

审慎增持 (维持)

## 南都物业

603506

## 南都物业深度报告:深耕长三角,多业态综合布局铸就平稳增长

2020年05月22日

## 相关报告

《南都物业年报及一季报点评:综合布局铸就平稳增长,标杆项目拓展成长空间》2020-05-18

分析师:

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

研究助理:

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1244	1552	1913	2331
同比增长	17.6%	24.7%	23.3%	21.8%
净利润(百万元)	120	153	193	243
同比增长	24.1%	26.6%	24.2%	24.2%
毛利率	22.4%	24.5%	24.6%	24.9%
净利率	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%
净资产收益率(%)	16.51%	17.73%	18.02%	18.24%
每股收益(元)	0.85	1.08	1.34	1.66
每股经营现金流(元)	1.44	0.84	1.66	1.79

## 投资要点

公司深耕长三角,多业态综合布局铸就平稳增长。公司 2015-2019 年营业收入 CAGR 为 28%,2019 年住宅与非住宅业态收入占比分别为 52%和 48%,结构稳定且服务范围较广,包含商业、写字楼、学校等多种业态。公司聚焦长三角及中部核心城市,积极拓展市场空间,长三角地区收入占比 91%,复合增长率 25%,中部城市复合增长率为 44%。

机构物业处于行业生命周期中的成长期,近年龙头公司业绩快速增长。估算 2018 年物管行业整体空间约为 1 万亿,其中机构物业收入占比约为 55%。社会整体经济活动发展到一定水平后,必然提出对设备管理更高的需求,同时物联网等技术的科技赋能加速落地,需求与供给相互促进。近年龙头公司过去 3 年营收加速增长,CAGR 约 28%。

公司增值服务增长较快且多为业主增值,未来空间较大。公司业务获取以第三方拓展为主,增值服务主要为业主增值服务。从总量来看,2019 年增值服务收入为 0.93 亿元,占总收入比重为 8%。业主增值的前期试错成本较高,公司可以快速学习行业先进经验,后发优势巨大。公司近年增值服务收入复合增长率为 46%,其中家政服务和空间运营服务增长势头良好。

近期浙江省出台政策推进老旧小区改造,公司深耕浙江,积极布局。杭州市计划未来 3 年改造 3000 万平米的老旧小区,估算浙江省改造 5000 万平米的老旧小区。公司深耕浙江,同政府合作较多,预计将积极布局新业务。

投资建议:公司业绩增长稳定,业主增值服务成长迅速,机构物业具有优势地位且行业潜力巨大。预计公司 2020、2021 年 EPS 分别为 1.08 元、1.34 元,按照 2020 年 05 月 21 日收盘价,对应 PE 分别为 24 倍、19 倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示:项目拓展进展较慢,人力成本上升过快,增值服务方向不清晰

## 目 录

1、 综合性物业管理服务商，深耕长三角地区 .....	- 3 -
1.1、起步南都集团，A 股首家上市物管企业 .....	- 3 -
1.2、2019 年及一季度业绩增长均为 20%左右，盈利能力小幅提升 .....	- 4 -
1.2、业态结构布局合理，多业态发展均衡 .....	- 6 -
1.3、积极布局区域拓展，迎来新增项目增长期 .....	- 8 -
2、 物业机构万亿级蓝海，竞争格局利于龙头企业 .....	- 10 -
2.1、目前全国物管行业整体空间约 1 万亿，机构物业占比约 55% .....	- 10 -
2.2、机构物业具有一定的技术门槛，各细分领域均有广阔的成长空间 .....	- 11 -
2.3、物业管理行业仍处于生命周期中的成长期 .....	- 12 -
3、 业主增值服务迅速增长，未来发展潜力巨大 .....	- 14 -
3.1 积极拓展增值服务业务，实现快速发展 .....	- 14 -
3.2 多元化业务同步发展，细分赛道凸显发展潜力 .....	- 14 -
3.3 优质服务存在营收增长空间 .....	- 15 -
4、 浙江省推进老旧小区改造，公司深耕浙江，积极布局 .....	- 16 -
4.1 浙江省推进老旧小区改造，提供大量市场机会 .....	- 16 -
4.2 老旧小区改造预期将成为新的业务增长点 .....	- 17 -
5、 盈利预测与估值 .....	- 18 -

## 报告正文

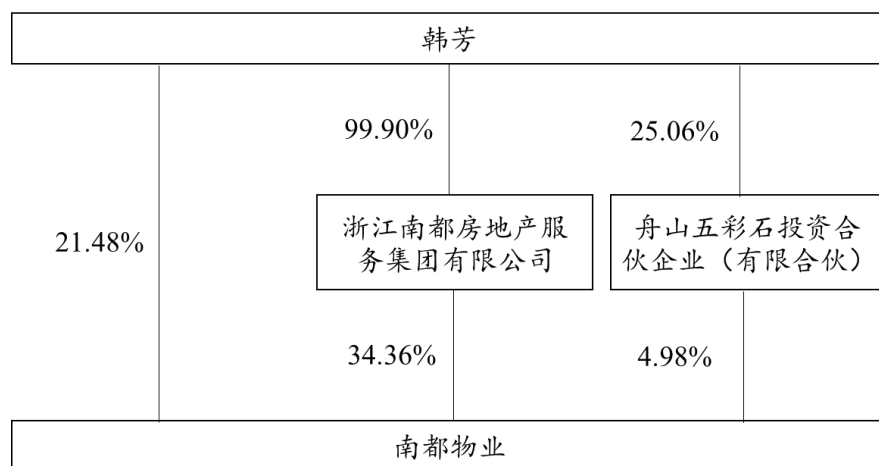
## 1、综合性物业管理服务商，深耕长三角地区

## 1.1、起步南都集团，A股首家上市物管企业

南都物业成立于1994年，起源于南都集团，沿革至今，是中国第一代、浙江省第一批注册成立的独立第三方物业服务企业。2018年2月公司成功登陆A股市场，成为A股上市的第一家物业公司。公司服务对象涵盖住宅、商业、写字楼、产业园区、学校、政府公建项目等多种物业类型。服务版图遍布浙江省各大城市，并进入北京、上海、重庆、江苏等十余省（直辖市），目前签约及中标项目500余个，面积逾6000万平方米，与银泰集团、绿地集团、阿里巴巴等十余家大型企业集团形成长期合作伙伴关系。

截至2019年12月31日，韩芳直接持有公司21.48%的股权，通过浙江南都房地产服务集团有限公司间接持34.33%的股权，通过舟山五彩石投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司1.25%的股权，合计持有公司57.06%的股权，成为公司实际控制人。

图 1、公司实际控制人为韩芳



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、南都物业发展大事记

年份	事件
1993	浙江南都房产集团有限公司成立，南都品牌起源
1994	南都房产集团全资子公司浙江南都物业管理有限公司成立
2004	南都物业成功推出顾问咨询业务，承接第三方业务
2005	首次进驻江苏市场
2007	南都物业成为独立第三方物业服务企业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

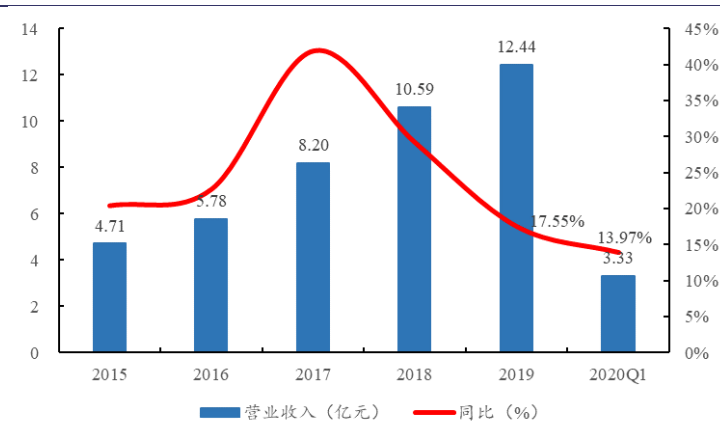
2011	南都物业与银泰置地集团达成合作，首次荣膺全国物业管理综合实力百强企业前三十强
2012	首次进驻上海市场
2013	首次进驻山东市场
2015	南都物业完成股份制改造
2016	首次进驻北京、河南、湖南、山西、四川等市场
2018	南都物业成功上市，成为中国 A 股物业第一股
2019	完成集团化升级，正式更名“南都物业服务集团股份有限公司”

资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、2019 年及一季度业绩增长均为 20% 左右，盈利能力小幅提升

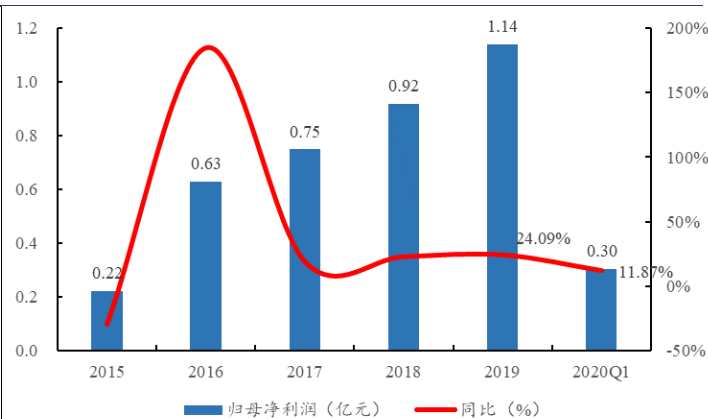
公司公布 2019 年报及一季报，业绩继续保持稳健增长。2019 年，公司实现营业收入 12.44 亿元，同比增长 17.55%，公司致力于提供多元化的服务产品，在案场服务、顾问服务及增值服务方面营收同比增加 29.03%、153.08% 和 36.12%；一季度受公共卫生事件影响，整体业绩有小幅下降，但营收增速总体保持 13.97% 的增长速度，预计年度增速将有所回升。2019 年，公司归母净利润首次突破 1 亿元，同比增长 24.09%，多年来保持稳步增长；一季度公司归母净利润为 0.3 亿元，同比增长 11.87%，在行业外部冲击较大的市场环境下依旧取得了理想的业绩回报。

图 2、公司 19 年及 20 年一季度营业收入稳定增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司 19 年净利润突破 1 亿元

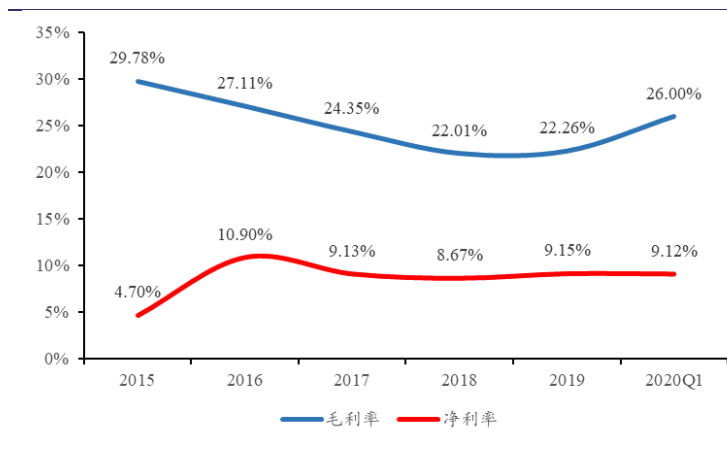


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**毛利率与净利润小幅提升，净资产收益率有所反弹。**目前，公司正处于多元化业务的探索实践时期，近两年公司积极开拓长租公寓等新服务业态，成本同比增长 64.2%，拉低了近两年的毛利率水平，但在增值服务方面，公司 2019 年毛利率为 67.36%，服务盈利能力较强，有助于构筑企业核心竞争优势，因此 2019 年和 2020 年一季度公司毛利率水平分别为 22.26% 和 26%，上升趋势明显。同时，得益于公司顾问服务和增值业务收入的快速增长，公司的净利润率和 ROE 水平也有小幅上升，2019 年净利润率较 2018 年增长 0.5 个百分点至 9.15%，ROE 水平反弹至 15.78%，由于公司经营期间负债水平较低，ROIC 与 ROC 差距极小，反映了公司

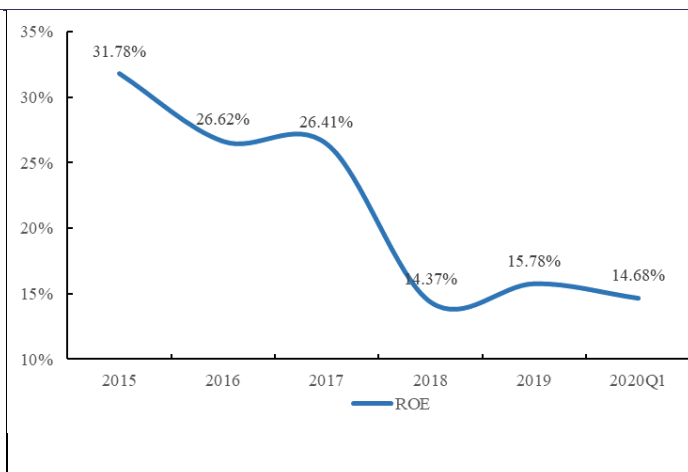
优良的财务情况；一季度行业环境下行，导致盈利水平有所下降，一季度净利润率和 ROE 分别为 9.12% 和 14.68%，未来随着市场整体环境的持续向好和公司多元化战略的进一步落地，公司的盈利能力会逐步提升，净利润及 ROE 水平在未来仍具有较大的成长空间。

图 4、毛利率与净利率均有所回升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019 年 ROE 较去年同期增长 1.41 个百分点



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

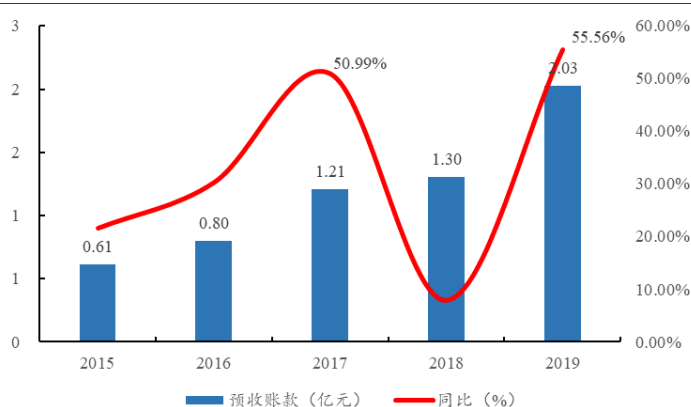
图 6、公司负债较少，ROIC 水平和 ROC 差距较小



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

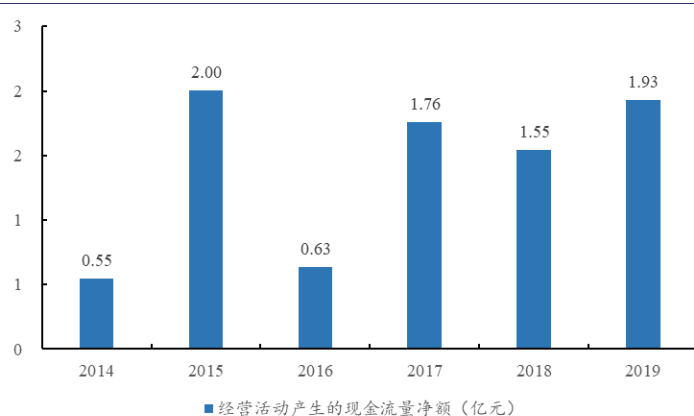
**企业预收大幅增长，经营活动现金流增长较快。**2019 年，企业预收账款项目实现大幅增长，实现预收 2.03 亿元，同比大增 55.56%，具体表现为物业管理费及装修款项的大幅增长，2019 年收缴的物业管理费为 1.43 亿元，稳定增长约 12%，体现出企业良好的经营管理能力。受此影响，公司经营活动现金流也出现一定程度的改善，2019 年经营活动现金净流量为 1.93 亿元，同比增长 0.38 亿元，随着公司经营规模的不断扩大，公司现金净流量表现良好，经营拓展能力优秀。

图 7、2019 年预收账款同比上升 55.56%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2019 年企业经营活动现金流量增长约 0.4 亿元

