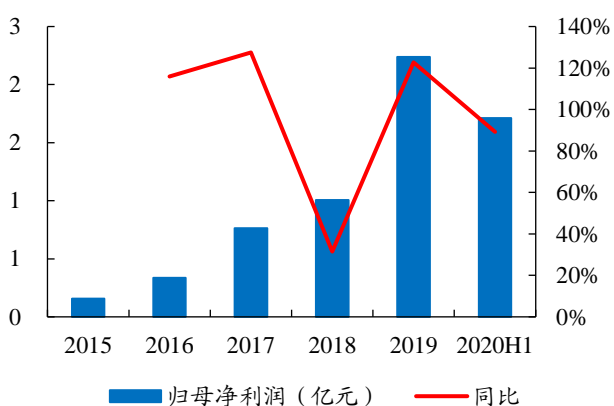
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020H1 公司净利润增长 121%



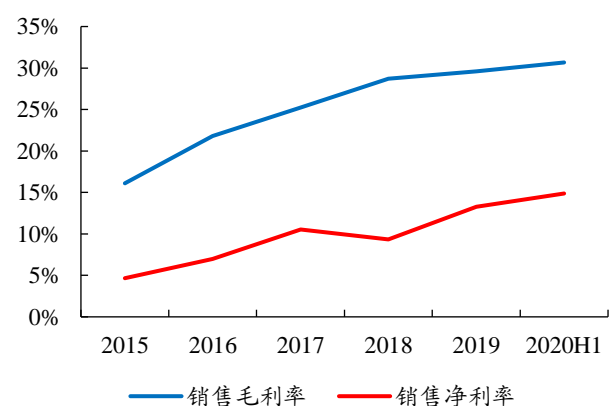
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2020H1 公司归母净利润增长 89%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司盈利能力持续提升



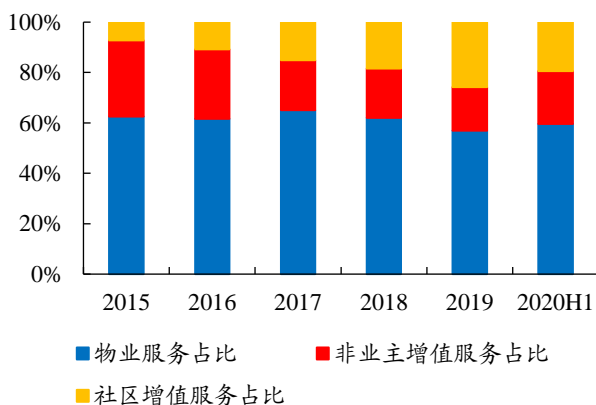
数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入结构持续优化，社区增值服务有所发力。从收入结构看，公司收入结构主

要分为物业服务、非业主增值服务、社区增值服务三大类，2020H1 公司营收中这三类收入分别占比 60%、21%、19%。从趋势看 2015 年后物业服务收入占比略有回落，收入结构性调整主要源自增值服务内部收入的调整，非业主增值服务收入占总收入比重从 2015 年的 30% 下降至 2020H1 的 21%，而最考验客户粘性、最为可持续发展的社区增值服务占比从 2015 年的 7% 持续提升至 2019 年的 26%，2020H1 稍有回落至 19%，主要受到疫情因素的扰动。

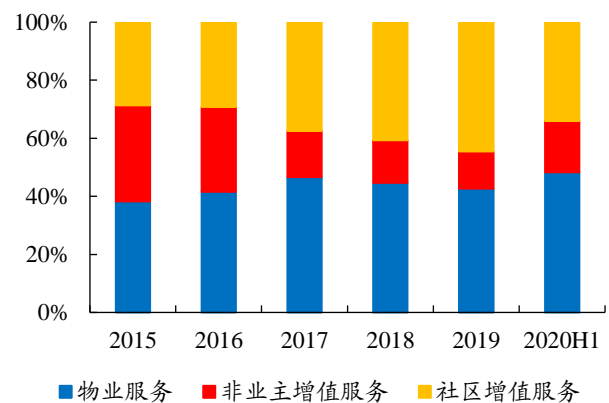
从毛利润构成看，社区增值服务毛利率持续高位，推动社区增值服务毛利润占比持续提升，从 2015 年占比 29% 持续提升至 2019 年的 45%，2020H1 略回落至 34%。更多依托于母公司案场交付的非业主增值服务占比从 2015 年的 33% 持续下降至 2019 年的 13%。而物业服务毛利润占比持续稳定在 45-50% 之间。从毛利的构成看，公司盈利模式更为健康化，通过物业服务业务引流、占据线下消费场景，非业主增值服务优化运营效益，而社区增值服务持续发力，持续增强客户粘性，铸造公司核心竞争力。

