

强烈推荐（首次）

聚焦金陵，卓尔不群

目标股价：2.70 港元
当前股价：1.80 港元

银城生活服务 01922.HK

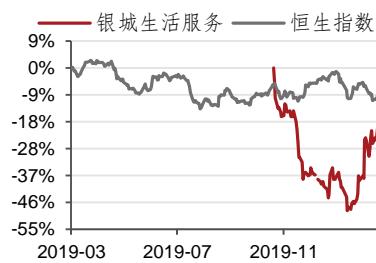
基础数据

总市值（百万港元）	480.9
企业价值（百万港元）	114.2
账面价值（百万港元）	239.8
发行股份（百万股）	267.2
公众持股比例 (%)	28.57
近 3 月平均日交易量(百万港元)	3.19
主要股东持股比例 (%)	
Silver Huang Holding Limited	35.98
Silver Dai Holding Limited	13.05
Silver Zhu Holding Limited	7.07

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	28.98	24.31	-0.08
绝对表现	15.38	11.11	-17.43
近 12 月最高价(港元)	19-11-06	2.74	
近 12 月最低价(港元)	20-02-03	1.23	

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

联系人 王祎馨

852-25105555

wangyixin167188@ehousechina.com

- 强烈推荐，目标价每股 2.70 港元。**我们对银城生活服务有限公司（简称“银城生活服务”、“银城”、或“公司”）首次覆盖。基于我们的预测，银城生活服务目前估值为 14.1x 2019PE 和 6.0x 2020PE，分别低于可比物管公司平均水平 56.8% 和 69.5%。我们认为银城生活服务作为市场化能力较强的长三角地区领先物管企业，其稳定的基本面并未全部反映在股价中。我们的目标价格 2.70 港元相当于 21.2x 2019PE、9.0x 2020PE、与 6.5x 2021PE。
- 南京物管龙头。**银城生活服务是创始于南京，辐射长三角的南京区域龙头物业管理企业，在南京与长三角区域享有良好的声誉。根据第三方监测，按收益计银城生活服务 2018 年位列南京物管公司排名第一，江苏省第五。
- 对外输出能力强。**银城生活服务的物业在管面积中，70% 以上来自于第三方，我们预计这一比例将继续提升到 80% 左右，显示了公司较强的外拓能力。公司还着力推进“业务模块化”与“专业服务化”，成立电梯维保、园林绿化、工程维修等专业服务公司，对内对外提供专业服务。这些专业服务公司 2018 年将实现 5,400 万元的收入，其中对外收入达到 500 万元，公司专业化服务的外部客户包括雅生活服务等知名物管企业。
- 非住业态探索。**银城生活服务作为江苏省领先的物管企业，受到了许多当地非住宅客户的信赖，在非住宅领域创立了良好口碑，承接了较多知名项目，例如江苏银行总部、南京明城墙、南京奥体中心、江苏省总工会等。
- 估值具有吸引力。**我们采取了相对估值法与 DCF 估值法对公司进行估值。我们的相对估值法显示，银城生活服务的价值区间在每股 4.16-5.90 港元。保守起见，我们取每股 2.70 港元，即 DCF 模型所得的估值作为目标价格。
- 风险提示：**第三方项目拓展不及预期，人力成本升高造成盈利能力下降。

核心数据

会计年度 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	305.9	467.7	719.0	1,014.1	1,355.6
折旧摊销息税前利润	37.7	50.6	61.3	110.2	147.5
息税前利润	30.1	40.1	50.0	98.3	135.1
净利润	20.6	27.3	29.9	70.6	97.8
每股收益(港元)	NA	NA	0.13	0.30	0.42
CFPS(港元)	NA	NA	0.61	0.27	0.28
DPS(港元)	NA	NA	0.04	0.09	0.12
资产净值(港元)	NA	NA	0.90	1.16	1.48
市盈率 (x)	NA	NA	14.1	6.0	4.3
市现率 (x)	NA	NA	3.0	6.6	6.4
股息收益率 (%)	NA	NA	2.1	5.0	6.9
市净率 (x)	NA	NA	2.0	1.6	1.2
EV/Sales (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA (x)	2.6	2.0	1.6	0.9	0.7
EV/EBIT (x)	3.3	2.5	2.0	1.0	0.7

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院预测

敬请阅读末页的重要说明

公司財務數據

利潤表

會計年度, 百萬港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
營業收入	305.9	467.7	719.0	1,014.1	1,355.6
營業成本	-254.8	-399.7	-610.9	-860.8	-1,146.6
毛利潤	51.1	67.9	108.1	153.4	209.0
銷售&管理費用	28.4	-33.5	-59.1	-56.0	-74.9
折舊摊銷息稅前利潤	37.7	50.6	61.3	110.2	147.5
折舊	-7.6	-10.4	-11.2	-11.9	-12.5
息稅前利潤	30.1	40.1	50.0	98.3	135.1
淨利息費用	-2.7	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
應占聯營公司損益	-	-	-	-	-
其他收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	27.4	36.9	46.9	95.1	131.9
所得稅	-7.5	-9.8	-17.2	-24.7	-34.3
少數股東權益	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
歸母淨利潤	20.6	27.3	29.9	70.6	97.8
股利	-	-	-9.0	-21.2	-29.4
留存收益	20.6	27.3	20.9	49.5	68.5

核心業務數據

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
在管面積(百萬平方米)	10.8	15.5	26.0	36.0	46.8
在管面積同比增速(%)	62.8	43.6	67.9	38.5	30.0
合約面積(百萬平方米)	14.0	22.3	30.0	42.0	55.3
物管服務收入占比(%)	76.1	78.6	80.4	81.3	81.4
增值服務收入占比(%)	23.9	21.4	19.6	18.7	18.6
第三方在管面積占比(%)	66.9	76.5	80.2	81.5	82.0
毛利率(%)	16.7	14.5	15.0	15.1	15.4
息稅折舊摊銷前利率(%)	12.3	10.8	8.5	10.9	10.9
息稅前利潤率(%)	9.8	8.6	7.0	9.7	10.0
歸母淨利率(%)	6.7	5.8	4.2	7.0	7.2
净资产收益率(%)	39.5	37.8	14.2	26.0	28.1
ROCE(%)	NA	NA	NA	NA	417.7
資產收益率(%)	6.9	7.1	4.9	9.9	11.9
流动比率(x)	1.3	1.1	1.4	1.4	1.4
利息覆蓋倍數(xEBITDA)	13.7	15.8	19.2	34.5	46.2
長期負債/股權比率(%)	57.4	0.0	0.0	0.0	0.0
淨負債/(現金)	(162.5)	(91.4)	(322.7)	(312.8)	(292.8)
淨負債/股權(%)	(311.2)	(124.9)	(152.9)	(114.8)	(83.9)

資產負債表

會計年度, 百萬港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
現金及等價物	202.5	121.4	372.7	362.8	342.8
應收賬款	46.3	178.5	130.3	183.8	245.7
存货	0.8	0.7	1.0	1.4	1.9
其他流动資產	10.9	17.4	26.8	37.8	50.5
流动資產	260.6	318.0	530.8	585.8	640.8
固定資產	16.9	26.2	30.0	33.1	35.6
其他長期資產	22.9	43.0	48.0	98.0	148.0
資產總計	300.4	387.2	608.8	716.9	824.5
短期負債	10.0	30.0	50.0	50.0	50.0
應付賬款	4.7	13.9	29.2	37.1	44.6
其他流动負債	191.8	253.9	302.2	341.1	364.7
總流动負債	206.5	297.8	381.5	428.2	459.3
長期負債	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	11.7	16.3	16.3	16.3	16.3
總負債	248.2	314.1	397.8	444.5	475.6
股本	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
存留收益	52.1	72.3	210.1	271.8	348.4
資本公積	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少數股東權益	0.1	0.8	0.6	0.4	0.1
股東權益總計	52.2	73.2	211.0	272.5	348.9
負債和股東權益	300.4	387.2	608.8	716.9	824.5

現金流量表

會計年度, 百萬港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
折舊摊銷息稅前利潤	39.3	37.7	50.6	61.3	110.2
運營資金變動	20.2	(2.3)	102.2	(18.2)	(43.9)
其他	(14.3)	0.4	(9.6)	21.0	(0.2)
經營活動現金流	45.2	35.7	143.1	64.1	66.2
資本支出	(8.3)	(13.3)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
投資變動	34.2	(2.4)	(5.0)	(50.0)	(50.0)
其他	(3.5)	(89.7)	0.0	0.0	0.0
投資活動現金流	22.4	(105.4)	(20.0)	(65.0)	(65.0)
股權融資	0.2	36.4	108.2	0.0	0.0
銀行借款	(10.0)	(10.0)	0.0	0.0	0.0
股息及其他籌資支出	0.0	(37.9)	0.0	(9.0)	(21.2)
籌資活動現金流	(9.8)	(11.5)	108.2	(9.0)	(21.2)
現金淨增加額	57.8	(81.2)	231.3	(9.9)	(20.0)

數據來源：公司公告，克而瑞證券研究院預測

内容目录

估值	6
DCF 估值	6
PE 估值	8
业务	9
1. 业务总览	9
2. 物业管理服务	11
2.1. 平均物管费	13
2.2. 按项目来源划分	13
2.3. 按物业类型划分	15
2.4. 按收费模式划分	17
3. 生活社区增值服务	17
4. 股东结构	19
5. 重大事项	20
5.1. 融资	20
5.2. 成立合资公司	20
6. 未来战略	20
财务分析	22
1. 2016 年-2019 年 4 月财务分析	22
2. 2019-21 年财务预测	23
3. 资产负债表分析及预测	24
物管行业概览	25
1. 2018 年全国物业管理面积 279.3 亿平方米	25
2. 物业类型多样，500 强管理面积中住宅占比最大	26
3. 收费模式以包干制居多	26
4. 商业物业和医院物业的平均物管费较高	27
5. 百强物管企业管理面积集中度提升	27
6. 增值服务仍旧处于探索阶段	28
7. 2018 年以来物管行业备受资本关注	30
8. 上市公司数据透视	30
8.1. 市场表现相关数据	30
8.2. 业务及财务相关数据	33

图表目录

图 1：2016-19 年 4 月两大业务板块收入	10
图 2：2016-19 年 4 月两大业务板块收入占比	10

图 3: 2016-19 年 4 月两大业务板块毛利润占比	11
图 4: 2016-19 年 4 月公司整体及两大业务板块毛利率	11
图 5: 2016-19 年 4 月物业管理服务收入及同比增速	12
图 6: 2016-19 年 4 月在管面积及同比增速	12
图 7: 2016-19 年 4 月物业管理服务板块的毛利润及毛利润率	13
图 8: 2016-19 年 4 月不含税的平均物管收入	13
图 9: 2016-19 年 4 月物管收入和在管面积中来自第三方的比例	14
图 10: 可比公司 2019H1 在管面积中第三方占比	14
图 11: 2016-19 年 4 月来自银城集团和来自第三方物业的毛利率对比	15
图 12: 2016-19 年 4 月物管收入和在管面积中住宅的占比	16
图 13: 2016-19 年 4 月住宅和非住宅的毛利率及物管毛利润中非住宅占比	16
图 14: 2016-19 年 4 月物管收入和在管面积中包干制的占比	17
图 15: 2016-19 年 4 月生活社区增值服务各业务线毛利率	19
图 16: 銀城生活服務股权结构	19
图 17: 2016-19 年 4 月营收及毛利率	22
图 18: 2018 年全国物业管理面积 279.3 亿平方米	25
图 19: 2018 年物业管理行业经营收入逾 7,000 亿元	25
图 20: 2018 年 500 强物管企业的管理面积中住宅物业占 63.48%	26
图 21: 上市物管公司在管面积多数以包干制为主	27
图 22: 商业物业和医院物业的平均物管费较高	27
图 23: 一线城市的平均物管费约是三四线城市的 2 倍	27
图 24: 百强物管公司管理面积集中度不断提升	28
图 25: 2015 年至今互联网企业对于社区增值服务的战略布局	29
图 26: 物管公司增值服务收入占比平均值	29
图 27: 物管公司上市时间表	30
图 28: 上市物管公司市值和 2018 股息率	30
图 29: 上市物管公司 2018 年在管面积及增速	33
图 30: 上市物管公司当前在管面积示意图	33
图 31: 上市物管公司 2018 年营收及 2016-18 年复合增长率	34
图 32: 上市物管公司 2019H1 营收及同比增速	34
图 33: 上市物管公司 2018 年归母净利润及 2016-18 年复合增速	34
图 34: 上市物管公司 2019H1 归母净利润及同比增速	35
图 35: 上市物管公司 2018 年 ROE	35
图 36: 上市物管公司 2018 年归母净利润率	35
图 37: 上市物管公司 2019H1 归母净利润率	36
图 38: 上市物管公司 2019H1 净负债	36

