

【广发海外】雅生活服务 (03319.HK)

多元化的优质物业管理公司，具备潜在估值扩张空间

核心观点 (除非特殊注明，首页及正文使用货币单位为人民币)：

● 公司即将形成大规模、多元化的物业管理行业布局

公司的两大地产股东为雅居乐和绿地控股，公司有望接管绝大部分雅居乐开发项目，而绿地控股每年为雅生活服务提供超过 1000 万平方米的项目。中民物业和新中民物业收购完成后，公司将形成住宅、商业和公建等多元化业态的大规模物业管理公司。

● 影响公司估值因素均在改善，公司估值有望逐步提升

过往公司受营销业务占比较高、收购项目较多和未进入港股通等因素影响，估值一直低于同行。目前几个影响公司估值的因素已出现改善。其一，随着公司几个收购项目并表，营销业务 (确认于其他外延增值服务中) 占比将持续下降。其二，2019H1 的业绩表明，公司几个收购项目表现良好。其三，公司市值较前期有所增长，我们预计公司有望于 2020 年进入港股通。

● 预计公司估值有望修复到接近同行的水平

中民物业及新中民物业拟收购事项后，雅生活服务即将形成大体量、多元化业态的物业管理布局。导致其过往估值远低于同行的因素正在改善：公司营销业务占比进入下降趋势，收购业务表现良好，且我们预计公司有望于 2020 年进入港股通。我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别是 0.87、1.21 和 1.52 元/股。目前几家大市值物业股估值水平约为 23-32 倍 2020 年 PE 倍数。我们给予公司 20 倍 2020 年 PE 合理估值，对应公司的高成长和相对同行的折价，合理价值为 26.75HKD。首次覆盖给予买入评级。

- **风险提示：** 1、营销业务 (确认于其他外延增值服务中) 占比未如期下降；
- 2、地产销售波动影响未来物业管理公司盈利能力；
- 3、市场竞争加剧；
- 4、并购项目整合不达预期

盈利预测：

人民币	2017A	2018A	2019 E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,761	3,377	5,249	9,674	13,658
增长率 (%)	41%	92%	55%	84%	41%
EBITDA (百万元)	414	1,110	1,620	2,562	3,358
净利润 (百万元)	290	801	1,155	1,608	2,032
增长率 (%)	80%	176%	44%	39%	26%
EPS (元/股)		0.60	0.87	1.21	1.52
市盈率 (P/E)		33.77	23.43	16.82	13.31
市净率 (P/B)		4.99	4.51	3.96	3.43
EV/EBITDA		20.04	13.73	8.68	6.62

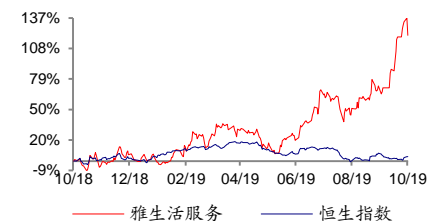
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	22.5 港元
合理价值	26.75 港元
报告日期	2019-10-20

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1333.33/433.33
总市值/流通市值 (百万港元)	28533.35/9273.35
一年内最高/最低 (港元)	23.00/9.10
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.61/176.21
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	34.25/68.36

相对市场表现



分析师：

欧亚菲



SAC 执证号：S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

分析师：

刘峤



SAC 执证号：S0260519010006

SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

罗捷 020-66335147

gfluojie@gf.com.cn

目录索引

一、公司位列中国物业服务百强企业第 7 名	5
1、公司是中国领先物业管理企业，为 2019 中国物业服务百强企业第 7 名	5
2、雅居乐和绿地控股双地产股东将为雅生活服务提供关联方在管面积增长驱动力，但 A-H 架构使公司进入港股通预期推后	5
二、双股东项目、第三方拓展及并购为公司基础物业服务增长的三大动力	8
1、两大地产商股东为公司发展提供动力	9
2、并购项目将为公司提供区位和互补资源	9
3、第三方拓展亦是公司扩张的重要途径	10
三、重大收购后跃升为中国最大的物管企业	11
四、公司业主增值服务发展迅速	13
五、财务分析	14
1、公司贸易应收款维持稳定，结构逐步改善	14
2、合约负债	15
3、现金流量	15
4、融资用途	16
六、影响公司估值因素正在改善	17
1、通过收购，公司业务结构出现较大变化，营销业务（确认于其他外延增值服务 中）占比进入下降趋势	17
2、并购业务表现良好	19
3、雅生活已经接近纳入恒生综指条件，有望于 2019 年加入港股通	20
4、绿地控股交付面积即将进入高峰	21
七、盈利预测	23
八、估值分析	25
九、投资建议	28
风险提示:	28

图表索引

图 1: 雅生活服务收入结构 (千元)	5
图 2: 雅生活服务毛利结构 (千元)	5
图 3: 雅生活服务合约管理建筑面积中来自绿地控股面积 (千平方米)	6
图 4: 雅生活服务股权结构 (2019 年 10 月 20 日)	7
图 5: 雅生活服务在管面积结构 (千平方米)	8
图 6: 雅生活服务合约管理面积结构 (千平方米)	8
图 7: 雅生活服务储备面积结构 (千平方米)	8
图 8: 雅生活服务基础物业服务收入 (人民币千元)	9
图 9: 雅生活服务基础物业服务毛利率 (%)	9
图 10: 收购中民物业和新中民物业交易完成后股权架构	12
图 11: 雅生活服务应收账款天数	14
图 12: 雅生活服务贸易应收款拆分 (千元)	14
图 13: 雅生活服务关联方贸易应收款占比 (%)	14
图 14: 碧桂园服务、绿城服务和雅生活服务 FY1PE	17
图 15: 雅生活服务滚动 12 月流通市值 (亿元港币)	21
图 16: 雅居乐集团和绿地控股合同销售面积 (千平方米) 和同比增长率 (%)	23
图 17: 雅生活服务历史一致预期估值 (FY P/E: 前瞻市盈率, 倍)	25
表 1: 雅居乐预售情况	9
表 2: 绿地控股预售情况	9
表 3: 雅生活服务历次大型收购梳理	10
表 4: 2019 年 9 月 25 日重大收购细节	11
表 5: 雅生活服务社区增值服务收入 (千元) 及占比 (%)	13
表 6: 雅生活服务关联方交易情况 (千元)	15
表 7: 雅生活服务合约负债 (千元)	15
表 8: 雅生活服务现金流量拆分 (千元)	15
表 9: 雅生活服务全球发售募集所得款项用途 (人民币百万元, 截止至 2019 年 8 月 15 日)	16
表 10: 雅生活服务收入拆分	18
表 11: 雅生活毛利结构	18
表 12: 雅生活服务收购业务扣非净利润经营目标 (人民币, 千元)	19
表 13: 公司第三方在管面积和贸易应收款项及收缴率情况	19
表 14: 雅生活收购公司利润测算	19
表 15: 2019H1 恒生综合指数常规半年度检讨新加入恒生综合指数成分股 2018M7-2019M6 月末平均流通市值	20
表 16: 雅生活流动性指标计算 (%)	21
表 17: 物业管理服务在管面积预测 (千平方米)	23
表 18: 三项业务收入预测	24
表 19: 三项业务增长率预测	24

表 20: 三项业务毛利率预测 (%)	24
表 21: 其他盈利预测假设 (%)	24
表 22: 雅生活服务可比公司估值表 (P/E 和 P/B 单位为倍, 时间为 2019 年 10 月 20 日)	25
表 23: 当前价格对应剔除其他外延增值服务后对应估值 (2019 年 10 月 18 日)	26
表 24: 合理价值对应剔除其他外延增值服务后对应估值	26
表 25: DCF 模型假设	26
表 26: DCF 模型其他假设和结果	27
表 27: DCF 模型敏感性分析	27

一、公司位列中国物业服务百强企业第 7 名

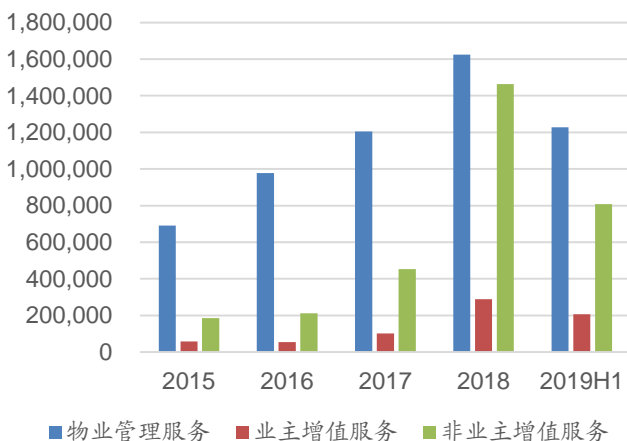
1、公司是中国领先物业管理企业，为 2019 中国物业服务百强企业第 7 名

雅生活集团1992年率先引入港式物业管理模式，是国家首批一级物业管理资质企业。截至2019年6月30日，雅生活集团管理范围覆盖全国25个省市自治区，服务类型涵盖主流住宅、高端豪宅、旅游地产、商业、写字楼等多种业态，合约总建筑面积为3.25亿平方米，拥有超过1000个项目，服务业主逾100万人。

