

【广发海外】碧桂园服务 (6098.HK)

增长潜力和业绩确定性具备优势的物管龙头

公司评级 买入

当前价格 11.40 港元

报告日期 2018-10-09

核心观点:

● 物业管理行业集中度在提升, 定价权逐步改善

地产开发商集中度提升和上市募资推动物管行业集中度提升。住宅销售面积增长和技术进步改善行业毛利率。经济发展推动消费者优质服务需求逐步改善行业定价权。社保征管从严导致行业盈利能力下降, 可能加速行业整合。公司位列中指院 2017 物业百强第三名, 实控人是杨惠妍。

● 物业服务盈利能力强, 业绩确定性强

受益于郊区大盘项目性质所产生的规模优势, 公司物业服务毛利率和单位面积毛利在同行最高。由于碧桂园近年快速扩张, 其行业最大的储备面积将逐步转化为公司的合约管理面积, 公司因此享有最强的业绩确定性。三供一业项目将成为公司获取第三方项目的重要方式。提价、外包比例扩大、智能化将助推公司维持毛利率, 部分抵消社保成本压力。

● 增值服务规模小潜力大, 社区服务发展模式清晰

公司协销和开荒清洁业务受益于碧桂园的土地储备转化交付。公司尾盘和车位代理业务将成为非业主增值服务增长点。公司的社区服务平台致力于需求探测、商业匹配和增信结算, 最终通过业主流量变现盈利, 发展模式清晰。考虑到公司和偏一二线城市同行同业务规模差距和公司郊区大盘项目面临的更多的业主需求, 公司社区服务增长潜力较大。

● 成长性和业绩确定性较强, 首次覆盖给予买入评级

预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.35、0.45 和 0.61 人民币元, 对应当前股价 (10 月 9 日) 的 PE 分别为 28.34、22.44 和 16.46 倍。考虑到公司庞大的储备面积, 发展模式清晰且极具增长潜力的社区增值服务, 我们认为公司的成长性和业绩确定性优于行业, 首次覆盖给予买入评级。

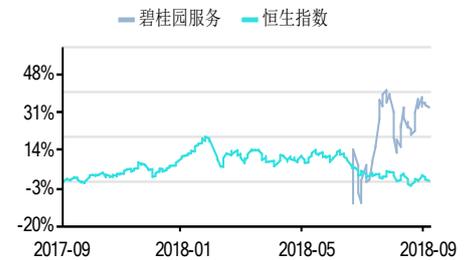
● 风险提示

提价不及预期; 协销业务受宏观经济影响; 声誉风险

盈利预测:

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,358	3,122	4,889	8,330	11,934
增长率(%)	41%	32%	57%	70%	43%
EBITDA	485	592	1,110	1,445	1,959
净利润	324	402	887	1,120	1,526
增长率(%)	47%	24%	121%	26%	36%
EPS (人民币元/股)		0.16	0.35	0.45	0.61
市盈率 (P/E)		62.55	28.34	22.44	16.46
市净率 (P/B)		17.68	12.31	8.89	6.45
EV/EBITDA		12.59	14.17	12.82	10.50

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心



分析师: 欧亚菲, S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 刘峤 020-8757-9850

liuqiao@gf.com.cn

目录索引

一、碧桂园服务：大型物业管理集团	5
二、股权结构：实控人持股占比 57.8%	6
三、行业发展趋势：集中度提升，定价权逐步改善	7
1、地产开发商和物业管理行业集中度均在提升	7
2、资本助力物业管理公司快速扩张	7
3、一手住宅交易量的提升改善了物业管理公司盈利能力	8
4、技术进步降低行业人工成本，提升运营效率	8
5、定价权有所改善	9
6、社保由税务部门征管加速行业整合	9
四、碧桂园服务：规模优势显著，增值业务发展思路清晰	11
（一）物业管理服务业务：规模优势显著，储备项目行业第一	11
1、盈利能力强：社区面积较大形成规模优势	11
2、储备面积庞大	14
3、三供一业项目成为公司获取第三方项目的重要方式	16
4、提价保护物业服务业务毛利率	16
5、社保成本压力可控	16
（二）非业主增值服务：协销业务和车位及尾盘销售为主	18
1、母公司是重要支持，但外部拓展存在空间	18
2、协销业务收入受到宏观环境影响	18
3、尾盘和车位销售租赁代理业务将提升非业主增值服务毛利率	18
（三）业主增值服务：郊区大盘性质决定服务平台出路	20
1、社区服务平台将实现业主、服务商和物业管理公司三赢局面	20
2、公司现有业主增值服务规模依然较小	21
五、公司主要财务指标分析	22
1、公司毛利转化税前利润能力较强	22
2、公司享受高科技企业优惠税率	22
3、公司的应收账款周转天数比同行低	22
4、公司现金流较好，现金持续流入	23
六、盈利预测和估值分析	25
1、盈利预测核心假设-物业管理服务（不含三供一业）	25
2、盈利预测核心假设-增值服务	26
3、核心盈利预测假设-三供一业	26
4、可比公司比较	27
七、投资建议	28
风险提示	28

图表索引

图 1: 碧桂园服务收入拆分 (%)	5
图 2: 碧桂园服务毛利拆分 (千元)	5
图 3: 碧桂园服务毛利结构 (%)	5
图 4: 碧桂园服务毛利率 (%)	5
图 5: 房地产开发行业市场集中度 (%)	7
图 6: 物业管理行业市场集中度 (%)	7
图 7: 商品房住宅销售面积 (万平方米) 和同比增速 (%)	8
图 8: 物管百强企业住宅平均价格 (元每平方米每月)	9
图 9: 2017 年物管百强企业在管项目租金和二手房与周边项目溢价 (%)	9
图 10: 碧桂园服务收费面积和储备面积 (千平方米)	11
图 11: 公司收费面积中第三方占比 (%)	11
图 12: 碧桂园服务物业管理业务毛利率 (%)	12
图 13: 2017 年碧桂园服务和百强物业管理公司单盘面积对比 (平方米)	12
图 14: 碧桂园服务收费面积和平均每员工管理面积 (首尾平均)	13
图 15: 2018H1 平均每员工管理面积 (万平方米)	13
图 16: 公司 2017 年单位面积成本拆分 (单位元每平方米每年)	14
图 17: 物业管理公司人工成本/外包成本 (倍)	14
图 18: 收费面积结构 (%)	15
图 19: 2018H1 港股上市物业管理公司储备面积 (千平方米)	15
图 20: 公司非业主增值服务收入结构 (千元) 和关联方占比 (%)	18
图 21: 碧桂园服务社区服务平台商业模式模型	20
图 22: 公司业主增值服务拆分 (千元)	21
图 23: 家居生活服务收入拆分 (千元)	21
图 24: 2018H1 单位面积社区增值服务收入 (元每平方米) (绿城服务剔除教育文化板块)	21
表 1: 碧桂园服务股权结构 (截至 2018 年 9 月 17 日)	6
表 2: 碧桂园服务购股权情况	6
表 3: 上市物业管理公司收购事件整理	7
表 4: 广州两个相距约 700 米项目的物业费差距	8
表 5: 中国物业百强人均在管面积和人均产值	9
表 6: 物管百强企业续约率 (%)	9
表 7: 物业管理公司 2017 年社保缴纳情况 (千元)	10
表 8: 港股上市主要物业管理公司 2018H1 盈利能力 (元)	11
表 9: 碧桂园服务超过 20 万平方米项目数量 (个) 和占公司收费面积比例 (%)	12
表 10: 周长与面积的比例	13
表 11: 碧桂园平均每员工管理面积 (千平方米)	13
表 12: 碧桂园土地储备面积结构	15

表 13: 碧桂园服务社保覆盖情况 (人)	16
表 14: 碧桂园服务员工薪酬拆分 (千元)	17
表 15: 碧桂园服务社保分析 (千元)	17
表 16: 碧桂园服务尾盘和车位销售租赁代理业务收费模式	19
表 17: 港股上市主要物业管理公司 2018H1 盈利能力 (元每平方米)	22
表 18: 应收账款周转天数 (天)	22
表 19: 碧桂园服务应收账款拆分 (千元)	23
表 20: 碧桂园服务现金流量拆分 (千元)	24
表 25: 公司关联方收费面积增长假设 (千平方米)	25
表 26: 合约管理面积和收费面积 (均不含三供一业) 预测 (千平方米)	25
表 27: 碧桂园服务平均收费单价 (元每平方米每月, 不含三供一业) 预测	25
表 28: 物业费单价对公司预测归母净利润的敏感性分析 (%)	25
表 29: 物业管理服务收入 (千元人民币) 毛利 (千元人民币) 和毛利率 (%)	26
表 31: 碧桂园服务增值服务盈利预测核心假设	26
表 32: 三供一业项目盈利预测	27
表 33: 碧桂园服务利润表关键盈利假设 (千元, %)	27
表 34: 可比公司估值比较 (P/E 和 P/B 单位为倍)	27

