

奥园健康生活 (3662.HK)
2020 年收入同比增长超越 56%，并购贡献将驱动 2021 年业绩维持高增长
投资要点：

战略性并购加速业务版图扩张，在管面积突破 4 千万平方米：随着乐生活和宁波宏建在 2020 年下半年并表后，奥园健康生活在管规模不但实现跨越式增长，而且也为公司在地域协同性与业态互补性等多方面带来正面影响。截止 2020 年 12 月底，公司物管服务分部总在管面积同比上升 174.5% 至约 4,139 万平方米，年内新增在管面积约为 2,631 万平方米，其中来自第三方的新增在管面积显著提升，占比达~81.5%。此外，公司 2020 年也透过上述战略性并购加速业务版图扩张，并对部分重点地区业务布局取得明显突破，华中及华北地区和华东地区在管面积占比分别由 2019 年~6.9%和~10.9%提升至~47.3%和~14.6%，有利于公司扩大管理半径，为公司未来争取更多外拓业务奠定坚实的基础。

总收入同比增长超越 56%，增值服务收入实现翻倍：奥园健康生活 2020 年总收入由 2019 年同期约 9 亿元(人民币·下同)增长~56.3%至约 14.08 亿元。其中，物管服务分部和商业运营服务分部收入分别由 2019 年同期约 6.46 亿元和 2.54 亿元上升~66.3%和~31.0%至约 10.74 亿元和 3.33 亿元。值得一提，公司增值服务 2020 年收入增长在疫情下显著提速，收入同比增长~120.8%至约 1.48 亿元，增速较 2020 年上半年(~88.6%)有所加快，显示并购贡献和该业务在社区多元化需求持续被挖掘而释放的巨大发展潜力。

毛利率有所下降，经营利润率和溢利率表现则保持平稳：奥园健康生活 2020 年毛利率由 2019 年~37.4%下降至~34.2%，主要原因系已收购的乐生活和宁波宏建旗下华北区域物业管理服务毛利率一般较公司综合物业管理服务毛利率为低。另一方面，公司同期经营利润率和溢利率表现则相对平稳，分别为~24.3%和~18.0%。

逐步落地并深化大健康产业服务：奥园健康生活 2020 年继续落地多项大健康业务。年内，公司打造的「物业服务+养老服务」小区居家康养品牌「奥悦之家」已于多个在管小区正式试业；此外，公司在多个政府部门指导下设立的番禺区桥南街综合养老服务中心也已入驻奥园养生广场。随着公司将持续深耕大健康产业，大力发展智慧康养、综合门诊、健康住宅等重点业务，预期相关业务将会为公司未来业绩带来贡献。

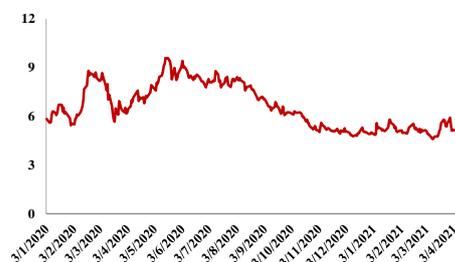
并购贡献将驱动 2021 年业绩维持高增长：展望 2021 年，奥园健康生活除了继续接管母公司中国奥园陆续交付的已售项目之外，已收购的乐生活、宁波宏建和北京博安(2021 年 1 月并表)业绩也将产生全年贡献，相关因素将驱动公司 2021 年业绩维持高增长。

盈利预测与投资建议：基于对奥园健康生活最新业务表现等分析，修正公司于 2021 至 2023 财年之溢利分别约为 3.81 亿元、4.75 亿元和 5.72 亿元，同比上升约 50.8%、24.4%和 20.5%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司之目标价至 8.30 港元，对应 2021 财年、2022 财年和 2023 财年之预测市盈率分别约为 13.3 倍、10.7 倍和 8.9 倍。新的目标价较 4 月 9 日收市价 5.03 港元存在~65.1%的上涨空间，维持公司“买入”评级。

报告日期：2021-04-09
业绩点评
投资评级：
买入
目标价：
8.30 港元
基本数据

所属板块	物管
最新价	5.03 港元
市值	36.53 亿港元
52 周区间	4.51-9.65 港元
30 天日均成交量	423 万股
主要股东持股比例	55.15%

