

# 稳中求变，品质卓越

## 南都物业(603506)

### ▶ 第三方物管企业，浙江起步全国拓展

南都物业成立于1994年，是中国第一代、浙江省第一批注册成立的独立第三方物业服务企业。自2016年起公司加速全国化扩张，已完成6大片区、17个省及直辖市的布局，累计总签约项目逾500余个，累计总签约面积约6061万平方米，综合实力排名行业前20。

### ▶ 物管行业空间广阔，景气度有望维持高位

2018年我国物业管理规模达279亿平方米，收入达7044亿元，随着商品房交付高峰的来临，物业管理行业每年将有10亿平方米以上的新增面积，行业景气度高。经测算，到2025年物业管理总收入将达到19314亿元，行业发展空间巨大。

### ▶ 业绩稳健增长，财务状况良好

2019年公司实现归母净利润1.14亿元，同比增长24.1%，近4年复合增速达21.9%，多年保持稳定增长。2020年一季度，公司实现归母净利润0.3亿元，同比增长11.9%，在新冠疫情影响下，公司依旧实现了两位数的增长，展现出强大的抗风险能力。

### 盈利预测与投资建议

南都物业业绩稳步增长，市场化竞争能力强，全国化布局持续扩张，财务状况良好。我们预计南都物业2020-2022年EPS分别为1.06、1.32和1.60元/股，对应PE为27.9、22.5和18.5倍。截至2020年6月29日，公司市盈率PE(TTM)为33.9，显著低于可比A股物管公司的平均水平。考虑到公司的业绩长期保持稳定增长，非住市场外拓能力强，以及在可比公司中估值处于较低的水平，且具备明确的成长性，因此给予公司2020年35倍PE，对应目标价为37.1元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

人工成本上升过快，新增在管面积不及预期。

### 盈利预测与估值

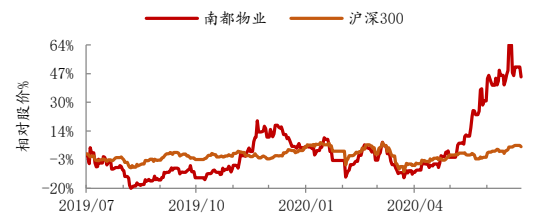
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,059	1,244	1,459	1,704	1,985
YoY (%)	29.2%	17.6%	17.2%	16.8%	16.5%
归母净利润(百万元)	92	114	142	177	215
YoY (%)	22.7%	24.1%	24.9%	24.2%	21.6%
毛利率 (%)	22.1%	22.4%	22.4%	22.2%	22.1%
每股收益(元)	0.68	0.85	1.06	1.32	1.60
ROE	14.4%	15.8%	16.5%	17.0%	17.1%
市盈率	43.23	34.84	27.89	22.46	18.47

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级: 买入  
上次评级: 首次覆盖  
目标价格: 37.1  
最新收盘价: 29.59

股票代码: 603506  
52周最高价/最低价: 33.4/16.3  
总市值(亿): 39.69  
自由流通市值(亿): 9.92  
自由流通股数(百万): 33.53



分析师: 于子沛  
邮箱: youzp@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100005

研究助理: 侯希得  
邮箱: houxd@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 第三方物管企业，浙江起步全国拓展 .....	4
2. 股权结构集中，战略投资者多元 .....	5
3. 物管行业空间广阔，景气度有望维持高位 .....	6
4. 优质浙系物管企业，全国化布局正当时 .....	10
4.1. 业务稳步扩张，加速省外拓展 .....	10
4.2. 市场化竞争能力强，品质服务深获认可 .....	11
4.3. 优质服务上台阶，战略合作助发展 .....	13
4.4. 开拓非住领域，多元业态并进 .....	14
4.5. 增值业务快速发展，智慧平台构建生态 .....	15
5. 业绩稳健增长，财务状况良好 .....	17
6. 盈利预测与估值 .....	19
7. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1 南都物业历史沿革 .....	4
图 2 南都物业业务版图 .....	5
图 3 南都物业股权结构 .....	5
图 4 全国物业行业管理规模及增速 .....	6
图 5 全国物业管理行业经营收入及增速 .....	6
图 6 我国商品房销售面积及增速 .....	6
图 7 我国商品房竣工面积及增速 .....	6
图 8 2016-2019 年物业管理百强管理面积、数量均值及市场份额 .....	7
图 9 2018 年 500 强物业管理企业管理业态分布 .....	9
图 10 2018 年 500 强物管企业基础物业收入业态分布 .....	9
图 11 2019 年百强物业管理企业各业态平均物业费 .....	9
图 12 公司历年累计签约面积及增速 .....	11
图 13 公司历年累计签约项目数 .....	11
图 14 公司历年各区域收入占比变化 .....	11
图 15 2019 年公司在各区域收入的占比 .....	11
图 16 公司历年物业管理服务收入及增速 .....	12
图 17 公司历年各分项收入占比 .....	12
图 18 南都物业住宅代表项目 .....	14
图 19 公司历年增值服务收入及增速 .....	16
图 20 公司历年增值服务占总营收的比重 .....	16
图 21 公司历年增值服务毛利率与物业管理综合毛利率对比 .....	16
图 22 南都物业三大 APP 载体 .....	16
图 23 南都物业智慧生活服务平台 .....	16
图 24 公司历年营业收入及增速 .....	17
图 25 公司历年归母净利润及增速 .....	17
图 26 公司历年净资产收益率 .....	17
图 27 公司历年销售毛利率及销售净利率 .....	17
图 28 2019 年可比物管企业销售毛利率对比 .....	18
图 29 公司历年销售费用率和管理费用率 .....	18
图 30 公司历年财务费用率 .....	18
图 31 公司历年经营性现金流净额及增速 .....	19
图 32 公司历年货币资金及增速 .....	19
图 33 可比物管企业市盈率 PE (TTM) 对比 .....	20

---

表 1 2019 年以来百强企业部分并购案例.....	8
表 2 物业管理行业市场规模测算 .....	10
表 3 2019 年以来公司所获荣誉 .....	13
表 4 南都物业及南都管家品牌定位.....	14
表 5 南都物业控股子公司一览 .....	15
表 6 南都物业主要业务收入拆分.....	20

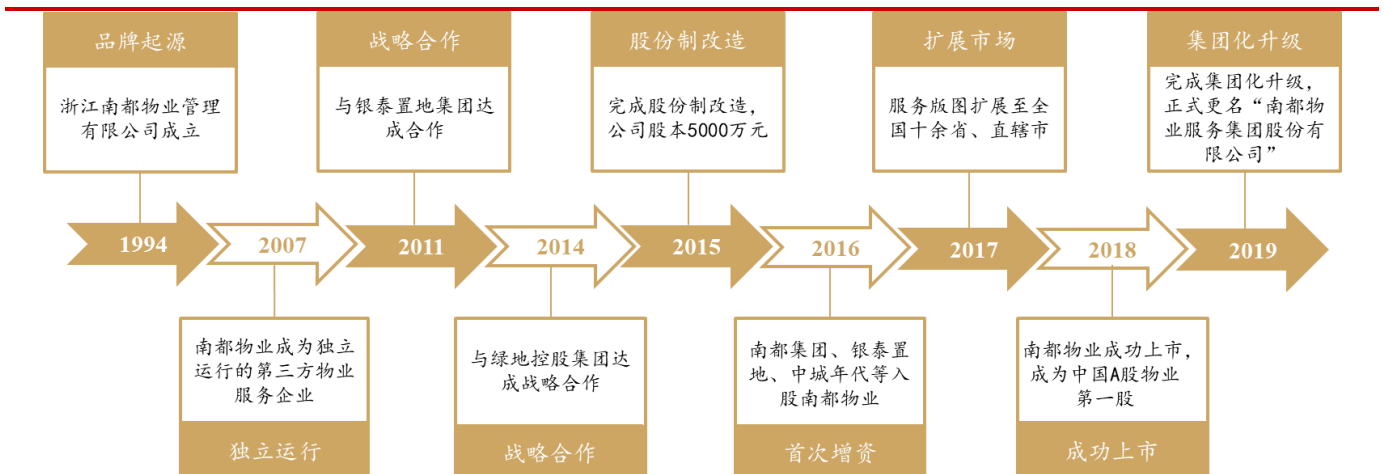
## 1. 第三方物管企业，浙江起步全国拓展

南都物业于 1994 年成立，是中国第一代、浙江省第一批注册成立的独立第三方物业服务企业。公司发家于浙江，并致力于向全国扩张业务板块，同时逐步延伸服务业态。2005 年，公司进行区域扩张，首先进驻江苏市场。2011 年，公司与银泰置地签订了华东区战略协议，全面进军综合商业物业市场，率先实现了齐全的业态分布与多元化服务体系的建立。2012 年，进一步进驻上海市场，公司前期深耕江浙沪市场，为后续全国布局奠定基础。2014 年，公司与绿地集团达成合作，承接了城市高端写字楼、核心区域综合体、大型产业园区等一大批商业办公项目的物业管理服务。2016 年，南都集团、银泰置地、中城年代等入股南都物业，公司引入战略投资者共同发展、携手进步，为公司已有项目稳定性与新项目拓展能力打下了坚实的基础。

2016 年，公司以“3+X”市场拓展战略为指引，深耕江浙沪的同时，加快全国市场布局速度，陆续进驻北京、河南、湖南、山西、四川、江西、安徽、湖北、重庆、陕西等市场。2018 年，南都物业成功上市，成为中国 A 股物业第一股。

截至 2019 年末，南都物业已完成 6 大片区、17 个省及直辖市的布局，累计总签约项目逾 500 余个，累计总签约面积 6061 万平方米，服务对象涵盖住宅、商业综合体、写字楼、产业园区、学校、银行、政府公建项目等多种物业类型，服务内容包括物业管理服务、案场服务、顾问咨询服务与增值服务。2020 年以来，公司荣获中国物业管理协会等联合颁发的“物业服务企业上市公司经营绩效领先企业”、中指研究院授予的“中国物业服务百强企业 15 强”、“中国产业园区物业管理优秀企业”及“中国特色物业服务领先企业-保障房服务”，公司多年来注重品牌运营与标准化建设，已经形成了良好的品牌优势与口碑效应，多次获得市场、业内及客户认可，为将来持续性发展打下坚实的基础。

图 1 南都物业历史沿革



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2 南都物业业务版图

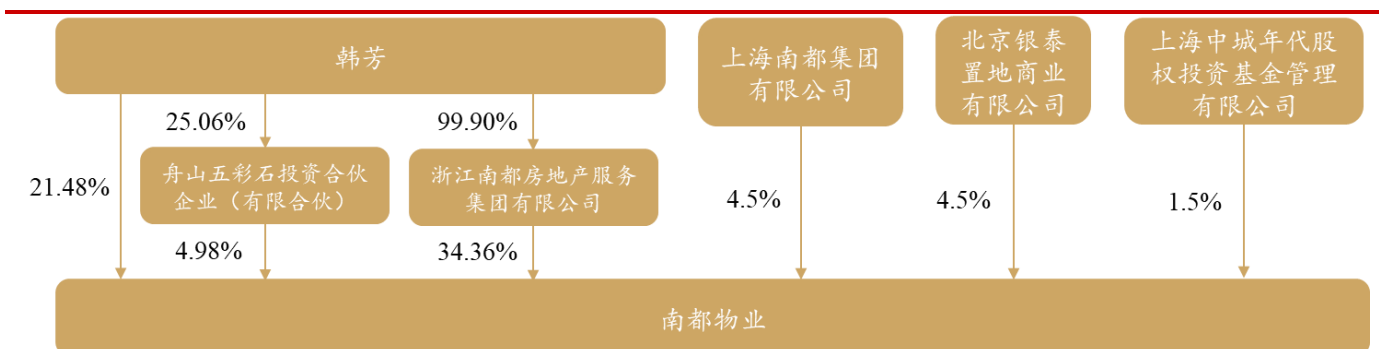


资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 2. 股权结构集中，战略投资者多元

截至 2020 年 3 月 31 日，公司控股股东及实际控制人为韩芳，直接持有公司 21.48% 的股份，并通过舟山五彩石投资合伙企业（有限合伙）间接持有 1.25% 股份，通过浙江南都房地产服务集团有限公司间接持有 34.33% 股份，累计持股比例高达 57.06%。此外，公司于 2016 年引入上海南都集团有限公司、北京银泰置地商业有限公司和上海中城年代股权投资基金管理有限公司等战略投资者，与具备相同发展理念的企业达成多层次合作意向，为公司未来发展打下良好的股东基础；综合来看，公司股权较为集中，战略合作多元化。

图 3 南都物业股权结构



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

### 3. 物管行业空间广阔，景气度有望维持高位

由中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心联合发布的《2019 物业服务企业发展指数测评报告》显示，2018 年我国物业行业管理规模达到了 279 亿平方米，同比增长 13.2%，2014-2018 年均复合增长率为 14.2%；2018 年物业管理行业年度经营收入达 7044 亿元，同比增长 17.3%，2014-2018 年均复合增长率为 14.5%，行业整体规模上稳定增长。

物业管理面积的主要来源为新增竣工的商品房，由于预售制度的存在，通常竣工会后滞后于商品房销售 1-2 年左右。由于过往几年均为商品房销售大年，2017-2019 年商品房销售面积均保持在 17 万亿平方米左右，未来随着过往大量预售的商品房逐步完成交付，我们预计将为物业管理行业提供每年约 10 亿平方米以上的新增面积，行业景气度将长期保持在较高的水平。

图 4 全国物业行业管理规模及增速

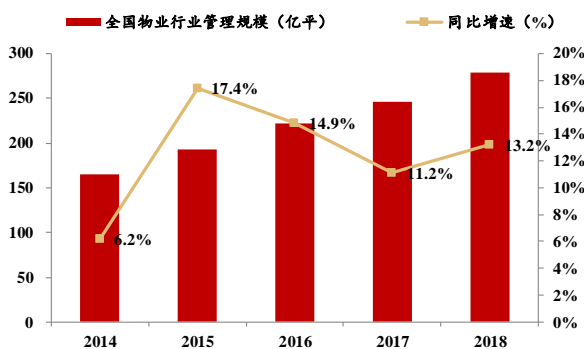
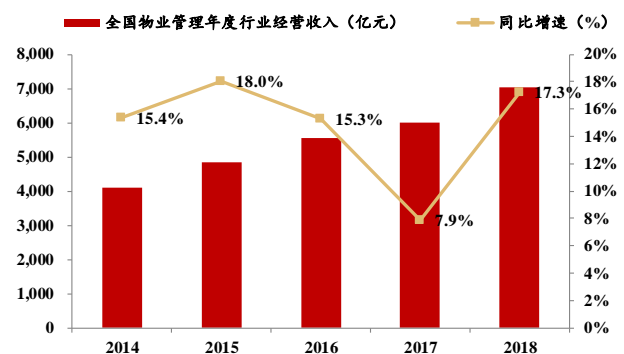


图 5 全国物业管理行业经营收入及增速



资料来源：中国物业管理协会，易居研究院，华西证券研究所

资料来源：中国物业管理协会，易居研究院，华西证券研究所

图 6 我国商品房销售面积及增速

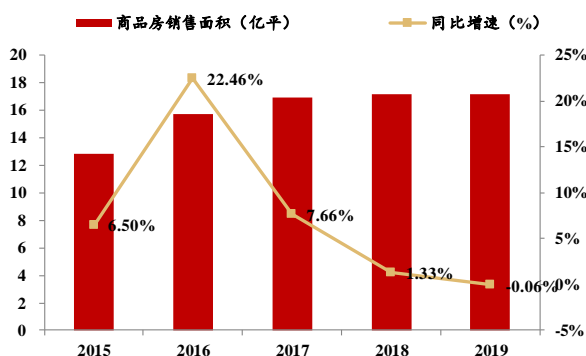
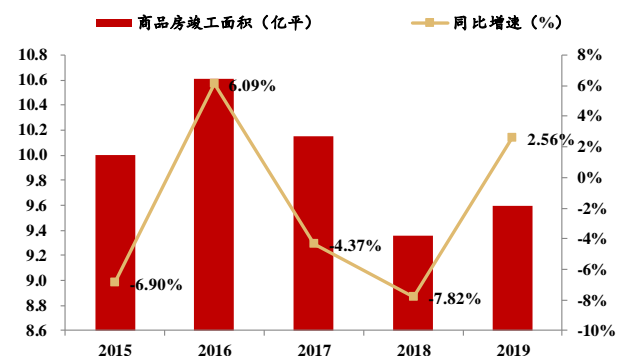


图 7 我国商品房竣工面积及增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

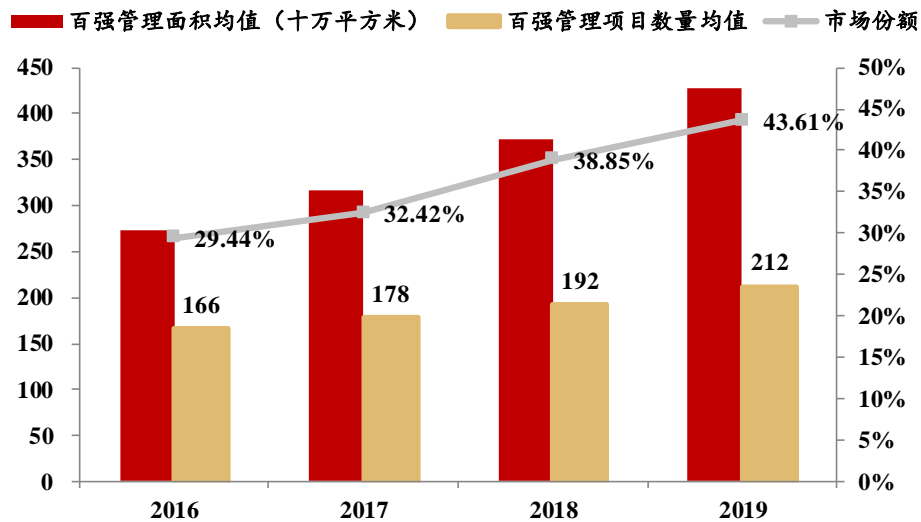
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

物业管理行业一方面受益于竣工物业带来的行业规模扩大，另一方面行业集中度持续提升的过程中头部企业发展进一步加快。根据中指院数据显示，2019 年百强管理面积均值达到了 4278.8 万平方米，同比增长 15.08%；百强管理项目数量均值为



212 个，同比增长 10.42%，百强物业管理公司市占率达到了 43.61%，较去年提升了 4.76pct。在房地产开发商企业销售集中度提升的背景之下，承接开发商项目的龙头物业管理行业公司规模迅速扩张。与此同时，2018 年以来多家物业管理公司分拆上市，在资本市场的助力下行业整合加速。上市物业管理公司依靠资本融资及自有资金，一方面通过开拓业务扩大管理规模及延伸服务业态类型，另一方面通过并购相关专业公司提升综合服务水平。综合来看，我们认为行业内的上市物管企业具备先发优势，同时良好的现金状况使其有能力进一步扩大规模、提高服务品质，从而提升竞争优势，带动行业集中度持续上升。

图 8 2016-2019 年物业管理百强管理面积、数量均值及市场份额



资料来源：中指院、华西证券研究所

表 1 2019 年以来百强企业部分并购案例

企业简称	被收购企业名称	被并购企业业务领域	收购金额 (万元)	管理面积 (万平方米)	收购股权比例
雅生活服务	中民物业	物业管理	156000	约 20000	60%
	新中民物业	物业管理	近 50000		60%
	广州粤华物业	物业管理	19534	3000	51%
	哈尔滨景阳物业	物业管理	11388	980	60%
	青岛华仁物业	物业管理	13358	910	89.66%
碧桂园服务	港联不动产服务 (中国)	物业管理	37540	1347	100%
	嘉凯城集团物业	物业管理	19000	-	100%
	北京盛世物业	物业管理	9000	-	100%
	元海资产物业	物业管理	10000	-	100%
	联源物业	物业管理	13600	-	100%
	溧阳中立电梯	电梯制造与运营	-	-	60%
	文津国际保险	保险业务	3592	-	100%
奥园健康	乐生活	物业管理	24800	2263	80%
佳兆业美好	江苏恒源物业	物业管理	3416	约 800	51%
	嘉兴大树物业	物业管理	3658	-	60%
永升生活服务	青岛银盛泰	物业管理	864	-	50%
	青岛雅园物业	物业管理	46200	-	55%
绿城服务	Montessori Academy	婴幼儿教育	32558	-	56%
新城悦服务	上海数渊信息科技有限公司	智能家居、停车系统	2994	-	100%
和泓服务	上海同进物业	物业管理	2959	超 300	70%
银城生活服务	汇仁恒安物业	医院物业管理	4590	-	51%
蓝光嘉宝服务	浙江中能物业	物业管理	4800	-	60%
	常发物业	物业管理	-	近 270	100%

资料来源：中指院，公司公告，公开信息整理，华西证券研究所



物业管理行业业态主要分为住宅和非住宅，其中非住宅主要包括办公写字楼、产业园区、商业地产、学校、医院和公共场馆等。根据《2019 物业服务企业发展指数测评报告》，2018 年 500 强物业管理企业管理面积中住宅占比 63.48%，非住宅占比 36.52%，而 2018 年 500 强物业管理企业基础物业收入中，住宅占比 47.62%，非住宅占比 52.38%；相较于非住宅业态，住宅业态的特点和物业管理服务同质化较高，同时单一项目总面积通常较非住宅项目更大；而非住宅物业管理面积占比较小，但收入占比高，主要是由于非住宅业态平均物业费水平更高。

2019 年百强物管企业管理项目平均物业费为 3.86 元/月/平方米，其中办公物业、商业物业和医院物业服务费较高，分别为 6.99、6.28 和 6.22 元/月/平方米，其服务内容相对多元，服务品质要求更高。其次为公众物业、产业园区物业、学校物业及其他类型物业服务费分别为 3.38、3.31、3.25、4.02 元/月/平方米，这几类业态单个项目通常相较于商办物业面积更大，对服务品质要求也相对较低，物业服务费因此也较低。同时，非住宅的客户通常为公司法人群体，支付能力较强，对物业费上涨敏感度较低，所以提价也相对容易。综合来看，住宅物业服务费最低，均值为 2.09 元/月/平方米，不过住宅项目较多，市场空间更大，同时物业管理企业可利用社区资源开展增值服务，增厚利润。

图 9 2018 年 500 强物业管理企业管理业态分布

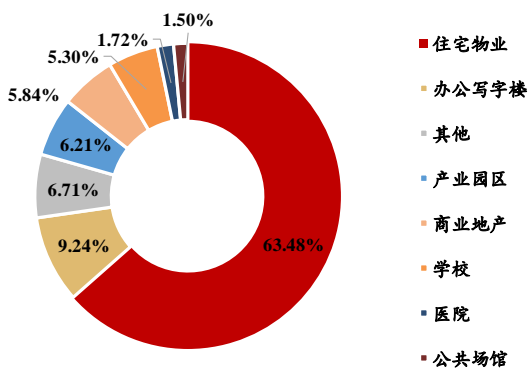
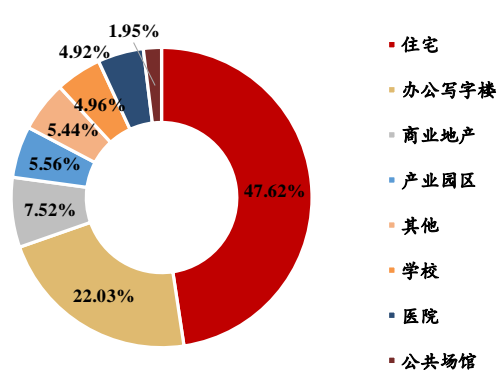


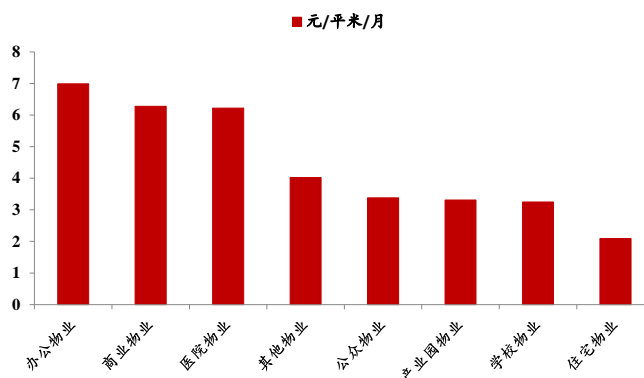
图 10 2018 年 500 强物管企业基础物业收入业态分布



资料来源：中国物业管理协会，易居研究院，华西证券研究所

资料来源：中国物业管理协会，易居研究院，华西证券研究所

图 11 2019 年百强物业管理企业各业态平均物业费



资料来源：中指院，华西证券研究所

考虑到 2014-2018 年我国新增物管面积年均复合增长率为 14.2%，物业管理收入年均复合增长率为 14.5%，且过往 3 年商品房销售面积均保持在 17 万平方米左右，远高于竣工面积的 9-10 万平方米，因此，我们假设未来物业管理面积每年增长 10%，单位面积物业管理收入每年增长 5%；综上，预计到 2025 年物业管理总收入将达到 19314 亿元，行业发展空间巨大。

表 2 物业管理行业市场规模测算

年份	物业管理规模 (亿元)	单位面积收入 (元/平方米)	物业管理收入 (亿元)	住宅收入 (亿元)	办公写字楼收入 (亿元)	商办收入 (亿元)	产业园区收入 (亿元)	学校收入 (亿元)	医院收入 (亿元)	公共场馆收入 (亿元)	其他收入 (亿元)
2014	165	24.9	4092	1948	901	308	227	203	202	80	223
2015	193	25.0	4830	2300	1064	363	268	240	238	94	263
2016	222	25.1	5568	2651	1226	419	309	276	274	108	303
2017	247	24.4	6007	2860	1323	452	334	298	296	117	327
2018	279	25.2	7044	3354	1551	530	391	350	347	137	383
2019E	307	26.5	8135	3874	1792	612	452	404	401	158	443
2020E	338	27.8	9396	4474	2070	707	522	466	463	183	511
2021E	372	29.2	10853	5168	2390	817	603	539	534	211	591
2022E	409	30.7	12535	5969	2761	943	696	622	617	244	682
2023E	450	32.2	14478	6894	3189	1089	804	719	713	282	788
2024E	495	33.8	16722	7962	3683	1258	929	830	824	326	910
2025E	544	35.5	19314	9196	4254	1453	1073	959	951	376	1051

资料来源：中国物业管理协会，易居研究院，华西证券研究所

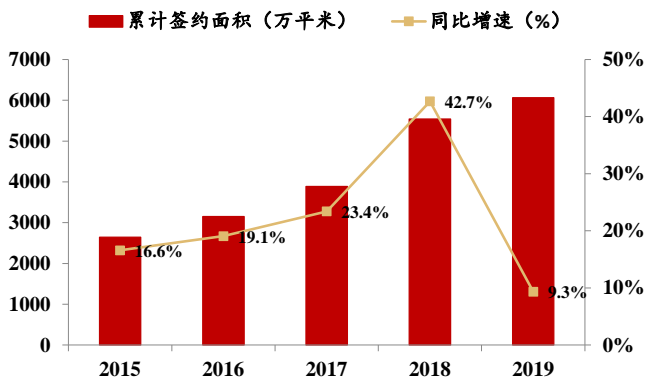
## 4. 优质浙系物管企业，全国化布局正当时

### 4.1. 业务稳步扩张，加速省外拓展

截止 2019 年底，南都物业实现总签约项目 496 个，累计总签约面积达到 6060.6 万平方米，同比增长 9.3%，首次突破 6000 万平方米，连续多年保持平稳增长。

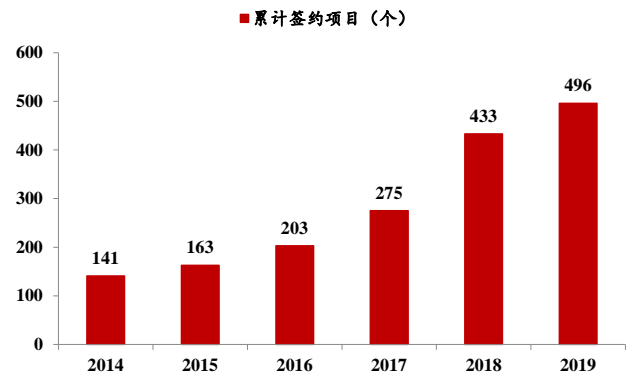
公司坚持“深耕长三角，布局全国市场”的发展战略，充分发挥区位优势，现已布局浙江省各大城市，并成功进入北京、上海、重庆、江苏、西安等重点城市的市场。公司的收入占比中浙江省贡献最高，2019 年公司在浙江省的营收占比超 60%，杭州市的占比高达 46%，而江浙沪区域的总体收入占比高达 91%，足以体现出长三角的重点地位。与此同时，2019 年公司在江苏及河南的业务收入分别较 2018 年增长 60.1% 和 90%，南都物业正积极加大省外业务的布局，省外业务的占比逐步提高，全国化战略持续稳步推进。

图 12 公司历年累计签约面积及增速



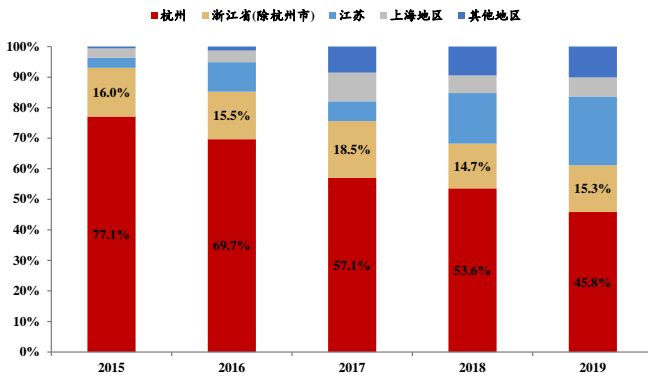
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 公司历年累计签约项目数



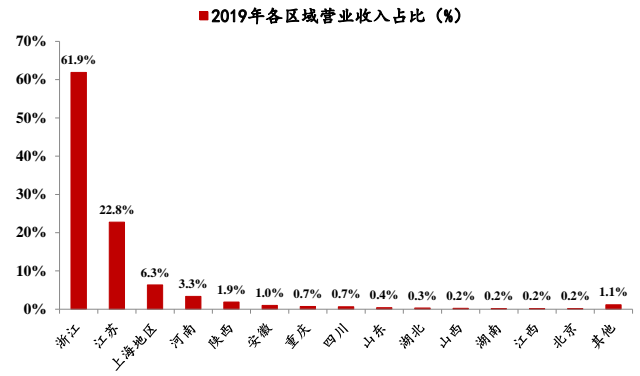
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司历年各区域收入占比变化



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 2019 年公司在各区域收入的占比

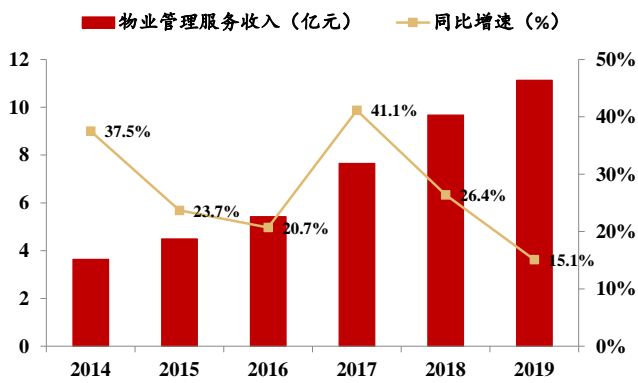


资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 4.2. 市场化竞争能力强，品质服务深获认可

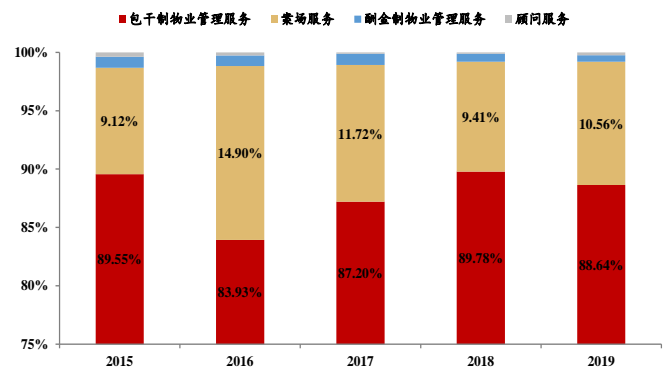
公司主要收入来自于基础物业管理服务，2019 年公司物业管理服务的收入为 11.13 亿元，同比增长 15.1%，作为第三方物管企业，公司凭借二十多年的物业管理经验，沉淀了机制优势、组织管理优势、品牌优势、多业态服务、信息化建设优势等核心能力，物管收入连续多年保持稳步增长；其中，公司包干制物业服务收入达 9.86 亿元，同比增长 13.6%。从物业管理服务收入的分项来看，包干制物业服务、案场服务、酬金制物业服务、顾问服务的收入占比分别为 88.64%、10.56%、0.55%和 0.25%，包干制物业服务是公司经营收入的主要模式，即业主向物业服务企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业服务企业享有或承担。包干制收费执行较为简单，同时，包干制中节省的开支可成为物业公司的利润，在一定程度上可以刺激物业服务企业进行管理方式创新，并节约成本。

图 16 公司历年物业管理服务收入及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 公司历年各分项收入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2019 年以来, 公司荣获中国物业管理协会等联合颁发的“物业服务企业上市公司经营绩效领先企业”、中指研究院授予的“中国物业服务百强企业 15 强”、“中国产业园区物业管理优秀企业”及“中国特色物业服务领先企业-保障房服务”等多项荣誉。多年来南都注重品牌运营与标准化建设, 已形成了良好的品牌优势与口碑效应, 多次获得市场、业内及客户的认可, 为将来的可持续发展打下了坚实的基础。

表 3 2019 年以来公司所获荣誉

奖项名称	颁发机构	获得年份
物业服务企业上市公司经营绩效领先企业	中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心	2020
中国物业服务百强企业 15 强	中指研究院	2020
中国产业园区物业管理优秀企业	中指研究院	2020
中国特色物业服务领先企业-保障房服务	中指研究院	2020
“美好生活服务联盟”首批成员	乐居财经、新浪财经、中国企业家、中房网、中物研协	2019
浙江省首批“AAA”物业服务信用企业	浙江省住房和城乡建设厅	2019
蓝筹物业企业	经济观察报	2019
物业服务企业综合实力 500 强	中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心	2019
物业服务市场化运营领先企业	中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心	2019
中国年度最佳雇主提名奖	智联招聘、北京大学社会调查研究中心	2019
物业服务企业品牌价值 50 强	中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心	2019
入选“美好生活”物业品牌集群	中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心	2019
物业管理微信公众号影响力 TOP100 排名第 7 位	中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心	2019
中国物业服务百强企业 TOP18	中国指数研究院、中国房地产 TOP10 研究组	2019
物业服务企业上市公司 10 强	中国指数研究院、中国房地产 TOP10 研究组	2019

资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

### 4.3. 优质服务上台阶，战略合作助发展

品质是公司立身之本，发展之源。公司融合当下客户生活全景，旗下“南都管家”以“智慧管理、人文服务”的理念为依托，向客户提供更具个性化的服务。在悦嘉家云平台的支持下，管家服务在众多项目中均获得了业主的高度认可。同时，公司加大了品质服务的管理，在智能设备的加持下不断完善，全方位、立体化确保各项管理和服务的标准在全国得到全面提升。

此外，经过多年的沉淀与发展，公司已成功累计了一大批优质的客户资源，与多家知名企业达成合作。当前，公司与杭州之江城市建设投资集团有限公司签订战略合作协议，合资成立杭州南郡商业经营管理有限公司，共同推进旧城改造等城市空间管理服务项目；2019 年进驻首个之江城投集团的项目提供物业服务-之江城投总部大楼；同步进驻部分在建安置房项目的前期物业咨询和工地管理工作；与中国建设银行旗下建信住房服务（浙江）有限责任公司共同组建杭州建信大悦住房服务有限公司，依托建行公租房运营管理系统优势，实施公租房物业管理工作，共同打造国内最佳、可复制公租房运营管理系统和运营服务。公司持续加强与优质企业达成战略合作，推进公司长期可持续发展。



表 4 南都物业及南都管家品牌定位

品牌	介绍	定位
南都物业	南都物业品牌主要面向中高端物业项目，通过公共界面的客户服务、安全服务、工程服务、环境服务、装修管理、消防管理以及社区文化活动的推广，为业主创造安全、舒适、和谐的居住环境。	中高端
南都管家	南都管家品牌主要面向顶级物业项目，如豪宅、顶级商业项目等，在公共服务的基础上，结合五星级酒店系统化的服务管理模式，实施一对多的人性化服务	顶级

资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

图 18 南都物业住宅代表项目



资料来源：公司官网，华西证券研究所

#### 4.4. 开拓非住领域，多元业态并进

当前，国内存量房产已进入物业服务领域，通过多年的业务拓展，公司积累了规模化的住宅、商业、办公、园区等多业态的专业服务能力，并成功打造了东方润园、银泰系列、玉皇山基金小镇、东华大学等服务标杆项目。近几年公司加快全国化布局，从浙江区域性物业公司向全国性物业公司转型，通过战略牵引，将美好生活的外延扩展至城市空间，尝试探索城市物业的服务产品开发，积极拓宽服务业态类型，形成了



细分品类专业化的服务产品。同时，公司将清洁服务、维修服务、装饰装修、存量资产管理等业务独立运行，提供更加标准化、专业化和精细化的服务。截至 2019 年底，公司旗下的大悦商业、悦都网络、乐勤装饰、乐勤清洁、乐勤楼宇等子公司的收入分别达 2647.5、769.8、221.5、3006.2 和 428.3 万元，多元业态呈现良好的发展态势。

表 5 南都物业控股子公司一览

子公司名称	简介	2019 年营业收入
大悦商业	以物业主体为核心，以社区为入口，以“产品+互联网+社群”为手段，打通存量资产服务行业的整个产业链条，负责公司“群岛”公寓业务。	2647.5 万元
悦都网络	专注于应用移动互联网、物联网和大数据技术，搭建以悦嘉家、悦园区、悦服务三大 APP 为载体，为业主提供多元化、综合性服务的物业服务云平台。	769.8 万元
乐勤装饰	承接园区、中高端住宅等装饰装修业务，为业主实现“拎包入住”体验。	221.5 万元
乐勤清洁	保洁服务、家政服务、专业开荒保洁、石材养护、高空玻璃幕墙及外墙清洗，水箱、空调、通风管道系统保养清洗等专业服务为一体的综合性清洁服务企业。	3006.2 万元
乐勤楼宇	创立具有物业管理特色的工程改造、运行、顾问咨询的运作模式，业务范围包括维修改造、工程运营、顾问咨询等。	428.3 万元

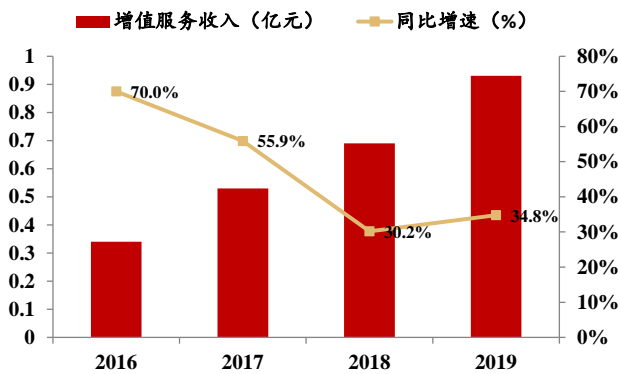
资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

#### 4.5. 增值业务快速发展，智慧平台构建生态

2019 年公司增值服务收入达 0.93 亿元，同比增长 36.1%，2016 年以来复合增速约 40%，连续多年保持高速增长的态势。同时，公司增值服务收入占营业收入的比重也从 2016 年的 5.9% 提升到 2019 年的 7.5%，而增值服务普遍具有较强的盈利能力，其毛利率显著高于传统物管业务，快速发展的增值服务有望进一步增强公司整体的盈利水平。

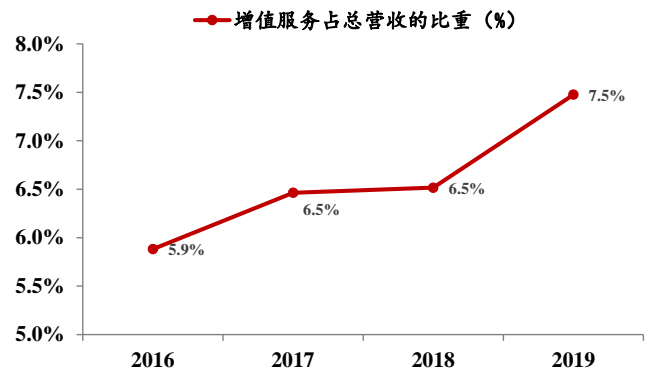
近年，公司逐步将传统物业服务中心升级为邻里中心，为业主提供了更丰富的活动空间和交互场景，并通过线下邻里中心服务体验与线上悦生活服务平台的在线服务，实现了业主全天候、多类型生活服务响应。同时针对住宅类用户，公司全资子公司悦都科技开通了悦生活微信小程序，并协同蚂蚁金服打造了“悦嘉家”小程序，为业主提供更好的服务；针对园区类用户，悦都科技再一次优化了悦园区的产品，并与公司全资子公司乐勤楼宇的硬件系统相连，使其能更好的为办公类楼宇服务。

图 19 公司历年增值服务收入及增速



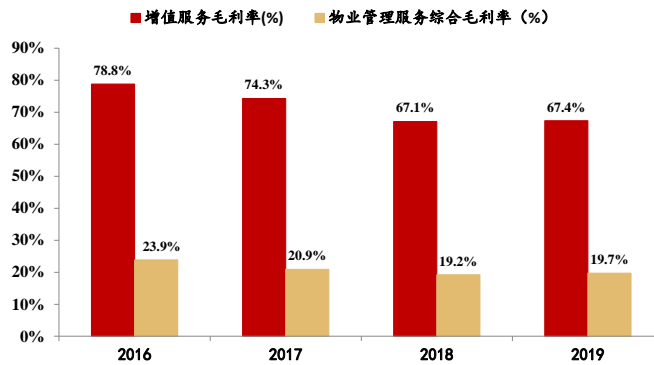
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 公司历年增值服务占总营收的比重



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 公司历年增值服务毛利率与物业管理综合毛利率对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 南都物业三大 APP 载体



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

图 23 南都物业智慧生活服务平台

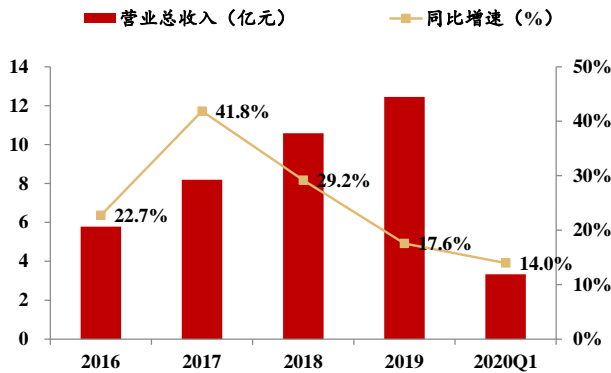
- 邮包智收智取系统**  
邮包到达及时通知, 一件一码收取  
高效安全
- 在线缴费系统**  
不出家门, 在线缴纳物业服务费、  
车位服务费、公共能耗费、代收水  
费
- 智能人行门禁系统**  
摇一摇, 点一点, 手机轻松开启社  
区大门、单元门
- 业主报修报事系统**  
业主在线报单, 入室维修、公共维  
修15分钟快速响应

资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

## 5. 业绩稳健增长，财务状况良好

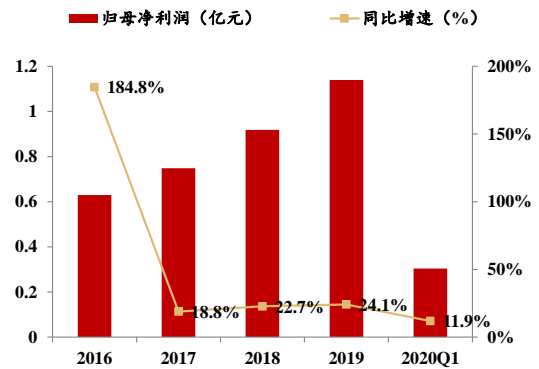
2019 年公司实现营业收入为 12.4 亿元，同比增长 17.6%，实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 24.1%，2016-2019 年净利润复合增速达 21.9%，连续多年稳定增长。2020 年一季度，公司实现营业收入 3.33 亿元，同比增长 14%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 11.9%，在新冠疫情的影响下，公司业绩依旧实现了两位数的增长，展现出强大的抗风险能力。

图 24 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

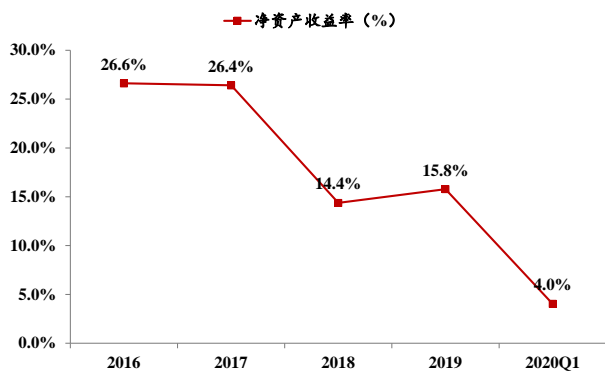
图 25 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

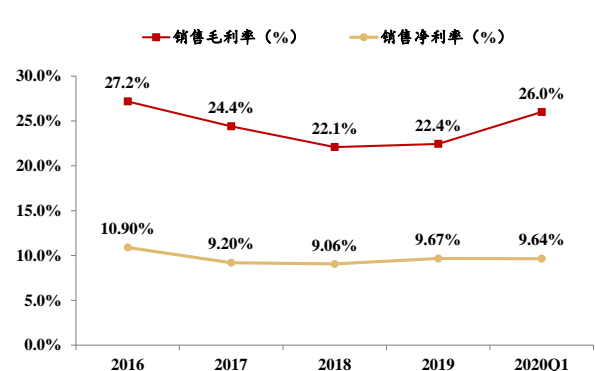
盈利能力方面，2019 年公司的净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 15.8%、22.4%和 9.67%，分别较 2018 年上升 1.4pct、1.3pct 和 0.61pct，盈利水平呈现回升态势，此外，公司毛利率在可比 A 股上市物管企业中最强，也反映出公司强大的市场化盈利能力。

图 26 公司历年净资产收益率



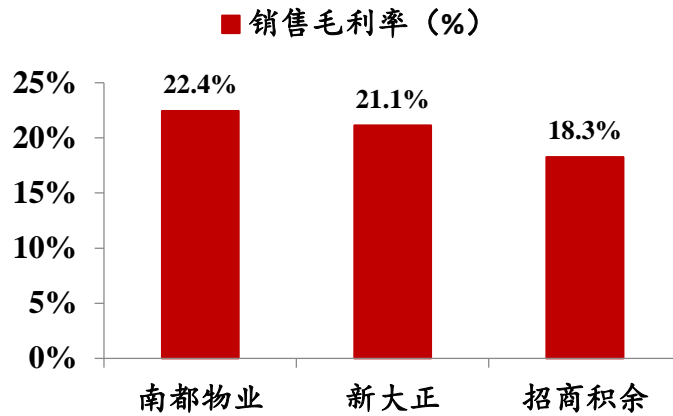
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

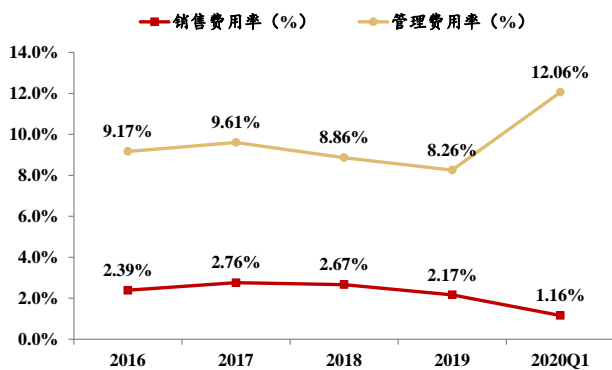
图 28 2019 年可比物管企业销售毛利率对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

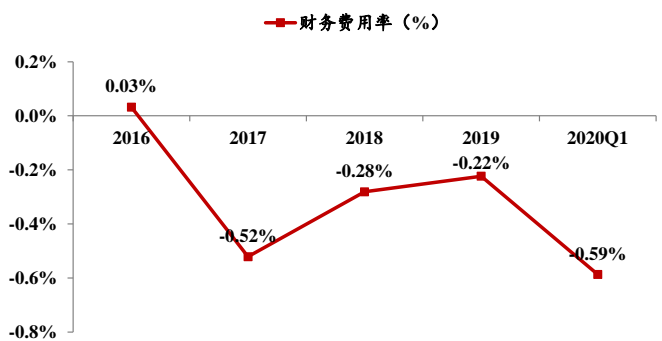
费用率方面, 2019 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 2.17%、8.26%和-0.22%, 分别较 2018 年同期下降 0.5pct、0.6pct 和上升 0.06pct, 整体费用管控良好, 期间费用率连续多年保持下滑。

图 29 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

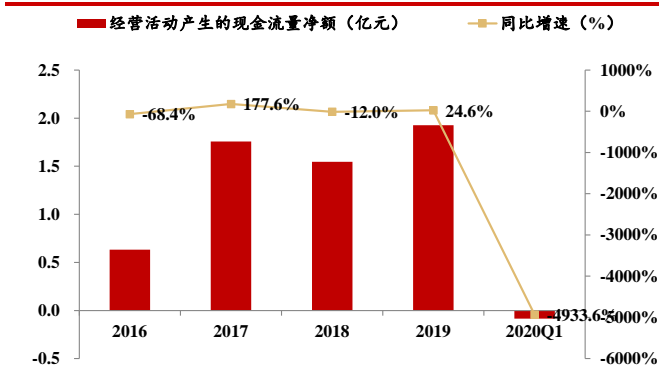
图 30 公司历年财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

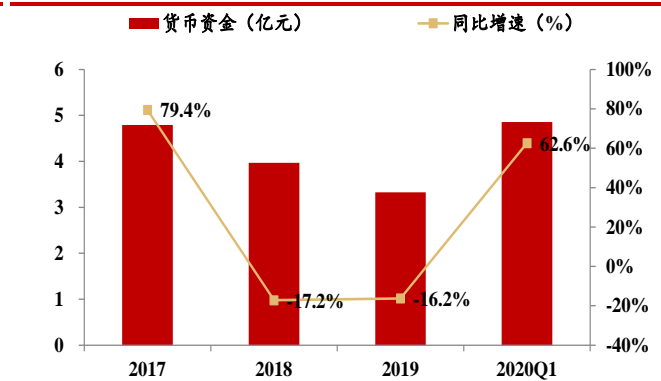
现金流方面, 2019 年公司经营性现金流净额为 1.93 亿元, 同比增长 24.6%, 连续多年保持为正。2019 年底, 公司在手货币资金达 3.32 亿元, 现金储备充沛, 为后期可能实现的项目并购留足空间。

图 31 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 32 公司历年货币资金及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

我们对南都物业各部分业务的收入进行拆分。

1) 包干制物业管理服务: 基于公司物管业务处于稳定发展期, 我们预计 2020-2022 年公司包干制物业管理服务收入为 12.80、14.66 和 16.71 亿元, 分别同比增长 15.0%、14.5%和 14.0%。

2) 增值服务: 基于公司在管面积的持续扩张, 高效的增值服务有望维持较快增速, 我们预计 2020-2022 年公司增值服务收入为 1.32、1.82 和 2.48 亿元, 分别同比增长 42.0%、38.0%和 36.0%。

3) 公寓租赁服务: 基于公司公寓租赁业务保持平稳增长, 我们预计 2020-2022 年公司公寓租赁服务收入为 0.29、0.34 和 0.40 亿元, 分别同比增长 20.0%、19.0%和 17.0%。

4) 其他业务: 基于公司在管面积逐步扩大, 相关物管业务有望稳步增长, 我们预计 2020-2022 年公司其他业务收入为 0.17、0.20 和 0.24 亿元, 分别同比增长 20.0%、20.0%和 20.0%。

综上, 我们得出南都物业 2020-2022 年营业收入分别为 14.59、17.04 和 19.85 亿元, 分别同比增长 17.2%、16.8%和 16.5%。

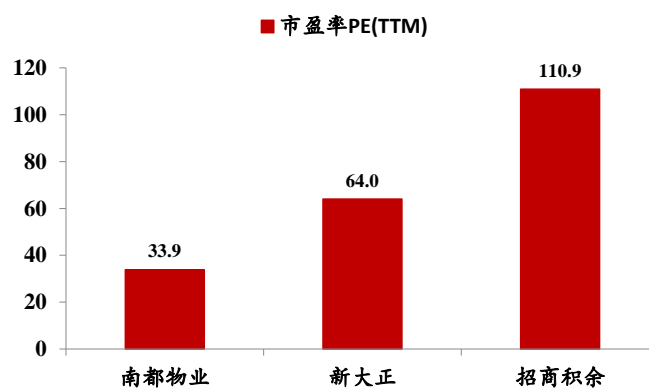
表 6 南都物业主要业务收入拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (亿元)	10.59	12.44	14.59	17.04	19.85
同比 (%)	29.2%	17.6%	17.2%	16.8%	16.5%
包干制物业管理服务 (亿元)	9.67	11.13	12.80	14.66	16.71
同比 (%)	26.4%	15.1%	15.0%	14.5%	14.0%
增值服务 (亿元)	0.69	0.93	1.32	1.82	2.48
同比 (%)	30.2%	34.8%	42.0%	38.0%	36.0%
公寓租赁服务 (亿元)	0.2	0.24	0.29	0.34	0.40
同比 (%)	-	20%	20.0%	19.0%	17.0%
其他 (亿元)	0.03	0.14	0.17	0.20	0.24
同比 (%)	50.3%	-38.3%	20.0%	19.0%	18.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

南都物业业绩稳步增长，市场化竞争能力强，全国化布局持续扩张，财务状况良好。我们预计南都物业 2020-2022 年归母净利润分别为 1.42、1.77 和 2.15 亿元，对应 EPS 分别为 1.06、1.32 和 1.60 元/股，对应 PE 为 27.9、22.5 和 18.5 倍。截至 2020 年 6 月 29 日，公司市盈率 PE (TTM) 为 33.9，显著低于可比 A 股物管公司的平均水平。考虑到公司的业绩长期保持稳定增长，非住市场外拓能力强，以及在可比公司中估值处于较低的水平，且具备较为确定的成长性，因此我们给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价为 37.1 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 33 可比物管企业市盈率 PE (TTM) 对比



资料来源：Wind，华西证券研究所



## 7. 风险提示

人工成本上升过快：人工成本为物管公司主要成本之一，人工成本大幅上升将显著影响公司当期净利润。

新签管理面积不及预期：新签面积较少将影响公司后期成长性。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,244	1,459	1,704	1,985	净利润	120	150	184	221
YoY (%)	17.6%	17.2%	16.8%	16.5%	折旧和摊销	15	16	17	18
营业成本	965	1,132	1,325	1,546	营运资金变动	71	76	102	111
营业税金及附加	6	7	8	9	经营活动现金流	193	216	269	308
销售费用	27	34	37	41	资本开支	-16	-20	-22	-25
管理费用	103	119	138	159	投资	-118	0	0	0
财务费用	-3	-2	-3	-4	投资活动现金流	-224	8	13	19
资产减值损失	-5	-2	-1	-1	股权募资	1	0	0	0
投资收益	24	28	35	44	债务募资	0	0	0	0
营业利润	175	205	246	295	筹资活动现金流	-32	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-64	224	282	326
利润总额	175	205	245	295					
所得税	55	55	61	74	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	120	150	184	221	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	114	142	177	215	营业收入增长率	17.6%	17.2%	16.8%	16.5%
YoY (%)	24.1%	24.9%	24.2%	21.6%	净利润增长率	24.1%	24.9%	24.2%	21.6%
每股收益	0.85	1.06	1.32	1.60	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	22.4%	22.4%	22.2%	22.1%
					净利率	9.7%	10.3%	10.8%	11.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	总资产收益率 ROA	7.1%	7.5%	7.8%	8.1%
货币资金	332	556	838	1,164	净资产收益率 ROE	15.8%	16.5%	17.0%	17.1%
预付款项	9	9	11	13	<b>偿债能力</b>				
存货	13	11	14	16	流动比率	1.41	1.51	1.58	1.66
其他流动资产	882	936	1,008	1,087	速动比率	1.39	1.49	1.56	1.64
流动资产合计	1,237	1,512	1,872	2,281	现金比率	0.38	0.55	0.71	0.85
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	54.4%	53.2%	52.6%	51.7%
固定资产	38	40	44	50	<b>经营效率</b>				
无形资产	1	1	1	1	总资产周转率	0.77	0.77	0.76	0.74
非流动资产合计	374	376	380	386	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,610	1,888	2,252	2,666	每股收益	0.85	1.06	1.32	1.60
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.38	6.44	7.76	9.36
应付账款及票据	192	217	257	298	每股经营现金流	1.44	1.61	2.01	2.29
其他流动负债	684	787	926	1,078	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	876	1,003	1,183	1,376	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	34.84	27.89	22.46	18.47
其他长期负债	1	1	1	1	PB	3.95	4.59	3.81	3.16
非流动负债合计	1	1	1	1					
负债合计	877	1,004	1,184	1,377					
股本	134	134	134	134					
少数股东权益	12	19	27	33					
股东权益合计	734	883	1,068	1,289					
负债和股东权益合计	1,610	1,888	2,252	2,666					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。