

2019年08月19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）

坐看云起时

中奥到家 01538.HK

目标股价：1.24 港元  
当前股价：0.66 港元

#### 基础数据

总市值 (百万港元)	539.6
企业价值 (百万港元)	186.2
账面价值 (百万港元)	704.6
发行股份 (百万股)	817.6
公众持股比例 (%)	28.56
近3月平均日交易量(百万港元)	00.79
主要股东持股比例 (%)	
启昌国际有限公司	53.30
Central Oscar Holdings Limited	11.53

#### 股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	0.58	16.44	-32.48
绝对表现	-7.04	10.51	-40.42
近12月最高价(港元)	18-08-21	1.22	
近12月最低价(港元)	18-11-23	0.60	

#### 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](mailto:sarah.xu@cricsec.com)

分析师 胡乐天

执业证号：BDI847

852-25105555

[laurence.hu@cricsec.com](mailto:laurence.hu@cricsec.com)

联系人 李蒙, CFA

852-25105555

[meng.li@cricsec.com](mailto:meng.li@cricsec.com)

联系人 丁希璞

852-25105555

[dingxipu@cric.com](mailto:dingxipu@cric.com)

- 强烈推荐，目标价格 1.24 港元/股。** 我们对中奥到家集团有限公司（简称“中奥到家”）进行首次覆盖，目标价格 1.24 港元/股。我们认为市场过度反应了中奥到家在 2015 年进军社区 O2O 的策略。基于近期和管理层的沟通，我们预计中奥到家 2019、2020 年 EPS 将分别为 0.14 港元/股和 0.16 港元/股。基于当前股价公司的估值为 4.6x 2019 PE 和 4.1x 2020 年 PE，为目前在香港上市物业公司中最低。
- 2015 年上市及战略转移。** 作为一家没有房企股东背景的公司，中奥到家一度希望推广平台策略，2015 年公司曾计划依托社区 O2O 业务拓展其版图，致使市场营销费用和管理费用大幅提高，2016 年公司发生净亏损 638.3 万元。
- 2017-18 年重新回归物业。** 2017 年中奥到家对其经营策略进行了调整，重新聚焦物业管理。加之公司在 2017 年全面收购并表了浙江永诚物业管理有限公司（简称“浙江永诚”），当年净利润迅速转正至 9,054.9 万元。2018 年公司经营进一步稳定，产生净利润 9,629.6 万元，同比增长 6.3%。
- 2019 年稳中有升。** 2018 年公司先后公布收购位于杭州和苏州的两家物管公司，合计贡献 580 万平方米的在管面积。在增值业务上，公司计划聚焦房屋经纪业务，其近期收购的广西辉煌置业咨询服务有限公司（简称“辉煌置业”）及广西辉煌房地产咨询服务有限公司（简称“辉煌房地产”）预计在 2019、2020 年将合计分别实现净利润 2,000 万和 3,000 万元。出于审慎考虑，我们假设该标的并未完成其业绩承诺。即便如此，我们的预测仍显示公司 2019、2020 年将分别产生 1.01 亿元和 1.13 亿元净利润。
- 风险提示：** 收购后整合出现严重问题，发生大规模不续约的物业项目。

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
主营收入	635.1	977.6	1,023.0	1,117.2	1,259.4
折旧摊销息税前利润	36.9	182.5	181.6	199.8	222.3
息税前利润	26.8	156.2	156.3	169.2	186.9
净利润	(6.4)	90.5	96.3	100.7	112.5
每股收益 (港元)	(0.01)	0.13	0.14	0.14	0.16
每股经营性现金流 (港元)	0.11	0.20	0.08	0.19	0.21
每股股息 (港元)	0.00	0.05	0.03	0.03	0.03
每股资产净值 (港元)	0.66	0.78	0.89	1.00	1.16
市盈率 (x)	N.A.	5.1	4.7	4.6	4.1
市现率 (x)	6.2	3.3	7.9	3.5	3.2
股息收益率 (%)	0.0	7.5	3.9	3.9	4.4
市净率 (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
EV/EBITDA (x)	4.3	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBIT (x)	6.0	1.0	1.0	0.9	0.9

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,  
百万元人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>635.1</b>	<b>977.6</b>	<b>1,023.0</b>	<b>1,117.2</b>	<b>1,259.4</b>
营业成本	(478.4)	(680.7)	(740.9)	(804.4)	(906.8)
毛利润	156.7	296.8	282.1	312.8	352.6
销售及管理费用	(129.9)	(140.7)	(125.8)	(143.6)	(165.7)
税息折旧及摊销前利润	36.9	182.5	181.6	199.8	222.3
折旧	10.0	26.4	25.3	30.6	35.4
<b>息税前利润</b>	<b>26.8</b>	<b>156.2</b>	<b>156.3</b>	<b>169.2</b>	<b>186.9</b>
净利润率费用	(4.7)	(9.5)	(1.8)	(1.5)	(1.5)
应占联营公司损益	2.1	2.5	2.9	2.9	2.9
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	22.1	146.7	154.5	167.7	185.4
所得税	(27.6)	(49.9)	(50.4)	(53.7)	(59.3)
少数股东权益	3.0	8.7	10.9	16.3	16.5
<b>净利润</b>	<b>(6.4)</b>	<b>90.5</b>	<b>96.3</b>	<b>100.7</b>	<b>112.5</b>
股利	0.0	(34.4)	(17.4)	(18.1)	(20.3)
留存收益	(6.4)	56.1	78.9	82.5	92.3

核心业务数据

会计年度,  
百万元人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
合约面积(百万平方米)	60.0	66.7	70.5	81.0	90.7
在管面积(百万平方米)	44.6	54.6	56.9	63.0	69.5
物管服务收入占比(%)	88.1	93.2	92.7	88.7	87.1
包干制收入占比(%)	93.0	95.0	99.0	99.0	99.0
住宅类在管面积占比(%)	84.8	87.5	87.0	87.0	87.0
毛利率(%)	24.7	30.4	27.6	28.0	28.0
税息折旧及摊销前利润率(%)	5.8	18.7	17.8	17.9	17.6
息税前利润率(%)	4.2	16.0	15.3	15.1	14.8
净利率(%)	(1.0)	9.3	9.4	9.0	8.9
净资产收益率(%)	(1.7)	18.4	17.1	15.4	14.9
已动用资本回报率(%)	0.8	0.8	46.2	37.6	29.5
资产收益率(%)	(0.6)	7.3	7.2	6.8	6.8
流动比率(x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
利息备付率(x)	7.8	19.2	99.1	133.8	151.9
负债股权比率(%)	28.7	18.5	18.5	15.9	13.7
净负债/(现金)	(313.5)	(382.8)	(304.0)	(293.2)	(292.2)
净负债/股权(%)	(69.7)	(70.0)	(50.2)	(41.6)	(35.8)

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表

会计年度,  
百万元人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及等价物	442.5	483.8	415.8	405.0	404.1
应收账款	232.2	190.9	207.8	227.0	255.8
存货	0.7	0.8	1.4	1.5	1.7
其他流动资产	3.2	112.3	196.5	236.1	292.7
流动资产	678.7	787.9	821.5	869.5	954.4
固定资产	38.2	35.3	41.5	52.1	60.4
其他长期资产	384.3	413.2	478.1	561.6	647.7
<b>资产总计</b>	<b>1,101.1</b>	<b>1,236.4</b>	<b>1,341.2</b>	<b>1,483.3</b>	<b>1,662.5</b>
短期负债	45.5	42.3	70.4	70.4	70.4
应付账款	368.8	430.9	481.0	525.3	592.2
其他流动负债	52.0	88.4	98.6	96.9	98.3
总流动负债	466.3	561.6	650.0	692.6	760.8
长期负债	83.4	58.7	41.5	41.5	41.5
其他长期负债	101.3	69.3	43.8	43.8	43.8
<b>总负债</b>	<b>651.1</b>	<b>689.7</b>	<b>735.3</b>	<b>777.9</b>	<b>846.1</b>
股本	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7
留存收益	379.2	485.8	555.1	647.4	750.2
少数股东权益	64.3	54.3	44.1	51.4	59.5
<b>股东权益总计</b>	<b>450.1</b>	<b>546.7</b>	<b>606.0</b>	<b>705.5</b>	<b>816.3</b>

现金流量表

会计年度,  
百万元人民币

	2016	2017	2018	2019E	2020E
税息折旧及摊销前利润	36.9	182.5	181.6	199.8	222.3
运营资金变动	42.2	(39.7)	(70.7)	(16.2)	(17.5)
其他	(6.3)	(3.4)	(54.1)	(52.3)	(57.9)
<b>经营活动现金流</b>	<b>72.8</b>	<b>139.5</b>	<b>56.8</b>	<b>131.3</b>	<b>146.9</b>
资本支出	(9.6)	(15.7)	(20.1)	(25.0)	(25.0)
投资变动	(188.4)	(27.8)	(47.7)	(99.7)	(104.7)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(198.0)</b>	<b>(43.5)</b>	<b>(67.8)</b>	<b>(124.7)</b>	<b>(129.7)</b>
股权融资	(6.0)	0.0	3.7	0.0	0.0
银行借款	67.2	(22.6)	(23.3)	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	39.1	(32.0)	(37.3)	(17.4)	(18.1)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>100.4</b>	<b>(54.5)</b>	<b>(56.6)</b>	<b>(17.4)</b>	<b>(18.1)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(24.9)</b>	<b>41.3</b>	<b>(68.0)</b>	<b>(10.8)</b>	<b>(0.9)</b>

## 估值

基于我们的预测，中奥到家当前的股价对应 4.6x 2019 年 PE 和 4.1x 2020 年 PE。我们的 DCF 模型表明中奥到家的估值为 1.24 港元/股，相当于 8.6x 2019 年 PE 和 7.7x 2020 年 PE，低于目前香港上市内地物业公司的平均 18.9x 的 2019 年 PE 和 13.9x 的 2020 年 PE 水平。我们假设中奥到家的收入从 2019 年以后将以个位数增长，且未来两年内将产生约 2.54 亿元的支出用于资本开支及对外投资。我们的目标价格显示公司目前股价有 87.9% 的上涨空间。