雅生活集团荣膺中国指数研究院2019中国物业服务百强企业第7名、中国物业服务百强企业成长性第1名、中国物业服务百强企业经营绩效第5名、中国物业服务百强服务质量领先企业第7名、中国物业服务百强满意度领先企业第8名等荣誉。

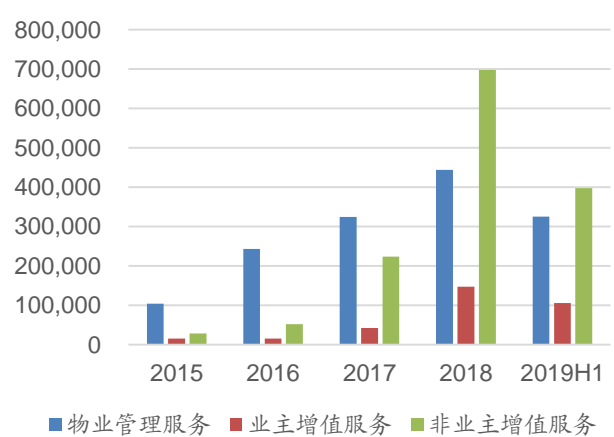
公司收入包括香港上市物业管理公司中常见的三部分，即物业管理服务、非业主增值服务、业主增值服务模式。

图1：雅生活服务收入结构（千元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：雅生活服务毛利结构（千元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2、雅居乐和绿地控股双地产股东将为雅生活服务提供关联方在管面积增长驱动力，但 A-H 架构使公司进入港股通预期推后

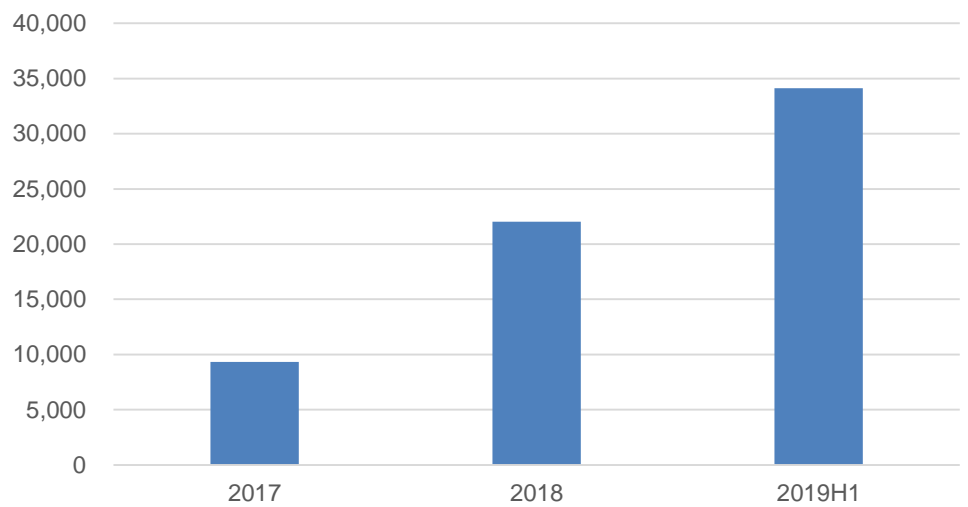
2017年6月29日，雅生活服务与绿地控股集团和绿地控股订立股权转让协议，雅生活服务收购由绿地控股集团和绿地控股拥有的绿地物业全部股份，总对价为10亿元。股份转让协议同时约定自2018年1月1日至2022年12月31日期间，绿地控股应尽可能聘请雅生活服务作为其物业管理服务供应商，每年向雅生活服务给予建筑面积不少于700万平方米的物业供雅生活服务管理，并在每年为其额外开发的建筑

面积为300万平方米的物业选择物业管理服务供应商时给予雅生活服务优先权。2018年签约量超过1200万平方米，2019H1签约量超过1200万平方米，该合同得到了充分的履行。

2017年8月10日，雅生活服务与绿地海外和宁波绿璘达成增资协议，绿地海外和宁波绿璘分别向公司注资5亿元人民币并各自获得1亿股股份，并于上市日期后12个月内不得出售其持有的任何股份。绿地海外和宁波绿璘均为绿地控股（600606.SH）的间接全资附属公司。

2019年10月15日，绿地海外出售其所持占雅生活服务已发行股本3.75%的股份。

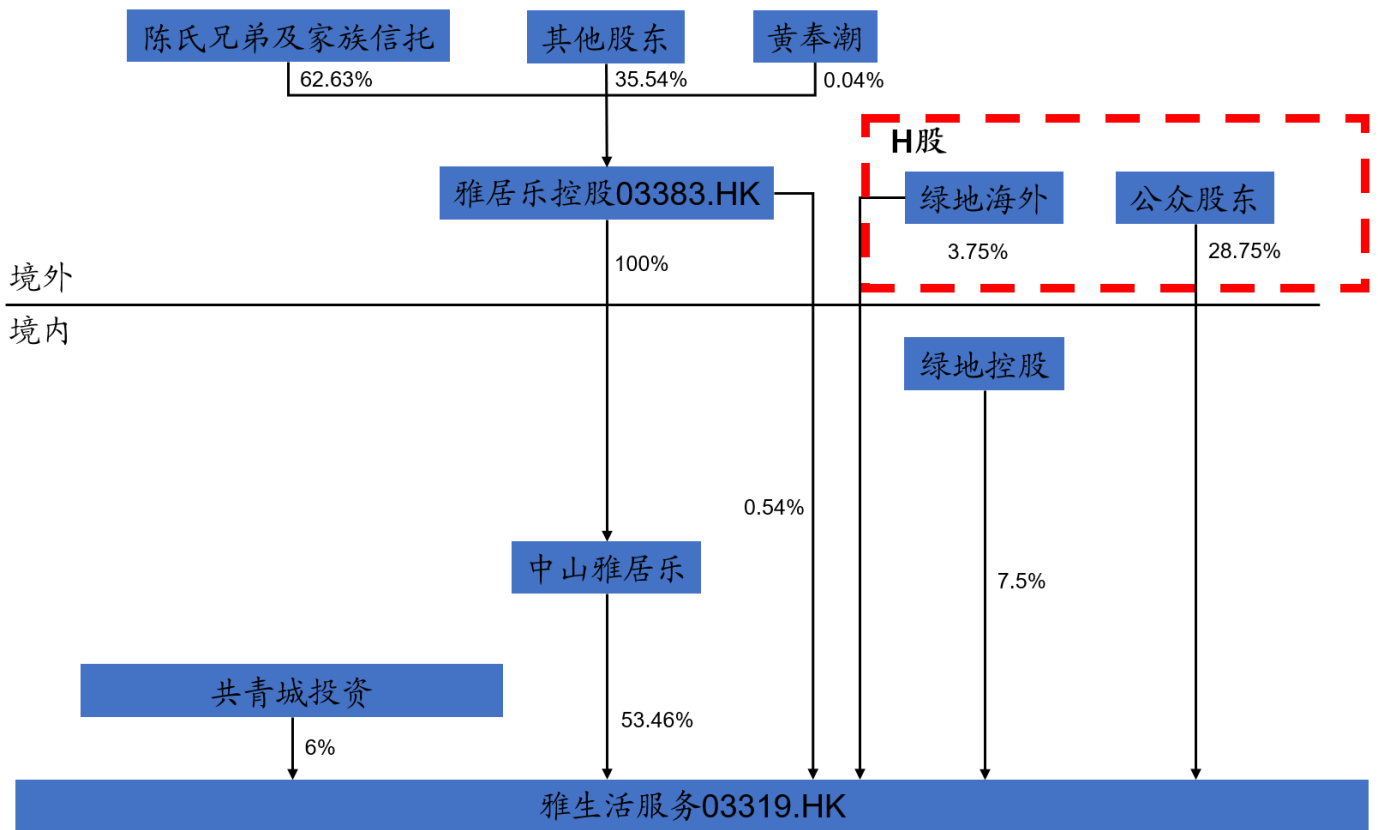
图3：雅生活服务合约管理建筑面积中来自绿地控股面积（千平方米）



数据来源：雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码：3319-全球发售、2018年报、2019中期业绩、广发证券发展研究中心

雅生活服务的股权结构为A-H架构，最大股东为雅居乐控股（03383.HK）持股比例为53.46%，第二大股东为绿地控股（600606.SH），通过两家公司共持股11.25%。公司H股占总股本比例为32.5%。

图4: 雅生活服务股权结构 (2019年10月20日)