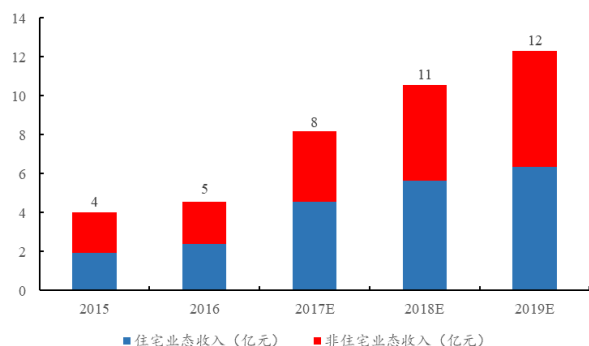


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、业态结构布局合理，多业态发展均衡

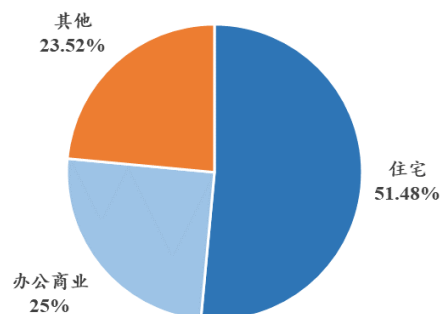
公司住宅业态结构相对合理。公司基础物业管理服务主要包括以规模为主的住宅和以效益为主的非住宅，两者在公司营收之间的占比相对均衡。公司披露，2019 年公司包干制营业收入约为 9.86 亿元，其中住宅业态的营业收入为 5.11 亿元，占包干制收入比重为 51.84%，则非住宅业态的营收占比接近 50%，在此之中毛利率相对较高的办公、商业的营收占比约为 25%，其他业态主要包括学校、园区、场馆或前期项目等。总体而言，公司充分利用独立第三方物业管理服务公司的优势，发展多种服务业态，业态分布较广，在管理上存在明显优势。

图 9、住宅物业及非住宅形态结构均衡



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

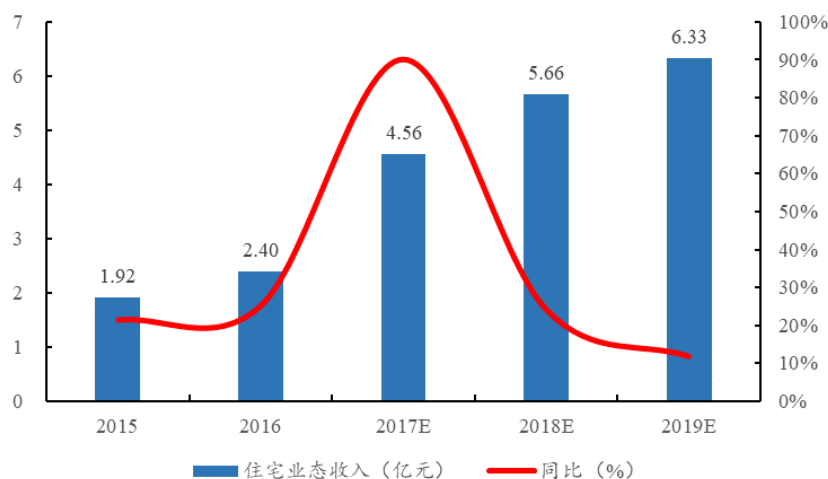
图 10、2019 年住宅业态占比约为 51.48%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、住宅业态营收 CAGR 达 27%





资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**住宅物业呈现规模优势。**在用户规模上，住宅物业主要面向广大基础用户，根据公司披露的数据，目前公司拥有的在管住宅用户数量约为 60 万户，用户体量十分庞大，而大量的客户资源则可以通过发展增值服务形成较强的规模效应，为企业带来十分可观的收入。如果假设住宅物业营收占包干制收入比重等同于住宅物业占总营收比重，则 2019 年住宅物业收入将达 6.33 亿元，年复合增长率为 27%，另外，公司约 1000 万平方米的储备面积也大部分为住宅项目。丰富的用户基数及充足的储备项目为公司未来住宅项目规模的扩大化提供了基础，体现了公司“扩大基本盘、做大规模”的发展战略，对于深耕业务需求、提升用户满意度具有较强的促进作用。

**商办类物业为公司优势业务，业绩稳定增长。**公司成立于 1994 年，经过二十多年的市场化运营，公司在商办物业上沉淀了较强的优势，曾在全国物业服务企业商业类排名位居第 4 位，2016 年公司曾获中指院评选的“中国物业服务商办物业管理 TOP10”称号。根据我们的估算，南都物业的商办类服务营收约为 3.08 亿左右，约占公司包干制营收的 25% 左右，对比同行业营收及占比均较高，具有较强的行业竞争力。

表 2、南都物业近期商办物业项目

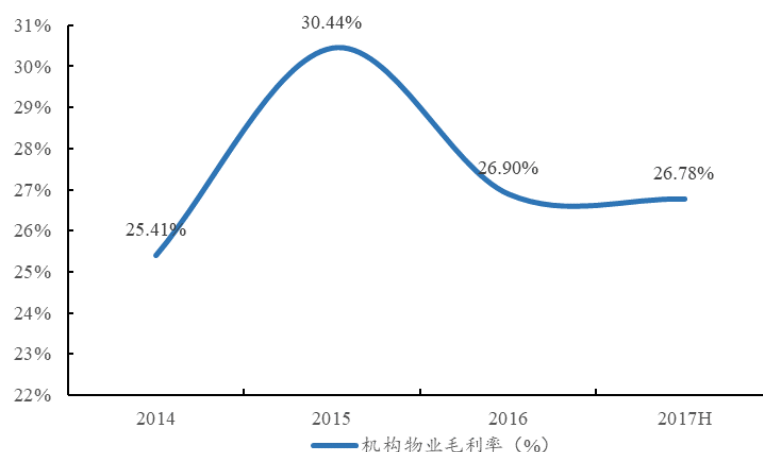
合作方	商办合作内容
阿里巴巴	为阿里巴巴首个购物中心亲橙里提供“轻资产输出管理”的物业服务，服务面积约 4 万平方米，同时为菜鸟网络金义产业园、菜鸟网络总控中心等众多项目提供物业服务
银泰商业	为杭州城西银泰城、杭州武林银泰城、海宁银泰城等在内的 7 个银泰商业项目提供专业化精细服务

绿地集团	为绿地集团下的商业项目上海新都会、绿地广场、浦创商务大厦、东海岸时代广场提供物业服务
建设银行	为建行浙江省分行大楼提供物业服务、“无感支付”停车服务等
之江城投	为之江城投总部大楼提供物业服务

资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

**同时机构物业持续为企业带来品牌效应。**与住宅物业不同的是，机构物业在毛利率和为公司带来的品牌影响力方面更具有优势，它可以形成行业标杆，集中体现一个物业公司的综合实力。建行浙江省分行大楼是南都物业在机构类物业最具代表性的项目之一，公司承担了整个建行的后勤服务，主要包括有员工食堂、宴会服务、VIP 接待、会务服务等一系列的配套服务与管理，将物业服务又带入了一个全新的领域。为建行提供超越期望的服务，会务团队的专业化服务也得到了建行省分行领导和人员的高度赞许。

图 12、机构物业毛利率水平超过 25%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

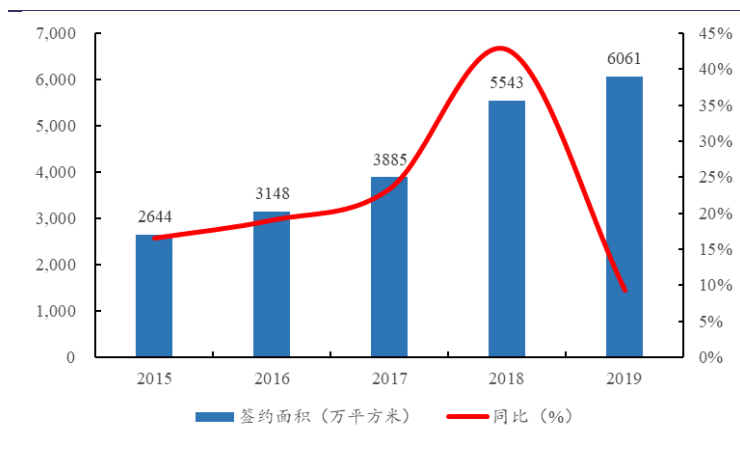
### 1.3、积极布局区域拓展，迎来新增项目增长期

**增量拓展速度有所趋缓，未来新增项目预计将有所改善。**2019 年全年公司新增签约项目 77 个，签约面积约为 732.17 万平方米，同比增长 9.35%，增速相比于 2018 年有所放缓，主要由于市场上住宅项目获取空间收窄，由于大多数物业管理都有开发商母公司的因素，第三方物业管理企业则较难承接较多的住宅项目，而南都物业储备面积中住宅项目占比较大，约占 2/3，所以新增项目面积容易出现较大的波动，但整体还是处于增长状态。未来，随着公司与当地政府及中小型开发商合作的推进，将会有一批新增项目流入企业。例如杭州市政府 2020 启动老旧小区改造项目，预计三年内杭州市将新增近 3000 万平方米的物业管理面积需求，企业拓



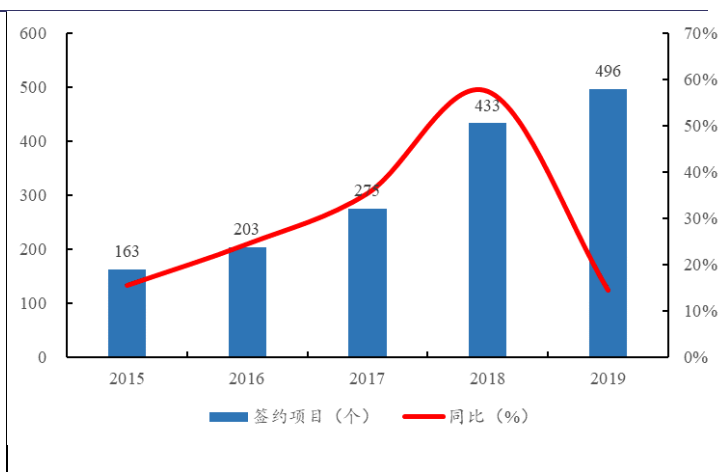
展速度将得到极大提升。

图 13、2019 年新增签约面积有所下降



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

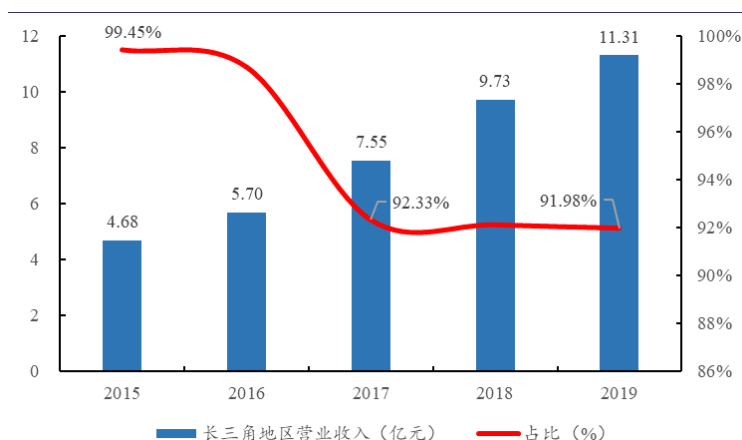
图 14、2019 年新增项目同比增加减少



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

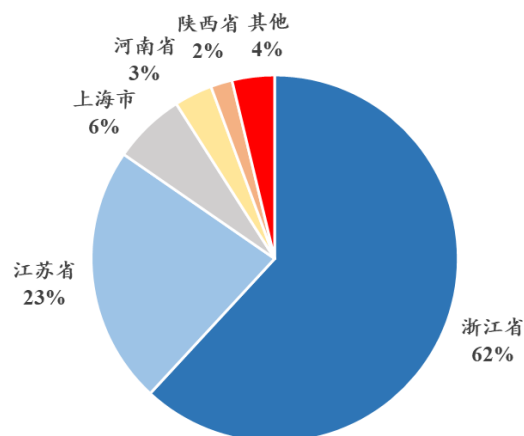
公司深耕长三角地区，并逐步向外部核心城市拓展。公司是发源于杭州并立足于长三角地区的综合型物管企业，多年来在该地区的营收稳步增长，2015-2019 年复合增长率为 24.69%，除了长三角地区本身具有较大的物业发展潜力外，公司也展现出强大的地区物业影响力。随着房地产逐渐步入存量时代，公司着手以物业管理服务为基础，按照“3+X”战略布局长三角、中部发达城市市场，目前，公司在河南、陕西、山西等中部地区的销售规模已经达到 7500 万，增速为 44.3%，增长势头良好。物业蓝海未来市场广阔，公司立足长三角及中部强二线省会城市的发展战略有利于抢占市场优势，未来市场成长空间巨大。

图 15、公司深耕长三角地区，营收占比在 90%以上



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、长三角占比下降，逐渐拓展中西部核心城市



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

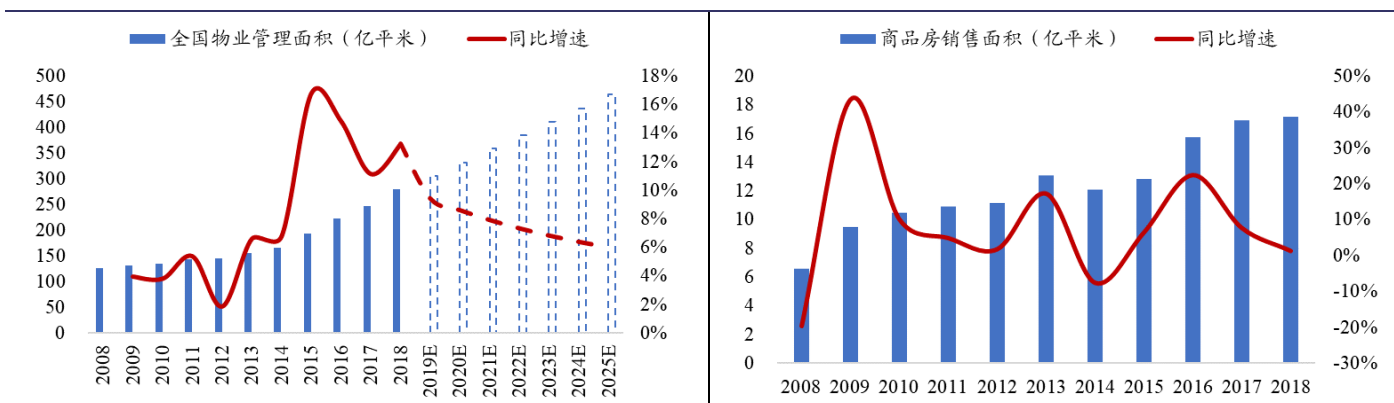
## 2、物业机构万亿级蓝海，竞争格局利于龙头企业

### 2.1、目前全国物管行业整体空间约 1 万亿，机构物业占比约 55%

过去 5 年，全国物业管理面积保持较快的增长，预计未来 10 年随着消费升级以及服务升级和全民付费意识的提升，物管行业整体仍将保持较快的增长。根据物业管理协会数据，2018 年末全国物业管理面积达 279 亿平方米，8 年时间整体物业管理面积翻倍，2008-2018 年 CAGR 为 8.3%。其中，近五年商品房（住宅+非住宅）销售和交房的高增长，近五年 CAGR 提升至 12.5%。未来随着竣工周期的回温，交房数量的提升，物业管理行业持续受益，同时，消费升级以及服务品质的升级，各类增值服务的展开，预计物业管理行业持续收益。

图 17、近五年全国物业管理面积 CAGR 为 13%

图 18、商品房销售对物业管理面积形成支撑



资料来源：物管协会，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

目前机构物业占比约 55%，预计 10 年后也是万亿级市场。根据全国物业管理协会披露的数据并测算，截至 2018 年全国物业管理市场空间已达约 1 万亿，其中机构物业占比 55%。但由于机构物业的平均物业费较高，机构物业的管理面积占比仅 37%。若保持每年 7% 的增长速度，机构物业的潜在市场也将达到万亿级别。

表 3：2018 年全国物业管理行业市场空间约为 1 万亿元

业态	物业管理面积（亿平）	物业费（元/平方米/月）	市场空间（亿元）
住宅	177.30	2.10	4468
商业	16.31	6.19	1211
办公	25.80	5.94	1839
产业园区	17.36	3.41	711
学校	14.78	2.83	502
医院	4.79	6.19	356
公共	4.21	3.73	188
其他	18.75	3.21	722
合计	279.30		9997

