

强烈推荐（首次）

美好生活探索者

佳兆业美好 02168.HK

目标股价：18.08 港元
当前股价：14.20 港元

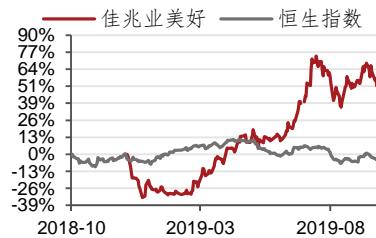
基础数据

总市值 (百万港元)	1,988.0
企业价值 (百万港元)	1,397.7
账面价值 (百万港元)	668.5
发行股份 (百万股)	140.0
公众持股比例 (%)	26.05
近 3 月平均日交易额 (百万港元)	3.36
主要股东持股比例 (%)	
叶昌投资有限公司	73.95

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	0.69	20.21	65.07
绝对表现	2.01	10.94	53.86
近 12 月最高价(港元)	19.07-17	16.48	
近 12 月最低价(港元)	18.12-27	6.18	

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 李蒙, CFA

执业证号：APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号：BOI213
852-25105555
sarah.xu@cricsec.com

联系人 王祎馨

852-25105555
wangyixin167188@ehousechina.com

- 强烈推荐，目标价格 18.08 港元/股。**我们对佳兆业美好集团有限公司（简称“佳兆业美好”）进行首次覆盖。我们认为公司将长期受益于佳兆业集团股份有限公司（简称“佳兆业集团”，股票代码 1638.HK）的业务支持。然而，公司较集中的股权结构、以及和佳兆业集团的关联关系可能构成其潜在的公司治理结构风险。我们预计佳兆业美好 2019、2020 年 EPS 将分别为 1.18 港元/股和 1.57 港元/股。基于我们 DCF 模型，我们给予 18.08 港元/股的目标价格，相当于 15.3x 和 11.5x 2019、2020 年 EPS。
- 2019H1 增长稳健。**上半年收入达 5.58 亿元，同比增长了 35.4%；归母净利润达到 9,066.3 万元，同比增长 289.1%。公司在管建筑面积较 2018 年底增长 947 万方，达到 3,634 万方，较 2018 年底增长 35.2%；合约建筑面积增长 923 万方，达 4,142 万方，较 2018 年底增长 28.7%。
- 2019 年预计实现高增长和净利润提升。**2019 年 4 月 12 日，公司宣布收购嘉兴大树物业管理有限公司（简称“嘉兴大树物业”）60% 的股权，对价 3,658 万元，相当于 6,097 万元的投后估值，11.2x 的 2018 年 PE，标的公司 2018 年实现净利润 544.5 万元。标的公司拥有在管面积 790 万方，单此一项就使公司的在管面积较 2018 年底的水平提升 30%。管理层预计 2019 年将保持不低于 2018 年的收入增长水平，另外 2019 年将不再产生 2018 年的上市费用和特别股息税负，我们预计 2019 年公司净利润将重新进入上升通道。
- 风险提示：**1) 佳兆业集团业务开展不顺；2) 特殊股利以及管理层结构可能对公司有负面影响；3) 公司股份较集中。

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
主营收入	539.1	669.2	895.8	1,228.1	1,632.5
折旧摊销税前利润	88.8	101.3	116.0	207.8	276.7
息税前利润	85.7	98.5	111.8	203.2	271.3
归母净利润	58.1	71.4	54.1	145.4	193.9
每股收益 (港元)	0.48	0.59	0.46	1.18	1.57
每股经营性现金流 (港元)	0.01	1.47	4.51	0.77	0.89
每股股息 (港元)	NA	NA	0.18	0.35	0.47
每股资产净值 (港元)	1.93	2.51	4.30	5.13	6.38
市盈率 (x)	NA	NA	30.9	12.0	9.0
市现率 (x)	NA	NA	3.1	18.4	16.0
股息收益率 (%)	NA	NA	77.2	40.1	30.1
市净率 (x)	NA	NA	3.3	2.8	2.2
EV/Sales (x)	2.2	1.8	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA (x)	13.5	12.0	10.1	5.9	4.4
EV/EBIT (x)	14.0	12.3	10.5	6.1	4.5

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：表中的每股指标皆采用公司当前最新股数计算

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	539.1	669.2	895.8	1,228.1	1,632.5
营业成本	(377.1)	(464.9)	(618.7)	(856.9)	(1,142.1)
毛利润	162.0	204.3	277.0	371.2	490.4
销售及管理费用	(72.2)	(107.1)	(157.3)	(157.1)	(204.7)
税息折旧及摊销前利润	88.8	101.3	116.0	207.8	276.7
折旧	3.1	2.9	4.1	4.6	5.4
息税前利润	85.7	98.5	111.8	203.2	271.3
净利润费用	0.0	0.2	(1.2)	(1.1)	(0.9)
应占联营公司损益	(2.2)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
其他收入	(2.1)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
税前利润	81.4	96.1	110.6	202.1	270.4
所得税	(23.2)	(24.7)	(57.1)	(54.6)	(73.0)
少数股东权益	0.0	0.0	(0.5)	2.1	3.5
归母净利润	58.1	71.4	54.1	145.4	193.9
股利	0.0	0.0	(21.6)	(43.6)	(58.2)
留存收益	58.1	71.4	32.4	101.8	135.8

核心业务数据

会计年度,
百万人民币

2016 2017 2018 2019E 2020E

在管面积 (百万方)	20.6	24.0	26.9	38.3	50.1
合约面积 (百万方)	25.1	29.7	32.2	43.8	56.1
物业收入占比 (%)	38.8	40.1	42.0	44.9	47.0
增值服务收入占比 (%)	61.2	59.9	58.0	55.1	53.0
第三方在管面积占比 (%)	8.2	13.9	15.9	35.2	45.9
集团体系内在管面积占比 (%)	91.8	86.1	84.1	64.8	54.1
毛利率 (%)	30.1	30.5	30.9	30.2	30.0
税息折旧及摊销前利润率 (%)	16.5	15.1	12.9	16.9	17.0
息税前利润率 (%)	15.9	14.7	12.5	16.5	16.6
净利率 (%)	10.8	10.7	6.0	11.8	11.9
净资产收益率 (%)	25.0	23.4	10.7	23.1	24.8
已动用资本回报率 (%)	14.3	11.9	31.5	(226.4)	165.9
资产收益率 (%)	4.9	6.0	5.1	13.0	14.8
流动比率 (x)	1.9	1.3	2.0	2.3	2.4
利息覆盖倍数 (xEV/EBITDA)	NA	517.0	NA	NA	NA
长期负债/股权比率 (%)	139.6	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/(净现金)	446.1	210.9	(708.1)	(611.8)	(617.5)
净负债/股权 (%)	191.6	69.0	(139.9)	(96.8)	(78.6)

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	33.9	114.1	708.1	611.8	617.5
应收账款	37.7	44.1	113.8	187.2	236.4
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	1,107.9	1,009.8	209.1	258.0	343.0
总流动资产	1,179.5	1,168.1	1,030.9	1,057.0	1,196.8
固定资产	6.9	6.9	7.9	8.7	10.4
其他长期资产	4.2	16.6	15.4	52.0	104.8
资产总计	1,190.6	1,191.6	1,054.3	1,117.7	1,312.0
短期负债	155.0	325.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	196.8	263.6	291.4	302.7	322.7
其他流动负债	276.5	289.6	231.6	157.8	178.2
总流动负债	628.3	878.2	523.0	460.4	501.0
长期负债	325.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	4.4	7.9	25.1	25.1	25.1
总负债	957.8	886.1	548.1	485.6	526.1
股本	0.0	0.0	1.2	1.2	1.2
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积	232.8	305.5	505.5	629.3	779.6
少数股东权益	0.0	(0.0)	(0.6)	1.6	5.1
股东权益总计	232.8	305.5	506.2	632.1	785.9
负债和股东权益	1,190.6	1,191.6	1,054.3	1,117.7	1,312.0

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	88.8	101.3	116.0	207.8	276.7
营运资本变动	(60.9)	140.9	450.5	(56.9)	(93.6)
其他	(26.2)	(63.8)	(36.0)	(55.7)	(73.9)
经营活动现金流	1.7	178.5	530.5	95.3	109.2
资本支出	(2.1)	(2.8)	(3.9)	(5.3)	(7.1)
投资变动	0.0	(5.3)	0.0	(36.6)	(52.8)
其他	(461.5)	64.7	119.4	0.0	0.0
投资活动现金流	(463.6)	56.7	115.5	(41.9)	(59.9)
股权融资	0.0	0.0	273.0	0.0	0.0
债务融资	480.0	(155.0)	(325.0)	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	0.0	0.0	0.0	(149.6)	(43.6)
筹资活动现金流	480.0	(155.0)	(52.0)	(149.6)	(43.6)
现金净增加额	18.0	80.2	593.9	(96.3)	5.7

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，佳兆业美好当前的估值为 12.0x 2019 年 PE 和 9.0x 2020 年 PE。我们的 DCF 模型表明佳兆业美好的估值为每股 18.08 港元。我们假设公司将在 2025 年之前一直维持双位数收入增长，息税前利润率抬升到 2020 年最高 16.6% 的水平之后稳步回调至 8.4% 的永续水平。此外为了保持增长率，我们假设未来每年公司至少投入 4,200 万元用于收并购。我们的估值相当于 15.3x 2019 年 PE 和 11.5x 2020 年 PE。我们的目标价格显示公司目前股价有 27.3% 的升幅。

DCF 估值法

基于我们的预测，我们的 DCF 模型给予佳兆业美好每股 18.08 港元的估值，相当于 15.3x 2019 PE 与 11.5x 2020 PE。

表 1：目标价格每股 18.08 港元对应估值

	PE	PS	PB	EV/EBITDA
目标价每股 18.08 港元	2019E 15.3	2020E 11.5	2019E 1.8	2020E 1.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

我们的 DCF 模型假设佳兆业美好在 2025 年之前一直保持双位数的同比收入增长。我们预计来自佳兆业集团的新楼盘物业管理项目将会继续维持在一个稳定水平，进而提升公司的整体盈利水平。尽管如此，我们仍保守地假设佳兆业美好的息税前利润率将从 2021 年开始呈下降趋势，并于 2030 年达到 8.4% 的永续水平。我们预计公司的实际税率将保持在 27% 的水平。

出于对公司业务拓展的预期，我们假设佳兆业美好将于两年内累计投入 1.02 亿元用于收并购及资本性支出。

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 1.3 的 Beta，这相当于 11.8% 的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 17.30 亿元，其中 9.65 亿元为从 2019 年到 2029 年的自由现金流折现值，7.66 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出每股 18.08 港元的公司估值。

表 2: 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	896	1,228	1,633	2,116	2,649	3,183	3,696	4,143	4,519	4,827	5,056	5,225	5,347
收入同比增速	33.9%	37.1%	32.9%	29.6%	25.2%	20.2%	16.1%	12.1%	9.1%	6.8%	4.8%	3.3%	2.3%
息税前利润	112	203	271	327	381	426	460	479	486	483	470	462	449
息税前利润率	12.5%	16.5%	16.6%	15.5%	14.4%	13.4%	12.4%	11.6%	10.8%	10.0%	9.3%	8.8%	8.4%
税率	51.6%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
税后净经营利润	54	148	198	239	278	311	335	350	355	352	343	337	328
折旧与摊销	4	5	5	9	11	14	17	19	20	22	23	24	24
经营性现金流净额	58	153	203	247	289	325	352	368	375	374	366	361	352
资本性支出与对外投资	-4	-42	-60	-65	-65	-65	-60	-60	-60	-55	-55	-55	-50
营运资本变动	450	-57	-94	-89	-84	-76	-68	-62	-49	-39	-30	-22	-16
自由现金流	505	54	50	93	140	184	224	247	266	280	282	283	286

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
2019-2029 年现值	965
永续经营部分现值	766
企业价值	1,730
净负债/现金、对外投资等调整项	-497
内在价值	2,227
股份数 (百万股)	140
每股价值 (元)	15.91
人民币兑港币汇率	1.14
每股价值 (港元)	18.08

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

业务

佳兆业美好成立于 1999 年，总部位于深圳，2018 年 12 月在香港联交所上市，股票代码为 2168.HK。公司业务主要分为四个板块，分别是物业管理服务、交付前及顾问服务、社区增值服务和智能解决方案服务。截至 2019 年 6 月 30 日，公司总合约建筑面积达 4,142 万平方米，在管建筑面积达 3,634 万平方米；服务业态涵盖中高端社区及非住宅物业，包括商业物业、写字楼、表演场地和体育馆、政府建筑、公共设施及工业园。

