

背靠地产龙头显锋芒，内外兼修强者恒强



核心观点

- **背靠地产龙头显锋芒，成熟管理团队共谋发展。**公司系出名门碧桂园，经过十六年发展历程铸就行业标杆。碧桂园掌门人杨惠妍为实际控制人，团队稳固且行业经验丰富。公司 2019 年实现营业收入 96.4 亿元，同比增长高达 106.3%，过去 3 年的复合增速为 59.9%；2019 年归母净利润 16.7 亿元，同比增速 81.0%，过去 3 年复合增速 72.7%。2019 年公司的综合毛利率为 31.6%，处于行业领先水平，且基础物业服务 and 增值服务实现均好发展。
- **基础物业服务：基本盘稳固，优质项目储备锁定未来业绩。**公司 2019 年底的在管项目面积为 2.8 亿平，同比增长 52.1%，过去 3 年复合增速为 44.7%，并以 6.8 亿的合同管理面积雄踞行业第一。我们预测公司 2020-2022 年的在管面积将分别达到 3.8/5.1/6.4 亿平。母公司强劲的销售，大盘开发带来的规模效益以及三四线的低成本优势，是公司未来业绩的强力保证。
- **增值服务：深耕地产产业链，深度服务后劲足。**依托母公司碧桂园的物业开发和销售规模，公司发展非业主增值服务具有良好的资源禀赋。2019 年非业主增值服务收入为 14.2 亿元，同比增长 79.8%，过去 3 年复合增速达 92.4%。公司依托庞大的客户，打造物业平台“凤凰会”，社区增值服务全面开花，2019 年业主增值服务收入为 5.8 亿元，同比增长 79.4%，过去 3 年复合增速达 64.5%，且业主增值服务具有网络效应，成长潜力更大。
- **“三供一业”从无到有，未来增值空间较大。**2019 年“三供一业”营收达到了 15.2 亿元，占总营收比 15.7%，虽然利润率水平较低，但随着未来规模的扩大和成熟的增值服务业务的植入，整体利润率会有一定的提升。

财务预测与投资建议

- **首次覆盖给予买入评级，目标价 42.90 港元。**我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82/1.14/1.54 元。作为行业绝对龙头，仍然保持着高于行业平均的增速，且业绩确定性强，可比公司 2020 年的平均估值为 48X，对应目标价 42.90 港元（1 港元=0.9144 人民币）。

风险提示

- 疫情影响竣工交付。外拓的不确定。税率存在不确定。增值服务不及预期。

公司主要财务信息

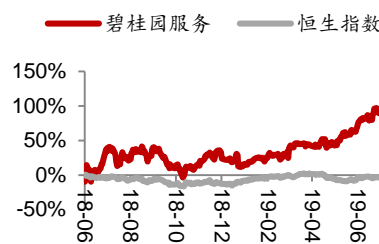
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	9,645	13,796	18,887	25,067
同比增长（%）	49.8%	106.3%	43.0%	36.9%	32.7%
营业利润（百万元）	1,012	1,976	2,548	3,564	4,812
同比增长（%）	74.2%	95.3%	28.9%	39.9%	35.0%
归属母公司净利润（百万元）	923	1,671	2,247	3,134	4,233
同比增长（%）	129.8%	81.0%	34.5%	39.5%	35.1%
每股收益（元）	0.37	0.63	0.82	1.14	1.54
毛利率（%）	37.7%	31.6%	32.8%	33.1%	33.1%
归母净利率（%）	19.7%	17.3%	16.3%	16.6%	16.9%
净资产收益率（%）	50.1%	43.8%	34.8%	34.6%	33.8%
市盈率	92.7	54.6	41.9	30.1	22.3
市净率	36.7	16.1	11.9	8.6	6.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2020年6月7日）	36.80 港元
目标价格	42.90 港元
52周最高价/最低价	38.05/15.54 港元
总股本/流通H股（百万股）	2754/2754
H股市值（亿港元）	1013
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2020年06月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.4%	7.9%	22.4%	132.4%
相对表现	-0.2%	6.3%	31.1%	143.2%
恒生指数	2.6%	1.6%	-8.7%	-10.8%



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518070003

联系人 吴尘染
wuchenran@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1.背靠地产龙头显锋芒，成熟管理团队共谋发展	5
1.1 系出名门碧桂园，十六年发展历程铸就行业标杆.....	5
1.2 碧桂园掌门人杨惠妍为实际控制人，团队行业经验丰富.....	5
1.3 营业收入高质量增长，利润率行业领先.....	7
2.基础物业服务：基本盘稳固，优质项目储备锁定未来业绩	9
2.1 背靠碧桂园，母公司交付规模领先面积扩张优势大.....	9
2.2 积极收并购，地域业态进一步丰富.....	12
2.3 碧桂园倾向于大盘开发，规模效应相对更强.....	15
2.4 三四线城市低人工成本有助于提高利润.....	16
3.增值服务：深耕地产产业链，深度服务后劲足	18
3.1 非业主增值服务：售楼处遍布全国，服务需求大.....	19
3.2 业主增值服务：依托“凤凰会”，多元业务全面开花.....	21
3.3“三供一业”业务：营收快速腾飞，未来潜力较大.....	24
盈利预测与投资建议	25
盈利预测：2020-2022 年 EPS 为 0.82/1.14/1.54 元.....	25
投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 42.90 港元.....	26
风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权架构.....	6
图 3: 公司 2019 年营业收入同比增长 106.3%.....	7
图 4: 公司 2019 年毛利润同比增长 73.3%.....	7
图 5: 公司 2019 年归母净利润同比增长 81.0%.....	7
图 6: 公司 2019 年毛利率、净利率下降至 31.6%、17.3%.....	7
图 7: 碧桂园服务毛利率行业领先.....	8
图 8: 2019 年公司资产负债率和现金占比分别为 54%、60%.....	9
图 9: 公司在管面积达 2.8 亿平.....	9
图 10: 公司在管项目数量达 2405 个.....	9
图 11: 公司管理项目全国性布局.....	10
图 12: 2019 年底主流物业公司覆盖城市数量对比.....	10
图 13: 碧桂园销售面积保持高增速.....	12
图 14: 碧桂园土地储备充足.....	12
图 15: 公司外拓管理面积保持高速增长.....	13
图 16: 公司外拓管理面积占比提升至 26%.....	13
图 17: 公司历年新增关联方在管面积与碧桂园的销售面积的对比.....	14
图 18: 公司单盘平均面积远高于百强的平均水平.....	15
图 19: 2019 年碧桂园三四线销售金额占比达 56%（权益口径）.....	16
图 20: 碧桂园三四线新增土储面积占比保持在 60%以上（权益口径）.....	16
图 21: 2019 年平均物业管理费位于行业中上水平（单位：元/平米/月）.....	17
图 22: 人工成本是服务成本中比重最大的一项.....	17
图 23: 三四线城市物业费与二线城市差距不大（单位：元/平米/月）.....	18
图 24: 2018 年不同能级城市在岗职工人均工资对比.....	18
图 25: 增值服务毛利率显著高于基础物业服务.....	19
图 26: 增值服务收入占比提高至 28%.....	19
图 27: 公司非业主增值服务细分板块.....	20
图 28: 2019 年非业主增值服务收入同比增长 80%.....	20
图 29: 公司业主增值服务细分板块.....	21
图 30: 2019 年业主增值服务收入同比增长 79.4%.....	21
图 31: 公司业主增值服务细分板块.....	22
图 32: 家居生活服务内涵较广，收入占比最高.....	22
图 33: 城镇居民人均可支配收入稳步提升.....	23

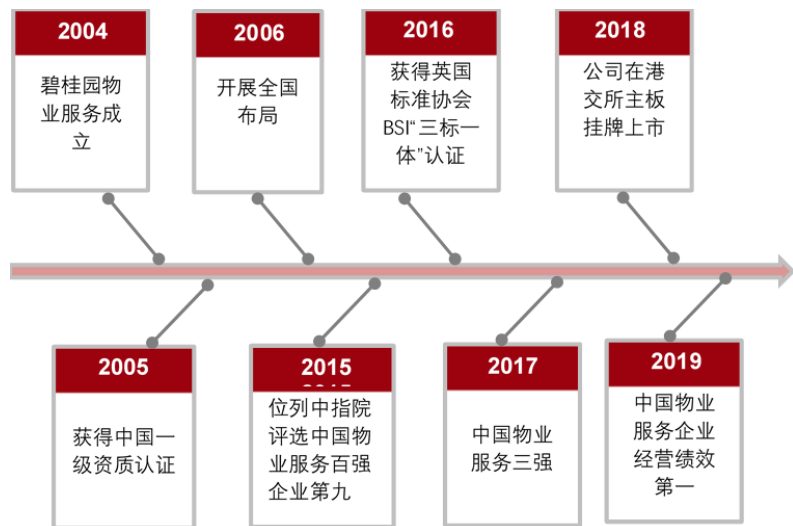
图 34：二手房交易量与城市能级密切相关.....	23
表 1：公司核心管理层.....	6
表 2：碧桂园基础物业服务高毛利率高于行业平均水平（2019 年）.....	8
表 3：公司储备面积充足（单位：亿平）.....	11
表 4：碧桂园近三年销售金额排名稳居行业第一.....	11
表 5：主流物管企业收并购案例.....	12
表 6：公司积极进行战略性收并购（单位：亿元）.....	13
表 7：公司在管面积预测.....	15
表 8：大盘管理有利于降低人工成本.....	16
表 9：销售及租赁代理服务收费方式.....	20
表 10：关联交易上限额调整（单位：亿元）.....	21
表 11：可比公司估值.....	26