资料来源：物管协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4：预计 10 年后，机构物业管理行业的市场空间将超 1 万亿元

	2018	2019E	2020E	2025E	2030E
--	------	-------	-------	-------	-------

全国物业管理面积（亿平）	279	306	332	463	595
市场空间（亿元）	9997	10938	11880	16586	21293
其中：住宅	4468	4889	5309	7413	9516
其中：机构	5529	6050	6570	9173	11777

资料来源：物管协会，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、机构物业收入占比过半

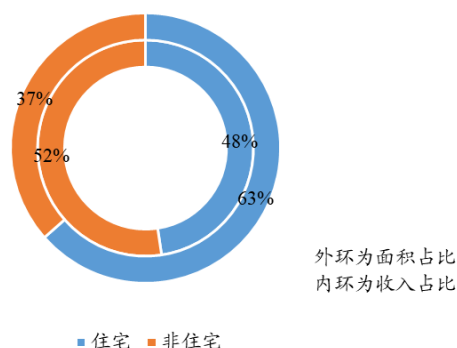
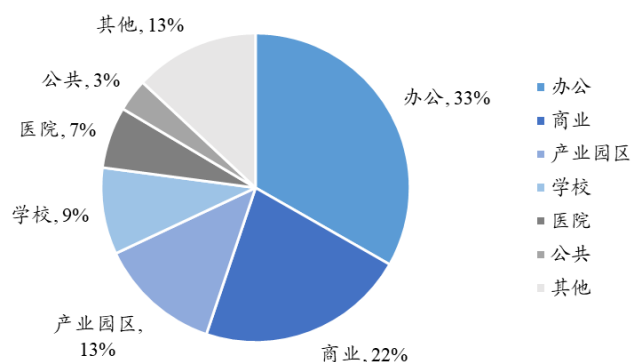


图 20、机构物业业态丰富



资料来源：物管协会，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：物管协会，兴业证券经济与金融研究院整理

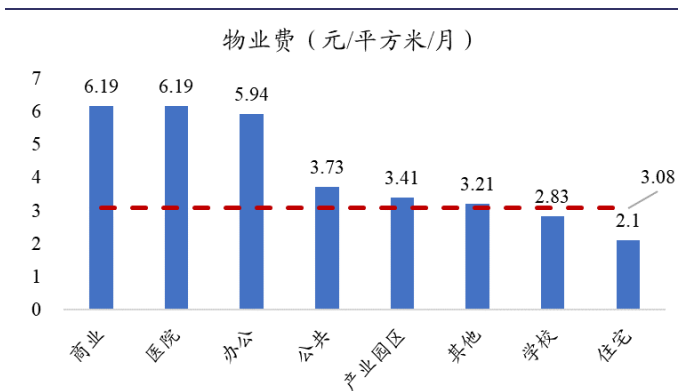
## 2.2、机构物业具有一定的技术门槛，各细分领域均有广阔的成长空间

**机构物业需要具有一定的技术实力。**目前机构物业大部分采用招标的形式选择供应商，其中技术部分以及企业资质的权重占比一般在 80%，商务成本部分占比约 20%。对于涉及复杂机电设备管理的各类型物业来说，将其有效的管理运营维护，需要一定的技术实力。同样的一栋商业楼，高效率的物业管理方和低效率的物业管理方，成本的支出可能差别较大。物业管理公司是否具备一定的技术实力，是业主方重点考虑的要点。

**机构物业的收缴率较高。**因为物业的甲方为单一业主，所以机构物业管理费的收缴率高于住宅。但是若物管公司提供的服务达不到业主要求，也存在退场的问题。

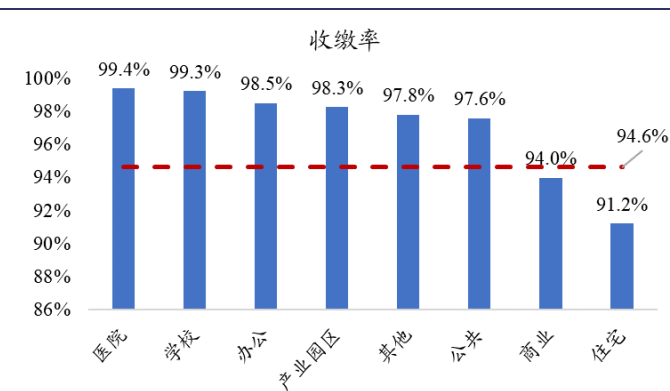
**机构物业细分领域中，商办的空间占比较高。**从细分业态来看，商业办公物业面积与单价都较高，市场空间占比 55%；园区学校物业面积较大而单价较低，占比 22%；医院、公共物业面积较低，技术要求高，占比 10%。

图 21、机构物业单价较高



资料来源：物管协会，兴业证券经济与金融研究院整理

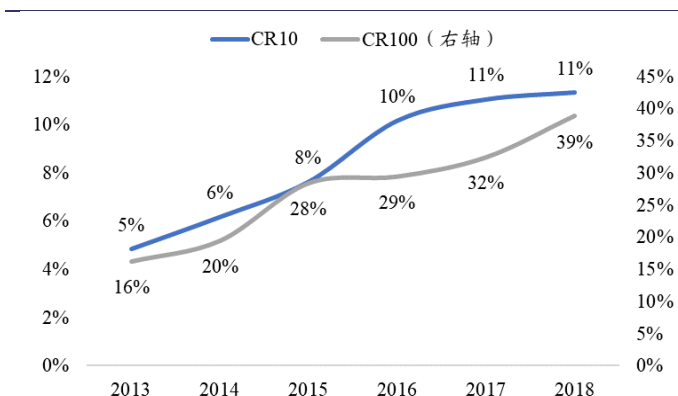
图 22、机构物业收缴率较高



资料来源：物管协会，兴业证券经济与金融研究院整理

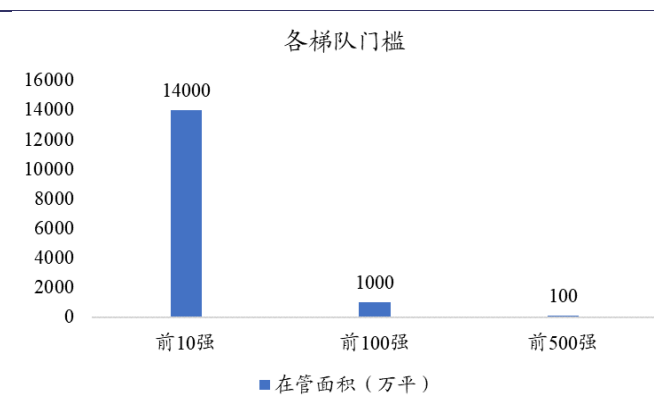
目前行业集中度仍然较低。自 2013 年以来，物管行业集中度持续提升，CR100 从 16% 提升至 39%，CR10 从 5% 提升至 11%，但目前集中度仍较低。2018 年，100 强企业平均管理项目 415 个，平均管理面积 8000 万平。相对住宅物业，机构物业的行业集中度更低，机构物业多为地方性的中小企业，预计未来机构物业的行业整合将加速。南都物业多次入围中国物业管理协会全国物业服务企业综合实力前三十强，曾在全国物业服务企业商业类排名位居第 4 位，并于 2019 年荣获中国指数研究院“2019 中国物业服务百强企业”综合排名第 18 名，处于行业前列位置，并在公司业务分布的主要区域形成了良好的口碑，对存量项目的续约及规模的扩张产生积极影响。

图 23、物业管理行业集中度仍较低



资料来源：中指院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、头部企业与后续梯队的差距逐步拉开



资料来源：物管协会，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、物业管理行业仍处于生命周期中的成长期

根据行业生命周期理论，行业的演进发展可分为形成期、成长期、成熟期以及衰退期四个阶段。各阶段的行业特征如下表所示：

表 5：行业生命周期各阶段特征

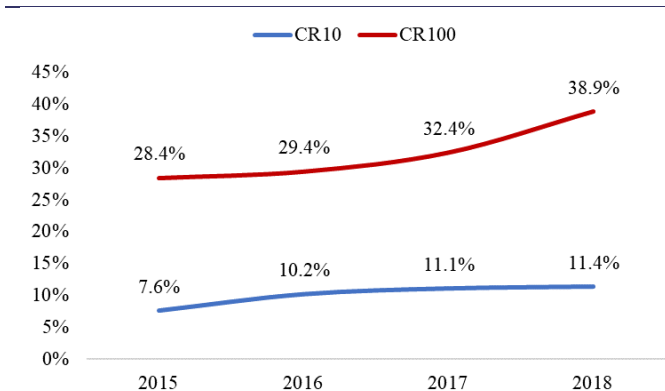
	形成期	成长期	成熟期	衰退期
组织	企业少，集中度低	企业增加，集中较低	集中度高	企业减少
产品	技术弱，产品单一	产品差异化	产品同质化	产品竞争力下降
规模	规模小，增长慢	规模增，增长快	增速减缓	规模降
利润	利润微薄	利润高	利润最高	利润降
竞争	壁垒低，竞争小	壁垒低，价格竞争	壁垒高，非价格竞争	壁垒高，竞争剧烈

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

物管行业处于成长期，其盈利能力的拐点仍然遥远。从行业组织、产品、规模、利润、竞争角度来看，当前物管行业处于成长初期，龙头企业盈利能力有望快速提升，利润率增速的拐点尚有距离，利润率将在长期内保持稳定。

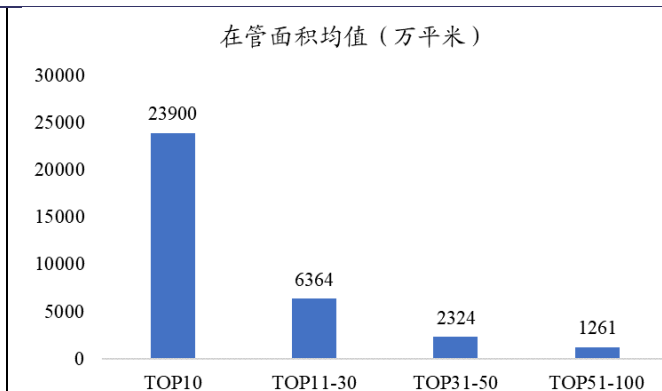
- 1) 组织角度，物业管理行业前十强和前百强企业的市场份额不断提升，呈现上涨趋势，但其绝对值较其他行业仍较低。
- 2) 产品角度，现阶段物管行业提供的产品约 80% 为基础物业服务，多种经营收入占比逐年提升，各龙头企业正在逐步探索适合自身的增值服务，产品差异化特征明显。
- 3) 规模角度，行业市场空间不断提升，近五年全国物业管理面积保持较快增长，管理面积 CAGR 为 12.5%。
- 4) 利润率角度，上市龙头物管公司销售毛利率呈逐年上升趋势，可比公司毛利率均值由 2015 年的 23% 提升至 2019H1 的 27%。
- 5) 竞争角度，物管行业进入门槛较低，市场企业总数超过 10 万家，竞争压力较大，近年来部分上市公司也面临了价格竞争压力。

图 25、物管行业集中度仍较低



资料来源：中指院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、物管行业头部效应显现



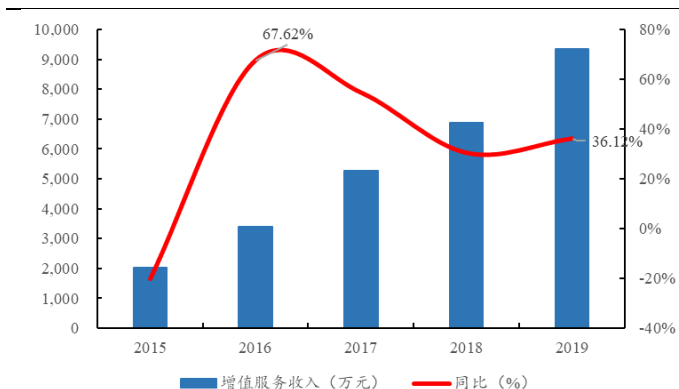
资料来源：中指院，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、业主增值服务迅速增长，未来发展潜力巨大

#### 3.1 积极拓展增值服务业务，实现快速发展

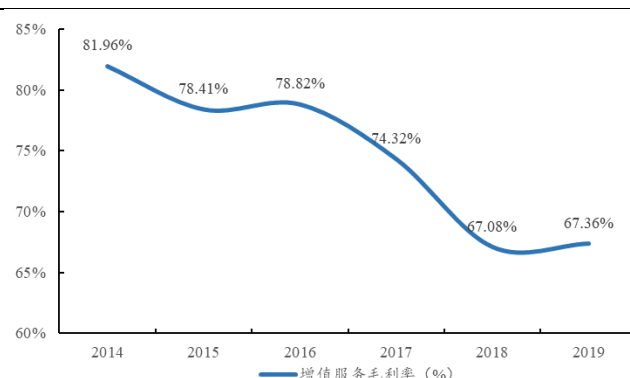
公司积极拓展增值服务业务，实现年均复合增长率为 46.42%。2019 年公司开始基础物业服务向城市综合服务的全面转型升级，在城市运营服务、未来社区、服务式公寓等八大领域展开试点探索，积极拓展服务业态。公司 2019 年增值服务收入为 0.93 亿元，同比增幅为 36.12%，2015-2019 年 CAGR 为 46.42%，同时毛利率水平也增加至 67.36%，反映出较好的盈利水平。

图 27、2019 年增值服务营收增速达到了 36.12%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、增值服务毛利率略有调整但仍处于较高水平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

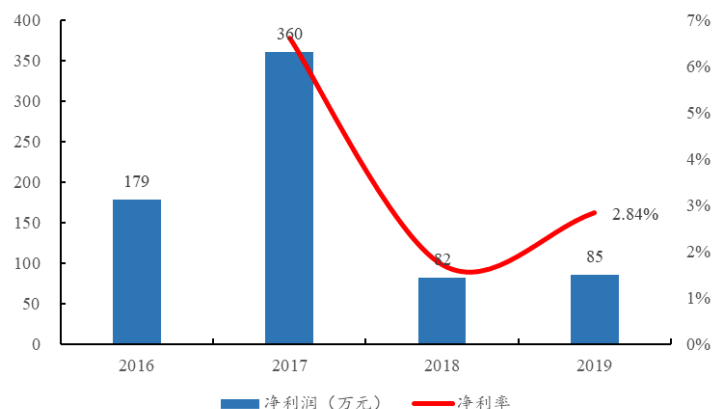
#### 3.2 多元化业务同步发展，细分赛道凸显发展潜力

在智慧平台运营方面，公司致力于打造邻里中心线下服务场景与悦生活服务平台线上服务结合的社区新零售模式。公司积极扩充生活服务平台 SKU 商品，并引入外部各类优质商家入驻平台，通过提供业主线上消费场景实现增值收入的最大化；在平台建设方面，公司未来计划将 3000 万用于社区 O2O 平台建设，约占募集总资金的 10%，截至目前已投入 108 万，预计未来进一步加大平台建设投入会显著增强社区生活服务平台的发展，构建起社区一公里经济圈，满足业主的各种服务需求的同时实现公司增值创收；在平台服务方面，公司将服务服务中心升级为邻里中心，通过子公司研发和蚂蚁金服合作，分别推出“悦生活”和“悦嘉家”小程序，为住宅业主提供专业化服务；同时优化园区产品，将旗下服务公司“乐勤楼宇”的硬件系统与园区业主的设施相连接，从而提供更为优质的办公类服务。

图 29、社区 O2O 平台提供多种增值服务

图 30、乐勤清洁净利润及净利润水平向好





资料来源：悦嘉家 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**家政服务方面，公司全资子公司乐勤清洁业绩稳定。**公司披露，2019 年家政服务为公司贡献 1300 万收入，其中大多数由业主增值服务构成，住户渗透率较高，同时公司成立了提供专业化清洁服务的公司——乐勤清洁，为住户业主提供入门清洁服务，包括空调清洗、地毯清洁等常规化服务，既有常规服务也有专项服务。2019 年乐勤清洁实现净利润 85 亿元，较上一年提升 3 亿元，净利率水平也回升至 2.84%，但总体而言净利率水平较低，主要由于乐勤清洁包含一些机构物业服务项目和专项清洁项目，这些项目拉低了整体的净利率水平。

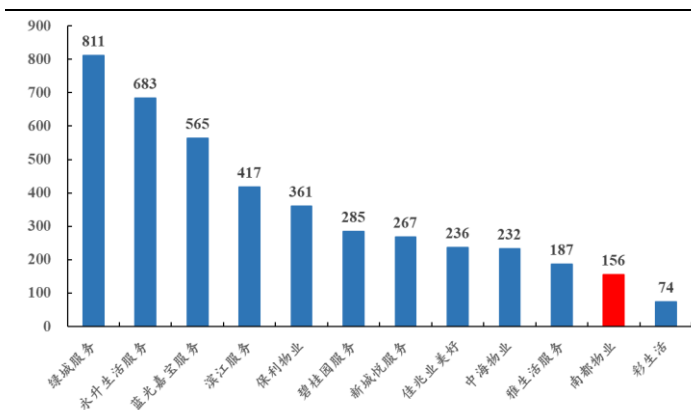
**空间运营服务方面，公司的业务范围广泛。**南都物业空间运营服务范围涵盖广告、充电桩、车辆管理费等和空间业务的相关服务，总体项目收入约为 2000-3000 万元，在经营模式上，主要依靠与第三方合作提供服务，但未来公司也会逐渐自主提供相关服务，包括停车费的管控、车位、无人售货机、场地租赁等等。在具体的收入分成比例上，每个项目会有所不同，部分项目由于物业费比较低需要维持物业正常运作，所以需要贴补物业管理公司，从而将收入全部转给公司，故而空间运营服务的毛利率较高，营收增长较快。例如杭州老旧小区改造，当地政府会出拿千分之四的物业用房给南都物业做商业运作，用房租贴补物业公司。

### 3.3 优质服务存在营收增长空间

**比照行业服务品质，公司增值服务收入存在成长空间。**目前已知南都物业 2019 年业主增值服务收入为 0.93 亿元，住宅用户规模约为 60 万户，可以测算出公司每户业主平均增值服务收入约为 156 元/户，与同行业平均相比而言处于低水平。另一方面，公司每万户服务人员配置比例大约为 330 人/万户，领先于其他上市企

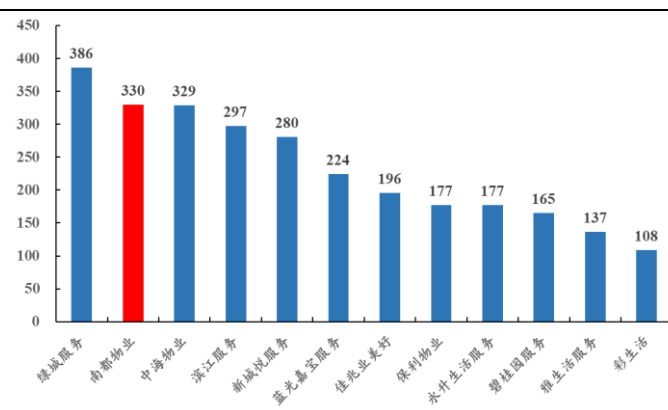
业，所以公司在家政服务等领域的服务质量水平要优于行业平均。对比行业服务品质，南都物业增值服务有较大的增长空间，南都物业目前通过拆分保洁、装饰等物业为单独的公司，通过提供专业化增值服务进一步提高毛利率水平，未来将有效提升增值服务收入水平。

图 31、南都物业平均每户增值服务收入约为 156 元/户



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、南都物业平均万户服务人数为 330 人/万户



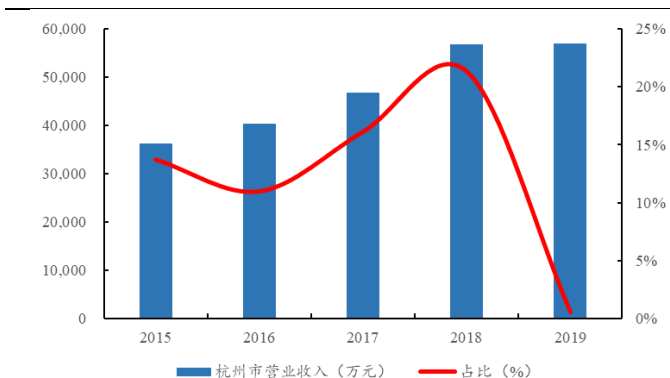
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、浙江省推进老旧小区改造，公司深耕浙江，积极布局

### 4.1 浙江省推进老旧小区改造，提供大量市场机会

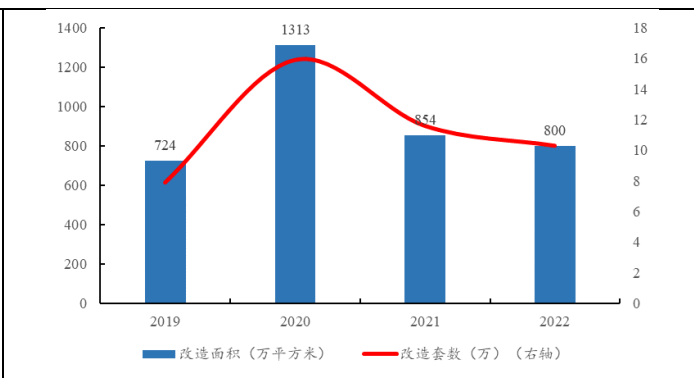
浙江省目标改造 500 个老旧小区项目，提升社区物业水平。2020 年 3 月浙江省住房和城乡建设厅制定《2020 年度全省城市建设管理工作要点》，计划 2020 年内实施 500 个城镇老旧小区改造，全面提升小区的基础设施水平和综合管理水平，估计累计在管面积接近 2000 万平方米，市场空间巨大。

图 33、杭州市营业收入 CAGR 为 12%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、杭州计划三年内改造老旧小区近 3000 万平方米



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

以杭州市为例，老旧小区改造提供物业发展空间。2019 年 8 月 16 日杭州市政府  
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

发布《杭州市老旧小区综合改造提升工作实施方案》、《杭州市老旧小区综合改造提升四年行动计划（2019-2022年）》和《杭州市老旧小区综合改造提升技术导则（试行）》，将进一步提供城市老旧小区的基础设施和物业水平。

根据杭州市政府披露的相关文件显示，2020年为老旧小区改造的开局之年，政府计划改造344个住宅项目，占浙江省合计改造项目的68.8%，涉及住房约15.9万套，改造住宅面积达1313万平方千米，同时改造的小区对象包括物业管理不完善的相关小区，这方面不仅有强大的客户需求也存在庞大的市场空间。

**表 6、杭州老旧小区改造相关政策文件解读**

项目	政策内容
改造对象	1、2000年（含）以前建成的、近5年未实施综合改造且今后5年未纳入规划征迁改造范围的住宅小区 2、2000年（不含）以后建成，但小区基础设施和功能明显不足、 <b>物业管理不完善</b> 、居民改造意愿强烈的保障性安居工程小区也可纳入改造范围
改造目标	积极推动老旧小区功能完善、空间挖潜和服务提升，努力打造“六有”（有完善设施、有整洁环境、有配套服务、有长效管理、有特色文化、有和谐关系）宜居小区，使市民群众的获得感、幸福感、安全感明显增强。
实施计划	2019年试点先行，2020年全面启动，2021年全面推进，2022年整体收尾，谋划下一轮改造计划。
资金渠道	通过物业（房改）维修基金、小区公共收益、居民自筹、个人或单位捐资等渠道筹措资金

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2 老旧小区改造预期将成为新的业务增长点

南都物业作为深耕杭州市本地的优质上市物管品牌，具有较强的区位优势。此次老旧小区改造将对提升公司住宅管理规模、提升品牌知名度有较强的促进作用。2019年6月27日，南都物业出资127万元，与杭州之江城市建设投资集团有限公司签订战略合作协议，合资成立杭州南郡商业经营管理有限公司，共同推进旧城改造等城市空间管理服务项目，所以近期公司在保障房和安置房方面取得了较大的项目拓展，并积累了较好的经验，同时政府也给予了比较高的评价，可以预计未来三年内公司在管面积将会有显著提升。

根据杭州物业管理协会披露的已知数据，2015年杭州市物业行业总收入为52亿元，其中南都物业2015年杭州市营业收入为3.63亿元，估算2015年公司市场占有率为7%左右，假设该市场占有率保持不变，已知南都物业的住宅物业费单价在1.8-2.0元/平方米/月，考虑到老旧小区物业费水平较低则设为1.5元/平方米/月，