表 1: 目标价所对应的估值	6
表 2: DCF 估值模型主要数据	7
表 3: DCF 估值模型主要结果	7
表 4: 可比公司 PE 估值及在管面积	8
表 5: 2016-19 年 4 月增值服务收入拆分	18
表 6: 2016-19 年 4 月利润表核心数据	23
表 7: 公司 2018-2021E 核心运营数据及假设	23
表 8: 公司 2018-2021E 核心财务数据及预测	24
表 9: 公司 2016-2021E 资产负债表核心数据及预测	24
表 10: 上市物管公司 2018-20 年 PE	31
表 11: 上市物管公司股价表现	32

估值

我們採取了相對估值法（可比公司 PE 估值）與 DCF 估值法兩種方法對公司進行估值，都表明公司具有很大的升值空間。我們取 DCF 估值法的結果 2.70 港元/每股（比較低的估值）作為公司的目標價格。基於我們的預測，銀城生活服務當前的估值為 14.1x 2019 年 PE, 6.0x 2020 年 PE, 和 4.3x 2021 年 PE。我們的 DCF 模型表明銀城生活服務的估值為每股 2.70 港元。我們假設公司在 2019 年將達到 53.7% 的收入增速，之後逐年下降，並在 2031 年達到 2% 的永續水平，經營性利潤率將下降到 5.4% 的永續水平。此外為了保持增長率，我們假設 2019-2021 三年內公司共將至少投入 1 億元用於投資與收併購。我們的估值相當於 21.2x 2019 PE, 9.0x 2020 PE 與 6.5x 2021 PE。我們的目標價格顯示公司目前股價有 50% 的升幅。

DCF 估值

基於我們 DCF 的模型，給予銀城生活服務每股 2.70 港元的估值，相當於 21.2x 2019 年 PE, 9.0x 2020 年的 PE, 和 6.5x 2021 年 PE。

表 1：目標價所對應的估值

	PE			PS			PB			EV/EBITDA		
目標價	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
每股 2.70 港元	21.2	9.0	6.5	0.9	0.6	0.5	3.0	2.3	1.8	5.1	2.9	2.3

數據來源：克而瑞證券研究院

我們的 DCF 模型假設公司在 2024 年之前一直保持雙位數的同比收入增長。我們預計公司將持續以來自第三方的物管面積為主，這將使公司的經營性利潤率保持在合理的較低水平。由此，我們保守地假設銀城生活服務的經營性利潤率將從 2022 年開始呈下降趨勢，並於 2031 年達到 5.4% 的水平。我們預計公司的實際稅率將保持在 26% 的水平。

基於對公司業務拓展的預期，我們假設公司將於 2019-2021 三年內累計投入 1 億元用於投資與收併購。

我們的 DCF 模型永續經營部分假設了 2% 的長期收入增長率。我們的 CAMP 模型假設了 4% 的無風險利率和 6% 的市場風險；基於 Bloomberg 的統計，我們給與公司 1.3 的 Beta，這相當於 11.8% 的 WACC。

我們的 DCF 得出的企業價值為 3.02 億元，其中 1.70 億元為從 2020 年到 2030 年的自由現金流折現值，1.32 億元為永續經營部分的現值。我們的 DCF 模型最終得出每股 2.70 港元的公司估值。

表 2: DCF 估值模型主要数据

单位: 百万元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	719	1,014	1,356	1,607	1,845	2,063	2,259	2,398	2,498	2,570	2,621	2,673	2,727
收入同比增速	53.7%	41.1%	33.7%	18.5%	14.8%	11.9%	9.5%	6.2%	4.2%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
经营性利润	50	98	135	147	156	160	167	168	166	162	157	152	148
经营性利润率	7.0%	9.7%	10.0%	9.2%	8.4%	7.8%	7.4%	7.0%	6.7%	6.3%	6.0%	5.7%	5.4%
税率	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
税后净经营利润	37	73	100	109	115	118	123	124	123	120	116	113	109
折旧与摊销	11	12	12	12	11	11	11	10	10	10	10	10	11
经营性现金流净额	48	85	112	121	126	129	134	135	133	130	127	123	120
资本性支出与对外投资	-20	-65	-65	-65	-65	-65	-59	-59	-59	-53	-47	-43	-43
营运资本	102	-18	-44	-34	-33	-31	-30	-30	-29	-28	-27	-28	-28
自由现金流	130	1	4	22	28	33	45	46	45	50	52	52	49

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
2020-2030 年现值	170
永续经营部分现值	132
企业价值	302
净负债/现金、对外投资等调整项	-333
内在价值	635
股份数 (百万股)	267
每股价值 (元)	2.38
人民币兑港币汇率	1.14
每股价值 (港元)	2.70

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

PE 估值

我们选取在管面积在 5,000 万方以下的香港上市物管企业，作为可比企业。如下表所示，这些公司的平均 2019E PE 为 32.7x，平均 2020E PE 为 19.6x，对应银城的净利润预测值，得到的估值为 11.1 亿港元-15.8 亿港元，即 4.16 港元-5.90 港元每股价。我们保守地采用根据 DCF 计算出的 2.70 港元作为我们对银城生活服务的目标价格。

表 4：可比公司 PE 估值及在管面积

股票代码	公司	收盘价 港元/股	市值 (m Rmb)	PE 2019E	PE 2020E	2018 年在管面积 (百万 m ²)	2019H1 在管面积 (百万 m ²)
2168.HK	佳兆业美好	26.20	3,228	22.2	16.1	26.9	36.3
3316.HK	滨江服务	11.22	2,729	24.6	17.0	11.6	13.1
3662.HK	奥园健康	7.32	4,678	31.0	18.7	10.4	12.0
9928.HK	时代邻里	7.23	5,781	53.0	26.8	18.8	34.7
平均值		4,104	32.7	19.6	16.9	24.0	
中位值		3,953	27.8	17.8	15.2	23.9	
1922.HK	银城生活服务	1.80	481	14.1	6.0	15.5	19.6*

数据来源: Wind, Bloomberg, 克而瑞证券研究院

注: 1) 收盘价为 2020 年 3 月 13 日收盘价, 2) 佳兆业美好、奥园健康、银城生活服务的 PE 为克而瑞证券预测值, 其余公司为彭博一致预期;

3) *银城生活服务的在管面积为截至 2019 年 4 月底的在管面积

业务

银城生活服务是创始于南京的物管服务供应商，提供多元化物管服务和增值服务。自 1998 年接管第一个项目南京九九公寓至今，已深耕物业管理行业逾 20 年。根据第三方监测，按收益计银城生活服务 2018 年位列南京第一，江苏省第五。2019 年 11 月，银城生活服务在香港交易所主板上市，股票代码 1922.HK。截至 2019 年 4 月 30 日，银城生活服务的物管服务已经涵盖中国 10 个城市，总在管建筑面积达 1,962 万平方米，管理的物业类型多样包括住宅、政府设施、办公大楼、公园、高速公路服务区、产业园区、学校等。2018 年公司总营业收入达 4.7 亿元，相较 2015 年的年复合增速为 43.4%，毛利率为 14.5%。值得一提的是，公司的物管中来自第三方的物业项目占比很高，截至 2019 年 4 月底的在管面积中第三方占比为 79.1%，市场化程度较高。此外，公司还有面向机构的专业化服务，向同行业的物管公司，例如雅生活服务等知名、大型的物管公司输出服务。

1. 业务总览

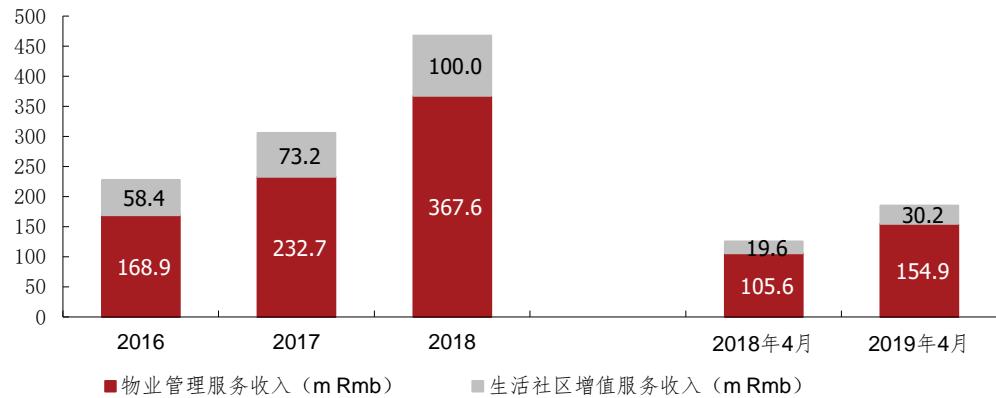
银城生活服务是创始于南京的物管服务供应商，1997 年 12 月成立，主要提供多元化物管服务和增值服务。自 1998 年接管第一个项目南京九九公寓至今，已深耕物业管理行业逾 20 年。根据第三方¹监测，按收益计银城生活服务 2018 年位列南京第一，江苏省第五。2019 年 11 月，银城生活服务在香港交易所主板上市，股票代码为 1922.HK。

截至 2019 年 4 月 30 日，银城生活服务的物管服务已经涵盖中国 10 个城市，合约面积达 2,658 万平方米，在管面积达 1,962 万平方米，管理的物业类型多样包括住宅、政府设施、办公大楼、公园、高速公路服务区、产业园区、学校等。2018 年公司总营业收入达 4.7 亿元，相较 2015 年的年复合增速为 43.4%。

银城生活服务的业务主要分为物业管理服务和生活社区增值服务两大板块，其中物业管理服务为公司的主要收入来源，2016-18 年物管收入占总收入的比例在 70% 以上。2018 年公司来自物业管理服务的收入达到 3.7 亿元，2016-18 年 CAGR 达 47.5%；2018 年生活社区增值服务部分贡献收入 1.0 亿元，2016-18 年 CAGR 为 30.8%。截至 2019 年前 4 个月，物管收入 1.5 亿元，同比增长 46.8%；生活社区增值服务收入 0.3 亿元，同比增长 54.2%。

¹ 第三方为弗若斯特沙利文

图 1: 2016-19 年 4 月两大业务板块收入



数据来源: 公司公告

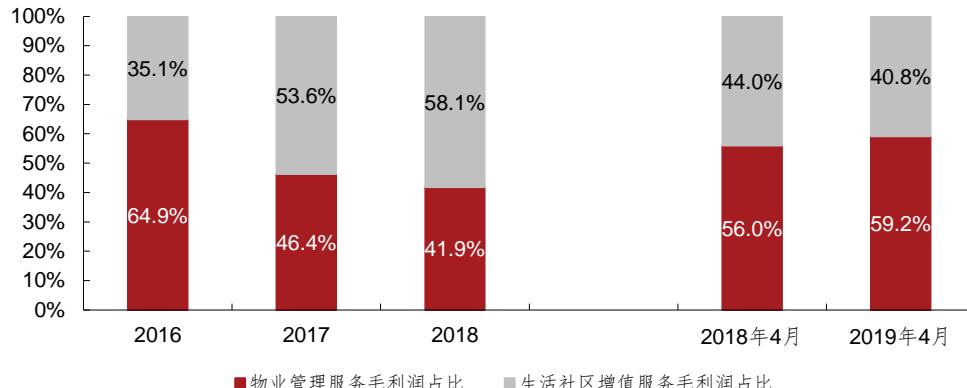
图 2: 2016-19 年 4 月两大业务板块收入占比



数据来源: 公司公告

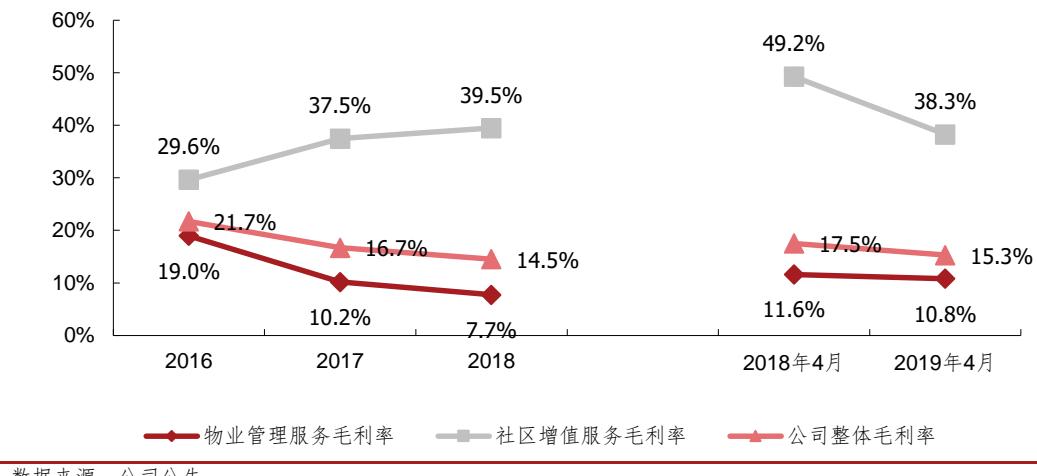
虽然物管服务是公司的主要收入来源，但近年来随着生活社区增值服务业务的大力发展，该板块对总毛利的贡献现已超过物管服务。**2018** 年，银城生活服务实现毛利润 **6,793** 万元，其中生活社区增值服务的毛利润占比为 **58.1%**，相较 **2016** 年的 **35.1%** 提升了 **23** 个百分点。这主要是因为生活社区增值服务的毛利率高于物业管理服务，且呈上升趋势。**2018** 年物管服务的毛利率为 **7.7%**，相较 **2017** 年下降了 **2.4** 个百分点，这是因为 **2018** 年新获取的第三方楼盘为了打造品牌和提升质量，前期投入较大，拉低了当期毛利率；而生活社区增值服务毛利率为 **39.5%**，相较 **2017** 年上升了 **2** 个百分点。**2018** 年物管服务毛利率的下降也使得公司整体的毛利率下降至 **14.5%**。