1. 业务总览

佳兆业美好成立于 1999 年，总部位于深圳。2018 年 12 月在香港联交所上市，股票代码为 2168.HK。

截至 2019 年 6 月 30 日，佳兆业美好总管理项目 218 个，总物业管理面积 4,142 万平方米，在管建筑面积达 3,634 万平方米；服务业态涵盖中高端社区及非住宅物业，包括商业物业、写字楼、表演场地和体育馆、政府建筑物、公共设施及工业园。现有业务涉及物业管理服务、交付前及顾问服务、社区增值服务、智能解决方案服务等领域。

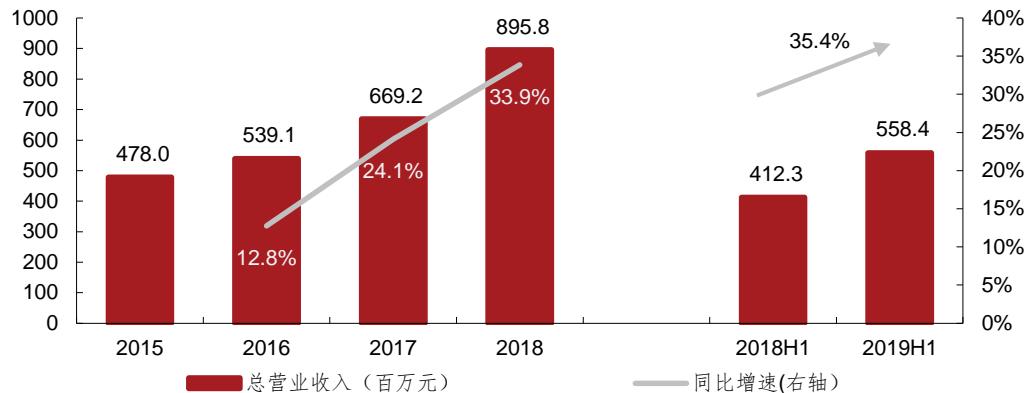
2018 年公司总营业收入达到 8.96 亿元，同比增速 33.9%。其中物业管理服务、交付前及顾问服务、智能解决方案服务和社区增值服务四个板块的营收占比分别为 42.0%、39.7%、9.2% 和 9.1%。

2019 上半年公司总营业收入达到 5.58 亿元，同比增速 35.4%，环比增速 15.5%。其中物业管理服务、交付前及顾问服务、智能解决方案服务和社区增值服务四个板块的营收占比分别为 41.8%、38.8%、9.2% 和 10.1%。

从营收占比趋势来看，物业管理服务是公司收入的主要来源，2015-18 年间其收入占比一直稳步提升，从 38.9% 到 42.0%。同期交付前及顾问服务占营收的比例逐年下降，分别为 51.7%、46.1%、44.2% 和 39.7%。而智能解决方案和社区增值服务的占比逐年上升。智能解决方案占总营收的比例从 2015 年的 1.8% 上升到 2018 年的 9.2%，社区增值服务的占比从 2015 年的 7.6% 上升到 2018 年的 9.1%。这与公司重点发展社区增值服务和智能解决方案的战略是一致的。

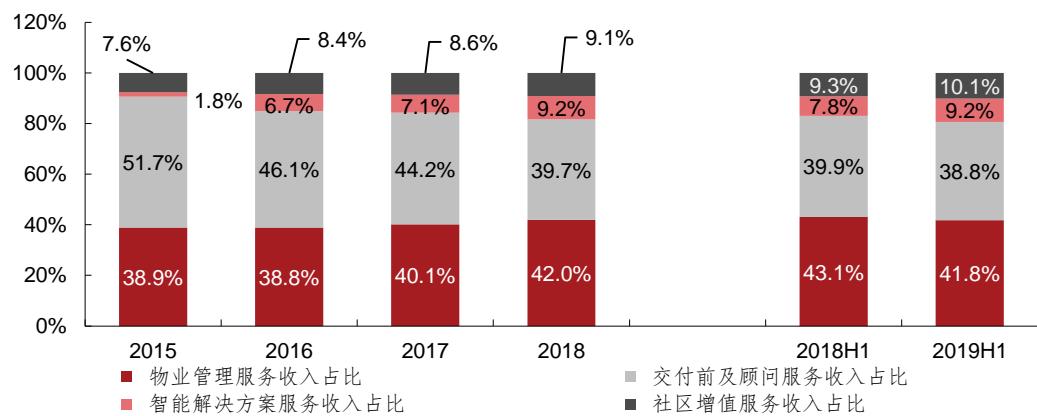
2019 上半年度，物业管理服务收入占比 41.8%，同比下降 1.3 个百分点，但我们预计该下降是暂时性的，2019 年全年的物业管理服务收入占比将继续较同期呈上升趋势。

图 1：2015-18 年及 2019H1 总营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 2：2015-18 年及 2019H1 各板块收入占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

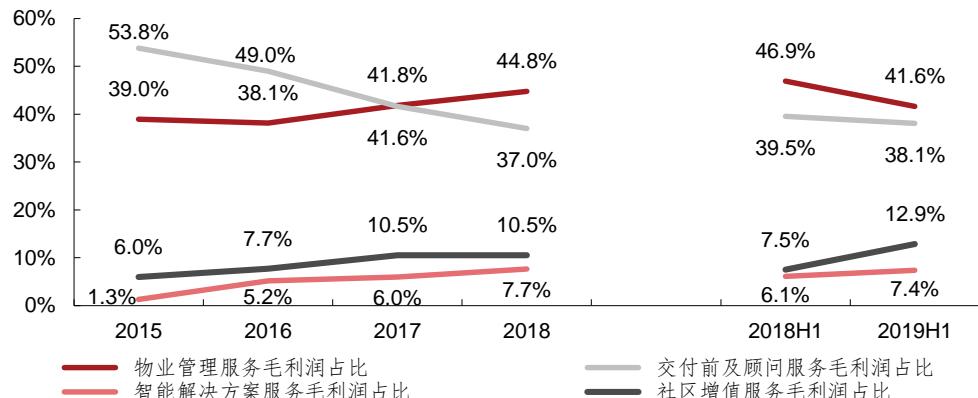
2018 年公司毛利润为 2.77 亿元，同比增长 35.6%。其中物业管理服务、交付前及顾问服务、智能解决方案服务和社区增值服务四个板块对毛利润的贡献度分别为 44.8%、37.0%、7.7% 和 10.5%。

2018 年公司整体毛利率为 30.9%，相较 2017 年提升 0.4 个百分点。其中物业管理服务、交付前及顾问服务、智能解决方案服务和社区增值服务四个板块的毛利率分别为 33.0%、28.8%、25.8% 和 35.7%。

2019 上半年度，公司毛利润为 1.91 亿元，同比增长 35.8%。其中物业管理服务、交付前及顾问服务、智能解决方案服务和社区增值服务四个板块对毛利润的贡献度分别为 41.6%、38.1%、7.4% 和 12.9%。

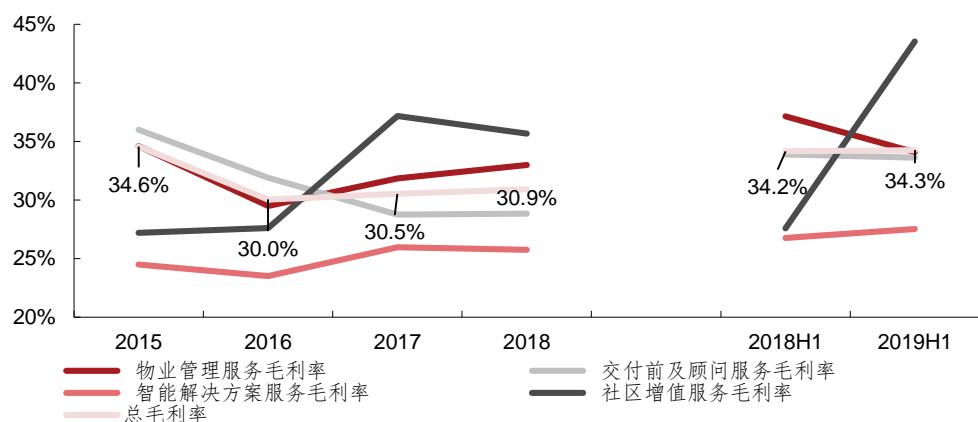
2019 上半年度，公司整体毛利率为 34.3%，同比提升 0.1 个百分点。其中物业管理服务、交付前及顾问服务、智能解决方案服务和社区增值服务四个板块的毛利率分别为 34.1%、33.6%、27.5% 和 43.6%。

图 3: 2015-18 年及 2019H1 各板块毛利润占比



数据来源：公司公告

图 4: 2015-18 年及 2019H1 各板块毛利率



数据来源：公司公告

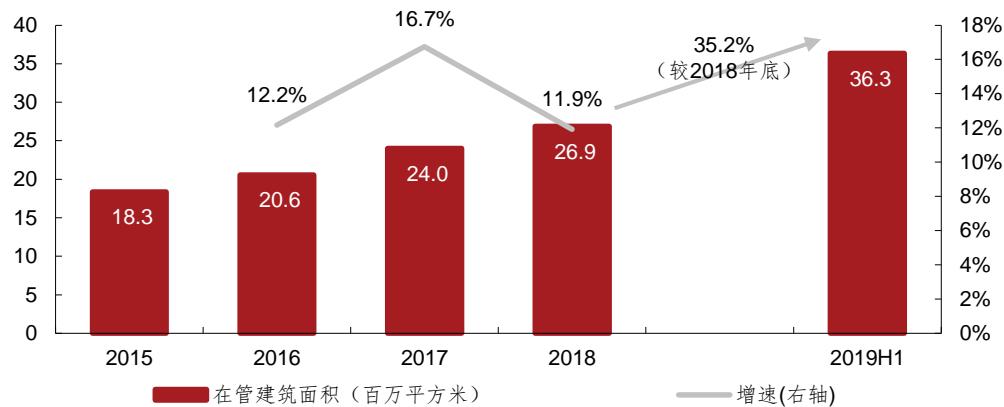
2. 物业管理服务

物业管理服务是公司的基础业务，主要服务内容包括秩序维护、清洁及园艺、维修及维护，以及客户服务等。公司管理的物业也涵盖了非住宅物业，包括商用物业、写字楼、表演场地和体育馆、政府建筑物、公共设施及工业园。

截至 2019 年 6 月 30 日，公司物业管理合约建筑面积达 4,142 万平方米，较 2018 年底增长 28.7%；在管建筑面积达 3,634 万平方米，较 2018 年底增长 35.2%。在管项目共 218 个，其中第三方项目 124 个。

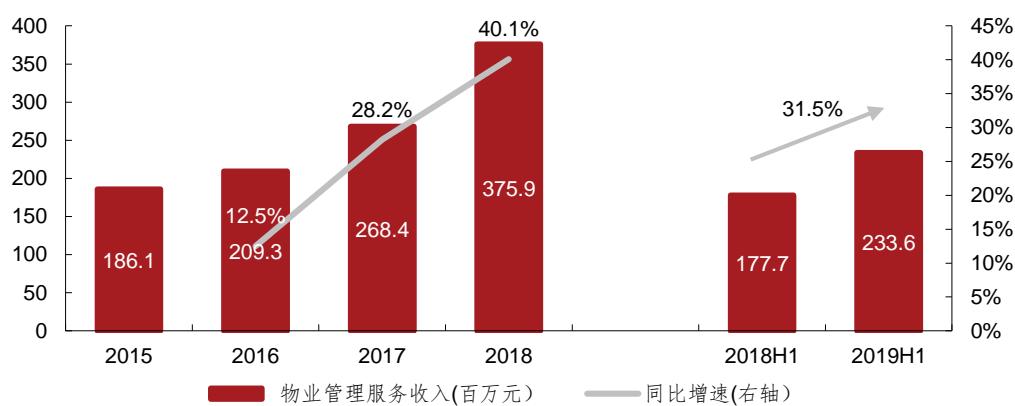
2018 年，物业管理服务收入达 3.76 亿元，同比增速 40.1%。2019 年上半年度，物业管理服务收入达 2.34 亿元，同比增速 31.5%。

图 5: 2015-18 年及 2019H1 在管建筑面积及增速



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 6: 2015-18 年及 2019H1 物业管理服务收入及同比增速



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2.1. 物业管理服务按项目来源划分

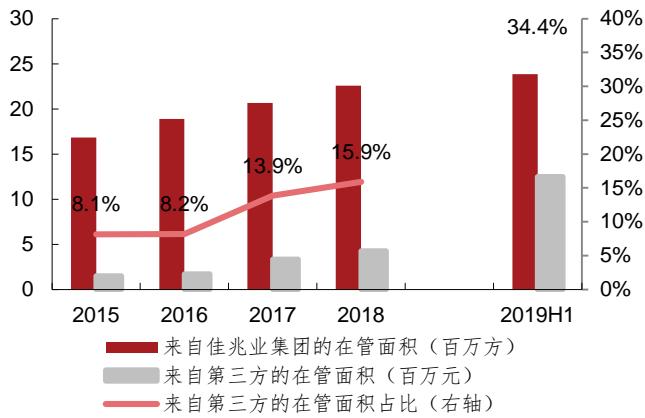
按照项目的来源，可以将物业管理服务的收入和在管面积分为来自佳兆业集团和来自第三方物业（除了佳兆业集团以外的所有物业）两类。

