

2020 年 11 月 23 日

证券研究报告 | 公司深度

房地产 | 物业管理和服务

强烈推荐（首次）

打造非住品牌，多元发展，稳步前行

正荣服务 06958.HK

目标股价：5.42 港元

当前股价：4.50 港元

基础数据

流通市值 (百万港元)	4,668.8
企业价值 (百万港元)	3,064.3
账面价值 (百万港元)	1,580.8
发行股份 (百万股)	1,037.5
公众持股比例 (%)	27.6
近 3 月平均日交易量 (百万港元)	12.51
主要股东持股比例 (%)	
伟正控股有限公司	49.4
伟耀控股有限公司	6.9

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-8.63	-36.21	1.86
绝对表现	-1.91	-30.88	1.32
近 12 月最高价(港元)	20-08-07	7.28	
近 12 月最低价(港元)	20-10-28	4.42	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

分析师 丁希璞

执业证号：BQD388

852-25105555

cassie.ding@cricsec.com

- 给予强烈推荐，目标价格 5.42 港元/股。** 我们对正荣服务集团有限公司（简称“正荣服务”或“公司”）首次覆盖，目标价格 5.42 港元，相当于 29.1x 2020 年 PE 与 18.3x 2021 年 PE。
- 稳中求进，深耕长三角及海西经济区。** 截至 2020H1 公司在管面积中 57.1% 来自长江三角洲地区，这一比例在 2017 年以来呈现上升趋势。公司在管面积中 23.4% 来自海西经济区，这两大区域是正荣地产主要布局区域。我们认为公司不断深耕长三角地区（包括上海、南京为主的一二线城市）的策略对物业板块的发展更有利，原因如下：1. 长江三角洲地区物管费相对更高 2. 通过重点深耕提升规模效应，提升盈利能力。
- 外拓以非住业态为主，年内首度突破度假村业态以及进军城市服务。** 公司外拓以非住宅项目为主。2020H1 公司非住宅类在管面积为 829.6 万平方米，占比由 2017 年的 8.4% 上升至 2019 年的 36.2%。公司通过收并购取得政府共建、学校物管项目经验积累，并在并购后重点发力这些业态的项目拓展，着重把现有非住宅业态做深做透。同时，公司今年首次切入度假村业态以及城市服务领域。
- 增值服务目前仍较多依赖关联地产支持。** 2019 年公司增值服务收入为 3.7 亿元，占比达到 52.2%：其中非业主增值服务占比在 36.6%，大多来自关联地产的新盘。业主增值服务收入占比在 15.6%，其中占大头的停车场管理收入也离不开关联地产的支持。正荣地产在克而瑞全口径地产销售金额排名较稳定，近五年均进入前 30 名且排名有所上升，我们认为关联地产近年来的快速发展将为正荣服务未来两年的业绩提供一定保证。
- 风险提示：** 市场外拓不达预期；增值服务未寻求到突破口。

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	272.9	456.3	716.2	1,199.6	1,871.7
折旧摊销息税前利润	29.1	56.4	158.7	249.1	391.1
息税前利润	27.8	53.4	149.7	239.5	380.6
净利润	20.3	39.6	105.4	174.0	276.6
每股收益 (港元)	0.02	0.05	0.12	0.19	0.30
每股经营性现金流 (港元)	0.08	0.06	0.14	0.20	0.29
每股股息 (港元)	0.00	0.00	0.00	0.06	0.09
每股市资产净值 (港元)	0.02	0.06	0.14	0.52	1.77
市盈率 (x)	200.1	99.0	39.0	24.2	15.2
市现率 (x)	59.3	72.6	32.8	22.9	15.3
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	1.2	2.0
市净率 (x)	280.2	72.6	32.1	3.0	2.5
EV/sales (x)	10.1	6.0	3.9	2.3	1.5
EV/EBITDA (x)	94.7	48.9	17.4	11.1	7.1
EV/EBIT (x)	99.3	51.6	18.4	11.5	7.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

营业收入	272.9	456.3	716.2	1,199.6	1,871.7
营业成本	(202.5)	(335.3)	(471.7)	(789.8)	(1,229.0)
毛利润	70.3	121.0	244.5	409.8	642.7
销售及管理费用	(42.6)	(67.6)	(94.8)	(170.4)	(262.0)
税息折旧及摊销前利润	29.1	56.4	158.7	249.1	391.1
折旧	1.4	3.0	9.0	9.6	10.4
息税前利润	27.8	53.4	149.7	239.5	380.6
净利润率	(0.0)	(0.1)	(3.0)	2.5	1.5
应占联营公司损益	(0.0)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	27.7	53.3	146.5	241.9	382.1
所得税	(7.4)	(13.7)	(37.3)	(61.7)	(95.5)
少数股东权益	0.0	(0.1)	3.8	6.3	10.0
净利润	20.3	39.6	105.4	174.0	276.6
股利	0.0	0.0	0.0	(52.2)	(83.0)
留存收益	20.3	39.6	105.4	121.8	193.6

核心业务数据

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

合约面积/百万平方米	16.2	24.9	37.0	63.2	103.7
在管面积/百万平方米	9.4	12.6	22.9	35.8	61.5
物业管理服务收入占比(%)	53.8	54.4	47.8	47.5	45.4
增值服务收入占比(%)	46.2	45.6	52.2	52.5	54.6
物业管理服务毛利率(%)	20.4	20.0	23.1	23.4	23.0
住宅类在管面积占比(%)	91.6	90.4	63.8	60.0	57.0
毛利率(%)	25.8	26.5	34.1	34.2	34.3
税息折旧及摊销前利润率(%)	10.7	12.4	22.2	20.8	20.9
息税前利润率(%)	10.2	11.7	20.9	20.0	20.3
净利率(%)	7.4	8.7	14.7	14.5	14.8
净资产收益率(%)	140.0	73.4	94.5	14.0	19.2
已动用资本回报率(%)	0.0	8.4	46.6	(1255.4)	370.9
资产收益率(%)	2.8	4.7	19.9	8.6	11.1
流动比率(x)	3.3	2.7	1.1	3.4	2.8
利息备付率(x)	747.1	1084.6	53.4	NA	NA
负债股权比率(%)	3,449.2	962.6	15.9	1.4	1.2
净负债/(现金)	399.0	470.2	(198.1)	(1,444.0)	(1,560.9)
净负债/ 股权(%)	2,752.3	870.3	(154.7)	(101.5)	(94.2)

资产负债表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

现金及等价物	101.0	49.8	218.4	1,464.4	1,581.3
应收账款	33.0	54.0	88.3	177.4	304.5
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	552.5	704.3	82.5	201.7	329.2
流动资产	686.6	808.2	389.2	1,843.4	2,215.0
固定资产	3.7	6.2	15.8	18.0	21.1
其他长期资产	37.0	36.7	124.1	164.4	255.8
资产总计	727.3	851.1	529.1	2,025.8	2,491.9
短期负债	0.0	20.0	3.0	3.0	3.0
应付账款	17.1	23.3	48.5	78.0	121.7
预收账款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	192.5	250.7	308.7	465.3	653.4
总流动负债	209.6	294.0	360.1	546.3	778.0
长期负债	500.0	500.0	17.4	17.4	17.4
其他长期负债	3.1	3.1	23.5	39.4	39.4
总负债	712.8	797.1	401.0	603.1	834.8
股本	0.00	0.00	0.35	0.35	0.35
留存收益	14.5	53.9	111.2	1,238.4	1,442.5
少数股东权益	0.0	0.1	16.6	184.0	214.3
股东权益总计	14.5	54.0	128.1	1,422.7	1,657.1
负债和股东权益	727.3	851.1	529.1	2,025.8	2,491.9

现金流量表

会计年度,
百万人民币

2017 2018 2019 2020E 2021E

税息折旧及摊销前利润	29.1	56.4	158.7	249.1	391.1
运营资金变动	41.6	(4.5)	(9.1)	(22.2)	(22.9)
其他	(2.3)	2.2	(24.4)	(43.3)	(94.0)
经营活动现金流	68.5	54.1	125.2	183.6	274.1
资本支出	(1.6)	(3.8)	(5.5)	(8.0)	(10.0)
投资变动	(14.9)	0.0	(44.0)	(44.0)	(95.0)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(16.5)	(3.8)	(49.5)	(52.0)	(105.0)
股权融资	0.0	0.0	0.0	1114.4	0.0
银行借款	N.A.	20.0	(499.6)	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	(18.8)	(121.4)	592.5	0.0	(52.2)
筹资活动现金流	(18.8)	(101.4)	92.9	1114.4	(52.2)
现金净增加额	33.1	(51.2)	168.6	1245.9	116.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

估值

基于我们的预测，正荣服务当前的估值对应 24.2x 2020 年 PE 和 15.2x 2021 年 PE。我们的 DCF 模型表明正荣服务的估值为每股 5.42 港元，这相当于 29.1x 2020 年 PE 与 18.3x 2021 年 PE。我们假设公司收入在 2020-21 年都维持在 55% 以上高速增长，但增速会在未来不断下滑直至 2% 的永续水平。息税前利润率将逐年下降到 8% 的永续水平。我们假设未来两年公司将有 1,800 万元资本支出以及对外投资，且长期来看公司在这一块的投入会不断增长至 8,000 万元。

DCF 估值法

我们的 DCF 模型给予正荣服务 5.42 港元/股的估值，基于我们的预测，这相当于 29.1x 2020 年 PE 与 18.3x 2021 年 PE。

表 1：目标价格每股 5.42 港元对应估值

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
目标价每股 5.42 港元	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	29.1	18.3	4.2	2.7	4.1	3.5	14.5	8.9

数据来源：克而瑞证券研究院

我们假设正荣服务 2020-21 年收入增速均保持在 55% 以上，且在 2025 年以前保持在每年 15% 以上的增长率；公司将一直享有较稳定的利润率水平，永续息税前利润率在 8% 左右。

在 2019-20 年我们假设公司合计将产生资本支出以及对外投资 1,800 万元。考虑到公司目前规模不大，且在收并购上的态度较为谨慎，我们假设公司未来将在资本支出和对外投资上持续投入，但不会超过每年 8,000 万元的水平。

我们的 DCF 模型永续经营部分假设了 2% 的长期收入增长率。CAMP 模型假设了 4% 的无风险利率和 6% 的市场风险；考虑到公司上市不久，还无法统计出较为准确的 Beta 值，我们给予公司 1.3 的 Beta，这相当于 11.8% 的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 35.3 亿元，其中 24.2 亿元为从 2019 年到 2029 年的自由现金流折现值，11.1 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出 5.42 港元/股的估值。

表 2: DCF 估值模型主要数据

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	716	1,200	1,872	2,711	3,682	4,672	5,552	6,231	6,727	7,075	7,312	7,460	7,609
收入 yoy	57.0%	67.5%	56.0%	44.8%	35.9%	26.9%	18.8%	12.2%	8.0%	5.2%	3.4%	2.0%	2.0%
息税前利润	149.7	239.5	380.6	540.2	645.8	737.5	744.9	710.6	613.7	632.5	627.6	608.3	589.4
息税前利润率	20.9%	20.0%	20.3%	19.9%	17.5%	15.8%	13.4%	11.4%	9.1%	8.9%	8.6%	8.2%	7.7%
税率	25.5%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后净营业利润	111.5	178.4	285.5	405.1	484.4	553.1	558.7	533.0	460.3	474.4	470.7	456.2	442.1
折旧	9.0	9.6	10.4	15.9	25.8	34.3	40.8	45.8	49.4	52.0	53.7	54.8	55.9
经营现金流净额	120.6	188.0	295.9	421.0	510.1	587.5	599.5	578.8	509.7	526.4	524.5	511.0	498.0
资本性支出	(5.5)	(8.0)	(10.0)	(15.0)	(15.0)	(20.0)	(20.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(80.0)	(80.0)
营运资本变动	(9.1)	(22.2)	(22.9)	(22.6)	(13.9)	(11.7)	(10.1)	(8.5)	(6.1)	(5.1)	(4.4)	(3.6)	(1.7)
自由现金流	106.0	157.8	263.0	383.4	481.3	555.8	569.3	520.3	453.6	471.3	470.0	427.4	416.3

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 3: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万元	数值
2019-2031 年现值	2,420
永续经营部分现值	1,114
企业价值	3,534
净负债/现金、对外投资等调整项	(1,524)
内在价值	5,058
股份数 (百万股)	1,038
每股价值 (元)	4.88
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值 (港元)	5.42

数据来源: 克而瑞证券研究院

业务

正荣服务成立于 2000 年，是正荣集团旗下的专业从事物业管理于服务的综合性服务企业，且自 2017 年开始独立第三方外拓以及为非住宅物业提供物业管理服务。在中国物业管理协会公布的 2020 年《物业服务企业综合实力 500 强》中，正荣服务排第 31 位。2020 年 7 月 10 日，正荣服务在香港联交所主板上市，股票代码 6958.HK。截至 2020H1，公司在管面积 2,777 万平方米，合约面积 4,299 万平方米。公司服务的物业类型涵盖住宅和非住宅两大板块，非住宅包括政府公建、写字楼、工业园区、学校等。同时，公司今年首次切入度假村业态以及城市服务领域。

1. 业务总览

正荣服务集团有限公司成立于 2000 年，是正荣集团旗下的专业从事物业管理于服务的综合性服务企业，为住宅和非住宅物业提供多样化的物业管理服务。2004 年公司开始为正荣的住宅物业提供物业管理服务，2007 年开始为正荣的住宅物业提供非业主增值服务，2017 年开始向独立第三方开发的物业提供物业管理服务，并在同年收购江苏爱涛 100% 股权后进入非住宅物业管理领域。2020 年 7 月 10 日，正荣服务在香港联交所主板上市，股票代码 6958.HK。截止 2020 年 H1 公司拥有合约项目 258 个，合约面积达到 4299 万方，分别较 2019 年增长 11.2% 和 16.2%。

公司的收入主要分为三块，分别是物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务。

2019 年正荣服务总收入为 7.16 亿元，同比增长 57.0%，较 17 年年化复合增长 62.0%。其中物业管理服务是收入来源的大头，2019 年来自物管服务的收入为 3.42 亿元，占比 47.8%；非业主增值服务收入 2.62 亿元，占比 36.6%；社区增值服务 1.12 亿元，占比 15.6%。

2020 年上半年公司总收入为 4.44 亿元，同比增长 50.1%，受疫情影响增速略有下滑。其中物业管理服务收入为 2.25 亿元，占比 50.8%，非业主增值服务为 1.58 亿元，占比为 35.6%；社区增值服务受疫情冲击最大，收入为 0.60 亿元，占比分为 13.6%，较 2019 年同期有所下滑。

表 4：正荣服务 2017-20H1 收入拆分及各项占比

单位：亿元	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
物业管理服务	146.8	248.1	342.3	164.3	225.4
非业主增值服务	110.4	149.6	262.3	82.8	157.8
社区增值服务	15.7	58.7	111.7	48.5	60.4
合计	272.9	456.3	716.2	295.6	443.7
物业管理服务	53.8%	54.4%	47.8%	55.6%	50.8%
非业主增值服务	40.4%	32.8%	36.6%	28.0%	35.6%
社区增值服务	5.7%	12.9%	15.6%	16.4%	13.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司 2019 年共产生毛利润 2.45 亿元，同比增长 101.9%，较 2017 年年化复合增长 86.4%。2019 年三项业务收入的毛利水平相近，毛利占比分别达到 32.3%，37.0%

和 30.7%。

2020 年上半年公司总毛利润为 1.55 亿元，同比增长 75.7%。其中物业管理服务收入为 0.56 亿元，非业主增值服务收入为 0.58 亿元，社区增值服务收入为 0.42 亿元，占比分别为 35.9%，37.4%，26.8%。

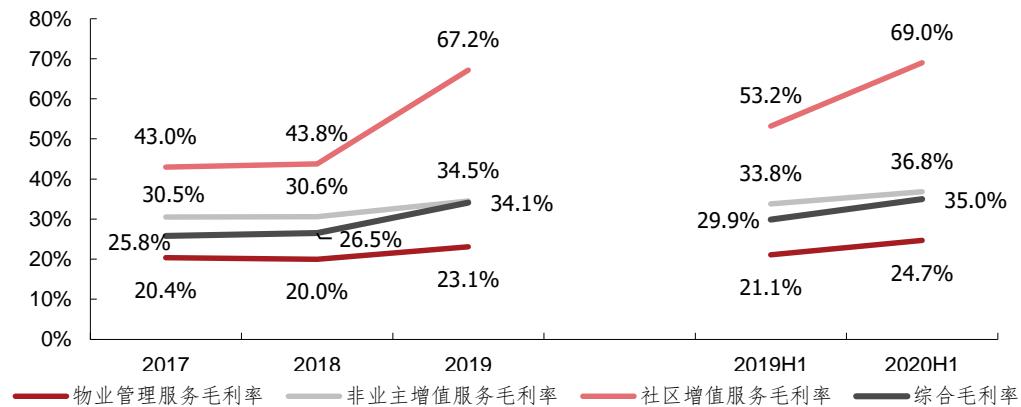
表 5：正荣服务 2017-20H1 毛利拆分及各项占比

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
物业管理服务毛利（百万元）	30.0	49.6	79.1	34.7	55.7
非业主增值服务毛利（百万元）	33.7	45.8	90.4	28.0	58.1
社区增值服务毛利（百万元）	6.7	25.7	75.0	25.8	41.7
合计	70.4	121.1	244.5	88.4	155.3
占比					
物业管理服务占比	42.6%	41.0%	32.3%	39.2%	35.9%
非业主增值服务占比	47.8%	37.8%	37.0%	31.7%	37.4%
社区增值服务占比	9.6%	21.2%	30.7%	29.2%	26.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司 2019 年整体毛利率为 34.1%，较 2017 年上升 8.3 个百分点，毛利率的提升主要由社区增值服务毛利率的提升拉动：其中物业管理服务毛利率上升 2.7 个百分点；非业主增值服务毛利率上升 4.0 个百分点，业主增值服务毛利率上升 24.2 个百分点。公司 2019 年物业管理服务毛利率为 23.1%，正好是 30 家上市物管公司毛利率水平的中位值。

图 1：正荣服务 2017-20H1 各板块毛利率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2. 物业管理

正荣服务主要采取包干制的服务收费方式。2019 年物业管理服务收入为 3.42 亿元，同比增长 37.1%，较 2017 年年化复合增长率 52.7%，占收入的比重在五成左右。

截至 2020 年 H1，公司在管项目 165 个，在管面积 2,777 万方，较 2019 年底增长 21.1%，2017-19 年在管面积年化复合增速为 55.8%；合约项目为 258 个，合约面积为 4,200 万方，较 2019 年底增长 16.2%，2017-19 年合约面积的年化复合增速

为 51.1%。

表 6：正荣服务 2017-20H1 在管及合约的项目、面积情况

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
在管项目数 (个)	89	109	149	NA	165
合约项目数 (个)	117	175	232	NA	258
在管面积 (百万平方米)	9.45	12.58	22.94	20.26	27.77
合约面积 (百万平方米)	16.21	24.87	37.00	33.31	42.99

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

下表列出 2016-20H1 合约面积变动情况，其中新订约的面积中含有母公司和独立第三方的新委聘面积。公司 2017 年通过收购江苏爱涛（主要做政府公建类项目）100%的股权进入非住宅领域物业管理服务，同时也开启公司独立第三方外拓的道路。

公司在 2019 年又通过收购江苏苏铁 70%的股权拿到学校物管资质。根据我们的了解，这两家公司也有很强的独立外拓能力，江苏爱涛的管理项目已经拓展到安徽、湖北等地。

表 7：正荣服务 2017-20H1 合约面积变动情况

单位：百万平方米	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
年初	10.2	16.2	24.9	24.9	37.0
新订约	3.9	8.8	11.2	8.2	6.3
收并购	2.2	0.0	1.6	0.0	0.0
退出	0.0	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3
年末	16.2	24.9	37.0	32.5	43.0

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 8：正荣服务 2017-20H1 在管面积变动情况

单位：百万平方米	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
年初	5.4	9.4	12.6	12.6	22.9
新订约	1.9	3.3	9.5	9.2	5.1
收并购	2.2	0.0	1.6	0.0	0.0
退出	0.0	-0.2	-0.7	-0.2	-0.3
年末	9.4	12.6	22.9	21.6	27.8

