

永升生活服務 (1995 HK)

在管規模四輪驅動，邁向生活服務供應商
香港 | 物業管理行業 | 首次覆蓋

24 February 2021

投資概要

永升生活服務的前身永升物業成立於 2002 年，自 2003 起開始為旭輝控股集團所開發的物業提供物業管理服務，主要集中於北京和上海，並持續深耕東部區域。在 2013 年起，公司開始管理由第三方物業開發商開發的物業，截至 2016 年底，公司的在管總建築面積已超過一千萬平方米，物業管理項目總數逾百個。在行業中屬於較早開始進行外拓的公司。據中國指數研究院發佈的《2020 中國物業服務百強企業研究報告》中，公司在中國物業管理百強企業中排行 12。

收入持續高增，三大業務共同帶動

公司在 2019 年，永升生活服務營業收入錄得約人民幣 18.8 億元，同比增長約 74.5%。2015 年-2019 年期間 CAGR 達 54%。公司主要分為三大業務，1) 物業管理服務、2) 社區增值服務和 3) 非業主增值服務。在 2019 年，物業管理、社區增值服務及非業主增值服務分別錄得人民幣 10.7 億元、4.8 億元和 3.2 億元，佔公司收入的 56.98%，25.73% 和 17.29%。在疫情影響下，公司在物業管理、社區增值服務及非業主增值服務仍能維持高增長，分別與去年同期同比增加 83.7%，84.6% 和 117.1%，佔公司收入的 59.6%，19.4% 和 21.0%。

國內物管行業快速發展

近年來，國內的物業管理行業規模快速發展，據《2019 物業服務企業發展指數測評報告》中的數據指出，截至 2018 年底，全國物業管理行業管理面積約 279.30 億平方米，相比 2013 年的 154.90 億增長逾 80.31%，年複合增長率為 12.5%。當中主要集中在廣東省、江蘇省和浙江省，合計佔全國物業管理規模約 26.0%。中國物業管理協會預測中國物業管理總面積將在 2023 年達到 376.7 億平方米，較 2018 年底增加近 100 億平方米。

公司增值服務表現領先行業

物業管理公司近年來自增值服務的收入按年上升，有別於基礎物管服務的靠成本控制來獲取盈利，增值服務盈利能力更著重於服務的質量，在未來亦有較大的提升空間，為物管公司的第二道增長動力。永升在社區增值服務上的發展位居行業的前列，來自社區增值服務的毛利貢獻更是在 2019 年超越基礎物管服務，逐步成為居家生活服務商。

增值服務發展專門化

在產品端上，公司將專業業務獨立 BU 化，目前永升旗下有六個增值服務品牌類目包括旭惠園、旭惠美家、鄰聚游、租售中心、房修業務和生活美居業務，由專業團隊負責研發產品，並研究如何精準觸達業主。而在商家端上，公司採用養商計劃，一方面與大牌合作，共同賦能，另一方面亦與屬地化的小商家分作，一個城市單類目的供應商不會超過 2 個，以形成養商計劃。而在客戶端方面，著重於培養業主的習慣的，通過時間或者場景化的銷售策略，提高業主對公司增值服務的粘性，形成用戶端的路徑依賴和心智循環。

估值與投資建議

我們認為公司現時除了基礎物業服務等具備訂閱屬性的業務外，在社區增值服務的發展實踐亦屬行業中最佳。未來隨著行業整合，來自物業管理服務的收入增長將放緩，增值服務將成為公司增長的第二梯隊，公司藉著優質的標準化服務建立品牌口碑，加上社區增值服務持續拓展，進一步朝向生活服務商發展，我們認為以 PEG 估值方法更能有效地反映出的價值。物業管理行業平均的 PEG 為 0.98，考慮到公司較其他同業更具消費屬性，給予公司 2021 年 1.1x PEG，給予目標價 24.38 港元，對應 2021 年和 2022 年 54.78x / 37.38x 預期市盈率，首次覆蓋給予增持評級。

增持 (首次)

現價 HKD 21.55
(現價截至 2 月 22 日)
目標價 HKD 24.38 (+13.1%)

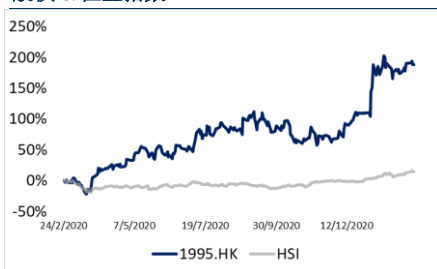
公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,670.4
市值 (港幣百萬元):	37,668
52 周 最高價/最低價 (港幣元):	26.05/21.50

主要股東 %

林中家族	26.34
旭輝控股 (集團) 有限公司	24.35
林峰	10.28

股價 & 恒生指數



Source: Wind, PSHK

財務資料

CNY mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	1,878	3,134	4,039	5,613
Net Profit	224	415	617	904
EPS, CNY cent	14.58	24.84	36.94	54.14
P/E, x	128.96	75.68	50.89	34.72
BVPS, CNY cent	67.91	172.81	202.30	245.36
P/BV, x	27.68	10.88	9.29	7.66
DPS (HKD cent)	4.79	9.94	14.78	21.66
Div. Yield (%)	0.21	0.44	0.65	0.96

