

2019年07月02日

房地产 | 物业管理和服务

强烈推荐（首次）

聚焦大湾区的高增长物管服务商

目标股价：6.50 港元

当前股价：4.57 港元

奥园健康 03662.HK

#### 基础数据

流通市值（百万港元）	3319.0
企业价值（百万港元）	2341.6
账面价值（百万港元）	854.5
发行股份（百万股）	726.3
公众持股比例（%）	27.74
近3月平均日交易量（百万港元）	13.95
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	7.48	-4.42	NA
绝对表现	14.82	-6.74	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

分析师 徐婵娟

执业证号：BOI213

852-25105555

Sarah.Xu@cricsec.com

联系人 胡乐天

执业证号：BDI847

852-25105555

Laurence.Hu@cricsec.com

- **强烈推荐，目标价格 6.50 港元/股。**我们对奥园健康生活集团有限公司（简称“奥园健康”）进行首次覆盖，目标价格 6.50 港元/股。我们认为公司将长期受益于中国奥园集团股份有限公司（简称“中国奥园”，股票代码 3883.HK）的业务支持。我们预计奥园健康 2019、2020 年 EPS 将分别为 0.25 港元/股和 0.40 港元/股，净利润同比分别增长 98.6%和 60.8%，我们认为公司目前的价格未充分反映该高增长。基于我们的模型，在 6.50 港元/股目标价下，奥园健康的估值为 26.2x 2019 PE 和 16.3x 2020 年 PE。
- **2015-18 年业绩稳健。**受中国奥园的业务高增长带动，2018 年奥园健康在管面积达到 1,043.2 万方，总收入达到 6.19 亿元，2015-18 年间分别实现了 25.8%和 51.2%的年化增长率。由于 2018 年公司发生了部分上市费用，2018 年净利润达到 7,814.4 万元，实现了 2015-18 年 42.7%的年化增长。
- **物管面积持续保持高双位数增长。**公司将继续从母公司中国奥园受益。2018 年中国奥园新增项目 64 个，新增可开发建筑面积约 1,258 万平方米。2018 年底中国奥园土地储备总面积约 3,410 万方，可以继续满足奥园健康的中长期发展。我们预计 2019 年在管面积将新增 599.0 万方，2020 年新增 1,397.7 万方，公司累计在管物业面积分别同比增长 57.4%和 85.1%。
- **发力商业运营。**奥园健康的商业运营板块业务主要来自中国奥园，服务包括前期的市场定位及招商、以及后期的商业运营及管理服务。和商场物管不同，商业运营可以提升在管商场的出租率和租金收入水平，故而有较强的定价能力。

**风险提示：**奥园健康业务集中来自于中国奥园的支持，在多元化经营领域，其商业运营和健康养生两个新的板块是否能实现全面商业化有待观察。

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	11.4
市现率 (x)	NA	NA	NA	14.5	9.0
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	2.1	1.3
EV/EBITDA (x)	NA	NA	NA	8.7	5.7
EV/EBIT (x)	NA	NA	NA	8.9	5.8

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&管理费用	(11.3)	(24.2)	(42.2)	(90.4)	(126.4)
税息折旧摊销前经营性利润	60.8	108.9	123.0	230.6	351.2
折旧	(1.7)	(2.3)	(3.8)	(4.6)	(5.6)
息税前利润	59.2	106.6	119.2	226.0	345.6
净利息费用	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
净利润	41.0	69.8	78.1	155.2	249.5
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	2016	2017	2018	2019E	2020E
物业管理服务的毛利率(%)	30.4	31.0	32.3	33.0	32.0
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)

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
资产总计	330.3	570.9	503.0	1,309.4	1,822.3
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	248.9	458.9	376.0	573.8	898.9
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
总负债	249.4	459.9	376.8	574.6	899.6
股本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积	80.8	111.0	126.3	734.8	922.6
少数股东权益	0.3	0.5	0.6	3.6	4.5
股东权益总计	80.8	111.0	126.3	734.8	922.6
负债和股东权益	330.3	570.9	503.0	1,309.4	1,822.3

现金流量表					
会计年度, 百万人民币	2016	2017	2018	2019E	2020E
息税折旧摊销前利润	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)
经营活动现金流	23.1	37.8	223.6	196.8	315.9
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)
股权融资	0.3	(0.7)	80.8	493.1	0.0
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	0.3	(0.7)	82.5	453.2	(62.1)
现金净增加额	31.4	81.0	36.0	642.0	183.9

## 估值

基于我们的预测，奥园健康当前的估值为 18.1x2019 年 EPS 和 11.3x2020 年 EPS。我们的 DCF 模型表明奥园健康的估值为每股 6.50 港元。我们预计得益于中国奥园业务的快速发展，奥园健康的收入在 2023 年之前一直保持 20% 以上的年化增长率。尽管管理层认为公司将秉承轻资产运营的原则，并且对并购物业管理公司持审慎态度，我们仍假设公司在未来三年内将产生约 1.28 亿元的支出用于并购和资本支出。我们的目标价格显示公司目前股价有 42.2% 的升幅。

## DCF 估值法

基于我们的预测，我们的 DCF 模型给予奥园健康每股 6.50 港元的估值，相当于 26.2x 2019 年 EPS，和 16.3x 2020 年的 EPS。

表 1：目标价格每股 6.50 港元对应估值

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
目标价每股 6.50 港元	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
	26.2	16.3	4.9	3.0	5.5	4.4	14.0	9.2

数据来源：克而瑞证券研究院

我们的 DCF 模型假设奥园健康在 2023 年之前一直保持 20% 以上的同比收入增长。并预计来自中国奥园的新楼盘物业管理项目将会继续增多，进而提升公司的整体盈利水平。尽管如此，我们仍保守地假设奥园健康的经营性利润率将从 2021 年开始呈下降趋势，并于 2030 年达到 9.6% 的水平。随着规模的扩大，我们预计公司将增加对营运资金的投入。

即使管理层表示将继续坚持审慎和轻模式的运营模式，出于对公司业务拓展的预期我们仍假设奥园健康将于近三年内累计投入 1.28 亿元用于资本支出和并购物业项目。

我们的 DCF 模型永续经营部分假设了 2% 的长期收入增长率。我们的 CAMP 模型假设了 4% 的无风险利率和 6% 的市场风险；基于 Bloomberg 的统计，我们给予公司 1.4 的 Beta，这相当于 12.3% 的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 32.22 亿元，其中 22.14 亿元为从 2019 年到 2029 年的自由现金流折现值，10.08 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出每股 6.50 港元的公司估值。

表 1: 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	619	972	1,551	2,292	3,057	3,772	4,390	4,893	5,286	5,583	5,818	5,989	6,130
收入同比增速	41.9%	57.0%	59.7%	47.7%	33.4%	23.4%	16.4%	11.5%	8.0%	5.6%	4.2%	2.9%	2.4%
经营性利润	119	226	346	485	615	721	797	799	777	739	693	642	591
经营性利润率	19.3%	23.3%	22.3%	21.2%	20.1%	19.1%	18.1%	16.3%	14.7%	13.2%	11.9%	10.7%	9.6%
税率	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
税后经营利润	86	163	249	349	443	519	574	575	559	532	499	462	426
折旧	1	2	2	5	6	8	9	10	11	11	12	12	12
经营性现金流净额	87	164	251	354	449	526	582	585	570	543	510	474	438
资本性支出	(11.1)	(8)	(70)	(50)	(40)	(40)	(40)	(32)	(29)	(26)	(23)	(21)	(19)
营运资本	197.0	37	60	(29)	(30)	(28)	(24)	(20)	(15)	(12)	(9)	(7)	(6)
自由现金流	273	193	242	275	379	459	518	534	526	505	478	446	414

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 2: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万元	数值
2019-2029 年现值	2,214
永续经营部分现值	1,008
企业价值	3,222
净负债/现金、对外投资等调整项	(837)
内在价值	4,059
股份数 (百万股)	726
每股价值 (元)	5.59
人民币兑港币汇率	1.16
每股价值 (港元)	6.50

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 业务

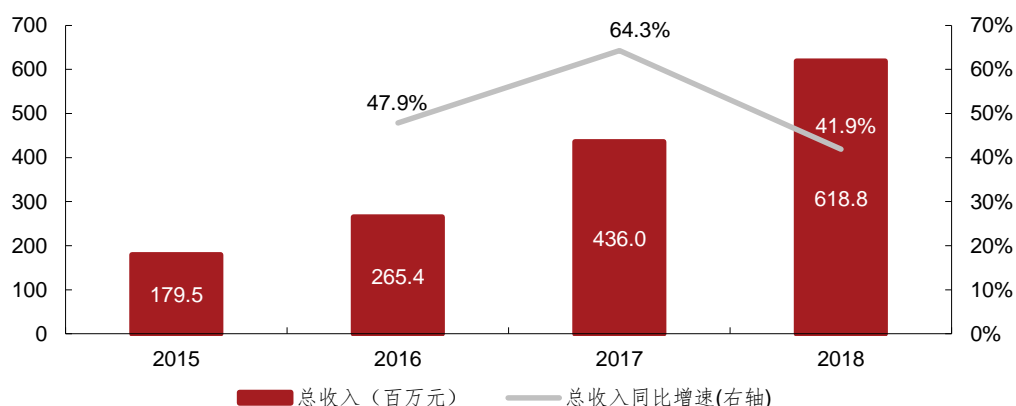
奥园健康生活集团（股票代码：3662.HK）于 2000 年 6 月在广州成立。2011 年正式开始物业管理服务业务，是中国奥园集团旗下的物业管理服务商，2019 年 3 月 18 日在香港交易所主板上市，是内地第 13 家登陆香港交易所的上市物业公司。奥园健康业务以物业管理服务为主，商业运营服务为辅。2018 年，奥园健康生活实现总营业收入 6.19 亿元，其中来自物业管理服务的收入达到 4.53 亿元，占比 73.2%，较上年同比增长 42.6%。公司进驻 11 个省份，25 个城市，物业管理在管项目 61 个，在管总面积 1,043.2 万平方米；商业运营服务部分贡献收入 1.66 亿元，占比 26.8%，2015-18 年复合增长率为 76.4%，公司在管商场 9 个，在管面积达 42.4 万平方米。公司实现总毛利润 2.09 亿元，同比增长 40.6%；归母净利润 7,814.4 万元，同比增长 12.0%。

## 1. 业务总览

奥园健康生活集团有限公司（奥园健康）前身广州奥园 2000 年 6 月在广州成立，于 2011 年正式开始物业管理服务业务，是中国奥园集团旗下的物业管理服务商。2019 年 3 月 18 日公司在香港交易所主板上市，股票代码 3662.HK。奥园健康业务以物业管理服务为主，面向住宅、服务式公寓；商业运营服务为辅，面向商场提供前期定位及招揽，以及开业后的管理运营服务。

奥园健康的业务主要由物业管理服务以及商业运营服务两大板块组成。2018 年奥园健康实现总营收 6.19 亿元，其中 4.53 亿元来自物业管理服务板块，2015-18 年年复合增长率为 51.1%；1.66 亿元来自商业运营服务板块，2015-18 年复合增长率为 76.4%。在 2015 到 2018 年间，随着奥园健康逐渐承接来自中国奥园的商管业务，商业运营板块收入比重稳步提升，由 2015 年的 16.8% 上升到 2018 年的 26.8%。

图 1：2015-18 年总收入及总收入同比增速



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院



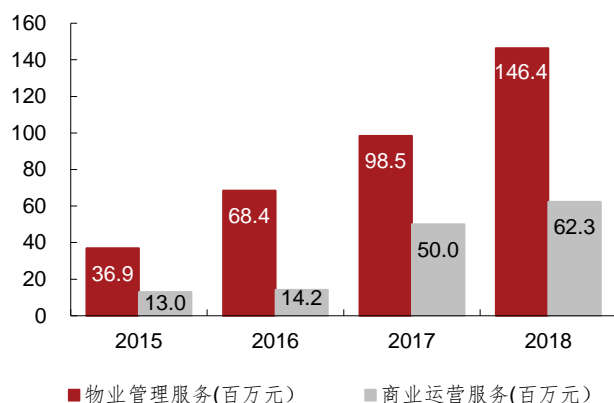
表 4： 2015-18 年营收拆分占比

	2015	2016	2017	2018
物业管理服务	83.2%	84.7%	72.9%	73.2%
物业管理服务	64.0%	65.2%	53.9%	49.4%
销售辅助服务	12.2%	10.5%	10.1%	16.0%
社区增值服务	7.0%	9.0%	8.9%	7.8%
商业运营服务	16.8%	15.3%	27.1%	26.8%
市场定位及商户招揽服务	0.0%	2.9%	15.7%	10.2%
商业运营及管理服务	16.8%	12.4%	11.4%	16.6%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

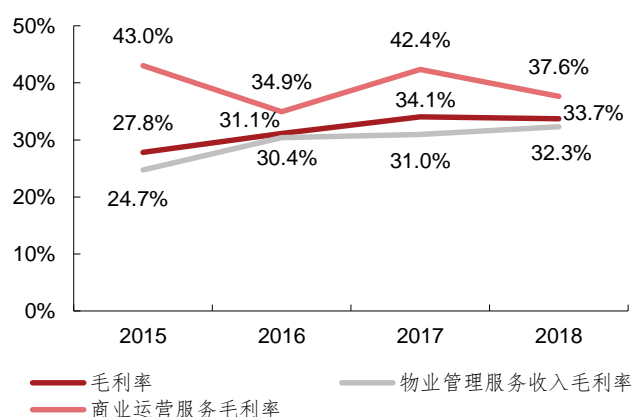
2018 年公司实现总毛利润 2.09 亿元，总体毛利率为 33.7%。物业管理服务板块贡献 1.46 亿元，毛利率为 32.3%，从 2015 年的 24.7%提升 7.58 个百分点。这主要受益于来自中国奥园新承接项目的物业管理费逐步提升、以及公司承接更多非住宅物业管理项目；商业运营服务板块的毛利率一直高于物业管理业务，主要受益于商业管理服务定价遵循市场化原则，不存在业委会施压。2018 年该板块毛利率为 37.6%，贡献毛利润 6,230.0 万元，由于商场定位招揽服务处于起步阶段，前置费用较多，使得毛利率波动较大。

图 2： 2015-18 年毛利润拆分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 3： 2015-18 年毛利率拆分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

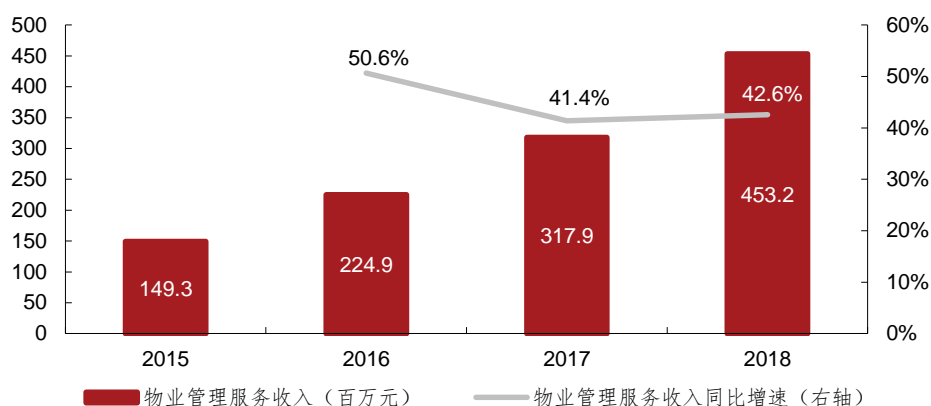
## 2. 物业管理服务板块

物业管理服务板块主要由三块业务组成：物业管理服务、销售辅助业务以及社区增值服务。物业管理服务，主要指在交付前及交付后阶段向物业开发商、业主或业主委员会提供一系列物业管理服务，如安保、清洁、园艺及维修与维护服务；销售辅助服务，主要指在预售期间向物业开发商提供销售协助服务，如预售陈列单位及销售办公室的清洁、安保及服务；社区增值服务，主要指向所管理物业业主或住户提供社区增值服务，如公共区域及广告租赁服务及家居辅助服务（家具装饰、公用设施、家电及家具维修及维护以及电信服务）。

物业管理服务在奥园健康整个物业管理服务板块占大头，2018 年贡献该板块 67.5% 的收入；销售辅助服务次之，2018 年板块收入占比为 21.8%；社区增值服务占比

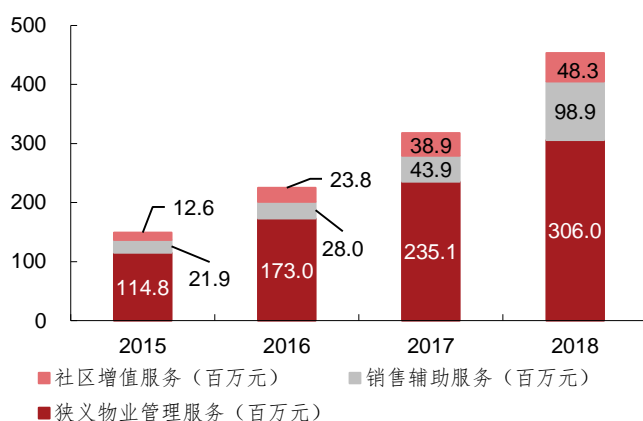
最小，2018 年板块收入占比 10.7%。

图 4：2015-18 年物业管理服务板块收入



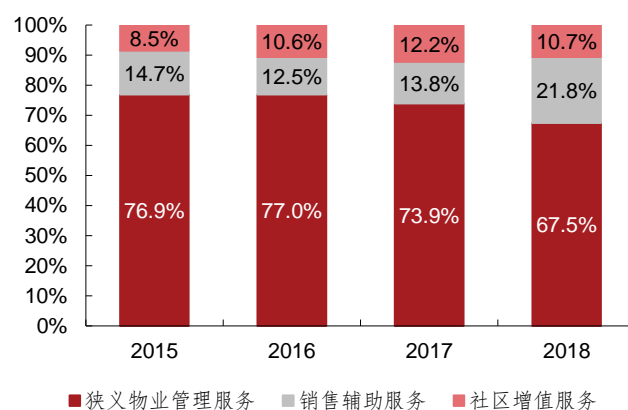
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 5：2015-18 年物业管理板块营收拆分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 6：2015-18 年物业管理板块营收拆分占比

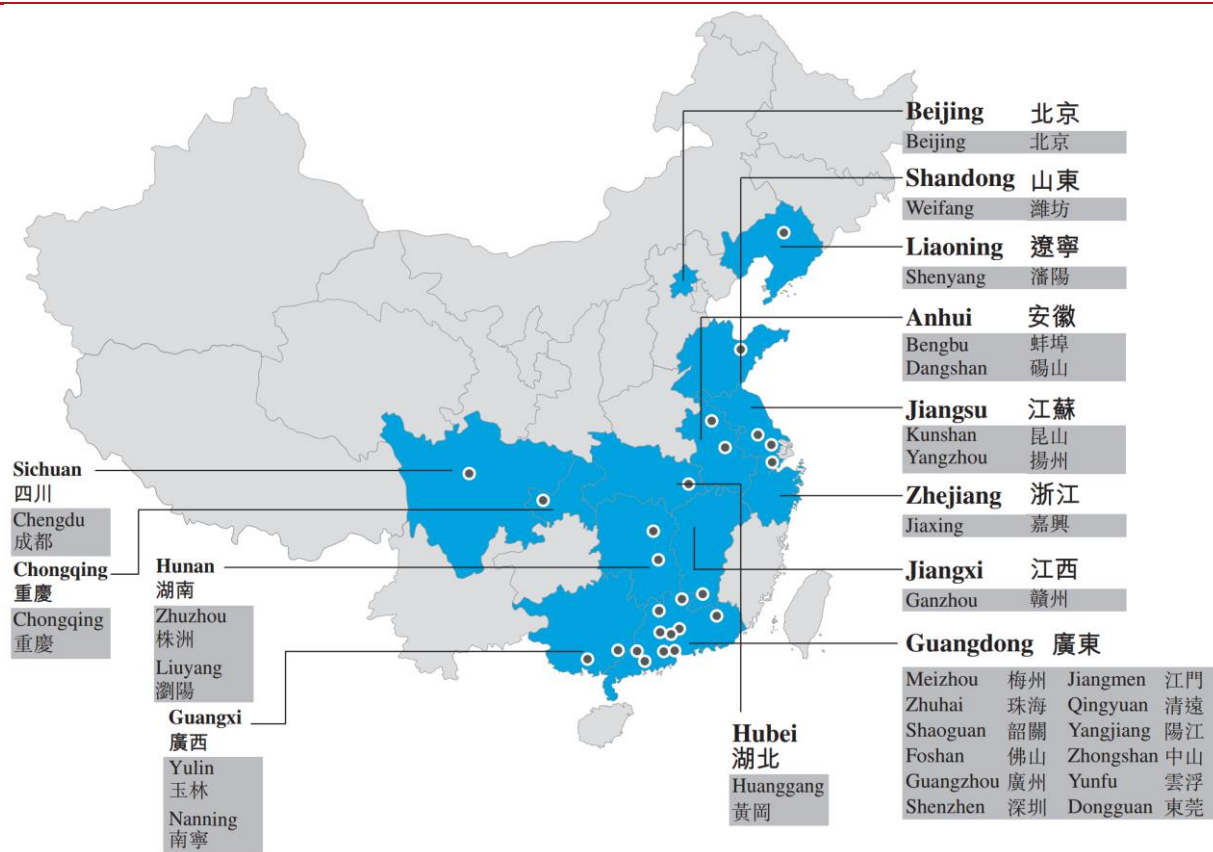


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2.1. 按地域划分

奥园健康的实际控制人中国奥园起家于广东，早期重点布局华南区域，这促使华南成为奥园健康的核心区域。2015 年以来华南区域占公司总在管面积比例一直在 50% 以上。其对物业管理服务板块的贡献约占板块收入的 2/3 以上。随着中国奥园逐渐加大全国性布局，奥园健康的在管面积也呈现多区域增长。西南区域 2018 年在管面积为 158.6 万平方米，相当于 2018 年在管面积的 15.2%，仅次于华南区域，该区域在管面积 2015-18 年均复合增长率为 33.7%。华东地区和华中和华北地区的增速显著，这两个区域 2015-18 年年化平均复合增速分别达到 89.9% 和 163.7%。由于中国奥园在东北地区拿地速度放缓，此区域的在管面积增长相对缓慢，2015-18 年年复合增速为 9.0%。

图 7：奥园健康物业管理合约地域分布



数据来源：公司公告

表 5：2015-18 年物管板块营收按区域拆分

单位：百万元	2015	2016	2017	2018
华南	103.8	149.3	212.1	302.1
西南	16.5	33.1	39.5	53.7
东北	23.5	25.8	30.9	31.3
华东	2.0	8.1	19.9	40.7
华中及华北	3.5	8.5	15.6	25.5
合计	149.3	224.9	317.9	453.2
占比				
华南	69.6%	66.4%	66.7%	66.7%
西南	11.0%	14.7%	12.4%	11.8%
东北	15.7%	11.5%	9.7%	6.9%
华东	1.4%	3.6%	6.2%	9.0%
华中及华北	2.3%	3.8%	4.9%	5.6%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告



表 6：2015-18 年物管板块营收按区域拆分占比

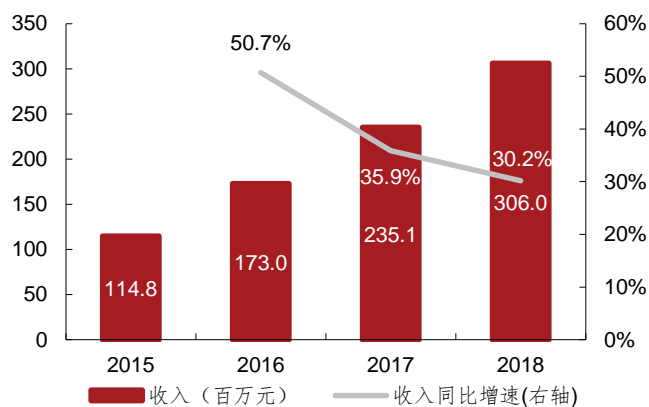
单位：千平方米	2015	2016	2017	2018
华南	3,445	3,933	4,864	5,893
西南	664	1,270	1,284	1,586
东北	925	1,124	1,178	1,197
华东	176	594	743	1,206
华中及华北	30	160	498	550
合计	<b>5,240</b>	<b>7,081</b>	<b>8,567</b>	<b>10,432</b>
占比				
华南	65.7%	55.5%	56.8%	56.5%
西南	12.7%	17.9%	15.0%	15.2%
东北	17.7%	15.9%	13.8%	11.5%
华东	3.4%	8.4%	8.7%	11.6%
华中及华北	0.6%	2.3%	5.8%	5.3%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告

## 2.2. 物业管理服务业务

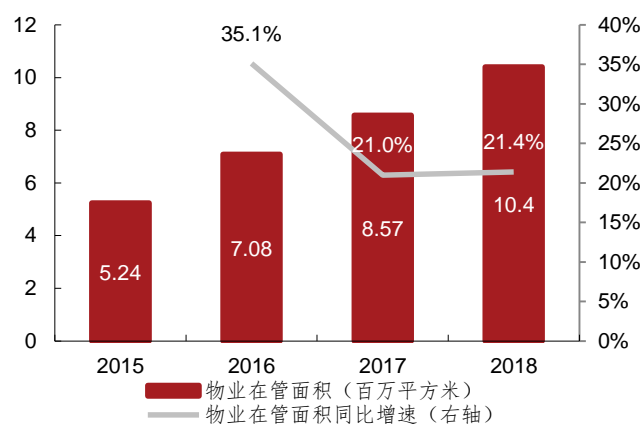
作为奥园健康收入占比最大的业务板块，物业管理服务收入一直保持高速增长，从 2015 年的 1.15 亿元增长至 2018 年 3.06 亿元，2015-18 年复合增长率达到 38.7%；其 2018 年物业在管面积达到 1,043.2 万平方米，2015-18 年复合增长率 25.8%。

图 8：2015-18 年物业管理服务营收



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 9：2015-18 年物业管理服务在管面积



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

### 2.2.1. 按客户来源划分

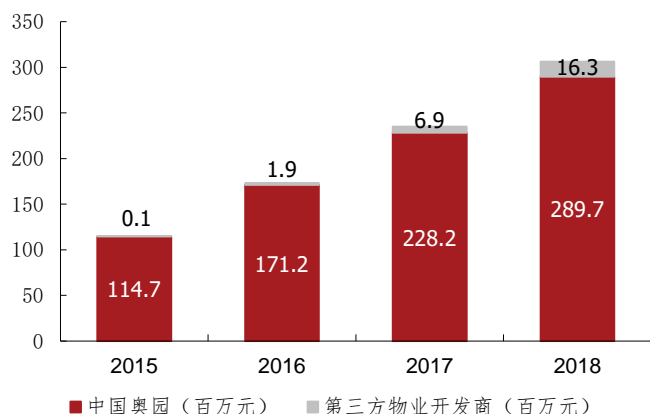
#### 中国奥园 VS 第三方物业开发商

作为中国奥园旗下的物业管理服务商，奥园健康的物业管理服务在管面积 90% 以上来自实际控制人中国奥园。奥园健康在管面积及物业管理服务收入增长受益于中国奥园的业务开展。

同时，奥园健康也在积极拓展第三方物业开发商的业务。来自第三方收入贡献稳步提升，从 2015 年仅 13.4 万元，发展至 2018 年的 1,627.8 万元。对外物管业务的

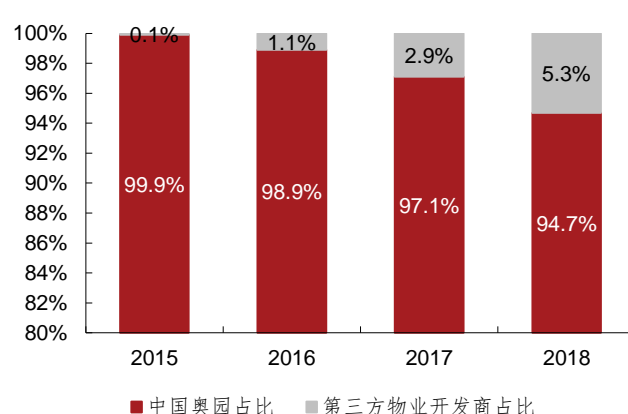
拓展主要依赖于两个渠道：一是公司通过收并购进入新市场，如 2016 年收购安徽瀚林全部股权，将版图扩张至安徽蚌埠；2017 年收购深圳华中全部股权，业务拓展至深圳。二是公司的高效的物业管理能力得到市场的认可，获取了更多第三方管理合同。

图 10： 2015-18 年物管营收按客户来源划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 11： 2015-18 年物管营收按客户来源划分占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

从每平方米收入来看，承接自中国奥园的项目平均物业管理费 2015-17 年均高于承接自第三方物业开发商的项目平均物业管理费。2018 年奥园健康新承接的第三方物业中的商铺及商住面积占比相较之前承接的项目大幅提升，促使 2018 年奥园健康来自第三方物业开发商的项目平均物业费由 2017 年 1.47 元/平方米/月快速增长至 2.43 元/平方米/月。

表 7： 2015-18 年物业费按客户来源划分

元/平方米/月	2015	2016	2017	2018
每平方米物业费	1.83	2.04	2.29	2.44
中国奥园	1.83	2.05	2.33	2.45
第三方物业开发商	0.59	1.34	1.47	2.43

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2.2.2. 按收费制度划分

### 包干制 VS 酬金制

在包干制收益模式下，物业服务提供商将向业主收取的全部物业管理费确认为收益，并从物业管理费中支付与物业管理相关的开支，后期若出现由于服务成本超预期上升导致物业服务提供商出现亏损，物业提供商自负盈亏。

在酬金制收益模式下，物业服务提供商将客户每月支付的物业管理费总额的一定比例（奥园健康一般收取物业管理总额的 10%-12%）确认为收入，剩余的物业管理费用由业委会直接支配，以补足与物业管理有关的开支。

2017 年以前，奥园健康物业管理板块的在管面积均采用包干制收费制度，2017 年奥园健康开始有一个在管项目采用酬金制。

表 8：2015-18 年在管面积按收费类型划分

单位：千平方米	2015	2016	2017	2018
包干制物业在管面积	5,240	7,081	8,449	10,315
酬金制物业在管面积	-	-	117	117

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

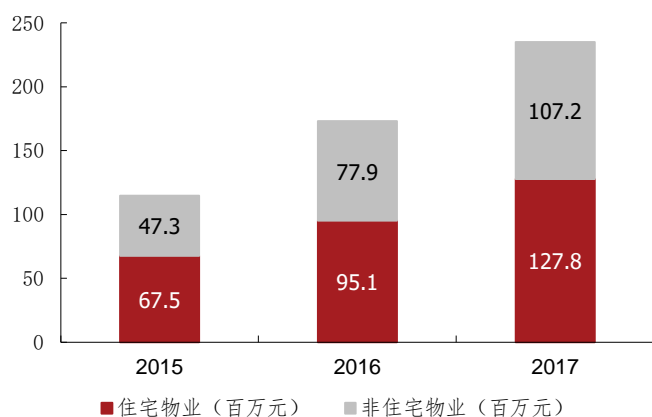
### 2.2.3. 按物业类型划分

#### 住宅 VS 非住宅

住宅物业在奥园健康的物业管理组合中占主要部分，2017 年贡献 1.27 亿元收入，占物业管理服务部分总营收的 54.4%，2015-17 年复合增长率为 37.6%。

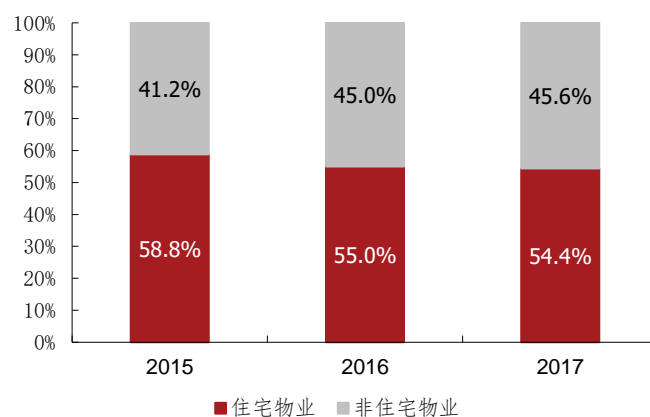
其来自于非住宅物业（主要为服务式公寓、写字楼及幼儿园）的收入也保持高速增长。2015 年仅 4,700.0 万元，至 2017 年翻了一番达到 1.07 亿元，年复合增长率高达 50.6%。

图 12：2015-17 年物管营收物业按类型划分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 13：2015-17 年物管营收按物业类型划分占比



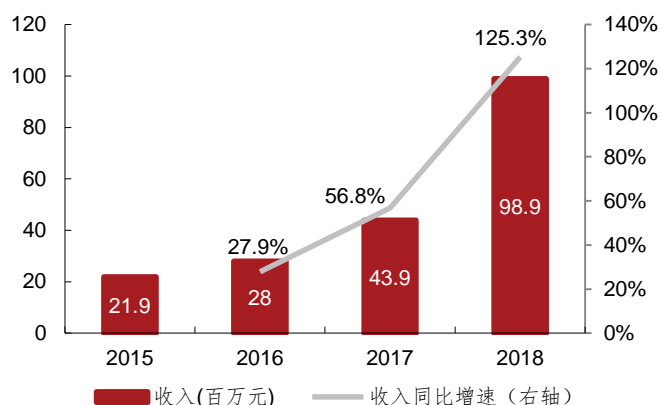
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

奥园健康的每平方米物业管理费水平保持了快速增长。住宅物业平均物业费由 2015 年 1.49 元/月/平方米增长至 2017 年 1.94 元/月/平方米，2015-17 年年复合增长率为 13.9%；非住宅物业平均物业费由 2015 年 2.67 元/月/平方米增长至 2017 年 4.10 元/月/平方米，复合增长率为 23.8%。

### 2.3. 销售辅助服务

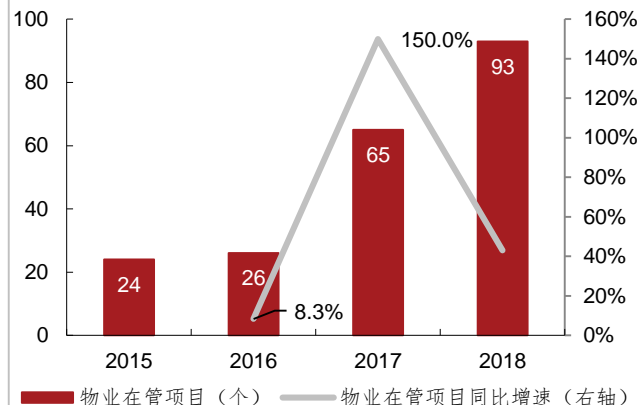
销售辅助服务主要为在预售期间向物业开发商提供销售协助服务，如预售陈列单位及销售办公室的清洁、安保及服务。这块业务 2018 年贡献收入 9,890.7 万元，2015-18 年年复合增长率达到 65.4%，奥园健康提供销售协助服务的项目皆来自于控股股东中国奥园，公司在此板块的快速增长主要受益于控股股东中国奥园在售项目数量与土地储备项目数量的高速增长。

