

## 雅生活服务 (03319.HK) 深度研究

# 双品牌强强联合，业绩成长确定性强

2018 年 09 月 21 日

### 【投资要点】

- ◆ 目前，物业服务行业已呈现整合态势，龙头企业通过内生（获得兄弟公司开发的项目）+市场拓展+收购，不断提升市场份额，发挥规模经济，强者恒强。
- ◆ 拥有雅居乐集团和绿地集团支持的雅生活服务，其在管面积和非业主增值服务的增长有保障，未来业绩成长可见度高。
- ◆ 雅生活服务现金储备充足、财务健康，截至 2018 年 6 月 30 日，集团账面现金及等价物达到 41.73 亿，具备充足资金实力进行外延并购扩张版图。

### 【投资建议】

#### ◆ 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1760.75	3427.88	4831.86	6232.53
增长率（%）	41.46	94.68	40.96	28.99
EBITDA（百万元）	413.92	867.22	1187.39	1507.84
归母净利润（百万元）	289.73	669.72	945.82	1201.92
增长率（%）	80.32	131.15	41.23	27.08
EPS（元/股）	0.22	0.50	0.71	0.90
市盈率（P/E）	50.26	21.74	15.40	12.12
市净率（P/B）	10.59	7.12	4.87	3.47
EV/EBITDA	35.18	16.79	12.26	9.66

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

#### ◆ 评级和目标价

我们看好公司长期发展，维持盈利预测，预期 FY18/FY19/FY20 归母净利润 6.70/9.46/12.02 亿元，EPS 分别为 0.50/0.71/0.90 元。考虑公司目前估值水平，我们上调雅生活服务至“买入”评级，参考 DDM 估值结果 16.76-17.35 港元，我们给与公司十二个月目标价 16.6 港元，相当于 FY18 的 28.2 倍，FY19 的 20 倍。

### 【风险提示】

- ◆ 非业主增值服务收入增速不及预期
- ◆ 竞争激烈，拓展市场速度低于预期，拓展项目净利润过低
- ◆ 雅居乐、绿地交付项目迟于预期
- ◆ 社保对用工成本的影响超预期
- ◆ 政策风险 www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

## 买入（上调）

目标价：16.6 港元

### 东方财富证券研究所

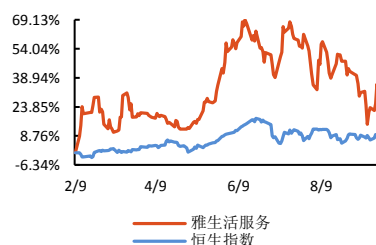
证券分析师：闵立政

证书编号：S1160516020001

联系人：宋璿

电话：021-23586480

### 相对指数表现



### 基本数据

总市值（百万港元）	16666.68
流通市值（百万港元）	5416.68
52 周最高/最低（港元）	17.08/8.98
52 周最高/最低（PE）	73.63/28.40
52 周最高/最低（PB）	14.49/2.92
52 周涨幅（%）	32.14
52 周换手率（%）	212.40

### 相关研究

《业绩超预期，非业主增值服务大幅提升》

2018.08.09

## 正文目录

1. 公司简介 .....	4
2. 雅居乐物业+绿地物业，强强联合 .....	4
2.1. 发展历程 .....	4
2.2. 股权架构稳定，管理层激励到位 .....	5
2.3. 经验丰富、职业经理人的高管团队 .....	6
3. 万亿蓝海，集中度日益提升 .....	8
3.1. 住宅为物业服务贡献七成以上面积 .....	8
3.2. 房地产的繁荣：城镇化推进、可支配收入提升共同驱动 .....	9
3.4. 量价可齐升的物业管理行业 .....	14
3.5. 上游集中度提升，物业行业强者愈强 .....	16
4. 公司业务 .....	20
4.1. 业务构成：物业管理服务+增值服务 .....	20
4.2. 两大地产数据稳中向好，有力支持未来增长 .....	21
4.3. 基础物业：两大集团背书，增长可期 .....	22
4.4. 非业主增值服务目前多为关联交易 .....	24
4.5. 降本增效，雅管家的智慧生活 .....	25
5. 现金储备充足，财务健康 .....	28
6. 盈利预测 .....	29
7. 估值与投资建议 .....	30
8. 未来催化剂 .....	30
9. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 募集资金用途.....	4
图表 2: 雅生活服务的收购及对价.....	5
图表 3: 雅生活服务股权架构.....	5
图表 4: 雅生活服务股本结构.....	6
图表 5: 雅生活服务董事或高管及其主要履历.....	6
图表 6: 明德集团架构及业务范围.....	7
图表 7: 全国物业管理规模稳步增长 (亿平方米).....	8
图表 8: 房地产开发企业不同类型地产竣工房屋面积的变化 (万平方米) ....	8
图表 9: 七成以上竣工房屋面积由住宅贡献.....	9
图表 10: 城镇化率不断提升.....	10
图表 11: 人均可支配收入不断提升 (元).....	10
图表 12: 人均可支配收入增速.....	10
图表 13: 城镇居民人均住房建筑面积 (平方米) 逐年增加.....	11
图表 14: 全国商品房销售面积 (万平方米) 及同比增速.....	11
图表 15: 全国商品房: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速.....	12
图表 16: 全国商品房: 商业营业用房销售面积 (万平方米) 及同比增速 ....	12
图表 17: 全国商品房: 办公楼销售面积 (万平方米) 及同比增速.....	12
图表 18: 物业行业的自律和监管发展历程.....	13
图表 19: 住宅物业市场规模的驱动因素及未来预期.....	15
图表 20: 中国本地生活 O2O 行业规模.....	15
图表 21: 全国百强及十强物业平均管理面积 (万平方米).....	16
图表 22: 全国百强及十强市场份额.....	16
图表 23: 过去三年中国房地产企业销售面积 (千万平方米).....	17
图表 24: 不同物业公司参与竞标中标率.....	18
图表 25: 房地产企业 (销售面积计) 及其兄弟物业公司.....	18
图表 26: 2017 年以来, 部分百强物业企业收购情况.....	19
图表 27: 雅生活服务提供基础物业管理服务及增值服务.....	20
图表 28: 雅生活服务收入主要来自物业管理服务 (万元).....	20
图表 29: 雅居乐集团运营数据 (累计值).....	21
图表 30: 绿地控股房地产经营数据情况 (累计值).....	21
图表 31: 雅生活服务物业管理服务拆分.....	22
图表 32: 第三方物开发商为合约建筑面积贡献显著增量 (万平方米).....	23
图表 33: 来自绿地控股交付物业的未来物业管理收入测算.....	23
图表 34: 雅生活服务增值服务情况 (元).....	24
图表 35: 同雅居乐控股的物业代理协议.....	24
图表 36: 来自绿地控股的未来非业主增值服务收入测算 (千元).....	24
图表 37: 雅管家服务主线.....	25
图表 38: 雅管家平台智慧社区管理体系.....	26
图表 39: 雅管家、雅商家、雅助手 APP 示意图.....	27
图表 40: 雅管家联盟帮助降本增效.....	27
图表 41: 雅生活服务财务指标变动情况 (千元).....	28
图表 42: 雅生活服务盈利预测.....	29
图表 43: 同行估值比较图.....	30
图表 44: 利润表 (百万元).....	31

## 1. 公司简介

雅生活服务是以中高端物业为主的物业管理供应商，提供包括物业服务、网络科技、广告、验房、营销、旅游在内的综合服务。截至 2018 年 6 月 30 日，集团管理范围覆盖 27 个省市及自治区，合约建筑面积超过 1.85 亿平方米，在管面积超过 1.09 亿平方米，服务业主逾 100 万户。

## 2. 雅居乐物业+绿地物业，强强联合

### 2.1. 发展历程

1997 年，雅居乐物业管理服务有限公司成立于广东省中山市，并开始为雅居乐集团在广东开发的地产项目提供物业管理服务。

2006 年，公司将业务拓展至西安、成都及南京的物业，并启动全国布局。

2017 年 6 月，雅生活服务、雅居乐控股及绿地控股于 2017 年 6 月 27 日订立投资合作框架协议，后集团以 10 亿代价收购上海绿地物业服务有限公司（绿地物业）；同年 8 月，绿地控股战略增资 10 亿入股雅生活服务，强强联合。

2018 年 2 月，雅生活服务登陆港股，上市合计募集资金 39.19 亿港元。

图表 1：募集资金用途

资金	用途
65%	战略投资、收购、进一步发展战略联盟。 其中：(i) 约 45% 或 17.93 亿港元将用于收购其他物业管理公司；(ii) 约 10% 或 3.98 亿港元将用于收购同物业管理相关业务的公司（如安保、清洁、园艺及保养服务供货商；或提供互补性产品和服务的公司，例如小区零售业务、小区金融、小区养老、小区教育等）；及 (iii) 约 10% 或 3.97 亿港元将用于投资物业管理产业基金，以期于短期内扩大业务规模及地域覆盖范围，并进一步丰富服务组合。
10%	开发集团一站式服务平台。 其中：(i) 约 4.0% 或 1.59 亿港元将用于购买及升级硬件；(ii) 约 2.7% 或 1.08 亿港元将用于品牌及营销活动；(iii) 约 2.0% 或 7970 万港元将用于优化及开打现有软件；及 (iv) 约 1.3% 或 5180 万港元将用于推广移动 APP。
15%	集团四化建设（管理数字化、服务专业化、流程标准化、操作机械化）
10%	营运资金及一般公司用途。

资料来源：公司招股书、东方财富证券研究所

2018 年 4 月，公司宣布收购南京紫竹物业 51% 股权，以强化公司在长三角的影响力、竞争力，并扩展公司业务范围。

南京紫竹物业的经营范围主要在长江三角地区，提供住宅物业、商业物业及其他机构，如银行、纪念馆等专业物业管理服务。

2018 年 7 月，公司宣布收购兰州城关物业 51% 股权，以提升公司在西北地区的影响力、竞争力。

兰州城关物业主要为在甘肃、青海、陕西及宁夏的住宅物业、办公楼物业及其他机构物业提供物业管理服务。截至 2017 年末，兰州城关物业公司管 170+ 个项目，总合约管理面积超过 1700 万平方米。

图表 2：雅生活服务的收购及对价

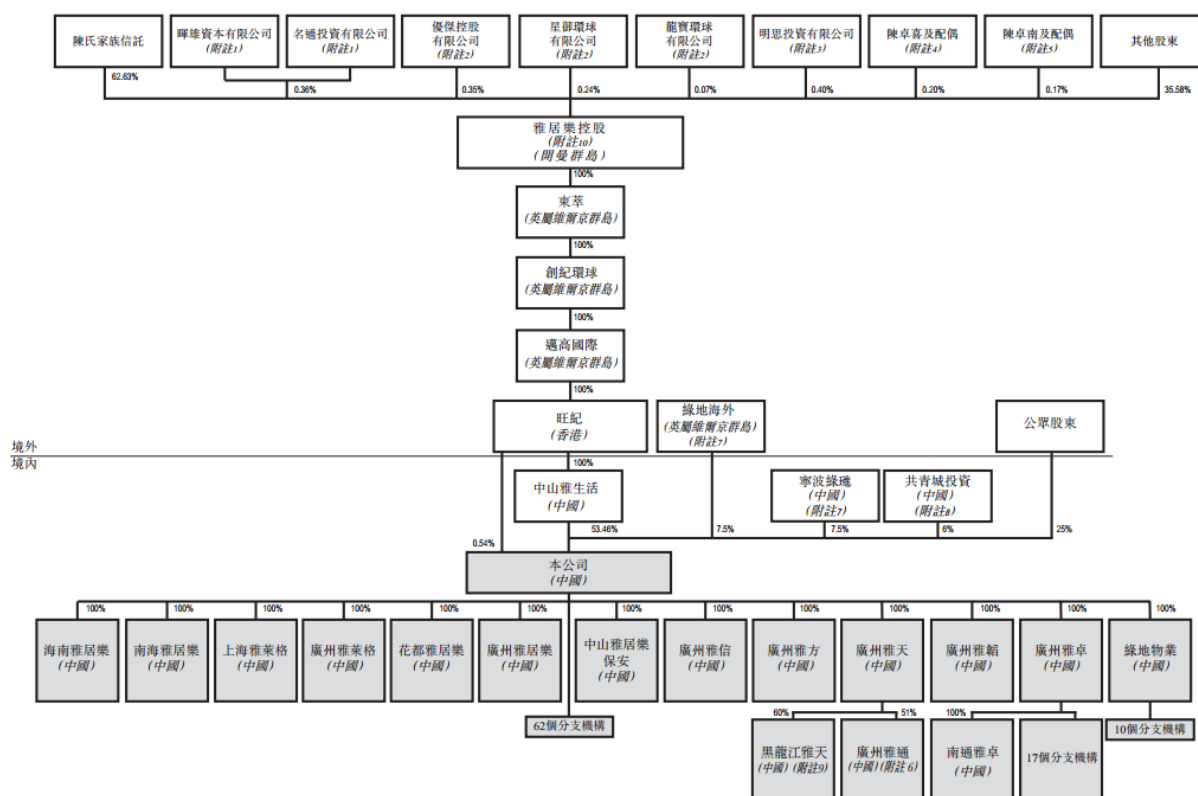
时间	收购对象	收购权益	收购对价	PE			PB	扣非后净利润目标		
				FY17	FY18	FY19		FY17	FY18	FY19
2018.4	南京紫竹	51%	2.05 亿元	11.90x	10.71x	9.60x	3.29x	3746 万元	4181 万元	
2018.7	兰州城关	51%	1.48 亿元	13.11x	9.67x	8.29x	5.52X	3000 万元	3500 万元	

资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

## 2.2. 股权架构稳定，管理层激励到位

雅生活服务大股东为雅居乐集团持有 54%，绿地控股通过绿地海外（7.5%）及宁波绿璫（7.5%）持有 15%，而共青城投资即管理层持股达 6%。除绿地海外以外，其他非公众股东均持有非上市股，不可交易，公司股权架构长期稳定。

图表 3：雅生活服务股权架构



资料来源：公司招股书、东方财富证券研究所

2017 年 7 月，共青城雅高、雅生活服务的管理层刘德明、冯欣、李大龙分别出资 1 万元、499 万元、250 万元及 250 万元，成立共青城投资以入股雅生活服务。共青城投资另获得控股股东 1.9 亿借款，合计以 2 亿资本金获得当时雅生活服务 8% 的股本，上市后权益占比为 6%。核心管理层以 1000 万成本持有公司 6% 股权，股权激励到位。



图表 4: 雅生活服务股本结构

股份數目	股份描述	佔總股本 概約百分比
892,800,000	內資股 <sup>(1)</sup>	66.96%
100,000,000	將由非上市外資股轉換的H股 <sup>(2)</sup>	7.50%
7,200,000	非上市外資股 <sup>(3)</sup>	0.54%
333,334,000	將根據全球發售發行的H股	25.00%
<u>1,333,334,000</u>		<u>100.00%</u>

资料来源: 公司招股书、东方财富证券研究所

### 2.3. 经验丰富、职业经理人的高管团队

雅生活服务的非独立董事一半来自雅居乐集团，绿地则提名了 1 名执行董事及 1 名非执行董事。公司高管多为职业经理人，在各自专业领域拥有丰富的经验。

图表 5: 雅生活服务董事或高管及其主要履历

姓名	职位	其他主要履历
陈卓雄	联席主席	雅居乐控股的执行董事及高级副总裁
黄奉潮	执行董事兼联席主席	雅居乐控股的执行董事及副总裁、海南及云南地区总裁
刘德明	执行董事兼 CEO	山东明德物业管理集团有限公司董事长
冯欣	执行董事兼副总裁	雅居乐物业
魏宪忠	非执行董事	绿地控股
尹锦滔	独立非执行董事	罗兵咸永道会计师事务所前合伙人
温世昌	独立非执行董事	香港国际仲裁中心副主席及其财政委员会主席 英格兰及威尔士特许会计师公会、英国特许仲裁学会、董事学会、皇家艺术学会及香港会计师公会资深会员
王鹏	独立非执行董事	先后担任中国物业管理协会宣传部主任、副秘书长、秘书长及副会长职务，负责行政管理、人力资源、财务预算及内部管理
毛建平	副总裁	雅居乐控股南京分公司总经理
董亚夫	副总裁	彩生活服务
李大龙	CFO 兼联席公司秘书	罗兵咸永道会计师事务所（香港办公室）资本市场部高级经理

注: 黄色底纹为董事或高管来自雅居乐集团，灰色来自绿地

资料来源: 公司招年报、东方财富证券研究所

集团 CEO 兼执行董事刘德明在明德集团担任董事长并持有股权。

图表 6: 明德集团架构及业务范围

公司	股權架構	業務範圍
山東明德	劉德明先生佔24.5%； 劉德明先生的配偶佔25.5%	向全國高等教育機構及醫院所擁有或所佔用的物業；政府設施；及住宅物業提供物業管理服務
安徽明德	山東明德佔51%； 劉德明先生直接佔25%	向安徽省高等教育機構及醫院所擁有或所佔用的物業；政府設施；及住宅物業提供物業管理服務
雲南明德	山東明德佔51%； 劉德明先生直接佔19%	向雲南省、江蘇省及貴州省高等教育機構及醫院所擁有或所佔用的物業；產業園；政府設施；及住宅物業提供物業管理服務
黑龍江明德	劉德明先生佔70%	向黑龍江省及內蒙古自治區高等教育機構及醫院所擁有或所佔用的物業；及政府設施提供物業管理服務
瀋陽明德	劉德明先生佔60%	向遼寧省高等教育機構及醫院所擁有或所佔用的物業提供物業管理服務
青島富萬家	劉德明先生佔40%	向青島住宅樓提供物業管理服務

资料来源：公司年报、东方财富证券研究所

雅生活服务的董事认为，（1）除住宅物业外，明德集团同雅生活服务管理的物业类型不同；（2）明德集团及雅生活服务对服务不同定位的住宅物业，故不存在重大竞争。

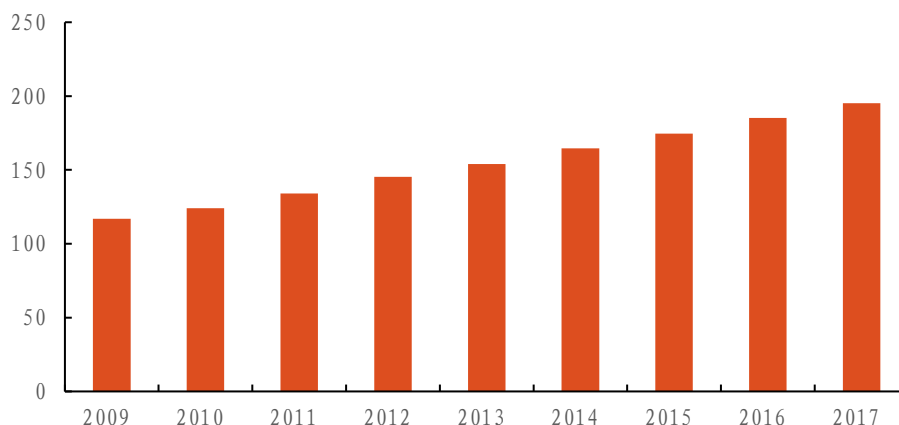
此外，刘德明不参与明德集团日常经营，亦无法控制董事会；故雅生活服务董事认为可充分防范潜在利益冲突。

### 3. 万亿蓝海，集中度日益提升

#### 3.1. 住宅为物业服务贡献七成以上面积

我国的物业业态可包括住宅物业、商业物业、办公物业、产业园区物业、学校物业、医院物业、公众物业、其他类型物业等部分。截至 2017 年，全国物业管理规模已接近 200 亿平方米，近五年每年新增物业管理面积均在 10 亿平方米左右。

图表 7：全国物业管理规模稳步增长（亿平方米）

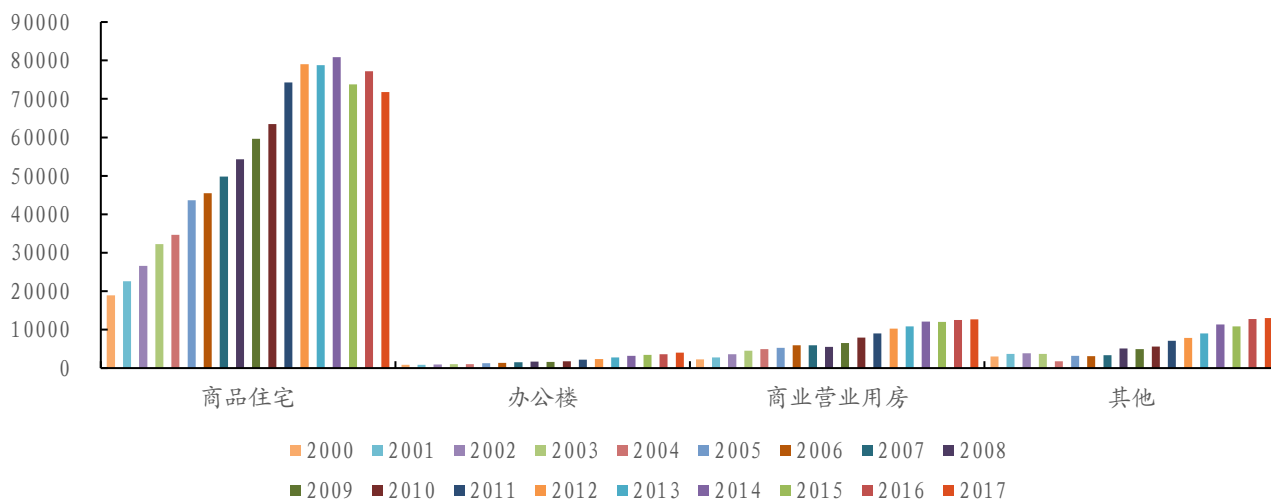


资料来源：中国产业信息网、东方财富证券研究所

根据国家统计局的房地产企业竣工面积数据，自 2000 年来竣工的总面积中，住宅贡献 77.7%，商业项目达到 10.60%，办公楼仅 2.79%，其他项目达到 8.91%。**存量物业的主要由住宅和商业项目构成。**

自 2011 年以来，我国每年商品住宅竣工面积趋于稳定，在 7 亿平方米左右，而商业营业用房、办公楼及其他物业则有高单位数的增长。

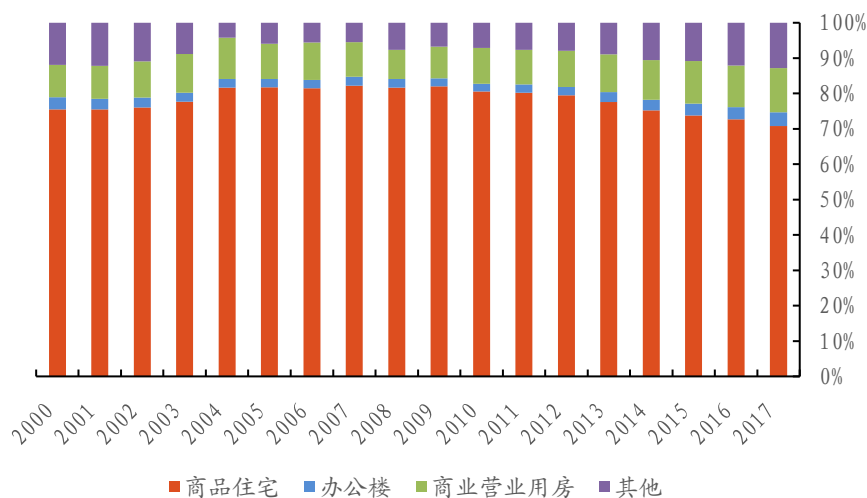
图表 8：房地产开发企业不同类型地产竣工房屋面积的变化（万平方米）



资料来源：Choice、国家统计局、房地产统计年鉴、东方财富证券研究所



图表 9：七成以上竣工房屋面积由住宅贡献



资料来源：Choice、国家统计局、房地产统计年鉴、东方财富证券研究所

### 3.2. 房地产的繁荣：城镇化推进、可支配收入提升共同驱动

过去二十年，住宅地产供给端受到政策刺激，需求端主要受城镇人口的增加及人均住宅面积的增长所驱动。

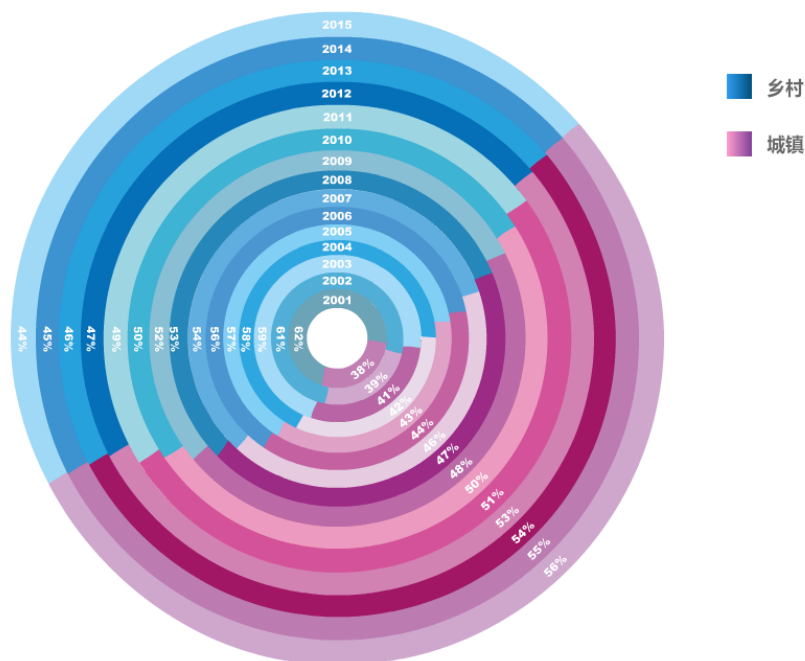
#### 供给端：政策刺激。

1998 年，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知（国发[1998]23 号）》，我国房地产市场开始全面市场化，当年房地产投资额达到 24%；2003 年《关于促进房地产市场持续健康发展的通知（国发[2003]18 号）》，明确房地产“成为国民经济的支柱产业”；2008 年国务院办公厅发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见（国办发[2008]131 号）》，提出“加大保障性住房建设力度，进一步鼓励普通商品住房消费，支持房地产开发企业积极应对市场变化”，推动楼市的繁荣。此后，政府进一步“调控”楼市，并多次下调存款准备金率。

#### 需求端：基数（城镇人口）增长 x 均量（人均住宅面积）提升。

伴随城镇化的进程，我国城镇人口占比从 2001 年的 38%提升到 2017 年的 58%，即从 4.81 亿增加 8.13 亿。

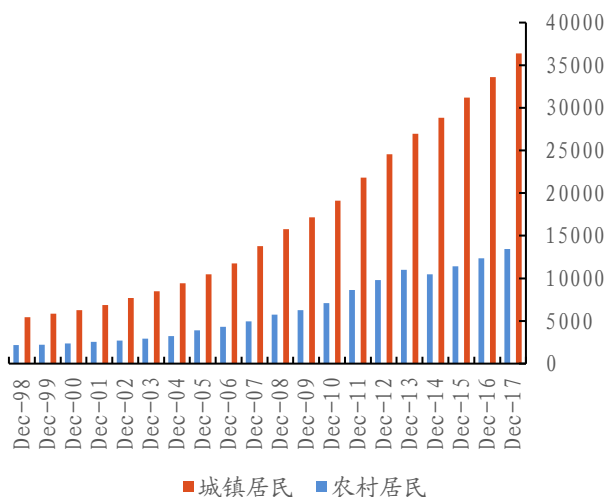
图表 10: 城镇化率不断提升



资料来源: 国家统计局、东方财富证券研究所

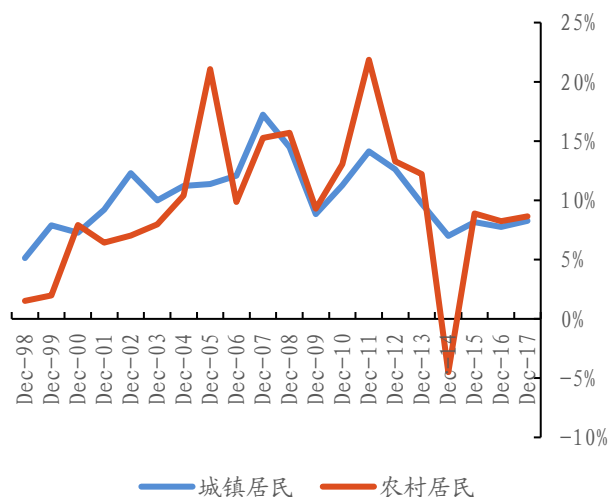
20 年来, 我国人均可支配收入不断提升。其中, 城镇居民的人均可支配收入 2000 年的 6280 元增加到 2017 年的 36396 元, CAGR=16%。

图表 11: 人均可支配收入不断提升 (元)



资料来源: Choice、国家统计局、东方财富证券研究所

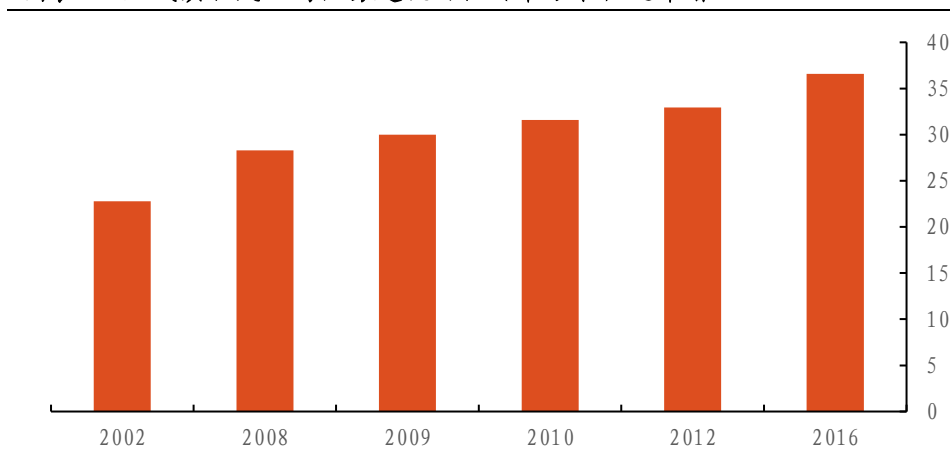
图表 12: 人均可支配收入增速



资料来源: Choice、国家统计局、东方财富证券研究所

伴随人均可支配收入的提升, 更多的城镇人口有更高的住房需求。我国城镇居民人均住房建筑从 2002 年的 22.8 平方米增加到 2016 年的 36.6 平方米。

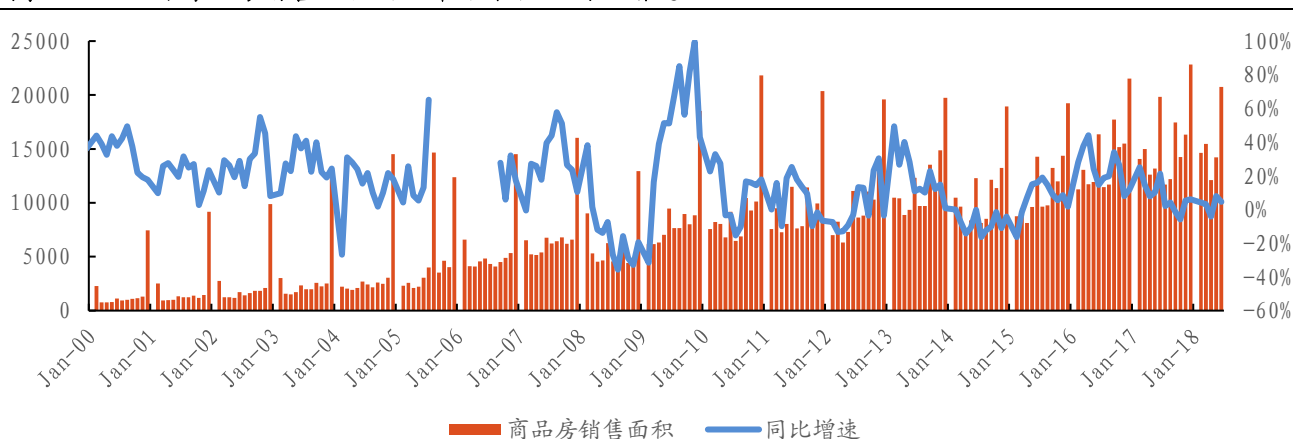
图表 13: 城镇居民人均住房建筑面积(平方米)逐年增加



资料来源: 网络资料、东方财富证券研究所

结果上看,我国**商品房销售面积**从2000年的1.86亿平方米增加到2017年的16.94亿平方米,CAGR达到9.59%,其中**商品住宅**从2000年的1.66亿平方米增加到2017年的14.48亿平方米,CAGR达到9.13%。