图7：2020H1 公司营收中物业服务收入占比 60%



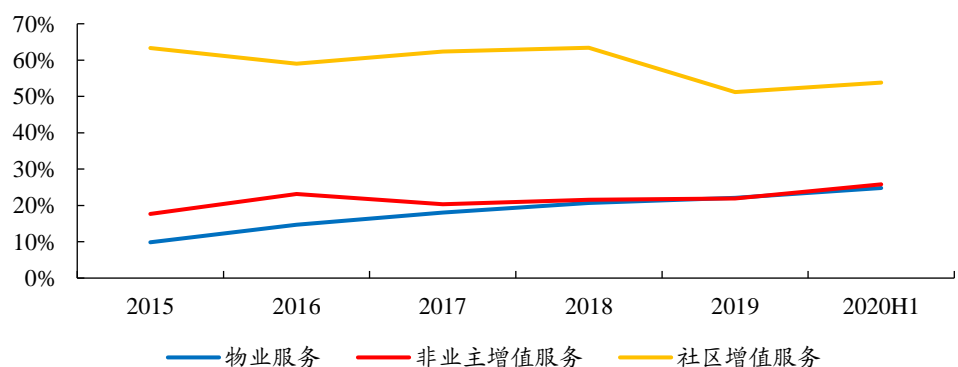
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020H1 公司毛利中物业服务毛利占比 48%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020H1 公司各项业务毛利率稳步向好



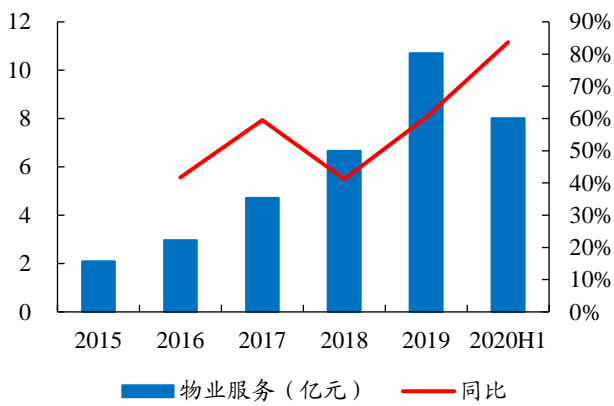
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、基础物业：规模跻身第一梯队，品牌价值推动有质发展

### 2.1、收入体量拾级而上，盈利能力持续向好

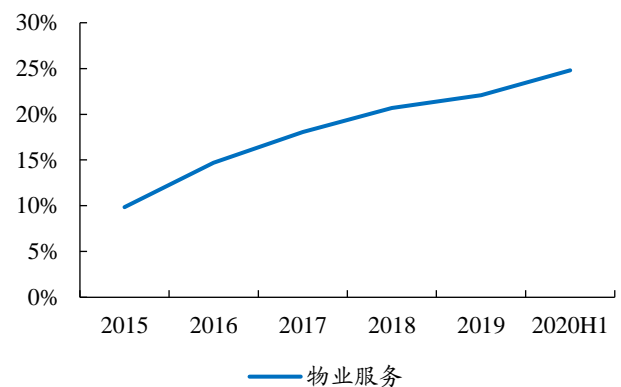
截至 2020H1，公司物业服务收入 8.01 亿元，同比增长 83.7%，2016-2019 年年均复合增速达 53%，在可比公司中位列行业第一位。公司成长性佳，主要源自在管项目的持续提升。此外，公司物业服务毛利率持续提升，2020H1 公司毛利率提升至 25%，一方面公司成本管控能力持续提升，人均管理绩效改善明显，同时公司智慧化服务有效降低成本，拉升盈利水平。

图10：2020H1 公司物业服务收入增长 84%



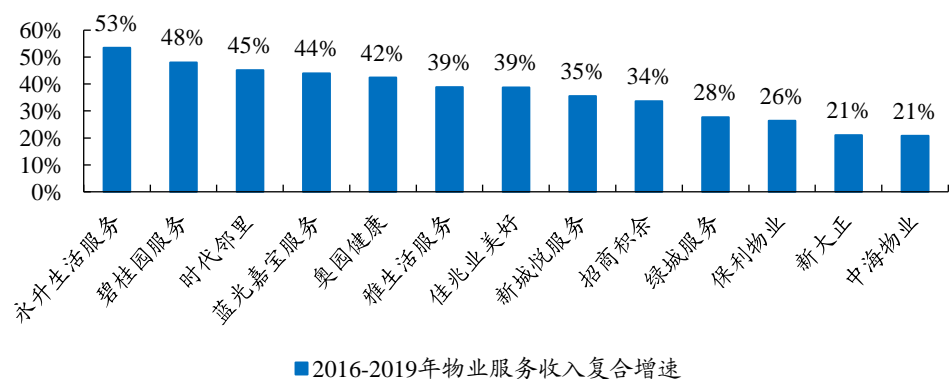
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2020H1 公司物业服务毛利率 25%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司 2016-2019 年物业服务收入增速高达 53%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

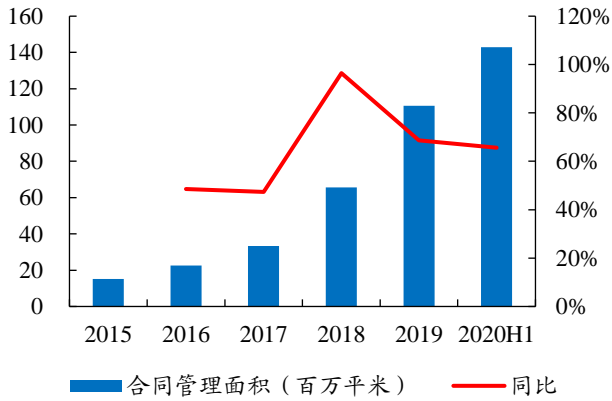
### 2.2、多轮驱动推动规模成长

截至 2020H1，公司在 84 个城市提供物业管理服务及增值服务业务，合约管理面积 1.43 亿平方米，同比增长 65.7%，2016-2019 年年均复合增速 69.6%；在管面积



