

公司研究

大湾区高密度布局，盈利能力显著提升

——越秀服务（6626.HK）首次覆盖报告

要点

背靠稳健国企，项目资源丰富

越秀服务（6626.HK）是广州市属国企越秀集团旗下、越秀地产（0123.HK）板块下属的大湾区物业管理龙头企业之一，2021年6月在香港联交所上市。公司背靠越秀地产和广州地铁，关联方经营稳健，信用风险较小，2022年1-6月越秀地产全口径销售金额482亿元，排行百强房企销售第18位（越秀地产与广州地铁分别在广州地区排名第一和第三），为越秀服务提供丰厚项目资源。

全面推进“1+4”战略布局，增值服务逐步发力，特色TOD物管走出广州

公司业务涵盖住宅、购物商场、写字楼、公建设施、城市轨道交通等多种业态，截至2021年末在管面积3890万平方米（其中商业物业330万平方米），覆盖全国27城，在管项目251个；合约面积约5838万平方米，70.2%位于大湾区。2021年社区增值服务收入同比+229%，占总收入比重提升11.5pct.至23%，成为第二大营收支柱，同时实现毛利2亿元，高于其他业务；公司特色业务TOD物管已经走出广州，实现2.38亿元营收，占总营收12.4%，对应98个地铁站24个车辆段/停车场，后续公司深化与广州地铁在广州地区地铁物业管理业务的合作，并拓展广州地区之外的项目，有望获取更大市场份额。

盈利能力逐年提升，净利润增速较快

公司2018-2021年营收由7.6亿元增至19.2亿元，年均复合增速36.0%，归母净利润由4546万元增至3.6亿元，年均复合增速达99.2%；前期智能化管理投入基本完成，业务条线逐渐清晰，高密度区域布局更有助于发挥规模经济优势，盈利能力有较大改善，毛利率从25.9%提升9.1pct.至35.0%，归母净利润率从6.0%提升12.7pct.至18.7%，管理费用率则进一步优化至8.4%。

盈利预测、估值与评级：目标价6.08港元，首次覆盖给予“买入”评级

我们预测公司2022-2024年的营业收入分别为29.5亿元、42.4亿元、56.8亿元，营收增速分别为54%、44%、34%；归母净利润分别为5.3亿元、6.8亿元、8.6亿元，2022-2024年EPS分别为0.35元、0.45元、0.57元。根据绝对估值法，我们认为公司合理价格约为6.74港元/股，对应2022年PE为17倍；根据相对估值法，我们认为公司合理价格约为6.08港元/股，对应2022年PE为15倍。根据审慎性原则，我们给予公司目标价6.08港元/股。鉴于公司在大湾区区域布局密度高，盈利能力有较大改善，越秀地产等关联方经营稳健，品牌声誉好，IPO后公司业务发展能力提升，管理面积与营收增长动力较强，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务开展不及预期风险、成本控制风险、新冠疫情反复风险、外拓不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,168 | 1,918 | 2,945 | 4,240 | 5,679 |
| 营业收入增长率 | 30.3% | 64.2% | 53.5% | 44.0% | 33.9% |
| 归母净利润（百万元） | 199 | 360 | 530 | 678 | 862 |
| 归母净利润增长率 | 118.0% | 80.6% | 47.5% | 27.9% | 27.1% |
| EPS（元） | 0.13 | 0.24 | 0.35 | 0.45 | 0.57 |
| ROE（归母，摊薄） | 26.2% | 11.6% | 15.5% | 17.7% | 19.7% |
| P/E | 24.4 | 13.5 | 9.2 | 7.2 | 5.6 |
| P/B | 6.4 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-22；汇率：1港元=0.8603元人民币

买入（首次）

当前价/目标价：3.71/6.08 港元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemiannan@ebsecn.com

联系人：韦勇强

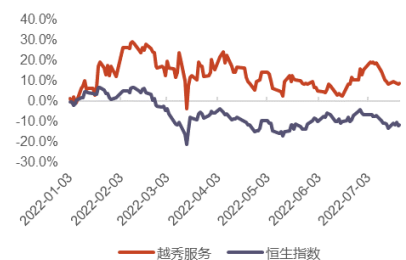
021-52523810

weiyongqiang@ebsecn.com

市场数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 15.22 |
| 总市值(亿港元): | 56.47 |
| 一年最低/最高(港元) | 2.95/4.86 |
| 近3月换手率: | 4.86% |

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20220525 三产就业人数近半，物管开启独立发展——光大证券房地产行业（物业服务）2022年中期投资策略

20220124 深耕大湾区坚守初心，多元增储厚积薄发——越秀地产（0123.HK）投资价值分析报告

图目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图 1: 越秀服务业务版图..... | 3 |
| 图 2: 越秀服务股权架构..... | 3 |
| 图 3: 营收、归母净利润及同比增速 | 4 |
| 图 4: 毛利率、营业利润率和净利润率..... | 4 |
| 图 5: 公司历年管理费用率..... | 4 |
| 图 6: 公司货币资金及货币资金占总资产比重..... | 4 |
| 图 7: 2018-2021 年非商业板块营收..... | 5 |
| 图 8: 2018-2021 年商业板块营收 | 5 |
| 图 9: 非商业板块各细分业务毛利率 | 5 |
| 图 10: 商业板块整体及各细分业务毛利率 | 5 |
| 图 11: 在管面积和在管项目个数..... | 6 |
| 图 12: 2021 年末合约面积分布..... | 6 |
| 图 13: 越秀地产营业收入..... | 6 |
| 图 14: 越秀地产土地储备和销售情况..... | 6 |