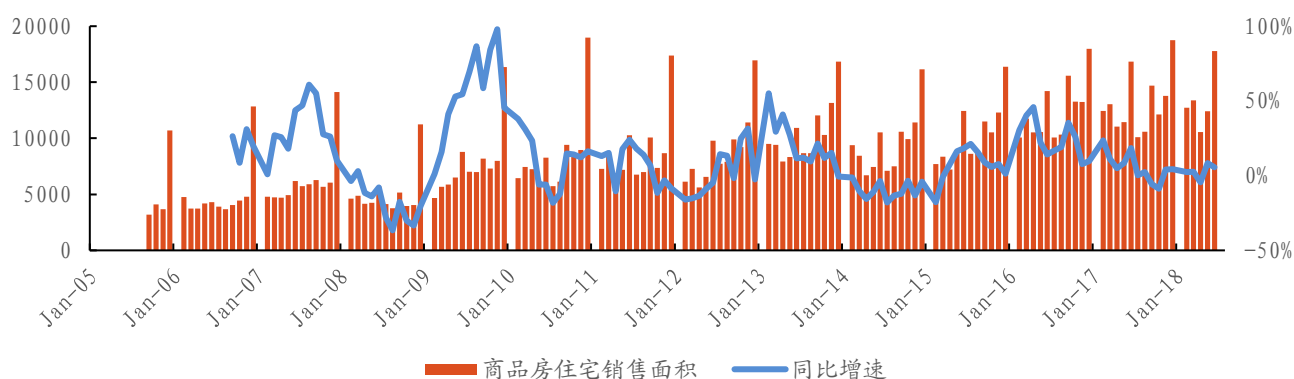
图表 14: 全国商品房销售面积(万平方米)及同比增速



注: 2005年8月起采用新统计口径,同比增速不可参考;无单月数据故1月及2月合并

资料来源: Choice、东方财富证券研究所

图表 15: 全国商品房: 住宅销售面积 (万平方米) 及同比增速

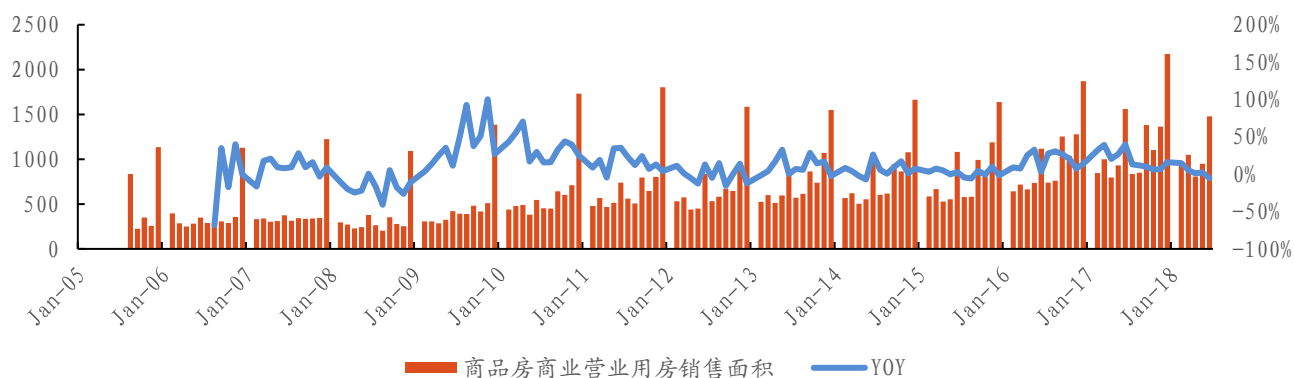


注: 无单月数据故 1 月及 2 月合并

资料来源: Choice、东方财富证券研究所

商业营业用房及办公楼近十年销售面积 CAGR 则在低双位数。

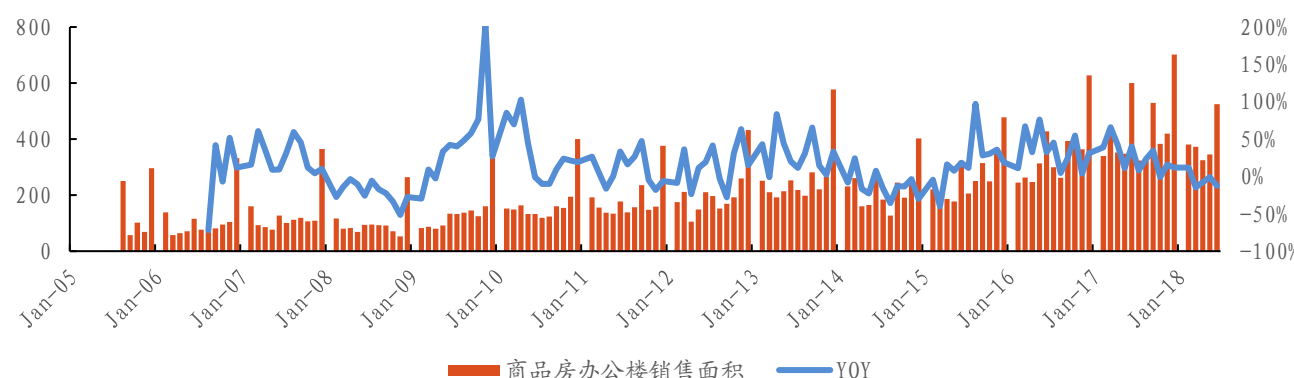
图表 16: 全国商品房: 商业营业用房销售面积 (万平方米) 及同比增速



注: 无单月数据故 1 月及 2 月合并

资料来源: Choice、东方财富证券研究所

图表 17: 全国商品房: 办公楼销售面积 (万平方米) 及同比增速



注: 无单月数据故 1 月及 2 月合并

资料来源: Choice、东方财富证券研究所

### 3.3. 物业管理行业已基本具有市场化的特点

市场化是物业管理最重要的特征，包括准入门槛和定价等方面

2004 年，住建部发布《物业服务企业资质管理办法》，明确物业管理市场参与者准入门槛和服务标准；直至 2017 年住建部 39 号文件废止该《管理办法》。物业服务企业资质取消后，住房城乡建设部强调“**业主自我管理与社会化服务相结合**”的原则，并将“**建立健全物业服务标准和服务规范**”，“**建立健全投诉反馈机制**”，“**加强物业服务行业事中、事后监管**”，“**建立守信联合激励和失信联合惩戒机制，构建以信用为核心的物业服务市场监管体制**”。行业准入门槛放宽，监管更全面和透明。

2014 年国家发改价格 2755 号通知放开了**非保障性住房物业服务价格**，但对于保障性住房、房改房、老旧小区和**前期物业管理服务收费仍实行政府指导价**。制度层面，物业服务的价格空间已打开。

诚然，**政府指导**的存在虽非完全市场化，但并未完全限定价格，在部分省市（如广州），物业公司可向地方政府申请、**单独核定**（超过指导价的）前期物业服务**最高收费标准**。实践当中，“政府价格主管部门和房地产主管部门，对高档公寓、别墅和非住宅的物业服务收费管理，一般都实行市场调节价”，《物业管理基本制度和政策》书中如是陈述。

图表 18：物业行业的自律和监管发展历程

时间	事件	
1981 年 3 月	中国第一家物业管理企业——深圳物业企业管理公司成立	物业管理行业开始萌芽。
1993 年 6 月	深圳市物业管理行业协会成立	全国物业管理行业的第一家协会组织
1994 年 3 月	建设部 33 号部长令《城市新建住宅小区管理办法》发布，（2007 年废止）。	<b>第一部</b> 全国性物业管理规章，提出“住宅小区逐步推行社会化、专业化的管理模式”。对于新楼盘，“房地产开发企业在出售住宅小区房屋前，应当选聘物业管理公司承担住宅小区的管理，并与其签订物业管理合同”。对于存量小区应该成立管理委员会，管委会有“ <b>决定选聘或续聘物业管理公司</b> ”的权利。
1994 年 7 月	《深圳经济特区住宅区物业管理条例》颁布实施	<b>第一部地方性物业管理条例</b> 。明确业主、物业管理公司及其他有关管理部门的权利和义务。
2001 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》通过	“深化城镇住房制度改革，落实住房分配货币化政策，发展以居民住宅为重点的房地产业和装修装饰业， <b>规范发展物业管理业</b> 。”物业管理开始走向 <b>社会化、市场化、专业化</b> 。
2000 年 1 月	中国物业管理协会成立	全国性协会，同政府部门沟通的纽带，帮助加强行业管理，维护企业权益。
2003 年 6 月	《物业管理条例》正式颁布，后经 2007 年、2016 年、2018 年修订。	<b>物业管理法制建设新阶段</b> 。 “该《条例》确立了一系列重要的物业管理制度，对业主及业主大会、前期物业管理、物业管理服务、物业的使用与维护等方面作了明确规定，并明确了相应的法律责任。《条例》的颁布施行，对维护物业管理市场秩序，规范物业管理活动，保障业主和物业服务企

		业合法权益提供了法律保障,对于促进物业管理健康发展具有十分重要的意义。”
2004年3月	《物业服务企业资质管理办法》公布,后经2007年、2015年修订,2018年废止	对物业管理企业资质管理,帮助建立市场准入和请出制度。
2007年3月	《中华人民共和国物权法》颁布	《物权法》明确业主可以“自行管理建筑物及其附属设施,也可以委托物业服务企业或者其他管理人管理。 <b>对建设单位聘请的物业服务企业或者其他管理人,业主有权依法更换</b> ”。
2012年12月	《服务业发展“十二五”规划》印发	“进一步明确物业管理行业的责任边界,健全 <b>符合行业特征和市场规律的价格机制,规范物业管理行业市场秩序</b> 。建立和完善旧住宅区推行物业管理的长效机制,探索建立物业管理保障机制。鼓励 <b>物业服务企业开展多种经营,积极开展以物业保值增值为核心的资产管理</b> 。继续推进物业管理师制度建设,提升服务规范化、专业化水平。提高旧住宅区物业服务覆盖率,城镇新建居住物业全部实施市场化、专业化的物业管理模式。”
2014年12月	国家发改委发布《关于放开部分服务价格意见的通知》(发改价格〔2014〕2755号)	<b>放开非保障性住房物业服务</b> :“物业服务企业接受业主的委托,按照物业服务合同约定,对非保障性住房及配套的设施设备和相关场地进行维修、养护和管理,维护物业管理区域内的环境卫生和相关秩序的活动等向业主收取的费用。保障性住房、房改房、老旧住宅小区和前期物业管理服务收费,由各省级价格主管部门会同住房城乡建设行政主管部门根据实际情况决定实行政府指导价。放开保障性住房物业服务收费实行市场调节价的,应考虑保障对象的经济承受能力,同时建立补贴机制。”
2016年	住房城乡建设部印发《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	要求“以推行新型城镇化战略为契机,进一步扩大物业管理覆盖面,提高物业服务水平,促进物业管理区域协调和城乡统筹发展。 <b>健全物业服务市场机制,完善价格机制</b> ,改进税收政策,优化物业服务标准,强化诚信体系建设”。

资料来源:国家发改委、《住宅与房地产》、东方财富证券研究所

### 3.4. 量价可齐升的物业管理行业

根据中国指数研究院《2017中国物业服务百强研究报告》,“**未来五年全国基础物业管理面积约1.2万亿**”。

住宅物业的基础服务,一般用“行业规模=城镇人口\*人均住房建筑面积\*物业费单价\*收缴率”测算,未来量、价均能提升。



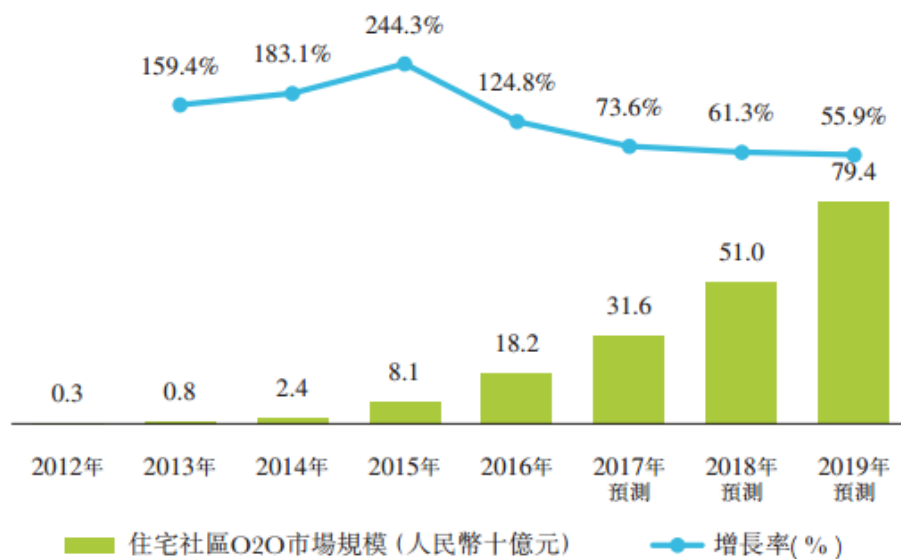
图表 19: 住宅物业市场规模的驱动因素及未来预期

指标	目前情况	未来预期	
城镇化率	2017 年 58.52%	2020 年 60%左右	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》
总人口	2017 年 13.9 亿	2020 年达到 14.2 亿	《国务院关于印发国家人口发展规划（2016—2030 年）的通知》
商品住宅		2016-2020 年增加 53 亿平方米	中国指数研究院、中国房地产指数系统的《未来五年（2016-2020）中国房地产趋势展望》
城镇居民人均住房建筑面积	2016 年 36.6 平方米		往期 CAGR 有低单位数增长
住宅物业费均价	0.94 元/sqm/月	不断提升	2017 年百强物业住宅服务费 2.3 元/sqm/月
收缴率		不断提升	2017 年百强物业收缴率 94.14%

资料来源：中国指数研究院、网络资料、东方财富证券研究所

至于增值服务部分，艾瑞咨询预计到 2019 年，我国住宅社区 O2O 行业市场规模可接近 8000 亿元。

图表 20: 中国本地生活 O2O 行业规模



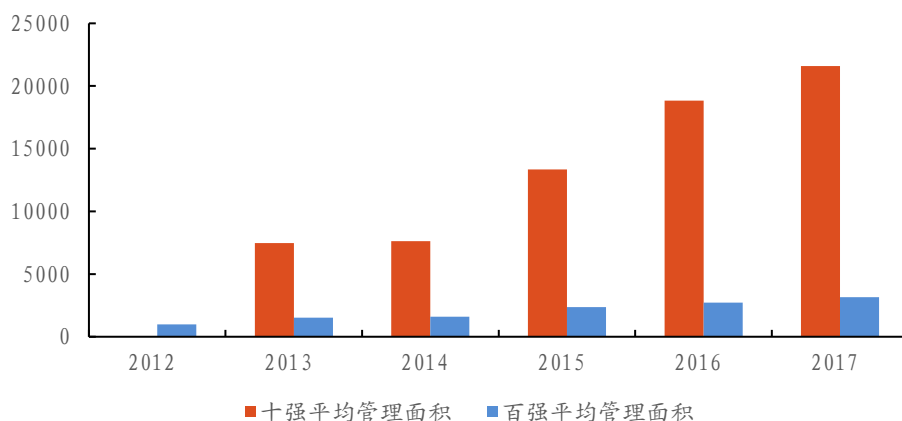
资料来源：艾瑞咨询、公司招股书、东方财富证券研究所

### 3.5. 上游集中度提升，物业行业强者愈强

过去几年，物业服务行业呈现整合态势，龙头企业通过内生（获得兄弟公司开发的项目）+市场拓展+收购，不断提升市场份额。

根据中国指数研究院报告，中国 Top 10 物业企业 2017 年平均管理面积达到 2.16 亿平方米，远高于百强企业管理均值的 3164 万平方米；此外，Top 10 市场份额从 2014 年的 4.37% 迅速提升到 2017 年的 11.06%。

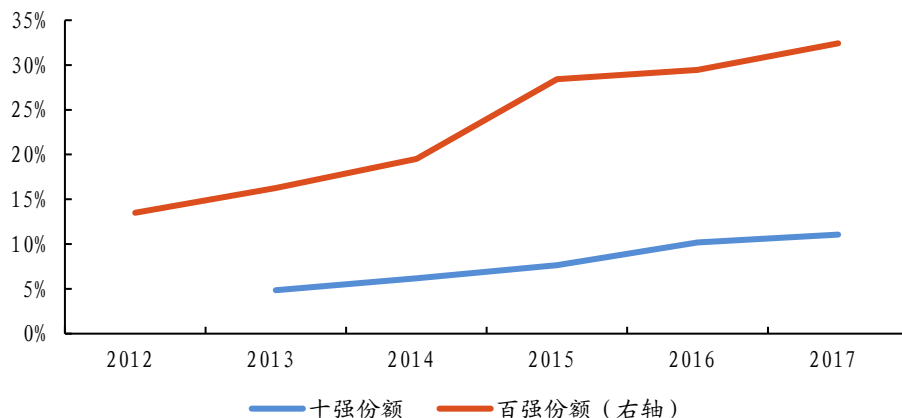
图表 21：全国百强及十强物业平均管理面积（万平方米）



注：百强物业公司非一百个，每年数量不同，排名存在并列

资料来源：中国指数研究院、东方财富证券研究所

图表 22：全国百强及十强市场份额



注：百强物业公司非一百个，每年数量不同，排名存在并列

资料来源：中国指数研究院、东方财富证券研究所

物业的上游是房地产，由于融资成本优势+规模经济，马太效应正加速其洗牌。

按照销售面积计算，2015 年，房地产企业 CR10=11.41%，而到 2017 年，CR10 迅速提升到 15.38%；CR10 的年均销售面积增速超过 30%，是行业增速的 2 倍以上。

CRIC 榜单《2017 年度中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》展望地产行业的格局，“从长期来看，未来 TOP100 房企的整体业绩规模将继续增长，各梯队

房企的行业集中度也将进一步上升。而随着市场调控压力持续和规模房企竞争优势的体现, TOP100 房企仍将保持规模分化的格局。我们预计到 2020 年, TOP10 和 TOP30 房企的集中度将分别达到 47%和 70%。”

图表 23: 过去三年中国房地产企业销售面积 (千平方米)

排名	2015年			2016年			2017年		
1	恒大地产	26286	2.05%	中国恒大	44676	2.84%	碧桂园	60162	3.55%
2	碧桂园	21828	1.70%	碧桂园	37837	2.40%	中国恒大	51621	3.05%
3	万科地产	20949	1.63%	万科地产	27560	1.75%	万科地产	35198	2.08%
4	绿地集团	18200	1.42%	绿地集团	20154	1.28%	绿地控股	24631	1.45%
5	万达集团	15748	1.23%	保利地产	16646	1.06%	保利地产	22877	1.35%
6	中海地产	12859	1.00%	中海地产	13358	0.85%	融创中国	21445	1.27%
7	保利地产	11605	0.90%	万达集团	12210	0.78%	中海地产	14754	0.87%
8	华润置地	6689	0.52%	华夏幸福	9752	0.62%	龙湖地产	10234	0.60%
9	华夏幸福	6650	0.52%	华润置地	7806	0.50%	华夏幸福	9880	0.58%
10	荣盛发展	5779	0.45%	融创中国	7267	0.46%	华润置地	9681	0.57%
11	世茂房地	5548	0.43%	金科集团	6949	0.44%	新城控股	8962	0.53%
12	雅居乐	4937	0.38%	金地集团	6659	0.42%	金科集团	8873	0.52%
13	金科集团	4558	0.35%	绿城中国	6245	0.40%	万达集团	8640	0.51%
14	金地集团	4551	0.35%	荣盛发展	6067	0.39%	中南置地	8553	0.50%
15	龙湖地产	4310	0.34%	新城控股	5949	0.38%	绿城中国	8185	0.48%
16	富力地产	4100	0.32%	龙湖地产	5942	0.38%	金地集团	7563	0.45%
17	绿城中国	3945	0.31%	雅居乐	5407	0.34%	雅居乐	7184	0.42%
18	中国铁建	3834	0.30%	富力地产	4917	0.31%	蓝光发展	7131	0.42%
19	融创中国	3578	0.28%	世茂房地	4916	0.31%	荣盛发展	6905	0.41%
20	中国中铁	3566	0.28%	鲁能集团	4750	0.30%	富力地产	6761	0.40%
21	招商蛇口	3563	0.28%	招商蛇口	4687	0.30%	鲁能集团	6627	0.39%
22	新城控股	3610	0.28%	中南集团	4506	0.29%	阳光城	6594	0.39%
23	远洋地产	3400	0.26%	中国铁建	4201	0.27%	中梁地产	6230	0.37%
24	建业地产	2968	0.23%	旭辉集团	3691	0.23%	旭辉集团	6218	0.37%
25	中南集团	2791	0.22%	中国中铁	3541	0.23%	世茂房地	6049	0.36%
26	龙光集团	2716	0.21%	阳光城	3531	0.22%	建业地产	5909	0.35%
27	首创置业	2613	0.20%	中天城投	3248	0.21%	招商蛇口	5546	0.33%
28	保利置业	2602	0.20%	龙光集团	3201	0.20%	正荣集团	5191	0.31%
29	正荣集团	2350	0.18%	隆基泰和	3142	0.20%	中国铁建	5108	0.30%
30	中天城投	2315	0.18%	蓝光实业	3138	0.20%	恒生地产	4999	0.30%
全国	1284950			1573490			1694080		
CR3			5.37%			7.00%			8.68%
CR5			8.02%			9.33%			11.48%
CR10			11.41%			12.54%			15.38%
CR30			17.00%			18.55%			23.48%

注: 黄色底纹表示房企的兄弟物业服务公司, 排名进入前十五

资料来源: CRIC 榜单、东方财富证券研究所

目前，地产龙头都有兄弟物业公司；当物业公司参与竞标时，其在兄弟地产企业项目的中标概率显著高于其他第三方项目。

图表 24：不同物业公司参与竞标的中标率

物业公司	物业来源	FY14	FY15	FY16	FY17Q1-Q3
雅生活服务	雅居乐	100%	100%	88.9%	100%
	其他	0%	26.1%	28.4%	35.2%
绿地物业	绿地控股	100%	100%	100%	100%
绿城服务	绿城中国	100%	100%		
	其他	76%	85%		

资料来源：各公司招股书、东方财富证券研究所

目前，按照 2017 年销售面积计，前十五的房企基本都有兄弟的物业公司，且能进入物业百强的前十五名。未来，由于大型物业服务公司可获得更多增量项目，强者愈强。

图表 25：房地产企业（销售面积计）及其兄弟物业公司

物业百强企业		销售面积, K, sqm			
排名	公司	排名	公司	2017年	
1	万科物业发展股份有限公司	1	碧桂园	60162	3.55%
2	绿城物业服务集团有限公司	2	中国恒大	51621	3.05%
3	广东碧桂园物业服务股份有限公司	3	万科地产	35198	2.08%
4	长城物业集团股份有限公司	4	绿地控股	24631	1.45%
5	保利物业发展股份有限公司	5	保利地产	22877	1.35%
6	彩生活服务集团有限公司	6	融创中国	21445	1.27%
7	恒大物业（金碧物业有限公司）	7	中海地产	14754	0.87%
8	金地物业管理集团公司	8	龙湖地产	10234	0.60%
9	龙湖物业服务集团有限公司	9	华夏幸福	9880	0.58%
10	金科物业服务集团有限公司	10	华润置地	9681	0.57%
11	中海物业集团有限公司	11	新城控股	8962	0.53%
11	华润物业科技服务有限公司	12	金科集团	8873	0.52%
11	雅居乐雅生活服务股份有限公司	13	万达集团	8640	0.51%
12	北京首开鸿城实业有限公司	14	中南置地	8553	0.50%
12	融创物业服务集团有限公司	15	绿城中国	8185	0.48%
13	四川嘉宝资产管理集团股份有限公司				
13	幸福基业物业服务有限公司				
14	远洋亿家物业服务股份有限公司				
14	广州市时代物业管理有限公司				
15	河南建业物业管理有限公司				
15	广东康景物业服务有限公司				
15	鲁能物业服务有限公司				

注：黄色底纹表示房企的兄弟物业服务公司，排名进入前十五

资料来源：CRIC 榜单、中国指数研究院、东方财富证券研究所

此外，物业百强企业也通过收购，扩张版图、补充业务，以获得更大市场份额。

图表 26：2017 年以来，部分百强物业企业收购情况

表 1：2017 年以来部分百强企业兼并收购情况

企业简称	被收购企业	收购股权比例	被收购企业的主要业务
万科物业	浙江巍江物业管理有限公司、中新苏州和乔物业服务服务有限公司、云南德润物业管理有限责任公司等	25%-100%	物业管理
绿城服务	温州雅园物业管理服务有限公司、吉林天顺物业服务服务有限公司、浙江蓝颂供应链管理服务有限公司、浙江绿华国际旅行社有限公司等	20%-100%	物业管理、供应链管理、教育咨询服务、教育软件开发、旅游业务、广告设计等
彩生活	武汉天宇弘物业管理有限公司、深圳市前海微生活网络服务有限公司、上海同添物业管理有限公司等	50%-100%	物业管理、社区经济等
中海物业	中信物业服务服务有限公司	100%	物业管理
雅生活服务	上海绿地物业服务服务有限公司、南京紫竹物业管理股份有限公司	50%-100%	物业管理
嘉宝股份	杭州绿宇物业管理有限公司、上海真贤物业管理有限公司	76%-80%	物业管理
远洋亿家	杭州新时代物业管理有限公司、南通乾通物业管理有限责任公司、北京百思得保洁服务有限责任公司、北京远和志尚科技服务有限公司等	30%-60%	物业管理、清洁服务、技术开发等
南都物业	上海采林物业管理有限公司	90%	物业管理

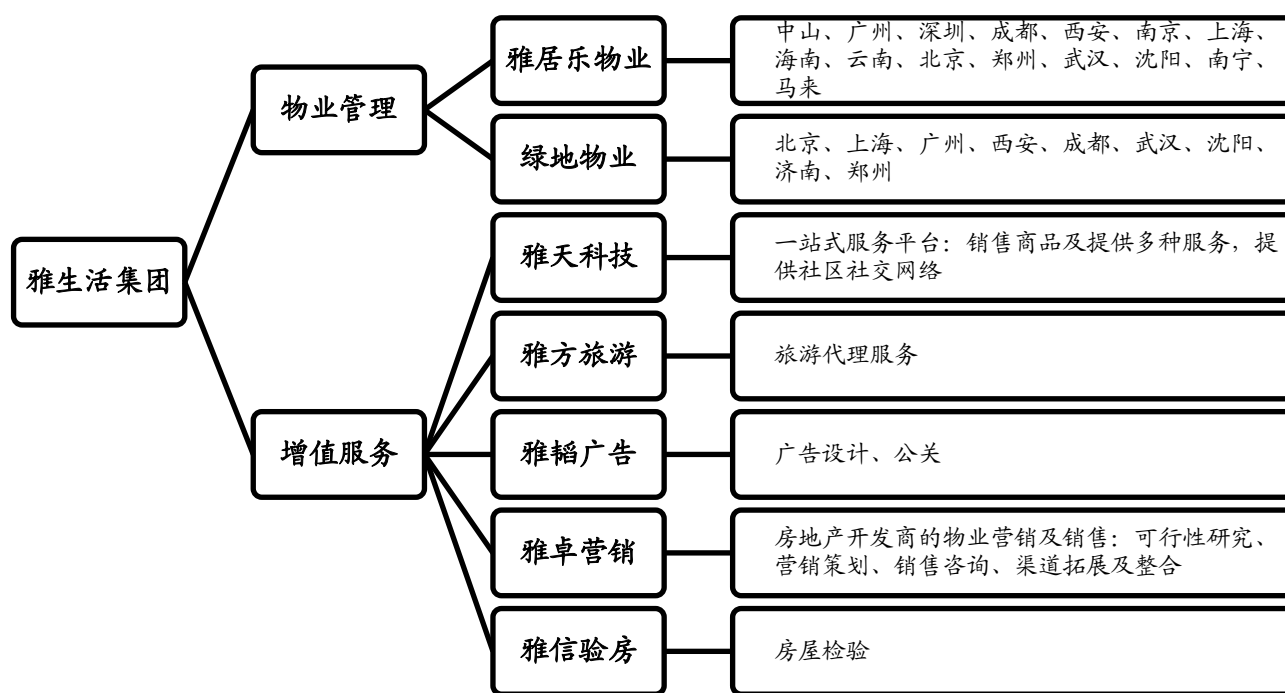
资料来源：《2018 中国物业服务百强企业研究报告》、东方财富证券研究所

## 4. 公司业务

### 4.1. 业务构成：物业管理服务+增值服务

集团业务主要包括物业管理服务及增值服务。其中，物业管理服务通过雅居乐和绿地两个品牌开展，而增值服务则由五个子公司运营。

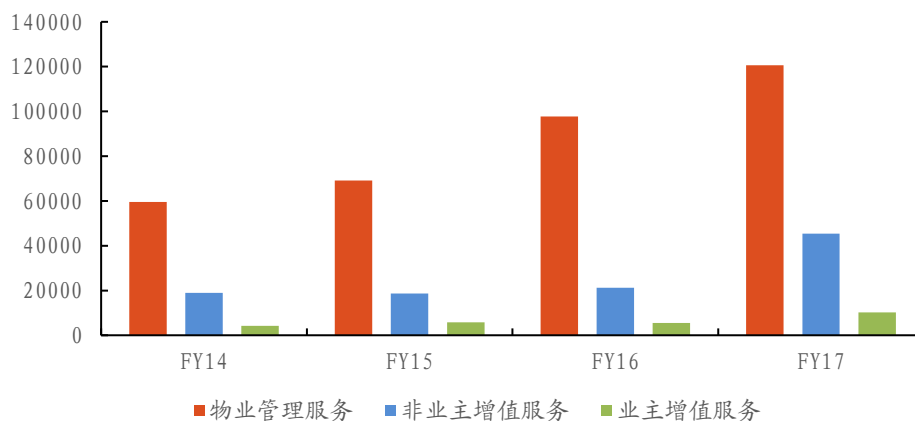
图表 27：雅生活服务提供基础物业管理服务及增值服务



资料来源：《2018 中国物业服务百强企业研究报告》、东方财富证券研究所

雅生活服务收入主要来自物业管理服务，增值服务，尤其是其非业主增值服务逐年提升。

图表 28：雅生活服务收入主要来自物业管理服务（万元）



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

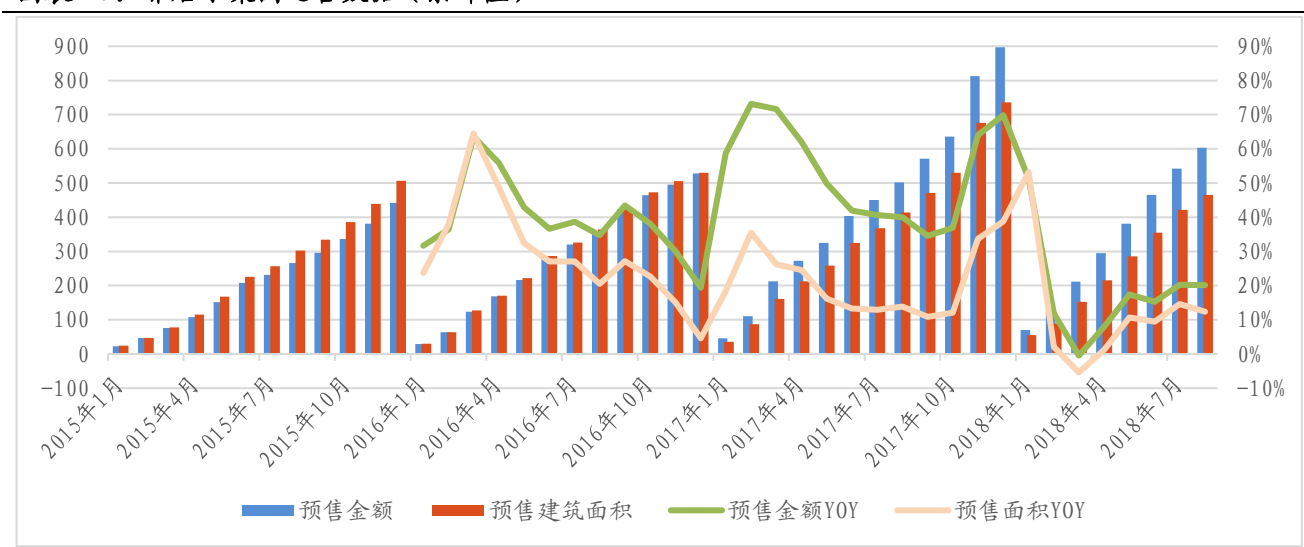


## 4.2. 两大地产数据稳中向好，有力支持未来增长

雅生活服务的增长，部分依赖于雅居乐集团及绿地控股的增长。雅生活为两大集团提供营销或物业代理服务，该业务同其当期销售数据相关；两大集团的物业可交付予雅生活服务管理，其在管面积、储备面积亦同两大集团的销售数据有关。

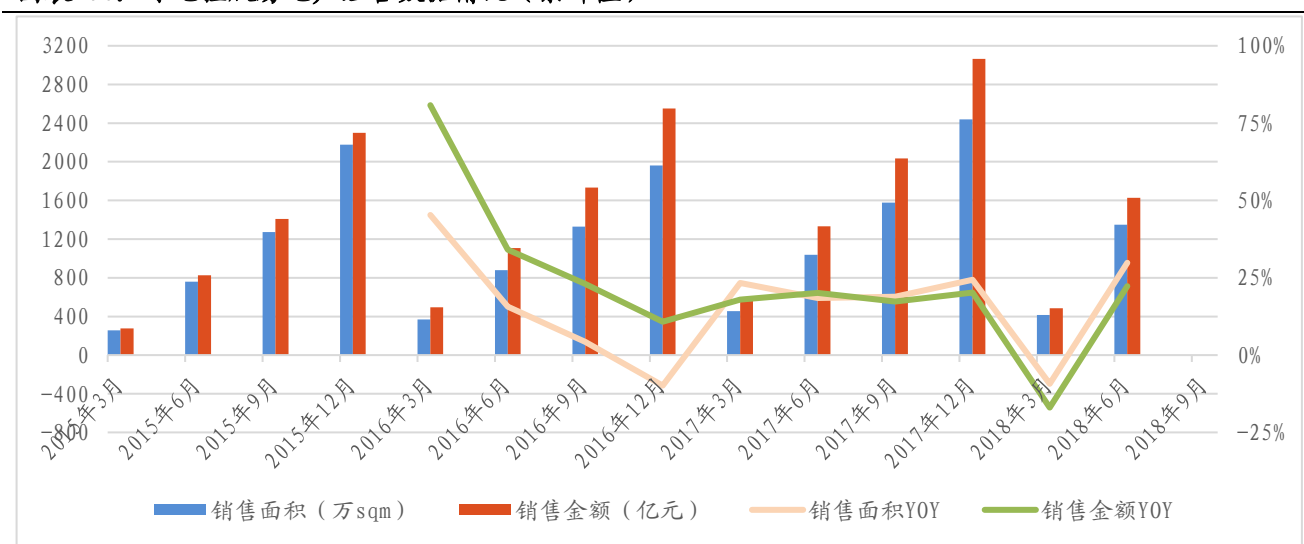
雅居乐集团及绿地控股的销售数据，自 2015 年以来总体向好，为雅生活服务的增长提供有力的支持。

图表 29：雅居乐集团运营数据（累计值）



注：雅居乐控股公告、Choice、东方财富证券研究所

图表 30：绿地控股房地产经营数据情况（累计值）



注：绿地控股公告、Choice、东方财富证券研究所

#### 4.3. 基础物业：两大集团背书，增长可期

基础业务服务收入=在管面积\*每平方米每月价格\*在管时间

过去三年，雅生活服务的物业管理服务收入主要由在管面积增长所驱动。雅居乐作为开发商的物业在管面积每年有低双位数增长；自 2015 年以来，集团增加第三方拓展，在管面积每年增速超过 100%；集团 2017 年下半年并表绿地物业，其贡献在 FY17 并不显著。

图表 31：雅生活服务物业管理服务拆分

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY15	FY16	FY17
收入（元）					YOY	YOY	YOY
雅居乐作为开发商	595030000	690334000	798862000	946387365	16.0%	15.7%	18.5%
第三方作为开发商		395000	179001000	191201635		45216.7%	6.8%
- 其中咨询			4407000	9356492			112.3%
绿地作为开发商				68000000			
在管面积（千平方米）							
雅居乐作为开发商	24427	29527	34280	42189	20.9%	16.1%	23.1%
第三方作为开发商		5520	15775	33462		185.8%	112.1%
- 其中咨询		3122	7336	23000		135.0%	213.5%
绿地作为开发商				2684			
新增在管面积（千平方米）							
雅居乐作为开发商		5100	4753	7909		-6.8%	66.4%
第三方作为开发商		5520	10255	17687		85.8%	72.5%
- 其中咨询			4214	15664			271.7%
绿地作为开发商				2684			
平均每平方米每月贡献收入（元）							
雅居乐作为开发商		2.13	2.09	2.06			
第三方作为开发商			1.40	0.65			
- 其中咨询			0.07	0.05			
绿地作为开发商				2.11			

注：灰色底纹为假设；计算平均每平方米每月收入时，新增面积假设计入 6M，结果可能存在能在偏差

资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

项目储备方面，集团合约建筑面积增长稳健，签约项目一般可以在 2 年内交付，短期增长有保障。

图表 32: 第三方物开发商为合约建筑面积贡献显著增量 (万平方米)

	FY16	FY17	新增面积	同比增速	FY18H1	新增面积	环比增速
雅居乐集团	5698	5867	169	3.0%	6340	473	8.1%
第三方物业开发商	1643	5809	4166	253.5%	10336	4527	77.9%
绿地控股		934	934		1887	954	102.1%
合计	7341	12610	5268	71.8%	18563	5953	47.2%

资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

拥抱绿地, 雅生活服务未来基础物业的成长可见性强。

收购绿地物业后, 绿地控股同雅生活服务开展战略联盟, 根据公司的测算, FY18 到 FY20, 绿地控股交付的面积可贡献基础物业收入约 4.7/12.3/19.4 亿元。

图表 33: 来自绿地控股交付物业的未来物业管理收入测算

	FY17Q4	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
计划增加面积 (千 sqm)		10000	10000	10000	10000	10000	2000	2000
- 住宅 (千 sqm)		6000	6000	6000	6000	6000	1200	1200
- 商用 (千 sqm)		4000	4000	4000	4000	4000	800	800
住宅面积管理收入 (千元)	10935	145168	355762	578861	815026	1064840	1236059	1320958
- 上一年末面积 (千 sqm)	1300	1350	7350	13350	19350	25350	31350	32550
- 计划增加 (千 sqm)	50	6000	6000	6000	6000	6000	1200	1200
- 当前年度年末管理面积 (千 sqm)	1350	7350	13350	19350	25350	31350	32550	33750
- 年度单位管理费 (元/sqm)	32	33	34	35	36	38	39	40
商用物业管理收入 (千元)	9804	320760	874233	1460605	2081383	2738093	3187494	3409210
- 上一年末面积 (千 sqm)	410	430	4430	8430	12430	16430	20430	21230
- 计划增加 (千 sqm)	20	4000	4000	4000	4000	4000	800	800
- 当前年度年末管理面积 (千 sqm)	430	4430	8430	12430	16430	20430	21230	22030
- 年度单位管理费 (元/sqm)	90	132	136	140	144	149	153	158

资料来源: 公司招股书、东方财富证券研究所

此外, 集团上市募集资金的 65%, 或 17.9 亿港元用于收购。通过对南京紫竹和兰州城关物业收购, 公司落子华东和西北, 截至 2018 年 6 月 30 日, 集团账面仍有 41.73 亿元人民币, 有较强的资金实力扩张版图。

#### 4.4. 非业主增值服务目前多为关联交易

雅生活服务的增值服务主要包括非业主增值服务和业主增值服务。

图表 34: 雅生活服务增值服务情况 (元)

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY17H1	FY18H1
非业主增值服务	188819000	185987000	212247000	453364000	106775000	575428000
其中协销	188819000	185987000	211610259	323248532	-	293468280
其中物业代理服务				100193444		249735752
业主增值服务	42250000	57696000	54625000	101800000		79931000
收入/平方米	1.73	1.81	1.28	1.84		1.01

资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

对于非业主增值服务, 主要来自协销服务 FY17 贡献 71.3%; 及物业代理服务(提供可行性研究、行销策划、销售咨询、管道开拓及整合), FY17 贡献 22.1%。

非业主增值服务多来自关联交易, 未来, 关联交易将会持续。公司在招股书中披露同雅居乐控股的物业代理协议, 并于 2018 年 8 月 17 日公告提高持续关联交易的年度上限, 从 FY18/FY19/FY20 的 3.5/4.2/5.25 亿元提高到 6.33/8.35/10.10 亿元; 及对绿地控股协销的收入贡献做出过测算。

图表 35: 同雅居乐控股的物业代理协议

截至12月31日止年度

根據補充協議提供營銷服務的經修訂年度上限

2018年  
2019年  
2020年

人民幣元  
633,000,000  
835,000,000  
1,010,000,000

根據補充協議截至2020年12月31日止三個年度提供營銷服務的經修訂年度上限乃按以下基準釐定:

- (i) 預期雅居樂集團於截至2020年12月31日止三個年度在若干項目向物業代理應付的預計營銷服務費, 經參考(a) 雅居樂集團於截至2020年12月31日止三個年度的預估物業總銷售(包括合營企業及聯營公司); 及(b) 預期雅居樂集團於截至2020年12月31日止三個年度向物業代理應付的預計營銷服務費為0.8%至1%的範圍(視乎物業的地區位置及性質及就類似房地產項目就代理服務向其他獨立第三方代理應付的營銷服務費而定); 及
- (ii) 雅居樂集團整體需求佔本集團擬承接的營銷服務中預計比例, 預計於截至2020年12月31日止三個年度會增至75%, 而實際比例於2018年上半年已達65%。

资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

图表 36: 来自绿地控股的未来非业主增值服务收入测算 (千元)

	FY17Q4	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
协销费	200000	148297	170542	196123	225542	259378	298279	343021
其他收入	2254	18872	46249	75252	106953	138429	160688	171725

资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

目前，业主增值服务的收入贡献较小，对应每平方米每年收入在 1.84 元左右，未来或有较大成长空间。

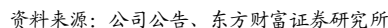
#### 4.5. 降本增效，雅管家的智慧生活

2017 年 3 月，集团推出雅管家联盟，充分利用移动互联网、物联网、大数据、人工智能等科学技术，率先从“人、财、物、管”四大维度为中小物业企业输出小区服务全面解决方案，以业主为核心建立全新智慧小区服务生态圈。2017 年末，雅管家移动应用程序已覆盖所有在管住宅物业（不包括绿地物业管理下的物业），并吸引逾 28.7 万名注册用户及逾 11.1 万名活跃用户，签约面积突破 816.8 百万平方米。

图表 37：雅管家服务主线

雅管家	业主	生活服务
		资产管理服务
	地产开发商	智慧园区建设解决方案：智能化产品、方案设计、工程管理
	物业公司	智慧园区服务解决方案：物业管理信息系统、互联网生活服务平台

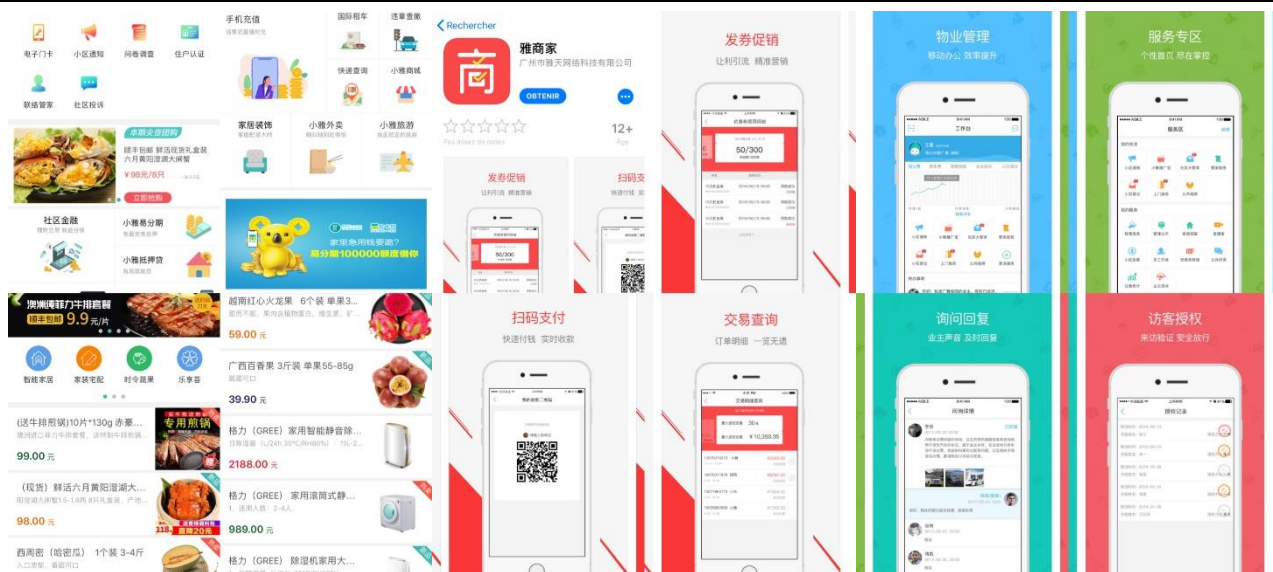
资料来源：公司公告、东方财富证券研究所



雅管家平台为业主、物业管理者、商家提供不同版本 APP，三方均可在线上完成交互：商家可以完成上新、收款和交易管理，业主可以查询通知、授权门禁、联络投诉、生活缴费、商城下单，管家可以发布通知、上门服务、派工单报修维修、查询统计信息、管理收费，实现流程标准化、管理数字化帮助降本增效。

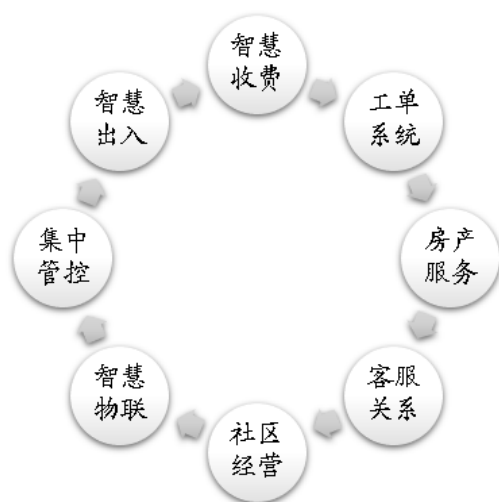


图表 39: 雅管家、雅商家、雅助手 APP 示意图



资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

图表 40: 雅管家联盟帮助降本增效



- 集中管控: 云视频监控、400客服、统计 (财务报表)
- 智慧出入: 手机门禁、访客授权、车牌识别、电子车卡/放行条
- 智慧收费: 物业收费、停车收费、其他
- 现场管理/工单系统: 品质核查、设备巡检、安放巡更
- 房产服务: 新房收楼、房屋租赁、车位租赁
- 客服关系: 房屋管理、业主管理、投诉建议、物业报修、家政、满意度调查
- 社区经营: 拎包入住、商家、小区快递、社区电商、O2O服务
- 智慧物联: 智能家居、监控设备、设备能效

资料来源: 公司公告、东方财富证券研究所

## 5. 现金储备充足，财务健康

FY18H1，雅生活服务财务健康，账面有现金及等价物 41.73 亿元，商誉 10.43 亿元（主要来自同绿地物业的合并及对南京紫竹的收购），借款 1200 万元（来自南京紫竹），现金资产占总资产 64.6%。

FY18H1，集团收入 YOY+103.1%达到 14.06 亿元，其中物业管理服务收入同比增长 37.1%，非业主增值服务 YOY+438.9%，业主增值服务收入实现翻番。期内，归母净利润 YOY+196.2%达到 3.32 亿元；扣除非经常性损益（上市费用、汇兑收益、远期合约收益）的归母净利润 YOY+177.1%达到 3.11 亿元。

图表 41：雅生活服务财务指标变动情况（千元）

	FY17H1	FY18H1	YOY, %	变动原因及预期
物业管理服务	547465	750334	37%	南京紫竹并表，外拓面积 2100 万平方米，雅居乐和绿地稳定贡献
非业主增值服务	106775	575428	439%	雅居乐一手房的销售转给雅卓营销；物业代理服务有效增长
业主增值服务	37953	79931	111%	在管面积增长及单产效率提升
<b>收入合计</b>	<b>692193</b>	<b>1405693</b>	<b>103%</b>	
物业管理服务	372686	532588	43%	第三方开发商的物业平均单价较低，成本相对高。故而成本增速高于收入，即毛利率下降
非业主增值服务	73420	320305	336%	受益于集团成本优化的举措及规模经济，毛利改善
业主增值服务	25609	42452	66%	集团提供更多元服务带来规模经济，毛利改善
<b>成本合计</b>	<b>471715</b>	<b>895345</b>	<b>90%</b>	
<b>毛利</b>	<b>220478</b>	<b>510348</b>	<b>131%</b>	
销售及营销开支	15960	15702	-2%	集团降本增效举措有效实施
行政开支	48657	108259	122%	增长来自集团规模增长而聘请的雇员、绿地物业及紫竹物业的行政开支、上市费用 900 万元。
资产减值损失	575	1672	191%	
其他收入	5393	26897	399%	增长来自 IPO 募集资金的资金收益
其他开支	197	994	405%	
其他收益	12	14539	121058%	远期结汇产生汇兑收益 1460 万元
<b>经营利润</b>	<b>160494</b>	<b>425157</b>	<b>165%</b>	
融资收入	5127	15322	199%	
所得税开支	43071	104708	143%	ETR 从 26%下降到 23.8%，由于雅天科技获评高新技术企业
<b>期内溢利</b>	<b>122550</b>	<b>335771</b>	<b>174%</b>	
<b>归母净利润</b>	<b>112164</b>	<b>332332</b>	<b>196%</b>	
非控股权益	10386	3439	-67%	

资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

## 6. 盈利预测

主要假设:

- (1) FY18/FY19/FY20, 集团从雅居乐控股、绿地控股分别获得 500/500/500 万平方米及 240/700/1000 万平方米在管面积。
- (2) FY18/FY19/FY20 收购及外拓物业 6000 万/2000 万/1500 万平方米
- (3) 基础物业费维持现有水平 (每平方米每月计)。
- (4) 非业主增值服务部分, FY18/FY19/FY20 绿地控股贡献协销收入 1.48/1.96/2.25 亿元, 雅居乐控股贡献收入 4.09/4.93/6.15 亿元。
- (5) 销售管理费用率维持现有水平。

图表 42: 雅生活服务盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1760.75	3427.88	4831.86	6232.53
增长率 (%)	41.46	94.68	40.96	28.99
EBITDA (百万元)	413.92	867.22	1187.39	1507.84
归母净利润 (百万元)	289.73	669.72	945.82	1201.92
增长率 (%)	80.32	131.15	41.23	27.08
EPS (元/股)	0.22	0.50	0.71	0.90
市盈率 (P/E)	50.26	21.74	15.40	12.12
市净率 (P/B)	10.59	7.12	4.87	3.47
EV/EBITDA	35.18	16.79	12.26	9.66

资料来源: 公司年报、东方财富证券研究所

我们预测, 雅生活服务于 FY18/FY19/FY20 归母净利润分别为 6.70/9.45/12.02 亿元人民币, EPS 为 0.50/0.71/0.90 元, 对应当前股价 21.74/15.40/12.12 倍 PE。

## 7. 估值与投资建议

雅生活服务拥有绿地和雅居乐两大开发商的的背书，未来成长可见性强。我们预计公司 2018/2019/2020 财年归母净利润分别为 6.70/9.45/12.02 亿元人民币，对应 EPS 分别是 0.50/0.71/0.90 元。

从 DDM 估值模型来看，16.76-17.35 港元为雅生活服务的合理价格。(假设：永续增长率 3%/4%；无风险报酬率 2.23%；风险补偿率 5.65%；二阶段净利润增长 10%，当前分红率 25%，二阶分红率 35%，永续阶段分红率 50%)。

我们看好公司发展，考虑公司当前估值水平，我们上调雅生活服务至“买入”评级，十二个月目标价 16.6 港元，相当于 2018 年 EPS 的 28.2 倍，2019 年 EPS 的 20 倍。

图表 43：同行估值比较图

股票代码	简称	总市值	PE TTM	PE FY18	PE FY19
02869.HK	绿城服务	175.56	33.07	30.13	22.93
01778.HK	彩生活	65.10	13.69	11.09	8.57
02669.HK	中海物业	76.26	20.70	19.06	15.22
06098.HK	碧桂园服务	345.50	42.84	37.22	27.75
603506.SH	南都物业	22.92	28.09	49.30	34.35
CBRE.N	世邦魏理仕	155.42	21.24	14.66	13.65
CSGP.O	科士达地产	152.90	87.65	55.50	46.43
JLL.N	Jones Lang LaSalle Inc	66.48	22.13	14.05	13.37
FSV.O	FirstService Corp	30.61	51.49	42.36	36.86
CIGI.O	Colliers International Group Inc	30.67	46.89	20.76	17.74
行业平均			36.78	29.41	23.69
03319.HK	雅生活服务	166.67	27.25	21.74	15.40

资料来源：Choice、东方财富证券研究所

## 8. 未来催化剂

外拓面积超过预期  
增值服务贡献显著提升  
宣布收购

## 9. 风险提示

非业主增值服务收入增速不及预期  
竞争激烈，拓展市场速度低于预期，拓展项目净利润过低  
雅居乐、绿地交付项目迟于预期  
社保对用工成本的影响超预期  
政策风险

图表 44: 利润表 (百万元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1760.75	3427.88	4831.86	6232.53
营业成本	1170.19	2256.57	3213.34	4164.46
毛利	590.57	1171.31	1618.52	2068.07
其他收入	11.30	5.00	5.00	5.00
销售及分销成本	32.63	52.18	69.73	87.98
行政开支	170.02	274.23	386.55	498.60
其他开支合计	0.00	0.00	0.00	0.00
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本	-4.28	-57.39	-106.50	-127.82
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	403.50	907.29	1273.74	1614.30
所得税	102.49	217.75	305.70	387.43
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	301.01	689.54	968.04	1226.87
本公司拥有人应占净利润	290.53	669.72	945.82	1201.92
非控股权益应占净利润	10.48	19.83	22.22	24.95

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



**西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。