

奥园健康生活 (3662.HK)

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

投资要点:

收入增长近40%，物管及商管在管面积升至1,690万方：奥园健康生活总收入在2020年上半年持续高速增长，由2019年同期约3.92亿元(人民币·下同)增长39.5%至约5.47亿元。其中，物管服务分部及商业运营服务分部收入分别由2019年同期约2.88亿元、1.05亿元上升43.4%、28.9%至约4.12亿元、1.35亿元。在管面积方面，截止2020年6月底，公司物管及商业运营在管建筑面积分别进一步上升至约1,610万及80万方。值得一提，公司增值服务上半年收入增长在疫情下显著提速，收入同比增长96.9%至约5,761万元，显示该业务在小区多元化需求持续被挖掘而释放的巨大发展潜力。

整体毛利率稳中有升：奥园健康生活2020年上半年整体毛利率由2019年上半年约39.6%提升0.6个百分点至40.1%；主要原因系(1)物管服务的规模经济效益提升；(2)政府在疫情中发放的补贴支持。此外，公司主要在下半年才进行税务筹划，导致有效税率由2019年上半年约22%上升至约30%，期内净利润率因此同比下降2.6个百分点至20.4%。

收购乐生活及宁波宏建股权，在管面积将突破4,500万方：奥园健康生活期内分别以2.48亿元及3,530万收购乐生活智慧小区服务集团股份有限公司(「乐生活」)80%股权及宁波宏建物业服务有限公司(「宁波宏建」)的65%股权。乐生活于北京、河北、河南、天津、重庆及四川等地管理220个项目，在管物业总建筑面积约2,330万方；宁波宏建专注于提供浙江省宁波市的住宅及商用物业管理服务，目前在管项目合共34个，合约建筑面积约为240万方。待收购完成后，公司2020年年底在管面积将有望突破4,500万方。再者，乐生活、宁波宏建具备较好的外部市场拓展能力，包含产业新城、政府公建、厂房、银行、医院、机场等在内的多种项目业态，并在部分区域具备市场拓展优势，如在秦皇岛医院物业的市场占有率超过90%。两项收购不但可以扩大公司在管规模以及收入来源，而且更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，将支持公司未来业绩持续快速增长。

逐步落地并深化大健康产业服务：奥园健康生活期内战略投资龙头医美公司连天美5%股权。连天美为浙江最大医美医院连锁集团，是中国最早一批医疗美容企业之一。康养业务方面，公司与广州市番禺区中医院、广州市中医院签署双向转诊协定，多方向拓展中医药业务；此外，公司也与广东古兜旅游集团在江门古兜温泉小镇签署战略合作协定，联合开展康养业务。随着公司未来继续落地大健康业务，预期相关业务将会为公司未来业绩带来贡献。

盈利预测与投资建议：我们上调2020至2022财年的股东应占溢利分别至约为2.67亿元、3.81亿元及4.63亿元，同比上升约62.6%、40.0%及21.8%。根据现金流折现估值模型之测算，我们上调公司目标价由7.88港元至10.98港元，对应2020财年、2021财年和2022财年之预测市盈率分别约为26.9倍、19.2倍和15.8倍。基于新的目标价较8月27日收市价7.00港元存在约56.9%的上涨空间，维持公司“买入”评级。

报告日期：2020-08-28

业绩点评

投资评级：

买入

目标价：

10.98 港元

基本数据

所属板块	物管
最新价	7.00 港元
市值	50.76 亿港元
52周区间	4.48-9.73 港元
30天日均成交量	704 万股
主要股东持股比率	54.72%

数据来源：Bloomberg、港交所

52周行情图



数据来源：Bloomberg

业绩更新：《2019年净利翻番，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：《尽享大湾区发展优势，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

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(2020-2022年)：高速增长期，第二阶段(2023-2025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(2020-2022年)收入预测及主要明细假设：

(1) 物业管理服务收入：展望2020年下半年，随着母公司中国奥园已售项目在今年下半年加速交付，加上预期已并购的乐生活及宁波宏建(总在管面积涉及2,570万方)业绩将分别在9月及7月开始并表，相关因素将对公司提升2020年下半年物管业绩起了积极作用。因此，我们上修2020年全年物管在管总面积、物管分部收入预测分别至~4,618.3万方、~11.7亿元，而2021-2022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年上半年受疫情影响并没有实现新商场开业，相关分部整体收入同比增速放缓至28.9%。根据公司指引，全年新开业商场数量仍维持6个，其中七月已新开一个，余下的将在第四季度陆续开业，促使下半年收入增长提速。因此，我们维持全年商管在管面积、商管分部收入预测分别为~105万平方米、~3.0亿元。

(3) 毛利率：受惠于公司物业管理服务的规模经济效益提升以及政府在疫情中发放的补贴，公司上半年整体毛利率由2019年上半年约39.6%提升0.6个百分点至40.1%。然而，我们认为公司2020年全年毛利率将会受到新并购的乐生活及宁波宏建业绩在下半年陆续并表(毛利率较低)所影响而下降至34.1%，并预期2021-2022年将达~32%-33%。