可以粗略估算杭州市老旧小区改造将为公司平均每年带来约 1160 万元的物业费潜在收入，约占公司 2019 年杭州市营业收入的 2.03%。考虑到现实中市占率水平上升和物业费提价等因素，潜在收入被低估的可能性较大。

表 7、估算杭州市老旧小区改造为南都物业提供的潜在物业费收入

估算市占率				
2015 年杭州市物业管理营业收入（亿元）(A)	52			
2015 年南都物业在杭州物业管理营业收入（亿元）(B)	3.63			
南都物业杭州市场占有率 (C=B/A)	7%			
估算潜在收入	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
上一年杭州老旧小区改造面积（万平方米）(D)	724	1313	854	800
归属于南都物业新增杭州市在管面积（万平方米）(E=C*D)	50.54	91.65	59.61	55.84
南都物业住宅物业费（元/平方米/月）(F)	1.5	1.5	1.5	1.5
估算杭州市南都物业物业管理费潜在收入（万元）(=E*F*12)	910	1650	1073	1005

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、盈利预测与估值

根据前文对公司核心业务以及行业格局的分析，考虑公司过往的发展速度与行业的趋势，以及南都物业稳健的发展趋势，预计 2020-2022 年公司营业收入同比增长+25%、+23%、+22%，其中，基础包干制物业管理营业收入同比增长+25%、+24%、+22%。

表 8、南都物业关键假设

	2020E	2021E	2022E
包干制收入毛利率	20%	20%	20%
案场服务毛利率	25%	25%	25%
增值服务毛利率	68%	68%	68%
长租公寓毛利率	5%	5%	5%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、南都物业分项目盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
包干制物业管理 主营业务收入（亿元）	9.86	12.33	15.29	18.65

物业服务	同比增长率 %	14%	25%	24%	22%
	毛利率 %	19%	20%	20%	20%
酬金制物业管理服务	主营业务收入 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.06
	同比增长率 %	-8%	0%	0%	0%
案场服务	主营业务收入 (亿元)	1.17	1.41	1.62	1.86
	同比增长率 %	29%	20%	15%	15%
	毛利率 %	23%	25%	25%	25%
顾问服务	主营业务收入 (亿元)	0.03	0.04	0.05	0.06
	同比增长率 %	153%	30%	30%	30%
增值服务	主营业务收入 (亿元)	0.93	1.21	1.58	2.05
	同比增长率 %	36%	30%	30%	30%
	毛利率 %	67%	68%	68%	68%
长租公寓	主营业务收入 (亿元)	0.24	0.29	0.32	0.35
	同比增长率 %	18%	20%	10%	10%
合计	主营业务收入 (亿元)	12.30	15.34	18.91	23.04
	同比增长率 %	16%	25%	23%	22%
	毛利率 %	22%	24%	25%	25%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

根据在管面积规模，将上市物管公司简单划分为两档：1 亿平方米以上的第一梯队和 5000 万平方米以上的第二梯队。其运营数据与估值水平，表现出不同的特点。

相对于第二梯队，第一梯队公司表现出：

- 1) 储备面积/在管面积更高，业绩锁定性更强；
- 2) 增速更快，盈利能力更强；
- 3) 多元化经营能力较强，基础物业收入占比较低，增值业务占比较高；
- 4) 第一梯队公司估值普遍高于第二梯队。

表 10、在管面积大于 1 亿平米的主要物管公司运营数据与估值

	碧桂园服务	雅生活服务	绿城服务	中海物业	保利物业	均值
包干制占比	100%	98%	98%	93%	99%	98%
第三方收入占比	25%	67%	-	-	18%	37%
基础物业收入占比	60%	55%	64%	75%	64%	64%
储备面积/在管面积 19A	1.48	0.52	1.10	-	0.74	0.96
签约面积增速 19A/18A	36%	45%	23%	7%	38%	30%
归母净利润增速 19A	81%	54%	-1%	37%	46%	43%
ROE 19A	44%	21%	19%	41%	17%	28%
PE TTM	49.33	31.24	42.75	37.48	49.69	42.10
PB MRQ	16.82	8.10	10.74	18.87	8.30	12.57

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理 注：基于 2020 年 5 月 21 日收盘价

表 11、在管面积大于 5 千平米的主要物管公司运营数据与估值

	蓝光嘉宝服务	新大正	中奥到家	均值	南都物业
包干制占比	99%	100%	99%	99%	99%
第三方收入占比	49%	-	-	49%	-

基础物业收入占比	54%	100%	75%	77%	81%
储备面积/在管面积 19A	0.63	0.30	0.10	0.30	0.16
签约面积增速 19A/18A	59%	12%	2%	20%	9%
归母净利润增速 19A	48%	19%	13%	26%	24%
ROE 19A	33%	34%	18%	25%	17%
PE TTM	20.41	47.26	4.12	24.29	25.34
PB MRQ	3.16	7.89	0.59	4.05	4.55

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理 注：基于 2020 年 5 月 21 日收盘价

**投资建议：**公司业绩增长稳定，区域业态拓展战略培育增长潜力，与大型企业合作关系良好。预计公司 2020、2021 年 EPS 分别为 1.08 元、1.34 元，按照 2020 年 05 月 21 日收盘价，对应 PE 分别为 24 倍，19 倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**项目拓展进展较慢，人力成本上升过快，增值服务方向不清晰。



## 附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1237	1419	1714	2057
货币资金	332	423	619	837
交易性金融资产	279	279	279	279
应收账款	280	334	424	499
其他应收款	77	113	115	164
存货	13	13	13	13
<b>非流动资产</b>	374	409	443	472
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	9	4	7	6
固定资产	38	51	61	69
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1	1	0	0
<b>资产总计</b>	1610	1828	2157	2529
<b>流动负债</b>	876	934	1063	1184
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	192	233	286	348
其他	684	702	777	837
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	877	934	1063	1185
股本	134	134	134	134
资本公积	313	313	313	313
未分配利润	237	366	526	725
少数股东权益	12	21	34	55
<b>股东权益合计</b>	734	894	1094	1344
<b>负债及权益合计</b>	1610	1828	2157	2529

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	114	144	179	222
折旧和摊销	15	16	18	21
资产减值准备	-1	11	5	7
无形资产摊销	9	9	9	9
公允价值变动损失	7	7	7	7
财务费用	-3	-3	-4	-5
投资损失	-24	0	0	0
少数股东损益	6	9	14	20
营运资金的变动	-112	66	-3	33
<b>经营活动产生现金流量</b>	233	112	223	240
<b>投资活动产生现金流量</b>	-254	-24	-31	-27
<b>融资活动产生现金流量</b>	-28	3	4	5
现金净变动	-49	91	195	218
现金的期初余额	397	332	423	619
现金的期末余额	348	423	619	837

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1244	1552	1913	2331
营业成本	965	1172	1442	1751
营业税金及附加	6	8	9	11
销售费用	27	34	41	50
管理费用	103	128	158	192
财务费用	-3	-3	-4	-5
资产减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动	7	7	7	7
投资收益	24	0	0	0
<b>营业利润</b>	175	220	274	338
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	175	220	274	338
所得税	55	67	81	95
净利润	120	153	193	243
少数股东损益	6	9	14	20
<b>归属母公司净利润</b>	114	144	179	222
<b>EPS(元)</b>	0.85	1.08	1.34	1.66

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	17.6%	24.7%	23.3%	21.8%
营业利润增长率	31.9%	25.9%	24.2%	23.5%
净利润增长率	24.1%	26.6%	24.2%	24.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22.4%	24.5%	24.6%	24.9%
净利率	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%
ROE	15.8%	16.5%	16.9%	17.2%

<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.4%	51.1%	49.3%	46.9%
流动比率	1.41	1.52	1.61	1.74
速动比率	1.40	1.51	1.60	1.73

<b>营运能力</b>				
资产周转率	84.3%	90.3%	96.0%	99.5%
应收帐款周转率	4.75	4.75	4.75	4.75

<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.85	1.08	1.34	1.66
每股经营现金	1.44	0.84	1.66	1.79
每股净资产	5.38	6.51	7.90	9.61

<b>估值比率(倍)</b>				
PE	30	24	19	15
PB	5	4	3	3

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn