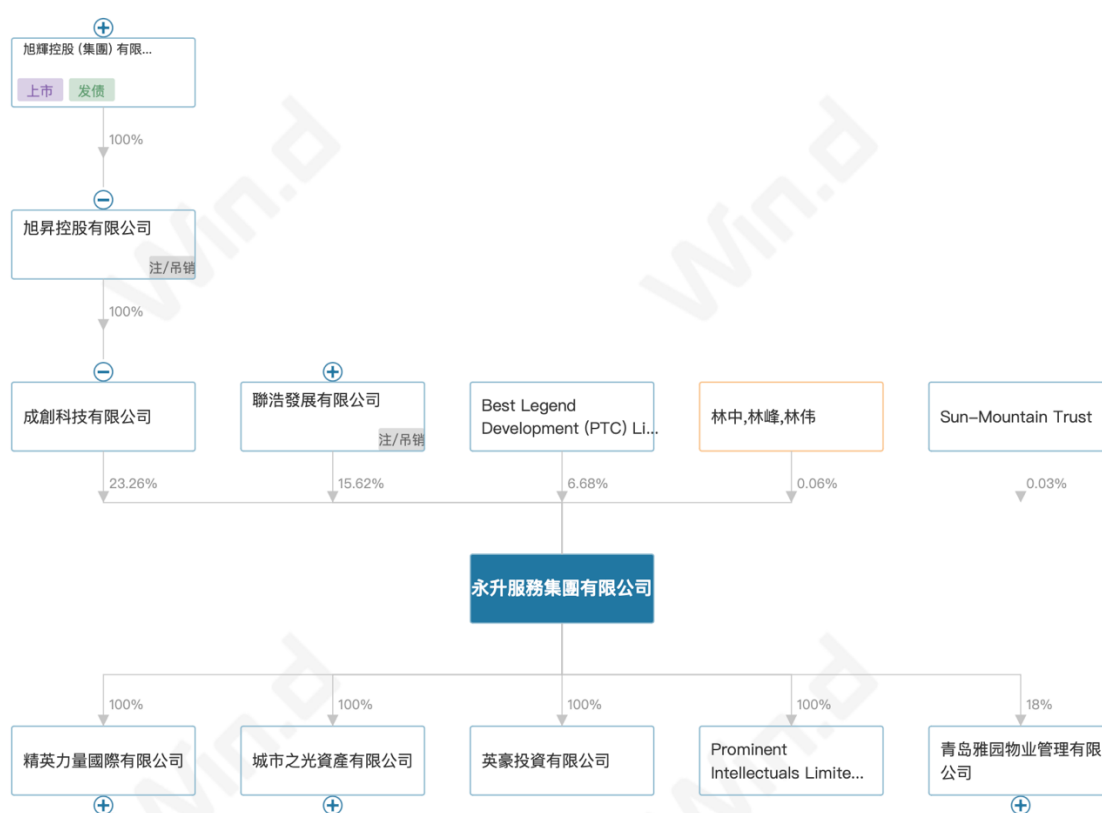


1995.HK 永升服务

永升服务集团有限公司成立于 2018 年，是一家中国控股公司，与其子公司一起主要提供物业管理服务。该公司还提供社区增值服务，以及对非业主的增值服务（包括向物业开发商或其他物业管理服务商提供的前期规划与设计咨询服务，以及于交付前阶段向物业开发商提供的开荒清洁、安保、绿化及维修保养服务）。永升服务的母公司是旭辉控股集团有限公司（CIFI Holdings (Group) Co. Ltd.）。自集团成立以来，截至 2023 年 12 月 31 号，公司的地理分布已从上海扩展至中国 110 座城市，以区域深耕为目标，追求有效规模扩张。