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究員

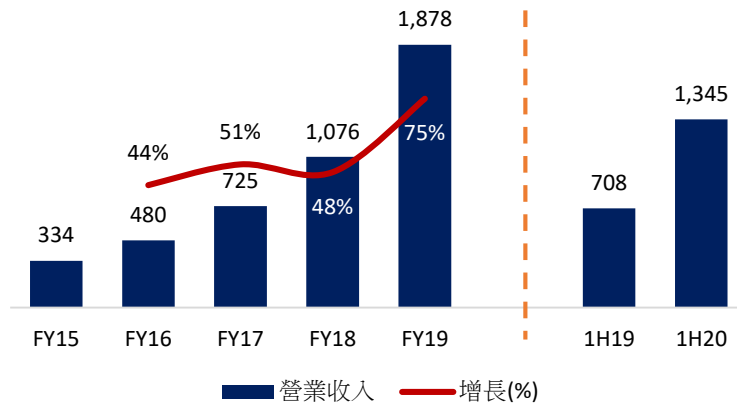
莊嘉城 (+ 852 2277 6515)

timothy.chong@phillip.com.hk

公司介紹

永升生活服務的前身永升物業成立於 2002 年，自 2003 起開始為旭輝控股集團所開發的物業提供物業管理服務，主要集中於北京和上海，並持續深耕東部區域。在 2013 年起，公司開始管理由第三方物業開發商開發的物業，截至 2016 年底，公司的在管總建築面積已超過一千萬平方米，物業管理項目總數逾百個。在行業中屬於較早開始進行外拓的公司。據中國指數研究院發佈的《2020 中國物業服務百強企業研究報告》中，公司在中國物業管理百強企業中排行 12。

圖一：公司過往五年的收入（百萬人民幣）



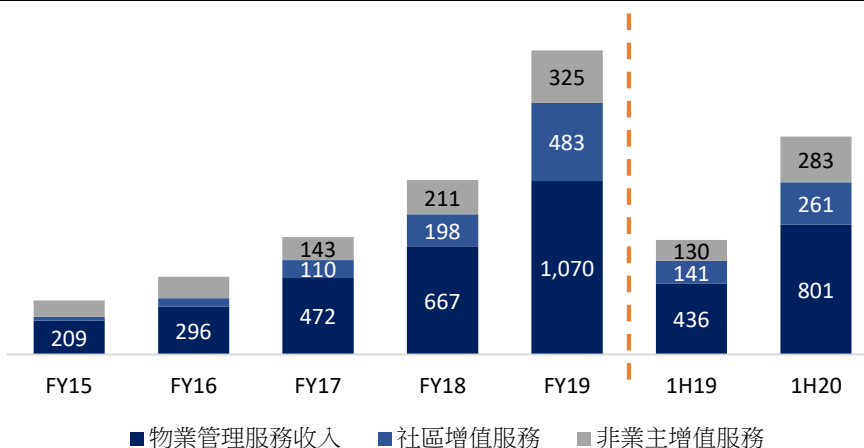
來源：公司報告，PSHK

除了傳統的物業管理服務，公司積極拓展增值服務，分別在 2010 年和 2013 起，開始提供非業主增值服務和社區增值服務。於 2017 年 4 月至 2018 年 3 月期間，曾於全國中小企業股份轉讓系統上市，在 2018 年 12 月在香港交易所主板上市，股票代碼 1995.HK。

經營情況

公司在 2019 年，永升生活服務營業收入錄得約人民幣 18.8 億元，同比增長約 74.5%。2015 年-2019 年期間 CAGR 達 54%。公司主要分為三大業務，1) 物業管理服務、2) 社區增值服務和 3) 非業主增值服務。在 2019 年，物業管理、社區增值服務及非業主增值服務分別錄得人民幣 10.7 億元、4.8 億元和 3.2 億元，佔公司收入的 56.98%，25.73%和 17.29%。2020 年上半年，在疫情影響下，公司在物業管理、社區增值服務及非業主增值服務仍能維持高增長，分別與去年同期同比增加 83.7%，84.6%和 117.1%，佔公司收入的 59.6%，19.4%和 21.0%。

圖二：公司過往五年的收入(百萬人民幣) (按業務種類區分)

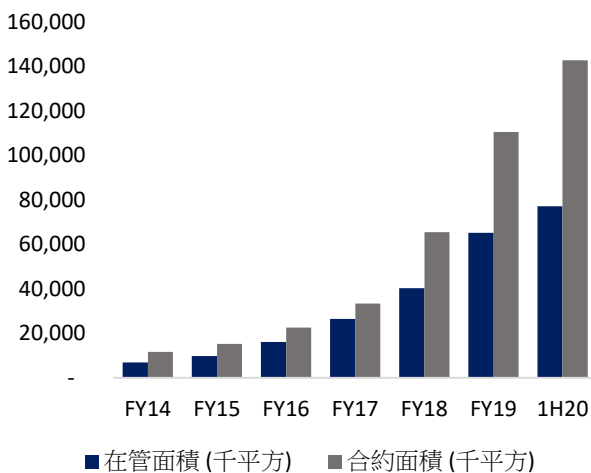


來源：公司報告，PSHK

物業管理服務方面，公司主要向物業開發商、業主及住戶提供物業管理服務，包括清潔、安保、園藝及維修及保養服務。管理的物業組合包括住宅及非住宅物業，非住宅物業包括辦公大樓、商場、展覽中心及工業園區等。於 2020 年 6 月 30 日，公司的合約建築面積約為 142.8 百萬平方米，合約項目數量 788 個，環比增長分別約 29.2%及 29.4%。而在管建築面積則達到了約 77.2 百萬平方米，在管面積數量為 497 個，環比增長分別為 18.5%和 23.3%。

從地區分佈上而言，公司在管項目主要集中在以長三角為中心的東部地區，佔公司合約面積中的 66.3%，而次高佔比的則為中部區域，佔比約為 13.5%。透過持續深耕布局，提升規模效應，亦為提高增值服務訂單密度作布局。