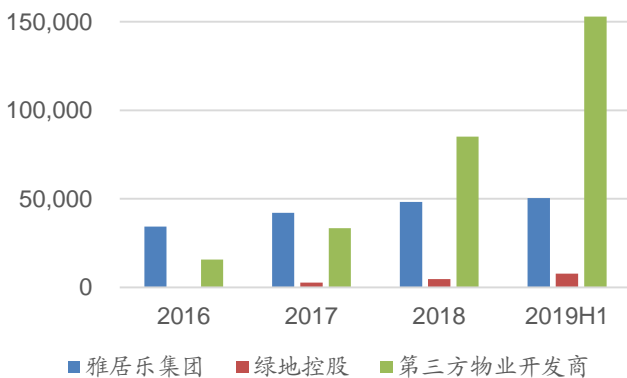
数据来源: 披露易、雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、广发证券发展研究中心

雅生活进入恒指的市值要求和交易量要求均以流通股考虑。A-H架构会导致部分非流通股不参与指标计算, 使得公司达成被恒生指数综合成分收录的时间推后。

二、双股东项目、第三方拓展及并购为公司基础物业服务增长的三大动力

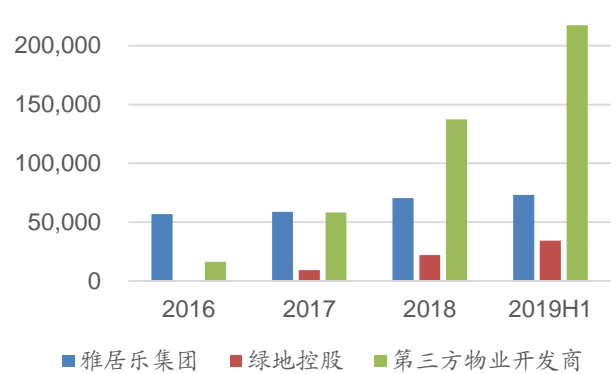
公司基础物业服务规模扩张三大动力为：双股东项目、第三方拓展和并购。近年公司基础物业服务发展迅速。公司目前在管面积股东和第三方（含收购）比例约为28:72，合约面积股东和第三方（含收购）比例约为33:67，储备面积股东和第三方（含收购）比例约为43:57。双股东项目、第三方项目交付和并购将构成公司未来在管面积的增长驱动因素。

图5：雅生活服务在管面积结构（千平方米）



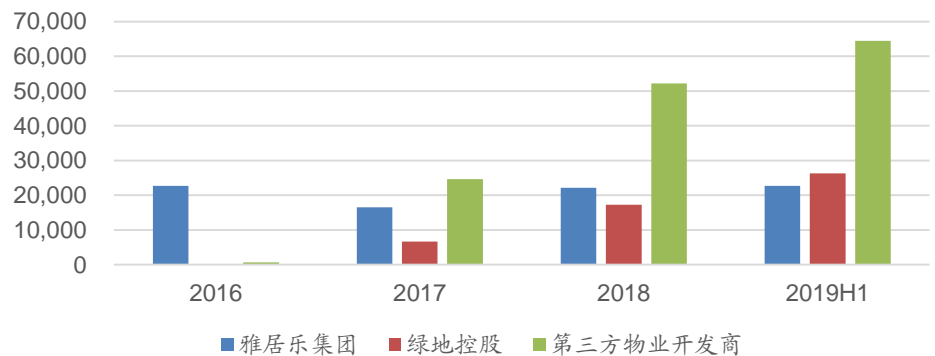
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图6：雅生活服务合约管理面积结构（千平方米）



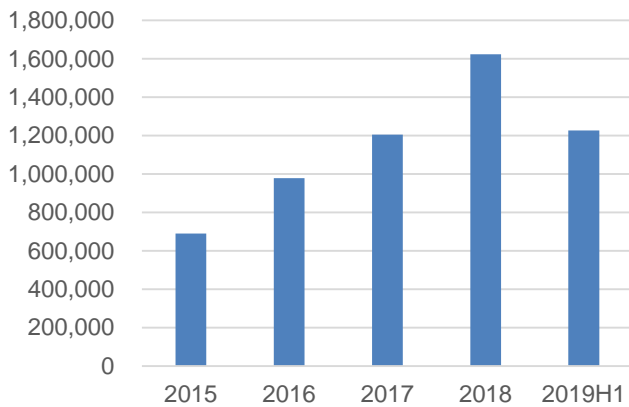
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图7：雅生活服务储备面积结构（千平方米）



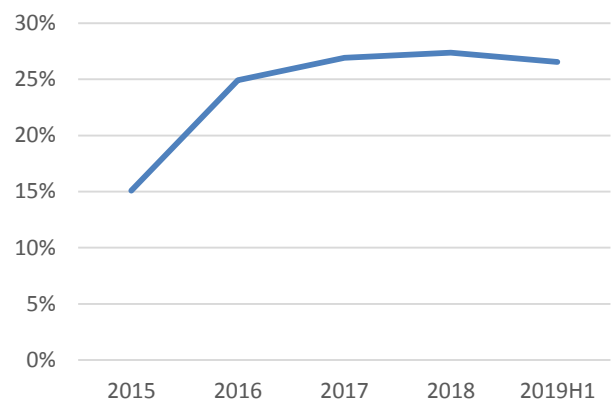
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 雅生活服务基础物业服务收入(人民币千元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 雅生活服务基础物业服务毛利率(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

1、两大地产商股东为公司发展提供动力

公司两大发展商股东雅居乐和绿地控股, 2018年预售面积分别为798万和3664万平方米。雅生活将接管雅居乐绝大部分项目和选择性接管绿地控股的部分项目。

表1: 雅居乐预售情况

	2015	2016	2017	2018	2019H1
雅居乐集团预售面积(千平方米)	5,070	5,300	7,360	7,980	4,059
雅居乐集团预售金额(CNY百万元)	44,230	52,820	89,710	102,670	58,200
雅居乐集团销售单价(元/平方米)	8,724	9,966	12,189	12,866	14,339

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、2018年报、2019中期业绩、广发证券发展研究中心

表2: 绿地控股预售情况

	2015	2016	2017	2018	2019H1
绿地控股合同销售面积(千平方米)	21,760	19,661	24,380	36,640	14,871
绿地控股合同销售金额(CNY百万元)	230,100	255,000	306,500	387,500	167,685
绿地控股销售单价(元/平方米)	10,574	12,970	12,572	10,576	11,276

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、2018年报、2019中期业绩、广发证券发展研究中心

2、并购项目将为公司提供区位和互补资源

2017年6月, 雅生活集团收购绿地物业100%股权, 并与绿地集团签署战略合作协议; 8月, 绿地集团投资10亿元获得雅生活集团20%股权。2018年, 雅生活集团收购南京紫竹物业51%股份。2019年, 雅生活收购青岛华仁物业89.6643%股权, 收购哈尔滨景阳物业60%股权, 收购广州粤华物业51%股权, 收购中民物业和新中民物业各60%股权。目前, 雅生活集团实施物业服务、资产管理、公共服务和社区商业四大板块的多轮驱动, “雅居乐物业”+“绿地物业”的双品牌驱动战略,

集结多业态业务、发挥资源整合的优势，努力实现“深耕大湾区、立足北上广，覆盖全中国”的美好愿景。

公司并购的原则为：以获得优质管理团队以及在被收购公司所在地获得一定拓展能力为目标，收购部分股权。公司尚无分布全国的团队，在接管绿地旗下项目时存在一定的困难，通过并购，公司可以快速布局全国。

公司历次收购的对价一般约10-12倍静态PE，并普遍采用分期付款，最后几期会根据目标公司未来3年经营业绩进行对价调整，部分收购要求少数股东如无法完成经营指标将补足差额。公司亦普遍在合同中加入原管理团队离职等竞业条款，对收购标的持续经营进行控制。

被收购公司 and 公司现有品牌将会形成协同。部分被收购公司在物业管理细分领域存在一定积累，雅生活可以依靠他们进入公共建筑等特殊业态。同时部分被收购公司也可以使用雅生活的资源进入一些新领域。

表 3: 雅生活服务历次大型收购梳理

时间	收购标的	在管面积 (平方米)	收购权益比例	收购对价, 人民币, 千元	收购 PE
2018 年 4 月	南京紫竹	2018 年 6 月末约 2430 万	51%	204,812	11.99 (2017)
2018 年 7 月	兰州城关	2017 年末约 1700 万	51.0%	147,900	9.67 (2018)
2019 年 1 月	青岛华仁	2018 年末约 570 万	90%	133,581	11.98 (2018)
2019 年 2 月	哈尔滨景阳	2018 年末约 978 万	60%	113,882	10.5 (2018)
2019 年 3 月	广州粤华	2018 年末约 3000 万	51%	195,345	10.06 (2018)
2019 年 9 月	中民物业&新中民物业	2018 年末约 19000 万	60%	低于 2,060,000	约 12.5 (2019)

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司截至2019年6月末持有货币资金43亿人民币。公司拥有充足资金。

3、第三方拓展亦是公司扩张的重要途径

公司截至2019年6月末的尚未交付的来自第三方发展商的合同面积约6000万平方米，根据交付周期，将逐步于2022年前交付，预计为公司每年提供约1500万在管面积的增量。