无论是物业管理服务收入，还是在管建筑面积，来自佳兆业集团部分的占比近年来在逐渐降低，体现了公司积极参与市场化竞争的意愿。2015-2018 年，公司的物业管理服务收入中，来自佳兆业集团的收入分别为 1.66 亿元、1.83 亿元、2.21 亿元和 2.86 亿元，占当年物业管理服务收入的比重分别为 89.0%、87.2%、82.2% 和 76.0%。公司的在管建筑面积中，来自第三方物业的面积分别为 149.4 万方、168.6 万方、333.1 万方和 427.4 万方，占当年总在管建筑面积的比例分别为 8.1%、8.2%、13.9% 和 15.9%。

2019 上半年度，公司的在管建筑面积中，来自第三方物业的面积为 1,249.3 万方，

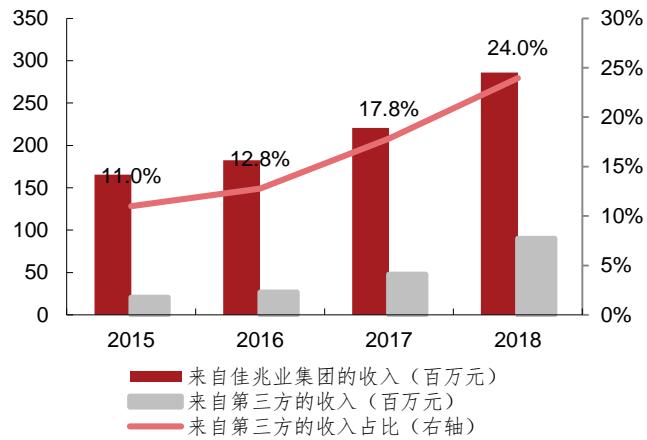
占当年总在管建筑面积的比例为 34.4%。第三方面积的快速上涨，主要是由于公司收购的嘉兴大树物业并表，带来了 790 万方的新增面积。

图 7：2015-18 年及 2019H1 物管服务在管面积来源及占比



数据来源：公司公告

图 8：2015-18 年物管服务收入来源及占比



数据来源：公司公告

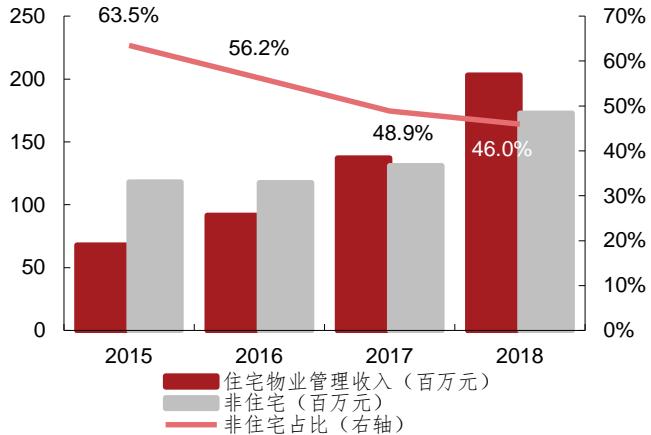
2.2. 物业管理服务按物业类型划分

根据物业类型的不同，可以将物业管理服务的收入和在管面积分为住宅和非住宅两类。2018 年，在管建筑面积占比仅为 11.1% 的非住宅物业贡献了 46.0% 的物业管理服务收入，这主要是因为非住宅物业的收费水平远高于住宅物业。根据公司招股书披露的数据，2015-17 年公司所管理的住宅每月每平米的物业管理费平均为 2.2 元，而非住宅的平均物管费为 14.2 元，是住宅的 6.5 倍。

虽然物业管理服务收入中的住宅占比逐年提升，但公司管理物业中的非住宅占比在行业中依然属于较高水平。2015-18 年，公司的物业管理服务收入中，来自住宅的收入分别为 0.68 亿元、0.92 亿元、1.37 亿元和 2.03 亿元，分别占当年物业管理服务总收入的 36.5%、43.8%、51.1% 和 54.0%。

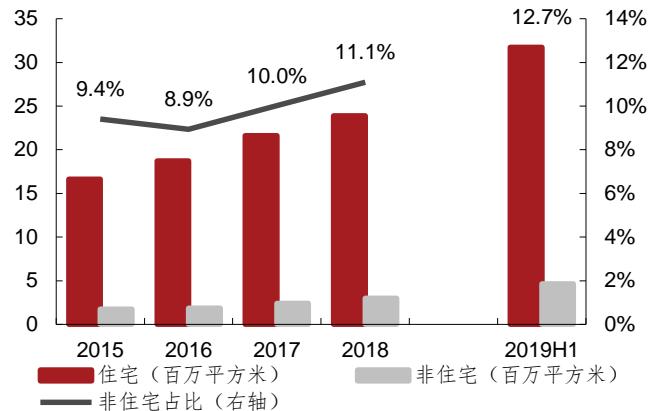
从在管建筑面积来看，住宅物业还是占据大头。2015-18 年在管建筑面积中，住宅物业的面积为 1,661.0 万方、1,872.7 万方、2,160.3 万方和 2,388.8 万方，分别占当年总在管建筑面积的 90.6%、91.1%、90.0% 和 88.9%。2019 上半年度，住宅物业的面积为 3172.0 万方，占总在管建筑面积的 87.3%。

图 9: 2015-18 年住宅和非住宅收入及占比



数据来源：公司公告

图 10: 2015-18 年及 2019H1 住宅和非住宅在管面积及占比



数据来源：公司公告

2.3. 物业管理服务按收费模式划分

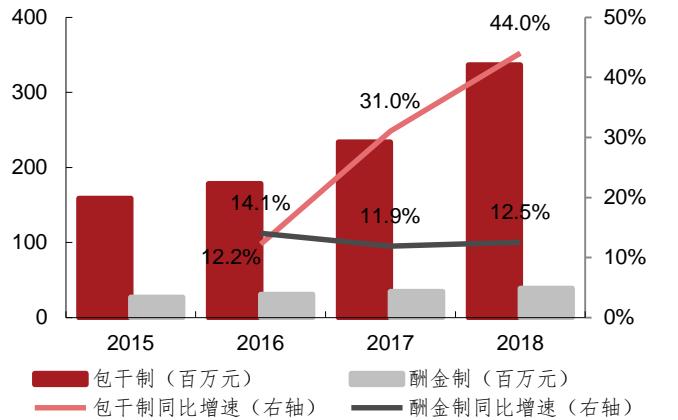
按照物业管理行业的收费模式划分，可以将物业管理服务的收入和在管面积分为包干制和酬金制两类。在包干制模式下，业主向公司支付一笔固定的物业管理费，由公司承担物业管理所涉及的一切成本及开支。在酬金制模式下，业主向公司支付固定管理费，而物业管理所涉及的一切有关成本及开支皆由业主承担。

由于包干制和酬金制在会计入账方式上存在差异，包干制以所收取的费用记为收入，而酬金制仅以合同上的预先商定的物业管理费或服务成本的某个百分比当作收入入账，因此仅用入账的收入绝对值去比较权重会与现实有偏差，而在管建筑面积占比相较收入占比更能反映现实。从在管建筑面积来看，公司的收费方式主要以酬金制为主。

2015-18 年，包干制物业管理收入分别为 1.59 亿元、1.78 亿元、2.34 亿元和 3.37 亿元。2018 年的同比增速为 44.0%。

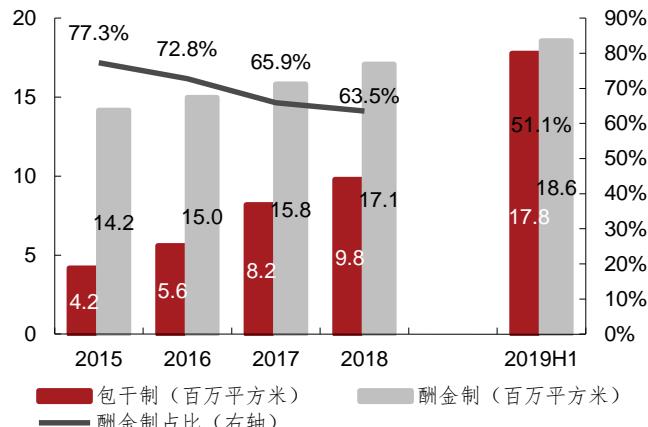
2015-18 年，按照酬金制进行收费的在管建筑面积分别为 1,417.0 万方、1,496.8 万方、1,583.0 万方和 1,707.4 万方，分别占当年总在管建筑面积的 77.3%、72.8%、65.9% 和 63.5%。2019 上半年度，按照酬金制进行收费的在管建筑面积为 1,856.9 万方，占当年总在管建筑面积的 51.1%。包干制在管建筑面积在 2019H1 达 1,777.1 万方，较 2018 年底上涨 81.4%，主要是由于公司收购了以包干制为主的嘉兴大树物业。

图 11：2015-18 年包干制和酬金制收入及占比



数据来源：公司公告

图 12：2015-18 年及 2019H1 包干制和酬金制在管面积及酬金制占比



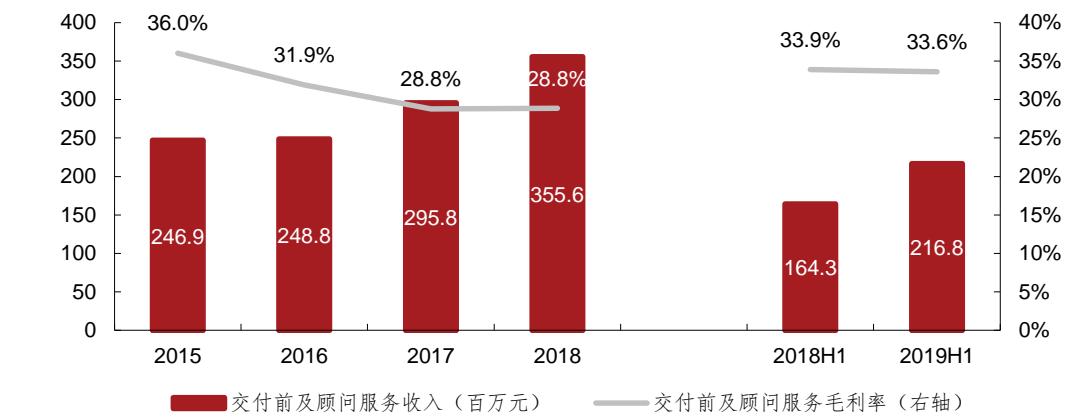
数据来源：公司公告

3. 交付前及顾问服务

交付前及顾问服务指的是公司在物业销售的交付前阶段向物业开发商提供的任何相关助销服务。物业顾问服务包括向物业开发商建议项目规划、设计管理及建筑管理。

2018 年，交付前及顾问服务营收达到了 3.56 亿元，同比增速 20.2%。2019 年上半年度，营收达 2.17 亿元，同比增速 31.9%。交付前及顾问服务营收中约 90% 来自佳兆业集团，对佳兆业集团的依赖性较大。

图 13：2015-18 年及 2019H1 交付前及顾问服务收入及毛利率



数据来源：公司公告

4. 社区增值服务

社区增值服务指的是线上线下渠道提供的多种社区增值服务，包括停车场、空间租赁及增值服务。2014年公司收购了齐家科技25%的股权，开始采用齐家科技开发的智能社区App“小区管家”，作为社区产品及服务的线上门户。2017年，公司进一步收购齐家科技67.26%股权，使其成为公司的间接非全资附属公司。2018年3月，公司推出了“K生活”和“K服务”两款App，截至目前，合计已有60万注册用户。

图14：“K生活”App一览



数据来源：小米应用商店，克而瑞证券研究院

图15：“K服务”App一览

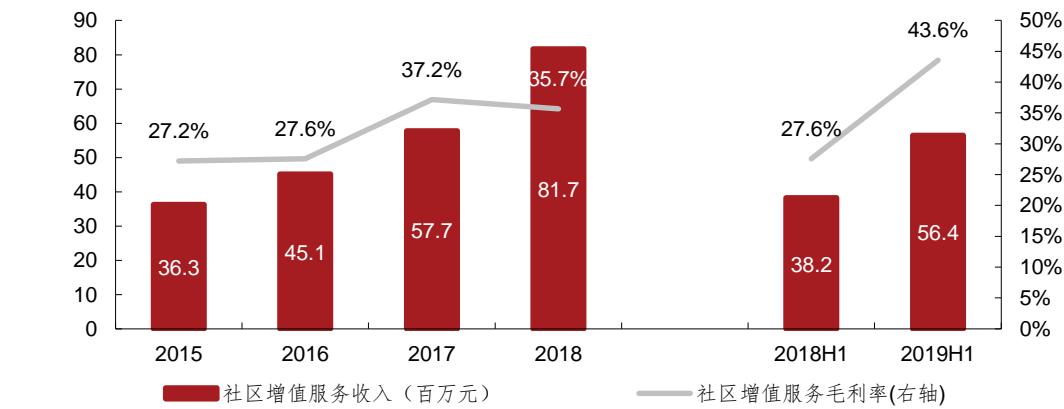


数据来源：小米应用商店，克而瑞证券研究院

2018年，社区增值服务的营业收入为8,167.2万元，同比增速41.4%；毛利率35.7%，相较2017年的37.2%下降了1.5个百分点，主要是由于社区增值服务业务构成发生结构性改变，例如停车场服务等毛利相对较低的业务占收入比重上升。

2019上半年度，社区增值服务的营业收入为5,644.1万元，同比增速47.7%；毛利率43.6%，毛利率的提升主要是由于毛利较高的业务占比提升，例如空间租赁及软件开发服务。

图16：2015-18年及2019H1社区增值服务收入及毛利率



数据来源：公司公告

5. 智能解决方案

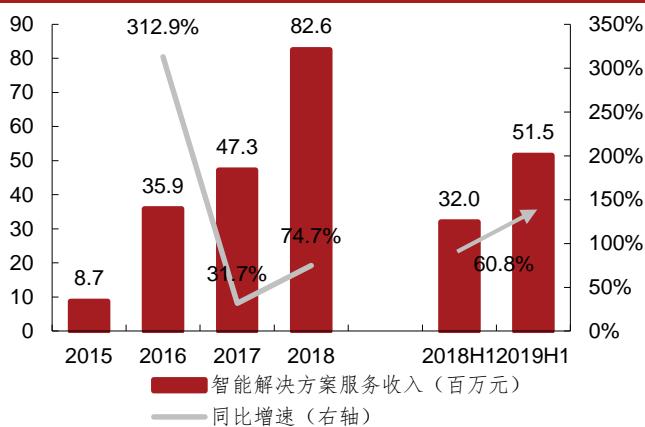
智能解决方案服务是指公司向物业开发商及不同领域（如酒店、写字楼、购物中心及公用设施）的物业管理公司提供智能解决方案服务，包括自动化及其他硬件设备安装服务。公司为了建立智能家居及智能社区的目标，已经通过与第三方承包商、佳科智能（深圳市佳科智能工程有限公司），向物业开发商提供智能解决方案服务。其中，佳科智能是佳兆业美好的全资子公司，专业提供电子智能解决方案服务。

截至 2019 年 6 月，公司已签约在履行 155 项智能解决方案服务合约，合约价值共约 1.34 亿元。此外，公司已与六家中国百强房企签订了智能化战略合作协议，预计未来将有项目落地，为公司带来新的收入。

2018 年，智能解决方案服务收入为 8,256.0 万元，同比增速达 74.7%，毛利润为 2,126.4 万元，同比增长 73.4%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已经累计为 471 个住宅社区和 17 个非住宅物业提供智能解决方案服务。

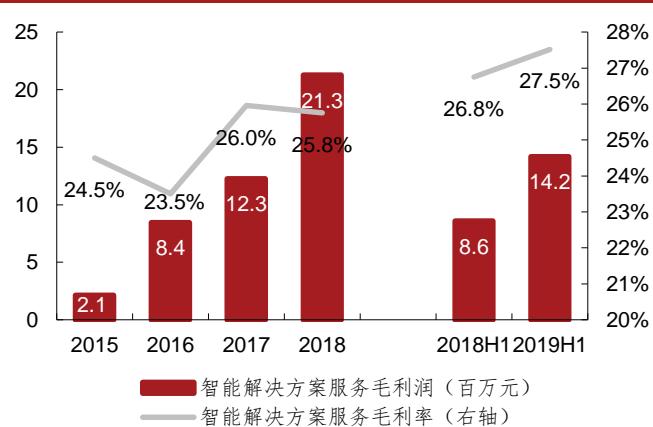
2019 上半年度，智能解决方案服务收入为 5,153.0 万元，同比增速 60.8%；毛利润为 1,418.2 万元，同比增长 65.5%。

图 17：2015-18 年及 2019H1 智能解决方案服务收入及同比增长率



数据来源：公司公告

图 18：2015-18 年及 2019H1 智能解决方案服务毛利润及毛利率



数据来源：公司公告

6. 重大并购及融资事件

公司 2018 年 12 月 6 日在香港上市，筹得款项净额约 2.59 亿港元（约为 2.27 亿元人民币），其中：1) 约 50%（约 1.30 亿港元）用于收购或投资其他物业管理公司；2) 约 20%（约 0.52 亿港元）用于收购或投资与物业管理相关的公司，比如秩序维护、清洁、园艺和保养服务供应商，以及增值服务相关的公司（包括社区零售业务、社区金融、社区长者护理、社区教育等）；3) 约 10%（约 0.26 亿港元）用于开发和推广公司的 App 和社区增值产品；4) 约 10%（约 0.26 亿港元）用于推

进公司的管理数码化、服务集中化、程序规范化和营运自动化；5) 约 10% (约 0.26 亿港元) 用于公司的营运资金。

根据公司招股说明书披露，公司上市前有过一笔重大并购。2017 年 11 月，公司以 538 万元对价收购了齐家科技 67.26% 的股权，加上公司原先就持有的 25% 股权，目前公司共持有齐家科技 92.26% 股权。

公司上市后，共完成一起重大并购。2019 年 4 月 12 日，公司收购嘉兴大树物业管理有限公司 60% 的股权，对价为 3,658 万元，对应估值 6,097 万元，相当于 11.2x 的 2018 年 PE。标的公司拥有在管面积约 790 万平方米，包括 38 个住宅社区和 42 个非住宅物业，2018 年实现净利润 544.5 万元。该收购标的已于 2019 年 5 月纳入公司的合并范围。

表 4：公司并购事件整理

并购时间	并购标的	并购对价 (万元)	并购股权	被并购公司估值(万元)
2017 年 11 月 16 日	齐家科技	538	67.26%	800
2019 年 4 月 12 日	嘉兴大树物业管理有限公司	3,658	60%	6,097

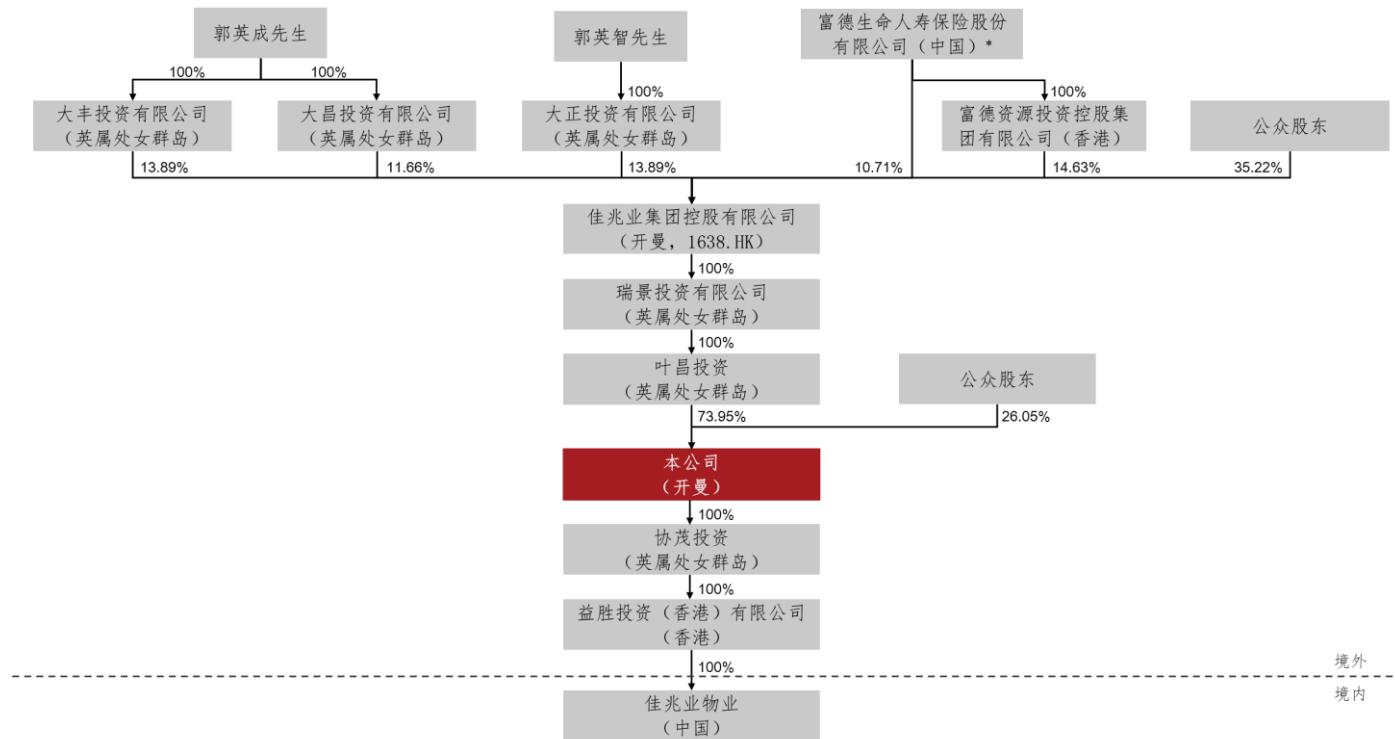
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

7. 公司股东结构

7.1. 佳兆业集团为公司的第一大股东

截至 2018 年底，公司的第一大股东为叶昌投资有限公司，其共持有公司 73.95% 的股份。佳兆业集团是叶昌投资有限公司的 100% 控股母公司，其最大的最终股东为郭英成先生，郭先生通过 BVI 公司共持股 25.55%。

图 19：截至 2018 年底佳兆业美好的股权架构



数据来源：公司公告

*为中国境内企业

7.2. 佳兆业集团简介

佳兆业集团控股有限公司是珠江三角洲地区领先的物业发展商之一，成立于 2007 年 8 月，主要从事大型住宅物业及综合商用物业的发展，2009 年 12 月在香港交易所上市，股票代码为 1638.HK。2018 年佳兆业集团的权益销售金额为 700.6 亿元，在克而瑞发布的《2018 年 1-12 月中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》中位列第 37 名。佳兆业集团多年来一直以深耕粤港澳大湾区为战略核心，策略布局深圳、广州、惠州、珠海、佛山、东莞、中山等大湾区城市，并逐渐拓展至长江三角洲、华东以及环渤海等经济繁华的城市及地区。截至 2018 年底，佳兆业集团位于粤港澳大湾区的土地储备将近 1,310 万平方米，占整体土地储备的 54.3%。我们预计公司将受益于佳兆业集团的发展。

8. 未来发展战略

从区域局部上来看，公司将立足于集团的传统重点区域——大湾区，借力并支持国家粤港澳大湾区发展规划，公司亦将并同步拓展长三角、环渤海等重点区域，逐步覆盖全国重点城市群。

从业务板块来看，公司未来的发展重点在于智能家居和智慧社区。公司将以“打造全系生活社区增值生态链”为目标，整合传统物管与增值服务资源，丰富社区生活

场景，提升业主满意度与用户粘性，打造多元化的业务模式与收入来源。

从物管板块来看，公司将继续重点扩展非住宅物管服务。并通过收购和市场拓展继续扩充其物管版图。

佳兆业美好财务分析

佳兆业美好收入增长稳健，2015-18 年以 23.3%的复合年化增长率增长到 8.96 亿元的水平。同期毛利率基本稳定，过去四年间维持在 30.1%-34.6%的水平。公司在 2018 年确认了约 3,020 万元的上市费用，并承担了因支付特别股息而产生的税金，导致当年净利润较 2017 年有所下降。我们预计佳兆业美好未来将继续受益于来自佳兆业集团的支持及收并购，2018-20 收入的复合年化增长率将达到 35.0%，归母净利润同期复合年增长率为 89.4%。佳兆业美好于 2018 年 12 月在香港上市，扣除上市费用筹得净资金 2.27 亿元，2018 年末公司账面净现金 7.08 亿元。2019H1 公司运营稳健，收入同比增长 35.4%达到 5.58 亿元，归母净利润同比增长 289.1%达到 0.91 亿元。基于公司较高的盈利能力及相应的收并购预期，我们预计 2019、2020 年其净现金将分别达到 6.12 亿元和 6.18 亿元。

1. 2015-2018 年财务分析及回顾

2015-18 年，佳兆业美好的收入从 4.78 亿以 23.3%的年复合增长率增长到 8.96 亿。2018 年是公司收入增长最快的一年，同比增长了 33.9%。这主要受益于来自佳兆业美好的控股股东佳兆业集团的支持。事实上，来自于佳兆业集团的支持主要体现在两个方面。这两部分的收入合计占公司总收入的 70%以上：