(4) 行政相关费用/有效税率：基于公司2020年上半年营运效率持续提升，因此调低2020年全年行政相关费用占收入比率至~12.2%；预期2021-2022年将进一步改善至~11.5%。有效税率方面，考虑到奥园健康生活附属公司于2019年开始享有西部大开发企业的优惠所得税政策，我们维持公司2020-2022年有效税率为~25.4%的水平。

(5) 股东应占溢利率：综合以上的影响，预期2020年公司股东应占溢利率将达~17.9%，而2021-2022年将达到~17%。

第二阶段(2023-2025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)：3.00%；(iii)WACC：10.02%。

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，并上调公司于2020至2022财年的股东应占溢利分别至约2.64亿元、3.70亿元及4.50亿元，同比上升约62.6%、40.0%及21.8%。我们上调公司之目标价由7.88港元至10.98港元，对应2020财年、2021财年和2022财年之预测市盈率分别约为26.9倍、19.2倍和15.8倍。新的目标价较8月27日收市价7.00港元存在约56.9%的上涨空间，维持公司“买入”评级。

图表 1: 同业比较

公司名称(股份代号)	关连发展商名称	上市时间	现价 (港元)	市值 (亿港元)	估值			2019年业绩表现(亿元人民币)		
					PE(倍)	PS(倍)	PB(倍)	收入	盈利	盈利率
彩生活服务(1778)	花样年	30/6/2014	4.08	59.4	10.7	1.4	1.3	38.46	4.99	13.9%
中海物业(2669)	中国海外发展	23/10/2015	6.98	229.4	42.7	3.9	13.7	54.67	5.38	10.0%
中奥到家(1538)		25/11/2015	1.37	11.7	9.7	0.7	1.5	15.27	1.09	8.8%
绿城服务(2869)	绿城中国	12/7/2016	10.06	323.6	60.7	3.2	4.4	85.87	4.77	5.5%
祈福生活服务(3686)		8/11/2016	0.62	6.3	5.9	1.4	1.4	3.97	0.96	24.2%
浦江中国(1417)		11/12/2017	2.39	9.7	48.7	1.8	3.8	4.84	0.18	4.2%
雅生活服务(3319)	雅居乐、绿地	9/2/2018	40.70	542.7	39.5	7.2	7.6	51.30	12.31	25.2%
碧桂园服务(6098)	碧桂园	19/6/2018	51.00	1407.3	75.5	13.1	23.4	96.52	16.71	17.8%
新城悦(1755)	新城控股	6/11/2018	24.40	199.6	63.4	7.6	18.3	20.26	2.82	14.9%
佳兆业美好(2168)	佳兆业	6/12/2018	29.95	46.1	25.2	2.9	3.6	12.62	1.64	13.2%
永升生活服务(1995)	旭辉	17/12/2018	14.60	243.9	97.6	11.6	19.0	18.79	2.24	13.3%
滨江服务(3316)	滨江	15/3/2019	19.98	55.2	43.1	7.0	6.8	7.03	1.15	16.3%
和泓服务(6093)	和泓置业	12/7/2019	2.46	11.8	76.7	4.3	6.4	2.49	0.14	5.6%
鑫苑物业(1895)	鑫苑地产	11/10/2019	3.72	20.4	22.0	3.3	3.0	5.35	0.81	15.3%
蓝光嘉宝服务(2606)	蓝光发展	18/10/2019	52.15	92.9	19.4	3.6	3.7	21.02	4.30	21.1%
银城生活服务(1922)	银城	6/11/2019	8.02	21.4	57.9	2.4	13.3	6.96	0.33	4.8%
保利物业(6049)	保利地产	19/12/2019	67.70	374.6	68.4	5.1	5.7	59.67	4.91	8.4%
时代邻里(9928)	时代中国	19/12/2019	11.62	114.5	106.5	7.8	10.7	10.82	0.96	8.8%
宝龙商管(9909)	宝龙地产	30/12/2019	25.90	161.0	80.7	8.4	8.0	16.23	1.79	11.0%
兴业物联服务(9916)	正商	9/3/2020	1.69	6.8	17.2	3.3	5.3	1.85	0.35	19.0%
焯星集团(1941)	鸿坤	13/3/2020	1.42	5.8	19.9	1.9	6.8	2.74	0.26	9.5%
建业新生活(9983)	建业地产	15/5/2020	10.80	134.5	51.5	6.9	32.5	17.54	2.34	13.4%
金融街物业(1502)	金融街集团	6/7/2020	11.50	43.0	36.6	3.9	9.8	9.97	1.05	11.4%
弘阳服务(1971)	弘阳	7/7/2020	7.05	29.3	44.4	4.3	11.3	5.03	0.59	11.3%
正荣服务(6958)	正荣地产	10/7/2020	6.33	65.7	55.8	6.9	34.3	7.19	1.05	15.2%
行业中位数			10.06	59.4	44.4	3.9	6.8	12.62	1.15	13.2%
奥园健康生活(3662.HK)	中国奥园	18/3/2019	7.19	52.2	28.8	4.5	5.2	9.07	1.62	18.0%

*数据获取时间: 2020年8月25日

数据来源: WIND、公司公告、山证国际研究部整理

投资风险: (1) 业务订约合同额度增长不及预期; (2) 系统风险

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	619	901	1,473	2,190	2,626	非流动资产					
同比变化%	41.9%	45.6%	63.5%	48.7%	19.9%	物业、厂房及设备	13	20	64	67	75
服务成本	(410)	(564)	(971)	(1,483)	(1,772)	其他非流动资产	17	332	424	412	409
毛利	209	337	502	707	854	流动资产	30	352	487	479	483
毛利率	33.7%	37.4%	34.1%	32.3%	32.5%	存货	0.1	0.7	0.6	1.3	1.0
销售及分销开支	(1)	(2)	(4)	(6)	(7)	贸易及其他应收款项	87	107	210	261	304
行政开支及其他开支	(89)	(126)	(179)	(250)	(301)	应收同系附属公司款项	176	64	17	17	17
贸易应收款项呆账拨备	(1)	(4)	(7)	(9)	(10)	应收关联方款项	0.2	14	40	40	40
视作出售附属公司的收益	0	5	4	0	0	银行结余及现金	200	823	1,138	1,702	2,061
应占合营企业业绩	0	(2)	(2)	1	3	其他流动资产	9	25	57	57	57
其他收入	7	30	49	72	86	总资产	503	1,386	1,951	2,558	2,963
上市开支	(16)	(16)	0	0	0	流动负债					
经营利润	109	221	363	515	625	贸易及其他应付款项	226	298	393	788	858
经营利润率	17.5%	24.5%	24.6%	23.5%	23.8%	合约负债	121	94	257	265	361
银行借款利息	(0)	(2)	(5)	(5)	(5)	税项负债	21	30	34	34	34
除税前溢利	108	219	358	510	621	银行借款	2	100	230	230	230
所得税开支	(30)	(56)	(91)	(130)	(158)	其他流动负债	7	4	9	5	5
盈利	78	163	267	381	463	非流动负债	376	526	923	1,321	1,488
股东应占溢利	78	162	264	370	450	递延税项负债	1	1	1	1	1
同比变化%	12.0%	107.9%	62.6%	40.0%	21.8%	租赁负债	0	13	29	13	13
股东应占溢利率	12.6%	18.0%	17.9%	16.9%	17.2%	资本及储备	1	14	30	14	14
非控股权益	0	1	3	11	13	公司拥有人应占权益	126	845	940	1,144	1,359
折旧及摊销	3	8	34	28	29	非控股权益	1	1	58	79	103
EBITDA	111	228	397	543	655	权益总额	126	846	999	1,223	1,462
每股盈利(元人民币)	0.17	0.22	0.32	0.45	0.54	负债及权益总额	503	1,386	1,951	2,558	2,963
每股股息(元人民币)	0.06	0.09	0.13	0.18	0.22						

现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	108	219	358	510	621	盈利能力					
折旧及摊销	4	9	39	32	33	毛利率	33.7%	37.4%	34.1%	32.3%	32.5%
贸易应收款项呆账拨备	1	4	7	9	10	经营溢利率	17.5%	24.5%	24.6%	23.5%	23.8%
其他	(5)	(30)	(49)	(72)	(86)	EBITDA Margin	18.0%	25.4%	26.9%	24.8%	24.9%
营运资本变动前的经营现金流量	108	201	356	479	578	ROE	66.2%	33.5%	29.6%	35.5%	36.0%
营运资本变动	197	137	202	351	124	营运表现					
已付所得税	(81)	(56)	(91)	(130)	(158)	销售及分销开支/收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
已收利息	(0.3)	0	0	0	0	行政开支/收入	-14.4%	-14.0%	-12.2%	-11.4%	-11.5%
经营活动现金流	224	290	472	705	549	有效税率	-27.9%	-25.4%	-25.4%	-25.4%	-25.4%
购买物业及设备	(10)	(15)	(21)	(31)	(37)	存货周转天数	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
其他投资活动现金流	(239)	0	(285)	0	0	应收款项周转天数	51	39	39	39	39
投资活动现金流	(249)	(15)	(306)	(31)	(37)	应付款项周转天数	74	70	66	64	64
偿还贷款	0	0	0	0	0	现金周转天数	-22	-30	-26	-25	-25
贷款所得款	2	99	129	0	0	财务状况					
利息支出	0	(2)	(5)	(5)	(5)	流动比率	126%	197%	159%	157%	167%
其他融资活动现金流	40	572	(65)	(106)	(148)	速动比率	126%	196%	159%	157%	167%
融资活动现金流	42	668	59	(110)	(152)	总负债/总权益	298%	64%	95%	109%	103%
现金及现金等价物净增值	17	942	225	563	359	资产周转率	115%	95%	88%	97%	95%
其他影响	19	(119)	91	0	0	资金杠杆率	398%	164%	195%	209%	203%
期初现金及现金等价物	164	200	823	1,138	1,702						
期末现金及现金等价物	200	823	1,138	1,702	2,061						

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>