三、重大收购后跃升为中国最大的物管企业

公司2019年9月26日公告发布其以固定对价(人民币15.6亿元)收购中民物业60%股权,以及以可变对价(不超过人民币5亿元)收购新中民物业60%股权。中民物业集团及新中民物业集团截至2018年12月31日止年度,其下属的控股物业公司管理面积合计约1.9亿平方米,参股物业公司合计管理面积约1亿平方米。完成后,预计公司整体在管面积(包括其参股公司的在管面积)将突破5亿平方米,管理项目数量将突破3,000个。中民物业及新中民物业在区域上和雅生活实现互补,且业态丰富,将助力雅生活完善多业态布局。

中民物业控股和参股公司管理面积合计接近3亿平方米,2018年营收约39.59亿元,毛利率18.4%,净利润3.5亿元,收缴率94.5%。包含参股的总管理面积中,约50%为公建,32%为住宅,18%为商业和办公。新中民物业的主要资产科瑞物业2018年收入约为10亿元,住宅占比约为49.4%,管理面积接近3600万平方米。

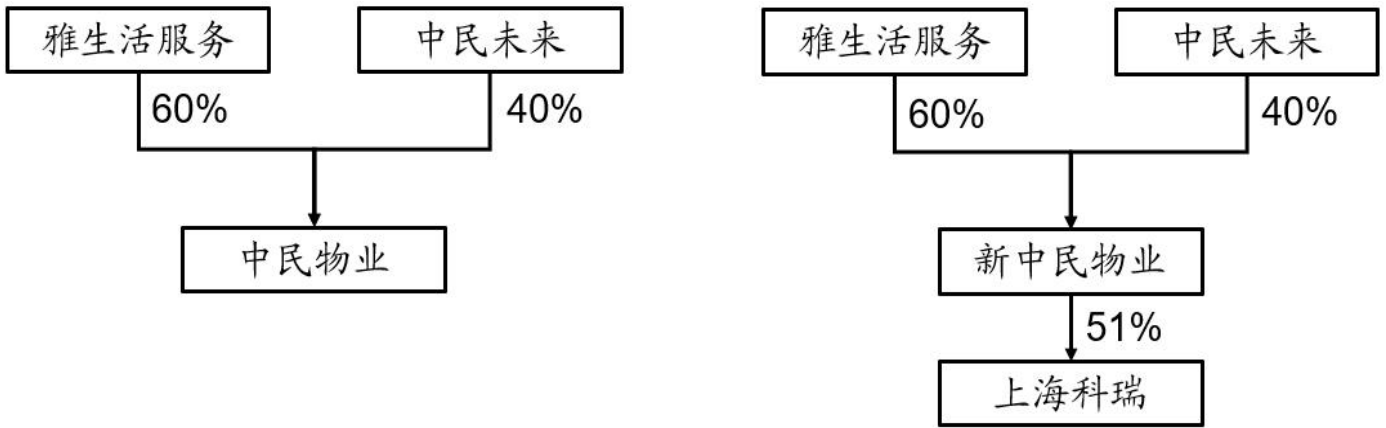
公司计划收购后做四件事以实现整合:1、设立激励机制使得原管理层和雅生活集团保持一致;2、品牌、市场和资源进行全国整合;3、统一后台,发挥区域优势;4、挖掘中民物业管理项目的社区增值服务。整体上和中民物业和新中民物业的收购方式和过往雅生活服务收购的方式是一致的。

表4: 2019年9月25日重大收购细节

目标公司	中民物业	新中民物业
总对价	人民币 15.6 亿元	保证利润*市盈率 12.5 倍*60% (总对价不超过人民币 5 亿元)
收购股权比例	60%	60%
保证利润	人民币 2.08 亿元 (2019 年)	-
估值	市盈率 12.5 倍	市盈率 12.5 倍
预计交易完成时间	2020 年 Q1 前	满足执行的所有先决条件后
目标公司概况	中民物业集团是中国最大的物业管理公司之一,广泛覆盖公共建筑、商业办公、住宅等多种业态,在中国的公共建筑及各细分领域拥有领先的市场占有率与极高知名度。旗下有共有八个知名品牌位列中国物业管理协会“2018年物业服务企业综合实力测评 TOP100”。其在管项目数量有 1761 个,在管面积达到约 2.59 亿平方米。	新中民旗下的上海科瑞是一间综合物业管理公司,主要专注于住宅和商业建筑。她是上海市最大的物业管理公司之一。在中国物业百强企业中排名第 21。其在管项目数量有 229 个,在管面积达到约 3600 万平方米。

数据来源:公司公告(2019年9月26日)、广发证券发展研究中心

图 10: 收购中民物业和新中民物业交易完成后股权架构



数据来源: 公司公告(2019年9月26日)、广发证券发展研究中心

四、公司业主增值服务发展迅速

公司业主增值服务收入增长较快，和同行相比仍有发展空间。公司业主增值服务的披露口径为：生活及综合服务、社区资源服务及家装宅配服务。2019H1增长较快的是社区资源服务。

生活及综合服务包括：物业维修、家政服务、社区团购、综合咨询服务等。

社区资源服务主要包括：会所经营服务、物业租赁服务、酒店公寓运营、社区广告、停车场管理服务、社区资产经营及二手房中介服务。

家装宅配服务主要包括：拎包入住服务。

我们认为此项业务会随着公司在管面积扩张而维持增长。

表5：雅生活服务社区增值服务收入（千元）及占比（%）

社区增值服务收入	2018	2019H1
生活及综合服务	112,335	72,980
社区资源服务	105,116	86,999
家装宅配服务	71,328	46,179
社区增值服务收入占比		
生活及综合服务	38.90%	35.40%
社区资源服务	36.40%	42.20%
家装宅配服务	24.70%	22.40%

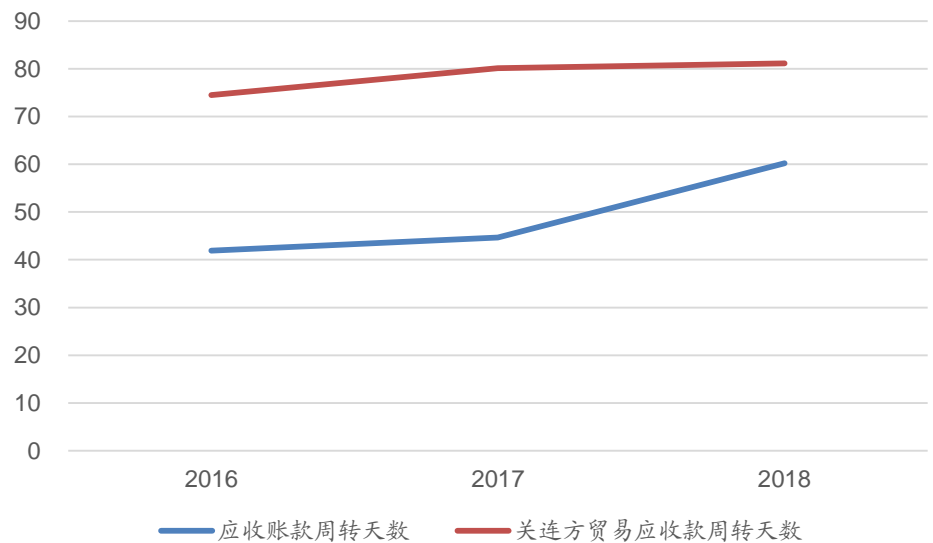
数据来源：公司2019年中报和2018年报、广发证券发展研究中心

五、财务分析

1、公司贸易应收款维持稳定，结构逐步改善

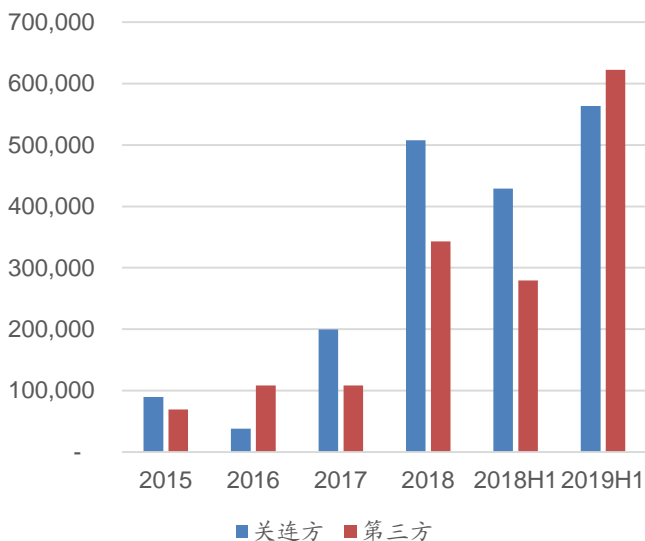
公司2018年应收账款同比增长接近140%，导致公司应收账款周转天数略有上升，主要因为公司的其他外延增值服务的增长。公司在关联方催收方面仍然保持稳定，关联方的贸易应收款占比逐年下降，自2015年末的56.38%降至2019H1的47.51%。