圖 3: 2016-19 年 4 月兩大業務板塊毛利潤占比



数据来源: 公司公告

圖 4: 2016-19 年 4 月公司整體及兩大業務板塊毛利率



数据来源: 公司公告

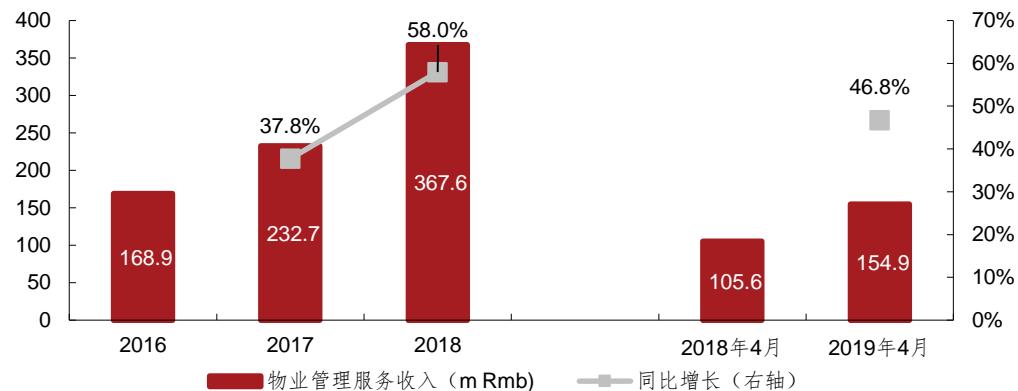
2. 物業管理服務

物業管理服務板塊是銀城生活服務的基礎業務，主要包括保安服務、清潔服務、停車場管理、設備（諸如特種電梯、自動扶梯及機械車位等）維修和保養等業務。公司管理的物業類型包括住宅、政府設施、辦公大樓、公園、高速公路服務區、產業園區、學校等。

2018 年物業管理服務收入達 3.7 億元，同比增長 58.0%。物管收入增長主要受益于在管面積的增長和物業費的提升。2018 年公司在管面積為 1,546 萬平方米，同比增長 43.6%。根據克而瑞證券測算，公司 2018 年不含稅的平均物管收入為 2.34 元/平方米*月，相較 2017 年提升 4.7%。

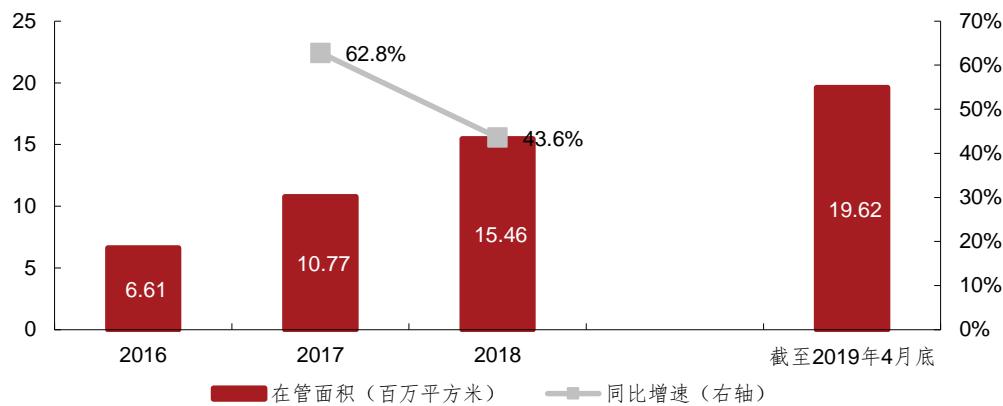
2019 年前 4 個月，公司物業管理服務收入達 1.5 億元，同比增長 46.8%。截至 2019 年 4 月底，公司在管面積 1,962 萬平方米，相較 2018 年底增長 26.9%。

图 5: 2016-19 年 4 月物业管理服务收入及同比增速



数据来源: 公司公告

图 6: 2016-19 年 4 月在管面积及同比增速

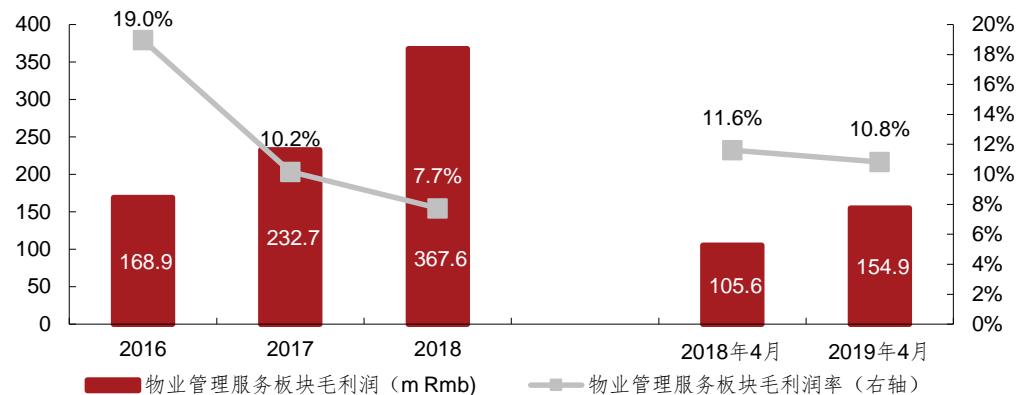


数据来源: 公司公告

2018 年, 物业管理服务板块实现毛利润 3.7 亿元, 同比增长 58.0%, 毛利率 7.7%, 较上一年下降了 2.4 个百分点。这主要是因为当年第三方物业在管面积大幅增长, 而第三方物业初期要投入较多成本对项目进行改造, 初期毛利率较低, 因而拉低了整个物业管理板块的毛利率。我们认为随着第三方物业逐渐进入盈利期, 公司的毛利率会有所回升。

2019 年前 4 个月, 物业管理服务板块实现毛利润 1.5 亿元, 同比增长 46.8%, 毛利率 10.8%, 相较去年同期下降 0.8 个百分点。

圖 7：2016-19 年 4 月物業管理服務板塊的毛利潤及毛利潤率

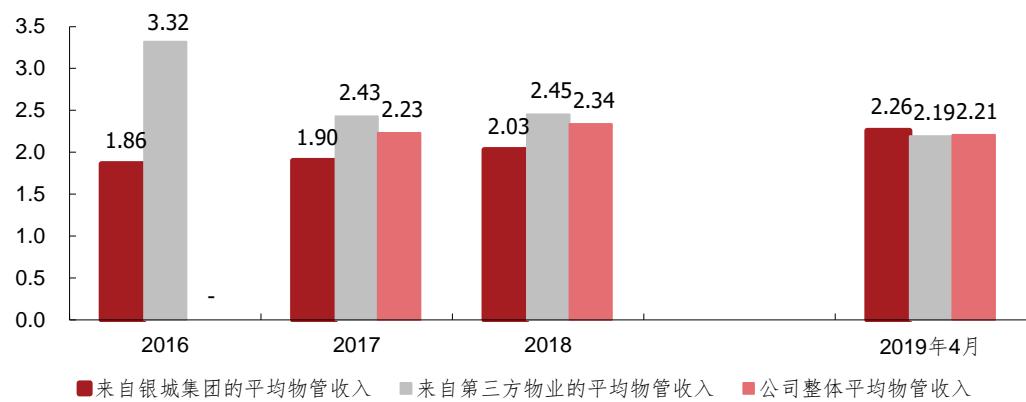


数据来源：公司公告

2.1. 平均物管費

銀城生活服務的平均物管收入呈上升趨勢。據克而瑞證券測算，2018 年不含稅的公司整體平均物管收入 2.34 元/平方米*月，相較 2017 年提升了 4.7%。主要是因為自營的平均物管收入有所上升，也體現了銀城生活服務具備提價的能力。2018 年來自銀城集團的物業不含稅的平均物管收入是 2.03 元/平方米*月，第三方是 2.45 元/平方米*月，相較 2017 年分別增加了 0.13 元/平方米*月和 0.02 元/平方米*月。2019 年前 4 個月，銀城生活服務整體平均物管收入為 2.21 元/平方米*月，來自銀城集團的平均物管收入和來自第三方物業的分別為 2.26 元/平方米*月和 2.19 元/平方米*月。

圖 8：2016-19 年 4 月不含稅的平均物管收入



数据来源：公司公告

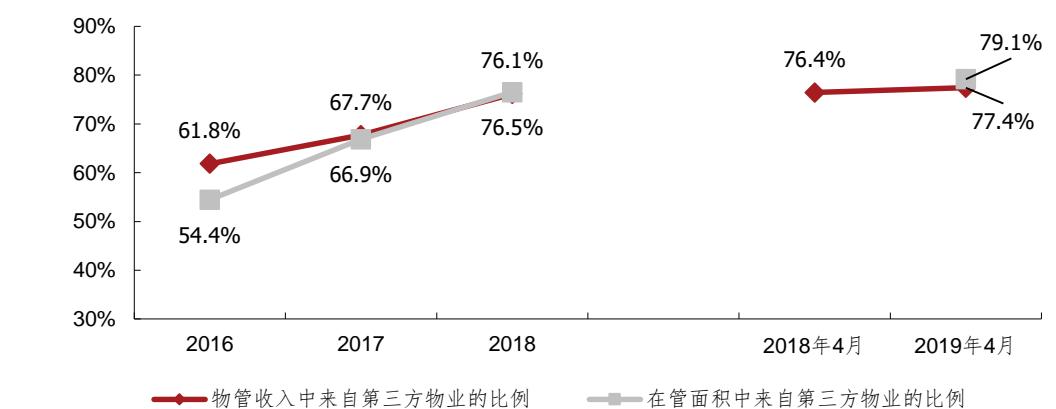
注：1) 平均物管收入單位為元/平方米*月，不含稅；2) 不含稅的平均物管收入估算方式：當期不含稅的平均物管收入=當期物管收入 / [(當期在管面積+前一期在管面積) / 2]

2.2. 按項目來源劃分

按照物业项目的来源，我们将銀城生活服务的在管项目分成来自銀城国际控股集团或銀城地产集团开发的物业（简称“来自銀城集团”）和来自第三方的物业两类。

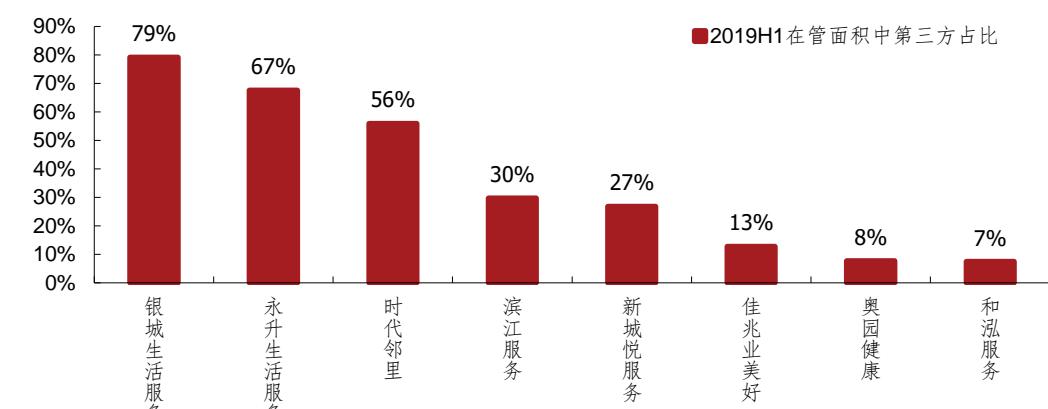
无论是收入占比，还是在管面积占比，銀城生活服务管理的物业以第三方物业居多。2018年物管收入中，有76.1%来自第三方；在管面积中，有76.5%来自第三方。2019年前4个月物管收入中，77.4%来自第三方物业；在管面积中，有79.1%来自第三方。这和銀城生活服务较早就开始市场化运营有关，其于2014年就开始外接第三方物业项目，也体现了公司在第三方物业接管中具有较强竞争力。我们选取了2019H1在管面积在5,000万平米以内的物管公司，包括永升生活服务、时代邻里、滨江服务、新城悦服务、佳兆业美好、奥园健康、和泓服务作为可比对象，发现銀城生活服务在管面积第三方占比是最高的，说明了公司有较强的市场拓展能力。