表目录

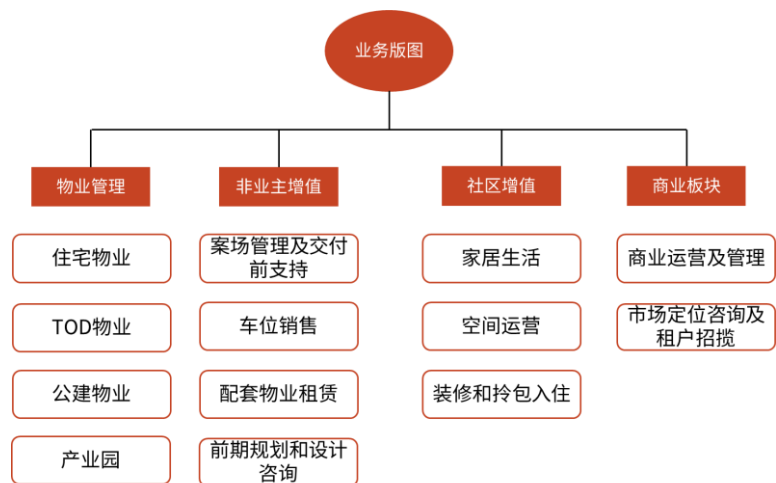
| | |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1: 营业收入、毛利及毛利率预测表 (2022E-2024E) | 8 |
| 表 2: 绝对估值核心假设表..... | 10 |
| 表 3: 现金流折现及估值表..... | 10 |
| 表 4: 敏感性分析表..... | 10 |
| 表 5: 可比公司估值比较..... | 11 |
| 财务报表与盈利预测..... | 13 |

1、大湾区物管龙头之一，背靠稳健国企

越秀服务 (6626.HK) 成立于 1992 年，是广州市属国企越秀集团旗下、越秀地产 (0123.HK) 板块下属的大湾区物业管理龙头企业之一。2021 年公司在香港联交所上市，并被纳入恒生物业服务及管理指数成分股。

公司已经形成五大业务条线，包括非商业物业管理、非业主增值服务、社区增值服务，以及商业运营及管理、市场定位咨询及租户招揽。2021 年公司实现营业收入 19.2 亿元，归母净利润 3.6 亿元，整体毛利率 35.0%，归母净利润率 18.7%。截至 2021 年末公司在管面积约 3890 万平方米（其中商业在管 330 万平方米），合约面积约 5838 万平方米，合管比为 1.5。

图 1：越秀服务业务版图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；TOD (Transit oriented development) 是以公共交通为导向的城市空间开发模式，通过以轨道交通站点为核心进行片区一体化开发。

截至 2021 年末，越秀地产间接持有公司 66.92% 股权；广州地铁集团全资子公司广州地铁投融资（香港）直接持有 5.94%，其他股东持有 27.14%。

图 2：越秀服务股权架构

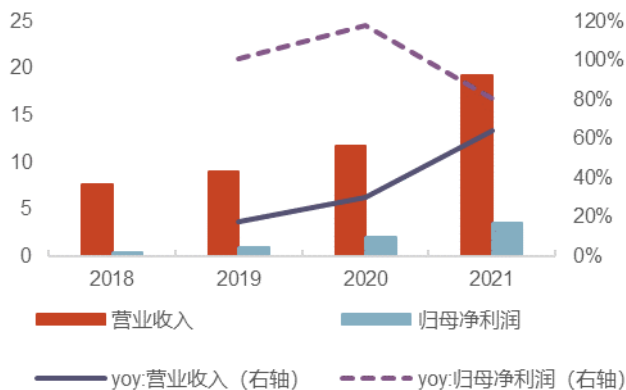


资料来源：公司官网；光大证券研究所，截至 2021 年 12 月 31 日

2、盈利能力提升，净利润增速较高

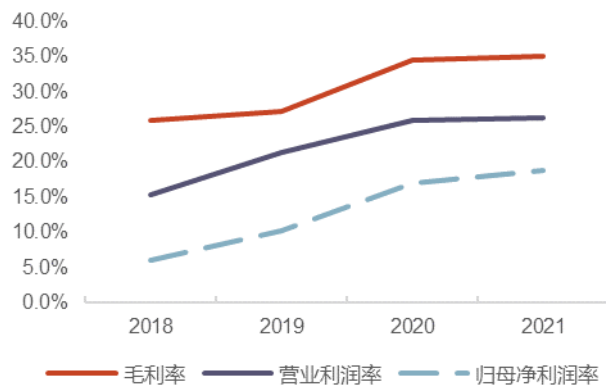
业绩高速增长，盈利能力逐年改善。2018-2021 年营收由 7.6 亿元增至 19.2 亿元，年均复合增速 36.0%，归母净利润由 4546 万元增至 3.6 亿元，年均复合增速达 99.2%；毛利率从 25.9% 提升 9.1pct. 至 35.0%，归母净利润率从 6.0% 提升 12.7pct. 至 18.7%，2021 年度管理费用率则进一步优化至 8.4%。2021 年末，公司拥有充沛的现金及现金等价物，约 38 亿元人民币，占总资产 74%。

图 3：营收、归母净利润及同比增速



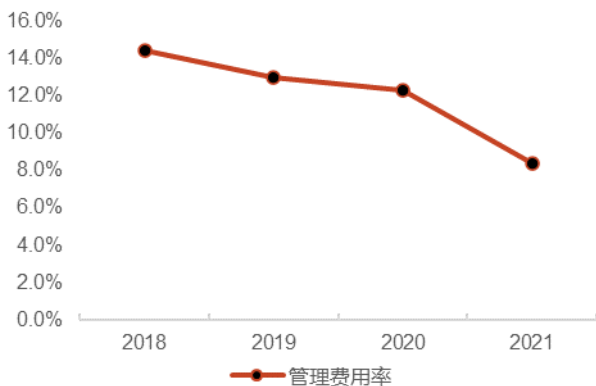
资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所；单位：亿元

图 4：毛利率、营业利润率和净利润率



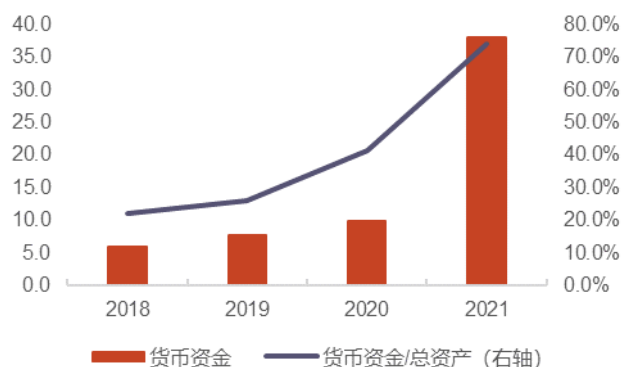
资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所

图 5：公司历年管理费用率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：公司货币资金及货币资金占总资产比重

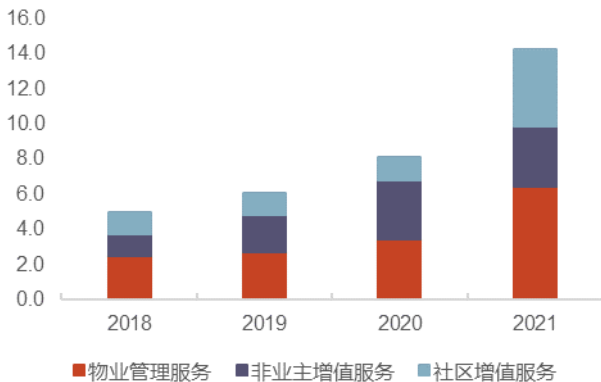


资料来源：wind，光大证券研究所；单位：亿元

收入结构明显优化，基础物管稳健发展，增值服务逐步发力。非商业板块中，2021 年非商业物管收入同比+87%，仍是主要收入来源，占总收入比重 34%。高毛利率的社区增值服务收入同比+229%，占总收入比重同比提升 11.5pct. 至 23%，成为第二大营收支柱，同时实现毛利 2 亿元，高于其他业务；商业板块中，市场定位与咨询相关业务 2021 年也有较大发展，2021 年收入破 1 亿元。

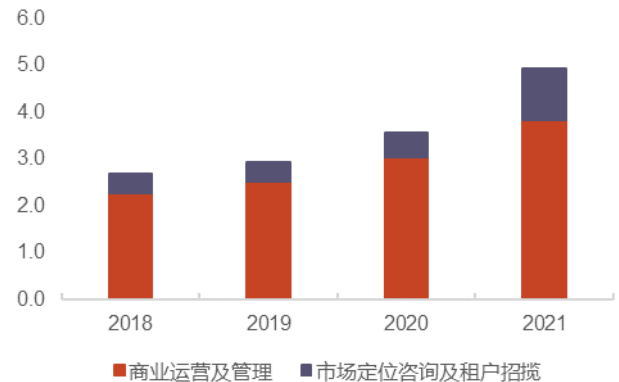
特色 TOD 物管表现亮眼。根据 2021 年业绩发布会资料，公司特色业务 TOD 物管实现 2.38 亿元营收，占总营收 12.4%，对应 98 个地铁站 24 个车辆段/停车场。2022 年上半年公司成功中标福州地铁 2 号线物业管理服务项目，长沙地铁 6 号线沿线物业服务，TOD 物管正式从广州“走出去”。后续公司深化与广州地铁的合作，有望进一步扩张广州地区地铁相关物业管理业务，并加大力度拓展广州地区之外的地铁物业管理项目，获取更大市场份额。

图 7：2018-2021 年非商业板块营收



资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所；单位：亿元

图 8：2018-2021 年商业板块营收

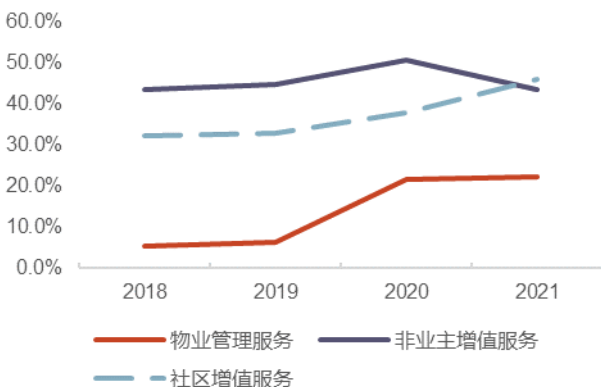


资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所；单位：亿元

毛利率方面，越秀服务整体毛利率优于行业。2021 年公司整体毛利率 35.0%，对比金茂服务为 31.0%，碧桂园服务为 30.7%，远洋服务为 27.8%。

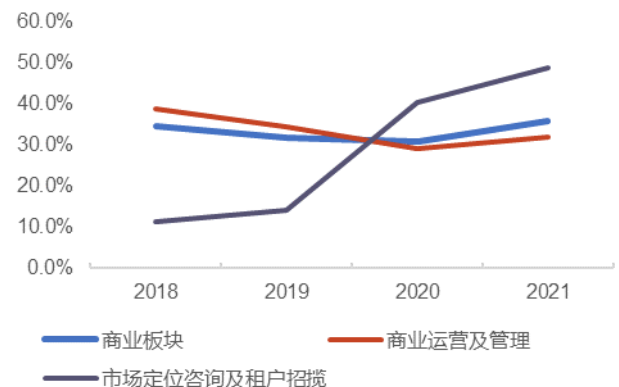
拆分板块来看，2018-2021 年社区增值服务和基础非商业物管服务毛利率显著提升。2018 年和 2019 年公司投入更多成本提升服务质量，投资自动化管理基础设施建设等，导致物业管理服务 2018 年和 2019 年毛利率较低（6%左右），2020 年开始大幅改善，提升至 21.6%（2020 年），2021 年进一步提升至 22.2%；社区增值服务毛利率由 2018 年的 32% 提升至 2021 年的 46%，主要得益于规模经济带来的成本改善。

图 9：非商业板块各细分业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所

图 10：商业板块整体及各细分业务毛利率

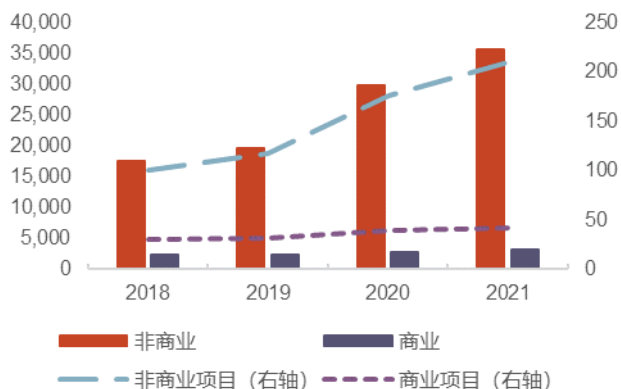


资料来源：公司招股说明书，2021 年报，光大证券研究所

深耕大湾区，全面推进“1+4”战略布局。公司业务涵盖住宅、购物商场、写字楼、公建设施、城市轨道交通等多种业态，截至 2021 年末在管面积 3890 万平方米，覆盖全国 27 城，在管项目 251 个，合约面积约 5838 万平方米，70.2% 位于大湾区，其他项目位于四大区域核心高能级城市，如华东的上海、杭州，北方区域的北京，华中区域武汉和长沙，西南地区的成都和重庆等。

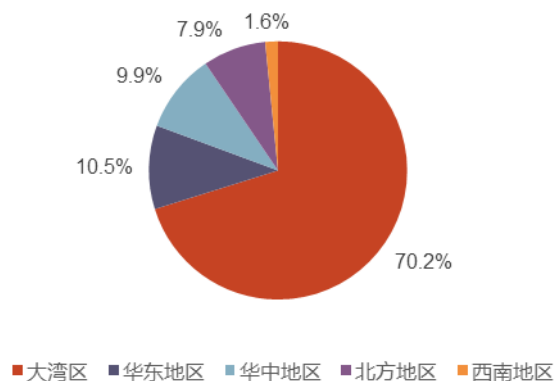
高能级城市布局一方面保证在管项目的收费水平较高，同时也为增值服务提供较好的客户基础；高密度的项目布局则有利于充分发挥规模优势，人员安排更为合理，设施设备利用效率提升，从而达到降低成本的效果。

图 11: 在管面积和在管项目个数



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; 面积单位: 千平方米
注: 非商业包括住宅物业、TOD 物业、公建物业及产业园等; 商业包括购物商场、写字楼

图 12: 2021 年末合约面积分布



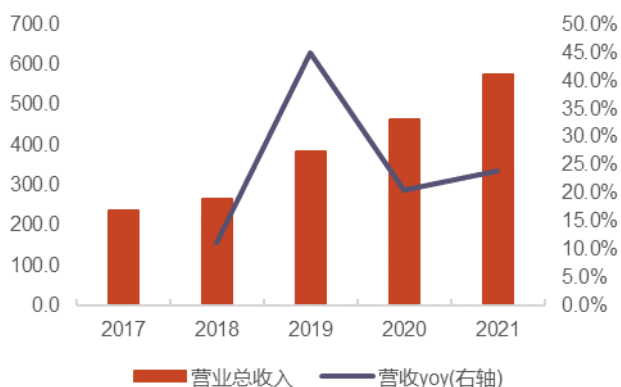
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

独特的物管基因，打造 TOD 服务版图。2020 年 11 月，越秀服务向广州地铁收购广州地铁环境工程及广州地铁物业管理公司 67% 股权，广州地铁环境工程有限公司从事地铁物业管理服务超 20 年，拥有专业的地铁车辆段保洁绿化服务经验，为广州地铁一号线、知识城线、十四号线、二十一号线、APM 线等 13 条地铁线路及投入使用的 21 个地铁车辆段提供保洁、绿化服务。

TOD 物管相较其他业态更为复杂，专业性强，具有较高的行业壁垒；广州地铁是越秀服务战略投资者，也是越秀地产第二大股东，越秀地产是中国最大的轨交物业开发商之一，公司在此细分赛道拥有天然优势。TOD 物管业务规模增长与盈利稳定性高，随着越秀地产项目落地，以及自身外拓能力提升，公司 TOD 物管业务有望为业绩增长注入更多动能。

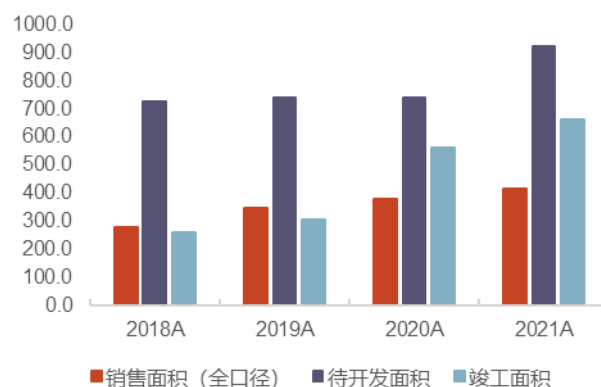
关联方越秀地产经营稳健，在大湾区享有领先优势。越秀地产成立于 1983 年，1992 年于香港上市（股票代码：00123.HK），是全国第一批成立的综合性房地产开发企业之一，拥有全球首只投资于中国内地物业的香港上市房产基金——越秀房托(00405.HK)。截至 2021 年底，越秀地产总资产超 3000 亿元，总土地储备约 2700 万平方米，其中在建面积 1790 万平方米，待开发 921 万平方米，得益于稳健营业策略，公司近年销售和竣工进展顺利，为越秀服务提供了坚实保障。

图 13: 越秀地产营业收入



资料来源: wind, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 14: 越秀地产土地储备和销售情况



资料来源: 越秀地产年报, 光大证券研究所; 单位: 万平方米

3、盈利预测

营收预测：我们的预测基于以下关键假设：

1) 关联方持续稳定交付物业管理项目，2021 年上市资本迅速扩充下，外拓能力提升，基础物业管理费保持稳定水平，2022-2023 年在管面积同比增速较高，2024 年增速放缓至 30%左右。

2) 新冠疫情得到有效控制，社区增值服务各项业务可以稳定开展，购物中心和写字楼运营正常。

非商业物业管理服务：该部分营收直接与在管面积关联。公司聚焦大湾区布局，业务形成规模效应，随着母公司交付及自身外拓能力的增强，在管面积提升，该部分营收也会有较快增长。越秀地产是国资背景，经营稳健，信用风险较小，2022 年 1-6 月全口径销售金额 482 亿元，排行百强房企销售第 18 位（越秀地产与广州地铁分别在广州地区排名第一和第三）；我们预计关联方交付和公司第三方拓展进展顺利，由于前期规模较小（2021 年末在管约 3560 万方）预计该部分业务增速较高，预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 55%、50%、30%。

非业主增值服务：随着公司业务条线成熟，满足客户需求能力提升。整体房地产开发端不再维持高增速，考虑到虽然 2022 年地产整体销售偏冷，但公司关联方越秀地产销售节奏正常、符合预期，我们预测该板块各项业务进展顺利，收入仍能维持同比正增长，预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 15%、10%、8%。

社区增值服务：社区增值是公司增速最快的业务，2021 年营收同比+229%，原因是社区增值服务板块已形成了专业化多元化及均衡的业务条线（小区商业服务、中介业务以及拎包入住服务），伴随在管规模扩张，以及社区增值服务渗透率提升，社区增值服务将有望进入高速发展阶段。我们预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 85%、60%、50%。

商业运营及管理：2021 年末在管面积 330 万方（基数较小），合约面积 526 万方，不考虑收并购，假设关联方每年稳定交付项目，上市后公司加大外拓力度，假设外拓进展顺利，公司获取更多第三方商业物业管理项目，预计新增商业在管面积较过去有较大改善，假定维持现有的整体商业物业管理费水平，我们据此预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 50%、35%、30%。

市场定位咨询及租户招揽：根据公司与越秀地产及广州越秀集团签订的 2021-2023 年服务框架协议，我们预计关联方交付业务进展顺利，且公司能独立拓展业务，支撑后续增长，预计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 50%、40%、30%。

毛利和毛利率预测：公司毛利率主要受在管项目品质（直接影响平均物业管理费）、在管面积集中度以及成本控制的影响。相较于同行，公司项目具有明显的区域集中的优势，截至 2021 年末大湾区合约面积占比超 70%，同时，公司在人员配置和资源分配上更加合理，叠加科技手段进行智能化管理，公司 2020、2021 年综合毛利率分别为 34.5%、35%，显著高于同业。按照业务的拆分来看：

非商业物业管理服务：公司发挥规模经济优势，节约成本，使得毛利率有所上升。2021 年毛利率为 22.17%，预计后续公司将更多地参与竞争激烈的第三方市场外拓，加大成本投入、提高服务品质，预计毛利率将逐步回落。预计该板块 2022-2024 年毛利率分别为 22%、21.5%、21%。

非业主增值服务：2021 年该板块毛利率为 43.5%，较上年回落 7pct.。非业主增值服务受地产开发端影响较大，2022 年上半年房地产销售遇冷，案场管理及

交付前支持服务、前期规划和设计咨询服务需求减少，同业竞争加剧，我们预计房地产开发端不再维持高增速，非业主增值服务板块毛利率将延续下滑趋势，预计该板块 2022-2024 年毛利率分别为 25%、22%、19%。

社区增值服务：近三年社区增值服务板块毛利率呈现稳定提升态势，2021 年毛利率达 46.1%，主要原因是规模经济带来的成本改善。考虑到社区增值业务方向众多，以住户需求为导向，预计公司不断孵化新业务以满足住户需求，探索并开展新业务以及新业务扩张需要一定的前期投入，短期内新业务毛利率会低于现有的成熟业务，导致板块整体毛利率回落。我们预测该板块 2022-2024 年毛利率分别为 45%、37%、34%。

商业板块：商业运营及管理板块毛利率较为稳定，预计 2022-2024 维持近两年均值水平，为 31%；市场定位咨询及租户招揽毛利率预计维持在 45%。

综上，我们预测公司 2022-2024 营业收入为 29.5 亿元、42.4 亿元、56.8 亿元，营收增速分别为 54%、44%、34%，三年的毛利分别为 9.3 亿元、12.4 亿元、16.1 亿元，毛利率分别为 31.7%、29.3%、28.3%。

表 1：营业收入、毛利及毛利率预测表（2022E-2024E）

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入（百万元） | 1168 | 1918 | 2945 | 4240 | 5679 |
| 非商业 | 811 | 1425 | 2205 | 3233 | 4370 |
| 1) 物业管理服务 | 344 | 643 | 996 | 1494 | 1942 |
| 2) 非业主增值服务 | 333 | 341 | 392 | 431 | 465 |
| 3) 社区增值服务 | 134 | 442 | 818 | 1308 | 1963 |
| 商业 | 357 | 493 | 740 | 1007 | 1309 |
| 4) 商业运营及管理 | 303 | 383 | 574 | 775 | 1007 |
| 5) 市场定位咨询及租户招揽 | 54 | 111 | 166 | 232 | 302 |
| 营收增速 | 30.3% | 64.2% | 53.5% | 44.0% | 33.9% |
| 非商业 | 34.4% | 75.7% | 54.7% | 46.6% | 35.2% |
| 1) 物业管理服务 | 25.7% | 86.9% | 55.0% | 50.0% | 30.0% |
| 2) 非业主增值服务 | 61.9% | 2.3% | 15.0% | 10.0% | 8.0% |
| 3) 社区增值服务 | 8.0% | 228.8% | 85.0% | 60.0% | 50.0% |
| 商业 | 21.9% | 38.2% | 50.0% | 36.1% | 30.0% |
| 4) 商业运营及管理 | 20.4% | 26.2% | 50.0% | 35.0% | 30.0% |
| 5) 市场定位咨询及租户招揽 | 31.1% | 106.3% | 50.0% | 40.0% | 30.0% |
| 毛利（百万元） | 403 | 671 | 935 | 1241 | 1606 |
| 非商业 | 293 | 494 | 685 | 900 | 1164 |
| 1) 物业管理服务 | 74 | 142 | 219 | 321 | 408 |
| 2) 非业主增值服务 | 168 | 148 | 98 | 95 | 88 |
| 3) 社区增值服务 | 51 | 204 | 368 | 484 | 667 |
| 商业 | 110 | 176 | 250 | 341 | 443 |
| 4) 商业运营及管理 | 88 | 122 | 176 | 237 | 308 |
| 5) 市场定位咨询及租户招揽 | 22 | 54 | 74 | 104 | 135 |
| 毛利率 | 34.5% | 35.0% | 31.7% | 29.3% | 28.3% |
| 非商业 | 36.1% | 34.7% | 31.1% | 27.8% | 26.6% |
| 1) 物业管理服务 | 21.6% | 22.2% | 22.0% | 21.5% | 21.0% |
| 2) 非业主增值服务 | 50.5% | 43.5% | 25.0% | 22.0% | 19.0% |
| 3) 社区增值服务 | 37.8% | 46.1% | 45.0% | 37.0% | 34.0% |
| 商业 | 30.8% | 35.8% | 33.7% | 33.8% | 33.8% |
| 4) 商业运营及管理 | 29.2% | 32.0% | 30.6% | 30.6% | 30.6% |

| | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 5) 市场定位咨询及租户招揽 | 40.4% | 48.8% | 44.6% | 44.6% | 44.6% |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

期间费用预测:

销售和管理费用: 2021 年公司管理费用率为 8.4%，近四年无销售费用，预计公司高效扩张业务，能够维持 8.4% 的管理费用率水平，我们预测公司 2022-2024 年管理费用分别为 2.5 亿元、3.6 亿元、4.8 亿元。

财务费用: 公司 2021 年无银行借款和债券，财务费用为租赁负债利息开支，我们计算 2021 年租赁负债利息率为 4.1%，预计未来三年利息率保持不变，我们预测公司 2022-2024 年财务费用分别为 274 万元、387 万元、517 万元。

盈利预测: 我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.3 亿元、6.8 亿元、8.6 亿元，归母净利润率分别为 18.0%、16.0%、15.2%，2022-2024 年 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.57 元。

4、估值水平

4.1、绝对估值

长期增长率：由于物业服务行业的服务消费属性，长期来看物业费涨幅有望与CPI涨幅同步，故假设长期增长率为2%；

无风险率 Rf：选取十年期国债收益率，约为2.5%；

Rm-Rf：Rm 选取10年恒生指数平均收益率约为10%，Rm-Rf 约为7.5%；

β ：采取恒生指数-地产-物业服务及管理的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；

税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为25%。

根据FCFF绝对估值的结果，越秀服务的合理股价为6.74港元。

表 2：绝对估值核心假设表

| 关键性假设 | 数值 |
|-------------------|--------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 2.00% |
| 无风险利率 Rf | 2.50% |
| Rm-Rf | 7.50% |
| β (levered) | 1.40 |
| Ke(levered) | 13.00% |
| 税率 | 25.00% |
| Kd | 5.00% |
| Ve (亿港元) | 56.47 |
| Vd | 0.00 |
| 目标资本结构 | 30.00% |
| WACC | 10.60% |

资料来源：光大证券研究所预测，汇率按1港元兑换0.8603元人民币计算

表 3：现金流折现及估值表

| | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|---------------|--------------|---------|
| 第一阶段 | 3,122 | 34.56% |
| 第二阶段 | 3,485 | 38.58% |
| 第三阶段 (终值) | 2,426 | 26.86% |
| 企业价值 AEV | 9,033 | 100.00% |
| 加：非经营性净资产价值 | | 0.00% |
| 减：少数股东权益 (市值) | 204 | -2.26% |
| 减：债务价值 | - | 0.00% |
| 总股本价值 | 8,829 | 97.74% |
| 股本 (百万股) | 1,522 | |
| 每股价值 (元) | 5.80 | |
| 每股价值 (港元) | 6.74 | |
| PE (2022E) | 16.65 | |

资料来源：光大证券研究所预测，汇率按1港元兑换0.8603元人民币计算

表 4：敏感性分析表

| WACC | 长期增长率 | | | | |
|-------|-------|------|------|------|------|
| | 1.0% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 3.0% |
| 9.6% | 7.18 | 7.31 | 7.47 | 7.64 | 7.85 |
| 10.1% | 6.84 | 6.95 | 7.08 | 7.23 | 7.40 |
| 10.6% | 6.53 | 6.63 | 6.74 | 6.87 | 7.01 |
| 11.1% | 6.26 | 6.34 | 6.44 | 6.54 | 6.66 |
| 11.6% | 6.00 | 6.08 | 6.16 | 6.25 | 6.35 |

资料来源：光大证券研究所预测，单位：港元

4.2、 相对估值

鉴于公司背靠优质国企，在管项目品质较高，我们选取保利物业（6049.HK）、中海物业（2669.HK）、金茂服务（0816.HK）作为可比公司。

保利物业：央企保利集团下属保利发展的关联公司，是一家综合性物业管理服务提供商，经营较为稳健，品牌力卓越。2021 年营业收入同比+34%，归母净利润同比+26%，根据 Wind 一致预测平均值 2021-2024 年 EPS 复合增速约为 27.6%。

中海物业：央企中国建筑下属中国海外发展的关联公司，是一家综合性物业管理服务提供商，经营业绩稳步提升，资源禀赋深厚，品牌实力强大，第三方外拓提速明显，项目合伙制改革厘清分配和激励机制，管理架构和经营能力持续优化。2021 年营业收入同比+44%，归母净利润同比+41%，根据 Wind 一致预测平均值 2021-2024 年 EPS 复合增速约为 31.8%。

金茂服务：央企中国中化控股有限责任公司旗下中国金茂控股集团有限公司的关联公司，是中国增长迅速的高端物业管理及城市运营服务提供商，管理多元化的物业组合，2021 年营业收入同比+61%，归母净利润同比+131%，根据 Wind 一致预测平均值 2021-2024 年 EPS 复合增速约为 65.9%。

越秀服务 2021 年归母净利润同比+81%，2021-2024 年预测 EPS 复合增速为 33.9%，低于可比公司均值（41.8%），越秀服务 2022 年的 PE 估值水平应该低于可比公司 2022 年平均 PE 估值（约为 16 倍），考虑越秀服务企业背景、资源禀赋和主营业务与可比公司接近，目前规模较小，仍处于发展初期，我们给予公司 2022 年 15 倍 PE 估值，对应股价为 6.08 港元/股。

表 5：可比公司估值比较

| 公司名称 | 收盘价 (港元) | | EPS (元/港元) | | | PE (X) | | | | CAGR | 市值 |
|------|-----------|------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------------|-------|
| | 2022/7/22 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | (2021-2024) | (亿港元) |
| 保利物业 | 45.30 | 1.53 | 1.96 | 2.50 | 3.18 | 25.5 | 19.9 | 15.6 | 12.3 | 27.6% | 251 |
| 中海物业 | 8.08 | 0.3 | 0.40 | 0.52 | 0.69 | 26.9 | 20.4 | 15.5 | 11.8 | 31.8% | 266 |
| 金茂服务 | 4.25 | 0.2 | 0.48 | 0.72 | 0.91 | 18.3 | 7.5 | 5.1 | 4.0 | 65.9% | 38 |
| 平均值 | | | | | | 23.6 | 16.0 | 12.0 | 9.3 | 41.8% | 185 |
| 越秀服务 | 3.71 | 0.24 | 0.35 | 0.45 | 0.57 | 13.5 | 9.2 | 7.2 | 5.6 | 33.9% | 56 |

资料来源：Wind，可比公司 2022-2024 年 EPS 来自 Wind 一致预测平均值，越秀服务 2022-2024 年 EPS 来自光大证券研究所预测，中海物业 EPS 为港元
 收盘价为 2022 年 7 月 22 日，汇率按 1 港元兑换 0.8603 元人民币

4.3、 估值结论与投资评级

我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 29.5 亿元、42.4 亿元、56.8 亿元，营收增速分别为 54%、44%、34%；归母净利润分别为 5.3 亿元、6.8 亿元、8.6 亿元，2022-2024 三年 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.57 元。

根据绝对估值法，我们认为公司合理价格约为 6.74 港元/股；根据相对估值法，我们认为公司合理价格约为 6.08 港元/股。综合绝对估值法与相对估值法，根据审慎性原则，我们给予公司目标价 6.08 港元/股。

鉴于公司在大湾区区域布局密度高，盈利能力有较大改善，越秀地产等关联方经营稳健，品牌声誉好，IPO 后公司业务发展能力提升，管理面积与营收增长动力较强，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险分析

业务开展不及预期风险：由于市场竞争、客户需求及市场趋势变动，公司社区增值及非业主增值服务未必会按计划增长，前期投入的相关成本可能无法收回。

成本控制的风险：物业管理业务属于劳动密集型行业，若最低工资增加，雇员人数增加，以及其他因素的发生，成本会相应增加。此外对成本控制措施的实施也需要一段时间生效。

新冠疫情反复风险：如果疫情反复，公司商业板块、社区增值板块业务可能受影响，或将导致公司营业收入不及预期。

外拓不及预期风险：公司在大湾区具有领先优势，大湾区之外的项目拓展可能竞争力不足，导致外拓规模增长不及预期。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,168 | 1,918 | 2,945 | 4,240 | 5,679 |
| 营业成本 | -765 | -1,248 | -2,011 | -3,000 | -4,073 |
| 毛利 | 403 | 671 | 935 | 1,241 | 1,606 |
| 可供出售金融资产减值损失 | -3 | -4 | -14 | -15 | -15 |
| 其他收入 | 45 | 14 | 16 | 19 | 20 |
| 其他经营净收益 | 0 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | -144 | -161 | -248 | -357 | -478 |
| 折旧及摊销 | 75 | 76 | 97 | 118 | 138 |
| EBITDA | 227 | 427 | 593 | 769 | 996 |
| 营业利润 EBIT | 302 | 504 | 689 | 887 | 1,134 |
| 财务收入/(费用)净额 | -22 | 20 | 38 | 43 | 49 |
| 税前利润 EBT | 280 | 524 | 727 | 930 | 1,182 |
| 所得税 | -77 | -155 | -182 | -233 | -296 |
| 净利润 (含少数股东权益) | 204 | 370 | 545 | 698 | 887 |
| 净利润 (不含少数股东权益) | 199 | 360 | 530 | 678 | 862 |
| 总股本(百万股) | 0 | 1,522 | 1,522 | 1,522 | 1,522 |
| EPS(元, 人民币) | 0.13 | 0.24 | 0.35 | 0.45 | 0.57 |

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产合计 | 1,876 | 4,641 | 5,504 | 6,490 | 7,575 |
| 货币资金 | 995 | 3,803 | 4,374 | 5,030 | 5,785 |
| 应收账款,其他应收账款及预付款项 | 862 | 795 | 1,079 | 1,395 | 1,711 |
| 存货 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 受限制现金 | 7 | 11 | 14 | 17 | 19 |
| 预付所得税-流动资产 | 11 | 31 | 36 | 46 | 59 |
| 非流动资产合计 | 535 | 490 | 622 | 724 | 811 |
| 固定资产-物业,厂房及设备 | 41 | 39 | 48 | 54 | 55 |
| 有使用权资产-非流动资产 | 100 | 54 | 81 | 81 | 81 |
| 受限制现金-非流动资产 | 7 | 8 | 10 | 13 | 15 |
| 于合营公司之权益 | - | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 344 | 346 | 428 | 511 | 585 |
| 按公允价值计入其他全面收益之金融资产-非流动资产 | 35 | 32 | 41 | 50 | 58 |
| 递延税项资产-非流动资产 | 9 | 10 | 12 | 14 | 15 |
| 资产总计 | 2,411 | 5,131 | 6,126 | 7,214 | 8,386 |
| 流动负债合计 | 1,556 | 1,543 | 2,014 | 2,520 | 2,990 |
| 应付账款及其它应付款项 | 1,272 | 1,302 | 1,700 | 2,118 | 2,497 |
| 合同负债-流动负债 | 163 | 159 | 202 | 246 | 288 |
| 租赁-流动负债 | 57 | 35 | 57 | 85 | 116 |
| 应交所得税-流动负债 | 63 | 46 | 55 | 70 | 89 |
| 非流动负债合计 | 94 | 498 | 692 | 854 | 1,021 |
| 递延所得税负债-非流动 | 36 | 53 | 64 | 74 | 83 |
| 合同负债-非流动负债 | - | 425 | 606 | 754 | 910 |
| 租赁-非流动负债 | 52 | 20 | 23 | 25 | 28 |
| 其他应付款项-非流动负债 | 6 | - | - | - | - |
| 负债总计 | 1,650 | 2,041 | 2,706 | 3,373 | 4,011 |
| 股本 | 581 | 2,543 | 2,543 | 2,543 | 2,543 |
| 其他储备 | (366) | (367) | (367) | (367) | (367) |
| 留存收益 | 400 | 756 | 1,068 | 1,467 | 1,975 |
| 股东权益合计(不含少数股东权益) | 615 | 2,932 | 3,244 | 3,643 | 4,151 |
| 少数股东权益 | 146 | 159 | 176 | 197 | 225 |
| 股东权益合计(含少数股东权益) | 761 | 3,090 | 3,420 | 3,840 | 4,375 |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 450 | 998 | 970 | 1,095 | 1,265 |
| 投资活动现金流 | 1,026 | 138 | (181) | (160) | (156) |
| 融资活动现金流 | (1,254) | 1,689 | (218) | (279) | (355) |
| 净现金流 | 223 | 2,825 | 571 | 656 | 755 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 注: EPS 按最新股本测算

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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