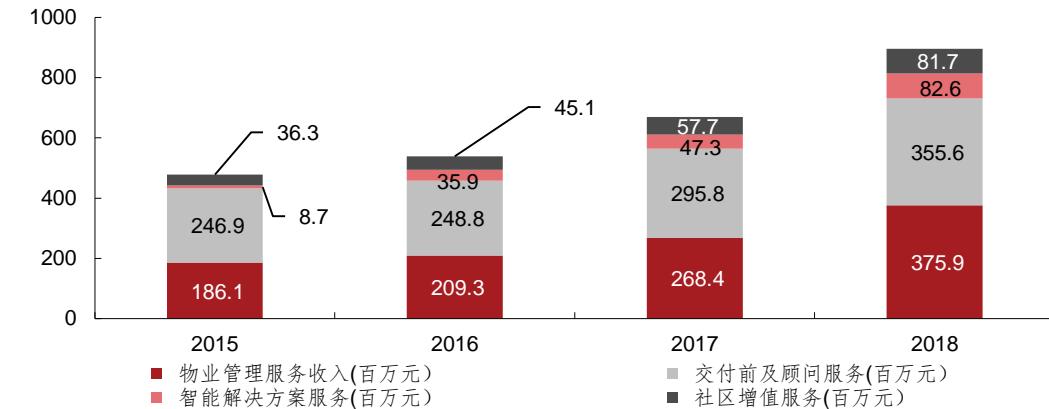
- 1) 为佳兆业集团地产项目提供的物业服务管理服务。2015-18 年间这部分业务占公司总收入的 32-35%；
- 2) 交付前及顾问服务，该块业务的大部分收入来自于佳兆业集团。2015-18 年间这部分收入占公司总收入的 40-52%。

2015-18 年间这两块业务收入合计占公司总收入的 72%-86%，2018 年同比增长 24.2%，为公司收入实现两位数的高增长打下了坚实的基础。

来自于第三方的物业多为非住宅类物业管理项目，物业管理费比较高并且为包干制，也促进了收入的提升。2017 年公司非住宅的物业管理项目的平均物业管理费为 15.0 元/平米/月，较 2015、2016 年的 13.3 元/平米/月与 14.4 元/平米/月有持续提升。

最后，智能解决方案服务和社区增长服务为新兴业务，增长迅猛，虽然总体占收入比重较低，但为收入的增长也做出了贡献。

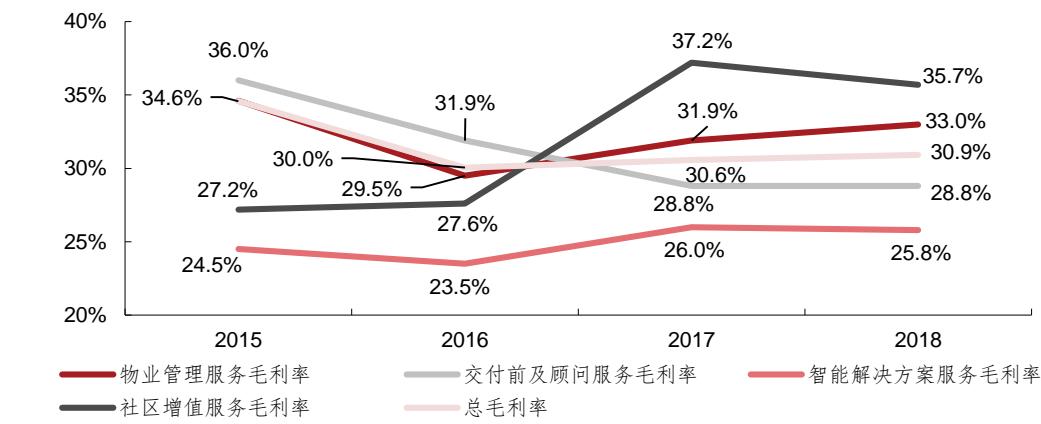
图 20：公司 2015-18 年各业务板块收入



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

佳兆业美好的毛利润率一直保持在 30%以上的高水平，这主要由于公司的物业管理费确认采取的是酬金制模式。截至 2018 年底，佳兆业美好合计在管面积为 2,686.9 万方，其中 63.5%采用的是酬金制。此外公司近两年所大力发展的社区增值服务的毛利率也提升显著，从 2015 年的 27.2%提升到 2018 年 35%以上的水平。社区增值服务占总收入的比重也在同期稳步上升，亦促进了公司整体毛利率水平的提升。公司 2016 年毛利率有下降的影响因素较多，主要与公司收入结构性变化、人力成本上升有关。

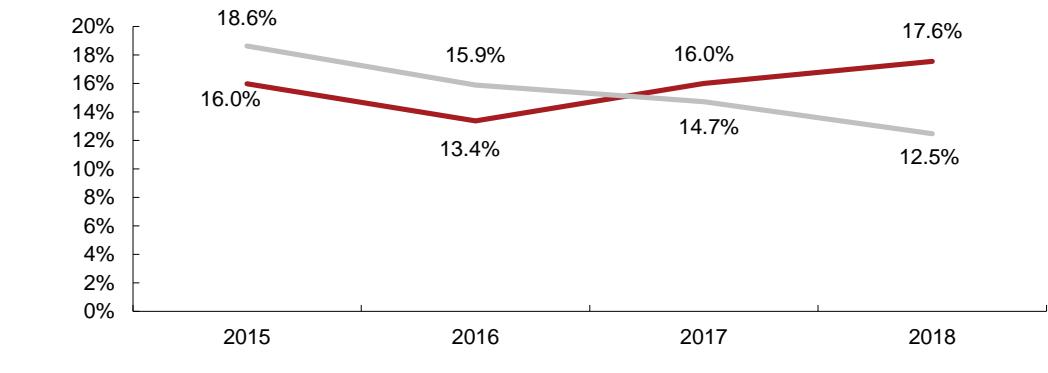
图 21：2015-18 年公司总毛利率及各板块毛利率



数据来源：公司公告

2015-17 年，佳兆业美好的管理及营销费用占公司总收入的比例在 13-16%之间，这一比例在 2018 年提升到 17.6%，这主要是因为 2018 年公司在香港联交所上市，产生了 3,020 万的上市费用。管理及营销费用的提升导致公司的经营性利润率逐年下降，从 2015 年的 18.6%，下降到 2018 年的 12.5%。

图 22: 2015-18 年管理及营销费用占公司总收入比例及经营性利润率



数据来源：公司公告

佳兆业美好的实际税率在 2015-17 年间约在 26-29% 的水平，2018 年该税率提升到 51.6%。这主要因为公司向上市前老股东派发了特别股息约 1.28 亿元，进而产生了额外的税负。

佳兆业美好的净利润在 2017 年达到自 2014 年以来的最高点为 7,144.1 万元，2018 年实现归母净利润 5,405.6 万元，同比下降了 24.3%。基本回到了 2016 年的水平。净利润率从 2015 年的 12.1% 下降到 2018 年的 6.0%。出于可比性的考虑，如果加回一次性上市开支 3,020 万元，则 2018 年净利润可达到 8,425.6 万元，较 2017 年有所提升。

表 5：佳兆业美好 2015-18 年利润表核心数据

单位：百万元	2015	2016	2017	2018
毛利润	165.2	162.0	204.3	277.0
经营性费用	(76.4)	(72.2)	(107.1)	(157.3)
其他收入	0.2	(4.2)	1.3	(7.9)
息税前利润 (EBIT)	89.0	85.7	98.5	111.8
息税前利润率	18.6%	15.9%	14.7%	12.5%
净利息收入/支出	0.0	0.0	0.2	(1.2)
所得税	(23.5)	(23.2)	(24.7)	(57.1)
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	(0.5)
归母净利润	57.7	58.1	71.4	54.1

数据来源：公司公告

2. 2019H1 财务业绩回顾

2019 上半年公司实现收入 5.58 亿元，同比增长 35.4%，环比增长 15.5%。

公司物管服务收入 2019 上半年度收入达 2.34 亿元，同比增长 31.5%；占总收入比重 41.8%，同比下降 1.3 个百分点。

2019 上半年度，公司智能解决方案服务增速明显，同比增长 60.8%，达 5,153.0 万

元，占总收入的比重达 9.2%，同比上升 1.5 个百分点。社区增值服务收入同比增长 47.7%，达 5,644.1 万元，占总收入的比重达 10.1%，同比上升 0.8 个百分点。

2019 年上半年度，公司非物管服务收入（即交付前及顾问服务、智能解决方案服务、社区增值服务）共计 3.25 亿元，同比增长 38.4%；占总收入的比重达 58.2%，同比上升 1.3 个百分点。非物管服务收入占比的提升，显示公司多元化、非关联交易的运营能力逐渐增强。

表 6：2018H1-2019H1 公司收入构成

会计年度（百万元）	2019H1	2018H2	2018H1	同比增长	环比增长
物业管理服务	233.6	198.2	177.7	31.5%	17.9%
交付前及顾问服务	216.8	191.3	164.3	31.9%	13.4%
智能解决方案服务	51.5	50.5	32.0	60.8%	2.0%
社区增值服务	56.4	43.5	38.2	47.7%	29.9%
合计	558.4	483.4	412.3	35.4%	15.5%
占比					
物业管理服务	41.8%	41.0%	43.1%	-1.3ppt	0.8ppt
交付前及顾问服务	38.8%	39.6%	39.9%	-1.0ppt	-0.7ppt
智能解决方案服务	9.2%	10.5%	7.8%	1.5ppt	-1.2ppt
社区增值服务	10.1%	9.0%	9.3%	0.8ppt	1.1ppt
合计	100.0%	100.0%	100.0%		

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2019H1 公司的毛利率为 34.3%，较 2018H1 提升了 0.1 个百分点。毛利率的提升主要受收入结构变化的影响。例如，物业管理服务由于包干制业务占比提高，拉低了该部分的毛利率；而对于社区增值服务，由于毛利率较高的空间租赁及软件开发服务等占比提高，拉升了该部分的毛利率。

公司在 2018 年产生了一次性的上市费用，造成公司 2018 年息税前利润率偏低，2019H1 公司的该指标重新回到较高水平，达 21.1%，同比提升 5.2 个百分点。

2019H1 公司的实际税率为 22.9%，同比下降 41.9 个百分点，主要是由于公司 2018 年计提了由于发放特别股息而产生的预扣税。

公司 2019H1 实现归母净利润 9,066.3 万元，289.1%；归母净利率达 16.2%，同比提升 10.6 个百分点。

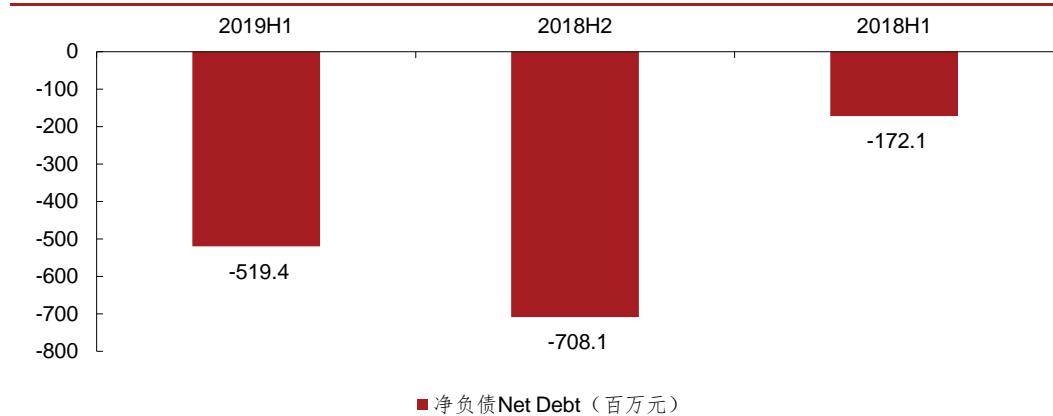
表 7：2018H1-2019H1 公司利润表核心数据

单位：百万元	2019H1	2018H2	2018H1	同比增长	环比增长
收入	558.4	483.4	412.3	35.4%	15.5%
COGS	(367.1)	(347.3)	(271.5)	35.2%	5.7%
毛利润	191.3	136.2	140.9	35.8%	40.5%
毛利率	34.3%	28.2%	34.2%	0.1ppt	6.1ppt
经营性费用	(67.3)	(83.6)	(73.8)	-8.8%	-19.5%
其他收入/费用	(6.1)	(6.3)	(1.6)	275.7%	-2.3%
息税前利润 (EBIT)	117.9	46.4	65.4	80.2%	154.3%
息税前利润率	21.1%	9.6%	15.9%	5.2ppt	11.5ppt
财务费用	0.3	(1.2)	0.1	333.8%	-122.7%
所得税	(27.2)	(14.7)	(42.5)	-36.0%	85.5%
实际税率	22.9%	32.5%	64.8%	-41.9ppt	-9.6ppt
少数股东权益	0.9	(0.3)	(0.3)	-442.5%	-430.2%
归母净利润	90.7	30.8	23.3	289.1%	194.8%
归母净利率	16.2%	6.4%	5.7%	10.6ppt	9.9ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

现金状况良好。公司 2019H1 净现金为 5.19 亿元，较 2018 年年底下降约 1.89 亿元。主要是由于公司派发了特别股息 1.28 亿元、公司营运资本较 2018 年底上升 1.77 亿元、公司持有按公平值净损益入账的金融资产 0.36 亿元、且收购嘉兴大树物业支付了相对应价 0.37 亿元。

图 23：2018H1-2019H1 公司净负债情况



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

3. 2019-2020 年预测

基于管理层的盈利预期及我们的分析，我们假设公司物业管理业务的在管面积在 2019 年与 2020 年分别达到 3,834 万方与 5,009 万方，其增幅来源最大的部分是收并购。此外，我们假设公司 2019 年物业管理平均月收入达到 1.41 元/平方米，较 2018 年有所提升，主要是由于公司收购了以商办物管为主的嘉兴大树物业，拉高了平均收费水平。

我们保守地假设公司毛利率水平在 2019 年与 2020 年保持稳定，毛利率的微小波动是由于公司业务结构性变化造成的。

据此，我们预测公司 2019 年收入达到 12.28 亿元，2020 年收入达到 16.33 亿元，同比增长分别为 37.1%与 32.9%。

表 8：佳兆业美好 2018-2020E 核心运营数据及假设

	2018	2019E	2020E
总收入（百万元）	895.77	1,228.12	1,632.51
物业管理业务收入（百万元）	375.9	552.0	766.5
在管面积（百万方）	26.9	38.3	50.1
合约面积（百万方）	32.2	43.8	56.1
平均收入水平（元/月/平方）	1.23	1.41	1.44
交付前及顾问服务（百万元）	355.6	433.8	520.6
智能解决方案服务（百万元）	82.6	123.8	179.6
社区增值服务（百万元）	81.7	118.4	165.8
整体毛利率	30.9%	30.2%	30.0%
物业管理服务	33.0%	29.4%	29.0%
交付前及顾问服务	28.8%	30.0%	30.0%
智能解决方案服务	25.8%	30.0%	30.0%
社区增值服务	35.7%	35.0%	35.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

由于 2018 年产生了一次性的上市费用，故公司的息税前利润率较低，我们预测公司在 2019 年与 2020 年的息税前利润率有所回升，维持在 16%-17% 水平。

我们预测公司实际所得税率将回落到 27% 的正常水平，故公司 2019 年与 2020 年的归母净利润将分别达到 1.45 亿元与 1.94 亿元，分别同比增长 169.0% 与 33.4%。

表 9：佳兆业美好 2018-2020E 核心财务数据及预测

单位：百万元	2018	2019E	2020E
毛利润	277.0	371.2	490.4
经营性费用	(157.3)	(157.1)	(204.7)
其他收入	(7.9)	(10.8)	(14.4)
息税前利润（EBIT）	111.8	203.2	271.3
息税前利润率	12.5%	16.5%	16.6%
净利息收入/支出	(1.2)	(1.1)	(0.9)
所得税	(57.1)	(54.6)	(73.0)
少数股东权益	(0.5)	2.1	3.5
归母净利润	54.1	145.4	193.9

数据来源：克而瑞证券研究院

2018 年上市前公司决定派发特别股息，合计 1.28 亿元，并由公司承担相应 10% 的所得税负。2018 年度业绩公布后管理层宣布派发每股 18 港仙，合计 2,162 万元人民币，相当于 40% 的股利支付率。2019 年中期业绩公布，公司不派发中期股息。我们预计公司未来股息率将保持在 25%-30% 的水平。

4. 资产负债表分析及预测

佳兆业美好一直保持轻资产运营，从 2015 年到 2017 年公司主要的在使用资本聚集在营运资本上，同期营运资本分别占在使用资本的 90.2%，94.5% 和 88.2%。实际上公司会计历史数据表明公司应收关联人士款项数额较大，主要为应收关联人士

的贸易性质款项以及计息的非贸易性质款项两部分，该科目金额在 2015、2016 和 2017 年分别为 4.39 亿、10.35 亿和 9.31 亿，分别占当年收入的 91.7%、192.0% 和 139.1%。2018 年随着公司上市，贸易性质的应收关联人士款项快速收窄，2018 年仅 1.27 亿元；而期初 2016 年总额为 4.80 亿元，在 2017 年与 2018 年分批了结。该科目金额的大幅下降，使公司营运资本在 2018 年大幅减少，转为负数。我们预测公司营运资本将在 2019 年大幅回升，并在 2020 年继续增加。

2018 年公司上市融资净筹集 2.27 亿元，2018 年末公司账面净现金为 7.08 亿元。考虑到公司派发股息、收购嘉兴大树物、及继续进行收并购的需求，我们预测公司 2019 年底与 2020 年底的净现金分别为 6.12 亿元与 6.18 亿元。公司 ROE 将在 2019 年回升到 23.1% 的水平，并在 2020 年继续回升。

表 10：公司资产负债表核心数据及预测

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
固定资产	8.0	6.9	6.9	7.9	8.7	10.4
无形资产及商誉	0.0	0.0	13.4	12.1	12.1	12.1
其他长期资产	7.8	4.2	3.2	3.3	39.9	92.7
营运资本	146.2	672.2	500.8	(200.1)	(15.2)	78.4
在使用资本—资本端	162.1	683.3	524.3	(176.8)	45.5	193.5
净负债	(15.7)	446.1	210.9	(708.1)	(611.8)	(617.5)
长期负债	3.2	4.4	7.9	25.1	25.1	25.1
所有者权益	174.6	232.8	305.5	506.2	632.1	785.9
在使用资本—负债端	162.1	683.3	524.3	(176.8)	45.5	193.5
ROE	33.1%	25.0%	23.4%	10.7%	23.1%	24.8%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

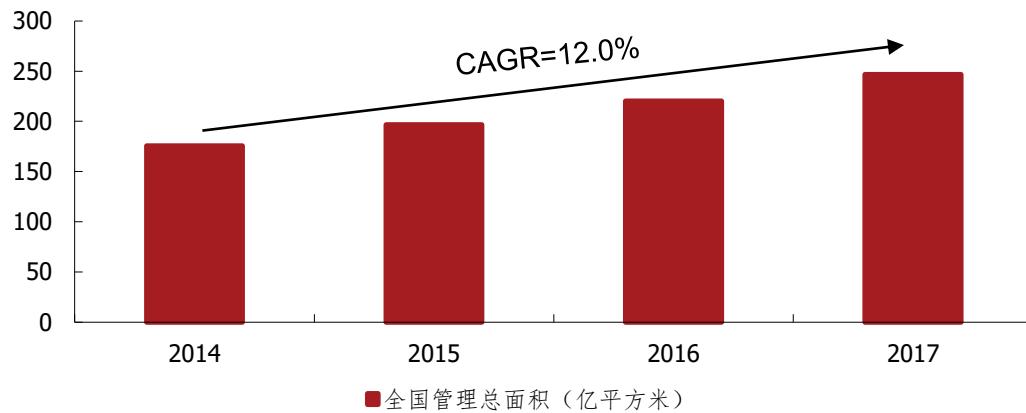
物业行业

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，2018 百强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，将成为上市物业公司未来探索的重点。

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 24：2014-17 年全国物业管理总面积复合增长率为 12.0%



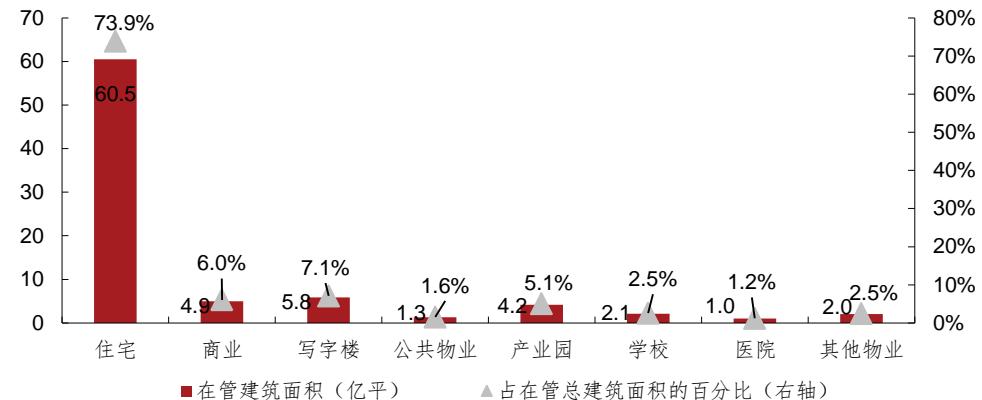
数据来源：中国物业管理协会

2. 物业类型多样，百强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 25: 2018 年物业百强在管面积中住宅物业占比达到 73.9%

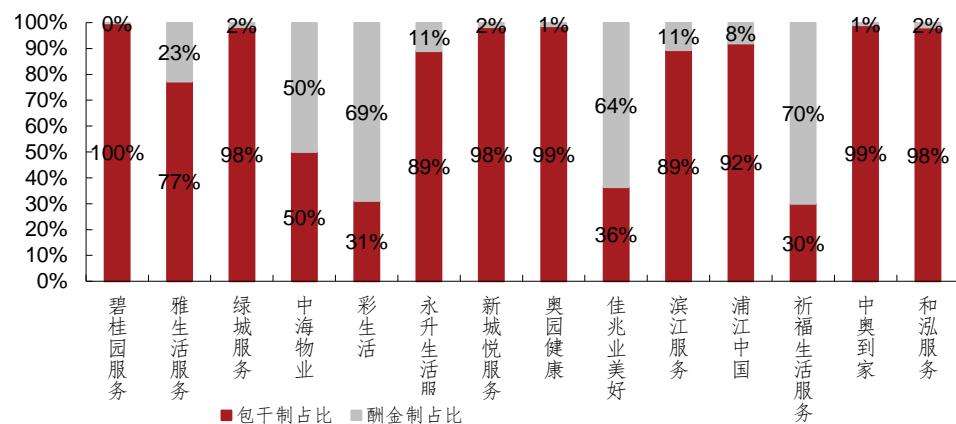


数据来源：中国指数研究院，克而瑞证券研究院

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。目前香港上市的 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 26: 香港上市的物业管理公司在管面积多数以包干制为主¹



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

¹ 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。

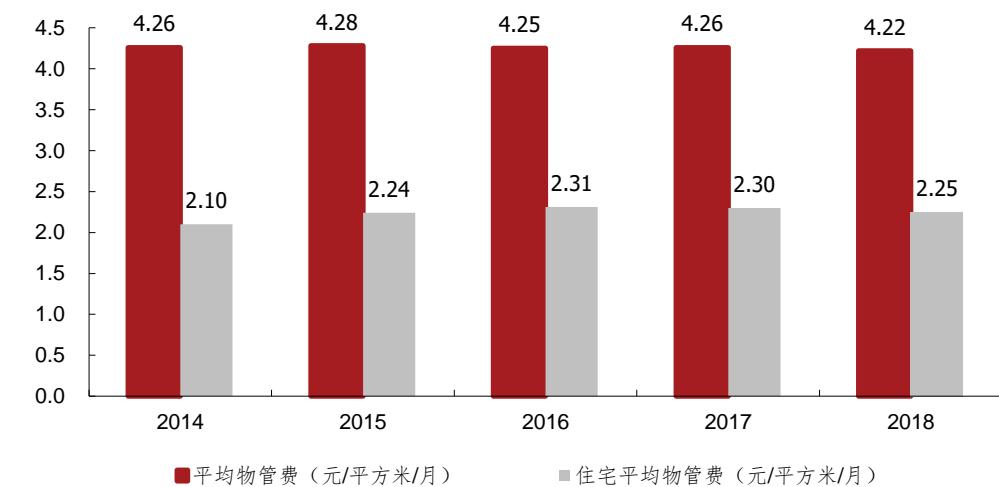
图 27：2018 年百强物业管理企业的平均物管费中收费最高的类型是办公物业



数据来源：中国指数研究院，克而瑞证券研究院

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 28：百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

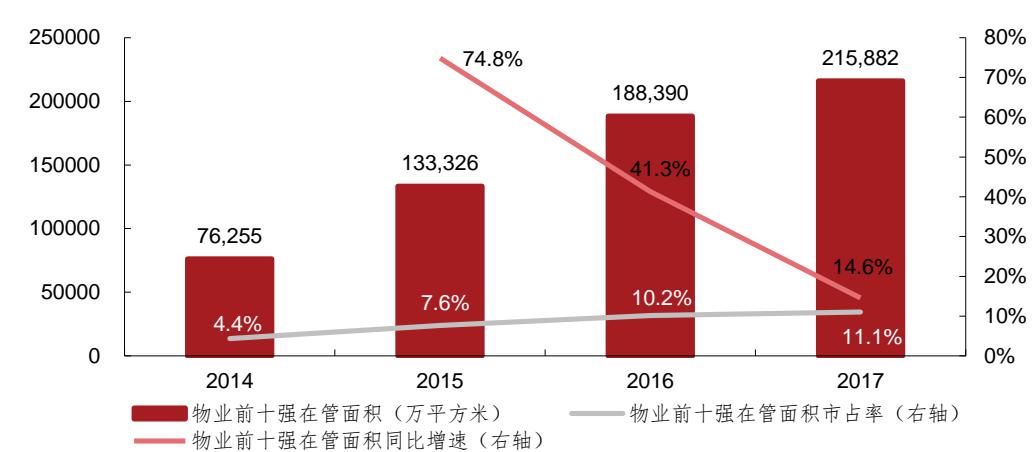


数据来源：中国指数研究院，克而瑞证券研究院

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 29：物业管理公司前十强在管面积集中度提升



数据来源：中国指数研究院，克而瑞证券研究院

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，进而使发展增值服务从而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，这加速了物业公司对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 30：2015 年至今互联网企业对于社区增值服务的战略布局

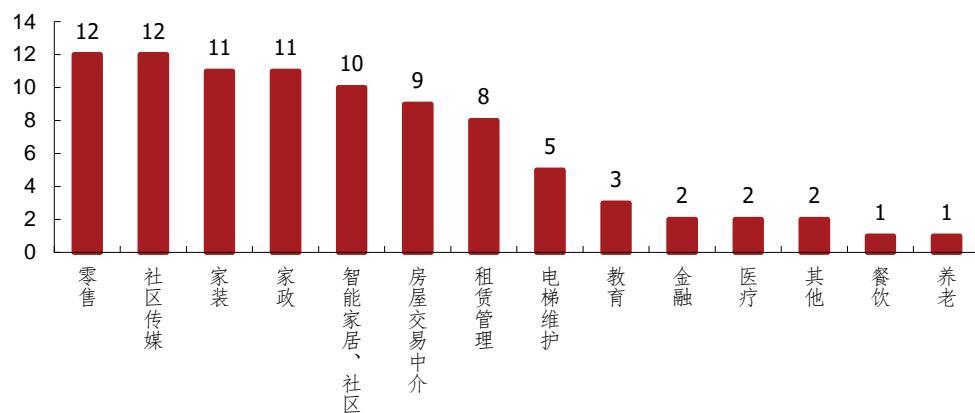


数据来源：IT 桔子，克而瑞证券研究院

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。

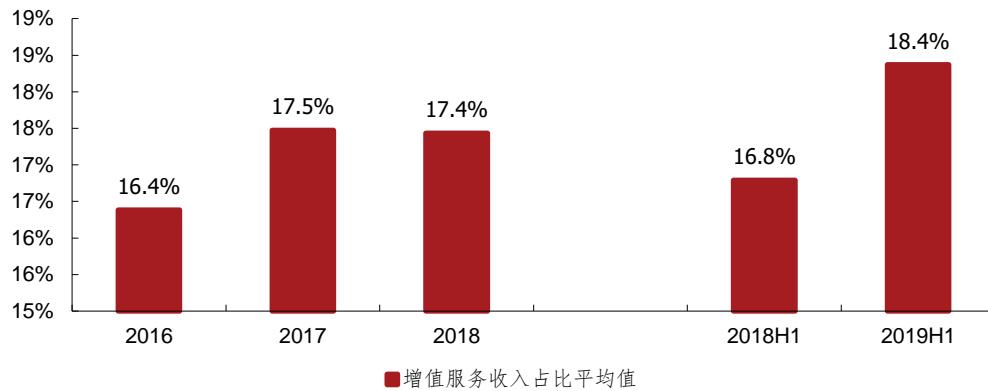
图 31：香港上市内地物业公司在增值服务上的布局²



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，2019H1 对社区提供的增值服务收入仅占物业公司总收入的 18.4%，而该比例从 2016 年开始仅提升了 2 个百分点。

²数字表示拥有该项增值服务的香港上市内地物管公司家数

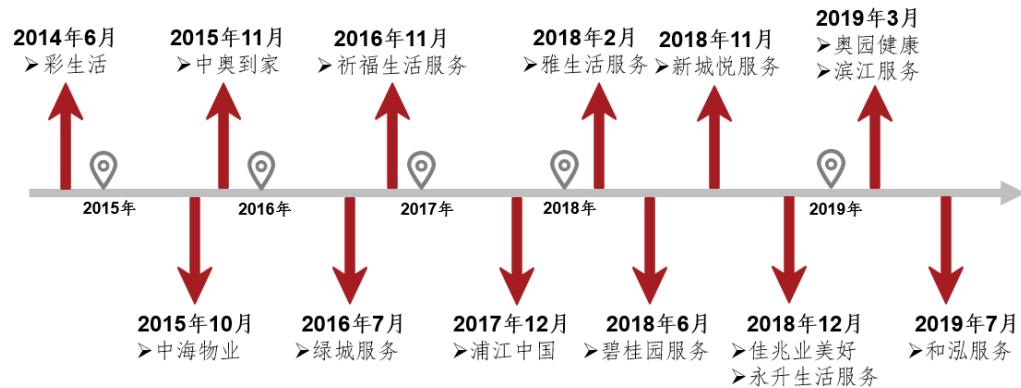
图 32：香港上市内资物业公司增值服务收入³占比平均值

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，是国内第一家在香港上市的物业公司。经统计，2014-17 年三年间，只有 6 家物业公司在香港上市。而 2018 年至今，已有 8 家物业公司在香港上市。当前物业公司的上市氛围依然火热，包括保利物业、蓝光嘉宝、绿城生活服务和烨星集团在内的多家物业公司都已经向港交所递交了招股书。鑫苑服务已通过港交所聆讯，于 2019 年 9 月 25 日启动全球发售。

图 33：物业公司香港上市时间表



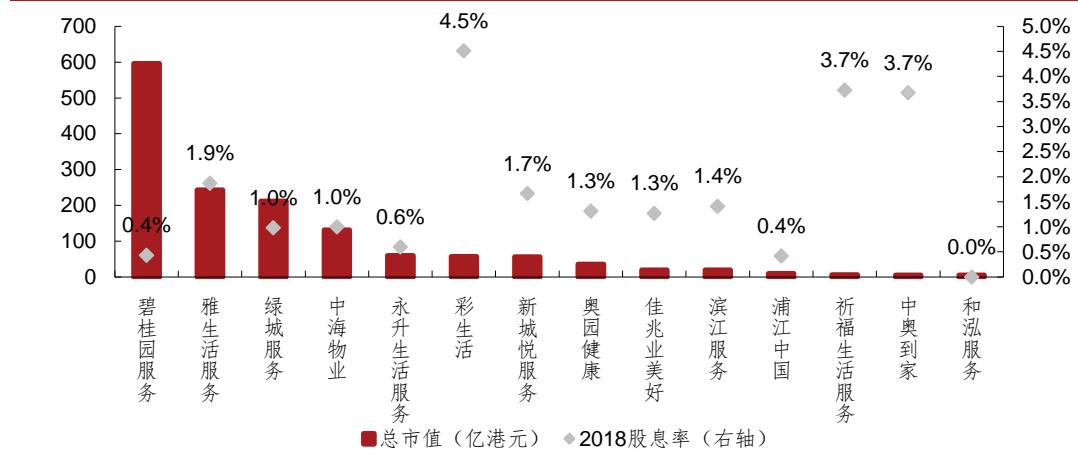
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

8. 上市公司数据透视

³ 此处的增值服务收入统计剔除了非业主增值服务

8.1. 市场表现相关数据

图 34: 香港上市内地物业管理公司总市值和 2018 股息率⁴



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

表 11: 最新收盘价, 及 2018、2019 年 PE 估值⁵

股票代码	简称	最新收盘价(HK\$)	PE 2018	PE2019
6098.HK	碧桂园服务	22.35	64.6	37.3
3319.HK	雅生活服务	18.24	30.4	19.6
2869.HK	绿城服务	7.63	43.9	32.5
2669.HK	中海物业	3.99	38.6	25.7
1995.HK	永升生活服务	3.86	59.0	26.8
1778.HK	彩生活	3.99	11.7	8.4
1755.HK	新城悦服务	6.85	37.3	19.1
3662.HK	奥园健康	4.88	38.2	19.6
2168.HK	佳兆业美好	14.20	36.8	12.0
3316.HK	滨江服务	7.08	27.9	-
1417.HK	浦江中国	2.38	37.9	-
3686.HK	祈福生活服务	0.59	8.2	-
1538.HK	中奥到家	0.68	5.8	4.7
6093.HK	和泓服务	1.33	31.5	-
平均值			33.7	20.6
中值			37.1	19.6

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

⁴ 股息率相对于 2019 年 9 月 27 日收盘价

⁵ 最新收盘价为 2019 年 9 月 27 日收盘价

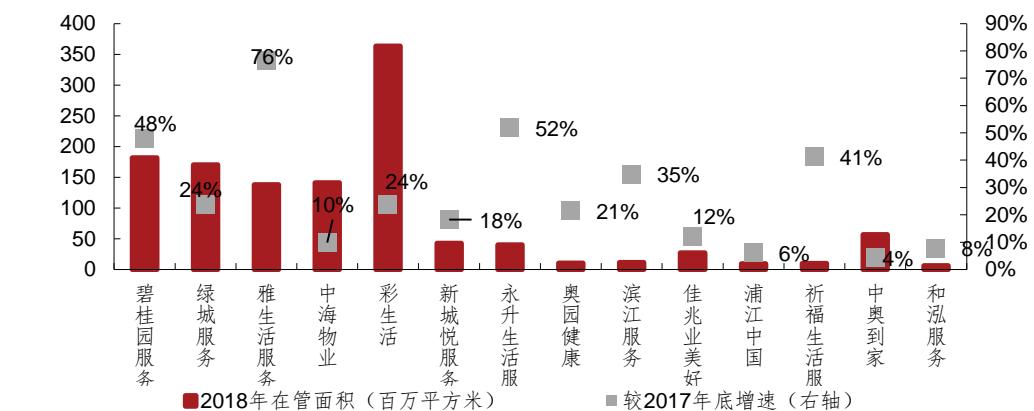
表 12：香港上市内地物业管理公司股价表现⁶

代码	简称	近 1 个月涨跌幅 (%)	6M 涨跌幅 (%)	12M 涨跌幅 (%)
6098.HK	碧桂园服务	-0.7	53.9	64.4
3319.HK	雅生活服务	16.2	40.3	49.4
2869.HK	绿城服务	6.4	11.1	22.7
2669.HK	中海物业	0.3	7.0	75.3
1995.HK	永升生活服务	-4.2	19.0	-
1778.HK	彩生活	-3.2	-27.1	-11.8
1755.HK	新城悦服务	7.4	-14.1	-
3662.HK	奥园健康	2.7	-1.0	-
2168.HK	佳兆业美好	-	67.8	-
3316.HK	滨江服务	0.9	0.7	-
1417.HK	浦江中国	-0.5	-22.0	25.7
3686.HK	祈福生活服务	-4.8	-5.9	2.0
1538.HK	中奥到家	6.3	-13.9	-9.5
6093.HK	和泓服务	-14.7	-	-
平均值		0.9	8.9	27.3
中位值		0.1	0.7	24.2

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 35：香港上市内地物业管理公司 2018 年在管面积及增速⁷

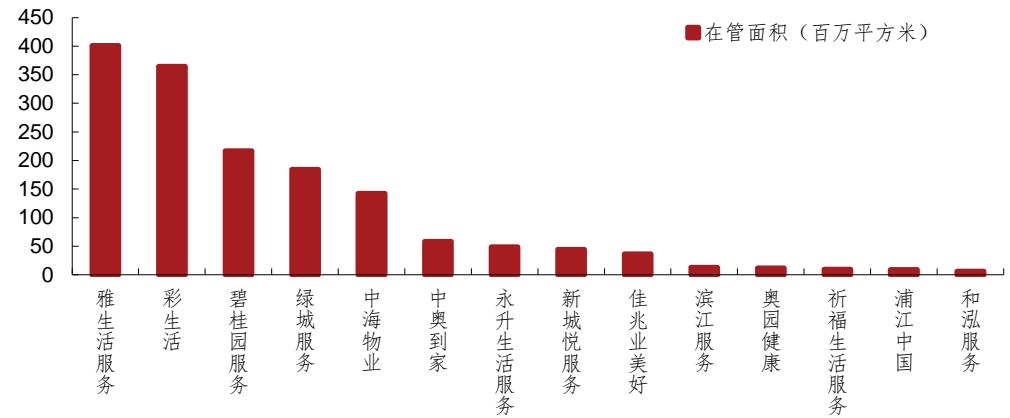


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

⁶ 最新收盘价为 2019 年 9 月 27 日的收盘价

⁷ 由于浦江中国于 2018 年起不再披露总在管面积，其 2019H1 和 2018 年的总在管面积为克而瑞证券研究院估计值。祈福生活服务没有单独披露在管面积，但因其合约面积约等于在管面积，此处便用合约面积代替在管面积。

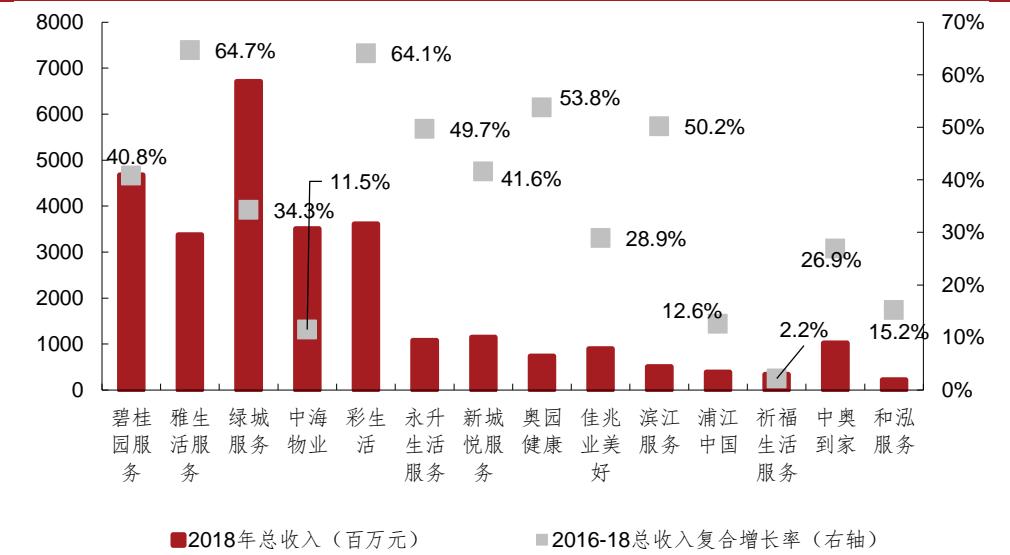
图 36：香港上市内地物业管理公司当前在管面积



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

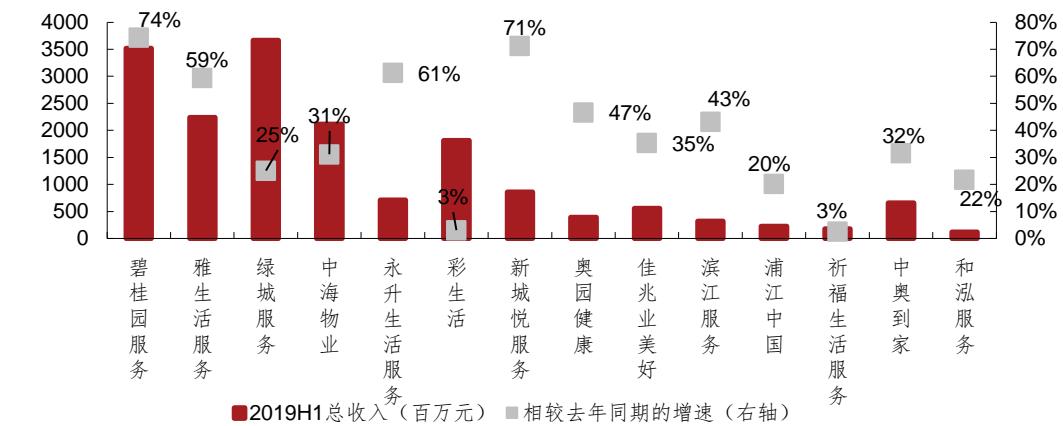
注：雅生活服务的在管面积，包括其于 2019 年 9 月 26 日公告收购的中民物业及新中民物业的共计 1.9 亿方在管面积

图 37：香港上市内地物业管理公司 2018 年收入及 2016-18 年复合增长率



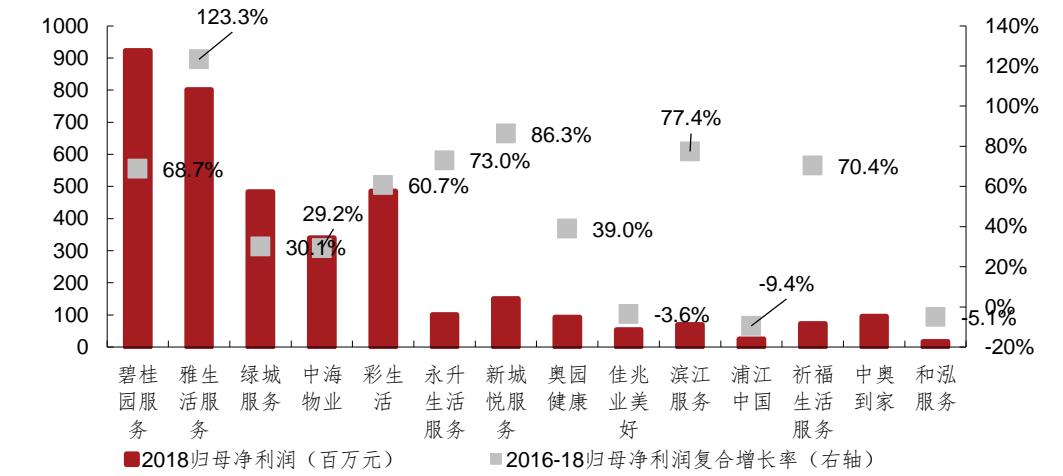
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 38：香港上市内地物业管理公司 2019H1 收入及增速



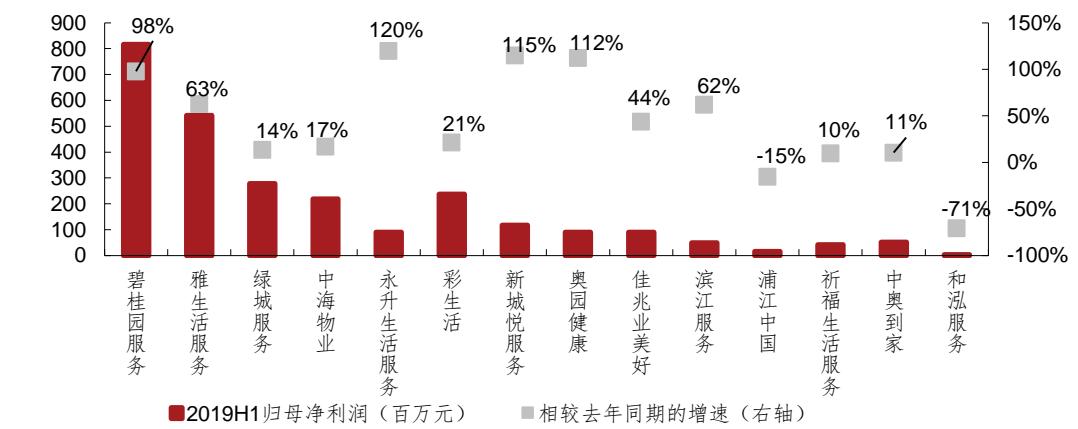
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 39：香港上市内地物业管理公司 2018 年归母净利润及 2016-2018 年复合增长率



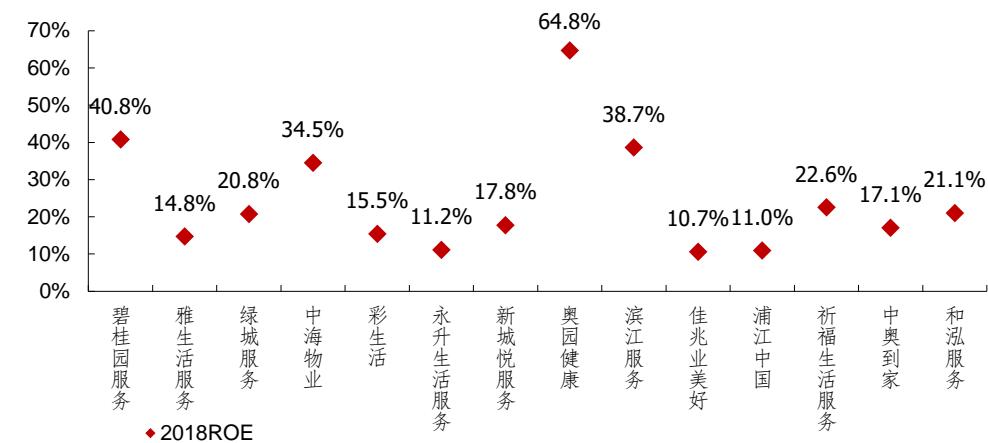
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 40：香港上市内地物业管理公司 2019H1 归母净利润及同比增速



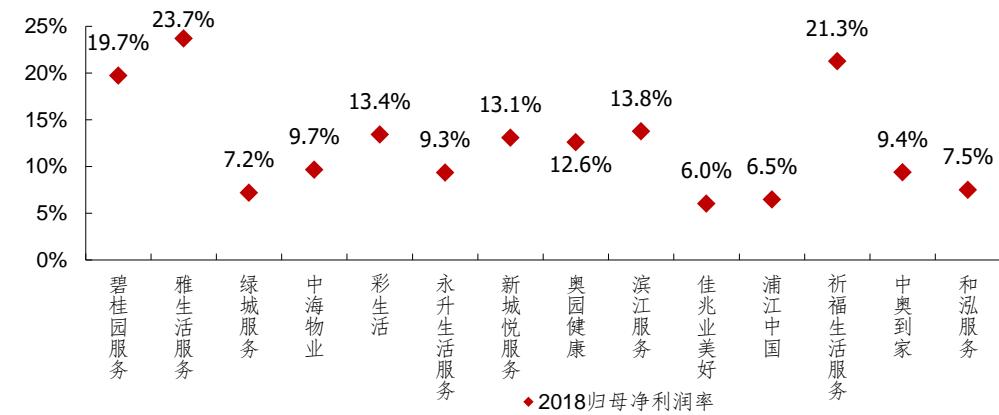
数据来源：克而瑞证券研究院

图 41：香港上市内地物业管理公司 2018 年 ROE



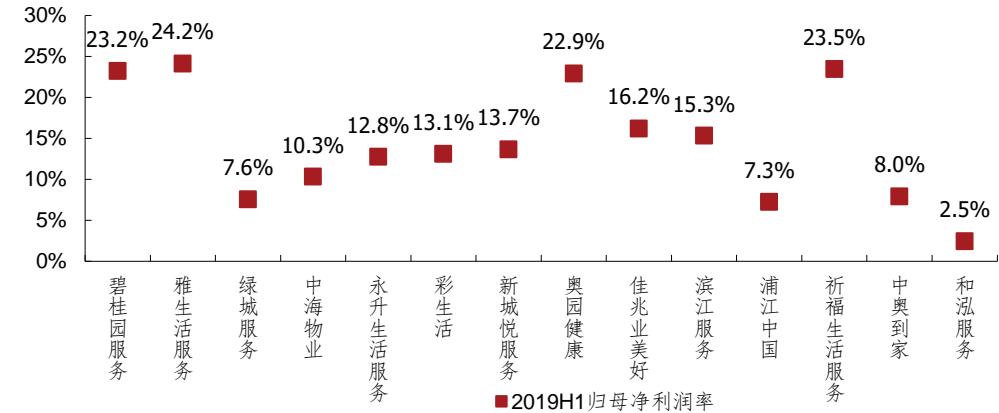
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 42：香港上市内地物业管理公司 2018 年净利润率



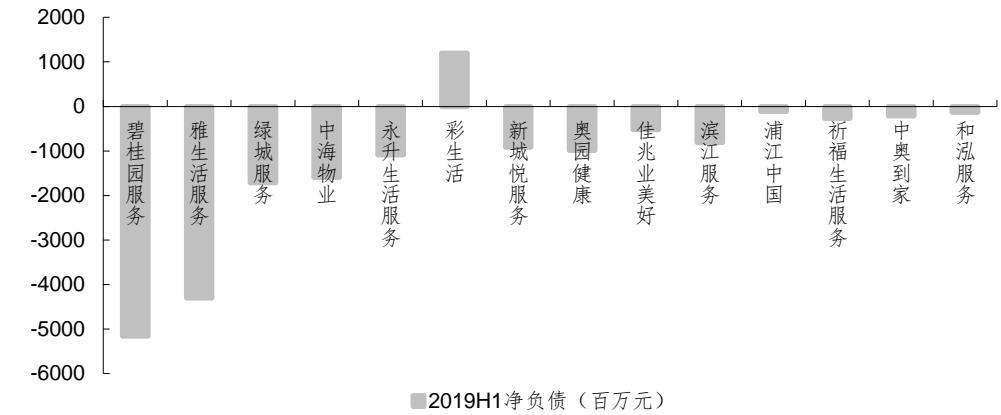
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 43：香港上市内地物业管理公司 2019H1 净利润率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 44: 香港上市内地物业公司 2019H1 净负债



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，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

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(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。