基于可比公司估值法我们得出 1.34-2.65 港元/股的估值区间，而我们的 DCF 模型给出的估值为 1.24 港元/股。考虑到公司过去的历史表现和未来业绩的不确定性，我们建议选取最低估值，即 1.24 港元/股为我们的目标价。该估值对应 87.9% 的股价上涨空间。

## 1. 可比公司估值法

我们预测中奥到家 2019 和 2020 年的 EPS 分别为 0.12 元/股和 0.14 元/股，相当于 0.14 港元/股和 0.16 港元/股。

根据我们的预测，中奥到家当前股价对应估值为 4.6x 2019 年 PE 和 4.1x 2020 年 PE，低于香港上市的内地物业上市公司的平均值 18.9x 2019 年 PE 和 13.9x 2020 年 PE。

表 1：可比公司估值表：中奥到家市盈率低于行业平均水平

股票代码	股票简称	最新收盘价 (港元)	总股本 (亿股)	总市值 (百万港元)	总市值 (百万人民币)	在管面积 (百万平方米)	PE 2018	PE 2019E	PE 2020E
6098.HK	碧桂园服务	18.88	2,668.8	50,386.2	43,332.1	181.5	43.1	35.1	26.7
3319.HK	雅生活服务	14.54	1,333.3	19,386.7	16,672.5	138.1	19.8	15.9	12.1
2869.HK	绿城服务	6.31	2,777.8	17,527.8	15,073.9	170.4	31.3	26.2	20.0
2669.HK	中海物业	3.97	3,286.9	13,048.8	11,222.0	140.9	32.5	25.3	20.3
1778.HK	彩生活	4.93	1,399.8	6,901.0	5,934.8	363.2	11.0	9.6	8.0
1995.HK	永升生活服务	3.72	1,536.4	5,715.4	4,915.3	40.2	35.4	25.1	15.7
1755.HK	新城悦服务	6.11	820.0	5,010.2	4,308.8	42.9	21.5	16.8	11.4
3662.HK	奥园健康	4.58	726.3	3,326.2	2,860.6	10.4	23.4	18.4	11.5
2168.HK	佳兆业美好	13.96	140.0	1,954.4	1,680.8	26.9	23.5	11.7	9.4
3316.HK	滨江服务	7.03	276.4	1,943.1	1,671.1	11.6	16.9	N.A.	N.A.
1417.HK	浦江中国	2.20	405.0	891.0	766.3	5.5	30.9	N.A.	N.A.
3686.HK	祈福生活服务	0.60	1,015.2	609.1	523.8	9.6	7.0	N.A.	N.A.
6093.HK	和泓服务	1.32	400.0	528.0	454.1	56.9	N.A.	N.A.	N.A.
1538.HK	中奥到家	0.66	817.6	539.6	464.1	6.4	4.7	4.6	4.1
<b>AVERAGE</b>						86.0	23.2	18.9	13.9
<b>MEDIAN</b>						41.6	23.4	17.6	11.8

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

我们认为当前市场的估值没有充分反映出中奥到家的价值。我们认为中奥到家作为完全独立的第三方物管公司，估值上可以参考彩生活。彩生活来自母公司花样年的面积不足 1%，可以基本视为独立物管公司。结合我们对于中奥到家 2019 年的 EPS

估算，我们得出 1.34-2.65 港元/股的估值区间。

表 2：可比公司估值结果

	2019E
EPS (港元/股)	0.14
@彩生活 2019 年 9.6x PE	1.34
@行业 2019 年平均 18.9x PE	2.65

数据来源：克而瑞证券研究院

## 2. DCF 估值法

我们的 DCF 模型给与彩生活 1.24 港元/股的估值，基于我们的预测，相当于 8.6x 2019 年 PE 和 7.7x 2020 年 PE。

基于和管理层的沟通，我们审慎地假设中奥到家从 2019 年后其收入将一直保持个位数的年化增长，公司将一直享有较稳定的利润率水平，在 2025 年之前公司的息税前利润率将维持在 10%以上，之后的息税前利润率将维持在 5%以上的水平。

我们假设公司 2019-20 年将合计产生资本开支以及对外投资 2.54 亿元。鉴于管理层表示未来将持续积极探索收并购机会，我们假设公司每年将至少拿出 7,000 万用于资本开支及对外投资。随着公司规模的扩大，平台效益的提升，我们假设公司未来用于营运资本的现金流将有所改善。

我们的 DCF 模型永续经营部分假设了 2%的长期收入增长率。CAPM 模型假设了 4%的无风险利率和 6%的市场风险；鉴于公司未来在增值服务中的尝试尚有很大不确定性，我们给予公司 1.6 的 Beta，这相当于 13.6%的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 4.33 亿元，其中 3.04 亿元为从 2019 年到 2029 年的自由现金流折现值，1.29 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出 1.24 港元/股的估值。

表 3: DCF 估值模型主要数据

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	1,023.0	1,117.2	1,259.4	1,371.6	1,481.7	1,541.1	1,572.0	1,587.8	1,595.7	1,635.6	1,676.5	1,718.4	1,752.8
收入 yoy	4.7%	9.2%	12.7%	8.9%	8.0%	4.0%	2.0%	1.0%	0.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.0%
息税前利润	156.3	169.2	186.9	162.8	175.0	181.1	183.8	184.8	167.1	154.2	142.2	131.2	120.4
息税前利润率	15.3%	15.1%	14.8%	11.9%	11.8%	11.8%	11.7%	11.6%	10.5%	9.4%	8.5%	7.6%	6.9%
税率	32.7%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
税后净营业利润	105.3	115.0	127.1	110.7	119.0	123.2	125.0	125.6	113.6	104.8	96.7	89.2	81.9
折旧	25.3	30.6	35.4	40.5	45.9	50.1	51.1	51.6	51.9	53.2	54.5	55.9	57.0
经营现金流净额	130.6	145.6	162.5	151.2	164.9	173.3	176.1	177.3	165.5	158.0	151.2	145.1	138.9
资本性支出	(67.8)	(124.7)	(129.7)	(110.0)	(105.0)	(100.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)
营运资本变动	(70.7)	(16.2)	(17.5)	(13.7)	(3.0)	(0.7)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
自由现金流	(8.0)	4.7	15.3	27.5	56.9	72.6	106.1	107.2	95.5	88.0	81.2	75.1	68.9

数据来源：克而瑞证券研究院

表 4: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万元	数值
2019-2029 年现值	304.2
永续经营部分现值	128.6
企业价值	432.8
净负债/现金、对外投资等调整项	(437.7)
内在价值	870.4
股份数 (百万股)	817.6
<b>每股价值 (元)</b>	<b>1.06</b>
人民币兑港币汇率	1.16
<b>每股价值 (港元)</b>	<b>1.24</b>

数据来源：克而瑞证券研究院

## 业务

中奥到家于 2005 年在广州成立，是中国首家上市的独立物业管理公司。公司的控股股东均无开发商背景，物业管理项目完全通过市场拓展和收并购获得。公司于 2015 年 11 月 25 日在香港交易所主板挂牌上市，股票代码 1538.HK。中奥到家曾经有过战略上的转变，2015 年在香港上市后曾一度聚焦社区 O2O 领域，致使管理及市场费用大幅提高，并发生净亏损，2017 年管理层将战略重心重新聚焦在物业管理上，同时推行收并购策略，成功实现了扭亏为盈。截至 2018 年底，公司已覆盖中国 43 个城市共计 570 个项目，总合约面积达 7,050 万平方米，在管面积达 5,691 万平方米，其中 87.0% 为住宅物业。嘉御基金和易居（中国）控股都是公司的主要股东。

## 1. 业务总览

中奥到家于 2005 年在广州成立，是中国首家上市的完全独立的物业管理公司。截至 2018 年底，公司已覆盖中国 43 个城市共计 570 个项目，总合约面积达 7,050 万平方米，在管面积达 5,691 万平方米，其中 87.0% 为住宅物业。

2018 年中奥到家总收入为 10.23 亿元，同比增长 4.7%，较 2014 年的复合增速为 29.7%。公司共有四个业务板块，分别是物业管理服务、协销服务、社区 O2O 业务、以及其他服务。其中物业管理服务是收入来源的大头，2018 年该收入为 9.48 亿元；且近五年来该项业务占比不断提升，从 2014 年的 81.1% 提升至 2018 年的 92.7%。协销服务收入为 4,150.3 万元，占比逐年下降，由 2014 年的 18.9% 降至 2018 年的 4.1%。公司还曾于 2015-17 年间尝试过社区 O2O 业务，但因亏损严重，已于 2017 年 4 月做战略转型，停止在该业务上的继续投入以便更好地专注在物业管理服务上。

**表 5：中奥到家 2014-18 年收入拆分及在总收入的占比**

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
物业管理服务	292.9	351.7	559.4	910.9	948.3	34.1%
协销服务	68.3	66.1	55.7	43.2	41.5	-11.7%
其他服务	-	0.3	11.8	23.1	33.2	N.A.
社区 O2O 业务	-	2.0	8.3	0.3	-	N.A.
<b>合计</b>	<b>361.2</b>	<b>420.2</b>	<b>635.1</b>	<b>977.6</b>	<b>1,023.0</b>	<b>29.7%</b>
物业管理服务	81.1%	83.7%	88.1%	93.2%	92.7%	N.A.
协销服务	18.9%	15.7%	8.8%	4.4%	4.1%	N.A.
其他服务	-	0.1%	1.9%	2.4%	3.2%	N.A.
社区 O2O 业务	-	0.5%	1.3%	0.0%	-	N.A.
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>N.A.</b>

数据来源：公司公告

公司 2018 年共产生毛利润 2.82 亿元，较 2017 年下滑 5.0%。近五年来复合增速达 23.6%。其中物业管理服务是公司总毛利润的主要来源，来自物管服务的毛利占公司总毛利的比重从 2014 年的 74.5% 逐年提升至 2018 年的 92.1%。

表 6：中奥到家 2014-18 年毛利拆分及在总毛利的占比

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
物业管理服务	90.0	112.6	139.5	274.1	259.7	30.3%
协销服务	30.7	30.1	24.8	16.0	14.6	-16.9%
其他服务	-	(0.3)	5.3	6.5	7.7	N.A.
社区 O2O	-	(2.3)	(12.8)	0.2	-	N.A.
合计	120.7	140.1	156.7	296.8	282.1	23.6%
物业管理服务	74.5%	80.4%	89.0%	92.3%	92.1%	N.A.
协销服务	25.5%	21.5%	15.8%	5.4%	5.2%	N.A.
其他服务	-	-0.2%	3.4%	2.2%	2.7%	N.A.
社区 O2O	-	-1.6%	-8.2%	0.1%	-	N.A.
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	N.A.