图 11：雅生活服务应收账款天数



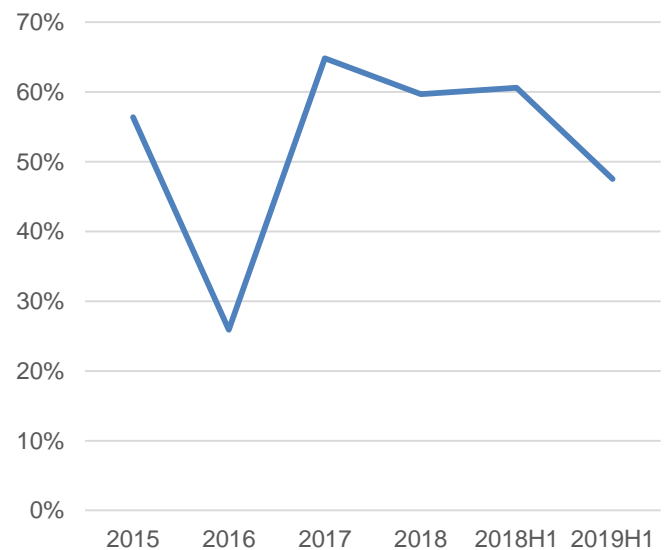
数据来源：雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码：3319-全球发售、公司 2018 年和 2017 年年报、广发证券发展研究中心

图12：雅生活服务贸易应收款拆分（千元）



数据来源：雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码：3319-全球发售、公司年报、广发证券发展研究中心

图13：雅生活服务关联方贸易应收款占比（%）



数据来源：雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码：3319-全球发售、公司年报、广发证券发展研究中心

表 6: 雅生活服务关联方交易情况 (千元)

关联方交易收入	2015	2016	2017	2018
最终控股公司	264,830	305,174	470,605	1,243,936
绿地控股	-	-	43,766	207,243
雅居乐控股	3,131	378	18,889	114,996
创办股东	3,175	1,866	526	1349
关联交易收入占比 (%)	29.02%	24.70%	30.32%	46.48%

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、公司 2018 年和 2017 年年报、广发证券发展研究中心

2、合约负债

根据《香港财务报告准则》第15号客户合约收入的要求, 公司从2018年开始披露合约负债。合约负债主要为业主提前支付的物业管理费。

表 7: 雅生活服务合约负债 (千元)

	2018	2019H1
最终控股公司	46,995	
雅居乐控股	3,530	
绿地控股	1,135	
第三方	313,839	
合约负债收入占比	10.82%	22.99%
总额	365,499	515,346

数据来源: 公司2018年年报和2019年半年报、广发证券发展研究中心

3、现金流量

雅生活服务的现金充足, 期末现金余额增速较快, 2018年去除全球发售筹集所得款约人民币32亿元后, 期末现金余额超过16亿元, 同比增速超过80%。同时公司现金流转化能力强, 2016-2018年经营活动现金流净额与归母净利润的比值超过95%。

表 8: 雅生活服务现金流量拆分 (千元)

	2015	2016	2017	2018
经营活动产生的现金流量净额	53,670	343,884	287,299	883,165
投资活动产生的现金流量净额	289,854	-215,156	49,270	-112,241
筹资活动产生的现金流量净额	-346,251	190,061	20,039	3,142,403
期末现金余额	204,374	523,163	879,771	4,807,993
归普通股净利润	72,031	169,046	300,207	810,879
经营活动现金流/归普通股净利润	74.51%	203.43%	95.70%	108.91%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

4、融资用途

公司从全球发售募集所得款项净额约为人民币32亿元，截止至2019年8月15日，所得款项净额约为人民币21.65亿元，其中原计划65%用于战略投资及收购，目前已进一步提升至85%；原计划10%所筹集资金用于进一步开发一站式服务平台将与原计划15%发展“管理数字化”、“服务专业化”、“流程标准化”及“操作机械化”（下表中“提高综合运营水平”）合并至最新比例5%，金额由原来的人民币799.9百万元降至人民币160百万元。

表9：雅生活服务全球发售募集所得款项用途（人民币百万元，截止至2019年8月15日）

资金用途	原比例	最新比例	原分配金额	最新分配金额	变动金额	已动用金额	原剩余结余	最新剩余结余
投资及收并购	65%	85%	2,079.6	2,719.4	639.8	717.5	1,362.1	2,001.9
开发一站式平台	10%	0%	319.9	0	-319.9	0	319.9	0
提高综合运营水平	15%	5%	479.9	160.0	-319.9	11.9	468.0	148.1
运营资金及一般用途	10%	10%	319.9	319.9	0	304.5	15.4	15.4
总额	100%	100%	3,199.3	3,199.3	0	1,033.9	2,165.4	2,165.4

数据来源：雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码：3319-全球发售、公司公告、广发证券发展研究中心

六、影响公司估值因素正在改善

公司历史业绩增长率较高，但估值一直低于同行业水平。我们认为影响公司估值扩张的因素在向正面方向发展。市场给予公司较低的估值水平主要原因为：1、公司关联交易占比较高，且营销业务（确认于其他外延增值服务中）为行业上市公司中独有，该业务普遍给市场认为应给予房地产行业估值。2、公司增长依赖并购，而物业管理公司并购被市场认为盈利能力无法持续而给予低估值；3、公司为H股架构，由于部分老股不流通，进入港股通进程较慢。

目前上述三项因素均呈改善趋势。

图14：碧桂园服务、绿城服务和雅生活服务FY1PE



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

1、通过收购，公司业务结构出现较大变化，营销业务（确认于其他外延增值服务中）占比进入下降趋势

影响公司估值最重要的营销业务（确认于其他外延增值服务中）主要由雅居乐销售推动，由于公司多起收购，其占比将迅速下降。特别是，中民物业和新中民物业的收购将会使雅生活服务的业务结构多元化，公建类物业服务业务占比提升，非业主增值服务占比下降。

公司的营销业务（确认于其他外延增值服务中）为一手房代理，且主要代理雅居乐旗下项目。此项业务一般为地产发展商自身经营或者委托给独立经营的第三方公司，其他已上市物业管理公司亦无此项业务经营。市场普遍认为此项业务不应被视为物业管理公司的一部分，即不应给予物业管理公司的估值。雅生活服务外延增值服务贡献了接近一半的毛利，被市场普遍给予地产公司的估值倍数，使直接计算的雅生活账面PE低于同行。

公司的营销业务（确认于其他外延增值服务中）于2017年7月开始运作，由于

主要代理雅居乐项目，其业务规模增长的主要驱动因素为雅居乐销售。雅生活服务物业管理服务的增长动力则是并购、雅居乐项目、绿地控股项目和第三方项目等几大因素，因此我们判断营销业务（确认于其他外延增值服务中）的增速将会落后于公司其他业务增速。其为雅生活服务贡献收入和毛利增长的高峰已过，整体上对公司业绩的影响将逐步下降。

表 10: 雅生活服务收入拆分

	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入(千元)	934,412	1,244,735	1,760,753	3,376,749	2,241,228
物业管理服务	690,729	977,863	1,205,589	1,624,835	1,227,486
业主增值服务	57,696	54,625	101,800	288,779	206,158
非业主增值服务	185,987	212,247	453,364	1,463,135	807,584
案场物业管理服务	185,987	211,703	323,249	675,178	379,395
其他外延增值服务		544	130,115	787,957	428,189
营业收入占比(%)					
物业管理服务	73.92%	78.56%	68.47%	48.12%	54.77%
业主增值服务	6.17%	4.39%	5.78%	8.55%	9.20%
非业主增值服务	19.90%	17.05%	25.75%	43.33%	36.03%
案场物业管理服务	19.90%	17.01%	18.36%	19.99%	16.93%
其他外延增值服务		0.04%	7.39%	23.33%	19.11%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 11: 雅生活毛利结构

	2015	2016	2017	2018	2019H1
毛利(千元)	148,815	311,647	590,565	1,289,941	829,452
物业管理服务收入	104,191	243,744	324,671	444,629	325,916
业主增值服务	15,490	15,347	42,404	147,103	105,996
非业主增值服务	29,134	52,556	223,490	698,209	397,540
毛利占比(%)					
物业管理服务收入	70.01%	78.21%	54.98%	34.47%	39.29%
业主增值服务	10.41%	4.92%	7.18%	11.40%	12.78%
非业主增值服务	19.58%	16.86%	37.84%	54.13%	47.93%
毛利率(%)	15.93%	25.04%	33.54%	38.20%	37.01%
物业管理服务收入	15.08%	24.93%	26.93%	27.36%	26.55%
业主增值服务	26.85%	28.10%	41.65%	50.94%	51.41%
非业主增值服务	15.66%	24.76%	49.30%	47.72%	49.23%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、并购业务表现良好

根据公司2019H1业绩会高管描述，公司收购企业均表现出良好的态势，部分公司收入和利润增长超过20%。被收购公司和雅生活服务将形成品牌互补，借助对方的影响力和资源逐步开拓市场。公司大部分收购交易带有扣非净利润目标，且根据扣非净利润有对价调整或者少数股东补足等保护雅生活服务股东的条款。

表 12: 雅生活服务收购业务扣非净利润经营目标 (人民币, 千元)

	2017	2018	2019	2020	2021
南京紫竹	33,748	37,461	41,848	46,910	
兰州城关	22,120	30,000	35,000	40,000	
青岛华仁	12,473	12,130	13,340	14,670	
哈尔滨景阳	11,834	19,453	21,788	24,402	27,330

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 着色部分为经营目标

兰州城关、青岛华仁、哈尔滨景阳和广州粤华均为2019H1期内并表，中民物业和新中民物业预计于2020年并表。从资产负债表情况观察，公司来自第三方的贸易应收款项同比增速低于在管面积的增速，且雅生活服务整体的收缴率未有明显变化。公司2019H1少数股东应占净利润约为2700万元，根据收购协议中关于未来业绩计划及股权比例计算得到的数据同样显示公司这几个大型收购业务目标表现良好。

表 13: 公司第三方在管面积和贸易应收款项及收缴率情况

	2018H1	2019H1	同比增长
第三方期末在管面积-千平方米	60,710	152,857	151.78%
第三方首尾平均在管面积-千平方米	47,086	119,028	152.79%
第三方贸易应收款项(拨备前)-千元人民币	279,123	622,394	122.98%
集团整体收缴率 %	91.90%	91.40%	

数据来源: 公司2018H1及2019H1业绩公告、广发证券发展研究中心

根据并表时间和收购对价中关于经营目标的条款、以及假设物业公司月度均匀的净利润分布 (实际上, 一般物业公司下半年的净利润会多于上半年) 结合公司已经没有其他少数股东应占净利润的情况推测出, 被收购公司如果完成了公司的盈利经营目标对应的少数股东应占净利润约为2155万元。2019H1公司实际披露少数股东应占净利润为2708万元, 因此可以判断雅生活收购的公司在2019H1表现超过了公司的经营目标。

表 14: 雅生活收购公司利润测算

千元人民币	2019H1 并表时间	预计 2019 净利润	雅生活持股比例	少数股东持股比例	2019H1 少数股东应占利润
兰州城关	3	35,000	51.0%	49.0%	4,288

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

青岛华仁	3	13,340	90%	10.3%	345
哈尔滨景阳	3	21,788	60%	40.0%	2,179
广州粤华	3	57,695	51%	49.0%	7,068
南京紫竹	6	50,217	51%	49.0%	12,303
综合		178,040			21,550
2019H1 雅生活少数股东应占净利润					27,077

数据来源：广发证券发展研究中心

公司于2019年9月27日和2019年10月11日发布公告，宣称南京紫竹、青岛华仁和兰州城关已经达成2018年经营目标。

3、雅生活已经接近纳入恒生综指条件，有望于 2019 年加入港股通

2019H1恒生综合指数常规半年度检讨（Regular Half-Yearly Review）结果显示：雅生活服务流通市值未能满足市值要求，未能加入恒生综合指数。经过数据比对可知，主要是受2018H2的市值较低拖累。雅生活服务的流动性符合加入恒生综合指数的条件。因此假设公司未有大变化的情况下，雅生活服务被纳入恒生综合指数只需再满足市值条件。

由于公司滚动12月平均流通市值已经超过50亿港元，只要公司被纳入恒生综合指数即可加入港股通。

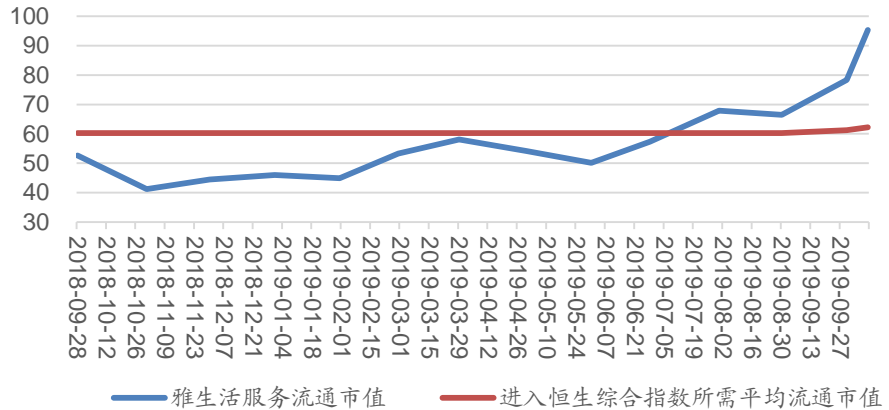
表15：2019H1恒生综合指数常规半年度检讨新加入恒生综合指数成分股2018M7-2019M6月末平均流通市值

代码	证券	2018M7-2019M6 average (港币亿元)
03692.HK	翰森制药	1,332.60
00667.HK	中国东方教育	296.49
01951.HK	锦欣生殖	249.37
03990.HK	美的置业	218.91
00086.HK	新鸿基公司	76.74
00496.HK	卡森国际	73.57
00856.HK	伟仕佳杰	60.15
01117.HK	现代牧业	68.03
01521.HK	方达控股	76.52
01573.HK	南方能源	71.46
01680.HK	澳门励骏	76.70
01787.HK	山东黄金	73.38
01797.HK	新东方在线	103.47
01890.HK	中国科培	70.59
01905.HK	海通恒信	99.09
01907.HK	中国旭阳集团	115.32
01908.HK	建发国际集团	65.98
02013.HK	微盟集团	84.48
02019.HK	德信中国	85.09

03868.HK	信义能源	139.93
03877.HK	中国船舶租赁	67.50
06055.HK	中烟香港	136.56
06806.HK	申万宏源	64.64
	Min	60.15
03319.HK	雅生活服务	58.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 雅生活服务滚动12月流通市值(亿元港币)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表16: 雅生活流动性指标计算(%)

时间	雅生活月中位数换手比率
2018年9月	0.90%
2018年10月	0.54%
2018年11月	0.48%
2018年12月	0.29%
2019年1月	0.37%
2019年2月	0.56%
2019年3月	0.71%
2019年4月	0.76%
2019年5月	0.40%
2019年6月	0.63%
2019年7月	0.82%
2019年8月	0.69%
2019年9月	0.72%
2019年10月	0.81%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 换手比率计算公式: 月度交易量中位数/月末最后一交易日流通股本数

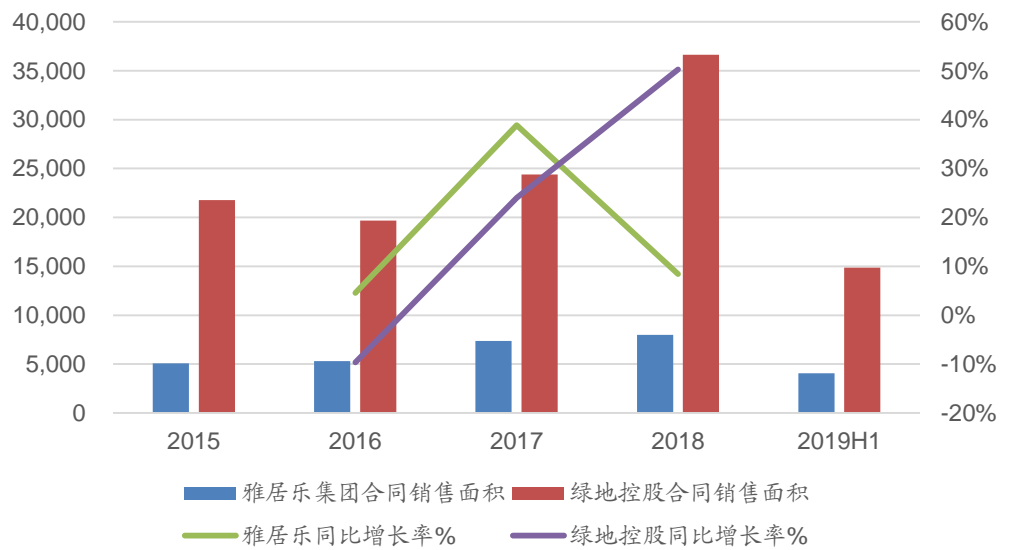
4、绿地控股交付面积即将进入高峰

自2017年末至2019H1，雅生活服务来自绿地控股合约管理面积增加了约2500万平方米，在管面积却仅增加约500万平方米。考虑到预售到交付给物业公司的周期，我们认为绿地控股交付面积即将进入高峰。股东项目的盈利能力较强，对公司的收入和毛利将形成支撑。