股权穿透图：



一、主营业务

(i) 物业管理服务; (ii) 社区增值服务; (iii) 对非业主的增值服务; (iv) 城市服务

1. 物业管理服务: 公司为物业开发商、业主及住户提供各种不同的物业管理服务，其**主要包括清洁、安保、园艺及维修及保养服务**。公司管理的物业组合包含住宅及非住宅物业。集团的非住宅物业包括办公大楼、商场、学校、医院、景区、政府楼宇、高速公路服务站、轨道交通及轮渡码头等。
2. 社区增值服务：集团为业主及住户提供的社区增值服务旨在提升其生活体验，并实现彼等资产的保值和增值该等服务主要包括 (i) 家居生活服务; (ii) 停车位管理及租赁服务; (iii) 物业经纪服务; 及 (iv) 公用区域增值服务。

3. 对非业主的增值服务:公司为非业主提供全面的增值服务, 主要包括 (i) 协销服务;(ii) 额外专项定制服务;(iii) 房修服务;(iv) 交付前检验服务;及 (v) 前期规划及设计咨询服务, 其涉及进入并检验每个单位, 以从终端使用者 角度提供充分的建议。
4. 城市服务:公司可以提供多样的城市服务。该等服务主要包括 (i) 城市环卫;(ii) 垃圾分类处理;(iii) 路政设施安装;(iv) 园林绿化工程;(v) 老旧社区改造;及 (vi) 智慧街区建设。

二、财务数据

1.资产负债表

	2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
上市前/上市后	上市后	上市后	上市后	上市后	上市后
物业、厂房及设备(万元)	12,341.70	12,970.80	11,226.40	8,620.10	6,243.20
投资物业(万元)	55,848.00	55,668.40	5,897.00	5,511.90	5,081.40
无形资产(万元)	31,849.40	35,419.60	37,168.70	9,104.90	10,060.00
商誉(万元)	148,817.10	145,465.60	134,370.70	47,095.20	43,112.80
递延税项资产(万元)	8,332.30	6,813.40	3,819.60	2,062.00	1,183.10
预付款项及其他应收款项(万元)	39,923.00	20,445.60	36.7	1,244.80	1,336.80
按公允价值计入损益(「按公允价值计入损益」)之金融资产(万元)	36,266.30	38,444.00			
递延合约成本(万元)	3,800.90	1,089.30	1,266.30		
非流动资产(万元)	337,178.70	316,316.70	193,785.40	73,638.90	67,017.30
存货(万元)	319.1	298.5	354.9		
贸易应收款项及应收票据(万元)	218,154.60	177,172.40	78,831.60	45,862.80	34,200.60
预付款项及其他应收款项(万元)	88,511.90	151,443.80	53,613.40	26,468.80	13,927.90
受限制现金(万元)	3,816.50	2,928.80	1,111.90	687.3	4,300.00
现金及现金等价物(万元)	234,151.00	153,437.40	398,504.60	317,058.90	128,364.20
按公允价值计入损益之金融资产(万元)	426.4	1,559.00			
其他金融资产(万元)				3,000.00	
流动资产(万元)	545,745.60	487,996.00	532,863.80	393,077.80	180,792.70
资产合计(万元)	882,924.30	804,312.70	726,649.2		
贸易应付款项及应付票据(万元)	115,029.10	100,216.30	58,636.40	36,284.80	28,459.30
租赁负债(万元)	1,084.80	1,121.90	1,125.00	1,382.80	797.2
应计费用及其他应付款项(万元)	133,549.50	122,812.90	110,634.70	69,331.90	49,018.70
借款(万元)	4,076.90	2,810.60	140		
税项拨备(万元)	10,396.50	10,493.20	13,507.20	12,487.40	7,010.20
合约负债(万元)	87,033.80	66,918.50	59,734.70	38,782.50	33,431.70
流动负债(万元)	351,170.60	304,373.40	243,778.00	158,269.40	118,717.10
流动资产净值(万元)	194,575.00	183,622.60	289,085.80	234,808.40	62,075.60
资产总值减流动负债(万元)	531,753.70	499,939.30	482,871.20	308,447.30	129,092.90
借款(万元)	418.2	4,805.70			
递延税项负债(万元)	8,245.10	9,056.50	10,700.80	4,660.20	4,851.60
租赁负债(万元)	794.8	1,494.30	917.9	1,550.80	1,321.80
其他长期应付款项(万元)	932.2	1,317.40	2,078.70	492.8	126.5
非流动负债(万元)	10,390.30	16,673.90	13,697.40	6,703.80	6,299.90
负债合计(万元)	361,560.90	321,047.30	257,475.4		
非控股权益(万元)	34,056.80	23,670.70	24,792.50	12,400.10	8,003.30
资产净值(万元)	521,363.40	483,265.40	469,173.80	301,743.50	122,793.00
股本(万元)	1,548.00	1,548.00	1,551.90	1,483.00	1,360.70
储备(万元)	485,758.60	458,046.70	442,829.40	287,860.40	113,429.00
本公司拥有人应占权益(万元)	487,306.60	459,594.70	444,381.30	289,343.40	114,789.70
权益总额(万元)	521,363.40	483,265.40	469,173.80	301,743.50	122,793.00

截止 2023 年, 公司总资产为 88.29 亿元, 其中非流动资产占 33.72 亿元

包括物业、厂房及设备: 1.48 亿元; 投资物业: 5.58 亿元; 无形资产: 3.18 亿元
商誉: 14.88 亿元; 递延税项资产: 0.83 亿元; 预付款项及其他应收款项: 3.99 亿元
按公允值计入损益 (按公允值计入损益) 之金融资产: 3.63 亿元; 道延合约成本:
0.38 亿元。流动资产占 54.57 亿元, 包括存货: 0.32 亿元, 贸易应收款项及应收票
据: 21.82 亿元, 预付款项及其他应收款项: 8.85 亿元, 受限制现金: 3.82 亿元, 现金
及现金等价物: 23.41 亿元, 按公允值计入损益之金融资产: 0.04 亿元。而公司总负债

为 36.15 亿元，其中非流动负债为 1.04 亿，而流动负债为 35.11 亿元。

分析：

无形资产&商誉：

无形资产和商誉均在 21 年有猛增，无形资产从 9,104.9 万元增至 3.72 亿，商誉从 4.71 亿增至 13.44 亿。主要原因是公司在 2021 年进行了多个大规模的收购活动，例如青岛雅园、上海星悦和美凯龙物业。这些收购活动带来了显著的商誉增加，特别是青岛雅园和美凯龙物业的并购。无形资产：新并购的公司带来了大量新的客户关系，例如，上海星悦和美凯龙物业的客户关系对无形资产的贡献显著。

	商譽		無形資產－ 物業管理合約及客戶關係	
	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
青島雅園物業管理有限公司 (「青島雅園」)	413,898	413,898	55,234	73,700
上海星悅	229,819	—	95,236	—
上海美凱龍物業管理服務有限公司 (「美凱龍物業」)	589,050	—	159,272	—
其他現金產生單位組別	110,940	57,054	18,732	17,349
	1,343,707	470,952	328,474	91,049

贸易及其他应收款：

趋势：从 21 年到 23 年连续三年大幅增长；2022 年: 17.7 亿元，较 2021 年增长了 125%；2023 年: 21.8 亿元，较 2022 年增长了 23%。

项目（人民币：千元）	2023年	2022年	2021年
贸易应收款项 - 关联方	913,198	787,426	136,322
贸易应收款项 - 第三方	1,535,600	1,212,605	761,313
应收票据	2,027	1,602	1,598
总计	2,450,825	2,001,633	899,233
减：信贷损失拨备	-269,279	-229,909	-110,917
净额	2,181,546	1,771,724	788,316

关联方交易从 2021 年的 1.36 亿元增加到 7.87 亿元 (曾遭到质疑)，第三方交易从 2021 年的 7.61 亿元增加到 12.1 亿元。公司与关联方和第三方的交易量均有显著增长，这种增长主要来自于物业管理、社区增值服务及城市服务。

信贷损失拨备从 2021 年的 1.1 亿元增到 2022 年的 2.29 亿元，再到 2023 年的 2.69 亿元，逐年增加，表明公司面临更多的坏账风险。

预付款项及其他应收款项:

流动资产的预付款项及其他应收款项从 2021 年的 5.36 亿元增加到 2022 年的 15.14 亿元, 这主要是因为业务量增长以及对物业经纪服务业务的投资增加所致。而在 2023 年又有了下降的趋势, 为 8.851 亿元。

贸易应付款项及应付票据(万元):

2021 年、2022 年和 2023 年公司贸易应付款项逐年增加。2021 年到 2022 年: 贸易应付款项从 5.86 亿元增加到 10.02 亿元。2022 年到 2023 年: 贸易应付款项从 10.02 亿元增加到 11.5 亿元, 继续增长的主要原因是业务扩张和分包成本增加。

	2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31
贸易应付款项及应付票据(万元)	115,029.10	100,216.30	58,636.40

类现金:

	2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31
现金及现金等价物(万元)	234,151.00	153,437.40	398,504.60
按公允价值计入损益之金融资产(万元)	426.4	1,559.00	
类现金总额	234577.4	154996.4	398504.6

公司的类现金资产在 2021 年至 2022 年间显著减少, 但在 2023 年有所回升。2023 年的类现金资产总额为 23.46 亿元, 比 2022 年增加了 7.9 亿 (52%), 但比 2021 年减少了 16.39 亿 (-41%)。

2.利润表

	2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
收入(万元)	653,742.30	627,647.90	470,281.60	311,956.30	187,782.20
营运收入合计(万元)	653,742.30	627,647.90	470,281.60	311,956.30	187,782.20
销售成本(万元)					-132,242.40
服务成本(万元)	-528,441.50	-498,319.60	-340,295.10	-214,005.60	
毛利(万元)	125,300.80	129,328.30	129,986.50	97,950.70	55,539.80
其他收入及其他收益及亏损(万元)	5,432.20	17,547.60	12,219.60	-1,027.80	4,804.50
销售开支(万元)	-9,428.20	-10,007.80	-8,279.90	-6,106.50	
行政开支(万元)	-47,220.60	-46,353.10	-38,212.10	-27,161.30	-24,651.90
金融资产的预期信贷亏损(万元)	-4,611.30	-15,742.40	-6,222.00	-3,214.80	-2,411.60
其他开支(万元)	-811.7	-275.8	-2.2	-478.6	-254.3
经营溢利(万元)	68,661.20	74,496.80	89,489.90	59,961.70	33,026.50
财务成本(万元)	-586.8	-401.4	-348.6	-149.8	-133.4
其他开支(万元)					-32.4
分占合营企业亏损(万元)					-9.5
除税前溢利(万元)	68,074.40	74,095.40	89,141.30	59,811.90	32,851.20
所得税开支(万元)	-15,077.50	-16,506.20	-19,887.80	-15,550.30	-7,955.80
持续经营业务税后利润(万元)	52,996.90	57,589.20	69,253.50	44,261.60	24,895.40
除税后溢利: 年内溢利及全面收益总额(万元)	52,996.90	57,589.20	69,253.50	44,261.60	24,895.40
归属于少数股东的净利润与综合收益总额(万元)	9,549.70	9,578.10	7,552.10	5,224.40	2,510.90
归属于母公司的净利润与综合收益总额(万元)	43,447.20	48,011.10	61,701.40	39,037.20	22,384.50
每股基本盈利(元)	0.25	0.27	0.37	0.24	0.15
每股摊薄盈利(元)	0.25				0.15

2019-2023 年营业收入分别为 18.78 亿，31.19 亿，47.03 亿，62.76 亿，65.37 亿，
2020-2023 年每年收入增速分别为 66.1%，50.8%，33.5%，4.2%。
2019-2023 毛利率分别为 29.58%，31.40%，27.64%，20.61%，19.17%。
2019-2023 每股盈利分别为 0.25，0.27，0.37，0.24，0.15

根据不同业务来分，物业管理服务的收入逐年增长，从 2015 年的约 2.1 亿元增长至 2023 年的约 44.6 亿元。除了 2023 年的增长率下降到 14.80%。总体而言，这部分收入显示出较高的稳定性。社区增值服务收入增长率在早期较高（如 20 年 63%），但近两年收入出现负增长，显示出较大的波动性和不稳定性。非业主增值服务的增长率显示出明显的波动性，尤其是 2023 年的负增长。

永升服务[1995.HK] - 主营构成(按项目) (单位：万元，CNY)	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
物业管理服务收入									
收入	20,894.80	29,613.30	47,226.80	66,685.30	106,998.70	175,729.80	265,442.50	388,781.10	446,318.80
增长率		41.73%	59.48%	41.20%	60.45%	64.24%	51.05%	46.47%	14.80%
社区增值服务									
收入	2,430.90	5,177.50	11,006.40	19,844.70	48,319.40	78,989.50	109,948.40	102,006.30	89,028.20
增长率		112.99%	112.58%	80.30%	143.49%	63.47%	39.19%	-7.22%	-12.72%
非业主增值服务									
收入	10,074.50	13,205.50	14,298.50	21,053.00	32,464.10	57,168.00	86,736.20	96,442.90	77,755.70
增长率		31.08%	8.28%	47.24%	54.20%	76.10%	51.72%	11.19%	-19.38%
城市业务									

3、现金流量表

2021-2023 年经营活动现金流量净额分别为 8.37、-10.19、9.13 亿，
净现比 分别为 1.35, -2.1, 2.1.

22 年净现比为负，表明公司在这一年的净利润为正，而经营活动现金流量为负。这意味着公司的盈利能力很低，存在虚增利润的风险。同时大量应收账款未能及时回收。

	2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31
存货(增加)减少(万元)	-20.6	56.8	-177.9		
贸易应收款项及应收票据增加(万元)	-43,084.00	-109,885.70	-32,972.90	-12,549.30	-18,093.30

三、经营数据

	2020	2021	2022	2023
合约面积(百万平方米)	181.2	270.8	303.4	308.3
在管面积(百万平方米)	101.6	171	210	221.4
合约面积增速(%)		49.4%	12.0%	1.6%
在管面积增速(%)		68.3%	22.8%	5.4%
合约面积/在管面积(%)	178.3%	158.4%	144.5%	139.3%

合约面积：从 2020 年的 181.2 百万平方米增加到 2023 年的 308.3 百万平方米，显示出合约面积的持续增长，但增长率逐年下降。

在管面积：从 2020 年的 101.6 百万平方米增加到 2023 年的 221.4 百万平方米，也显示出持续增长，增速也逐年下降。说明公司在将合约面积转化为实际管理面积上的效率在降低。

合约面积除以在管面积的比值逐年减少，意味着物业公司的新签合约面积增长速度小于现有管理面积的增长速度。预示着未来在管面积和收入增长的潜力有限。

项目	2023年 在管面积占比	2022年 在管面积占比	2021年 在管面积占比
旭辉集团	25%	20%	19%
第三方物业开发商	75%	80%	81%

2023 年，旭辉集团占比为 25%，第三方物业开发商占比为 75%。相比 2022 年和 2021 年，旭辉集团的占比逐年增加，而第三方物业开发商的占比则相应减少。**显示出母公司旭辉集团对永升集团的影响依旧显著。**尽管永升集团在逐步扩展其第三方物业开发商的业务，但母公司占比的增加表明**其依赖性并没有显著降低。**

四、估值

关键指标	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业总收入 (百万)	3,119.56	4,702.82	6,276.48	6,537.42	6,756.00	7,286.00
增长率 (%)	66.13	50.75	33.46	4.16	3.34	7.84
归母净利润 (百万)	390.37	617.01	480.11	434.47	427.5	494.5
增长率 (%)	74.39	58.06	-22.19	-9.51	-1.6	15.67
EPS (稀释)	0.24	0.37	--	0.25	0.25	0.29
ROE (摊薄) (%)	13.49	13.88	10.45	8.92	8.35	9.2
ROA (%)	16.01	14.33	9.47	7.95	5.4	5.6
PE	61.3	28.08	14.29	5.29	5.58	4.82
PEG	0.82	0.48	-0.64	-0.56	-3.48	0.31