圖三：公司合約面積及在管面積（千平方）



來源：公司報告，PSHK

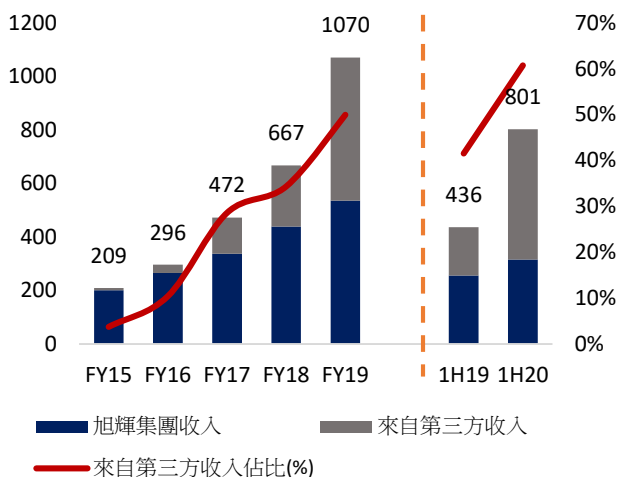
圖四：2020 年上半年公司在管面積地區分佈



來源：公司報告，PSHK

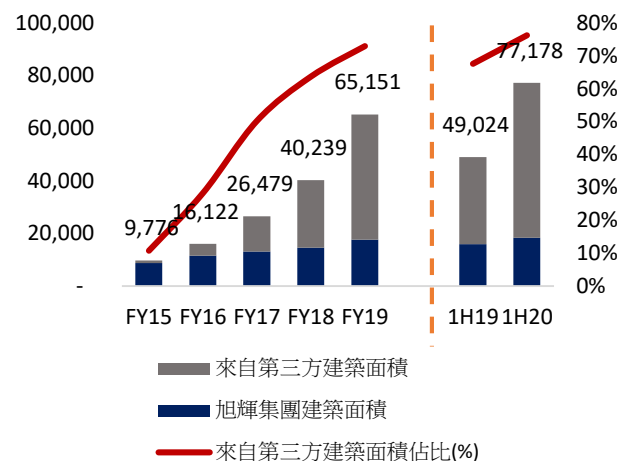
從收入來源方面，公司來自第三方的在管面積不斷增加，在 2020 年上半年，公司來自第三方的新增在管面積環比增加 1,131 萬平方，達 5,877 萬平方，佔總在管面積的 76.1%。公司的關聯交易佔比低，外拓能力強勁，公司來自旭輝控股集團直接獲得的營業收入於 2019 年/2020 上半年分別為人民幣 2.55/3.15 億元，佔比分別為 58.5%/39.3%。而公司的定價能力亦不斷提升，來源第三方項目的平均物業費持續提升，從而帶動公司綜合平均物業費單價提升。

圖五：基礎物業管理服務收入(按收入來源計算)(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

圖六：公司在管面積(按來源計算)（千平方米）

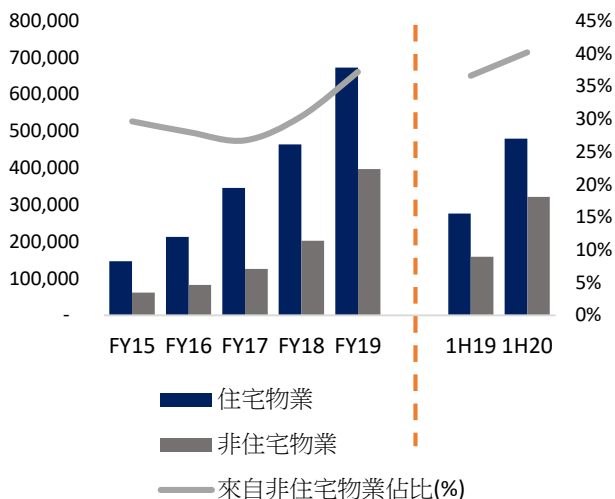


來源：公司報告，PSHK

公司在管項目覆蓋不同業態

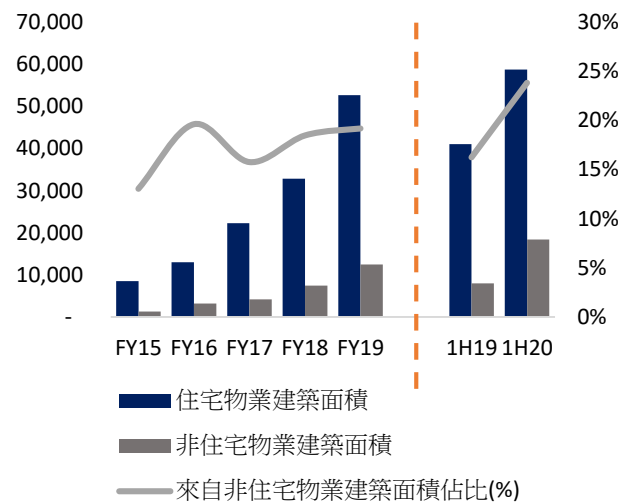
公司著重住宅及非住宅的多業態發展，在非住宅物業方面，公司在管項目包括辦公大樓、商場、工業園區、醫院等，於 2020 年 6 月 30 日，公司在管建築面積約 23.8% 屬於非住宅物業，公司來自非住宅業態的物業管理收入佔物業管收入的比例亦持續提升，在 2020 年上半年，非住宅業態的物業管理收入佔比為 40.1%，較 2015 年的 29.6% 提升 10.5 個百分點。

圖七：基礎物業管理服務收入(按業態計算)(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

圖八：公司在管面積(按業態計算) (千平方米)