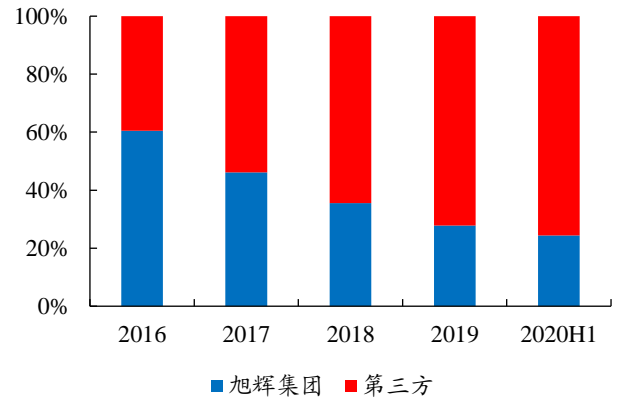
7718 万平方米，同比增长 57.4%，2016-2019 年年均复合增速 59.3%。从项目来源看，2020H1 公司合同管理面积中约 24%源自母公司旭辉集团，从趋势看，第三方外拓占比持续提升。

图13: 2020H1 公司合约管理面积达 1.43 亿平米



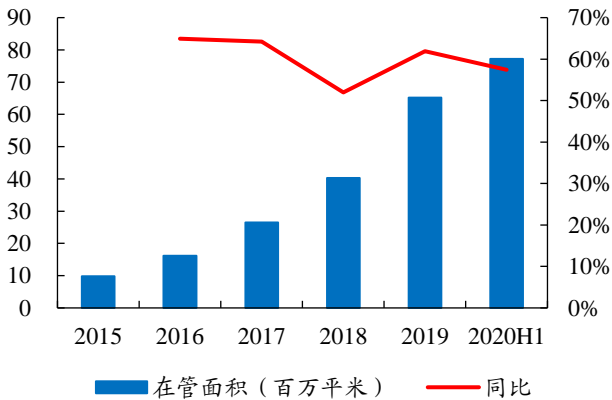
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14: 2020H1 公司合约管理面积中旭辉占比 24%



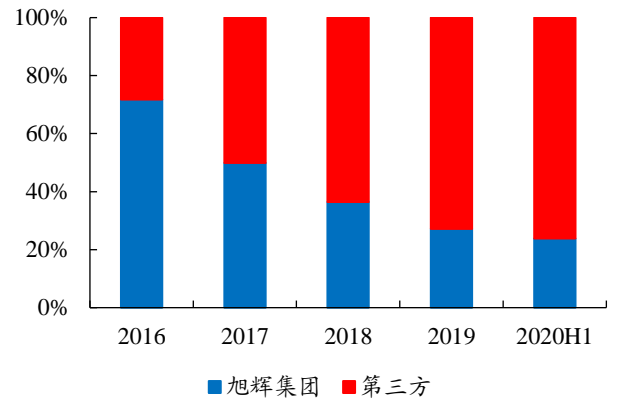
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 2020H1 公司在管面积达 7718 万平米



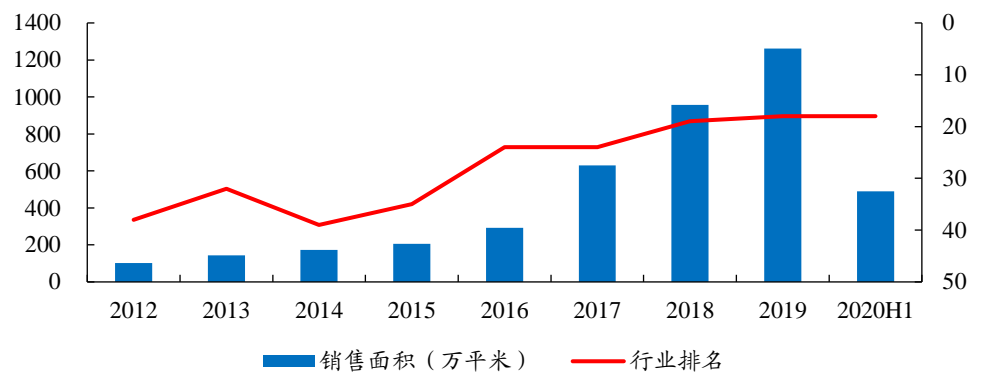
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16: 2020H1 公司在管面积中旭辉占比 24%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司背靠旭辉集团，2019 年旭辉控股集团销售面积达 1261 万平方米，同比增长 31.8%，行业排名持续提升，从 2014 年的行业 39 名持续提升至 2019 年的行业第 18 名，随着旭辉集团销售规模的持续提升，后续交付给永升生活服务的项目规模也在持续增长。且考虑到永升生活服务品质优异，对产品销售去化、后续增值均有一定利好效应，因此对于一些合作开发的项目，旭辉在拿地时就对后续的物业管理服务归属权有更强话语权，也进一步保障公司管理面积的稳步提升。随着公司在 2020 年 6 月成为旭辉的控股子公司，公司进一步加强了与旭辉的连接，利于推动更为深入的合作。