图 14: 2015-18 年销售辅助服务营收



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 15: 2015-18 年销售辅助服务项目情况



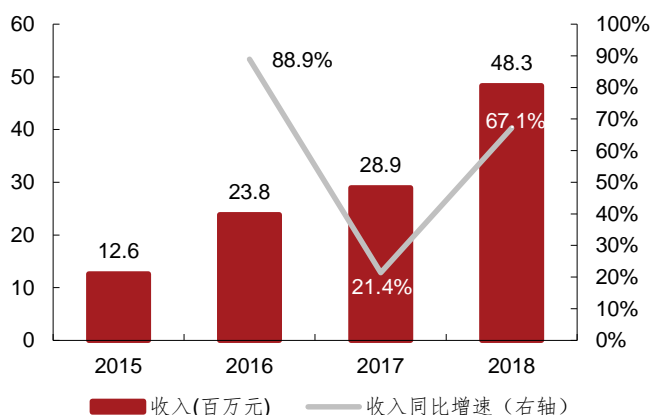
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 2.4. 社区增值服务

主要指向所管理物业业主或住户提供社区增值服务，如公共区域及广告租赁服务及家居辅助服务(家具装饰、公用设施、家电及家具维修及维护以及电信服务)。社区增值服务板块 2018 年贡献收入 4,832.4 万元，同比增长 24.1%，2015-18 年复合增长率高达 67.1%。

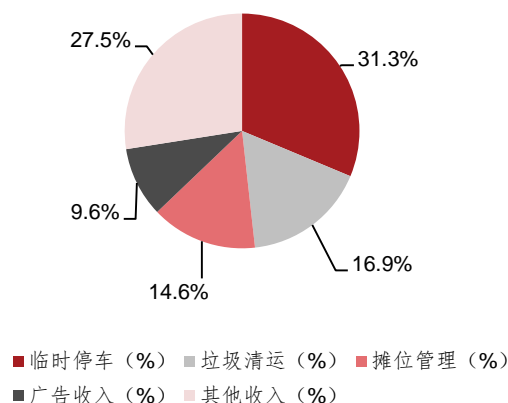
根据我们与管理层的沟通，2018 年社区增值服务中，来自临时停车、垃圾清运、摊位管理、广告收入以及其他业务的收入占比分别为 31.3%、16.9%、14.6%、9.6% 以及 27.5%。

图 16: 2015-18 年社区增值服务营收



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 17: 2018 年社区增值服务营收拆分



数据来源：公司调研

## 3. 商业运营服务板块

商业运营板块的管理组合主要为购物商场，主要由市场定位及商户招揽服务以及商业运营及管理服务构成。市场定位及商户招揽服务，包括进行市场研究及从营销与定位方面就商场的设计、建筑规划提供建议，并且帮助商场遴选租户、安排租赁协

议。商业运营及管理服务主要面向物业开发商或业主，向物业开发商或业主提供安保、清洁、维修及维护等商户物业管理服务；向物业开发商或业主提供商户管理及收租服务，包括为提高商户业绩向其提供运营指导及支出，处理租户查询及投诉、处理租金支付并确保租户按时交租以及其他增值服务，如停车管理服务。目前奥园健康 9 家在管商场均为中国奥园开发建设。

商业运营管理板块 2018 年贡献营收 1.66 亿元，同比增长 40.3%，2015-18 年年复合增速 76.4%；2018 年毛利率为 37.6%，较 2017 年下降 4.7 个百分点，主要原因为新开商场前置成本较高。

### 3.1. 商场定位及商户招揽服务

商场定位及商户招揽业务主要按照项目面积进行收费。一般在商场开业时确认收入。目前公司商场定位及商户招揽服务的平均收费水平约为 180 元/平方米。2018 年来自商业定位及商户招揽业务的收入为 6,303.0 万量。

表 9：2015-18 年商场定位及商户招揽服务营收

单位：百万元/个	2016	2017	2018
市场定位及商户招揽服务	7.6	68.5	63.0
新增运营项目（商场数量）	1	4	4

数据来源：公司公告

2018 年奥园健康服务的四家新商场开业，其中三家来自中国奥园，一家来自第三方物业发展商，商户入驻率均在 90%以上，其中珠海奥园广场的商户入驻率高达 99%。此外，除了商场开业前期的商场定位及商户招揽服务，奥园健康一般会与中国奥园同时签订商业运营管理服务合同，合约年限一般为 10-20 年。奥园健康商业运营管理业务板块在管面积也随着商场定位及商户招揽服务的拓展快速增长。

表 10：2018 年商业定位及招揽服务项目一览

购物商场	开业时间	位置	合约年限	合约建面 (千平方米)	2018-12-31 入驻率
重庆茶园奥园广场	18 年 6 月	重庆	20	41	96.8%
珠海奥园广场	18 年 7 月	珠海	20	69	99.3%
狮山奥园广场	18 年 12 月	佛山	20	47	93.5%
康威广场	18 年 9 月	广州	自合约生效日期起到 2019-09-30		不适用

数据来源：公司公告

### 3.2. 商业运营管理服务

商业运营管理服务主要有收益分成及利润分成两种收费方式：

收益分成模式：物业开发商/业主与奥园健康签订商业运营服务合同，奥园健康收取一定租金佣金费用以及停车佣金费用，并且承担营运成本。奥园健康主要向物业开发商及业主提供商户招揽管理及收租服务，以及停车管理服务。

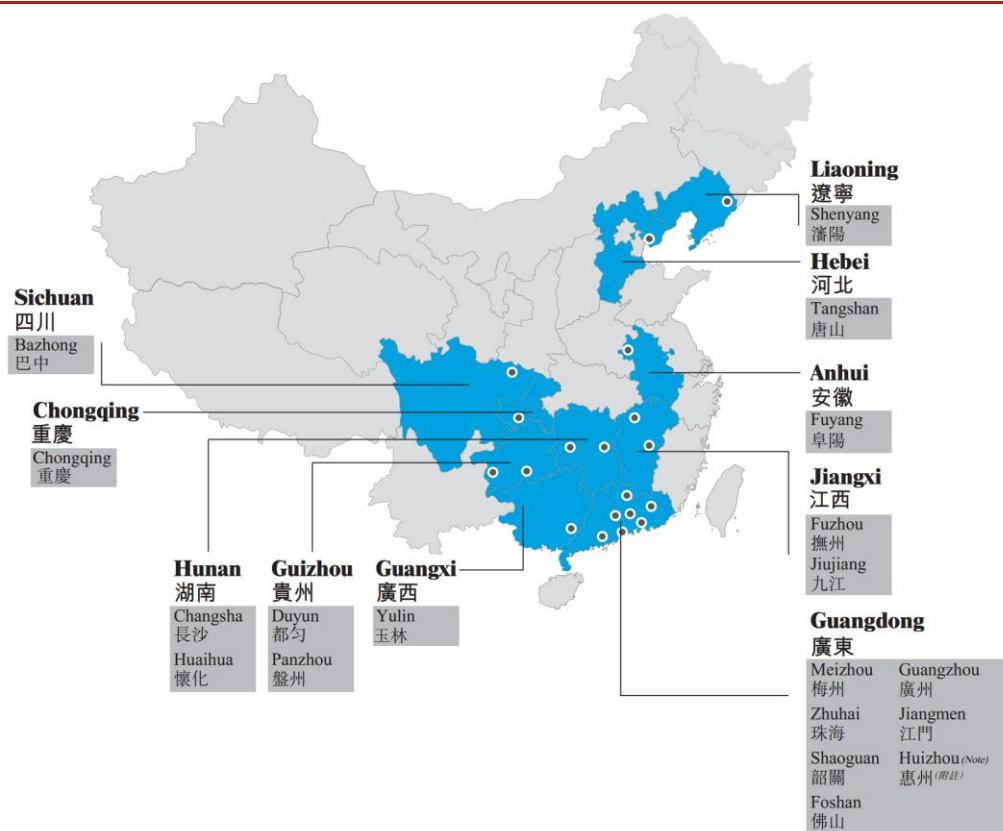
利润分成模式：奥园健康拟就商场年度运营利润为基础收取一定比例服务费。奥园



健康项下管理的商场有三年培育期，在培育期前两年主要收取保底管理费，毛利率较低，一般在 20% 左右。从培育期第三年开始，采用利润分成模式。

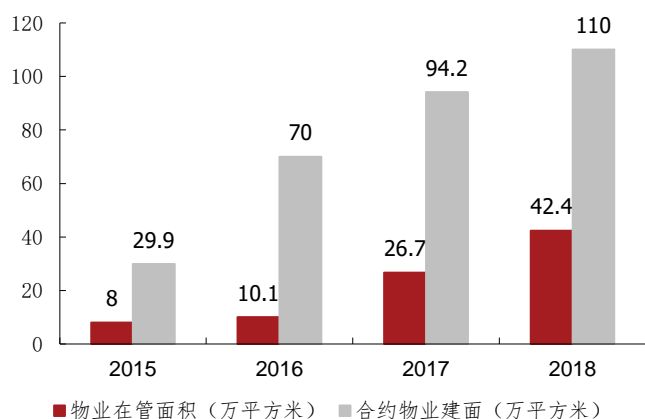
商业运营管理在 2018 年贡献 1.03 亿元营收，随着中国奥园新开商场数量的快速增长，其商业运营管理板块的年复合增长率达到 49.8%。截至 2018 年末奥园健康旗下共有 9 家在管商场，总在管面积达到 42.4 万平方米；此外，合约项目达到 22 个，合约建面 110 万平方米，与物业管理服务板块类似，从合约项目转化为在管项目的时间间隔在两年左右。另外，在定价方面，与物业管理不同，商场的运营服务收费定价更加商业化，更容易有提升空间。

图 18：奥园健康商业运营合约地域分布



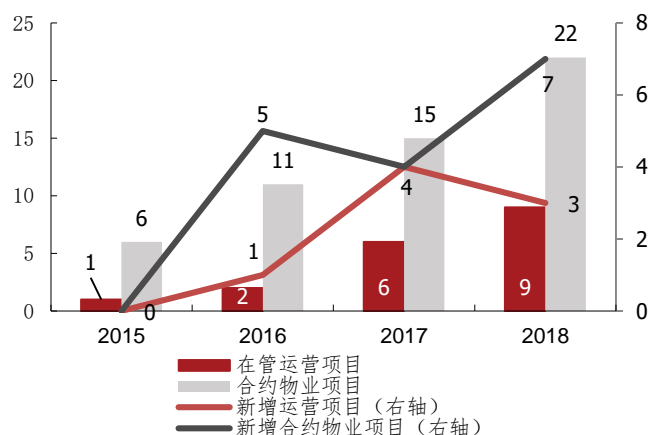
数据来源：公司公告

图 19: 2015-18 年商业运营在管及合约面积一览



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 20: 2015-18 年商业运营在管及合约项目情况



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

### 3.3. 大健康社区养老板块

2018 年 12 月, 奥园健康分别与广州番禺区以及黄埔区开设两家中医中心, 主要提供中医咨询、复杂性疾病诊断及老年人保健等服务。该板块将致力于打造“互联网+中医”服务, 把更多的中医健康生活方式和理念植入社区, 旨在提供更便捷、智能的新中医服务。

由于中医中心于 2018 年底开业, 收入未体现在 2018 年年报中。

位于番禺区的奥园中医门诊部(养生广场店), 建筑面积 2,719 平方米, 云集了广东省中医院、番禺区中医院的知名老中医及青年骨干, 门诊种类齐全。

表 11: 奥园健康现有中医馆情况

	建筑面积 (平方米)	投资总额 (万元)	预计收支平衡期 (月)	预计投资回收期 (月)
中医门诊部 (养生广场店)	2,719	530	7	28
社区中医馆 (萝岗店)	260	100	10	30

数据来源: 公司公告

位于黄埔区的社区中医馆萝岗店, 建筑面积 260 平方米, 围绕社区家庭, 提供以儿童为主、兼顾女性和亚健康、慢性病管理的社区中医馆服务。主要以非药物疗法(如针灸、艾灸、刮痧、拔罐、推拿、中药敷贴等)为亮点, 为社区居民提供服务。

### 3.4. 医美板块

2018 年 8 月奥园健康与韩国知名医疗美容服务供应商 PPEUM 建立战略合作关系。PPEUM 在全韩国共有 14 家分院, 其在中国与奥园健康合作的第一家医美诊所 MS ARORA 万博旗舰店于 2019 年 3 月在广州开业, 奥园健康旨在引入国际领先的医美理念, 后续计划在上海、深圳、广州、成都计划开业更多医美诊所。

管理层预计万博医美店达到满客状态需要 30 个月，满客状态下，年营收预计可达到 3,000 万元。

奥园健康拟将医美板块与其现有的商业运营业务相结合，实现协同效应，共同发展。

表 12：奥园健康现有医美诊所情况

	建筑面积 (平方米)	投资总额 (万元)	预计收支平衡期 (月)	预计投资回 收期 (月)
医美诊所 (万博旗舰店)	2,000	910	7	33

数据来源：公司公告

## 4. 股权结构及重大事项

明兴资本（中国奥园集团全资拥有）为奥园健康的第一大股东，其持股 54.58%；Dawn Agile Ltd 为第二大股东，持股 14.10%；Winfield Investment Ltd，为第三大股东，持股 3.61%，其余 27.74% 股份由公众股东持有。

Dawn Agile 及 Winfield Investment 最终均由赵文玮先生控制。

表 13：奥园健康股权结构

股东名称	直接持股数量 (股)	占已发行普通股比例 (%)	实际控制人
明兴资本	396,375,000	54.58%	中国奥园 3883.HK
Dawn Agile	102,375,000	14.10%	赵文玮
Winfield Investment	26,250,000	3.61%	赵文玮
公众股东	201,250,000	27.71%	公众股东
合计	726,250,000	100.00%	

数据来源：公司公告

中国奥园集团创立于 1996 年，是一家综合地产发展商，2007 年于香港联合交易所有限公司主板上市，股票代码 3883 HK，为恒生港股通指数成分股。中国奥园植根广东，聚焦粤港澳大湾区，布局中国华南、华东、中西部核心区及环渤海区域，其 2018 年合同销售金额达 912.80 亿元，较 2017 年 455.90 亿元合同销售金额翻了一番。截至 2018 年末，中国奥园拥有 198 个项目，分布 70 个境内外城市，土储总建面达到 3,410 万平方米（权益比 80%）。中国奥园近年来销售金额快速增长，从 2015 年 151.70 亿元，增长至 2018 年 912.80 亿元，年复合增长率高达 81.8%。强大的地产母公司及充裕的土储及可销售面积将为奥园健康未来的物业管理业务保驾护航。

## 5. 公司未来发展战略

奥园健康将在保持物业管理服务的基础上，着重发展社区增值服务、在中医、医美为主导的大健康板块和商业运营管理板块，多角度、深层次探讨物业管理多种经营方向。

## 5.1. 物业管理服务

我们预计中国奥园 2019 年预计销售金额将突破千亿。由于中国奥园大概率会将自身开发项目的物业管理委托给奥园健康，由合约面积转至在管面积的时间周期为两年，管理层预计 2019、2020 年公司在管面积将继续以高两位数的年化增速增长。除了承接母公司中国奥园的在管项目，奥园健康将加速拓展第三方开发商。基于近期调研，我们预计 2019 年奥园健康新增在管面积中约 1/4 将来自于第三方开发商及物业。

奥园健康上市募集的资金中的 12%，约 69.2 亿港元将会用于继续发展及升级线上线下平台。通过进一步发展公司线上线下平台建设，奥园健康将在社区增值服务板块发力，预计 2019 年社区增值服务的收入及利润都将得到高两位数增长；此外，公司拟将开展物业管理咨询服务，主要从物业管理前期顾问咨询及设计端着手服务客户，不参与具体工程项目。

## 5.2. 商业运营管理板块

2019 年奥园健康将会向 10 家商场提供前期定位及商户招揽服务，其中 3 家来自中国奥园，7 家为独立第三方。商业运营管理的在管面积及在管项目都将得到大幅提升。

表 14：2019-20E 年商管板块新增项目清单

物业	合约期限（年）	合同建筑 面积 （平方米）	实际/预期开业日期	市场定位及商户招揽服 务费（人民币千元）
盘州奥园广场	10	45,000	2019/1	5,000
萝岗奥园广场	10	35,000	2019/4	13,110
珠海梅溪商业广场	自合约生效日期至 2023/12/31	26,800	2019/4	6,500
九江修水欢乐海岸	10	50,000	2019/5	7,000
都匀奥园广场	10	70,000	2019/10	14,000
巴中巴河廊桥	10	34,000	2019/10	4,380
怀化一线国际商业街	10	60,000	2019/12	8,300
梅州集一尚城广场	10	52,000	2020/10	7,000
阜阳嘉年华广场	10	35,000	2020/10	7,000
重庆国际城	20	22,000	2020/12	7,619
惠州港荟星城	10	31,000	不适用	6,600
唐山香木林广场	10	125,000	待物业开发商通知	18,000
浏阳奥园广场	自合约生效日期起计直至 开业日期	27,000	2019/10	7,465
玉林奥园广场	自合约生效日期起计直至 开业日期	56,000	2019/5	16,790

数据来源：公司公告

## 5.3. 大健康社区养老及医美板块

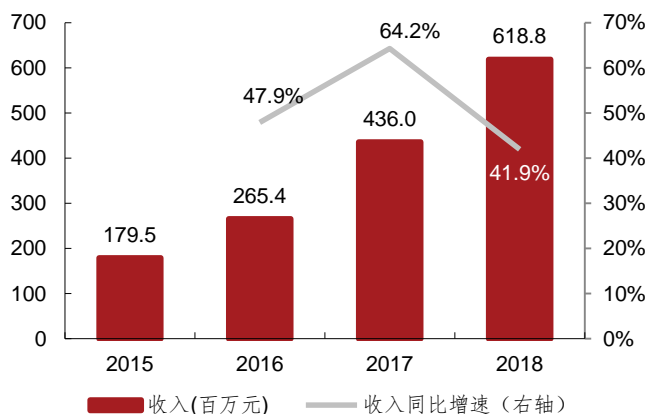
2019 年公司将在广州及深圳开设 2 家中型医美中心，同时尝试输出医美/中医的轻资产管理模式。

## 财务分析

受益于控股公司中国奥园地产开发销售业务的高速增长，2015-18 年奥园健康收入以 51.1% 的平均年化增长率增长，增长到 6.19 亿元的水平。同期毛利率稳中有升，从 2015 年的 27.8%，提升到 2018 年的 33.7%。公司在 2018 年确认了约 1,500 万元的上市费用，导致同期净利润年化增长率为 42.7%，略低于收入的增速。我们预计奥园健康未来将继续受益于来自中国奥园的支持，2018-20 年化收入增长率将达到 58.3%，净利润同期将增长 78.7%。奥园健康于 2019 年 3 月在香港上市，扣除上市费用筹得净资金 4.93 亿元。基于公司较高的盈利能力，我们预计 2019、2020 年其净现金将分别达到 8.41 亿元和 10.24 亿元。

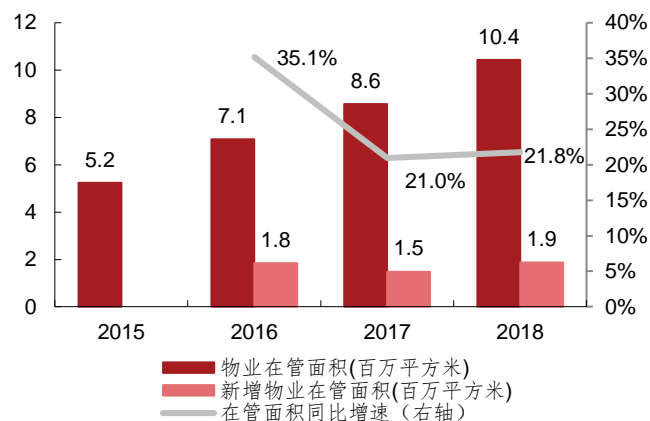
2018 年奥园健康实现收入 6.19 亿元，同比增长 41.9%，相当于 2015-18 年间 51.1% 的年化增长率。公司收入的高增长主要得益于其控股地产开发商股东中国奥园同期的积极业务拓展。2015-18 年期间，中国奥园的销售金额从 2015 年的 151.70 亿元提升到 2018 年的 912.80 亿，年化增长率为 81.9%；同期中国奥园的销售面积年化增速为 67.4%，达到 2018 年的 886.3 万平方米，成为大湾区增速最快的房企之一。

图 21：2015-18 年奥园健康营收



数据来源：公司公告

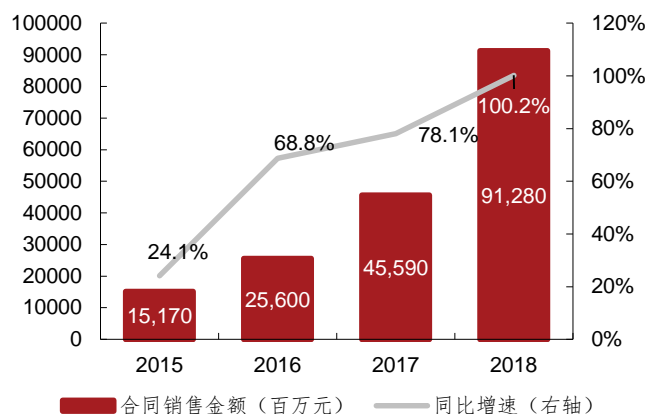
图 22：2015-18 年奥园健康在管面积



数据来源：公司公告

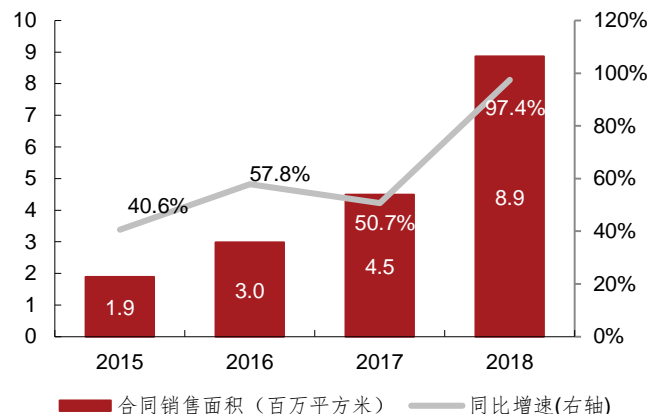


图 23: 2015-18 年中国奥园合同销售金额



数据来源: 中国奥园公司公告、克而瑞证券研究院

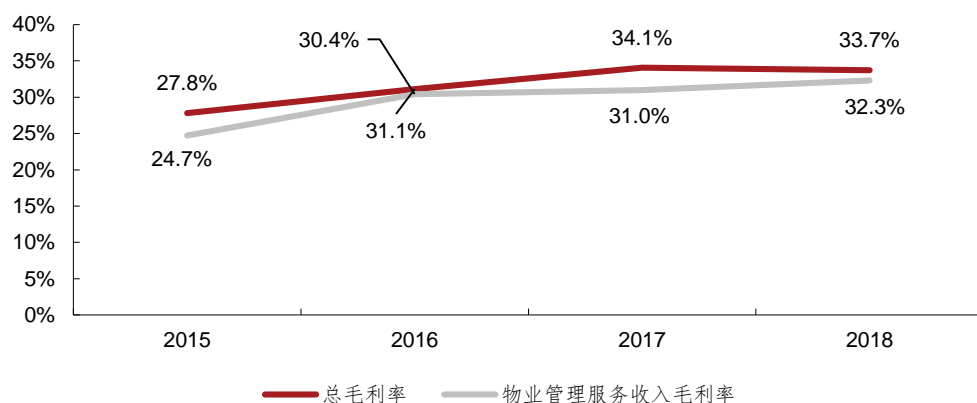
图 24: 2015-18 年中国奥园合同销售面积



数据来源: 中国奥园公司公告、克而瑞证券研究院

2015-18 年奥园健康的毛利率一直稳步上升, 从 2015 年 27.8%, 上升到 2018 年的 33.7%。这主要得益于物业管理业务毛利率的稳步上升。随着中国奥园销售业绩的增长, 奥园健康所承接的新一手楼盘的物业管理项目也在提升, 这些新盘的物管费一般高于原先的物管项目, 进而提高了毛利率。

