

2020年03月16日

房地产 | 物业管理和服务

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

公司财务数据

利润表					
会计年度, 百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	305.9	467.7	719.0	1,014.1	1,355.6
营业成本	-254.8	-399.7	-610.9	-860.8	-1,146.6
毛利润	51.1	67.9	108.1	153.4	209.0
销售&管理费用	-28.4	-33.5	-59.1	-56.0	-74.9
折旧摊销息税前利润	37.7	50.6	61.3	110.2	147.5
折旧	-7.6	-10.4	-11.2	-11.9	-12.5
息税前利润	30.1	40.1	50.0	98.3	135.1
净利息费用	-2.7	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
应占联营公司损益	-	-	-	-	-
其他收入	-	-	-	-	-
税前利润	27.4	36.9	46.9	95.1	131.9
所得税	-7.5	-9.8	-17.2	-24.7	-34.3
少数股东权益	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
归母净利润	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

核心业务数据	2017	2018	2019E	2020E	2021E
在管面积 (百万平方米)	10.8	15.5	26.0	36.0	46.8
在管面积同比增速 (%)	62.8	43.6	67.9	38.5	30.0
合约面积 (百万平方米)	14.0	22.3	30.0	42.0	55.3
物管服务收入占比 (%)	76.1	78.6	80.4	81.3	81.4
增值服务收入占比 (%)	23.9	21.4	19.6	18.7	18.6
第三方在管面积占比 (%)	66.9	76.5	80.2	81.5	82.0
毛利率 (%)	16.7	14.5	15.0	15.1	15.4
息税折旧摊销前利率 (%)	12.3	10.8	8.5	10.9	10.9
息税前利润率 (%)	9.8	8.6	7.0	9.7	10.0
归母净利率 (%)	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
资产收益率 (%)	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
利息覆盖倍数 (xEBITDA)	13.7	15.8	19.2	34.5	46.2
长期负债/股权比率 (%)	57.4	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/ (现金)	(162.5)	(91.4)	(322.7)	(312.8)	(292.8)
净负债/ 股权 (%)	(311.2)	(124.9)	(152.9)	(114.8)	(83.9)

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院预测

资产负债表					
会计年度, 百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及等价物	202.5	121.4	372.7	362.8	342.8
应收账款	46.3	178.5	130.3	183.8	245.7
存货	0.8	0.7	1.0	1.4	1.9
其他流动资产	10.9	17.4	26.8	37.8	50.5
流动资产	260.6	318.0	530.8	585.8	640.8
固定资产	16.9	26.2	30.0	33.1	35.6
其他长期资产	22.9	43.0	48.0	98.0	148.0
资产总计	300.4	387.2	608.8	716.9	824.5
短期负债	10.0	30.0	50.0	50.0	50.0
应付账款	4.7	13.9	29.2	37.1	44.6
其他流动负债	191.8	253.9	302.2	341.1	364.7
总流动负债	206.5	297.8	381.5	428.2	459.3
长期负债	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	11.7	16.3	16.3	16.3	16.3
总负债	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
资本公积	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	0.1	0.8	0.6	0.4	0.1
股东权益总计	52.2	73.2	211.0	272.5	348.9
负债和股东权益	300.4	387.2	608.8	716.9	824.5

现金流量表					
会计年度, 百万港元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
折旧摊销息税前利润	39.3	37.7	50.6	61.3	110.2
运营资金变动	20.2	(2.3)	102.2	(18.2)	(43.9)
其他	(14.3)	0.4	(9.6)	21.0	(0.2)
经营活动现金流	45.2	35.7	143.1	64.1	66.2
资本支出	(8.3)	(13.3)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
投资变动	34.2	(2.4)	(5.0)	(50.0)	(50.0)
其他	(3.5)	(89.7)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	22.4	(105.4)	(20.0)	(65.0)	(65.0)
股权融资	0.2	36.4	108.2	0.0	0.0
银行借款	(10.0)	(10.0)	0.0	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	0.0	(37.9)	0.0	(9.0)	(21.2)
筹资活动现金流	(9.8)	(11.5)	108.2	(9.0)	(21.2)
现金净增加额	57.8	(81.2)	231.3	(9.9)	(20.0)

## 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. 成立合营公司 .....	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: 银城生活服务股权结构 .....	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

我们采取了相对估值法（可比公司 PE 估值）与 DCF 估值法两种方法对公司进行估值，都表明公司具有很大的升值空间。我们取 DCF 估值法的结果 2.70 港元/每股（比较低的估值）作为公司的目标价格。基于我们的预测，银城生活服务当前的估值为 14.1x 2019 年 PE，6.0x 2020 年 PE，和 4.3x 2021 年 PE。我们的 DCF 模型表明银城生活服务的估值为每股 2.70 港元。我们假设公司在 2019 年将达到 53.7% 的收入增速，之后逐年下降，并在 2031 年达到 2% 的永续水平，经营性利润率将下降到 5.4% 的永续水平。此外为了保持增长率，我们假设 2019-2021 三年内公司共将至少投入 1 亿元用于投资与收并购。我们的估值相当于 21.2x 2019 PE，9.0x 2020 PE 与 6.5x 2021 PE。我们的目标价格显示公司目前股价有 50% 的升幅。

## DCF 估值

基于我们 DCF 的模型，给予银城生活服务每股 2.70 港元的估值，相当于 21.2x 2019 年 PE，9.0x 2020 年的 PE，和 6.5x 2021 年 PE。

表 1：目标价所对应的估值

		PE			PS			PB			EV/EBITDA		
目标价	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	

数据来源：克而瑞证券研究院

我们的 DCF 模型假设公司在 2024 年之前一直保持双位数的同比收入增长。我们预计公司将持续以来自第三方的物管面积为主，这将使公司的经营性利润率保持在合理的较低水平。由此，我们保守地假设银城生活服务的经营性利润率将从 2022 年开始呈下降趋势，并于 2031 年达到 5.4% 的水平。我们预计公司的实际税率将保持在 26% 的水平。

出于对公司业务拓展的预期，我们假设公司将于 2019-2021 三年内累计投入 1 亿元用于投资与收并购。

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，我们给与公司 1.3 的 Beta，这相当于 11.8% 的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 3.02 亿元，其中 1.70 亿元为从 2020 年到 2030 年的自由现金流折现值，1.32 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出每股 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 港元每股价格。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 m²)	2019H1 在管面积 (百万 m²)
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

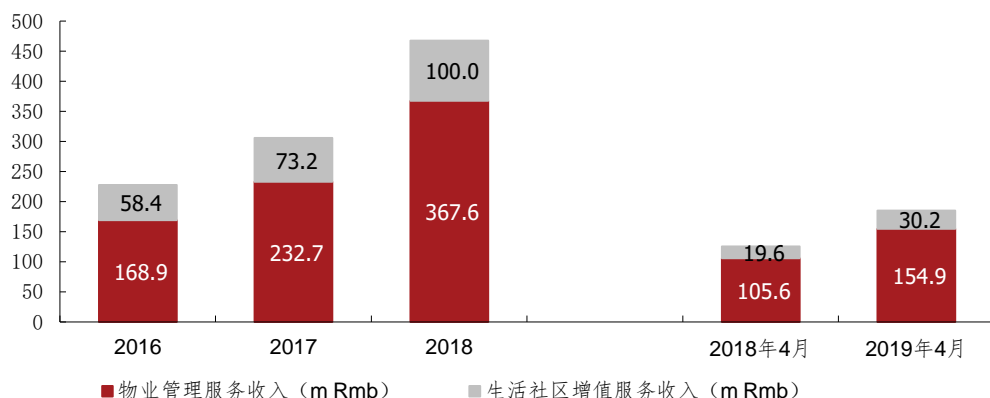
银城生活服务是创始于南京的物管服务供应商，1997 年 12 月成立，主要提供多元化物管服务和增值服务。自 1998 年接管第一个项目南京九九公寓至今，已深耕物业管理行业逾 20 年。根据第三方<sup>1</sup>监测，按收益计银城生活服务 2018 年位列南京第一，江苏省第五。2019 年 11 月，银城生活服务在香港交易所主板上市，股票代码为 1922.HK。

