绿城服务（02869.HK）深度研究报告

品质服务标杆，领跑黄金赛道

强推（首次）

目标价：13.60 港元

当前价：10.12 港元

❖ **物管品质服务标杆，管理团队优秀、激励完善，龙湖入股彰显价值**

绿城服务成立于 1998 年，持续位居中指物业百强第 2 名，当属物管行业品质服务标杆。19H1 末，总合同服务面积约 3.9 亿平，业务覆盖全国 137 城，业态涵盖市政公建、商办、住宅、学校等。公司分红稳定，16-18 年，分红率分别达 35%、36%、38%。激励机制完善，18 年 9 月，向管理层及核心员工授予 1.335 亿份购股权；20 年 1 月，新授予 3,315 万份；两次合计占比 6%。此外，19 月 2 日，公司作为基石投资者购买滨江服务 3.7%股权。20 年 1 月，龙湖集团收购绿城服务 5%股权，并计划将进一步提升至 10%，彰显公司价值。

❖ **弱背景下兼顾高品质和高增长，增值服务体系完善，提价能力更强**

14-18 年，公司在管、储备面积 CAGR 分别达 27%、31%；19H1 末，在管、储备面积分别达 1.8、2.1 亿平，储备/在管覆盖率 1.1 倍，后续增长有保障。在管面积中：1）住宅/非住宅分别占 78.5%/21.5%；2）大杭州/宁波/长三角分别占 22%/7%/37%；3）绿城中国/第三方分别占 20.5%/79.5%，彰显极强第三方拓展能力。19H1 物业费单价 3.16 元/平*月，高于百强平均 2.25 元/平*月。14-18 年，平均收缴率、续约率、中标率分别达 97%、97%、76%，均处于行业较高水平。估算园区服务等效物业费 7.6 元/平*月，高于同行平均 3.1 元/平*月。高满意度及全面而完善的服务赋予公司更强提价能力、获得更持续发展。

❖ **业绩高质量增长，增值业务毛利高、占比提升，毛利率低位望改善**

14-18 年，公司营收、业绩 CAGR 分别达 32.1%、34.2%。19H1，营收 36.6 亿元，同比+25.1%；归母净利润 2.3 亿元，同比+2.2%。毛利率和净利率分别为 19.3%、6.4%，同比分别+0.5、-1.4pct。19H1 物业、咨询、园区服务营收分别占比 67%、14%、19%，毛利率分别为 12%、38%、31%。公司毛利率处于行业低位，随着物业费单价提升、科技赋能优化人工成本和高毛利增值业务占比提升，预计毛利率有望逐步提升。18 年公司计提期权费用 2,640 万元，估算 19 年约 7,760 万元、并达到峰值，预计 20 年开始影响望逐步弱化。此外，滨江服务的股权增值、杭州物管补助、社保减免政策也有望显著贡献今年业绩。

❖ **预计 19/20/21 年业绩+4%/40%/37%，合理 21PE 35 倍、市值 378 亿港元**

我们预计 19/20/21 年公司营业收入分别为 85.9/106.1/133.7 亿元、分别同比+28.0%/+23.6%/+26.0%，对应归母净利润分别为 5.0/7.0/9.6 亿元、分别同比+3.6%/+40.0%/+37.4%。参考 3 家龙头物管公司（招商积余、碧桂园服务、保利物业）21PE/21PS 平均 30 倍/3.6 倍，考虑到绿城服务作为以服务品质著称的优质龙头物管公司，拥有更强物业费提价能力、更强第三方拓展能力、更强增值服务体系，中长期业绩也将获更可持续发展，我们认为公司 2021 年合理 PE 为 35 倍、对应 21PS 为 2.8 倍，对应目标市值 337 亿元（378 亿港元）。

❖ **投资建议：品质服务标杆，领跑黄金赛道，首覆、并给予“*强推*”评级**

绿城服务作为准第三方物管龙头，14-18 年在管面积 CAGR 达 27%，19H1 末，公司在管面积达 1.8 亿平米，储备/在管面积比 1.1 倍，规模扩张稳定有较强保障。公司以服务品质著称，区域聚焦长三角，收缴率、续约率、中标率都位于行业较高水平，并物业费提价能力相对较强，中长期利润率更加稳定，并有望在行业后阶段率先挖掘增值服务空间，有望领跑物管行业黄金赛道，我们预测公司 2019-21 年每股收益分别为 0.18、0.25、0.34 元，并按照 21 年目标 PE35 倍，给予目标价 13.60 港元，首次覆盖，并给予 ***“强推”*** 评级。

❖ **风险提示：**业务拓展不及预期、人工成本上升致利润率下行。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,710	8,589	10,614	13,374
同比增速(%)	30.5	28.0	23.6	26.0
归母净利润(百万)	483	500	700	962
同比增速(%)	24.7	3.5	40.0	37.4
每股盈利(元)	0.17	0.18	0.25	0.34
市盈率(倍)	52.5	50.7	36.2	26.4
市净率(倍)	10.9	9.6	8.3	6.9

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2 月 20 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536
邮箱：yuanhao@hcyjs.com
执业编号：S0360516120001

公司基本数据

总股本(万股)	279,025
已上市流通股(万股)	279,025
总市值(亿元)	282
流通市值(亿元)	282
资产负债率(%)	63.3
每股净资产(元)	0.87
12 个月内最高/最低价	5.54/10.46

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《物业管理行业深度报告：朝阳行业，黄金时代》 2019-05-16

《物管行业专题报告：三大独有特色，修筑护城河、造就蓝海市场》 2019-07-14

《非住宅物管深度：物管从小区走向城市，非住宅蓝海疆域无边》 2019-11-20

未经许可，禁止转载

目 录

一、公司概要：物管品质服务标杆，管理团队优秀、激励完善，龙湖入股彰显价值 6
（一）发展历程：高品质物管龙头、物业、咨询、园区服务三大业务协同发展 6
（二）股权结构：股权结构稳定，龙湖集团战略投资彰显信心 8
（三）管理团队：管理团队经验丰富，激励机制完善 9
二、经营情况：弱背景下兼顾高品质和高增长，增值服务体系完善，提价能力更强 11
（一）规模增长：在管面积 CAGR 达 27%，储备/在管覆盖率 1.1 倍，弱开发背景规模增长确定性仍较强 11
（二）收缴率&续约率：14-18 年收缴率 97%、续约率 97%，领先品质保障中长期稳定 13
（三）物业费单价：物业费单价逐年提升、并领先行业，优质服务消减提价抗力 15
（四）品牌力：15-19 年满意度连续第一，优质品牌强化第三方拓展能力 16
（五）增值服务：增值服务体系完善，涵盖人和房的全生命周期 19
三、财务状况：业绩高质量增长，增值业务毛利高、占比提升，毛利率低位望改善 24
（一）营收&业绩：14-18 年业绩 CAGR 达 34%，19H1 业绩同比+2%，毛利率 19%、净利率 6% 24
（二）物业服务：19H1 收入同比+22%、占比 41%，毛利率持续提升，基础服务毛利率处于行业较低水平 25
（三）咨询服务：19H1 收入同比+32%、占比 13.7%，毛利率 38.1% 27
（四）园区服务：19H1 收入同比+35%、占比 18%，毛利率 31%，中长期提供稳定盈利点 29
（五）其他财务情况：货币资金充裕，费用率望逐步改善，股权增值及利好政策业绩贡献显著 30
四、盈利预测&估值情况：预计 19-21 年业绩+4%/40%/37%，合理 21PE 35 倍、对应市值 378 亿港元 32
（一）盈利预测：预计 19-21 年业绩同比+4%、+40%、+37% 32
（二）估值对比：品质服务标杆、望领跑增值服务领域，合理 21PE 35 倍，对应市值 378 亿港元 34
五、投资建议：品质服务标杆，领跑黄金赛道，首次覆盖、并给予“*强推*”评级 36
六、风险提示：业务拓展不及预期、人工成本上升致利润率下行 36

图表目录

图表 1、公司发展历程 6
图表 2、中国物业服务百强企业排名 6
图表 3、公司主营业务布局 7
图表 4、公司城市布局情况 8
图表 5、公司历年营业收入构成情况 8
图表 6、公司历年毛利构成情况 8
图表 7、公司股权结构 9
图表 8、公司历年分红情况 9
图表 9、公司管理层人员简介 10
图表 10、2018、2020 年公司购股权详情对比 10
图表 11、2018 年公司高管购股权授予情况 11
图表 12、2020 年公司高管购股权授予情况 11
图表 13、公司在管面积及同比增速 12
图表 14、公司储备面积及同比增速 12
图表 15、公司在管面积分业态占比 12
图表 16、公司在管面积分区域占比 12
图表 17、19H1 末主流 AH 物业公司横向数据对比 12
图表 18、近期各地对物管行业的补助措施 13
图表 19、主流物业公司员工人数对比 13
图表 20、公司收缴率持续处于高位 14
图表 21、公司历年合同续约率情况 14
图表 22、主流物业公司 18 年收缴率对比 14
图表 23、主流物业公司 18 年续约率对比 15
图表 24、公司物业费单价及同比 15
图表 25、公司满意度领先行业 15
图表 26、部分主流 AH 物业公司物业费单价对比 16
图表 27、部分主流 AH 物业公司 16-18 年物业费价格变动情况对比 16
图表 28、绿城中国项目在管面积占比较低 17
图表 29、绿城中国项目储备面积占比较低 17
图表 30、公司历年第三方项目中标率情况 17
图表 31、主流公司中标率情况对比 18
图表 32、绿城服务品牌价值 18

图表 33、中国物业服务百强满意度领先企业 18
图表 34、公司咨询服务构成情况 19
图表 35、公司园区服务收入构成情况 19
图表 36、公司园区服务幸福生活服务体系 20
图表 37、公司咨询服务业务情况 20
图表 38、公司园区服务业务情况 21
图表 39、公司咨询服务及园区服务情况 21
图表 40、主流公司单位面积园区增值服务收入 22
图表 41、主流公司单位面积园区增值服务毛利 22
图表 42、主流公司园区增值服务毛利率 23
图表 43、主流公司业主增值和开发商增值收入占比的横向对比 23
图表 44、主流公司业主增值和开发商增值毛利占比的横向对比 24
图表 45、公司营收及增速 24
图表 46、公司归母净利润及增速 24
图表 47、公司分版块收入占比 25
图表 48、公司毛利率及归母净利率 25
图表 49、主流公司毛利率及归母净利率的横向对比 25
图表 50、公司物业服务收入及增速 26
图表 51、公司物业管理服务毛利及毛利率 26
图表 52、主流公司基础服务收入 16-18 年 CAGR 26
图表 53、主流公司基础服务毛利率横向对比 26
图表 54、公司咨询服务收入及增速 27
图表 55、公司咨询服务毛利及毛利率 27
图表 56、公司在建物业服务收入及同比 27
图表 57、公司管理咨询服务收入及同比 27
图表 58、公司咨询服务构成情况 28
图表 59、公司咨询服务收入同比与储备面积同比 28
图表 60、主流公司非业主增值服务收入 16-18 年 CAGR 28
图表 61、主流公司非业主增值服务毛利率 28
图表 62、公司园区服务收入及增速 29
图表 63、公司园区服务毛利及毛利率 29
图表 64、公司园区服务收入构成情况 29
图表 65、主流公司园区增值服务收入 16-18 年 CAGR 30
图表 66、主流公司园区增值服务毛利率 30

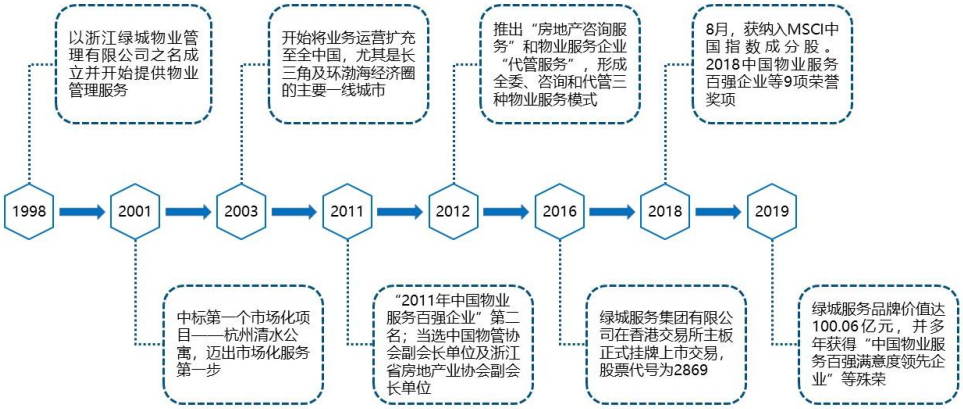
图表 67、公司货币资金及占比总资产 31
图表 68、公司应收账款及占比营收 31
图表 69、公司经营性现金流净额 31
图表 70、公司费用率情况 31
图表 71、公司分业务收入及毛利率预测汇总 32
图表 72、公司营业收入预测情况 33
图表 73、公司毛利率及归母净利率预测情况 33
图表 74、公司费用率预测情况 33
图表 75、公司归母净利润预测情况 33
图表 76、主流物业管理公司估值表 34
图表 77、主流公司 20PE 对比 35
图表 78、主流公司 20PS 对比 35
图表 79、主流公司市值/在管面积对比 36
图表 80、主流公司市值/合同面积对比 36

一、公司概要：物管品质服务标杆，管理团队优秀、激励完善，龙湖入股彰显价值

（一）发展历程：高品质物管龙头、物业、咨询、园区服务三大业务协同发展

绿城服务于 1998 年成立，是一家以物业服务为根基，以服务平台为介质，以智慧科技为手段的大型综合服务企业，物业类型众多、服务区域广泛。2016 年 7 月 12 日，绿城服务集团有限公司在香港交易所主板正式挂牌上市交易，股票代号为 2869.HK。截至 2019 年 8 月，绿城服务业务已覆盖全国 29 个省、直辖市和自治区，以及 137 个城市，服务的物业类型涵盖市政公建项目、城市综合体、商务写字楼、别墅、公寓、学校、足球基地和高科技产业园等，接管、咨询及代管的合同数目逾 2,000 个，总合同服务面积约 3.91 亿平方米。2019 年 2 月 25 日，公司与滨江服务集团签订基石投资协议，以 6,869.5 万港元购买滨江服务 987 万股股份，占其已发行股份总额的 3.7%。此外，2015-2019 年公司持续位居中指物业百强第 2 名。

图表 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

图表 2、中国物业服务百强企业排名

排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业
2	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业
3	长城物业	保利物业发展	碧桂园服务	碧桂园服务	碧桂园服务
4	保利物业	长城物业	长城物业	长城物业	保利物业
5	金地物业	碧桂园服务	保利物业	保利物业	长城物业
6	首开鸿城实业	中海物业	中海物业	彩生活服务	恒大金碧物业
7	彩生活服务	彩生活服务	彩生活服务	恒大金碧物业	雅生活服务
8	万达物业	万达物业	金科物业	深圳金地物业	深圳金地物业
9	碧桂园服务	金科物业	金地物业	龙湖物业	龙湖物业
10	中海物业	金地物业	龙湖物业	金科物业	金科物业

资料来源：中国指数研究院，华创证券

注：中国物业服务百强企业以管理规模、经营绩效、服务质量、发展潜力、社会责任的综合评价排名。

公司目前拥有三条主要业务线，即物业服务、咨询服务、社区服务，构成向客户提供的综合服务并覆盖整个物业管理价值链。

1）物业服务:

公司提供一系列高质量的物业管理服务，例如其统称为「标准」物业管理服务的保安、保洁、园艺、物业维修及保养服务，并就该等服务向在管物业的住户及业主或房地产开发商收取服务费。于 2019 年 6 月 30 日，绿城服务的总在管合同建筑面积达 18,420 万平方米的物业，涵盖居民高端住宅、政府基础建设、商业写字楼、城市综合体等，覆盖全中国 29 个省、直辖市及自治区的 137 个城市。2019H1，公司物业服务收入 24.5 亿元，占总收入 66.9%，同比+21.7%，毛利率 11.9%。