图9：2016-19年4月物管收入和在管面积中来自第三方的比例



数据来源：公司公告

图10：可比公司2019H1在管面积中第三方占比



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院 注：銀城生活服务为截至2019年4月底的数据

從毛利率來看，來自銀城集團的項目要高於第三方物業。2018年，來自銀城集團的物業項目毛利率為10.3%，而來自第三方物業的項目毛利率僅為6.9%。這主要是因為公司外接的第三方項目在初期為了打造品牌、改善服務質量，通常要投入較高成本。2018年第三方項目在管面積同比增長64.3%，大量新增外接項目需要改造因而拉低了當年的第三方物業的毛利率。

圖11：2016-19年4月來自銀城集團和來自第三方物業的毛利率對比



數據來源：公司公告

2.3. 按物業類型劃分

根據物業類型的不同，我們將銀城生活服務的在管項目分為住宅和非住宅兩類。目前公司在管項目以住宅為主。2018年在管面積中，住宅占比84.7%；物業管理服務收入中，62.3%來自住宅。截至2019年4月底的在管面積中，住宅占比79.9%；2019年前4個月的物業管理服務收入中，60.0%來自住宅。

在住宅物業服務管理上，銀城生活服務採用“服務網格化、業務模塊化、模塊專業化、管理數據化”的業務模式為業主提供優質服務。

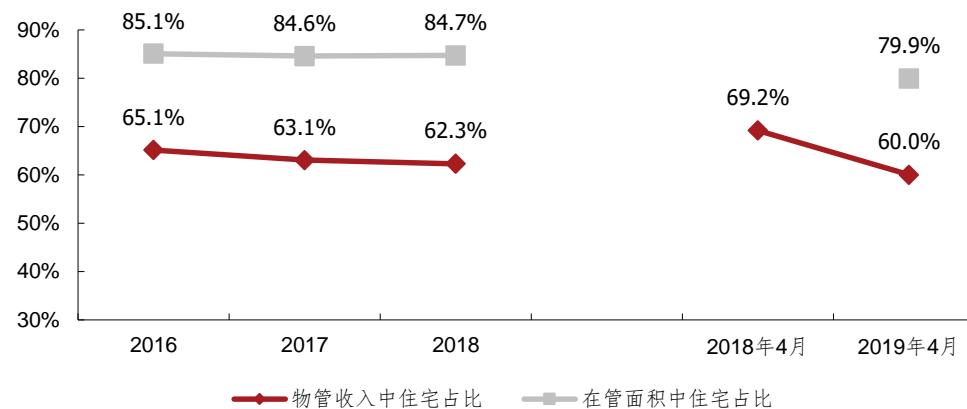
服務網格化指的是公司將管理的住宅物業的業主劃分為不同的社區網格（每個網格大約300戶家庭），每個網格分配一個生活顧問。生活顧問作為公司面向業主的主要聯繫人，會及時處理所管理的社區網格內業主的要求及投訴，協調各項資源解決各種問題。

業務模塊化和模塊專業化指的是公司根據物業管理的各項業務進行模塊化劃分，由專業的公司提供對應的專項業務，確保公司提供的服務達到統一的高標準。諸如，銀城科技負責電梯和自動扶梯及機械車位的維修及保養，南京先禾負責進行園林施工和綠化養護，銀城健身提供健身相關服務等。

銀城生活服務的專項服務已經初具市場競爭力，形成了對外輸出ToB物管專項服務的能力。以其電梯維保業務為例，截至2018年底，南京市共有168家電梯維保單位，其中五級單位7家，四級單位9家。銀城科技為南京市四級電梯維保單

位，也是五星级和四星级共 16 家单位中唯一一家非电梯生产销售商旗下的电梯维保单位。据悉，銀城生活服务的电梯维保业务在 2019 年已经实现了约 200 万元的对外收入。

图 12: 2016-19 年 4 月物管收入和在管面积中住宅的占比

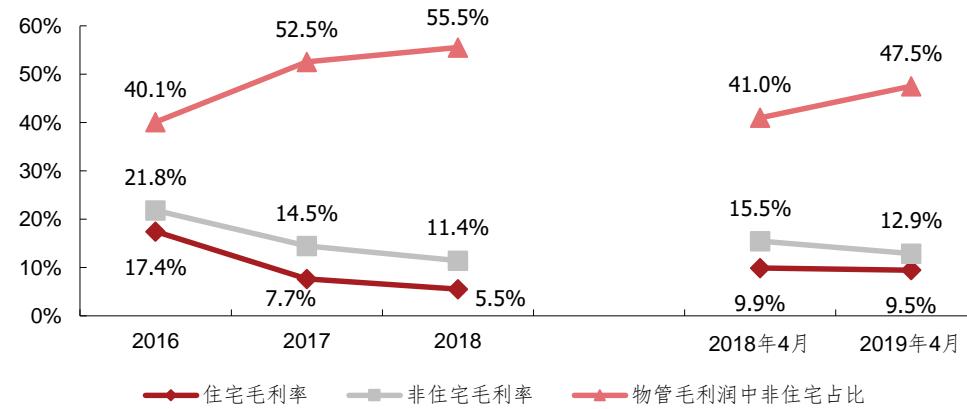


数据来源：公司公告

非住宅物业的毛利率较高，对物管板块毛利润贡献度高于住宅。虽然 2018 年物管收入中 62.3% 来自住宅，但物管板块毛利润中 55.5% 来自非住宅项目。这主要是因为非住宅物业的毛利率要高于住宅物业。2018 年非住宅毛利率为 11.4%，住宅毛利率为 5.5%。2019 年 4 月物管板块毛利润中非住宅项目的占比为 47.5%，非住宅毛利率为 12.9%，住宅毛利率为 9.5%。

銀城生活服务作为江苏省领先的物管企业，受到了许多当地非住宅客户的信赖，在非住宅客户群中有较好口碑，承接了较多知名项目，例如江苏银行总部、南京明城墙、南京奥体中心、江苏省总工会等。

图 13: 2016-19 年 4 月住宅和非住宅的毛利率及物管毛利润中非住宅占比



数据来源：公司公告

2.4. 按收費模式劃分

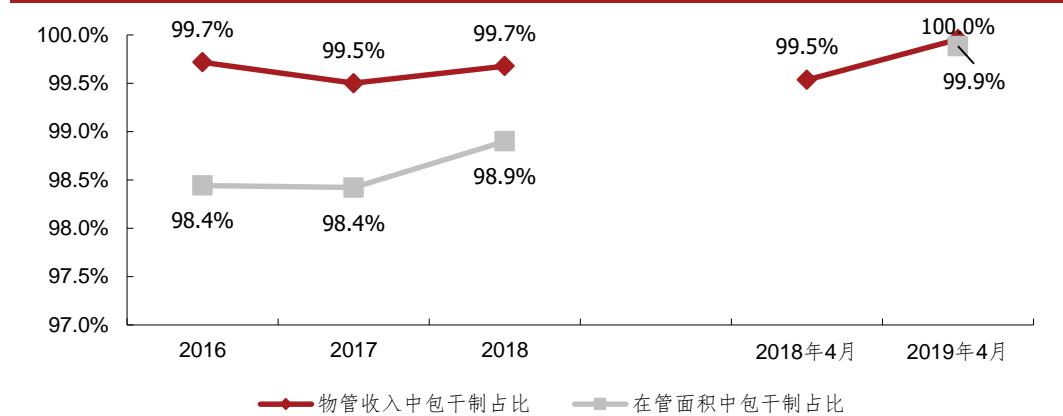
按照物業項目收費模式劃分，我們將銀城生活服務管理的物業項目分為包干制和酬金制兩類。

在包干制收費模式下，物業服務提供商將向業主收取的全部物業管理費確認為收入，並從物業管理費中支付與物業管理相關的開支，後期若出現由於服務成本超預期上升導致物業服務提供商出現虧損，物業提供商自負盈虧。

在酬金制收費模式下，物業服務提供商收取固定酬金金額作為收入（銀城生活服務一般收取物業管理預估成本的 8%-15%），其他物業管理所涉及的一切成本及開支皆由業主承擔，銀城生活服務不再確認直接成本。

銀城生活服務管理的物業項目以包干制為主。2018 年在管面積中包干制占比為 98.9%，物業管理服務收入中 99.7%來自包干制。截至 2019 年 4 月底，在管面積中包干制占比為 99.9%。

圖 14：2016-19 年 4 月物管收入和在管面積中包干制的占比



數據來源：公司公告

3. 生活社區增值服務

生活社區增值服務主要是公司為了滿足業主和住戶的日常需要提供的一些增值服務，主要包括共用空間增值服務、健身服務和生活社區便利服務三類。

共用空間增值服務主要指對共用空間進行廣告出租，公司收取租金的 30%~50%，剩下的收益交由業委會或返還業主。該塊業務是增值服務的主要收入來源，2018 年共用空間增值服務收入達 6,552 萬元，占當年生活社區增值服務收入的 65.5%。2019 年前 4 個月，共用空間增值服務收入達 2,052 萬元，占當期增值服務收入的 68.0%。

健身服務主要指公司為業主提供健身房及私人教練服務。截至 2019 年 4 月，公司經營了 5 間健身中心，均在南京，其中 2 間為健身會館，3 間為 24 小時健身房。該項業務的主要收入來源是健身會員的會員費，以及私教課程的教練費。2018 年

健身服務收入達 2,183 萬元，占當年生活社區增值服務收入的 21.8%。2019 年前 4 個月，健身服務收入為 671 萬元，占當期增值服務收入的 22.2%。

生活社區便利服務涵蓋的業務範圍廣泛，包括廢物管理服務、家居生活服務、電動車充電服務、快遞及儲存服務、洗衣及洗車服務、銷售農產品服務、員工食堂餐飲服務等。公司向業主收取廢物管理費及對廢物較多的家庭收取額外的費用，當提供了更換燈泡、下水道清洗等家居生活服務後向客戶收取服務費。此外，公司還曾提供過設計及建築裝飾服務，2018 年取得 87 萬元收入，但因之前尚未取得相關資質，故於 2019 年 6 月停止該項業務。2020 年公司重啟了該部分業務，2020 年 1 月 16 日，公司與銀城建設一起成立從事家庭裝修業務的合營公司。銀城生活服務占合營公司 51% 股權。預計 2020 年該項業務會貢獻一部分收入。2018 年生活社區便利服務收入達 1,268 萬元，占當年生活社區增值服務收入的 12.7%。2019 年前四個月生活社區便利服務收入達 296 萬元，占當期增值服務收入的 9.8%。

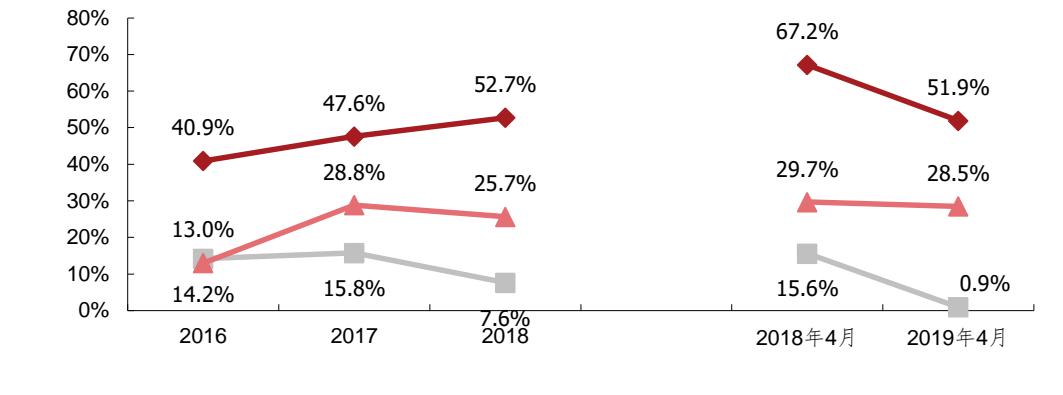
表 5：2016-19 年 4 月增值服務收入拆分

	2016	2017	2018	2018 年前 4 個月	2019 年前 4 月
生活社區增值服務收入拆分					
(m Rmb)					
共用空間增值服務	33.94	47.02	65.52	12.14	20.52
健身服務	19.33	19.29	21.83	5.10	6.71
生活社區便利服務	5.15	6.85	12.68	2.34	2.96
合計	58.42	73.16	100.03	19.58	30.19
生活社區增值服務收入占比					
共用空間增值服務	58.1%	64.3%	65.5%	62.0%	68.0%
健身服務	33.1%	26.4%	21.8%	26.1%	22.2%
生活社區便利服務	8.8%	9.4%	12.7%	12.0%	9.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