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%。

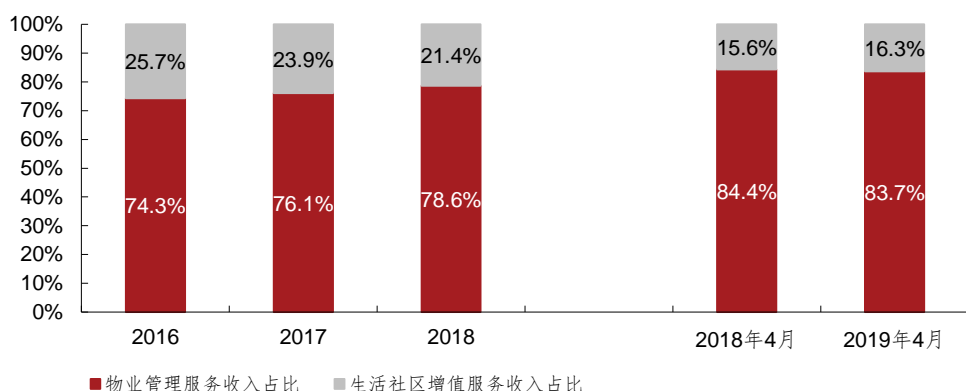
<sup>1</sup> 第三方为弗若斯特沙利文

图 1: 2016-19 年 4 月两大业务板块收入



数据来源: 公司公告

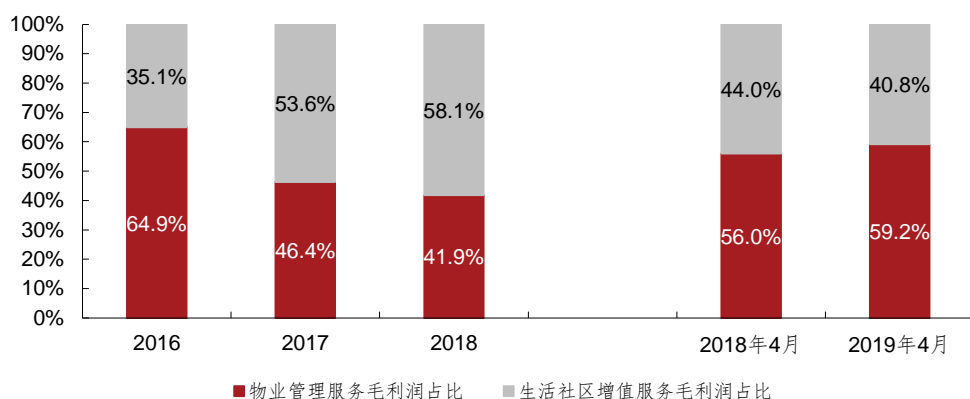
图 2: 2016-19 年 4 月两大业务板块收入占比



数据来源: 公司公告

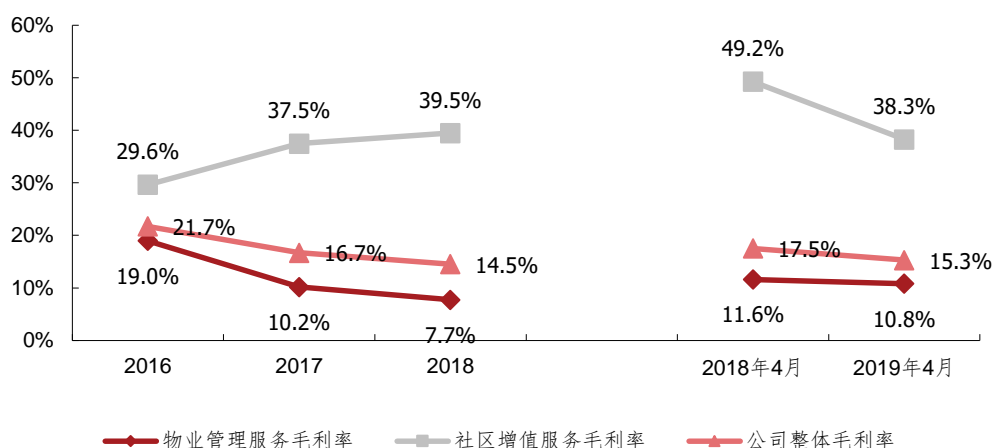
虽然物管服务是公司的主要收入来源,但近年来随着生活社区增值服务业务的大力发展,该板块对总毛利的贡献现已超过物管服务。2018 年,银城生活服务实现毛利润 6,793 万元,其中生活社区增值服务的毛利润占比为 58.1%,相较 2016 年的 35.1%提升了 23 个百分点。这主要是因为生活社区增值服务的毛利率高于物业管理服务,且呈上升趋势。2018 年物管服务的毛利率为 7.7%,相较 2017 年下降了 2.4 个百分点,这是因为 2018 年新获取的第三方楼盘为了打造品牌和提升质量,前期投入较大,拉低了当期毛利率;而生活社区增值服务毛利率为 39.5%,相较 2017 年上升了 2 个百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

图 3：2016-19 年 4 月两大业务板块毛利润占比



数据来源：公司公告

图 4：2016-19 年 4 月公司整体及两大业务板块毛利率



数据来源：公司公告

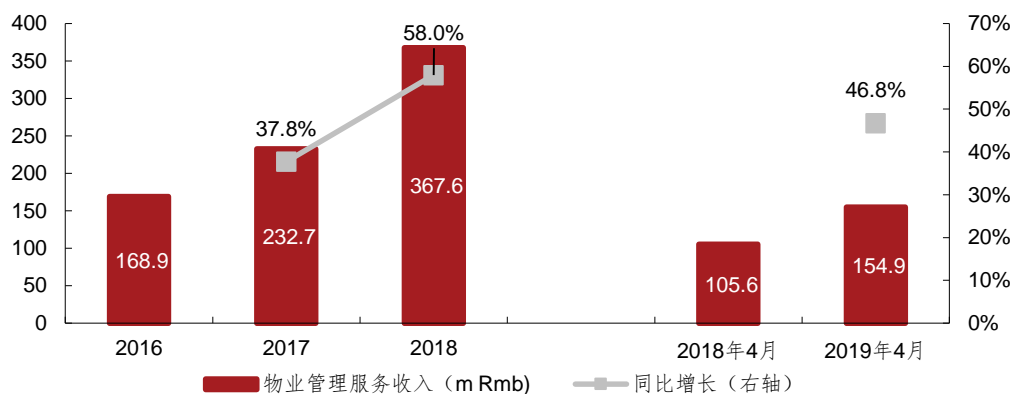
## 2. 物业管理服务

物业管理服务板块是银城生活服务的基础业务，主要包括保安服务、清洁服务、停车场管理、设备（诸如特种电梯、自动扶梯及机械车位等）维修和保养等业务。公司管理的物业类型包括住宅、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 年物业管理服务收入达 3.7 亿元，同比增长 58.0%。物管收入增长主要受益于在管面积的增长和物业费的提升。2018 年公司在管面积为 1,546 万平方米，同比增长 43.6%。根据克而瑞证券测算，公司 2018 年不含税的平均物管收入为 2.34 元/平方米\*月，相较 2017 年提升 4.7%。

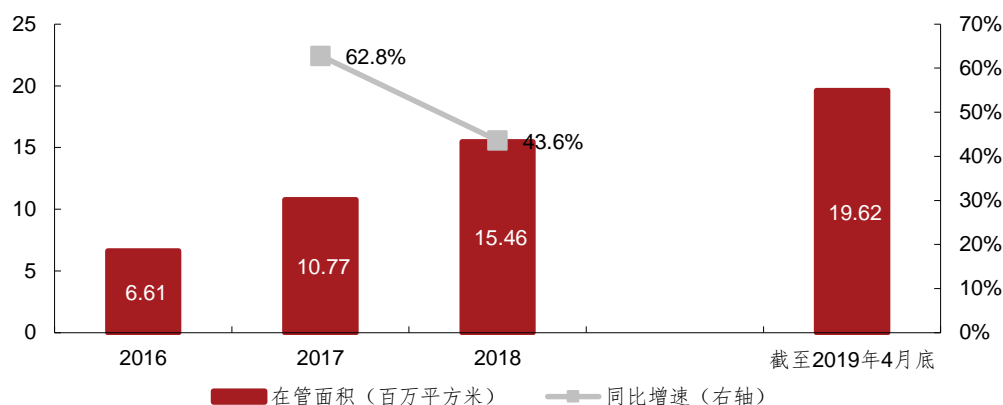
2019 年前 4 个月，公司物业管理服务收入达 1.5 亿元，同比增长 46.8%。截至 2019 年 4 月底，公司在管面积 1,962 万平方米，相较 2018 年底增长 26.9%。

