

# 卓越商企服務 (6989 HK)

## 三線增長

卓越商企服務（“卓越”）於1999年成立，擁有市場聲譽與優質品牌，致力於提供高端商業管理服務。我們認為其盈利增長源於在管面積擴張、商管費用提升以及增值服務這三重動力。設定目標價13.34港元，相當於28x 2021E P/E。首發給予買入評級。

- **大灣區領先的商管公司。**截至2020年5月31日，公司在34個城市內擁有331個在管項目，在管面積達約2,600萬平方米。2019年內，商業物業佔總在管面積52.3%，以及物管收入75.9%。公司持續發展得益於卓越集團的支持：截至5月，卓越集團為公司提供45個在管項目，約1,100萬平方米在管面積，佔公司總在管面積約41.6%。
- **擴張計畫分三個階段。**從地域上，卓越計畫以大灣區和長三角地區為重點，並加強在中國其他地區的覆蓋。其次，公司旨在通過戰略收購和投資，進一步擴大目標城市的管理規模。最後，公司將繼續完善現有的增值服務，並開發創新增值服務，為客戶提供更全面的服務。
- **三重增長引擎。**我們認為公司盈利增長源於在管面積擴張、商管費用提升以及增值服務這三重動力。預計公司2020、2021、2022年收入分別為人民幣28.4億元、38.4億元、48.7億元；毛利率分別為24.2%、24.0%、24.7%；淨利潤分別為3.2億元、5.1億元、7.2億元。
- **設定目標價13.34港元；首發給予買入評級。**卓越的同類公司當前平均估值為21.4x 21E P/E與6.6x標準誤差。我們認為卓越作為領先的高端商管公司，應相較於同規模物管公司存在估值溢價。故設定目標價13.34港元，相當於28x FY21E P/E。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	1,223	1,836	2,835	3,837	4,867
同比增長(%)	29	50	54	35	27
淨利潤(百萬元人民幣)	126	179	324	511	721
每股盈利(人民幣)	N/A	N/A	0.336	0.418	0.590
每股盈利變動(%)	N/A	N/A	N/A	24.6	41.0
平均盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.9	20.8	14.7
市帳率(倍)	N/A	N/A	3.4	3.4	2.9
股息率(%)	N/A	N/A	1.0	1.4	2.1
權益收益率(%)	11.3	9.2	6.9	10.5	12.6
淨負債率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司資料，彭博，招銀國際證券預測

## 買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$13.34
潛在升幅	+34.8%
當前股價	HK\$9.90

### 中國物業服務行業

李博文  
 (852) 3657 6239  
 bowenli@cmbi.com.hk

文幹森, CFA  
 (852) 3900 0853  
 samsonman@cmbi.com.hk

### 公司資料

市值(百萬元)	12,103
3月平均流通量(百萬元)	N.A.
52周內股價高/低(港元)	12.04/9.65
總股本(百萬)	1,222

資料來源：彭博

### 股東結構

李華	58.8%
肖興萍	9.6%
李淵	5.2%
自由流通	26.4%

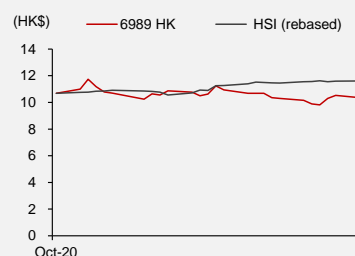
資料來源：港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.2%	-8.9%
3-月	N.A.	N.A.
6-月	N.A.	N.A.
12-月	N.A.	N.A.

資料來源：彭博

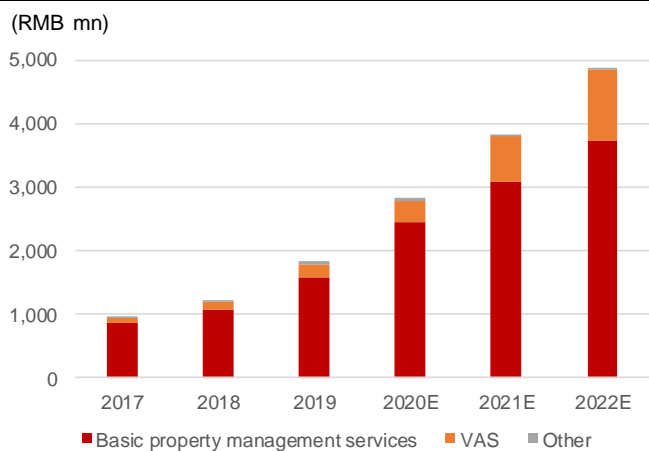
### 股份表現



資料來源：彭博

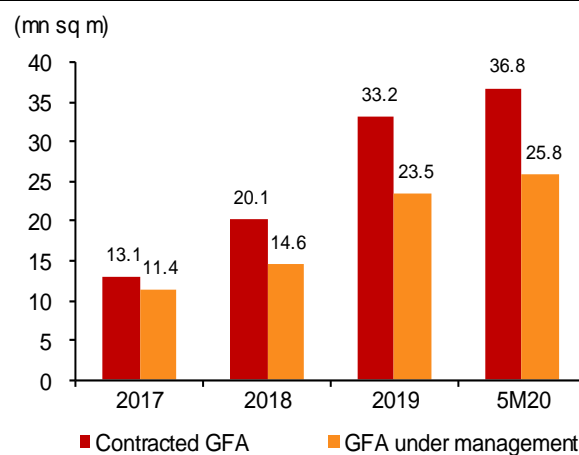
審計師：畢馬威

圖 1: 收入



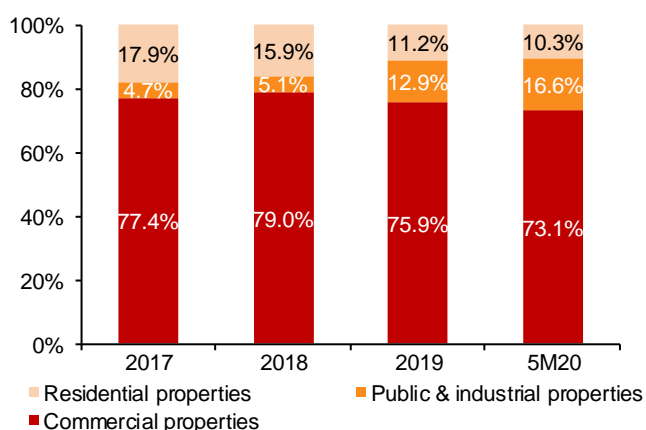
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 2: 合約與在管面積



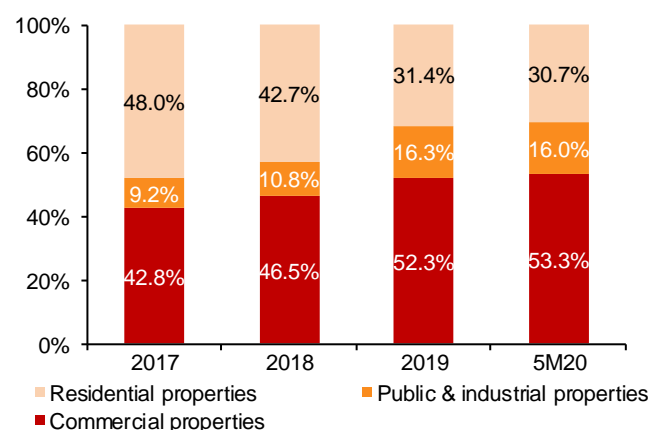
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 3: 基礎物管收入按業態劃分



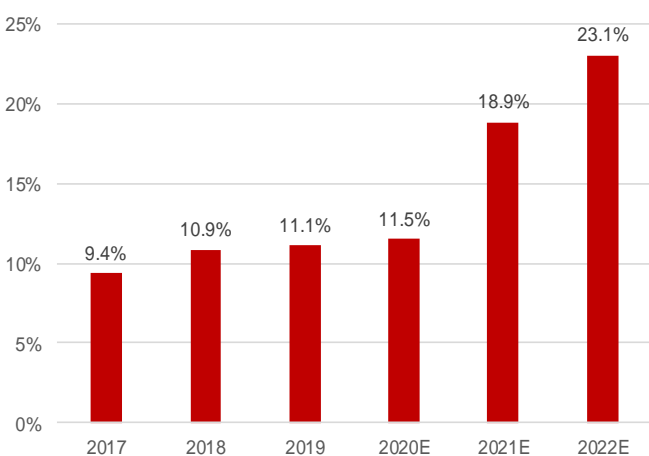
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 4: 在管面積按業態劃分



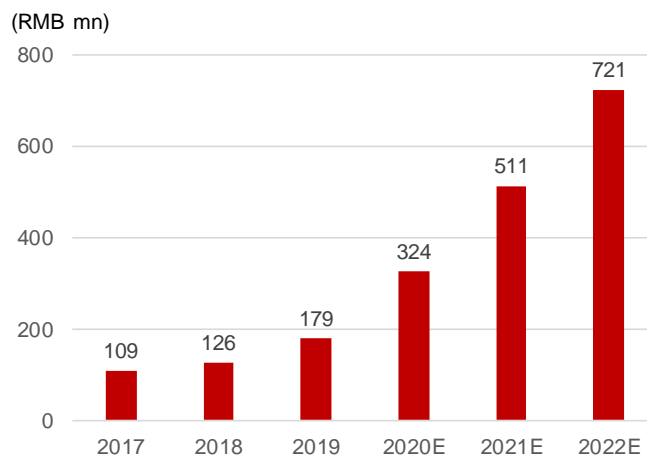
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 5: 增值服務佔總收入比



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 6: 淨利潤



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

## 財務分析

### 利潤表

12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	1,223	1,836	2,835	3,837	4,867
基本物業服務	1,067	1,576	2,452	3,085	3,734
VAS	133	204	326	724	1,122
其他	24	56	57	29	11
銷售成本	(929)	(1,403)	(2,148)	(2,918)	(3,667)
毛利	294	433	687	920	1,200
其它收入	3	17	21	32	39
其它費用	(7)	(16)	12	(10)	(9)
銷售費用	(8)	(7)	(11)	(14)	(16)
管理費用	(77)	(97)	(198)	(184)	(209)
營業利潤	205	331	510	744	1,005
融資成本	(1)	(20)	(17)	(8)	(2)
合資及聯營企業	7	6	6	7	10
特殊項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	211	317	499	743	1,013
所得稅	(55)	(83)	(124)	(188)	(251)
稅後利潤	157	234	375	555	762
非控制股東權益	(31)	(55)	(51)	(44)	(41)
淨利潤	126	179	324	511	721

### 現金流量表

12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業利潤	205	331	510	744	1,005
折舊和攤銷	15	28	28	29	31
運營資金變動	(332)	(103)	414	135	135
所得稅	(60)	(74)	(146)	(184)	(242)
其它	7	3	202	140	(1)
經營活動所得現金淨額	(164)	185	1,009	864	928
資本開支	(16)	(306)	(26)	(185)	(262)
聯營公司	(21)	1	(7)	(5)	(2)
其它	(54)	(460)	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(92)	(765)	(32)	(190)	(265)
股份發行	0	0	2,894	0	0
淨借貸	150	315	(65)	(280)	(110)
股息	0	0	(458)	(562)	(153)
其它	37	227	(17)	(7)	(1)
融資活動所得現金淨額	187	542	2,353	(849)	(264)
現金增加淨額	(69)	(38)	3,330	(175)	399
年初現金	554	485	447	3,777	3,602
匯兌	0	0	0	0	0
年末現金	485	447	3,777	3,602	4,001
已抵押銀行存款	75	69	69	69	69
資產負債表現金	560	516	3,846	3,671	4,071

### 資產負債表

12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	115	589	595	758	995
固定資產	49	55	60	75	83
投資性房地產	11	134	132	130	128
合資及聯營公司投資	40	40	47	52	54
無形資產	3	338	333	476	702
其它非流動資產	11	22	23	25	28
流動資產	1,265	1,963	4,803	4,532	5,047
現金	560	516	3,846	3,671	4,071
應收賬款	295	929	680	735	850
存貨	0	0	0	0	0
其它流動資產	411	517	276	126	126
流動負債	1,002	1,874	1,761	1,791	2,053
借貸	150	465	200	20	10
應付帳款	766	1,276	1,440	1,630	1,880
合同負債	45	63	70	84	96
遞延稅款	34	59	38	43	52
其它	7	11	13	14	15
非流動負債	16	222	424	331	239
借貸	0	0	200	100	0
其它	16	222	224	231	239
股東權益	283	391	3,150	3,099	3,668
少數股東權益	80	65	62	70	83
總權益	363	456	3,212	3,169	3,751

### 主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
基本物業服務	87.2	85.9	86.5	80.4	76.7
VAS	10.9	11.1	11.5	18.9	23.1
其他	2.0	3.0	2.0	0.8	0.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.1	23.6	24.2	24.0	24.7
營業利潤率	16.8	18.0	18.0	19.4	20.6
淨利潤率	10.3	9.7	11.4	13.3	14.8
有效稅率	25.9	26.3	24.8	25.3	24.8
增長					
收入	29.1	50.1	54.4	35.4	26.8
毛利	26.0	47.3	58.6	33.8	30.5
淨利潤	15.3	41.9	81.6	57.8	41.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.0	2.7	2.5	2.5
淨負債率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	55.4	59.8	11.9	17.9	20.8
資產回報率	11.3	9.2	6.9	10.5	12.6
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	N.A.	N.A.	0.34	0.42	0.59
每股股息 (人民幣)	N.A.	N.A.	0.09	0.13	0.18
每股帳面價值 (人民幣)	N.A.	N.A.	2.58	2.54	3.00

資料來源：公司，招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

## 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需求取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。