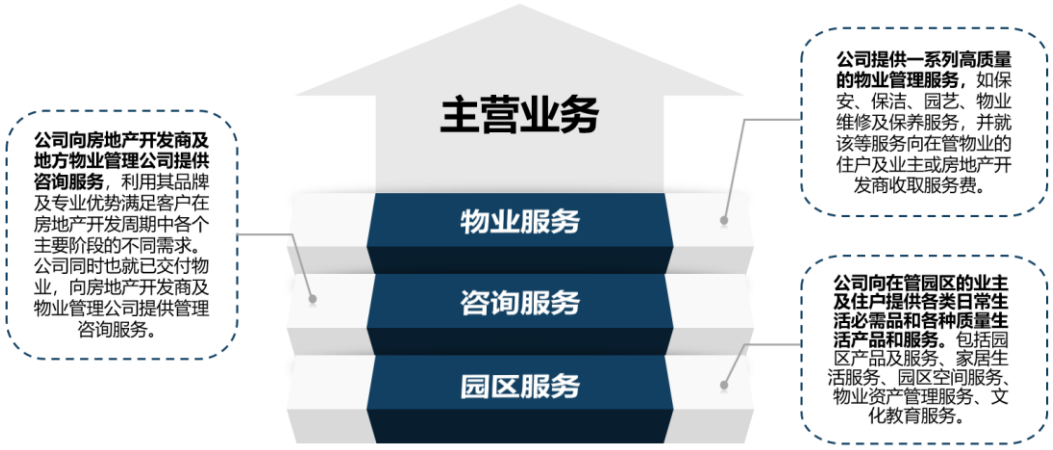
2）咨询服务:

公司向房地产开发商及地方物业管理公司提供咨询服务，利用其品牌及专业优势满足客户在房地产开发周期中各个主要阶段的不同需求。例如，向房地产开发商提供在设计和开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理及营销管理咨询服务，公司亦提供示范单位管理服务，促进他们已开发项目的销售。公司同时也就已交付物业，向房地产开发商及物业管理公司提供管理咨询服务。2019H1，公司咨询服务业务收入 5.2 亿元，占总收入 14.2%，同比+29.7%，毛利率达 38.1%。

3）园区服务:

公司基于业主的全生活场景的需求，透过多种渠道向在管园区的业主及住户提供各类日常生活必需品和各种质量生活产品和服务。园区服务包括园区产品及服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务。2019H1，公司园区服务收入 6.9 亿元，占总收入 18.9%，同比+34.8%，毛利率达 31.3%。

图表 3、公司主营业务布局

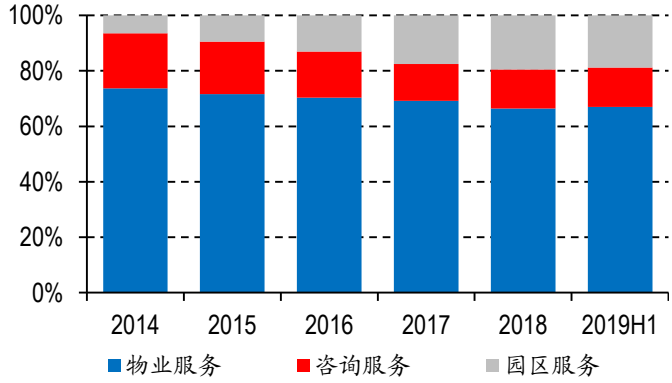


资料来源：公司官网，华创证券

图表 4、公司城市布局情况

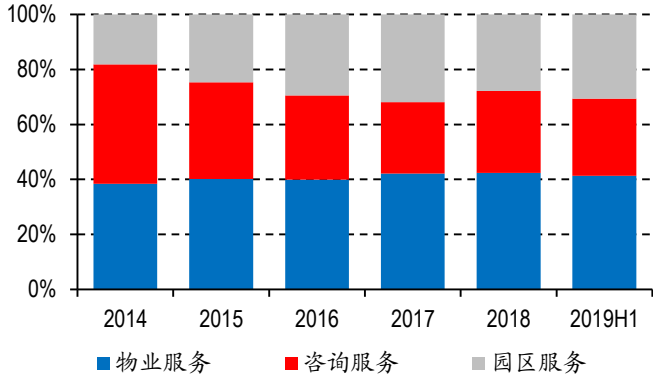
资料来源：公司官网，华创证券

图表 5、公司历年营业收入构成情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6、公司历年毛利构成情况



资料来源：公司公告，华创证券

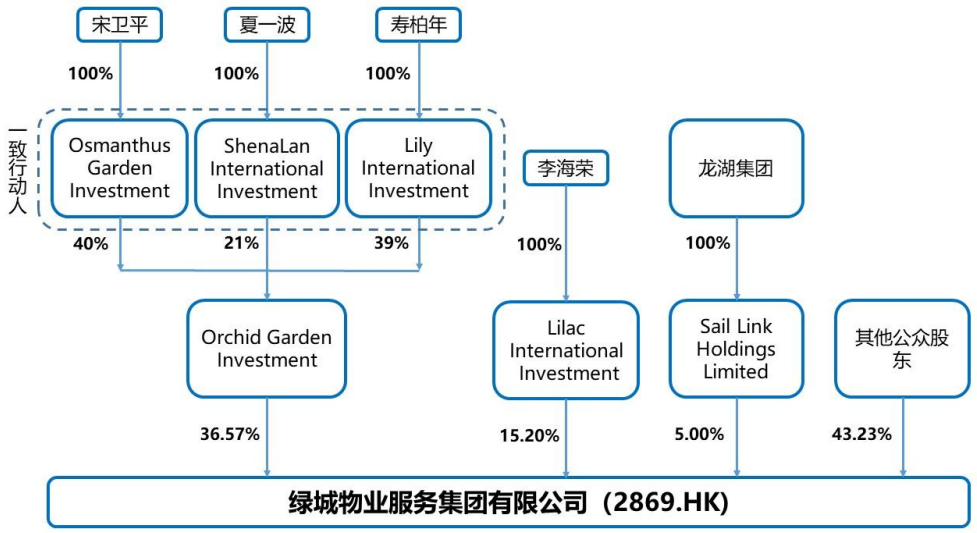
（二）股权结构：股权结构稳定，龙湖集团战略投资彰显信心

截至 2020 年 1 月 6 日，宋卫平先生（14.63%）、夏一波女士（宋卫平先生配偶）（7.68%）、寿柏年先生（14.26%）通过各自全资控股的公司 Osmanthus Garden Investment、ShenaLan International Investment、Lily International Investment 合计间接持有绿城服务 36.57%股份，其中上述三人各自全资控股的公司为一致行动人；李海荣通过其全资控股的 Lilac International Investment 持有公司 15.2%的股份。截至 2019H1 末，绿城中国作为公司基石投资人，约持有公司 5%股份。

另外，龙湖集团于 2020 年 1 月 6 日通过全资附属公司 Sail Link Holdings Limited 完成收购绿城 5%股份，出让方为绿城第二大股东。据龙湖集团公告，龙湖集团拟将于 2020 年 6 月 30 日或之前完成认购绿城服务配发的新股。新股认购完成后，龙湖集团持股比例将上升至 10%。龙湖集团作为国内龙头房企，并且龙湖物业连续 3 年位列物业百强前十，此次战略入股绿城服务，充分认可公司价值。

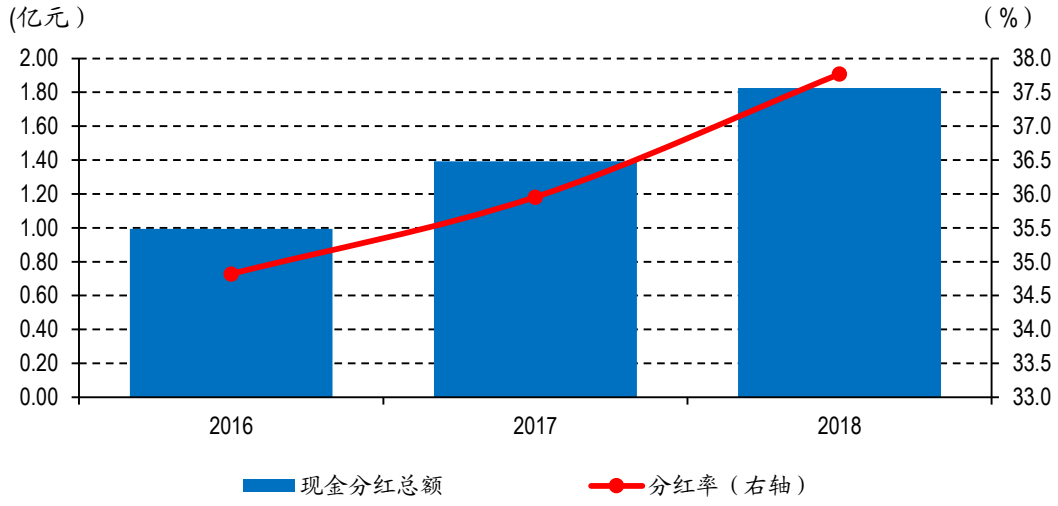
此外，公司分红稳定，2016-2018 年，公司平均分红率达 36.2%，2018 年分红总额 1.8 亿元，分红率达 37.8%。

图表 7、公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 8、公司历年分红情况



资料来源：Wind，华创证券

（三）管理团队：管理团队经验丰富，激励机制完善

绿城坚持“精致品质，稳健运营”经营理念，秉承“员工是公司的本体，是公司存在和发展的理由和目的”的人才理念，做到“把企业还原为学校，带动员工和企业共同成长”，始终坚持“为员工创造平台、为业主创造价值、为城市创造美丽、为社会创造和谐”的企业使命。

公司董事会主席李海荣曾任绿城房地产副总经理、执行总经理/副总经理，绿城控股执行总经理；加入绿城服务后，历任主席、总经理，主要负责整体管理及日常运营。董事会副主席杨掌法，历任绿城服务行政总裁、总经理、执行总经理、常务副总经理、副总经理、总经理助理。董事吴志华，现任行政总裁兼首席财务官，曾任绿城物业服

务常务副总经理、总经理，历任绿城主席、常务副总经理、总经理助理。

2018 年 9 月，公司向管理层及核心员工授予合计 1.335 亿份购股权，占比总股本 4.8%，其中包括公司管理层及主要核心员工合计 1,925 万份。期权行权价为 6.116 港元/股，有效期为 10 年，自 2018 年 9 月 11 日起至 2028 年 9 月 10 日。股票期权分三年平均解锁股票期权，2019、2020、2021 年解锁比例分别为 33%、33%、34%。2020 年 1 月，公司向管理层及核心员工新授予合计 3,315 万份购股权，占比总股本 1.2%，其中包括公司高管合计 41 万份。期权行权价为 9.214 港元/股，有效期为 10 年，自 2021 年 1 月 23 日起至 2030 年 1 月 22 日。股票期权分三年平均解锁股票期权，2021、2022、2023 年解锁比例分别为 33%、33%、34%。

截至 2019H1 末，董事会主席李海荣女生持股比例达 20.28%（其于 2020 年 1 月 6 日完成向龙湖集团转让 5%股份，当日公告显示李女士剩余持股 15.20%），董事杨掌法先生和吴志华先生分别持股 2.16%、1.08%。以上三人截至 2019 年 6 月末合计持股 23.52%。

图表 9、公司管理层人员简介

资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

图表 10、2018、2020 年公司购股权详情对比

售出日期	行权价（港元）	购股权总数（万份）	有效期	等待期	归属日期
2018/9/11	6.116	13,350	2028/9/10	12 个月	33%归属 2019/9/11-2028/9/10
					33%归属 2020/9/11-2028/9/10
					34%归属 2021/9/11-2028/9/10
2020/1/23	9.214	3,315	2030/1/22	12 个月	33%归属 2021/1/23-2030/1/22
					33%归属 2022/1/23-2030/1/22
					34%归属 2023/1/23-2030/1/22

资料来源：公司公告，华创证券

图表 11、2018 年公司高管购股权授予情况

授予日期	姓名	职位	授予数目（万份）
2018/9/11	李海荣	执行董事（主席）	80
	杨掌法	执行董事（副主席）	300
	吴志华	执行董事、行政总裁、首席财务官	450
	陈浩	执行董事	250
	金科丽	首席运营官	225
	翁亚飞	首席质量官	175
	徐亚萍	首席市场官	175
	原卫东	首席技术官	145
	周宏	首席安全官	125
	合计		1,925

资料来源：公司公告，华创证券

图表 12、2020 年公司高管购股权授予情况

授予日期	姓名	职位	授予数目（万份）
2020/1/23	吕函遥	浙江双城网络科技集团有限公司（公司的附属公司）常务副总经理	21
	樊明涛	首席安全官	20
	合计		41

资料来源：公司公告，华创证券

二、经营情况：弱背景下兼顾高品质和高增长，增值服务体系完善，提价能力更强

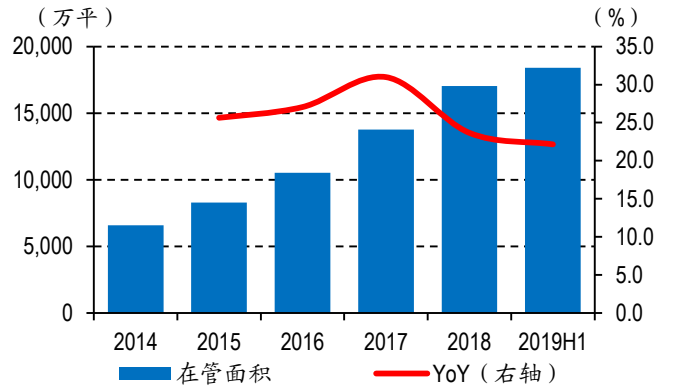
（一）规模增长：在管面积 CAGR 达 27%，储备/在管覆盖率 1.1 倍，弱开发背景规模增长确定性仍较强

2014-2018 年，公司在管面积 CAGR 达 26.8%，储备面积 CAGR 达 30.7%；截至 2019H1 末，公司在管面积达 1.8 亿平米，同比+22.1%；合同储备面积达 2.07 亿平米，同比+29.1%；储备面积覆盖在管面积达 1.1 倍，预示后续管理面积规模增长有较强保障。

截至 2019H1 末，分业态来看，公司在管面积中，住宅、非住宅分别占比 78.5%、21.5%；分区域来看，大杭州区域（杭州、余杭）占比 22.1%，宁波占比 6.7%，长三角、环渤海、珠三角及其他区域分别占比 37.3%、16.1%、6.9%、10.9%。

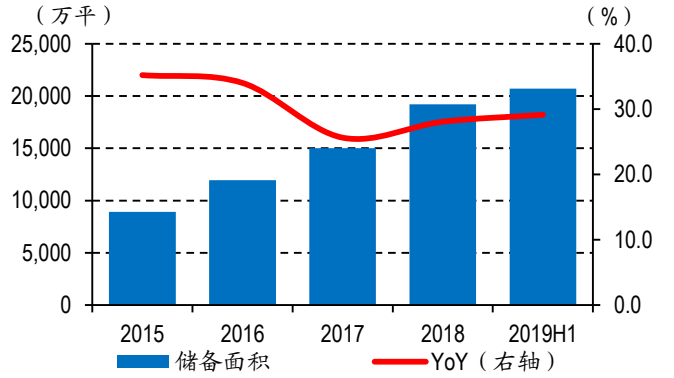
2020 年 2 月 10 日，杭州发布关于严格做好疫情防控帮助企业复工复产的若干政策，包括：加大对物业企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助，公司区域聚焦长三角，尤其大杭州区域占比较高，将显著受益于此次杭州对于物业管理行业的补助政策；而另一方面，杭州区域的客户满意度（尤其对绿城服务）也较高，因而后续公司物业费提价的可行性更高。

图表 13、公司在管面积及同比增速



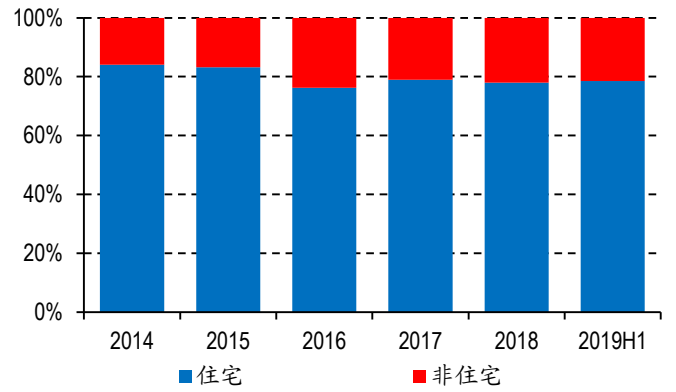
资料来源：公司公告，华创证券

图表 14、公司储备面积及同比增速



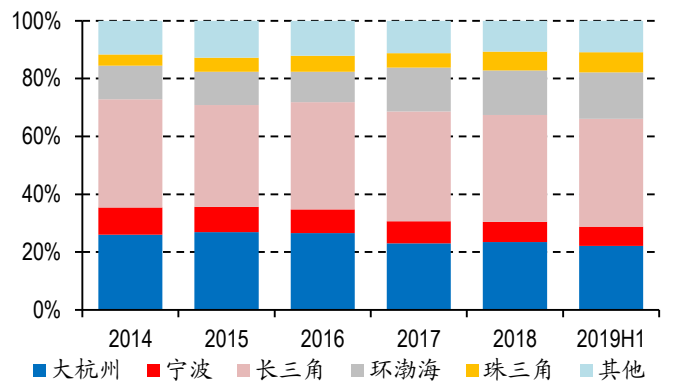
资料来源：公司公告，华创证券

图表 15、公司在管面积分业态占比



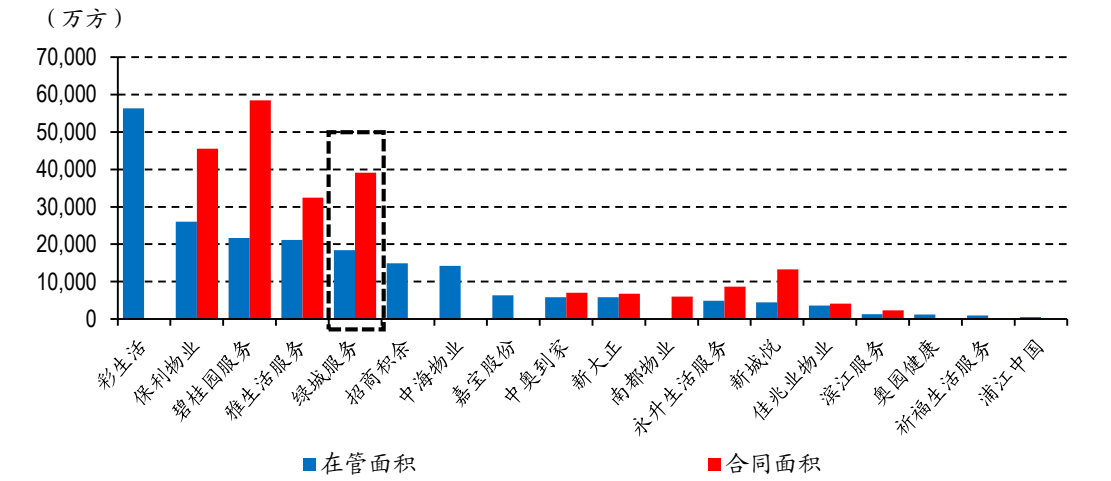
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16、公司在管面积分区域占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17、19H1 末主流 AH 物业公司横向数据对比



资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

图表 18、近期各地对物管行业的补助措施

发布机构	日期	文件	相关内容
杭州西湖区疫情工作领导小组办公室	2020/2/7	《西湖区住宅小区物业服务企业新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作考核实施办法》	对物业服务企业实施防控绩效考核，对于项目考核结果为“优秀”的，按照该项目因防控工作而发生的经审核后的实际投入资金（人力、物力、财力）总额的 90%且不高于 10 万元进行补助。
深圳市政府	2020/2/8	《深圳市应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情支持企业共渡难关的若干措施》	各区政府（新区管委会、深汕特别合作区管委会）对辖区物业管理服务企业的疫情防控服务，按在管面积每平方米 0.5 元的标准实施两个月财政补助。
杭州市政府	2020/2/10	《关于严格做好疫情防控帮助企业复工复产的若干政策》	加大对物业企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。

资料来源：深圳政府官网，西湖区新冠病毒疫情防控小组办公室、西湖区住建局、杭州政府，华创证券整理

此外，2 月 18 日，国常会决定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响，使企业恢复生产后有个缓冲期。除湖北外各省份，从 2 月到 6 月可对中小微企业免征上述三项费用，从 2 月到 4 月可对大型企业减半征收；湖北省从 2 月到 6 月可对各类参保企业实行免征。考虑到物业管理行业人工成本占比较高，此次阶段性减免企业社保费有望一定程度降低企业人工成本。目前绿城服务员工人数 24,975 人，望受益此次社保费减免政策。

图表 19、主流物业公司员工人数对比

公司	员工人数（人）	公司	员工人数（人）
中海物业	36,115	中奥到家	10,000
保利物业	35,190	南都物业	7,515
碧桂园服务	33,609	永升生活服务	6,066
绿城服务	24,975	佳兆业物业	5,279
招商积余	19,886*	新城悦服务	5,050
雅生活服务	18,859	奥园健康	3,278
彩生活	14,161	滨江服务	3,199
新大正	11,808	浦江中国	1,184
蓝光嘉宝服务	10,468	祈福生活服务	638

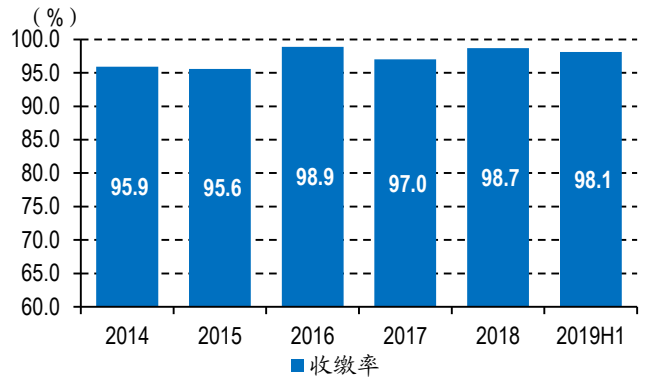
资料来源：Wind，华创证券

注：上述招商积余公司员工人数仅包含中航物业，未包含招商物业。

（二）收缴率&续约率：14-18 年收缴率 97%、续约率 97%，领先品质保障中长期稳定

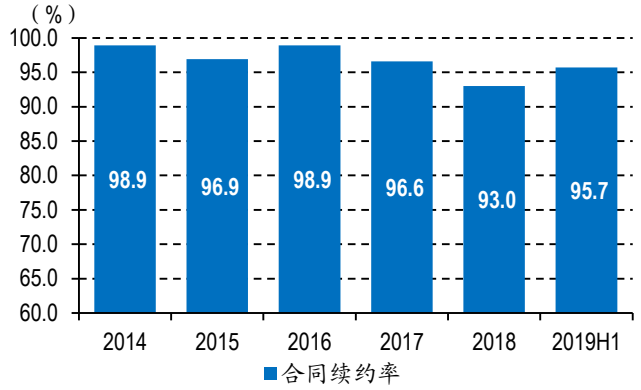
2014-2018 年，公司平均收缴率达 97.2%，并历年收缴率均保持在 95%以上，2019H1，公司收缴率高达 98.1%，收缴率持续处于高位。2014-2018 年，公司合同续约率平均为 96.9%，2019H1 合同续约率达 95.7%，同比持平，续约率仍处较高水平。考虑到公司的服务品质优质、管理口碑领先行业，预计中长期收缴率及续约率均有望保持较好水平。

图表 20、公司收缴率持续处于高位



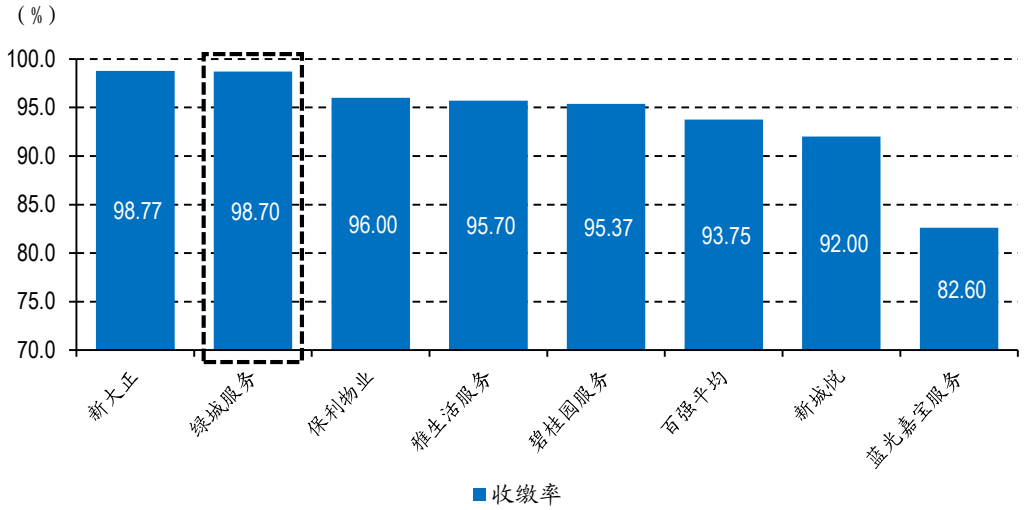
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21、公司历年合同续约率情况



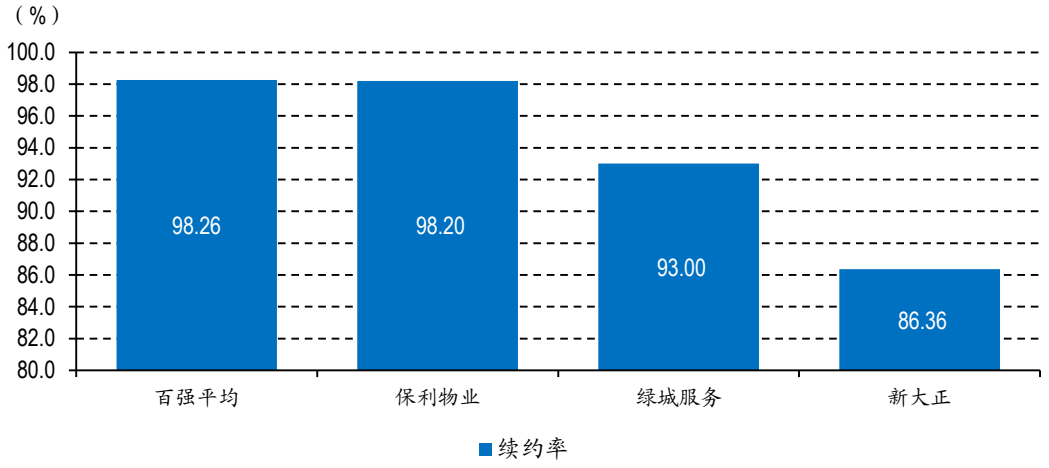
资料来源：公司公告，华创证券

图表 22、主流物业公司 18 年收缴率对比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 23、主流物业公司 18 年续约率对比



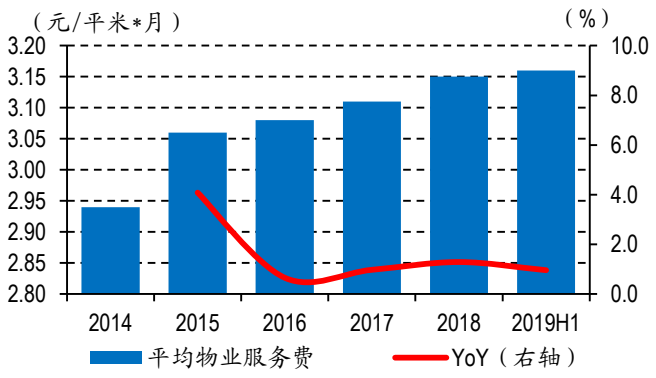
资料来源：各公司公告，华创证券

（三）物业费单价：物业费单价逐年提升、并领先行业，优质服务消减提价抗力

单价方面，2014-2019H1，公司整体物业费单价呈逐年上升趋势，2019H1 住宅项目平均物业费单价 3.16 元/平米/月，较 2018 年提升 0.01 元/平米*月，2014-2018 年单价 CAGR 达 1.7%。据中指院数据，2014-2018 年，公司物业服务客户满意度排名第一。考虑到优质物业服务及高满意度有望消减物业费提价的抗力，公司提价相对可能会更容易。

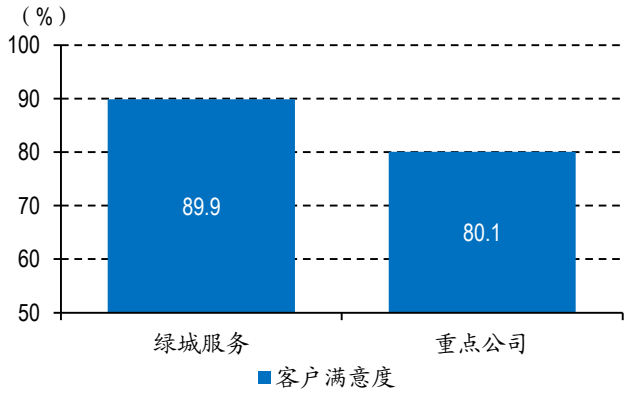
对比主流物业公司，2019H1 公司物业费单价 3.16 元/平米*月，高于百强物业企业平均值 2.25 元/平米*月，高于 8 家主流 AH 物业公司平均 2.01 元/平米*月；2016-2018 年，公司物业费单价提升 2.3%，高于百强物业企业平均值-2.6%，高于 5 家住宅为主的物业公司平均-0.5%。