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

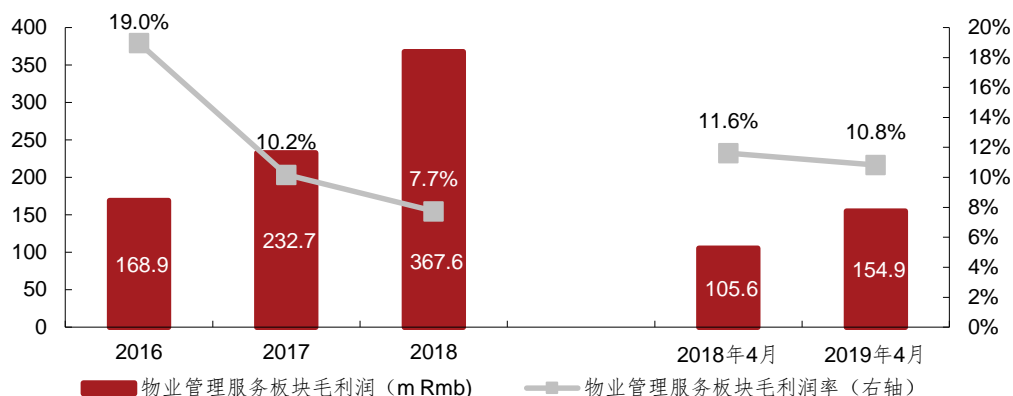


数据来源：公司公告

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。

图 7：2016-19 年 4 月物业管理服务板块的毛利润及毛利润率

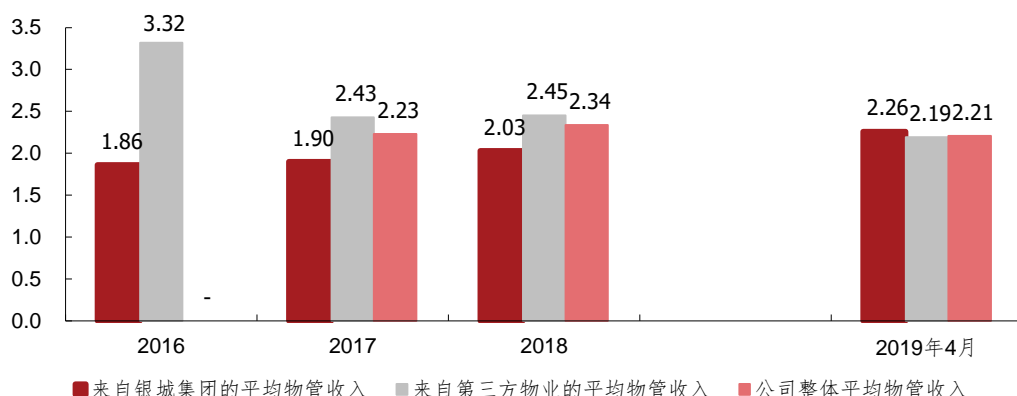


数据来源：公司公告

## 2.1. 平均物管费

银城生活服务的平均物管收入呈上升趋势。据克而瑞证券测算，2018 年不含税的公司整体平均物业管理收入 2.34 元/平方米\*月，相较 2017 年提升了 4.7%。主要是因为自营的平均物管收入有所上升，也体现了银城生活服务具备提价的能力。2018 年来自银城集团的物业不含税的平均物管收入是 2.03 元/平方米\*月，第三方是 2.45 元/平方米\*月，相较 2017 年分别增加了 0.13 元/平方米\*月和 0.02 元/平方米\*月。2019 年前 4 个月，银城生活服务整体平均物管收入为 2.21 元/平方米\*月，来自银城集团的平均物管收入和来自第三方物业的分别为 2.26 元/平方米\*月和 2.19 元/平方米\*月。

图 8：2016-19 年 4 月不含税的平均物管收入



数据来源：公司公告

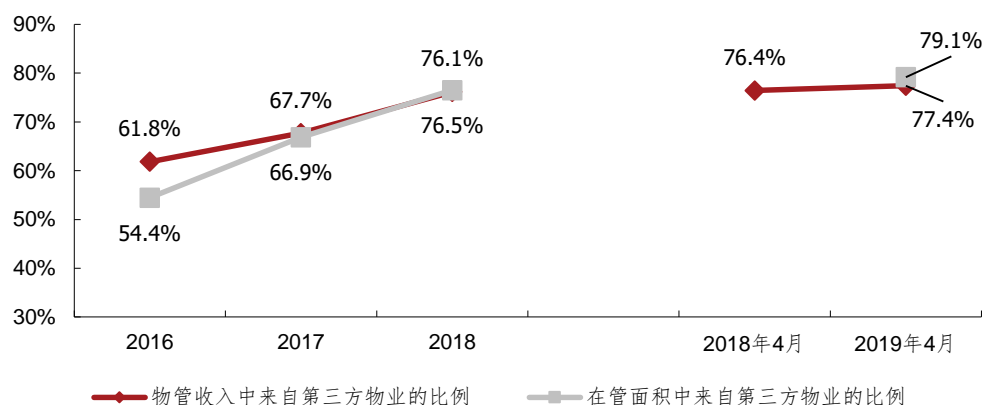
注：1) 平均物管收入单位为元/平方米\*月，不含税；2) 不含税的平均物管收入估算方式：当期不含税的平均物管收入=当期物管收入 / [(当期在管面积+前一期在管面积) / 2]

## 2.2. 按项目来源划分

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

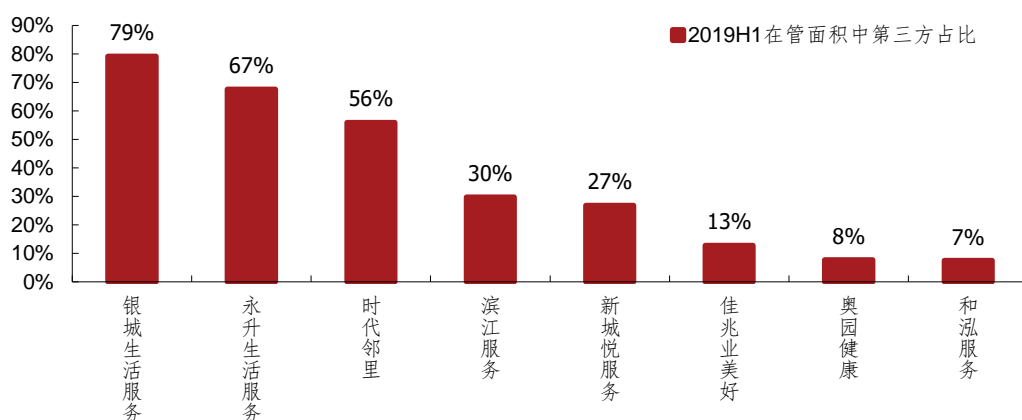
无论是收入占比，还是在管面积占比，银城生活服务管理的物业以第三方物业居多。2018 年物管收入中，有 76.1%来自第三方；在管面积中，有 76.5%来自第三方。2019 年前 4 个月物管收入中，77.4%来自第三方物业；在管面积中，有 79.1%来自第三方。这和银城生活服务较早就开始市场化运营有关，其于 2014 年就开始外接第三方物业项目，也体现了公司在第三方物业接管中具有较强竞争力。我们选取了 2019H1 在管面积在 5,000 万平方米以内的物管公司，包括永升生活服务、时代邻里、滨江服务、新城悦服务、佳兆业美好、奥园健康、和泓服务作为可比对象，发现银城生活服务在管面积第三方占比是最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

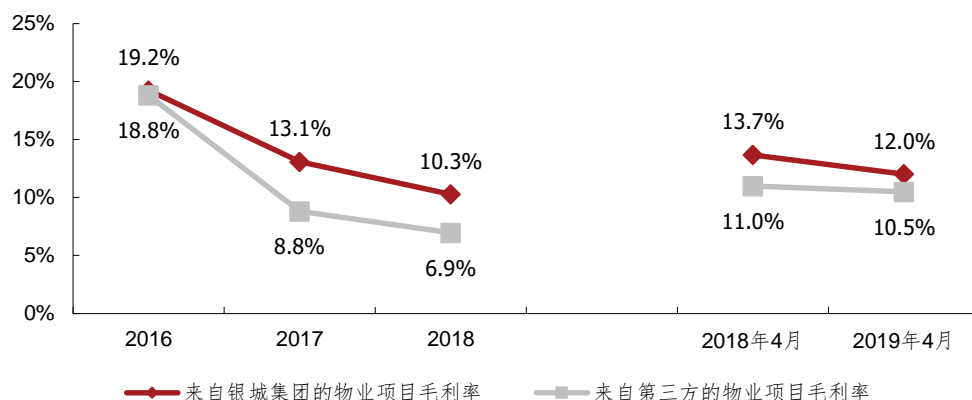


数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院 注：银城生活服务为截至 2019 年 4 月底的数据



从毛利率来看，来自银城集团的项目要高于第三方物业。2018 年，来自银城集团的物业项目毛利率为 10.3%，而来自第三方物业的项目毛利率仅为 6.9%。这主要是因为公司外接的第三方项目在初期为了打造品牌、改善服务质量，通常要投入较高成本。2018 年第三方项目在管面积同比增长 64.3%，大量新增外接项目需要改造因而拉低了当年的第三方物业的毛利率。

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



数据来源：公司公告

### 2.3. 按物业类型划分

根据物业类型的不同，我们将银城生活服务的在管项目分为住宅和非住宅两类。目前公司在管项目以住宅为主。2018 年在管面积中，住宅占比 84.7%；物业管理服务收入中，62.3%来自住宅。截至 2019 年 4 月底的在管面积中，住宅占比 79.9%；2019 年前 4 个月的物业管理服务收入中，60.0%来自住宅。

在住宅物业服务管理上，银城生活服务采用“服务网格化、业务模块化、模块专业化、管理数据化”的业务模式为业主提供优质服务。

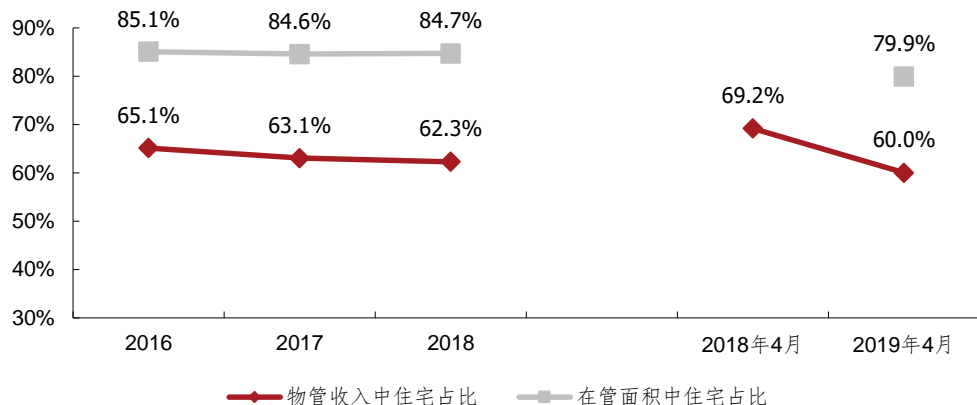
服务网格化指的是公司将管理的住宅物业的业主划分为不同的社区网格（每个网络大约 300 户家庭），每个网格分配一个生活顾问。生活顾问作为公司面向业主的主要联系人，会及时处理所管理的社区网格内业主的要求及投诉，协调各项资源解决各种问题。

业务模块化和模块专业化指的是公司根据物业管理的各项业务进行模块化划分，由专业的公司提供对应的专项业务，确保公司提供的服务达到统一的高标准。诸如，银城科技负责电梯和自动扶梯及机械车位的维修及保养，南京先禾负责进行园林施工和绿化养护，银城健身提供健身相关服务等。

银城生活服务的专项服务已经初具市场竞争力，形成了对外输出 ToB 物管专项服务的能力。以其电梯维保业务为例，截至 2018 年底，南京市共有 168 家电梯维保单位，其中五星级单位 7 家，四星级单位 9 家。银城科技为南京市四星级电梯维保单

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，银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

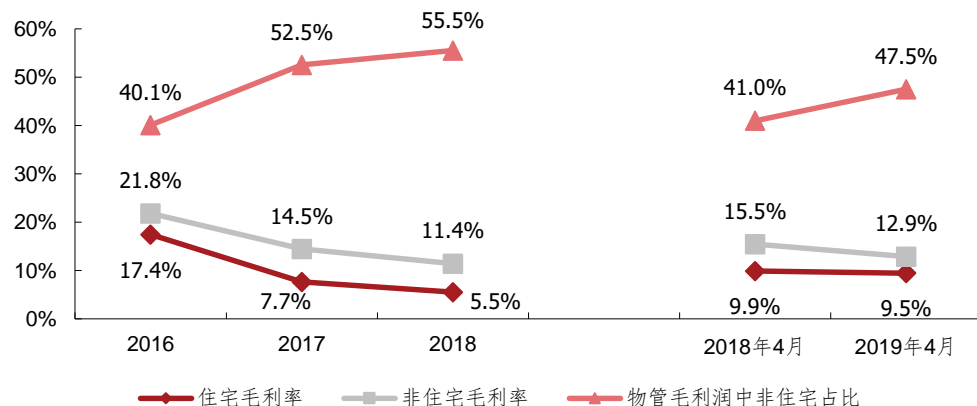


数据来源：公司公告

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%。

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. 按收费模式划分

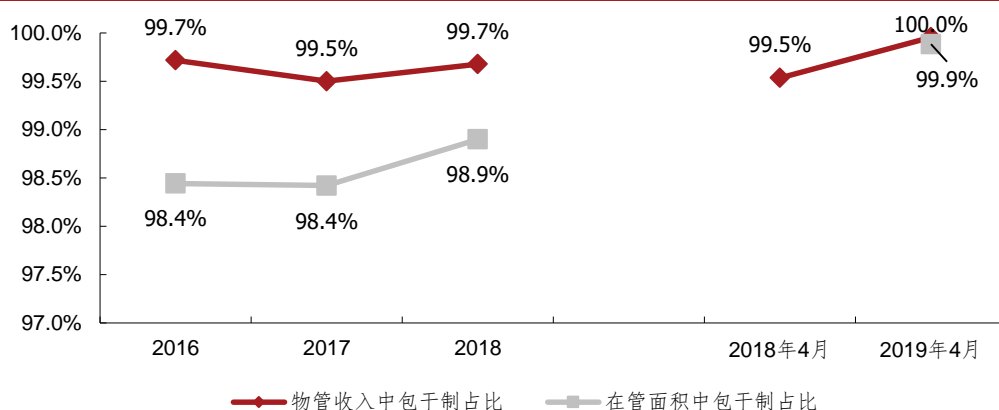
按照物业项目收费模式划分，我们将银城生活服务管理的物业项目分为包干制和酬金制两类。

在包干制收费模式下，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入，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。

在酬金制收费模式下，物业服务提供商收取固定酬金金额作为收入（银城生活服务一般收取物业管理预估成本的 8%-15%），其他物业管理所涉及的一切成本及开支皆由业主承担，银城生活服务不再确认直接成本。

银城生活服务管理的物业项目以包干制为主。2018 年在管面积中包干制占比为 98.9%，物业管理服务收入中 99.7% 来自包干制。截至 2019 年 4 月底，在管面积中包干制占比为 99.9%。

图 14：2016-19 年 4 月物管收入和在管面积中包干制的占比



数据来源：公司公告

## 3. 生活社区增值服务

生活社区增值服务主要是公司为了满足业主和住户的日常需要提供的一些增值服务，主要包括共用空间增值服务、健身服务和生活社区便利服务三类。

共用空间增值服务主要指对共用空间进行广告出租，公司收取租金的 30%~50%，剩下的收益交由业委会或返还业主。该块业务是增值服务的主要收入来源，2018 年共用空间增值服务收入达 6,552 万元，占当年生活社区增值服务收入的 65.5%。2019 年前 4 个月，共用空间增值服务收入达 2,052 万元，占当期增值服务收入的 68.0%。

健身服务主要指公司为业主提供健身房及私人教练服务。截至 2019 年 4 月，公司经营了 5 间健身中心，均在南京，其中 2 间为健身会馆，3 间为 24 小时健身房。该项业务的主要收入来源是健身会员的会员费，以及私教课程的教练费。2018 年

健身服务收入达 2,183 万元，占当年生活社区增值服务收入的 21.8%。2019 年前 4 个月，健身服务收入为 671 万元，占当期增值服务收入的 22.2%。

生活社区便利服务涵盖的业务范围广泛，包括废物管理服务、家居生活服务、电动车充电服务、快递及储存服务、洗衣及洗车服务、销售农产品服务、员工食堂餐饮服务。公司向业主收取废物管理费及对废物较多的家庭收取额外的费用，当提供了更换灯泡、下水道清洗等家居生活服务后向客户收取服务费。此外，公司还曾提供过设计及建筑装饰服务，2018 年取得 87 万元收入，但因之前尚未取得相关资质，故于 2019 年 6 月停止该项业务。2020 年公司重启了该部分业务，2020 年 1 月 16 日，公司与银城建设一起成立从事家庭装修业务的合营公司。银城生活服务占合营公司 51% 股权。预计 2020 年该项业务会贡献一部分收入。2018 年生活社区便利服务收入达 1,268 万元，占当年生活社区增值服务收入的 12.7%。2019 年前四个月生活社区便利服务收入达 296 万元，占当期增值服务收入的 9.8%。

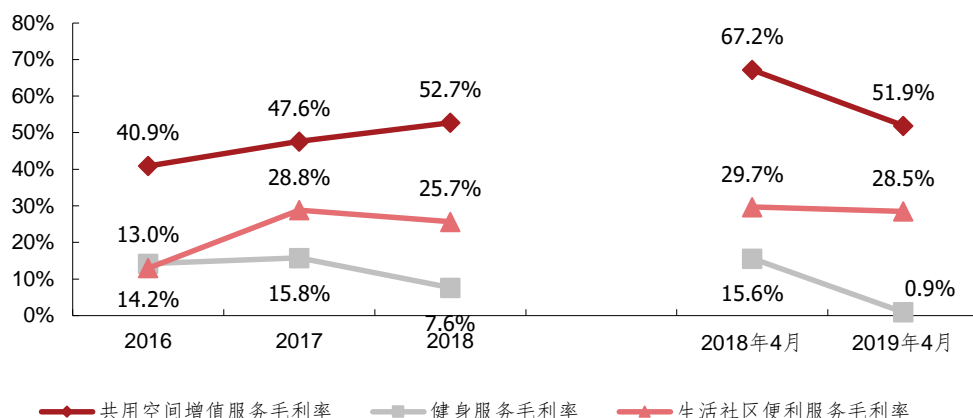
表 5：2016-19 年 4 月增值服务收入拆分

	2016	2017	2018	2018 年前 4 个月	2019 年前 4 月
<b>生活社区增值服务收入拆分</b>					
<b>(m Rmb)</b>					
共用空间增值服务	33.94	47.02	65.52	12.14	20.52
健身服务	19.33	19.29	21.83	5.10	6.71
生活社区便利服务	5.15	6.85	12.68	2.34	2.96
合计	58.42	73.16	100.03	19.58	30.19
<b>生活社区增值服务收入占比</b>					
共用空间增值服务	58.1%	64.3%	65.5%	62.0%	68.0%
健身服务	33.1%	26.4%	21.8%	26.1%	22.2%
生活社区便利服务	8.8%	9.4%	12.7%	12.0%	9.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告

从毛利率来看，共用空间增值服务最高，其次是生活社区便利服务，健身服务最低。2018 年三者的毛利率分别是 52.7%、25.7%、7.6%。2019 年前四个月，三者的毛利率分别为 51.9%、28.5%、0.9%。

图 15: 2016-19 年 4 月生活社区增值服务各业务线毛利率

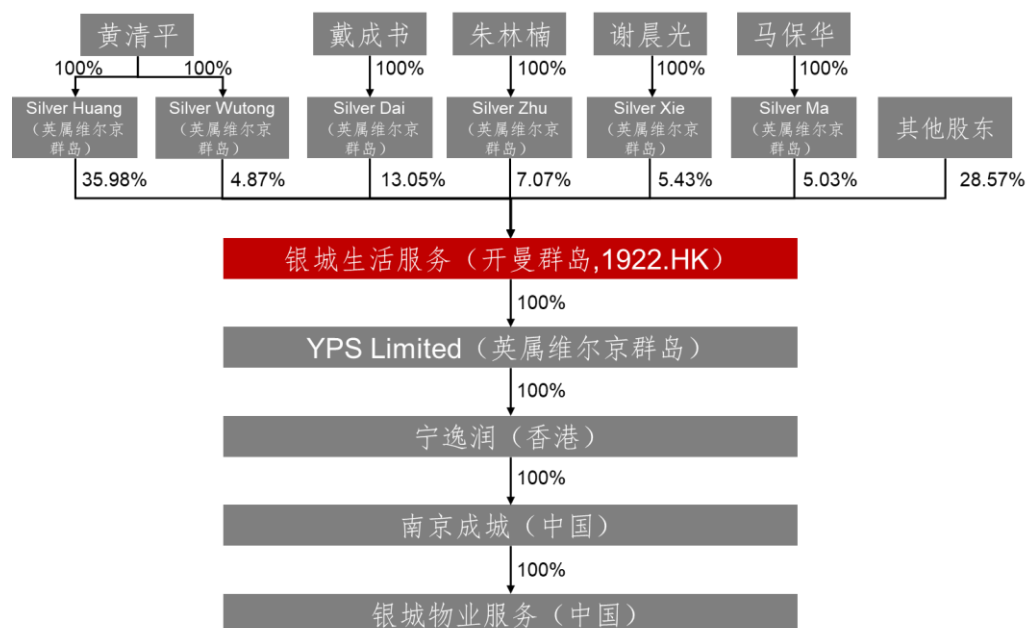


数据来源: 公司公告

## 4. 股东结构

截至 2020 年 2 月 12 日, 银城生活服务的第一大股东为黄清平先生, 合计持股 40.85%。黄先生也是银城国际的控股股东兼非执行董事。银城国际是一家专注于在长三角地区的房地产开发商, 于 2019 年 3 月在香港交易所主板上市, 股票代码为 1902.HK。2019 年银城国际连同其合营及联营公司的总合约销售额为 198.2 亿元, 总合约建筑面积为 112.9 万平方米。银城国际在 2019 年克而瑞销售排行榜中位列第 119 名。

图 16: 银城生活服务股权结构



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

## 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企业，包括物业管理公司，从事物业专业化服务的企业，提供生活社区增值服务互补产品及服务的企业。

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企业。

## 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底的，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。

## 财务分析

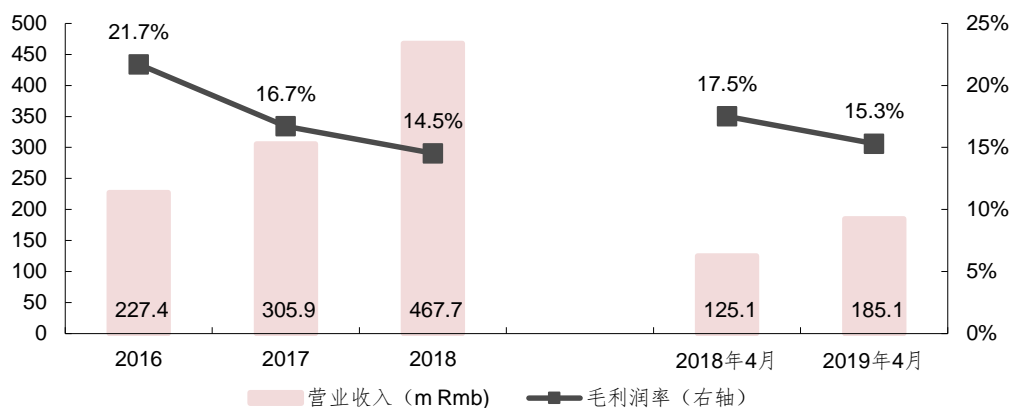
银城生活服务 2018 年营收达 4.7 亿元，同比增长 52.9%，相较 2016 年复合增速为 43.4%。同期归母净利润以 7.7% 的 CAGR 增长到 2,733 万元。2019 年前 4 月，公司营收达到 1.9 亿元，同比增速 47.9%。我们预测公司 2018 年至 2021 年将以 42.6% 的 CAGR 增长其收入，同时将投入 1 亿元用于投资与收并购。即使公司持续投入收并购，我们预计公司未来还是有足够的净现金，2021 年公司账面的净现金将达到 2.93 亿元。

## 1. 2016 年-2019 年 4 月财务分析

银城生活服务 2018 年营收达 4.7 亿元，同比增长 52.9%，相较 2016 年复合增速为 43.4%。营收的高增长主要是由物业管理服务收入增长推动的。2018 年物业管理服务板块的收入同比增速达 58.0%。2019 年 4 月，公司营收达 1.9 亿元，同比增速 47.9%。主要得益于生活社区增值服务的大幅增长。2019 年 4 月生活社区增值服务相较 2018 年同期增长了 54.2%。

公司 2018 年毛利率 14.5%，相较 2017 年下降了 2.2 个百分点，主要是因为新承接的第三方物业项目前期投入较大，拉低了当期毛利率。2019 年 4 月，公司毛利率达 15.3%，相较 2018 年同期下降 2.2 个百分点。

图 17：2016-19 年 4 月营收及毛利率



数据来源：公司公告

公司 2018 年归母净利润为 2,733 万元，2016-18 年 CAGR 为 7.7%。2018 年归母净利润率为 5.8%，相较 2017 年下滑 0.9 个百分点。归母净利润率下滑小于毛利率主要是因为公司管理效率有所提高，2018 年管理及销售费用占营收的比重为 7.2%，相较 2017 年的比重 9.3% 有所下降。2019 年前 4 个月，公司归母净利润为 1,010 万元，相较 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%
净利息支出/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

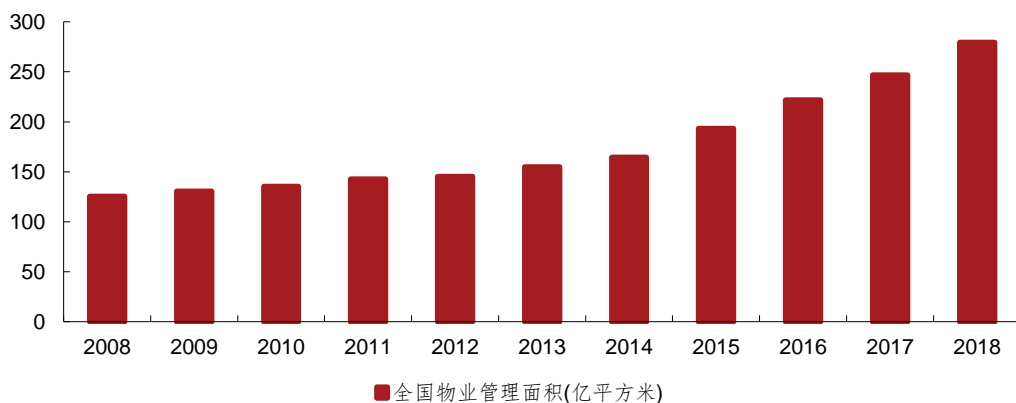
## 物管行业概览

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

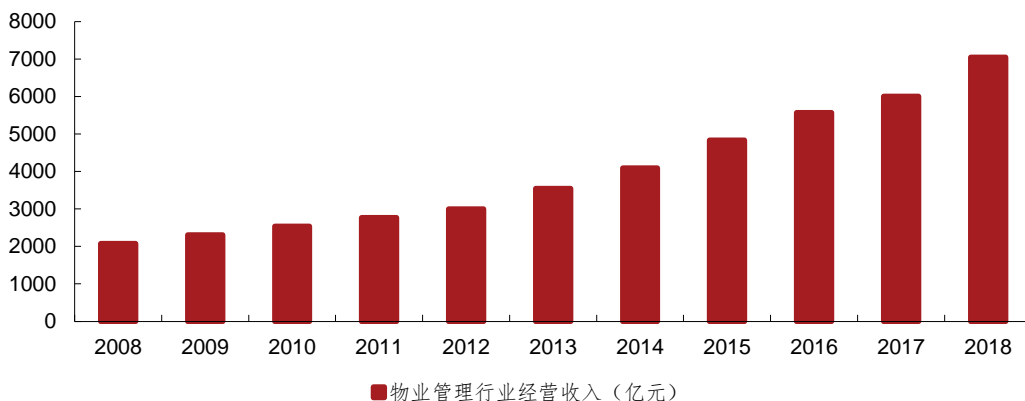
根据中国物业管理协会发布的数据，2018 年全国物业管理面积达 279.3 亿平方米，同比增长 13.2%。2018 年物业管理行业经营收入达 7,043.6 亿元，同比增长 17.25%。根据中国物业管理协会预测，到 2023 年我国物业管理总面积将达到 376.70 亿平方米，每平方米每月物业管理费将达到 4.85 元，物业管理收入规模将超过 2 万亿。

图 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

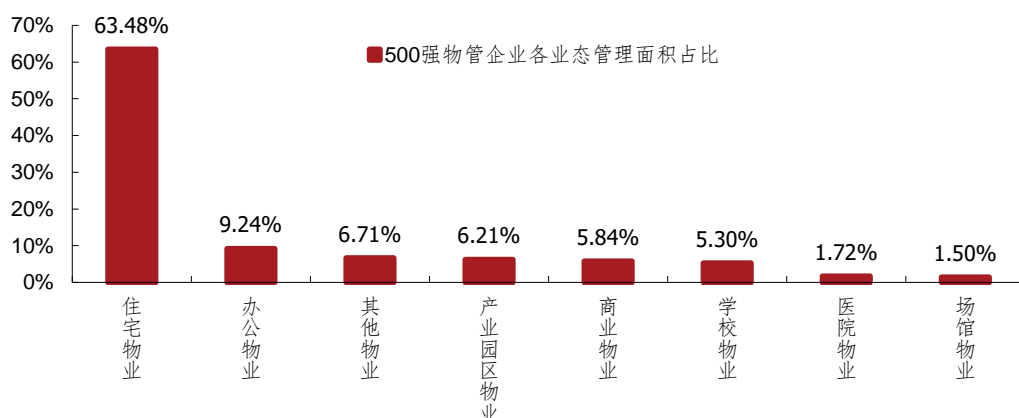


数据来源：中国物业管理协会

## 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%



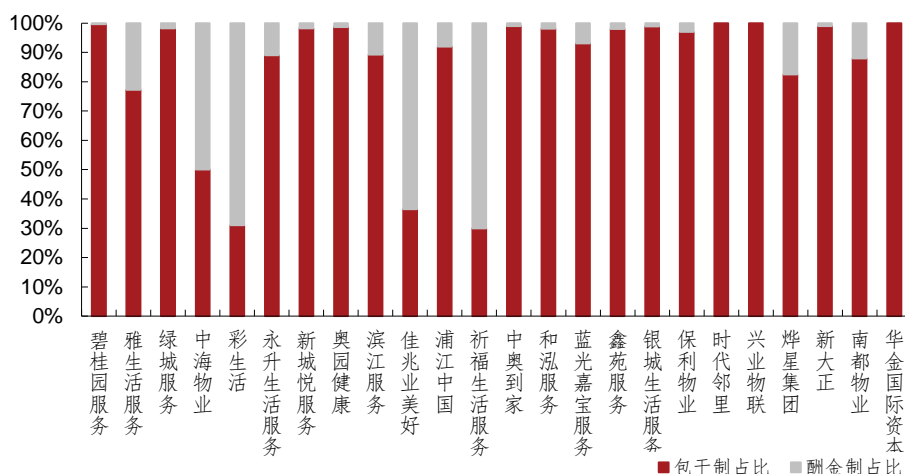
数据来源：中国物业管理协会

## 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。



图 21：上市物管公司在管面积多数以包干制为主



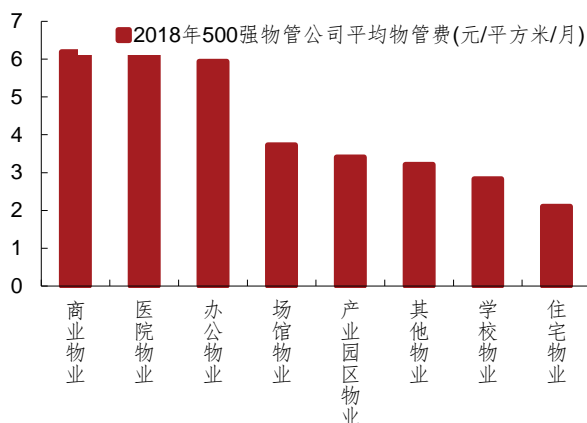
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

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. 商业物业和医院物业的平均物管费较高

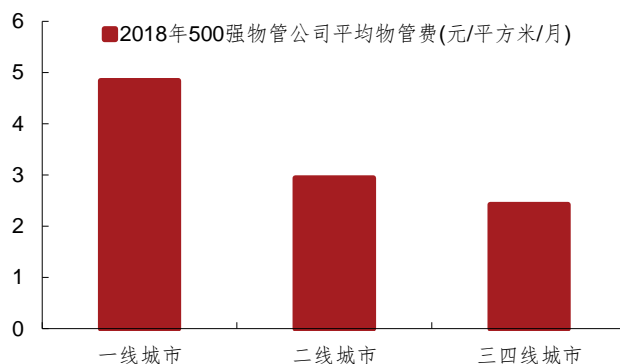
根据中国物业管理协会发布的数据，500 强物管企业不同业态的平均物管费中，商业和医院的较高，均为 6.19 元/平方米/月。最低的是住宅物业，为 2.10 元/平方米/月。从不同城市等级来看，2018 年一线城市的平均物管费最高，达 4.84 元/平方米/月，约是三四线城市平均物管费的 2 倍。

图 22：商业物业和医院物业的平均物管费较高



数据来源：中国物业管理协会

图 23：一线城市的平均物管费约是三四线城市的 2 倍

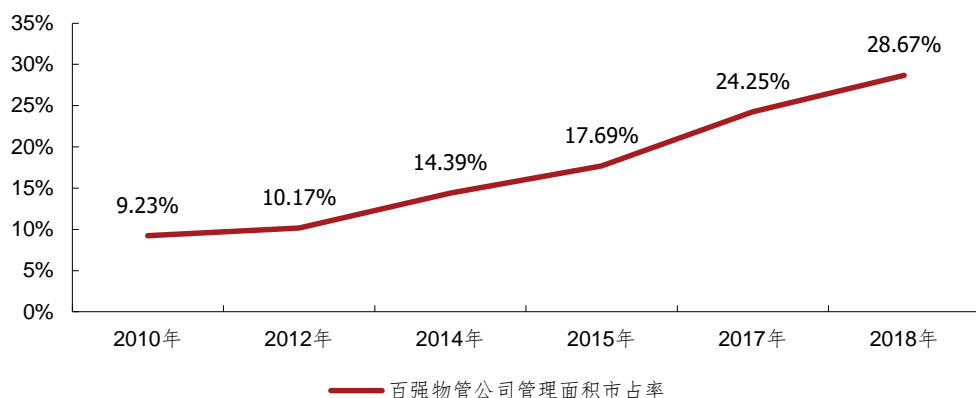


数据来源：中国物业管理协会

## 5. 百强物管企业管理面积集中度提升

近年来百强物管公司管理面积集中度不断提升。受益于政策的支持、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 年百强物管企业管理面积合计约 80.08 亿平方米，市场份额占比为 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

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

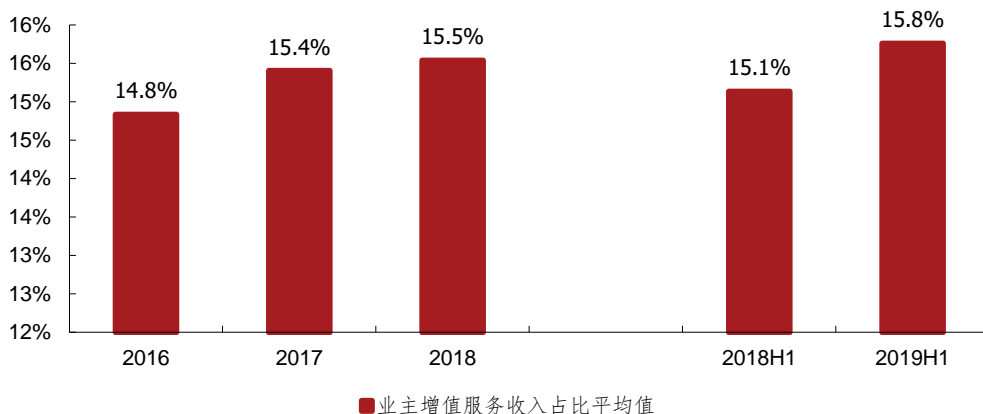
数据来源：IT 桔子，克而瑞证券研究院

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。

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



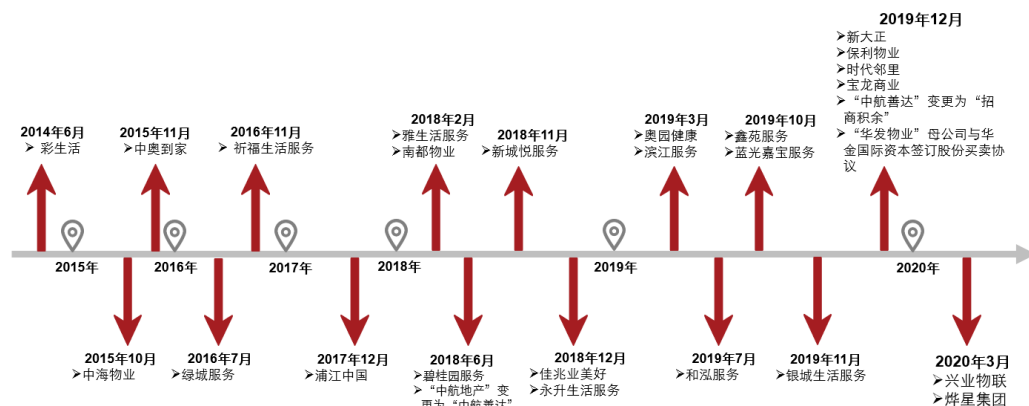
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

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 年以来物管行业备受资本关注

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内地物管公司。经统计，目前已有 26 家内地物管公司上市，其中 A 股 3 家，港股 23 家。当前物业公司的上市氛围依然火热，包括建业新生活、正荣服务、宋都服务在内的多家物业公司都已经向港交所递交了招股书。

图 27：物管公司上市时间表

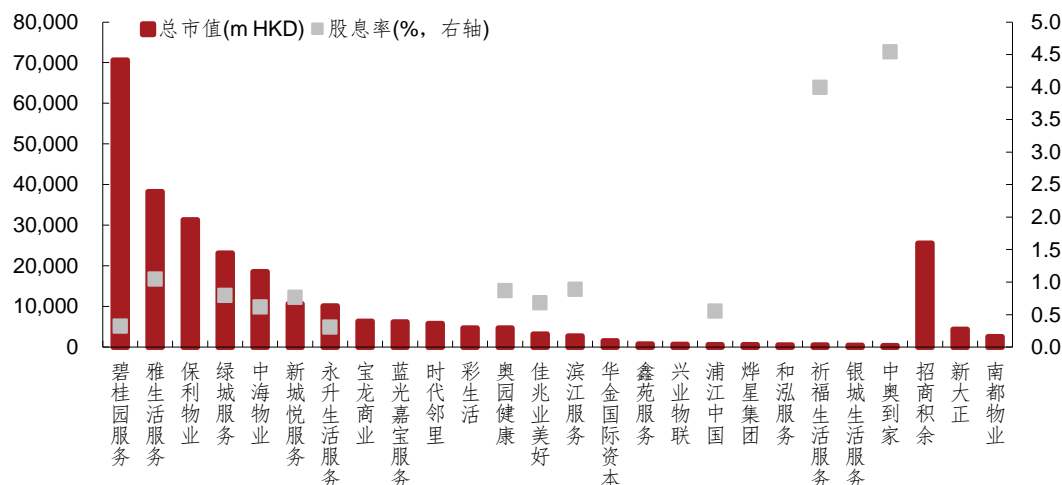


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

## 8. 上市公司数据透视

### 8.1. 市场表现相关数据

图 28：上市物管公司市值和 2018 股息率



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院  
注：股价皆采用 2020 年 3 月 13 日的收盘价，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

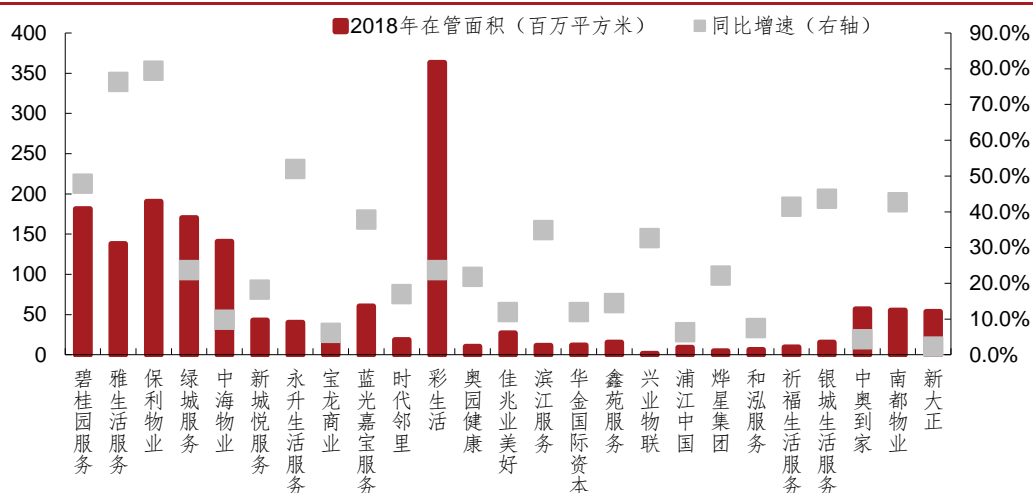
股票代码	公司简称	1M 涨跌幅 (%)	3M 涨跌幅 (%)	6M 涨跌幅 (%)	12M 涨跌幅 (%)
6098.HK	碧桂园服务	-3.3	14.3	28.1	132.8
3319.HK	雅生活服务	-4.8	22.6	95.2	172.7
6049.HK	保利物业	2.2	-	-	-
2869.HK	绿城服务	-7.3	20.3	22.2	38.3
2669.HK	中海物业	11.1	31.5	54.6	123.3
1755.HK	新城悦服务	-9.7	35.0	125.2	131.2
1995.HK	永升生活服务	0.9	57.8	84.7	182.4
9909.HK	宝龙商业	7.4	-	-	-
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



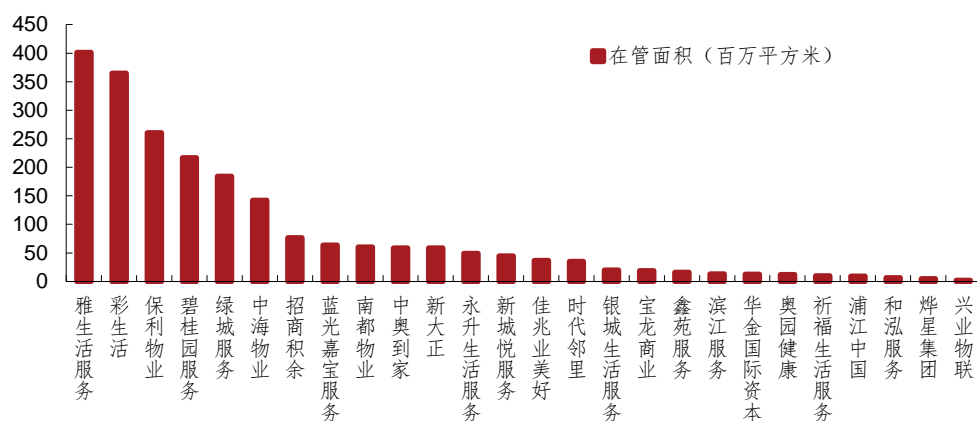
## 8.2. 业务及财务相关数据

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

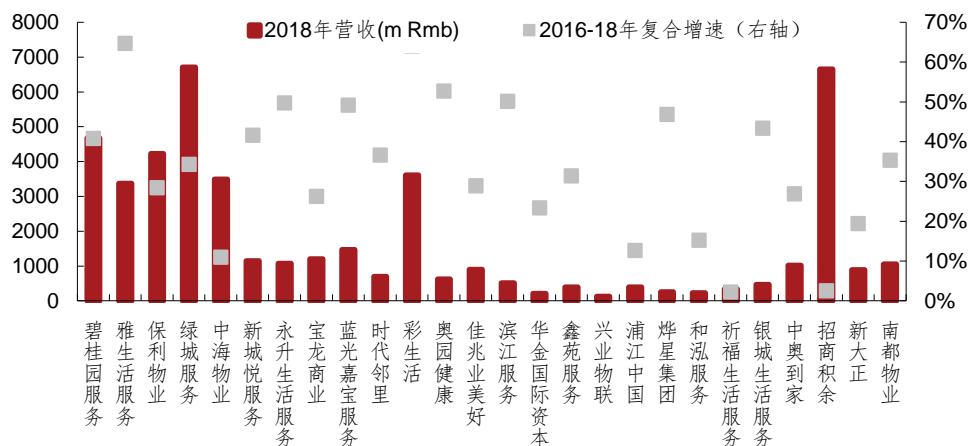
图 30：上市物管公司当前在管面积示意图



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

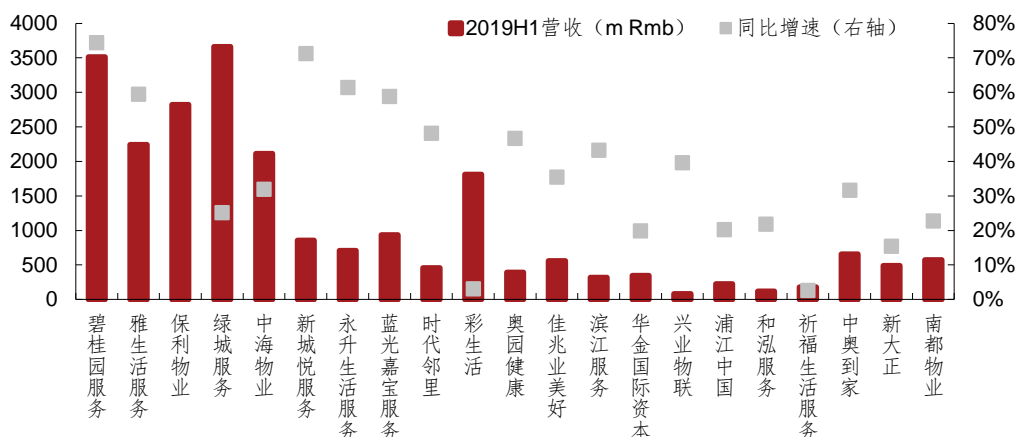
注：1) 本图所示在管面积在 2019H1 基础上，考虑了 2019 年下半年的并购；2) 鑫苑服务和银城生活服务分别为截至 2019 年 3 月底、2019 年 4 月底的数据，烨星集团为截至 2019 年 8 月底的数据，其余公司皆为截至 2019 年 6 月底的数据

图 31: 上市物管公司 2018 年营收及 2016-18 年复合增长率



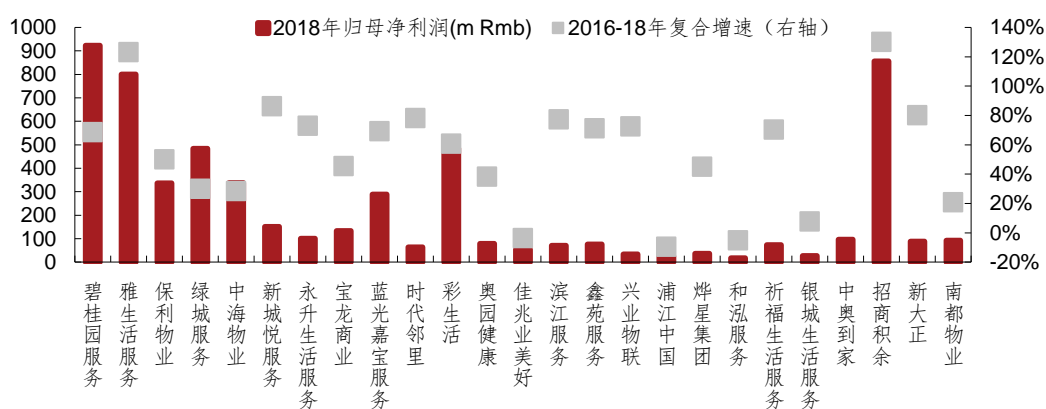
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 32: 上市物管公司 2019H1 营收及同比增速



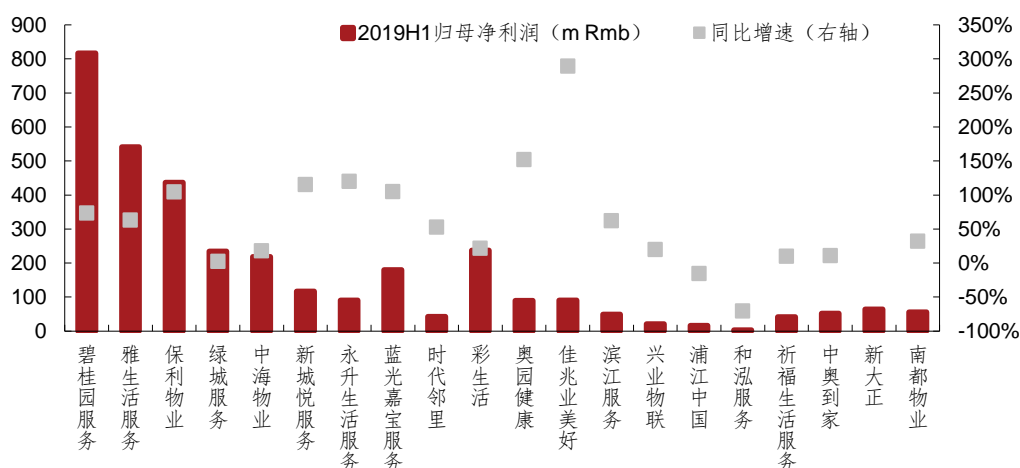
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 33: 上市物管公司 2018 年归母净利润及 2016-18 年复合增速



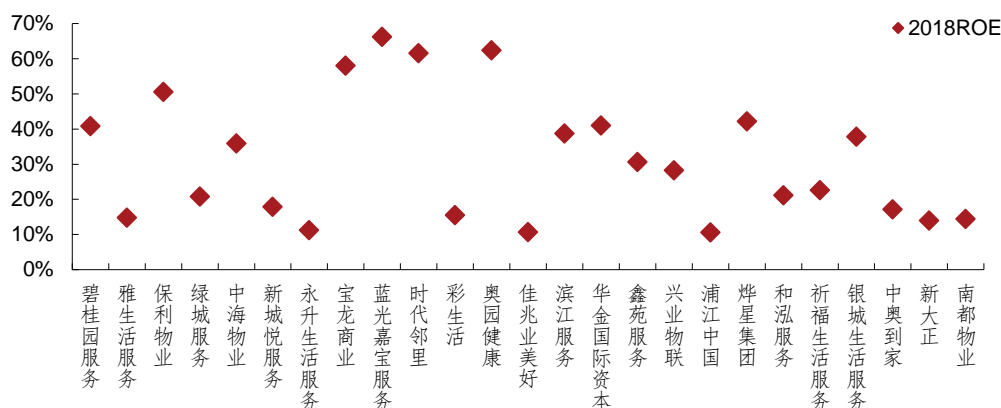
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 34: 上市物管公司 2019H1 归母净利润及同比增速



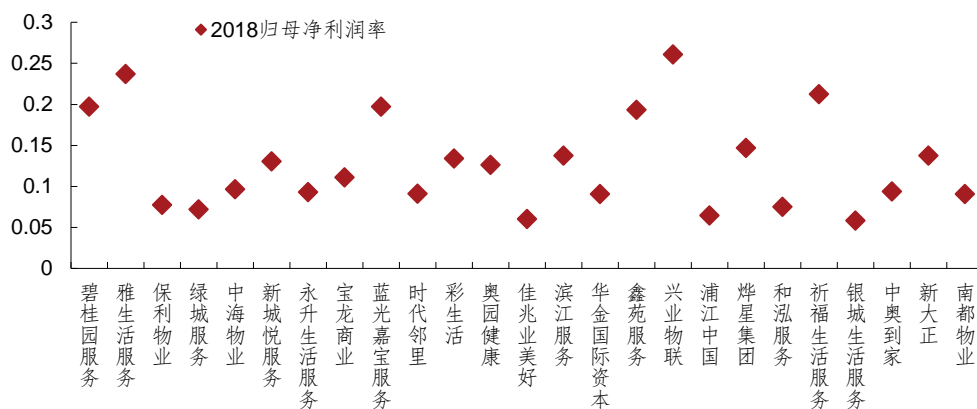
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 35: 上市物管公司 2018 年 ROE



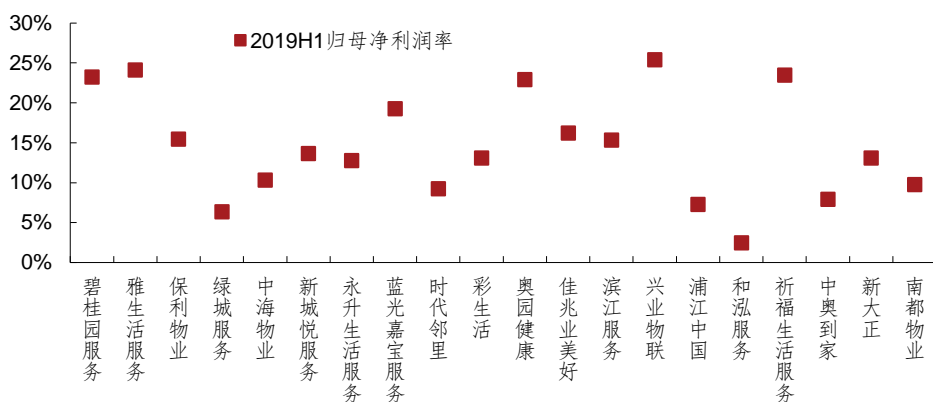
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 36: 上市物管公司 2018 年归母净利润率



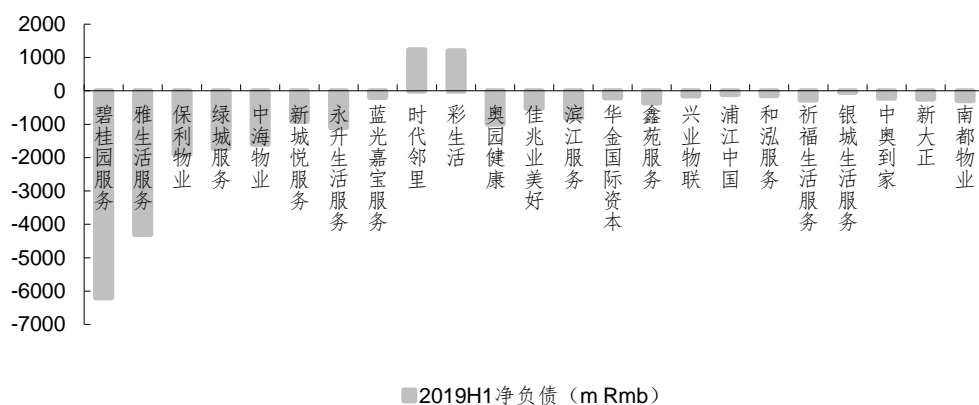
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 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

图 38: 上市物管公司 2019H1 净负债



■ 2019H1 净负债 (m Rmb)

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

## 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(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(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。