公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

南都物业（603506.SH）

2020 年 08 月 06 日

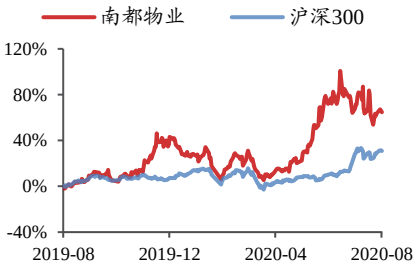
规模成长，科技赋能，第三方均好物管龙头持续发力

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2020/8/6
当前股价(元)	27.17
一年最高最低(元)	33.40/16.20
总市值(亿元)	36.44
流通市值(亿元)	9.11
总股本(亿股)	1.34
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	536.7

股价走势图



数据来源：贝格数据

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（联系人）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790120060038

● A 股稀缺物管标的，横向项目外拓、纵向业态延伸，均好性企业成长性佳。

南都物业作为国内领先的独立第三方物业公司，成立二十余载，服务版图已经布局全国。服务类型除住宅外，公司纵向延伸到写字楼、商业综合体、会展场馆、政府办公楼宇、城市道路、河道码头等业态。公司品牌优势明显，外拓方式丰富。预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.45、1.85、2.28 亿元，对应 EPS 为 1.08、1.38、1.70 元，当前股价对应 PE 为 25、20、16 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业格局：拓展空间较大，集中度持续攀升。

1）2019 年，我国城镇化率达 60.6%，相较发达国家 70-90%水平，我国城镇化进程还有超过 10 年的光景。随着城镇化率的持续提升，每年可自由流入物管市场的新房规模可达 7-8 亿平米，存量市场仍有 18 亿平米体量尤待整合，市场拓展空间较大。2）物管行业在产业链中具备较强的话语权，对上下游的占款规模较为可观。同时现金流较为充沛，靠内生性发展就能获得较为可观的增长。3）物管行业集中度上升是必然逻辑，优质的物业公司在招投标时具备更大的中标优势及决策自主权，另外资本助推物管行业集中度在持续攀升。

● 规模增长可期、科技赋能，均好性企业成长性佳。

截至 2020 年一季度，公司总签约项目 499 个，签约面积 6075 万平方米，2017-2019 年签约面积复合增速达 25%。公司通过收并购、合资公司等方式持续发力，在住宅、非住宅物业方面平衡拓展。物管服务毛利率稳中有升，2019 年同比提升 0.5 个百分点至 19.73%。此外公司持续优化悦嘉家 APP、“物业+互联网”数据中心密切跟踪在管项目状态，智能化管理有效压缩人工成本，科技提效、大数据赋能为后期增值服务的拓展奠定技术基础。目前增值服务收入体量较低，占比仅 8%，但增速高、利润厚的特征有效助力公司后续业绩更为坚挺。

风险提示：宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩；行业限价政策影响盈利情况。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,059	1,244	1,467	1,761	2,029
YOY(%)	29.2	17.6	17.9	20.0	15.2
归母净利润(百万元)	92	114	145	185	228
YOY(%)	22.7	24.1	27.7	27.3	23.1
毛利率(%)	22.1	22.4	23.7	24.8	25.9
净利率(%)	8.7	9.2	9.9	10.5	11.2
ROE(%)	14.8	16.4	18.0	19.5	20.0
EPS(摊薄/元)	0.68	0.85	1.08	1.38	1.70
P/E(倍)	39.7	32.0	25.0	19.7	16.0
P/B(倍)	5.7	5.0	4.4	3.7	3.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 A 股稀缺物业标的，领先的独立第三方物业平台 4
1.1、 二十余载积淀，服务版图布局全国 4
1.2、 深耕行业多年，盈利能力稳步提升 5
2、 存量市场蓝海广阔、资本助力集中度提升 6
2.1、 市场格局：城镇化持续推进，存量市场空间广阔 6
2.2、 经营特点：上下游资金占款，现金流充沛 8
2.3、 竞争格局：资本助力集中度持续提升 9
3、 物管业务：多元业态、多重外拓助力均好性发展 10
3.1、 多重外拓助力规模持续发力 10
3.1.1、 收并购协同，助力规模拓展 11
3.1.2、 合作共赢，进入旧城改造、公租房服务等领域 12
3.2、 非住宅物业持续发力 12
4、 增值服务科技赋能，成长性佳 13
4.1、 拓展增值服务内容，盈利能力可观 13
4.2、 科技提效，大数据赋能 14
4.2.1、 悦嘉家 APP 14
4.2.2、 “物业+互联网”数据中心 15
5、 盈利预测与投资建议 16
6、 风险提示 17
附：财务预测摘要 18

图表目录

图 1： 南都物业签约项目涵盖 500 多个项目、逾 6000 万平米（截至 2020 年 6 月底） 4
图 2： 实控人韩芳女士直接或间接持有公司 57.05%股份（截至 2020 年一季度末） 5
图 3： 南都物业营收和业绩增长稳健 6
图 4： 南都物业营业收入主要由传统物管服务业务构成 6
图 5： 南都物业费用管控水平持续提升 6
图 6： 南都物业 2017 年后销售净利率整体呈上升态势 6
图 7： 全国城镇化率至 2019 年已达 60.6%水平 7
图 8： 2018 年我国城市化率较其他国家仍有较大差距 7
图 9： 南都物业对上下游占款高于上下游对公司占款 9
图 10： TOP100 物管企业收缴率持续高位 9
图 11： 南都物业累计签约面积持续上升 10
图 12： 南都物业物业管理服务毛利率维持稳定 11
图 13： 南都物业物管收入主要由包干制服务构成（亿元） 11
图 14： 上海采林物业 2019 年净利润同比增长达 17% 12
图 15： 南都物业增值服务收入占比持续提升 13
图 16： 南都物业增值服务毛利率高位企稳 13
图 17： 南都物业悦嘉家支付宝小程序多功能持续完善 14
图 18： 南都物业服务集团数据中心后台随时监控在管物业运营情况 15
图 19： 南都物业 PE-BAND 持续提升 17

表 1: 南都物业历史悠久，成为领先的独立第三方物业平台 4
表 2: 南都物业业务内容形成完整闭环 5
表 3: 全国物业管理面积体量持续上升 8
表 4: 主要物管公司上市募集资金及收并购用途占比 10
表 5: 江苏金枫已超额完成 2018、2019 年业绩承诺 11
表 6: 采林物业 2017H1 签约面积达到 563 万平米 12
表 7: 南都物业覆盖业态类型众多 13
表 8: 南都物业增值服务提供的服务内容主要有七类 13
表 9: 南都物业增值服务收费项目丰富 14
表 10: 南都物业悦嘉家支付宝小程序功能一览 15
表 11: 主流物管公司 2020 年 PE 均值在 45 倍 16

1、 A 股稀缺物业标的，领先的独立第三方物业平台

1.1、 二十余载积淀，服务版图布局全国

南都物业服务集团股份有限公司（以下简称“南都物业”）成立于 1994 年，成立初期为南都房产集团的附属物业公司，2006 年南都物业开始独立运行，2015 年公司完成股份制改革，2018 年成功上市，成为 A 股物业第一股，目前公司已成长为国内领先的独立第三方物业公司。

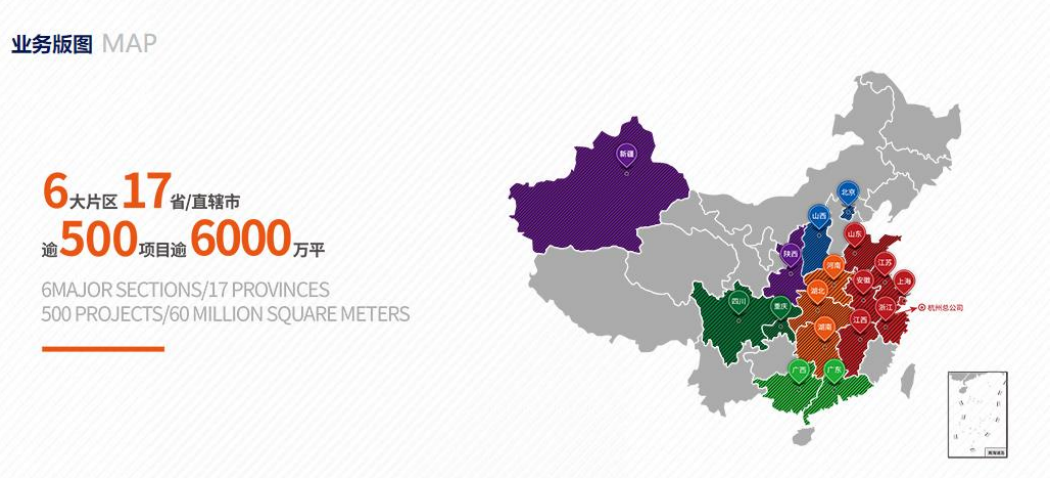
表1：南都物业历史悠久，成为领先的独立第三方物业平台

年份	重要事件
1993	浙江南都房产集团有限公司成立，南都品牌起源。
2004	南都物业成功推出顾问咨询业务，承接第三方业务。
2006	第一次股权转让，万科南都、南都酒店分别转让股权给韩芳、金涛。
2015	新增股东南都房地产服务，同年 10 月南都地产服务转让部分股权给韩芳；公司完成股份制改造；股本为 5000 万元。
2016	公司进驻北京、河南、湖南、山西、四川等市场；收购上海采林物业管理有限公司 90%股权。
2017	公司进驻江西、安徽、湖北、重庆、陕西等市场，服务版图扩展至全国十余省、直辖市。
2018	南都物业成功上市，成为中国 A 股物业第一股；收购江苏金枫物业 70%股权。
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：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

经过二十余载深耕市场，截至 2020 年一季度，公司累计总签约项目 499 个，累计总签约面积 6074.77 万平方米；一季度公司新签物业服务项目 4 个，新签约面积约 19.16 万平方米。目前公司业务版图覆盖 6 大片区 17 个省市，初步完成全国市场布局。

图1：南都物业签约项目涵盖 500 多个项目、逾 6000 万平米（截至 2020 年 6 月底）



资料来源：公司官网

表2：南都物业业务内容形成完整闭环

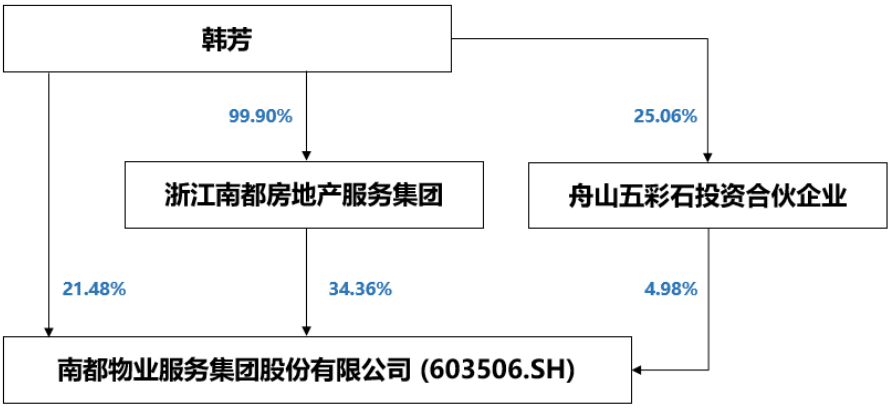
名称	内容
案场服务	公司为开发商的售楼处现场提供标准化与专业化的客服、礼宾、保洁等服务，还包括物料管理、会务接待、后勤保障、设施设备的检查保修等。
顾问咨询服务	1、前期物业顾问业务：主要面向房地产开发商、承建商，公司参与房地产的规划设计、设施设备选型等，为今后物业的投入使用提供意见和建议。 2、物业管理顾问咨询业务：主要面向中小型物业公司，公司凭借多年的管理经验与健全的管理体系，向对方输出管理经验，提供专业化的培训，帮助其培养物业管理团队。
增值服务	为住户提供的个性化专项服务，如购物、家政服务、私人绿化服务、室内装饰维修服务、存量资产管理服务等。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 深耕行业多年，盈利能力稳步提升

控股股东为南都地产服务，实际控制人为韩芳女士。截至 2020 年一季度末，韩芳女士通过直接或间接持有公司 57.05%股份。韩芳女士于 1993 年 2 月就就职于浙江南都房产集团，历任营销总监，总经理助理，集团副总裁等职；2001 年 9 月起，担任南都物业董事长。

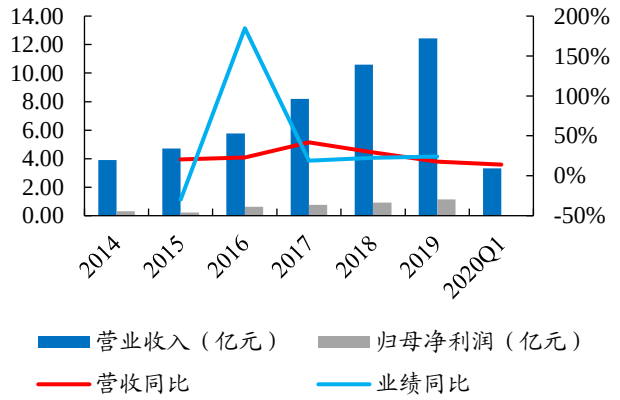
图2：实控人韩芳女士直接或间接持有公司 57.05%股份（截至 2020 年一季度末）



资料来源：公司公告，开源证券研究所

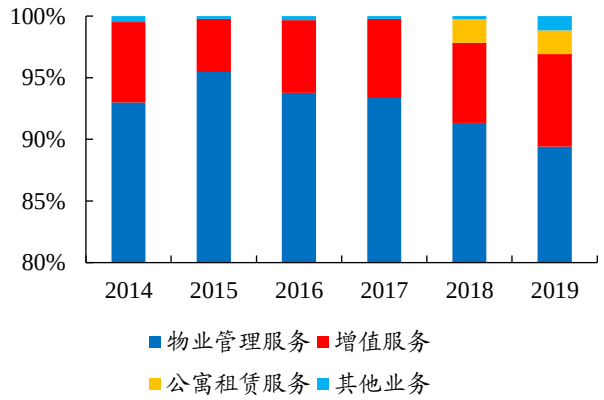
费用管控能力持续提升，盈利能力持续提升。2017-2019 年公司营收复合增速达 23.2%，归母净利润复合增速达 23.4%；2019 年公司综合毛利率 22.4%，同比提升 0.3 个百分点；费用端加强管控，期间费率 10.5%，创 2014 年以来新低，同比下降 1.1 个百分点；公司综合净利率 9.7%，同比提升 0.6 个百分点；2020 年一季度，公司净利率继续维持高位。从收入构成看，公司主要营收仍主要源于物业管理服务业务，占比达 89%，同时增值服务占比持续发力，占比达 8%。

图3：南都物业营收和业绩增长稳健



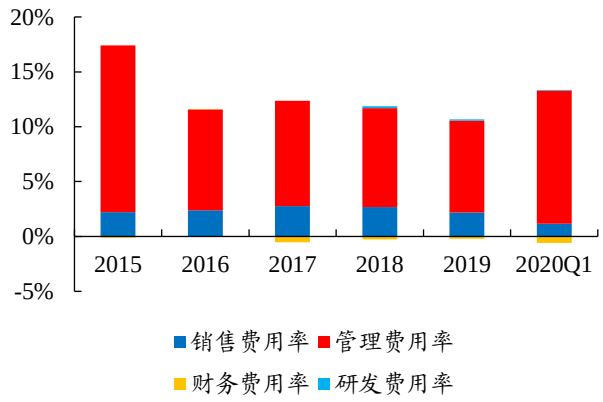
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：南都物业营业收入主要由传统物管服务业务构成



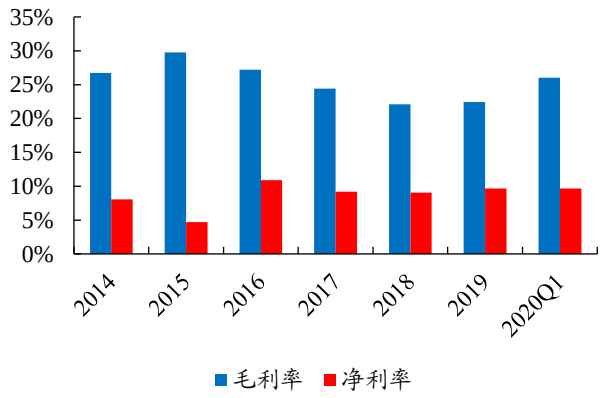
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：南都物业费用管控水平持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：南都物业 2017 年后销售净利率整体呈上升态势



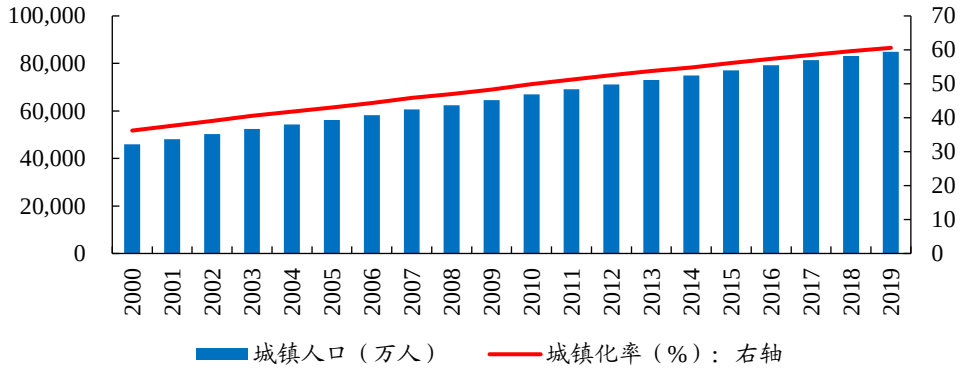
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 存量市场蓝海广阔、资本助力集中度提升

2.1、 市场格局：城镇化持续推进，存量市场空间广阔

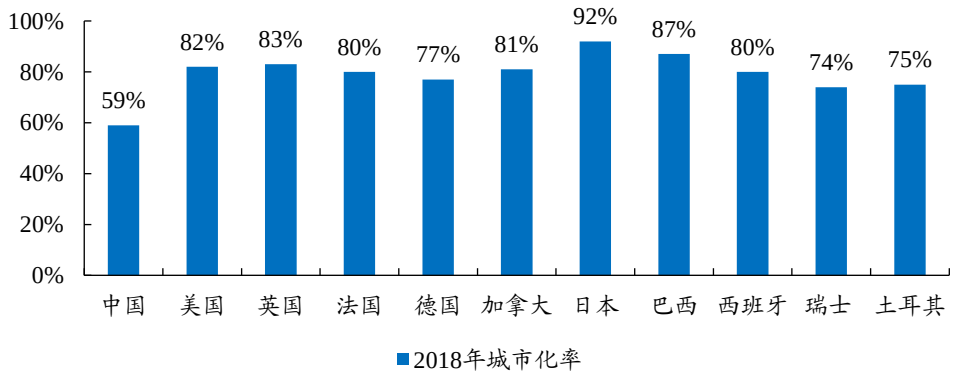
城镇化持续推进，增量市场规模依然稳健提升。2019 年末，我国城镇人口达 8.48 亿人次，城镇化率达 60.6%，从 20 世纪 90 年代，我国城镇化率持续提升，尽管从 2010 年后城镇化率提速有所下降，但基本维持每年提升 1.2 个百分点速率。2019 年，我国城镇化率达 60.6%，相较发达国家 70-90%的城镇化率水平，我国城镇化进程还有超过 10 年的光景。随着城镇化率的持续提升，预计每年房屋销售面积仍可以维持在 15-17 亿平米的体量，从而带来后续竣工面积的持续增长。

图7：全国城镇化率至 2019 年已达 60.6%水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2018 年我国城市化率较其他国家仍有较大差距



数据来源：Wind、开源证券研究所

从独立第三方的物业公司获取新盘情况下，考虑到头部房企均有自己附属的物管公司，根据 CRIC 公布的 2019 年百强房企销售排行榜，TOP100 房企销售面积占全国商品房销售面积近 50%。保守假设 TOP100 房企均有附属的或合作的物业公司，这部分新房面积被提前锁定，难以在市场进行市场化流通；但 TOP100 后房企仍然有 50%左右的面积将流入市场，若判断未来几年内销售面积不会出现明显变化趋势，则能自由在物管市场流动的新房面积仍有间接 7-8 亿平米的规模体量。

此外，物业管理服务依赖于存量市场持续经营的业务，存量市场的空间决定了市场容量的天花板。根据中指院发布的《2017 中国物业服务百强企业研究报告》，2017 年全国物业管理规模达 195 亿平米。2010 年后物业管理规模基本维持每年增长 10 亿平米的速度，2010-2017 年物业管理面积增量/当年竣工面积均值在 99%，可以看出物业管理面积增量大致与全国房屋竣工面积相匹配。我们预判 2020 年房屋竣工面积同比增速维持 10%增速，最终测算出 2020 年全国物业管理面积将达 225 亿平米。

表3：全国物业管理面积体量持续上升

	全国物业管理面积（亿平米）	同比	物业管理面积增量（亿平米）	竣工面积（亿平米）	管理面积增量/竣工面积
2009	117			7	
2010	124	6%	7	8	89%
2011	134	8%	10	9	108%
2012	144	7%	10	10	101%
2013	154	7%	10	10	99%
2014	164	6%	10	11	93%
2015	175	7%	11	10	110%
2016	185	6%	10	11	94%
2017	195	5%	10	10	99%
2018E	204	5%	9	9	100%
2019E	214	5%	10	10	100%
2020E	225	5%	11	11	100%

数据来源：国家统计局、中国指数研究院、开源证券研究所（备注：灰色背景为测算值）

从合同时效性看，存量住宅的合同管理期限约3-5年左右，非住宅项目在1-3年，根据2000年后商品住宅和非住宅销售面积累计值比例为88%:12%，预计目前住宅、非住宅的物业管理面积分别为198亿平米、27亿平米。

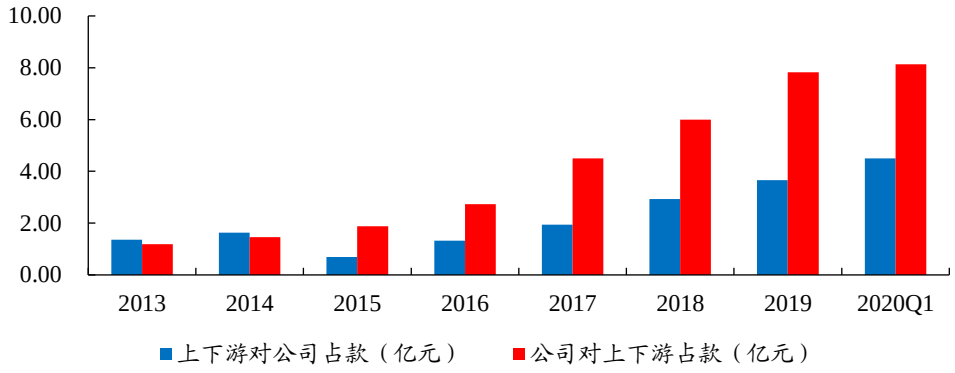
假设住宅、非住宅项目合同期限分别为4、2年，则每年到期的存量项目达到63.0亿平米，其中住宅、非住宅项目分别达到49.5、13.4亿平米，考虑到物管行业存在较高的客户粘性，更换物业公司门槛较高，因此行业收缴率较高。但行业收并购浪潮迭起，物管公司不一定需要招投标获取项目，可以对优质公司直接进行并购，因此我们仍然保守估计每年若有30%项目流出市场，则存量市场仍有18亿平米的体量。

整体来看，假定新房市场整体规模变动不大，则每年可自由流入物管市场的新房规模可达7-8亿平米，此外存量市场每年仍有18亿平米体量尤待整合，市场拓展空间较大。

2.2、 经营特点：上下游资金占款，现金流充沛

物管行业在产业链中具备较强的话语权，对上下游的占款规模较为可观。以南都物业为例，我们使用应付账款、预收账款、其他应付款作为对上下游产业链的占款，而应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款作为上下游对公司的占款。我们注意到，截至2020年一季度，公司对上下游占款达8.14亿元，其中预收账款达2.68亿元，这部分为公司账面的无息负债，且越是优质的公司，在预收物业费时遇到的阻力越小，对上下游的占款能力也越强。

图9：南都物业对上下游占款高于上下游对公司占款

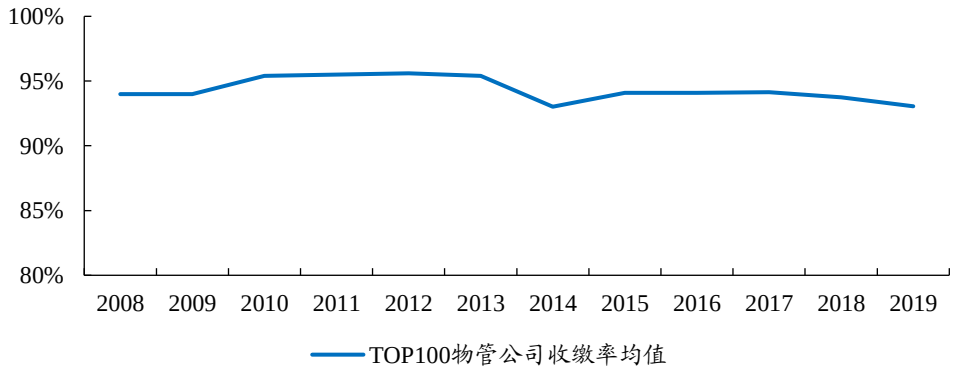


数据来源：公司公告、开源证券研究所

从行业收缴情况看，尽管存在拖欠物业费情况，但行业龙头公司收缴率均值始终维持在 94%左右，且有部分小区有物管费预缴情况出现，物管公司现金流状况良好。

同时，物管公司投资领域较为有限，主要系物管业务进行收并购、增值服务业务进行多元业务探索，此外，公司其他领域现金支出较少。而物管公司通过自身业务开发就可以收到源源不断的现金收入，无需依靠外界融资就可以持续保持稳定发展。近年来物管公司在持续开疆扩土、加大外延式拓展的背景下纷纷上市，增加融资渠道，但从行业属性看，物管公司内生性发展就能获得较为可观的增长。

图10：TOP100 物管企业收缴率持续高位



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

2.3、 竞争格局：资本助力集中度持续提升

物管行业集中度上升是必然逻辑。一方面，主流物管公司可以凭借母公司背景锁定较大规模的合约项目，而地产行业资金、土地、销售等多维度均使得优质公司强者恒强，马太效应尤甚，物业管理行业作为地产后周期的板块，其集中度必定也随之稳步提升。从存量市场看，优质的物业公司在招投标时具备更大的中标优势，优质公司因为优质项目较多，不乏有主动退出效益一般的项目，具备更大的自主权。另外，2017 年后行业迎来上市潮，物管公司通过 IPO 募得的资金也主要用于并购行业内的

优质项目，资本助推物管行业集中度在持续攀升。

表4：主要物管公司上市募集资金及收并购用途占比

	IPO 募集资金(亿港元)	拟用于收并购资金(亿港元)	用于收并购资金占比
保利物业	45.79	26.10	56.99%
永升生活服务	6.20	3.41	54.98%
新城悦服务	5.30	2.55	48.02%
宝龙商业	13.36	6.68	50.00%

数据来源：上市公司公告、开源证券研究所

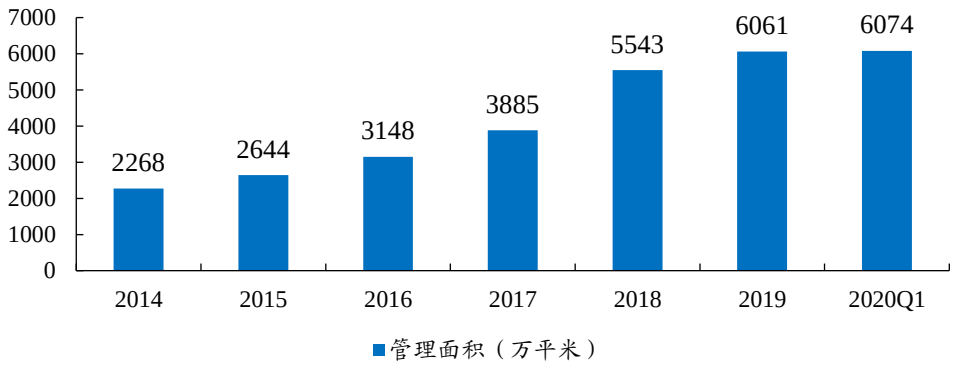
3、 物管业务：多元业态、多重外拓助力均好性发展

尽管公司是一家独立第三方物业平台，不像诸多物业公司具备母公司的支持，但从成长性以及全面性角度看，公司在市场化拓展方面经验丰富，在住宅、非住宅领域均深耕多年，目前已成长为国内领先的优质物管平台。

3.1、 多重外拓助力规模持续发力

截至 2020 年一季度末，公司累计总签约项目 499 个，累计总签约面积 6074.77 万平方米，2017-2019 年签约面积复合增速达 25%，略高于物管服务收入复合增速（21%）。

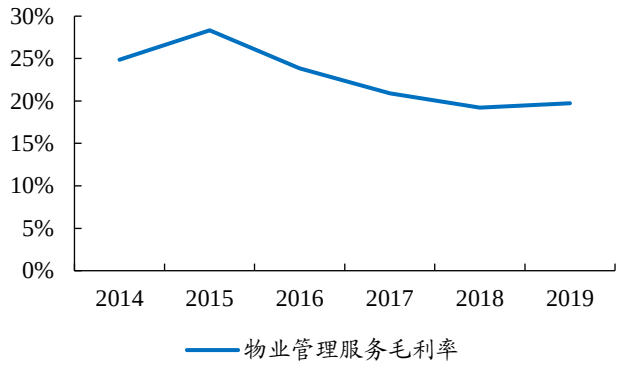
图11：南都物业累计签约面积持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

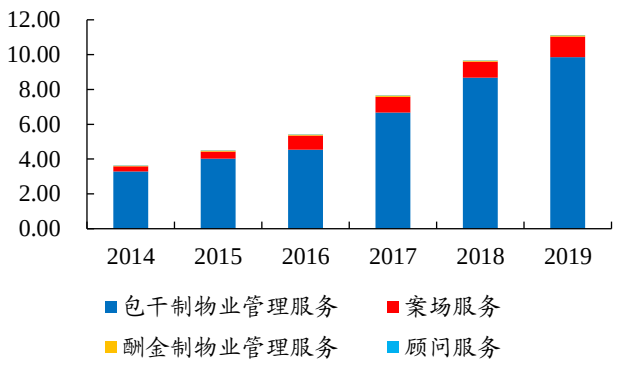
从盈利水平看，公司物业管理业务毛利率并没有显著变化。2019 年公司物业管理业务实现营收 11.13 亿元，其中毛利率达 19.73%，同比提升 0.51 个百分点。物业管理业务又可细分拆为四项：包干制物业管理服务、案场服务、酬金制物业管理服务、顾问服务，其中酬金制、顾问服务为订单式收费，因此毛利率为 100%，此外包干制毛利率为 18.61%，同比也有一定幅度提升。

图12：南都物业物业管理服务毛利率维持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：南都物业物管收入主要由包干制服务构成（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、 收并购协同，助力规模拓展

1、控股江苏金枫 70%股权。

2018 年 6 月，公司使用 1 亿元人民币收购江苏金枫的 70%股权，以此提升公司在江苏区域的规模及竞争力。江苏金枫对 2018-2020 年作出业绩承诺，2018、2019 年公司均超额完成全年业绩情况，2019 年公司实现营业收入 2.07 亿元，净利润 2043 万元，同比分别增长 14.4%、8.6%。目前公司管理面积逾 1000 万平米，服务类型涵盖普通住宅、高层住宅、写字楼、商业综合体、会展场馆、政府办公楼宇、环卫标段等多种业态。

表5：江苏金枫已超额完成 2018、2019 年业绩承诺

	业绩承诺	实际营收（亿元）	实际净利润（亿元）
2018	营收、归母净利润分别不得低于 1.34 亿元、1777.47 万元；	1.81	0.19
2019	营收、归母净利润分别不得低于 1.61 亿元、1955.21 万元；	2.07	0.20
2020	营收、归母净利润分别不得低于 1.93 亿元、2150.73 万元；	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、控股采林物业 90%股权

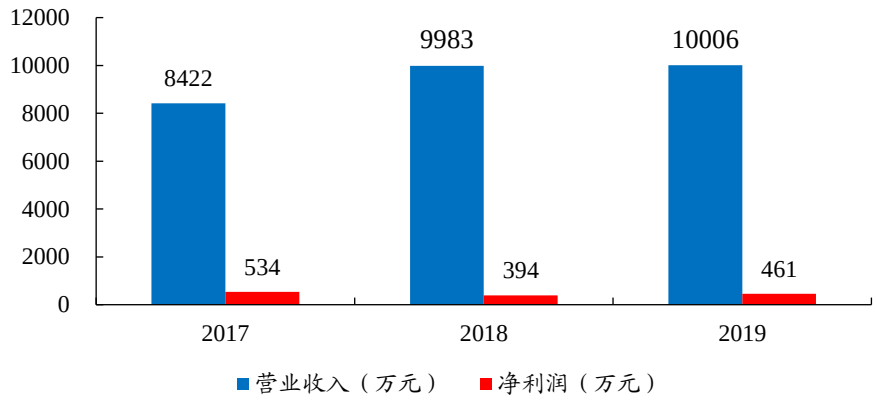
2016 年 12 月，公司出资 450 万元受让采林物业 90%股权，成为采林物业的控股股东。截至 2017H1，采林物业签约项目 53 个，签约面积 563 万平米。目前采林物业管理面积逾 600 万平米，覆盖上海、江苏昆山、宿迁、重庆、西安等区域。2019 年采林物业实现营收 1 亿元，净利润 461 万元，同比增长 17%。

表6：采林物业 2017H1 签约面积达到 563 万平米

物业类型	项目	管理面积（万平米）
住宅	23	413.3
办公	10	39.1
商业	2	22.3
其他	18	88.6
合计	**53**	**563.2**

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图14：上海采林物业 2019 年净利润同比增长达 17%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、 合作共赢，进入旧城改造、公租房服务等领域

公司与多家企业达成合作共识，与杭州之江城市建设投资集团有限公司合资成立杭州南郡商业经营管理有限公司。公司出资占比 51%，共同推进旧城改造等城市空间管理服务项目，2019 年进驻首个之江城投集团的项目提供物业服务——之江城投总部大楼，2020 年上半年已陆续为之江城投在建安置房项目提供前期物业咨询服务和工地管理工作。

与中国建设银行旗下建信住房服务共同组建杭州建信大悦住房服务有限公司，依托建行公租房运营管理系统优势，实施公租房物业管理工作，共同打造国内最佳、可复制公租房运营管理系统和运营服务。

3.2、 非住宅物业持续发力

2003 年，南都物业开启非住宅类物业服务，从社区走向城市，从无到有，积累经验，在办公物管、商业物管、机构类物管三大领域进行了深入探索，并取得了不俗的成绩。目前，公司服务业态包括住宅类和非住宅类，非住宅分为写字楼、酒店式公寓、购物中心、城市综合体、企业总部大楼、工厂、学校、政府公建项目、园区、特色小镇、场馆等。

表7：南都物业覆盖业态类型众多

管理业态	项目名称
住宅物业管理	双湾国际城、阳光郡、同方国际大厦、东方明珠城……
写字楼物业管理	望京商务中心、互联网金融大厦、联合大厦、天亿大厦、尊宝大厦……
商业物业管理	上海绿地新都会、海宁银泰城、天城国际、乐佳国际、沃尔玛、湖州银佳百货……
产业园区管理	慈溪智慧谷、浙大创新科技园、西溪科技园、台州东部新区、网新双城国际……
行政物业管理	温岭财税大厦、浙江银监局、萧山区财政地税局、杭州中策职业学校、北京师范大学杭州附属中学……

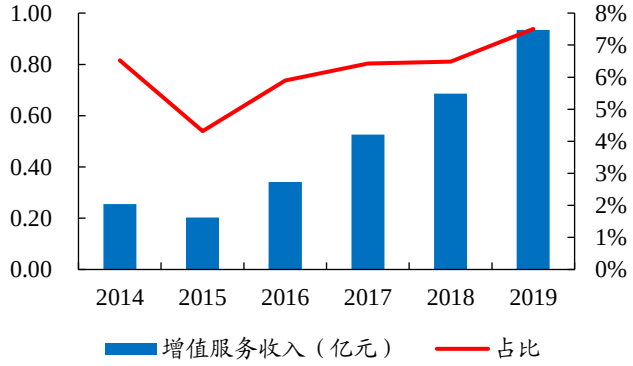
资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、 增值服务科技赋能，成长性佳

4.1、 拓展增值服务内容，盈利能力可观

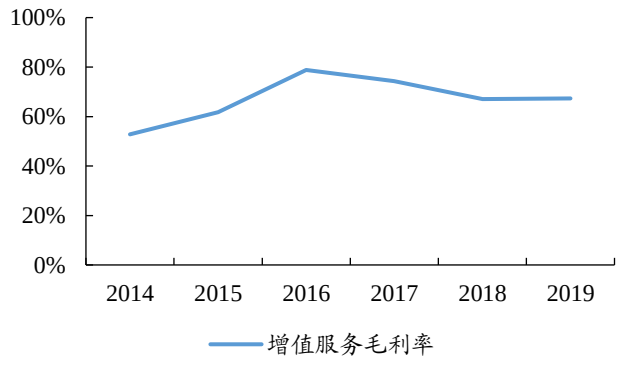
公司增值服务涵盖家政服务、绿化养护、入室维修、拎包入住、商务服务、社区商业等业务。截至 2019 年末，公司增值服务收入仅 0.93 亿元，占公司总营收的 8%左右，但增值服务发展势头良好，同比增长 36%，增速超公司整体水平；且毛利率在所有业务中最高，达 67%。

图15：南都物业增值服务收入占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：南都物业增值服务毛利率高位企稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：南都物业增值服务提供的服务内容主要有七类

增值服务类别	服务内容
家政服务	根据客户的个性化需求，为私家区域提供的清洁服务等
绿化养护	根据客户的个性化需求，为私家区域提供树木、花卉、草坪等植物的保养、维护服务
入室维修	根据客户的个性化需求，为私家区域提供专有部位、专有设施设备的维修服务
拎包入住	为毛坯房或精装修房屋客户，提供“从装修到电器”整体解决方案的家装装修服务
商务服务	为客户提供专业的礼宾、接待服务

增值服务类别	服务内容
社区商业	以社区范围内的客户为服务对象，以便民、利民，满足和促进居民综合消费为目标的属地型商业服务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表9：南都物业增值服务收费项目丰富

类型	服务内容
家政服务	为有需求的业主提供保洁、搬家、外墙清洗等服务，收取相应的费用。
公共收益	对属于业主共有的物业管理商业用房，物业共用部位、共用设施设备、业主共用的场地等进行经营管理而产生的收入
泊位费	小区公共停车位收取的停车费
维修费	公司为业主提供入室维修服务收取的费用
清运费	部分商业项目中餐饮业商铺产生垃圾较多，由公司负责清理
APP 服务	用户可通过 APP 购买水果生鲜、食品饮料、粮油米面、进口产品等，公司收取平台交易佣金,目前处于内部测试阶段。另外业主也可通过 APP 平台缴纳物业费
其他	销售 IC 卡和饮用水、装修管理服务费、车位租赁费、验房费及其他零星活动费

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 科技提效，大数据赋能

4.2.1、 悦嘉家 APP

2015 年底，悦嘉家 APP 上线，为社区生活、业主体验带去了升级与改变。悦嘉家开拓全新发展版图，在支付宝 APP 内正式上线“悦嘉家”小程序，通过与支付宝的深度合作、阿里系大数据的嵌入，以悦嘉家 APP、悦服务 APP、悦园区 APP 以及悦生活服务平台为载体的南都物业线上服务模式迎来了全新升级。

图17：南都物业悦嘉家支付宝小程序多功能持续完善



资料来源：公司官网

除了主打大数据便利的“一码通”自动核查功能外，本次上线的悦嘉家支付宝小程序，在延续原有 APP 内物业缴费、入室及公共维修的功能基础上，新增了签约代扣、蚂蚁森林能量获取、花呗信用额度提升等阿里系功能，为家园生活带去更多新鲜体验。通过支付宝提供的“签约代扣”服务，业主可在小程序内自助缴纳物业服务费、车位管理费等一系列费用，免去了实地缴费或手机复杂操作的环节，破解社区内的“最后一公里难题”。

表10：南都物业悦嘉家支付宝小程序功能一览

代码	主要功能
核查功能	“一码通”自动核查功能
基础功能	物业缴费、入室及公共维修
新增功能	支付宝提供的“签约代扣”服务，业主可在小程序内自助缴纳物业服务费、车位管理费等

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4.2.2、 “物业+互联网”数据中心

根植于物业基础服务，公司通过“物业+互联网”的形式深耕邻里圈，通过集团数据中心密切监视在管项目情况，深入剖析用户行为，利于推动增值服务的持续开展。从涉及内容看，公司横向涵盖社区业主住、行、食、购、学等各方面的生活需求，纵向拓宽物业服务的深度与内涵，为业主提供多元化、综合性的贴心服务，实现多方共赢。

图18：南都物业服务集团数据中心后台随时监控在管物业运营情况



资料来源：公司官网

5、 盈利预测与投资建议

目前公司 90%以上的收入均来自传统的物业管理业务，增值服务基数、占比均较低，但增速也最快，因此我们重点对物业管理业务、增值服务这两项进行预测：

（1）物业管理服务：收入主要通过管理面积与单位面积收费强度来测算，我们使用 T 期物管费收入=（T 期签约面积+T-1 期签约面积）*单位面积收费强度来测算未来收入情况。

根据 2016-2019 年单位面积收费强度均值，预计未来三年单位面积收费强度增速分别为 2%、1%、-2%；此外 2016-2019 年签约面积增速均值在 24%，但考虑到随着签约面积规模的提升，我们保守估计未来三年面积增速分别为 18%、15%、15%。毛利率方面，2019 年上升 0.5 个百分点，预计后续三年保持年均 0.5 个百分点的提升速度。

（2）增值服务：增值服务收入基数较低，占比仅 8%，2016-2019 年增速均值在 47%，使用 4 年移动平均法预计未来三年增速分别为 47%、42%、39%。毛利率方面，2018-2019 年维持 67%左右，2016 年后整体呈现下降态势，目前利润率仍处于高位，预计未来三年每年略下降 2 个百分点。

（3）公寓及其他：收入占比仅 3%左右，假定三年增速为 10%、10%、10%。

则测算出公司未来 3 年营收增速分别为 17.9%、20.0%、15.2%，考虑到盈利能力持续修复大趋势不变，最终我们测算出归母净利润增速分别为 27.7%、27.3%、23.1%。

作为国内领先的独立第三方物业公司，公司在市场化拓展的道路上具备近二十载的丰富经验，在项目筛选、获取、运营上有全面成熟的体系，成长性佳，品牌优势明显。预计公司 2020-2022 年归母净利润 1.45、1.85、2.28 亿元，对应 EPS 为 1.08、1.38、1.70 元，当前股价对应 PE 为 25、20、16 倍。与主流公司相比仍有较大提升空间。首次覆盖给予“买入”评级。

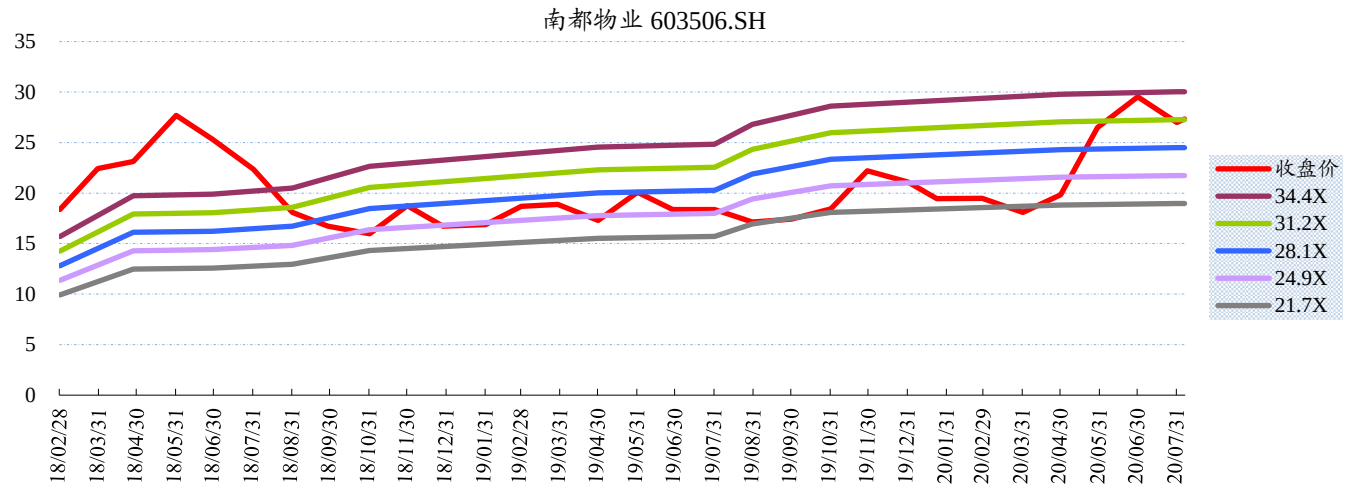
表11：主流物管公司 2020 年 PE 均值在 45 倍

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
6049.HK	保利物业	415	4.9	7.0	9.4	12.7	85	60	44	33
001914.SZ	招商积余	360	2.9	6.2	8.7	11.5	126	58	41	31
2669.HK	中海物业	243	4.8	6.2	8.0	9.8	50	39	30	25
2869.HK	绿城服务	322	4.8	6.3	8.3	10.6	68	51	39	31
002968.SZ	新大正	70	1.0	1.3	1.7	2.2	67	52	40	32
1995.HK	永升生活	230	2.2	3.7	5.7	8.5	103	63	40	27
6098.HK	碧桂园服务	1235	16.7	22.6	31.1	41.7	74	55	40	30
1755.HK	新城悦服务	187	2.8	4.1	6.1	8.9	66	46	31	21
3319.HK	雅生活服务	557	12.3	17.1	22.3	27.8	45	32	25	20
9909.HK	宝龙商业	121	1.8	2.7	4.0	5.7	68	45	30	21
3662.HK	奥园健康	54	1.6	2.4	3.3	4.4	33	23	16	12
2606.HK	蓝光嘉宝	91	4.3	5.7	7.8	10.3	21	16	12	9

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
均值							67	45	32	24
603506.SH	南都物业	36	1.1	1.5	1.9	2.3	32	25	20	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（除保利物业、南都物业外，其他物管公司均使用 wind 一致预期，单位为 RMB）

图19：南都物业 PE-BAND 持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 风险提示

1）宏观环境风险：宏观经济不景气，居民可支配收入低迷，支付能力有所下降，影响行业收缴率水平；

2）行业盈利恶化风险：人工成本持续上行，物管费提价较难，行业毛利空间持续压缩；

3）行业成长性下滑风险：市场竣工持续处于低位，物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长；

4）企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动；企业收并购存在误判风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1099	1237	1365	1751	1923
现金	397	332	363	578	655
应收票据及应收账款	212	282	300	399	407
其他应收款	75	77	102	113	135
预付账款	6	9	8	12	11
存货	1	13	15	16	17
其他流动资产	408	524	576	634	697
非流动资产	244	374	401	424	451
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	38	38	43	49	52
无形资产	1	1	1	1	1
其他非流动资产	205	335	357	375	398
资产总计	1343	1610	1766	2176	2374
流动负债	696	876	912	1170	1168
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	146	192	200	264	262
其他流动负债	550	684	712	907	905
非流动负债	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1	1
负债合计	696	877	913	1172	1169
少数股东权益	8	12	20	30	43
股本	103	134	134	134	134
资本公积	344	313	313	313	313
留存收益	192	275	381	516	682
归属母公司股东权益	639	722	833	974	1162
负债和股东权益	1343	1610	1766	2176	2374

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	155	193	98	294	153
净利润	96	120	154	196	241
折旧摊销	11	15	14	17	20
财务费用	-3	-3	-0	-0	-2
投资损失	-17	-24	-26	-29	-31
营运资金变动	62	73	-33	118	-64
其他经营现金流	5	11	-10	-8	-10
投资活动现金流	-476	-224	-33	-35	-39
资本支出	25	28	14	12	12
长期投资	-390	-113	0	0	0
其他投资现金流	-841	-309	-19	-23	-27
筹资活动现金流	242	-32	-34	-44	-38
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	44	31	0	0	0
资本公积增加	244	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-32	-34	-44	-38
现金净增加额	-79	-64	31	215	77

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1059	1244	1467	1761	2029
营业成本	825	965	1118	1324	1502
营业税金及附加	5	6	7	9	10
营业费用	28	27	37	44	50
管理费用	94	103	126	148	172
研发费用	2	2	2	2	3
财务费用	-3	-3	-0	-0	-2
资产减值损失	5	-5	0	0	0
其他收益	13	12	13	14	16
公允价值变动收益	0	7	8	9	10
投资净收益	17	24	26	29	31
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	133	175	224	284	350
营业外收入	0	1	0	1	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	133	175	223	284	350
所得税	37	55	70	89	109
净利润	96	120	154	196	241
少数股东损益	4	6	8	10	13
归母净利润	92	114	145	185	228
EBITDA	132	180	227	287	352
EPS(元)	0.68	0.85	1.08	1.38	1.70

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	29.2	17.6	17.9	20.0	15.2
营业利润(%)	28.5	31.9	27.8	27.1	23.1
归属于母公司净利润(%)	**22.7**	24.1	27.7	27.3	23.1
获利能力					
毛利率(%)	22.1	22.4	23.7	24.8	25.9
净利率(%)	8.7	9.2	9.9	10.5	11.2
ROE(%)	14.8	16.4	18.0	19.5	20.0
ROIC(%)	**13.7**	15.7	17.6	19.1	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	54.4	51.7	53.8	49.2
净负债比率(%)	-61.4	-45.2	-42.5	-57.5	-54.3
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	**1.0**	1.1	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	**6.9**	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.85	1.08	1.38	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	1.44	0.73	2.19	1.14
每股净资产(最新摊薄)	**4.76**	5.38	6.21	7.26	8.66
估值比率					
P/E	39.7	32.0	25.0	19.7	16.0
P/B	5.7	5.0	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	24.7	16.9	13.2	9.6	7.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835