图表 24、公司物业费单价及同比



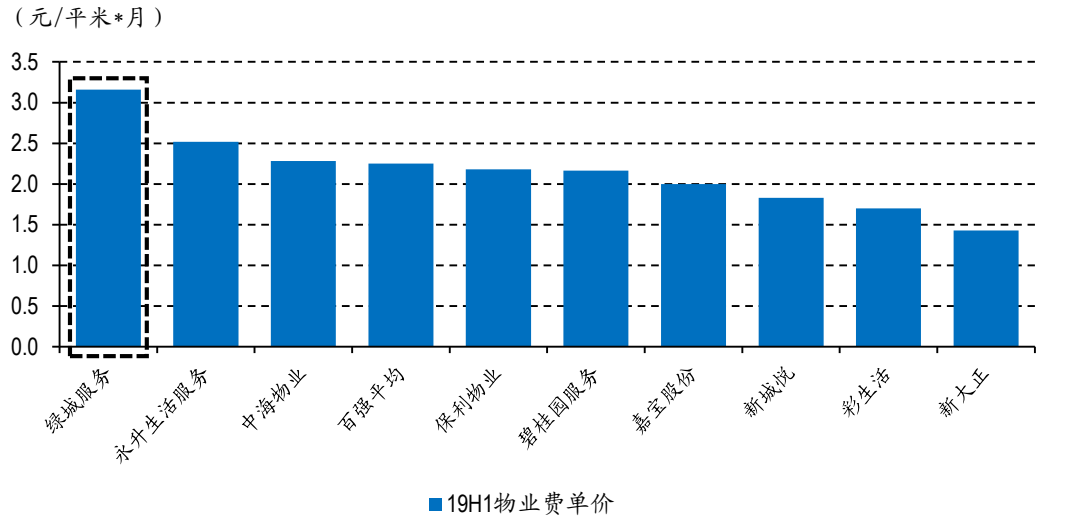
资料来源：公司公告，华创证券

图表 25、公司满意度领先行业



资料来源：公司业绩推介材料，华创证券

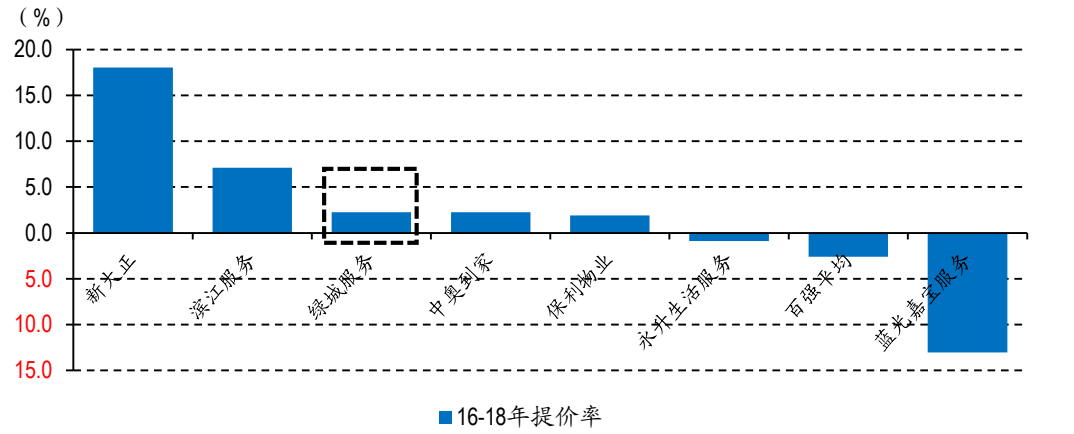
图表 26、部分主流 AH 物业公司物业费单价对比



资料来源：各公司公告，华创证券

注：永升生活服务、碧桂园服务、新城悦、中海物业单价为估算数据。

图表 27、部分主流 AH 物业公司 16-18 年物业费价格变动情况对比

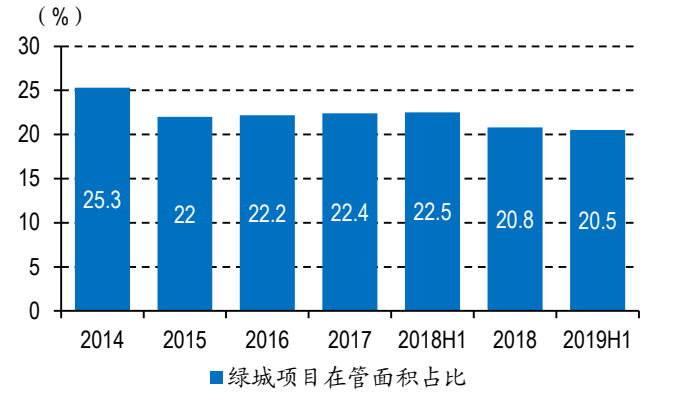


资料来源：各公司公告，华创证券

（四）品牌力：15-19 年满意度连续第一，优质品牌强化第三方拓展能力

公司在管项目中，来自绿城中国项目的占比较低，截至 2019H1 末，绿城中国的项目在管面积占比 20.5%，第三方占比达 79.5%；而从储备面积来看，2019H1 公司储备面积中，绿城中国的项目占比仅 5.7%，预示后续在管面积中第三方比例将进一步提升。作为几乎为第三方的物业管理企业，绿城服务 2014-2018 年，公司在管面积 CAGR 达 26.8%，合同面积 CAGR 为 30.7%，项目中标率保持在 70%以上，得益于公司良好的服务品质和优秀的市场口碑，据中指院数据，公司 2015-2019 年连续位列百强物业满意度第一名，且品牌价值持续提升。

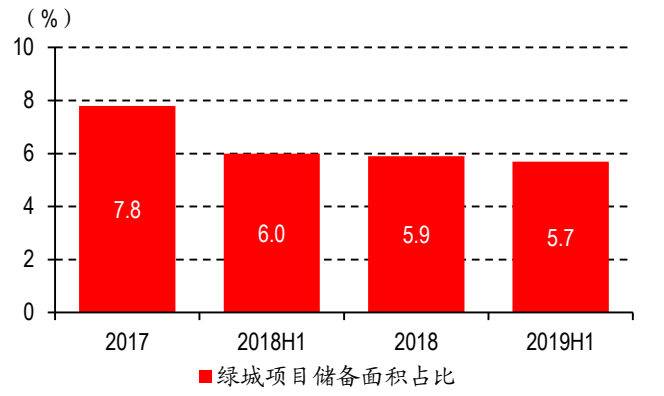
图表 28、绿城中国项目在管面积占比较低



资料来源：公司招股书、公司业绩推介材料，华创证券

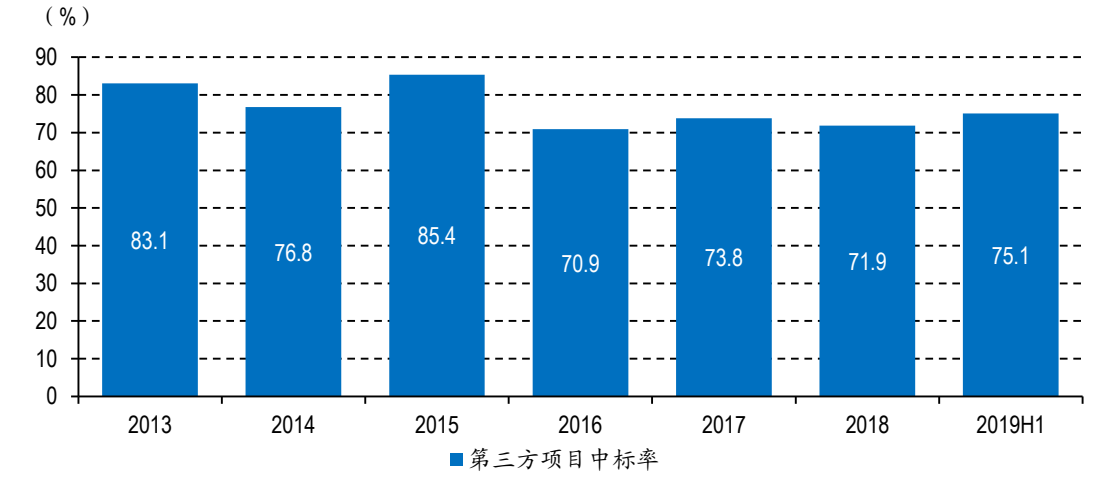
注：2016 年数据缺失，按 2015、2017 年平均数估算。

图表 29、绿城中国项目储备面积占比较低



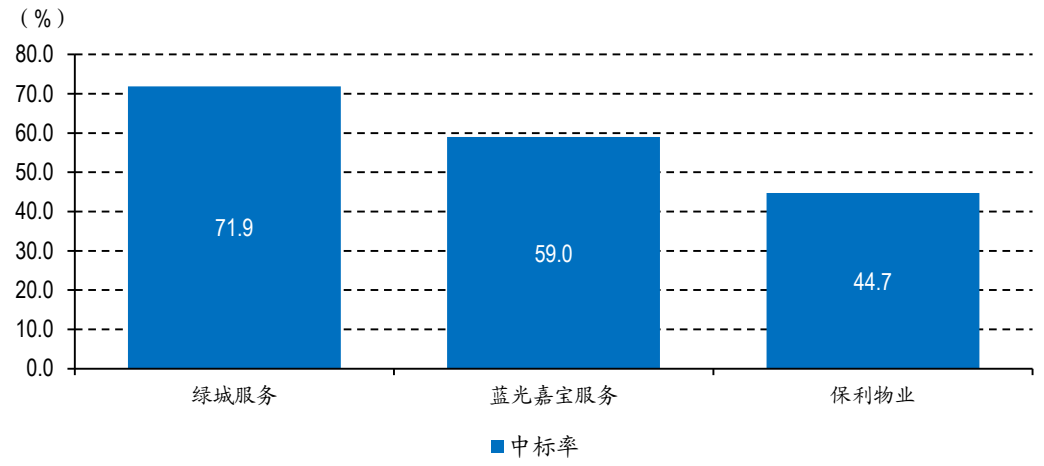
资料来源：公司业绩推介材料，华创证券

图表 30、公司历年第三方项目中标率情况



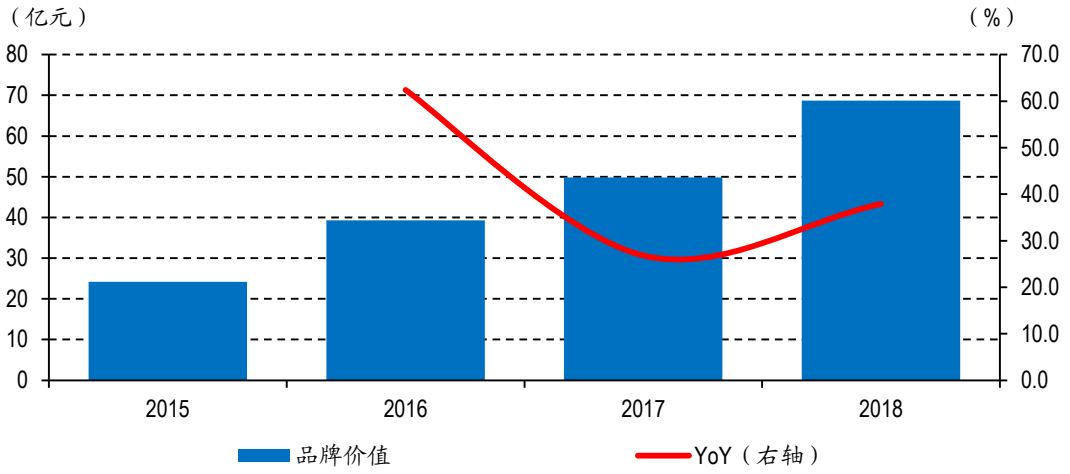
资料来源：公司公告，华创证券

图表 31、主流公司中标率情况对比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 32、绿城服务品牌价值



资料来源：公司官网，《中国房地产品牌价值研究成果发布会》国发中心企业研究所、清华大学房地产研究所、中国指数研究院等，华创证券

图表 33、中国物业服务百强满意度领先企业

排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业
2	万科物业	中海物业	中海物业	中海物业	万科物业
3	新鸥鹏物业	龙湖物业	万科物业	万科物业	中海物业
4	长城物业	万科物业	长城物业	长城物业	长城物业
5	均豪物业	长城物业	碧桂园服务	碧桂园服务	碧桂园服务
6	彩生活	彩生活	彩生活	彩生活	保利物业
7	保利物业	保利物业	保利物业	保利物业	首开鸿城实业

8	万达物业	首开鸿城实业	首开鸿城实业	首开鸿城实业	雅生活服务
9	首开鸿城实业	碧桂园服务	雅生活服务	雅生活服务	华发物业
10	俊发物业	蓝光嘉宝服务	新鸥鹏物业	新鸥鹏物业	俊发物业

资料来源：中国指数研究院，华创证券

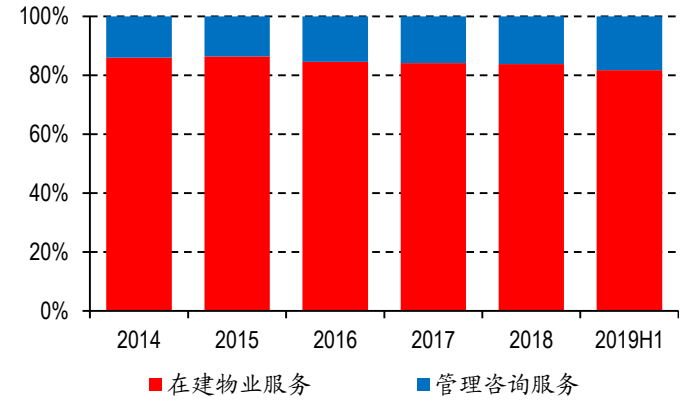
（五）增值服务：增值服务体系完善，涵盖人和房的全生命周期

公司增值服务体系完善，涵盖“人的全生命周期”、“房产品生命周期”。

咨询服务：公司咨询服务包括在建物业服务、管理咨询服务。2019H1 咨询服务收入为 5.2 亿元，同比+30%。其中，在建物业服务、管理咨询服务收入分别为 4.2、1.0 亿元，分别同比+27.6%、+42.1%，分别占比 82%、18%。其中，在建物业服务包括：向房地产开发商提供在设计和开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理及营销管理咨询服务，公司还提供样板房管理服务，促进开发商已开发项目的销售；管理咨询服务包括：就已交付物业，向房地产开发商及物业管理公司提供管理咨询服务。

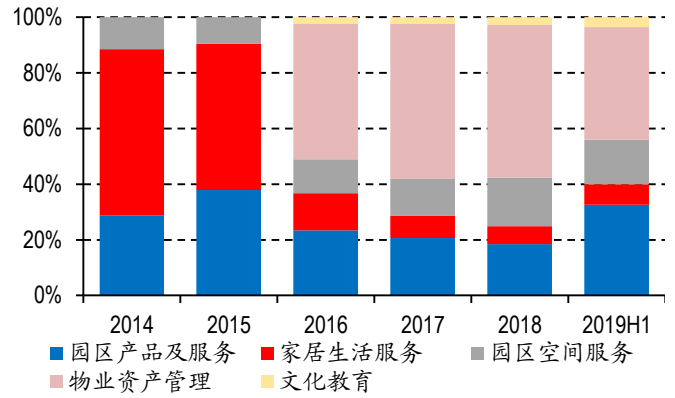
园区服务：公司园区服务包括园区产品服务、居家生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务。2019H1 园区服务收入为 6.9 亿元，同比+34.8%。其中，园区产品及服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理、文化教育分别为 2.3、0.5、1.1、2.8、0.2 亿元，分别同比+86%、+67%、+17%、+12%、+57%，分别占比 32.6%、7.3%、16.0%、40.5%、3.6%。

图表 34、公司咨询服务构成情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 35、公司园区服务收入构成情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 36、公司园区服务幸福生活服务体系

资料来源：公司业绩推介材料，华创证券

图表 37、公司咨询服务业务情况

资料来源：公司业绩推介材料，华创证券

图表 38、公司园区服务业务情况

资料来源：公司业绩推介材料，华创证券

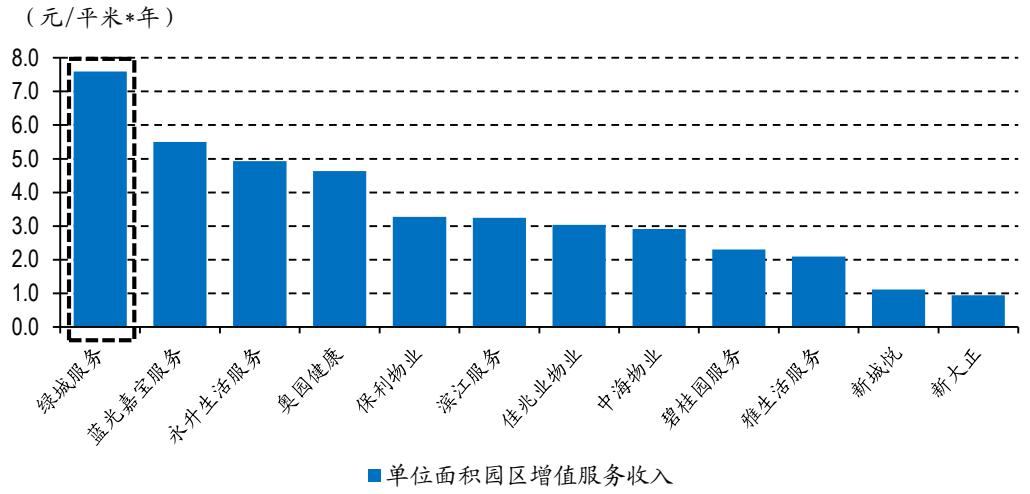
图表 39、公司咨询服务及园区服务情况

业务板块	子业务	19H1 收入（亿元）	产品/品牌	运营模式
园区服务	园区产品服务	2.25	幸福绿城 APP	社区生鲜模式，利用园区的天然资源优势，以高频消费的生鲜产品为切入点，打造质高价优的小区生鲜品牌
	居家生活服务	0.51	四季管家	以客户数据为驱动，以日常保洁、家电维护、高端养护为核心业务的到家服务体系
	园区空间服务	1.10	广告/泊车费等	电梯广告、泊车费、公告区域空间租赁等，与业主分成模式
	物业资产管理服务	2.80	绿城置换	全国租售中心模式，通过在管园区深耕，二手房代理服务分部的收入较去年同期增长 22%
	文化教育服务	0.24	奇妙园	聚焦早教高端服务市场，通过「机构设置标准化、教养体系科学化、课程构建多元化、教养服务个性化」，持续打造绿城服务早教品牌
咨询服务	在建物业服务	4.25	美好生活体验服务	着重打造「美好生活设计师」团队，为购房客户提供定制化的服务体验
	管理咨询服务	0.95	绿联盟	经历了市场试水与培育阶段，开始获得市场认可，与部分购买物业咨询服务的开发商进行更为深入的咨询服务合作

资料来源：公司公告，华创证券

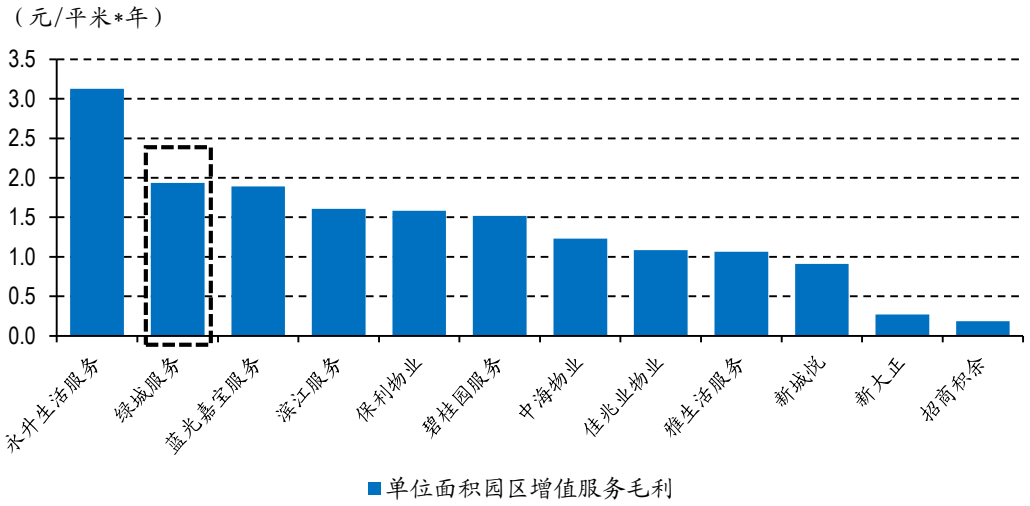
公司园区服务领跑行业，我们将主流物业公司 2018 年园区增值服务收入与其在管面积进行对比，绿城服务单位面积园区增值服务收入达 7.6 元/平米*月，高于主流公司平均 3.1 元/平米*月；单位面积园区增值服务毛利达 1.9 元/平米*月，高于主流公司平均 1.2 元/平米*月；2018 年公司园区服务毛利率 25.5%，低于主流公司平均 47.9%。

图表 40、主流公司单位面积园区增值服务收入



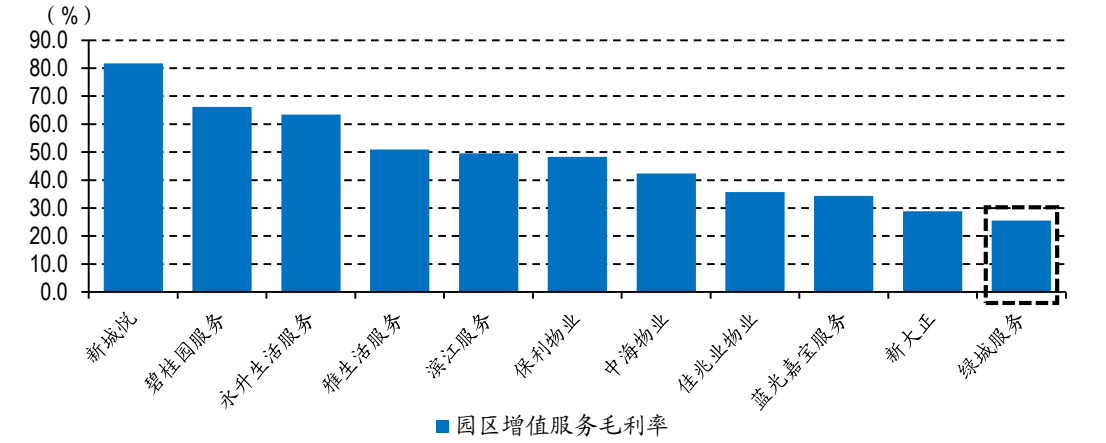
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 41、主流公司单位面积园区增值服务毛利



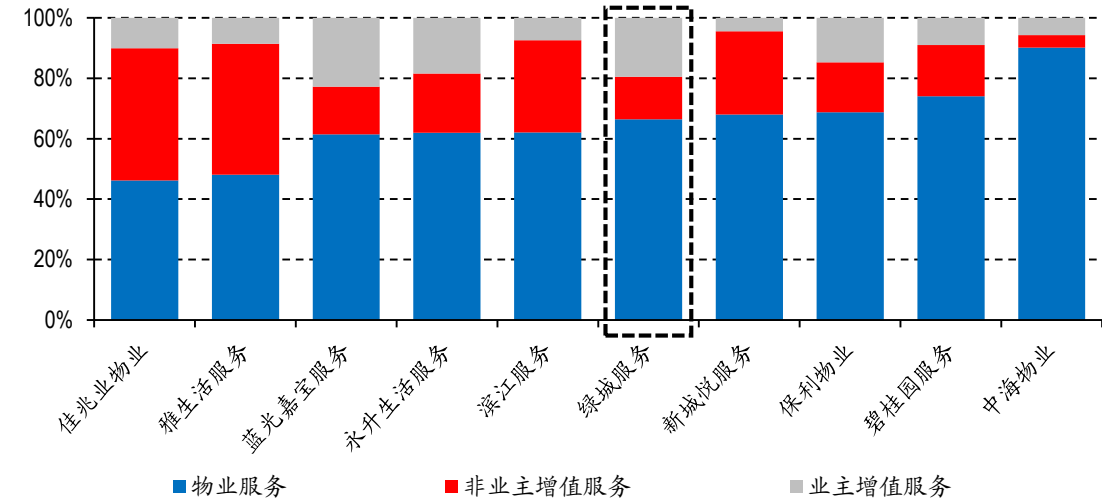
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 42、主流公司园区增值服务毛利率



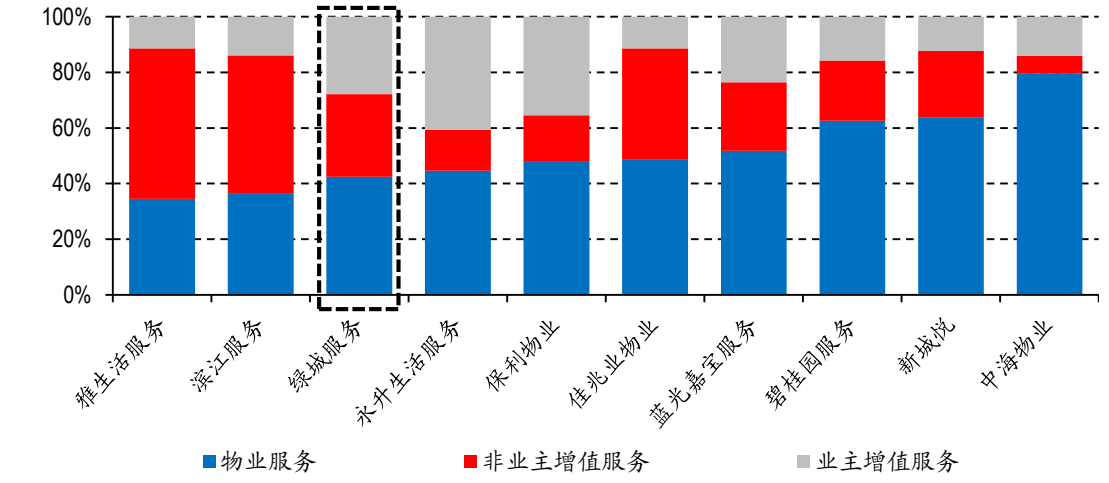
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 43、主流公司业主增值和开发商增值收入占比的横向对比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 44、主流公司业主增值和开发商增值毛利占比的横向对比



资料来源：各公司公告，华创证券

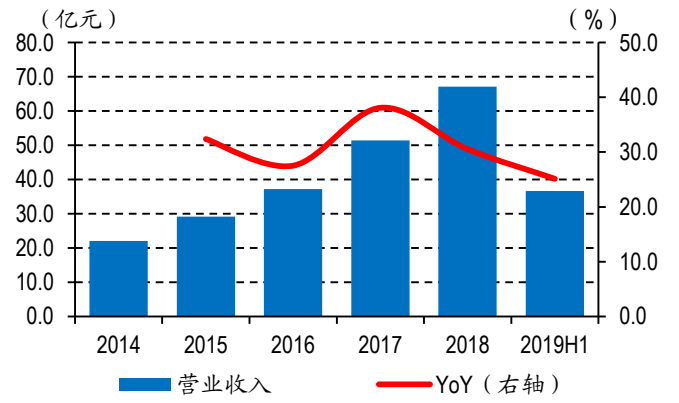
三、财务状况：业绩高质量增长，增值业务毛利高、占比提升，毛利率低位望改善

（一）营收&业绩：14-18 年业绩 CAGR 达 34%，19H1 业绩同比+2%，毛利率 19%、净利率 6%

财务方面，2019H1，公司实现营收 36.6 亿元，同比+25.1%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+2.2%。毛利率和净利率分别为 19.3%、6.4%，同比分别+0.5pct、-1.4pct。2014-2018 年，公司营收 CAGR 达 32.1%，归母净利润 CAGR 达 34.2%。

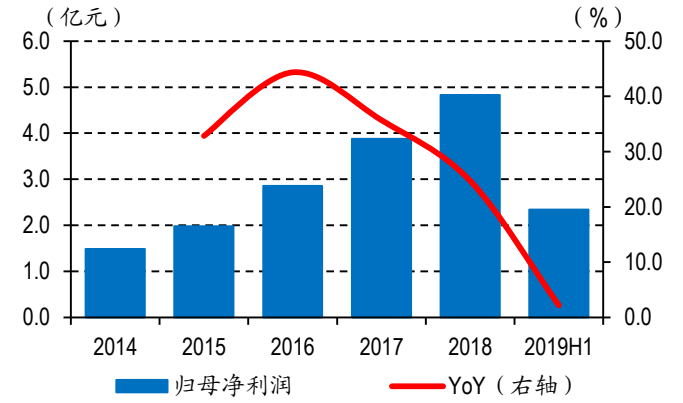
分业务来看，2019H1，公司基础服务实现营收 24.5 亿元，同比+21.7%，占比营收 67.0%，同比-1.9pct；咨询服务、园区服务分别实现营收 5.2 亿元、6.9 亿元，分别同比+30.0%、+34.8%，分别占比营收 14.2%、18.8%，分别同比+0.5pct、+1.4pct。考虑到公司咨询、园区增值服务收入增速高于物业服务收入增速，后续整体毛利率有望呈现逐步提升趋势，并且随着物业费单价提升、科技赋能带来人工成本优化等，公司物业服务毛利率也存提升空间。

图表 45、公司营收及增速



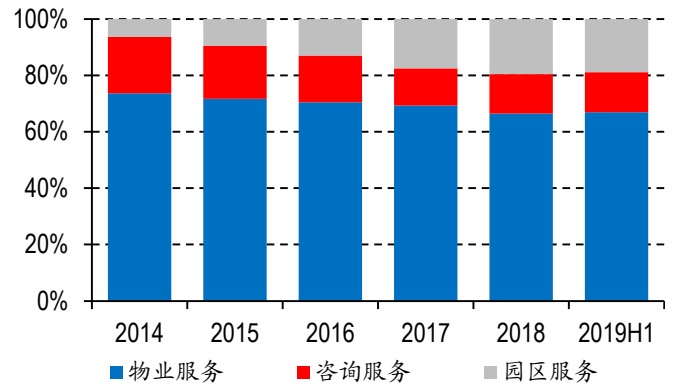
资料来源：公司公告，华创证券

图表 46、公司归母净利润及增速



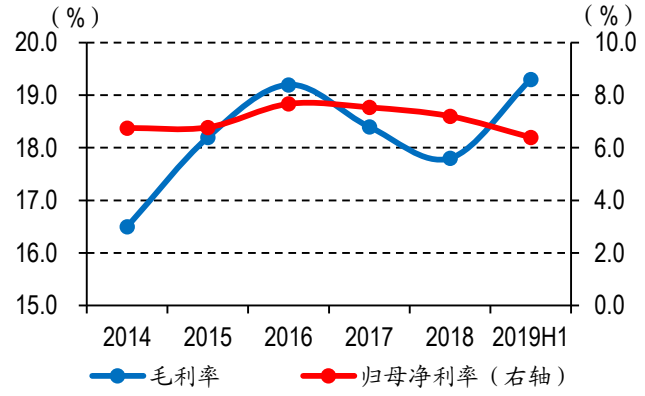
资料来源：公司公告，华创证券

图表 47、公司分版块收入占比



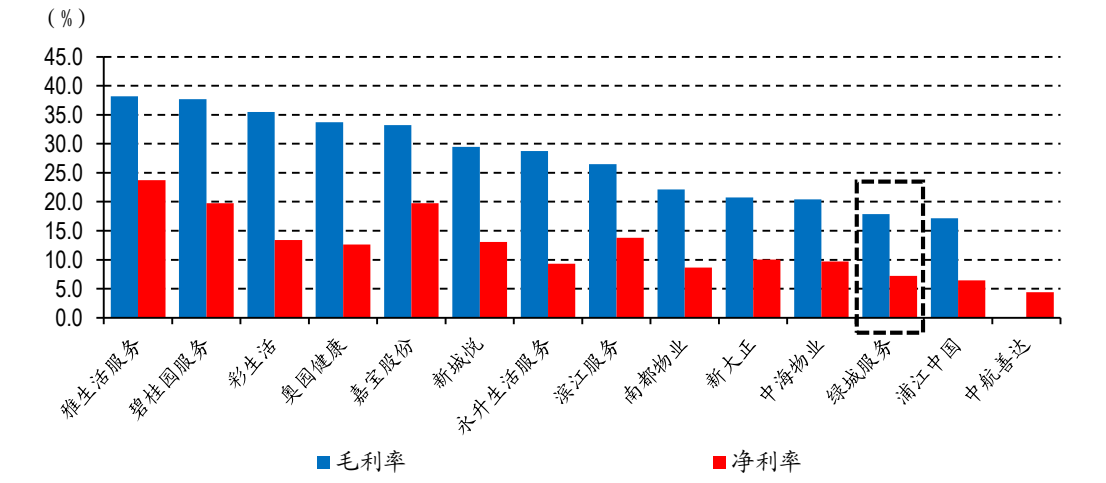
资料来源：公司公告，华创证券

图表 48、公司毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 49、主流公司毛利率及归母净利率的横向对比



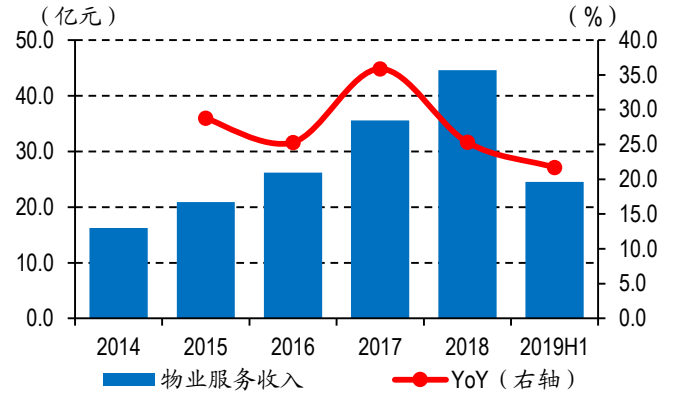
资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

（二）物业服务：19H1 收入同比+22%、占比 41%，毛利率持续提升，基础服务毛利率处于行业较低水平

2019H1，公司基础物业服务实现收入 24.5 亿元，同比+21.7%，占比 67.0%；实现毛利润 2.9 亿元，同比+21.7%，占比 41.3%；毛利率 11.9%，同比持平。2014-2018 年，公司物业服务收入 CAGR 达 28.7%，管理面积 CAGR 达 26.8%，考虑到公司储备/在管面积比 1.1 倍，后续在管面积扩张有望保持稳定增速，物业服务收入预计稳步增长。

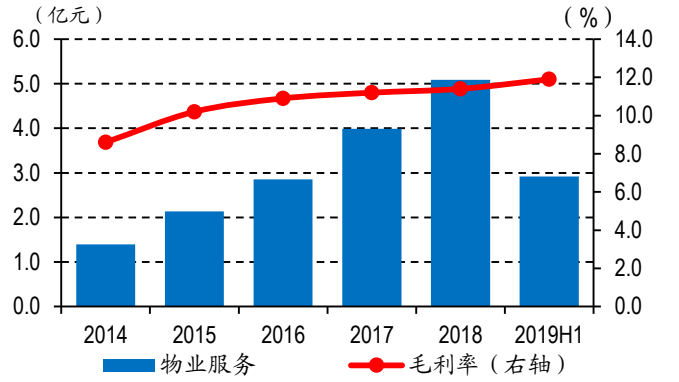
公司物业服务毛利率自 2014 年的 8.6%逐年提升至 2019H1 的 11.9%，公司基础物业毛利率提升，主要源于：1）新交付项目房价比较高，入住率比较低，毛利率相对较高；2）老项目到期提价率逐步提升，并且逐步接近到 40%的水平；3）科技化运营赋能，有效对冲人工成本上升，综合带动整体毛利率上行。公司毛利率处于行业较低水平，后续利润率有望维持稳定，并随着物业费单价提升、科技赋能带来人工成本优化等，公司物业服务毛利率仍有提升空间。

图表 50、公司物业服务收入及增速



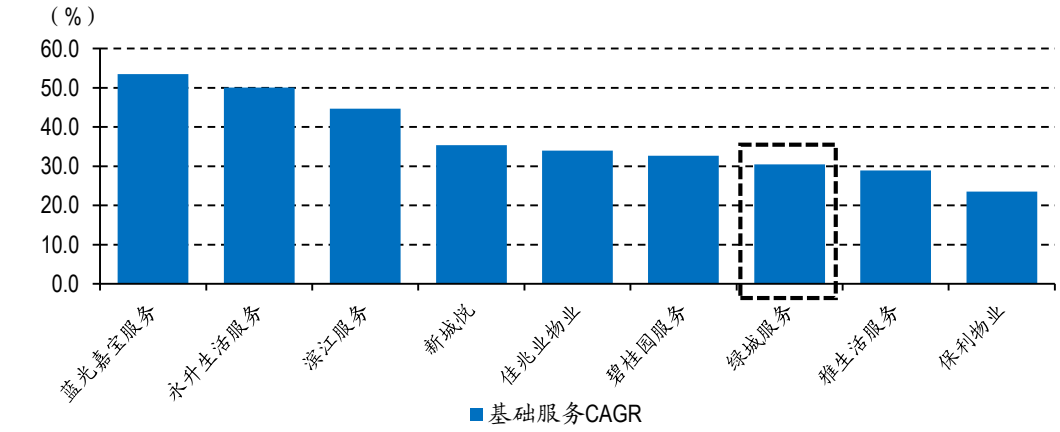
资料来源：公司公告，华创证券

图表 51、公司物业管理服务毛利及毛利率



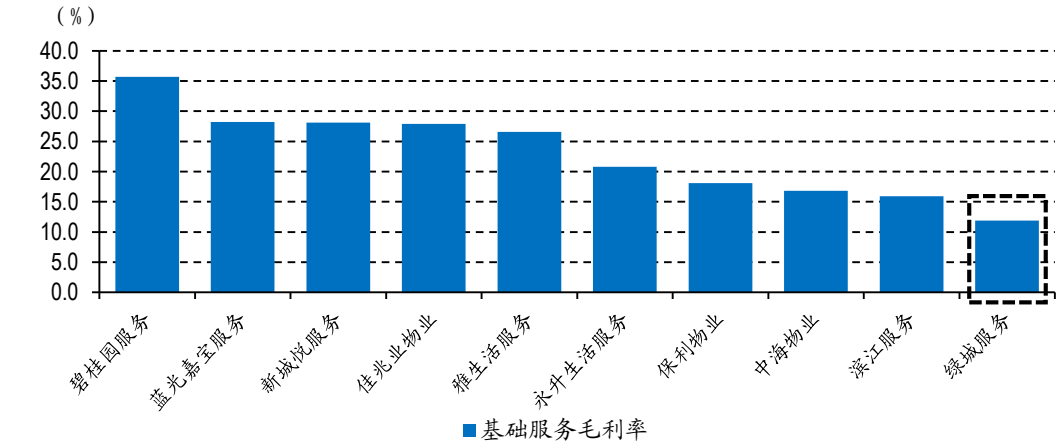
资料来源：公司公告，华创证券

图表 52、主流公司基础服务收入 16-18 年 CAGR



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 53、主流公司基础服务毛利率横向对比

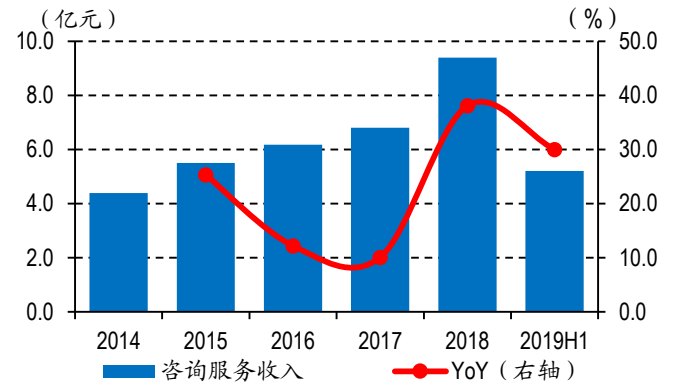


资料来源：各公司公告，华创证券

（三）咨询服务：19H1 收入同比+32%、占比 13.7%，毛利率 38.1%

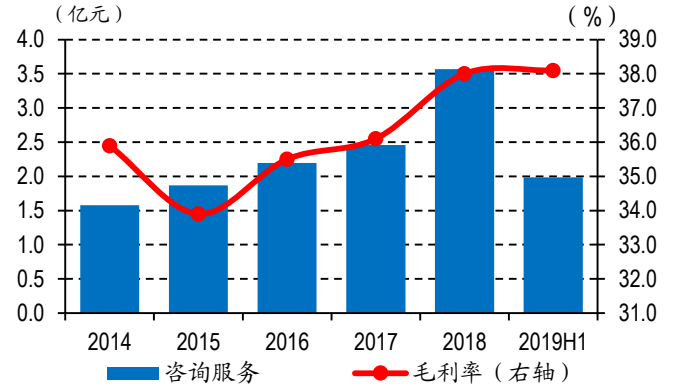
2019H1，公司咨询服务实现收入 5.2 亿元，同比+30.0%，占比 14.2%；实现毛利润 2.0 亿元，同比+26.7%，占比 28.1%，毛利率 38.1%，同比-1.0pct。咨询服务中，2019H1 在建物业服务、管理咨询服务收入分别为 4.2、1.0 亿元，分别同比+27.6%、+42.1%，分别占比 82%、18%。横向对比来看，公司咨询服务收入 16-18 年 CAGR 达 23.3%，低于主流 8 家物业公司平均 61.9%，2018 年公司咨询服务毛利率 38.0%，高于主流公司平均 35.4%。目前管理咨询业务占比仅 18%，考虑到后续公司品牌认可度提升、科技赋能优化管理效率，管理咨询业务有望成为新的增长点。

图表 54、公司咨询服务收入及增速



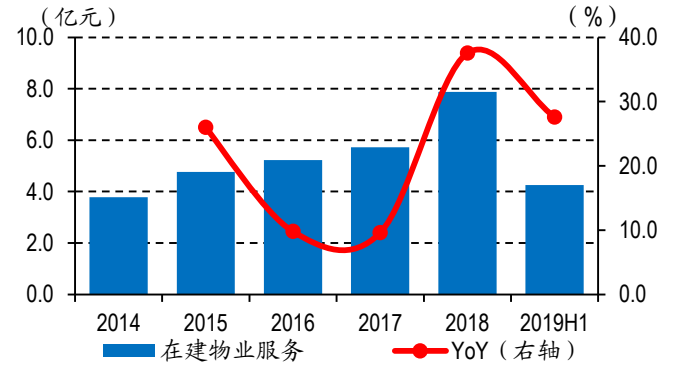
资料来源：公司公告，华创证券

图表 55、公司咨询服务毛利及毛利率



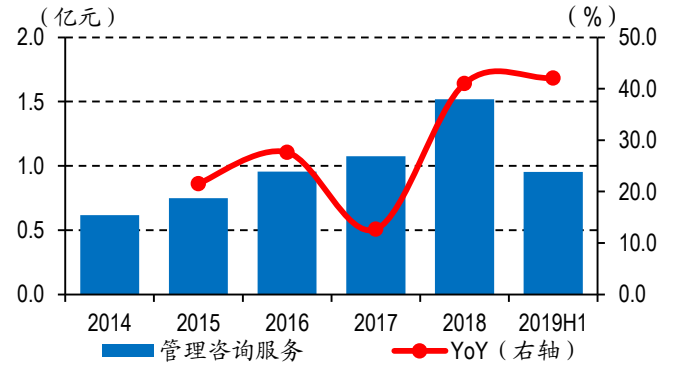
资料来源：公司公告，华创证券

图表 56、公司在建物业服务收入及同比



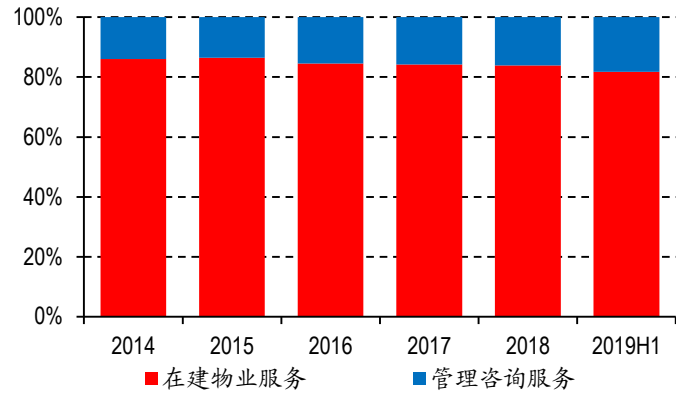
资料来源：公司公告，华创证券

图表 57、公司管理咨询服务收入及同比



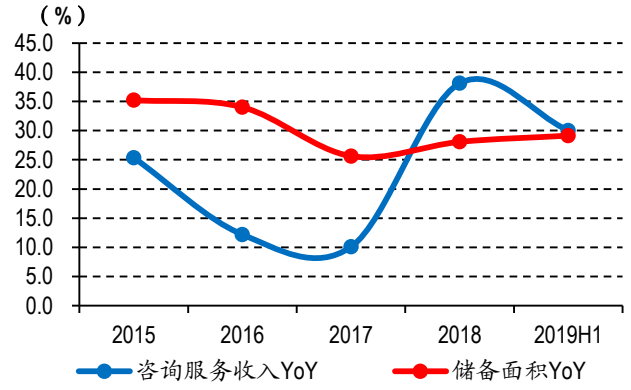
资料来源：公司公告，华创证券

图表 58、公司咨询服务构成情况



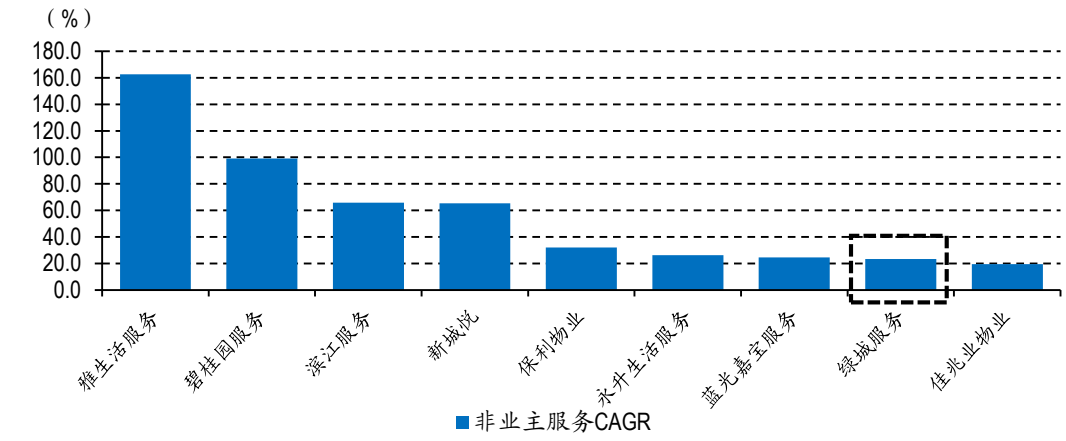
资料来源：公司公告，华创证券

图表 59、公司咨询服务收入同比与储备面积同比



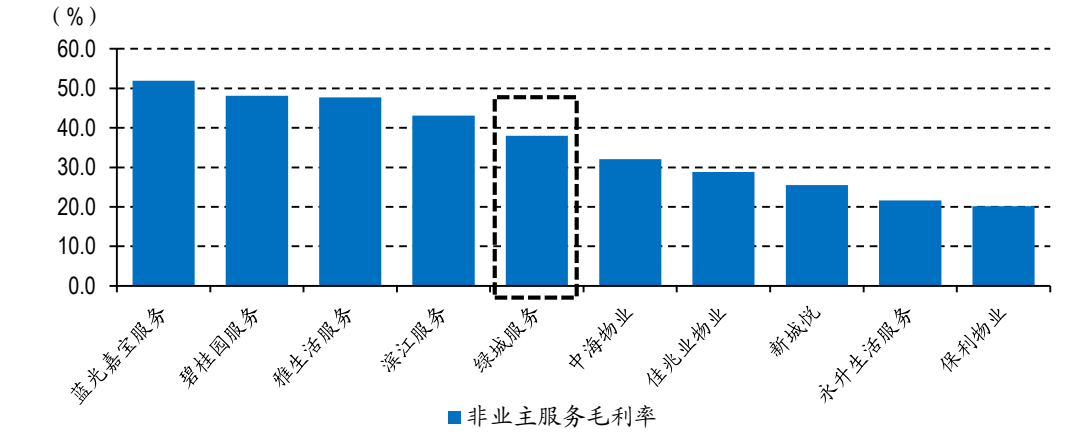
资料来源：公司公告，华创证券

图表 60、主流公司非业主增值服务收入 16-18 年 CAGR



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 61、主流公司非业主增值服务毛利率



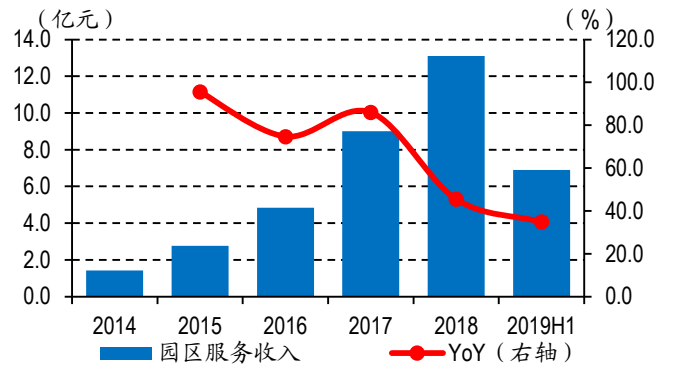
资料来源：各公司公告，华创证券

（四）园区服务：19H1 收入同比+35%、占比 18%，毛利率 31%，中长期提供稳定盈利点

2019H1，公司园区服务实现收入 6.9 亿元，同比+34.8%，占比 18.8%；实现毛利润 2.2 亿元，同比+39.7%，占比 30.6%。2019H1，园区服务毛利率 31.3%，同比+1.1pct，园区服务盈利性较强。园区服务中，园区产品及服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理、文化教育分别占比 32.6%、7.3%、16.0%、40.5%、3.6%。横向对比来看，公司园区服务收入 2016-2018 年 CAGR 达 64.5%，高于主流 8 家物业公司平均 54.8%。

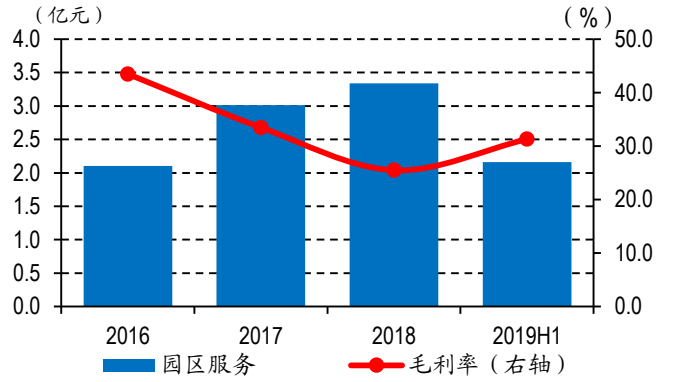
公司园区服务毛利率变动主要源于周期属性较强的物业资产管理业务的变化，目前公司和链家合作，逐步降低租售等周期性较强的业务占比；另外，公司逐步加大消费属性更强的园区业务，包括高端家政、园区生活、生鲜、教育等业务，目前公司园区服务毛利率处于行业较低水平，2018 年公司园区服务毛利率 25.5%，低于主流公司平均 47.9%，源于业务结构、教育业务早期投入较大，目前处于亏损状态等因素，随着公司品牌认可度的提升，后续有望逐步提升。