數據來源：公司公告

從毛利率來看，共用空間增值服務最高，其次是生活社區便利服務，健身服務最低。2018 年三者的毛利率分別是 52.7%、25.7%、7.6%。2019 年前四個月，三者的毛利率分別為 51.9%、28.5%、0.9%。

圖 15：2016-19 年 4 月生活社區增值服務各業務線毛利率

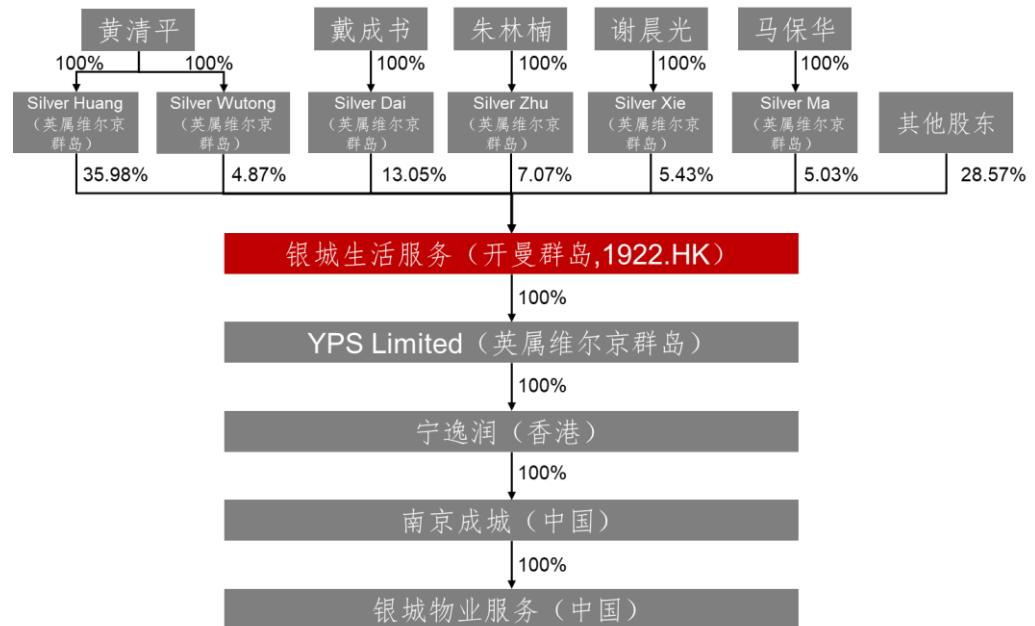


数据来源：公司公告

4. 股東結構

截至 2020 年 2 月 12 日，銀城生活服務的第一大股東為黃清平先生，合計持股 40.85%。黃先生也是銀城國際的控股股東兼非執行董事。銀城國際是一家專注於在長三角地區的房地產開發商，於 2019 年 3 月在香港交易所主板上市，股票代碼為 1902.HK。2019 年銀城國際連同其合營及聯營公司的總合約銷售額為 198.2 億元，總合約建築面積為 112.9 萬平方米。銀城國際在 2019 年克而瑞銷售排行榜中位列第 119 名。

圖 16：銀城生活服務股權結構



数据来源：公司公告，克而瑞證券研究院

5. 重大事项

5.1. 融资

银城生活服务在超额配股权悉数行使后，共获得全球发售所得款净额 1.3 亿港元。募集资金计划用途如下：

第一，60%用于收购位于长三角地区的公司，包括物业管理公司，从事物业专业化服务的公司，提供生活社区增值服务互补产品及服务的公司。

第二，15%用于投资智能系统。通过购买或升级在管物业的设备和设施，包括入口处的智能门禁系统、具有车牌识别技术的智能车辆管理系统、智能火警探测和灭火技术、智能家居管理系统及其他远程监控系统。

第三，10%用作公司内部信息技术系统的升级。包括企业资源规划管理系统和数字化数据管理系统以及信息收集等。

第四，5%用于招聘更多技术及管理人才，为现有员工进行培训，配合业务拓展所需。

第五，10%用于营运资金和其他一般公司用途。

5.2. 成立合营公司

2020 年 1 月 16 日，银城生活服务与银城建设共同成立了一家主要从事家庭装修业务的合营企业，二者各占合营企业的 51% 和 49% 的股权。银城建设是一家主要从事家庭装修及装饰业务的公司。

6. 未来战略

银城生活服务基本上坚持内生式的发展原则，公司认为通过内部拓展获得的项目成本是最低的，并且更容易在统一的管理风格下确保服务质量。公司以区域领先龙头为战略，努力提升自生品牌优势，逐步将公司打造成南京市、江苏省、长三角的龙头物管企业。

公司将继续加大拓展第三方服务业务，特别是对外的 To B 服务业务。纵观西方发达国家和地区的物管经验，物管公司的职能将会简化，物管相关的 To B 业务将越来越专业化，To B 业务市场化程度将越来越高。公司将根据这个趋势重点发展包括园林绿化、电梯维保、工程维修、保安在内的业务。事实上，公司已经成功将专业服务输出给同行业的物管公司。在 2018 年，园林绿化、电梯维保、工程维修三个板块的专业公司，实现了约 5,400 万元的收入；其中，对外收入达到 500 万元。公司于 2020 年 3 月 12 日公告，将成立一家全资子公司为非住宅物业员工食堂提供

餐饮服务。

公司管理层对于收并购持谨慎态度，他们始终坚持筛选优质、与公司有协同效应，且成本相对较低的并购标的。我们预测公司在 2019-2021 年，将有 1 亿元左右的资金用于投资和收并购。

財務分析

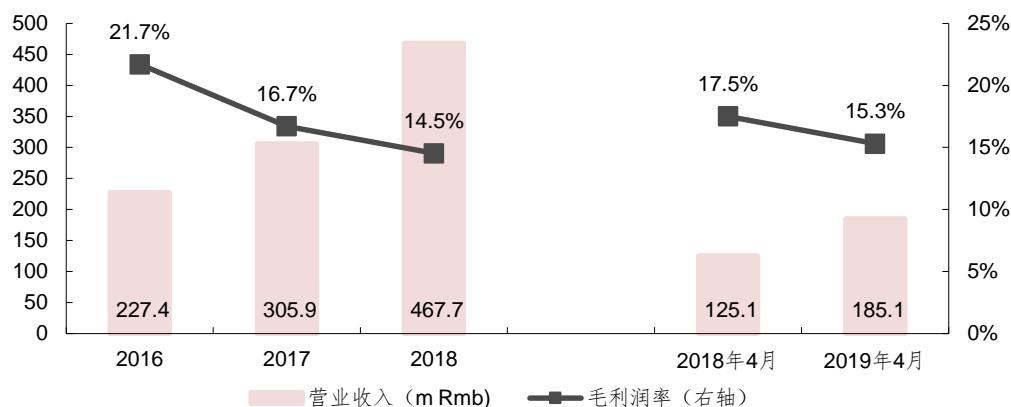
銀城生活服務 2018 年營收達 4.7 億元，同比增長 52.9%，相較 2016 年複合增速為 43.4%。同期歸母淨利潤以 7.7% 的 CAGR 增長到 2,733 萬元。2019 年前 4 月，公司營收達到 1.9 億元，同比增速 47.9%。我們預測公司 2018 年至 2021 年將以 42.6% 的 CAGR 增長其收入，同時將投入 1 億元用於投資與收并购。即使公司持續投入收并购，我們預計公司未來還是有足夠的淨現金，2021 年公司賬面的淨現金將達到 2.93 億元。

1. 2016 年-2019 年 4 月財務分析

銀城生活服務 2018 年營收達 4.7 億元，同比增長 52.9%，相較 2016 年複合增速為 43.4%。營收的高增長主要是由物業管理服務收入增長推動的。2018 年物業管理服務板塊的收入同比增速達 58.0%。2019 年 4 月，公司營收達 1.9 億元，同比增速 47.9%。主要得益於生活社區增值服務的大幅增長。2019 年 4 月生活社區增值服務相較 2018 年同期增長了 54.2%。

公司 2018 年毛利率 14.5%，相較 2017 年下降了 2.2 個百分點，主要是因為新承接的第三方物業項目前期投入較大，拉低了當期毛利率。2019 年 4 月，公司毛利達 15.3%，相較 2018 年同期下降 2.2 個百分點。

圖 17：2016-19 年 4 月營收及毛利率



數據來源：公司公告

公司 2018 年歸母淨利潤為 2,733 萬元，2016-18 年 CAGR 為 7.7%。2018 年歸母淨利潤率為 5.8%，相較 2017 年下滑 0.9 個百分點。歸母淨利潤率下滑小於毛利率主要是因為公司管理效率有所提高，2018 年管理及銷售費用占營收的比重為 7.2%，相較 2017 年的比重 9.3% 有所下降。2019 年前 4 個月，公司歸母淨利潤為 1,010 萬元，相較 2018 年同期下降 7.1%。

表 6: 2016-19 年 4 月利润表核心数据

单位: 百万元	2016	2017	2018	2018 年前 4 个月	2019 年前 4 个月
营业收入	227.37	305.90	467.67	125.15	185.12
毛利润	49.35	51.10	67.93	21.90	28.32
毛利润率	21.7%	16.7%	14.5%	17.5%	15.3%
经营性费用	(23.66)	(28.36)	(33.50)	(7.89)	(13.03)
其他收入	6.21	7.36	5.69	2.03	(0.00)
息税前利润	31.90	30.09	40.13	16.05	15.29
息税前利润率	14.0%	9.8%	8.6%	12.8%	8.3%
净利息收入/支出	(0.60)	(2.74)	(3.19)	(1.15)	(0.90)
所得税	(8.11)	(7.53)	(9.84)	(4.84)	(4.48)
少数股东权益	(0.38)	(0.77)	(0.24)	(0.82)	(0.19)
归母净利润	23.58	20.59	27.33	10.87	10.10
归母净利润率	10.4%	6.7%	5.8%	8.7%	5.5%

数据来源: 公司公告

2. 2019-21 年财务预测

基于我们的分析及预测, 我们假设公司物业管理业务的在管面积在 2019 年、2020 年与 2021 年分别达到 2,596 万方、3,596 万方与 4,676 万方, 我们预测公司 2019 年、2020 年、2021 年收入分别达到 7.2 亿元、10.1 亿元与 13.6 亿元, 同比增长分别为 53.7%、41.1% 与 33.7%。

我们保守地假设公司毛利率水平在 2019-21 年逐年小幅上升, 其中物业管理服务与生活社区服务的毛利率都有小幅上升。

表 7: 公司 2018-2021E 核心运营数据及假设

	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (百万元)	467.67	718.96	1,014.14	1,355.56
物业管理服务收入 (百万元)	367.64	578.11	823.99	1,103.24
在管面积 (百万方)	15.5	26.0	36.0	46.8
合约面积 (百万方)	22.3	30.0	42.0	55.3
生活社区增值服务收入 (百万元)	100.03	140.85	190.15	252.33
共用空间增值服务 (百万元)	65.52	98.28	137.59	185.75
健身服务 (百万元)	21.83	22.92	24.07	25.27
生活社区便利服务 (百万元)	12.68	19.65	28.49	41.31
整体毛利率	14.5%	15.0%	15.1%	15.4%
物业管理服务	7.7%	8.6%	8.7%	8.9%
生活社区增值服务	39.5%	41.6%	43.0%	43.8%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

由于 2019 年产生了一次性的上市费用, 故我们预测公司的息税前利润率较低, 为 7.0%; 我们预测公司在 2020 年与 2021 年的息税前利润率有所上升, 分别达到 9.7% 与 10.0%。

我们预测公司 2019 年、2020 年与 2021 年的归母净利润将分别达到 2,991 万元，7,065 万元与 9,784 万元，分别同比增长 9.4%，136.2% 与 38.5%。

我们预计公司未来股息率将保持在 30% 的水平。

表 8：公司 2018-2021E 核心财务数据及预测

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
收入	467.7	719.0	1,014.1	1,355.6
毛利润	67.9	108.1	153.4	209.0
毛利率	14.5%	15.0%	15.1%	15.4%
经营性费用	-33.5	-59.1	-56.0	-74.9
其他收入/支出	5.7	1.0	1.0	1.0
息税前利润	40.1	50.0	98.3	135.1
息税前利润率	8.6%	7.0%	9.7%	10.0%
净利润/收入	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
所得税	-9.8	-17.2	-24.7	-34.3
实际税率	26.7%	26.0%	26.0%	26.0%
少数股东权益	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
归母净利润	27.3	29.9	70.6	97.8
归母净利率	5.8%	4.2%	7.0%	7.2%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

3. 资产负债表分析及预测

营运资本方面公司一直经营稳健。得益于物业管理模式的预收费习惯以及稳定的业主关系，公司在营运资本上维持了充足的正向现金流。

公司于 2019 年 11 月成功在香港主板上市，共获得 1.08 亿元净募集资金。加上其稳定的经营性现金流，2018 年底公司账上净现金为 0.91 亿元。随着公司扩张提速，我们认为上市募集资金将主要用于横向收购以及对创新增值服务的收购。我们预测公司 2019 年底、2020 年底与 2021 年底的净现金分别为 3.23 亿元、3.13 亿元与 2.93 亿元。由于上市募资，公司 ROE 在 2019 年较低，预计为 14.2%，2020 年与 2021 年将回升到 26.0% 与 28.1% 的水平。

表 9：公司 2016-2021E 资产负债表核心数据及预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	10.3	16.9	26.2	30.0	33.1	35.6
无形资产	5.4	12.3	22.4	22.4	22.4	22.4
对外投资	1.5	10.6	20.7	25.7	75.7	125.7
营运资本变动	-79.9	-138.5	-71.2	-173.4	-155.2	-111.3
在使用资本—资本端	-62.7	-98.6	-1.9	-95.3	-24.0	72.4
净负债/(净现金)	-94.7	-162.5	-91.4	-322.7	-312.8	-292.8
长期负债	-	11.7	16.3	16.3	16.3	16.3
所有者权益	32.0	52.2	73.2	211.0	272.5	348.9
在使用资本—负债端	-62.7	-98.6	-1.9	-95.3	-24.0	72.4
ROE	73.9%	39.5%	37.8%	14.2%	26.0%	28.1%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

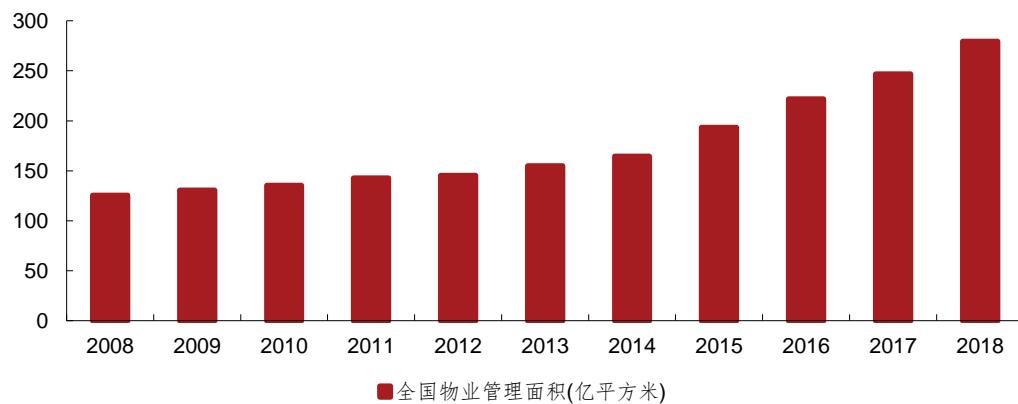
物管行业概览

2018年全国物业管理面积达到了279.3亿平方米，同比增长13.2%。根据中国物业管理协会预测，2023年全国物管费或超2万亿。物管行业收费模式以包干制居多。物管服务的物业类型多样，占比最大的是住宅物业。就平均物管费而言，商业物业和医院物业最高，住宅物业最低。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，将成为物管公司未来探索的重点。

1. 2018年全国物业管理面积 279.3亿平方米

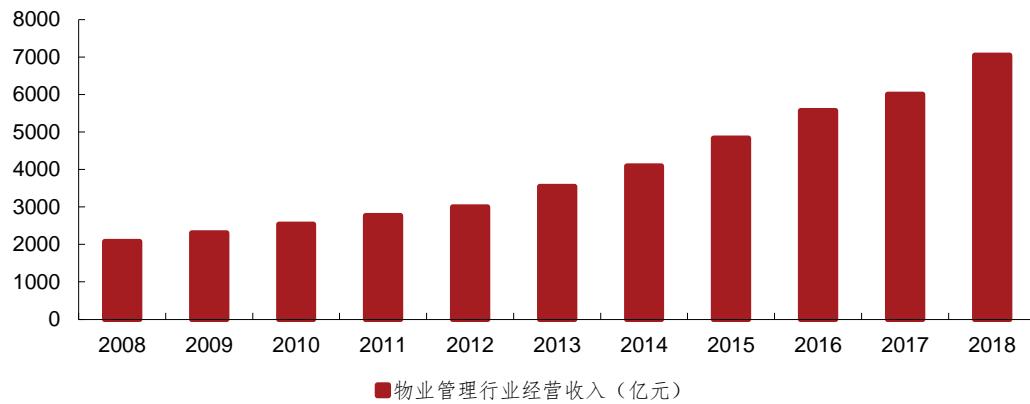
根据中国物业管理协会发布的数据，2018年全国物业管理面积达279.3亿平方米，同比增长13.2%。2018年物业管理行业经营收入达7,043.6亿元，同比增长17.25%。根据中国物业管理协会预测，到2023年我国物业管理总面积将达到376.70亿平方米，每平米每月物业管理费将达到4.85元，物业管理收入规模将超过2万亿。

图 18: 2018年全国物业管理面积 279.3亿平方米



数据来源：中国物业管理协会

图 19: 2018年物业管理行业经营收入逾 7,000 亿元

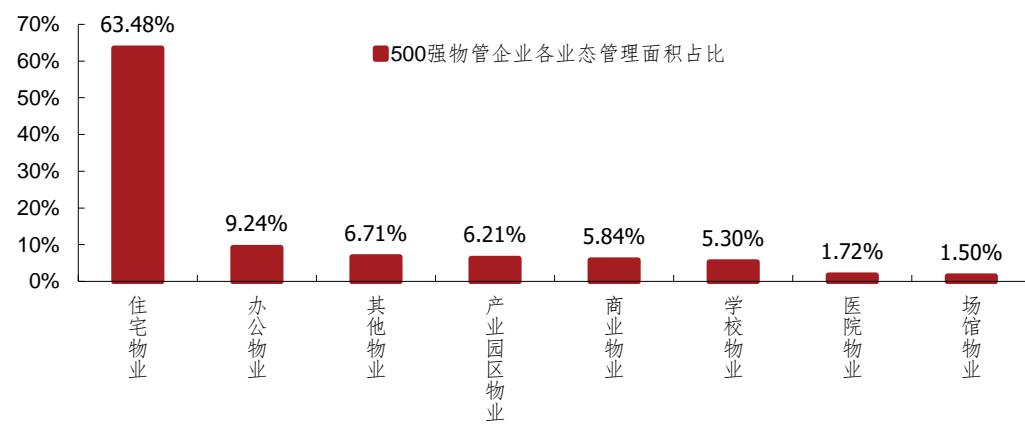


数据来源：中国物业管理协会

2. 物业类型多样，500 强管理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，包括住宅物业、办公物业、商业物业、场馆物业、产业园区物业、学校物业、医院物业和其他物业等业态。从 500 强管理面积中的各业态管理面积占比来看，住宅物业占比最大。根据中国物业管理协会发布的数据，2018 年 500 强物管企业的管理面积中，住宅物业占 63.48%，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其他物业，占比分别为 9.24% 和 6.71%。

图 20：2018 年 500 强物管企业的管理面积中住宅物业占 63.48%

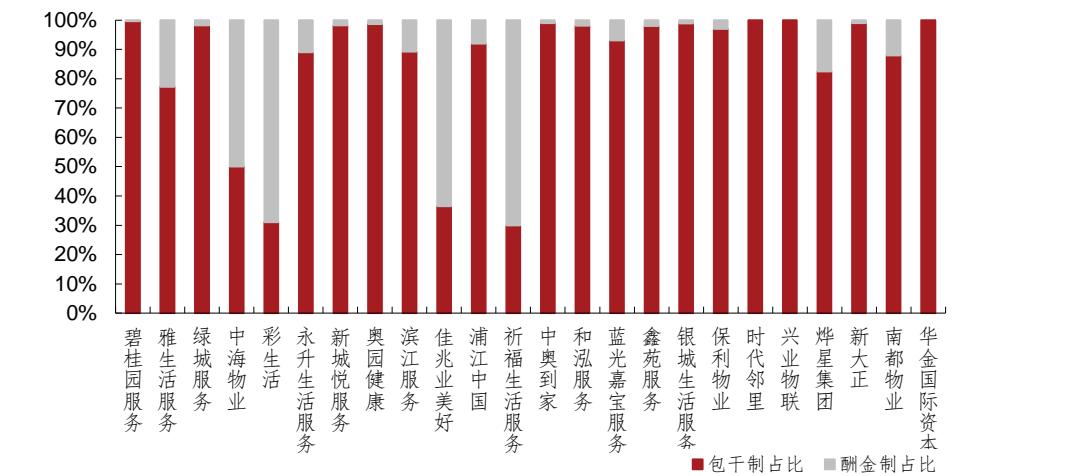


数据来源：中国物业管理协会

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。目前上市的 26 家物管公司都以包干制为主。

圖 21：上市物管公司在管面積多數以包干制為主



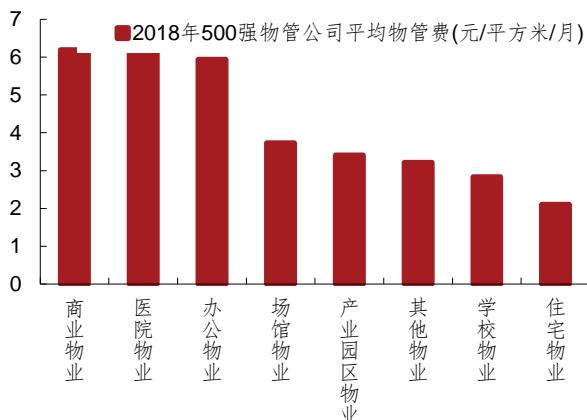
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：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，部分公司为克而瑞证券估计值

4. 商業物業和醫院物業的平均物管費較高

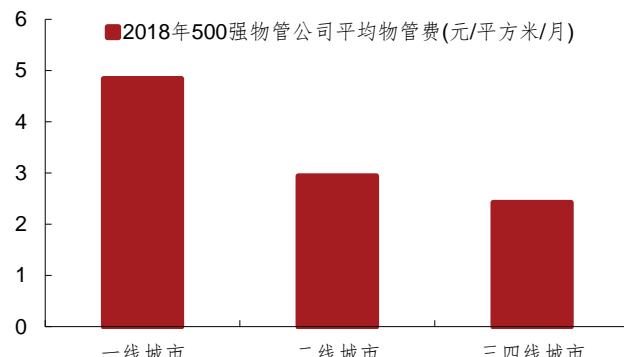
根據中國物業管理協會發布的數據，500強物管企業不同业态的平均物管費中，商業和醫院的較高，均為 6.19 元/平方米/月。最低的是住宅物業，為 2.10 元/平方米/月。從不同城市等級來看，2018 年一線城市的平均物管費最高，達 4.84 元/平方米/月，約是三四線城市平均物管費的 2 倍。

圖 22：商業物業和醫院物業的平均物管費較高



数据来源：中国物业管理协会

圖 23：一線城市的平均物管費約是三四線城市的 2 倍

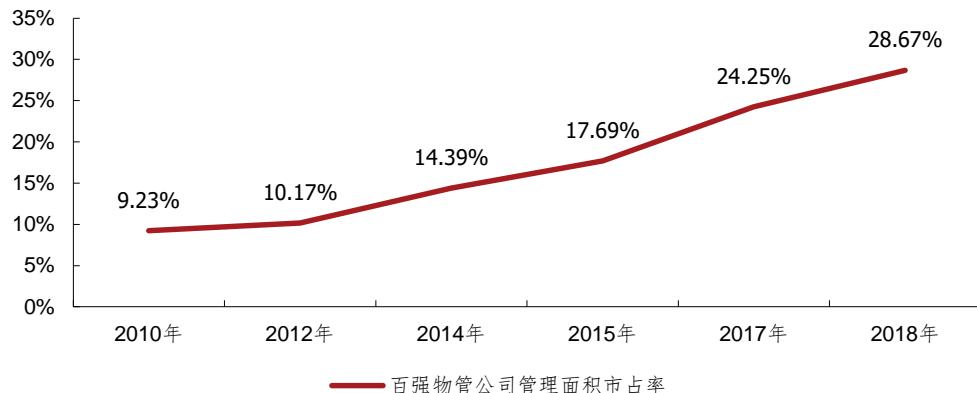


数据来源：中国物业管理协会

5. 百強物管企業管理面積集中度提升

近年來百強物管公司管理面積集中度不斷提升。受益於政策的支持、关联房企的支持、资本市场的助力以及头部物管企业相对更强的拓展能力，物管行业的管理规模集中度正在不断提升。根据中国物业管理协会发布的数据，2018 年百強物管企业管理面積合計約 80.08 亿平方米，市场份额占比為 28.67%，相较 2017 年提升 4.42 个百分点。

图 24: 百强物管公司管理面积集中度不断提升



数据来源：中国物业管理协会

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 25: 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。

根据我们的统计, 目前上市的 26 家内地物管公司中, 2019H1 对社区提供的增值服务收入仅占物业公司总收入的 15.8%, 而该比例从 2016 年开始仅提升了 1.0 个百分点。

图 26: 物管公司增值服务收入占比平均值



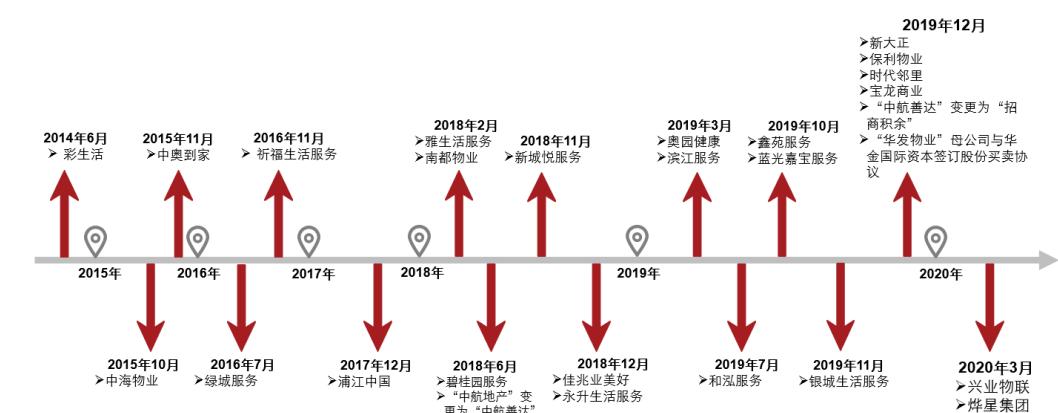
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

注: 1) 此处的增值服务收入统计剔除了非业主增值服务。2) 因数据缺失, 此处不包括宝龙商业、兴业物联、浦江中国、招商积余等公司。

7. 2018 年以來物管行業備受資本關注

彩生活於 2014 年 6 月 30 日在港交所上市，是國內第一家在香港上市的內地物管公司。經統計，目前已有 26 家內地物管公司上市，其中 A 股 3 家，港股 23 家。當前物業公司的上市氛圍依然火爆，包括建業新生活、正榮服務、宋都服務在內的多家物業公司都已經向港交所遞交了招股書。

圖 27：物管公司上市時間表

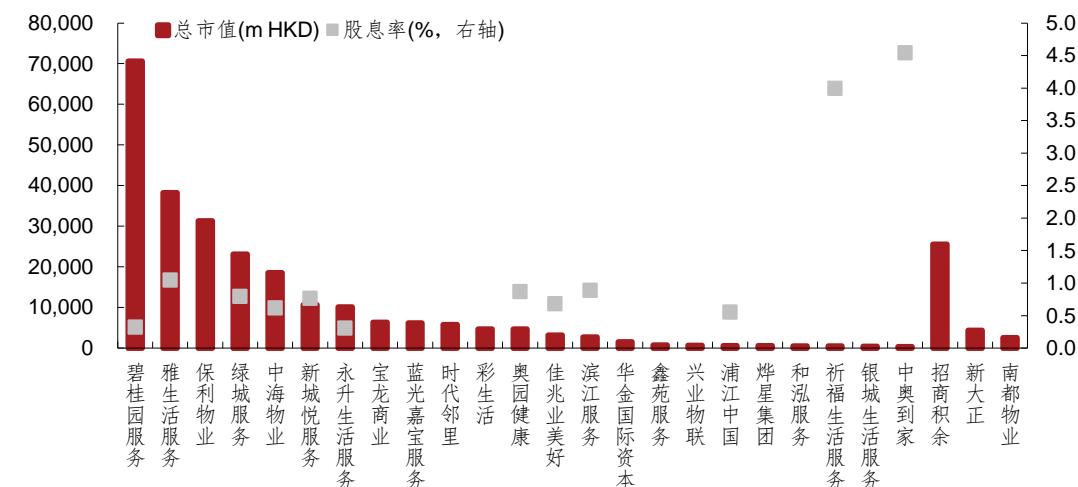


數據來源：Wind，克而瑞證券研究院

8. 上市公司數據透視

8.1. 市場表現相關數據

圖 28：上市物管公司市值和 2018 股息率



數據來源：Bloomberg，克而瑞證券研究院

注：股價皆採用 2020 年 3 月 13 日的收盤價，下同

表 10: 上市物管公司 2018-20 年 PE

股票代码	股票简称	PE 2018	PE 2019E	PE 2020E
6098.HK	碧桂园服务*	76.5	53.3	41.6
3319.HK	雅生活服务	47.8	33.8	23.8
6049.HK	保利物业	93.3	62.9	43.6
2869.HK	绿城服务*	47.9	47.0	38.5
2669.HK	中海物业*	55.1	41.9	33.9
1755.HK	新城悦服务	70.9	48.4	33.3
1995.HK	永升生活服务*	100.6	52.9	30.3
2606.HK	蓝光嘉宝服务	21.4	14.6	11.2
9909.HK	宝龙商业	47.7	35.9	23.1
1778.HK	彩生活*	9.8	9.3	8.6
9928.HK	时代邻里	91.0	53.0	26.8
3662.HK	奥园健康*	59.7	31.0	18.7
3316.HK	滨江服务	38.9	24.6	17.0
2168.HK	佳兆业美好*	59.7	22.2	16.1
0982.HK	华金国际资本	NA	-	-
1417.HK	浦江中国	25.1	-	-
1895.HK	鑫苑服务	9.9	-	-
3686.HK	祈福生活服务	6.8	-	-
6093.HK	和泓服务	31.3	-	-
1538.HK	中奥到家*	4.1	3.7	3.1
1922.HK	银城生活服务*	15.5	14.1	6.0
1941.HK	烨星集团	16.4	-	-
9916.HK	兴业物联	18.7	-	-
001914.SZ	招商积余	29.8	74.4	42.9
002968.SZ	新大正	49.7	41.0	33.2
603506.SH	南都物业	27.9	23.3	19.9
平均值		42.2	36.2	24.8
中位值		38.9	35.9	23.8

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院 注: 标*公司 2019 和 2020 年 PE 为克而瑞证券预测值, 其余公司为 BBG 一致预期

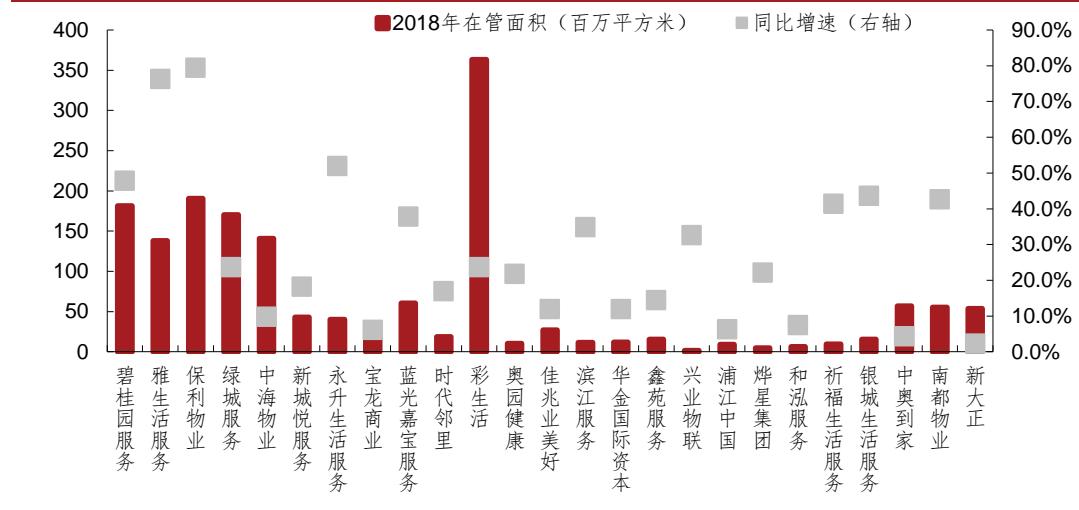
表 11：上市物管公司股价表现

股票代码	公司简称	1M 涨跌幅 (%)	3M 涨跌幅 (%)	6M 涨跌幅 (%)	12M 涨跌幅 (%)
6098.HK	碧桂园服务	-3.3	14.3	28.1	132.8
3319.HK	雅生活服务	-4.8	22.6	95.2	172.7
6049.HK	保利物业	2.2	-	-	-
2869.HK	绿城服务	-7.3	20.3	22.2	38.3
2669.HK	中海物业	11.1	31.5	54.6	123.3
1755.HK	新城悦服务	-9.7	35.0	125.2	131.2
1995.HK	永升生活服务	0.9	57.8	84.7	182.4
9909.HK	宝龙商业	7.4	-	-	-
2606.HK	蓝光嘉宝服务	-19.4	-18.6	-	-
9928.HK	时代邻里	26.6	-	-	-
1778.HK	彩生活	-10.2	-10.2	-12.1	-18.6
3662.HK	奥园健康	10.9	29.6	42.1	-
2168.HK	佳兆业美好	10.3	37.3	67.9	236.2
3316.HK	滨江服务	-1.4	60.3	53.9	55.4
0982.HK	华金国际资本	-12.2	-1.1	-10.9	37.6
1895.HK	鑫苑服务	12.4	14.7	-	-
9916.HK	兴业物联	-	-	-	-
1417.HK	浦江中国	-9.6	-10.5	-27.6	-43.7
1941.HK	烨星集团	-	-	-	-
6093.HK	和泓服务	6.4	7.9	11.1	-
3686.HK	祈福生活服务	-	-5.2	-8.3	-9.5
1922.HK	银城生活服务	13.2	11.1	-	-
1538.HK	中奥到家	-5.2	-11.3	-19.1	-29.5
001914.SZ	招商积余	5.7	19.0	58.8	181.7
002968.SZ	新大正	-6.9	-17.8	-	-
603506.SH	南都物业	-2.3	-15.9	2.2	3.8
平均值		0.6	12.9	33.4	79.6
中位值		-0.7	14.3	28.1	55.4

