



园区物业稀缺标的 政务服务实现突破

——特发服务 (300917.SZ)

房地产/物业服务及管理

投资摘要:

本篇报告核心观点是特发服务是创业板园区物业稀缺标的,与头部客户华为合作超过 20 年。在日常物业管理服务的基础上,公司开拓了华为云数据中心项目运维服务。同时,政务服务业务实现重大突破,与深圳市口岸办公室达成 3 年口岸管养服务协议。预计公司全年收入将实现超过 40% 的增长,当下估值处于低估的位置。

- 公司成立于 1993 年,是特发集团旗下物业管理公司,业务包括综合物业管理服务、政务服务和增值服务。目前管理项目近 200 个,管理面积超 2000 万平方米,主要客户包括华为、阿里巴巴、中国移动、腾讯等知名企业。
- 公司以综合物业管理服务为主,协同发展政务服务与增值服务。2020 年公司实现营收 11 亿元,同比增长 24.4%。其中,物业管理服务收入 9.1 亿元,占比 82.7%。政务服务和增值服务分别占比 13% 和 4%。
- 综合物业管理服务中,园区物业占比最大。公司 2020 年物业管理服务收入为 9.1 亿元,同比增速为 24%。其中,园区物业贡献最大,收入占比为 85%。

园区物业管理服务市场空间广阔。

- 预计 2025 年全国产业园总建筑面积将达到 62 亿平方米。其中,存量角度,2020 年国家级和省级开发区园区在管面积合计 55 亿平;增量角度,全国的产业园建筑面积每年估计新增 1.4 亿平方米。
- 华为云数据中心运维项目将为公司园区物业带来超 2 亿元收入。公司与华为签订 3 年服务合同,服务期限为自 2020 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日,成功迈入数据中心运维领域。

政务服务成为新的利润增长点。

- 政务服务收入过去三年复合增速为 42%。公司在湖北区域占有较高市场份额,为武汉市下辖的 13 个行政区中的 7 个提供政务服务。在管政务服务项目由 2017 年的 37 个扩张至 2020 年的 125 个,服务区域已从武汉扩展到湖北恩施、黄石、荆门,广东深圳、汕头,山东东营、青岛以及天津等地。
- 深圳口岸管养服务首次协议期内的管养经费为 3.99 亿元。公司全面承接深圳 8 个一线口岸、11 个原特区管理线检查站的管理。2020 年政务服务收入 1.5 亿,此次近 4 亿新业务将公司政务服务带上新台阶。

优质客户长期合作 项目复制性强。

- 与华为合作超过 20 年。公司 2017-2020 年前五大客户收入占比均在 50% 以上,公司的核心竞争力突出,多次获得核心客户认可的奖项。
- 公司制定三大服务标准,助力业务快速复制扩张。公司依托服务华为基地多年积累的高新园区服务经验,制定了园区类、商业类和住宅类三大统一的服务标准和管理体系。

投资建议: 我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 16.7、18.3、21.1 亿元,年复合增长率为 24%;归母净利润分别为 1.3、1.4、1.7 亿元,年复合增长率为 19%;每股收益分别为 0.99、1.12、1.28 元,相对于当前股价 PE 为 27.3、24.14、21.01 倍。FCFF 估值测算每股合理股价为 35.92 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 业务扩展不及预期风险、物业管理费率降低风险、疫情反复风险。

评级

买入 (首次)

2021 年 8 月 5 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王源

分析师

SAC 执业证书编号: S1660521040001

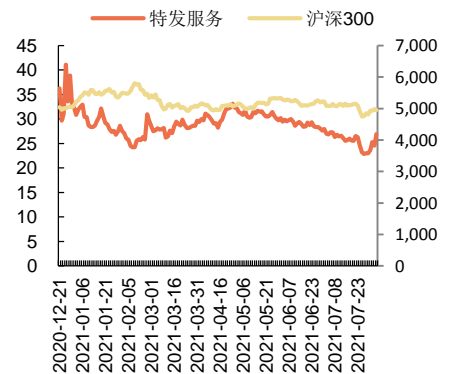
Wangyuan02@shgsec.com

交易数据

时间 2021.8.5

总市值/流通市值 (亿元)	35.03/35.03
总股本 (亿股)	100.00
收盘价 (元)	26.95
一年内最低价/最高价 (元)	22.07/41.32

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	891.22	1,108.66	1,606.66	1,832.12	2,111.14
增长率 (%)	27.50%	24.40%	44.92%	14.03%	15.23%
归母净利润 (百万元)	65.33	99.31	128.35	145.10	166.79
增长率 (%)	26.12%	52.01%	29.25%	13.05%	14.95%
净资产收益率 (%)	25.67%	12.63%	13.59%	13.32%	13.28%
每股收益(元)	-	-	0.99	1.12	1.28
PE	-	-	27.30	24.14	21.01
PB	-	-	3.71	3.22	2.79

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 多元高端物业服务品牌	5
1.1 携手知名大企业 业务各地开花.....	5
1.2 筚路蓝缕四十余载 深耕高端服务市场.....	5
1.3 深圳国资委实际控股.....	6
1.4 主要管理人员行业经验丰富.....	7
2. 园区物业稀缺标的 多元化成长	7
2.1 聚焦园区物业服务.....	8
2.2 辐射政务服务与增值服务.....	11
3. 园区物业管理服务市场空间广阔	12
3.1 我国 2025 年园区面积将达 62 亿平.....	12
3.2 专业化与科技化是未来主导方向.....	14
4. 政务服务成为新的利润增长点	15
4.1 过去三年政务服务收入复合增速 42%.....	15
4.2 深圳口岸管养业务将政务服务带上新台阶.....	17
5. 优质客户长期合作 项目复制性强	18
5.1 20 年华为合作经验.....	18
5.2 业务标准化 可复制性强.....	19
6. 财务分析	21
7. 盈利预测与估值	23
7.1 盈利预测.....	23
7.2 估值与投资建议.....	23
8. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司业务布局	5
图 2：特发服务历史沿革	6
图 3：公司为深圳国资委控股	6
图 4：公司经营业务概览	7
图 5：公司收入结构相对稳定	8
图 6：2017-2020 年综合物业管理服务收入及增速	8
图 7：2017-2020 年综合物业管理服务收入结构	8

图 8: 华为总部基地项目	9
图 9: 阿里巴巴总部基地项目	9
图 10: 2017-2020 园区物业在管面积	9
图 11: 2017-2020 园区物业管理费费率 (元/平方米·月)	9
图 12: 2017-2020 住宅物业在管面积及数量	10
图 13: 2017-2020 住宅物业管理费费率 (元/平方米·月)	10
图 14: 2017-2020 商业物业在管面积	10
图 15: 2017-2020 商业物业管理费费率 (元/平方米·月)	10
图 16: 2017-2020 公共物业在管面积	11
图 17: 2017-2020 公共物业管理费费率 (元/平方米·月)	11
图 18: 公司提供的政务服务内容	11
图 19: 2017-2020 政务服务收入及增速	12
图 20: 2017-2020 政务服务项目数量及单位项目收入	12
图 21: 公司 2017-2020 年增值服务收入	12
图 22: 2017-2019 各项增值服务收入占比	12
图 23: 募集资金运用方案 (万元)	15
图 24: 2017-2019 武汉东湖新技术开发区政务服务和大数据管理局收入 (万元)	16
图 25: 2017-2020 政务服务收入及单项目收入	16
图 26: 公司 2020 年三季度前五大客户	18
图 27: 公司历年前五大客户收入占比	19
图 28: 2017-2020 年华为和阿里收入及增速 (百万元)	19
图 29: 园区类服务标准	20
图 30: 公司商业类服务标准	20
图 31: 公司住宅类物业服务标准	21
图 32: 公司已签订的合同以 2-5 年的中长期合同为主	21
图 33: 公司 2016-2020 销售净利率和销售毛利率	22
图 34: 2020H1 员工成本和分包成本占比 91%	22
图 35: 员工成本和分包成本占比保持稳定	22
图 36: 公司期间费用趋势平稳	23
表 1: 特发服务最近获得的各类奖项	5
表 2: 公司主要管理人员简介	7
表 3: 公司园区物业主要服务内容	9
表 4: 国家级开发区分布情况	13
表 5: 2020 年新中标代表项目	14
表 6: 公司与华为云数据中心签订服务合同	14
表 7: 华为现有主要云数据中心业务	14
表 8: 特发政务发展历程	15
表 9: 特发政务代表项目	16
表 10: 深圳口岸管养服务委托协议	17
表 11: 深圳口岸概况	17
表 12: 特区管理线检查站发展过程	18
表 13: 公司获得的主要客户奖项	19
表 14: FCFF 估值表	23
表 15: 可比公司估值比较	24

表 16: 公司盈利预测表..... 25

1. 多元高端物业服务品牌

1.1 携手知名大企业 业务各地开花

特发服务成立于 1993 年，是特发集团旗下物业管理公司，业务包括综合物业管理服务、政务服务和增值服务。目前管理项目近 200 个，管理面积超 2000 万平，主要客户包括华为、阿里巴巴、中国移动、国家电网、腾讯等知名企业。公司业务已从珠三角经济圈辐射至国内的环渤海经济圈、长三角经济圈、西南经济圈、华中城市经济圈及海外的非洲等地。

图1：公司业务布局



资料来源：公司年报，申港证券研究所

特发服务是国内第一批获得国家一级物业管理企业资质企业之一，在行业中较早推行 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系，并获评“深圳知名品牌”。

表1：特发服务最近获得的各类奖项

奖项名称	排名
2018 年度深圳物业管理行业协会优秀企业	深圳物业管理行业协会
2017 年物业服务百强企业	中国指数研究院
中国企业信用评价 AAA	中国企业评价协会
2016 年度优秀供应商	华为
2017 华为行政服务专项奖-最佳物业服务体验	华为
2018 年度华为行政服务鼎力协作奖	华为

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

1.2 筚路蓝缕四十余载 深耕高端服务市场

1981: 特发物业前身深圳经济特区发展行政处成立

1993: 深圳市特发物业管理有限公司正式成立

2000: 首次与华为公司合作

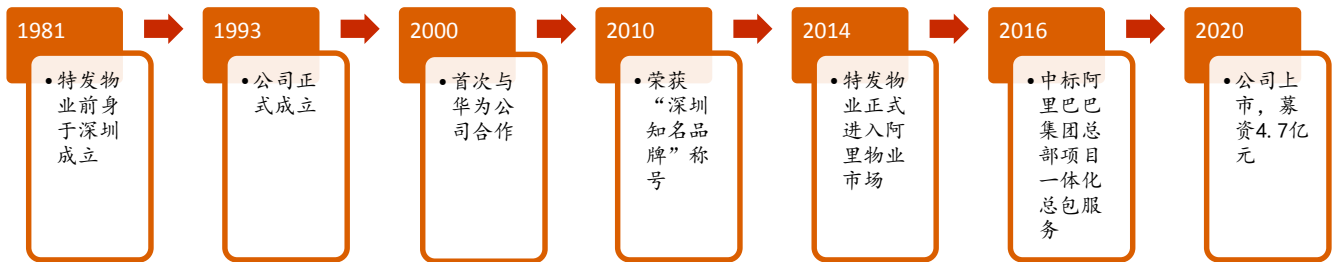
2010: 荣获“深圳知名品牌”称号

2014: 特发物业正式进入阿里物业市场

2016: 中标阿里巴巴集团总部物业项目一体化总包服务

2020: 特发服务上市融资 4.7 亿元

图2: 特发服务历史沿革

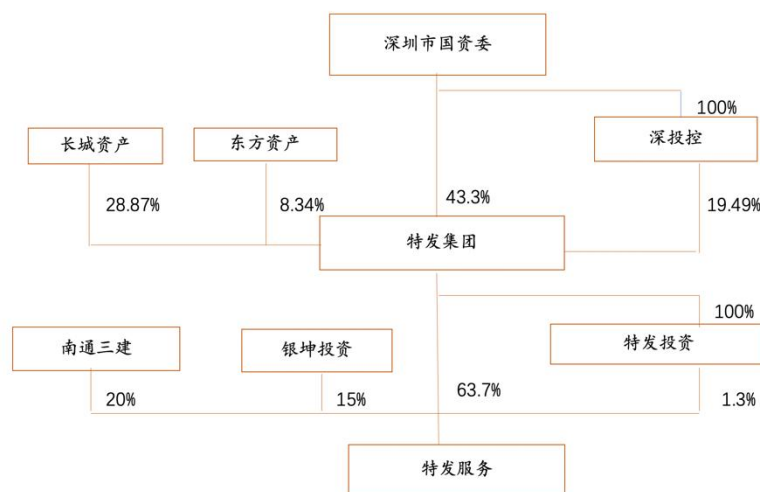


资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

1.3 深圳国资委实际控制

公司为深圳国资委控股, 多家投资机构给予全方位支持。公司于 2020 年 12 月 21 日上市, 首发 2500 万股, 募资 4.7 亿元。上市后公司大股东特发集团, 控股达 63.7%。特发集团实际控制人为深圳市国资委, 累计控股达 62.89%。特发集团机构股东还包括长城资产、东方资产和深投控等金融机构。

图3: 公司为深圳国资委控股



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

1.4 主要管理人员行业经验丰富

董事长陈宝杰自 2006 年在特发集团担任董事职务，管理经验丰富。高管团队均获得注册物业管理师资格，具备地方业务管理工作经历，高度专业化。

表2：公司主要管理人员简介

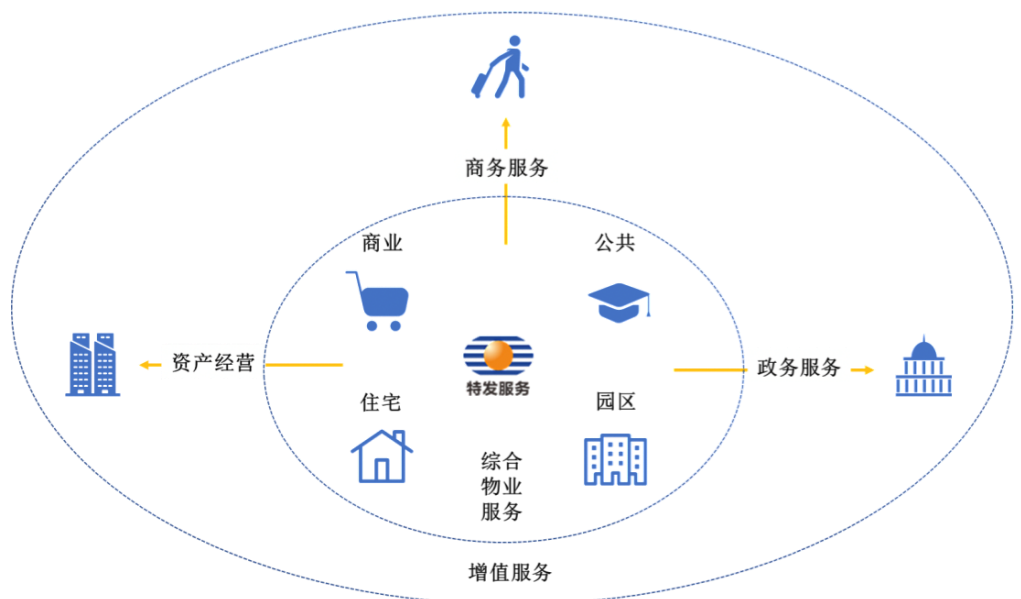
姓名	职务	简介
陈宝杰 54	董事长 董事会秘书	曾任特发集团董事会秘书、职工董事，特发信息股份有限公司副总经理，深圳市特发地产有限公司总经理。2017 年 12 月至 2018 年 10 月任特发物业董事长，2018 年 10 月至今任公司董事长、董事会秘书。
崔平 50	总经理	注册物业管理师。曾任特发物业华为项目管理总监，2010 年 3 月至 2016 年 3 月任特发物业副总经理，2016 年 3 月至 2018 年 10 月任特发物业董事兼总经理，2018 年 10 月起任发行人董事兼总经理。
李林 41	副总经理	注册物业管理师。曾任特发物业副总经理，2018 年 10 月起任副总经理。
王立涛 41	副总经理	注册物业管理师。曾任特发物业杭州分公司副总经理，华东区域公司总经理，杭州分公司总经理，2018 年 10 月起任公司副总经理。
尹玉刚 50	副总经理	注册物业管理师。曾任特发物业坂田管理处安全部部长，特发物业坂田管理处主任，特发物业坂田分公司总经理，2018 年 10 月起任公司副总经理。

资料来源：公司年报，申港证券研究所

2. 园区物业稀缺标的 多元化成长

公司以综合物业管理服务为主，协同发展政务服务与增值服务。2020 年公司实现营收 11 亿元，同比增长 24.4%。其中，物业管理服务收入 9.1 亿元，占比 82.7%。政务服务和增值服务分别占比 13%和 4%。

图4：公司经营业务概览

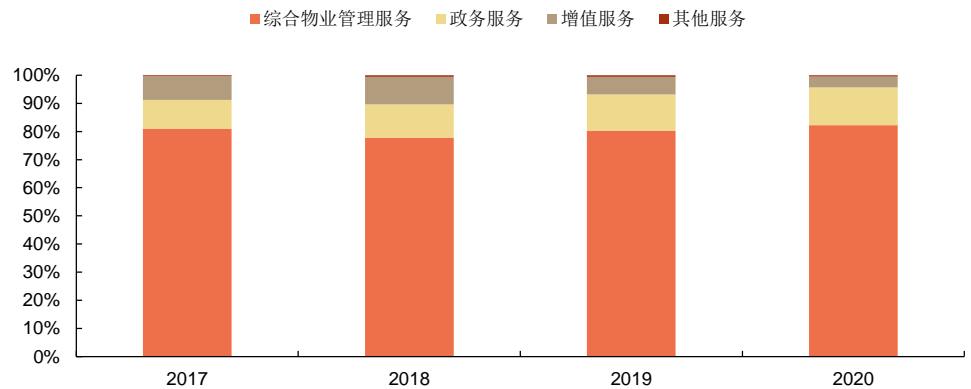


资料来源：公司 2020 年年报，申港证券研究所

公司收入结构稳定，政务服务占比不断提升。在 2017-2020 年间，综合物业管理服

务一直是公司收入比重最大的部分, 占比在 80% 左右。与此同时, 公司加大政务服务发展力度, 该部分收入比重由 10% 逐渐提升至 13%。

图5: 公司收入结构相对稳定

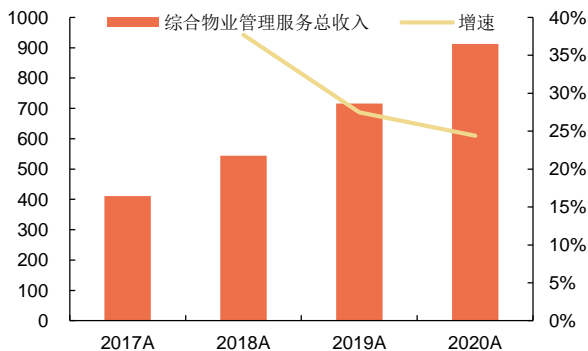


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.1 聚焦园区物业服务

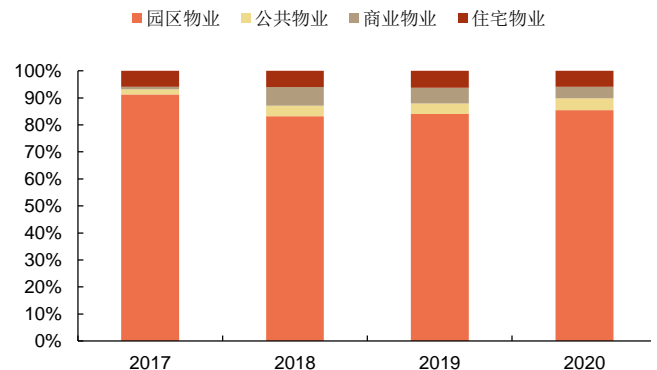
综合物业收入增速 24%，园区物业管理服务占比 85%。公司 2020 年综合物业收入为 9.1 亿元，同比增长 24%。其中，园区物业贡献最大，自 2018-2020 年，收入占比一直在 84% 左右。

图6: 2017-2020 年综合物业管理服务收入及增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图7: 2017-2020 年综合物业管理服务收入结构



资料来源: Wind, 申港证券研究所

(1) 园区物业 2020 年收入占比 85%

公司园区物业管理服务主要面向各类园区、商务办公楼宇等提供服务。服务内容包括设备管理、安全消防、环境服务等类别。公司 2017 年荣获“中国产业园区物业管理优秀企业”。其中，代表项目华为总部项目，该项目全面覆盖华为行政总部、华电中心、数据中心、生产中心 4 个中心，总建筑面积为 32.1 万平方米，提供设施设备、安防保卫、清洁绿化、综合客服一体化管理等服务。

表3: 公司园区物业主要服务内容

园区物业服务类别	服务内容
设备设施管理	设备设施运行管理、预防性维护保养、维修、配套设施完善、改造、运维数据平台的维护等服务
安全消防管理	日常安全消防管理、突发事件管理、安全消防宣传与培训、内部事件调查、园区周边安全管理等服务
环境服务	园区日常清洁、专项清洁、消杀、室外绿化养护、室内植物租摆养护等服务
综合服务	品质管理、EHS 管理、会议室服务、邮件邮发、商务接待保障等
空间管理	对场地、家私、废旧物品等方面进行系统性、科学化的管理, 负责其调配及搬迁方案制定, 宣传品、临时场地申请管理等, 提升空间效率, 节约公司运营成本。
分包商管理	各类分包商的选聘、日常工作监管、激励与考核等, 确保分包商的管理质量达到考核指标。

资料来源: 公司招股说明书, 申港证券研究所

图8: 华为总部基地项目



资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

图9: 阿里巴巴总部基地项目

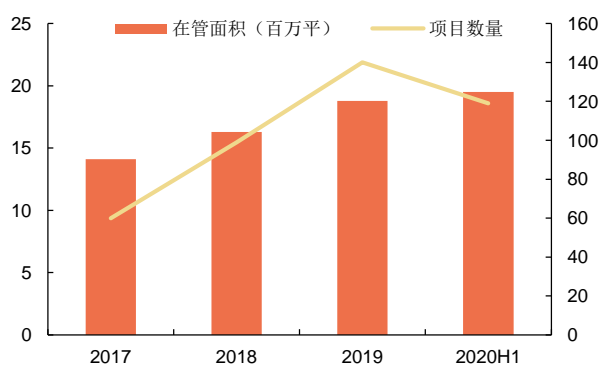


资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

在管项目数量和面积均保持较快增长态势。公司在管项目由 2017 年的 60 个增加至 2019 年的 140 个, 同期, 在管面积由 14.1 百万平增加至 18.8 百万平, 复合增长率为 15%。

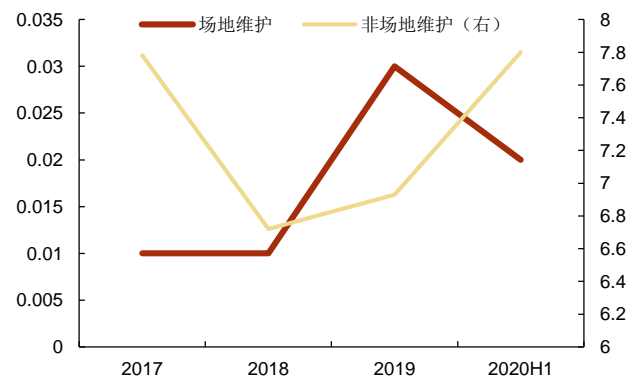
物业管理率中非场地维护达到 7.8 元/平方米·月。园区物业中包含 2 个场地维护项目, 单位面积物业费较低, 2019 年仅 0.03 元/平方米·月。

图10: 2017-2020 园区物业在管面积



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

图11: 2017-2020 园区物业管理费率 (元/平方米·月)



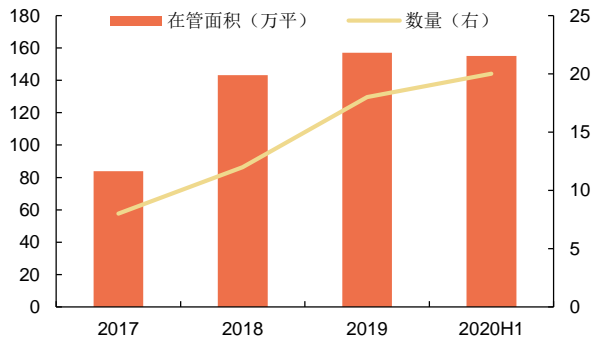
资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

(2) 住宅物业 2020 年收入占比 6%

住宅物业在管面积复合增速高达 38%。公司住宅物业项目从 2017 年的 8 个增加至 2019 年的 18 个, 同期, 在管面积从 84 万平增加至 157 万平, 复合增速高达 38%。

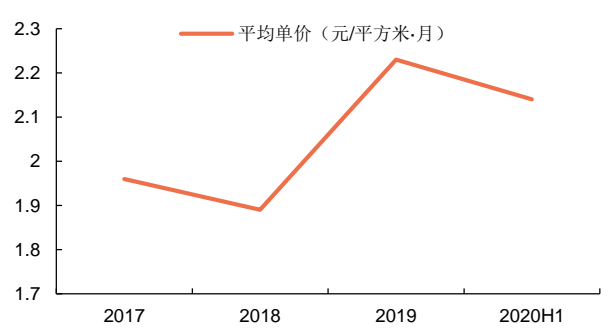
物业管理费率保持相对稳定。公司 2017-2020 住宅物业管理费费率均维持在 2.1 元/平方米·月左右。

图12: 2017-2020 住宅物业在管面积及数量



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

图13: 2017-2020 住宅物业管理费费率 (元/平方米·月)



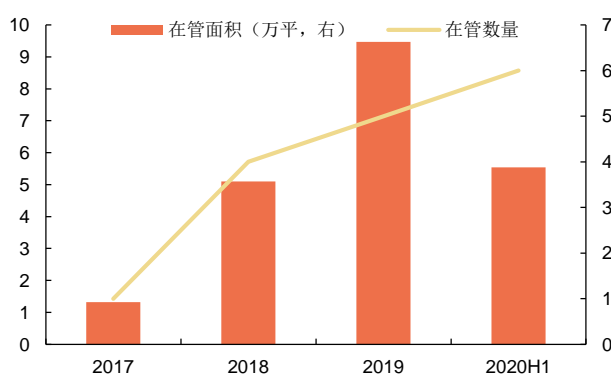
资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

(3) 商业物业 2020 年收入占比 4%

商业物业主要为商场商厦、酒店和儿童乐园等提供物业服务。商业物业服务内容提供包括前期介入及接管验收、客户入住、装修管理、开业保障、环境管理、消防安全管理、停车场管理、建筑及设备设施管理、应急管理等服务。

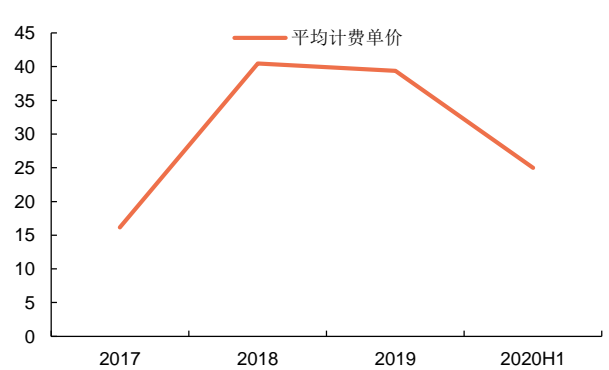
商业物业在管面积快速增长, 管理费率由于项目存在较大变动而降低。公司商业物业在管面积从 2017 年的 1 万平增加至 2019 年的 9 万平。2020 年在管面积和物业管理费率均有所下降, 主要原因为 2020 年上半年阿里未来酒店项目毛利率持续下降, 公司在 2020 年 4 月项目到期后未续签合同。

图14: 2017-2020 商业物业在管面积



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

图15: 2017-2020 商业物业管理费费率 (元/平方米·月)



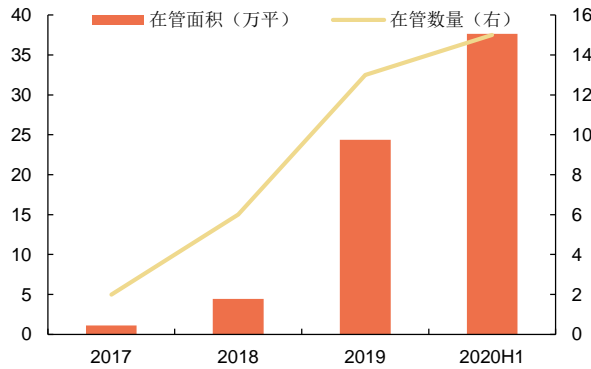
资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

(4) 公共物业管理 2020 年收入占比 4%

公司公共物业主要为学校、公共交通设施和政府公共服务场所等公共物业提供包括秩序维护、保洁绿化、设备设施管理、小型物业工程管理等服务。代表性项目包括人大附中深圳学校物业服务项目、武昌政务审批局项目等。

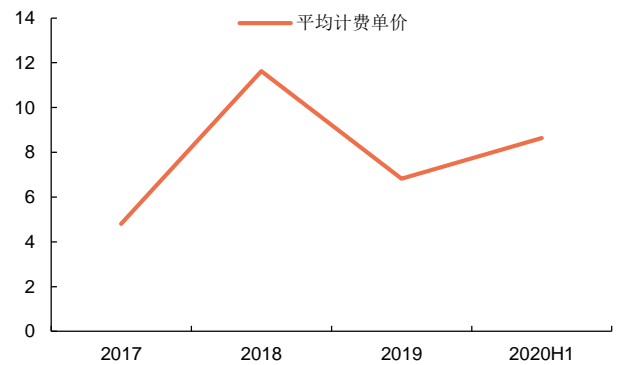
公共物业在管面积持续增加。从 2017 年的 1 万平增加至 2020 年上半年的 38 万平。管理费费率基本稳定在 8 元/平方米·月。

图16: 2017-2020 公共物业在管面积



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

图17: 2017-2020 公共物业管理费费率 (元/平方米·月)

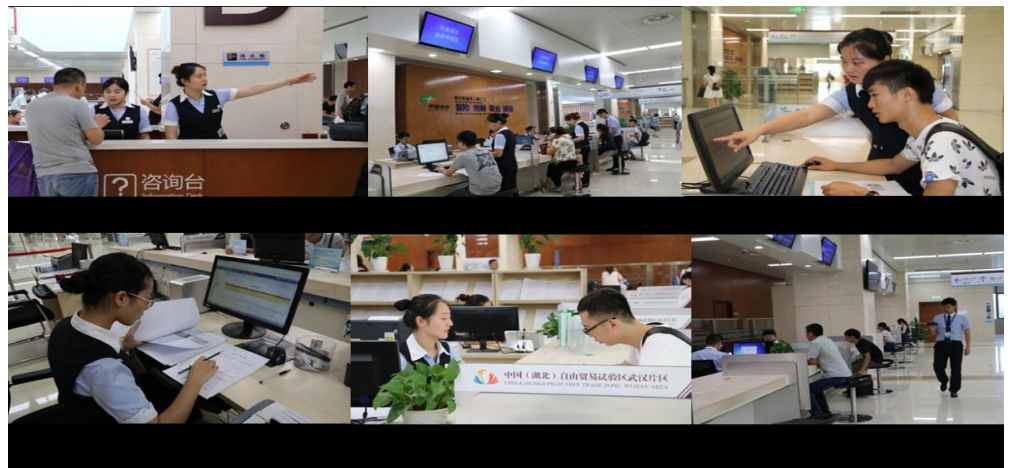


资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

2.2 辐射政务服务与增值服务

政务服务主要为工商、税务政府公共服务部门提供的窗口收件、咨询引导、帮办服务等服务。

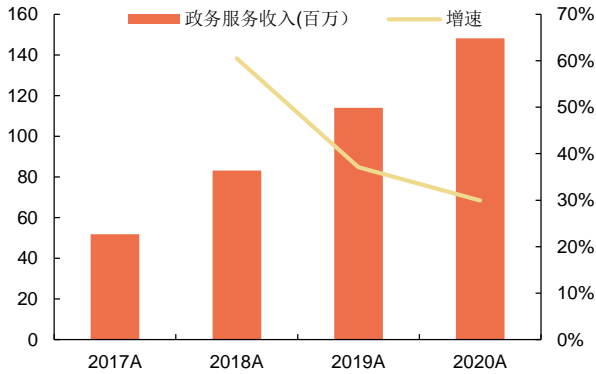
图18: 公司提供的政务服务内容



资料来源: 公司招股说明书, 申港证券研究所

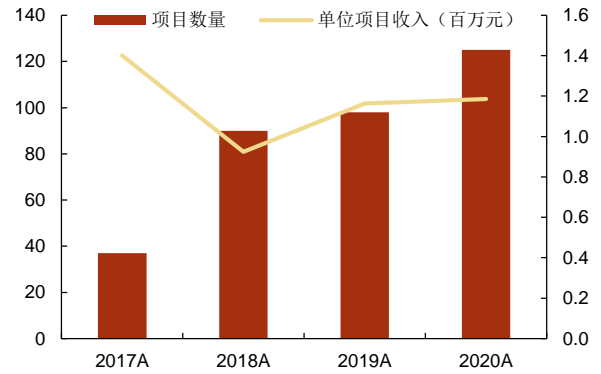
公司 2017-2020 年政务服务收入增速均在 30% 以上。政务服务项目从 2017 年的 37 个增加至 2020 年的 125 个。单项目收入保持稳定, 平均为 1.2 百万元。

图19: 2017-2020 政务服务收入及增速



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

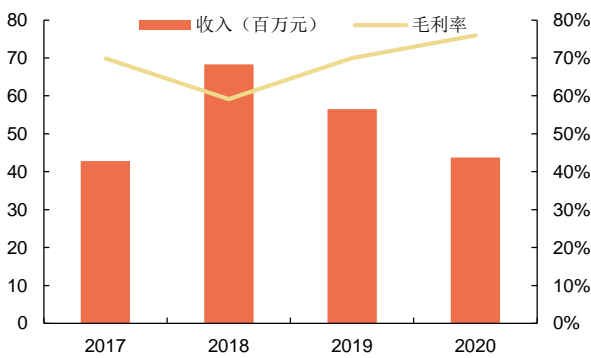
图20: 2017-2020 政务服务项目数量及单位项目收入



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

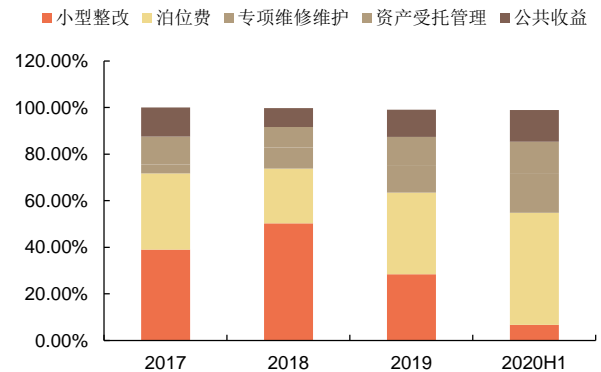
增值服务收入波动较大, 以泊位费为主。服务内容主要包括小型整改工程、停车泊位管理、专项维修维护、公共收益和资产受托管理服务。收入波动大主要受小型整改业务的影响, 原因为 2020 年上半年, 公司为华为提供的小型整改服务的业务模式由总额法和净额法并行变更为仅使用净额法, 净额法下收入降低, 毛利率为 100%。

图21: 公司 2017-2020 年增值服务收入



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

图22: 2017-2019 各项增值服务收入占比



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

3. 园区物业管理服务市场空间广阔

3.1 我国 2025 年园区面积将达 62 亿平

2018 年全国共有 552 个国家级开发区和 1991 个省级开发区。根据国家发展改革委等部委于 2018 年 2 月 26 日联合发布的《中国开发区审核公告目录》(2018 版), 全国开发区核准面积合计约 182.07 亿平方米, 其中国家级开发区核准面积约 55 亿平方米。

根据国家科技部公示的《高新区名录》, 我国已有国家级高新技术园区 168 个, 主要分布在经济较为发达的地区, 其中江苏省以 17 家居首。

表4：国家级开发区分布情况

地区	高新区数量 (家)	地区	高新区数量 (家)
江苏	17	广西	4
广东	14	重庆	4
山东	13	内蒙古	3
湖北	12	黑龙江	3
江西	9	新疆	3
辽宁	8	云南	3
浙江	8	山西	2
四川	8	上海	2
湖南	8	贵州	2
福建	7	甘肃	2
河南	7	宁夏	2
陕西	7	北京	1
安徽	6	天津	1
河北	5	海南	1
吉林	5	青海	1

资料来源：公司招股书，申港证券研究所

存量角度，自上而下测算国家级和省级开发区园区在管面积合计为 55 亿平方米。国家级开发区核准面积 55 亿平方米，根据自然资源部于 2021 年 1 月 13 日发布的《各省（区、市）国家级开发区土地集约利用省内排序及主要指标数据》、《国家级开发区土地集约利用监测统计基本情况表（2020 年）》，我们能够得到已建成城镇建设用地面积、工业用地率和工业用地容积率分别为 37 亿平方米、48.52% 和 93%，由此可计算得 2020 年全国国家开发区在管面积约为 16.80 亿平方米。我们假设省级开发区与国家级比例相同，同理，省级开发区的在管面积测算约为 38 亿平方米，合计约为 55 亿平方米。

	核准面积 (亿平方米)	已建成城镇建设用地面积 (亿平方米)	工业用地率 (%)	工业用地综合容积率 (%)	在管面积 (亿平方米)
国家级开发区	55.55	37.22	48.52	93	16.80
省级开发区	126.52	84.77	48.52	93	38.25
合计	182.07				55.05

资料来源：中国政府网，自然资源部，申港证券研究所

增量角度，全国的产业园建筑面积每年估计新增 1.4 亿平方米。根据 Wind 数据，2020 年全国 100 大中城市成交土地成交建筑面积中，工业用地为 5.6 亿平。按全国 100 大中城市成交土地成交建筑面积占全国土地成交建筑面积的比例(约为 0.4)估计，2020 年全国工业用地成交建筑面积约为 14.09 亿平方米。保守估计 1/10 将作为产业园投入使用，即全国的产业园建筑面积每年增加 1.4 亿平方米，那么 2020-2025 年间有望新增约 7 亿平方米的产业园建筑面积。

综上，预计 2025 年全国产业园总建筑面积将达到 62 亿平方米。

3.2 专业化与科技化是未来主导方向

公司在基础物业管理服务的基础上，不断开拓不同的专业领域。2020 年新中标项目 43 个，新增管理面积 255 万 m²，年度新增合同金额 1.57 亿元。公司中标华为全国云数据中心运维项目，成功迈入数据中心运维领域；中标吉利汽车研发总部项目，首次进入汽车制造业物业服务领域；中标阿里中国尊项目，开拓超高层物业服务项目。

表5：2020 年新中标代表项目

项目名称	领域
华为全国云数据中心运维项目	数据中心运维领域
吉利汽车研发总部项目	汽车制造业物业服务领域
阿里中国尊项目	超高层物业服务项目
深圳国际交流学院项目	教育领域物业项目

资料来源：公司年报，申港证券研究所

华为云数据中心运维项目将为公司园区物业带来超 2 亿元收入。公司与华为签订 3 年服务合同，服务期限为自 2020 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日，合同金额超 2 亿元人民币。运维费用基本由备品备件等采购费用和提供软硬件系统、网络通信、内容服务、安全管理等技术维护服务所发生的人工费用两大类费用构成。

表6：公司与华为云数据中心签订服务合同

时间	合同金额 (百万元)	合同标的
2020 年 6 月 30 日	234.67	华为云数据中心综合设施服务
2020 年 12 月 11 日	6.53	云数据中心综合设施服务
2021 年 1 月 4 日	8.77	云数据中心综合设施服务

资料来源：公司公告，申港证券研究所

贵安华为云数据中心一期项目预计将于今年 8 月底实现整体竣工交付。华为云数据中心仍持续有新项目竣工，公司作为华为长期优秀供应商，预计能够获得新的项目订单。贵安华为云数据中心是华为全球最大的数据中心，一期建筑面积约 48 万平方米。项目建成后，贵安华为云数据中心将安装存储服务器数十万台，主要承载华为公司流程 IT、消费者云和公有云等业务。

表7：华为现有主要云数据中心业务

地点	建筑面积 (万平)	业务规模情况
廊坊	5.4	4500 个 8KW 机柜可以支持的服务器数量就达到 7.2 万至 9 万台
乌兰察	2.4	可容纳 1500 个机柜
玉溪	1.3	一期工程建筑面积约 1.26 万平方米，安装 1000 个 IT 机柜，可提供 50 万台云主机计算能力和 350PB 云存储能力
宿州	2	云计算产业园占地 500 亩，总规模 5 栋、10 万平方米数据机房
克拉玛依	1.65	机房面积近 3608 平方米，可容纳业务机柜 1440 台

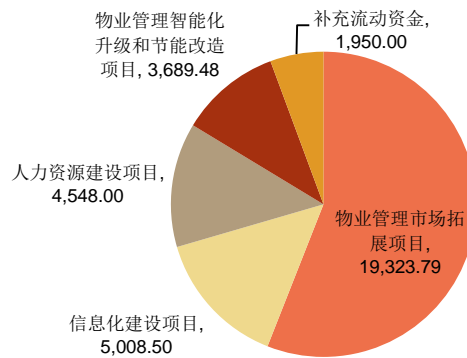
资料来源：华为云网站，公开资料整理，申港证券研究所

公司利用科技手段减少人员配置，节省人工成本。公司在部分园区物业项目，公司

推出“智能机器人巡检系统”，可提供接警、服务咨询、值守巡逻、安全宣传、应急演练等服务内容。在部分停车场管理项目，公司引进停车场收费机器人系统，大幅减少岗位需求。

公司将利用募集资金在公司 21 个在管项目进行物业服务智能化升级和节能改造。项目总投资额 3,689.48 万元，每个项目每年可节约人工成本大约 22.2 万元；每年可节约照明、电梯、供水、空调的用电量分别为 181.74 万度、81.65 万度、178.20 万度、152.46 万度，将实现能耗节约 349.90 万元。以项目节约的成本作为项目收入进行测算，本项目税后静态回收期是 5.58 年，税后动态投资回收期是 6.92 年。

图23：募集资金运用方案（万元）



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

4. 政务服务成为新的利润增长点

4.1 过去三年政务服务收入复合增速 42%

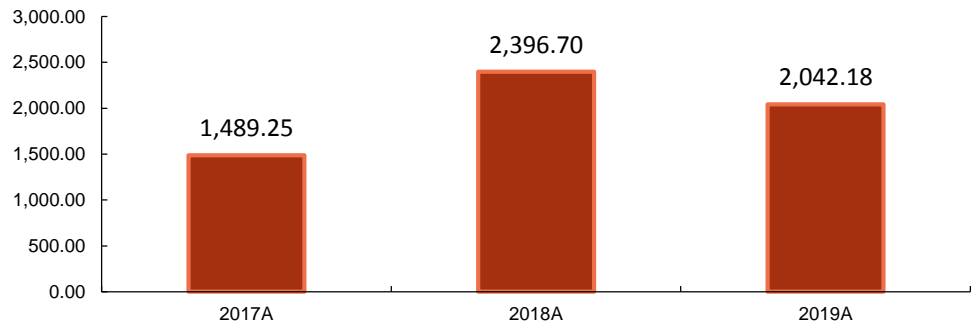
公司政务服务业务开展于 2014 年。政务服务公司旗下子公司深圳市特发政务服务有限公司是国内首批专业化政务服务公司，自 2014 年参与武汉东湖新技术开发区行政服务改革工作试点探索和配合实施，后与湖北省达成深度合作，其中 2017-2019 年武汉东湖新技术开发区政务服务和大数据管理局收入稳定在 2000 万元的规模。

表8：特发政务发展历程

时间	重要项目事件
2014 年	参与武汉东湖新技术开发区行政服务改革工作试点探索和配合实施
2015 年 06 月	武汉东湖新技术开发区光谷公共服务中心
2015 年 10 月	成立深圳市特发政务服务有限公司武汉分公司
2016 年 03 月	武汉经济开发区（汉南区）政务服务中心
2016 年 04 月	武昌区政务服务中心
2016 年 06 月	洪山区政务服务中心
2016 年 12 月	黄浦区政务服务中心
2017 年 03 月	荆门市政务服务中心
2017 年 04 月	江夏政务服务中心/化工区政务服务中心

资料来源：特发政务官网，申港证券研究所

图24：2017-2019 武汉东湖新技术开发区政务服务和大数据管理局收入（万元）



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

公司在湖北区域占有较高市场份额。公司为武汉市下辖的 13 个行政区中的 7 个提供政务服务，亦在湖北恩施、黄石、荆门等地承接同类政务服务业务。

表9：特发政务代表项目

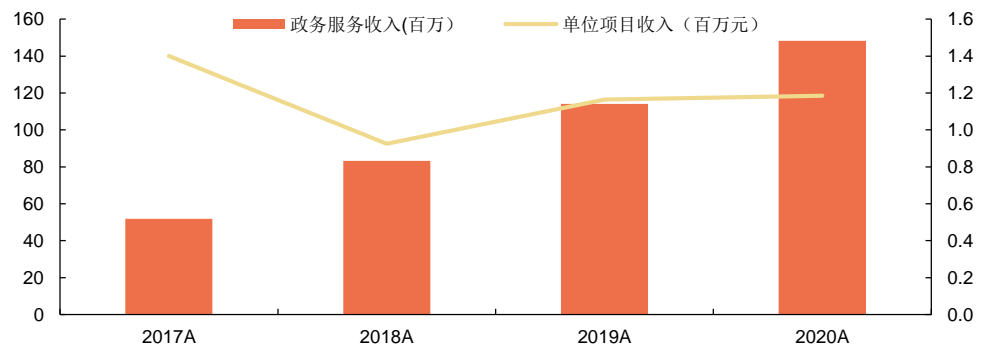
项目名称	入住时间	服务内容
东湖项目	2015 年 6 月	大厅共设有 220 余个窗口，提供企业、群众办理事务 270 余项
经开项目	2016 年 3 月	共 128 个窗口，设有 210 项行政审批事项和 58 项日常监管事项
鄂州项目	2019 年 9 月	约 12000 平方米。共设有 7 个办事功能区
洪山项目	2016 年 6 月	政务大厅共设有 90 余个窗口，提供 85 项行政许可事项审批服务

资料来源：特发政务公司官网，申港证券研究所

政务服务稳步增长，2020 年达 1.48 亿元。公司政务服务收入由 2017 年的 0.52 亿元增加至 2020 年的 1.48 亿元，复合增长率为 42%。政务服务项目具备稳定性的特点，收入确定性高，同时，公司湖北的成功案例为业务开展奠定了良好的基础。

2020 年新增项目 27 个，新增人数 366 人，年度新增合同金额 1851 万元。公司政务服务业务快速发展，各年度在管政务服务项目分别为 37 个、90 个、98 个和 125 个，服务区域已从武汉扩展到湖北恩施、黄石、荆门，广东深圳、汕头，山东东营、青岛以及天津等地。

图25：2017-2020 政务服务收入及单项目收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 深圳口岸管养业务将政务服务带上新台阶

深圳口岸管养服务首次协议期内的管养经费为人民币 **3.99 亿元**。分为市本级财政保障部分和中央财政保障部分。市本级财政保障部分口岸管养经费总额为人民币 **37,079 万元**，包括物业管理费、水电费、维护费三大部分，其中，各口岸区域水电费（金额为人民币 **10,015.81 万元**）由市财政统一办理银行托收，无需额外拨付。

表10：深圳口岸管养服务委托协议

类型	协议明细
协议方	深圳市人民政府口岸办公室
签署日期	2021 年 2 月 18 日
委托期	3 年 (2021 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日)
服务内容	承接市口岸办辖下陆路口岸管理区域和原特区管理线检查站管理区域管养服务工作和口岸运行功能性物业运营管理工作
管养经费	39,879 万元
费用支付方式	市本级经费总额为人民币 37,079 万元 ，其中水电费（金额为人民币 10,015.81 万元 ）由市财政统一办理银行托收，无需额外拨付； 中央财政保障部分管养经费总额为 2,800 万元

资料来源：公司公告，申港证券研究所

全面承接深圳 8 个一线口岸、11 个原特区管理线检查站的管理。截至 2021 年 6 月 16 日，深圳拥有经国务院批准对外开放的一类口岸 15 个，除公司承接的陆路口岸，还有 6 个水运口岸和 1 个航空口岸（深圳市机场物业服务有限公司于 1999 年正式成立，为深圳市机场（集团）有限公司的全资二级公司。2021 年 6 月 15 日，万物云完成新增深圳机场物业 61% 入股）。

深圳口岸业务模式较难复制，但对政务服务业务提升足够大。深圳口岸及特区管理线检查站仅在深圳有所涉及，其他地区难以复制该服务内容。公司母公司为深圳市国企，同时，行业内具备知名度，预计口岸业务能够长期贡献收入。2020 年政务服务收入 1.5 亿，此次 4 亿新业务将公司政务服务带上新台阶。

表11：深圳口岸概况

类型	公路口岸	铁路口岸	水运口岸	航空口岸
数量	7	1	6	1
明细	罗湖、文锦渡、 皇岗、沙头角、 深圳湾、福田、 莲塘口岸	广深港高铁西九 龙站口岸	盐田港、大亚 湾、蛇口、赤 湾、妈湾、大铲 湾口岸	深圳宝安国际机 场

资料来源：深圳市人民政府口岸办公室，申港证券研究所

2014 年 7 月，深圳特区检查站的所有官兵被分流到其他边防单位。特区管理线只留下关口的建筑和车检通道、安全岛、岗亭等设施。

表12: 特区管理线检查站发展过程

时间	关键事件
1980年8月26日	深圳设立经济特区
1982年6月	在划定的深圳经济特区与非特区之间,设立了特区管理线
1983年	国务院批准沿“二线”设置布吉、南头、沙湾、白芒、盐田坳、背仔角6个检查站
2005年	深圳特区的“边防证”取消,只需凭身份证即可进入特区
2010年5月31日	深圳特区范围延伸至全市,龙岗宝安被纳入特区,实现关内外一体化
2014年7月	深圳特区检查站的所有官兵被分流到其他边防单位

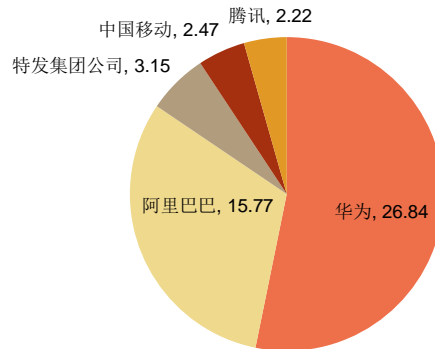
资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

5. 优质客户长期合作 项目复制性强

5.1 20年华为合作经验

公司已成为华为、阿里等世界五百强企业的长期信赖合作伙伴。公司与华为在2000年即展开合作,在物业公司更换较频繁的行业里,长达20年多年的合作侧面说明公司服务的高质量。在2020年三季度报中,前五大客户分别为华为、阿里巴巴、特发集团、中国移动和腾讯,占比分别为27%、16%、3%、2%和2%。

图26: 公司2020年三季度报前五大客户



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司的核心竞争力突出,多次获得核心客户的认可的奖项。核心竞争力包括1)公司制定了行业业务标准,因此业务运行稳定,能够保障服务的连续性;2)服务满意度高,例如华为会让员工对公司的服务进行满意度测评,公司服务满意度高,因此,业务持续合作。公司过往多次获得来自华为、阿里巴巴等核心客户的认可奖项。

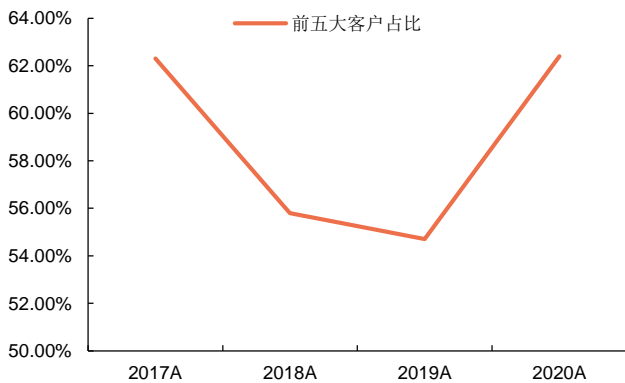
表13: 公司获得的主要客户奖项

奖项名称	授予单位
2016 年度优秀供应商	华为
2017 华为行政服务专项奖—最佳物业服务体验	华为
2018 年度华为行政服务鼎立协作奖	华为
2018 年最佳合作团队	华为
2018 年年度极致服务团队	阿里巴巴
2018 年匠心团队奖项	湖畔大学

资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

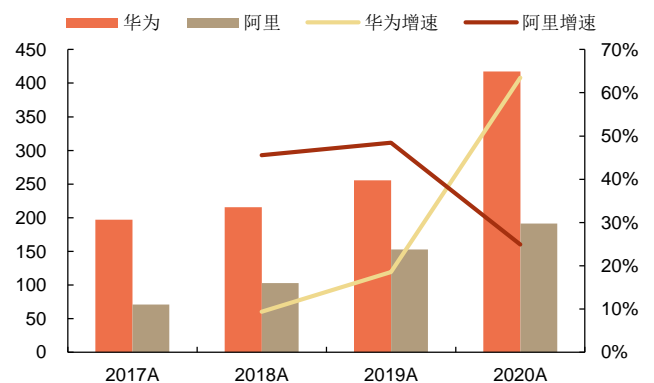
公司 2017-2020 年前五大客户收入占比均在 50% 以上。公司客户集中度高, 一方面体现出公司客户服务的高质量, 另一方面, 核心客户的长期合作, 能够反馈服务效果, 帮助公司进行业务升级迭代。华为收入增速持续提高, 由 2018 年的 9% 提升至 2020 年的 64%。

图27: 公司历年前五大客户收入占比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图28: 2017-2020 年华为和阿里收入及增速 (百万元)



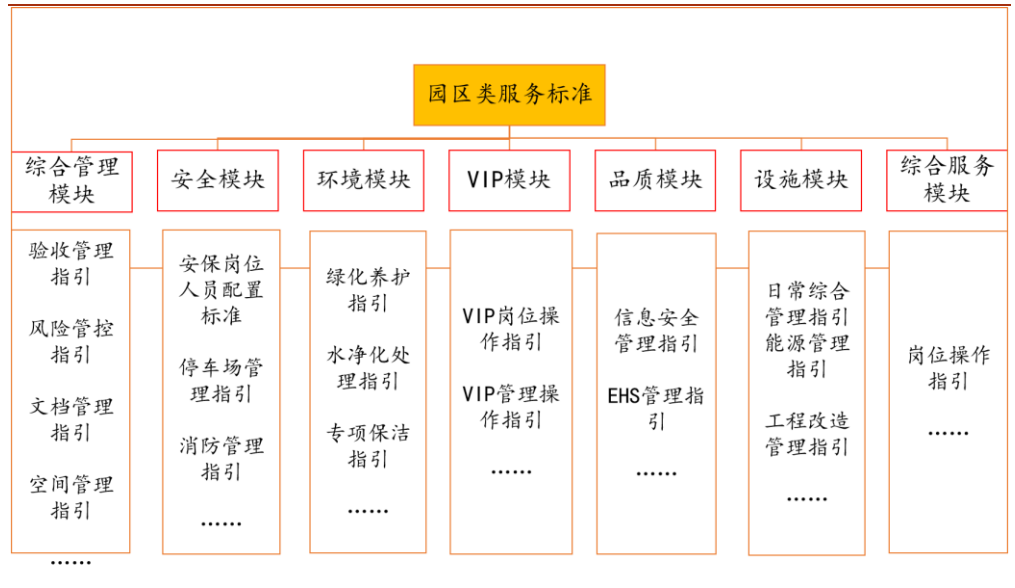
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 申港证券研究所
注: 2020 年数据根据公司 2020 年三季度和年报对比推测

5.2 业务标准化 可复制性强

公司制定三大服务标准, 助力业务快速复制扩张。公司依托服务华为基地多年积累的高新园区服务经验, 制定了园区类、商业类和住宅类三大统一的服务标准和管理体系, 既利于公司拉通全国在管项目的服务水平, 也为未来高新园区项目实施提供参考借鉴, 从而提升公司整体的竞争力。

公司的园区类服务标准包括 7 大模块。7 大模块分别为综合管理、安全、环境、VIP、品质、设施、综合服务, 共计 45 项一级服务标准, 275 项二级服务标准。

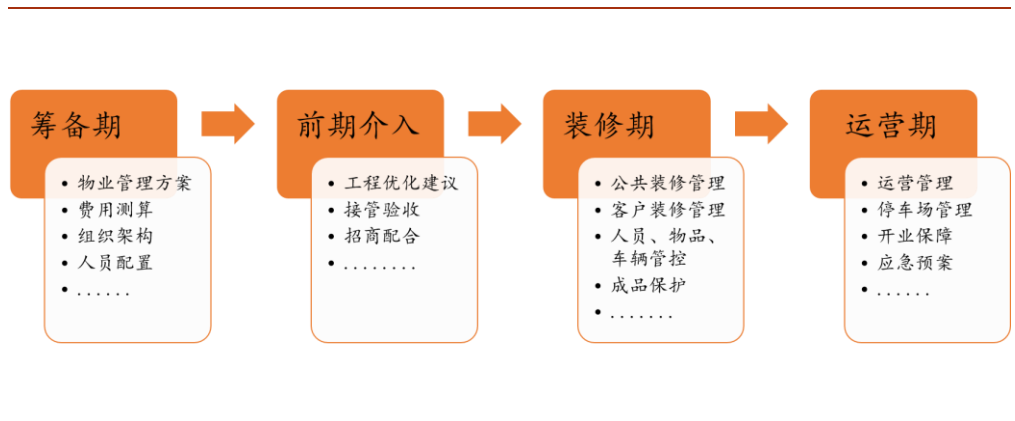
图29：园区类服务标准



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

商业类服务标准覆盖商业物业全生命周期。上述服务标准分别对应筹备期、前期介入期、装修和运营期等。包括商业物业前期介入、设备设施管理、开业保障、环境管理、装修管理、应急管理、维修服务 etc 10 项服务标准，品质、经营等 2 项管理标准，以及 1 个商业运营服务体系。

图30：公司商业类服务标准



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

公司住宅类服务标准根据住宅类物业项目周期时间顺序编制 9 大模块。包括前期介入、案场管理、接管验收、业主入伙、装修管理、客户服务、环境管理、设备维护和秩序维护等 9 大模块，共计 79 项一级标准。

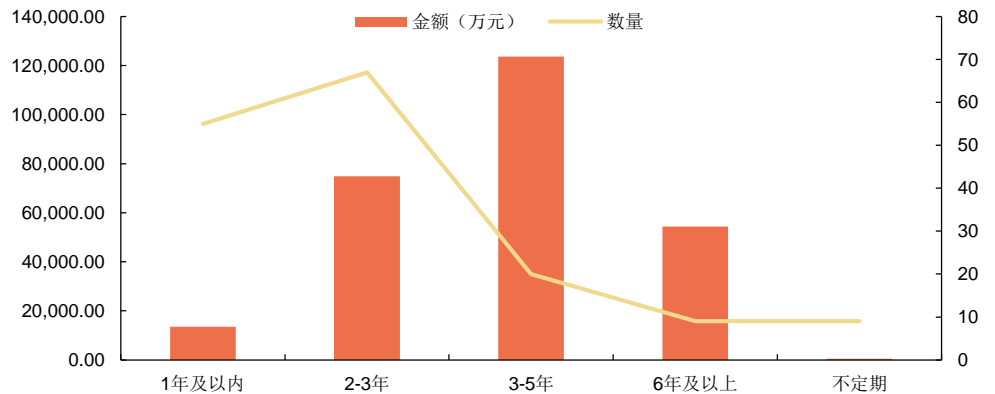
图31：公司住宅类物业服务标准



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

公司已签订的合同以 2-5 年的中长期合同为主。公司 2-5 年期合同金额占所有在管项目合同金额的比例为 74.37%，保证了公司收入的稳定性。

图32：公司已签订的合同以 2-5 年的中长期合同为主

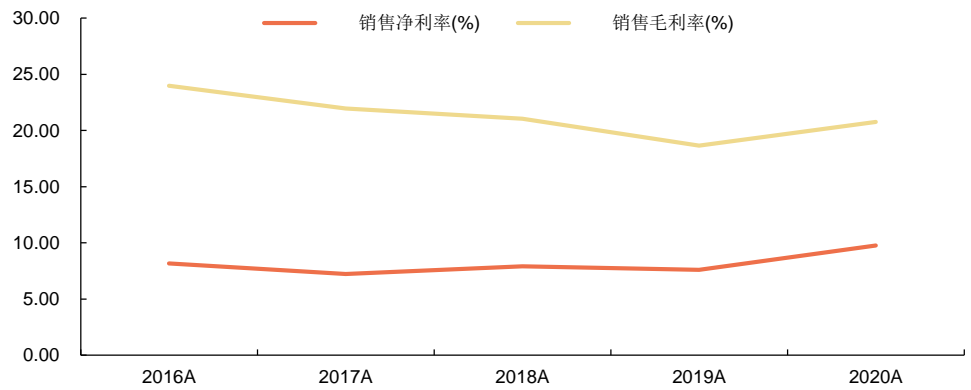


资料来源：Wind，申港证券研究所

6. 财务分析

公司毛利率相对稳定，净利率不断提升。公司 2019 年毛利率小幅下降至 18.65%，主要原因为人工成本、业务外包成本的增加。2020 年毛利率小幅回升至 20.76%，原因是新冠疫情带来的社保减免政策，降低了公司的人工成本。公司净利率由 2016 年的 8.1% 逐渐提升至 2020 年的 9.8%。主要得益于公司管理费用率持续下降，公司的单位管理成本随着经营规模的扩大而降低，规模效应明显。另外，公司上市后现金流充足，财务费用率也呈下降趋势。

图33: 公司 2016-2020 销售净利率和销售毛利率

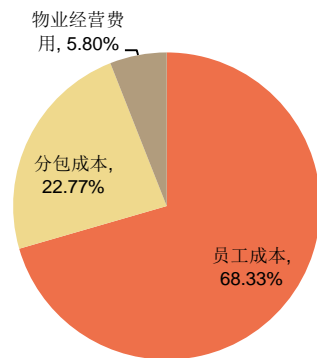


资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司员工成本和分包成本占比 90%以上。公司 2019 年成本 6 亿元, 其中员工成本 3.9 亿占比 65%, 分包成本 1.6 亿元占比 27%。在 2017 至 2020 上半年, 员工成本和分包成本合计均超过 90%。

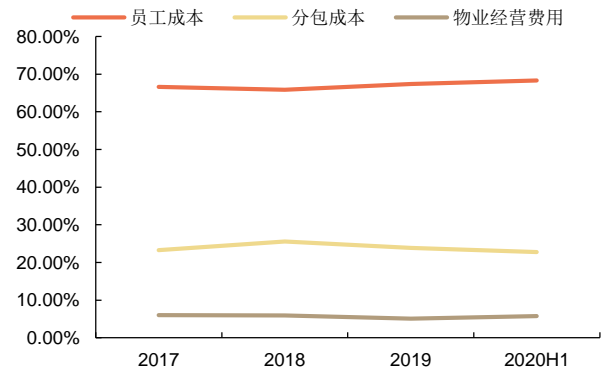
物业管理行业人员工资 CAGR 为 8%。根据弗若斯特沙利文的资料, 中国物业管理服务市场工人的月平均工资已由 2014 年的人民币 3,606 元增至 2019 年的人民币 5,327 元, 5 年 CAGR 为 8%。

图34: 2020H1 员工成本和分包成本占比 91%



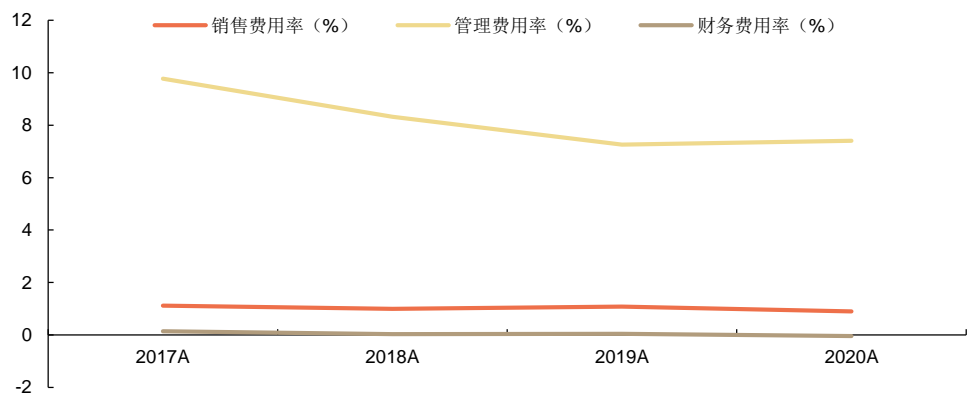
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图35: 员工成本和分包成本占比保持稳定



资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司期间费用呈稳中有降的趋势。管理费用率持续下降, 原因在于公司的单位管理成本随着经营规模的扩大而降低, 规模效益日益凸显; 销售费用率保持平稳, 主要原因为公司采取口碑宣传, 销售费用较低; 财务费用率一直较低, 公司上市后银行存款增加, 存款利息增加。

图36: 公司期间费用趋势平稳


资料来源: Wind, 申港证券研究所

7. 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

综合物业管理服务业务: 我们预计园区物业服务 2021-2023 年在管面积分别达到 22.9、25.7 和 28.7 百万平方米, 物业管理费率能够于 2023 年达到行业百强均值的 3.46 元/平方米·月。公共物业服务、商业物业服务和住宅物业服务假设收入增速与过去三年增速保持一致。

政务服务业务: 我们预计 2020 年现有的政务服务项目收入保持 27% 的增速, 同时叠加深圳口岸管养项目收入, 并假设 3 年后合同到期后能够续约。

增值服务业务: 我们预计增值服务收入能够维持过去的平均规模。

期间费用假设: 公司过去三年期间费用占收入比重维持稳定, 我们假设未来仍能够维持稳定。

我们预计公司 2021-2023 年年收入分别为 16.7、18.3、21.1 亿元, 年复合增长率 24%; 归母净利润分别为 1.3、1.4、1.7 亿元, 年复合增长率为 19%。

7.2 估值与投资建议

绝对估值采用 FCFF 方法, 无风险收益率选择十年期国债, 鉴于公司上市时间较短, Beta 参考招商积余等可比公司, 2020 年分配方案每 10 股转增 3 股后公司总股本将增加至 130 百万股。我们估算公司总股本价值 46.7 亿元, 结合股本测算, 每股合理股价为 35.92 元。

表14: FCFF 估值表

项目	金额
无风险收益率	3.10%
Beta	0.67
总股本价值 (百万元)	4,670.09
股本 (百万股)	130

项目	金额
每股价值 (元)	35.92

资料来源: Wind, 申港证券研究所

预计公司 2021~2023 年每股收益分别为 0.99、1.12、1.28 元, 相对于当前股价 PE 为 27.3、24.14、21.01 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值比较

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	TTM	21E	22E	PB
001914.SZ	招商积余	141.13	28.66	20.55	15.41	1.68
603506.SH	南都物业	24.24	17.26	14.34	12.1	2.82
002968.SZ	新大正	68.33	45.01	37.59	26.39	7.63
	平均值	77.90	30.31	24.16	17.97	4.04

资料来源: Wind, 申港证券研究所

8. 风险提示

业务扩展不及预期风险、物业管理费率降低风险、疫情反复风险。

表16: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	891	1109	1607	1832	2111	流动资产合计	404	1017	1205	1360	1539				
营业成本	725	878	1289	1472	1696	货币资金	179	717	804	902	1011				
营业税金及附加	6	5	8	9	10	应收账款	205	276	370	422	487				
营业费用	10	10	16	17	20	其他应收款	0	14	20	23	26				
管理费用	65	82	118	135	155	预付款项	4	5	7	10	12				
研发费用	0	0	0	0	0	存货	3	4	5	6	7				
财务费用	0	0	-4	-4	-5	其他流动资产	2	1	-1	-2	-4				
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	80	83	83	83	84				
信用减值损失	0	0	0	0	0	长期股权投资	10	12	12	12	12				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	7.81	8.56	8.63	8.96	10.45				
投资净收益	3.62	3.26	3.26	3.26	3.26	无形资产	0	1	1	1	1				
营业利润	89	143	183	207	238	商誉	0	0	0	0	0				
营业外收入	2.33	0.31	0.89	1.18	0.80	其他非流动资产	0	0	0	0	0				
营业外支出	0.13	0.23	0.17	0.17	0.19	资产总计	485	1100	1288	1444	1623				
利润总额	91	144	184	208	238	流动负债合计	212	284	302	300	299				
所得税	24	35	46	52	60	短期借款	0	0	0	0	0				
净利润	68	108	138	155	178	应付账款	57	73	105	120	139				
少数股东损益	2	9	9	10	11	预收款项	10	0	-15	-32	-51				
归属母公司净利润	65	99	128	145	167	一年内到期的非流动负	1	1	1	1	1				
EBITDA	94	149	180	203	233	非流动负债合计	6	7	11	12	15				
EPS (元)	0.87	0.99	0.99	1.12	1.28	长期借款	0	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	负债合计	217	291	312	312	314				
成长能力						少数股东权益	13	22	32	42	54				
营业收入增长	27.50%	24.40%	44.92%	14.03%	15.23%	实收资本(或股本)	75	100	130	130	130				
营业利润增长	18.28%	61.29%	27.85%	12.71%	14.89%	资本公积	52	460	460	460	460				
归属于母公司净利润增	29.19%	13.01%	29.19%	13.01%	14.96%	未分配利润	119	211	320	443	584				
获利能力						归属母公司股东权益合	255	786	945	1089	1256				
毛利率(%)	18.65%	20.76%	19.78%	19.68%	19.68%	负债和所有者权益	485	1100	1288	1444	1623				
净利率(%)	7.59%	9.77%	8.58%	8.48%	8.44%										
总资产净利润(%)	13.48%	9.03%	10.19%	10.26%	10.47%	现金流量表									
ROE(%)	25.67%	12.63%	14.03%	13.69%	13.60%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E				
偿债能力						经营活动现金流	57	104	47	90	100				
资产负债率(%)	45%	26%	25%	22%	20%	净利润	68	108	138	155	178				
流动比率	1.91	3.58	3.90	4.44	5.05	折旧摊销	4.87	6.05	0.00	0.47	0.52				
速动比率	1.90	3.56	3.88	4.42	5.02	财务费用	0	0	-4	-4	-5				
营运能力						应付帐款减少	-54	-71	-94	-52	-64				
总资产周转率	2.10	1.40	1.36	1.37	1.40	预收帐款增加	-20	-10	-15	-17	-19				
应收账款周转率	5	5	5	5	5	投资活动现金流	0	-5	2	2	2				
应付账款周转率	17.19	17.05	18.03	16.23	16.30	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.99	0.99	1.12	1.28	投资收益	4	3	3	3	3				
每股净现金流(最新摊)	0.81	5.38	0.67	0.75	0.84	筹资活动现金流	3	439	7	6	6				
每股净资产(最新摊薄)	3.39	7.86	7.27	8.38	9.66	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	30.98	27.22	27.30	24.14	21.01	普通股增加	0	25	0	0	0				
P/B	7.94	3.43	3.71	3.22	2.79	资本公积增加	7	408	0	0	0				
EV/EBITDA	19.56	13.28	14.99	12.81	10.68	现金净增加额	61	538	57	98	109				

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上