**图17: 旭辉控股集团销售面积行业排名持续提升**


数据来源：公司公告、CRIC、开源证券研究所

公司多元化方式开拓第三方市场。公司通过向独立市场拓展资源提升自身市场份额。目前市场拓展的主要对象包括独立的区域开发商、业委会、地方政府等。公司积极通过参与新开发项目的投标竞争，获取开发商项目，2020年上半年，公司获取银川汇丰大厦等项目；同时通过参与业主委员会获取二手项目管理权，获得无锡阳光100国际新城等项目；此外，公司参与政府采购，比如体育场馆、轨道交通、交通枢纽、办公大厦等公建类项目，上半年获取苏州商务局办公大厦、福建游泳跳水运动管理中心等项目。

**图18: 永升生活服务通过招投标获取福清市体育场馆项目**


资料来源：公司官网

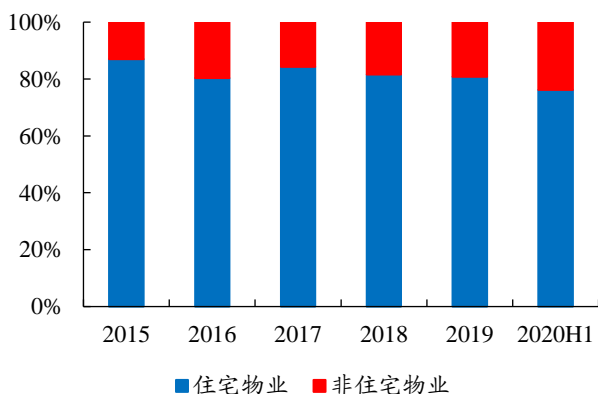
公司收并购能力卓越，战略并购青岛银盛泰物业与江苏香江物业。2020年2月27日，公司以864万元人民币对价获取青岛银盛泰物业50%股权；4月1日，以4655万元对价，收购香江物业51%股份。

**图19: 永升生活服务战略并购青岛银盛泰物业与江苏香江物业**

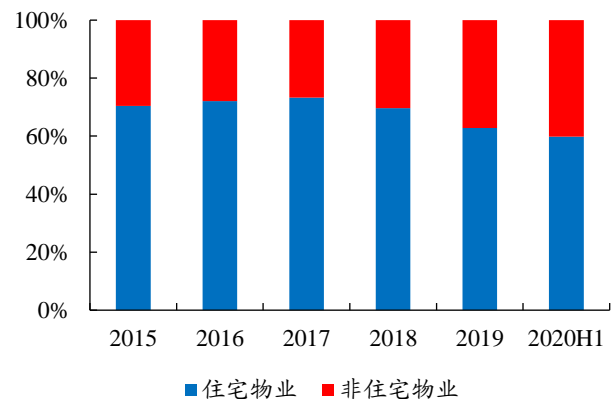

资料来源: 公司官网

### 2.3、积极拓展多元业态，管理均价逐年提升

公司积极发展多元业态，实现住宅与非住宅均衡发展。2020H1 公司物管服务收入中住宅物业占比 60%，近年来非住宅物业占比持续提升。公司通过战略并购青岛银盛泰物业与江苏香江物业，公司进一步增强了在江苏省和山东省的布局，并快速提升了非住宅业态的管理能力和管理资质。同时，公司开始进入城市服务范畴，随着与江苏宿迁泗阳经济技术开发区达成战略合作，公司在探索城市服务，延展和扩大服务边界的路上迈出重要一步。

**图20: 2020H1 公司在管面积中住宅物业占比 76%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图21: 2020H1 公司物管服务收入中住宅占比 60%**


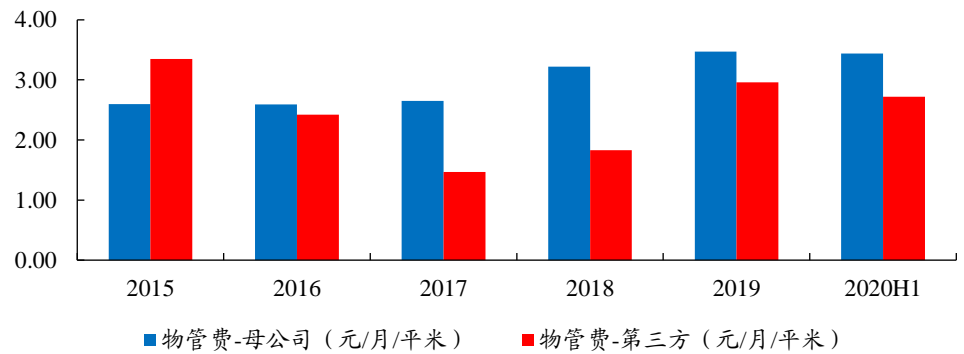
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表2: 公司非住宅物业类型众多**

类型	物业
商业办公	狮山广场、苏州创业园、青岛国际创新园、恒基旭辉中心
城市综合体	旭辉国际广场、旭辉城
公共物业	福清市体育馆、福清市文化艺术中心、福清侨乡博物馆、中共福建省委党校、太阳能小镇