数据来源：Wind, 克而瑞证券研究院

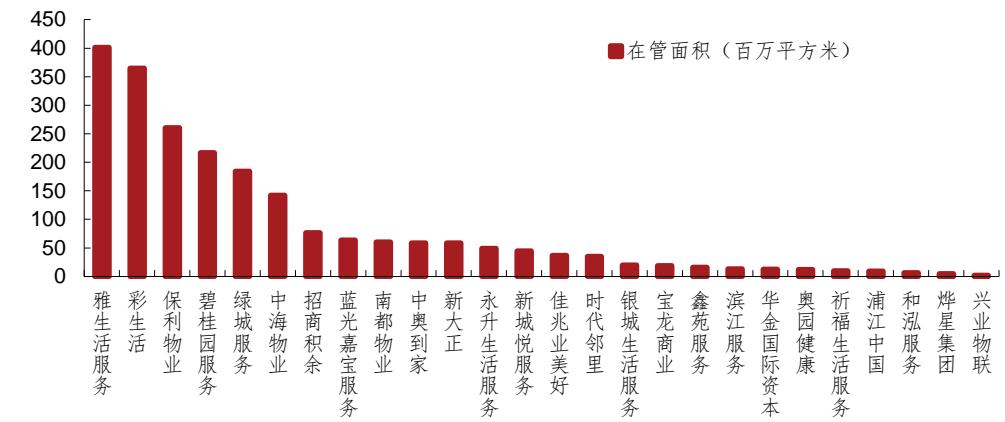
8.2. 业务及财务相关数据

图 29: 上市物管公司 2018 年在管面积及增速



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

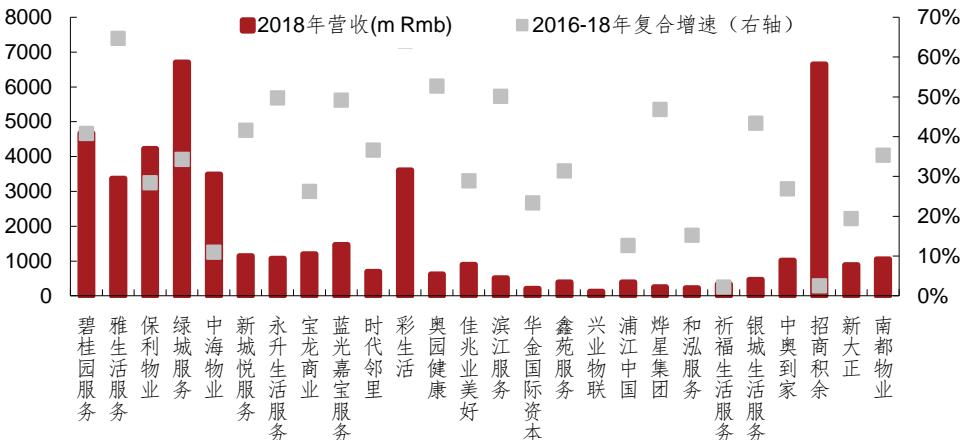
图 30: 上市物管公司当前在管面积示意图



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

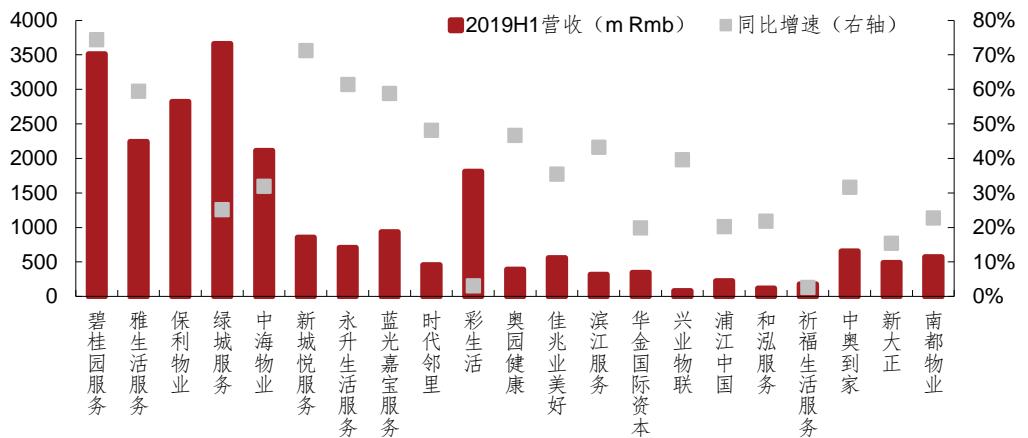
注：1) 本图所示在管面积在 2019H1 基础上，考虑了 2019 年下半年的并购；2) 鑫苑服务和银城生活服务分别为截至 2019 年 3 月底、2019 年 4 月底的数据，烨星集团为截至 2019 年 8 月底的数据，其余公司皆为截至 2019 年 6 月底的数据

圖 31：上市物管公司 2018 年營收及 2016-18 年複合增長率



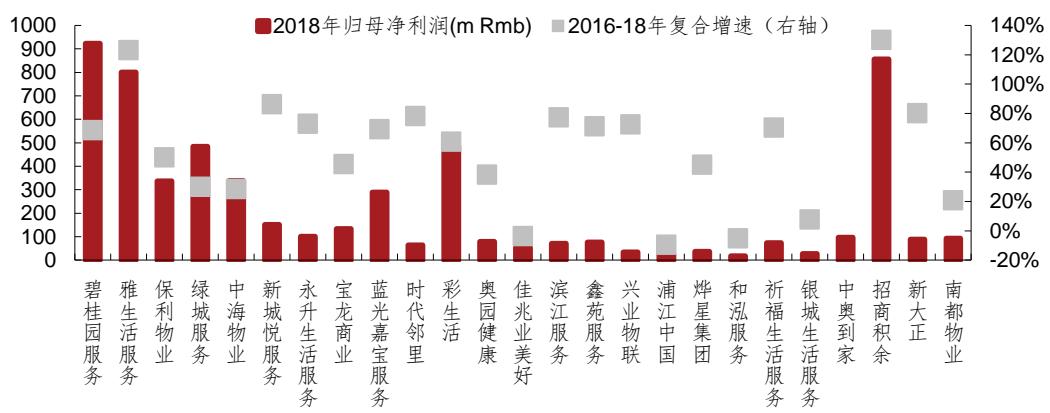
數據來源：公司公告，克而瑞證券研究院

圖 32：上市物管公司 2019H1 营收及同比增速



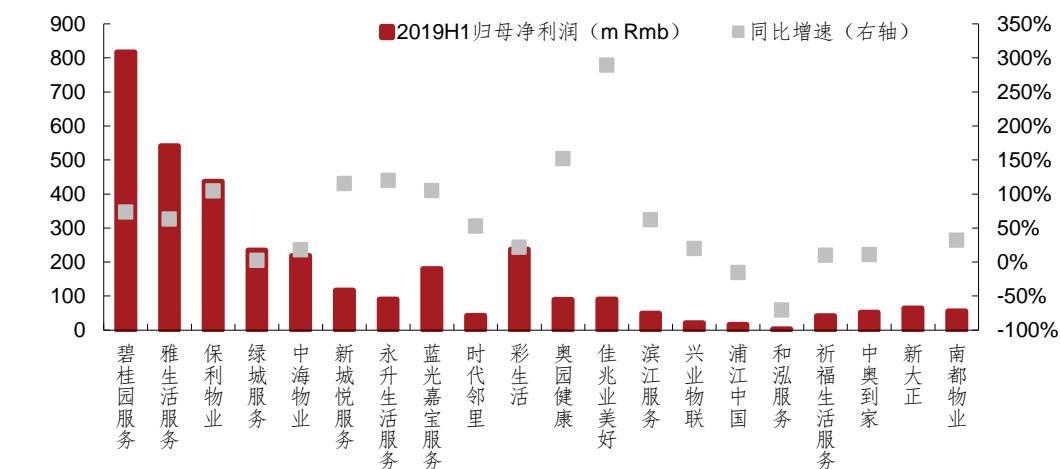
數據來源：公司公告，克而瑞證券研究院

圖 33：上市物管公司 2018 年歸母淨利潤及 2016-18 年複合增速



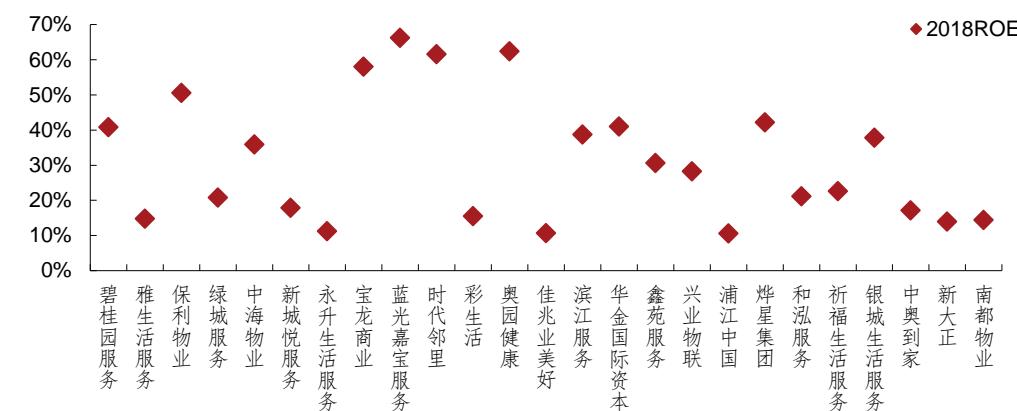
數據來源：公司公告，克而瑞證券研究院

圖 34: 上市物管公司 2019H1 归母净利润及同比增速



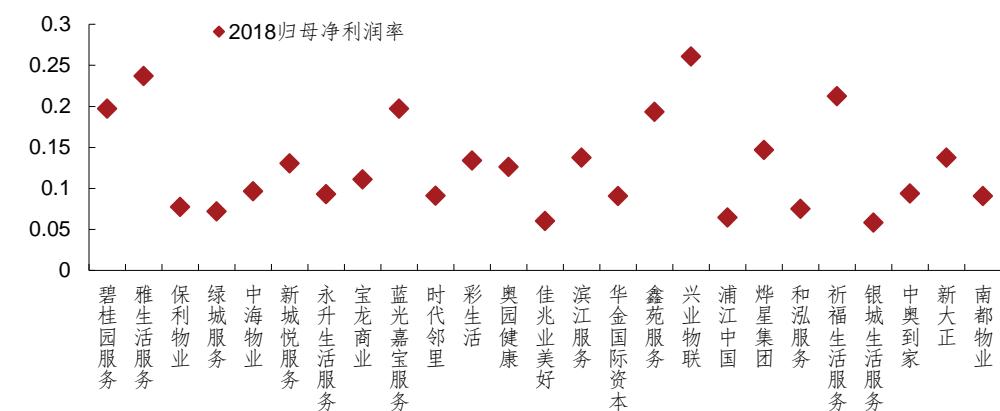
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

圖 35: 上市物管公司 2018 年 ROE



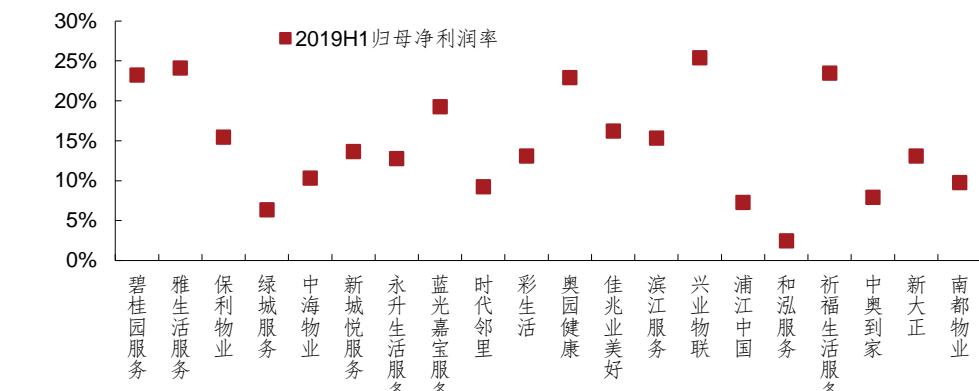
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

圖 36: 上市物管公司 2018 年归母净利润率



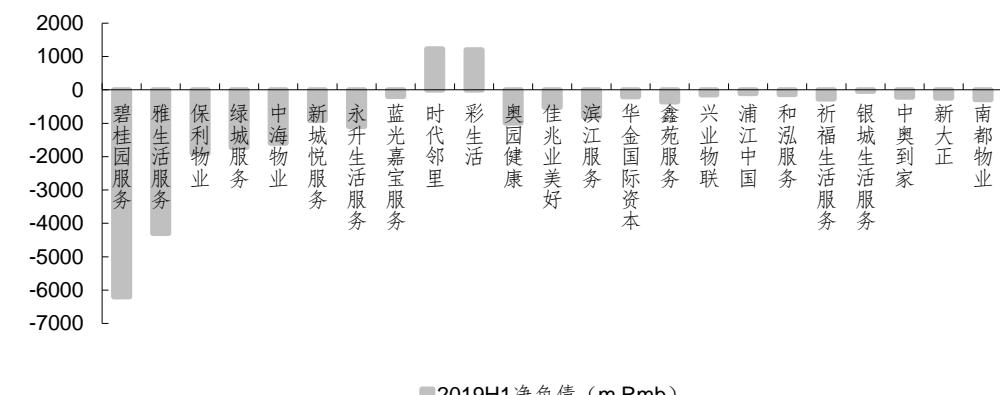
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

圖 37：上市物管公司 2019H1 归母净利润率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

圖 38：上市物管公司 2019H1 净负债



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院。注：鑫苑服务为 2018 年的净负债，银城生活服务为截至 2019 年 4 月底的净负债，时代邻里 2019H1 负债目前已经还清

評級指南及免責聲明

披露事項

本報告由克而瑞證券有限公司(“克而瑞”)編制。克而瑞及其子公司，母公司和/或關聯公司跟上述被研究公司及其子公司和/或關聯公司有以下關係：

克而瑞及其子公司，母公司和關聯公司跟在該報告中提及過的公司及其子公司和/或關聯公司有正常業務關係和/或股權關係。

分析師保證

負責制備本報告的分析師謹此保證：

本報告內所載意見謹反映分析師對調研目標公司/或相關證券的個人觀點及意見；分析師的彌償不會直接或間接地與其就調研報告或其他業務所發表的觀點及意見有任何關係；分析師並不直接受其他業務部門監管，除了向CEO直接匯報外，分析師亦無須向其他業務主管匯報；分析師沒有違反安靜期的規定買賣調研目標公司證券；分析師及其聯繫人士並無受聘於調研目標公司；分析師及/或其聯繫人士並無擁有調研目標公司的任何財務權益。

克而瑞制定了政策和程序，以識別和管理與其研究業務相關的任何潛在利益衝突。克而瑞的分析師及其他參與研究準備和傳播的員工必須遵守該政策和程序，並擁有獨立於克而瑞業務的管理層之報告線。

在克而瑞內的不同業務線之間建立信息分隔程序(ChineseWall)，以確保任何機密和/或價格敏感信息得到適當的處理方式。

投資評級定義

公司短期評級

以報告日起6個月內，公司股價的表現：

強烈推薦：公司股價漲幅(復權後)超20%以上

審慎推薦：公司股價漲幅(復權後)介於5-20%之間

中性：公司股價變動幅度(復權後)介於±5%之間

回避：公司股價跌幅(復權後)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。