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

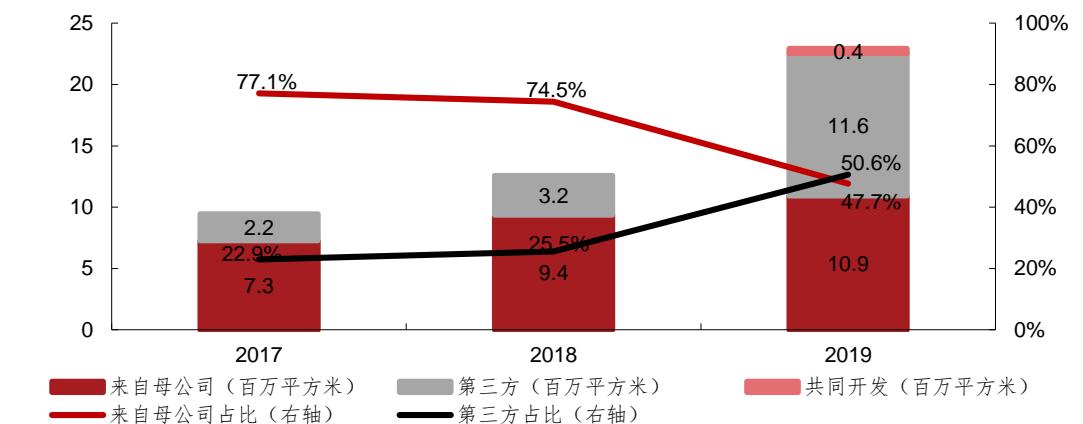
2.1. 按项目来源分类

截止 2019 年底公司在管面积中约 50.6%来自第三方，基本实现来自母公司和来自独立第三方的比例五五开。若单看来自公开市场招投标的面积占比(刨去来自收并购的面积)，这一比例仍高达 34.3%。公司仅从 2017 年开始做市场化外拓，2017 年来自公开市场招投标的面积占比基本为 0，在 2018-19 年分别达到 8.4%和 34.3%，外拓发力明显。

2019 年公司首次通过共同开发的方式获取物管项目，即关联公司正荣地产和其他开发商联合开发的非正荣地产控股项目（权益比在 50%以下）由正荣服务提供物业

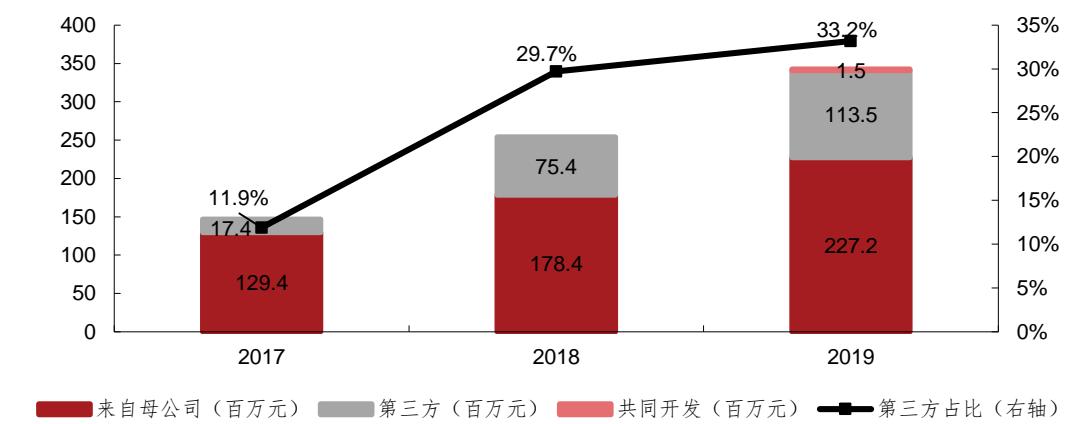
管理。截至 2020H1，关联公司正荣地产土储明细表中披露了 198 个项目，其中约 41% 的项目权益比不超过 50%，正荣服务在这部分项目中的中标率约在 30% 左右。

图 2：正荣服务 2017-19 年在管面积-按项目来源划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 3：正荣服务 2017-19 年物业管理收入-按项目来源划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司 2019 年综合平均物管费在 2.14 元/平方米/月，低于上市物管公司 2019 年平均物管费。从不同项目来看，公司来自母公司的收费达到 2.47 元/平方米/月，且呈现逐年上升趋势，共同开发项目平均物管费达到 2.38 元/平方米/月，主要是由于母公司在 2018-19 年交付给公司一些一二线优质写字楼项目，这两块是公司优质项目的主要来源。公司来自第三方项目的平均物管费在 2017-18 年高于来自母公司项目的平均物管费，主要是由于公司外拓以非住宅类型项目为主，非住宅项目相对来说有更高的平均物管费。但公司为了加大外拓比例，同时多元化承接的非住宅业态，在 2019 年接了部分三四线城市的工业园区，导致来自第三方的平均物管费下滑 23.6%。

表 9：正荣服务 2017-19 年平均物管费

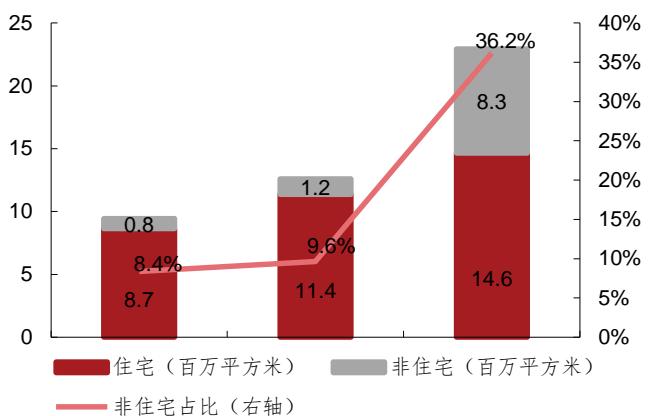
单位：元/平方米/月	2017	2018	2019
来自母公司	2.09	2.28	2.47
来自第三方	2.91	2.25	1.72
共同开发	NA	NA	2.38
综合平均物业费	2.27	2.22	2.14

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2.2. 按物业类型分类

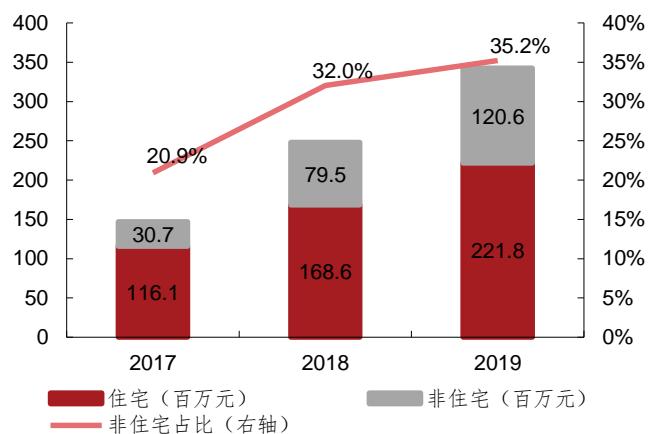
从在管面积来看，2019 年非住宅类在管面积为 829.6 万平米，占比由 2017 年的 8.4% 上升至 2019 年的 36.2%。公司于 2017 年通过收并购江苏爱涛 100% 的股权获取政府公建物业管理资质，于 2019 年收购江苏苏铁 70% 的股权获取学校物业管理资质。公司对两家公司收并购开展较早，在物管上市潮之前就以相对合理的价格收购细分业态资质，并培养两家公司对外拓展的能力。据我们了解，公司成功帮助江苏爱涛拓展了安徽、湖北等地的中国移动大楼管理项目。

图 4：正荣服务 2017-19 年在管面积划分-按物业类型划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 5：正荣服务 2017-19 年物管收入划分-按物业类型划分

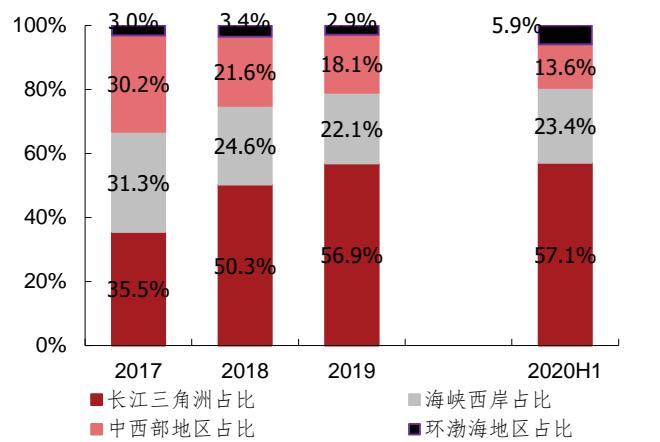


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2.3. 按地域划分

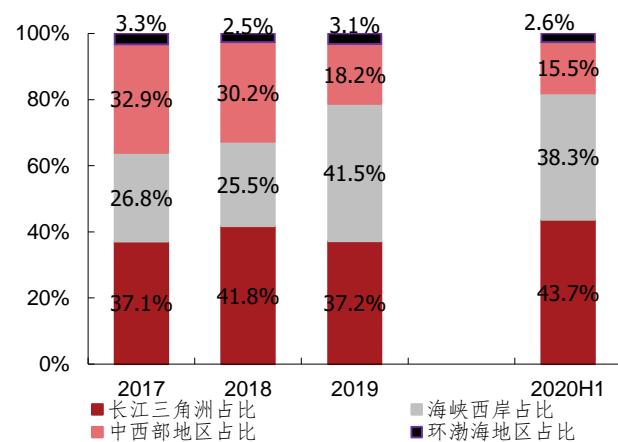
正荣地产以江西为起点，2005-2012 年间深耕海西经济区，2013 年进入长江三角洲开启全国布局，自此公司战略布局的重点也从海西经济区转移至长江三角洲地区。截至 2020H1，公司在管面积中 57.1% 来自长江三角洲地区，这一比例在 2017 年以来呈现上升趋势。公司在管面积中 23.4% 来自海西经济区，这两大区域是正荣地产主要布局区域。我们认为公司不断深耕长三角地区（包括上海、南京为主的一二线城市）的策略对物业板块的发展更有利，原因如下：1. 长江三角洲地区物管费相对更高 2. 通过重点深耕提升规模效应，提升盈利能力。