 数据来源：Bloomberg、港交所
 *2021 年 4 月 9 日

52 周行情图


数据来源：Bloomberg

业绩更新：《2020 年上半年收入增长近 40%，下半年在管面积将突破 4,500 万方》-20200828

业绩更新：《2019 年净利翻倍，加速大健康生态布局》-20200403

业绩更新：《收入增长持续靓丽，利润率表现优于预期》-20190823

首次覆盖：《坐享大湾区发展优势，业务增长空间巨大》-20190708

分析员

姓名：高景东

中央编号：AYP093

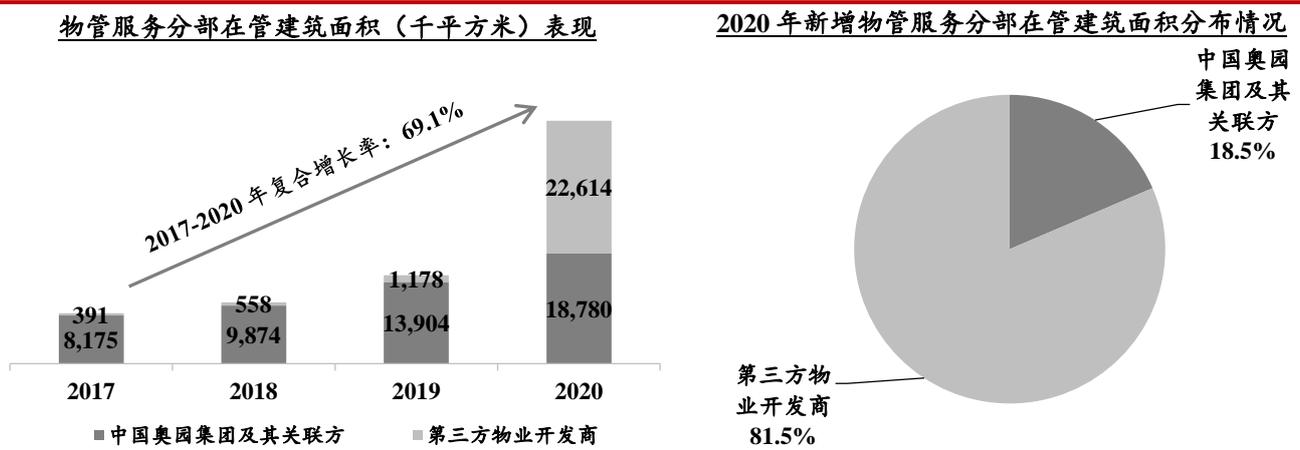
电话：+852-2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk

一、战略性并购加速业务版图扩张

奥园健康生活物管服务分部在管面积在 2017-2020 年持续快速增长，期间年复合增长率~69.1%。2020 年，公司透过收购乐生活和宁波宏建，相关在管面积同比增长~174.5%至约 4,139 万平方米，年内新增在管面积约为 2,631 万平方米，其中来自第三方的新增在管面积显著提升，占比达~81.5%。

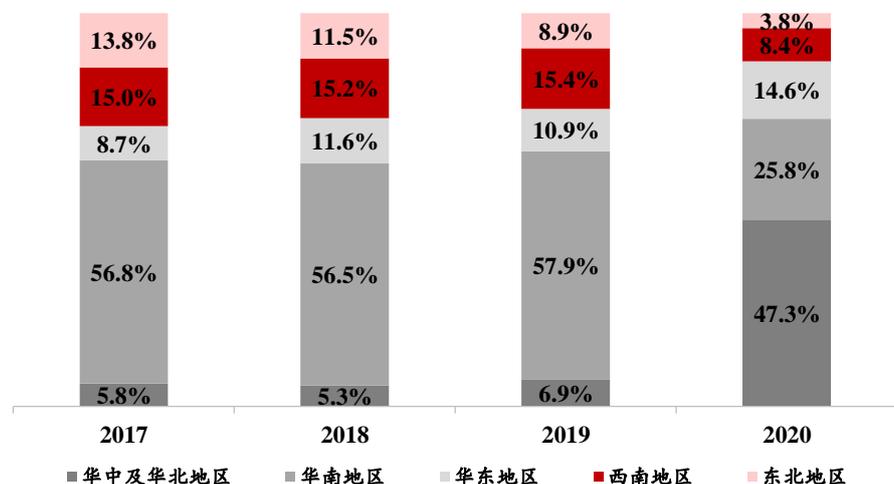
图表 1：2017-2020 年，奥园健康生活物管服务分部在管建筑面积表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，公司 2020 年也透过上述战略性并购加速业务版图扩张，并对部分重点地区业务布局取得明显突破，华中及华北地区和华东地区在管面积占比分别由 2019 年~6.9%和~10.9%提升至~47.3%和~14.6%，有利于公司扩大管理半径，为公司日后争取更多外拓业务奠定坚实的基础。

图表 2：2017-2020 年奥园健康生活物管服务分部建筑面积按地区分布情况



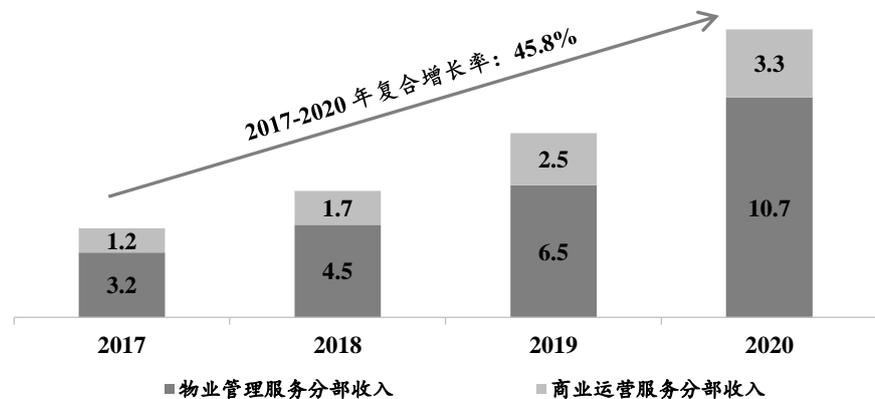
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

二、收入维持快速增长

2017-2020年，奥园健康生活收入也维持快速增长，期间年复合增长率为~45.8%。2020年，公司收入同比增长~56.3%至约14.08亿元(人民币·下同)。其中，物管分部和商管分部同期收入分别增长~66.3%和~31.0%。

值得一提的是，公司增值服务2020年收入增长在疫情下显著提速，收入同比增长~120.8%至约1.48亿元，增速较2020年上半年(~88.6%)有所加快，显示并购贡献和该业务在社区多元化需求持续被挖掘而释放的巨大发展潜力。

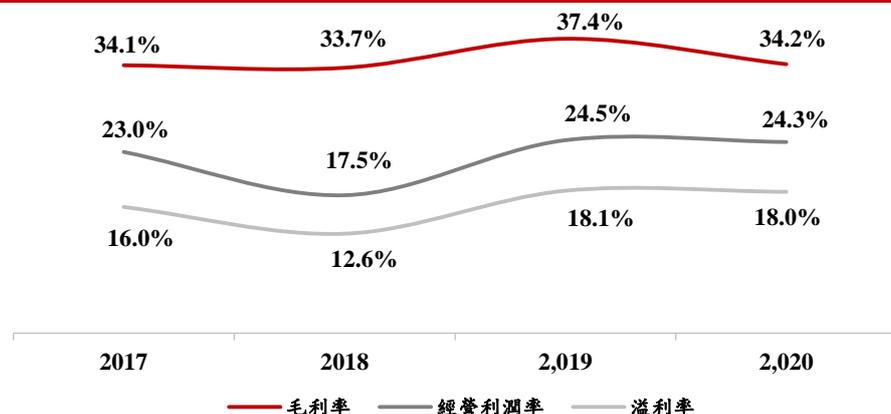
图表3：奥园健康生活按业务划分之收入（亿元人民币）表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2020年，公司毛利率由2019年~37.4%下降至~34.2%，主要原因系已收购的乐生活和宁波宏建旗下华北区域物业管理服务毛利率一般较公司综合物业管理服务毛利率为低。另一方面，公司同期经营利润率和溢利率表现则相对平稳，分别为~24.3%和~18.0%。

图表4：奥园健康生活毛利率、经营利润率和溢利率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

三、盈利预测与投资建议

我们利用现金流折现估值财务模型为奥园健康生活进行估值，并维持将财务模型预测分为三个阶段，分别是第一阶段(2021-2023年)：高速增长期，第二阶段(2024-2025年)：中等增长期，以及第三阶段(2025年以后)：平稳增长期。

第一阶段(2021-2023年)收入预测及主要明细假设：

(1) 物业管理服务收入：展望 2021 年，奥园健康生活除了继续接管母公司中国奥园陆续交付的已售项目之外，已收购的乐生活、宁波宏建和北京博安(2021 年 1 月并表)业绩也将产生全年贡献，相关因素将提升 2021 年物管服务分部业绩。因此，我们预期 2021 年全年物管在管总面积、物管分部收入预测分别至约 5,495 万平方米和约 20.02 亿元，而 2022-2023 年的预测数据也做了相应调整。

(2) 商业运营服务收入：公司 2020 年新开业商场数量受疫情影响，相关分部在管面积和整体收入 2020 年同比增速均有所放缓。我们预期，公司 2021 年全年新开业商场数量或将达到 5 个，全年商管在管面积和商管分部收入预测分别约为 96.2 万平方米和 3.65 亿元。

(3) 毛利率：我们认为，公司 2021 年毛利率将会受到新并购的乐生活和宁波宏建(毛利率较低)等收入贡献增加所影响而下降至 31.2%，并预期 2022-2023 年将达~31.5%-31.8%。

(4) 行政相关费用/有效税率：基于公司 2020 年营运效率持续提升，预期公司行政相关费用占收入比率 2021-2023 年基本维持在~11.7%。有效税率方面，我们预期公司 2021-2023 年有效税率为~23.8%的水平。

(5) 溢利率：综合以上的影响，预期 2021 年公司溢利率将达~16.1%，而 2022-2023 年将达到~16.1%-16.4%。

第二阶段(2024-2025年)自由现金流增长率：我们维持公司自由现金流在期内年复合增长率将达~5%之预测。

第三阶段(2025年后)自由现金流增长率：公司在 2025 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以~2%增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

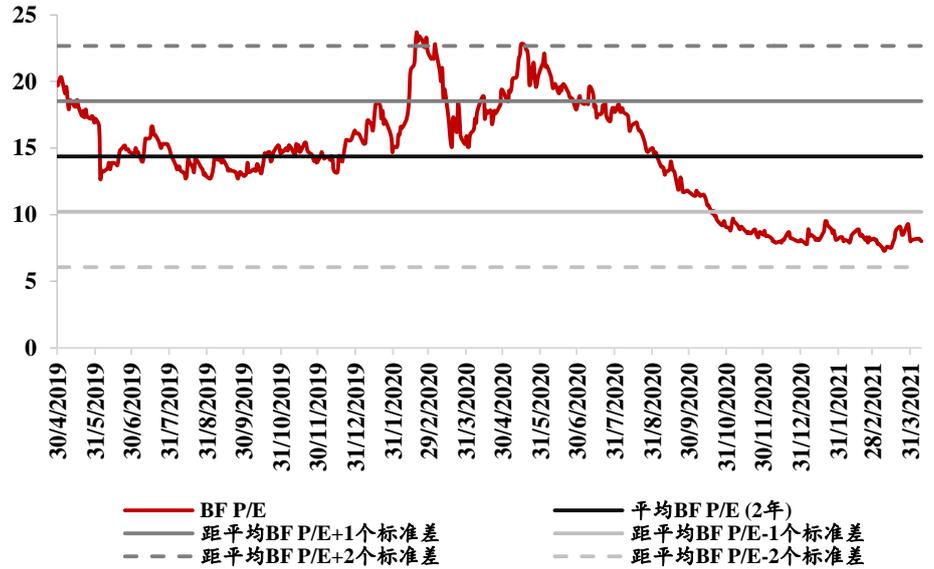
其他重要假设：(i)公司融资结构未来不会出现明显改变；(ii)无风险利率(中国十年期国债收益率)：3.2%；(iii)WACC：8.9%。

基于以上综合分析，我们对奥园健康生活未来财务数据的相关假设做出了适当的调整，并修正公司于 2021 至 2023 财年之溢利分别约为 3.81 亿元、4.75 亿元和 5.72 亿元，同比上升约 50.8%、24.4%和 20.5%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司之目标价至 8.30 港元，对应 2021 财年、2022 财年和 2023 财年之预测市盈率分别约为 13.3 倍、10.7 倍和 8.9 倍。新的目标价较 4 月 9 日收市价 5.03 港元存在~65.1% 的上涨空间，维持公司“买入”评级。

此外，公司当前(4月9日)彭博 BF P/E 约达 8.0 倍(相对应的股价为 5.03 港元)，低于两年均值约 14.4 倍(相对应的股价约为 9.03 港元)超过 1.5 个标准差，表明公司估值也正处于相对吸引水平。

图表 5：奥园健康生活彭博综合预测市盈率估值表现



数据来源：Bloomberg、山证国际研究部整理

四、风险因素

- (1) 业务订约合同额度增长不及预期；
- (2) 系统风险。

附表一：同业比较

公司名称(股份代号)	关联发展商名称	上市时间	现价 (港元)	市值 (亿港元)	估值			2020年业绩表现(亿元人民币)		
					PE(倍)	PS(倍)	PB(倍)	收入	盈利	盈利率
彩生活(1778.HK)	花样年	30/6/2014	3.40	49.5	8.30	1.16	0.96	36.0	5.4	15.1%
中海物业(2669.HK)	中国海外发展	23/10/2015	7.01	230.4	32.92	3.46	10.72	66.7	7.1	10.6%
中奥到家(1538.HK)		25/11/2015	0.86	7.3	4.70	0.35	0.76	17.6	1.5	8.6%
绿城服务(2869.HK)	绿城中国	12/7/2016	12.02	388.8	46.06	3.24	4.79	101.1	7.4	7.3%
祈福生活服务(3686.HK)		8/11/2016	0.58	5.9	3.85	1.18	0.98	4.2	1.3	30.5%
浦江中国(1417.HK)		11/12/2017	1.77	7.2	23.02	0.79	2.43	7.6	0.4	4.8%
雅生活服务(3319.HK)	雅居乐、绿地	9/2/2018	33.30	444.0	21.30	3.73	5.08	100.3	19.7	19.7%
碧桂园服务(6098.HK)	碧桂园	19/6/2018	73.40	2197.1	68.84	11.75	12.69	157.3	27.8	17.7%
新城悦服务(1755.HK)	新城控股	6/11/2018	26.45	230.4	42.87	6.75	15.12	28.7	4.9	17.0%
佳兆业美好(2168.HK)	佳兆业	6/12/2018	25.35	39.0	14.81	1.90	2.62	17.3	2.3	13.3%
永升生活服务(1995.HK)	旭辉	17/12/2018	18.72	312.7	67.42	8.44	9.09	31.2	4.4	14.2%
滨江服务(3316.HK)	滨江	15/3/2019	22.20	61.4	23.52	5.38	6.13	9.6	2.2	22.9%
和泓服务(6093.HK)	和泓置业	12/7/2019	3.08	17.2	25.76	3.48	4.72	4.2	0.6	14.4%
鑫苑服务(1895.HK)	鑫苑地产	11/10/2019	2.12	12.0	7.36	1.51	1.26	6.7	1.4	20.6%
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	蓝光发展	18/10/2019	51.50	91.7	14.48	2.81	3.01	27.5	5.5	20.0%
银城生活服务(1922.HK)	银城	6/11/2019	4.85	13.0	16.21	1.13	6.28	9.7	0.7	7.3%
保利物业(6049.HK)	保利地产	19/12/2019	52.60	291.1	36.37	3.05	3.97	80.4	7.0	8.7%
时代邻里(9928.HK)	时代中国	19/12/2019	6.01	59.2	21.43	2.83	2.90	17.6	2.4	13.5%
宝龙商业(9909.HK)	宝龙地产	30/12/2019	26.65	171.6	47.35	7.51	6.70	19.2	3.1	16.0%
兴业物联(9916.HK)	正商	9/3/2020	1.13	4.5	8.74	1.78	1.20	2.1	0.4	20.4%
烨星集团(1941.HK)	鸿坤	13/3/2020	0.73	3.0	12.03	0.95	1.07	2.6	0.2	7.9%
建业新生活(9983.HK)	建业地产	15/5/2020	7.01	88.1	17.39	2.77	2.75	26.8	4.4	16.5%
金融街物业(1502.HK)	金融街集团	6/7/2020	4.73	17.7	14.24	1.31	1.40	11.3	1.2	10.2%
弘阳服务(1971.HK)	弘阳地产	7/7/2020	4.35	18.1	21.78	1.98	2.20	7.7	0.7	9.5%
正荣服务(6958.HK)	正荣地产	10/7/2020	5.12	53.1	26.05	4.04	3.28	11.1	1.8	15.8%
卓越商企服务(6989.HK)	卓越	19/10/2020	9.23	112.8	29.22	3.70	2.98	25.7	3.6	13.9%
第一服务(2107.HK)	当代置业	22/10/2020	1.15	11.5	10.21	1.25	1.48	7.7	1.0	13.2%
世茂服务(0873.HK)	世茂	30/10/2020	17.68	418.0	50.76	6.99	5.45	50.3	7.2	14.4%
合景悠活(3913.HK)	合景泰富	30/10/2020	7.78	157.0	40.90	8.71	4.46	15.2	3.2	21.3%
金科服务(9666.HK)	金科	17/11/2020	66.20	432.2	58.90	10.83	5.04	33.6	6.3	18.9%
融创服务(1516.HK)	融创中国	19/11/2020	23.70	735.5	103.03	13.20	6.39	46.9	6.3	13.3%
恒大物业(6666.HK)	恒大	2/12/2020	15.38	1662.7	52.85	13.31	14.09	105.1	26.5	25.2%
佳源服务(1153.HK)	佳源	9/12/2020	4.10	25.1	32.26	3.42	4.21	6.2	0.7	11.4%
华润万象生活(1209.HK)	华润	9/12/2020	44.60	1018.0	104.78	12.63	6.87	67.8	8.2	12.1%
远洋服务控股(6677.HK)	远洋	17/12/2020	4.92	58.3	19.03	2.23	2.42	22.0	2.6	12.0%
建发物业(2156.HK)	建发	31/12/2020	3.88	45.7	36.21	3.64	9.51	10.5	1.1	10.1%
荣万家(2146.HK)	荣盛发展	15/1/2021	8.99	33.8	10.79	1.57	4.48	18.1	2.6	14.6%
宋都服务(9608.HK)	宋都股份	18/1/2021	0.13	4.1	10.56	1.34	2.97	2.6	0.3	12.7%
星盛商业(6668.HK)	星河控股	26/1/2021	4.05	41.3	27.43	7.66	21.76	4.5	1.3	28.1%
行业中位数			7.01	58.3	23.52	3.24	4.21	17.60	2.63	14.2%
奥园健康生活(3662.HK)	中国奥园	18/3/2019	5.03	36.5	12.28	2.18	2.96	14.1	2.5	17.9%

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

*数据取得于2021年4月9日

附表二：财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	901	1,408	2,367	2,948	3,494	非流动资产					
同比变化%	41.9%	56.3%	60.7%	24.5%	18.5%	物业、厂房及设备	20	43	56	70	85
服务成本	(410)	(564)	(927)	(1,629)	(2,020)	其他非流动资产	332	460	416	393	383
毛利	337	481	739	929	1,111	流动资产	352	504	471	463	468
毛利率	37.4%	34.2%	31.2%	31.5%	31.8%	存货	0.7	0.7	1.7	1.2	2.2
销售及分销开支	(2)	(2)	(4)	(5)	(6)	贸易及其他应收款项	107	356	374	688	688
行政开支及其他开支	(126)	(150)	(255)	(345)	(409)	应收同系附属公司款项	64	71	79	88	97
贸易应收款项呆账拨备	(4)	(16)	(9)	(25)	(31)	应收关联方款项	14	21	21	21	21
视作出售附属公司的收益	5	4	-	-	-	银行结余及现金	823	1,506	1,853	2,494	2,580
投资物业公允价值变动	-	(0.1)	-	-	-	其他流动资产	25	90	85	85	85
应占合营企业业绩	(2)	(0.2)	3	4	5	总资产	1,386	2,549	2,886	3,840	3,942
应占联营公司业绩	-	1	4	5	6	流动负债					
其他收入	30	24	40	76	91	贸易及其他应付款项	298	594	623	1,253	955
上市开支	(16)	-	-	-	-	合约负债	94	239	321	376	447
经营利润	221	342	517	640	768	税项负债	30	50	63	70	77
经营利润率	24.5%	24.3%	21.9%	21.7%	22.0%	银行借款	100	472	472	472	472
银行借款利息	(2)	(17)	(17)	(17)	(17)	其他流动负债	4	89	88	87	90
除税前溢利	219	326	501	623	751	非流动负债					
所得税开支	(56)	(73)	(119)	(149)	(179)	递延税项负债	1	20	20	20	20
溢利	163	253	381	475	572	租赁负债	13	26	33	37	40
同比变化%	108.4%	55.1%	50.8%	24.4%	20.5%	资本及储备	14	46	54	57	61
溢利率	18.1%	18.0%	16.1%	16.1%	16.4%	公司拥有人应占权益	845	1,037	1,240	1,497	1,810
股东应占溢利	162	250	376	466	560	非控股权益	1	23	26	28	31
非控股权益	1	3	6	8	12	权益总额	846	1,060	1,266	1,525	1,841
折旧及摊销	8	13	22	28	35	负债及权益总额	1,386	2,549	2,886	3,840	3,942
EBITDA	228	355	539	667	802						
每股溢利(元人民币)	0.24	0.34	0.53	0.65	0.79						
每股股息(元人民币)	0.09	0.14	0.21	0.26	0.32						
派息比率	37.8%	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%						

现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
除税前溢利	219	326	501	623	751	盈利能力					
折旧及摊销	9	13	50	47	48	毛利率	37.4%	34.2%	31.2%	31.5%	31.8%
贸易应收款项呆账拨备	4	16	9	25	31	经营溢利率	24.5%	24.3%	21.9%	21.7%	22.0%
其他	(30)	(24)	(40)	(76)	(91)	EBITDA Margin	25.4%	25.2%	22.8%	22.6%	23.0%
营运资本变动前的经营现金流量	201	331	521	618	739	ROE	33.5%	26.6%	33.0%	34.1%	33.9%
营运资本变动	137	169	85	363	(237)	营运表现					
已付所得税	(56)	(73)	(119)	(149)	(179)	销售及分销开支/收入	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
已收利息	-	-	-	-	-	行政开支/收入	-14.0%	-10.6%	-10.8%	-11.7%	-11.7%
经营活动现金流	290	446	503	850	339	有效税率	-25.4%	-22.3%	-23.8%	-23.8%	-23.8%
购买物业及设备	(15)	(36)	(34)	(42)	(50)	存货周转天数	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
其他投资活动现金流	-	-	-	-	-	应收账款项周转天数	39	60	56	66	72
投资活动现金流	(15)	(36)	(34)	(42)	(50)	应付款项项周转天数	70	66	63	63	63
偿还贷款	-	-	-	-	-	现金周转天数	-30	-5	-6	3	9
贷款所得款	99	388	-	-	-	财务状况					
利息支出	(2)	(17)	(17)	(17)	(17)	流动比率	197%	142%	154%	150%	170%
其他融资活动现金流	572	(65)	(106)	(150)	(187)	速动比率	196%	142%	154%	150%	170%
融资活动现金流	668	306	(122)	(167)	(203)	总负债/总权益	64%	140%	128%	152%	114%
现金及现金等价物净增	942	716	347	641	87	资产周转率	95%	72%	87%	88%	90%
其他影响	(119)	(33)	-	-	-	资金杠杆率	164%	240%	228%	252%	214%
期初现金及现金等价物	200	823	1,506	1,853	2,494						
期末现金及现金等价物	823	1,506	1,853	2,494	2,580						

数据来源：公司公告、山证国际研究部预测

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>