

强烈推荐（维持）

中报点评

**奥园健康 3662.HK**

目标股价：6.50 港元

当前股价：4.58 港元

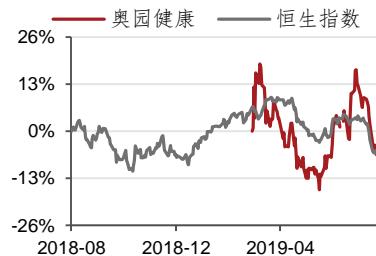
基础数据

流通市值 (百万港元)	3,326.23
企业价值 (百万港元)	2348.9
账面价值 (百万港元)	854.5
发行股份 (百万股)	726.25
公众持股比例 (%)	27.74
近 3 月平均日交易量 (百万港元)	15.37
主要股东持股比例 (%)	
明兴资本	54.58
Dawn Agile Ltd	14.10

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	0.82	24.27	NA
绝对表现	-8.76	16.36	NA
近 12 月最高价(港元)	19-03-27	5.33	
近 12 月最低价(港元)	19-06-04	3.73	

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

1、《奥园健康 03662.HK：聚焦大湾区的高增长物管服务商》2019-07-03

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

分析师 胡乐天

执业证号：BDI847

852-25105555

laurence.hu@cricsec.com

联系人 李蒙, CFA

852-25105555

meng.li@cricsec.com

联系人 钱婉婷

852-25105555

qianwanting@ehousechina.com

- 维持原评级。**我们参加了奥园健康的 2019 年中期业绩会。尽管公司基于上半年业绩给出的全年在管面积增速略低于我们的预测值，但我们认为来自中国奥园（3883.HK）的支持将助力公司仍有望完成我们的全年预测净利润目标。我们对公司的业绩仍然保持乐观态度，并计划于近期和管理层更新我们的预测。根据我们的当前预测，公司目前估值在 18.4x 2019 年 PE 和 11.5x 2020 年 PE。
- 2019H1 业绩。**奥园健康实现收入 3.92 亿元，同比增长 46.6%；归母净利润 8,994.1 万元，同比增长 151.8%。公司在管建筑面积较 2018 年增长 154.5 万方，达到 1,197.7 万方，较 2018 年底增长 14.8%。管理层预计全年在管面积将同比增加 50%，低于我们预测的全年在管面积 57.4% 的值。
- 毛利率明显提升。**奥园健康 2019H1 毛利润达到 39.6%，同比提升了 3.4 个百分点。这主要得益于商业运营服务收入比重的提高，2019H1 该业务占总收入比重为 26.7%，较 2018H1 提升了 3.0 个百分点。
- 净利润显著提升。**2019H1 公司实现了 8,994.1 万元净利润，同比增长 151.8%，相当于我们全年预测的 58.0%。其中管理架构改革使得管理费用占收入比重从 2018H1 的 13.6% 下降到 11.7%。此外，公司产生非经常性收益 478.5 万元，而该项去年同期为 754.0 万元的亏损。受益于西部大开发策略，公司 2019H1 实际税率为 22.1%，远低于 2018H1 的 32.7%。
- 资金充裕。**截至 2019H1 公司拥有净现金 9.86 亿元。公司账面资金充足，公司年中不派发红利，但将继续维持年末 40% 的派息率。
- 风险提示：**公司仍较多依赖母公司中国奥园，或涉及关联性交易。

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
主营收入	265.4	436.0	618.8	971.6	1,551.3
折旧摊销息税前经营性利润	60.8	108.9	123.0	230.6	351.2
经营性利润	59.2	106.6	119.2	226.0	345.6
净利润	41.0	69.8	78.1	155.2	249.5
每股收益 (港元)	NA	NA	NA	0.25	0.40
每股经营性现金流 (港元)	NA	NA	NA	0.32	0.51
每股股息 (港元)	NA	NA	NA	0.10	0.16
每股净资产 (港元)	NA	NA	NA	1.18	1.48
市盈率 (x)	NA	NA	NA	18.4	11.5
市现率 (x)	NA	NA	NA	14.5	9.1
派息率 (%)	NA	NA	NA	1.9	3.0
市净率 (x)	NA	NA	NA	3.9	3.1
EV/sales (x)	NA	NA	NA	2.08	1.30
EV/EBITDA (x)	NA	NA	NA	8.76	5.75
EV/EBIT (x)	NA	NA	NA	8.94	5.84

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

	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	265.4	436.0	618.8	971.6	1,551.3
营业成本	(182.9)	(287.5)	(410.1)	(620.5)	(1,015.6)
毛利润	82.6	148.5	208.8	351.1	535.6
销售及管理费用	(11.3)	(24.2)	(42.2)	(90.4)	(126.4)
税息折旧及摊销前利润	60.8	108.9	123.0	230.6	351.2
折旧	(1.7)	(2.3)	(3.8)	(4.6)	(5.6)
<b>息税前利润</b>	<b>59.2</b>	<b>106.6</b>	<b>119.2</b>	<b>226.0</b>	<b>345.6</b>
净利润费用	0.4	0.4	0.3	0.8	1.4
应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收入	(0.1)	(6.6)	(11.0)	(11.0)	0.0
税前利润	59.4	100.4	108.5	215.8	347.0
所得税	(18.4)	(30.5)	(30.2)	(60.4)	(97.2)
少数股东权益	0.0	0.2	0.1	0.2	0.4
<b>归属净利润</b>	<b>41.0</b>	<b>69.8</b>	<b>78.1</b>	<b>155.2</b>	<b>249.5</b>
股利	0.0	0.0	39.9	62.1	99.8
留存收益	41.0	69.8	38.2	93.1	149.7

核心业务数据

会计年度,  
百万人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
物业管理服务的毛利率(%)	<b>30.4</b>	<b>31.0</b>	<b>32.3</b>	<b>33.0</b>	<b>32.0</b>
物业管理服务收入占比(%)	84.7	72.9	73.2	72.2	75.7
商业运营服务收入占比(%)	15.3	27.1	26.8	27.8	24.3
在管面积(百万平方米)	70.8	85.7	104.3	164.2	304.0
在管面积年化增长率(%)	35.1	21.0	21.8	57.4	85.1
商业运营年化增长率(%)	34.4	191.0	40.3	60.0	40.0
毛利率(%)	31.1	34.1	33.7	36.1	34.5
息税折旧摊销前利润率(%)	22.9	25.0	19.9	23.7	22.6
息税前利润率(%)	22.3	24.5	19.3	23.3	22.3
净利率(%)	15.4	16.0	12.6	16.0	16.1
净资产收益率(%)	50.9	63.1	62.2	21.2	27.2
已动用资本回报率(%)	(4995.6)	(279.7)	(143.6)	(187.8)	(241.4)
资产收益率(%)	12.4	12.2	15.5	11.9	13.7
流动比率(x)	1.3	1.2	1.3	2.2	1.9
利息备付率(x)	(161.0)	(281.5)	(398.2)	(296.0)	(251.1)
负债股权比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/(现金)	(83.4)	(164.4)	(198.6)	(840.5)	(1,024.4)
净负债/股权(%)	(103.2)	(148.1)	(157.2)	(114.4)	(111.0)

资产负债表

会计年度,  
百万人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及等价物	83.4	164.4	200.3	842.3	1,026.2
应收账款	175.0	328.4	224.6	352.6	562.9
存货	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
其他流动资产	63.4	65.0	57.8	90.8	144.9
流动资产	321.9	557.9	482.8	1,285.7	1,734.2
固定资产	4.8	5.6	13.7	17.9	23.0
其他长期资产	3.6	7.4	6.5	5.7	65.0
<b>资产总计</b>	<b>330.3</b>	<b>570.9</b>	<b>503.0</b>	<b>1,309.4</b>	<b>1,822.3</b>
短期负债	0.0	0.0	1.8	1.8	1.8
应付账款	139.1	241.6	347.0	544.8	869.9
其他流动负债	109.8	217.3	27.2	27.2	27.2
总流动负债	<b>248.9</b>	<b>458.9</b>	<b>376.0</b>	<b>573.8</b>	<b>898.9</b>
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.5	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>总负债</b>	<b>249.4</b>	<b>459.9</b>	<b>376.8</b>	<b>574.6</b>	<b>899.6</b>
股本	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积	80.5	110.5	125.7	731.3	918.1
少数股东权益	0.3	0.5	0.6	3.6	4.5
<b>股东权益总计</b>	<b>80.8</b>	<b>111.0</b>	<b>126.3</b>	<b>734.8</b>	<b>922.6</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>330.3</b>	<b>570.9</b>	<b>503.0</b>	<b>1,309.4</b>	<b>1,822.3</b>

现金流量表

会计年度,  
百万人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
税息折旧及摊销前利润	60.8	108.9	123.0	230.6	351.2
运营资金变动	(37.8)	(63.4)	197.0	36.8	60.5
其他	(0.0)	(7.8)	(96.5)	(70.6)	(95.8)
<b>经营活动现金流</b>	<b>23.1</b>	<b>37.8</b>	<b>223.6</b>	<b>196.8</b>	<b>315.9</b>
资本支出	(1.0)	(2.6)	(11.1)	(8.0)	(10.0)
投资变动	0.1	(2.3)	0.0	0.0	(60.0)
其他	8.9	48.9	(259.1)	0.0	0.0
投资活动现金流	8.0	44.0	(270.2)	(8.0)	(70.0)
<b>股权融资</b>	<b>0.3</b>	<b>(0.7)</b>	<b>80.8</b>	<b>493.1</b>	<b>0.0</b>
银行借款	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	0.0	0.0	0.0	(39.9)	(62.1)
筹资活动现金流	<b>0.3</b>	<b>(0.7)</b>	<b>82.5</b>	<b>453.2</b>	<b>(62.1)</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>31.4</b>	<b>81.0</b>	<b>36.0</b>	<b>642.0</b>	<b>183.9</b>

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 中期业绩报告分析

## 1. 2019H1 上半年核心业务指标分析

2019H1 奥园健康新增管理面积 154.5 万平方米，其中 117.6 万平方米来自中国奥园，36.9 万平米来自第三方。从完成进度上来看，新增在管面积占我们原预计全年新增在管面积的 25.8%。事实上，管理层在沟通会中预计截至 2019 年年末在管面积将同比增长 50%，略低于我们 57.4% 的预测。

表 1：2018-19 年物业管理在管面积分布情况

单位：万平米	2019H1	2018	2019H1 新增	2019E	2019H1 %
物业在管面积	1,197.7	1,043.2	154.5	1,642.2	25.8%
来自中国奥园在管面积	1,105.0	987.4	117.6	1,436.4	26.2%
来自第三方在管面积	92.7	55.8	36.9	205.8	24.6%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2：2018-19H1 平均物业管理收费情况

单位：元/月/平米	2019H1	2018H2	2018H1	yooy	hoh
物业费情况	2.49	2.63	2.38	4.4%	-5.4%
来自中国奥园	2.49	2.59	2.45	1.6%	-4.0%
来自第三方	2.51	3.33	1.41	78.8%	-24.6%

数据来源：克而瑞证券研究院

2019H1 公司综合物管费为 2.49 元/平方米/月，同比增长 4.4%，环比下降 5.4%。其中来自第三方的物管费增长显著，这主要由于第三方物管项目更多来自于商业项目。

在商业运营管理板块 2019H1 新承接了 3 个商业项目，达到 12 个，从而促进商业运营及管理服务收入的显著提升。

表 3：2018-19H1 商业运营及管理在管项目情况

单位：个	2019H1	2018	2018H1
累计商业项目	12	9	7
新增商业项目	3	3	1

数据来源：克而瑞证券研究院

## 2. 2019H1 上半年收入构成分析

受益于商业板块承接了更多商管项目，商业运营服务收入同比增速明显高于物业管理收入。从收入构成上看，商业运营服务比重明显较 2018H1 增长，从占总收入的 23.6%，提升到 26.7%。

在物业管理板块中，销售辅助服务比重较去年同期有所上升，这主要受益于母

公司中国奥园（3883.HK）2018、19年大幅扩张，使得奥园健康服务项目一并快速增长，增值服务比重也有所改善。

公司在中报中将大健康板块归类在物业管理板块的其他收入中，该部分2019H1仅确认了158.6万元的收入，主要由于管理层决定在医美板块未来拟走轻资产路线，主要负责品牌管理输出，2019年上半年已将旗下万博旗舰医美店售出，并已确认457.6万元收益。

表4：公司中期营收拆分

单位：百万元	2019H1	2018H1	yoY/diff
<b>物业管理</b>	<b>285.9</b>	<b>204.1</b>	<b>40.1%</b>
物业管理服务	178.8	141.4	26.5%
销售辅助服务	77.8	40.0	94.7%
社区增值服务	29.3	22.7	28.7%
<b>商业运营服务</b>	<b>104.5</b>	<b>63.2</b>	<b>65.3%</b>
市场定位及商户招揽服务	75.6	44.2	71.2%
商业运营及管理服务	28.9	19.0	51.6%
<b>大健康</b>	<b>1.6</b>		
<b>总计</b>	<b>392.0</b>	<b>267.3</b>	<b>46.6%</b>
<b>占比</b>			
<b>物业管理</b>	<b>72.9%</b>	<b>76.4%</b>	<b>-3.4pct</b>
物业管理服务	45.6%	52.9%	-7.3pct
销售辅助服务	19.9%	15.0%	4.9pct
社区增值服务	7.5%	8.5%	-1.0pct
<b>商业运营服务</b>	<b>26.7%</b>	<b>23.6%</b>	<b>3.0pct</b>
市场定位及商户招揽服务	19.3%	16.5%	2.8pct
商业运营及管理服务	7.4%	7.1%	0.2pct
<b>大健康</b>	<b>0.4%</b>	-	<b>0.4pct</b>
<b>总计</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

总体而言，公司上半年收入占克而瑞证券研究院预估的公司全年收入的40.3%。公司业务基本上按我们预测的节奏开展。

表5：2019H1公司营收拆分及完成进度一览

单位：百万元	2019H1	2019E	2019H1 %
<b>物业管理</b>	<b>285.9</b>	<b>701.6</b>	<b>40.7%</b>
物业管理服务	178.8	480.3	37.2%
销售辅助服务	77.8	130.0	59.9%
社区增值服务	29.3	91.3	32.0%
<b>商业运营服务</b>	<b>104.5</b>	<b>265.0</b>	<b>39.4%</b>
市场定位及商户招揽服务	75.6	74.2	101.9%
商业运营及管理服务	28.9	190.7	15.1%
<b>大健康</b>	<b>1.6</b>	<b>5.0</b>	<b>31.7%</b>
<b>总计</b>	<b>392.0</b>	<b>971.6</b>	<b>40.3%</b>

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

### 3. 2019H1 公司核心财务数据分析

2019H1 奥园健康的毛利率为 39.6%，较 2018H1 提升了 3.4 个百分点。毛利率的提升主要受收入结构变化的影响。利润率较高的商业运营服务收入的提升推高了公司总体的毛利率水平。此外管理层表示物业管理板块的毛利率也有所提高，这主要得益于销售辅助服务和社区增值服务比重的提升。

奥园健康在 2019H1 进行了内部改革、优化了管理流程，这促使经营性费用同比增长了 29.3%，明显低于收入 40.3% 的增速。经营性利润率提升为 27.7%，较去年同期提升了 5.2 个百分点。

由于人民币汇率贬值，奥园健康上半年实现了汇兑收益 1,728.7 万元，抵消了公司上市费用 1,592.0 万元。此外公司出售了医美业务，获得收益 457.6 万元，进而使公司上半年录得非经营性收益合计 478.5 万元，而去年同期该项为损益 754.0 万元。

上半年奥园健康实际税率为 22.9%，明显低于 2018H1 的 32.7%。这主要由于公司部分业务上半年受益于国家西部大开发的优惠税率政策。管理层预计该优惠政策可能会在中短期内持续。较低的税率进一步促使奥园健康 2019H1 实现了较高的净利润，公司上半年实现净利润 8,994.1 万元同比增长 151.8%。

表 6：奥园健康中期利润表核心数据

单位：百万元	2019H1	2018H1	yoY
收入	392.0	267.3	46.6%
COGS	-236.9	-170.6	38.8%
毛利润	155.1	96.7	60.4%
毛利率	39.6%	36.2%	3.4pct
经营性费用	-47.3	-36.5	29.3%
其他收入	0.9	0.1	
经营性利润	108.8	60.3	80.3%
经营性利润率	27.7%	22.6%	5.2pct
净利息收入/支出	2.1	0.2	
非经常性费用	4.8	-7.5	
所得税	-25.6	-17.3	
少数股东权益	0.1	-0.1	
归母净利润	89.9	35.7	151.8%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资金充裕。截至 2019H1 公司拥有净现金 9.86 亿元。公司账面资金充足，公司年中不派发红利，但将继续维持年末 40% 的派息率。

图 1: 2016-19H1 奥园健康净现金情况



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

奥园健康 2019H1 的收入占我们对公司 2019 年全年预测的 40.3%，由于公司产生了超预期的非经营性收入和以及西部大开发项目带来的优惠税率，上半年净利润占我们 2019 年全年预测的 58.0%。

表 7: 奥园健康 2019H1 利润表核心数据及完成进度一览

单位: 百万元	2019H1	2019E	2019H1 %
收入	392.0	971.6	40.3%
<b>COGS</b>	<b>-236.9</b>	<b>-620.5</b>	<b>38.2%</b>
毛利润	155.1	351.1	44.2%
毛利率	39.6%	36.1%	3.4pct
经营性费用	-47.3	-126.4	37.4%
其他收入	0.9	1.3	
<b>经营性利润</b>	<b>108.8</b>	<b>226.0</b>	<b>48.1%</b>
经营性利润率	27.7%	23.3%	4.5pct
净利息收入/支出	2.1	0.8	
非经常性费用	4.8	-11.0	-43.5%
所得税	-25.6	-60.4	42.3%
少数股东权益	0.1	0.2	
<b>归母净利润</b>	<b>89.9</b>	<b>155.2</b>	<b>58.0%</b>

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 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:

克而瑞及其子公司,母公司和/或关联公司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,并已在过去十二个月内收取了该服务之费用。

### 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;分析师的弥补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 (Chinese Wall),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

### 免责声明

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(CE No. 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。