图 6：正荣服务 2017-19 年物管收入划分-按地区划分



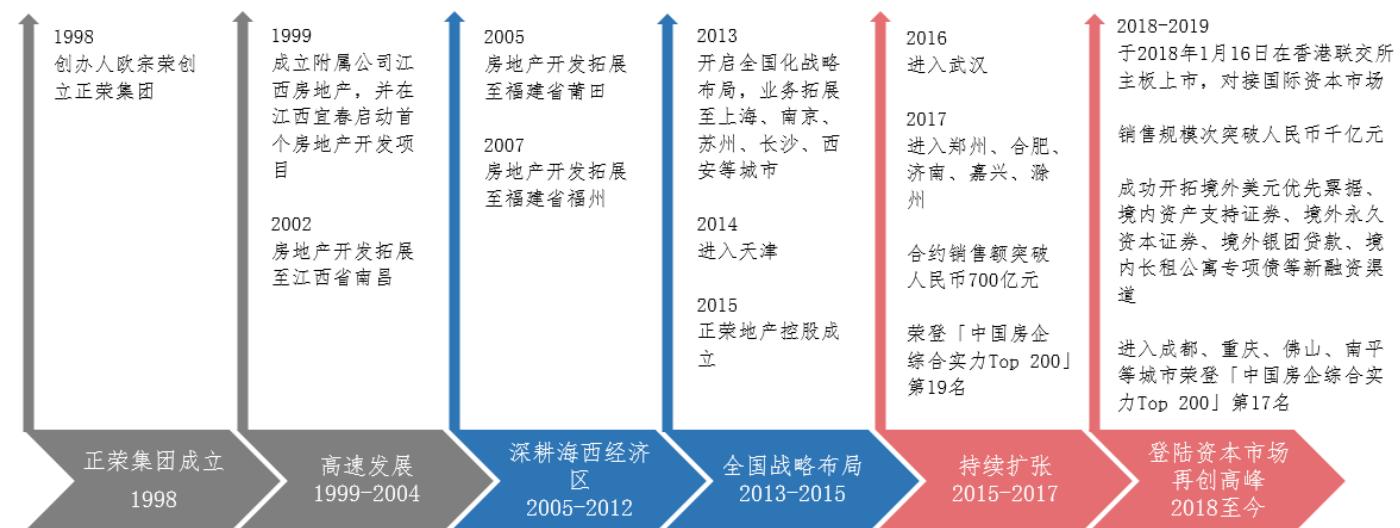
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 7：正荣服务 2017-19 年在管面积划分-按地区划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 8：正荣地产发展历史



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

3. 非业主增值服务

除了物业管理服务，公司还提供非业主增值服务。非业主增值服务包括五大业务：

- 1) 协销服务：是指帮助物业开发商筹备营销活动，包括展示单位的清洁、安全秩序、保养、访客管理及招待服务。
- 2) 额外定制服务：是指按照有关客户可能就其物业要求直接向该等客户提供或者就其物业的特定区域或设施提供清洁、安全秩序及其他类似服务。
- 3) 房屋维修服务：是指提供有关新建成住宅及非住宅物业的房屋维修服务，费用

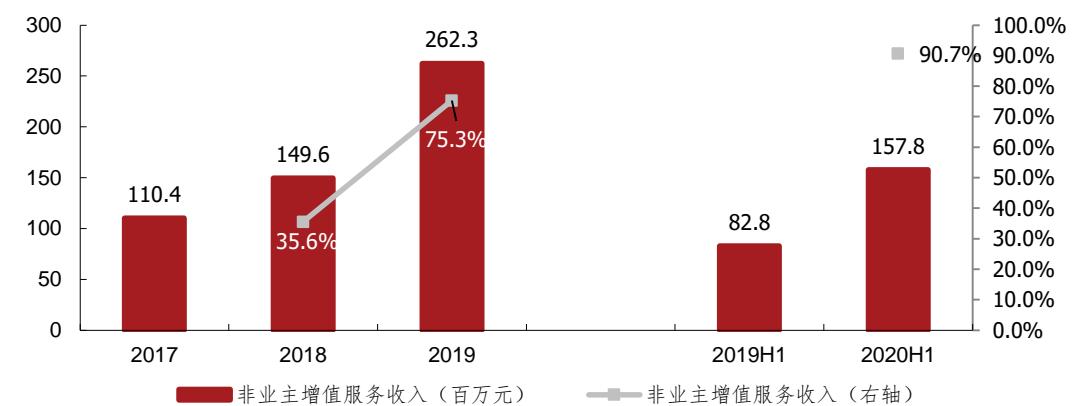
乃根据建筑面积及每平方米的价格收取。

4) 前期规划及涉及咨询服务：是指向预期利用我们的专业知识改善其销售及营销表现的物业开发商提供前期规划及设计服务，包括在市刚阶段的现场咨询；协助物业开发商评估各种规划文件，并提供有关物业设计及施工计划的见解（包括有关园艺、消防安全系统及废物处理和排水系统者）；在施工过程中提供现场检查协助服务，以协助检查施工进度，并对需要处理的质量问题进行识别和跟踪。

5) 交付前检查服务：是指在物业开发商建设服务完成对物业进行常规质量查验。

2019 年公司非业主增值服务收入达 2.62 亿元，同比增长 75.3%，较 2017 年 CAGR 为 54.2%。2020H1 非业主增值服务收入达到 1.58 亿元，同比增长 90.7%，是三大业务板块中增长最高的业务。其中协销服务收入是非业主增值服务收入的主要来源，占非业主增值收入七成左右。协销服务主要服务于正荣地产交付的住宅楼盘，因而我们认为非业主增值服务的高增长和正荣地产给予的强支持密不可分。

图 9：正荣服务 2017-20H1 非业主增值服务收入及同比增长



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 10：正荣服务 2017-20H1 非业主增值服务收入拆分及占比

单位：百万元	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
收入					
协销服务	88.5	117.1	191.4	62.0	113.8
额外定制服务	12.0	12.3	37.6	9.1	18.5
房屋维修服务	7.5	13.5	21.7	5.8	11.7
前期规划及涉及咨询服务	0.9	4.8	7.5	3.8	10.5
交付前检查服务	1.5	2.1	4.1	2.1	3.4
合计	110.4	149.6	262.3	82.8	157.8
占比					
协销服务占比	80.2%	78.3%	73.0%	74.9%	72.1%
额外定制服务占比	10.8%	8.2%	14.3%	10.9%	11.7%
房屋维修服务占比	6.8%	9.0%	8.3%	7.1%	7.4%
前期规划及涉及咨询服务占比	0.8%	3.2%	2.9%	4.6%	6.6%
交付前检查服务占比	1.4%	1.4%	1.6%	2.5%	2.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

4. 社区增值服务

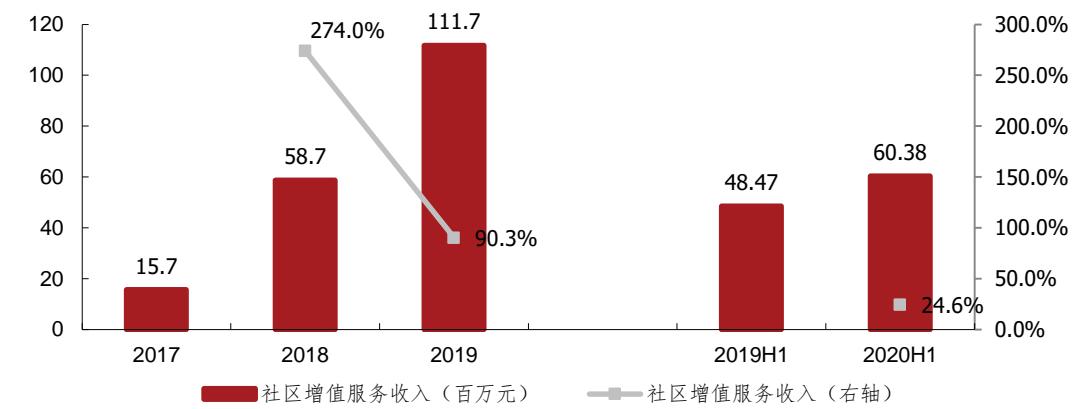
社区增值服务包括三大块业务：

- 1) 车位管理、租赁协助及其他服务：此类服务的大部分停车场的物业所有权不属于正荣服务，正荣服务仅提供协助销售及管理服务（包括进出管控、监视及收取停车费）；
- 2) 家居生活服务：包括清洁、团购、交钥匙装修、家居维修服务、公用事业收费服务，以改善住户的生活体验；
- 3) 公共区域增值服务：向业主提供若干增值服务，例如公共区域广告位。

2019 年社区增值服务收入为 1.12 亿元，同比增长 90.3%，较 2017 年 CAGR 为 166.8%，这一块是公司增长最快的业务。其中，车位管理、租赁协助及其他服务收入约为 5,660 万元，占社区增值服务收入的比重从 2017 年的 13.9% 上升至 2019 年的 50.7%；家居生活服务收入约为 4,601 万元，占社区增值服务税收入的比重从 2017 年 80.8% 下降至 2019 年的 41.2%；公共区域增值服务收入占比较小，且变动幅度较小，2019 年的收入为 905 万元，占社区增值服务收入的比重为 8.1%。

目前社区增值服务占收入比重在 15% 左右。受疫情影响，该块业务 2020H1 收入同比增长仅为 24.6%。我们认为和其他上市物管公司相比，正荣服务的社区增值服务目前占总收入比重较低，且各项业务仍处在探索阶段。

图 10：正荣服务 2017-20H1 社区增值服务收入及同比增长



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 11：正荣服务 2017-20H1 社区增值服务收入拆分及占比

单位：百万元	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
车位管理、租赁协助及其他服务	2.2	26.6	56.6	13.7	24.49
家居生活服务	12.7	29.6	46.0	30.9	30.09
公共区域增值服务	0.8	2.5	9.1	3.9	5.99
合计	15.7	58.7	111.7	48.5	60.4
占比					
车位管理、租赁协助及其他服务占比	13.9%	45.3%	50.7%	28.2%	40.5%
家居生活服务占比	80.8%	50.4%	41.2%	63.8%	49.7%
公共区域增值服务占比	5.2%	4.3%	8.1%	8.0%	9.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

5. 股东结构及重大公司事件

5.1. 股东结构

伟正控股有限公司为正荣服务的第一大股东，持股比例为 **49.4%**，该公司由正荣集团董事局主席欧宗荣先生 **100%** 持股。欧宗荣先生直接及间接持有公司 **63.2%** 股权，为公司实际控制人。

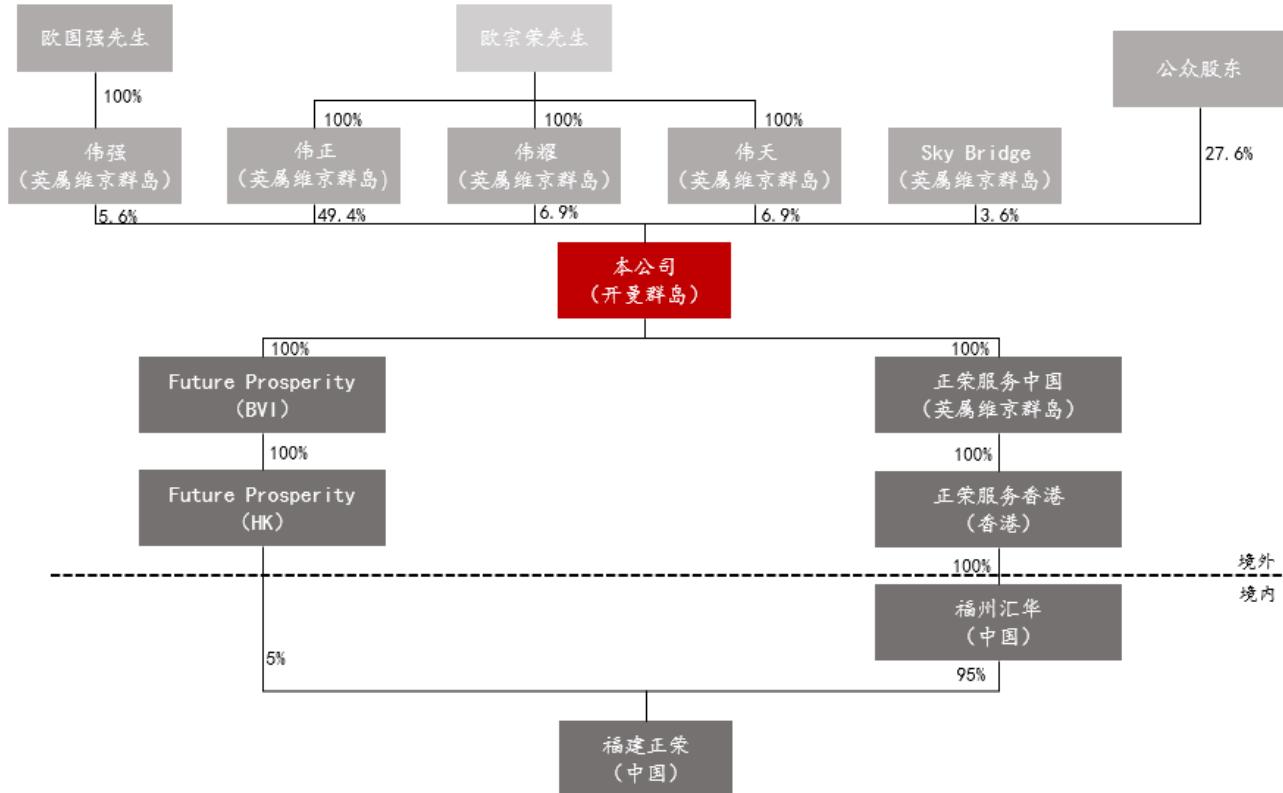
公司公众股东中包括基石投资者光大兴隆信托（持股约 **3.3%**）、大众香港国际（持股约 **1.6%**）、Poly Platinum（持股约 **1.6%**）、中城香港（持股约 **1.6%**）。

表 12：正荣服务基石投资者名单

基石投资者	投资金额（百万港元）	对应持股比例	穿透后实控人
光大兴隆信托	133.0	3.3%	中国光大集团
大众香港国际	66.5	1.6%	上海大众
Poly platinum	77.5	1.6%	大湾区基金
中城香港	66.5	1.6%	中城投资管理
合计	343.6	8.1%	

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 11：正荣服务股东结构，截止 2020 年 10 月

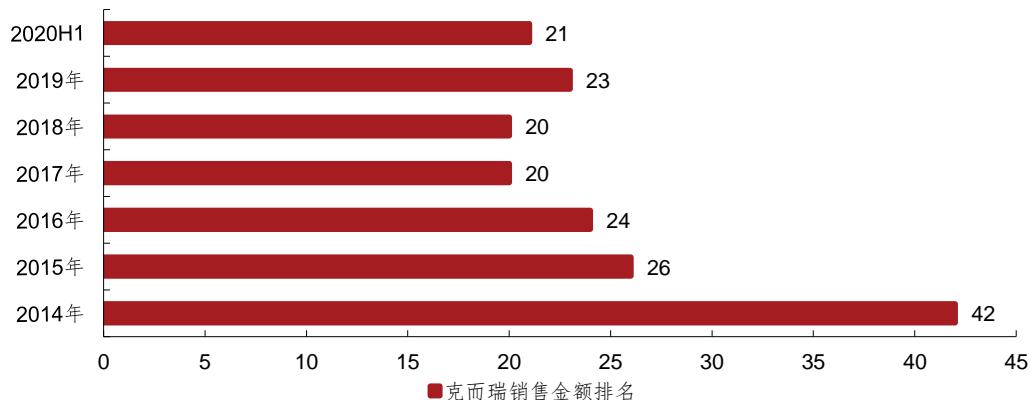


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

5.2. 正荣地产

正荣地产成立于 1998 年，2018 年在香港上市，股票代码为 6158.HK。正荣立足于“改善大师”的品牌定位，目标客群是中高端的改善型客户。至今已经建立了正荣府、紫阙台、云麓三大住宅标杆产品品牌，深耕于二、三线热点城市，并开始向中西部区域与珠三角区域延伸，实现全国布局。根据克而瑞研究中心发布的 2014 年 -2019 年《中国房地产企业销售排行榜单》，正荣地产全口径销售金额排名较稳定，最近五年均进入前 30 名。

图 12：正荣地产 2014-20H1 在克而瑞全口径销售金额中的排名

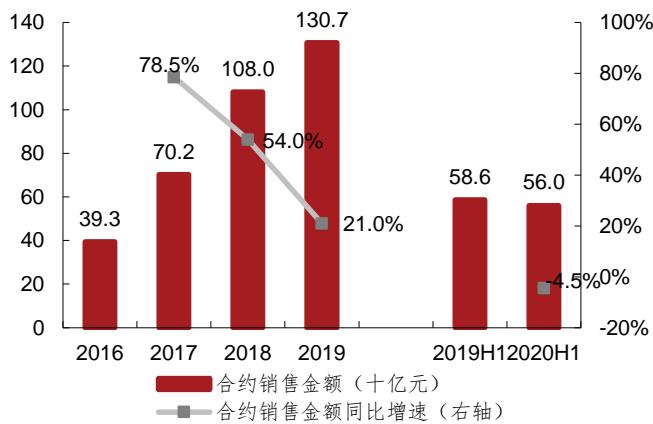


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2019 年正荣地产完成合同销售金额 1,370 亿，较 2018 年同比上升 21.0%；完成合同销售面积 844 万平方米，较 2018 年同比上升 31.0%。2020H1 公司合同销售金额达到 560 亿元，合同销售面积 365 万平方米，分别同比下降 4.5%、4.0%。2020 年全年目标销售金额为 1400 亿，截至 2020 年 10 月已完成全年销售目标 78.4%。

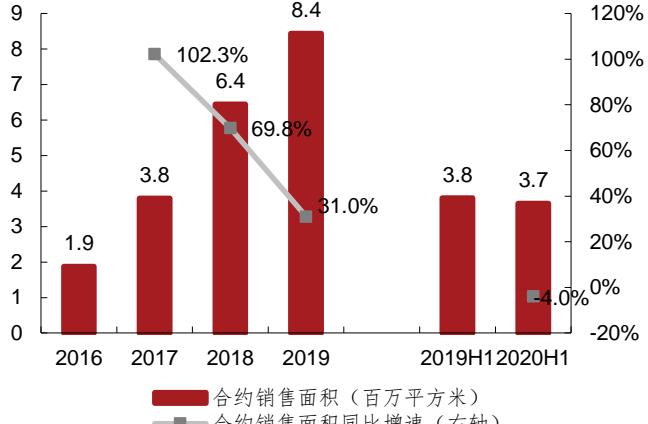
正荣地产的快速扩张和大量的储备面积，是正荣服务未来持续快速扩展的强力保障。

图 13：正荣地产 2016-20H1 合同销售金额及同比增长



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 14：正荣地产 2016-20H1 合同销售面积及同比增长



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

5.3. 重大事件

下表列出公司上市以来进行过的主要的收并购项目。公司过去仅收购过两家非住宅物业管理服务的物管公司，且收购价格相对便宜。从过去的收购历史也可以看出，公司在收并购标的的选择上非常谨慎，且其在管面积的增长不依赖于收并购。

公司在招股书中披露，公司募集资金的 55% 用于收并购，公司将着重寻找已涉足区域（长江三角洲为主，也包括中西部地区海峽两岸），能和公司现有业务形成互补的机会。且从公司收购历史来看，公司会更偏向非住宅业态的收并购。

表 13：正荣服务重大公司事件（主要）

公布收购时间	收购标的	收购对价 (m Rmb)	收购股 权比例	投后估值 (m Rmb)	收购当年 管理面积 (万平方米)	投后估值/GFA (元/平方米)
2017/10	江苏爱涛物业管理有限公司	20	100%	20.0	2.2	9.3
2019/6	江苏省苏铁物业管理有限责任公司	70	70%	100.0	1.6	18.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

6. 未来战略

正荣地产开发定位在改善型住宅，目前其土储主要分布于长三角、海西和长江中游的二、三线城市：从城市群看，土地储备主要位于海西、长江中游、长三角三大城市群，合计占比 **76.1%**。从城市能级看，二、三线城市土储占比分别为 **52.4%** 和 **24.4%**，合计占比达 **76.8%**。

正荣服务现有扩张策略以深耕现有地区为主。管理层表示，未来在管面积中仍会有 **50%** 来自正荣地产，这和集团拿地策略一致。我们认为提升现有区域的管理密度有助于公司扩大管理半径，提高单位人效。

公司外拓以非住宅项目为主，重点发力学校、公建、产业园业态，着重把现有非住宅项目做深做透，再凭借这些项目获取更多的同类型项目。公司收购江苏爱涛后目前已经管理中国移动在江苏省内近 **10** 个中国移动大楼，收购江苏苏铁后已于今年新拓展山东、南京等多座高校项目。同时，公司着重开发非住宅领域的新赛道，于今年首度中标滁州白鹭度假村项目以及通过与福州市鼓楼区政府、南京市玄武环境集团签约，切入城市服务领域。

管理层对于收并购的态度较为谨慎，非常注重与现有业务的互补以及后续投后整合的风险。公司历史上仅进行过两笔收并购，且均是通过这种方式获取非住业态物管资质，进入新市场。截至目前，公司今年尚未进行收并购。

从业务多元化角度来看，公司将着重发展增值业务板块。管理层表示希望未来社区增长服务占比能在二到三成左右。公司目前在增值服务上的尝试较为谨慎，目前多以停车场管理和社区零售为主，空间传媒、房屋经纪等业务尚未大规模开展。公司一般先在几个项目中试点增值服务，成功后再逐步推广，但尚没有找到明确的发力方向。

财务分析

2017-19 年正荣服务的在管面积以 55.8% 增长至 2,293.8 万方，对应物业管理服务收入以 52.7% 的 CAGR 增长至 3.4 亿元，同期非业主增值服务及业主增值服务收入 CAGR 分别达到 54.2% 和 166.8%。公司收入结构的改善以及各版块毛利率的持续提升使得公司归母净利润 2017-19 年 CAGR 达到 127.8%。

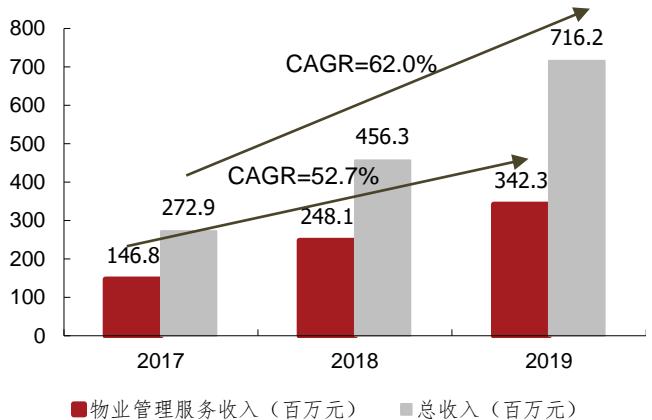
我们预计公司 2020-21 年收入增速将继续维持当前水平，2019-21 年 CAGR 达到 61.7%。我们预计公司未来两年毛利率将基本维持在当前水平，同期归母净利润 CAGR 达到 62%。

公司上市后预计将投入运营资本支撑自身高速发展，我们的模型显示未来两年公司仍将垫支运营资本，同时 ROE 将会有小幅改善，2020-21 年分别达到 14.5% 和 14.8%。公司账上现金充裕，我们预计 2020-21 年公司账面的净现金将分别达到 14.4 亿元和 15.6 亿元。

1. 2017-19 年财务分析及回顾

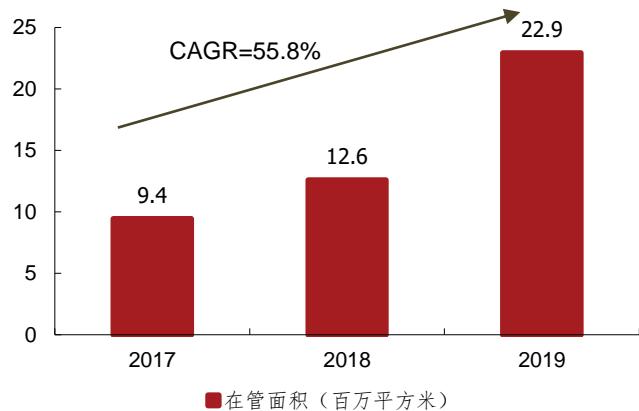
公司物业管理服务收入的增长主要依靠在管面积的增长。2017-19 年正荣服务的在管面积从 940 万平方米增长至 2290 万平方米，CAGR 为 55.8%；同期物业管理服务收入从 1.47 亿涨至 3.42 亿元，CAGR 为 52.7%。公司总收入 2017-19 年 CAGR 为 62.0% 高于物业管理服务收入的 CAGR，主要是由于社区增值服务收入（2017-19 年 CAGR 为 166.8%）以及非业主增值服务收入（2017-19 年 CAGR 为 54.2%）的增长。

图 15：正荣服务 2017-19 年总收入、物管服务收入及 CAGR



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 16：正荣服务 2017-19 年在管面积及 CAGR



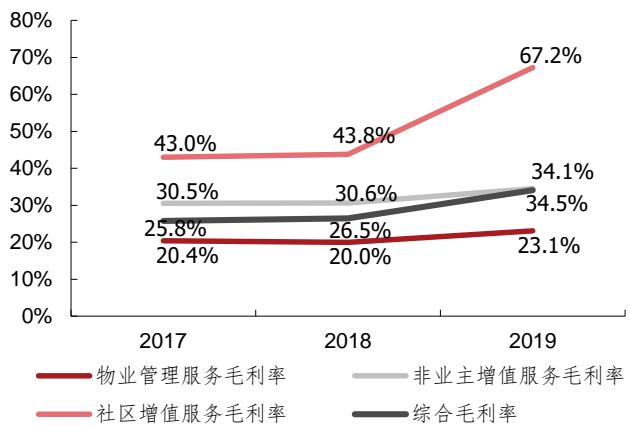
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

社区增值服务不仅是收入增长最快的业务，同时也是毛利率增长最快的业务。社区增值服务的两点特征：**1.** 随着新交付项目入住率提升在第一年后能有更高的收入，像车位管理、租赁协助等服务，部分业主可能入住时没有配停车位，但是随着住户增多，停车位逐渐成为稀缺商品，此时业主才会考虑买车位，物业公司入住率提升后停车位销售佣金和停车位管理费用均会大幅增长；**2.** 社区增值服务前期成本高，随着业务量增大后期每一笔业务均可以摊薄固定成本，像社区零售、家居维修服务均有此类特征。

公司综合毛利率的提升主要受到社区增值服务的大幅提升的影响，尤其是 2019 年随着公司大量项目交付，社区增值服务提升 23.4 个百分点拉动综合毛利率提升 8 个百分点。

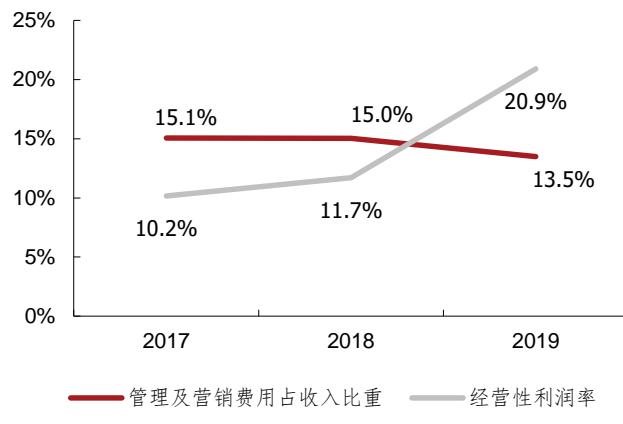
不仅如此，公司管理及营销费用占收入比重在 2019 年也下降 1.5 个百分点。结合毛利率的大幅改善和管理效率的大幅提升，公司 2019 年的经营性利润率提升至 20.9%。且我们认为公司经营性利润率仍有边际改善的空间。

图 17：正荣服务 2017-19 年各业务版块毛利率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 18：正荣服务 2017-19 年管理及营销费用占比及经营性利润率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司 2018 年实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 166.0%，2017-19 年 CAGR 为 127.8%：高速增长来自收入高增长和息税前利润率边际改善两方面。2019 年公司净利率较 2018 年增长 6 个百分点，较 2017 年提升 7.3 个百分点。

表 14：正荣服务 2017-19 年利润表核心数据

单位：百万元	2017	2018	2019
总收入	272.9	456.3	716.2
总成本	-202.5	-335.3	-471.7
毛利润	70.3	121.0	244.5
毛利率	25.8%	26.5%	34.1%
经营性费用	-41.1	-68.6	-96.5
其他收入/费用	-1.5	1.1	1.7
息税前利润	27.8	53.4	149.7
息税前利润率	10.2%	11.7%	20.9%
净财务收入/（费用）	-0.0	-0.1	-3.0
应占合联营公司溢利	-0.0	-0.1	-0.2
税前利润	27.7	53.3	146.5
所得税	-7.4	-13.7	-37.3
实际税率	26.7%	25.8%	25.5%
少数股东权益	-	-0.09	3.80
归母净利润	20.3	39.6	105.4
归母净利率	7.4%	8.7%	14.7%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2. 2019H1 财务分析及回顾

2020H1 公司在管面积为 2,777 万平方米，较 2019 年底增长 21.1%；在管面积的增长带来物业管理服务收入的增长：2020H1 公司实现收入 2.25 亿元，同比增长 37.1%，环比增长 26.7%。

2020H1 公司非业主增值服务收入和社区增值服务增长受疫情影响有所减缓。虽然仍达到同比增长 90.7% 和 24.6%，但环比均有所下跌。我们认为这和上半年新项目交付延迟，以及部分增值业务无法开展有关。

表 15：正荣服务 2019H1-20H1 收入拆分及占比

单位：百万元	2019H1	2019H2	2020H1	同比增长	环比增长
物业管理服务	164.3	178.0	225.4	37.1%	26.7%
非业主增值服务	82.8	179.5	157.8	90.7%	-12.1%
社区增值服务	48.5	63.2	60.4	24.6%	-4.4%
总收入	295.6	420.6	443.7	50.1%	5.5%
物业管理服务占比	55.6%	42.3%	50.8%	-4.8ppt	8.5ppt
非业主增值服务占比	28.0%	42.7%	35.6%	7.6ppt	-7.1ppt
社区增值服务占比	16.4%	15.0%	13.6%	-2.8ppt	-1.4ppt
合计	100.0%	100.0%	100.0%		

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2020H1 公司毛利润为 1.55 亿元，同比增长 75.6%，环比下跌 0.5%；毛利率为 35.0%，同比增长 5.1 个百分点，环比下跌 2.1 个百分点，环比下跌主要是由于收到疫情影响：1) 增值服务收入占比下降 2) 物业管理服务毛利率微降 0.3 个百分点，社区增值服务毛利率大幅下滑 8.9 个百分点。

上半年部分增值服务无法开展，也帮助公司节省部分经营性费用：公司管理及营销费用占收入比重上半年为 14.4%，较 2019 年同期微降 0.4 个百分点。

公司 2020H1 有效税率大幅上涨：同比增长 5.3 个百分点，环比增长 5.4 个百分点，管理层表示是此为阶段性浮动。

各项因素综合影响下，公司 2020H1 净利润为 5960 万元，同比增长 106.8%，环比下跌 22.2%；同时归母净利率也出现环比下滑。

表 16：正荣服务 2019H1-20H1 公司利润表核心数据

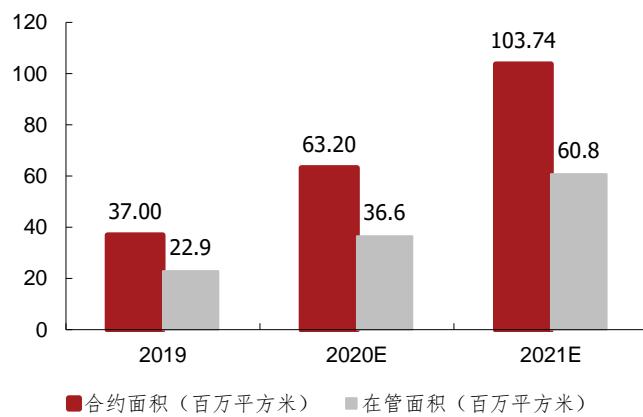
单位：百万元	2019H1	2019H2	2020H1	同比增长	环比增长
总收入	295.6	420.6	443.7	50.1%	5.5%
总成本	-207.1	-264.6	-288.4	39.2%	9.0%
毛利润	88.4	156.1	155.3	75.6%	-0.5%
毛利率	29.9%	37.1%	35.0%	5.1ppt	-2.1ppt
经营性费用	-43.8	-52.8	-63.9	45.9%	21.1%
其他收入/费用	-3.0	4.8	-2.7	-11.8%	-156.3%
息税前利润	41.6	108.1	88.8	113.3%	-17.9%
息税前利润率	14.1%	25.7%	20.0%	5.9ppt	-5.7ppt
净财务收入/（费用）	-1.3	-1.7	-0.9	-27.8%	-44.1%
应占合联营公司溢利	-0.1	-0.1	-0.1	-19.8%	-19.8%
税前利润	40.2	106.3	87.7	118.2%	-17.5%
所得税	-10.3	-27.1	-27.1	163.5%	0.1%
实际税率	25.5%	25.5%	30.9%	5.3ppt	5.4ppt
少数股东权益	1.12	2.68	1.07	-4.4%	-59.9%
归母净利润	28.8	76.6	59.6	106.8%	-22.2%
归母净利率	9.7%	18.2%	13.4%	3.7ppt	-4.8ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