1. 背靠地产龙头显锋芒，成熟管理团队共谋发展

1.1 系出名门碧桂园，十六年发展历程铸就行业标杆

系出名门碧桂园，十六年发展历程铸就行业标杆。公司的前身碧桂园物业服务于 2004 年成立，作为碧桂园集团的主要经营附属公司。公司于 2005 年获得国家一级资质认证。2006 年，碧桂园集团将物业管理业务并入碧桂园物业服务，公司于同年开始进行全国布局。经过十余年的发展，公司发展不断取得新的突破。2016 年，公司首创 5H 服务理念，并获得英国标准协会 BSI “三标一体”认证。2017 年，公司跻身中国物业服务三强，并踏入大数据服务时代。公司于 2018 年 6 月 19 日在港交所主板挂牌上市，进入发展新篇章。2019 年，公司荣获中国指数研究院颁发的“2019 年中国物业服务企业经营绩效第一”及亿翰智库颁发的“2019 年中国社区服务商第一”两项荣誉。

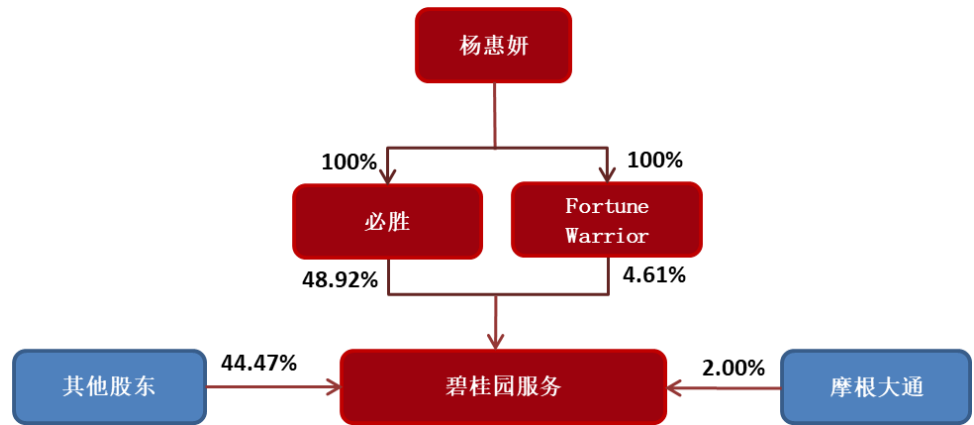
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

1.2 碧桂园掌门人杨惠妍为实际控制人，团队行业经验丰富

2018 年 6 月碧桂园分拆物业公司碧桂园服务以介绍形式在港交所主板上市，每持有 8.7 股碧桂园将分到 1 股碧桂园服务，分拆后碧桂园服务总股本 25 亿股。公司上市后经历增发配售以及部分承受人行使购股权，公司的股本规模有所扩大。截止 2019 年年末，杨惠妍女士通过必胜、Fortune Warrior Global Limited 等全资公司，合计持有 53.53% 股份，为公司的实际控制人。另有摩根大通持有公司 2.00% 股份，剩余股份则由其他股东持有，股权较为集中，杨惠妍女士对公司的决策将产生重要影响。

图 2：公司股权架构


资料来源：wind、东方证券研究所

公司董事会与经理层重叠度高，授予行业老兵充分的管理权。目前公司董事长为杨惠妍女士，于 2018 年 3 月 9 日获委任为非执行董事兼董事会主席，负责就本集团整体发展制定及提供指引及发展策略。业务方面，总经理兼执行董事李长江负责整体战略决策、业务规划及主要经营决策，副总经理兼执行董事肖华主要负责非业主增值服务的整体管理，副总经理余向东主要负责社区增值服务业务的管理，三人均深耕物业管理行业多年。以李长江为代表，自 1997 年以来，其先后任职于光大物业、城建物业、金地物业、雅居乐物业等物业公司，从事物业服务行业长达二十二年，有丰富的行业管理经验，他预见性地提出布局城市综合管理及加强科技赋能等战略，对行业发展有着独到的见解，这无疑对公司的长远发展起到至关重要的作用。

表 1：公司核心管理层

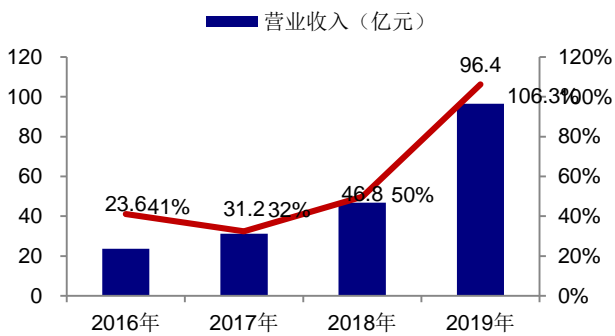
姓名	职务	任职日期	任职前主要经历
杨惠妍	董事会主席	2018-03-09	碧桂园集团
	非执行董事		
郭战军	执行董事	2018-03-09	人力资源管理
	副总经理	2017-08-31	碧桂园集团
李长江	执行董事	2018-03-09	物业管理行业
	总经理	2011-12-31	
肖华	执行董事	2018-03-09	碧桂园集团
	副总经理	2013-02-28	
伍碧君	非执行董事	2018-03-09	财务管理
杨志成	非执行董事	2018-03-09	碧桂园集团

资料来源：公司年报、东方证券研究所

1.3 营业收入高质量增长，利润率行业领先

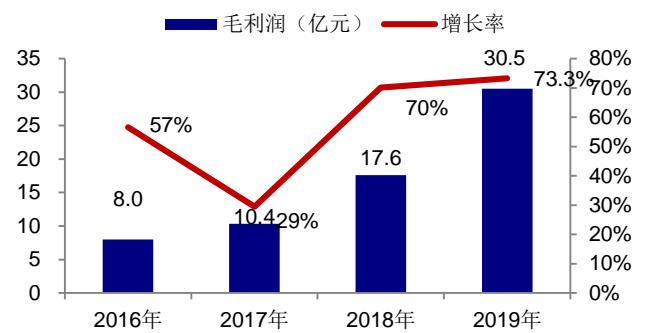
营业收入高速增长，利润率有所下滑。公司2019年实现营业收入96.4亿元，同比增长高达106.3%，过去3年的复合增速为59.9%；2019年毛利润和归母净利润分别为30.5亿元、16.7亿元，同比增速分别为73.3%、81.0%，利润率有所下滑导致利润增速低于营收增速。公司在2019年通过外拓和并购获取了较多的项目，但外拓和并购的项目利润率低于由母公司直接交付的项目利润率，此外公司开展的“三供一业”业务的利润率也较低，使得2019年公司的利润率有所下滑。2019年公司毛利率和净利率分别为31.6%和17.3%，分别下降了6.1个百分点和2.4个百分点。

图 3：公司 2019 年营业收入同比增长 106.3%



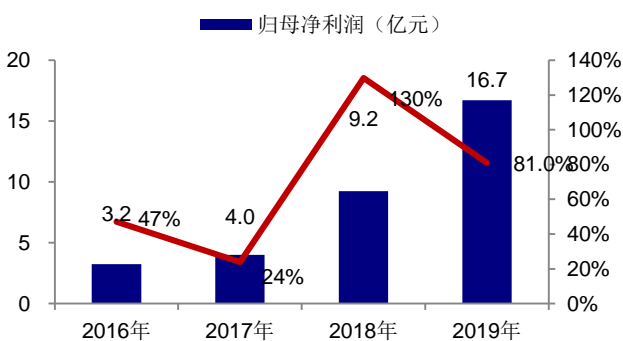
资料来源：wind、东方证券研究所

图 4：公司 2019 年毛利润同比增长 73.3%



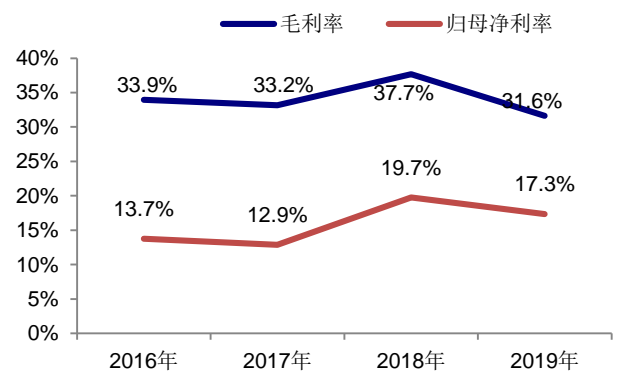
资料来源：wind、东方证券研究所

图 5：公司 2019 年归母净利润同比增长 81.0%



资料来源：wind、东方证券研究所

图 6：公司 2019 年毛利率、净利率下降至 31.6%、17.3%

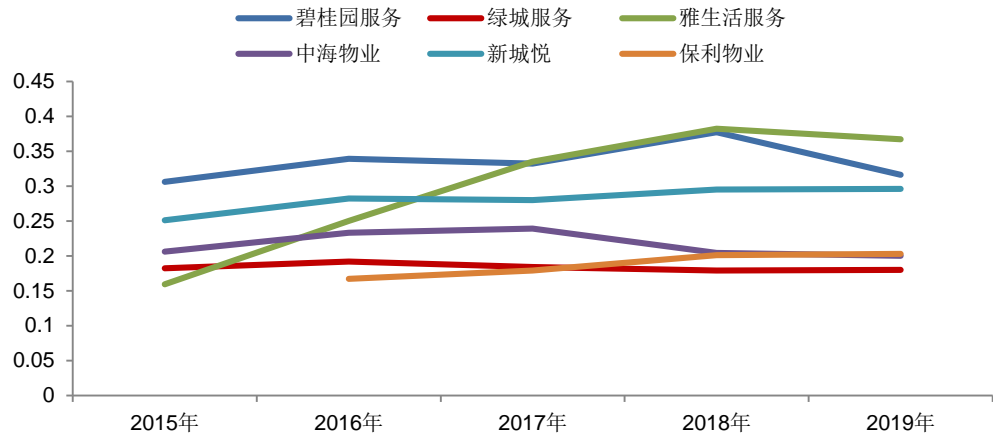


资料来源：wind、东方证券研究所

碧桂园服务毛利率行业领先，基础物业服务 and 增值服务均好发展。截止至2019年12月，公司的综合毛利率为31.6%，处于行业领先水平。从细分业务板块来看，我们看到公司的基础物业服务、业主增值服务和非业主增值服务的毛利率分别为30.2%、66.2%和41.0%，与主流上市物业服务公司相比均比较靠前，公司的基础物业服务的高毛利率主要受益于其大盘管理的规模效益及其低能级城市布局带来的费控优势，依托较大的管理规模又能发展出较为丰富的增值服务，这种均好发展

的特征是公司综合毛利率较高的主要原因。

图 7：碧桂园服务毛利率行业领先



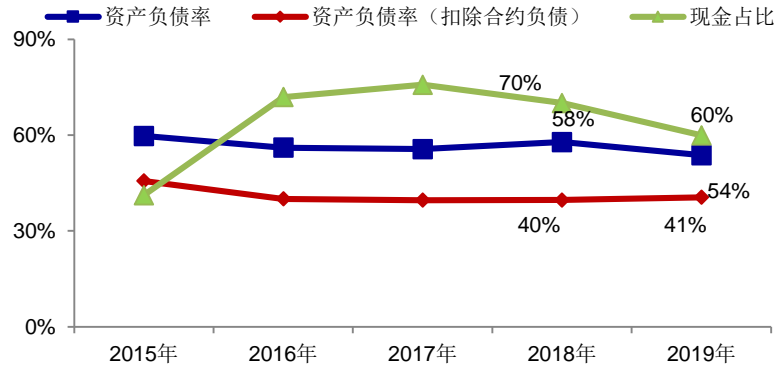
资料来源：公司年报、东方证券研究所

表 2：碧桂园基础物业服务高毛利率高于行业平均水平（2019 年）

公司名称	物业管理服务	业主增值服务	非业主增值服务
碧桂园服务	30%	66%	41%
永升生活服务	22%	51%	22%
雅生活服务	25%	54%	50%
新城悦	29%	64%	28%
绿城服务	11%	27%	34%

资料来源：公司年报、东方证券研究所

现金牛业务，资金回笼率高负债率低。公司资产负债率一直稳定在 50% 上下，而物业公司由于其经营模式，存在合约负债即预收的物业管理费，这部分虽然计入流动负债科目，但实际应理解成待划转的营业收入，并非公司真实负债，因此如果考虑扣除合约负债后的资产负债率则维持在 40% 左右。截至 2019 年底，公司账面现金及现金等价物为 69.1 亿，在总资产中占比高达 60%，这说明公司资金充足，且公司经营性现金流常年为正，显示出稳健的经营风格。

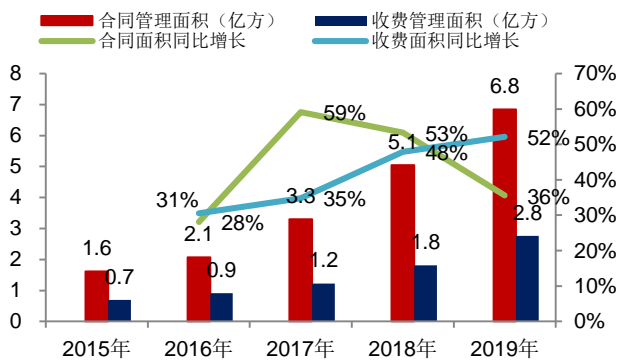
图 8：2019 年公司资产负债率和现金占比分别为 54%、60%


资料来源：公司年报、东方证券研究所

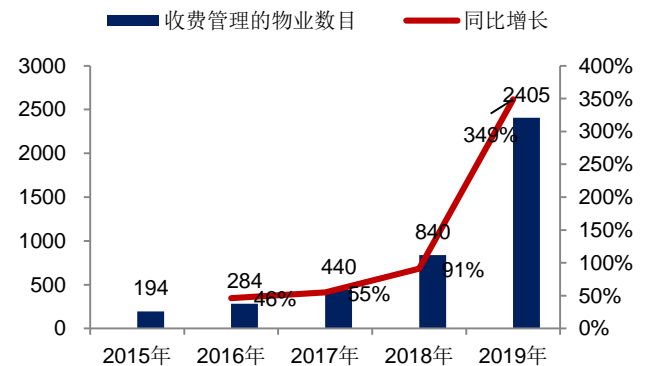
2.基础物业服务：基本盘稳固，优质项目储备锁定未来业绩

2.1 背靠碧桂园，母公司交付规模领先面积扩张优势大

在管面积达 2.8 亿方，在管项目数量达两千余个。公司 2019 年底的在管项目面积为 2.8 亿平，为行业百强均值的 6.4 倍，同比增长 52.1%，2017-2019 年的复合增速为 44.7%。截止至 2019 年年底，公司合同管理面积和在管面积分别为 6.8 亿平和 2.8 亿平，在管项目数达 2405 个。管理面积的增长主要源于关联公司项目的持续交付和公司对外的收购扩张。

图 9：公司在管面积达 2.8 亿平


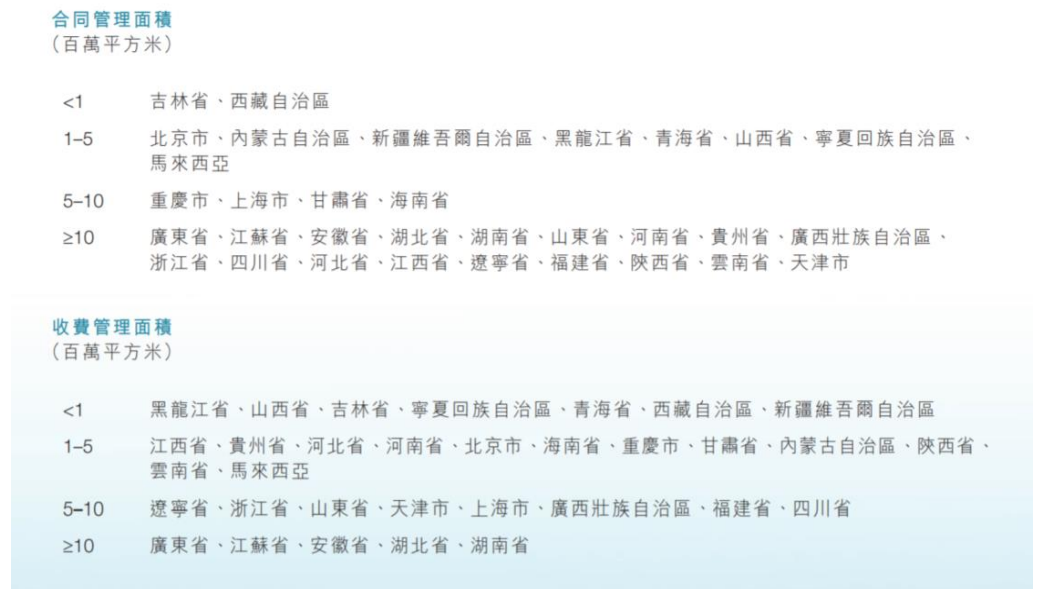
资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图 10：公司在管项目数量达 2405 个


资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

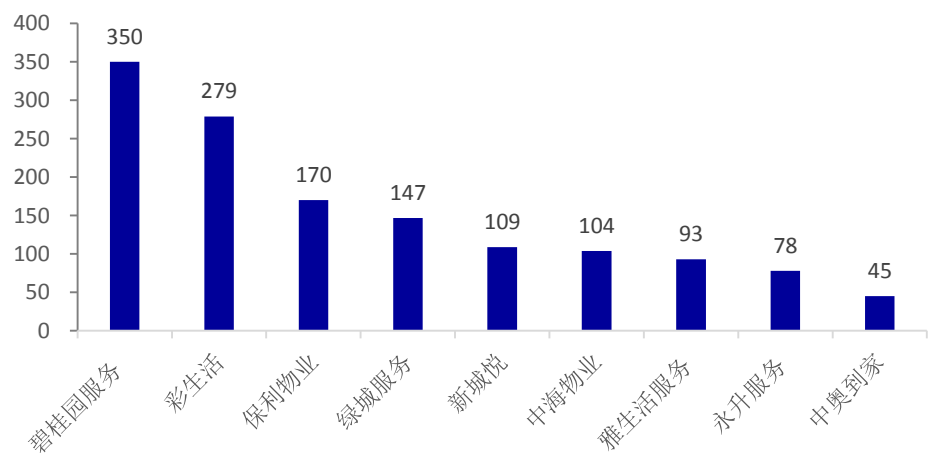
公司项目逐步实现全国性覆盖。截至 2019 年底，公司项目遍布中国境内 31 个省、市及自治区的超过 350 个城市以及海外，在目前主流的物管企业中覆盖城市数量最多。在进驻的省份中，广东、江苏、安徽、湖北、湖南五个省份的在管面积在千万平方米以上，较上一年增加两个省份，在管面积超过 500 万平方米的重点省份还有山东、天津和辽宁等八个省份，较上一年增加五个省份。近几年，公司在管面积中华南区域的占比持续下降，这跟母公司碧桂园的销售分布有关。根据碧桂园 2019 年年报披露，广东省以外地区的权益合同销售占比达 78%，公司全国化布局的格局会更加明显。

图 11：公司管理项目全国性布局



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 12：2019 年底主流物业公司覆盖城市数量对比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

储备充足，规模为王。截止至 2019 年年底，碧桂园以 6.8 亿的合同管理面积排名行业第一，在管面积也仅次于彩生活和保利物业，位居前三。合同管理面积与在管面积的差额为物业公司的储备面积，代表了未来的增长预期。碧桂园服务的合同管理面积与在管面积的比值高达 2.5 倍，远高于行业平均水平，这表明公司的储备面积充足，足以支持未来几年的增长。

表 3：公司储备面积充足（单位：亿平）

公司名称	在管面积	合同面积	合同面积/在管面积
碧桂园服务	2.8	6.8	2.5
彩生活	3.6	5.6	1.6
保利物业	2.9	5.0	1.7
绿城服务	2.1	4.5	2.1
雅生活服务	2.3	3.6	1.5
中海物业	1.5	-	-
招商+中航	1.5	-	-
新城悦	0.6	1.5	2.5
永升生活服务	0.7	1.1	1.7

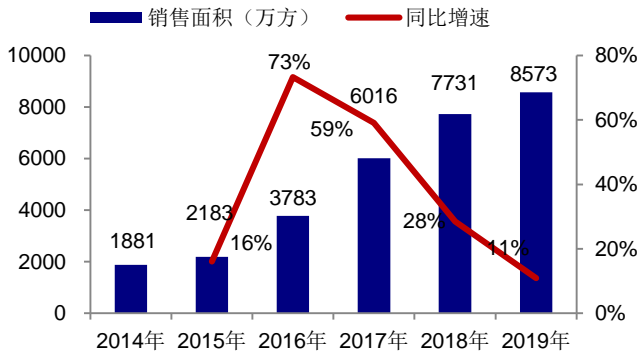
资料来源：公司公告、东方证券研究所

碧桂园的销售是合同管理面积增长的重要保障。物业公司未来管理面积和在管面积的增长很大程度上将来源于关联公司地产销售后的交付，碧桂园作为龙头开发商，近三年在全国房企销售排行榜中稳居第一，行业地位毋庸置疑。公司销售面积自 2014 年的 1881 万平方面增长至 2019 年的 8573 万平方米，年复合增长率高达 35%。从土地储备来看，碧桂园截止至 2019 年底的土地储备面积覆盖 2019 年的销售面积倍数为 4.1，充足的土地储备量足以支撑公司未来几年销售的增长，而这部分面积也将直接转化为公司未来的管理面积。

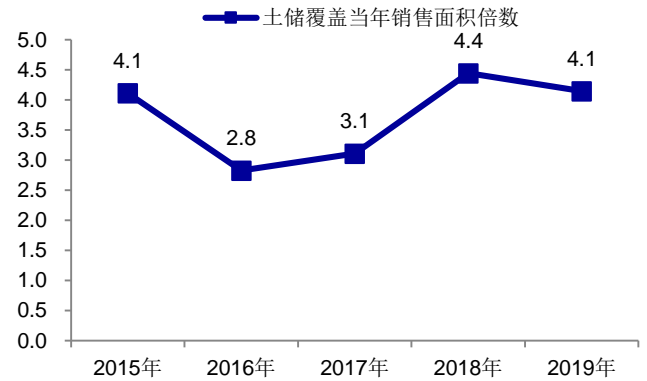
表 4：碧桂园近三年销售金额排名稳居行业第一

行业排名	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产
3	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大
4	万达集团	绿地集团	融创中国	融创中国	融创中国
5	中海地产	保利地产	保利地产	保利发展	保利发展
6	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股
7	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产
8	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股
9	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂房地产
10	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地

资料来源：克而瑞、东方证券研究所

图 13：碧桂园销售面积保持高速增长


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 14：碧桂园土地储备充足


资料来源：公司年报、东方证券研究所

2.2 积极收并购，地域业态进一步丰富

长期来看，物管行业上游的房地产市场的销售面积增长并不具备长期的可持续性，从增速来看近两年已逐渐出现高速增长后的疲软，因此公司的业务外部拓展能力在长期维度中便尤为凸显。2018年以来行业呈现出频繁的收并购，加强外拓资源平台的建设，已成为龙头物管公司的共识。2019年行业收并购的脚步也没有放缓，以雅生活为代表，自2019年共进行4次收并购，永升生活服务、中海物业等头部物管企业也通过收购区域型物业公司实现扩张和布局。

表 5：主流物管企业收并购案例

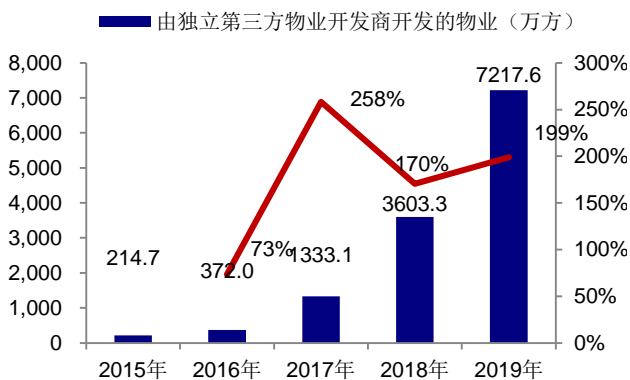
收购方	时间	被收购方	收购对价 (亿元)	股权比例
雅生活	2019/1	青岛华仁物业	1.34	90%
	2019/1	哈尔滨景阳	1.13	92%
	2019/3	广州粤华	1.95	51%
	2019/9	中民物业	20.60	60%
中奥到家	2019/2	建屋物业	0.56	66%
佳兆业物业	2019/4	嘉兴物业	0.37	60%
永升生活服务	2019/6	青岛雅园	4.62	51%
碧桂园服务	2019/1	联源物业	1.36	100%
	2019/1	元海资产业务	1.00	100%
	2019/7	港联不动产	3.75	100%
	2019/7	嘉凯城物业	1.90	100%
中海物业	2019/8	中建捷诚物业	0.05	100%
深物业	2019/9	投控物业	10.59	100%
		一家于中国注册成立的物		
和泓服务	2019/10	业管理公司	0.25	70%
鑫苑服务	2019/10	康阳物业	-	100%

佳兆业美好	2019/10	恒源物业	0.34	51%
蓝光嘉宝服务	2019/11	常发物业	-	100%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

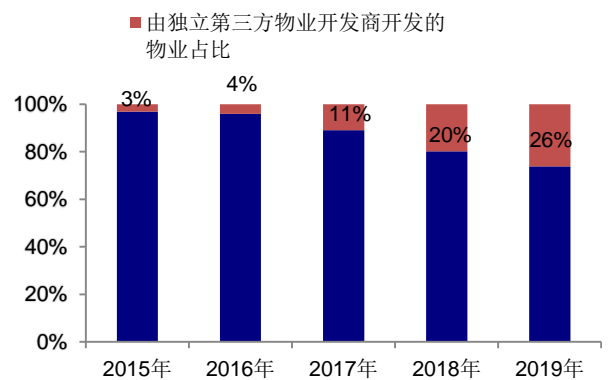
公司积极进行战略性收并购，第三方管理面积占比显著提升。公司的在管面积中，第三方物业开发商开发的物业管理面积由 2015 年的 214.7 万平方米增长至 2019 年的 7217.6 万平方米，复合增速高达 140.8%。截止至 2019 年底，公司由独立第三方物业开发商开发的物业管理面积为 7217.6 万平方米，占比由 2015 年的 3% 提升至 26%。

图 15：公司外拓管理面积保持高速增长



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

图 16：公司外拓管理面积占比提升至 26%



资料来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

分业态来看，非住宅项目与住宅项目相比，具有更高的毛利率，以及受房地产周期影响小等优势，提升非住宅业态管理面积的占比，有利于改善物业公司的收入结构。在公司一系列的收并购中，北京盛世、南昌洁佳、港联不动产以及嘉凯城物业等公司均以非住宅管理业态项目为主，公司以被收购公司为平台拓展非住宅类管理项目的战略意图明显。考虑现在较低的集中度，未来行业的收并购将持续，公司账面资金充裕，足以支撑公司在收购兼并的浪潮占得先机。

公司对于收并购始终保持审慎的态度，讲求“门当户对”。以北京盛世为代表，其具有国家一级资质，是中国物业管理协会常务理事单位、北京物业管理行业协会会长单位、北京市价格协会常务理事单位及北京市首批“守信企业”，曾获中国物业管理协会授予物业管理改革发展 30 周年“行业突出贡献奖”。盛世物业管理面积近 2000 万平米，百余个项目遍布全国各地。我们认为，公司通过收并购能加快被收购公司所在地区第三方项目的拓展，与公司全国性布局的战略发挥协同效应。

表 6：公司积极进行战略性收并购（单位：亿元）

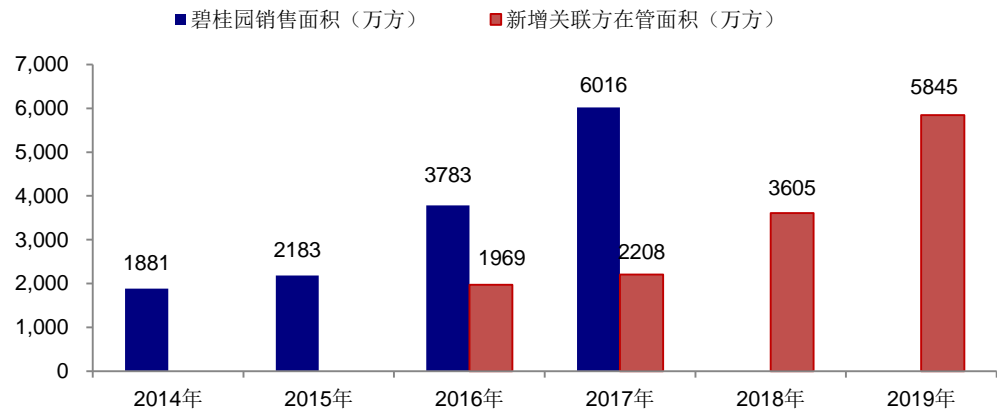
时间	被收购方	收购对价	管理项目业态
2018/11	北京盛世物业服务	-	住宅、办公、商业、工业、金融、公共设施等
	成都嘉祥物业服务	7.7	-

	成都清华溢价物业	-	
	南昌洁佳物业		省市机关、金融单位写字楼、医疗系统以及机场、大中医院等
	上海睿靖实业	-	
2019/1	联源物业	1.4	酒店式公寓、住宅、政府办公楼、商务办公楼、学校及商场等
	元海资产物业	1.0	产业园区等
2019/7	港联不动产	3.8	写字楼、商业综合体、公建、产业园区等
	嘉凯城物业	1.9	城市综合体、酒店式公寓、住宅、办公楼、商业街、购物中心、高档会所等

资料来源：公司公告、东方证券研究所

合同面积反映公司未来的增长预期，体现为公司的估值水平，只有转结为在管面积，才能带来切实的利润。回顾公司历年新增关联方在管面积与碧桂园的销售面积间的关系我们发现，公司 2016 至 2019 年源自关联方的新增在管面积分别为 1969、2208、3605、5845 万平方米，与碧桂园 2014 至 2017 年的销售面积 1881、2183、3783 万、6016 万平方米较为接近，这表明新增在管面积基本与过去的销售面积有着直接的数量关系，这个滞后期约为 2 年。

图 17：公司历年新增关联方在管面积与碧桂园的销售面积的对比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

基于上述规律，我们对公司的在管面积进行预测。考虑到 2020 年年初新冠疫情对于企业施工的影响，可能导致物业竣工交付速度下降，2020 年开始的竣工存在一定压力，考虑到疫情对于竣工端的影响在 1-2 个月，我们按 2020 年新增在管面积等于 2018 年销售面积乘以系数 0.9；2021-2022 年新增在管面积等于 2019-2020 年销售面积乘以 0.95 来近似估算。

以 2019 年底 2.8 亿平在管面积为基准，我们预测公司 2020-2022 年的在管面积将分别达到 3.8/5.1/6.4 亿平。

上述预测的核心假设为：1) 2020 年碧桂园的销售面积同比增速为 5%；2) 2020 年，公司新增外拓面积增速为 0%，2021-2022 年新增外拓面积增速 20%（考虑到公司想要在中长期增加第三方项目比重的战略）。

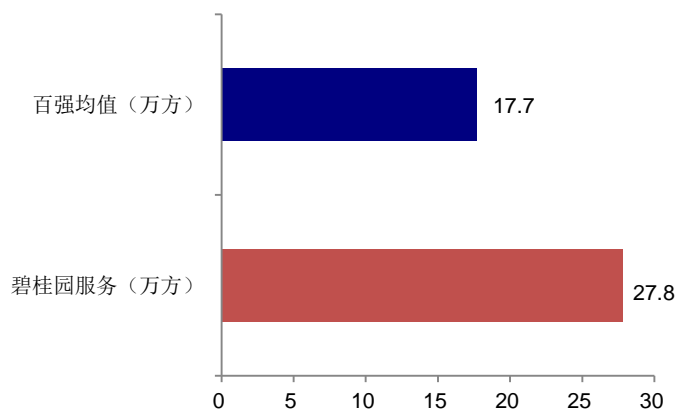
表 7：公司在管面积预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
碧桂园销售面积（万方）	6016	7731	8573	9002	-	-
销售面积增速	59%	28%	11%	5%	-	-
碧桂园交付面积（万方）	-	3604	5845	6958	8144	8552
新增外拓面积（万方）	-	2270	3614	3614	4337	5205
新增外拓面积增速	-	136%	59%	0%	20%	20%
总新增面积（万方）	-	5874	9459	10572	12482	13756
合计在管面积（万方）	-	18151	27610	38182	50664	64420
在管面积增速	-	48%	52%	38%	33%	27%

资料来源：克而瑞、东方证券研究所

2.3 碧桂园倾向于大盘开发，规模效应相对更强

碧桂园倾向于大盘开发，控制成本成效显著。由于无论社区大小，都需配备一定数量的安保、管理等人员，而大盘项目有明显规模效应优势，加之公司的项目分布密集度较高，使项目管理形成有效的管理集约化效应，提高边际收益，从而带来更高的利润水平。从招股说明书可以看到，截至 2017 年底，公司单盘面积超过 50 万平方米的项目为 71 个，单盘面积超过 100 万平方米的项目为 71 个，占在管面积的 54%。公司单盘平均面积为 27.8 万平方米，远高于百强的平均水平 17.7 万平方米。

图 18：公司单盘平均面积远高于百强的平均水平


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

考虑物业服务业劳动密集的行业属性，我们以人工成本为例说明大盘管理在控制成本上的优势。一个管理团队应包括保安、保洁、维修以及财务、经理等人员，这些人员中，保安由于主要设置在小区门口，其服务半径可随社区面积的扩大而扩大，而财务、经理等管理人员的服务则可在更大范围内共享。我们以管理面积为 20 万方和 10 万方的项目进行对比，计算结果表明大盘管理在降低人工成本上有明显优势。

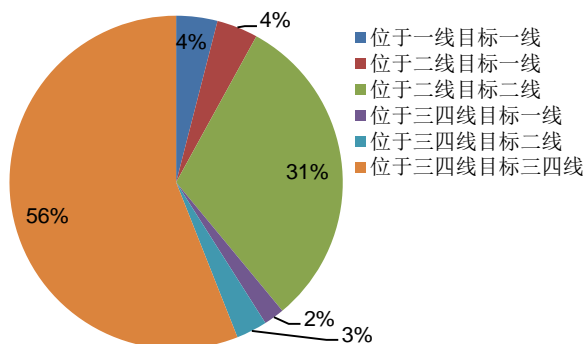
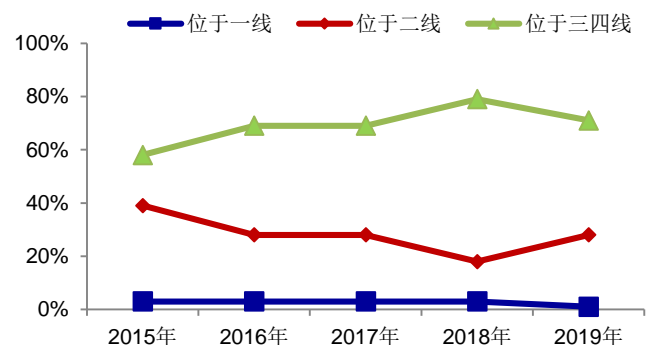
表 8：大盘管理有利于降低人工成本

管理面积（万方）	10	20
员工（人）		
保洁	10	20
保安	10	15
维修	2	4
管家	2	4
财务	1	1
经理	1	1
设备	1	1
总人数（人）	27	46
平均员工工资（万/年）	8	8
员工总成本（万）	216	368
单位面积人工成本（元/平方米）	21.6	18.4

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

2.4 三四线城市低人工成本有助于提高利润

与关联公司物业开发紧密相关，公司业务深耕三四线城市。2019 年，碧桂园三四线城市的权益销售金额占比达 56%。从碧桂园历年的新增土储来看，分布于三四线城市的占比保持在 60% 以上，近两年更是达到 70% 以上。考虑到公司在管项目与关联公司物业开发的高度相关性，公司未来的管理面积中位于低能级城市的占比将维持在较高水平。

图 19：2019 年碧桂园三四线销售金额占比达 56%（权益口径）

图 20：碧桂园三四线新增土储面积占比保持在 60% 以上（权益口径）


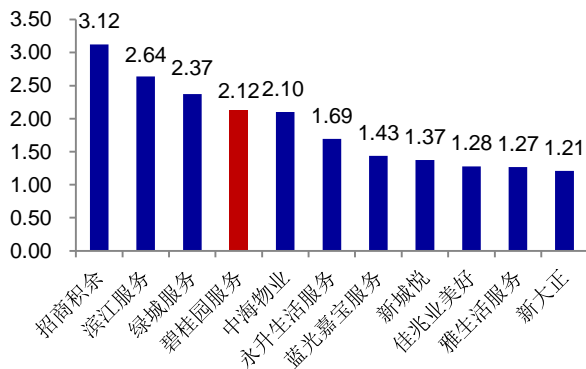
数据来源：公司公告、东方证券研究所

数据来源：公司公告、东方证券研究所

三四线的物业费水平低于一线城市，但是与二线城市的水平相差并不大。根据中指院发布的物业行业数据来看，2018年百强物业房企在一线城市、二线城市以及三四线城市的单方平均物业费分别为7.1、3.6和3.5元/平/月（含非住业态），三四线城市的物业费水平和二线接近。另外，公司层面我们可以看到，截止至2019年年底，公司的平均物业管理费为2.12元/平方米/月（按算术平均计算，未考虑时间权重和收缴率），在主流物业公司中也处于中上游水平。

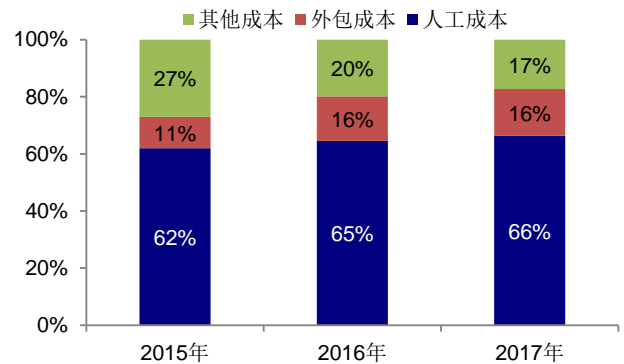
尽管三四线城市的物业费水平略低于一二线城市，但其受益于三四线城市低人工成本的优势更为明显。服务成本主要可分成人工成本、外包成本和其他成本三大部分，其中人工成本占比最高，保持在60%以上，考虑到物管公司普遍会将部分安保、保洁项目外包，实际的人工成本占比会更高。由于不同公司对于人工成本的计算口径可能存在差异，无法直接进行横向对比，我们通过不同能级城市的人均收入来间接说明这一问题。可以发现，在我们随机选择的一组城市中，人均收入随城市的能级降低而降低，这表明三四线城市的用工成本更低。我们认为，三四线城市的物价水平对公司物业费的影响并不明显，而在控制人工成本上却存在巨大优势，为公司创造了相对较高的毛利率水平。

图 21：2019 年平均物业管理费位于行业中上水平（单位：元/平米/月）

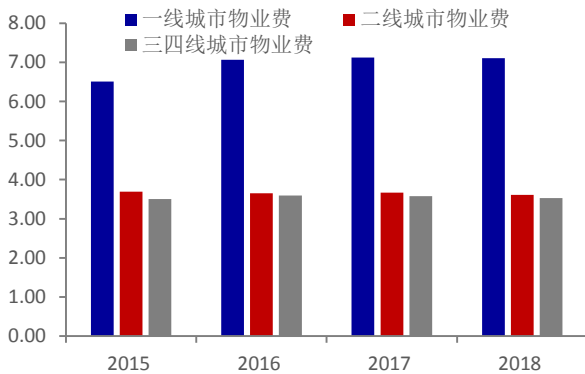


资料来源：公司公告、东方证券研究所

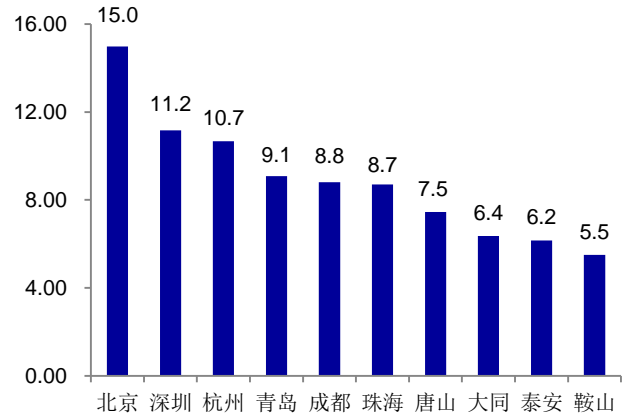
图 22：人工成本是服务成本中比重最大的一项



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 23：三四线城市物业费与二线城市差距不大（单位：元/平米/月）


资料来源：中指院、东方证券研究所

图 24：2018 年不同能级城市在岗职工人均工资对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

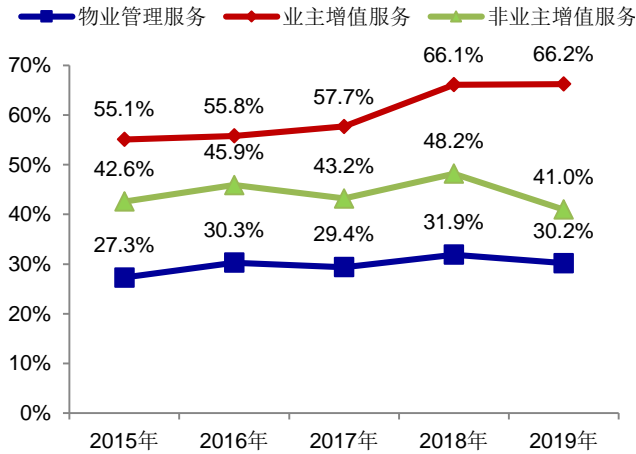
3.增值服务：深耕地产产业链，深度服务后劲足

公司的增值服务主要分为非业主增值服务和业主增值服务两类。

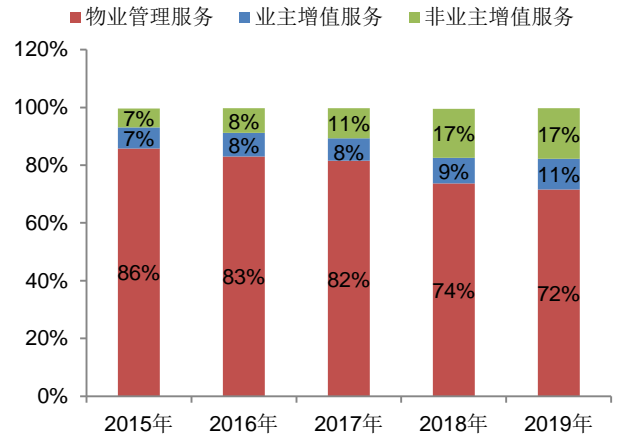
非业主增值服务围绕房地产开发全周期的各个环节展开，满足房地产开发过程中的各类衍生需求，针对开发、销售、竣工各个环节提供相关服务。因此，非业主增值服务的基础是地产开发，与地产周期的波动联系较为紧密。业务的增长主要依托关联公司物业开发项目，或与中小型第三方开发商建立合作关系。

业主增值服务主要围绕改善业主居住环境、提高业主生活品质提供服务或销售商品，但目前仍处于探索期，尚未取得稳定盈利，在公司的总收入中贡献较小。其具有独立于地产周期的业务模式，主要依靠覆盖的业主存量带动服务订单增量。随着居民可支配收入的增长，业主对服务费用的支付意愿提高，多元化的服务为子行业带来巨大的想象空间。

增值服务毛利率高，可为公司带来新的利润增长点。传统物业服务由于其成本端主要以人工成本为主，随着各地工资水平的屡次调高，管理成本迅速上升，而收入端管理费目前看来提价空间不大，这使得业务增长主要依赖在管面积的提升。因此对于公司的长期发展而言，增值服务的高毛利对利润增长显得尤为重要，差异化的服务内容也可为公司建立品牌优势。从毛利率来看，公司 2019 年业主增值服务毛利率为 66.2%，非业主增值服务为 41.0%，均高于基础物业服务。从收入结构占比来看，增值业务的占比显著提升，2019 年两项增值服务收入占比合计为 28%，叠加增值服务的高毛利率，未来公司的盈利能力有望进一步提升。

图 25：增值服务毛利率显著高于基础物业服务


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 26：增值服务收入占比提高至 28%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

物管企业探索和尝试的方向和模式大致可分为两种，一种为主攻物管业务，另一种为转型发展增值业务。主攻物管业务的企业，管理面积增长是未来盈利增长关键因素，项目获取能力是其核心竞争力。转型发展增值业务的企业，管理面积的增长是基础，增值服务平台是成功的关键因素。项目获取能力决定物管企业的发展策略，影响物管企业获取项目的能力的关键因素有三点：关联公司的开发能力、公司的品牌效应以及收购兼并实力。我们认为公司同时兼具以上三点，获取项目的能力极强，可支撑公司主攻物管业务的发展模式。但长期来看，增值服务能够使公司更加独立于地产周期，在由大量交付带来的面积增长红利消退之后，成为企业长期发展的增长驱动力。综合以上的分析，公司适合采取以基础物业服务为主体，非业主增值服务和业主增值服务为两翼的发展策略。

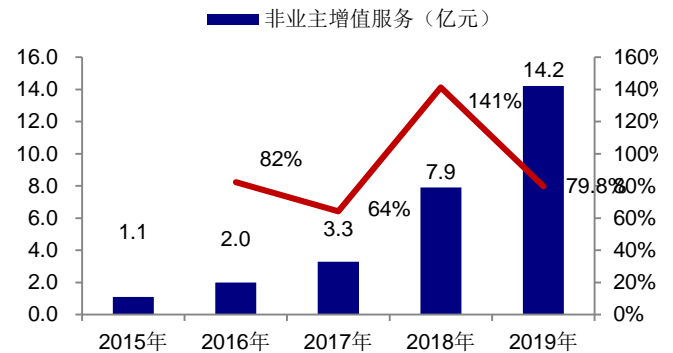
3.1 非业主增值服务：售楼处遍布全国，服务需求大

公司的非业主增值服务主要面向开发商，对应于物业开发的不同阶段，公司为开发商提供的服务包括：前期开发商的售前业务管理咨询服务；在交付前阶段向物业开发商提供开荒清洁、绿化及维修保养服务；车位及房屋尾盘的销售代理及租赁服务。

2019 年非业主增值服务收入为 14.2 亿元，同比增长 79.8%，最近三年复合增速达 92.4%，在三项主要业务中增速最快。

图 27：公司非业主增值服务细分板块


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：2019 年非业主增值服务收入同比增长 80%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司发展非业主增值服务具有良好的资源禀赋，依托兄弟公司碧桂园的物业开发和销售规模，发展势头迅猛，作为两翼之一已初具规模。协销及咨询是公司最主要的非业主增值服务内容，其业务场景基本围绕开发商的售楼处现场进行，而碧桂园方售楼处遍布全国，为业务的开展提供了重要保障。此外，公司以自身品牌优势向中小型物管企业输出管理体系，为其提供咨询管理服务，释放品牌价值，扩大客户资源，通过对外输出逐渐减少对兄弟公司的依赖。

目前公司的非业主增值服务增长主要受益于：

1. 依托兄弟公司的大规模的物业开发与销售，公司提供售前业务管理的咨询服务所涉及项目个数大幅增加，且交付前开荒清洁及其他服务的项目数量有保障。
2. 公司于 2018 年下半年开始接受碧桂园集团委托，对其提供房屋及停车位尾盘代理销售及租赁服务收取代理费，2018 年收入 0.7 亿元，2019 年产生 2.0 亿元的收入，同比大增。

表 9：销售及租赁代理服务收费方式

服务内容	收入构成
尾盘销售	前期代理费：物业货值的 0.5% 后期代理费：合同成交价的 4%
车位销售、租赁	固定费用：合同成交价的 5% 激励费用：车位销售/租赁成交价 × 95% - 车位移交价格

资料来源：公司公告、东方证券研究所

3. 公司 2018 年 9 月修订了协销顾问及其他服务补充协议，上调了年度上限额。由于非业主增值服务业务主要来自于碧桂园集团，属于关联交易，该业务需经过申报及股东批准。2018 年至 2020 年的上限额从之前的 3.96 亿、6.01 亿，8.82 亿提升至 6.33、8.98、10.07 亿。随着碧桂园集团

前期咨询项目大幅增加以及交付前开荒清洁部分的业务量大幅增加，我们认为这一额度有望继续提升。

表 10：关联交易上限额度调整（单位：亿元）

	2018 年		2019 年		2020 年	
	修订前	修订后	修订前	修订后	修订前	修订后
协销顾问及其他	3.96	6.33	6.01	8.98	8.82	10.07
销售及租赁代理	-	1.20	-	3.80	-	4.50

资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 业主增值服务：依托“凤凰会”，多元业务全面开花

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”。公司开展的社区增值服务共分为三类：家居生活服务，如购物协助、家政、绿化、园艺、拎包入住、生活团购及其他定制服务；房地产经纪服务，包括房产中介、房产投资咨询、房屋短租、托管服务、财产保险；园区空间服务，其中包括场地运营以及社区传媒等。

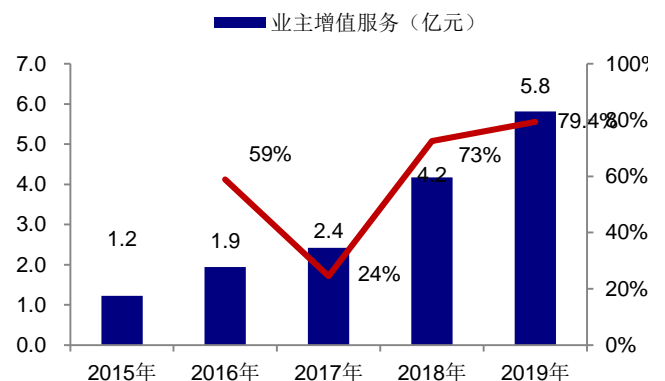
2019 年业主增值服务收入为 5.8 亿元，同比增长 79.4%。细分来看，家居生活服务、房地产经纪服务及园区空间服务收入占比分别为 70.6%、16.0%和 13.4%，同比增长分别为 143.2%、30.3%和 93.5%。家居生活服务的内涵较广，在业主增值服务中占比较高，成长速度也较快。但目前业主增值服务在总收入中占比仍然较低，2019 年仅为 6.0%，随着管理规模的进一步增加，未来有广阔的发展空间。

图 29：公司业主增值服务细分板块

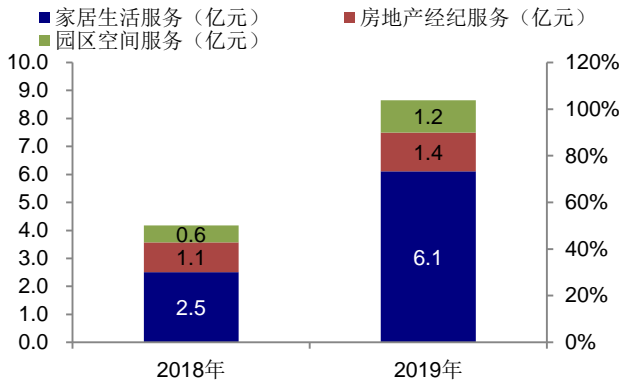


资料来源：公司公告、东方证券研究所

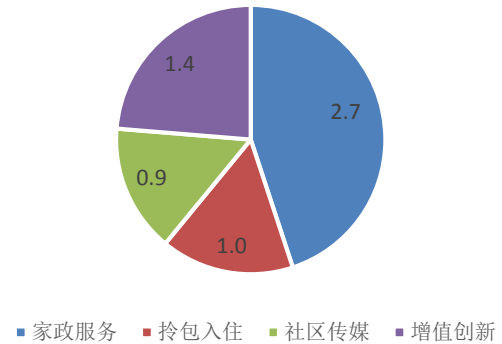
图 30：2019 年业主增值服务收入同比增长 79.4%



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 31：公司业主增值服务细分板块


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 32：家居生活服务内涵较广，收入占比最高


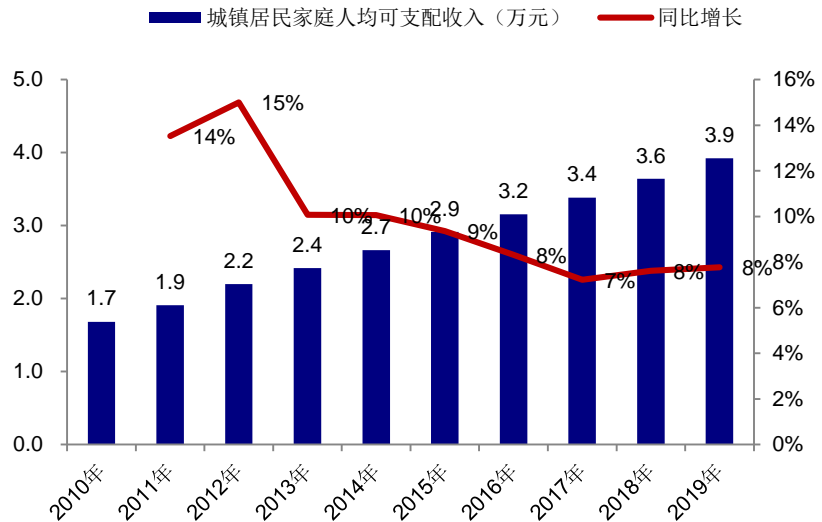
资料来源：公司公告、东方证券研究所

对于业主增值服务而言，管理面积的增长是发展业务的基础，增值服务平台是成功的关键因素。管理面积的增长为业务的开展提供了流量基础，覆盖的业主数量即为业主增值服务的客户基数。而在这种社区 O2O 模式中，增值服务平台的搭建是成功的关键。通过平台的搭建，可以将线下的资源高效地整合至线上平台。一方面，物管公司可通过线上 app 连接业主和地方商户，为业主提供各种社区 O2O 服务，包括社区团购、家具购买、家政服务等等，提升社区生活的便利性。另一方面，物管公司围绕社区生活的各种衍生服务需求，为用户提供社区金融理财、购房投资、教育等多元化服务，满足业主在各类细分领域的多样需求，打造智慧社区模式。

我们认为公司发展业主增值服务的优势在于以下几点：

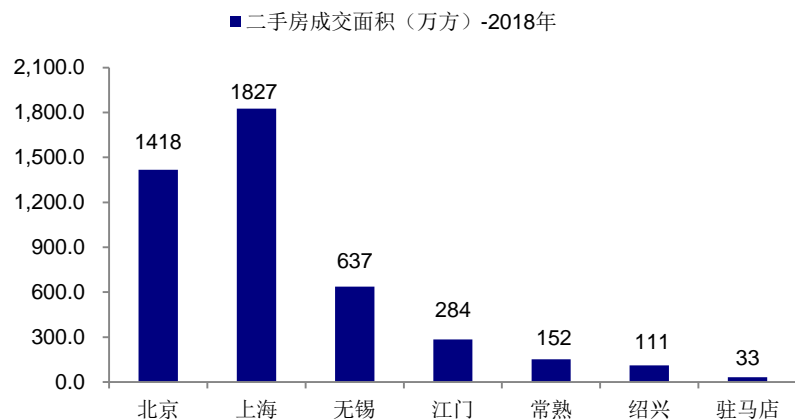
1. “凤凰会” APP 是公司发展业主增值产品及服务的线上门户，有助于提升公司服务的可获得性及业主的客户满意度和忠诚度。截至 2019 年 12 月 31 日，“凤凰会” APP 注册用户数已突破 428 万，较 2019 年上半年即增长约 42.7%，月活跃用户 159 万。粗略测算，2019 年底在管面积 2.8 亿平，按照户均 100 平算，则用户数量约 280 万户，平台渗透率已经超过一半。“凤凰会”集多种功能于一体，除了智能安防、家政保洁、购买生活用品及邻里社交等基础功能外，平台还联合第三方提供包括社区金融理财、购房投资、教育等多种服务。公司未来将携手腾讯进一步建设社区“AI+服务”体系，将科技与物业服务深度融合为业主增加便利，从而增加业主粘性。

2.公司在管面积增长具有稳定性和确定性，客户基数量大，从而带动家居生活服务订单量。虽然一二线城市消费能力普遍更强，但随着人均可支配收入的逐步增长，未来三四线城市居民的购买力也将逐步增强，对家居生活服务的需求随之放开。叠加公司覆盖业主的数量稳步增长，以及未来家居生活服务在日常生活的逐步渗透，未来具有巨大的想象空间。

图 33：城镇居民人均可支配收入稳步提升


资料来源：wind、东方证券研究所

3.布局三四线城市降维打击，房地产经济业务与龙头地产中介公司的直接竞争较少。虽然二手房销售和租赁的活跃度与城市能级有较强的相关性，三四线城市的交易量远不及一二线城市，但三四线城市较一二线城市范围更广，公司通过全国性布局，仍能开拓广阔的市场空间。与此相反，链家、我爱我家等龙头地产中介公司主要布局一二线城市，与收益相比，其进驻三四线城市的成本较高，故与公司的直接的竞争关系较小。公司在小区成立租售中心，将房地产经济业务与传统物业服务有机结合，边际成本较小，更提升了房源优势。

图 34：二手房交易量与城市能级密切相关


资料来源：wind、东方证券研究所

3.3 “三供一业”业务：营收快速腾飞，未来潜力较大

所谓“三供一业”是指企业的供水、供电、供热和物业管理。“三供一业”分离移交是指国企（含企业和科研院所）将家属区水、电、暖和物业管理职能从国企剥离，转由社会专业单位实施管理。

2016年6月11日，国务院国资委、财政部发布《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见》。2016年开始，在全国推进国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作，对相关设备设施进行必要的维修改造，达到城市基础设施的平均水平，分户设表、按户收费，交由专业化企业或机构实行社会化管理。截至2017年底，“三供一业”完成分离移交或签订移交协议的达到80%。2018年年底基本完成全国国有企业“三供一业”分离移交。2019年起国有企业不再以任何方式为职工家属区“三供一业”承担相关费用。

公司于2018年成立合资公司，开始进入“三供一业”中的物业管理及供热的分离移交改革领域。2019年公司已实现全国11个省53个城市的955个项目的承接协议的签订，拟定项目层面的服务标准及服务单价。其中，已实现接管物业管理项目的收费管理面积约为0.9亿平方米，年内产生收入约为人民币5.3亿元；已实现接管的供热业务的收费管理面积约为0.4亿平方米，年内产生收入约为人民币9.9亿元。

“三供一业”业务的收入提升较快，但是利润率水平较低。公司2019年“三供一业”的营收从无到有达到了15.2亿元，占总营收的比重达到了15.7%，但是毛利率水平仅8.6%，远低于公司正常的物业管理服务利润率30.2%，较增值服务40%以上的毛利率相差更远，这与“三供一业”的社区主要是相对老旧的国企家属小区，物业费水平整体较低。但随着未来规模的扩大和成熟的增值服务业务的植入，未来整体利润率会有一定的提升。

盈利预测与投资建议

盈利预测：2020-2022 年 EPS 为 0.82/1.14/1.54 元

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 基础物业服务的收入增长来自于管理面积的提升以及新项目带来的单价的提升，受益于母公司的强劲销售以及在收并购领域的拓展，我们预计未来三年公司管理面积分别增加至 2.8/3.8/5.1 亿平，对应基础物业服务的营收增速为 51.0%/41.8%/36.0%，随着新交付面积相对于存量面积比重的下降，我们对 2020-2022 年的基础服务毛利率的预测为 30.0%/29.0%/28.0%，每年下滑约 1 个百分点。
- 2) 业主增值服务主要是家居生活服务、房地产经纪服务、园区空间服务，与公司管理规模和业主数量息息相关，当前公司在管面积持续扩张，增值服务在已有业主当中的渗透率也比较低，业主增值服务占比相比较同行还较低，随着网络效应的逐渐体现，未来仍有较大空间，我们预计未来三年业主增值服务的增速为 70.0%/60.0%/50.0%，毛利率水平稳定在 66.0%/66.0%/66.0%。
- 3) 非业主增值服务的对象是企业，主要与前端销售和后端竣工交付的节奏有关，随着销售和竣工交付速度的放缓，未来三年非业主增值服务增速会有一定下滑，我们预计未来三年非业主增值服务的增速为 30.0%/20.0%/15.0%，毛利率为 40.0%/40.0%/40.0%。
- 4) 公司 2020-2022 年销售费用率为 0.6%/0.6%/0.6%，管理费用率为 14.5%/14.4%/13.8%。
- 5) 公司 2020-2022 年的所得税率维持 15.0%。

收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
基础物业服务					
销售收入（百万元）	3,446	5,817	8,781	12,451	16,935
增长率	35.4%	68.8%	51.0%	41.8%	36.0%
毛利率	31.9%	30.2%	30.0%	29.0%	28.0%
非业主增值服务					
销售收入（百万元）	791	1,422	1,849	2,218	2,551
增长率	141.2%	79.8%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率	48.1%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
业主增值服务					
销售收入（百万元）	417	865	1,471	2,353	3,530
增长率	72.5%	107.4%	70.0%	60.0%	50.0%
毛利率	66.1%	66.2%	66.0%	66.0%	66.0%
三供一业					
销售收入（百万元）	-	1,515	1,667	1,834	2,017
增长率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	21	25	28	31	34
增长率	192.3%	17.7%	10.0%	10.0%	10.0%

毛利率	36.6%	42.2%	40.0%	40.0%	40.0%
合计					
总营业收入（百万）	4,677	9,645	13,796	18,887	25,067
增长率	49.8%	30.4%	31.7%	22.0%	22.0%
综合毛利率	37.7%	31.6%	32.8%	33.1%	33.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 42.90 港元

首次覆盖给予买入评级，目标价 42.90 港元。我们选取典型的龙头物业管理公司（保利物业、绿城服务、中海物业、招商积余、永升生活服务）等作为公司的可比公司进行估值，可比公司 2020 年的平均估值为 48X。公司拥有前三的在管面积和最多的合同面积傲视所有上市物管公司，是行业的绝对龙头，公司依靠母公司碧桂园优质项目的稳定输送、在外拓并购领域的不断探索以及规模经营成就的增值服务能力，实现了基础物业服务和增值服务均好发展，具有较深的护城河和不可替代性。

另外我们预测碧桂园服务 2021 年 EPS 增速达到 40%，高于行业平均的 36%，且庞大的签约面积保证了未来的稳定业绩。因而我们认为尽管公司体量已经较大，给与行业平均水平的估值是合理的，对应 2020 年 PE 估值为 48X，对应目标价 42.90 港元（1 港元=0.9144 人民币）。

表 11：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率				EPS 增速
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
保利物业	6049.HK	80.10	1.59	1.21	1.32	1.80	50	66	61	45	36.8%
招商积余	001914.SZ	32.00	1.28	0.27	0.59	0.82	25	119	54	39	38.6%
中海物业	2669.HK	7.50	0.12	0.16	0.21	0.28	61	46	35	27	29.5%
绿城服务	2869.HK	9.35	0.17	0.17	0.21	0.28	55	55	44	34	32.2%
永升生活服务	1995.HK	10.79	0.09	0.15	0.24	0.37	123	74	45	29	55.9%
		最大值					123	119	61	45	55.9%
		最小值					25	46	35	27	29.5%
		平均数					63	72	48	35	38.6%
		调整后平均					56	65	48	34	35.9%
碧桂园服务			0.37	0.63	0.82	1.14					39.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

疫情影响竣工交付节奏。新冠疫情对于全年竣工节奏的影响为 1-2 个月，竣工推迟使得项目从签约转化为在管的周期拉长，使得规模和营收的增速不及预期。

外拓市场的不确定性。非住物业主要依靠外拓获取，收到经济周期、公共卫生等外部环境影响较大，给市场的拓展速度带来不确定性。

所得税率的不确定性。公司此前为高新技术企业，享受优惠的税率政策，若后续申报不利，则所得税率的上调对业绩增速有较大影响。

增值服务拓展不及预期。按照我们目前的预测，公司增值服务增速快于基础服务增速，2020-2022 年增值服务的毛利占比将达到 37.8%/39.1%/40.3%，增值服务既受到企业经营活动影响也受到交付入住节奏的影响，拓展速度可能不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,869	6,914	9,472	12,432	17,248	营业收入	4,675	9,645	13,796	18,887	25,067
应收账款	788	2,004	2,569	3,710	4,793	营业成本	(2,914)	(6,593)	(9,273)	(12,640)	(16,760)
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	8	14	23	29	39	营业费用	(27)	(67)	(83)	(113)	(150)
其他	5	1,293	2,297	3,304	4,311	管理费用	(760)	(1,208)	(1,994)	(2,721)	(3,457)
流动资产合计	4,671	10,224	14,361	19,475	26,391	财务费用	54	92	164	219	297
长期股权投资	27	80	74	74	74	资产减值损失	(13)	(31)	(38)	(34)	(49)
固定资产	119	312	533	725	886	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	3	8	14	19	25
无形资产	686	1,633	2,544	3,619	4,950	其他	50	229	140	185	162
其他	19	21	21	21	21	营业利润	1,069	2,076	2,726	3,802	5,134
非流动资产合计	851	2,045	3,172	4,438	5,930	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	5,522	12,269	17,533	23,913	32,321	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,069	2,076	2,726	3,802	5,134
应付账款	2,060	4,690	6,577	8,979	11,895	所得税	(135)	(358)	(409)	(570)	(770)
其他	1,067	1,737	2,779	3,584	4,892	净利润	934	1,718	2,317	3,231	4,364
流动负债合计	3,127	6,427	9,356	12,563	16,788	少数股东损益	(11)	(48)	(70)	(97)	(131)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	923	1,671	2,247	3,134	4,233
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.63	0.82	1.14	1.54
其他	65	162	242	332	432						
非流动负债合计	65	162	242	332	432	主要财务比率					
负债合计	3,192	6,590	9,598	12,895	17,220		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	69	306	376	473	604	成长能力					
股本	2	1,757	1,757	1,757	1,757	营业收入	49.8%	106.3%	43.0%	36.9%	32.7%
资本公积	601	532	721	910	1,099	营业利润	74.2%	95.3%	28.9%	39.9%	35.0%
留存收益	1,658	3,085	5,081	7,879	11,642	归属于母公司净利润	129.8%	81.0%	34.5%	39.5%	35.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,330	5,680	7,935	11,018	15,101	毛利率	37.7%	31.6%	32.8%	33.1%	33.1%
负债和股东权益	5,522	12,269	17,533	23,913	32,321	净利率	19.7%	17.3%	16.3%	16.6%	16.9%
						ROE	50.1%	43.8%	34.8%	34.6%	33.8%
现金流量表											
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	923	1,671	2,247	3,134	4,233	资产负债率	57.8%	53.7%	54.7%	53.9%	53.3%
折旧摊销	33	133	167	233	308	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(54)	92	164	219	297	流动比率	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6
营运资金变动	617	1,528	2,246	1,970	2,993	营运能力					
其它	30	(167)	189	174	231	应收账款周转率	6.2	6.9	6.0	6.0	5.9
经营活动现金流	1,549	3,257	5,014	5,730	8,062	存货周转率	399.6	588.6	506.2	492.1	491.9
资本支出	(70)	(81)	(300)	(300)	(300)	总资产周转率	1.0	1.1	0.9	0.9	0.9
长期投资	(420)	(555)	(1,000)	(1,200)	(1,500)	每股指标(元)					
其他	376	(1,154)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	每股收益	0.4	0.6	0.8	1.1	1.5
投资活动现金流	(114)	(1,628)	(2,300)	(2,500)	(2,800)	每股经营现金流	0.6	1.2	1.8	2.1	2.9
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	0.9	2.1	2.9	4.0	5.5
股权融资	10	1,738	70	97	131	估值比率					
其他	(211)	(340)	(225)	(367)	(578)	市盈率	92.7	54.6	41.9	30.1	22.3
筹资活动现金流	(200)	1,399	(156)	(270)	(447)	市净率	36.7	16.1	11.9	8.6	6.2
汇率变动影响	0	17	0	0	0						
现金净增加额	1,235	3,045	2,558	2,960	4,815						

资料来源：公司年报、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