七、盈利预测

雅生活服务目前在管面积约为2.1亿平方米，考虑到公司收购中民物业和新中民物业，在2020年并表后在管面积将迅速增加至约5亿平方米，且公司快速开拓第三方管理面积（2015年占在管面积比例为15.45%，2018年占在管面积比例为40.43%），和双股东（雅居乐集团以及绿地控股）地产销售到交付产生物业费收入的约2-3年周期以及2018年的收并购所带来的外延增长，我们认为公司在管面积将仍然维持较高水平的增长。由于新项目物业费往往定价较高，因此物业管理服务的收入增速要略微领先于物业管理服务在管面积增速。

图16：雅居乐集团和绿地控股合同销售面积（千平方米）和同比增长率（%）



数据来源：雅居乐集团年报、绿地控股年报、广发证券发展研究中心

表17：物业管理服务在管面积预测（千平方米）

	2018	2019E	2020E	2021E
物业管理服务在管面积	138,120	226,720	479,720	529,720

数据来源：雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码：3319-全球发售、公司年报（2018）、广发证券发展研究中心

非业主增值服务主要驱动因素为雅居乐地产销售。雅居乐近3年销售面积增速约为20%左右，结合地产价格和公司开展营销业务（确认于其他外延增值服务中的情况），公司非业主增值服务收入增速可能快于雅居乐地产销售面积增速。我们假设未来3年复合增长28%。

业主增值服务增长驱动因素为在管面积规模增长和业务自身的渗透率提升，上文我们预测公司在管面积未来3年复合增速约为56%，出于保守考虑，我们预计社区增值服务未来3年复合增长30.97%。

表18: 三项业务收入预测

收入拆分 (千元)	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
物业管理服务	690,729	977,863	1,205,589	750,334	1,624,835	1,227,486	2,850,205	6,687,478	9,925,557
对非业主的增值服务	185,987	212,247	453,364	575,428	1,463,135	807,584	1,973,184	2,466,874	3,083,346
社区增值服务	57,696	54,625	101,800	79,931	288,779	206,158	425,516	519,172	648,705
合计	934,412	1,244,735	1,760,753	1,405,693	3,376,749	2,241,228	5,248,905	9,673,524	13,657,609

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、公司年报(2018)、广发证券发展研究中心

表19: 三项业务增长率预测

yoy (%)	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
物业管理服务	41.57%	23.29%	34.78%	63.59%	75.42%	134.63%	48.42%
对非业主的增值服务	14.12%	113.60%	222.73%	40.34%	34.86%	25.02%	24.99%
社区增值服务	-5.32%	86.36%	183.67%	157.92%	47.35%	22.01%	24.95%
合计	33.21%	41.46%	91.78%	59.44%	55.44%	84.30%	41.19%

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、公司年报(2018)、广发证券发展研究中心

由于业务结构等原因, 公司收购的项目毛利率低于公司自身, 尤其中民物业和新中民物业。我们预计公司的物业管理服务毛利率会随着被收购项目并表而降低。其他二项业务的毛利率将预计会维持稳定。

表20: 三项业务毛利率预测 (%)

毛利率(%)	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
物业管理服务	15.08%	24.93%	26.93%	27.36%	29.02%	26.55%	24%	23%	22%
社区增值服务	26.85%	28.10%	41.65%	50.94%	44.34%	51.41%	49%	49%	49%
对非业主的增值服务	15.66%	24.76%	49.30%	47.72%	46.89%	49.23%	49%	49%	48%
综合	15.93%	25.04%	33.54%	38.20%	36.31%	37.01%	35.42%	30.96%	28.79%

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、公司年报(2018)、广发证券发展研究中心

由于中民物业和新中民物业的管理费率比目前雅生活服务要高。我们认为公司未来的管理费率会有所提升。

表21: 其他盈利预测假设 (%)

	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
销售费用/收入	0.94%	1.53%	1.85%	1.36%	0.81%	1.50%	1.30%	1.30%
管理费用/收入	5.53%	6.32%	9.66%	8.95%	5.57%	7.10%	7.30%	7.10%
其他收入/收入	0.22%	0.39%	0.65%	3.03%	2.83%	3.04%	3.10%	3.16%
有效税率	27.54%	27.06%	25.45%	24.59%	24.26%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源: 雅居乐雅生活服务股份有限公司-股份代码: 3319-全球发售、公司年报(2018)、广发证券发展研究中心

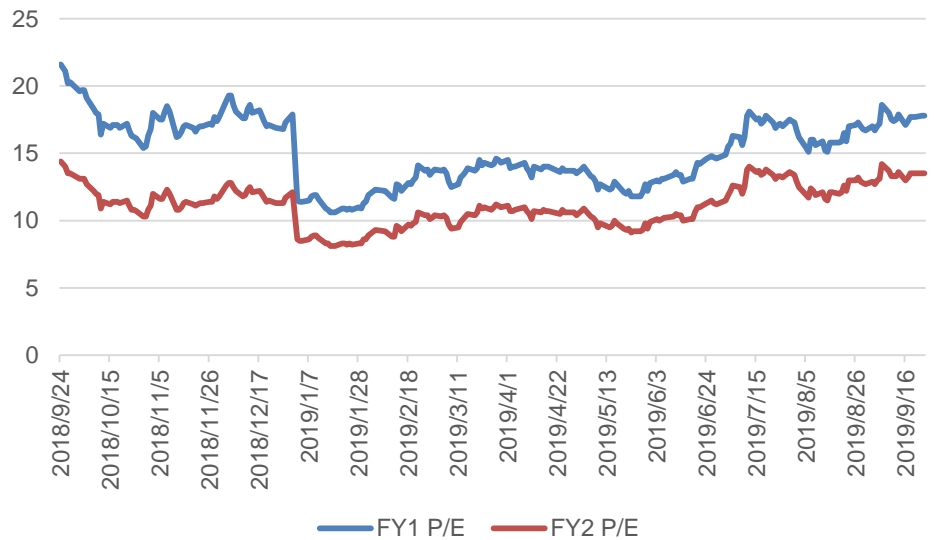
八、估值分析

考虑到物业管理公司的轻资产行业特征，我们使用P/E为物业管理公司估值。雅生活服务目前处于高速成长期，但受到前文所述因素影响，估值低于同行。

我们预测公司2019-2021年的收入分别为5249、9674和13658百万元人民币，对应归母净利润分别为1155、1608和2032百万元人民币，对应EPS分别为0.87、1.21和1.52元人民币每股。由于物业公司的业绩可预见性强，增长路径较为稳定，未来12个月内行业可能面临估值基准由2019年业绩逐步切换到2020年业绩的情况。我们使用2020年P/E计算公司合理价值。

公司成长性位于上市公司前列，但估值低于行业平均水平，尤其和大体量龙头公司存在较大差距。我们认为影响公司估值的因素都在逐步向好，预计公司估值会逐步抬升到接近同行的水平，给予20倍2020年PE合理估值，对应行业平均水平同时反应公司营销业务（确认于其他外延增值服务中）的估值折价，合理价值为每股26.75HKD，对应2019-2021年的P/E水平分别为27.85、20.00和15.83倍。

图17: 雅生活服务历史一致预期估值 (FY P/E: 前瞻市盈率, 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

表22: 雅生活服务可比公司估值表 (P/E和P/B单位为倍, 时间为2019年10月20日)

代码	名称	市值 百万 HKD	P/E TTM	P/E:2019C	P/E:2020C	P/B:2019C	P/B:2020C
03319 HK	雅生活服务	30,000	26.68	23.43	16.82	4.51	3.96
	平均	20,882	27.72	27.88	20.51	6.12	4.86
06098 HK	碧桂园服务	67,787	46.85	41.25	31.63	12.21	9.47
01755 HK	新城悦	6,978	32.09	22.01	15.40	-	-
01995 HK	永升生活服务	6,806	-	30.77	18.75	5.65	4.61
02669 HK	中海物业	14,659	34.11	28.93	22.77	9.84	7.46

02869 HK	绿城服务	22,957	43.51	35.32	26.81	7.61	6.35
01778 HK	彩生活	6,104	9.78	8.99	7.71	1.39	1.27

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

公司调整后估值仍然低于同行,2018年和2019H1非业主增值服务占总收入的比例分别为43.33%和36.03%,其中包含一手房营销服务和房产检验服务等其他外延增值服务占收入比例在2018和2019H1分别为23.33%和19.11%。公司2018和2019H1非业主增值服务的毛利占比分别为54.13%和47.93%。

公司未披露其他外延增值服务的费用情况,我们根据两种假设推算其对应利润:1、中性情景,即该业务净利润占总净利润比例和其毛利润占总毛利的比例相同;2、极端情景,即该业务不产生期间费用。实际情况下,完全不可能到极端情景。根据上述两种情景结合我们的盈利预测和2019年10月18日的收盘价计算公司2019-2021年的PE,其中给予其他外延增值服务的估值为4.2倍,对应雅居乐的平均估值。结果显示,两种情景之下,公司剔除其他外延增值服务业务对应的2020年估值是21.33和25.59倍,在可比公司中处于较低水平。

表23: 当前价格对应剔除其他外延增值服务后对应估值(2019年10月18日)

	2019E	2020E	2021E
剔除其他外延增值服务对应估值-中性	31.41	21.33	16.52
剔除其他外延增值服务对应估值-极端	40.87	25.59	19.12

数据来源: 广发证券发展研究中心

表24: 合理价值对应剔除其他外延增值服务后对应估值

	2019E	2020E	2021E
剔除其他外延增值服务对应估值-中性	37.67	25.65	19.93
剔除其他外延增值服务对应估值-极端	49.31	30.98	23.24

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们根据上文所述的业务前景分析对公司进行DCF模型预测。使用十年期国债收益率、十年期恒指收益率和公司上市以来对恒生指数的Beta计算WACC。DCF模型结果显示公司的每股价值为27.80HKD,和我们上文所述合理价值一致。

表25: DCF模型假设

FCFF(单位:百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
销售收入	3,377	5,249	9,674	13,658	17,411	20,931	24,430	28,056	31,999	36,240
同比增速		55.44%	84.30%	41.19%	27.48%	20.22%	16.72%	14.85%	14.05%	13.25%
EBIT	1,076	1,608	2,543	3,333	4,200	5,032	5,723	6,466	7,246	7,861
同比增速		49.36%	58.21%	31.05%	26.02%	19.81%	13.72%	12.98%	12.07%	8.49%
EBIT Margin	31.87%	30.63%	26.29%	24.40%	24.12%	24.04%	23.42%	23.04%	22.64%	21.69%
税率	24.59%	23.77%	24.26%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

识别风险,发现价值

请务必阅读末页的免责声明

EBIT (1-t)	812	1,225	1,926	2,500	3,150	3,774	4,292	4,849	5,435	5,896
折旧摊销	177	229	285	341	366	416	466	516	566	616
资本性支出	65	100	100	100	100	100	100	100	100	100
净营运资本变化	-51	277	617	658	928	1,039	1,123	1,212	1,309	1,414
自由现金流	974	1,077	1,494	2,083	2,489	3,051	3,536	4,053	4,592	4,999
同比增速		10.62%	38.69%	39.42%	19.46%	22.61%	15.88%	14.63%	13.28%	8.86%

数据来源：广发证券发展研究中心

表26: DCF模型其他假设和结果

关键假设		结果	
税率 t (%)	25.00%	TV(2027) (百万元)	41,576
永续增长率 (%)	0.00%	PV(2018-2027) (百万元)	15,189
Beta	1.8311	公司价值 (百万元)	28,548
无风险利率 Rf (%)	3.16%	权益价值 (百万元)	33,356
市场收益率 RM (%)	8.00%	每股价值 (人民币, 元)	25.02
股本成本 Ke (%)	12.02%	港币兑人民币汇率	0.90
债务成本 Kd (%)	0.00%	每股价值 (港币, 元)	27.80
债务比率 (%)	0.00%		
WACC (%)	12.02%		
2018 年负债 (百万元)	0		
2018 年现金 (百万元)	4,808		
股数	1,333,334,000		

数据来源：广发证券发展研究中心

表27: DCF模型敏感性分析

	wacc	永续增长率				
		-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
	10.52%	30.73	31.40	32.13	32.93	33.82
	11.02%	29.31	29.90	30.54	31.24	32.01
	11.52%	28.02	28.54	29.10	29.72	30.39
	12.02%	26.84	27.30	27.80	28.34	28.93
	12.52%	25.75	26.16	26.60	27.08	27.60
	13.02%	24.75	25.12	25.51	25.94	26.40
	13.52%	23.83	24.16	24.51	24.89	25.29

数据来源：广发证券发展研究中心

九、投资建议

雅生活服务即将形成大体量、多元化业态的物业管理布局。导致其过往估值远低于同行的因素正在改善：公司营销业务（确认于其他外延增值服务中）占比进入下降趋势，收购业务表现良好，且有望于2020年进入港股通。我们预测公司估值有望修复到接近同行的水平。目前几家大市值物业股估值水平约为23-32倍2020年PE倍数，我们给予公司20倍2020年PE合理估值，对应公司的高成长和相对同行的折价，合理价值为26.75HKD。首次覆盖给予买入评级。

风险提示：

1、营销业务（确认于其他外延增值服务中）占比未如期下降

如果公司营销业务增长过快可能导致公司的估值收缩

2、地产销售波动影响未来物业管理公司盈利能力

物业公司的基础物业管理业务的主要成本为人工成本，但价格在项目周期内相对固定，因此同一管理项目的毛利率呈现先高后低。一旦地产销售增速下降，物业公司将面临老盘占比提升导致的盈利能力下降风险。

3、市场竞争加剧

目前现有物业管理公司从事的社区增值服务可能面临加剧的市场竞争环境，尤其是来自互联网公司O2O的竞争压力，可能使公司的收入增长潜力受到影响。

4、并购项目整合不及预期

公司上市后进行了多次并购，如果和公司整合不顺利，可能会影响公司的利润表。

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,399	5,989	6,009	6,832	9,014
货币资金	880	4,808	4,400	4,791	6,318
应收及预付	501	1,165	1,582	1,988	2,619
存货	17	15	26	52	76
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	1,112	1,308	2,805	4,379	5,254
长期股权投资	0	0	1,468	2,960	3,760
固定资产	71	80	59	91	116
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1,029	1,212	1,262	1,312	1,362
其他长期资产	12	16	16	16	16
资产总计	2,511	7,297	8,814	11,210	14,268
流动负债	1,015	1,726	2,611	3,873	5,398
短期借款	0	0	13	0	0
应付及预收	1,015	1,726	2,598	3,873	5,398
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	22	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	60	60	60	60
负债合计	1,037	1,787	2,671	3,933	5,458
股本	1,000	1,333	1,333	1,333	1,333
资本公积	374	3,266	3,266	3,266	3,266
留存收益	98	823	1,400	2,204	3,220
归属母公司股东权益	1,472	5,422	5,998	6,825	7,882
少数股东权益	2	88	145	452	928
负债和股东权益	2,511	7,297	8,814	11,210	14,268

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,761	3,377	5,249	9,674	13,658
营业成本	1,170	2,087	3,389	6,679	9,726
其他收入及收益	11	134	221	405	578
销售费用	33	46	79	126	178
管理费用	170	302	373	706	970
财务费用	-4	1	0	0	-
其他费用及亏损	1	-1	12	15	18
投资净收益	-	-	-	-	-
利润总额	403	1,075	1,616	2,552	3,344
所得税	102	264	404	638	836
净利润	300	811	1,212	1,914	2,508
少数股东损益	10	10	58	306	477
归属母公司净利润	290	801	1,155	1,608	2,032
EBITDA	414	1,110	1,620	2,562	3,358
EPS (元)	-	0.60	0.87	1.21	1.52

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	287	883	1,496	2,466	3,082
净利润	326	932	1,212	1,914	2,508
折旧摊销	16	33	13	19	25
营运资金变动	-43	-51	277	617	658
其它	-12	-31	-6	-84	-109
投资活动现金流	49	-112	-1,506	-1,484	-750
资本支出	-29	-20	-90	-88	-86
投资变动	-935	-102	-1,468	-1,492	-800
其他	1,014	9	52	96	135
筹资活动现金流	20	3,157	-398	-591	-804
银行借款	-809	-12	13	-13	0
股权融资	1,168	3,314	0	0	0
其他	-339	-145	-412	-578	-804
现金净增加额	357	3,928	-408	391	1,527
期初现金余额	523	880	4,808	4,400	4,791
期末现金余额	880	4,808	4,400	4,791	6,318

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	41.5%	91.8%	55.4%	84.3%	41.2%
归属母公司净利润增长	80.3%	176.5%	44.1%	39.3%	26.4%
获利能力(%)					
毛利率	33.5%	38.2%	35.4%	31.0%	28.8%
净利率	17.05%	24.01%	23.10%	19.79%	18.36%
ROE	19.7%	14.8%	19.3%	23.6%	25.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	41.3%	24.5%	30.3%	35.1%	38.3%
净负债比率	-59.7%	-87.3%	-71.4%	-65.8%	-71.7%
流动比率	1.38	3.47	2.30	1.76	1.67
速动比率	1.36	3.46	2.29	1.75	1.66
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.69	0.65	0.97	1.07
应收账款周转率	3.12	4.05	3.32	4.87	5.21
存货周转率	56.18	128.08	128.08	128.08	128.08
每股指标(元)					
每股收益	-	0.60	0.87	1.21	1.52
每股经营现金流	-	0.66	1.12	1.85	2.31
每股净资产	-	4.07	4.50	5.12	5.91
估值比率					
P/E	-	33.8	23.4	16.8	13.3
P/B	-	5.0	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	-	20.0	13.7	8.7	6.6

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘 峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 蒋 辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周 绮 恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张 晓 飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 佳 妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗 捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱 国 源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马 步 云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 俊 韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。