3. 2019-20 年财务预测

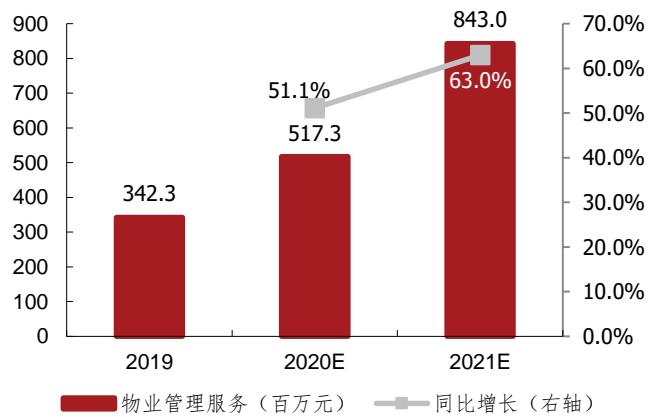
我们预测公司 2020-21 年将分别拓展 2,700 万方和 3,780 万方合约面积，其中分别含有收购面积 0 万方和 400 万方，假设公司去盘率稳定在当前水平，我们预计公司 2020-21 年合约面积将分别达到 6,319.5 万方和 1.03 亿方。我们预测公司 2020-21 年将分别交付及拓展 1,362.4 万方和 2,697.4 万方在管面积，2020-21 年在管面积将分别达到 3,575.9 万方和 6,148.2 万方。公司物业管理服务收入将分别达到 5.2 亿元和 8.4 亿元，同比分别增长 51.1% 和 63.0%。

图 19：正荣服务 2019-21E 年合约面积及在管面积



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 20：正荣服务 2019-21E 年物业管理服务收入及同比增长

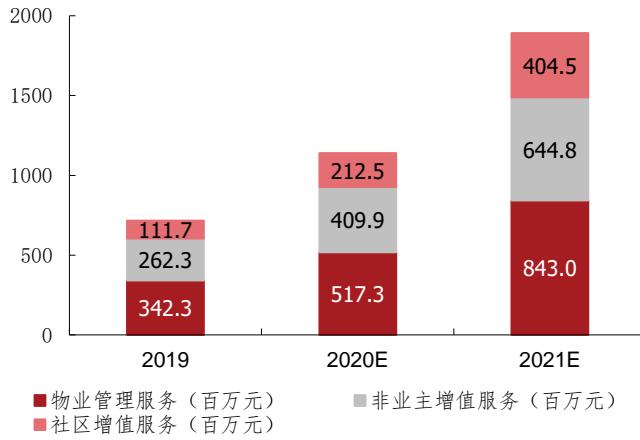


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

我们假设非业主增值服务收入随在管面积增长上涨，社区增值服务收入年增速于 2020-21 年分别达到 80% 和 60%。我们预计 2020-21 年非业主增值服务收入将分别达到 4.3 亿元和 7.0 亿元；社区增值服务收入将分别达到 2.0 亿元和 3.2 亿元。

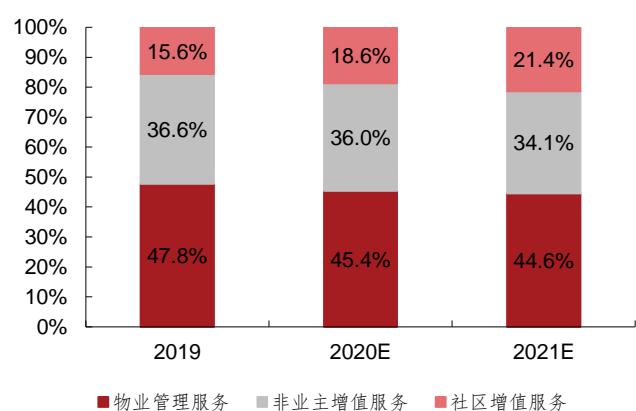
我们预计 2020-21 年总收入将分别达到 12.0 亿元和 18.7 亿元。

图 21：正荣服务 2019-21E 总收入拆分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 22：正荣服务 2019-21E 各项收入占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司收入结构的持续改善将使得公司毛利率持续提升，我们预计公司 2020-21 年毛利率将略微分别提升至 34.2% 和 34.3%。

我们预测基于公司今年 7 月上市募资约 11.1 亿元公司今年将由净财务支出将转为净财务收入状态。我们预测公司将于明年开始考虑采用部分税收优惠政策，将使得其公司有效税率略微下降。

公司 2020-21 年归母净利润将分别达到 1.7 亿元和 2.8 亿元，对应归母净利率分别为 14.5% 和 14.8%。

表 17：正荣服务 2019-21E 公司利润表核心数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E
总收入	716.2	1,199.6	1,871.7
总成本	-471.7	-789.8	-1,229.0
毛利润	244.5	409.8	642.7
毛利率	34.1%	34.2%	34.3%
经营性费用	-96.5	-170.4	-262.0
其他收入/费用	1.7	-	-
息税前利润	149.7	239.5	380.6
息税前利润率	20.9%	20.0%	20.3%
净财务收入/（费用）	-3.0	2.5	1.5
应占合联营公司溢利	-0.2	-	-
税前利润	146.5	241.9	382.1
所得税	-37.3	-61.7	-95.5
实际税率	25.5%	25.5%	25.0%
少数股东权益	3.80	6.28	9.98
归母净利润	105.4	174.0	276.6
归母净利率	14.7%	14.5%	14.8%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

4. 资产负债表分析及预测

我们预测正荣服务未来两年的高增长仍然需要每年在运营资本上有一定的投入。公司于 2020 年 7 月成功在港交所上市，由此给公司带来 11.1 亿元新增现金流入和所有者权益，我们预计公司 ROE 在 2019-20 年将分别达到 14.0% 和 19.2%。

表 18：正荣服务 2017-21E 资产负债表分析

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
固定资产	3.7	6.2	15.8	18.0	21.1
无形资产	30.9	30.7	92.6	88.8	85.2
对外投资	6.0	6.1	31.6	75.6	170.6
营运资本变动	375.9	484.4	-186.4	-164.2	-141.3
在使用资本--资本端	416.6	527.3	-46.5	18.1	135.6
净负债	399.0	470.2	-198.1	-1,444.0	-1,560.9
长期负债	3.1	3.1	23.5	39.4	39.4
所有者权益	14.5	54.0	128.1	1,422.7	1,657.1
在使用资本—负债端	416.6	527.3	-46.5	18.1	135.6
ROE	140.0%	73.4%	94.5%	14.0%	19.2%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

物管行业概况

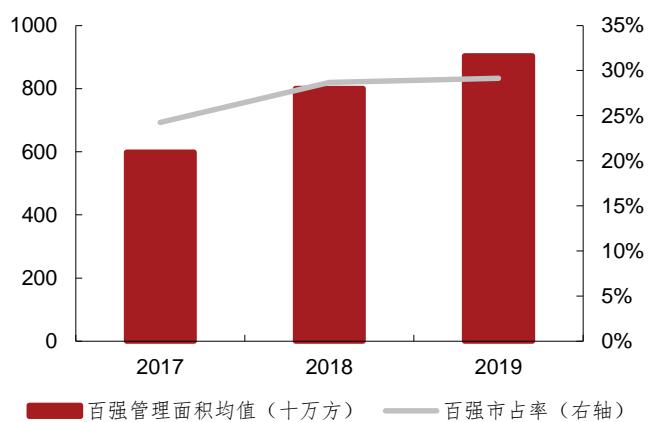
物业百强集中度不断提升，物业百强管理面积市占率由 2010 年的 7.8% 增长至 2019 年的 29.2%。基础物管服务收入占比七成以上，多种经营服务收入占比提升。2019 年百强企业的多种经营服务的占比达到 23.97%，较上年增加 1.5 个百分点。受益多种经营服务的发展，百强物管公司净利率逐年提升。2019 年百强净利率为 10.2%，较 2018 年提升 1.2 个百分点。主要因为多种经营服务的发展，该块业务相较基础物管利润率更高。2019 年百强的多种经营服务净利润 8,692 万元，同比增速 60.7%，基础物管净利润 1.3 亿元，同比增速约 25%。非住宅物业单价更高。2019 年，百强企业管理项目平均物业费 3.02 元/平方米*月，其中，住宅物业费为 2.28 元/平方米*月，非住宅物业费为 4.68 元/平方米*月。

1. 2020 物业百强概况

1.1. 百强集中度提升

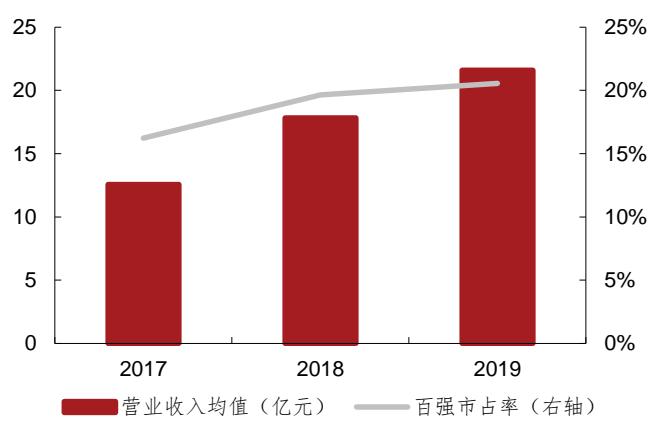
物业百强集中度不断提升。根据中物研协的数据，2019 年物业百强企业管理面积均值为 9,038 万平方米，同比增长 12.9%。物业百强管理面积市占率由 2010 年的 7.8% 增长至 2019 年的 29.2%。2019 年物业百强企业营收均值为 21.6 亿元，同比增长 21.3%。物业百强 2019 营收市占率达 20.6%，相较 2018 年提升 0.9 个百分点。

图 23：物业百强 2019 年管理均值及市占率



数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

图 24：物业百强 2019 年营业收入均值及市占率

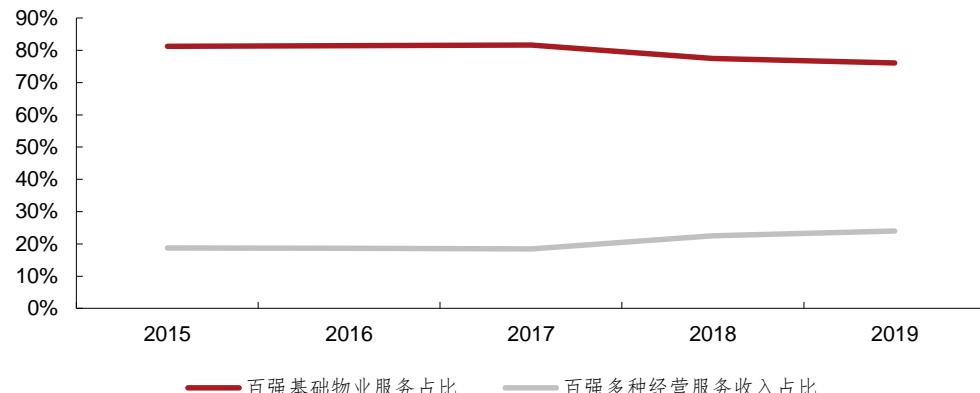


数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

1.2. 多种经营服务收入占比提升

基础物管服务收入占比七成以上，多种经营服务收入占比提升。随着物业公司流量入口这一价值被发现，无论是资本市场，还是物业公司管理层，都将目光投向了多种经营业务，期望基于在管项目挖掘更多价值，提高管理面积坪效。从数据来看，百强物管公司的多种经营服务收入占比逐年小幅提升。2019 年多种经营服务的占比达到 23.97%，较上年增加 1.5 个百分点。

图 25：百强物管公司多种经营收入占比

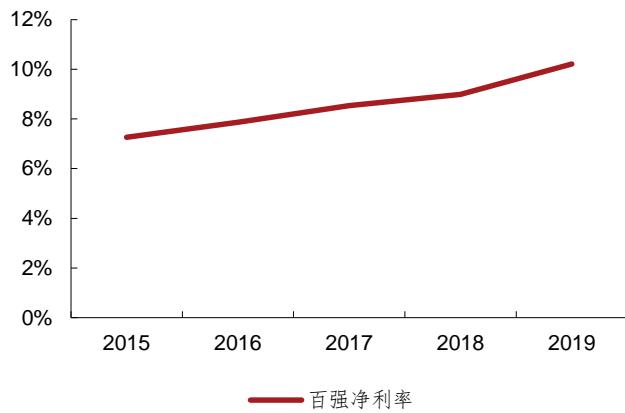


数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

1.3. 净利率持续提升

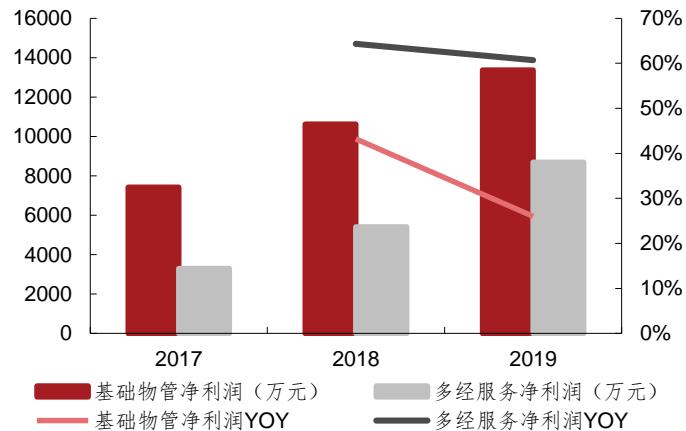
受益多种经营服务的发展，百强物管公司净利率逐年提升。2019 年百强物管公司净利润均值 2.21 亿元，同比增长 37.7%。2019 年百强净利率为 10.2%，较 2018 年提升 1.2 个百分点。主要因为多种经营服务的发展，该块业务相较基础物管利润率更高。从数据来看，多种经营服务净利润增速高于基础物管。2019 年百强的多种经营服务净利润 8,692 万元，同比增速 60.7%，基础物管净利润 1.3 亿元，同比增速约 25%。

图 26：百强物管公司 2015-19 年净利率



数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

图 27：多经服务净利润增速高于基础物管



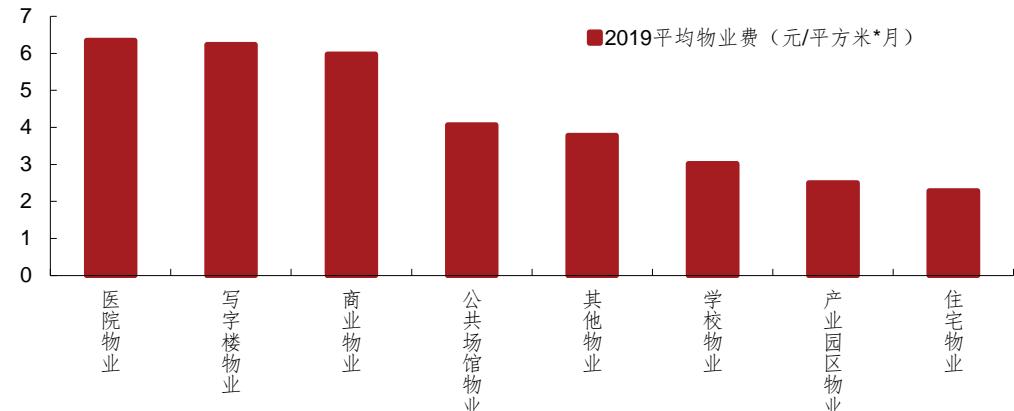
数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

1.4. 医院物业平均物业费最高，住宅物业最低

相较于住宅物业，非住宅物业单价更高。2019 年，百强企业管理项目平均物业费 3.02 元/平方米*月，其中，住宅物业费为 2.28 元/平方米*月，非住宅物业费为 4.68 元/平方米*月。具体来看，医院物业和写字楼物业费分别为 6.35 元/平方米*月和 6.24 元/平方米*月。商业物业、公众场馆物业、学校物业、产业园区物业和其他物业业务物业费分别为 5.98 元/平方米*月、4.07 元/平方米*月、3.02 元/平方米*月、2.50

元/平方米*月和 3.78 元/平方米*月，均高于住宅物业费水平。

图 28：百强物管公司 2019 年各业态物业费水平



数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

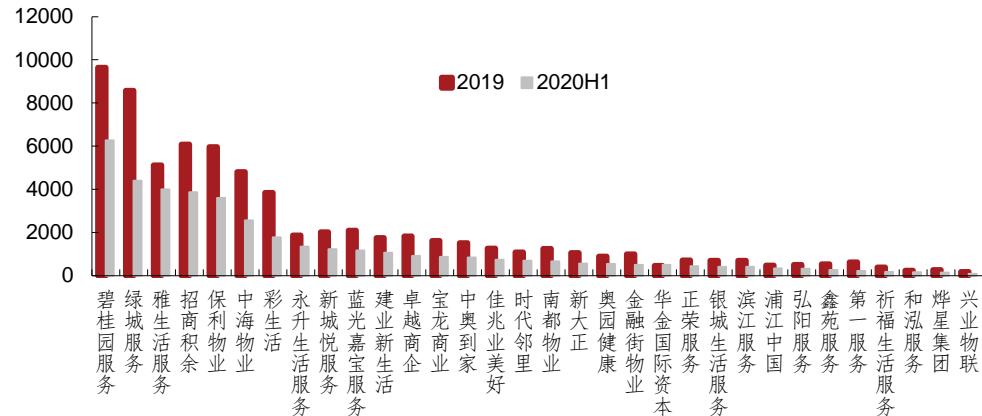
2. 已上市物管公司概况

图 29：上市物管公司 2020H1 在管面积情况



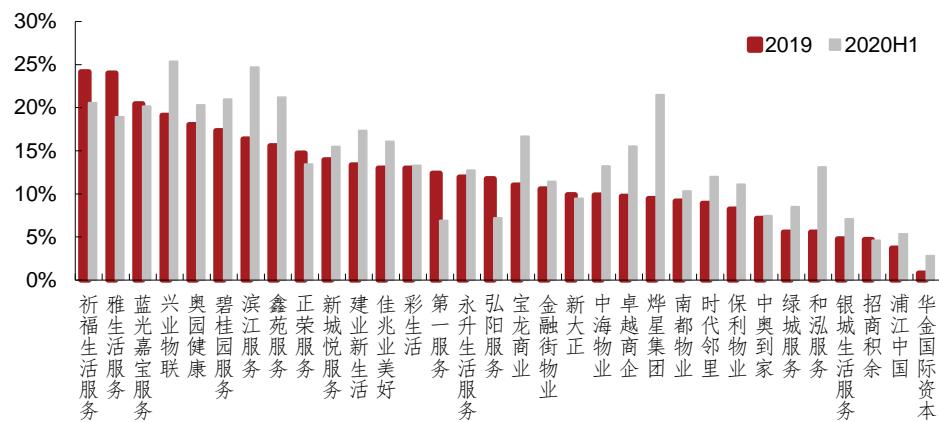
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院 注：卓越商企服务截至 2020 年 5 月底，第一服务截至 2020 年 4 月底

图 30：上市物管公司 2019&2020H1 收入



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院 注: 卓越商企服务 2020H1 的数据是截至 2020 年 5 月底, 第一服务截至 2020 年 4 月底

图 31：上市物管公司 2019&2020H1 归母净利润率



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院 注: 卓越商企服务 2020H1 的数据是截至 2020 年 5 月底, 第一服务截至 2020 年 4 月底

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供联席账簿管理人服务，并收取了相关服务报酬。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向CEO直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序(ChineseWall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避：公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

重要声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司（“克而瑞”）无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人（根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义）。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测（如有）为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞（CENo. BAL779），为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。