图表 62、公司园区服务收入及增速



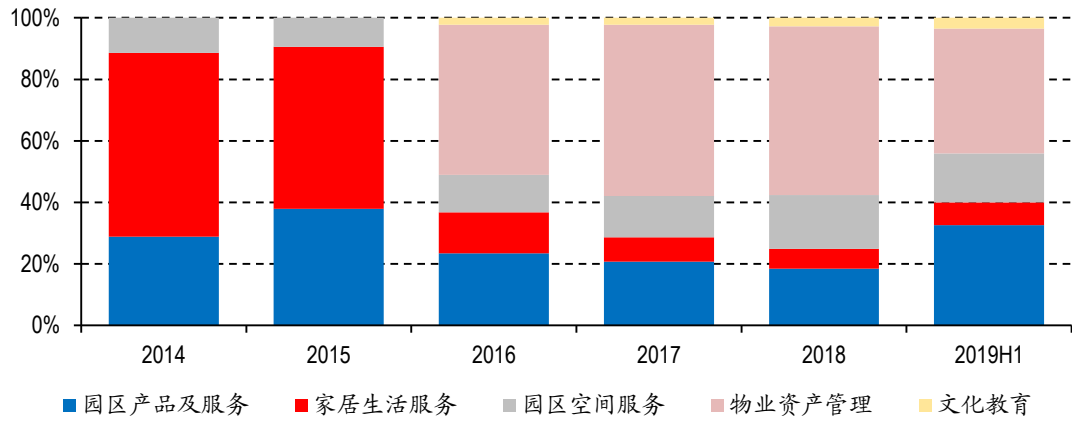
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 63、公司园区服务毛利及毛利率



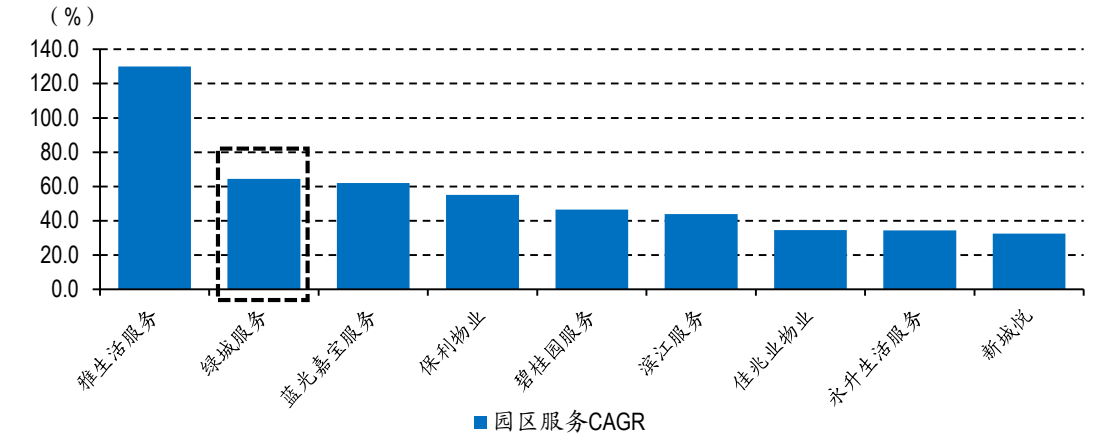
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 64、公司园区服务收入构成情况



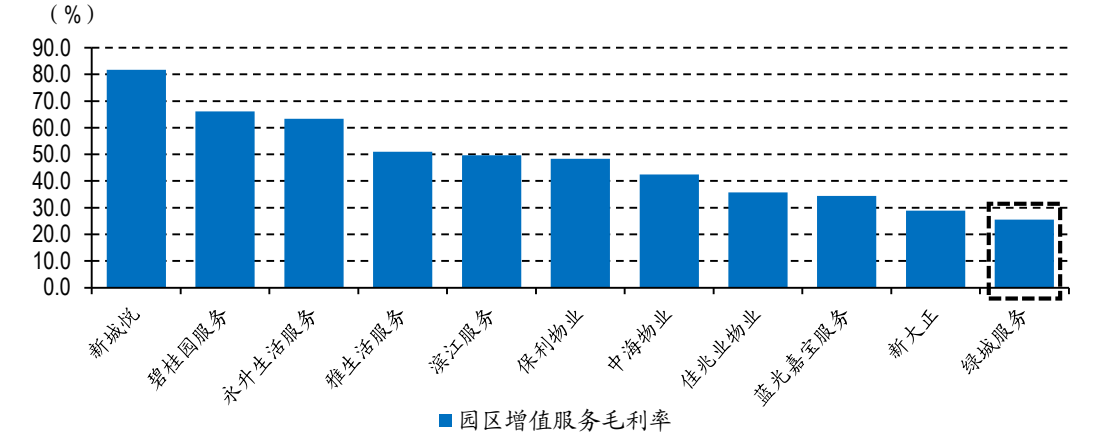
资料来源：公司公告，华创证券

图表 65、主流公司园区增值服务收入 16-18 年 CAGR



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 66、主流公司园区增值服务毛利率



资料来源：各公司公告，华创证券

（五）其他财务情况：货币资金充裕，费用率望逐步改善，股权增值及利好政策对业绩贡献显著

截至 2019H1 末，公司货币资金达 20.2 亿元，占比公司总资产 29.3%；应收账款 4.6 亿元，占比营收 6.3%，较 2018 年-3.6pct，公司应收账款占比营收较低，显示出良好的回款能力。2018 年，公司经营性现金流净额 6.6 亿元，现金流情况良好，2014-2018 年，公司经营性现金流净额连续 5 年为正。

2018 年，由于期权激励公司计提 2,640 万元期权费用，2019H1，公司计提期权费用 3,880 万元，期权激励费用分 10 年摊销，大部分费用将在前几年摊销，粗略按 2019H1 期权摊销费用*2 估算，预计 2019 年摊销费用约 7,760 万元，预计 2020 年起摊销费用逐步下降。

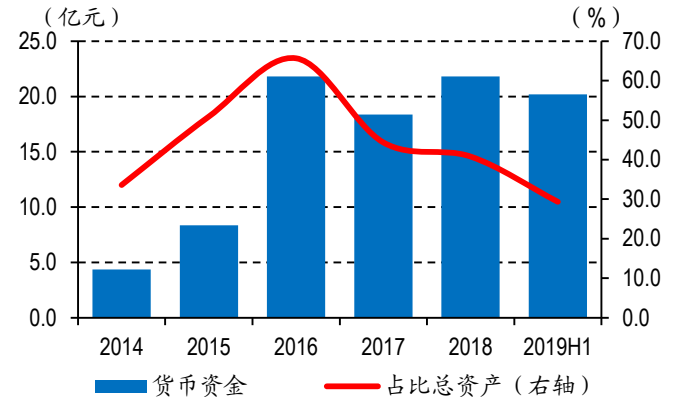
2019 年 2 月 25 日，公司与滨江服务集团签订基石投资协议，以 6,869.5 万港元（约人民币 5,919.5 万元）购买滨江服务 987 万股股份，占其已发行股份总额的 3.7%，按成本 6.96 港元/股、2 月 17 日滨江服务收盘价 12.78 港元/股估算，合计股权增值约 5,744.3 万港元，对应人民币约 5,112 万元。

此外，预计今年疫情之下的多种利好政策也有望显著贡献业绩：

1）近期杭州出台物业管理行业补助政策，对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助，公司区域聚焦长三角，尤其大杭州区域占比较高，将显著受益于此次杭州对于物业管理行业的补助政策。

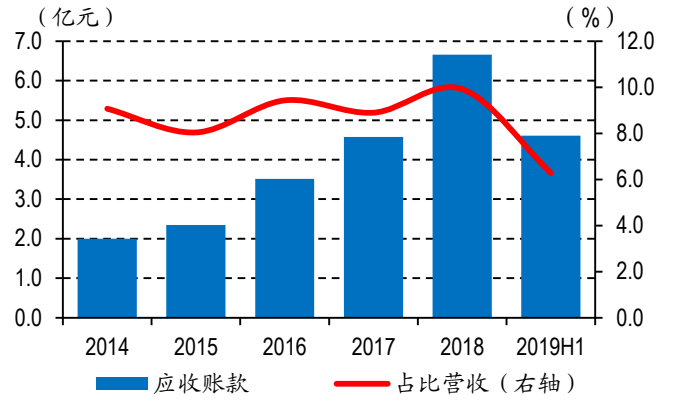
2）国常会决定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响，从 2020 年 2 月到 4 月可对大型企业减半征收。考虑到物业管理行业人工成本占比较高，此次阶段性减免企业社保费有望一定程度降低企业人工成本。目前绿城服务员工人数 24,975 人，大杭州区域在管面积占比 22.1%，2020 年业绩有望受益此次社保费减免政策和杭州补助政策。

图表 67、公司货币资金及占比总资产



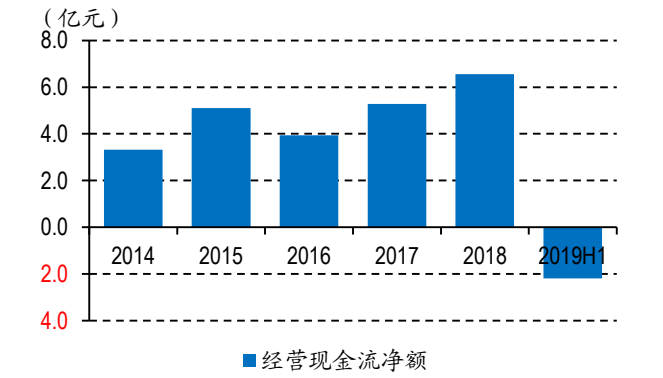
资料来源：公司公告，华创证券

图表 68、公司应收账款及占比营收



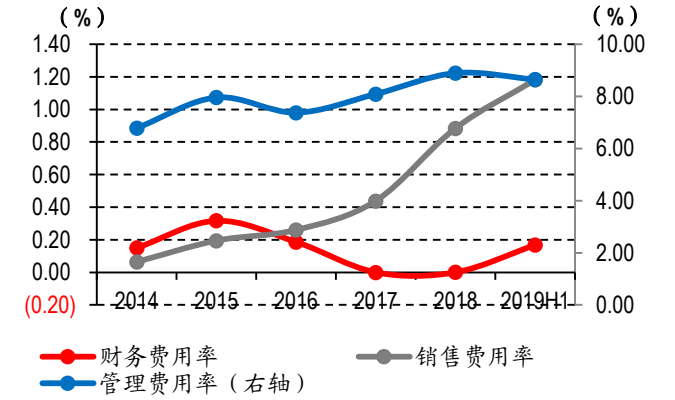
资料来源：公司公告，华创证券

图表 69、公司经营性现金流净额



资料来源：公司公告，华创证券

图表 70、公司费用率情况



资料来源：公司公告，华创证券

四、盈利预测&估值情况：预计 19-21 年业绩+4%/40%/37%，合理 21PE 35 倍、对应市值 378 亿港元

（一）盈利预测：预计 19-21 年业绩同比+4%、+40%、+37%

1）物业管理服务，2014-2018 年，公司在管面积增速 CAGR 达 26.8%，储备面积 CAGR 达 30.7%，物业服务收入 CAGR 达 28.7%。截至 2019H1 末，公司在管面积达 1.8 亿平米，储备面积覆盖在管面积达 1.1 倍，预示后续管理面积规模增长有较强保障。我们预计 2019-2021 年公司物业服务收入规模同比+27%、+25%、+25%；考虑到 2020 年新冠肺炎疫情导致公司采购物资成本增加、同时社保减半对冲等综合影响，预计 2020 年毛利率小幅下降 0.1pct；而后续物业费提价、科技赋能等因素，公司物业服务毛利率望逐步提升。综合之下，我们预计 2019-2021 年物业管理服务收入规模同比+27%、+25%、+25%，预计毛利率分别为 11.4%、11.3%、11.8%。

2）咨询服务，公司咨询服务主要包括在建物业服务、管理咨询服务，在建物业服务和住宅项目交付期强相关，而管理咨询服务和已交付物业规模相关，考虑到在建物业占比咨询服务收入 82%，后续咨询服务占比提升有望推动毛利率逐步上行。我们假设原本 2020 年全年咨询服务收入同比+30%，但疫情因素导致 2020Q1 的收入同比出现一定程度的下降，那么预计收入同比将被拖累放缓至+15%。综合之下，我们预计 2019-2021 年公司咨询服务收入规模同比+30%、+15%、+25%，预计毛利率分别为 38.0%、38.5%、39.0%。

3）园区服务，2019H1，公司社区增值服务实现收入 6.9 亿元，同比+34.8%，占比 17.5%，随着公司管理面积逐步扩大，增值服务潜力较大，并且公司园区服务毛利率处于行业低位，但业务模式领先行业，预计在后续结构优化的过程中，该业务毛利率也将出现显著的提升。我们假设原本 2020 年园区服务收入同比+30%，但考虑疫情因素后，我将预计收入同比将被拖累放缓至+25%。综合之下，我们预计 2019-2021 年公司社区增值服务收入规模同比+30%、+25%、+30%，预计园区服务毛利率为 28%、30%、32%。

综合之下，我们预计公司 2019-2021 年收入同比+28%、24%、26%，毛利率分别为 18.5%、18.6%、19.5%。

图表 71、公司分业务收入及毛利率预测汇总

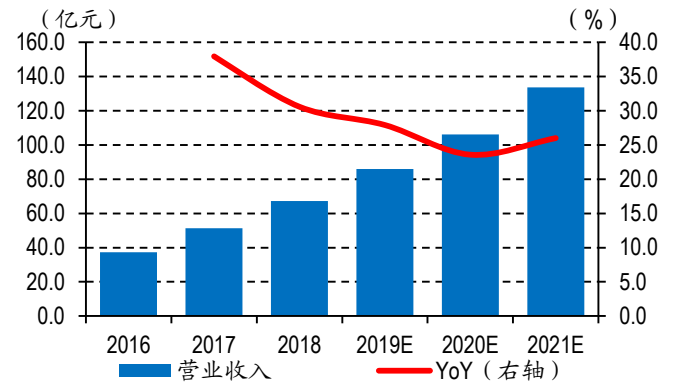
科目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
物业服务					
收入（亿元）	35.6	44.6	56.7	70.8	88.5
YoY（%）	36%	25%	27%	25%	25%
毛利率（%）	11.2%	11.4%	11.4%	11.3%	11.8%
咨询服务					
收入（亿元）	6.8	9.4	12.2	14.0	17.6
YoY（%）	10%	38%	30%	15%	25%
毛利率（%）	36.1%	38.0%	38.0%	38.5%	39.0%
园区服务					
收入（亿元）	9.0	13.1	17.0	21.3	27.7
YoY（%）	86%	46%	30%	25%	30%
毛利率（%）	33.5%	25.5%	28.0%	30.0%	32.0%
主营业务合计					
收入（亿元）	51.4	67.1	85.9	106.1	133.7
YoY（%）	38%	31%	28%	24%	26%

毛利率（%）	18.4%	17.9%	18.5%	18.6%	19.5%

资料来源：公司公告，Wind，华创证券预测

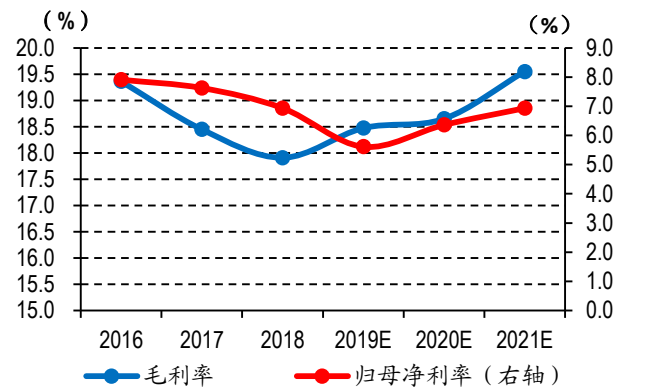
考虑到公司项目聚焦于杭州等区域，高品质服务获客户满意度较高，后续物业费有望存在较强的提价能力，盈利能力稳定，综合预计 2019-2021 公司毛利率分别为 18.5%、18.6%、19.5%，三项费用率维持在 10%左右。考虑到 2018 年公司由于出售联营公司实现收益 1.16 亿元，预计 2019 年无此项收益，同时考虑到 2019 年期权激励计提大幅增长，并 2020 年杭州补助政策或产生一次性营业外收入、近期抗疫过程和社保减免政策对于成本的一增一减等因素，因而预计 2019 年公司归母净利润将有所放缓、而 2020 年又将重归高增长。综合之下，我们预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 5.0、7.0、9.6 亿元，分别同比+3.5%、+40.0%、+37.4%。

图表 72、公司营业收入预测情况



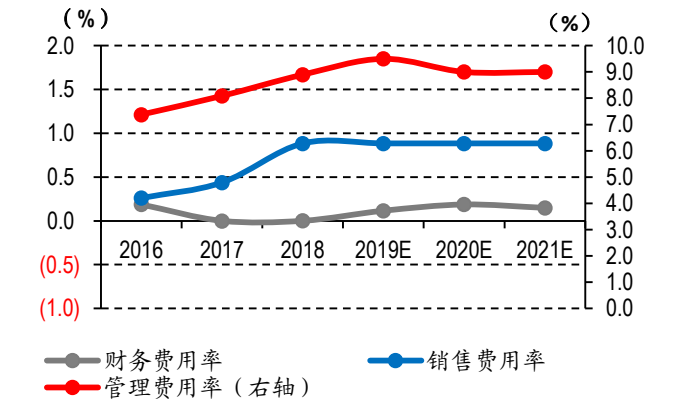
资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 73、公司毛利率及归母净利率预测情况



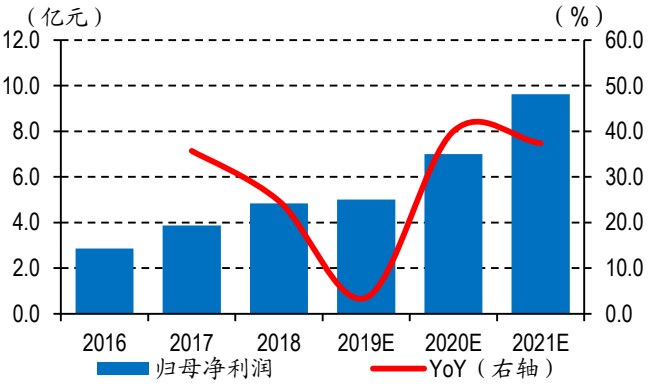
资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 74、公司费用率预测情况



资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 75、公司归母净利润预测情况



资料来源：公司公告，华创证券预测

（二）估值对比：品质服务标杆、望领跑增值服务领域，合理 21PE 35 倍，对应市值 378 亿港元

公司 2020/2021 年 PE 分别为 36/28 倍，高于主流 13 家物业公司平均 29/22 倍，低于 3 家龙头物业公司平均 41、30 倍；公司 2020/2021 年 PS 分别为 2.3/1.9 倍，低于主流 13 家物业公司平均 3.6/2.9 倍，低于 3 家龙头物业公司平均 4.6/3.6 倍。参考 3 家龙头物管公司（招商积余、碧桂园服务、保利物业）21PE/21PS 平均 30 倍/3.6 倍，考虑到绿城服务作为以服务品质著称的优质龙头物管公司，拥有更强物业费提价能力、更强第三方拓展能力、更强增值服务体系，中长期业绩将更可持续发展，我们认为公司 2021 年合理 PE 为 35 倍、对应 21PS 为 2.8 倍，对应目标市值 337 亿元（378 亿港元）。

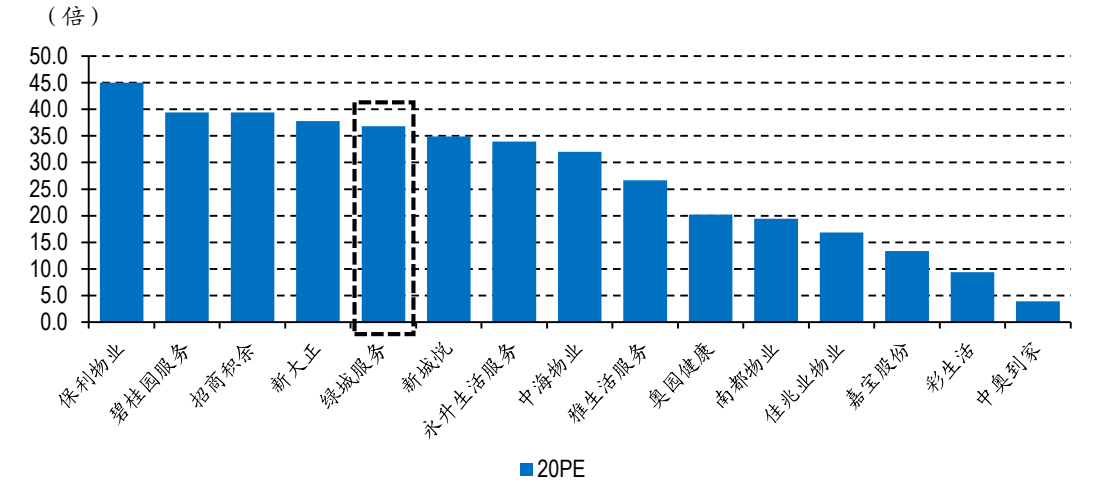
图表 76、主流物业管理公司估值表

公司	代码	股价（元/港元）	毛利率（%）	净利率（%）	市值（亿元）	PE-20	PE-21
保利物业	6049.HK	65.00	20.1	7.9	324.0	44.8	33.6
招商积余	001914.SZ	26.39	NA	4.5	279.8	39.4	27.9
新大正	002968.SZ	67.89	21.2	9.9	48.6	36.1	28.4
永升生活服务	1995.HK	8.35	28.7	9.3	115.6	36.3	25.6
新城悦	1755.HK	16.80	29.5	13.1	123.8	32.4	23.4
碧桂园服务	6098.HK	31.80	37.7	19.7	776.6	39.6	29.4
绿城服务	2869.HK	10.12	17.8	7.2	254.4	36.3	27.6
南都物业	603506.SH	21.25	22.1	8.7	28.5	19.8	15.8
中海物业	2669.HK	6.30	20.4	9.7	186.6	31.7	25.6
蓝光嘉宝服务	2606.HK	54.05	33.2	19.7	86.7	16.0	12.7
雅生活服务	3319.HK	36.90	38.2	23.7	443.2	27.6	21.7
彩生活	1778.HK	4.50	35.5	13.4	57.7	9.5	8.2
中奥到家	1538.HK	0.72	27.6	9.3	5.3	4.1	NA
佳兆业物业	2168.HK	29.85	30.9	6.0	37.6	18.7	NA
滨江服务	3316.HK	12.78	26.5	13.8	31.8	NA	15.3
祈福生活服务	3686.HK	0.61	48.7	21.3	5.6	NA	NA
浦江中国	1417.HK	1.80	17.2	6.5	6.6	NA	NA
奥园健康	3662.HK	8.53	33.7	12.6	55.8	21.9	16.1

资料来源：各公司公告，Wind，华创证券预测

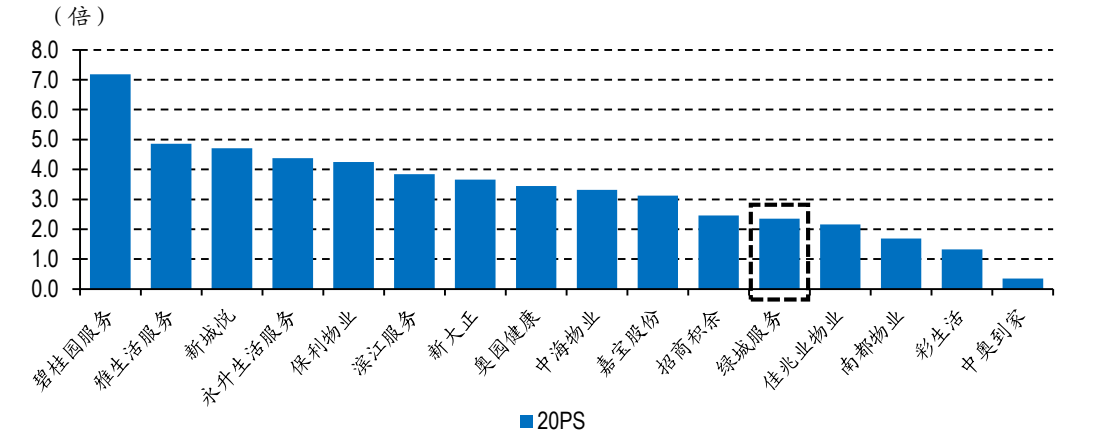
注：招商积余估值仅考虑物业管理业务部分，目前市值 280 亿元，剔除我们估算其他业务对应市值 34 亿元，物业管理业务对应市值 246 亿元。港股股价单位为港元，A 股股价单位为元，港股、A 股市值单位统一为元。

图表 77、主流公司 20PE 对比



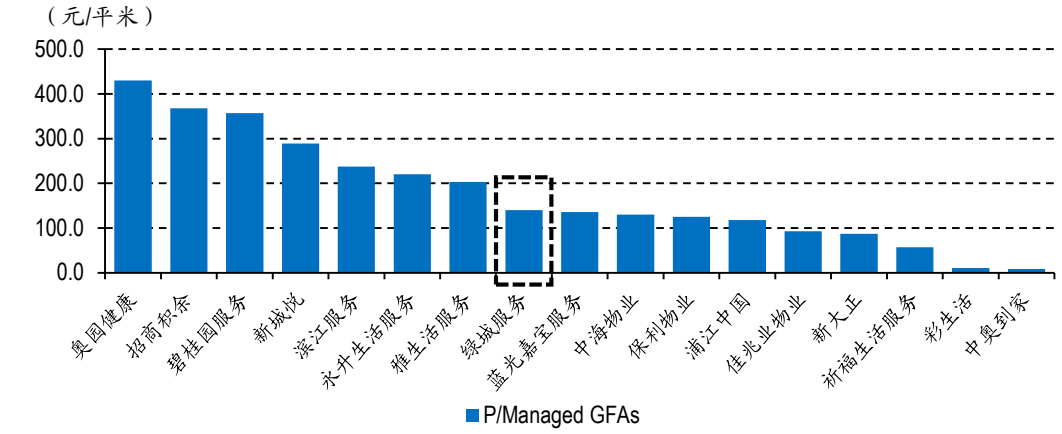
资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

图表 78、主流公司 20PS 对比



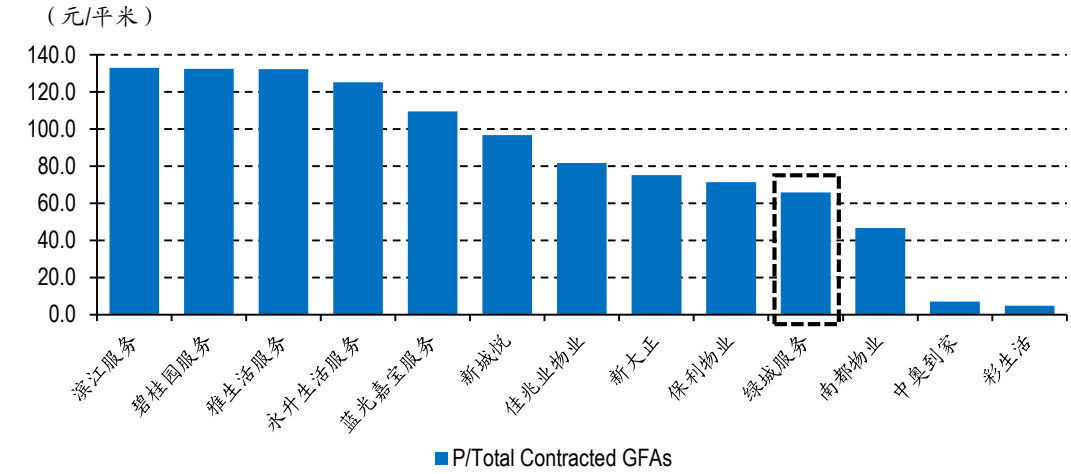
资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

图表 79、主流公司市值/在管面积对比



资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

图表 80、主流公司市值/合同面积对比



资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

五、投资建议：品质服务标杆，领跑黄金赛道，首次覆盖、并给予“*强推*”评级

绿城服务作为准第三方物管龙头，14-18 年在管面积 CAGR 达 27%，19H1 末，公司在管面积达 1.8 亿平米，储备/在管面积比 1.1 倍，规模扩张稳定有较强保障。公司以服务品质著称，区域聚焦长三角，收缴率、续约率、中标率都位于行业较高水平，并物业费提价能力相对较强，中长期利润率更加稳定，并有望在行业后阶段率先挖掘增值服务空间，有望领跑物管行业黄金赛道，我们预测公司 2019-21 年每股收益分别为 0.18、0.25、0.34 元，并按照 21 年目标 PE35 倍，给予目标价 13.6 港元，首次覆盖，并给予 ***“强推”*** 评级。

六、风险提示：业务拓展不及预期、人工成本上升致利润率下行。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,180	3,242	3,616	4,601
应收账款及票据	1,202	1,538	1,900	2,394
存货	291	373	461	580
其他流动资产	165	172	212	264
流动资产合计	3,838	5,324	6,189	7,839
固定资产	372	372	372	372
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	1,134	1,434	1,786	1,947
非流动资产合计	1,506	1,806	2,158	2,319
资产合计	**5,344**	**7,130**	**8,347**	**10,158**
短期借款（含一年内到期长期负债）	1	1	1	2
应付账款	536	680	839	1,045
应交税金	393	410	506	630
其他流动负债	1,992	2,708	3,342	4,181
流动负债合计	2,922	3,800	4,689	5,859
长期借款	0	282	282	282
其他非流动负债	17	350	259	323
非流动负债合计	17	632	541	605
负债合计	**2,939**	**4,432**	**5,230**	**6,464**
归属母公司所有者权	2,329	2,633	3,069	3,668
少数股东权益	76	65	49	27
所有者权益合计	**2,405**	**2,698**	**3,118**	**3,695**
负债和股东权益	**5,344**	**7,130**	**8,347**	**10,158**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	483	500	700	962
折旧与摊销	81	72	78	84
营运资本变动	116	-272	-292	-407
其他经营活动现金流	-24	8	21	19
经营活动产生的现金	656	308	508	658
资本性支出	177	0	0	0
其他投资活动现金流	11	9	55	23
投资活动产生的现金	-199	9	55	23
债务增加	4	1,331	543	903
股权融资	0	0	0	0
支付股利	134	189	265	363
其他筹资活动现金流	14	0	0	0
筹资活动产生的现金	-120	738	-228	251
现金及等价物净增加额	344	1,062	374	984
现金及等价物期末余额	2,180	3,242	3,616	4,601

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,710	8,589	10,614	13,374
营业成本	5,512	7,002	8,635	10,760
销售费用	59	76	94	118
管理费用	597	816	955	1,204
财务费用	-18	-17	-9	-17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-21	-25	-30	-36
营业利润	**482**	**625**	**848**	**1,212**
营业外收支	147	26	64	40
利润总额	**629**	**651**	**912**	**1,252**
所得税	163	169	237	325
净利润	**466**	**482**	**675**	**927**
少数股东损益	-18	-18	-25	-35
归属母公司净利润	483	500	700	962
NOPLAT	322	465	633	907
EPS (摊薄)（元）	0.17	0.18	0.25	0.34

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	31%	28%	24%	26%
EBIT 增长率	4%	31%	37%	42%
归母净利润增长率	25%	4%	40%	37%
获利能力				
毛利率	18%	18%	19%	20%
净利率	7%	6%	6%	7%
ROE	21%	19%	23%	26%
偿债能力				
资产负债率	55%	62%	63%	64%
债务权益比	1.2	1.6	1.7	1.7
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.42	1.38	1.37	1.45
应收帐款周转天数	30	32	32	32
存货周转天数	14	17	17	17
每股指标				
每股净资产	1	1	1	1
每股收益	0.17	0.18	0.25	0.34
估值比率				
P/E	52.5	50.7	36.2	26.4
P/B	10.9	9.6	8.3	6.9
EV/EBITDA	1.3	1.7	1.7	1.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500