图 25: 2015-18 年奥园健康毛利率情况



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

不包括非经常性费用, 奥园健康的息税前利润率在 2015 年到 2017 年期间稳步增长到 24.5%, 由于公司 2018 年承接了 3 个商业运营项目, 而相对项目的经营性利润率较低, 导致 2018 年的息税前利润有所降低, 为 19.3%。2018 年公司产生了 1,500 万的上市费用, 净利润为 7,814.4 万元, 同比增长 12%, 相当于 2015-18 年 42.7% 的年化增长率, 均低于同期收入的增速。

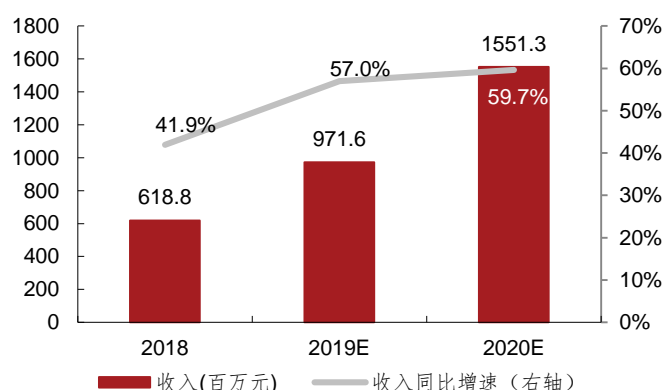
表 15: 2015-18 年奥园健康利润表核心数据

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018
毛利润	49.9	82.6	148.5	208.8
经营性费用	-11.3	-24.2	-42.2	-90.4
其他收入	0.1	0.8	0.4	0.8
经营性利润	38.7	59.2	106.6	119.2
经营性利润率	21.6%	22.3%	24.5%	19.3%
净利息收入/支出	0.2	0.4	0.4	0.3
非经常性费用	-1.4	-0.1	-6.6	-11.0
所得税	-10.6	-18.4	-30.5	-30.2
少数股东权益	-	0.0	0.2	0.1
归母净利润	26.9	41.0	69.8	78.1

数据来源: 公司公告

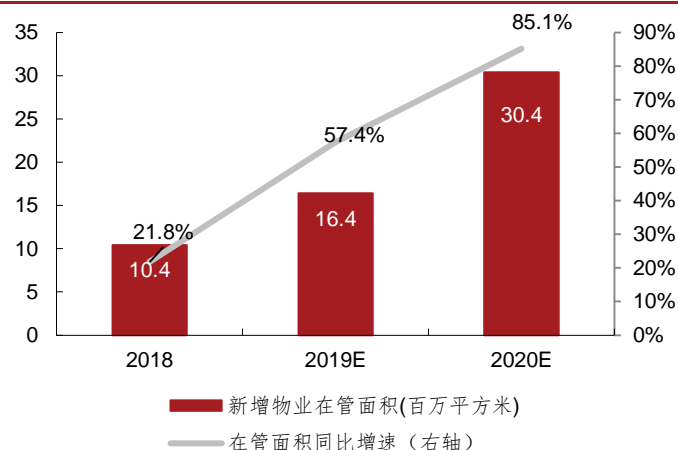
我们预计 2019、2020 年奥园健康将继续保持之前的高增长。2019、2020 年公司的收入将分别达到 9.72 亿元和 15.51 亿元, 同比分别增长 57.0%和 59.7%。鉴于公司新增在管面积和中国奥园集团销售面积的强关联性。我们预测奥园健康的在管面积在 2019 年将分别达到 1,642.2 万平方米和 3,039.9 万平方米, 同比分别增长 57.4%和 85.1%。我们预计新增在管面积将主要来自于中国奥园集团, 贡献比例在 2019 年、2020 年分别达到 75.0%和 57.1%。

图 26: 2018-20E 年奥园健康营收情况



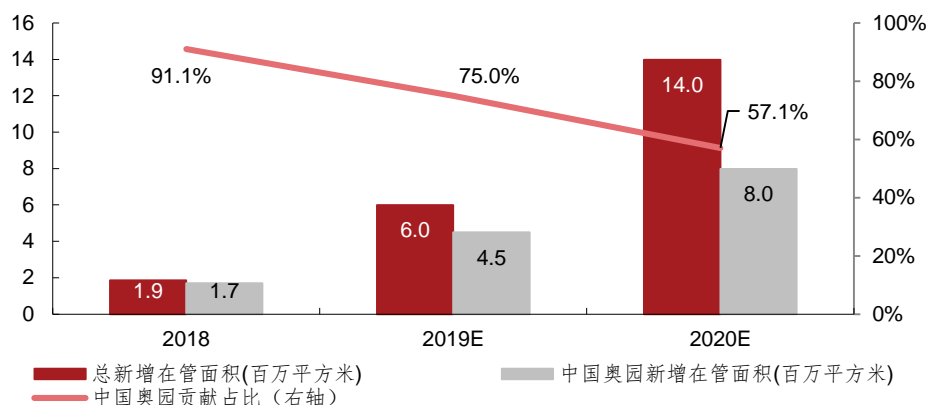
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 27: 2018-20E 年奥园健康在管面积



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

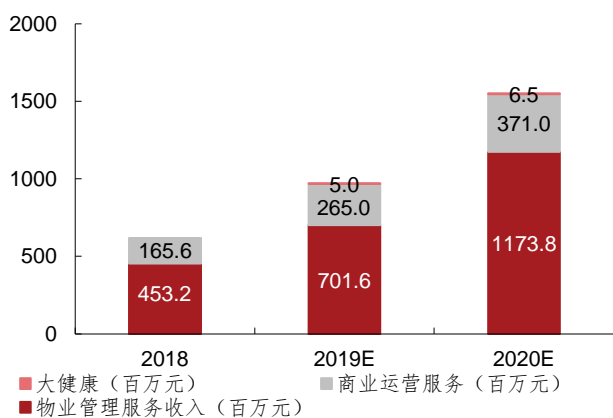
图 28：2018-20E 年奥园健康新增在管面积



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

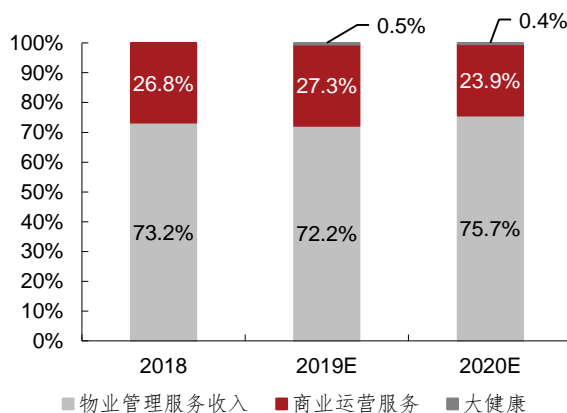
在收入结构上，随着奥园健康将承接更多的商业运营项目。这块收入也将同比有所增长，但从收入结构上看来自物业管理服务的收入还将是公司收入的主要组成部分。2019 年奥园健康预测将分别开设 2-3 家社区中医馆以及两家医美馆。由于新开的医美馆采用品牌输出的轻资产模式，我们预计该块业务将分别在 2019 年、2020 年产生 500 万元和 650 万元的收入。

图 29：2018-20E 年奥园健康营收



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 30：2018-20E 年奥园健康营收各板块占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

受益于物业管理服务毛利率的提升，我们预计在毛利率层面奥园健康将在 2018 年的水平上有略有提升。相应的经营性利润也将提升重回 20% 以上的水平。2019 年奥园健康将产生约 1,100 万元的上市费用，我们预计公司全年实现净利润 1.55 亿元，同比增长 98.6%。2020 年实现净利润 2.50 亿元，同比增长 60.8%。

表 16: 2018-20E 年奥园健康利润表核心数据

单位: 百万元	2018	2019E	2020E
毛利	208.8	351.1	535.6
经营性费用	-90.4	-126.4	-192.1
其他收入	0.8	1.3	2.1
经营性利润	119.2	226.0	345.6
经营性利润率	19.3%	23.3%	22.3%
净利息收入/支出	0.3	0.8	1.4
非经常性费用	-11.0	-11.0	-
所得税	-30.2	-60.4	-97.2
少数股东权益	0.1	0.2	0.4
归母净利润	78.1	155.2	249.5

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

奥园健康保持轻资产运营。公司的流动负债一直高于流动资产, 这主要得益于来自中国奥园的资金融通, 以及物业管理业务预售的物管费。2015-18 年公司一直保持净现金状态。ROE 维持在 50% 以上的水平。我们认为奥园健康未来将继续保持净现金的水平, 由于公司上市 2019 年 ROE 会下降到 21.2%, 但在 2020 年将有所回升。

表 17: 2015-20E 年奥园健康营运资本情况

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
营运资本	-4.3	-10.4	-65.4	-91.8	-128.6	-189.1
营运资本占营收比例	-2.4%	-3.9%	-15.0%	-14.8%	-13.2%	-12.2%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 18: 2015-20E 年奥园健康在使用资本情况

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
固定资产	4.7	4.8	5.6	13.7	17.9	23.0
无形资产	0.0	3.6	7.4	6.5	5.7	5.0
对外投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	60.0
营运资本	4.7	(10.4)	(65.4)	(91.8)	(128.6)	(189.1)
在使用资本—资本端	0.4	(2.1)	(52.4)	(71.5)	(104.9)	(101.0)
净负债	(52.0)	(83.4)	(164.4)	(198.6)	(840.5)	(1,024.4)
长期负债	0.0	0.5	1.0	0.8	0.8	0.8
所有者权益	52.5	80.8	111.0	126.3	734.8	922.6
在使用资本—负债端	0.4	(2.1)	(52.4)	(71.5)	(104.9)	(101.0)
ROE	51.3%	50.9%	63.1%	62.2%	21.2%	27.2%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

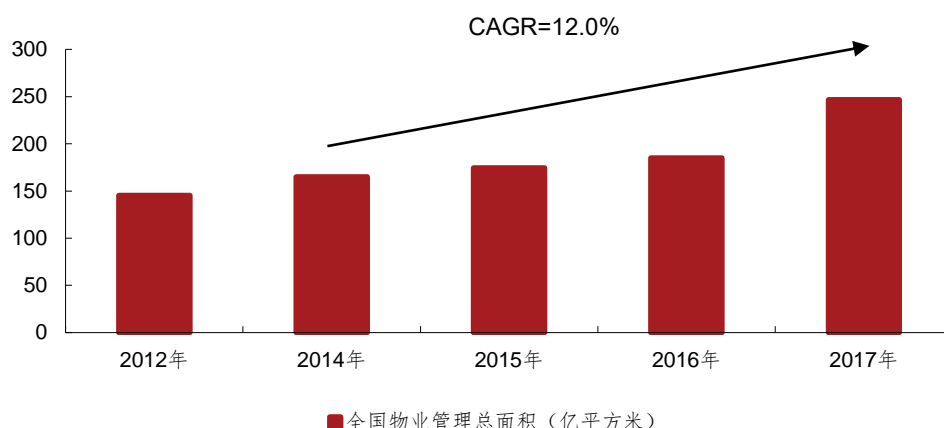
## 物业行业

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。平均物管费办公物业收费较高。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业务领域渗透将成为未来上市物业公司的探索重点。

## 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，每平方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 31：2014-17 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

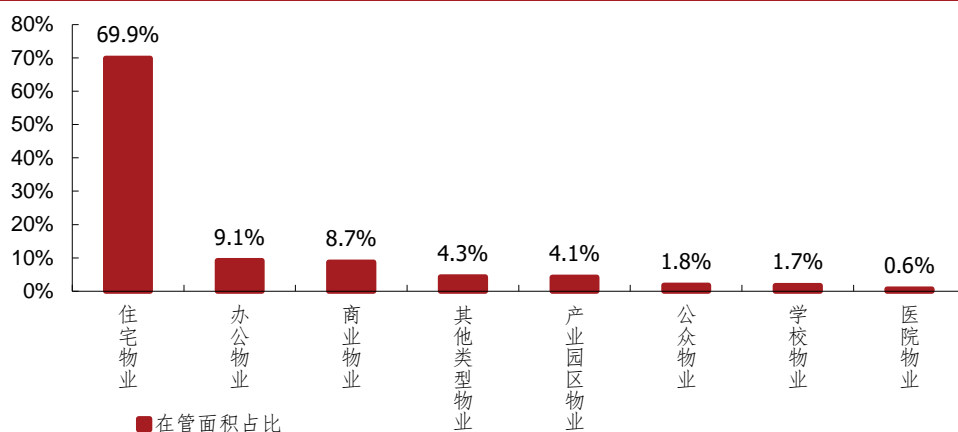
## 2. 物业类型多样，在管面积中住宅占比最大

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，2017 年物业百强在管面积中，住宅物业占 69.9%，在所有物业类型中占比第一。排在第二、第三的是办公物业和商业物业，占比分别为 9.1% 和 8.7%。



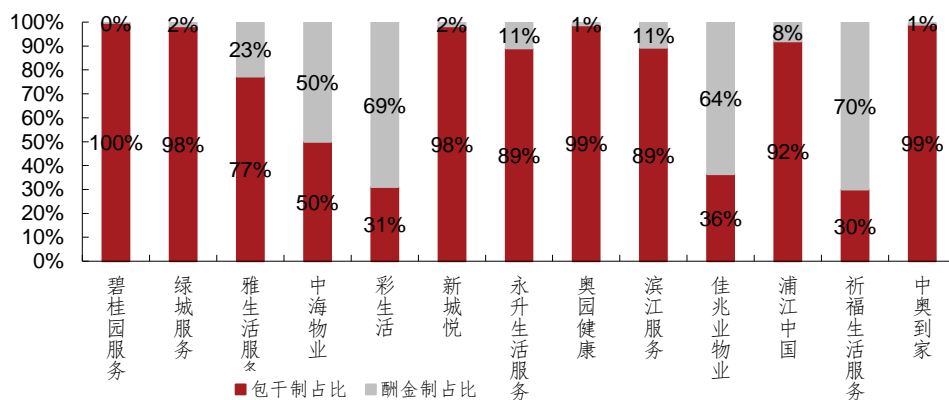
图 32：2017 年物业百强在管面积中住宅物业占比达到 69.9%



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 13 家物业管理公司除中海物业、彩生活、佳兆业物业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 9 家物业管理公司的收费方式以包干制为主。

图 33：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>

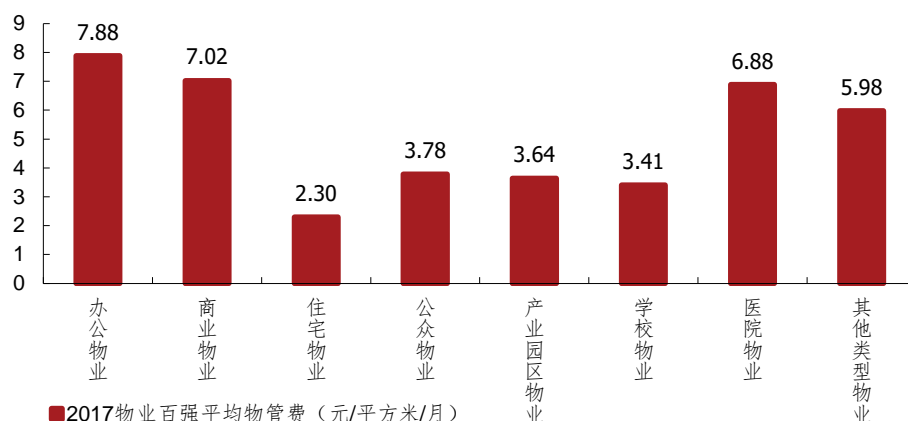
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院估算

<sup>1</sup> 公司从左至右按照 2019 年 7 月 2 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，其余公司为年报披露的数据）。浦江中国、祈福生活服务和中奥到家的数据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，2017 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 7.88 元/平方米/月，平均收费最低的是住宅物业，为 2.30 元/平方米/月。

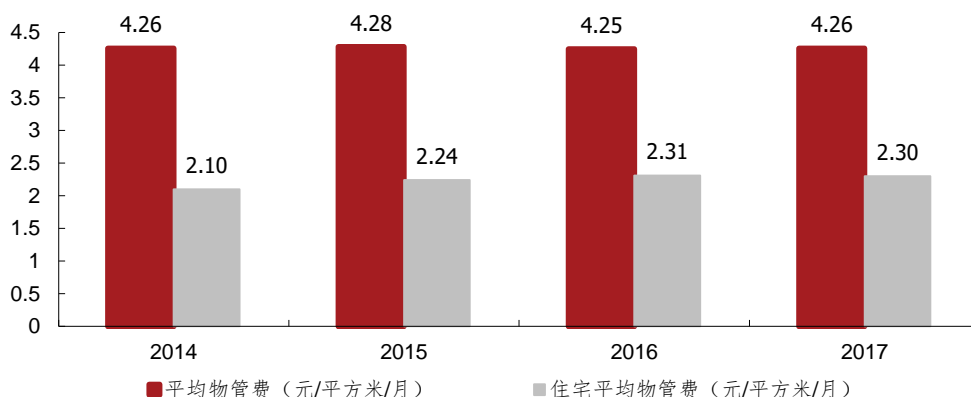
图 34：2017 年百强物业管理企业的平均物管费中收费最高的类型是办公物业



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，2014-17 年我国百强物业管理公司的平均物业管理费分别为 4.26 元/平方米/月、4.28 元/平方米/月、4.25 元/平方米/月和 4.26 元/平方米/月，基本保持平稳。2017 年，百强物业公司的住宅平均物业管理费为 2.3 元/平方米/月，相较 2014 年年均复合增长率为 3.1%。

图 35：百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

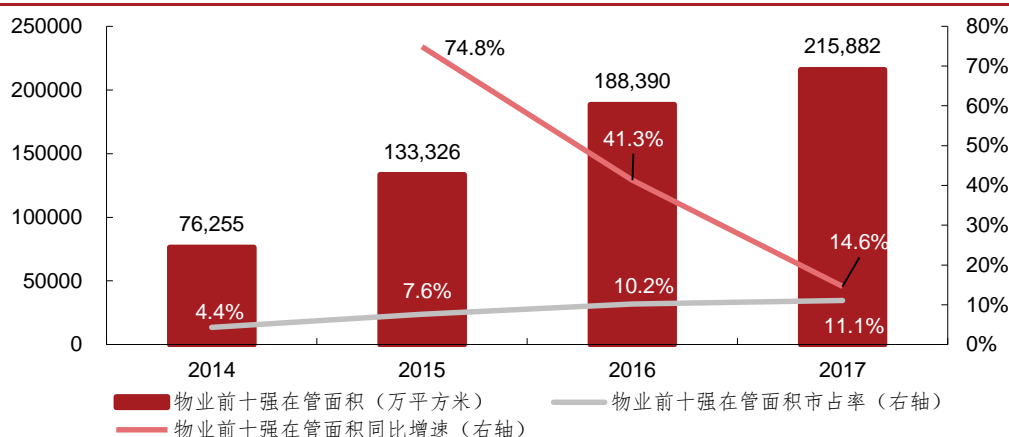


数据来源：中指院

## 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 21.59 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 36: 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、房屋交易中介、医疗等在内的 10 多个行业,投资金额约 780 亿元,这些项目合计投后估值约 2,700 亿元。

图 37：2015-至今互联网企业对于社区商业的战略布局

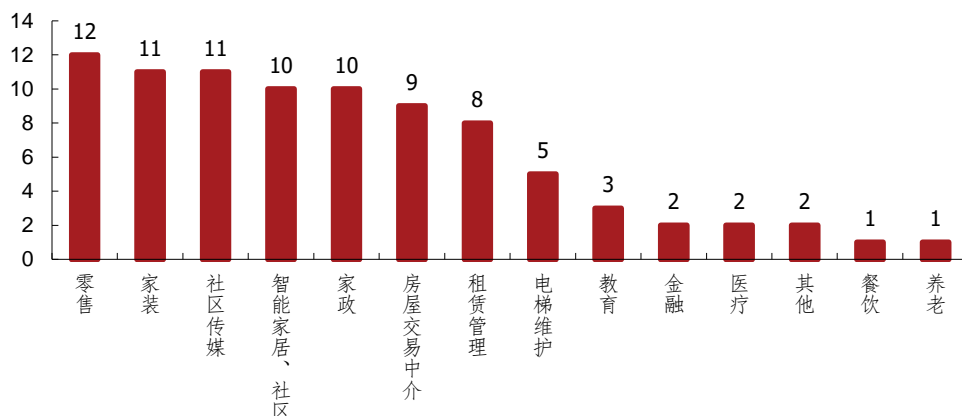
社区传媒	智慧社区	房屋金融	家政	家装	零售	房屋交易中介	医疗
新潮传媒 1家	智趣生活 爱助家 Broadlink 小鱼在家 3家	房司令 1家	e袋洗 58到家 多喜娃 e家洁 无忧保姆网 5家	闪电刷新 1家	爱鲜蜂 苏宁小店 邻邻壹 易果生鲜 8天在线 钱大妈 每日优鲜 天天果园 16家	超级物种 同程生活 芙蓉兴盛 点我达 高鑫零售 Bigbasket 逸刻新 零售 盒马鲜生	宅急搜 链家网 2家 宜生到家 1家

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 38：港股上市内地物业公司在增值服务上的布局<sup>2</sup>

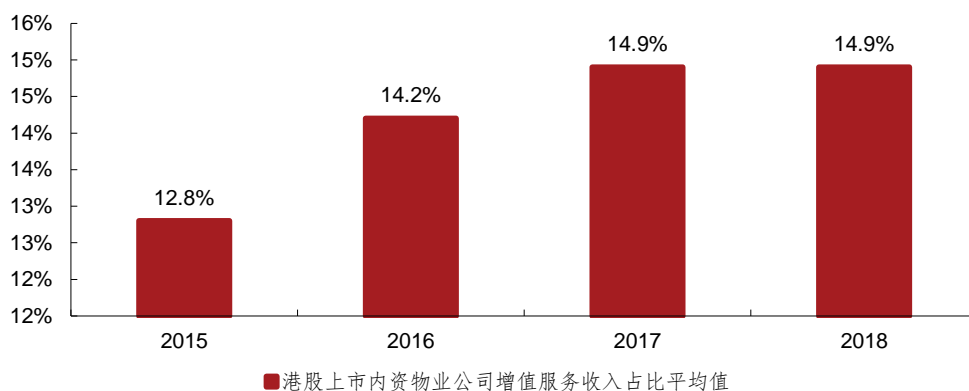


数据来源：公司公告，公司官网，克而瑞证券研究院

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 14.9%，而该比例从 2015 年开始仅提升了 2.1 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 39：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。经统计，2014-2017 年三年间，只有 6 家物业公司在港股上市。而 2018 年至今不到 1 年半，已有 7 家物业公司在港股上市，还有 3 家（蓝光嘉宝、和泓服务和保利物业）正在筹备赴港上市。

图 40：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

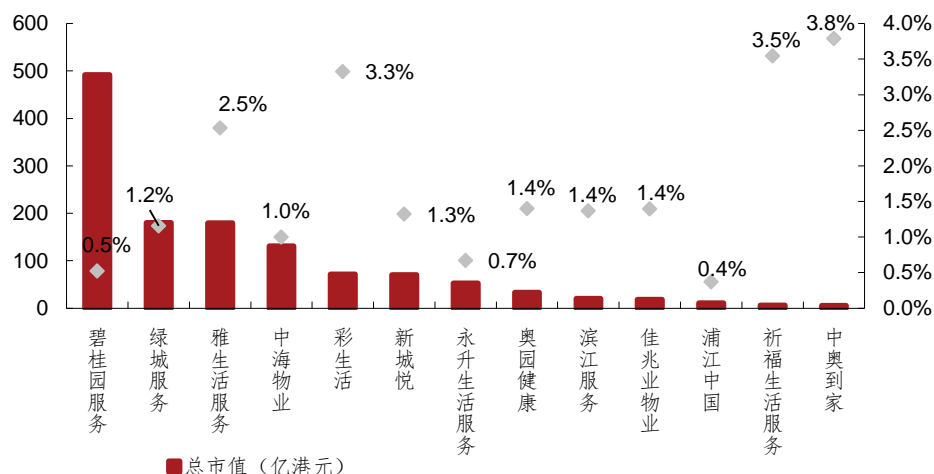
<sup>3</sup> 此处的增值服务收入剔除了非业主增值服务



## 8. 上市公司数据透视

### 8.1. 市场表现相关数据

图 41: 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 19: 最新收盘价, 及 2018、2019 年 PE 估值<sup>5</sup>

股票简称	最新收盘价 (HK\$)	PE 2018	PE 2019E
碧桂园服务	18.42	41.9	34.0
绿城服务	6.48	32.0	25.7
雅生活服务	13.46	18.2	14.7
中海物业	3.99	32.4	25.0
彩生活	5.41	12.0	9.9
新城悦	8.60	30.1	27.4
永升生活服务	3.44	32.7	24.1
奥园健康	4.57	-	18.4
滨江服务	7.29	-	-
佳兆业物业	12.90	21.7	12.8
浦江中国	2.69	37.7	-
祈福生活服务	0.62	7.2	-
中奥到家	0.66	4.7	-
平均值		20.8	21.3
中值		21.7	24.1

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

<sup>4</sup> 股息率相对于 2019 年 7 月 2 日收盘价

<sup>5</sup> 最新收盘价为 2019 年 7 月 2 日收盘价

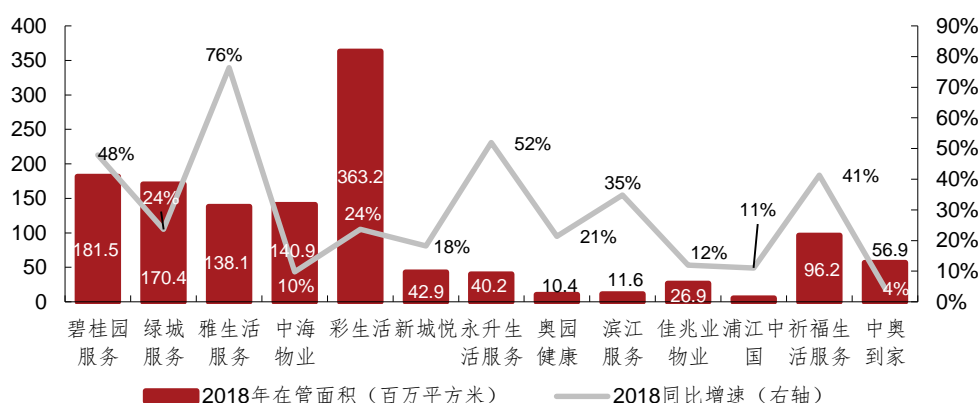
表 20: 港股上市内地物业公司股价表现<sup>6</sup>

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	48.1%	55.3%	83.1%	84.2%
2869.HK	绿城服务	8.0%	11.1%	-9.0%	194.5%
3319.HK	雅生活服务	26.7%	34.3%	-6.4%	42.3%
2669.HK	中海物业	74.2%	75.0%	53.5%	276.4%
1778.HK	彩生活	29.1%	37.3%	-31.5%	17.6%
1755.HK	新城悦	123.4%	122.8%	-	185.7%
1995.HK	永升生活服务	93.3%	91.1%	-	93.3%
3662.HK	奥园健康	-	-	-	2.7%
3316.HK	滨江服务	-	-	-	-0.4%
2168.HK	佳兆业物业	73.6%	85.6%	-	39.6%
1417.HK	浦江中国	-0.4%	-3.6%	7.6%	68.1%
3686.HK	祈福生活服务	12.7%	12.7%	-7.5%	0.0%
1538.HK	中奥到家	1.5%	1.5%	-47.2%	-64.7%
平均值		44.6%	47.6%	5.3%	72.3%
中值		29.1%	37.3%	-6.9%	42.3%

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 42: 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>

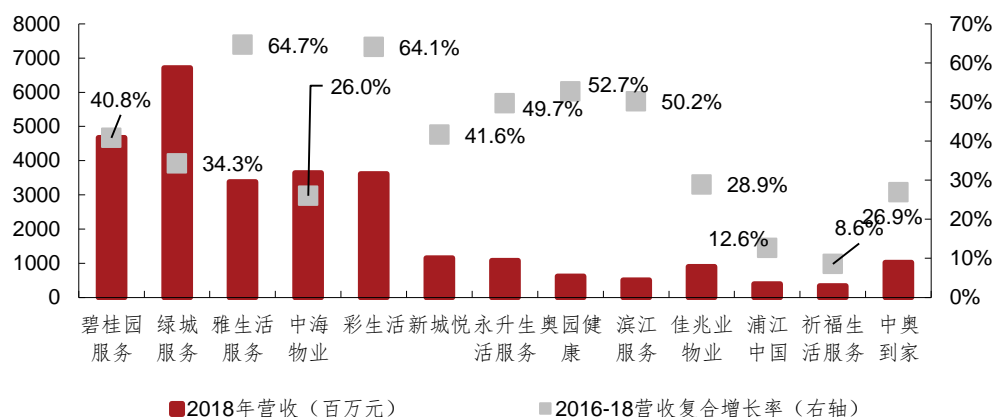


数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

<sup>6</sup> 最新收盘价为 2019 年 7 月 2 日的收盘价

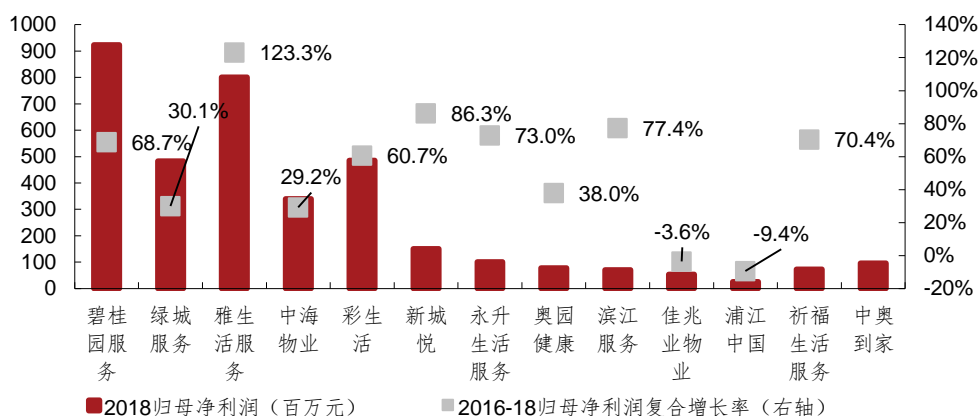
<sup>7</sup> 因为浦江中国 2018 年总在管面积数据未披露, 此图采用的是按建筑面积收费的在管面积数据

图 43: 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



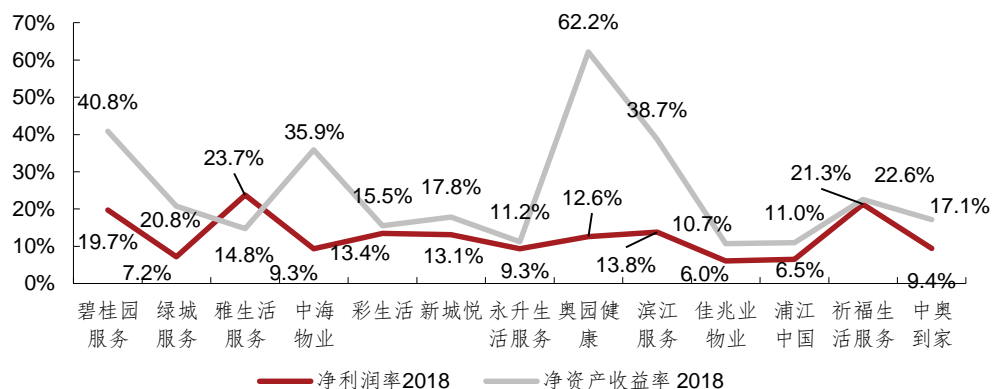
数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 44: 港股上市内地物业管理公司 2018 年归母净利润



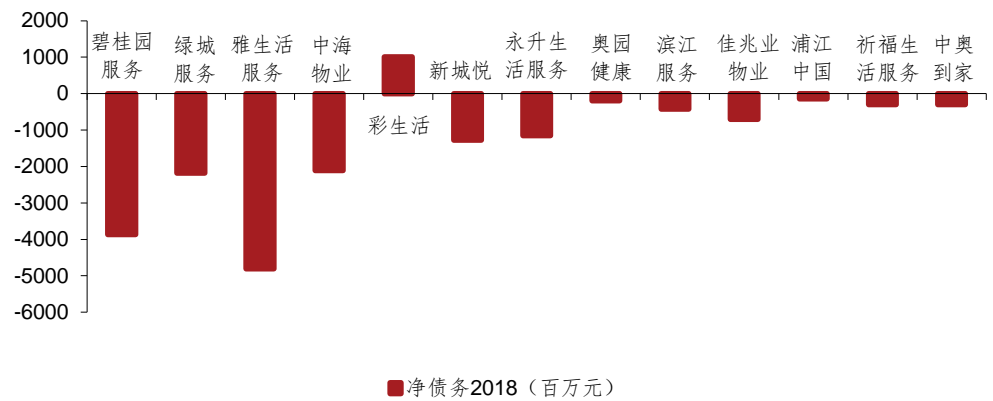
数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 45: 港股上市内地物业管理公司 2018 年净利润率及 ROE



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 46：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

## 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务, 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; 分析师的弥偿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。

## 投资短期评级定义

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  $\pm 5\%$  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认购证券的决定,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。