一、碧桂园服务：大型物业管理集团

碧桂园服务控股有限公司创立于1992年。经过26年的发展，公司业务涵盖住宅、商业物业、写字楼、多功能综合楼、政府及其他公共设施、产业园、高速公路服务站、公园及学校等多种业态。公司位列中国指数研究院2017中国物业服务百强企业第3名，经营绩效第1名，服务规模第4名，成长性第6名，亿翰智库中国社区服务商第一名，客户满意度榜首。

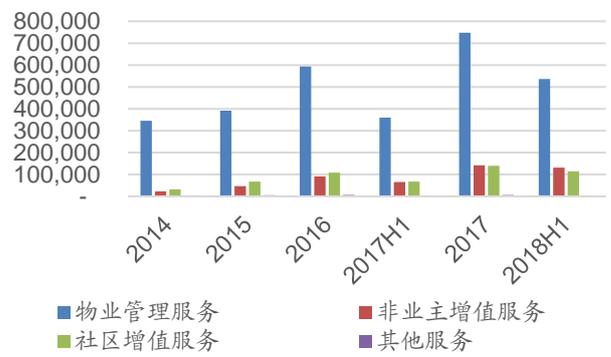
公司主要业务分为三块：物业管理服务、社区增值服务和非业主增值服务，是经典的物业管理公司商业模式。公司的毛利主要来源依然是物业管理服务，但由于增值服务的快速发展，物业管理服务收入和毛利占比在下降。

图1：碧桂园服务收入拆分（%）



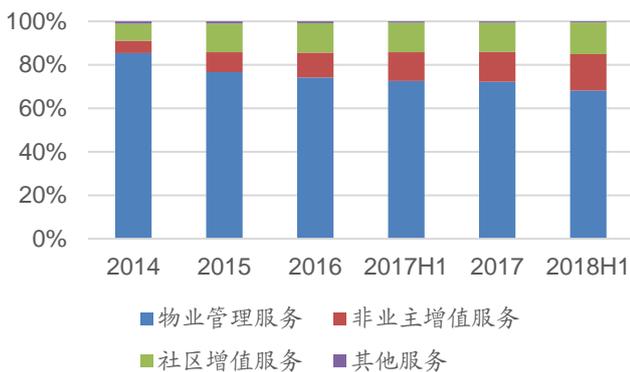
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：碧桂园服务毛利拆分（千元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：碧桂园服务毛利结构（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：碧桂园服务毛利率（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、股权结构：实控人持股占比 57.8%

公司由碧桂园控股拆分上市，实际控制人为杨惠妍。公司于2018年5月21日向合共15名承授人授出合共132948000份购股权，占公司经扩大已发行股本的5.0494%。

表1：碧桂园服务股权结构（截至2018年9月17日）

	持股占比
杨惠妍	57.80%
其他	42.20%

数据来源：披露易，广发证券发展研究中心

2018年5月21日公司向合共15名承授人授出合共132948000份购股权。行权价格为0.94港元，行使期为归属日到2023年5月20日，2018年12月31日归属40%，2019年12月31日归属30%，2020年12月31日归属30%

表2：碧桂园服务购股权情况

职位	所持股份权益数量	于2018年6月30日占已发行总股份百分比
伍碧君	12,964,000	0.52%
李长江	12,964,000	0.52%
肖华	4,762,000	0.19%
郭战军	4,699,000	0.19%
小计	35,389,000	1.42%
本公司高级管理层		
蔡顺松	4,257,000	0.17%
徐彬准	5,000,000	0.20%
黄鹏	4,411,000	0.18%
余向东	4,884,000	0.20%
袁鸿凯	4,591,000	0.18%
小计	23,143,000	0.93%
其他		
莫斌	38,892,000	1.56%
谢树太	19,446,000	0.78%
陈宇辉	3,769,000	0.15%
夏晓楠	4,465,000	0.18%
王翠勤	3,931,000	0.16%
汪英武	3,913,000	0.16%
小计	74,416,000	2.98%
总计	132,948,000	5.32%

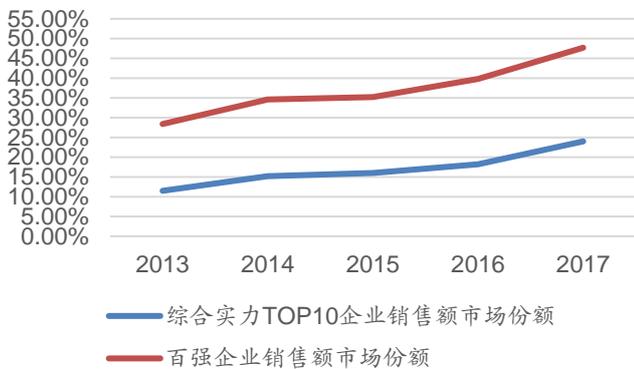
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

三、行业发展趋势：集中度提升，定价权逐步改善

1、地产开发商和物业管理行业集中度均在提升

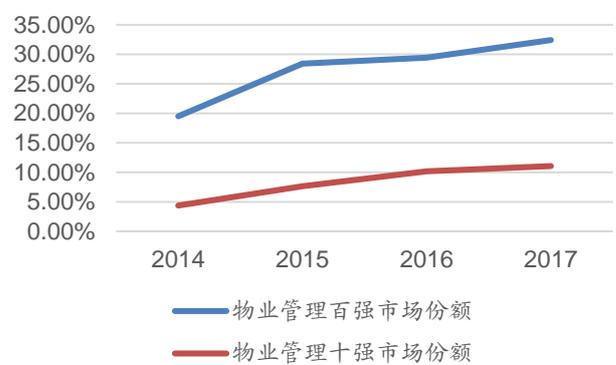
中国房地产开发行业和物业管理行业的集中度都在提升。龙头地产开发商和龙头物业管理公司存在重叠，地产开发商集中度提升会通过其销售社区向物业管理公司传导。另一方面龙头物业管理公司也会外拓管理项目，行业处于整合加速状态。2017年物业管理行业CR10较2016年提升0.88%。目前物业管理公司的集中度仍然落后于地产开发公司，考虑到房地产开发公司从房屋预售到交付使用需要1.5-2.5年的时间，我们判断到2019年物业管理行业CR10会继续提升。

图5：房地产开发行业市场集中度（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：物业管理行业市场集中度（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2、资本助力物业管理公司快速扩张

自彩生活由母公司分拆于港交所上市后，中海物业、绿城服务、雅生活、碧桂园服务等公司登陆港交所，A股也有南都物业上市。物业管理公司逐步被资本市场了解和认可，而物业管理公司也借助资本市场提升了自身的地位并利用募集资金发展自身业务。

从募集资金流向分析，主要资金被用来进行同业收购或者上下游收购。

表 3：上市物业管理公司收购事件整理

公司名称	股票代码	重大收购
彩生活	1778.HK	·2015年2月16日发布非常重大的有关收购物业公司的联合公告，决定斥资3.3亿元全资收购深圳市开元国际物业管理公司，后者向130个位于中国的物业发展项目提供物业管理服务
雅生活服务	3319.HK	·2016年10月9日，彩生活以1300万元价格全资出售深圳市星彦行职业有限公司给深圳市花样年地产集团有限公司 ·2018年4月9日公告，雅生活服务以2.05亿元收购南京紫竹物业管理有限公司51%股权；

		·2018年7月11日公告，雅生活服务以1.48亿元收购兰州城关物业服务集团51%的股权；
碧桂园服务	6098.HK	·2018年7月9日公告，碧桂园服务以500万元价格收购橙家科技10%的股权；
中海物业	2669.HK	·2017年10月20日公告，中海物业全资附属公司中海物业管理有限公司以1.9亿元全资收购中信物业服务集团有限公司
绿城服务	2869.HK	·2016年8月7日公告，绿城服务集团有限公司以2275560元收购了浙江浙元物业管理有限公司的40%股权； ·2017年6月5日公告，绿城服务集团有限公司以270万元收购了蓝颂供应链管理有限公司27%的股权；

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3、一手住宅交易量的提升改善了物业管理公司盈利能力

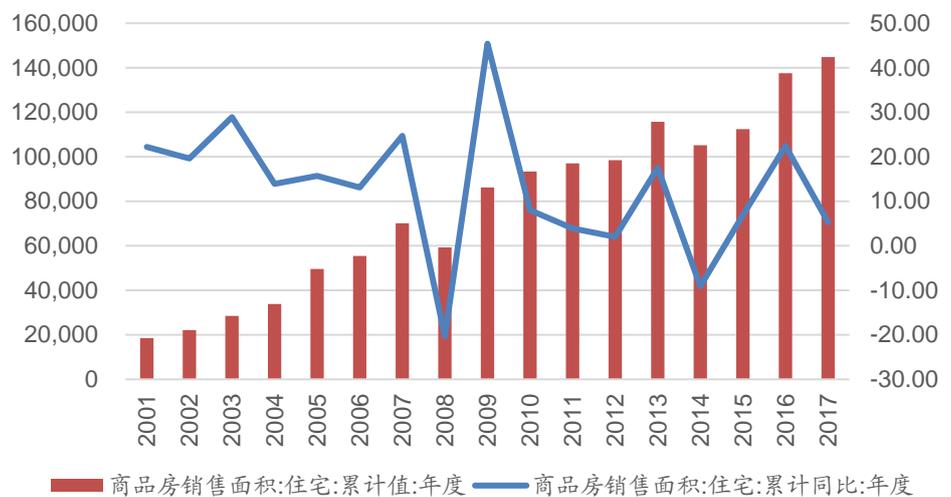
全国商品房住宅销售面积增速多年处于正增长，由于同一项目自实现收入开始毛利率先高后低，新增的一手房销售面积改善了物业管理公司的盈利能力。

表4：广州两个相距约700米项目的物业费差距

项目	物业费	建筑年代	价格
新世界凯粤湾	2.6元每平方米每月	2018年	43800元每平方米
新世界逸彩庭园	1.8元每平方米每月	2000年	38380元每平方米

数据来源：房天下、广发证券发展研究中心

图7：商品房住宅销售面积（万平方米）和同比增速（%）



数据来源：国家统计局、wind、广发证券发展研究中心

4、技术进步降低行业人工成本，提升运营效率

近年由于互联网带宽提升，存储成本的下降，物业管理公司逐步使用摄像头、扫码和人脸识别等技术替代人工，运营效率得到了提升。

表5: 中国物业百强人均在管面积和人均产值

	2014	2015	2016	2017
人均在管面积 (平方米)	3273.04	4538.77	5256.56	5912.97
人均产值 (万元)	8.65	10.39	12.11	13.99

数据来源: 中国指数研究院、广发证券发展研究中心

5、定价权有所改善

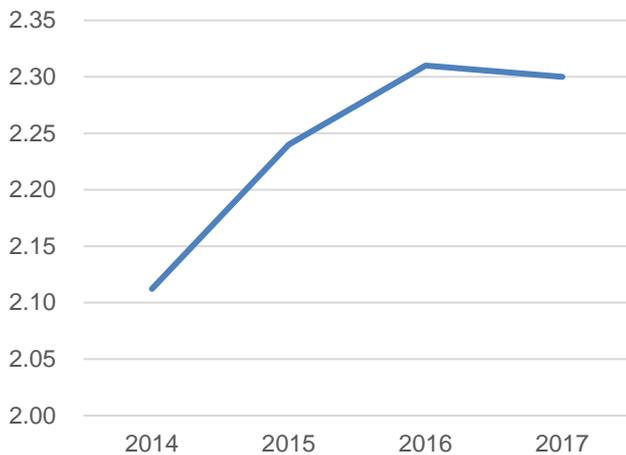
由于经济的发展, 收入的增加, 消费者对优质物业管理服务的认可度在提升, 物业管理的定价权有所改善。由百强物业管理公司管理的项目在租金和二手房销售价格均比周边项目有高单位数的溢价, 业主对物业管理的感知将会增强。近年物业管理百强企业续约率出现了下降, 一方面业主对物业管理的要求有增加, 另一方面物管公司也开始主动退出部分项目。如果需求出现了分层, 优秀物业管理公司的定价权将会增强。

表6: 物管百强企业续约率 (%)

物管百强企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017
续约率	99.00%	98.88%	98.82%	98.80%	98.21%	98.48%

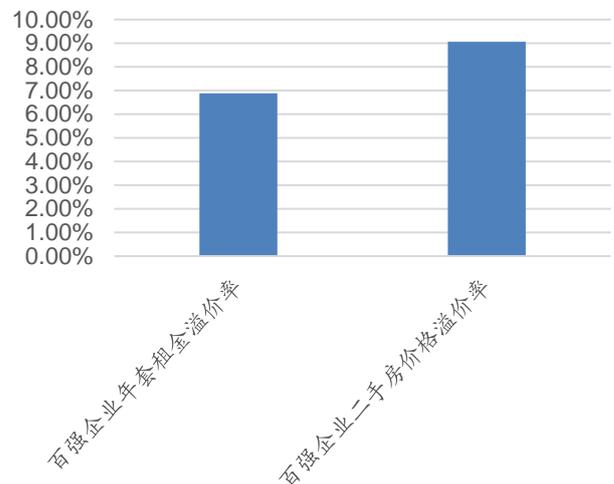
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 物管百强企业住宅平均价格 (元每平方米每月)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 2017年物管百强企业在管项目租金和二手房与周边项目溢价 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

6、社保由税务部门征管加速行业整合

2019年开始, 社保费用将由税务部门征管, 物业管理行业的成本中约70%为人工成本。由于大部分物业管理公司于最近数年上市, 其社保缴纳情况相对合规。如果非上市物业管理公司人力成本提升较快导致盈利能力承压将加速行业整合。

经过我们综合测算, 2017年4家主要港股上市物业管理公司 (绿城服务, 彩生

活，碧桂园服务，雅生活）的社保缴纳费率为23.53%。考虑到模型的假设，此结果比实际情况略低，我们认为物业管理行业4家主要港股上市公司社保缴纳情况较好。

表 7: 物业管理公司 2017 年社保缴纳情况 (千元)

行业	平均法	整体法					
	社保/薪酬	2017 年工资及薪金 总和	2017 年社保费用 估计	社保/薪 酬	2017 年税前 利润	以 30%计算社保缺 口	缺口占 2017 年税前利润 比例
物业管理	21.74%	21,045,177	4,336,707	20.61%	22,412,097	1,976,846	8.82%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

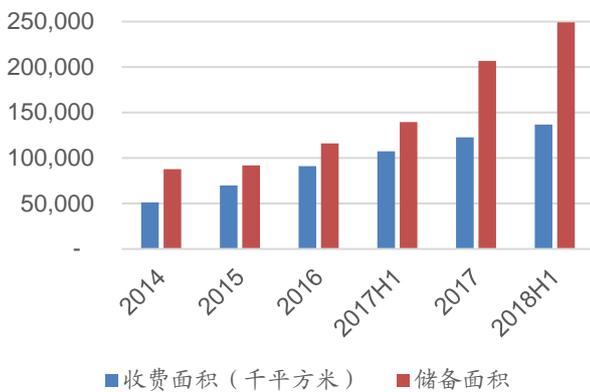
计算方法: 根据公告披露的养老保险缴纳费用以及社保和公积金的比例将损益表剔除董事的员工薪酬拆分为工资花红奖金、社保福利和其他福利，并计算等权重社保福利/工资花红奖金比例。此假设情况会低估公司社保缴纳费率的原因包括部分高收入员工和已退休返聘员工的薪水并未计入社保缴纳基数，且部分公司存在海外员工导致分母比实际社保缴纳基数更大。此等假设亦存在其他误差包括五险一金比率的地域差异和资产负债表科目的应计员工薪酬未有计算等。基于前文所述，此等假设情况计算结果应仅作为简单测算参考，无法反应公司缴纳社保情况亦不能用于计算公司社保缴纳缺口。

四、碧桂园服务：规模优势显著，增值业务发展思路清晰

（一）物业管理服务业务：规模优势显著，储备项目行业第一

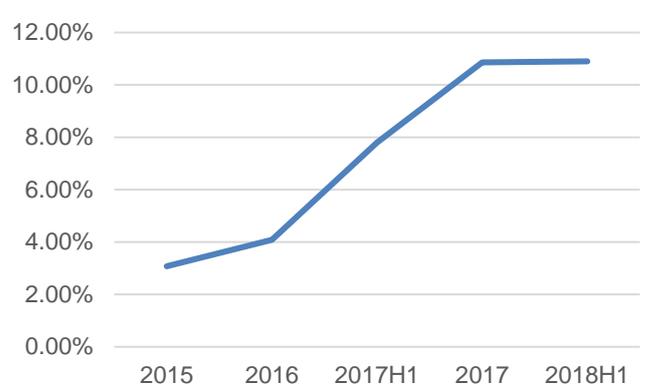
公司绝大部分项目管理采用包干制，大部分收费面积来自母公司，但第三方占比正逐步提升。

图10：碧桂园服务收费面积和储备面积（千平方米）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11：公司收费面积中第三方占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1、盈利能力强：社区面积较大形成规模优势

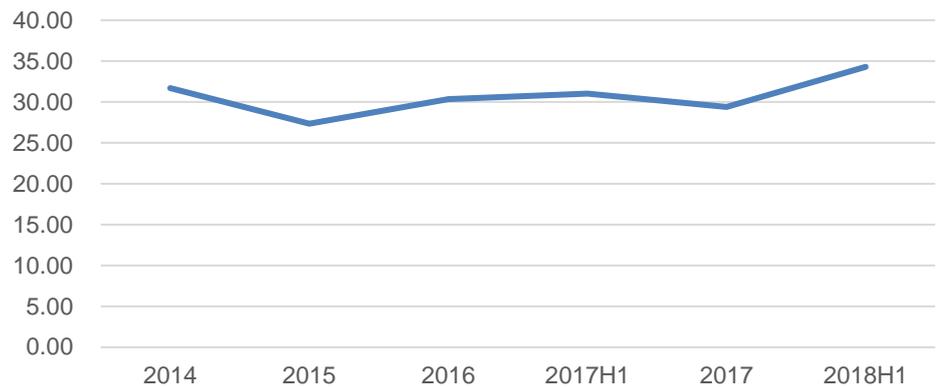
碧桂园基础物业管理盈利能力较强。由于收入和毛利率受到包干制和酬金制会计记账方式差异影响，我们直接比较单位面积产生的毛利润这一可比口径。从单位面积盈利能力分析，碧桂园服务在基础物业上存在较大优势，但在增值服务上落后于绿城服务和雅生活服务。

表 8：港股上市主要物业管理公司 2018H1 盈利能力（元）

2018H1	碧桂园服务	雅生活服务	绿城服务	彩生活	中海物业
单位面积基础物业毛利	4.13	2.32	1.66	1.42	3.03
单位面积增值服务毛利	1.89	3.12	2.15	0.56	0.40
税前利润/毛利	65.6%	86.3%	54.0%	40.9%	59.1%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12: 碧桂园服务物业管理业务毛利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

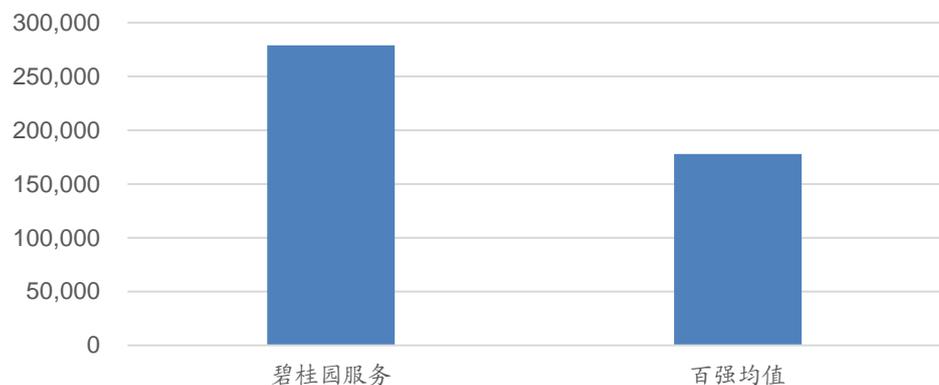
碧桂园服务的基础物业单盘面积较大。其2017年单盘面积为27.90万平方米，而百强均值为17.79万平方米。较大的单盘面积主要源于碧桂园控股的开发模式。

表 9: 碧桂园服务超过 20 万平方米项目数量 (个) 和占公司收费面积比例 (%)

	2014	2015	2016	2017H1
数量	79	110	137	156
占公司收费面积比例	90.49%	89.85%	86.24%	83.50%

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图13: 2017年碧桂园服务和百强物业管理公司单盘面积对比 (平方米)



数据来源: 《2018中国物业服务百强企业研究报告》、Wind、广发证券发展研究中心

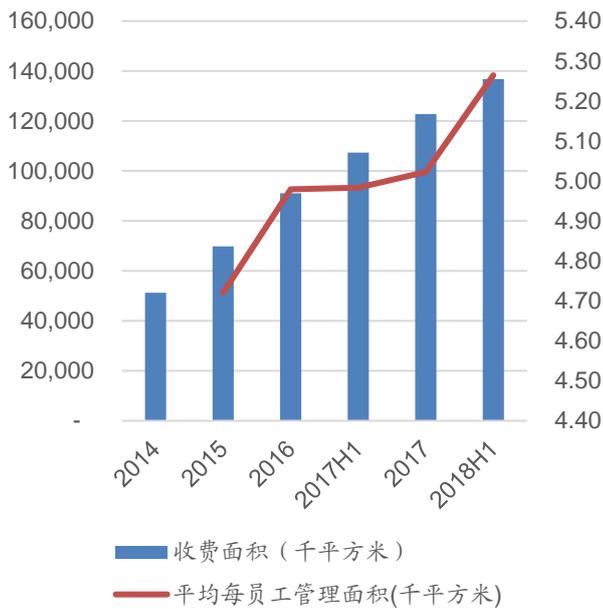
规模化和集中化有利于物业管理公司控制单位面积用人成本。物业管理公司按照面积收费，但人力使用并非随面积增加而线性增长。例如，社区门口执勤保安仅需要在社区大门附近活动，而大社区和小社区需要的大门数量不会和面积形成线性关系，即社区周长的增长会慢于面积的增长。另由于单一社区管理面积较大或者社区聚集，保洁人员和社区物业管理经理的覆盖范围也随之增加，使用效率会有提升。

表10: 周长与面积的比例

	周长	面积	周长/面积
圆形	$2\pi R$	πR^2	$2/R$
正方形	$4R$	R^2	$4/R$

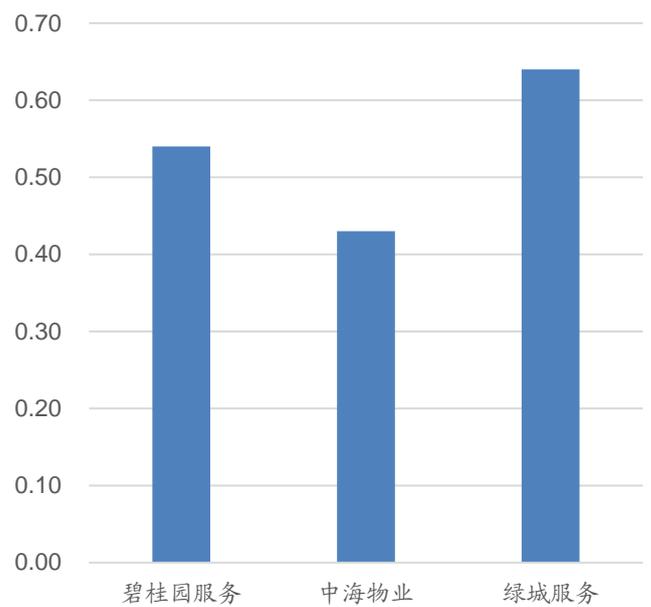
数据来源: 广发证券发展研究中心

图14: 碧桂园服务收费面积和平均每员工管理面积 (首尾平均)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 2018H1平均每员工管理面积 (万平方米)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司管理项目中低线城市占比较大。公司在三四线城市的物业管理项目相对较多，三四线城市公司管理的项目面积较大但业主常住率较低，且人工成本下降超过物业费用下降。

公司较早开始投入智能化管理系统，以便对设备和设施进行智能化管理。当中包括停车场管理系统，入口可视对讲系统，智能访客准入面部识别系统、景观维护管理系统及视频监控摄像头等设备和机械化清洁及巡查社保。目前道闸管理、ERP、CRM系统已经在全部在管社区完成部署，人脸识别系统已经开始部署，仍有部分功能在开发中。由于智能化管理系统的开发，公司单位员工管理面积一直在增长。

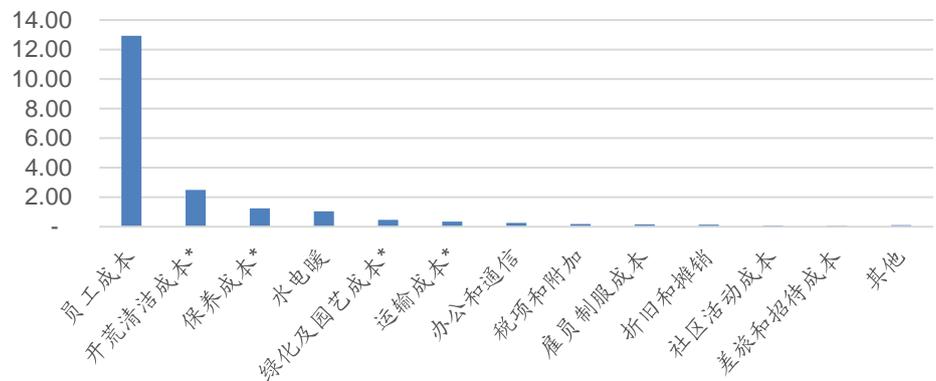
表 11: 碧桂园平均每员工管理面积 (千平方米)

	2015	2016	2017H1	2017	2018H1
平均每员工管理面积	4.72	4.98	4.98	5.02	5.26

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 面积和人员均按照首尾平均计算

图16: 公司2017年单位面积成本拆分 (单位元每平方米每年)



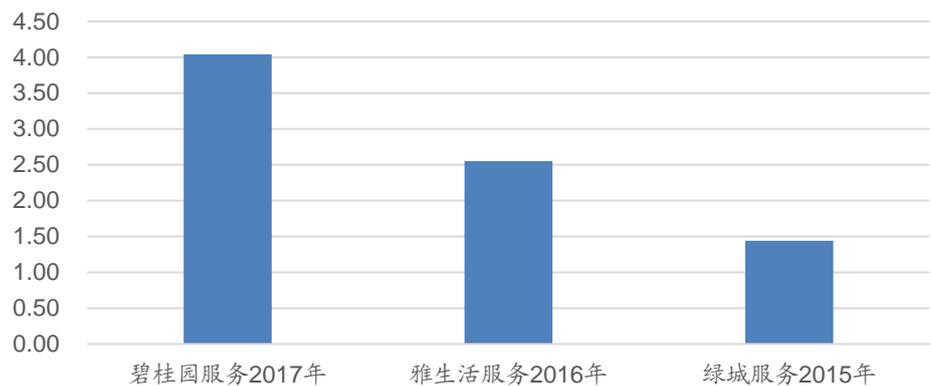
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: *为涉及外包业务

公司项目经理的工资和奖金计入管理费用, 部分同行可能计入成本亦是导致公司毛利较高的原因。

公司仍有抵御人力成本上涨维持毛利率的空间。公司仍在不断改进中的智能化系统仍有替代人工的空间, 且公司在用人方面的外包比例相比同行较低。公司的管理项目中毛利较高的非住宅的面积占比仅为4%, 低于同行。

图17: 物业管理公司人工成本/外包成本 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、储备面积庞大

物业管理公司业绩确定性的来源分为两部分: 1、自身签约但尚未交付的管理项目; 2、地产开发母公司的储备土地。这两部分均可以面积计算且未来流失的可能性较小。因此两个储备面积是物业管理公司基础物业业绩确定性的领先指标。

目前碧桂园服务的储备面积在港股上市的物业管理公司中最高, 且储备面积中

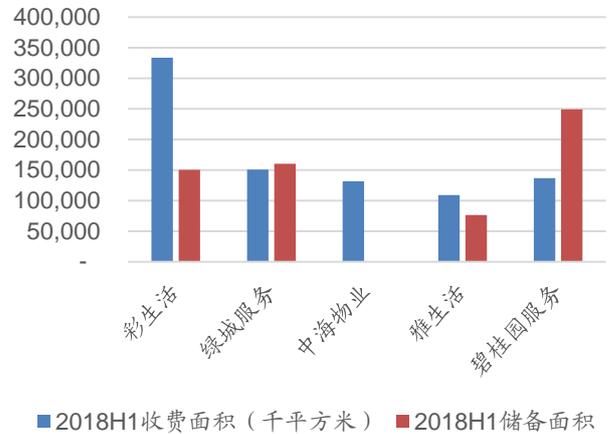
仅约17.91%为独立第三方物业项目，占比低于同行。考虑到公司的品牌地位（2018年中国指数研究院物业百强第3名，亿翰智库中国社区服务商第一，客户满意度榜首），其外拓的空间较大。

图18: 收费面积结构 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 2018H1港股上市物业管理公司储备面积 (千平方米)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 中海物业未披露储备面积

碧桂园服务的母公司碧桂园 (2007.HK) 的包含联营和直营已签约或已摘牌中国内地可建总建筑面积约为364200千平方米，其中权益土地储备面积为229500千平方米。总土地储备面积中75%分布于广东省以外，约45%在建，23%已经预售。这些项目会帮助公司形成协销和物业管理收入。

表 12: 碧桂园土地储备面积结构

状态	面积 (百万平方米)	距离产生收入时间估计 (年)
已摘牌未有国土证	44.1	2.5-4
已摘牌已有国土证	152.9	2.5-4
未获预售证	61.8	1-1.5
已获预售证未售	18.1	1.5-2.5
已获预售证已预售	83.5	1.5-2.5
已竣工未销售	2	0
已竣工已预售未交付	1.8	0
合计	364.2	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

3、三供一业项目成为公司获取第三方项目的重要方式

公司于2018年7月9日发布公告，公司与合资伙伴成立合资公司订立合资协议，目的为投资承接合作中央企业之“三供一业”改革之物业管理及增值服务。公司出资4亿，合资伙伴出资1亿。

合资公司将承接该三供一业项目管理的住宅及工业厂房物业管理业务。待接管项目面积为1.3亿平方米（2000万工业和1.1亿住宅），业主约130万户。

预计合资公司将于2019年年底前逐步接管所有项目。合资公司将接受该项目部分物业管理项目的编制员工但不承担任何离职员工赔偿。业主缴费方式为职工工资卡划款。

我们预计公司在此项目上初期收入和盈利规模较小。

4、提价保护物业服务业务毛利率

考虑到社保征管主体变化导致的潜在成本压力，公司已经将提价作为管理面积拓展的重要考核指标。公司在投标一手盘的报价将会考虑潜在的成本增长。存量在管项目方面，成功促成提价的项目经理团队将会在1年内分享因价格提升带来的物业费增长部分的25%作为激励。

由于此次成本端冲击影响全行业，同时物业费的价格增长远远落后于住宅价格的增长，我们认为公司在相关时点提价受到的阻力不会很大。因此公司物业服务业务的毛利率将得到保护。

5、社保成本压力可控

公司社保覆盖率较高，但可能存在社保缴纳基数与税前工资存在差异的情况。经过我们测算，即使严格按照税前工资作为社保征管基数且不考虑公司的应对措施，公司面临的成本上涨仍然可控。

表13：碧桂园服务社保覆盖情况（人）

	2014	2015	2016	2017H1
员工总数	11949	13695	18612	21208
参保人数	11530	13155	17945	20161
参保人数比例	96.49%	96.06%	96.42%	95.06%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司绝大多数相关中国项目公司已取得当地社保和住房公积金主管部门的书面确认，或已向彼等查询，表示公司将不会遭致处罚、罚款及或颁令以强制要求为相关雇员缴纳社保及住房公积金供款的未交款项，除非彼等接到相关雇员涉及公司未补足供款的经核实投诉，或彼等根据所进行的查证发现公司严重违反相关法律。未

参保人数中绝大多数为当月新入职员工、退休返聘员工。

表14: 碧桂园服务员工薪酬拆分 (千元)

	2015	2016	2017
工资薪金及花红	721,742	1,009,731	1,448,249
退休金成本	58,964	91,982	125,036
住房公积金、医疗保险和其他	45,154	64,005	90,273
社会保险			
其他福利	77,890	71,397	95,998

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

以2017年数据为例, 工资薪金及花红部分中约1/3的部分发放给薪酬水平在法定社保基数下限的员工, 约1/4的部分发放给工资达到或超过法定社保基数上限的员工。公司基本工资和绩效奖金的比例约6:4。我们假定2017年社保严格按照税前工资作为征收基数来测算。由于公司的员工分部在多个省份, 因此实际五险一金的比例无法估计, 我们选择公司总部所在地佛山和社保缴纳比例较高的石家庄作为参考。计算结果显示2017年公司社保的缺口占税前利润比例为3.66% (佛山) 或者11.19% (石家庄)。

社保征管是否严格按照税前利润作为征收基数尚未有定数, 且公司可通过调整外包比例、加快智能化系统的人员替代、调整基本工资和奖金比例和提价缓解社保征管加强导致的成本压力而下表计算未考虑这些因素。因此我们认为公司实际的社保成本压力是可控的。

表 15: 碧桂园服务社保分析 (千元)

佛山				2017 税前利润	缺口占比	
2017 拆分	应缴	实缴	缺口			
下限	482,750	87,860	87,860	0		
上限	362,062	<39537	<39537	0		
介于下限和上限	603,437	65,895	>43660	<22235	608197	3.66%
石家庄						
2017 拆分	应缴	实缴	缺口			
下限	482,750	96,549.93	96,550	0		
上限	362,062	<67126	<67126	0		
介于下限和上限	603,437	72,412	>4328	<68084	608197	11.19%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 非业主增值服务：协销业务和车位及尾盘销售为主

公司的非业主增值服务主要为咨询、交付前开荒清洁及其他服务和车位及尾盘销售业务。其中咨询服务主要为协销服务。

协销服务主要由公司设计销售案场服务方案，公司向服务案场派出驻场顾问及工作人员，针对销售案场的礼宾接待、客户服务、环境清洁、工程维修和绿化养护等方面对工作人员进行培训。由于该业务按时间和开发商方人工成本抽成计算收费，因此此项业务与开发商项目销售时间密切相关。

1、母公司是重要支持，但外部拓展存在空间

目前非业主增值服务中母公司占比仍然较高，是公司业务的重要支撑。和同行、尤其是绿城服务和雅生活服务相比，公司的协销业务的外部占比仍然较低。

图20：公司非业主增值服务收入结构（千元）和关联方占比（%）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

备注：此处关联方认定标准为内地标准，数据来自公司申请A股上市的招股说明书，因此和公司港交所披露公告认定关联交易存在部分差异

2、协销业务收入受到宏观环境影响

当前宏观环境下，政府对一手房交易施行限价管制，由于和二手房价格倒挂，新项目往往销售极快，按时间收费的协销业务可能会受到影响。

3、尾盘和车位销售租赁代理业务将提升非业主增值服务毛利率

公司9月18日发布公告，公司与碧桂园控股订立销售和租赁代理服务框架协议

议。公司将为碧桂园集团项目的未售出车位提供销售和租赁代理服务，公司将为碧桂园集团未出售物业单位提供销售代理服务。该业务节省了物业发展商的人力，并可与物业管理公司的一线管家产生协同效应。

表 16: 碧桂园服务尾盘和车位销售租赁代理业务收费模式

碧桂园服务收费		
物业		
前期启动费	物业单位价值的 0.5%	用于抵消销售代理费
销售代理费	当月物业单位销售的合同成交价的 4%	
车位		
激励费	当月标的车位销售或租赁合同成交价*0.95-标的车位销售或租赁移交价	如买家或承租人使用抵扣券，则相应价格从移交价中扣除
销售或租赁代理费	当月标的车位销售或租赁合同成交价*0.05	如买家或承租人使用抵扣券，则相应价格从移交价中扣除

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

该项业务为关联交易，费用须于交易日起3个月内支付。由于该业务毛利率高于50%，将会提升非业主增值服务的毛利率（2018H1约为47.63%）。

(三) 业主增值服务：郊区大盘性质决定服务平台出路

1、社区服务平台将实现业主、服务商和物业管理公司三赢局面

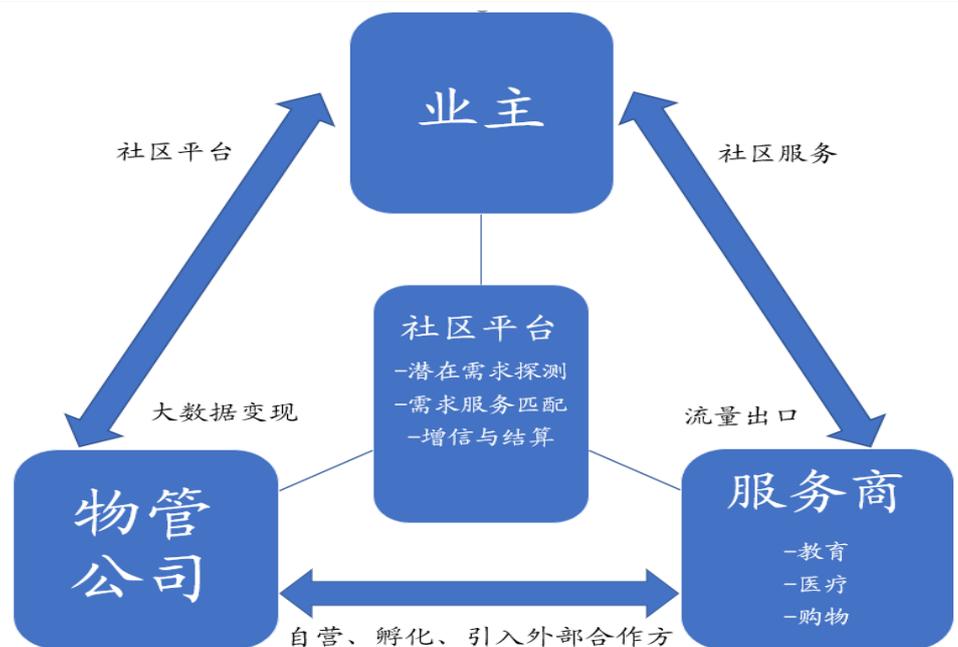
公司管理项目的核心特点是郊区大盘较多，郊区大盘社区自身就是流量出口，由于距离市中心较远，社区内存在大量能被物业公司感知的商业需求，包括但不限于教育、购物、医疗等服务业。通过建立社区服务平台管理这些需求，公司可以实现新的业主增值服务收入。

由于公司的管家和业主交流密切，能感知到业主对服务业的需求，通过自营、孵化或者筛选服务商进入社区，公司可以实现社区商业需求流量的变现。这是其他由一线或二线城市中心发展出身的物业管理公司不具备的优势。对社区流量的管理有利于实现社区内部的良性商业秩序，有望实现业主、服务商和物业管理公司三赢的局面。

公司主要通过社区服务平台管理三个方面：**1、潜在市场需求的探测**：通过管家和社区内部服务积累的数据探明潜在市场需求，锁定社区服务流量；**2、需求服务匹配**：通过自营、孵化或者引入外部合作方匹配业主需求，以较低流量成本满足业主的需要；**3、增信和结算**：通过社区活动引流为外部合作方增信，统一结算系统积累数据进一步降低流量成本。

社区服务需求较为稳定，郊区大盘缺乏外部服务，公司可以拓展的业务空间较大。公司正在探索此项商业模式的落地，目前已经在几个领域试点。此项业务在一手盘的推进将会相对容易，存量项目由于涉及到已经进入社区的商家而进展相对缓慢。

图21：碧桂园服务社区服务平台商业模式模型

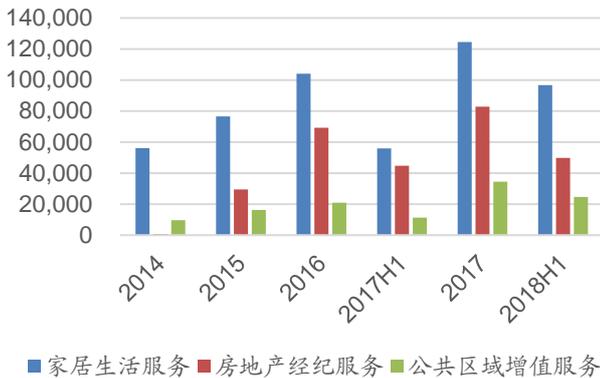


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2、公司现有业主增值服务规模依然较小

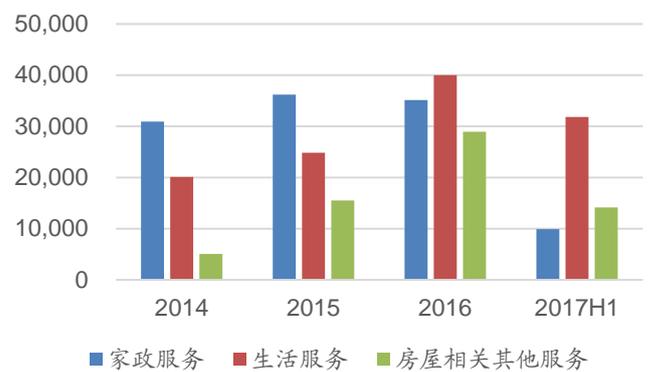
公司目前业主增值服务和绿城服务模式接近，主要由家居生活服务、房地产经纪服务和公共区域增值服务构成。其中占比最大的是家居生活服务。家居生活服务中占比最大的是生活服务。生活服务提供商品团购、服务团购和代办服务等。房屋相关其他服务收入是房屋代管和房屋装修的清洁服务。

图22：公司业主增值服务拆分（千元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

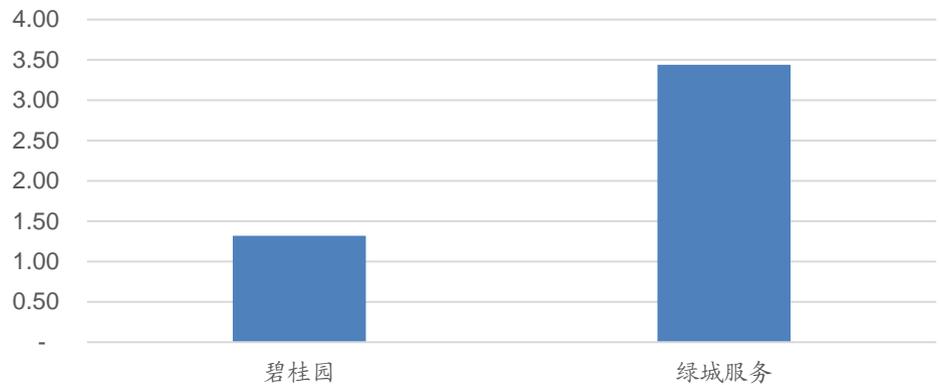
图23：家居生活服务收入拆分（千元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

由于公司开展社区增值服务较晚，当前业务规模和同行比仍然有差距。

图24：2018H1单位面积社区增值服务收入（元每平方米）（绿城服务剔除教育文化板块）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

由于公司坚持平台模式和聚焦策略，公司的社区增值服务业务将会相对轻资产。另一方面，公司管理的项目偏郊区大盘，其社区增值服务需求较大。

五、公司主要财务指标分析

1、公司毛利转化税前利润能力较强

公司毛利转化为税前利润的能力较强，即公司控制管理费用的能力较强。由于公司发行了购股权，且2018H1存在上市费用，预计未来公司控制管理费用的能力还会继续提升。我们认为公司项目面积大，且存在多个项目距离接近使项目经理数量少于项目数量是重要因素。

表 17: 港股上市主要物业管理公司 2018H1 盈利能力 (元每平方米)

2018H1	碧桂园服务	雅生活服务	绿城服务	彩生活	中海物业
单位面积基础物业毛利	4.13	2.32	1.66	1.42	3.03
单位面积增值服务毛利	1.89	3.12	2.15	0.56	0.40
毛利/税前利润	65.6%	86.3%	54.0%	40.9%	59.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、公司享受高新技术企业优惠税率

公司于2018年5月荣获高新技术企业证书，于2017-2019年3年享有中国15%的优惠所得税率。3年到期后，公司可以申请重续。截至2018年5月28日，公司已经在中国注册35项软件版权、2项专利，并拥有5项高新技术产品。

3、公司的应收账款周转天数比同行低

碧桂园服务的应收账款周转天数比同行业要低。自2015年以来，公司增强对关联方应收款项的收款控制，关联方应收款项有较大幅度的下降。

表18: 应收账款周转天数 (天)

	2014	2015	2016	2017	2018H1
碧桂园服务			53.77	38.91	36.77
雅生活服务			41.90	44.66	62.85
绿城服务	28.85	26.80	28.33	28.31	44.50

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 19: 碧桂园服务应收账款拆分 (千元)

碧桂园服务		2015	2016	2017	2018H1
贸易应收款项					
	关联方	231,584	37,095	16,474	23,053
	第三方	187,306	287,545	378,685	455,808
总计		418,890	324,640	395,159	478,861
减值拨备		-17,677	-21,382	-23,550	-27,009
总计		401,213	303,258	371,609	451,852
	关联方收入	198,024	387,893	496,864	350,948
	第三方收入	1,474,440	1,970,556	2,624,988	1,664,823
	关联方: 应收/收入	37.83%	4.47%	3.32%	6.57%
	第三方: 应收/收入	17.66%	18.81%	14.43%	27.38%
	关联方收入/收入	11.84%	16.45%	15.92%	17.41%
其他应收款项					
	关联方	291,039	233,803	233,489	
	代表业主作出的付款	23,543	43,922	59,493	81,269
	应收回税款				52,636
	出售联营公司权益应收款项	37,500			
	其他	15,489	20,407	32,268	44,431
总计		367,571	298,132	325,250	178,336
减值拨备		-937	-1,174	-2,625	-3,767
总计		366,634	296,958	322,625	174,569

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

4、公司现金流较好，现金持续流入

碧桂园服务的现金转化能力较强。由于物业管理公司的特点，每年采购材料、水电暖和外包服务时产生大量应付款项，又能收到开发商预付的物业管理费，只要收费面积不断扩张，营运资本变动就会产生额外现金。2015年公司经营活动现金流出现较大下滑是因为公司处置和关联方的应付款项。

碧桂园服务尚未有重大投资，每年投资活动现金流量净额较低，仅2017年投资稍有增加。2015、2016和2018H1的投资活动现金流流入是因为公司当时参与碧桂园集团的现金池（指碧桂园集团监管下的集团内财政管理系统，参与者可将银行现金存入以碧桂园附属公司名义开设的专属现金池银行账户，并可通过向碧桂园发出通知取出现金）业务，并从中不断提取现金，对应的关联方其他应收款项不断下降。公司已经于2018年上市前夕将其全部资金提取完毕并不再参与此项业务，直接导致2018H1投资活动现金流出现大幅流入。

公司尚未有重大融资活动，2016年向西藏顺琪出售附属公司碧桂园物业服务8%股权收取现金115.2百万元。2018年1月，西藏顺琪将其持有的8%碧桂园服务股

权以115.2百万元代价转让回公司，导致2018H1公司筹资活动现金流出。

表 20: 碧桂园服务现金流量拆分 (千元)

	2015	2016	2017	2018H1
经营活动产生的现金流量净额	-12,324	1,001,383	885,341	426,848
投资活动产生的现金流量净额	49,682	66,681	-32,487	237,521
筹资活动产生的现金流量净额	-	115,300	7,009	-207,451
归母净利润	220,453	352,528	440,463	479,639
经营活动现金流/归母净利润	-5.59%	284.06%	201.00%	88.99%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

六、盈利预测和估值分析

1、盈利预测核心假设-物业管理服务（不含三供一业）

考虑到合约销售面积经过约2年实现交付，根据碧桂园（2007.HK）合约销售面积以一定折扣（考虑到公司不一定能接到碧桂园参股项目，且部分项目面积包括非公司管理的酒店、长租公寓等面积）计算公司合约管理面积的扩张。再根据第三方和源自碧桂园管理面积比例预测第三方合约管理面积。

表21：公司关联方收费面积增长假设（千平方米）

	2018E	2019E	2020E
碧桂园服务关联方收费面积增长假设	38,542	55,000	65,000
	2016	2017	
碧桂园合约销售面积	37,470	60,660	

数据来源：碧桂园公告、碧桂园服务公告、广发证券发展研究中心

公司2015-2017年的储备面积转化为收费面积比率较为稳定，且2017H1数据显示公司上半年往往转化较慢。2018H1公司储备面积转化仍旧较慢，我们认为2018H2公司的转化速度会加快，按我们的假设，公司2018年全年转化速度将和2017年接近。

表 22：合约管理面积和收费面积（均不含三供一业）预测（千平方米）

合约管理面积	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
收费面积	51,249	69,799	91,064	107,373	122,758	136,800	178,380	253,380	338,380
储备面积	87,751	91,886	116,068	139,527	206,707	249,200	321,084	367,401	439,894
收费面积									
碧桂园		67,652	87,344	98,998	109,427	121,889	147,969	202,969	267,969
第三方		2,147	3,720	8,375	13,331	14,911	30,411	50,411	70,411

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

考虑到公司已经将提价作为面积扩张过程中重要考核指标，我们认为公司物业管理业务的平均单价将会提升，而其中新盘的单价提升将会相对显著。

表 23：碧桂园服务平均收费单价（元每平方米每月，不含三供一业）预测

	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
平均单价	1.97	2.03	1.95	1.98	2.01	2.08	2.12	2.15

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 24：物业费单价对公司预测归母净利润的敏感性分析（%）

2018 单价（元每平方米每月）	2.01	2.03	2.05	2.06	2.08	2.10	2.12
2018 归母净利润变动	-9.97%	-7.48%	-4.99%	-2.49%	0.00%	2.49%	4.99%
2019 单价（元每平方米每月）	2.01	2.04	2.06	2.09	2.12	2.15	2.17
2019 归母净利润变动	-16.55%	-12.41%	-8.28%	-4.14%	0.00%	4.14%	8.27%
2020 年单价（元每平方米每月）	2.01	2.04	2.08	2.11	2.15	2.18	2.20
2020 归母净利润变动	-21.16%	-15.86%	-10.58%	-5.29%	0.00%	4.17%	8.33%

数据来源：广发证券发展研究中心

尽管2019年公司可能面临社保导致的成本压力，公司仍可通过提升外包水平、智能化系统提升人力使用效率和提价化解。我们认为公司仍能维持当前水平的毛利率。

表 25: 物业管理服务收入 (千元人民币) 毛利 (千元人民币) 和毛利率 (%)

物业管理	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
收入	1,090,109	1,433,525	1,956,706	1,160,184	2,544,665	1,563,740	3,761,880	5,490,648	7,629,770
毛利	345,429	391,965	593,659	359,860	747,903	536,250	1,279,039	1,811,914	2,517,824
毛利率	31.69	27.34	30.34	31.02	29.39	34.29	34.00	33.00	33.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、盈利预测核心假设-增值服务

我们根据咨询协销业务和交付前开荒业务和碧桂园 (2007.HK) 的合同销售收入比例预测非业主增值服务收入。此等假设考虑了碧桂园服务协销业务和开荒业务高度依赖关联方的情况。

我们根据每平米社区服务产生收入预测公司的社区增值服务收入。我们认为公司的社区服务平台模式会因低渗透率和良好商业模式前景呈现高速发展状态。由于公司开展社区增值服务较晚，该业务整体规模也较小，在商业模式未明晰前，该业务的渗透率也较低。目前该业务商业模式大方向已经基本明确，新接管项目由于未有历史包袱，开展社区增值服务业务会更加便捷。预计该业务将由收费面积增长和渗透率提升驱动进入增长加速期。我们认为2018年公司的收费面积增长上半年低下半年高，因此2018年公司的社区服务收入增速也将呈现上半年低下半年高的状态。

由于车位尾盘代理业务毛利率较高，非业主增值服务毛利率逐步提升。咨询业务和交付前开荒业务毛利率维持稳定。由于社区服务平台的开展，其业务毛利率将逐步上升。

表 26: 碧桂园服务增值服务盈利预测核心假设

增值服务	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
非业主增值服务收入	45,679	109,517	199,708	139,284	328,016	275,642	624,497	954,933	1,221,964
咨询协销	-	94,701	134,080	98,700	233,649	185,479	359,716	494,610	607,022
交付前开荒	-	14,816	65,628	40,600	94,367	90,121	174,781	240,323	294,942
车位尾盘销售	-	-	-	-	-	-	90,000	220,000	320,000
社区增值服务收入	66,421	122,322	194,312	111,976	241,818	171,164	437,470	644,988	887,874
毛利率									
非业主增值服务	50.28	42.59	45.86	47.06	43.25	47.63	48.02	48.46	48.93
社区增值服务	47.66	55.08	55.75	60.19	57.74	66.94	65.00	67.00	69.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3、核心盈利预测假设-三供一业

三供一业项目我们预计公司将于2018年末接管其四分之一面积，2019年末全

面接管其物业管理业务。我们预计初期收入规模和盈利能力较低，将在5年时间逐步过渡到市场化经营水平。

表27: 三供一业项目盈利预测

三供一业	2018E	2019E	2020E
平均管理面积 (千平方米)	32,500	81,250	130,000
单价 (元每平方米每月)	1.12	1.26	1.4
收入 (千元)	54,600	1,228,500	2,184,000
毛利率 (%)	11%	12%	16%
管理费 (%)	11%	10%	11%
净利率 (%)	0%	2%	5%
管理费用 (千元)	6,006	122,850	240,240
净利润 (千元)	-	24,570	109,200

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 28: 碧桂园服务利润表关键盈利假设 (千元, %)

	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
收入	1,672,464	2,358,449	1,414,934	3,121,852	2,015,771	4,888,897	8,329,519	11,934,058
毛利	511,237	800,214	486,737	1,035,586	786,061	1,877,107	2,862,033	4,085,619
毛利率	30.57%	33.93%	34.40%	33.17%	39.00%	38.40%	34.36%	34.23%
销售费用			4,162	9,351	8,812	24,171	49,707	87,751
销售费用率			0.29%	0.30%	0.44%	0.49%	0.60%	0.74%
管理费用	226,070	332,871	202,284	459,443	293,594	771,770	1,405,024	2,089,670
管理费用率	13.52%	14.11%	14.30%	14.72%	14.56%	15.79%	16.87%	17.51%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

4、可比公司比较

港股上市物业大型物业管理公司一共有5家，与公司商业模式接近的是绿城服务。公司的2019年预测PE存在约10.5%的溢价，主要原因为公司成长性更强。公司储备面积最大且业主增值服务基数较低，其业绩成长的确定性也更好。

表 29: 可比公司估值比较 (P/E 和 P/B 单位为倍)

代码	名称	市值 百万 HKD	P/E TTM	P/E:2018C	P/E:2019C	P/E:2020C	P/B LYR	P/B:2018C	P/B:2019C
6098 HK	碧桂园服务	28,850	57.92	28.34	22.44	16.46	17.68	12.31	8.89
	平均值	10,498	19.74	17.54	13.26	10.45	4.94	3.89	3.18
1778 HK	彩生活	5,421	9.93	8.82	7.01	5.58	1.70	1.46	1.29
2869 HK	绿城服务	15,556	31.83	26.76	20.30	15.56	6.84	5.98	4.95
2669 HK	中海物业	6,508	17.47	16.67	13.71	11.54	6.27	5.79	4.43
3319 HK	雅生活服务	14,507		17.93	12.03	9.13		2.36	2.06

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

碧桂园服务根据广发预测计算，其他根据 Bloomberg 一致预期计算，日期为 2018 年 10 月 8 日

七、投资建议

公司的储备面积、碧桂园的土地储备均领先于行业使公司的物业管理服务和非业主增值服务拥有较高增长潜力和较强业绩确定性。公司的社区服务业务商业模式清晰，由于规模较小处于高速发展阶段。

预计公司2018-2020年收入分别为人民币4889、8330和11934百万元，分别同比增长57%、70%和43%，归母净利润分别为人民币887、1120和1526百万元，分别同比增长121%、26%和36%。预计公司2018-2020年EPS为0.35、0.45和0.61人民币元，对应当前股价（10月9日）的PE分别为28.34、22.44和16.46倍。考虑到公司庞大的储备面积，发展模式清晰且极具增长潜力的社区增值服务，我们认为公司的成长性和业绩确定性优于行业，首次覆盖给予买入评级

风险提示

1、提价不及预期

如果不能对业委会或者开发商提价，公司物业管理服务的毛利率可能会下滑。

2、协销业务受到宏观经济影响

协销业务与地产业务密切相关，受到宏观经济影响较大。如果宏观政策出现大的变动，公司协销业务可能会受到冲击

3、声誉风险

如果公司管理项目出现事故，公司声誉可能受损。

资产负债表

单位：人民币百万元

至12月末	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,398	3,356	4,218	6,541	9,106
货币资金	1,774	2,634	3,129	5,086	7,284
应收及预付	617	712	1,079	1,438	1,798
存货	5	6	8	15	22
其他流动资产	1	3	2	2	2
非流动资产	70	122	130	148	159
长期股权投资	20	18	18	18	18
固定资产	43	79	96	112	120
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	2	21	15	17	21
其他长期资产	5	4	1	1	0
资产总计	2,468	3,477	4,348	6,689	9,265
流动负债	1,385	1,921	2,100	3,549	4,910
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	988	1,364	1,714	3,103	4,447
其他流动负债	397	557	385	446	463
非流动负债	0	14	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	14	0	0	0
负债合计	1,385	1,935	2,100	3,549	4,910
股本	0	0	0	0	0
资本公积	455	500	500	500	500
留存收益	565	921	1,542	2,326	3,394
归属母公司股东权益	1,019	1,421	2,042	2,826	3,894
少数股东权益	64	121	206	314	461
负债和股东权益	2,468	3,477	4,348	6,689	9,265

利润表

单位：人民币百万元

至12月末	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,358	3,122	4,889	8,330	11,934
营业成本	1,558	2,086	3,012	5,467	7,848
其他收入及收益	24	48	42	54	74
销售费用	-	9	24	50	88
管理费用	333	459	772	1,405	2,090
财务费用	-	0	-	-	-
其他费用及亏损	-2	-1	29	16	13
投资净收益	-7	-8	-	-	-
利润总额	486	608	1,094	1,445	1,969
所得税	134	168	122	217	295
净利润	353	440	972	1,228	1,673
少数股东损益	28	39	85	108	147
归属母公司净利润	324	402	887	1,120	1,526
EBITDA	485	592	1,110	1,445	1,959
EPS (元)	—	0.16	0.35	0.45	0.61

现金流量表

单位：人民币百万元

至12月末	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,001	885	677	2,282	2,595
净利润	369	458	972	1,228	1,673
折旧摊销	14	19	46	41	51
营运资金变动	591	436	-338	1,000	860
00 其它	27	-27	-3	14	11
投资活动现金流	67	-32	-58	-59	-61
资本支出	-23	-57	-58	-59	-61
投资变动	35	24	0	0	0
其他	55	0	0	0	0
筹资活动现金流	115	7	-124	-266	-336
银行借款	0	-3	0	0	0
股权融资	115	10	0	0	0
其他	0	0	-124	-266	-336
现金净增加额	1,183	860	495	1,957	2,197
期初现金余额	591	1,774	2,634	3,129	5,086
期末现金余额	1,774	2,634	3,129	5,086	7,284

广发海外研究小组

- 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。
- 韩 玲: 海外公用事业和新能源首席分析师, 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。
- 胡翔宇: 博彩休闲行业首席分析师, 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。
- 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)。
- 邓崇静: 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。
- 王 雯: 分析师, 美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘 峤: 海外必须消费品研究助理, 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。
- 张晓飞: 海外电子行业研究助理, 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。

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。
- 谨慎增持: 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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。