数据来源：公司公告、开源证券研究所

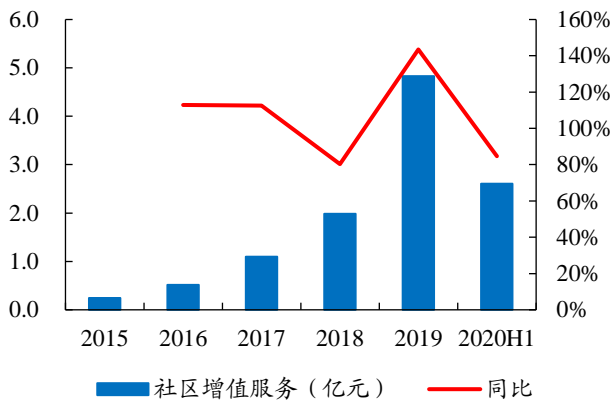
公司物管费水平稳步提升。公司定价能力不断提升，平均物业费单价维持高位，截至 2020H1，公司综合物业管理费 2.91 元/平米/月，同比增长 13.7%；其中源自旭辉项目的物业管理费水平为 3.44 元/平米/月，同比增长 2.7%，第三方项目的物业管理费水平为 2.72 元/平米/月，同比增长 40.9%。

**图22: 公司物业管理费稳步提升**


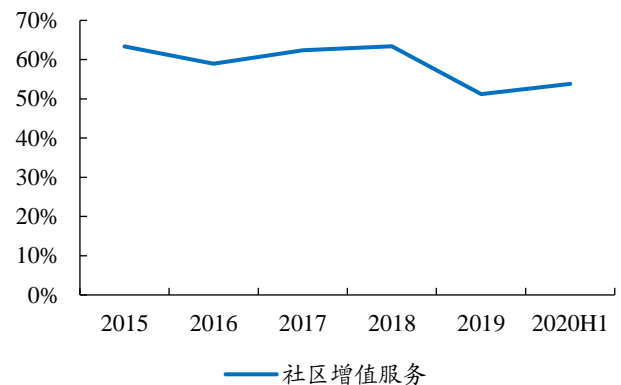
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、业主增值服务：客户黏性强，盈利能力优异

2020 年上半年公司社区增值服务实现营收 2.61 亿元，同比增长 84.6%，其中家居生活服务和公用区域增值服务均较 2019 年同期实现了 100% 以上的高增长，受益于公司在管面积的快速扩张，社区增值服务自 2016 年起一直保持 80% 以上的高营收增速，营收占比也从 2015 年的 7% 显著提升至 2020H1 的 19%。毛利方面，2020H1 社区增值服务毛利占比 34%，毛利率为 54%，显著高于公司其他业务。

**图23: 2020H1 公司社区增值服务收入增长 85%**


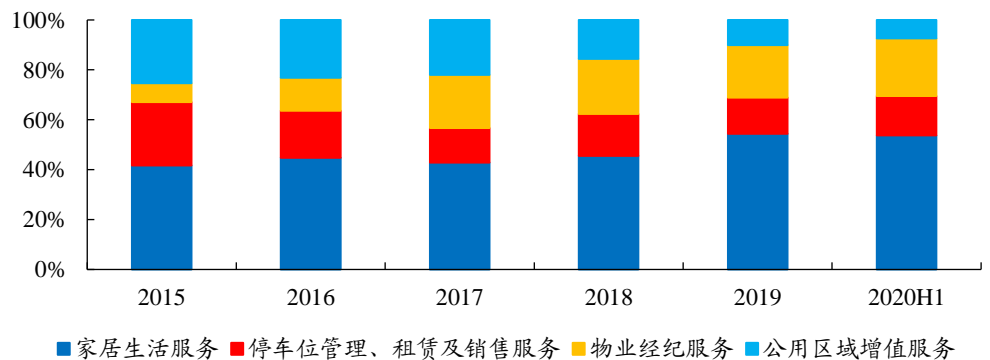
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图24: 2020H1 公司社区增值服务毛利率达 54%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司社区增值服务的细分业务众多，主要包括以下几项

- (1) **家居生活服务:** 主要包括房屋装修、房屋局部改造、上门维修、家政清洁、拎包入住等服务。2020H1 实现营收 1.4 亿元，占社区增值服务总营收的 53.7%，为占比最高的细分板块，2015-2019 年年复合增长率达 126%。
- (2) **停车位管理、租赁及销售服务:** 主要包括对停车位的租赁和管理服务，该业务 2020H1 实现营收 0.41 亿元，同比增长 48%。
- (3) **物业经纪服务:** 主要包括公寓的代理销售业务，另外有关停车位的销售收入也于 2019 年划入该业务板块。
- (4) **公用区域增值服务:** 主要包括公用区域的租赁及管理服务，如广告位出租等。该业务 2020H1 实现营收 0.19 亿元，占比较低，但同比增速高达 387%，为各细分业务中最高。

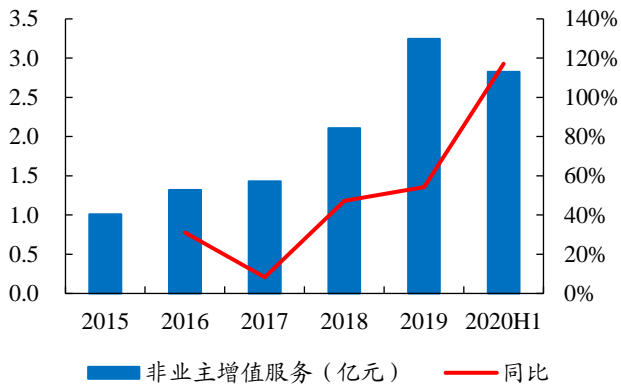
**图25: 公司社区增值服务细分领域众多**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4、非业主增值服务：营收增速加快，毛利率稳步提升

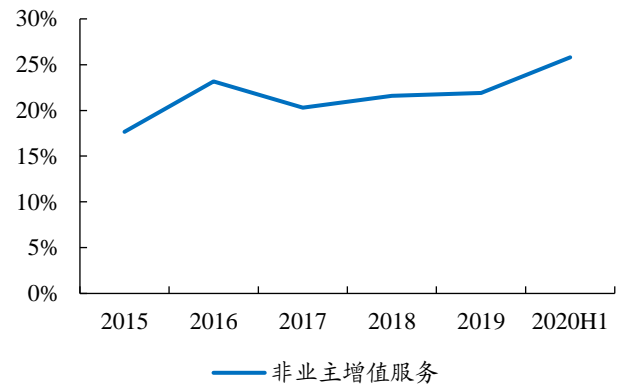
公司非业主增值服务的目标客户主要是物业开发商，提供以案场管理为主的协销服务、额外专项定制服务、前期规划及设计咨询服务、房修服务以及交付前检验服务。2020H1 公司非业主增值服务实现营收 2.83 亿元，同比大幅增长 117%，增速自 2018 年起持续扩大，毛利率 26%，为 2015 年以来最高水平。

图26：2020H1 公司非业主增值服务增长 117%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2020H1 公司非业主增值服务毛利率 26%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司的非业主增值服务可细分为下列五类：

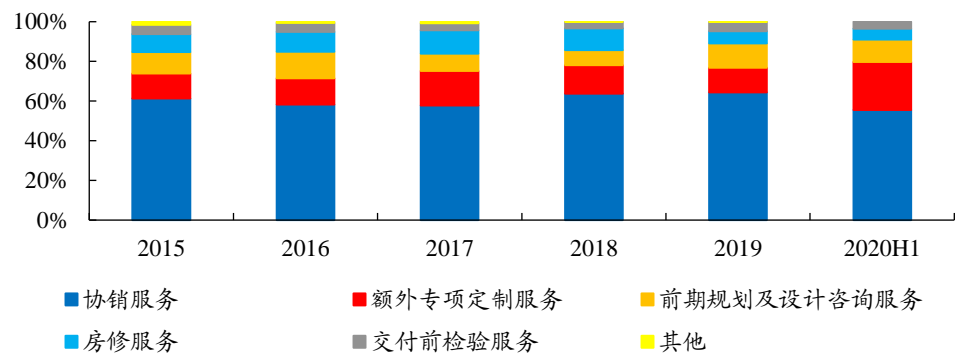
**(1) 协销服务：**主要包括清洁、安保、园艺及访客管理等服务。该业务目前是公司非业主增值服务的最主要营收来源，占比达 55.4%。2020H1 营收 1.57 亿元，同比增长 68.8%。

**(2) 额外专项定制服务：**包括向开发商提供的特定区域或物业设施的清洁、安保或会议和行政支持服务。该项业务公司通过“成本+利润加价”的方式收取费用，2020H1 实现营收 0.69 亿元，同比大幅增长 385%。

**(3) 前期规划及设计咨询服务：**主要指施工期间的现场咨询，协助开发商设计出符合用户需求的建筑，该业务 2020H1 营收同比增速 245%，远高于公司的在管面积增速和母公司旭辉的竣工增速，说明公司对外输出管理经验的力度进一步加大。

**(4) 房修服务：**当房屋交付后住户发现质量问题时，公司会为开发商进行住宅维修，该项业务同样采取“成本+利润”的定价方式。

**(5) 交付前检验服务：**在开发商施工完成后检验建筑的质量、功能、设计问题并提出建议，按照检验的建筑面积收取费用。目前该业务在非业主增值服务中的占比相对较小，仅为 3.5%，但增速较高，2020H1 营收达 129%。

**图28: 2020H1 公司非业主增值服务涉及领域广泛**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

公司目前的营收分为基础物业服务、社区增值服务和非业主增值服务三项业务，我们分别对这三项业务进行预测。

**基础物业服务:** 业务增速高且稳定，母公司旭辉控股销售规模保持稳健增长，给公司在管面积增长提供了稳定支撑；同时公司外拓力度持续加大且收效明显，第三方项目面积显著增加。因此我们预计公司 2020-2022 年的在管面积约为 105、159、231 万平方米，对应基础物业服务营收为 16.9、25.1、36.2 亿元，同比增速分别为 58%、49%、44%。

**社区增值服务:** 连续 5 年毛利率维持 50% 以上，营收占比不断提升，随着公司在管面积的持续扩张，增值服务渗透率不断提升且业务趋于多元化，未来将释放更大的盈利潜力。我们预计社区增值服务 2020-2022 年的营收分别为 9.0、13.5、19.6 亿元，对应同比增速分别为 86%、50% 和 46%。

**非业主增值服务:** 盈利能力有所提升，毛利率为近 5 年最高水平，依托母公司的开发规模和管理经验的输出，公司非业主增值服务未来有较大成长空间。我们预计非业主增值服务 2020-2022 年营收分别为 4.9、7.1、10.2 亿元，对应同比增速分别为 50%、45%、45%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营收为 30.7、45.6、66.1 亿元，同比增长 64%、49% 和 45%；归母净利润分别为 3.80、5.73、8.48 亿元，同比增长 70%、51%、48%；EPS 分别为 0.23、0.34、0.51 元/股，当前股价对应 PE 估值为 49、33、22 倍；与可比公司相比，公司估值较高，主要源于公司背靠关联地产公司新城控股实力强劲，同时外拓能力强，推动公司与同类公司相比，在项目获取及盈利规模上成长性均更佳，具备合理的估值溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**表3: 主流物管公司 2021 年 PE 均值在 22 倍**

代码	公司	总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)				PE			
		2019	2020E	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
6049.HK	保利物业	258	4.9	7.0	9.4	12.7	53	37	27	20	
001914.SZ	招商积余	249	2.9	6.0	8.3	11.0	87	41	30	23	
2669.HK	中海物业	127	4.8	5.8	7.5	9.2	26	22	17	14	
2869.HK	绿城服务	242	4.8	6.7	8.7	11.3	51	36	28	21	
002968.SZ	新大正	52	1.0	1.3	1.8	2.2	49	38	29	23	
9666.HK	金科服务	262	3.7	6.2	10.2	14.9	71	42	26	18	
6098.HK	碧桂园服务	1010	16.7	22.9	30.6	40.8	60	44	33	25	
1755.HK	新城悦服务	126	2.8	4.2	6.4	9.3	45	30	20	14	
3319.HK	雅生活服务	369	12.3	17.4	22.7	28.2	30	21	16	13	
9909.HK	宝龙商业	105	1.8	3.0	4.3	5.8	59	36	25	18	
3662.HK	奥园健康	30	1.6	2.5	3.8	5.0	19	12	8	6	
603506.SH	南都物业	28	1.1	1.5	1.9	2.3	25	19	15	12	
2606.HK	蓝光嘉宝	46	4.3	5.8	7.9	10.6	11	8	6	4	
	均值						45	30	22	16	
1995.HK	永升生活服务	187	2.2	3.8	5.7	8.5	83	49	33	22	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (除保利物业、南都物业、碧桂园服务、永升生活服务外, 其他物管公司均使用 wind 一致预期, 数据截至 2020 年 11 月 26 日; 汇率: 1 HKD=0.85 RMB)

**表4: 主流物管公司 2021 年 PB 均值在 6.5 倍**

代码	公司	收盘价 (元)		每股净资产				PB			
		RMB)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
6049.HK	保利物业	47	9.5	10.3	11.2	11.2	4.9	4.5	4.1	4.1	
001914.SZ	招商积余	23	7.5	8.0	8.7	9.6	3.1	2.9	2.7	2.4	
2669.HK	中海物业	4	0.4	0.5	0.7	1.0	9.4	7.3	5.4	4.1	
2869.HK	绿城服务	8	1.0	1.6	1.8	2.0	7.6	4.6	4.3	3.7	
002968.SZ	新大正	48	10.5	8.1	9.4	11.0	4.6	5.9	5.1	4.4	
9666.HK	金科服务	41	0.8	10.0	11.3	12.9	54.2	4.1	3.7	3.2	
6098.HK	碧桂园服务	37	2.0	2.5	3.2	4.3	18.5	14.7	11.3	8.6	
1755.HK	新城悦服务	15	1.1	1.4	2.1	2.7	13.6	10.6	7.5	5.7	
3319.HK	雅生活服务	28	4.6	5.2	6.4	7.8	6.0	5.3	4.3	3.5	
9909.HK	宝龙商业	17	2.6	3.1	3.4	4.1	6.4	5.6	5.0	4.2	
3662.HK	奥园健康	30	1.6	2.5	3.8	5.0	18.7	12.1	8.0	6.1	
603506.SH	南都物业	28	1.1	1.5	1.9	2.3	24.8	19.5	15.3	12.4	
2606.HK	蓝光嘉宝	46	4.3	5.8	7.9	10.6	10.6	7.8	5.8	4.3	
	均值						14.8	8.4	6.5	5.2	
1995.HK	永升生活服务	11	0.7	0.8	1.0	1.4	16.3	13.6	10.7	8.0	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (除保利物业、南都物业、碧桂园服务、永升生活服务外, 其他物管公司均使用 wind 一致预期, 数据截至 2020 年 11 月 26 日; 汇率: 1 HKD=0.85 RMB)



## 6、风险提示

- 1) 宏观环境风险: 宏观经济不景气, 居民可支配收入低迷, 支付能力有所下降, 影响行业收缴率水平;
- 2) 行业盈利恶化风险: 人工成本持续上行, 物管费提价较难, 行业毛利空间持续压缩;
- 3) 行业成长性下滑风险: 市场竣工持续处于低位, 物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长;
- 4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动; 企业收并购存在误判风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,384</b>	<b>1,808</b>	<b>2,193</b>	<b>3,045</b>	<b>4,030</b>
现金	1,160	1,284	1,440	1,911	2,442
应收账款	214	481	697	1,061	1,493
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	10	43	56	73	94
<b>非流动资产</b>	<b>109</b>	<b>670</b>	<b>859</b>	<b>1,103</b>	<b>1,418</b>
固定资产及在建工程	27	62	69	76	83
无形资产及其他长期资产	82	608	790	1,027	1,335
<b>资产总计</b>	<b>1,493</b>	<b>2,478</b>	<b>3,052</b>	<b>4,148</b>	<b>5,449</b>
<b>流动负债</b>	<b>574</b>	<b>1,187</b>	<b>1,506</b>	<b>2,168</b>	<b>2,804</b>
短期借款	9	-0	-0	-0	-0
应付账款	72	285	298	567	686
其他流动负债	493	903	1,207	1,601	2,117
<b>非流动负债</b>	<b>16</b>	<b>63</b>	<b>82</b>	<b>106</b>	<b>138</b>
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	16	63	82	106	138
<b>负债合计</b>	<b>590</b>	<b>1,250</b>	<b>1,588</b>	<b>2,274</b>	<b>2,942</b>
股本	13	14	17	17	17
储备	886	1,134	1,352	1,734	2,327
归母所有者权益	899	1,148	1,369	1,751	2,343
少数股东权益	4	80	95	122	163
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,493</b>	<b>2,478</b>	<b>3,052</b>	<b>4,148</b>	<b>5,449</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>175</b>	<b>509</b>	<b>450</b>	<b>838</b>	<b>1,013</b>
税前利润	142	329	554	841	1,255
折旧和摊销	4	20	31	46	69
营运资本变动	(350)	(663)	(753)	(1,034)	(1,216)
其他	380	823	618	986	905
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6)</b>	<b>(318)</b>	<b>(241)</b>	<b>(279)</b>	<b>(371)</b>
资本开支	15	31	37	45	54
其他	(21)	(349)	(279)	(324)	(425)
<b>融资活动现金流</b>	<b>553</b>	<b>(83)</b>	<b>(70)</b>	<b>(108)</b>	<b>(132)</b>
股权融资	578	56	-0	-0	-0
银行借款	9	-0	-0	-0	-0
其他	(35)	(139)	(70)	(108)	(132)
汇率变动对现金的影响	-0	16	18	19	21
<b>现金净增加额</b>	<b>722</b>	<b>124</b>	<b>156</b>	<b>471</b>	<b>531</b>
<b>期末现金总额</b>	<b>1,160</b>	<b>1,284</b>	<b>1,440</b>	<b>1,911</b>	<b>2,442</b>

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,076</b>	<b>1,878</b>	<b>3,071</b>	<b>4,561</b>	<b>6,605</b>
营业成本	767	1,322	2,163	3,210	4,645
营业费用	(16)	(48)	(79)	(119)	(178)
管理费用	191	247	394	572	801
其他收入/费用	(17)	(75)	(115)	(173)	(257)
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>282</b>	<b>477</b>	<b>725</b>	<b>1,081</b>
净财务收入/费用	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他利润	25	45	75	114	171
<b>利润总额</b>	<b>142</b>	<b>329</b>	<b>554</b>	<b>841</b>	<b>1,255</b>
所得税	42	80	134	204	304
少数股东损益	(0)	25	40	64	103
<b>归母净利润</b>	<b>101</b>	<b>224</b>	<b>380</b>	<b>573</b>	<b>848</b>
<b>EBITDA</b>	<b>14,548</b>	<b>35,021</b>	<b>583</b>	<b>884</b>	<b>1,321</b>
<b>扣非后净利润</b>	<b>9,173</b>	<b>20,922</b>	<b>35,492</b>	<b>53,529</b>	<b>79,290</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.13</b>	<b>0.23</b>	<b>0.34</b>	<b>0.51</b>

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	48.33	74.55	63.54	48.52	44.81
营业利润(%)	35.15	131.69	68.67	51.70	49.32
归属于母公司净利润(%)	31.50	122.68	69.64	50.82	48.12
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.22	28.72	29.58	29.56	29.62
净利率(%)	10.54	9.32	13.26	13.67	13.97
ROE(%)	11.18	19.50	27.74	32.71	36.20
ROIC(%)					
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.16	39.54	50.45	52.02	54.84
净负债比率(%)	(127.50)	(104.54)	(105.20)	(109.13)	(104.24)
流动比率	2.41	1.52	1.46	1.40	1.44
速动比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.98	0.95	1.11	1.27	1.38
应收账款周转率	7.59	7.45	4.40	4.30	4.42
应付账款周转率	10.67	4.65	7.25	5.66	6.77
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.13	0.23	0.34	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.30	0.27	0.50	0.61
每股净资产(最新摊薄)	0.54	0.69	0.82	1.05	1.40
<b>估值比率</b>					
P/E	185.58	83.34	49.13	32.57	21.99
P/B	20.75	16.25	13.63	10.65	7.96

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn