

## 行业研究

## 借鉴索迪斯 (SW.PA)，五十年领跑全球 IFM

## ——物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（二）

## 要点

## 源自 1966 年，历经五十年横向发展，领跑全球综合设施管理服务

索迪斯 (Sodexo, SW.PA) 是全球领先的集设计、管理与运营为一体的综合设施管理服务商，业务已遍及全球 64 个国家。截止 2019 年 12 月 31 日收盘（正常经营年份），公司总市值约为 156 亿欧元，折合人民币超 1,000 亿元；PE 估值约为 23 倍，对应 2019 财年（公司会计制度中财年为上年 9 月 1 日至当年 8 月 31 日，下同）的营业收入约为 220 亿欧元，归母净利润 6.7 亿欧元。

## 内生增长与外延并购有机结合，盈利能力稳健，自由现金流充沛

公司驻场服务打造多元业态组合，保证了具备弹性的商业模式，坚持客户与人才导向定位（客户续约率维持 93%、站点经理留存率超 80%、员工成本稳控在 50%）；跨区域优质外延实现全球化服务布局，全赛道收购拉动多元化业务发展。截至 2021 年 9 月，大型收并购项目超 20 个，总金额超过 50 亿欧元（北美 35 亿欧元、欧洲 12 亿欧元）；把握资金窗口，并购优质标的使索迪斯得以切入新市场与新业务。公司 2017-2019 财年毛利率均保持在 15% 左右，基本营业利润率介于 5.5%-6.5% 之间。2019 财年，公司产生 8.7 亿欧元自由现金流，强大的现金牛属性帮助公司实现稳健的内生增长和积极的外延并购，不断扩大规模。

## 综合设施管理服务市场潜力大，索迪斯瞄准欧美与新兴国家经济增长机遇

据 Persistence Market Research 估计，2021 年全球 IFM (Integrated facility management, 综合设施管理) 市场规模达 7,300 亿美元，并将在 2021-2031 年间以 4.2% 复合年增长率保持稳定增长（2031 年超万亿美元）。回顾历史，1980-1990 年间，欧美人均 GDP 相继突破 10,000 美元、20,000 美元大关，综合设施管理服务发展也随之进入快车道，公司把握契机开启全球化加速发展模式，享受欧美经济增长的红利。近年来，公司在新兴市场（亚太及南美）发力扩张，中国、印度、巴西等国的发展将会给索迪斯未来业绩增长打开空间。

## 国内基础物管服务为基本盘，物业企业聚焦增值服务、科技赋能制高点

根据 2021 年中期披露数据，国内典型物业企业社区增值服务营收及营收占比可观，如碧桂园服务（14.0 亿元，占比 12.1%）、世茂服务（13.9 亿元，占比 32.9%）、保利物业（12.0 亿元，占比 23.3%）、中海物业（11.8 亿元，占比 27.5%）、绿城服务（11.5 亿元，占比 20.6%）。

借鉴索迪斯发展经验，其通过聚焦自身优势业务（团餐），提升市场竞争力，再通过横向切入医疗、学校、养老等业态，纵向延伸服务边界，成为多业态、全生命周期、全产业链、高品质的综合设施服务供应商。而国内物业企业同样可以从住宅物业横向切入至商业、公建物业；在提供高质量基础物管服务的同时，基于社区客户的多样化需求，进一步提升增值服务的渗透率。

**投资建议：**建议关注四条主线：1) 规模第一梯队，有望输出管理和资源的平台类公司，推荐碧桂园服务、建议关注绿城服务、雅生活服务、融创服务、金科服务；2) 规模第二梯队且估值较低的成长型标的，关注建业新生活、旭辉永升服务、新城悦、世茂服务；3) 收费水平高利润弹性大的专业商办管理标的，关注新大正、宝龙商业、远洋服务、卓越商企；4) 资源禀赋突出的央企物管标的，推荐中海物业、保利物业，建议关注招商积余、华润万象生活。

**风险提示：**人工成本风险、增值服务拓展风险、关联方依赖风险、外包风险。

## 房地产（物业服务） 增持（维持）

## 作者

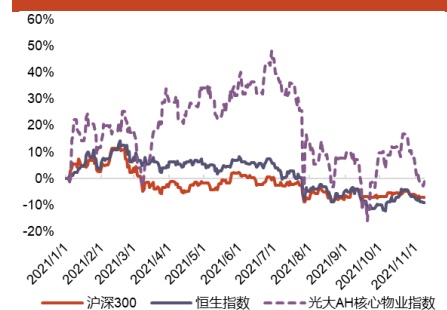
分析师：何缙南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

万科物管分拆上市，开启多元化业务价值释放之路——万科 (000002.SZ、2202.HK) 动态跟踪 (2021-11-06)

2022：青山依旧在，惯看秋月春风——房地产（物业服务）2022 年投资策略报告 (2021-10-21)

央行释疑“α风险”，房地产市场悲观情绪进一步修复——对 10 月 15 日央行三季度金融统计数据新闻发布会的点评 (2021-10-16)

透视爱玛客 (ARMK.N)，全球标杆服务公司九十年发展之路——物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（一）(2021-09-28)

## 投资聚焦

近百年来，欧美国家工业化步入尾声，第二产业在国民经济中的比重逐渐降低，第三产业迅速发展，居民消费逐渐从物质型消费转向服务型消费，爱玛客（Aramark）、索迪斯（Sodexo）、康帕斯（Compass）等物管企业抓住机遇成功突围，发展成为全球物业服务巨头。这些巨头扩张迅速，规模庞大，跨越经济周期，如今依旧增长稳健，他们的发展路径具有极大借鉴意义。

近年来，中国房地产市场也正经历着大变局，行业正逐步从“开发销售”向“存量管理”过渡。头部房企基本完成旗下物管企业的分拆上市，拥有独立运作的资本平台的物管企业，正从地产母公司的港口扬帆起航，驶向大物业蓝海。我们希望通过海外物业服务龙头系列专题研究，探索中国物管企业成长空间和特色发展道路，本报告为系列研究报告之二。

### 我们的核心内容

**1) 完整梳理了索迪斯五十年的发展，公司以稳健的内生增长、积极的并购扩张策略实现全球化布局，跻身行业龙头地位的历程值得我国物管公司参考**

1. 索迪斯始于 1966 年，团餐服务起家，1983 年登陆巴黎证券交易所；历经多年，业务已布局全球 64 个国家。2. 稳控人力成本，高客户续约率与员工留存率保障公司业绩和治理效能，多元业态赋予公司弹性的商业模式，由此带来稳健的内生增长。3. 截至 2021 年 9 月，索迪斯已完成的大型收并购项目已超过 20 个，总金额超过 50 亿欧元（北美 35 亿欧元，欧洲 12 亿欧元），收购标的多为区域内具有领先地位的服务企业，迅速整合标的成熟业务，实现新区域快速布局。

**2) 梳理了欧美国家不同经济发展阶段中，居民消费结构的转型与升级，以及索迪斯在这样的时代背景下抓住发展机遇趋势而上的过程**

索迪斯利用 1983 年至 1993 十年时间完成欧美市场布局，此阶段欧洲、北美人均 GDP 分别突破 10,000 美元、20,000 美元大关，消费结构升级，服务型消费需求旺盛，随后公司业绩快速增长。近年来公司在新兴市场（亚太、南美）发力扩张，中国、印度、巴西等国的发展将会给索迪斯未来业绩增长打开空间。

### 投资观点

借鉴索迪斯发展经验，其通过聚焦自身优势业务，横向切入医疗、学校、养老等业态，纵向延伸服务至上下游产业链，最终发展成为多业态综合设施管理服务提供商；我们认为，近年来国内优秀房企利用长期地产开发积累的丰富空间经验、巨大客户群、品牌知名度，快速切入存量运营和相关服务行业，已逐步形成一定的产业链协同效应；后续可基于社区客户的多样化需求，利用人工智能等高新技术，进一步提升增值服务渗透率。建议关注四条主线：

1) 规模第一梯队，有望输出管理和资源的平台类公司，**推荐碧桂园服务**，建议关注绿城服务、雅生活服务，融创服务、金科服务；

2) 规模第二梯队且估值较低的成长型标的，关注建业新生活、旭辉永升服务、新城悦、世茂服务；

3) 收费水平高利润弹性大的专业商办管理标的，关注新大正、宝龙商业、远洋服务、卓越商企；

4) 资源禀赋突出的央企物管标的，**推荐中海物业、保利物业**，建议关注招商积余、华润万象生活。

# 目 录

<b>1、五十年发展，全球综合设施管理领跑者</b> .....	<b>6</b>
1.1、索迪斯：全球领先的综合设施管理服务商 .....	6
1.1.1、发展历程：借力资本拓展细分赛道，实现全球化布局 .....	6
1.1.2、创始家族持股，确保独立性与管理的连续性 .....	7
1.1.3、索迪斯资本市场表现：千亿市值，估值中枢 20 倍~30 倍 .....	8
1.2、三大业务板块，横向多元化发展 .....	9
1.2.1、驻场服务（OSS）扎根专业领域，客户基础庞大 .....	10
1.2.2、福利与绩效管理服务（BRS）业内独树一帜 .....	12
1.2.3、个人与家庭服务（Personal & Home Services）贯穿完整生命周期 .....	13
<b>2、聚焦内生增长稳固龙头地位，跨区域并购实现全球化布局</b> .....	<b>13</b>
2.1、聚焦增长（Focus on Growth）重整发展理念 .....	13
2.1.1、打造多元业务组合，弹性模式应对疫情挑战 .....	13
2.1.2、坚持客户导向定位，推进续约率满意度双增 .....	14
2.1.3、人才培养计划助力，稳控人力成本运营效率 .....	15
2.2、跨区域并购实现全球化布局 .....	16
2.2.1、跨区域优质外延实现全球化服务布局，全赛道收购拉动多元化业务发展 .....	17
2.2.2、抓住高速扩张资金窗口，后疫情周期积极调整应对服务新业态 .....	18
2.3、公司未来增长驱动分析 .....	18
2.3.1、综合设施管理服务需求激增，市场潜力巨大 .....	18
2.3.2、新兴市场有望打开未来业绩增长空间 .....	19
<b>3、盈利稳健，财务调整极具策略</b> .....	<b>20</b>
3.1、盈利能力保持稳定 .....	20
3.2、自由现金流充沛，债务结构健康可控，现金分配调整到位 .....	21
<b>4、索迪斯对国内物业服务企业的借鉴意义</b> .....	<b>22</b>
4.1、基础物管服务为基本盘，增值服务带来想象空间 .....	22
4.2、服务标准化、科技化是长期趋势 .....	23
4.3、投资建议 .....	24
<b>5、风险分析</b> .....	<b>25</b>
<b>6、附录</b> .....	<b>25</b>

## 图目录

图 1：索迪斯概览.....	6
图 2：索迪斯发展历程.....	7
图 3：索迪斯股价走势与 PE 估值变化.....	9
图 4：索迪斯业务板块简介.....	9
图 5：索迪斯整体营业收入（单位：百万欧元）及增速.....	10
图 6：EBIT 和净利润（单位：百万欧元）.....	10
图 7：索迪斯营业收入按业务板块拆分.....	10
图 8：索迪斯驻场服务三大部门营收（单位：亿欧元）.....	11
图 9：索迪斯驻场服务三大部门营收占比.....	11
图 10：驻场服务在三大地区营收（单位：百万欧元）及增速.....	12
图 11：索迪斯驻场服务在北美、欧洲和亚太等地营收占比.....	12
图 12：索迪斯福利与绩效管理服务营收按地区拆分.....	12
图 13：索迪斯驻场服务覆盖多元业态.....	14
图 14：索迪斯客户续约率变动.....	14
图 15：索迪斯部分主要客户.....	14
图 16：索迪斯员工人数变动和单位员工销售额.....	15
图 17：索迪斯员工及站点经理留存率变动.....	15
图 18：索迪斯营业成本拆分及变动（单位：百万欧元）.....	15
图 19：一般销售和行政管理费用及营收占比.....	15
图 20：索迪斯重要并购按地区分类.....	17
图 21：索迪斯重要并购按行业分类.....	17
图 22：Persistence Market Research 测算市场规模和增长空间.....	19
图 23：索迪斯营收（单位：百万欧元）与欧美人均 GDP（单位：美元）发展变化.....	19
图 24：索迪斯基本营业利润、归母净利润及净利率.....	20
图 25：索迪斯毛利及毛利率.....	20
图 26：索迪斯自由现金流（单位：百万欧元）.....	21
图 27：索迪斯 EBIT（单位：百万欧元）及 EBIT/利息支出.....	21
图 28：索迪斯 FY2017 至 FY2019 正常经营下的现金分配.....	22
图 29：索迪斯 FY2020 疫情之下的现金分配.....	22
图 30：1999 至 2020 年全国房屋新开工面积及同比.....	22
图 31：1999 至 2020 年全国房屋竣工面积及同比.....	22
图 32：部分物业企业社区增值服务营收（百万元）及占比.....	23
图 33：索迪斯数字餐厅无人售饭机场景.....	23
图 34：索迪斯 BRS 业务移动应用.....	23

## 表目录

表 1：索迪斯主要控股股东 .....	8
表 2：公司部分高管 .....	8
表 3：驻场服务聚焦专业领域 .....	11
表 4：索迪斯个人与家庭服务 .....	13
表 5：索迪斯重要并购 .....	16
表 6：索迪斯债务（单位：百万欧元）和期限结构 .....	21
表 7：国内物业企业运用科技赋能 .....	24

# 1、五十年发展，全球综合设施管理领跑者

## 1.1、索迪斯：全球领先的综合设施管理服务商

索迪斯（Sodexo, SW.PA）是全球领先的集设计、管理与运营为一体的综合设施管理服务商。公司定位“高质量生活服务”市场，为驻场服务、福利与绩效管理以及个人与家庭服务提供专业的一体化解决方案。

基于 2020 财年数据，公司营收达到 193 亿欧元，业务已遍及全球 64 个国家，员工数量超过 42 万名，每天服务的消费者数量超过 1 亿。

公司多次获得国际外包协会（IAOP）发布的《全球外包 100 强》TOP3，并成为《财富》世界 500 强企业。

图 1：索迪斯概览



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；数据截至 2020 年 8 月 31 日

### 1.1.1、发展历程：借力资本拓展细分赛道，实现全球化布局

#### 源自 1966，团队餐饮服务起家

索迪斯于 1966 年由皮埃尔·贝隆（Pierre Bellon）在马赛创立，将贝隆家族此前六十多年为海上豪华航线和游船提供餐饮服务的经验，用于为企业、学校、医院等各种单位团体客户提供服务。

1967 年，索迪斯首次承接法国航天局在南美洲圭亚那的服务合约。1968 年，索迪斯在法国巴黎地区开展业务。

1971-1978 年，索迪斯在比利时、中东和非洲开展海外业务，同时推出了服务券与服务卡业务。

#### 借助资本市场扩张，不断拓展细分赛道

1983 年，索迪斯成功在巴黎证券交易所上市。此后，索迪斯不断开拓国际市场，将业务涉足北美、南美、俄罗斯和南非等地区。

1995 年，索迪斯收购英国餐饮巨头 Gardner Merchant、瑞典领先服务公司 Partena。同年索迪斯正式进入中国市场。

1998年，索迪斯再次通过收购实现扩张，通过收购美国的 Marriot Management Services，成为北美市场团体餐饮服务和设施管理服务的领先集团；通过并购阿根廷服务券和服务卡领域的第2大供应商 Luncheon Tickets 进一步扩大在南美地区的市场份额。

### 调整业务板块结构，稳定增长展望新业态

2002年后，公司进入稳定增长期，收购来自北美、南美、西欧和亚洲地区的多家大型服务企业。2006年，索迪斯制订“成为提高每日生活质量的全球外包领军企业”的发展目标。

2009年，索迪斯发布其新战略，重新整合了驻场服务和福利与绩效管理服务等两大业务板块，并开发了第三大业务板块：个人与家庭服务解决方案。

2018年起，公司将“聚焦增长”作为新的发展策略以不断适应行业新业态。

图 2：索迪斯发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 1.1.2、创始家族持股，确保独立性与管理的连续性

截至 2021 年 10 月 20 日，索迪斯第一大股东为 Bellon SA，持股比例为 42.8%，Bellon SA 为家族企业，由 Pierre Bellon 夫妇及其子女持有 72.6% 股权，2015 年 6 月 Pierre Bellon 夫妇及其子女签订了一份 50 年的协议，禁止 Sodexo 创始人的直系后代自由出售他们在 Bellon SA 的股份。索迪斯的独立性通过 Pierre Bellon 夫妇及其子女的持股来确保，这种独立性使公司能够维持其价值观，专注于长期战略，保持管理的连续性和可持续性。

**表 1：索迪斯主要控股股东**

股东名称	简介	直接持股数量	持股比例(%)
Bellon SA	家族企业	63,040,363	42.75
Artisan partners ltd partnership	专注于高增值企业的投资公司	7,637,442	5.18
First eagle investment mgmt llc	投资管理公司	7,365,542	5
First eagle funds	价值投资基金公司	5,817,469	3.95
Caisse de depot et placement	法国投资公司	4,392,104	2.98
BlackRock, Inc.	贝莱德，美国规模最大的上市投资管理集团	4,356,910	2.95
Artisan partners ltd partnership	专注于高增值企业的投资公司	3,907,226	2.65
First eagle funds	价值投资基金公司	3,827,240	2.6
Artisan partners ltd partnership	专注于高增值企业的投资公司	3,140,711	2.13
Caisse de depot et placement	法国投资公司	3,069,421	2.08
<b>合计</b>		<b>106,554,428</b>	<b>72.27</b>

资料来源：Bloomberg；光大证券研究所整理，截至 2021 年 10 月 25 日

### 贝隆家族长期的控制保障了索迪斯长远稳定的发展战略

董事会 13 人由 Sophie Bellon 领导，两位员工代表，两名家族董事以及 8 名独立董事位列其中，共同决定公司的战略方向。Denis Machuel 于 2007 年加入公司，2018 年 1 月被任命为首席执行官，公司于 2021 年 7 月 27 日发布公告称，为应对后疫情时期的挑战（post-Covid challenges），使集团加强竞争力，适应客户和消费者的期望，并恢复长期稳健的增长，索迪斯决定更新领导层，Denis Machuel 履行职责至 2021 年 9 月 30 日，从该日起，为确保公司在寻找新首席执行官期间的运营连续性，董事会主席 Sophie Bellon 担任临时首席执行官。

**表 2：公司部分高管**

姓名	职位	年龄	任职日期
Sophie Bellon	董事会主席兼临时首席执行官	60	01/26/2016
Philippe Besson	法国项目负责人（员工代表）	65	06/18/2014
Cathy Martin	加拿大区域经理（员工代表）	49	09/10/2015
Francois-Xavier Bellon	Bellon SA 管理委员会主席（家族董事）	56	07/26/1989
Nathalie Bellon-Szabo	全球体育休闲驻场服务首席执行官（家族董事）	57	07/26/1989
Francoise Brougher	独立董事	56	01/23/2012
Dr Soumitra Dutta	独立董事	58	01/19/2015
Emmanuel Babeau	独立董事	54	01/26/2016
Cecile Tandeau De Marsac	独立董事	58	01/24/2017
Sophie Etchandy-Stabile	独立董事	51	07/01/2018
Luc J Messier	独立董事	57	01/21/2020
Veronique Laury-Deroubaix	独立董事	56	01/21/2020
Federico J Gonzalez Tejera	独立董事	57	01/12/2021

资料来源：Bloomberg；光大证券研究所整理，截至 2021 年 10 月 25 日

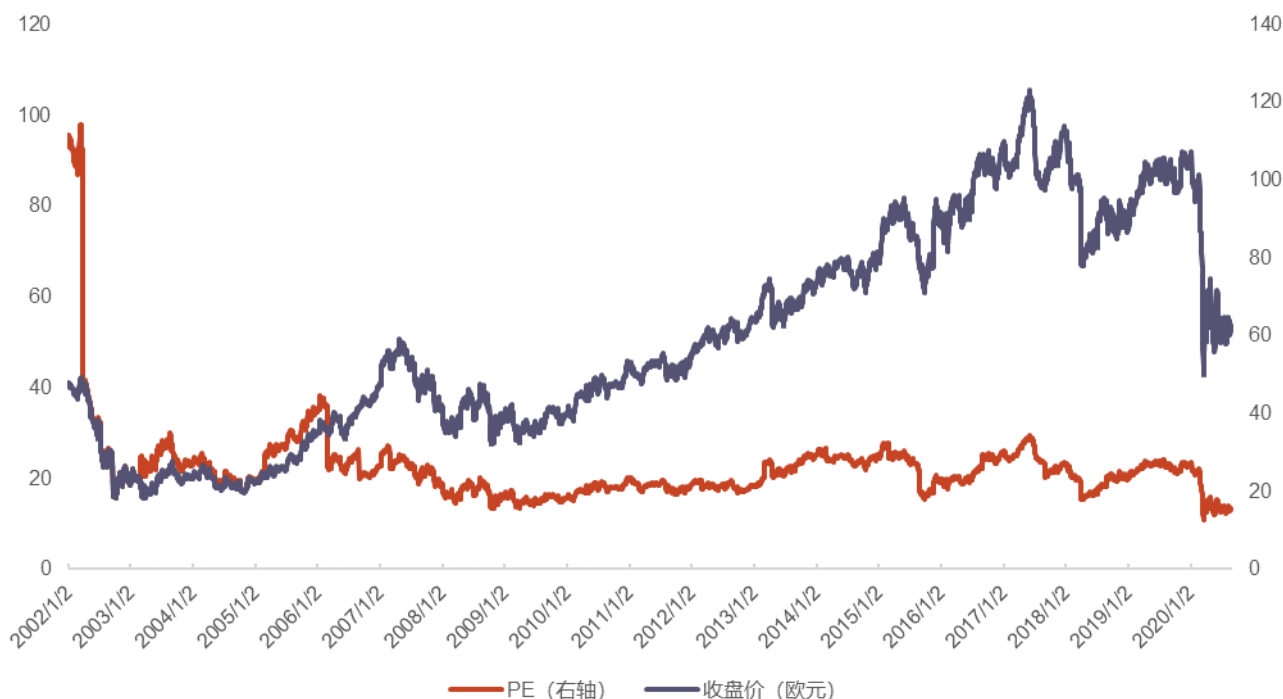
### 1.1.3、索迪斯资本市场表现：千亿市值，估值中枢 20 倍~30 倍

截至 2019 年 12 月 31 日收盘（正常经营年份），公司总市值约 156 亿欧元，折合人民币超 1,000 亿元；对应 2019 财年（公司每一财年为上年 8 月 31 日至当年 8 月 31 日，下同）的营业收入约为 220 亿欧元，归母净利润 6.7 亿欧元，PE 估值约为 23 倍。

受新冠疫情影响，公司 2020 财年营业收入 193 亿欧元，归母净利润为-3.2 亿欧元。截至 2020 年 12 月 31 日收盘，公司总市值约 102 亿欧元。



图 3：索迪斯股价走势与 PE 估值变化

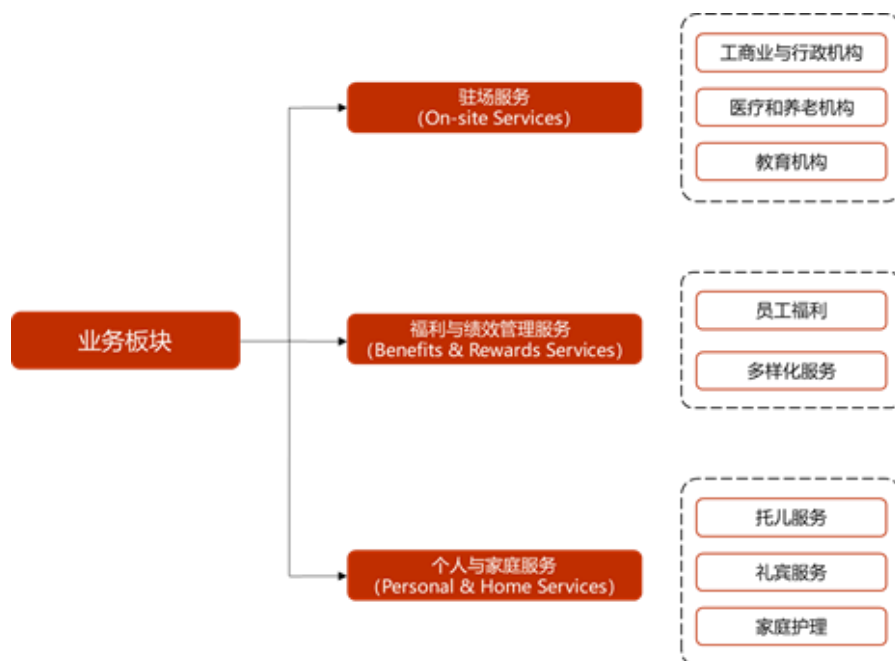


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理；截至 2020 年 8 月 31 日

## 1.2、三大业务板块，横向多元化发展

索迪斯以“提供生活质量服务”为宗旨，将业务主要划分为三大板块：驻场服务（On-site Services）、福利与绩效管理服务（Benefits & Rewards Services）以及个人与家庭服务（Personal & Home Services）。

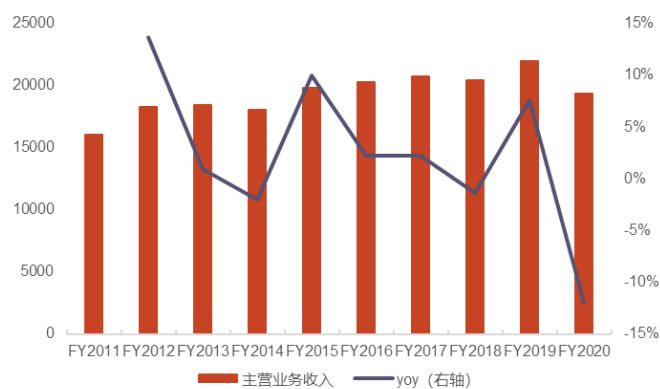
图 4：索迪斯业务板块简介



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

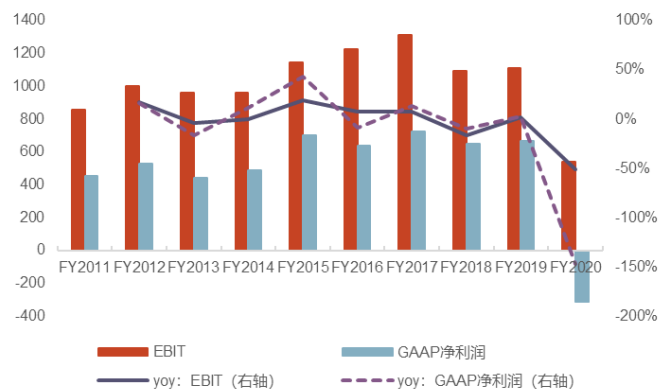
从索迪斯近年来的盈利情况来看，2015-2018 财年公司营收变化幅度较小，在 2018 年调整公司战略后恢复了增长趋势，2019 财年录得 219.5 亿欧元，增速达 7.6%。净利润变化趋势与营收相似，2019 财年小幅增长 2.2%至 6.7 亿欧元。

图 5：索迪斯整体营业收入（单位：百万欧元）及增速



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

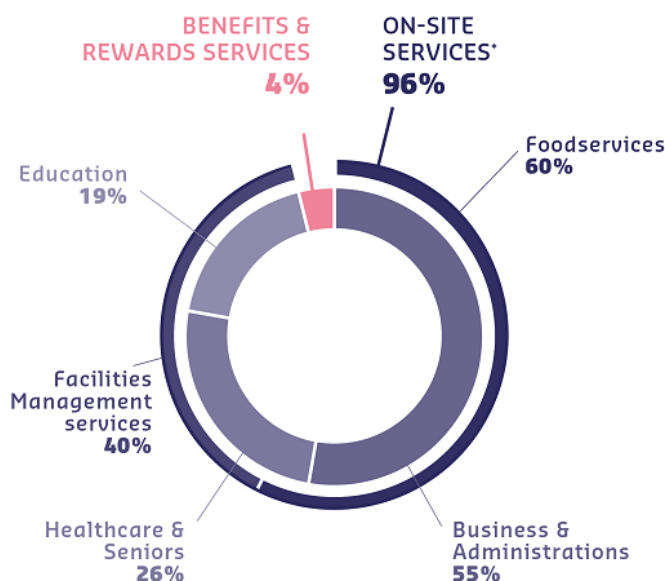
图 6：EBIT 和净利润（单位：百万欧元）



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

按业务板块拆分来看，2020 财年驻场服务板块收入占比 96%（个人与家庭服务收入并入驻场服务），为主要收入来源；其中，驻场服务收入 60%来自餐饮相关服务，40%来自综合设施管理。

图 7：2020 财年索迪斯营业收入按业务板块拆分



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

### 1.2.1、驻场服务（OSS）扎根专业领域，客户基础庞大

驻场服务包括配餐和设施设备管理，业态覆盖公司、医院、教育和其他组织机构。作为公司体量最大、雇员最多的核心业务（截至 2020 年 8 月 31 日，驻场服务板块的员工数量为 408,526 人），驻场服务分为三个部门：商业与行政机构、医疗与养老机构以及教育机构，向全球范围内超过 60 个国家的客户提供服务。

### 商业与行政机构

公司通过定制化服务，为工商企业、公共机构、行政机构以及军队提供高效和创新的配餐、后勤服务及设施管理解决方案。同时这一部门也为能源和资源开发机构提供食宿和特殊设备管理服务。公司也为大型文体活动提供全景式解决方案。截至 2020 年底，公司相关服务机构已超过 1500 个，客户数量超过 10000 家。

### 医疗与养老机构

索迪斯为医疗保健专业人员提供设备工程和临床基础设施解决方案以及包括餐饮、关怀在内的一系列增值服务，旨在提高住所或医疗机构中患者和老年人的生活质量。目前索迪斯在欧洲、北美、南美以及亚太的 39 个国家提供该项业务。

### 教育机构

索迪斯为 K-12 客户 (Schools) 和大学 (Universities) 提供基础设施解决方案，支持客户的定制化基础设施设计和改造项目，在餐饮、住宿、保洁、安保等方面提高学校吸引力和服务能力。截至 2020 年底，索迪斯为全球 42 个国家的约 2500 所学校提供以上服务。在全美排名前 200 的高校中，索迪斯客户数量达 44 家。

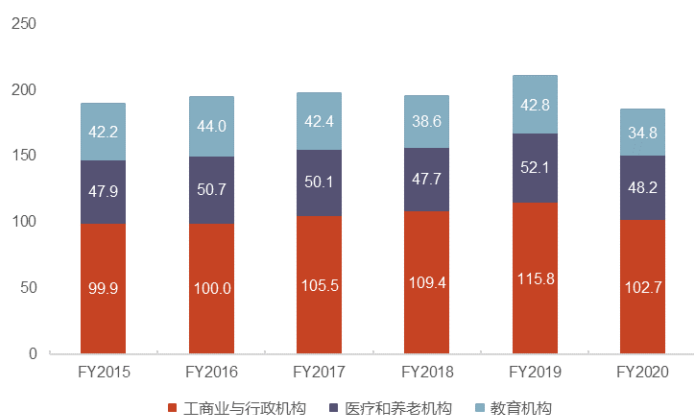
表 3：驻场服务聚焦专业领域

业务	服务内容	客户
工商业与行政机构	为工商企业、公共机构、行政机构及军队等提供餐1500 多个相关服务机构，客户餐饮、后勤服务及设施管理解决方案	量超过 10000 家
医疗和养老机构	为医疗保健专业人员提供设备工程和临床基础设施解决方案以及一系列增值综合服务	业务遍布欧洲、北美、南美以及亚太的 39 个国家
教育机构	为 K-12 客户和高校提供包括餐饮、住宿、保洁、安保在内的基础设施解决方案	为全球 42 个国家约 2500 所学校提供服务

资料来源：公司官网；公司公告；光大证券研究所整理

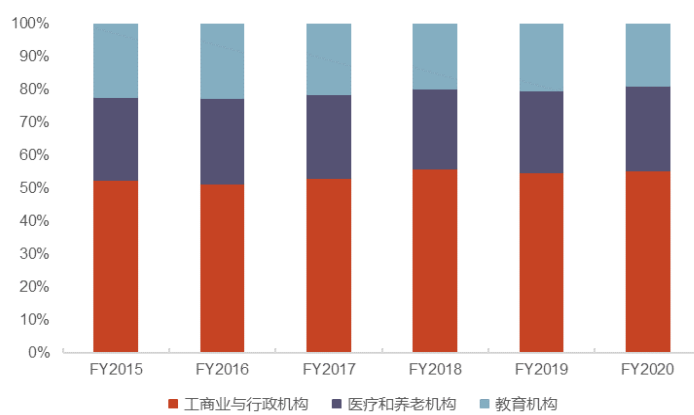
2020 财年，公司驻场服务营收达 185.7 亿欧元，占总营收的 96%，对索迪斯营收形成主要支撑。拆分三大部门来看，商业与行政机构部门营收 102.7 亿欧元，占比 55.3%；医疗与养老机构部门营收 48.2 亿欧元，占比 26.0%；教育机构部门营收 34.8 亿欧元，占比 18.7%。

图 8：索迪斯驻场服务三大部门营收（单位：亿欧元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 9：索迪斯驻场服务三大部门营收占比

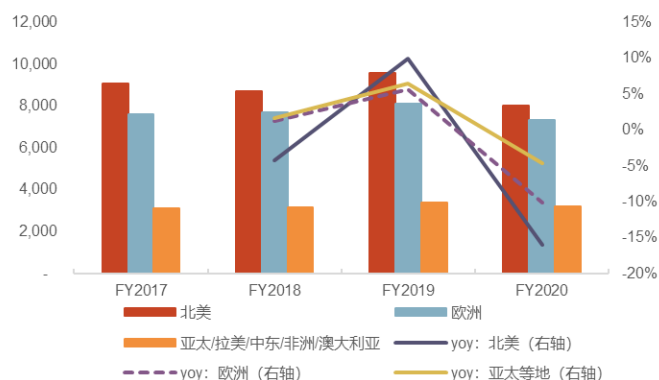


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 深耕欧美，发力新兴市场，打造全球领先经济体服务版图

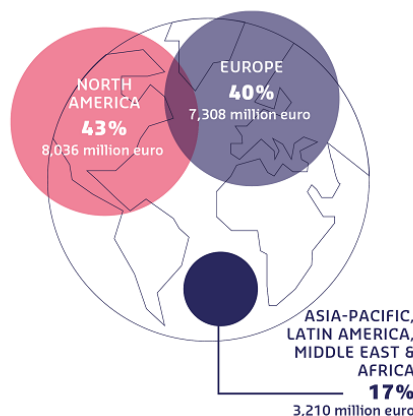
从索迪斯驻场服务营收的地区拆分情况来看，北美和欧洲是公司驻场服务的成熟市场公司，公司营收在北美和欧洲占比之和超过 80%，分别为 43%和 40%。同时，随着公司近年来在新兴市场的发力扩张，公司在亚太、南美等其他地区的营收占比呈逐年上升趋势，预计未来仍然能保持较大的发展潜力。

图 10：驻场服务在三大地区营收（单位：百万欧元）及增速



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

图 11：索迪斯驻场服务在北美、欧洲和亚太等地营收占比

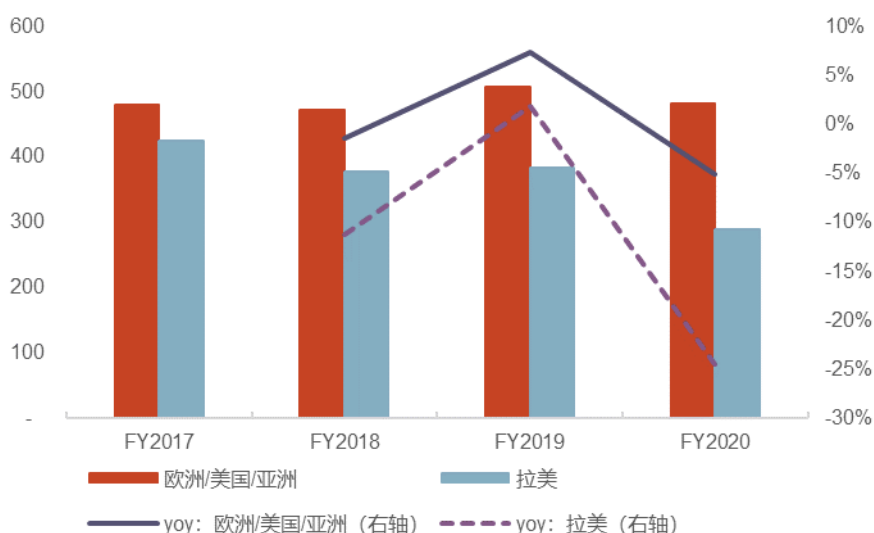


资料来源：公司公告；光大证券研究所整理；截至 2020 年 8 月 31 日

### 1.2.2、福利与绩效管理服务（BRS）业内独树一帜

索迪斯的福利与绩效管理服务板块（BRS）可为公司提供近 250 项服务，致力于在工作场所内外建立高效的员工福利保障和体验提升方案以及企业效率和费用管理方案。在技术创新的推动下，这些生活质量服务有助于提高员工敬业度、认可度、工作与生活的平衡、旅行和费用管理、健康和福祉。

图 12：索迪斯福利与绩效管理服务营收（单位：百万欧元）按地区拆分



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

在员工福利方面，索迪斯为企业客户提供创新和个性化的解决方案，推出员工的消费卡券、食品及运动卡券等服务以提高员工生活质量。公司还协助企业制订员

工福利、激励和表彰计划，提供员工可持续专业发展工具等，在开发员工发展潜力的同时增强员工的归属感。

**在多元化服务领域**，索迪斯为企业客户提供效率和费用解决方案，通过加油卡、移动通行证、旅行预订和业务费用管理等平台或软件整合差旅信息，应对客户面临的移动化挑战，促进企业提效降费。

2020 财年，BRS 营业收入为 7.73 亿欧元，占集团总营业收入的 4%。服务的客户数量超过 47 万（不含个人客户），受益人和消费人数达到 3600 万人；

按地区拆分来看，拉美地区是公司该项业务板块最大的市场，2020 财年地区营收占比为 32.3%。公司多年来在拉美地区进行多次相关企业收并购，成为该区域服务卡券龙头企业。近年来随着公司在欧洲、北美以及亚太等地区福利与绩效管理服务的持续扩张，公司拉美地区的营业占比有所下降。

### 1.2.3、个人与家庭服务（Personal & Home Services）贯穿完整生命周期

索迪斯个人与家庭服务穿插于人生每个关键阶段，致力于提供整个生命周期的服务。托儿服务，旨在照顾幼儿，同时让父母的生活更轻松；礼宾服务（Concierge Services），促进客户员工的发展和福祉；家庭护理服务，让老年人和患者享受舒适的居家护理。

表 4：索迪斯个人与家庭服务

服务类型	服务内容
托儿服务	在法国、德国和西班牙，索迪斯提供托儿解决方案，包括学龄前、非学龄前儿童，适合在职父母的需求。索迪斯为孩子们提供各种活动，以揭示和激发他们的潜力，并为父母提供条件，以实现个人生活和职业生活之间的平衡。
礼宾服务	通过 Circles 平台为全球客户提供礼宾和个人助理解决方案，为企业定制团建方案等，提高组织的生产力、绩效和品牌声誉；在医疗保健环境中为来宾和家庭成员提供非临床支持；以及酒店接待、访客安排等。
家庭护理	面向年迈的老人、需要熟练医院护理的患者、残障人士和普通患者，索迪斯在整个护理过程中提供定制服务，从家庭主妇陪伴服务（例如准备均衡膳食和帮助处理差事）到治疗师、护士和医生提供的高技能护理。护理和支持服务在北美、法国、爱尔兰、英国、巴西、挪威、新加坡和中国开展。

资料来源：公司官网；公司公告；光大证券研究所整理

## 2、聚焦内生增长稳固龙头地位，跨区域并购实现全球化布局

### 2.1、聚焦增长，重新出发

从 2018 年开始，公司开始调整发展战略和发展理念，将自 2006 年开始实施的“成为提高每日生活质量的全球外包领军企业”发展目标进行进一步的完善，将公司的发展定位重新规划为“Focus on Growth”，即“聚焦增长”。

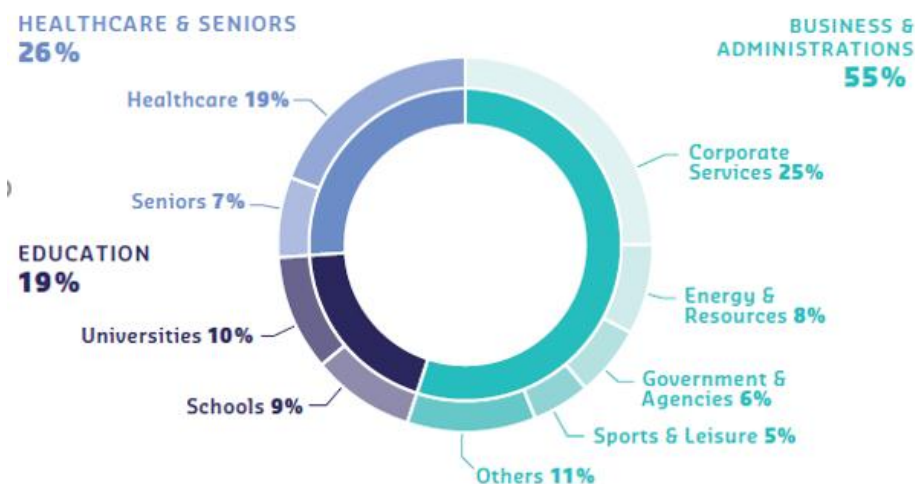
索迪斯将整合公司内部业务资源、促进企业内生增长发展作为重要目标，以满足索迪斯更加高效地进行管理，更加积极地面对综合服务业未来发展趋势。

#### 2.1.1、打造多元业务组合，弹性模式应对疫情挑战

索迪斯驻场服务覆盖多元业态，帮助公司在疫情期间仍能维持稳定的收入。其中，由于疫情期间部分地区出台居家令、远程学习等措施，以及体育场馆关闭、赛事

休赛等影响，企业客户与大学客户服务需求遇冷，2020 财年来自企业、大学与体育场馆客户的收入分别约 48.3 亿欧元、19.3 亿欧元和 9.7 亿欧元，对比 2019 财年分别 61.6 亿欧元、24.1 亿欧元、18.1 亿欧元，营收占比分别下滑 3.1pct.、1pct.和 3.3pct.。而来自能源与资源、医疗、和其他领域的收入占比分别提升了 1.4pct.、4.9pct.、1.0pct.，为公司度过疫情贡献了稳定的增长动能。

图 13：索迪斯驻场服务覆盖多元业态



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；数据为 2020 财年

### 2.1.2、坚持客户导向定位，推进续约率满意度双增

索迪斯通过推出一系列的客户留存计划，通过不断提高服务质量和客户反馈力度，实现公司与主要客户稳定的合作关系。公司预计通过该项计划促进客户续约率超过 95%。

公司客户续约率从 2016 年的 93.1% 上升至 2018 年的 93.8%。2019 和 2020 年续约率分别受北美市场变动和疫情影响稍有下降，但仍维持在 93.3% 左右。同时，客户结构持续优化，单一客户对公司营收的贡献均未超过 2%，能够较好地应对个别客户变动。

图 14：索迪斯客户续约率变动



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

图 15：索迪斯部分主要客户



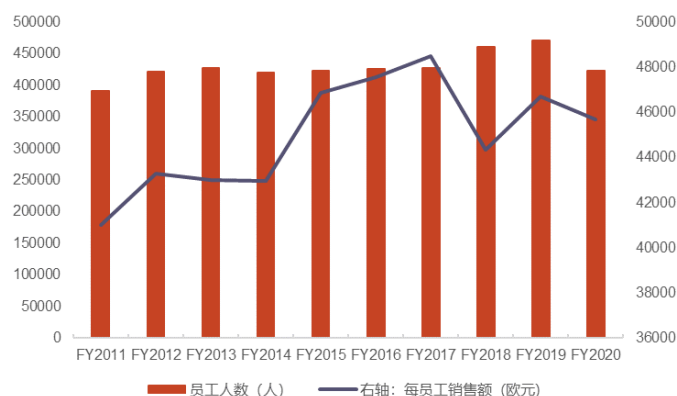
资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

### 2.1.3、人才培养计划助力，稳控人力成本运营效率

作为劳动密集型的代表行业，综合设施服务企业需要不断吸收人才和降低人力成本，以提高自身的运营效率和盈利水平。从员工数量来看，索迪斯 2020 年员工总数超过 42 万人，是全球最大的法国私人雇主。索迪斯将人才定位为服务、发展和成功的基础，通过绩效管理、高绩效人才库管理和培训，在整个索迪斯培养员工的创业精神、赋权和问责制度。

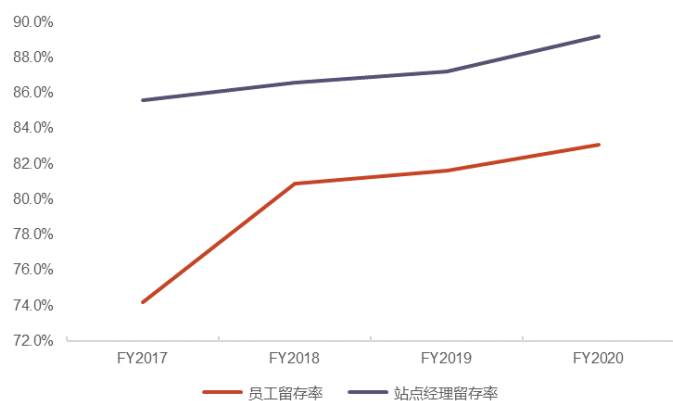
2020 财年，公司整体员工留存率为 83.1%，站点经理留存率高达 89.2%，较 2017 年的 74.2%和 85.6%有明显提高。公司通过这一计划在全球范围内培育具备成熟服务和经验的管理团队，为服务质量和效率提供了可靠保障。

图 16：索迪斯员工人数变动和单位员工销售额



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

图 17：索迪斯员工及站点经理留存率变动

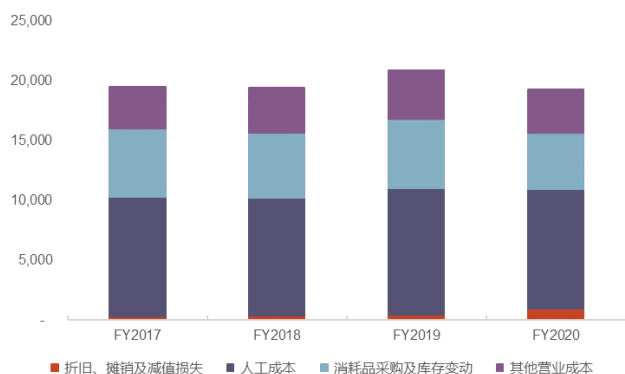


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

人力成本方面，近年来公司人工成本在营业成本中的比重较为稳定，保持在 51% 左右；毛利率整体稳中略有下降，保持在 15% 左右，2020 年受疫情影响降至 12.8%。结合员工数量增加情况考量，公司人力成本增长基本得到有效控制。除此之外，公司还通过人力结构调整，大力发展高效率的福利与绩效管理服务（BRS），2020 年度该项业务员工并未出现大幅下降。

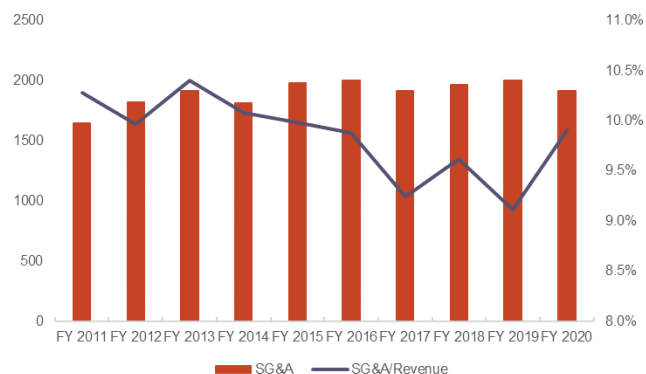
费用管控方面，近年来索迪斯一般销售和行政管理费用（SG&A）营收占比基本维持在 10% 以下，剔除 2020 财年疫情影响，该比率呈现持续优化的趋势，2019 财年 SG&A 营收占比为 9.1%。

图 18：索迪斯营业成本拆分及变动（单位：百万欧元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 19：一般销售和行政管理费用及其占营收比例



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理；单位：百万欧元

## 2.2、跨区域并购实现全球化布局

索迪斯自 1966 年成立以来，从专注法国南部地区的团餐服务商发展成为业务遍及全球的综合生活质量服务及设施管理服务商，其发展离不开公司采取的积极的收并购和外拓策略。纵观索迪斯 50 多年来的发展历程，公司通过收并购不断扩大业务规模和服务的地理区域范围，并借助资本市场实现全赛道多元化的服务业务扩张。

截至 2021 年 9 月，索迪斯已完成的大型收并购项目已超过 20 个，总金额超过 50 亿欧元，其中北美地区交易金额达到 35 亿欧元，欧洲紧随其后，达到 12 亿欧元。

表 5：索迪斯主要收并购概览

公布日期	目标名称	业务所在地区	主营业务	收购情况简介
09/14/2021	Wedoogift SAS	法国	零售	巩固索迪斯在员工福利市场的地位、推动公司数字化转型
07/12/2021	Foodee Inc	加拿大	餐饮	扩展索迪斯在北美食品服务行业的业务
02/01/2021	Nourish Inc	美国	杂项食品	巩固索迪斯在城市餐饮市场的地位
08/20/2019	北京轻松每餐科技有限公司	中国	电子商务/服务	提升索迪斯中国竞争力，领跑团餐 3.0 时代计划
07/23/2019	Zeta Services Inc(印度)	美国	金融科技	加速索迪斯全数字化进程，为其全部顾客创造协同价值
04/08/2019	Good Care Group Ltd/The	英国	医疗实验室与测试	英国居家护理市场领先品牌，扩大在英国家庭护理业市场份额
12/11/2018	Alliance In Partnership Ltd	英国	食品批发与分销	专业教育餐饮供应商，扩张索迪斯在英国教育餐饮业商业版图
11/13/2018	PRONEP Brasil Ltda	巴西	居家医药	扩张全球家庭护理业务至巴西
11/08/2018	AEYE-GO	中国	投资公司	投资专注于智能可视化收付款系统的中国公司，寻求新增长点
10/31/2018	Novae Restauration SA	瑞士	零售-餐厅	为索迪斯在德国和法国的发展创造了巨大的协同效应
02/07/2018	Klaxit-SAS	法国	应用软件	扩展索迪斯的员工移动服务业务
01/11/2018	Foodcheri SAS	法国	餐饮	满足消费者需求，保证索迪斯在餐饮业的产品质量
11/15/2017	Centerplate Inc	美国	餐饮	显著提升了索迪斯在北美地区的市场地位，使索迪斯成为世界领先的运动与休闲服务业品牌
09/14/2017	Good Eating Co Ltd/The	英国	餐饮	巩固索迪斯在城市餐饮市场的地位
09/01/2017	Bon Bon Partyservice BV	荷兰	剧院	增加在荷兰地区的服务业态
08/23/2017	Morris Corp Group Pty Ltd	澳大利亚	餐饮/设施管理/矿产、石油、天然气开采维护服务	将索迪斯在澳大利亚的商业版图向东扩展，显著提升索迪斯的市场份额，巩固其在采矿业第一的地位，同时强化了其在设施管理服务行业龙头的企业形象
04/10/2017	Prestige Nursing Ltd	英国	人力资源	扩张索迪斯在英国私人家庭护理市场中的份额
10/17/2016	Psl Group Ltd/The	英国	运输卡车	收购专业的酒店业食品采购公司，使索迪斯能够提供市场领先的食物管理服务，扩展顾客基础
09/07/2016	Inspirus LLC	美国	企业软件/服务	巩固索迪斯在员工激励服务业务的全球地位
09/12/2014	Motivcom Ltd	英国	员工服务	索迪斯成为欧洲领跑的员工福利激励服务供应商
06/18/2012	Servi-Bonos SA de CV	墨西哥	商业服务	巩固了索迪斯“生活品质”服务在墨西哥的国际领跑地位
09/06/2011	Puras do Brasil SA	巴西	零售-餐厅	为索迪斯创造了在巴西驻场服务市场领跑的空间，使其把握住巴西作为一个上升经济体巨大的发展空间
07/21/2011	Lenotre SA	法国	高端餐饮娱乐	完善索迪斯在高端餐饮领域的专业性，拓展业务
08/19/2009	Comfort Keepers	美国	医疗保健机构	完善索迪斯提供的养老服务，使其成为世界范围内长者服务业的领跑者
03/10/2009	Radhakrishna Hospitality Services Group	印度	餐饮/设施管理服务	在已经发展了超过十年的索迪斯印度市场的基础上，确立了索迪斯在当地的领先市场地位
09/25/2008	Zehacker Gruppe	德国	多样化经营	使索迪斯在德国的业务扩张了一倍，巩固其“生活品质”服务在欧洲的全球化领跑地位
07/25/2008	Score Groupe	法国	餐饮	收购法国领先的独立食品供应商之一，巩固索迪斯在法国饮食服务业的上升地位
06/16/2008	Yachts de Paris SAS	法国	造船业	满足顾客的商业或私人乘船需求，提高索迪斯在巴黎市中心高端旅游业的影响力
05/19/2008	West Born	法国	礼宾服务	提升了索迪斯在服务方面的专业性，为索迪斯在法国的食品和设施管理服务领域都创造了协同效应



10/09/2007	Circles	美国	电子市场营销	为索迪斯的“生活品质”服务板块提供专业支持，并为其在北美的各个业务分支创造连带价值
09/17/2007	Service Vouchers Business	巴西	商业服务	巩固索迪斯在餐饮券发放和交通等领域的地位
01/23/1995	Gardner Merchant Ltd.	英国	餐饮	是索迪斯在食品行业和英国分别进行的第一笔交易，通过收购在美国和英国均有可观市场份额的餐饮服务公司开拓其在英市场

资料来源：公司官网；公司公告；光大证券研究所整理

### 2.2.1、跨区域优质外延实现全球化服务布局，全赛道收购拉动多元化业务发展

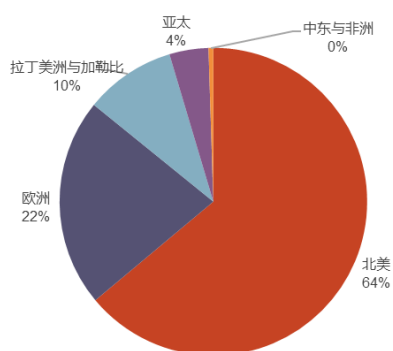
从索迪斯并购项目地区分布来看，索迪斯在法国以外的收购案总共超过 40 宗，并且在近两年期间有集中发展北美地区业务的趋势。2021 年索迪斯首次收购加拿大企业 Foodee，进一步完善了公司在北美的商业版图。通过收并购，公司在北美、欧洲、拉丁美洲、亚太等地区均实现了不同规模的业务扩张。其中在墨西哥、瑞典、德国等地区的收并购为索迪斯在该地区的首次业务布局；以德国为例，对 Zehnacker Gruppe 的收购实现了索迪斯在德国业务规模的跨越式发展，大大增加了公司在全球范围内的全业务外延和协作能力。

从并购标的业务的选择来看，公司选择的收购标的多为在该地区具有领先地位的服务企业，业务涵盖公司经验较为丰富的餐饮、医疗、设施维护等细分领域。因此在收购完成后索迪斯可以迅速整合业务，实现新进入地区的快速布局。

索迪斯在保证已有业务项目发展扩张的同时，并购优质标的实现业务的板块拓展。近期，为了尽早完成公司实现全数字化服务的愿景，索迪斯的收并购业务有向金融科技、电子商务等领域的倾斜，进而产生了和中国、美国相关科技类企业的合作。

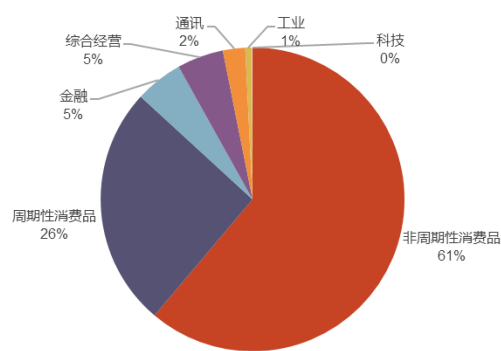
此外，索迪斯的员工激励业务和服务卡券业务的发展也多来自于公司多次不同区域开展的收并购活动。公司的多元化外延策略有助于全球范围内综合服务领域全赛道专业化布局的实现。

图 20：索迪斯重要并购金额占比（按地区分类）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理；截至 2021 年 10 月

图 21：索迪斯重要并购金额占比（按行业分类）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理；截至 2021 年 10 月

## 2.2.2、抓住高速扩张资金窗口，后疫情时代积极调整应对服务新业态

2020 财年受疫情影响，公司从保护集团的财务结构出发，暂停了全部的收并购活动。公司更多地选择对疫情前收购的多项业务进行整合。同时，公司积极调整外延战略，通过收购战略性少数股权和战略投资，反映出公司对不断变化的餐饮服务领域发展模式进行投资的积极性和主动性。例如公司与中国领先的企业级餐饮消费平台北京轻松每餐科技达成战略投资协定，进一步巩固公司在新兴市场的餐饮服务业务。

## 2.3、公司未来增长驱动分析

索迪斯在 2020 年指出，全世界的人口、社会、环境、经济和技术变革造成了 11 大发展趋势，即人口老龄化加速、中产阶级快速发展、全球化日益深化、城市化日趋明显、新兴市场崛起、公共债务关系增加、环境恶化和资源枯竭、消费者逐渐掌握更大的话语权、数字革命深化、资产所有权转变、劳动自动化。新冠疫情使部分趋势存在加速迹象。索迪斯正在微调其战略和服务供给，转变自身，提供新的解决方案。

索迪斯指出，人口结构也正在发生重大变化。2015-2030 年发达国家人口增速放缓，面临较为严重老龄化问题；而发展中国家人口增长势头依旧；中产阶级购买力在上升，将把越来越多预算投入到健康、娱乐和文化方面。针对于此，索迪斯会为老年群体和中产阶级提供能够提高他们生活品质的服务。

此外，公共债务的负担促使政府考虑以更有效的方式提供公共服务和外包某些服务，在当前的危机（新冠疫情）中更是如此。从 2020 年到 2030 年，不断上升的公共赤字（Public deficits）和持续的青年失业将影响政策的制定。

### 2.3.1、综合设施管理服务需求激增，市场潜力巨大

综合设施管理（Integrated facility management, IFM）是指将设施管理工作整合到一个统一化的团队中的过程，将其运用在工程中，能够简化运营流程，提高管理任务的效率。

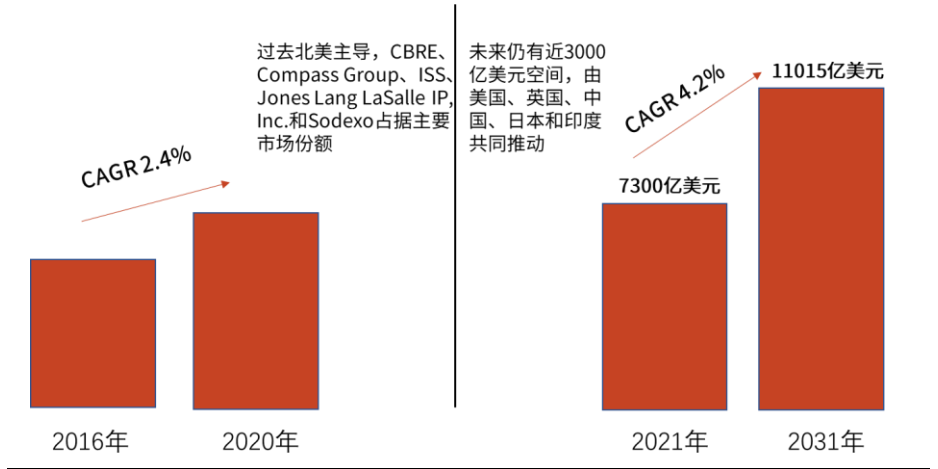
该概念起源于美国并在美国发展成熟，后传入欧洲。亚太地区由于工业标准化程度相对较低，以及部分终端用户对 IFM 等外包业务的接受度不如发达国家，因此 IFM 整体发展水平目前落后于欧美国家（澳大利亚、新加坡相对成熟）。但未来随着亚太地区发展中国家经济实力的崛起和对外包业务的认可度的提升，结合各国对能源节约的高度需求，IFM 服务在这些地区的市场也会日趋成熟。

根据国际设施管理协会（IFMA）定义，设施管理人员必须在其职责范围内“通过整合人员、地点、流程和技术来确保建筑环境的功能性、舒适性、安全性和效率”。IFM 不局限于管理对象（如住宅、商办、公建物业）安保和维修等，更重要的是“进入企业”，支持客户核心业务发展，满足客户更高层次个性化需求。例如索迪斯绩效管理、企业运营和员工福利解决方案。

据 Persistence Market Research 的分析，2021 年 IFM 市场规模达 7300 亿美元。同时，该市场在 2021 年至 2031 年的预测期间将以 4.2% 复合年增长率保持稳定增长，而过去五年（2016 年到 2020 年）复合年增长率仅为 2.4%，推动 IFM 需求的主要国家是美国、英国、中国、日本和印度。

目前北美在全球 IFM 市场占据主导地位，占据 36.7% 的市场份额，并将以 4% 的复合年增长率增长。CBRE、Compass Group、ISS、Jones Lang LaSalle IP, Inc. 和 Sodexo 是顶级 IFM 供应商，约占全球市场份额的 53% 以上。

图 22: Persistence Market Research 测算的 IFM 市场规模和增长空间

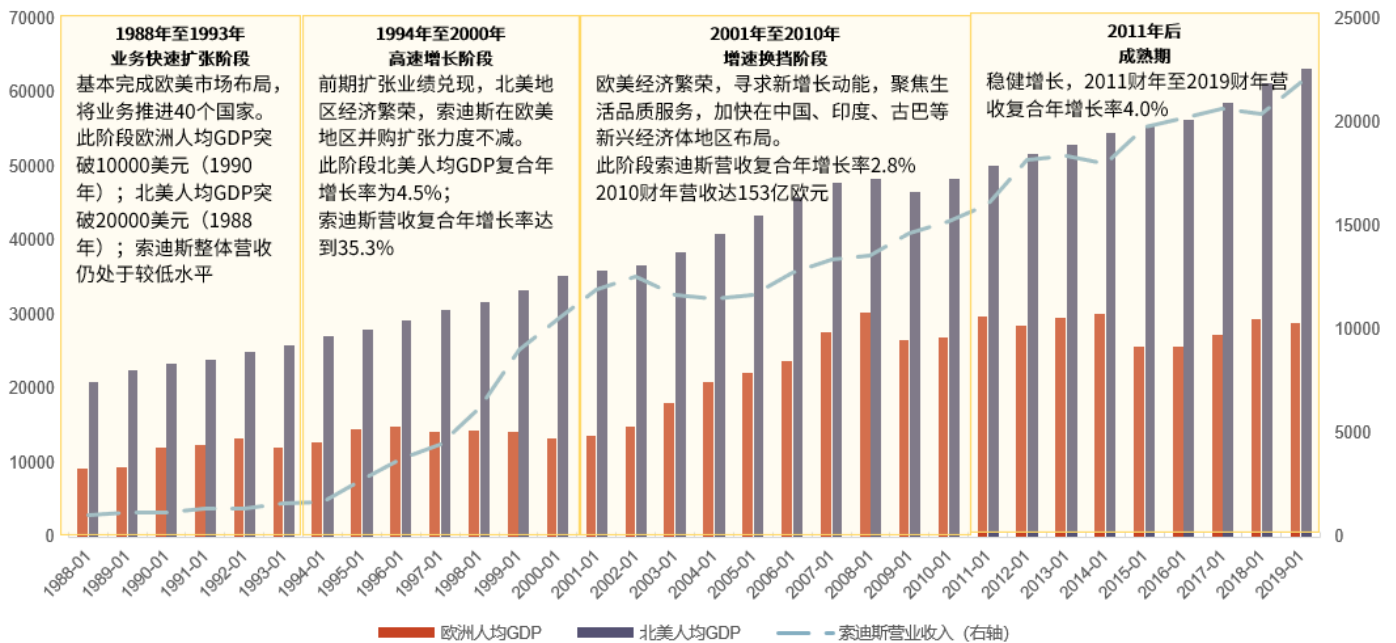


资料来源：市场调研机构 Persistence Market Research；光大证券研究所整理

### 2.3.2、新兴市场有望打开未来业绩增长空间

1980 年至 1990 年，欧洲人均 GDP 由 6798 美元突破 10000 美元并增长至 12104 美元，复合年增长率（CAGR）5.9%；北美人均 GDP 由 12342 美元突破 20000 美元并增长至 23456 美元，复合年增长率（CAGR）6.6%。欧美人均 GDP 分别突破 10000 美元、20000 美元大关，综合设施管理服务发展也随之进入快车道，索迪斯把握契机，开启全球化加速发展模式，并在随后三十年享尽欧美经济增长红利。

图 23: 索迪斯营收（单位：百万欧元）与欧美人均 GDP（单位：美元）发展变化



资料来源：Bloomberg；wind；公司公告；光大证券研究所整理

索迪斯 1983 年登陆巴黎证券交易所，开始借力资本市场，并将业务扩张至北美。利用 1983 年至 1993 年十年时间完成欧美市场布局后，业绩进入快速增长期，逐步成长为全球综合设施管理龙头。

近年来公司在新兴市场（亚太、南美）发力扩张，中国、印度、巴西等国的发展将会给索迪斯未来业绩增长打开空间。索迪斯于 1995 年进入中国，目前拥有 16,500 名全职员工，业务遍布 50 多个城市，合作企业覆盖工商企业与行政机构、教育、医疗卫生与养老服务等多个领域，涉及 200 多个不同工种，为分布在全国 650 多个营运点的客户和消费者提供多样化的生活质量服务。

### 3、盈利稳健，财务调整极具策略

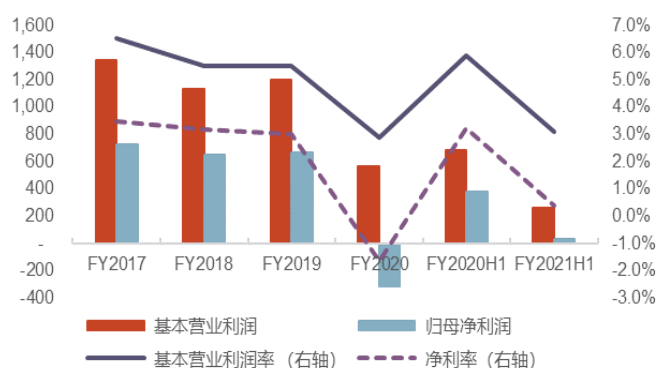
#### 3.1、盈利能力保持稳定

从营业收入来看，索迪斯营业收入 2017-2019 财年维持在 200 亿欧元以上，2019 财年实现营业收入 219.5 亿欧元，同比增长 7.6%，2020 财年因为疫情影响营收降至 193.2 亿欧元，同比下降 12.0%。归母净利润方面，2017 财年实现归母净利润 7.2 亿欧元，随后两年有所调整，2019 财年为 6.7 亿欧元，2020 财年为亏损 3.2 亿欧元。

从利润率方面看，索迪斯净利率 2017-2019 财年总体保持在 3.0%-3.5% 之间，2020 财年下降至 -1.6%，2021H1 恢复至 0.6%。自 2018 财年起，公司采用基本营业利润 (underlying operating profit) 取代营业利润 (operating profit)，公司认为基本营业利润排除了非常规的损失或利得，更能够反映公司的本征盈利水平。公司基本营业利润率变化趋势与净利率相似，2017-2019 财年保持在 5.5%-6.5% 左右，2020 财年降至 2.9%，2021 年 H1 小幅回升至 3.1%，盈利能力有所恢复。

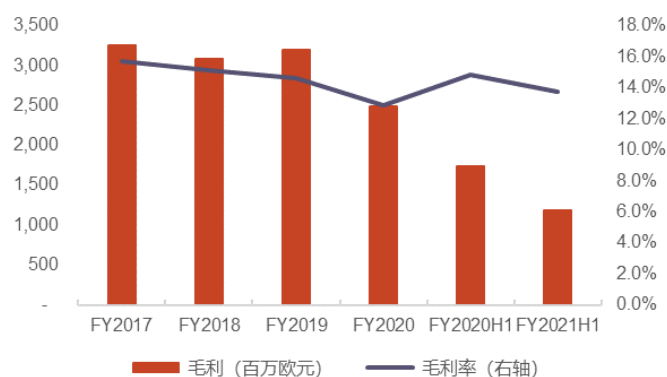
公司毛利率情况较为稳定，2017-2019 财年均保持在 15% 左右。同时受人力成本提高带来的影响，毛利率出现逐年小幅下降趋势，由 2017 财年的 15.7% 下滑 2.9pct. 至 2020 年的 12.8%，变化幅度较小，整体可控。预计在疫情好转营收恢复至疫情前水平后，公司毛利率将继续保持稳定态势。

图 24：索迪斯基本营业利润、归母净利润及净利率



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理；单位：百万欧元；截至 2021 年 2 月 28 日

图 25：索迪斯毛利及毛利率



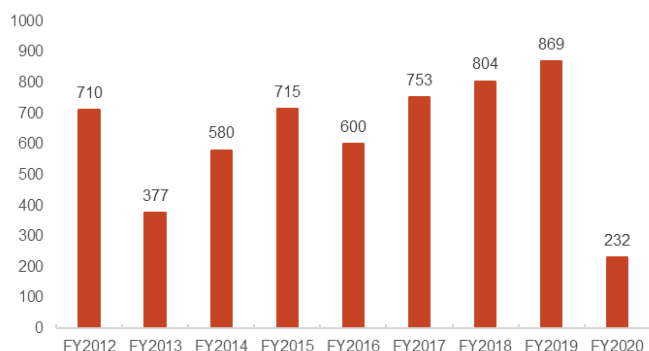
资料来源：公司公告；光大证券研究所整理；截至 2021 年 2 月 28 日

### 3.2、自由现金流充沛，债务结构健康可控，现金分配调整到位

相较于地产开发，物管企业普遍具有轻资产的财务特点，且服务合同期限长，金额稳定，因此每年均有较为充沛的现金流入。2019 财年（正常经营年份），公司稳健经营，产生 8.7 亿欧元自由现金流，强大的现金牛属性帮助公司实现稳健的内生增长和积极的外延并购，不断扩大规模。

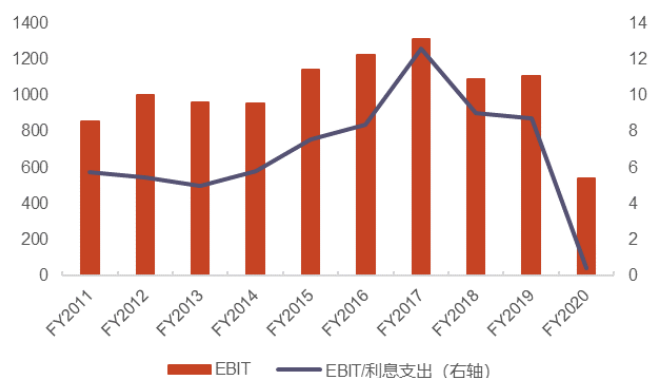
从偿债能力上看，近 5 年正常经营情况下（2015 至 2019 年），公司 EBIT/利息支出倍数基本维持在 7 倍以上，显示出较为稳定的偿债能力。

图 26：索迪斯自由现金流（单位：百万欧元）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 27：索迪斯 EBIT（单位：百万欧元）及 EBIT/利息支出



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

债务构成方面，截至 2020 财年末，公司有息负债 63.3 亿欧元，其中应付债券、关联方借款、应付账款和其他负债余额分别为 50.0 亿欧元、11.4 亿欧元、0.5 亿欧元和 1.4 亿欧元。

从期限结构上看，公司 54.6%的负债到期期限大于 5 年，短期偿债压力较小。索迪斯于 2020 年 6 月偿还了约 14 亿欧元的私募债券，该集团不再负有任何债务契约，从而解决了限制该集团未来重组和继续投资能力的契约门槛问题。

表 6：索迪斯债务（单位：百万欧元）和期限结构

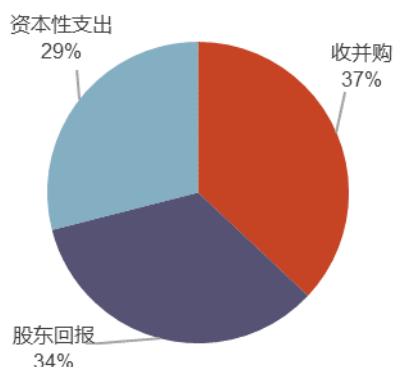
负债类型	小于 1 年	1~5 年	大于 5 年
应付债券	18	2,100	2,880
关联方借款	560	0	580
应付账款	50	0	0
其他负债	144	0	0

资料来源：公司公告；光大证券研究所整理，截至 2020 年 8 月 31 日

索迪斯积极调整现金分配。2017 至 2019 年，索迪斯现金分配（cash allocation，索迪斯公布口径为扣除资本性支出前的自由现金流）基本在资本性支出、收并购和分派股利三方面平均分配。2020 年，尽管索迪斯持有现金变少，公司仍分派了 4.25 亿欧元的现金股利，与 2019 年的 4.03 亿欧元现金股利基本持平。

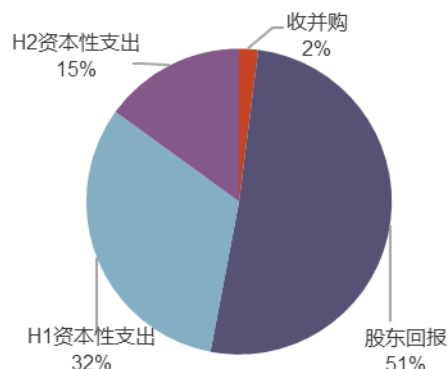
由于 2020 年下半年疫情的逐渐肆虐，公司决定推迟包括客户投资在内的净资产支出，导致下半年资本性支出比上半年下降了约 50%。为减轻疫情给现金储备带来的负面经济后果，索迪斯中断了非必要投资，基本暂停收并购脚步。

图 28：索迪斯 FY2017 至 FY2019 正常经营下的现金分配



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

图 29：索迪斯 FY2020 疫情之下的现金分配



资料来源：公司公告；光大证券研究所整理

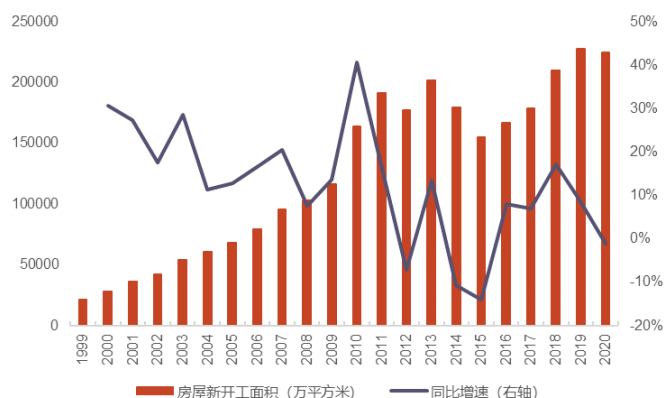
## 4、索迪斯对国内物业服务企业的借鉴意义

### 4.1、基础物管服务为基本盘，增值服务带来想象空间

我国的房地产行业目前正处于从“开发销售”向“存量管理”逐步过渡的时期，物业管理处于房地产开发产业链后端，对房屋及配套设施设备和相关场地进行维护、养护、管理等。与国外大型综合设施服务提供商发展之路有别，国内物业管理起步晚，多数物管公司由地产母公司分拆上市，因而天然具有母公司交付在管面积的资源优势。

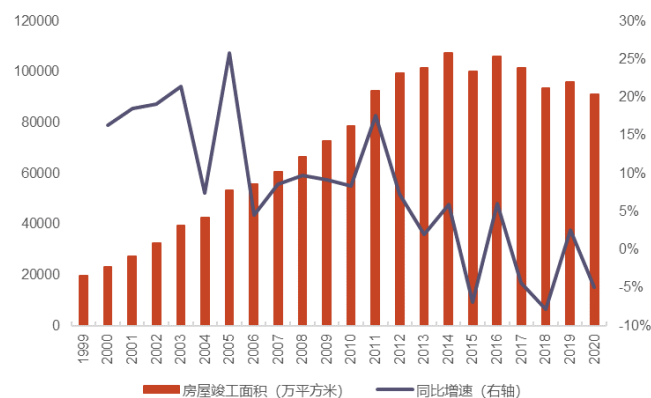
根据统计局公布数据，1999 年至 2011 年，我国房屋竣工面积快速增长，复合年增长率达到 13.7%。近年来房屋竣工面积有所回落，但 2020 年仍超过 9 亿平方米，物业管理增量面积可观；叠加老旧小区改造项目，存量市场依旧可以创造大量物管需求，因此基础物管服务仍然是国内物业企业的基本盘。

图 30：1999 至 2020 年全国房屋新开工面积及同比



资料来源：wind；光大证券研究所整理

图 31：1999 至 2020 年全国房屋竣工面积及同比

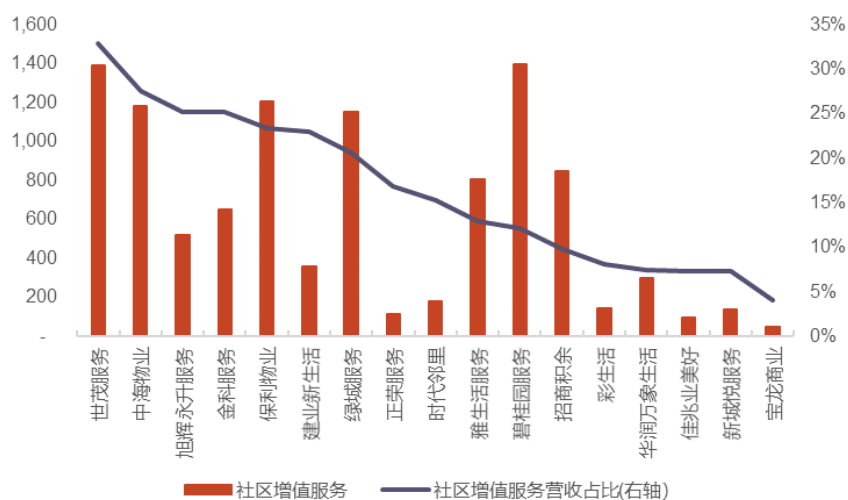


资料来源：wind；光大证券研究所整理

借鉴索迪斯发展经验，其通过聚焦自身优势业务（团餐），提升市场竞争力，再通过横向切入医疗、学校、养老等业态，纵向延伸服务边界，成为多业态、全生命周期、全产业链、高品质的综合设施服务供应商。而国内物业企业同样可以从

住宅物业横向切入至商业、公建物业；在提供高质量基础物管服务的同时，基于社区客户的多样化需求，进一步提升增值服务渗透率。

图 32：2021H1 部分物业企业社区增值服务营收（百万元）及占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 4.2、 服务标准化、科技化是长期趋势

### 物业企业的科技赋能有助于增收降本，提升长期竞争力

2021年9月2日，索迪斯宣布全面布局团餐新餐饮模式，领跑团餐 3.0 时代，其发力举措关键一环便是应用数字化创新和大数据，驱动传统员工餐厅向全面的数字化餐厅转型。

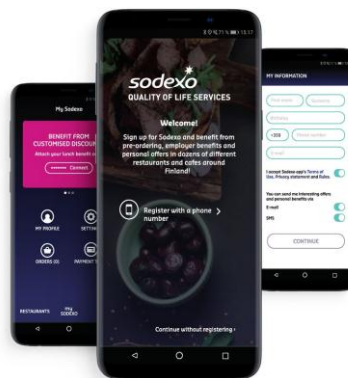
在驻场服务方面，索迪斯将自身优质服务与物联网、大数据、人工智能等前沿科技深度结合，为客户提供智能化的办公场景；同时，索迪斯还将智慧化服务融入餐饮业务，在全世界范围内建立多家索迪斯智慧餐厅，通过智慧餐饮 APP、智能菜单识别结算系统、智能无人零售等功能为不同客户提供模块化定制服务。通过打造数字化餐厅和一站式综合设施设备管理云平台两大数字化解决方案，索迪斯在全球范围内构建起全场景的数字化创新生态。

图 33：索迪斯数字餐厅无人售餐机场景



资料来源：公司官网；光大证券研究所整理

图 34：索迪斯 BRS 业务移动应用



资料来源：公司官网；光大证券研究所整理

传统的物业服务效率低、服务非标化、且管理困难。现代化的物业企业可以充分利用科技化、信息化、人工智能等高新技术，改善行业劳动密集的劣势。随着物联网、大数据等技术的普及，智能道闸系统、智能门禁、智能停车场等硬件设施在社区内渗透率提高，物业企业实现削减人工成本，提升管理效率，最终达到降本增效的目的。

**表 7：国内物业企业运用科技赋能**

物管企业	科技应用举例
碧桂园服务	在全国范围内推动应用部署智能化系统，覆盖超 3,000 个项目，共 159.3 万个点位设备和智能监控对象。物业数字化服务品牌「天石云」平台进一步市场化，向超过 200 个第三方企业赋能，覆盖管理面积近 6300 万平方米的 627 个项目。成立了机器人公司，计划推出物业管理领域的多款机器人，未来将通过任务和工单系统可以直接向清洁机器人派发工单，实现人机合作的全新工作场景。
金科服务	输出智慧科技，(i)智慧设计服务：为物业开发商提供有关项目施工全周期的智能解决方案；(ii)智慧案场服务：在房屋销售阶段为物业开发商提供智能化、数字化案场技术服务，如生命家房屋展示系统；及(iii)智慧综合运营平台服务：通过开发、定制、安装及运维 IBMS（智能建筑管理系统），参与智能城市、智慧政企、智慧小区建设。
绿城服务	改造智能闸道系统，运用巡逻机器人、案场机器人提升效率；通过“幸福绿城”APP 等平台技术实现园区智能化管理。
新城悦服务	打造智慧平台，布局物业服务中心小前端和职能支持大中台的敏捷服务模式，全新升级网格管理系统、商业智能(BI)系统、客户关系管理(CRM)系统、物业工单系统、收银系统等。
雅生活	升级雅管家 APP，建设及优化应用及智慧服务，搭建业主增值服务资源管理平台；在业务端，以智能解决方案为主线，通过应用 AI、物联网技术，持续推进智慧安防、智慧车行以及智慧运维的升级及改造。携手华为、海纳云、朗新科技、海康威视等战略合作伙伴共同推进城市智能体系的建设和运营，构建多个智慧服务场景应用。

资料来源：各公司官网，各公司公告；光大证券研究所整理

### 4.3、 投资建议

借鉴索迪斯发展经验，其通过聚焦自身优势业务，横向切入医疗、学校、养老等业态，纵向延伸服务至上下游产业链，最终发展成为多业态综合设施管理服务提供商。我们认为，近年来国内优秀房企利用长期地产开发积累的丰富空间经验、巨大客户群、品牌知名度，快速切入存量运营和相关服务行业，已逐步形成一定的产业链协同效应；后续可基于社区客户的多样化需求，利用人工智能等高新技术，进一步提升增值服务渗透率。

建议关注四条主线：

- 1) 规模第一梯队，有望输出管理和资源的平台类公司，推荐碧桂园服务、建议关注绿城服务、雅生活服务，融创服务、金科服务；
- 2) 规模第二梯队且估值较低的成长型标的，关注建业新生活、旭辉永升服务、新城悦服务、世茂服务；
- 3) 收费水平高利润弹性大的专业商办管理标的，关注新大正、宝龙商业、远洋服务、卓越商企；
- 4) 资源禀赋突出的央企物管标的，推荐中海物业、保利物业，建议关注招商积余、华润万象生活。



## 5、风险分析

**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，将导致行业毛利润率水平受到挤压。

**增值服务拓展风险。**非业主增值服务方面，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，多类商业模式正在探索中，盈利水平和竞争格局尚未清晰，未来存在一定的拓展风险。

**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在的合约面积拓展增速面临下滑的风险。

**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，将对物业服务企业的品牌形象和业主满意度构成风险。

## 6、附录：重点公司列表

表 10：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (港元/元)	EPS(港元/元)				三年 CAGR	P/E(x)				投资评级	
			20A	21E	22E	23E		20A	21E	22E	23E	本次	变动
1209.HK	华润万象生活	39.15	0.36	0.68	0.89	1.14	46.8%	89.2	47.2	36.1	28.2	买入	维持
6098.HK	碧桂园服务	51.80	0.83	1.24	1.75	2.42	42.9%	51.2	34.3	24.3	17.6	买入	维持
6049.HK	保利物业	54.15	1.22	1.55	1.97	2.49	26.8%	36.4	28.7	22.6	17.8	买入	维持
1995.HK	旭辉永升服务	14.44	0.23	0.38	0.53	0.73	47.0%	51.5	31.2	22.4	16.2	买入	维持
2669.HK	中海物业*	7.98	0.21	0.28	0.38	0.50	33.5%	38.0	28.5	21.0	16.0	买入	维持
001914.SZ	招商积余*	13.37	0.41	0.52	0.64	0.79	24.4%	32.6	25.7	20.9	16.9	买入	维持
1516.HK	融创服务	13.40	0.19	0.42	0.65	0.94	70.4%	57.9	26.2	16.9	11.7	买入	维持
2869.HK	绿城服务	7.36	0.22	0.30	0.38	0.46	27.9%	27.5	20.1	15.9	13.1	买入	维持
9666.HK	金科服务	33.50	0.95	1.68	2.56	3.58	55.6%	28.9	16.4	10.7	7.7	买入	维持
0873.HK	世茂服务	10.86	0.29	0.54	0.96	1.46	71.4%	30.7	16.5	9.3	6.1	买入	维持
1755.HK	新城悦服务	13.40	0.52	0.81	1.19	1.63	46.4%	21.1	13.6	9.2	6.7	买入	维持
3319.HK	雅生活服务	20.20	1.24	1.78	2.32	2.89	32.6%	13.4	9.3	7.1	5.7	买入	维持
9983.HK	建业新生活	5.28	0.34	0.48	0.68	0.95	40.8%	12.7	9.0	6.4	4.6	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-23；汇率按 1HKD=0.82060CNY 换算

注：中海物业股价和 EPS 均以港币计价；招商积余股价和 EPS 均以人民币计价；其他公司股价以港币计价，EPS 以人民币计价

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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见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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE