

雅生活服务 (3319.HK)

收入突破百亿大关，进一步扩大多元业态布局

投资要点:

第三方外拓业务实现高速增长: 依托雅居乐集团和绿地控股两大股东的稳健发展，叠加雅生活服务完成收购中民物业股权，面积规模和市场拓展能力大幅提升，公司合约面积和在管面积 2016-2020 年复合增长率分别达~63.3%和~65.4%。2020 年，公司合约面积同比增长~74.9%至约 5.23 亿 M²；公司同期新增合约面积同比增长~223.7%至约 2.24 亿 M²，其中，公司透过收购中民物业显著提升来自第三方的新增合约面积，同比增长~364.3%至约 2.06 亿 M²，占比~92.0%。此外，公司 2020 年在管面积同比增长~112.2%至约 3.75 亿 M²。截止 2020 年 12 月 31 日，雅生活服务在管项目中位于一、二线城市的面积占比达~80%。大湾区和长三角在管面积占比最大，分别为~25.0%和~35.7%，合共达~60.7%。

受惠于在管面积提升，收入突破百亿大关: 2016-2020 年，雅生活服务收入维持高速增长，期间年复合增长率为~68.5%。2020 年，公司收入成功突破百亿，同比增长~95.5%至约 100.3 亿元(人民币·下同)；按业务划分，公司 2020 年物业管理服务收入和业主增值服务收入受惠于在管面积提升而分别同比增长~129.1%和~116.9%至约 64.8 亿元和约 10.5 亿元；同期，外延增值服务收入则同比增长~37.5%至约 24.9 亿元。

物管服务收入业态结构趋向多元: 雅生活服务 2020 年物管服务收入业态结构持续优化，住宅物业物管服务收入占比由 2019 年~61.0%下降至 43.1%，同期非住宅物业物管服务收入占比则由 2019 年~39.0%明显提升至~56.9%。此外，公司整体每平方米月均收入由 2019 年约 1.5 元上升至约 2.0 元。其中，住宅物业和非住宅物业每平方米月均物业管理收入分别由 2019 年约 1.5 元和约 1.4 元上升至约 1.8 元和约 2.1 元。

受第三方业务占比加大的影响，利润率有所下降: 雅生活服务近年拓展力度增大，第三方物业开发商的项目(毛利率相对较低和收并购等相关无形资产摊销的影响)占比加大，导致利润率有所下降。整体上，公司近五年毛利率呈先高后低走势，由 2016 年~25.0%上升至 2018 年~38.2%，其后分别回落至 2019 年~36.7%和 2020 年~29.7%。2020 年，公司经调整经营利润率和利润率也跟随毛利率向下走势，分别由 2019 年~30.1%和~24.0%下降至~23.4%和~17.5%。另一方面，公司的经营效率财务指标 ROE 和 ROA 在 2020 年则有所改善，分别由 2019 年~21.2%和~14.8%上升至~25.9%和~15.0%，表明公司资产运用效益得到提升。

进一步扩大多元业态布局，估值相对吸引: 以雅生活服务 2020 年重要财务指标实际值与市场预估值(彭博综合预测值)对比，营收和经调整利润增速高于市场预期，但毛利率和息税折摊前利润率表现则逊于市场预期。估值方面，公司当前预测市盈率(彭博 BF P/E)约达 14.2 倍，低于公司最近 2 年均值约 18.8 倍接近一个标准差(约 13.9 倍)，估值相对吸引。考虑到公司业务在 2021-22 年仍处于高速扩张期(截止 2020 年 12 月 31 日，储备面积约为 1.48 亿 M²)，叠加公司近期已战略入股包括中航环卫(中国环卫服务企业前十强)多家环卫公司，进一步落地城市服务的业务布局，或将有利于公司在管规模提升和多元业态发展，并为其未来业绩维持较快增长带来有力支撑，建议投资者多加关注。

山证国际证券有限公司
 www.ssif.com.hk

报告日期: 2021-03-26

业绩点评

投资评级:

未评级

基本数据

所属板块	物业管理
最新价	31.75 港元
市值	423 亿港元
52 周区间	26.75-48.55 港元
10 天日均成交量	706.52 万股
主要股东持股比例	69.29%

数据来源: WIND、港交所
 (2021 年 3 月 25 日)

一年行情图



数据来源: 港交所

分析员

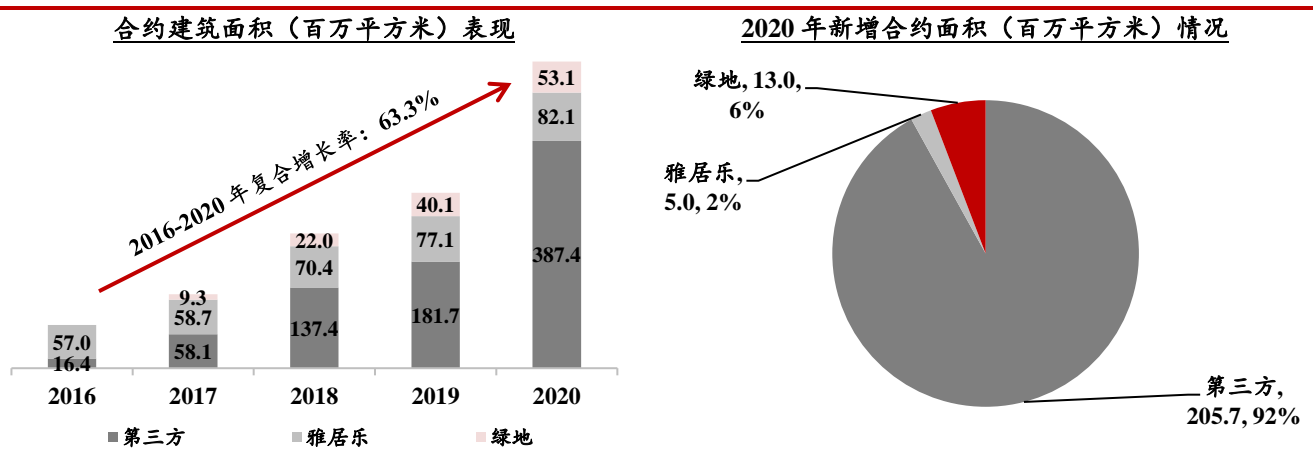
姓名: 高景东
 中央编号: AYP093
 电话: +852-2501 1037
 电邮: tony.ko@ssif.com.hk

一、经营表现

1. 合约和在管面积分别大幅增长 74.9%和 112.2%

雅生活服务合约面积 2016-2020 年持续快速增长，期间年复合增长率达~63.3%。公司透过多项并购明显提升来自第三方的合约面积，由 2016 年约 1,640 万平方米上升至 2020 年约 3.87 亿平方米，期间年复合增长率达~120.4%。2020 年，公司新增合约面积同比增长~223.7%至约 2.24 亿平方米，当中约 2.06 亿方是来自第三方，占比~92.0%。

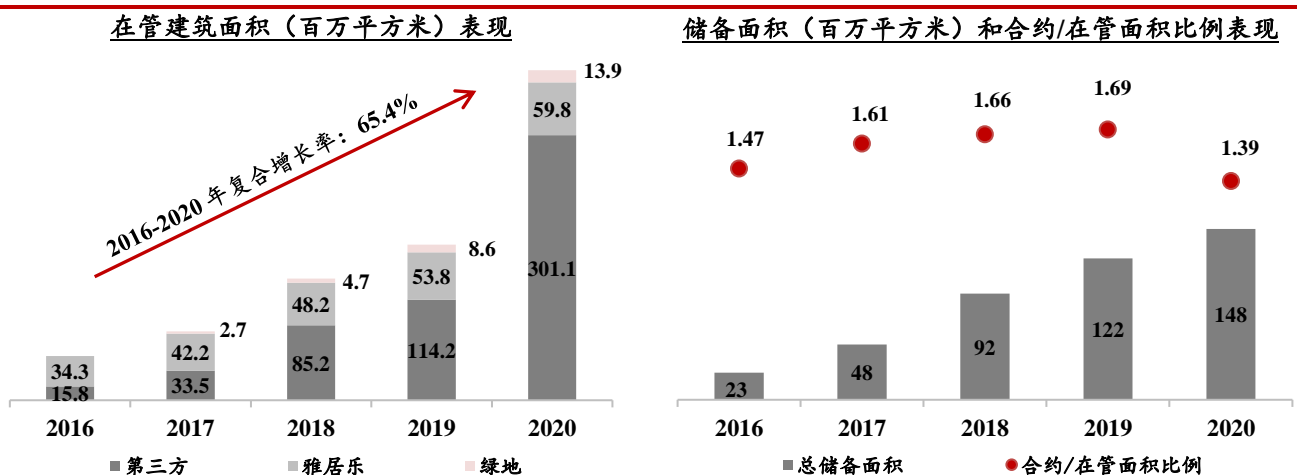
图表 1：2016-2020 年，雅生活服务合约建筑面积表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

公司 2016-2020 年在管面积年复合增长率达~65.4%。2020 年，公司在管面积同比增长~112.2%至约 3.75 亿平方米。同期，公司储备面积约达 1.48 亿平方米，合约/在管面积比例约 1.39。

图表 2：2016-2020 年雅生活服务在管建筑面积、储备面积和合约/在管面积比例表现



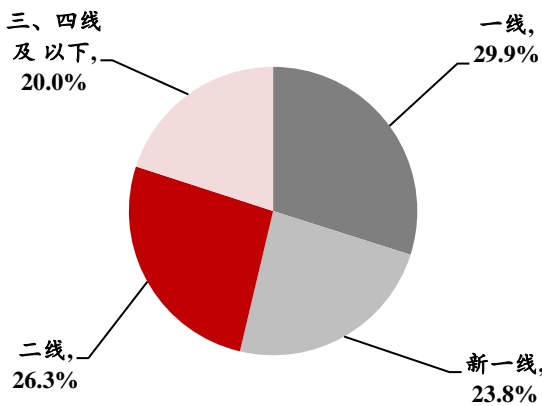
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2. 在管面积 80%集中在一、二线城市

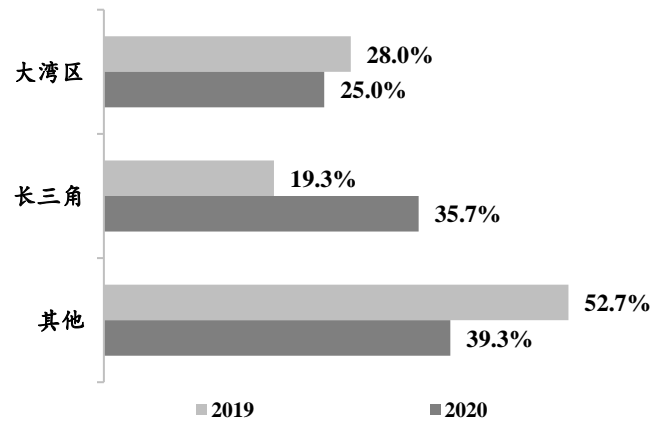
截止 2020 年 12 月 31 日，雅生活服务在管项目中位于一、二线城市的面积占比达~80%。此外，大湾区和长三角在管面积占比最大，分别为~25.0%和~35.7%，合共达~60.7%。

图表 3：雅生活服务在管建筑面积按城市等级和地域之分布情况

2020 年末，在管建筑面积按城市等级之分布情况



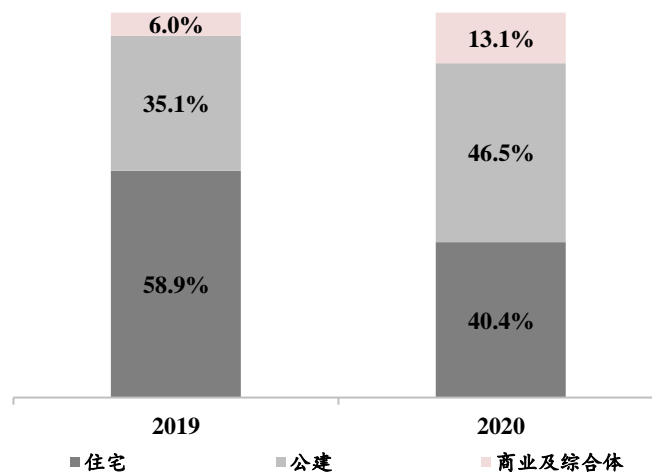
在管建筑面积按地域之分布情况



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

另一方面，公司于 2020 年末在管面积中住宅类业态占比由 2019 年末~58.9%下降至~40.4%；非住宅类占比则由 2019 年末~41.1%上升至~59.6%（公共建筑占比~46.5%，商业及综合体占比~13.1%）。非住宅类占比增加主要是由于收购中民物业所带来的公共建筑类项目占比的增加。

图表 4：雅生活服务于 2019 和 2020 年末在管建筑面积按业态之分布情况



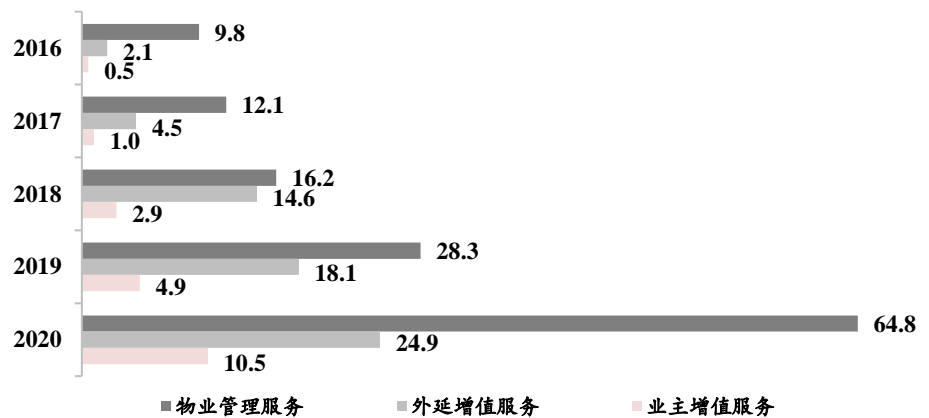
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

二、业绩表现

1. 收入突破百亿大关

2016-2020 年，雅生活服务收入也维持高速增长，期间年复合增长率为~68.5%。2020 年，公司收入成功突破百亿，同比增长~95.5%至约 100.3 亿元(人民币·下同)。

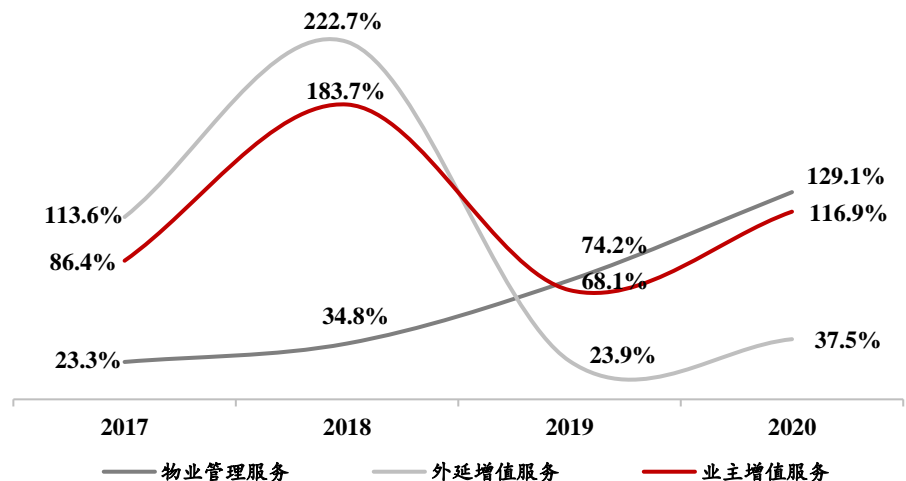
图表 5：雅生活服务按业务划分之收入（亿元人民币）表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

按业务划分，公司 2020 年物业管理服务收入和业主增值服务收入受惠于在管面积提升而同比分别明显增长~129.1%和~116.9%至约 64.8 亿元和约 10.5 亿元；此外，外延增值服务期内收入则同比增长~37.5%至约 24.9 亿元。

图表 6：雅生活服务按业务划分之收入同比增长表现



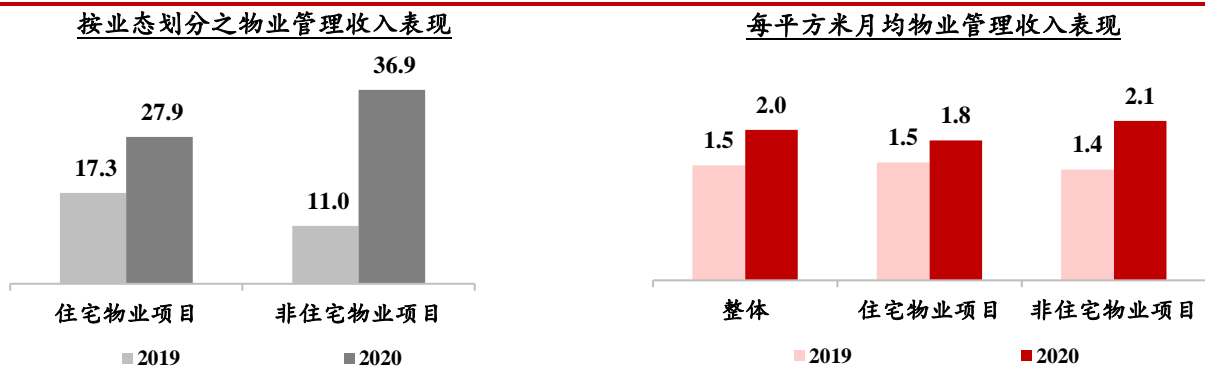
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2. 物管服务收入业态结构趋向多元

雅生活服务 2020 年物管服务收入业态结构持续优化, 住宅物业物管服务收入占比由 2019 年~61.0%下降至~43.1%, 同期非住宅物业物管服务收入占比则由 2019 年~39.0%明显提升至~56.9%。

此外, 公司整体每平方米月均收入由 2019 年约 1.5 元上升至约 2.0 元。其中, 住宅物业和非住宅物业每平方米月均物业管理收入分别由 2019 年约 1.5 元和约 1.4 元上升至约 1.8 元和约 2.1 元。

图表 5: 雅生活服务按业态划分之物业管理收入 (亿元人民币) 和每方米月均物业管理收入(元人民币)表现

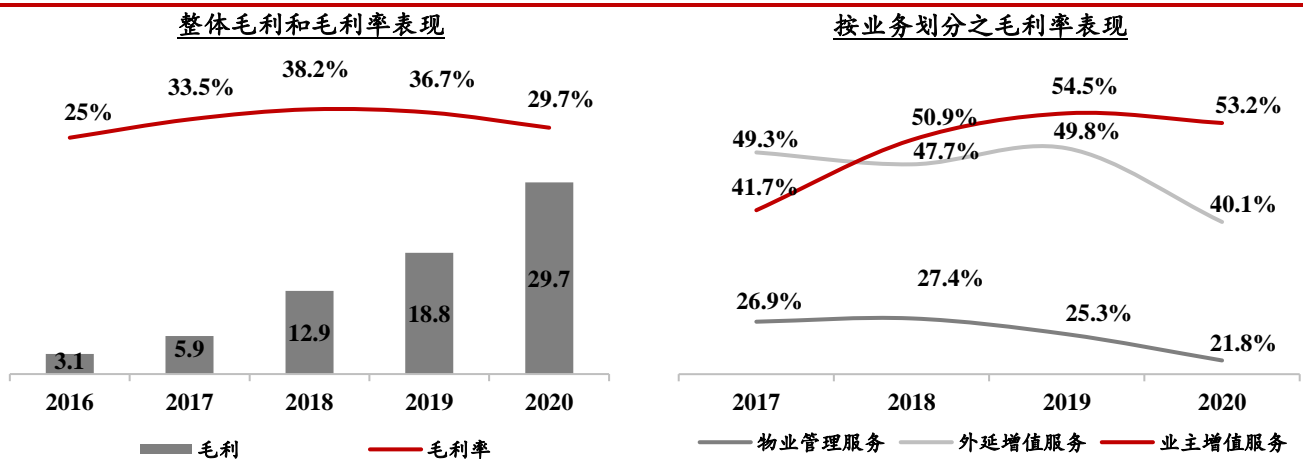


数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 三大利润率有所下降

雅生活服务近年拓展力度增大, 第三方物业开发商的项目(毛利率相对较低和收并购等相关无形资产摊销的影响)占比加大, 导致利润率有所下降。2016-2020 年, 公司整体毛利大幅增长, 期间年复合增长率为~75.7%。2020 年, 公司毛利同比增长~57.9%至约 29.7 亿元。

图表 6: 雅生活服务整体毛利 (亿元人民币)、毛利率和按业务划分之毛利率表现

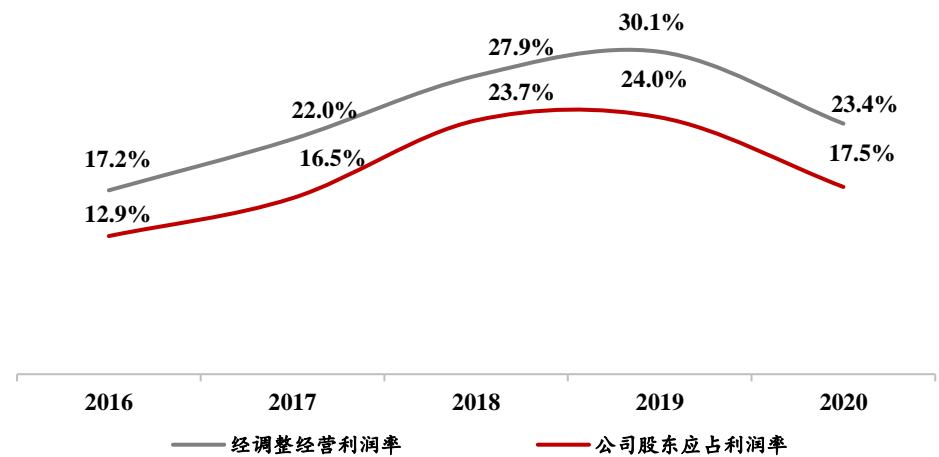


数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

整体上，公司近五年毛利率呈先高后低走势，由 2016 年~25.0% 上升至 2018 年~38.2%，其后分别回落至 2019 年~36.7% 和 2020 年~29.7%。其中，物业管理服务和外延增值服务 2020 年毛利率分别由 2019 年~25.3% 和~49.8% 明显下降至~21.8% 和~40.1%。

2020 年，公司经调整经营利润率和利润率也跟随毛利率向下走势，分别由 2019 年~30.1% 和~24.0% 下降至~23.4% 和~17.5%。

图表 7：雅生活服务经调整经营利润率和利润率表现

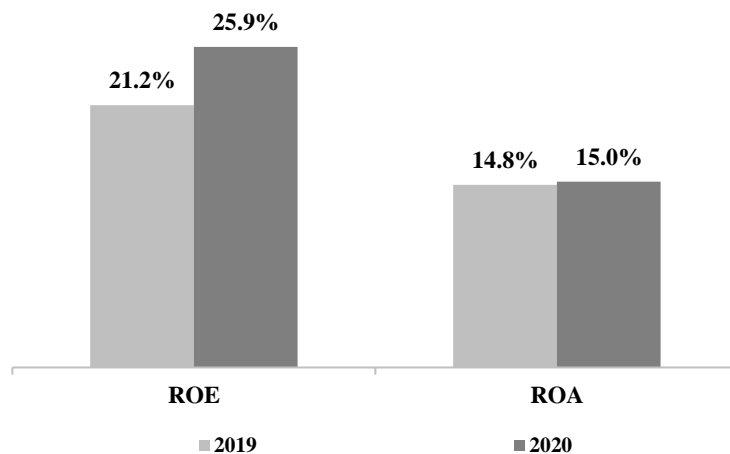


*经调整经营利润=毛利-行政开支-销售及营销开支

数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

另一方面，公司的经营效率财务指标 ROE 和 ROA 在 2020 年则有所改善，分别由 2019 年~21.2% 和~14.8% 上升至~25.9% 和~15.0%，表明公司资产运用效益得到提升。

图表 8：雅生活服务 ROE 和 ROA 表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

三、估值表现

以雅生活服务 2020 年重要财务指标实际值与市场预估值(彭博综合预估值)对比, 营收和经调整利润增速高于市场预期, 但毛利率和息税折摊前利润率表现则逊于市场预期。

图表 9: 雅生活服务 2020 年重要财务指标实际值(亿元)与彭博综合预测值对比

财务指标	实际	彭博综合预测	相差
收入	100.26	98.70	1.56
毛利率	29.7%	31.1%	-1.5%
息税折摊前利润	25.32	25.78	-0.46
息税折摊前利润率	25.3%	26.1%	-0.9%
调整后利润	18.00	17.32	0.68
调整后利润率	18.0%	17.5%	0.4%
调整后 EPS(元人民币)	1.35	1.30	0.05

数据来源: Bloomberg、公司公告、山证国际研究部整理

此外, 公司当前的预测市盈率(彭博 BF P/E)约达 14.2 倍, 低于公司最近 2 年均值约 18.8 倍接近一个标准差(约 13.9 倍), 估值相对吸引。考虑到公司业务在 2021-22 年仍处于高速扩张期(截止 2020 年 12 月 31 日, 储备面积约为 1.48 亿 M²), 叠加公司近期已战略入股包括中航环卫(中国环卫服务企业前十强)多家环卫公司, 进一步落地城市服务的业务布局, 或将有利于公司在管规模提升和多元业态发展, 并为其未来业绩维持高速增长带来有力支撑, 建议投资者多加关注。

图表 10: 雅生活服务预测市盈率估值表现



*市场数据是截止 2021 年 3 月 25 日收市价

数据来源: Bloomberg、山证国际研究部整理

四、风险因素

- 业务表现不及预期；
- 系统风险等。

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏悃道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>