

三大维度 12 量化指标，光大物业选股框架模型

——物业服务行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆行业变革：政策与需求推动供给侧进化

政策：市场化导向：物业费市场化定价+管理资质取消。36 城物业费涨幅扩大，平均增速（16-18 年）5.4%，高于平均增速（09-10 年）2.1%。

需求：2018 年全国人均服务性消费 8781 元同比+12.5%，其中家庭服务支出同比+32%。物业服务需求强劲，预计 2020 年市场空间近 1.2 万亿。2019 年 11 月，中消协与央视新闻分别对“小区物业满意度较低”进行专题报道，显示出居民对物业服务提质的需求较强。

供给：行业供给侧进化四大边际趋势：运营平台化、运行科技化、管理全业态化和份额集中化。

◆主流企业前景展望：规模与利润双支撑

规模方面，主流物业服务商较高的合约面积覆盖度，在较大程度上锁定了未来 3 年内的规模增长；竣工复苏在短周期内将加速合约面积转化。行业集中度低（2018 年 TOP3 仅 3.5%），收并购整合热度不减。

利润率方面，成本端：30 省市最低工资均值涨幅趋缓，逐步下行至 5% 附近，成本端压力缓解；收入端：多地地上调前期物业收费标准，市场化有望进一步推进。最后，增值服务将形成新的利润增长点。

◆选股框架：三大维度 12 量化指标

从三大维度（资源禀赋、业务经营、业务拓展）、二大业务板块（基础服务和增值服务）出发，通过十二项关键量化指标来筛选优质投资标的。创新性引入多项指标：1) **资源禀赋：**毛利率因子（新盘占比、单盘面积）、区域布局与税率优惠；2) **基本面：**包干制毛利率、供应链管理、增值服务 ARPU；3) **成长性：**合约面积覆盖度、并购潜力（现金占比与第三方面积）、APP 下载量增速。

◆投资建议

通过量化指标体系，综合考虑规模、利润率、成长性和附加值，我们推荐碧桂园服务（新盘占比突出、毛利率高）、雅生活服务（大盘优势、业主增值服务亮点）、新城悦服务（合约覆盖度高、扩张潜力大）、永升生活服务（综合能力均衡）和绿城服务（增值服务旗帜选手）。

◆风险分析

作为劳动密集型行业，需关注人工成本上行风险；增值服务拓展的不确定风险；部分企业对于关联房企过于依赖的风险；外包占比提升下的质量控制风险。

证券代码	公司名称	股价 (港元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
6098.HK	碧桂园服务	27.45	0.35	0.53	0.74	71	46	33	买入
3319.HK	雅生活服务	26.05	0.60	0.85	1.17	42	30	21	买入
1755.HK	新城悦服务	11.60	0.24	0.28	0.41	44	38	26	买入
1995.HK	永升生活服务	5.10	0.07	0.13	0.20	66	33	22	买入
2869.HK	绿城服务	8.94	0.17	0.21	0.27	46	39	30	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 20 日

增持（维持）

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)

021-52523801

hemiannan@ebcn.com

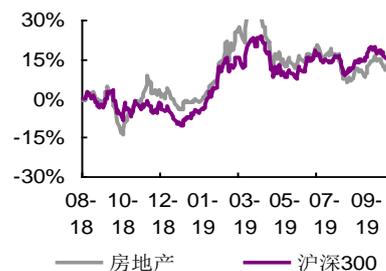
联系人

黄帅斌

021-52523828

huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

服务提费利润限制突破在即，资本助力物业龙头优势尽显——物业服务行业系列报告（1）

..... 2019-05-07

投资聚焦

研究背景

近年来，政策面市场化推进，物业服务行业在价格管制和资质管理方面取得突破；需求侧居民消费结构升级，家庭服务性消费提升；物业服务行业背景发生深刻转变。2018年以来，物业服务企业密集上市（已有20家成功在A/H上市，多家处于上市进程中），资本市场热度提升。物业服务行业在资本市场的崛起，是房地产进入存量时代的一大标志与亮点，也是房企拓展产业链，发挥品牌和知名度优势的突破口。当前物业服务板块处于高速增长与高估值阶段，我们认为板块的热度和增速仍将持续较长一段时间。

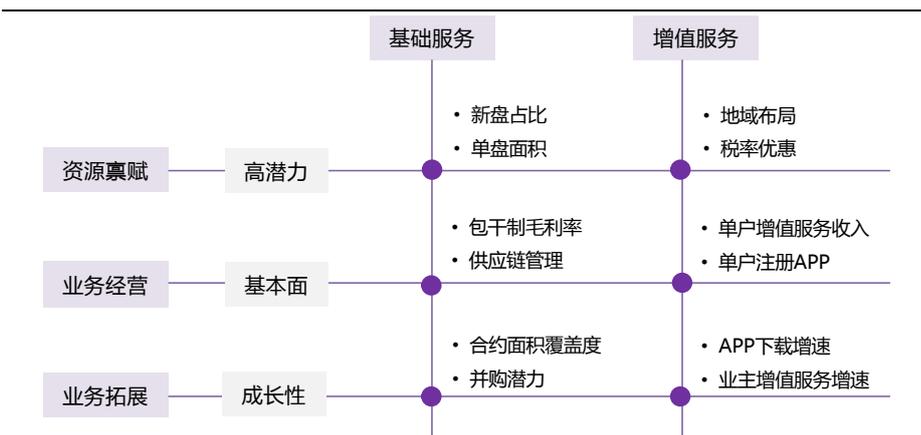
我们的创新之处：三大维度十二项量化选股体系

我们认为物业服务行业在资本市场热度提升的根本原因，在于政策和需求均出现重大变革，并催生供给侧进化。首先物业板块分拆上市代表着定位的变化，物业服务摆脱房地产的附庸地位，从成本中心转向利润中心；其次为了满足居民不断提升的服务消费，增值服务空间广阔；最后，行业进化体现出四大边际趋势：运营平台化、运行科技化、管理全业态化和份额集中化。

行业当前的高估值主要来自业绩高增速的支撑。展望后续，从规模来看，得益于销售阶段已锁定的合约面积，及短期内竣工复苏小周期的支持，主流上市物业公司的规模(在管面积)增速确定性较强；从利润率来看，受益于成本端压力缓解和收入端物业费提价，以及深耕增值服务，主流企业的利润率有望保持高位；综合来看，主流上市物业公司的利润增速有较明确的支撑。

随着行业内上市公司数量提升，我们尝试建立系统化分析框架和估值体系。从三大维度（资源禀赋、业务经营、业务拓展）、二大业务板块（基础服务和增值服务）出发，通过十二项关键量化指标来筛选优质投资标的。

图 1：三维度十二量化指标分析框架



资料来源：光大证券研究所

投资观点

通过量化指标体系，综合考虑规模、利润率、成长性和附加值，我们推荐碧桂园（新盘占比突出、毛利率高）、雅生活（大盘优势、业主增值服务亮点）、新城悦（合约覆盖度高、扩张潜力大）、永升生活服务（综合能力均衡）和绿城服务（增值服务旗帜选手）。

目 录

1、 政策与需求推动供给侧进化	4
1.1、 政策面与需求端变革，行业发展条件迅速成熟.....	5
1.2、 “房企派”VS “独立派”	7
1.3、 四大边际趋势，物业服务快速进化	8
2、 主流企业前景展望：规模与利润双支撑	12
2.1、 合约覆盖度高，规模增长确定性较强.....	13
2.2、 降成本提费率，利润率水平有支撑	14
3、 三大维度，12个量化指标建立选股框架	16
3.1、 资源禀赋：起跑线优势	18
3.2、 基本面：运营管理能力是核心	20
3.3、 成长性：合约覆盖度与增值服务空间.....	22
4、 量化指标选股与投资建议	23
4.1、 碧桂园服务：增长确定，天生龙头	24
4.2、 雅生活服务：收购中民物业，如虎添翼	25
4.3、 新城悦服务：资源优质的高弹性精品.....	26
4.4、 永升生活服务：高成长典范，全业态品牌	27
4.5、 绿城服务：增值服务旗帜选手	28
5、 风险分析	29

1、政策与需求推动供给侧进化

近年来，随着政策面市场化推进，物业服务行业在价格管制和资质管理方面取得突破；同时需求侧居民消费结构升级，家庭服务性消费提升。

物业行业背景发生深刻转变，资本加持，市场竞争加剧，优势企业扩大份额，提升服务质量，行业加速整合期。

2018 年以来，物业服务企业密集上市（已有 20 家成功在 A/H 上市，多家处于上市进程中），资本市场热度提升。物业服务行业在资本市场的崛起，是房地产进入存量时代的一大标志与亮点，也是房企拓展产业链，发挥品牌和知名度优势的突破口。当前物业服务板块处于高增速与高估值阶段，我们认为板块的热度和增速仍将持续较长一段时间。

截止 2018 年底，全国物业服务规模达到 279.3 亿平方米，同比增加 13.2%，经营收入 7043.6 亿元，同比增加 17.25%，企业数量 12.7 万家，从业人员 983.7 万人。

图 2：截止 2018 年底全国物业行业概况

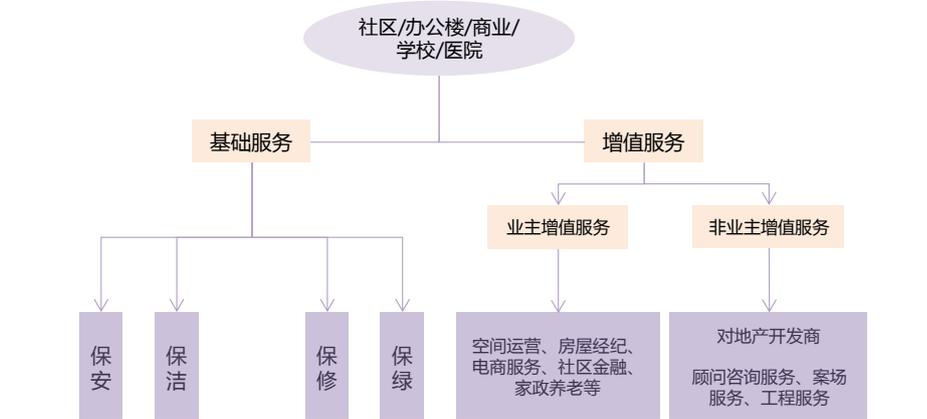


资料来源：《2019 物业服务企业发展指数测评报告》、光大证券研究所

从物业服务的业态上看，除了传统的社区住宅物业，还包括写字楼、商业、学校、医院等场所；

从物业服务的内容上看，物业服务也从传统的“四保”（保安、保洁、保绿、保修）逐步拓展丰富多样的增值服务。

图 3：物业服务行业主要内容

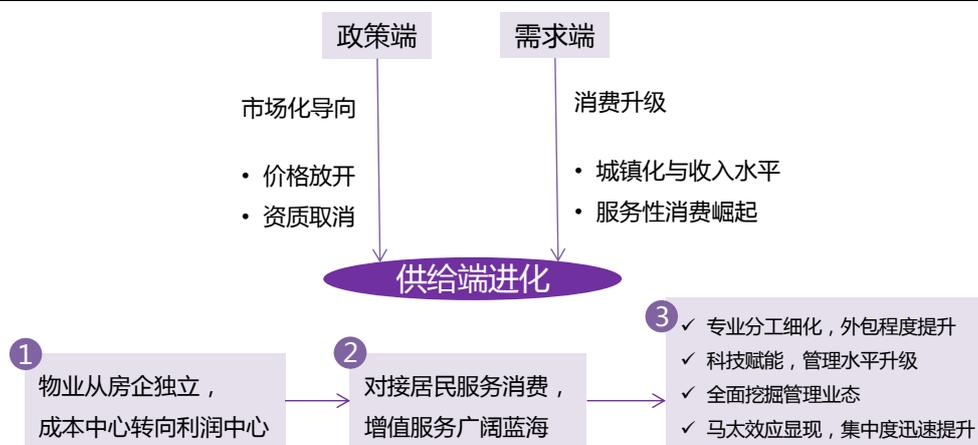


资料来源：光大证券研究所

我们认为，政策的市场化指引，以及需求侧的巨大市场，推动物业服务供给侧进化，主要表现如下：

- 1、物业服务板块在房地产行业中的地位提升，由附属性的成本中心转向独立核算的利润中心，分拆上市获取资本支持，迅速做大做强成为普遍做法；
- 2、物业服务商利用深度介入业主生活场景的优势，针对生活性服务消费的广阔蓝海，不断拓展增值的利润渠道和利润空间；
- 3、在竞争加剧和服务要求提升的情况下，物业服务供给侧进化呈现出四大边际趋势：包括(1)基础服务专业分工，拓展增值服务空间；(2)科技赋能，管理提质增效；(3)拓展管理业态，针对不同类型物业提供专业化定制化服务；(4)马太效应显现，集中度提升，行业空间广阔。

图 4：物业服务行业分析框架



资料来源：光大证券研究所

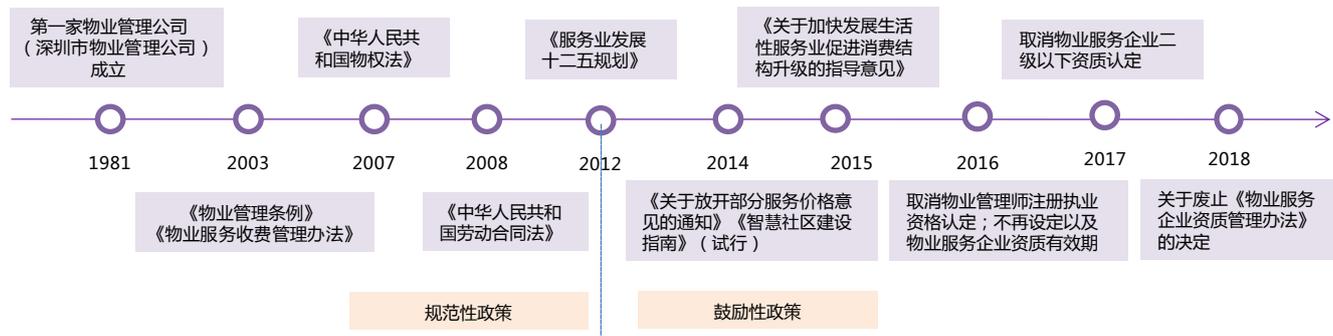
1.1、政策面与需求端变革，行业发展条件迅速成熟

我们认为政策面与需求端的变化，是物业服务行业快速发展的核心原因。

1) 从政策面来看：

自从 2012 年《服务业发展十二五规划》以来，物业服务行业的政策市场化导向逐步明确；在 2014 年出台《关于放开服务价格意见的通知》之后，后期阶段（成立业委会后）的物业费开始采用市场化定价方式；2016-2018 年，关于取消物业管理相关资质的文件陆续出台。

图 5：物业服务行业的政策历程



资料来源：中国政府网、光大证券研究所整理

物业服务行业各类资质要求的取消，提振了行业内部的有效竞争，提升了行业活力，促进了企业积极参与的意愿。2013-2018年，全国物业服务企业数量增加79%至12.7万家，市场活力和竞争进一步增强。

发改价格[2014]2755号文规定，已成立业委会的社区已能够通过协商重新定价，打破了物业服务“成本挤压但提价难”的问题，赋予了业委会较大的定价权限（前期未成立业委会的物业服务收费仍受政府价格管制）。

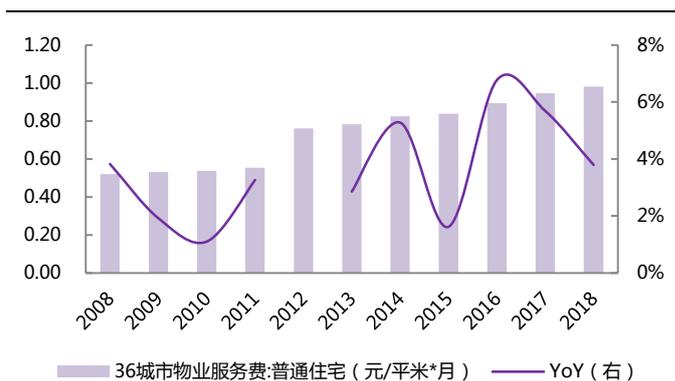
从36城住宅物业费涨幅来看，平均增速（16-18年）5.4%，高于平均增速（09-10年）2.1%，涨幅明显扩大。

图6：全国物业服务企业数量



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所；单位：万

图7：36城平均住宅物业费



资料来源：Wind、光大证券研究所；2012年政府集中调价，涨幅达到37%

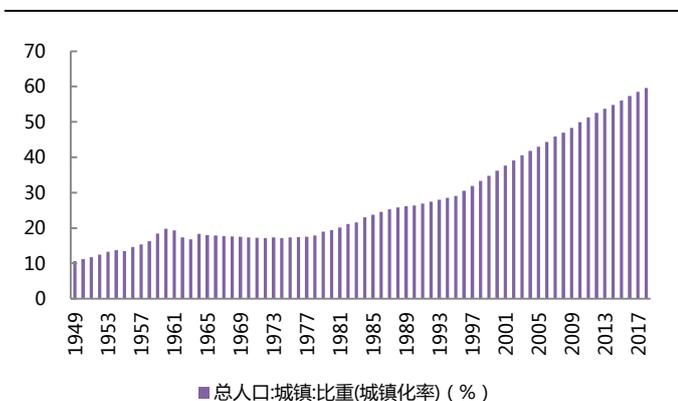
2) 从需求侧的变革来看：

城镇化发展、老龄化程度深化以及居民服务消费需求的增强，都从不同角度促进了服务经济的繁荣。物业服务作为深度连接居民日常生活场景的行业，与家庭服务需求高度契合，其可用武之地在迅速拓展。

2015年《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》指出：“今后一个时期，重点发展贴近服务人民群众生活、需求潜力大、带动作用强的生活性服务领域”。

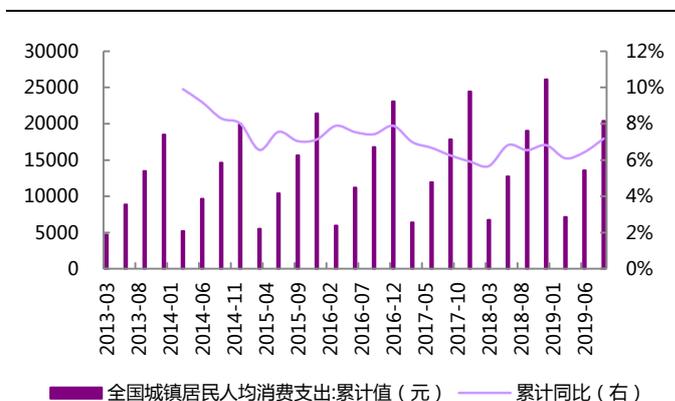
近年来，全国城镇居民人均消费支出增速维持高位。2019年前三季度，全国城镇居民人均消费支出2.04万元，累计同比增加7.18%。

图8：我国城镇化率快速提升



资料来源：Wind、光大证券研究所；截止时间：2018年

图9：全国城镇居民人均消费支出

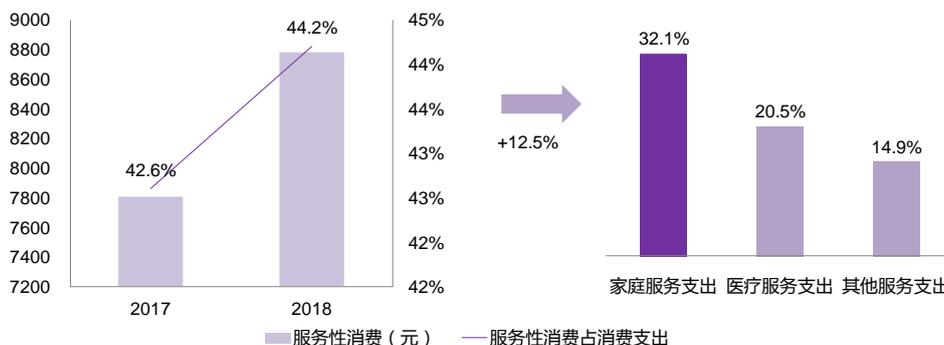


资料来源：Wind、光大证券研究所

随着消费整体支出的提升，食品支出占整体消费支出的比重下降，服务性消费占比提升明显。2018年，全国人均服务性消费支出8781元，同比增加12.5%，占总消费支出的比例提升1.6pc至44.2%。

在服务性消费中，家庭服务支出、医疗服务支出、其他服务支出分别同比提升32.1%、20.5%和14.9%。

图 10：服务性消费崛起，2018 年家庭服务支出同比增加 32.1%



资料来源：Wind、光大证券研究所

2019年11月5日，中国消费者协会发布《国内部分住宅小区物业服务调查体验报告》，显示消费者满意度和实地体验得分均处于及格水平(保洁、绿化、秩序、维修满意度分别为57.34、65.17、62.76、62.48)。11月7日，央视《新闻1+1》出台专题“中国的小区难题，如何破解？”集中报道。

较低的居民满意度凸显出当前物业服务整体水平与消费者的期待仍存在差距，服务质量还有大幅提升空间，行业的发展仍处于初步阶段。

图 11：中消协发布 36 城小区物业服务调查



资料来源：中国消费者协会、光大证券研究所

图 12：央视《新闻 1+1》出台专题报道



资料来源：央视网、光大证券研究所

1.2、“房企派” VS “独立派”

从我国的房地产的正规开发流程和交付流程出发，开发商为更好的将物业服务所需的硬件设施设备提前纳入设计考量，以及对售楼处进行日常管理，一般会选聘前期物业服务商提前介入，在设计、施工和销售过程中提供物业服务咨询(属于非业主增值服务内容)。该流程使得物业服务一定程度上继承了开发商的地域布局与资源禀赋，由此形成了“房企派”。

而在楼盘竣工交付并成立了业主委员会之后，业主委员会根据《物业管理条例》有权代表业主与业主大会选聘的物业服务企业签订物业服务合同。

独立第三方物业服务商通过较丰富的经验和较强的拓展能力，以及低成本控制能力，具备较大介入机遇。由于该类物业服务公司并不附属于房企，我们称其为“独立派”。

当前，“房企派”物业服务商的优势较为明显，主要原因在于其可以承接母公司的前期大量物业服务需求，以及在项目竣工后可以承接大量新交付楼盘。同时背靠大树或资本加持，“房企派”物业服务商的资金实力较强，在服务品质和创新科技手段的先发性较强。

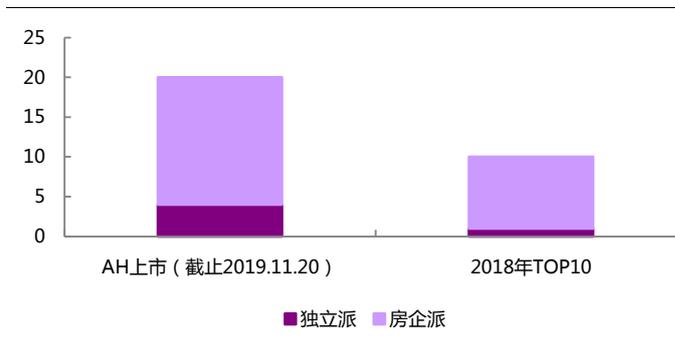
当前 A/H 上市物业企业中，“房企派”物业企业占据 16 席，仅 4 家属于独立物业服务商。而在中国指数研究院公布的 2018 年物业服务 TOP10 中，仅长城物业一家独立物业企业入围。

图 13：物业服务企业的两大阵营代表

独立派	房企派
<ul style="list-style-type: none"> •南都物业 •浦江中国 •中奥到家 •长城物业 	<ul style="list-style-type: none"> •碧桂园服务（碧桂园） •万科物业（万科） •保利物业（保利地产） •雅生活服务（雅居乐） •新城悦（新城控股） •永升生活服务（旭辉控股）

资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 14：两类物业服务企业实力对比



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所；单位：个

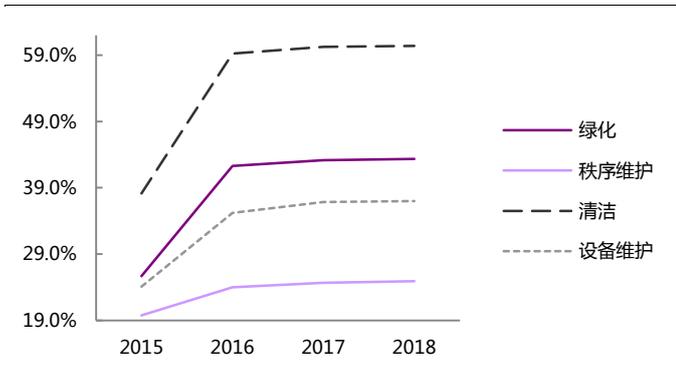
1.3、四大边际趋势，物业服务快速进化

➢ 加强基础服务的专业分工，拓展增值服务的空间

在绿化、清洁、保安等基础领域，业务外包程度逐年提升。基础业务外包，可以充分利用专业外包公司在特定领域的服务优势，通过专业化来提升服务品质。同时，物业服务企业加强过程管控，通过作业记录、现场抽检等措施保证外包业务质量。

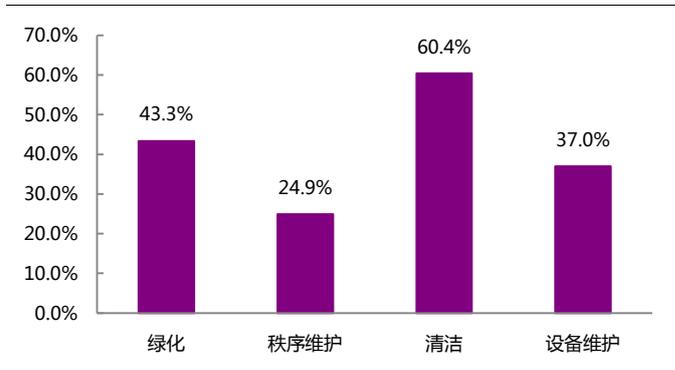
保持合理的外包项目比例，在提升服务效能的基础上，适度压缩成本，保证了盈利空间。2016 年以来，物业服务基础业务外包比例处于稳步提升阶段。截止 2018 年底，清洁、绿化、保修、保安业务外包率分别为 60.4%、43.3%、37%、24.9%。

图 15：近年来基础服务外包率稳步提升阶段



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 16：2018 年底物业服务基础业务外包率



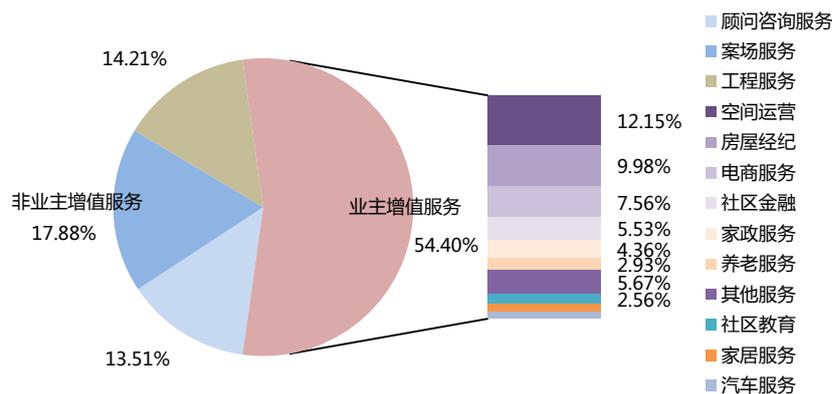
资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

除了做好巩固基础服务的基本盘之外，物业服务企业广泛开展增值服务。

其中非业主增值是指：服务对象为地产商，服务模式较为固定，以案场服务、工程服务和顾问咨询为主。业主增值服务主要指：面向业主，结合日常生活场景，满足各种服务性需求，如家居家政、房屋经纪、零售团购等。

《2019 中国物业服务百强企业研究报告》显示，较成熟的业主增值服务达到 10 种，排名前三的分别为空间运营、房屋经纪、电商服务，份额占比分别达到 12.15%、9.98%、7.56%。

图 17：2018 年百强物业企业增值服务收入情况



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

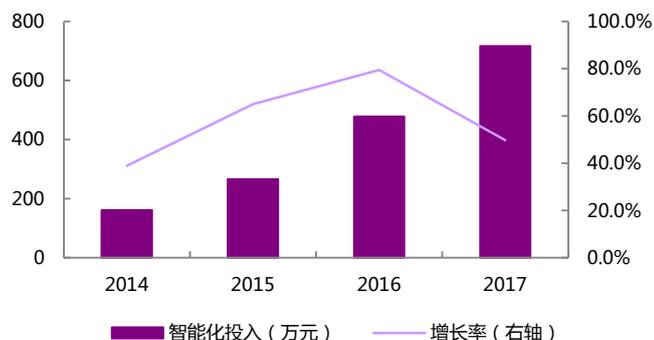
➤ 科技赋能，提质增效，降低人力需求

在社区基础设施方面，当前物业服务企业普遍引入智能门禁、集成监控等智能系统，加大远程化、集中化、机械化和自动化程度，有效削减保安、保洁、保绿等人员配比。通过线上预约的方式，实现保修人员高效配置和及时响应。

APP 等手机小程序成为物业服务商智能化建设的重要切入点。

除了线上缴费、停车、开门、通知公告、预约维修等基础需求外，APP 还成为增值服务开展的线上平台。主流物业服务公司 APP 普遍配置了旅游预订、社区金融、社区商城、二手房中介等功能。

图 18：百强企业智能化投入



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 19：2018 年底部分物业服务企业 APP 注册用户



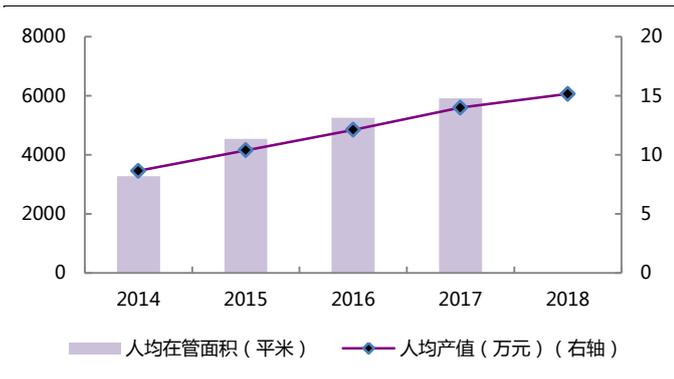
资料来源：公司公告、光大证券研究所

智能化管理可以帮助物业服务企业降低对基础劳动力的依赖，同时有助于扩大管理半径，提升管理效率，加快响应速度。

2014-2017 年，百强企业人均在管面积提升 81%，2018 年人均产值 15.15 万元，较 2014 年提升 75%。

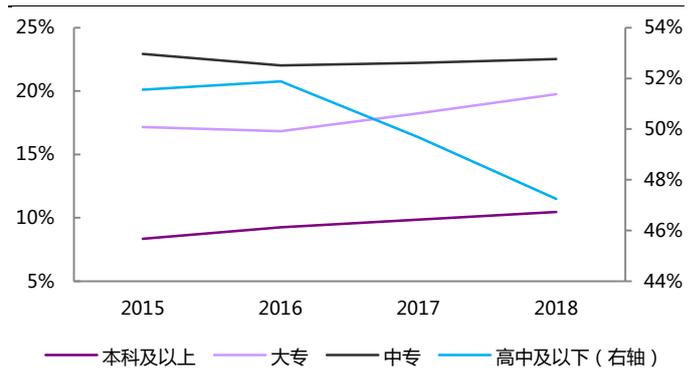
对基础劳动力的依赖减小同样体现在员工结构上，2014-2018 年，百强企业高中及以下学历的员工比例下降 4.3pc 至 47.3%，大专及以上学历员工比例上升 4.7pc。

图 20：人均效能明显提高



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 21：百强企业员工学历构成



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

➤ 全面拓展管理业态，不同物业类型的专业度要求提升

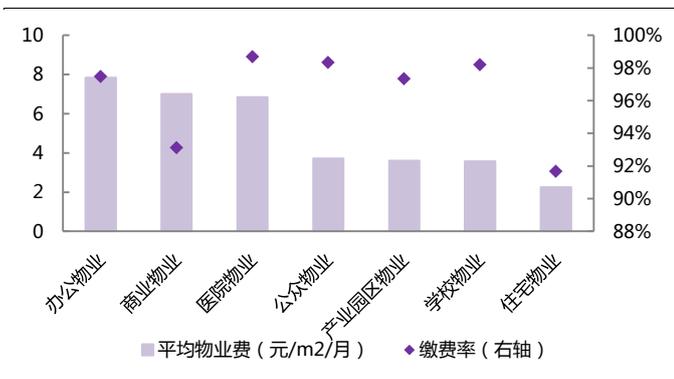
当前，物业服务公司除了拓展传统的社区住宅物业之外，也在办公、商业、政府、产业园等公共物业类型开展了全面的竞争与挖掘。

从物业服务板块 500 强（中物研协《2019 物业服务企业发展指数测评报告》）在管面积来看，住宅占比超过 63%。由于办公、商业、政府等业态管理往往需要更高的专业度，加上多数为“to B”业务，其平均物业费 and 收缴率均高于住宅物业。

2018 年，在中指院发布的百强物业服务企业统计数据中，住宅物业贡献的基础服务收入占比 45.8%，同比减少 13.9pc。办公、商业、产业园、学校占比则分别提升 5.5、1.9、2.4、1.7pc。

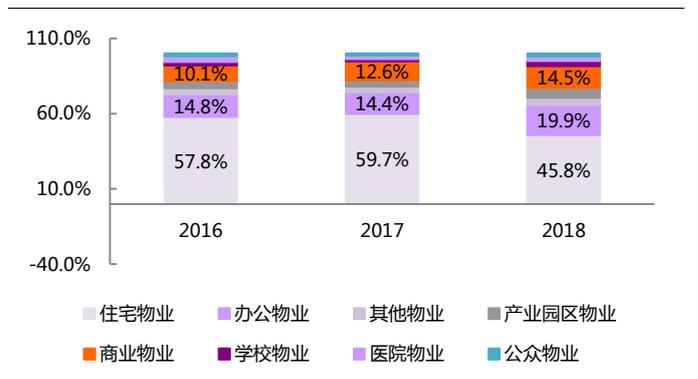
对管理物业类型的全面挖掘，以及针对不同物业类型的专业度提升，既体现出物业服务市场竞争的加剧，也代表着市场在进一步走向成熟。

图 22：2018 年不同业态物业管理收费水平与收缴率



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 23：2016-2018 百强企业基础服务收入业态占比



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

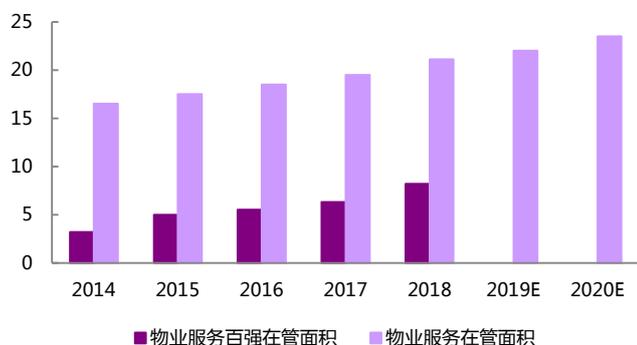
► 行业市场空间大，集中度持续提升，龙头优势明显

随着居民服务消费意识提升，以及我国老龄化程度的加深，物业服务行业市场空间巨大。据中指院预计，到 2020 年物业服务行业在管面积将达到 235 亿平米，如保守按百强企业 2018 年平均物业费 4.22 元/平/月来计算，则年市场容量接近 1.2 万亿。

当前行业集中度较低，按照 2018 年末在管面积计算，TOP3 企业的市占率约为 3.5%，TOP10 市占率约为 11.4%，TOP100 市占率约为 38.9%，行业格局仍处于高度分散阶段，集中度有望继续提升。

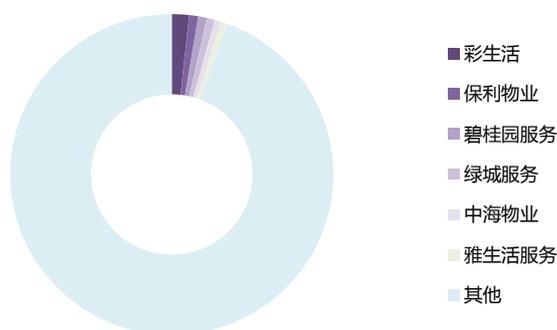
行业的高成长性，低集中度，以及广阔的市场空间，使得目前头部企业的成长天花板依然遥远。

图 24：我国物业服务行业市场空间



资料来源：中指院预测、光大证券研究所；单位：十亿平米

图 25：龙头市占率仍处于极低水平

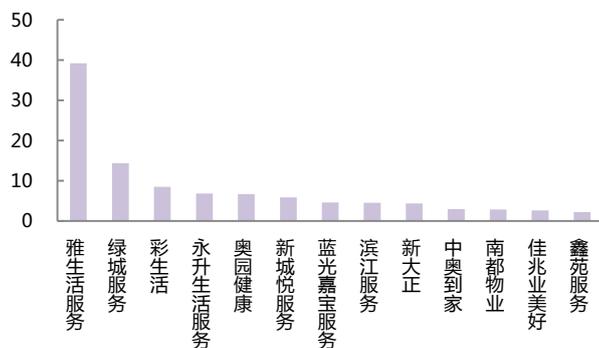


资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所；截止 2018 年底

随着物业服务企业上市数量迅速提升，主流企业竞争优势进一步显现。上市融资目的显示，前两大用途分为收并购扩大业务范围和 APP 平台建设，资本加持将进一步扩大主流企业的竞争优势。

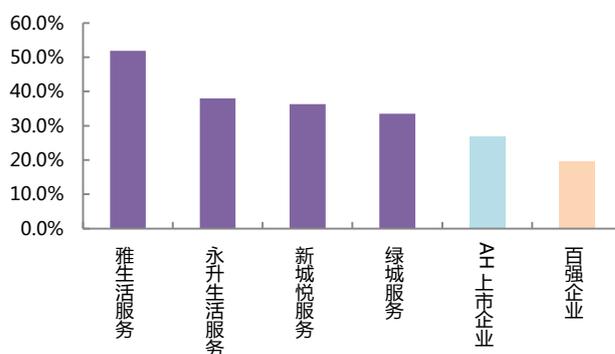
我们认为，主流房企拥有较高的品牌知名度和美誉度，在管面积规模较大、客户基础扎实、资本实力雄厚，除了能通过规模效应做大基础服务，也能为培育高毛利率的增值服务的提供土壤。数据显示，头部企业如碧桂园服务、永升、新城悦、绿城等，增值服务占营收比重显著高于 AH 上市企业及百强企业平均水平。

图 26：物业板块上市公司首发募集资金净额



资料来源：Wind、光大证券研究所；单位：亿港元

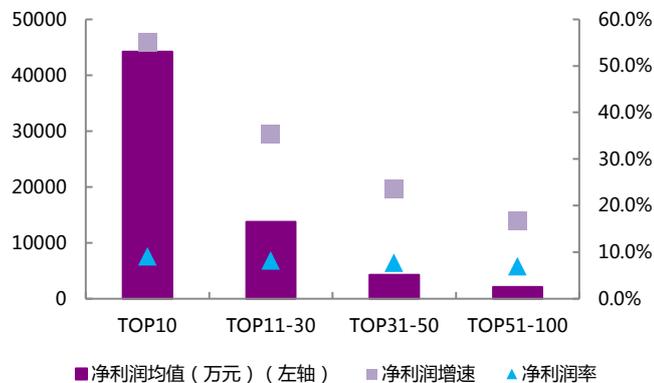
图 27：头部企业增值服务占营收比重更高



资料来源：Wind、光大证券研究所；2018 年报数据

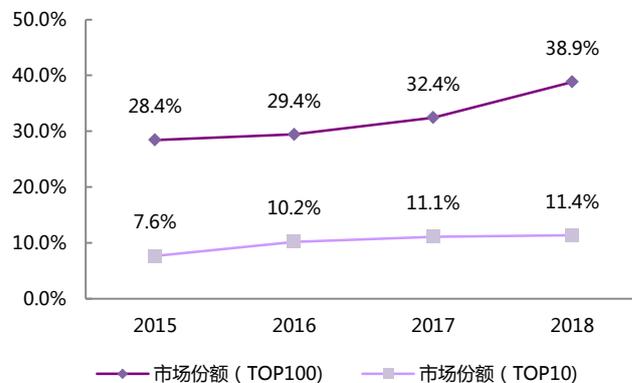
从百强企业分层表现来看，随着企业层级由高向低，净利润增速和净利润率均呈下降趋势。2015-2018年，TOP10和TOP100的市场份额分别上升3.7pc和10.4pc，行业集中度呈上升趋势。

图 28：2018 年不同规模层级市场表现



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 29：TOP10 和 TOP100 市场份额



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

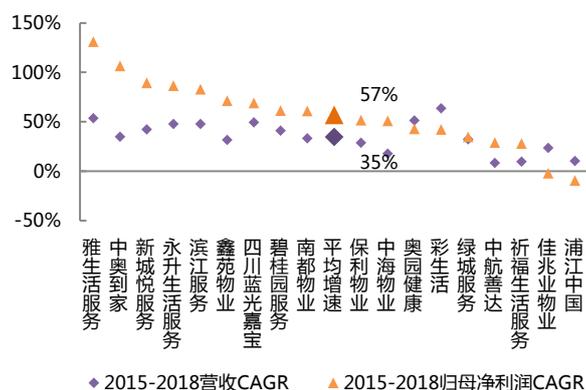
2、主流企业前景展望：规模与利润双支撑

当前，物业服务上市公司处于高增速支撑高估值的时期。

2015-2018 年，统计范围内的 19 家物业服务企业（上市或预上市）营收复合增速 35%，归母净利润复合增速 57%。从估值上看，各家上市公司的表现差异较大，其中主流公司的估值（TTM）在 30-50 倍之间。

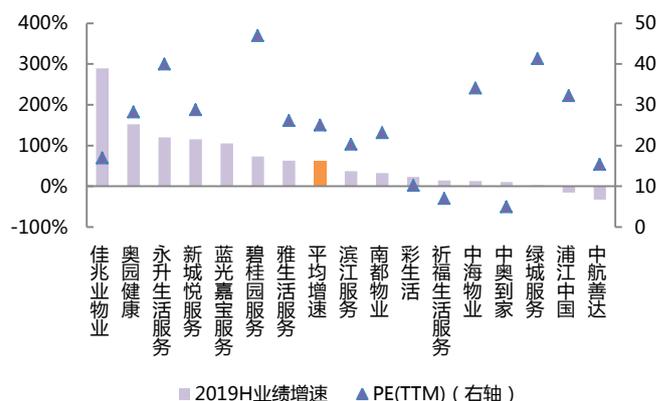
展望后续，我们认为主流上市物业公司的成长属性仍较明显，利润增速仍在较长一段时间保持在高位。核心原因拆分主要来自于：1) 规模增长确定性较强；2) 利润率水平有支撑。

图 30：物业板块营收与归母净利润增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 31：2019H1 归母净利润增速与 PE(TTM)



资料来源：Wind、光大证券研究所；截止 2019 年 11 月 15 日

2.1、合约覆盖度高，规模增长确定性较强

➤ 合约面积锁定储备空间，增长确定性强

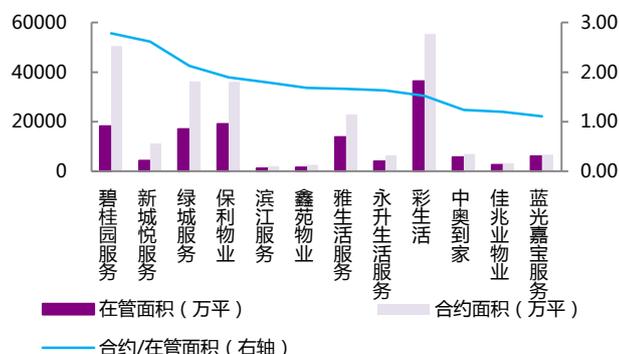
与房地产行业预售制下“预售”到“交付”对应，物业服务行业存在“合约面积”到“在管面积”的转化。

合约面积包括在管面积和储备面积。开发商通常在预售前与物业服务商签订新楼盘物业合约，待楼盘交付后，业主签订物业入伙通知书，合约面积转为在管面积。因此，合约面积对在管面积的覆盖度代表了未来增长潜力。

当前龙头物业服务商的合约面积覆盖度普遍在 1.5 倍以上，碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务分别达到 2.78、2.62、2.13。

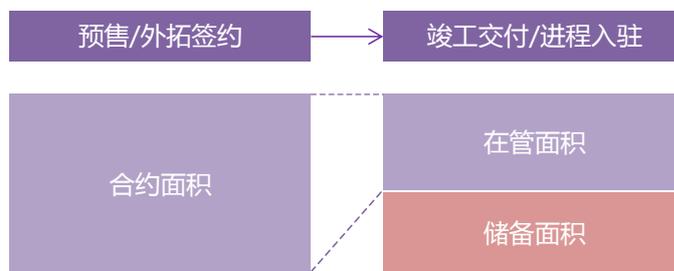
随着销售向竣工传导，储备面积将在 3 年内转化为物业服务商的在管面积。因此，丰厚的储备面积在较大程度上锁定了未来 3 年内的规模增长。

图 32：开发商背景物业服务企业在管面积覆盖度



资料来源：Wind、光大证券研究所；2018 年报数据

图 33：从合约面积到在管面积



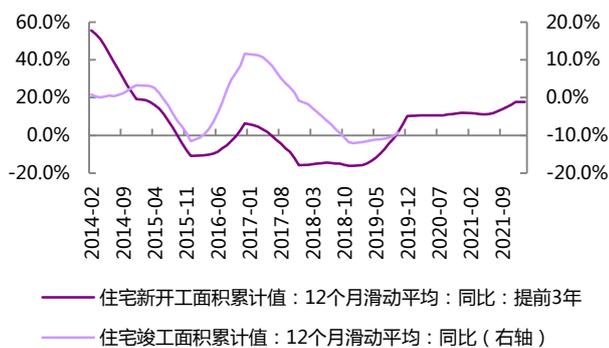
资料来源：Wind、光大证券研究所

从短周期来看，竣工表现也在朝着对物业服务有利的方向发展。

根据光大地产 2019 年 3 月发布的《3 月地产销量回暖，重视产业链投资机会》，2019 年开始进入竣工复苏小周期。最新统计局数据显示，10 月全国住宅竣工单月同比+18.8%，累计同比-5.5%，较上月+3pc，全年累计降幅连续四个月收窄，2019 年行业竣工进入复苏周期如期确认。

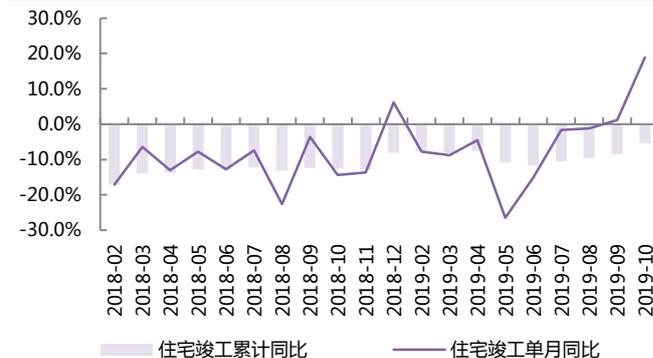
竣工复苏周期将较大幅度提升楼盘交付面积，带动储备面积向在管面积的转化，有望加速储备面积丰厚公司的业绩释放。

图 34：2015 年后，住宅竣工相对新开工滞后约 3 年



资料来源：Wind、光大证券研究所测算

图 35：商品住宅竣工面积单月同比和累计同比



资料来源：Wind、光大证券研究所测算

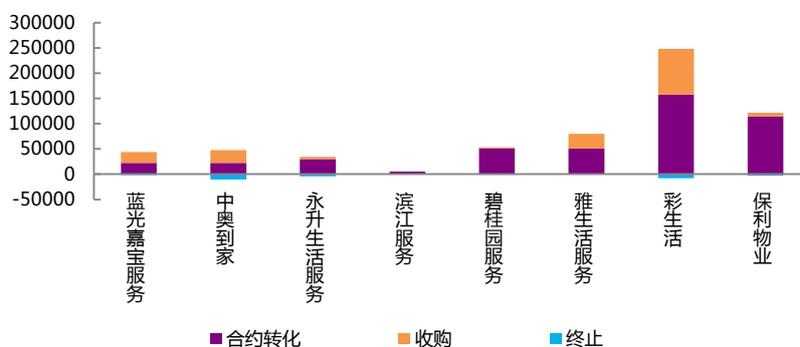
➤ 拓展存量，并购活跃

提升在管面积，除了从合约面积转化之外，企业还可以通过竞争来拓展存量项目。目前常用的手段通常包括：第三方拓展、并购、成立合资公司。

通过统计 2016-2018 年物业服务商在管面积来源，我们可以看到，收购是在管面积扩张的重要途径。以 2016-2018 年并购面积占在管面积增量的比例为衡量指标，蓝光嘉宝、中奥到家、雅生活、彩生活分别达到 49%、52%、37%、36%。

当前行业集中度仍处极低水平，收并购整合空间仍广。龙头企业马太效应显现，加上行业本身的现金流属性和低资本开支，在管面积的扩大将很快传导至在手现金规模，行业内并购将持续活跃。

图 36：2016-2018 部分物业服务商在管面积来源



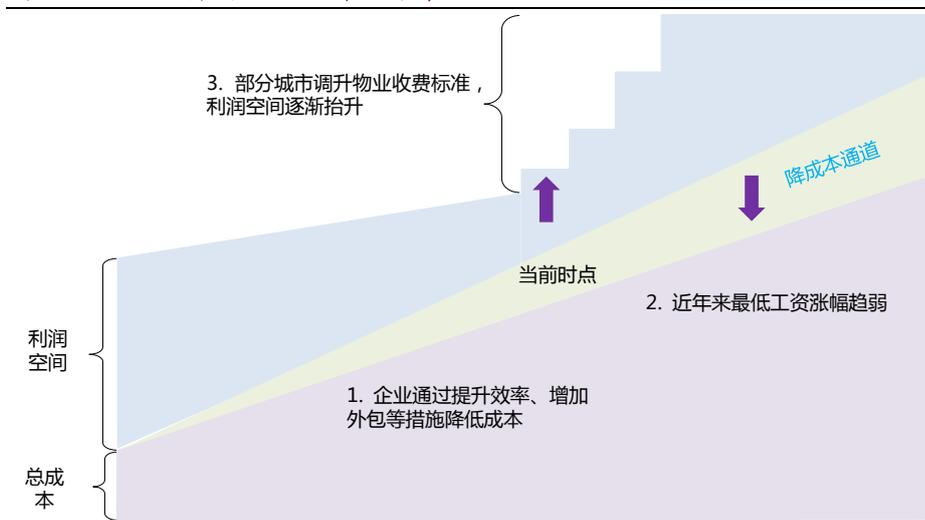
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；单位：千平方米

2.2、降成本提费率，利润率水平有支撑

➤ 基础物业费定价市场化，人工成本压力缓解

近年来最低工资涨幅趋缓，物业公司加大外包比例和智能化改进，成本端压力缓解；同时收入端市场化定价，使得物业服务利润空间有望扩大。

图 37：物业服务行业利润挤压与释放模型



资料来源：光大证券研究所

成本端：我国在 2010 年前后进入“刘易斯拐点”，即劳动力需求增长超过供给增长，劳动力无限供给的局面结束，之后几年最低工资水平增长明显，连续 4 年保持在 10% 以上的增速。最低工资水平的大幅增长，给劳动密集型的物业服务行业带来较大成本端压力。

2016 年以来，30 省市最低工资均值涨幅趋缓，逐步下行至 5% 附近，已与 36 城住宅物业费增幅接近，成本端压力显著缓解。

收入端：如前所述，在《关于放开部分服务价格意见的通知(发改价格[2014]2755 号)》出台后，后期（业委会成立后）物业费已实现市场化定价，“为优质服务付费”的观念逐步深入人心；同时，不少政府在对前期物业费的制订上也提高了标准。

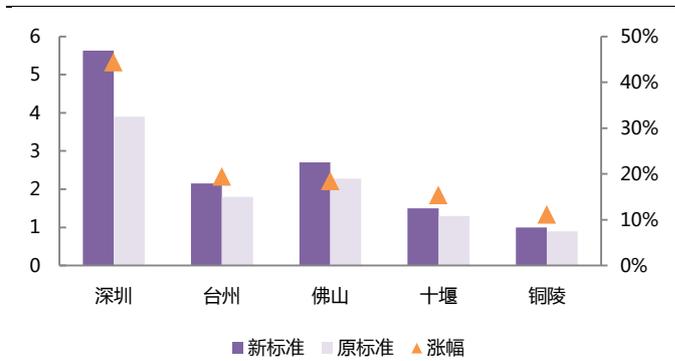
2018 年以来，已有深圳、台州、佛山等城市上调前期物业费标准；2019 年 10 月，北京新版物管条例征求意见，物业费实行市场调节价并动态调整，市场化有望进一步推进。

图 38：近年来最低工资水平涨幅趋缓



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 39：2018 年至今部分城市上调物业服务收费标准



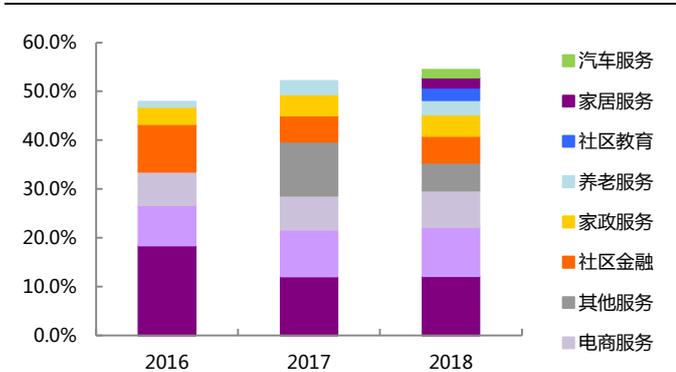
资料来源：各地政府网站、光大证券研究所；单位：元/平米*月

➤ 增值服务进入深耕阶段，高毛利率水平有望获得支撑

在增值服务方面，主流物业服务公司经过近几年的探索和尝试，服务模式逐步稳定。从百强企业在业主增值服务方面的收入占比来看，家居服务、房屋经纪和电商服务稳居前三，家政、养老、教育等具备较大后发潜力。

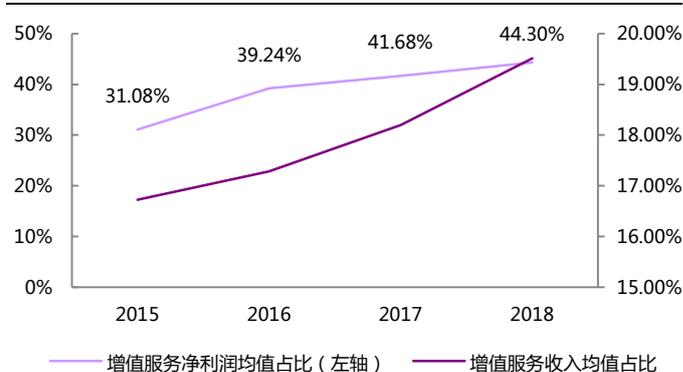
总体来看，社区增值服务进入深耕阶段，有助于减少试点探索消耗，对毛利率形成支撑，形成新的利润增长点。

图 40：业主增值服务格局逐步稳定



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

图 41：百强企业增值服务收入和利润占比



资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所

3、三大维度，12个量化指标建立选股框架

2018年以来，物业服务企业迎来密集上市，至今已有20家成功在A股及H股成功挂牌。

➤ 整体来看，在已上市物业服务商中：

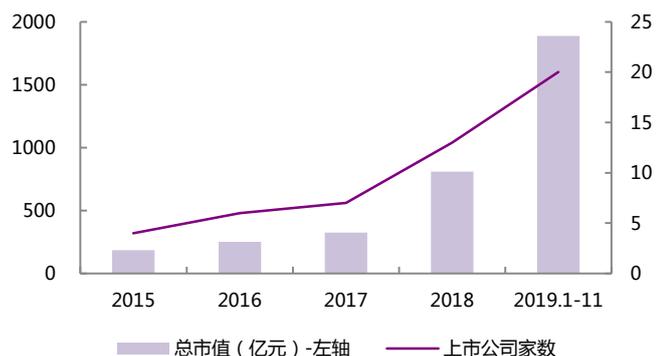
1、龙头效应较明显。市值排名前三的分别为碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务。三家合计在管面积占比34%(2018年底)，市值占比为62%(2019年11月15日)。

2、按规模来看，第一梯队的在管面积普遍在1亿平方米以上，第二梯队的在管面积在4000万平方米以上。

3、从营收结构来看，虽然基础服务收入仍是营收主要来源，但部分企业的增值服务收入占比已超过50%，如佳兆业服务(58%)、雅生活服务(52%)。

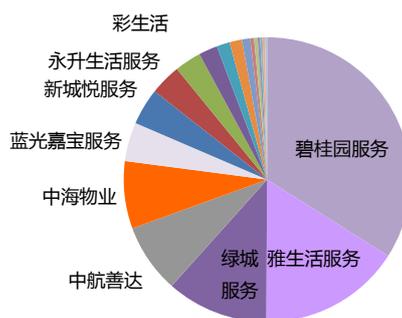
4、拆分增值服务结构，非业主增值服务占比普遍超过业主增值服务。

图 42：2015 年至今物业服务板块上市公司情况



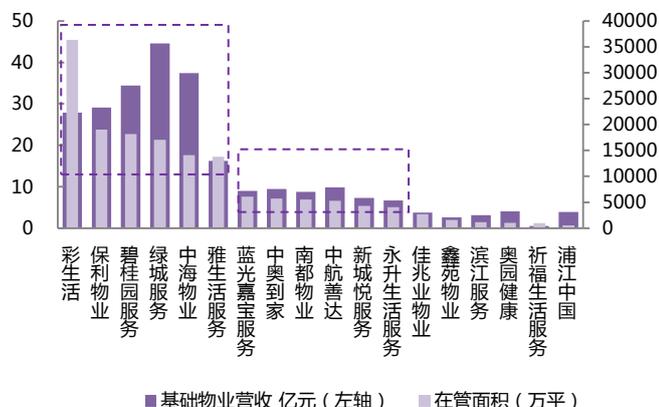
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 43：已上市物业服务商市值分布



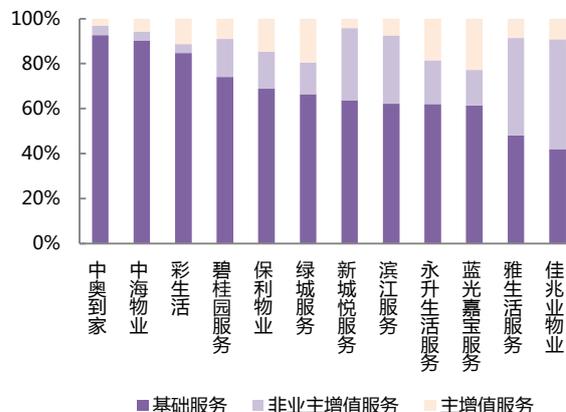
资料来源：Wind、光大证券研究所；截止 2019 年 11 月 15 日

图 44：上市物业服务商在管面积与基础物业营收



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

图 45：上市物业服务商营收结构



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

表 1：18 家物业服务上市企业一览

序号	代码	简称	最新收盘价	上市日期	沪股通	深港通	净资产 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2018 普通股东净利润 (亿元)	2018 年毛利率%
1	000043.SZ	中航善达	22.50	1994-09-28	否	否	48.85	64.16	8.57	19.64
2	1778.HK	彩生活	4.67	2014-06-30	是	是	32.56	36.14	4.85	35.49
3	2669.HK	中海物业	5.20	2015-10-23	是	是	11.29	41.55	4.02	20.43
4	1538.HK	中奥到家	0.66	2015-11-25	否	否	6.06	10.30	0.96	27.58
5	2869.HK	绿城服务	9.05	2016-07-12	是	是	24.05	67.15	4.83	17.85
6	3686.HK	祈福生活服务	0.59	2016-11-08	否	否	3.22	3.42	0.73	48.65
7	1417.HK	浦江中国	2.00	2017-12-11	否	否	2.40	3.93	0.25	17.18
8	603506.SH	南都物业	22.37	2018-02-01	否	否	6.46	10.53	0.92	22.10
9	3319.HK	雅生活服务	26.95	2018-02-09	否	否	55.10	33.79	8.01	38.20
10	6098.HK	碧桂园服务	27.50	2018-06-19	是	是	23.30	46.77	9.23	37.68
11	1755.HK	新城悦服务	11.68	2018-11-06	否	否	8.67	11.50	1.50	29.48
12	2168.HK	佳兆业美好	21.60	2018-12-06	否	否	5.06	8.96	0.54	30.93
13	1995.HK	永升生活服务	5.10	2018-12-17	否	否	9.03	10.77	1.01	28.72
14	3316.HK	滨江服务	7.10	2019-03-15	否	否	1.85	5.10	0.70	26.49
15	3662.HK	奥园健康	6.47	2019-03-18	否	否	1.26	6.20	0.78	33.73
16	6093.HK	和泓服务	1.37	2019-07-12	否	否	0.80	2.25	0.17	35.86
17	1895.HK	鑫苑物业	2.06	2019-10-11	否	否	2.51	3.94	0.76	33.96
18	2606.HK	蓝光嘉宝服务	53.05	2019-10-18	否	否	4.67	14.66	2.89	33.24
19	002968.SZ	新大正	0.00	-	否	否	2.7	8.80	0.88	21.2
20	1922.HK	银城生活服务	2.21	2019-11-06	否	否	0.7	4.68	0.27	14.5

资料来源：Wind、光大证券研究所整理；截止日期：2019.11.20；注：A 股收盘价单位为元，H 股收盘价单位为港元

➤ 基础收费模式与业态拆分

根据计费模式差异，基础服务收费可分为包干制和酬金制。

酬金制下，物业服务商在预收的物业服务资金中提取约定比例，其余全部用于物业服务支出，结余或不足由业主负责。包干制下，业主向物业服务商支付固定费用，盈余或亏损均由企业负责。

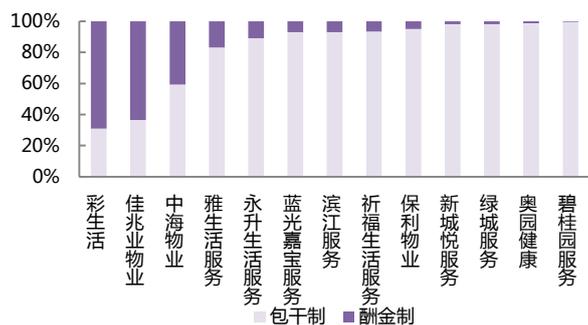
需要说明的是，二者的毛利率水平差异较大，下文有详述。

上市物业服务商普遍采用包干制，部分企业酬金制面积占比较大，如彩生活（69%）、佳兆业物业（64%）、中海物业（41%）。

根据住宅物业面积占在管物业面积中的比例大小，业内也将物业公司分为住宅类和非住宅类。住宅类占比较大物业上市公司为鑫苑物业（96%）、碧桂园（95%）、蓝光嘉宝（95%），非住宅占比较大的物业上市公司为浦江中国（71%）、雅生活服务（40%）、保利物业（39%）。

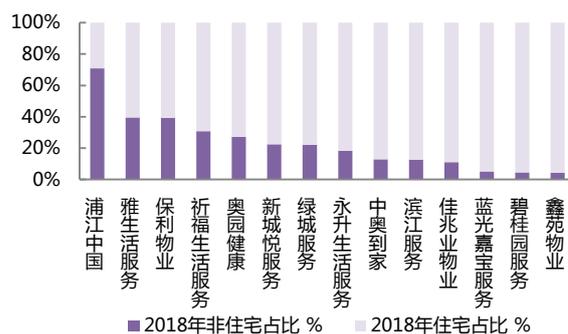
但随着近年来非住宅物业逐步受到重视，上市物业服务商普遍加大了对非住宅物业领域的扩张。

图 46：上市物业服务商包干制与酬金制面积占比



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

图 47：上市物业服务商住宅与非住宅面积占比

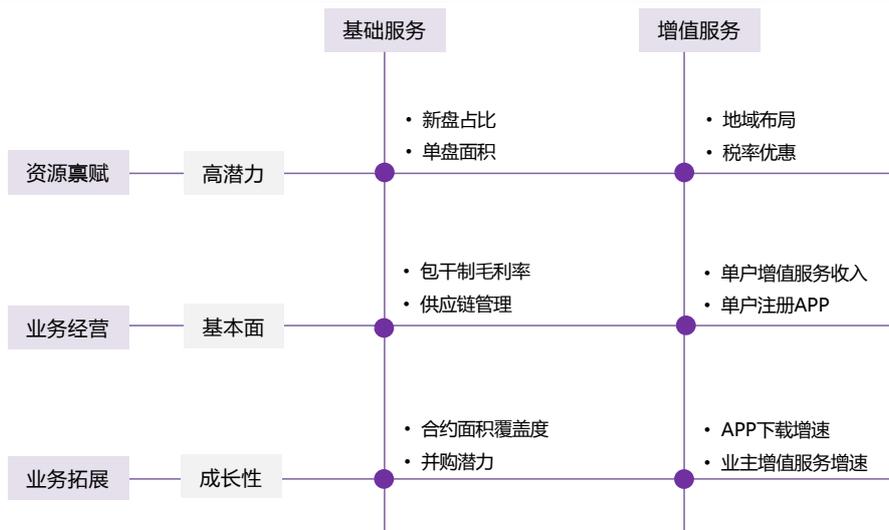


资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

➤ 三大维度，12 大量化指标，建立选股框架

我们尝试从基础服务和增值服务两大业务板块出发，分资源禀赋（特殊优势）、业务经营（基本面）、业务拓展（成长性）三个维度进行分析。在业务与分析维度的交叉点，筛选出 12 项重要量化指标，构建光大物业选股框架。

图 48：物业服务商三维度 12 指标分析框架



资料来源：光大证券研究所

3.1、资源禀赋：起跑线优势

“房企派”物业服务商脱胎于房地产开发商，由此承接了开发商的楼盘资源和地域分布格局，资源禀赋是构成物业服务商竞争力的一项重要壁垒。

➤ 毛利率因子（新盘占比、单盘面积）

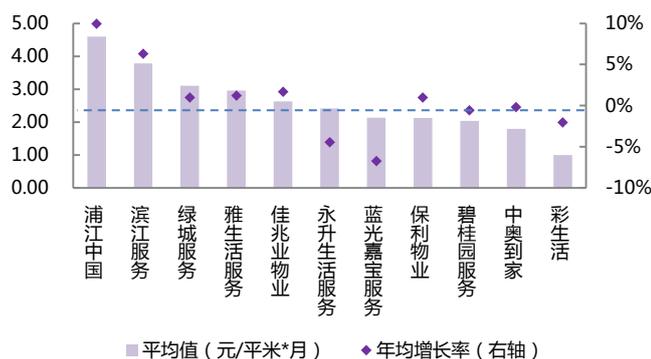
新盘占比：由于物业费定价市场化的推进，一般情况下，相比老盘，新盘物业费定价更为宽松。由于各项设施较完备且入住率偏低，新盘的成本支

出更低，因此在其他条件给定的情况下，新盘占比高的物业服务商毛利率水平通常较高。

单盘面积：一般情况下，单盘面积的增加有助于分摊固定成本，从而提高毛利率；同时，单盘面积往往与关联方开发商的开发风格密切相关。就在管面积超 100 万平方米的“超级大盘”来说，碧桂园服务在管 24 个，雅生活服务在管 12 个（截止 2017 年底）。

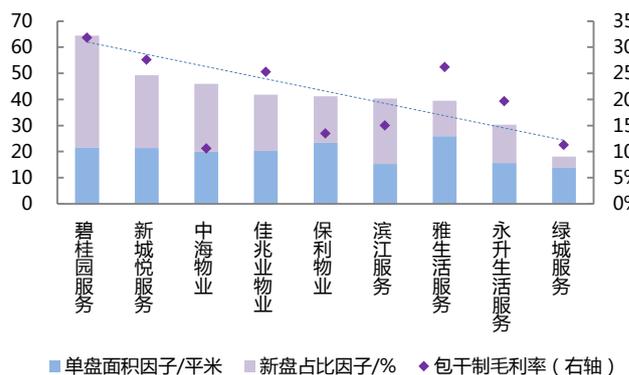
以单盘面积因子和新盘占比因子之和排序，总体与包干制毛利率呈正相关。包干制毛利率与趋势线出现不同程度偏差，反映出后期运营能力的影响。

图 49：2015-2018 平均物业费



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；单位：元/平米/月

图 50：2015-2018 平均物业费增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

➤ 区域布局

对于物业公司而言，较大范围内的区域布局能够有效分散风险，积累不同地区的物业服务运营经验，构成竞争壁垒，同时享受多区域物业服务收费的提升。

从已上市物业服务企业的地域布局来看，头部企业基本已实现全国布局，如彩生活、中海物业、雅生活服务、碧桂园服务、佳兆业物业、中航善达；部分企业在管面积集中于较大的都市圈，如中奥到家、绿城服务、新城悦服务、永升生活服务、奥园健康；部分区域型企业则专注于地市级市场，如祈福生活服务、浦江中国、滨江服务、南都物业。

由于资源承接的关系，物业服务商的地域布局与其关联开发商的一致性较高。绿城服务、滨江服务、永升生活服务，其物业服务核心区域与关联房地产开发商布局核心区域高度重叠。

也有部分物业服务商通过第三方并购实现全国布局，如彩生活。

表 2：物业服务企业地域规模分类

分类	物业服务企业
全国型	彩生活、中海物业、雅生活服务、碧桂园服务、佳兆业物业、中航善达
半全国型	中奥到家、绿城服务、新城悦服务、永升生活服务、奥园健康
区域型	祈福生活服务、浦江中国、滨江服务、南都物业

资料来源：光大证券研究所

➤ 税率因素

税收因素在一定程度上反映出企业独特的竞争力。

从 2016-2018 年实际平均税率来看, 税率较低的为浦江中国 (16.0%)、新城悦服务 (20.7%)、碧桂园服务 (22.6%)。

排除经营因素, 在适用税率上, 物业服务企业享受的税收优惠通常包括如下几类:

1) 高新技术企业认证 (15%)。物业服务企业在进行智慧化管理的同时, 会加大对研发方面的投入, 有助于部分子公司获得高新技术企业认证, 如祈福生活服务、佳兆业物业、雅生活服务、彩生活、碧桂园服务;

2) 西部地区税收优惠。主要针对部分在西部有业务布局的物业服务企业, 如佳兆业物业、彩生活;

3) 特殊注册地税收优惠。如新城悦注册在西藏;

4) 其他如小微企业认证 (南都物业), 节能环保认证 (彩生活) 等。

表 3: 上市物业服务企业适用税率

	适用税率	原因
中航善达	25%	地产业务税率较高
中奥到家	25%	
祈福生活服务	25%、15%	子公司获高新技术认证(15%)
佳兆业物业	25%、15%	部门业务处于西部(15%)、2家子公司获高新技术认证(15%)
奥园健康	25%	
中海物业	25%、12%	澳门补充所得税(12%)
永升生活服务	25%	
南都物业	25%、10%	4家子公司适用小微企业 20%减半(10%)
绿城服务	25%、20%	杭州绿城职业培训学校(20%)、宁波绿城广告(20%)
雅生活服务	25%、15%	广州雅天高新技术企业(15%)、横琴雅恒(自贸区)(15%)
滨江服务	25%	
彩生活	25%、15%	高新科技企业(15%)、若干西部地区注册(15%)、节能环保(三免三减半)
碧桂园服务	15%	碧桂园物业服务: 高新技术企业 (2018.5)
新城悦服务	25%、15%	应课税总收入的 50%分摊至西藏总公司
浦江中国	25.0%	

资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

3.2、基本面: 运营管理能力是核心

3.2.1、基础服务: 管理能力是核心, 区分看待酬金制

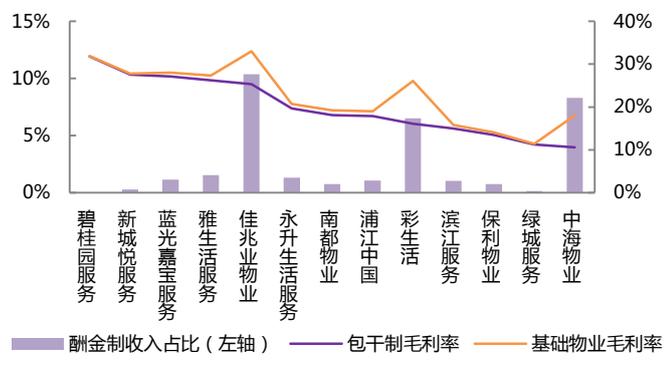
➤ 包干制毛利率

从基础物业服务的毛利率水平来看, 上市物业服务企业居前三位的分别为: 佳兆业物业 (33%)、碧桂园服务 (31.9%)、蓝光嘉宝服务 (28%)。

目前酬金制物业服务相关费用不计入成本, 故毛利率按 100% 计算。因此酬金制占比较高会在一定程度上提升基础物业服务毛利率水平。

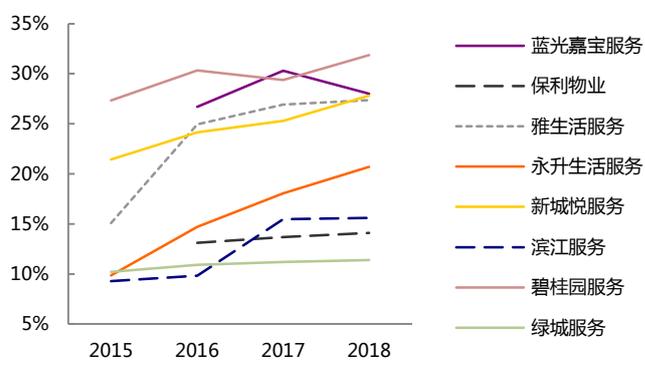
我们认为，包干制下收益与成本挂钩，企业具有优化管理、提升效率的动力，能够真实反映企业经营水平。在排除酬金制收入影响后，上市物业服务企业包干制毛利率居前三位的分别为：碧桂园服务（31.9%）、新城悦服务（27.6%）、蓝光嘉宝服务（27.2%）。

图 51：2018 年基础物业毛利率



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 52：2015-2018 年基础物业毛利率上升的企业



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

➤ 从应收和应付考察上下游供应链管理能力的

物业公司的应付账款主要包括对第三方外包公司的付款。近年来随着基础物业服务外包占比扩大，对第三方服务提供商的应付款项逐年提高。

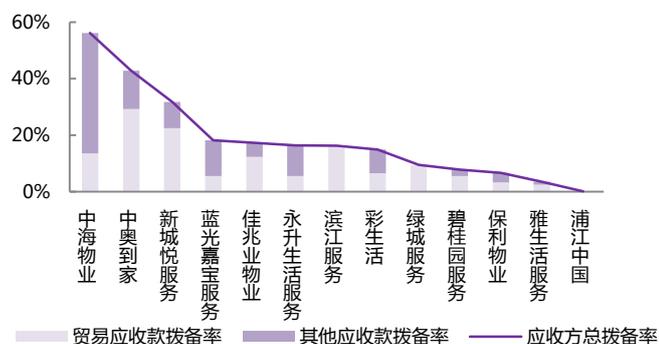
应收款项主要来自居民端，包括包干制下的物业服务收入及酬金制下的代业主付款等。从应收款总拨备率来看，居前的分别为：中海物业（56%）、中奥到家（43%）、新城悦服务（32%）。

应收款减值拨备率指通过不同期限的预计亏损率而得到的减值准备，主要体现了物业公司对应收账款回收能力的预估，拨备率较高的公司相对而言利润水平较扎实。

平台化趋势下，物业服务商对上游（业主）和下游（第三方服务商）的供应链管理愈发重要。通过扩大应付款规模，缩小应收款规模，企业可改善现金流水平，在一定程度上体现出供应链管理对企业价值的提升。

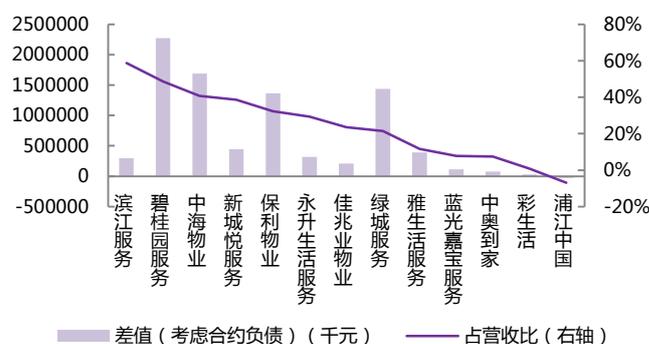
从应收应付差值占营收比例来看，居前的分别为：滨江服务（59%）、碧桂园服务（49%）、中海物业（41%）。

图 53：上市物业服务商应收款减值拨备情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

图 54：上市物业服务商应收与应付差值



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

3.2.2、增值服务：APRU 概念衡量盈利能力

ARPU(Average Revenue Per User)即每用户平均收入，通常用于衡量电信运营商和互联网公司业务收入的指标。

我们将相关概念引入业主增值服务领域，用每户增值服务收入及 APP 注册用户来衡量业主增值服务的开展。

假设每户在管面积 100 平米，每户业主增值服务收入居前的为：绿城服务 (769 元/户)、蓝光嘉宝服务 (550 元/户)、永升生活服务 (493 元/户)。

每户 APP 注册用户量居前的为：彩生活彩之云 (7.3 个/户)、佳兆业服务 K 生活 (2.2 个/户)、新城悦服务新橙社 (1.3 个/户)。

图 55：每户增值服务收入

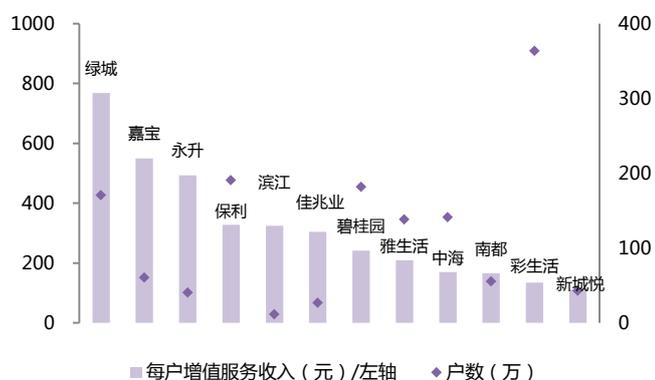
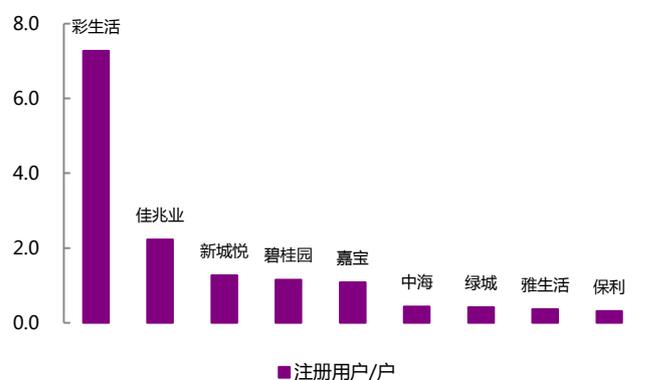


图 56：每户 APP 注册用户量



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

3.3、成长性：合约覆盖度与增值服务空间

3.3.1、合约面积覆盖度和并购潜力

合约面积通常包括已交付和未交付面积（储备面积），合约面积对在管面积的覆盖度代表了未来增长潜力。

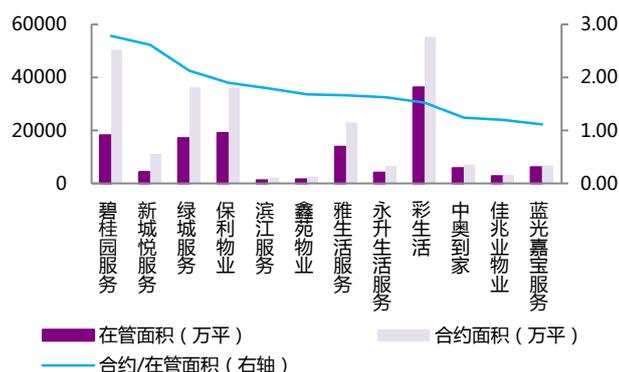
从合约面积覆盖度来看，物业服务上市公司排序依次为：碧桂园服务 (2.78)、新城悦服务 (2.62)、绿城服务 (2.13)。

除了合约面积转化，收并购也是扩大在管面积的有效手段，我们认为在手现金充沛且第三方面积占比较低的物业服务商，具备较大的并购动力。

从在手现金/总资产角度来考察，居前的分别为滨江服务 (83%)、新城悦服务 (82%)、永升生活服务 (78%)。

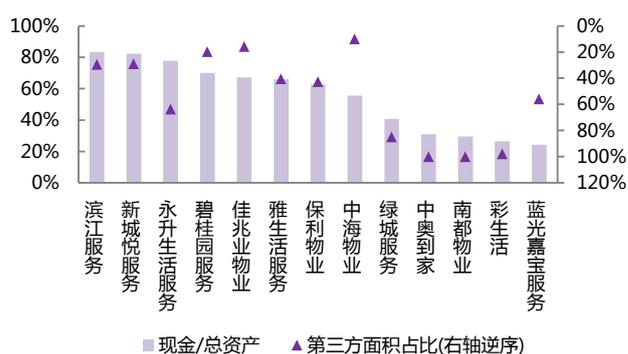
第三方在管面积占比较低的有：中海物业 (10%)、佳兆业美好 (16%)、碧桂园服务 (20%)。

图 57：上市物业服务商合约面积覆盖度



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

图 58：上市物业服务商并购潜力



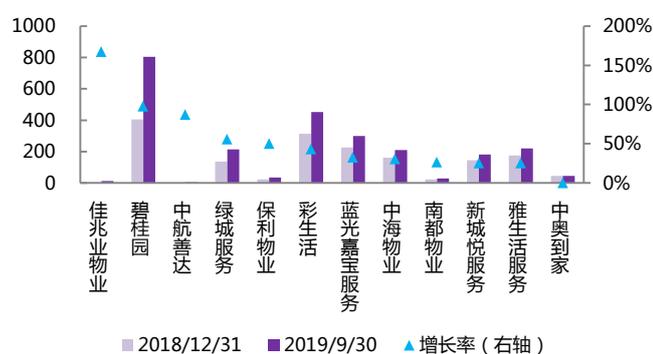
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；2018 年报数据

3.3.2、增值服务成长性

近三年业主增值服务年化增速居前的有：雅生活服务（130%）、永升生活服务（96%）、绿城服务（65%）。结合业主增值服务规模来看，绿城服务在业主增值服务方面表现突出。

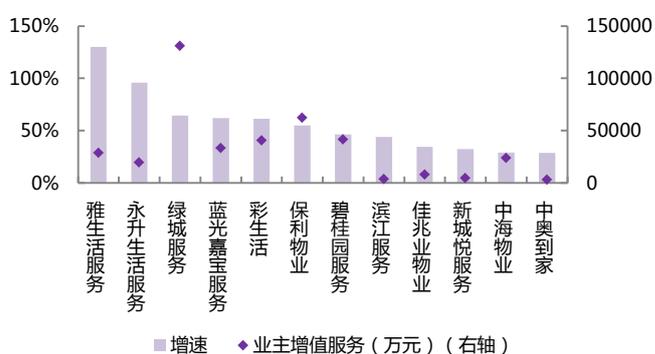
从 2019 年以来 APP 下载量增速来看，居前的有：佳兆业美好 K 生活（167%）、碧桂园凤凰会（98%）、中航善达智慧物业平台（87%）。

图 59：上市物业服务商 2019 年以来 APP 下载增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 60：上市物业服务商业主增值服务近三年年化增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

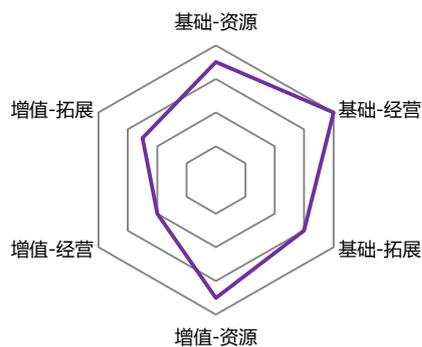
4、量化指标选股与投资建议

通过 12 项指标量化选股，我们认为：

从规模上看，碧桂园服务、雅生活服务属于第一梯队，其中碧桂园服务新盘占比方面优势突出，毛利率较高；雅生活服务大盘管理优势，业主增值服务增速较快；新城悦服务、永升生活服务处于第二梯队，其中新城悦服务合约覆盖度高，扩张潜力大；永升生活服务成长迅速，增值服务增速较快；绿城服务深耕业主增值服务，优势突出。

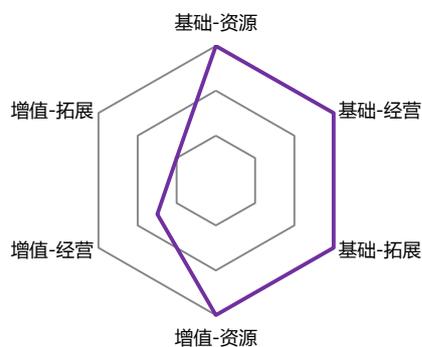
通过量化指标体系，综合考虑规模、利润率、成长性和附加值，我们推荐碧桂园服务、雅生活服务、新城悦服务、永升生活服务、绿城服务。

图 61：碧桂园服务综合能力



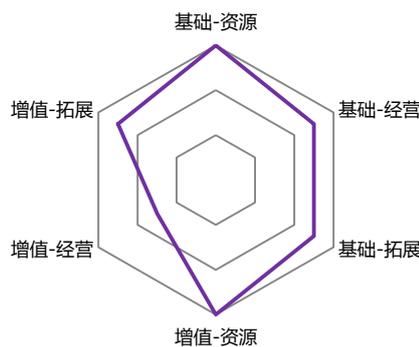
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；数据截止 2018 年

图 63：新城悦服务综合能力



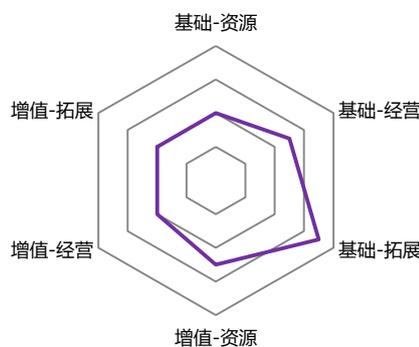
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；数据截止 2018 年

图 62：雅生活服务综合能力



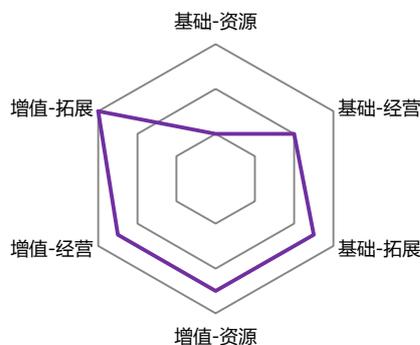
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；数据截止 2018 年

图 64：永升生活服务综合能力



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；数据截止 2018 年

图 65：绿城服务综合能力



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；数据截止 2018 年

4.1、碧桂园服务：增长确定，天生龙头

碧桂园服务控股有限公司创立于 1992 年，于 2018 年 6 月以介绍形式从碧桂园集团分拆上市，并于 2018 年 9 月正式调入恒生大中型股指数，进入港股通。获得 2019 中国物业服务百强企业（第三）、2019 中国物业服务百强企业服务规模（第二）、2019 中国物业服务百强企业经营绩效 TOP10（第一）。

基础物业服务:截至 2019 年 6 月 30 日,公司已进入中国境内 31 个省、市及自治区的超过 300 个城市以及海外,合同管理总面积约为 5.84 亿平方米,收费管理总面积约为 2.17 亿平方米(碧桂园和第三方项目分别占比 79.5% 和 20.5%)。2019 年 H1 收入 25.86 亿,同比增加 65.4%,占总收入比重为 73.6%。基础物业服务毛利率同比+1.4pc 至 35.7%,在行业内处于较高水平。

业主增值服务:在社区增值服务领域,公司致力成为“全周期社区生活服务整合运营商”,主要开展家居生活服务、房地产经纪服务、园区空间服务,其中“凤凰会”APP 注册用户已突破 300 万。2019 年 H1 收入 3.07 亿,同比增加 79.4%,占总收入比重为 8.7%。

非业主增值服务:主要包括开发商售前业务管理咨询和车位、房屋尾盘代理销售/租赁。2019 年 H1 收入 5.96 亿,占总收入比重为 16.9%。

其他业务:主要涉及“三供一业”(供水、供电、供热及物业管理)分离移交改革领域。2019 年 H1 接管物业项目收入 4410 万元,其中供热服务产生收入 2110 万元。

受益于兄弟公司碧桂园快速成长及第三方拓展,我们预计 2020 年末公司收费在管面积有望超过 3.3 亿平米。基于大盘资源禀赋和优秀的成本管控能力,公司毛利率有望维持高位。鉴于公司合约面积增长超预期,我们上调 19-20 年预测 EPS 至 0.53、0.74 元,引入 2021 年预测 EPS 为 1.00 元,分别对应 19-21 年 PE 为 46/33/25 倍,我们将业绩基准推至 2020 年,给予 2020 年 38 倍 PE (龙头估值溢价),目标价 31.33 港元,维持“买入”评级。

风险提示:如果最低工资水平上涨过快,将导致公司利润受到挤压;开发商业务受阻或改变策略,将导致公司业务拓展面临较大困难。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,122	4,675	6,759	9,101	11,647
营业收入增长率	32.4%	49.8%	44.6%	34.7%	28.0%
净利润(百万元)	402	923	1,348	1,846	2,379
净利润增长率	23.9%	129.8%	46.0%	37.0%	28.9%
EPS(元)	-	0.35	0.53	0.74	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.1%	39.6%	42.1%	40.8%	39.1%
P/E	-	71	46	33	25
P/B	43	29	20	14	10

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2019 年 11 月 20 日

4.2、雅生活服务:收购中民物业,如虎添翼

雅生活服务成立于 1997 年,于 2018 年 2 月 9 日从雅居乐集团控股有限公司成功分拆 H 股上市。荣获 2019 年中国物业服务百强企业第七名、2019 物业服务企业上市公司第五名等荣誉。2017 年 6 月,雅生活集团收购绿地物业 100% 股权,实施“雅居乐物业”和“绿地物业”双品牌发展战略。截止 2019 年 H1,来自雅居乐集团和绿地控股的合约面积分别累计达 0.73 亿平方米及 0.34 亿平方米,合计占总合约面积的 33.1%;来自雅居乐集团和绿地控股的在管面积分别为 0.51 亿平方米及 0.08 亿平方米,合计占总在管面积的 27.6%。

基础物业服务：截止 2019 年 6 月 30 日，公司合约面积约 3.25 亿平方米，在管面积约 2.11 亿平方米，分别较 2018 年底增长 41.2%和 52.9%。在管项目达到 1031 个，覆盖了全国 25 个省，直辖市和自治区，以及 83 个城市。2019 年 H1 基础物业服务收入 12.28 亿，同比增加 63.6%，占总收入比重为 54.8%。

社区增值服务：主要包括生活及综合服务（物业维修、家政服务、社区团购、综合咨询服务）、社区资源（会所经营服务、物业租赁服务、酒店公寓营运、社区广告、停车场管理服务、社区资产的经营及二手房中介服务）及家装宅配服务（拎包入住服务）。2019 年 H1 社区增值服务收入 2.06 亿元，同比增加 157.9%，占总收入约 9.2%。

外延增值服务：主要包括提供给开发商的案场物业服务及其他外延增值服务（物业营销代理服务、房屋检验服务）。2019 年 H1 外延增值服务-案场服务收入 3.79 亿元，同比增加 27.9%，其他外延增值服务收入 4.28 亿元，同比增加 53.6%。

公司积极拓展第三方面积，2019 年以来收购青岛华仁 89.66%股权（1.34 亿）、哈尔滨景阳 60%股权（1.14 亿）、广州粤华 51%股权（1.95 亿）。2019 年 9 月，与中民物业签订协议，以不超过 20.5 亿元收购中民物业及新中民物业各 60%股权。收购完成后，公司在管面积有望突破 5 亿平米，在管项目超过 3000 项。我们上调 19-20 年公司 EPS 至 0.85、1.17 元，引入 2021 年预测 EPS 为 1.50 元，分别对应 19-21 年 PE 为 30/21/17 倍，我们将业绩基准推至 2020 年，给予 2020 年 25 倍 PE，目标价 32.48 港元，维持“买入”评级。

风险提示：如果最低工资水平上涨过快，将导致公司利润受到挤压；收购中民物业尚存在一定的不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,761	3,377	5,199	7,309	9,519
营业收入增长率	41.5%	91.8%	54.0%	40.6%	30.2%
净利润（百万元）	290	801	1,124	1,547	1,985
净利润增长率	80.3%	176.5%	40.3%	37.7%	28.3%
EPS（元）	0.29	0.60	0.85	1.17	1.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.3%	19.5%	24.3%	28.7%	31.3%
P/E	87	42	30	21	17
P/B	227	61	53	46	39

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 20 日

4.3、新城悦服务：资源优质的高弹性精品

公司成立于 1996 年，2016 年 10 月正式推出全新物业服务品牌“新城悦”，2018 年 11 月在香港主板上市。荣获 2019 年度中国物业服务百强企业成长性 TOP10、2019 年度中国物业服务综合排名第 13 名。

基础物业服务：截止 2019 年 H1，公司合约面积 1.33 亿平方米，在管面积约 4443 万平方米，分别同比增长 61.8%和 17.3%。在管面积中，新城

系的在管面积占比为 73.2%。2019 年 H1 基础物业服务收入 3.98 亿，同比增加 18.5%，占总收入约 46.4%。

开发商增值服务：主要包括案场销售协助服务及咨询服务，此项业务最大客户为新城发展。2019 年 H1 开发商增值服务收入 2.74 亿元，同比增加 161.8%，占总收入约 32%，主要源自案场服务收入的增加。

社区增值服务：2018 年公司对社区服务进行了业务调整，目前主要包括四类服务：社区公共资源管理、拎包入住服务、资产管理业务和新橙社 APP 经营。其中社区公共资源管理主要为在管项目内广告收入中归属于物业公司的部分，目前已与分众传媒签订战略合作协议；2018 年下半年，公司对拎包入住服务进行了升级，同时推出资产管理业务（主要包括车为代销和物业租售）。2019 年 H1 两项业务表现出色，累计销售车位达到 1,500 个以上，拎包入住的收入在上半年已经超越去年全年水平。2019 年 H1 社区增值服务收入 7107 万元，同比增加 206.3%，占总收入约 8.3%。

专业服务：主要是电梯及智能保安设备的专业工程及维护服务。智能化工程业务一般于新房交付前的半年左右进场施工，上半年智能化工程业务中标 66 个项目，签订的合约金额超过人民币 2 亿元，实现收入 1.13 亿元，同比增加 209%，占总收入约 13.2%。

我们预测 19-21 年公司 EPS 为 0.28/0.41/0.56 元，分别对应 19-21 年 PE 为 38/26/18 倍，我们将业绩基准推至 2020 年，给予 2020 年 28 倍 PE，目标价 12.64 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：如果最低工资水平上涨过快，将导致公司利润受到挤压；增值服务拓展存在不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	866	1,150	1,761	2,603	3,578
营业收入增长率	51.1%	32.7%	53.1%	47.8%	37.5%
净利润（百万元）	73	150	226	332	461
净利润增长率	69.4%	104.9%	50.2%	47.1%	38.6%
EPS（元）	0.12	0.24	0.28	0.41	0.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	38.8%	17.3%	18.6%	23.1%	26.3%
P/E	85	44	38	26	18
P/B	45	10	7	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 20 日

4.4、永升生活服务：高成长典范，全业态品牌

公司成立于 2002 年，2013 年开始探索社区增值服务，并开始管理由第三方物业开发商开发的物业，2018 年 12 月在香港主板上市。2019 年 5 月，荣获中国物业服务百强企业综合实力排名第 14 位，较 2018 年提升 6 位。

基础物业服务：截止 2019 年 H1，公司合约建筑面积约 8623 万平方米，在管面积约 4902 万平方米，分别较 2018 年底增长 31.4%和 21.8%。地理分布已从上海拓展至中国 63 座城市。2019 年 H1 基础物业服务收入 4.36 亿，同比增加 45.38%，占总收入约 61.6%。

公司建立了差异化的业务线与服务体系，分别是高端社区“铂悦管家”、普通住宅社区“全能管家”和非住宅服务“悦泽商办”。2019年H1非住宅物业在管面积占比16.23%，收入占比36.6%。

第三方拓展成效显著，截止2019年H1，来自第三方开发商的在管面积占比67.5%，基础物业服务收入占比41.5%。2019年H1，公司以4.62亿元并购青岛雅园55%股权，获得核心地段建筑面积超过180万平方米的优质服务项目，进一步加强了公司在非住宅物业方面的实力。青岛雅园利润承诺：2019-2022年分别为6000、7000、7300、7600万元。

社区增值服务：主要包括家居生活服务、停车位管理、租赁及销售服务、公用区域增值服务及物业经纪服务等，公司构建了完整的永升UP生活增值服务体系，包括旭惠团、邻聚游、旭惠美家及租售中心等子品牌。2019年H1社区增值服务收入1.41亿元，同比增加162.2%，占总收入约20%。

对非业主的增值服务：将物业管理的专业服务向地产开发的前端延伸，包括展示单元管理为主的协销服务、额外专项定制服务、前期规划及设计咨询服务、房修服务、交付前检验服务等。2019年H1对非业主的增值服务收入1.3亿元，同比增加54%，占总收入约18.4%，主要是由于旭辉集团和合作开发商地产开发的项目大量增加，对协销、交付前检验等服务的需求增长所致。

我们预测19-21年公司EPS为0.13/0.20/0.30元，分别对应19-21年PE为33/22/15倍，我们将业绩基准推至2020年，给予2020年25倍PE，目标价5.52港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：如果最低工资水平上涨过快，将导致公司利润受到挤压；第三方并购面积增速有不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	725	1,076	1,638	2,346	3,317
营业收入增长率	51.1%	48.3%	52.2%	43.2%	41.4%
净利润（百万元）	76	101	206	306	456
净利润增长率	127.5%	31.5%	104.6%	48.8%	49.0%
EPS（元）	0.00	0.07	0.13	0.20	0.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.2%	11.1%	19.8%	24.8%	29.8%
P/E	0	66	33	22	15
P/B	29	8	7	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月20日

4.5、绿城服务：增值服务旗帜选手

公司成立于1998年，2016年7月在香港主板上市。2019年，蝉联中国物业服务百强满意度领先企业第一名（中国指数研究院）。

基础物业服务：截止2019年H1，公司储备面积2.07亿平方米，在管面积约1.84亿平方米，分别同比增长29.1%和22.1%。在管项目1305个，覆盖了全国29个省、直辖市和自治区、以及137个城市。2019年H1基础物业服务收入24.53亿，同比增加21.7%，占总收入约66.9%。

园区服务：主要包括园区产品及服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务和文化及教育服务五大模块，围绕文化教育、健康养老、新零售、到家服务、资产运营等五大生态，构建线上线下相融合的生活服务平台。上半年公司将原先的便利店模式升级为社区生鲜模式，2019年7月，完成对澳大利亚MAG公司的收购，早教品牌再次提升。2019年H1园区服务收入6.9亿元，同比增加34.8%，占总收入约18.9%。其中，五大模块收入依次为2.25、0.51、1.1、2.8和0.24亿元。

咨询服务：主要包括在建物业服务和管理咨询服务，通过围绕房地产全生命周期，实现优质资源整合、标准化体系建设与业务创新。在建物业服务方面，公司将传统案场服务升级为美好生活体验服务，为购房客户提供定制化的服务体验，2019H1实现收入4.25亿元，同比增加27.6%；管理咨询服务方面，组建“绿联盟”，先后与绍兴、台州等地物业管理协会签订战略合作协议，2019H1实现收入0.95亿元，同比增加42%。上半年咨询服务收入5.21亿元，同比增加30%，占总收入约14.2%。

由于园区教育业务进展不及预期，我们下调19-20年公司EPS至0.21、0.27元，引入2021年预测EPS为0.34元，现价分别对应19-21年PE为39/30/24倍，我们将业绩基准推至2020年，由于公司在增值服务方面的优势突出，给予一定的估值溢价，给予2020年35倍PE，目标价10.42港元，维持“买入”评级。

风险提示：如果最低工资水平上涨过快，将导致公司利润受到挤压；幼儿教育、音乐等增值服务拓展存在不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,140	6,710	8,459	10,916	13,889
营业收入增长率	38.1%	30.5%	26.1%	29.0%	27.2%
净利润（百万元）	387	483	571	743	935
净利润增长率	35.7%	24.7%	18.2%	30.2%	25.8%
EPS（元）	0.14	0.17	0.21	0.27	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.6%	26.2%	27.7%	30.7%	32.6%
P/E	58	46	39	30	24
P/B	11	9	8	7	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月20日

5、风险分析

1) 人工成本风险。人工成本占物业服务企业营业成本比重较大，如果最低工资水平上涨过快，将导致行业利润受到挤压；

2) 增值服务拓展风险。增值服务方面，目前仍较大程度上与开发商业务相关（如案场、协销）。对于业主增值服务，尚未形成成熟的商业模式，未来存在一定的拓展风险；

3) 关联方依赖风险。部分具有开发商背景的物业服务企业中，多数在管面积来自于关联方开发商。如开发商业务受阻或改变策略，将导致物业服务企业面临较大困难；

4) 外包风险。外包成本占营业成本比重呈逐年上升趋势，如果在外包业务质量方面无法有效控制，将对物业服务企业构成风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