数据来源：公司公告

中奥到家的毛利率基本随着其物业管理服务毛利率的变动而变动，2014-18 年间基本均维持在 30%以上，其中 2016 年和 2018 年出现两次下滑。

2016 年公司的综合毛利率从 2015 年的 33.3%降至 24.7%，这主要是由于：1) 社区 O2O 业务的持续亏损；2) 公司于 2016 年 10 月收购了浙江永诚，其在管面积和收购前的中奥到家基本相当，而毛利率低于中奥到家原有的物管业务毛利率，进而导致公司物业管理服务毛利率由 2015 年的 32.0%降至 2016 年的 24.9%。

2018 年公司的综合毛利率由 2017 年的 30.4%降至 27.6%，主要是由于公司在管物业项目的平均员工薪酬增长，且公司为改善社区环境增加了维修保养费支出，导致物业管理服务毛利率由 30.1%降至 27.4%。

表 7：中奥到家 2014-18 年各版块毛利率

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018
物业管理服务	30.7%	32.0%	24.9%	30.1%	27.4%
协销服务	45.0%	45.4%	44.5%	37.0%	35.3%
其他服务	N.A.	-77.3%	45.2%	28.2%	23.3%
社区 O2O	N.A.	-114.1%	-155.3%	72.9%	N.A.
综合毛利率	33.4%	33.3%	24.7%	30.4%	27.6%

数据来源：公司公告

## 2. 物业管理服务

物业管理收入是公司收入和利润的主要来源，且基本均采取包干制的服务收费方式。2018 年物业管理服务收入为 9.48 亿元，较 2017 年同比增长 4.1%，较 2014 年年化复合增长率为 34.1%。

截至 2018 年 12 月底，公司拥有合约项目 570 个，覆盖中国 43 个城市。公司在管面积达 5,691 万平方米，较 2017 年同比增长 4.3%，较 2014 年复合增长率为 31.4%；合约面积达 7,050 万平方米，较 2017 年同比增长 5.5%，较 2014 年复合增长率为 22.4%。

表 8：中奥到家 2014-18 年合约项目数量及面积，在管面积及覆盖城市情况

	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
合约项目数(个)	149	167	455	500	570	39.9%
合约面积(百万平方米)	31.4	33.8	60.0	66.7	70.5	22.4%
在管面积(百万平方米)	19.1	22.2	44.6	54.6	56.9	31.4%
覆盖城市数(个)	N.A.	28	39	43	43	N.A.

数据来源：公司公告

中奥到家在管面积的增长主要通过收并购驱动。2016年10月公司收购了浙江永诚，标的在管面积为2,160万平方米，和当时收购前中奥到家的在管面积相当，依靠收并购驱动，中奥到家2016年合约面积同比增长77.4%。之后公司无大规模收并购，转而将注意力放在提升自身市场拓展能力上：2017-18年公司新委聘（即来自市场拓展）的面积分别为860万平方米和880万平方米，较2016年及以前年度有了大幅提升。但2018年公司终止了部分盈利能力较差的物管服务项目，导致终止合约面积约730万平方米，几乎抵消了市场拓展带来的增量。

表 9：中奥到家 2014-18 年合约面积变动

单位：百万平方米	2014	2015	2016	2017	2018
期初	29.2	31.4	33.8	60.0	66.7
新委聘	5.0	4.0	5.3	8.6	8.8
收购	0.0	0.0	22.3	0.3	2.1
终止	(2.8)	(1.5)	(1.4)	(2.1)	(7.3)
期末	31.4	33.8	60.0	66.7	70.5
合约面积同比增长率	N.A.	7.7%	77.4%	11.3%	5.5%

数据来源：公司公告

根据我们的测算和公司管理层的披露，除了2016年由于并购浙江永诚导致每平米收费下降至1.76元/月/平方米，其余年度公司每平米收费基本稳定在1.81元/月/平方米。

表 10：中奥到家 2015-18 年单位面积收费

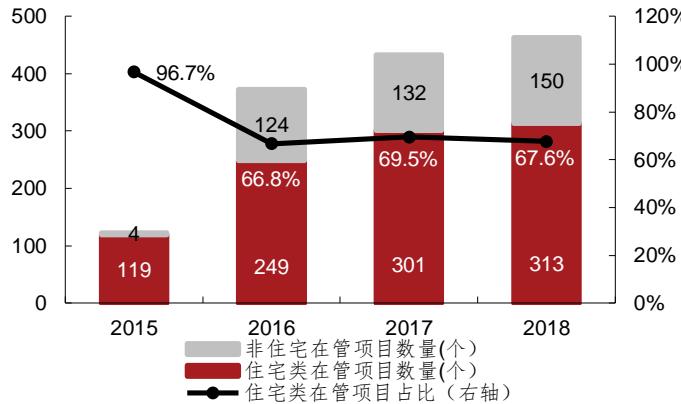
	2015	2016	2017	2018
物业管理服务收入(百万元)	351.7	559.4	910.9	948.3
在管面积(百万平方米)	22.2	44.6	54.6	56.9
单位面积收费(元/平方米/月)	1.81	1.76	1.81	1.81

数据来源：公司公告

## 2.1. 按物业类型分类

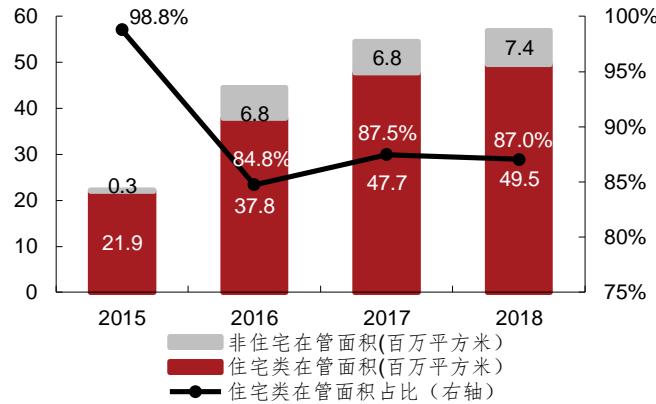
公司的主要及长期业务重点为住宅物业市场。公司2018年的在管项目中，约有67.6%来自住宅类物业，约有32.4%来自非住宅物业；在管面积中约有87.0%来自住宅物业，13.0%来自非住宅物业。近三年来住宅及非住类物业项目数占比及在管面积占比均较为稳定。

图 1：中奥到家 2015-18 年在管项目拆分



数据来源：公司公告

图 2：中奥到家 2015-18 年在管面积拆分

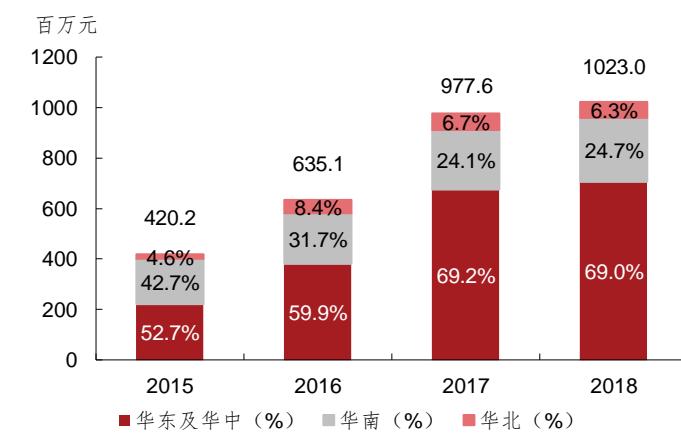


数据来源：公司公告

## 2.2. 按地区分类

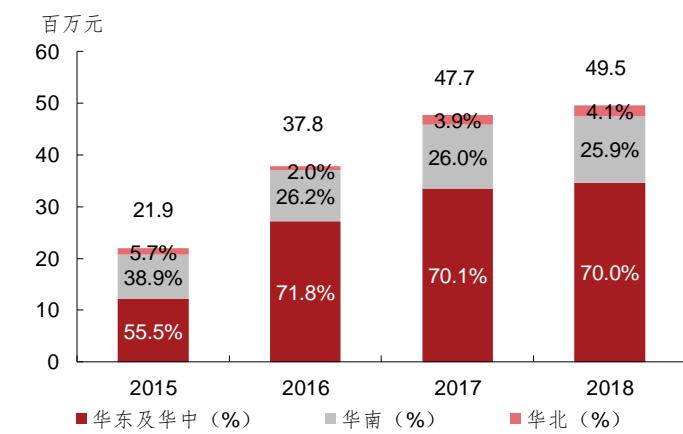
公司策略性地选择经济较发达、且人均国内生产总值较高的地区拓展市场。华东及华中地区为中奥到家的核心业务地区，其区域收入占比由 2015 年的 52.7% 上升至 2018 年的 69.0%。住宅类在管面积中，来自华东及华中地区的占比由 2015 年的 55.5% 上升至 2018 年的 70.0%。

图 3：中奥到家 2015-18 年总收入按区域拆分



数据来源：公司公告

图 4：中奥到家 2015-18 年住宅类在管面积按区域拆分



数据来源：公司公告

## 3. 协销服务

公司向开发商提供协销服务，派遣驻场员工到销售中心提供物业维护，并在销售过程中提供实时协助。主要包括向物业发展商提供示范单位及销售中心的清洁、保安及保养服务，并协助促进物业销售。

一般情况下，公司于协销合约届满后会与开发商订立初步物业管理合约，因而该业务可视为物业管理服务业务的重要来源。协销服务收费一般不和在管面积相关，而是直接和开发商约定一个打包价。

公司 2018 年协销服务的物业个数和平均每个协销项目的收入均有所下降，导致协销服务总收入由 2017 年的 4.32 亿元下滑至 4.15 亿元，同比下滑 3.9%。

表 11：中奥到家 2017-18 年协销服务情况

	2017	2018	同比增长
协销服务收入（百万元）	431.8	415.0	-3.9%
提供协销服务的物业个数（个）	66	65	-1.5%
平均每个协销项目收入（百万元）	6.5	6.4	-2.4%

数据来源：公司公告

## 4. O2O 服务

公司 2015 年 6 月开始拓展社区 O2O 业务，希望借此提升公司在资本市场的热度和估值。公司当时计划以 O2O 平台担当住户采购产品或服务的线上入口，线下配合自建仓储物流，实现自有团队配送或服务到家。由于这种模式前期投入过大而活跃用户数在业务开展初期又难以维持，导致 2015-16 年该业务亏损严重，也拖累了公司同期净利润，2015-16 年公司的净利率分别降至 2.6% 和 -1.0%。公司之后迅速调整了业务战略，于 2017 年 4 月份停止在该业务中的继续投入。

## 5. 其他服务

其他服务主要分为三块业务：1) 公司为其管理物业的升降机提供安装、维修及保养服务，并向其管理物业提供弱电工程服务；2) 公司将余下工程零部件独立出售予其他升降机服务公司；3) 在政府楼宇经营餐厅并在其中提供餐饮服务。

## 6. 股东结构及重大公司事件

### 6.1. 股东结构

启昌国际有限公司为中奥到家的最大股东，其持股比例为 53.30%，该公司由中奥到家董事会主席刘建全资持有。

**Central Oscar Holdings limited** 由嘉御基金管理的两只基金持有，其持股比例为 11.53%，为公司的第二大股东。嘉御基金由卫哲先生于 2011 年发起创立，是一家专注于互联网，新渠道相关投资机会的投资基金。

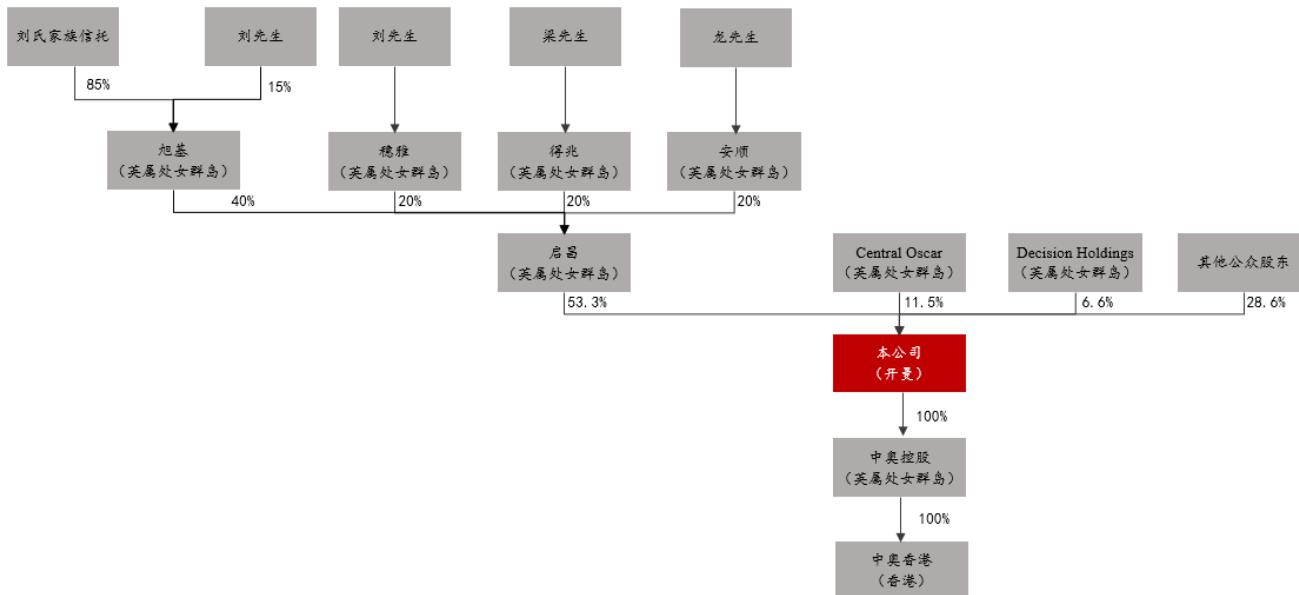
**Decision Holdings limited** 持有公司约 6.60% 的股份，为公司的第三大股东。该公司由易居（中国）控股有限公司间接持有。

表 12: 主要股东结构, 截至 2019 年 8 月

	股份数 (股)	持股比例	股东类型
启昌国际有限公司	435,820,000	53.30%	管理层
Central Oscar Holdings Limited	94,262,000	11.53%	投资人(嘉御基金)
Decision Holdings Limited	54,000,000	6.60%	投资人(易居)
公众股东	233,540,000	28.56%	公众股东
合计	<b>817,622,000</b>	<b>100.00%</b>	

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 5: 公司股权架构图



数据来源: 克而瑞证券研究院

## 6.2. 重大事件

自上市后, 公司共进行了 13 笔收购, 累计投资 5.37 亿元, 相当于 2015 年上市募集资金的 173.3%。其中收购对价最高的一笔为 2016 年 10 月收购浙江永诚, 收购对价共计 3 亿元, 其中 2016 年 10 月支付了 2.1 亿元换取 70% 的股权, 余下 9,000 万元将于之后三年内每年支付 3,000 万元。截至 2016 年 10 月, 浙江永诚拥有在管面积 2,160 万平方米, 相当于中奥收购前在管面积的 65.9%。

2018 年为公司收并购最频繁的一年, 共收购了 8 家公司。在物业管理方面公司主要收购了两家国资背景的物业管理公司——收购杭州安嘉物业管理有限公司(简称“杭州安嘉”)75% 的股权以及注资苏州工业园区建屋物业发展有限公司(简称“苏州建屋发展”), 增资后股权比例达到 66%。

公司还于 2018 年 5 月收购辉煌置业及辉煌房地产共计 51% 的股权, 支付对价 1 亿元, 对应估值约 1.96 亿元。辉煌置业主要从事房地产投资咨询服务、房地产信息咨询服务、房地产经纪服务、房地产营销规划、住房租赁, 以及代办房产证。辉煌房地产主要从事房地产信息咨询服务、房地产经纪及咨询服务、房地产营销规划及住房租赁业务。该集团 2018 年税后净利润约 1,341.2 万元, 对应 2018 年 PE 约 14.6x。

该收购含对赌协议，要求目标集团 2019、2020 年净利润分别达到 2,000 万元及 3,000 万元，分别对应 9.8x 的 2019 年 PE 和 6.5x 的 2020 年 PE。

表 13：重大公司事件，截至 2018 年 12 月 31 日

日期	标的	目标公司简介	收并购对价 (百万元)	并购股权	标的估值 (百万元)	备注
2016.1	爱到家资讯科技有限公司	收购时暂无营业	-	100%	-	
2016.2	香港东方海港工程管理有限公司	持有上海怡东物管公司 100% 股权	12.1	70%	17.2	
2016.4	杭州高第物管服务公司	物业管理服务	0.5	100%	0.5	
2016.1	浙江永诚物业管理有限公司	物业管理服务	300.0	100%	300.0	已支付 2.1 亿元收购 70% 股权，剩下 30% 分四次支付，最晚一次 2020 年 4 月 30 日之前付完
2017.7	岑溪市鸿途物业管理有限公司	物业管理服务	6.0	100%	6.0	
2018.5	佛山派瑞尔	物业管理服务	25.0	100%	25.0	已支付 2,000 万元，余下 500 万元将于 2019 年 5 月支付
2018.6	辉煌置业&辉煌房地产	房屋经纪服务	100.0	51%	196.1	已支付 3,000 万元，余下等协议条件达成后支付
2018.7	上海汤年	物业管理服务	3.4	60%	5.7	
2018.7	上海汤磊	物业管理服务	1.6	60%	2.7	
2018.12	桂林深港	物业管理服务	5.4	60%	9.0	
2018.12	杭州安嘉	物业管理服务	18.1	75%	24.1	
2018.12	广东铭锦城园林景观设计工程有限公司	园林景观设计	9.0	60%	15.0	
2019.2	苏州建屋发展	物业管理服务	56.3	66%	85.3	本次交易实为增资

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 7. 未来战略

在物业管理上，2019 年公司预计会有来自收购的杭州安嘉和苏州建屋发展共计 580 万平方米的面积进入公司在管面积。公司预计未来收并购仍是拓展面积的重要途径，预计中长期其合约面积每年增速在 10% 左右。

在增值服务上，公司希望通过收购辉煌置业以及辉煌房地产，将业务拓展至房屋经纪服务。该笔收购于 2019 年 5 月并表。

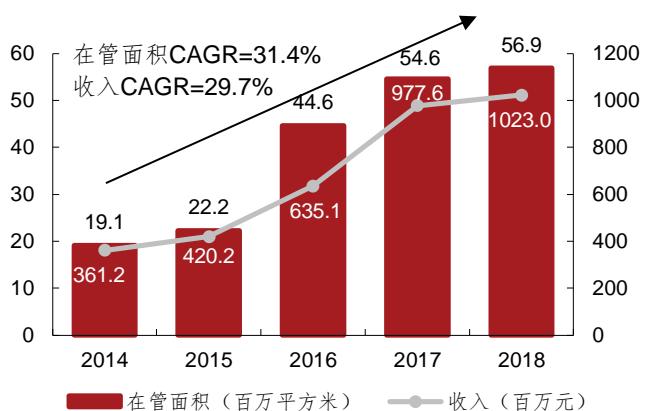
公司在社区 O2O 尝试失败后对于增值服务的探索持相对谨慎的态度。管理层认为房屋经纪业务最接近现有服务范围，拟在此方面进行尝试，且公司对自己管理的小区有很强的管控力，这是公司相较于其他独立房产经纪公司的竞争优势。

## 财务分析

2014-18 年受公司在管面积增长带动，中奥到家收入以 29.7%的年化复合增长率增长到 10.23 亿元。由于公司曾大举布局社区 O2O 业务而产生大量市场营销及管理费用，中奥到家在 2016 年一度发生亏损，但很快在 2017 年通过调整策略重新回到盈利的轨道上。在 2018 年实现净利润 9,629.6 万元。公司业务增长主要通过并购驱动，自上市中奥到家合计投资支出达到 5.37 亿元，相当于 2015 年上市募集资金的 173.3%。未来公司将继续重点发展物业管理业务，依靠收并购实现管面积稳健增长，我们预测公司 2019-20 年将分别实现净利润 1.01 亿元和 1.13 亿元，同比分别增长 4.5% 和 11.8%。同期 ROE 将维持在 15% 左右的水平。

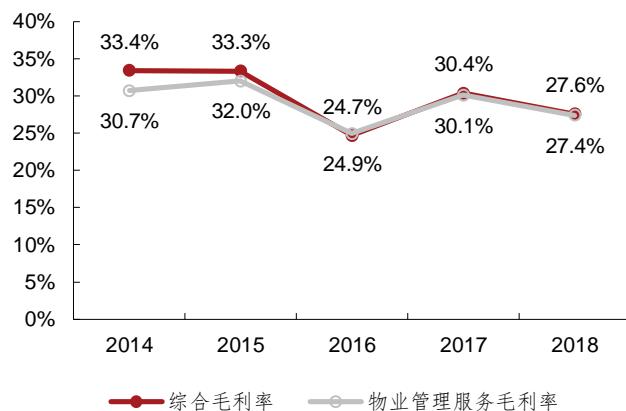
2014-2018 年中奥到家的在管面积从 1,910 万平方米扩展到 5,691 万平方米，相当于 31.4% 的复合增长率，同期收入增长了 29.7%，达到 2018 年的 10.23 亿元。

图 6：中奥到家 2014-18 年在管面积及收入情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 7：中奥到家 2014-18 年综合毛利率及物业管理服务毛利率



数据来源：公司公告

公司毛利率除了在 2016 和 2018 年有两次下滑，其余年间基本稳定在 30% 以上。由于 2015 年开始公司积极推行 O2O 社区策略，导致在 2016 相应的市场营销和管理费用大幅度提高，经营性利润率降低。2016 年公司发生净亏损 638.3 万元。公司于 2017 年一季度基本叫停 O2O 业务，重新聚焦物业管理服务。2017 年公司全面并表浙江永诚，进而经营性利润以及净利润获得了显著的回升：公司的经营性利润在 2017 年回到了 1.56 亿元的水平，对应经营性利润率由 4.2% 回升至 16%；归母净利润由 -638.3 万元转正至 9,054.9 万元，即净利率由 2016 年的 -1.0% 转为 2017 年的 9.3%。2018 年在 2017 年基础上，公司实现经营性利润 1.56 亿元，归母净利润 9,629.6 万元，较 2017 年均有小幅上涨。

表 14: 中奥到家 2015-18 年利润表核心数据

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
毛利润	120.7	140.1	156.7	296.8	282.1	23.6%
经营性费用	(25.2)	(58.6)	(129.1)	(121.5)	(156.6)	57.8%
其他收入	(13.2)	(8.9)	(0.8)	(19.1)	30.8	N.A.
息税前利润	82.3	72.6	26.8	156.2	156.3	17.4%
息税前利润率	22.8%	17.3%	4.2%	16.0%	15.3%	N.A.
净利息收入/支出	(0.0)	(1.6)	(4.7)	(9.5)	(1.8)	337.6%
所得税	(21.7)	(24.8)	(27.6)	(49.9)	(50.5)	23.6%
少数股东权益	(0.1)	(0.3)	3.0	8.7	10.9	N.A.
归母净利润	56.0	10.9	(6.4)	90.6	96.3	14.5%
归母净利率	15.5%	2.6%	-1.0%	9.3%	9.4%	N.A.

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

未来我们预计公司将继续执行重点发展物业管理的策略, 通过并购和业务拓展的方式继续扩展物管面积。我们预计 2019-20 年公司的合约面积将增长至 8,103 万平方米和 9,075 万平方米, 对应同比增长分别为 15.0% 和 12.0%。

表 15: 中奥到家 2018-20 年合约面积变动情况

单位: 百万平方米	2018	2019E	2020E
期初	66.7	70.5	81.0
新委聘	8.8	9.0	9.2
收购	2.1	5.8	5.8
终止	(7.3)	(4.2)	(5.3)
期末	70.5	81.0	90.7
对应同比增长率	N.A.	15.0%	12.0%

数据来源: 克而瑞证券研究院, 公司公告

考虑到公司 2019 年还将引入房屋经纪服务, 且这部分业务毛利高于物业管理服务毛利, 我们预计公司 2019-20 年的毛利率将小幅提升至 28.0%, 但收并购的整合可能会带来一部分销售管理费用的增加, 我们预计 2019-20 年经营性利润将达到 1.69 亿元和 1.87 亿元, 对应经营性利润率为 15.1% 和 14.8%; 净利率达到 1.01 亿元和 1.13 亿元, 对应净利率 9.0% 和 8.9%。

表 16: 中奥到家 2018-2020 年利润表核心数据

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	CAGR
毛利润	282.1	312.8	352.6	11.8%
毛利率	27.6%	28.0%	28.0%	N.A.
经营性费用	(156.6)	(173.6)	(195.7)	11.8%
其他收入	30.8	30.0	30.0	-1.4%
息税前利润	156.3	169.2	186.9	9.3%
息税前利润率	15.3%	15.1%	14.8%	N.A.
净利息收入/支出	(1.8)	(1.5)	(1.5)	0.6%
所得税	(50.5)	(53.7)	(59.4)	8.5%
少数股东权益	10.9	16.3	16.5	23.2%
归母净利润	96.3	100.7	112.5	8.1%
归母净利率	9.4%	9.0%	8.9%	N.A.

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

从 2016 年公司开始大规模收并购以来, 公司的资产主要投资在无形资产和金融资产(含部分投资性房地产)两个方面。2018 年公司无形资产为 2.46 亿元, 占在使

用资本的 71.1%；无形资产包括 1.56 亿元商誉（其中收购浙江永诚产生的商誉为 1.01 亿元，占总商誉的 64.7%），以及 9,000 万元物业管理合同。2018 年公司金融性资产为 2.32 亿元，占在使用资本的 67.1%；金融性资产大部分是公司自持的一部分投资性物业，这部分物业用于出租收取租金。

2018 年公司账上有净现金 3.04 亿元。加上在主营业务上的盈利，能够满足公司未来的并购需求。我们预计由于公司净利率水平由 2018 年的 9.4% 会小幅降至 2019 年的 9.0% 和 2020 年的 8.9%，公司的 ROE 水平也会小幅下降，我们预计 2019-20 年将分别降至 15.4% 和 14.9%。

表 17：中奥到家 2015-20 年在使用资本

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
固定资产	21.1	22.0	38.2	35.3	41.5	52.1	60.4
无形资产	0.2	0.1	195.5	200.4	246.3	230.1	211.4
金融性资产	52.1	70.4	188.9	212.8	231.9	331.6	436.3
营运资本变动	(31.4)	(5.0)	(184.6)	(215.3)	(173.8)	(157.6)	(140.2)
<b>在使用资本--资本端</b>	<b>42.0</b>	<b>87.5</b>	<b>237.9</b>	<b>233.2</b>	<b>345.8</b>	<b>456.2</b>	<b>567.9</b>
净负债	(53.6)	(419.5)	(313.5)	(382.8)	(304.0)	(293.2)	(292.2)
长期负债	0.0	5.3	101.3	69.3	43.8	43.8	43.8
所有者权益	95.6	501.7	450.1	546.7	606.0	705.5	816.3
<b>在使用资本—负债端</b>	<b>42.0</b>	<b>87.5</b>	<b>237.9</b>	<b>233.2</b>	<b>345.8</b>	<b>456.2</b>	<b>567.9</b>
<b>ROE</b>	<b>58.7%</b>	<b>2.2%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.4%</b>	<b>14.9%</b>

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

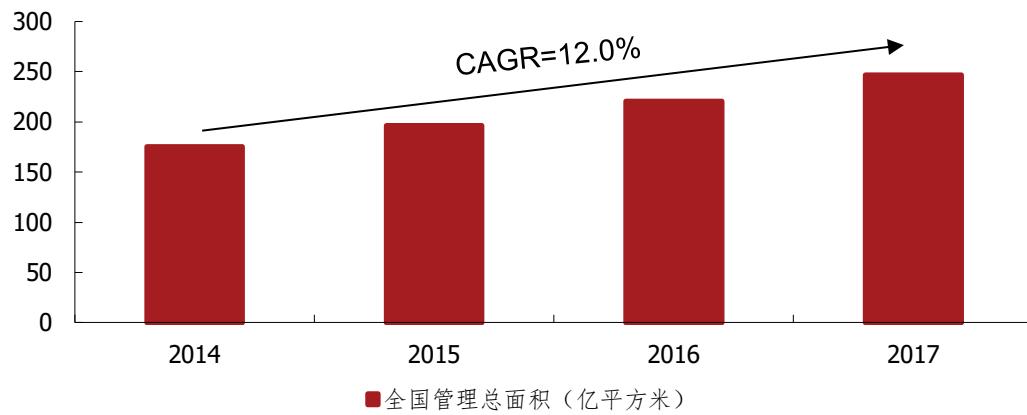
## 物业行业

2014-17 年全国物管面积复合增速 12.0%，根据中国物业管理协会预测 2023 年物管费或超 2 万亿。物管服务的物业类型多样，在管面积中住宅占比最大、收费模式以包干制居多。就平均物管费而言，办公物业收费最高。我们预计未来全国物业管理公司将呈现继续聚拢集中的趋势，行业集中度将持续提升，同时会有更多的物业管理公司谋求上市之路。增值服务是物业管理公司破局的关键，如何基于物业生活场景通过增值服务向更广阔的的业务领域渗透将成为未来上市物业公司探索重点。

## 1. 2014-17 年全国物业在管面积复合增长率为 12.0%，预计到 2023 年物管费或超 2 万亿

根据中国物业管理协会发布的数据，2017 年全国物业管理面积达到了 246.65 亿平方米，相较 2014 年增长了 71.15 亿平方米，2014-17 年复合增长率 12.0%。根据中国物业管理协会预测，到 2023 年我国物业管理总面积将达到 376.70 亿平方米，每平米每月物业管理费将达到 4.85 元，物业管理收入规模将超过 2 万亿。

图 8：2014-17 年全国物业管理总面积复合增长率为 12.0%



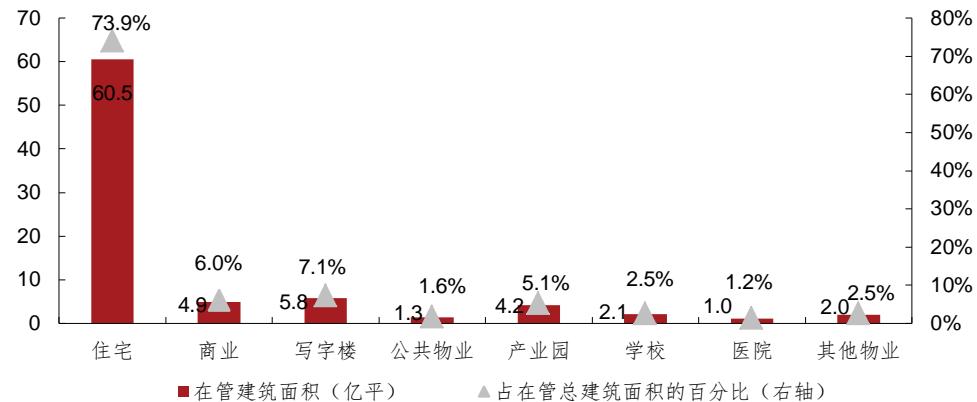
数据来源：中国物业管理协会

## 2. 物业类型多样，在管面积中住宅占比最大

我国物业管理行业服务的物业类型多种多样，包括住宅、写字楼、商业购物中心、场馆、产业园区、工业设施、学校、医院等物业业态。

从在管面积看，住宅物业占比最大。根据中国指数研究院（简称“中指院”）的数据，2018 年物业百强在管面积中，住宅物业占 73.9%，在管建筑面积达 60.51 亿平方米，在所有物业类型中占比第一。排在第二、第三的是写字楼物业和商业物业，占比分别为 7.1% 和 6.0%。

图 9: 2018 年物业百强在管面积中住宅物业占比达到 73.9%

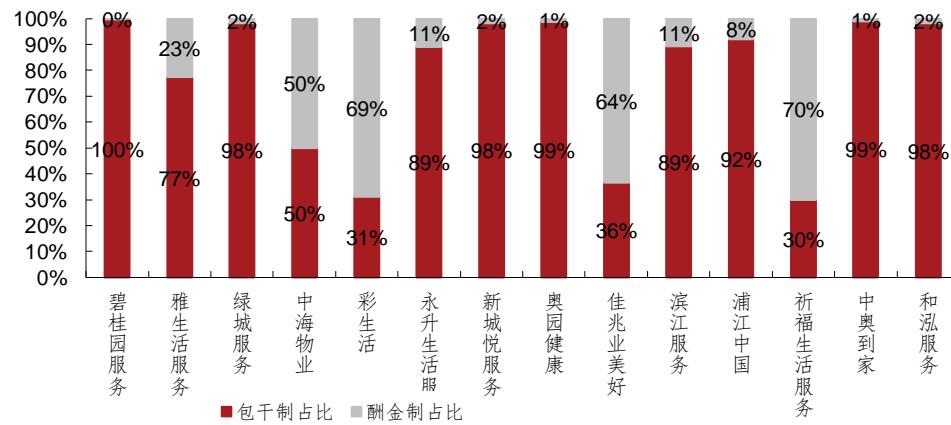


数据来源：中指院

### 3. 收费模式以包干制居多

物业管理公司的收费模式有两类，分别为包干制和酬金制。在包干制模式下，业主向公司支付一笔固定的物业管理费，由公司承担物业管理所涉及的一切成本及开支。在酬金制模式下，业主向公司支付固定管理费，而物业管理所涉及的一切有关成本及开支皆由业主承担。目前港股上市的 14 家物业管理公司除中海物业、彩生活、佳兆业美好和祈福生活服务有超过 50% 的在管面积采用了酬金制外，其他 10 家物业管理公司的收费方式以包干制为主。

图 10：港股上市的物业管理公司在管面积多数以包干制为主<sup>1</sup>



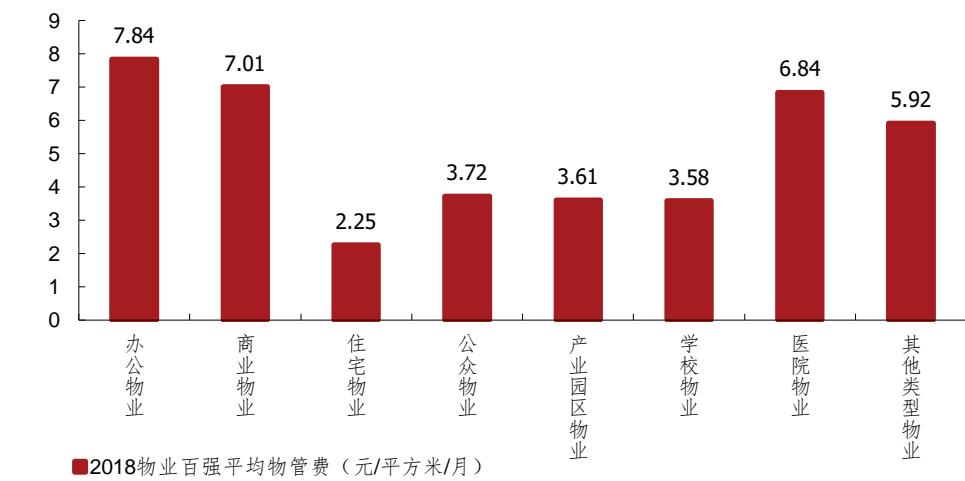
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院估算

<sup>1</sup> 公司从左至右按照 2019 年 8 月 19 日的总市值从大到小排列。因部分公司近几年年报不再披露分类数据，此处不同公司的数据年份有所不同。其中，绿城服务的数据为 2015 年的，雅生活服务的数据为 2016 年的，碧桂园服务、奥园健康、滨江服务的数据为 2017 年，彩生活、新城悦、永升生活服务、中海物业、和泓服务的数据为 2018 年。（中海物业的数据为同公司调研所得，其余公司为年报或招股说明书披露的数据）。浦江中国、祈福生活服务和中奥到家为克而瑞证券研究院估算的数据。

## 4. 办公物业收费最高，百强物业管理企业平均物管费保持平稳

从平均物业管理费来看，办公物业收费最高。根据中指院的数据，2018年各个物业类型的平均物业管理费中最高的是办公物业，达到了7.84元/平方米/月，平均收费最低的是住宅物业，为2.25元/平方米/月。

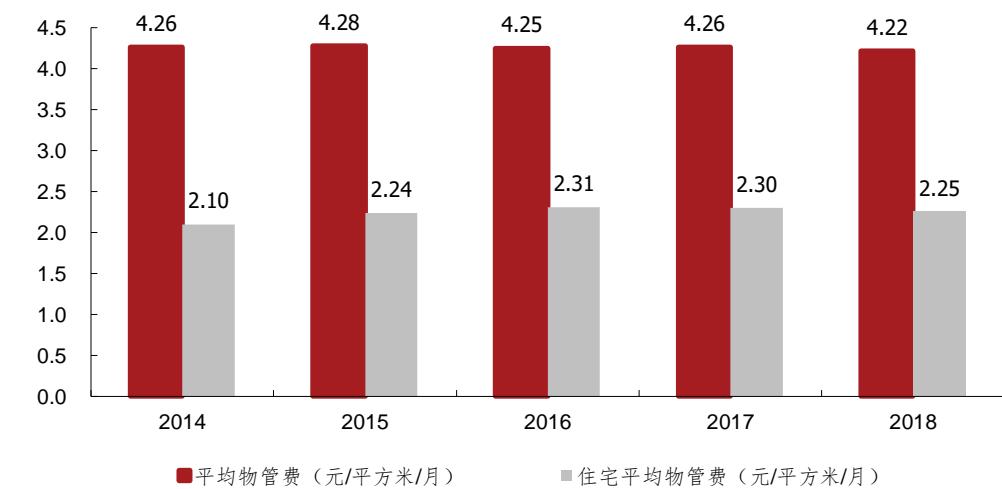
图 11：2018 年百强物业管理企业的平均物管费中收费最高的类型是办公物业



数据来源：中指院

近年来，百强物业管理企业平均物管费保持平稳。根据中指院的数据，2014-18年我国百强物业管理公司的平均物业管理费在4.22-4.28元/平方米/月之间，基本保持平稳。2014-18年，百强物业公司的住宅平均物业管理费在2.10-2.31元/平方米/月之间，年化增长率为1.7%。

图 12：百强物业管理企业平均物业管理费和住宅类物业平均物业管理费

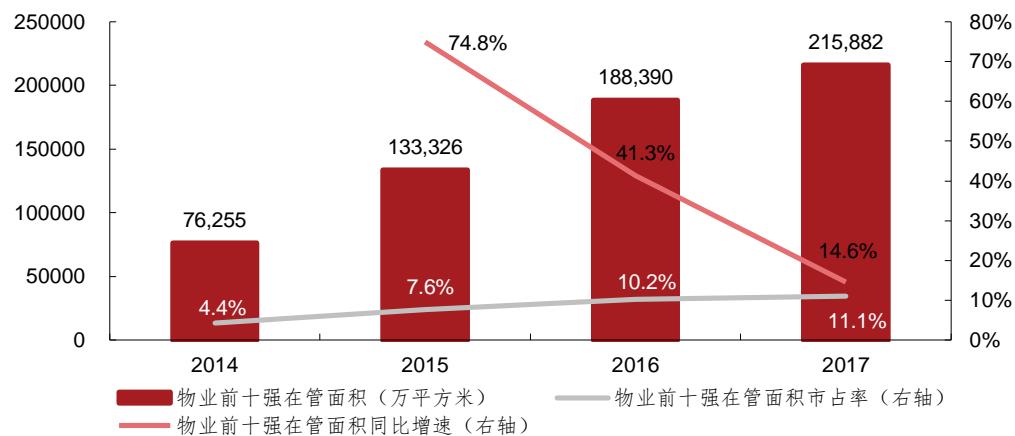


数据来源：中指院

## 5. 前十强物业管理公司在管面积集中度提升

中指院数据显示，近年来物业管理公司前十强的集中度不断提升，但增速有所放缓。2017年物业管理公司前十强的在管面积合计215.882亿平方米，2014-17年复合增长率为41.5%。2017年物业前十强的在管面积市占率为11.1%，相较2016年提升0.9个百分点。

图 13：物业管理公司前十强在管面积集中度提升



数据来源：中指院

## 6. 增值服务仍旧处于探索阶段

物业管理服务主要收取的是物业管理费，盈利模式比较单一。然而物业扎根于社区，最接近消费者的衣食住行，为社区生活相关的增值服务提供了天然的场景，进而发展增值服务为物业管理公司实现多元化经营提供了可能。

此外，互联网巨头近年将业务版图扩展到线下，纷纷布局社区生活商业，这加速了物业公司在社区增值服务领域的布局。

据不完全统计，百度、阿里巴巴、腾讯、小米、苏宁、京东、美团点评在2015至今共投资社区生活相关项目约30个。涉及包括传媒、智慧社区、房屋金融、家政、家装、零售、房屋经纪、医疗等在内的10多个行业，这些项目合计投后估值约2,750亿元。

2019年8月8日，彩生活发布公告称其对京东和360进行定向增发，共募集资金4.18亿元，增资后京东、360合计持有彩生活8%的股份。这进一步体现了互联网巨头对线下生活社区的重视程度。

图 14：2015 年至今互联网企业对于社区增值服务的战略布局

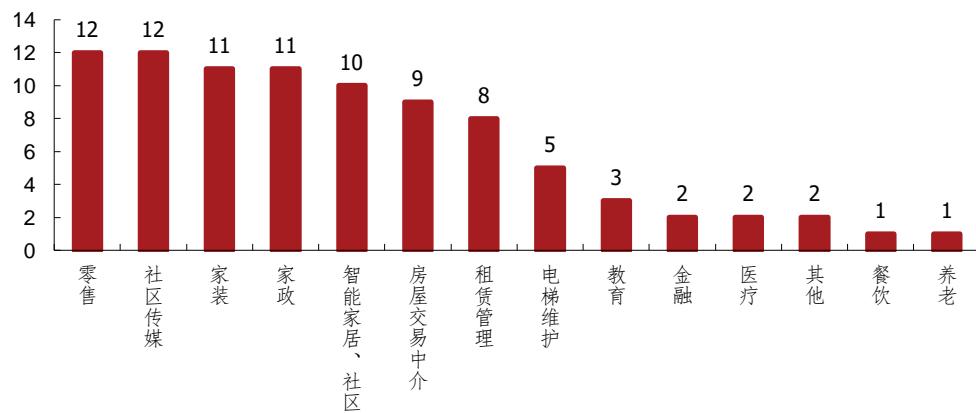
社区传媒	智慧社区	房屋金融	家政	家装	零售	房屋经纪	医疗
新潮传媒 1家	智趣生活 爱助家 Broadlink 小鱼在家 3家	房司令 1家	e袋洗 58到家 多喜娃 e家洁 无忧保姆网 5家	闪电刷新 1家	爱鲜蜂 苏宁小店 邻邻壹 易果生鲜 8天在线 钱大妈 每日优鲜 便利购 天天果园 彩生活 17家	超级物种 同程生活 芙蓉兴盛 点我达 高鑫零售 Bigbasket 逸刻新零售 盒马鲜生	宅急搜 链家网 2家

数据来源：IT 桔子，克而瑞证券研究院

我们认为社区增值服务只有嫁接到物业平台上才有持续经营的能力。这主要由于物管公司本身就是一个流量入口，物业公司主导的增值服务天然免去了“流量成本”，而该成本的降低对于大多数社区增值服务商的生存至关重要。

物业管理公司的增值服务多种多样，主要集中在社区电商平台、楼盘销售中介服务、长租、家装、电梯维修、社区教育、社区健康、社区养老等领域。然而，目前社区的增值服务还处于前期的探索状态。

图 15：港股上市内地物业公司在增值服务上的布局<sup>2</sup>



数据来源：公司公告，公司官网，克而瑞证券研究院

根据我们的统计，香港上市的内资物业公司中，对社区提供的增值服务收入仅占物业公司总收入的 15.6%，而该比例从 2015 年开始仅提升了 2.7 个百分点。

<sup>2</sup>数字表示拥有该项增值服务的港股上市内地物管公司家数

图 16：港股上市内资物业公司增值服务收入<sup>3</sup>占比平均值



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 7. 2018 年以来物业备受资本关注

彩生活于 2014 年 6 月 30 日在港交所上市，是国内第一家在港股上市的物业公司。据统计，2014-17 年三年间，只有 6 家物业公司港股上市。而 2018 年至今约一年半间，已有 8 家物业公司港股上市。此外，保利物业已经向港交所提交了上市申请，还有包括蓝光嘉宝、宝龙物业等公司在筹备赴港上市。

图 17：物业公司港股上市时间表



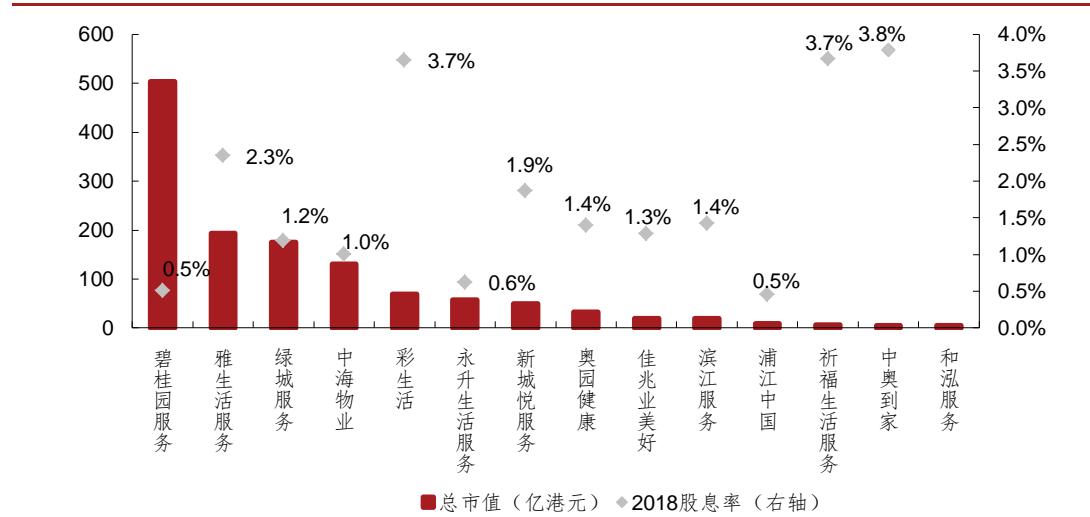
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

<sup>3</sup> 此处的增值服务收入剔除了非业主增值服务

## 8. 上市公司数据透视

### 8.1. 市场表现相关数据

图 18：港股上市内地物业管理公司总市值和 2018 股息率<sup>4</sup>



数据来源：Bloomberg, 克而瑞证券研究院

表 18：最新收盘价，及 2018、2019 年 PE 估值<sup>5</sup>

股票代码	股票简称	最新收盘价(HK\$)	PE 2018	PE2019
6098.HK	碧桂园服务	18.88	43.1	35.1
3319.HK	雅生活服务	14.54	19.8	15.9
2869.HK	绿城服务	6.31	31.3	26.2
2669.HK	中海物业	3.97	32.5	25.3
1778.HK	彩生活	4.93	11.0	9.6
1995.HK	永升生活服务	3.72	35.4	25.1
1755.HK	新城悦服务	6.11	21.5	16.8
3662.HK	奥园健康	4.58	23.4	18.4
2168.HK	佳兆业美好	13.96	33.6	N.A.
3316.HK	滨江服务	7.03	11.9	5.9
1417.HK	浦江中国	2.20	30.9	N.A.
3686.HK	祈福生活服务	0.60	7.0	N.A.
1538.HK	中奥到家	0.66	4.7	4.6
6093.HK	和泓服务	1.32	N.A.	N.A.
平均值			23.5	18.3
中值			23.4	17.6

数据来源：Bloomberg, 克而瑞证券研究院

<sup>4</sup> 股息率相对于 2019 年 8 月 19 日收盘价

<sup>5</sup> 最新收盘价为 2019 年 8 月 19 日收盘价

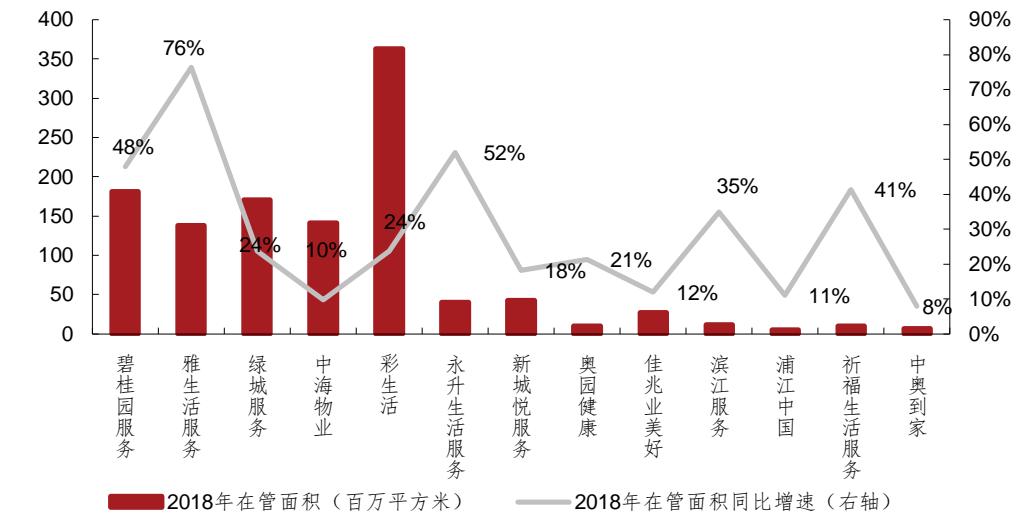
表 19: 港股上市内地物业公司公司股价表现<sup>6</sup>

股票代码	股票简称	年初至今涨跌幅	近 6 个月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	上市至今涨跌幅
6098.HK	碧桂园服务	51.8%	48.9%	56.0%	88.8%
3319.HK	雅生活服务	36.9%	23.0%	9.3%	53.7%
2869.HK	绿城服务	5.2%	-13.6%	-2.5%	186.8%
2669.HK	中海物业	73.4%	40.3%	64.7%	274.5%
1778.HK	彩生活	17.7%	8.8%	-27.1%	7.2%
1995.HK	永升生活服务	109.0%	37.3%	N.A.	109.0%
1755.HK	新城悦服务	58.7%	5.9%	N.A.	103.0%
3662.HK	奥园健康	N.A.	N.A.	N.A.	2.9%
2168.HK	佳兆业美好	N.A.	N.A.	N.A.	51.1%
3316.HK	滨江服务	N.A.	N.A.	N.A.	-4.0%
1417.HK	浦江中国	-18.5%	-27.6%	15.8%	37.5%
3686.HK	祈福生活服务	9.1%	-3.2%	-7.7%	-3.2%
1538.HK	中奥到家	1.5%	-14.3%	-42.6%	-64.7%
6093.HK	和泓服务	N.A.	N.A.	N.A.	-23.3%
平均值		34.5%	10.5%	8.3%	58.5%
中值		27.3%	7.4%	3.4%	44.3%

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

## 8.2. 业务及财务相关数据

图 19: 港股上市内地物业管理公司 2018 年在管面积及同比增速<sup>7</sup>

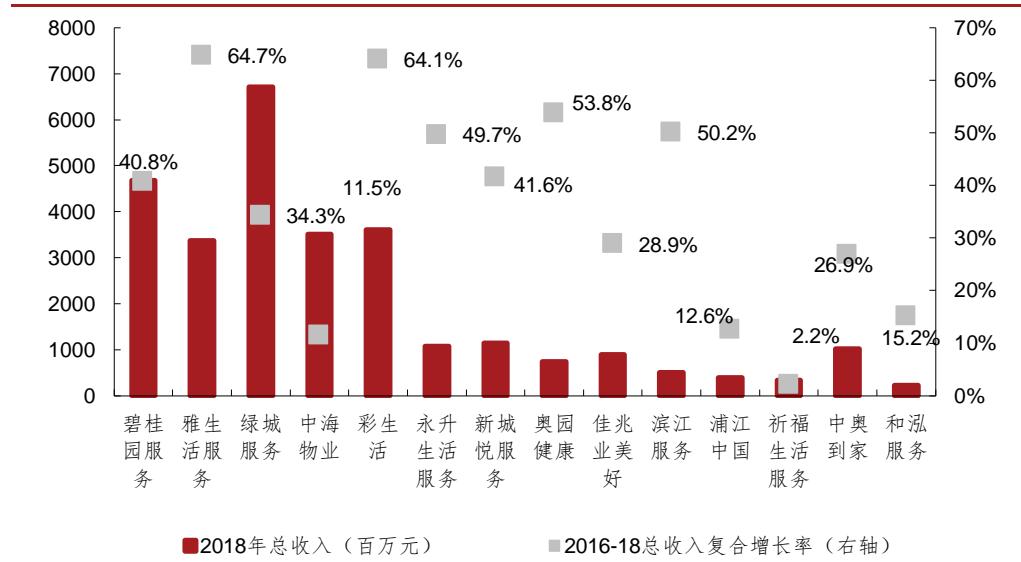


数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

<sup>6</sup> 最新收盘价为 2019 年 8 月 19 日的收盘价

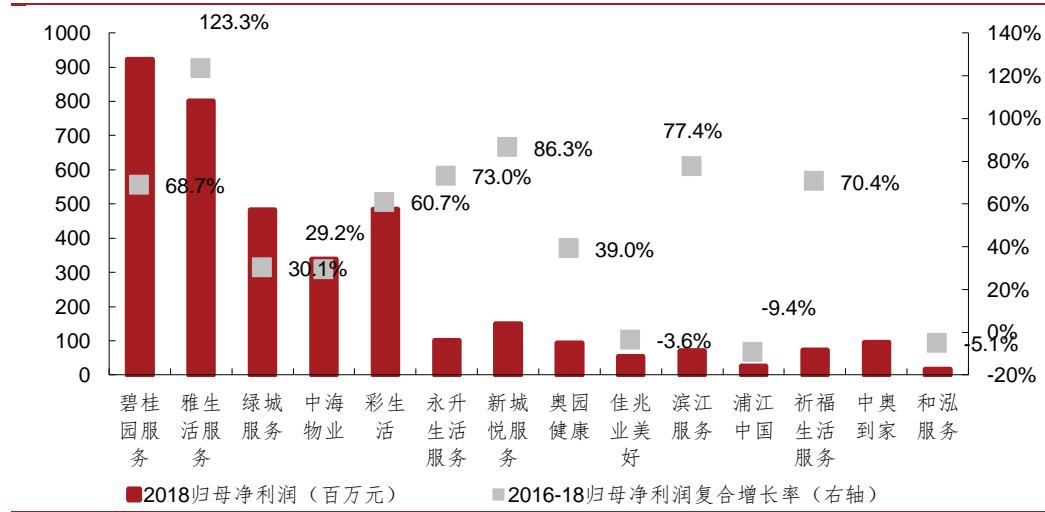
<sup>7</sup> 因为浦江中国 2018 年总在管面积数据未披露, 此图采用的是按建筑面积收费的在管面积数据

图 20: 港股上市内地物业管理公司总收入和 2016-18 年总收入及同比增速



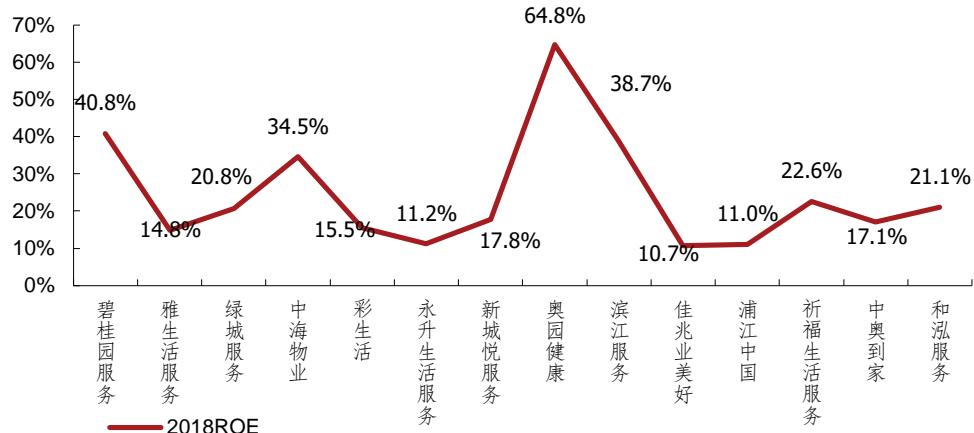
数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 21: 港股上市内地物业管理公司 2018 年归母净利润



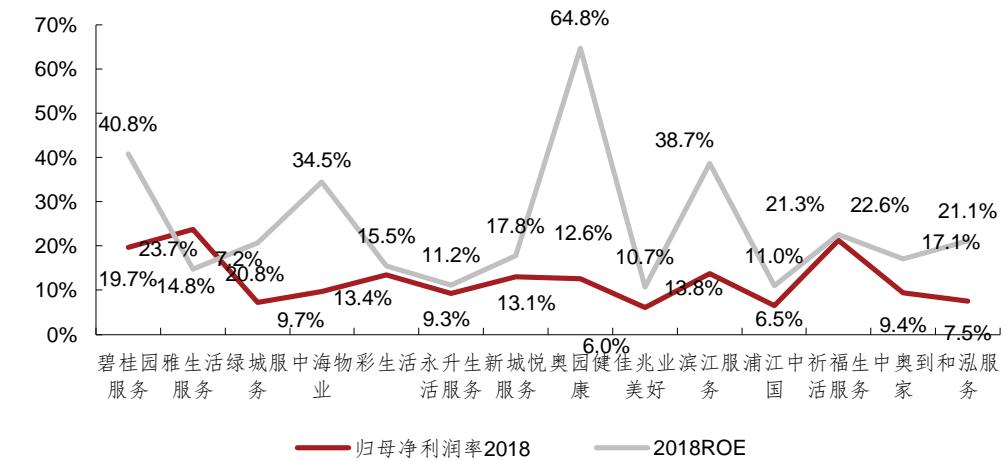
数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 22: 港股上市内地物业管理公司 2018 年 ROE



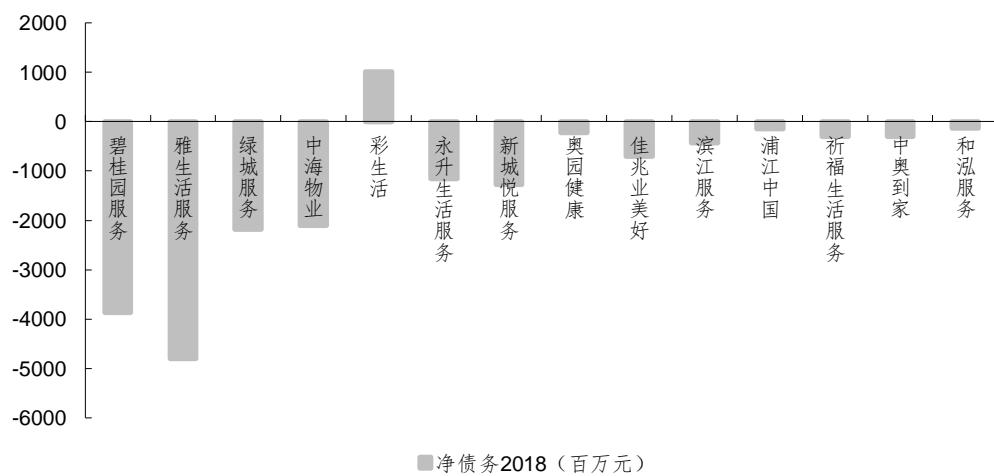
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 23: 港股上市内地物业管理公司 2018 年净利润率



数据来源：克而瑞证券研究院

图 24: 港股上市内地物业公司 2018 年净负债



数据来源：Bloomberg，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/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。

### 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（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

## 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所有损失，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。