來源：公司報告，PSHK

社區增值服務

公司的社區增值服務的主要對象為業主及住戶，服務包括 1) 家居生活服務、2) 停車站管理及租賃服務、3) 物業經紀服務及 4) 公用區域增值服務。

非業主增值服務

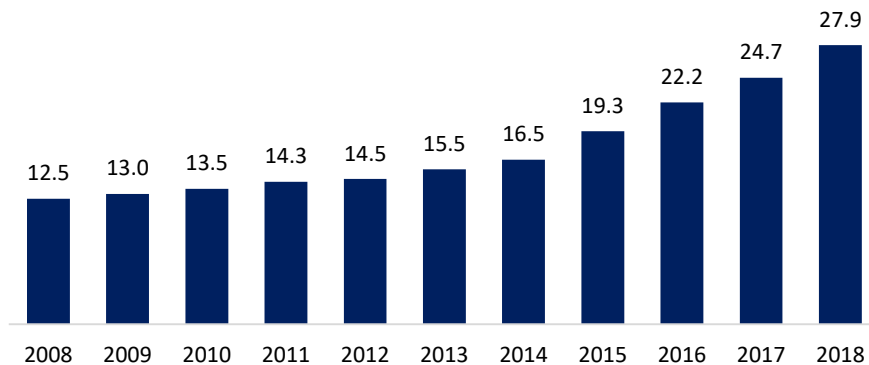
公司的非業主增值服務的對象主要為物業開發商，增值服務內容包括 1) 協銷服務、2) 額外專項定制服務，3) 房修服務，4) 交付前檢驗服務和 5) 前期規劃及設計諮詢服務。在 2019 年/2020 年上半年，公司來自非業主增值服務的營收佔比分別為 18.4%/21.0%，毛利佔比分別為 15.9%/14.7%，主要由於公司在非業主增值服務的毛利率較低，與行業平均水平相比亦屬較低水平。非業主增值服務的發展普遍與關聯開發商項目相關，增長的持續性和確定性較物業管理服務和社區增值服務差距明顯。近年公司的來自第三方地產開發商貢獻的非業主增值服務收入亦持續上升，自 2015-2019 年期間的年複合增長率高達 181%。

行業分析

國內物管行業快速發展

近年來，國內的物業管理行業規模快速發展，據《2019 物業服務企業發展指數測評報告》中的數據指出，截至 2018 年底，全國物業管理行業管理面積約 279.30 億平方米，相比 2013 年的 154.90 億增長逾 80.31%，年複合增長率為 12.5%。當中主要集中在廣東省、江蘇省和浙江省，合計佔全國物業管理規模約 26.0%。中國物業管理協會預測中國物業管理總面積將在 2023 年達到 376.7 億平方米，較 2018 年底增加近 100 億平方米。

圖九：全國物業管理行業管理面積（十億平方米）

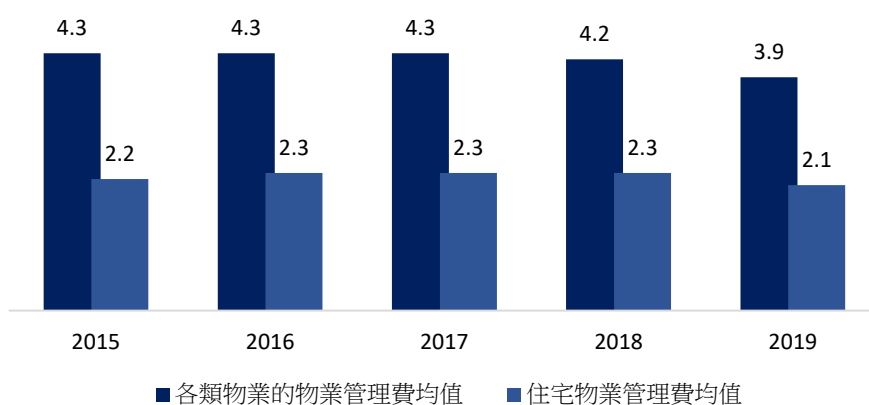


來源：《2019 物業服務企業發展指數測評報告》，PSHK

中國物業管理行業服務多樣化，包括住宅物業、商業物業、寫字樓、公共物業、產業園區、學校及醫院。當中以住宅物業佔比最大，據中指院數據顯示，2019年百強企業管理的住宅物業佔在管總建築面積的 73.9%。其次為辦公室業務和商業業務。

平均物業管理費用在過去 5 年呈現跌勢，主要由於中國物業服務百強企業開始進軍內地三線及四線城市，而該等城市的平均管理費較一線和二線城市低。根據中指院的資料，過去五年各類物業的物業管理費均值普遍約每月 4.2 人民幣/平方米，但在 2019 年下跌至每月 3.9 人民幣/平方米。同樣的趨勢亦出現在住宅物業管理費均值上。但同時中國物業服務百強企業近年通過內部增長和收併購提高公司收入，平均收入由 2015 年的 450.3 百萬人民幣增加至 2019 年的 817.0 百萬人民幣。複合年增長率為 16.1%。

圖十：物業管理費均值（人民幣/每平方米/月）

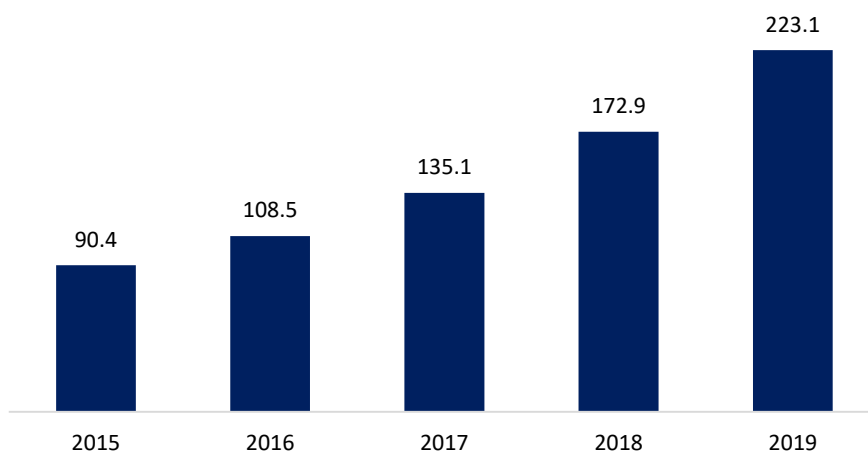


來源：中指院，PSHK

增值服務收入持續上升

除了傳統以物業管理費用為主要收入外，行業近年來自增值服務的收入亦按年上升，增值服務的範圍及內容亦不斷擴大。增值服務的具體類型主要專注於線下增值服務，例如家務、社區空間營運服務以及屋產銷售及出租協助服務等。據中指院數據顯示，物業服務百強企業的增值服務平均收入持續上升，由 2015 年的 90.4 百萬元人民幣上升至 2019 年的 223.1 百萬元人民幣。複合年增長率為 25.3%。

圖十一：物業服務百強企業的增值服務平均收入（百萬人民幣）

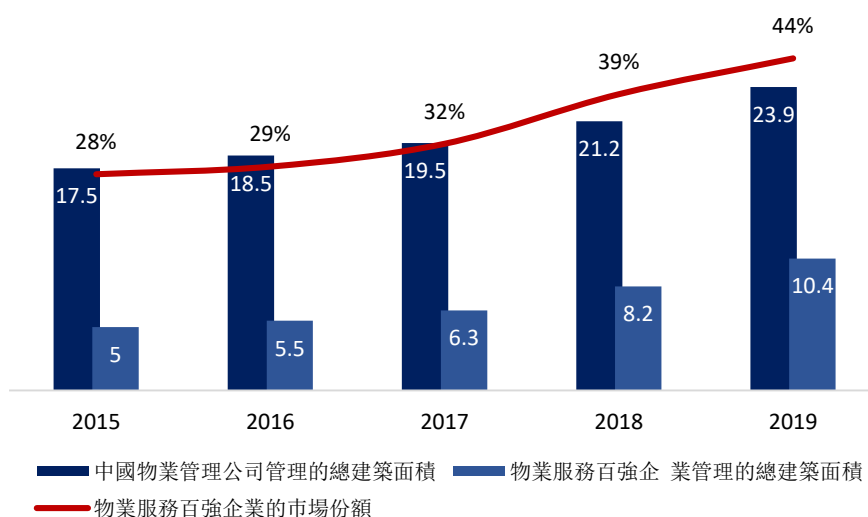


來源：中指院，PSHK

市場集中度提高

中國物業管理行業競爭激烈，過往市場由大大小小不同的物業管理公司所組成，根據克而瑞 (CRIC) 的數據，2018 年底，市場上有超過 127,000 間物管公司。為擴大在管建築面積以提高市場地位，大型公司分別透過內部增長及併購中小型物業管理公司兩種方法加速擴張。根據中指院數據，物業服務百強企業的市場份額於近年快速增長，由 2016 年的 28.4% 上升至 2019 年的 43.6%。為擴大融資渠道以提供財務資源用作併購使用，近年不小私營物管公司選擇到股票交易所上市。此外，越來越多發展商有意分拆旗下物業管理業務上市，以在資本市場釋放潛在價值。

圖十二：物業管理公司管理的總建築面積（十億平方米）



來源：中指院，PSHK

母子公司模式普遍

目前本港上市的內房物管公司數量逾 30 間，自 2014 年，內地房地產開發商花樣年子公司彩生活在港上市後，不少內地房地產發展商均分拆其下物管子公司。由於目前上市物管公司大都具有關聯開發商支持，因此業務以住宅物管為主。根據中指院的資料，2019 年物業服務百強企業近 8 成的物業管理服務收益來自於其聯屬房地產，平均六成在管建築面積由其聯屬房地產開發商開發。

圖十三：香港上市的物業管理公司及其關聯開發商

 2019/10/18 港股上市 母公司蓝光发展	 2019/12/30 港股上市 母公司宝龙地产	 2019/12/19 港股上市 母公司保利发展控股	 2019/10/10 港股上市 母公司银城国际控股
 2019/03/18 港股上市 母公司中国奥园	 2018/12/17 港股上市 母公司旭辉控股集团	 2018/12/06 港股上市 母公司佳兆业集团	 2018/11/06 港股上市 母公司新城控股
 2018/06/19 港股上市 母公司碧桂园集团	 2018/02/09 港股上市 母公司雅居乐集团	 2016/7/12 港股上市 母公司绿城中国	 2015/10/23 港股上市 母公司中国海外发展

來源：HKEX, PHSO

疫情為物管公司帶來機遇

自去年初中國爆發 COVID-19 以來，房地產市場發展放緩及房地產項目交付推遲，預計中國房地產市場短期內將持續受壓。在另一方面，疫情亦為物管公司帶來機遇。受疫情影響，不少業主對物管在產品及服務質素提出更高要求，不少品牌物管公司反應迅速，積極回應客戶就環境上的新需求，如更好的空氣流通和陽光照射，以提升客戶的滿意度及忠誠度，為未來提供提價空間。其次，政府亦推出不同政策支持物管公司，包括延長社保繳納期限、減稅、放寬融資限制、降低企業融資成本和增加政府補貼等。有助行業建立並改善有利有序的環境。

在 1 月份，住建部、發改委、銀保監會等十部委發佈《關於加強和改進住宅物業管理工作的通知》，內容包括將物管融入基層社會治理體系、提升物業管理服務水準、健全業主委員會治理結構、推動發展生活服務業、規範維修資金使用和管理、強化物業服務監督管理。

通知中的第十一項提及到完善物業服務價格形成機制。物業服務價格主要通過市場競爭形成，由業主與物業服務企業在物業服務合同中約定服務價格，可根據服務標準和物價指數等因素動態調整。在是次的通知下，明確提出完善物業服務市場化定價機制，亦釋除過往市場對提價限制的憂慮。在未來，基礎物業管理服務亦能透過價格調整的方式為優質的物管公司提供持續的盈利增長動力。

公司競爭優勢

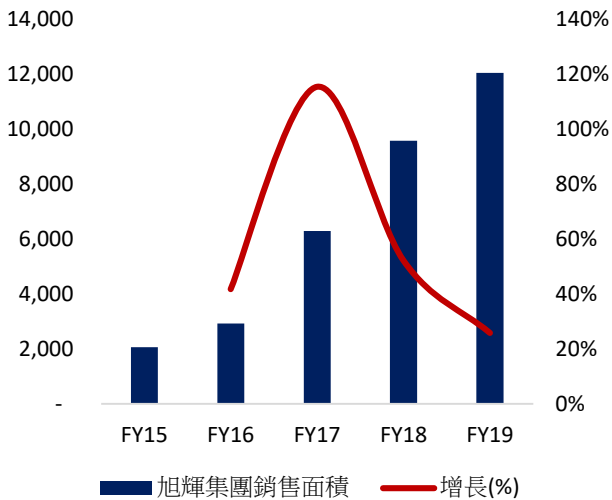
公司在管規模 4 輪驅動，持續高增

在業務擴展上，公司在策略上有具體的計劃，採用“四輪驅動”的方式去進行經營規模的高速增長，從而達到可持續的高增長。四輪驅動分別指 1) 第三方外拓所獲得的項目、2) 來自母公司旭輝控股集團開發的新項目、3) 與第三方建立合資公司取得的項目、4) 戰略性收購所獲得的項目。

有別於行業的持續透過收購跑馬圈地，公司透過其品質力、品牌力、渠道力和執行力擴大規模，主張市場化外拓為主要戰略，公司認為理想的業務增長結構為市場：母公司：合營公司：收購為 5:2:2:1，減少對母公司和收購的依賴。

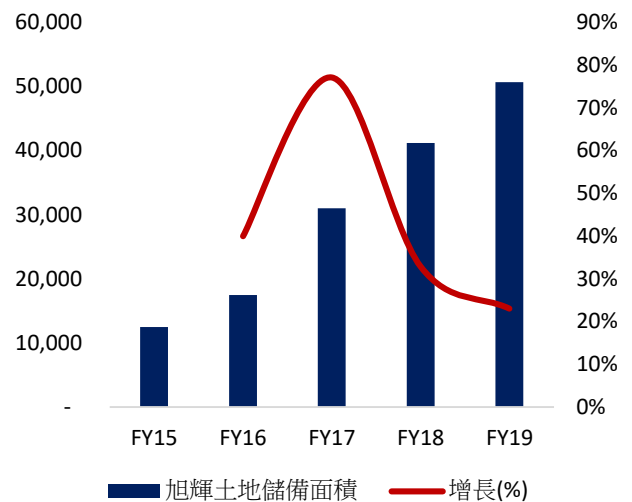
母公司旭輝集團近年銷售面積呈現高速增長，為公司的在管項目提供了持續的在管面積增長，旭輝集團銷售面積由 2015 年的 206 萬平方米上升到 2019 年的 1,204 萬平方米，CAGR 達 55.5%。截至 2020 年 6 月 30 日，旭輝集團的土儲面積為 5,270 萬平方米，未來預期可持續為永升提供穩定的項目交付。

圖十四：旭輝集團銷售面積(千平方米)



來源：公司報告，PSHK

圖十五：旭輝土地儲備面積(千平方米)



來源：公司報告，PSHK

在第三方外拓上，公司主要通過三種渠道取得新項目，第一是通過參加新開發項目的投標以獲得第三方物業開發商的一手項目管理權。第二是通過參與業主委員會對原物業管理服務商的更換而進行的招標。第三則是公司參與政府採購，以獲得公共項目如體育場館、軌道交通和辦公大廈等基建項目。招標中標率取決於公司的服務質量和口碑，公司持續進行地域深耕，與地方政府和合作方建立良好合作關係，提高中標率。

另一方面，公司與不同物業開發商達成戰略合作，當中包括區域龍頭開發商。透過成立合資公司進行規模擴張，由永升負責後續物業的服務項目。除此以外，公司亦與政府國企進行戰略合作，2019年起，公司開始踏足城市服務，與吉林高新通化達成戰略合作。之後在2020年再先後與內蒙古烏蘭察布市集寧區、江蘇宿遷市泗陽區、無錫惠山國投等達成戰略合作，在智慧城市建設、老舊小區改造及城市公建等方面持續拓展。

圖十六：公司在第三方外拓的合作夥伴



來源：公司報告，PSHK

從戰略併購方面，在行業的併購浪潮中，公司自上市以來完成四宗同業併購，收購標的分別為青島雅園、青島銀盛泰、香江物業和廣西彰泰。公司在收購上著重於公司業務補充，在選擇標的時亦著重於收購公司的質量。公司於去年年中亦以股權募資約15.8億港元。為之後的戰略併購作資本預備。

圖十七：公司過往的收併購

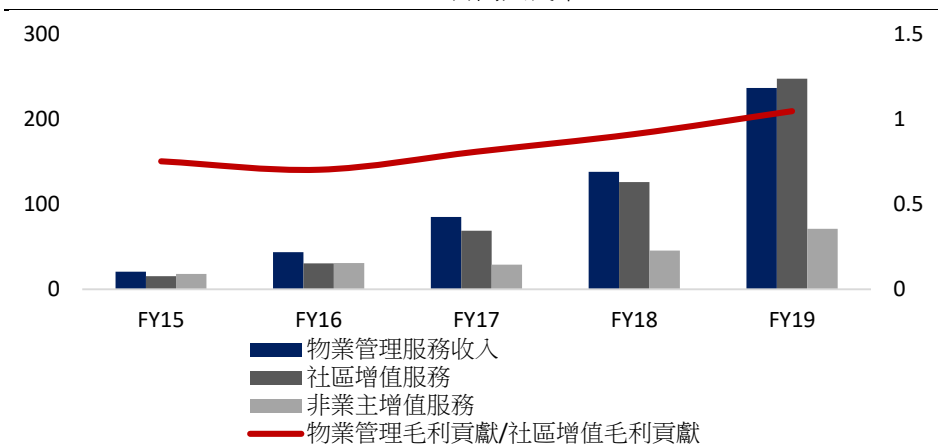
時間	收購對象	收購股權比例	交易對價（百萬）	管理業態
2019年6月	青島雅園	51%	462	商辦、高級公寓等
2020年2月	青島銀盛泰	50%	9	住宅及物業
2020年4月	香江物業	55%	465	政府部門、公共建築等
2021年1月	廣西彰泰	65%	434	住宅

來源：公司報告，PSHK

公司主張平台加生態，在社區增值服務上發展領先

如上文所述，物業管理公司近年來自增值服務的收入按年上升，有別於基礎物管服務的靠成本控制來獲取盈利，增值服務盈利能力更著重於服務的質量，在未來亦有較大的提升空間，為物管公司的第二道增長動力。永升在社區增值服務上的發展位居行業的前列，來自社區增值服務的毛利貢獻更是在 2019 年超越基礎物管服務，逐步成為居家生活服務商。

圖十八：公司各業務的毛利貢獻比較(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

在發展社區增值服務上，公司以平台加生態的模式發展，以社區作為平台，構建生態圈。在產品端上，公司將專業業務獨立 BU 化，目前永升旗下有六個增值服務品牌類目包括旭惠園、旭惠美家、鄰聚游、租售中心、房修業務和生活美居業務，由專業團隊負責研發產品，並研究如何精準觸達業主。而在商家端上，公司採用養商計劃，一方面與大牌合作，共同賦能，另一方面亦與屬地化的小商家分作，一個城市單類目的供應商不會超過 2 個，以形成養商計劃。而在客戶端方面，著重於培養業主的習慣的，通過時間或者場景化的銷售策略，提高業主對公司增值服務的粘性，形成用戶端的路徑依賴和心智循環。

盈利預測

從基礎物業服務上，我們以旭輝集團的合同銷售、公司過往第三方的外拓能力和收併購的能力進行估算，預期公司 2020/2021/2022/2023 合約面積的增長分別為 2,800/3,640/4,732/6,152 萬平方，按過往公司的合管比推算，公司的儲備面積轉換年期平均於 2 年內完成，預期公司 2020/2021/2022/2023 在管面積分別為 10,387/13,509/17,097/21,715 萬平方米，對應基礎物業服務收入為人民幣 16.41/20.65/25.48/31.61 億元。

社區增值服務方面，增長預期從三個角度出發，1) 在管面積的增加、2) 社區增值服務收入單價提升和 3) 社區增值服務的滲透率。預期近年內的增長主要來自於滲透率上升，而隨著社區增值服務的普及率提高後，單價提升將構成第二道增長動力。預期公司 2020/2021/2022/2023 年化每平方增值服務收入的增長分別為 26%/26%/26%/27%，對應社區增值服務收入為人民幣 9.71/15.91/25.36/40.75 億元。

非業主增值服務方面，主要來自於旭輝集團的前期銷售及項目交付，我們預測 2020-2023 年的來自旭輝集團的交付面積為 409/250/287/369 萬平方米，對應非業主增值服務收入為人民幣 5.23/3.83/5.29/8.17 億元。

從毛利率方面，我們預測公司 2020-2024 年的毛利率分別為 30.7%、33.1%、34.2%和 35.5%。當中，物業管理服務收入的毛利率較為穩定，主要從成本端上的管理，預期毛利率上升空間有限，預期未來四年的增長輕微。而非業主增值服務方面，與母公司關聯性較高，預期毛利率亦維持穩定。社區增值服務方面，由於公司近年在毛利率較低的專業服務方面開始推行 BU 化的管理，預期在收入佔比上升後，社區增值服務的毛利率會有回落。從整體而言，隨著較高毛利率的社區增值服務佔比持續上升，公司整體毛利率亦呈上升趨勢。

公司估值

我們認為公司現時除了基礎物業服務等具備訂閱屬性的業務外，在社區增值服務的發展實踐亦屬行業中最佳。未來隨著行業整合，來自物業管理服務的收入增長將放緩，增值服務將成為公司增長的第二道動力，公司藉著優質的標準化服務建立品牌口碑，加上社區增值服務持續拓展，進一步朝向生活服務商發展，我們認為以 PEG 估值方法更能有效地反映出的價值。

我們預計公司 2020/2021/2022/2023 的每股盈利為人民幣 24.84/36.94/54.14/82.88 仙，21-23 年的平均增長速度為 49.8%。物業管理行業平均的 PEG 為 0.98，考慮到公司較其他同業更具消費屬性，給予公司 2021 年 1.1x PEG，給予目標價 24.38 港元，對應 2021 年和 2022 年 54.78x /37.38x 預期市盈率，首次覆蓋給予增持評級。

(現價截至 2 月 22 日)

同業比較

公司	股份編號	收盤價 (原幣)	市值 (百萬港幣)	市盈率			市淨率		
				TTM	2020	2021	TTM	2020	2021
碧桂園服務	6098 HK Equity	67.00	197,153	69.7x	43.5x	31.8x	23.5x	12.7x	9.7x
恒大物業	6666 HK Equity	16.40	177,297	-	36.1x	24.9x	-	11.0x	8.2x
華潤萬象生活	1209 HK Equity	50.00	114,125	-	65.7x	48.3x	-	6.7x	6.1x
融創服務	1516 HK Equity	24.75	76,812	102.1x	51.2x	31.4x	0.1x	6.3x	5.5x
雅生活服務	3319 HK Equity	34.00	45,333	26.1x	16.6x	13.2x	6.0x	4.2x	3.5x
永升生活服務	1995 HK Equity	21.55	35,997	91.3x	47.4x	31.8x	11.2x	10.2x	8.1x
世茂服務	873 HK Equity	13.92	32,907	-	22.1x	14.1x	-	4.2x	3.5x
綠城服務	2869 HK Equity	8.29	26,717	31.8x	24.3x	19.4x	3.4x	3.5x	3.1x
合景悠活	3913 HK Equity	8.95	18,059	-	24.2x	15.9x	-	4.0x	3.3x
中海物業	2669 HK Equity	4.96	16,303	28.6x	19.0x	14.8x	9.7x	6.1x	4.7x
寶龍商業	9909 HK Equity	24.90	16,036	45.2x	30.1x	22.3x	7.2x	5.6x	4.8x
新城悅服務	1755 HK Equity	18.80	15,434	36.3x	19.6x	13.6x	13.1x	7.7x	5.9x
金科服務	9666 HK Equity	82.40	53,795	63.2x	42.7x	28.2x	27.4x	6.0x	5.1x
卓越商企服務	6989 HK Equity	9.50	11,614	-	19.0x	13.5x	-	3.1x	2.6x
建業新生活	9983 HK Equity	7.18	9,027	-	13.0x	9.7x	2.8x	2.6x	2.2x
保利物業	6049 HK Equity	53.20	29,437	38.9x	26.0x	19.7x	4.2x	3.7x	3.3x
藍光嘉寶服務	2606 HK Equity	38.95	6,937	10.4x	7.7x	5.9x	2.6x	1.8x	1.5x
時代鄰里	9928 HK Equity	6.57	6,476	34.2x	13.1x	7.4x	5.2x	2.9x	1.7x
彩生活	1778 HK Equity	3.60	5,238	8.2x	7.4x	6.8x	1.1x	0.9x	0.8x
正榮服務	6958 HK Equity	4.23	4,389	-	12.2x	8.5x	21.4x	-	-
			平均值	45.1x	27.0x	19.1x	9.3x	5.4x	4.4x
			中位數	36.3x	23.1x	15.4x	6.0x	4.2x	3.5x

來源: Bloomberg, PSHK

財務數據

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenue	1,878	3,134	4,039	5,613	8,053
COGS	(1,322)	(2,173)	(2,701)	(3,693)	(5,190)
Gross Profit	555	961	1,339	1,920	2,863
Admin expense	(247)	(407)	(529)	(735)	(1,055)
Other operating gain/(loss)	26	25	34	46	66
Operating Profit	335	579	843	1,231	1,874
Net finance income	(6)	26	44	55	71
Associated companies & JVs	(0)	-	-	-	-
Profit before tax	329	605	887	1,286	1,945
Tax	(80)	(151)	(222)	(321)	(486)
NCI	(25)	(39)	(48)	(60)	(74)
Profit for the year	224	415	617	904	1,384
EPS	14.58	24.84	36.94	54.14	82.88

Key Financial Data

Dec Y/E	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Valuation Ratio					
P/E ratio, x	128.96	75.68	50.89	34.72	22.68
P/B ratio, x	27.68	10.88	9.29	7.66	6.03
Dividend Yield, %	0.21	0.44	0.65	0.96	0.26

Per share data (RMB cent)

EPS	14.58	24.84	36.94	54.14	82.88
BVPS	67.91	172.81	202.30	245.36	311.99
DPS (HKD cent)	4.79	9.94	14.78	21.66	5.79

Growth & Margin

Growth					
Revenue Growth	75%	67%	29%	39%	43%
Operating income Growth	154%	73%	46%	46%	52%
Net income Growth	124%	85%	49%	47%	53%
Margin					
Gross Profit Margin	30%	31%	33%	34%	36%
Operating profit Margin	18%	18%	21%	22%	23%
Net Profit Margin	12%	13%	15%	16%	17%

Key Ratios

ROE	18%	14%	17%	21%	25%
ROA	9%	10%	12%	14%	16%

Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Non Current Asset					
PPE	41	57	78	108	149
GoodWill	431	431	431	431	431
LT investment	51	77	77	77	77
Other	147	131	117	106	97
Total Non Current Assets	670	695	703	722	754
Current Asset					
T/R	342	429	553	769	1,103
Inventories	-	-	-	-	-
Restricted Bank deposits	43	43	43	43	43
Cash and cash equivalents	1,284	2,946	3,654	4,732	6,360
Others	139	139	139	139	139
Total Current Assets	1,808	3,558	4,389	5,683	7,646
Total Assets	2,478	4,253	5,093	6,406	8,400
Non Current Liabilities					
Loan	1	1	1	1	1
Deferred tax liabilities	49	49	49	49	49
Others	13	14	15	15	16
Total Non Current Liabilities	63	64	64	65	66
Current Liabilities					
Loan	-	-	-	-	-
T/P	490	595	740	1,012	1,422
B/P	285	139	180	250	359
Others	412	437	549	740	1,027
Total Current Liabilities	1,187	1,171	1,469	2,002	2,808
Equity					
Share capital	14	14	14	14	14
Reserve	1,134	2,887	3,379	4,098	5,212
Non controlling interest	80	119	167	227	301
Total Equity	1,228	3,019	3,560	4,339	5,526
Total Liabilities and Equity	2,478	4,253	5,093	6,406	8,400

Consolidated Statement of Cash Flow

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBITDA	355	606	871	1,261	1,908
Chg in working cap	219	(185)	103	218	307
Others	(13)	(0)	(0)	(0)	(0)
Tax	(52)	(70)	(151)	(222)	(321)
CFO	509	351	823	1,257	1,894
Capex	(18)	(25)	(34)	(47)	(65)
Others	(301)	(0)	44	55	71
CFI	(318)	(25)	10	8	6
Issue of Shares	-	-	-	-	-
Dividends paid	(31)	(91)	(124)	(185)	(271)
Others	(52)	1,427	(1)	(1)	(1)
CFF	(83)	1,337	(125)	(186)	(272)
Net Change in Cash	108	1,662	708	1,079	1,628
Foreign exchange	16	-	-	-	-
Cash and CE at Y/E	1,284	2,946	3,654	4,732	6,360

(現價截至 2 月 22 日)

來源: PSHK

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2021 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm