

关于华夏幸福基业股份有限公司下属

“幸福精选”平台之

估值报告

卓业资产评估有限公司

二〇二四年五月十日



## 声 明

一、本预测估值报告分析对象为华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”）下属“幸福精选”平台，相关资料来源于华夏幸福管理层提供的信息及公开信息。

二、本估值报告系预测咨询报告，为卓业资产评估有限公司根据华夏幸福管理层的要求出具，仅供本次委托方及各方当事人作为参考资料使用。

三、本估值报告的委托人为华夏幸福基业股份有限公司，本估值报告仅供委托人、业务约定书中约定的其他估值报告使用人参考使用，委托人或者其他估值报告使用人应当按照本估值报告载明的使用范围使用估值报告。

四、本估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑估值报告中载明的全部假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

五、本估值报告是基于和依赖报告中所涉及的公开信息以及华夏幸福管理层提供信息的准确性和完整性而准备的，卓业资产评估有限公司对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实。

六、在形成本估值报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的决策建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、卓业资产评估有限公司未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经卓业资产评估有限公司事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本估值报告或其任何内容；对于本估值报告可能存在的任何歧义，仅卓业资产评估有限公司自身有权进行解释。

八、本估值报告仅供参考使用。卓业资产评估有限公司特别提请相关投资者认真阅读华夏幸福出具的相关文件材料，未经本机构书面同意不得用于其他目的，也不得向外界披露估值报告的全部或部分内容。

九、本估值报告中部分合计数若出现与各加数直接相加之和在尾数上有差异，均为四舍五入所致；本估值报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，均指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

十、本估值报告为本机构依据专业判断形成的咨询报告，并不形成法律意见。

十一、本机构及估值人员提示估值报告使用人应当正确理解估值结论，估值结论不等同于被估值企业可实现价值，估值结论不应当被认为是对被估值企业可实现价值的保证。

十二、本机构及估值人员坚持独立、客观和公正的原则出具本报告。

十三、本报告估值结论的基础是委托人和其他相关当事人提供的资料以及市场公开信息，委托人和其他相关当事人依法对其提供资料的真实性、完整性、合法性负责。

十四、本机构及估值人员与估值报告中的被估值企业没有现存或者预期的利益关系；与相关当事人没有现存或者预期的利益关系，对相关当事人不存在偏见。

十五、本次华夏幸福债务重组方案的制订和相关决策应是委托人自主决策形成。可能存在后续因政策环境、市场环境、企业经营等因素导致标的股权价值发生变动进而导致业绩指标未达到预期的情况，或由本次重组方案的执行或执行所产生的其他不利后果的情况。

# 目录

声 明 .....	1
一、本次估值的目的是 .....	4
二、本次估值资产的基本情况 .....	4
(一) 本次以股抵债的交易架构 .....	4
(二) 本次估值的范围 .....	4
三、本次采用的估值方法 .....	6
(一) 估值方法介绍 .....	6
(二) 本次估值的方法选择 .....	7
(三) 本次估值的基础假设 .....	9
四、本次估值范围内资产所涉行业分析 .....	9
(一) 物业管理 .....	10
(二) 产业空间服务 .....	16
(三) 企业服务 .....	18
五、本次估值范围内资产的估值分析 .....	20
(一) 幸福物业估值分析 .....	20
(二) 深圳伙伴估值分析 .....	28
(三) 苏州火炬估值分析 .....	37
六、本次估值范围内企业的估值结果 .....	47



## 一、本次估值的目的

本次估值的目的是为向华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”）以股抵债的执行提供数据分析支持和相关参考。

## 二、本次估值资产的基本情况

### （一）本次以股抵债的交易架构

华夏幸福搭建“幸福精选”平台用于以股抵债，平台公司包括幸福城服（廊坊）企业管理有限公司（以下简称“幸福城服”）、幸福伙伴（廊坊）企业管理有限公司（以下简称“幸福伙伴”）、幸福火炬（廊坊）企业管理有限公司（以下简称“幸福火炬”），具体业务载体包括下属公司幸福基业物业服务服务有限公司（以下简称“幸福物业”）、深圳市伙伴产业服务有限公司（以下简称“深圳伙伴”）、以及苏州火炬创新创业孵化管理有限公司（以下简称“苏州火炬”），以“幸福精选”平台股权作为新增偿债资金来源实施以股抵债。

截至本报告出具日，幸福物业、深圳伙伴、苏州火炬的股权结构如下：

1、幸福物业：幸福城服(廊坊)企业管理有限公司持有幸福物业 100%股权。

注：廊坊市幸福基业房地产经纪有限公司（以下简称“幸福经纪”）股权上归属于幸福物业，但幸福物业不拥有实际经营管理权，因此本报告中幸福物业的财务数据均不包含幸福经纪。

2、深圳伙伴：幸福伙伴（廊坊）企业管理有限公司持有深圳伙伴 60%股权，深圳市鼎城产业园运营有限公司持有深圳伙伴 40%股权。

3、苏州火炬：幸福火炬(廊坊)企业管理有限公司持有苏州火炬 51%股权，苏州新博投资管理有限公司持有苏州火炬 33.76%股权，孙兰兰、舒鼎秀、卢海燕、殷玉明和季风持有苏州火炬 15.24%股权。

### （二）本次估值的范围

本次估值的范围包括幸福城服直接持有的幸福物业 100%股权、幸福伙伴持有的深圳伙伴 60%股权以及幸福火炬持有的苏州火炬 51%股权。上述三家公司承载华夏幸福未来转型产业新城服务商的核心战略，凝聚了华夏幸福近 20 年在产业新城开发领域的关键能力和专业团队。

#### 1、幸福物业

幸福物业成立于 1999 年，注册资本 5,000 万元，是华夏幸福旗下开展物业服务业务的重要平台。目前幸福物业是国内规模领先的城市综合物业服务集成商，为京津冀、长三角及粤港澳都市圈等 59 座城市提供 to G 端（城市服务）、to B 端（园区服

务)、to C 端(社区服务)和增值服务四类物业服务。幸福物业作为国内最早开展城市服务的百强企业,是“中国领先的城市服务商”,长期服务于中国城市化进程。

幸福物业的城市服务方面 2023 年在管面积约 1.5 亿平方米,合约面积达到 2,100 平方公里。园区服务板块共计服务 120 家产业园区,累计服务园区企业 1,500 余家。社区物业接管户数达到 45.37 万户。幸福物业荣膺“2024 中国物业服务百强企业”第 11 名。

幸福物业最近 3 年财务状况如下:

单位:万元

项目	2023 年度/2023 年 12 月 31 日	2022 年度/2022 年 12 月 31 日	2021 年度/2021 年 12 月 31 日
营业收入	192,595.07	173,695.77	213,988.80
净利润	105,778.27	21,446.27	22,907.92
资产总额	333,829.04	322,831.32	296,337.20
资产净额	196,680.76	90,895.09	69,448.83

## 2、深圳伙伴

深圳伙伴成立于 2003 年,是中国领先的产业空间数字化服务商。华夏幸福于 2016 年入股深圳伙伴,由幸福伙伴直接持股 60%。

深圳伙伴开创独立合伙人模式,打造产业空间数字平台,建立专业的服务体系。凭借以上核心能力,成功获得了市场化验证,打造行业标杆。其自主研发的中工招商网是中国领先的企业选址专业平台,子公司深圳市伙伴行网络科技有限公司是国家级高新技术企业、广东省专精特新企业。

深圳伙伴 2023 年营业收入 10.38 亿元,产业经纪服务成交面积超 5,000 万平方米,累计开设门店 272 个,拥有经纪人 5,400 名。年度客户总量近 100 万,成交龙头企业超 1,600 家;园区运营管理面积超 500 万平方米,成熟运营团队超 300 人。

深圳伙伴最近 3 年财务状况如下:

单位:万元

项目	2023 年度/2023 年 12 月 31 日	2022 年度/2022 年 12 月 31 日	2021 年度/2021 年 12 月 31 日
营业收入	103,810.78	99,420.95	106,915.15
净利润	171.71	-24.27	869.26
资产总额	69,237.21	67,200.91	68,168.38
资产净额	39,294.05	39,035.84	39,135.63

### 3、苏州火炬

苏州火炬成立于 2005 年，是中国领先的科技园区智慧服务商，苏州火炬聚焦园区企业营商环境与生态体系的建设，为创新性、成长性企业提供一站式优质服务。苏州火炬曾荣获(AABI)2021 年度亚洲最佳孵化器奖、6 次获评科技部 A 类国家级科技企业孵化器。幸福火炬持股苏州火炬的比例为 51%。

苏州火炬致力于成为“园区+智慧化”引领者，专注于打造全链条创业孵化生态。苏州火炬拥有十余年园区运营管理经验，业务覆盖 30 个大中小城市、园区运营管理面积超过 100 万平米、累计服务优质企业超 50,000 家，打造了“博济”、“创客邦”、“O·Park”等园区品牌。

苏州火炬最近 3 年财务状况如下：

单位：万元

项目	2023 年度/2023 年 12 月 31 日	2022 年度/2022 年 12 月 31 日	2021 年度/2021 年 12 月 31 日
营业收入	33,535.75	32,960.87	34,718.49
净利润	61.38	-171.14	178.57
资产总额	138,899.37	163,521.73	170,932.75
资产净额	21,596.64	22,709.17	22,820.31

### 三、本次采用的估值方法

#### (一) 估值方法介绍

执行企业价值估值业务，应当根据估值目的、被估值企业、价值类型、资料收集等情况，分析收益法、市场法和资产基础法三种基本方法的适用性，选择估值方法。

### 1、收益法

企业价值估值中的收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定被估值企业价值的估值方法。常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法；股利折现法是将预期股利进行折现以确定被估值企业价值的具体方法，该方法通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值的估值；现金流量折现法是将预期现金净流量进行折现以确定被估值企业价值的具体方法，包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型两种。

### 2、市场法

企业价值估值中的市场法，是指将被估值企业与可比公司或者可比交易案例进行比较，确定被估值企业价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指通过分析与被估值单位处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被估值单位比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。

### 3、资产基础法

企业价值估值中成本法称为资产基础法，是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础，逐项分析表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定被估值企业价值的估值方法。

## (二) 本次估值的方法选择

估值专业人员执行资产价值估值业务，应当根据估值目的、被估值企业、价值类型、资料收集情况等相关因素，审慎分析收益法、市场法和资产基础法三种估值基本方法的适用性，恰当地选择一种或多种估值基本方法进行估值。

### 1、收益法应用的前提条件及适用性分析

#### (1) 收益法应用的前提条件

- 1) 被估值企业的未来收益可以预期并用货币计量；
- 2) 预期收益所对应的风险能够度量；
- 3) 收益期限能够确定或者合理预期。

## (2) 收益法的适用性分析

### 1) 被估值企业的经营情况

从整体上看，被估值企业相关的资产绝大部分系经营性资产，其产权基本明晰，资产状态较好。其营运过程中能产生足够的现金流量保障各项资产的不断更新、补偿，并保持其整体获利能力，使被估值企业能够持续经营。

### 2) 被估值企业的未来收益可预测情况

被估值企业的营业收入能够以货币计量的方式流入，相匹配的成本费用能够以货币计量方式流出，其他经济利益的流入也能够以货币计量，因此，被估值企业的整体获利能力所带来的预期收益能够用货币计量并可以合理预测。

### 3) 相关资料的收集和获取情况

被估值企业提供的资料以及估值专业人员收集的与本次估值相关资料能基本满足收益法估值对估值资料充分性的要求。

### 4) 与被估值企业获取未来收益相关的风险预测情况

被估值企业风险主要有行业、经营、财务、政策风险及其他风险。估值人员经分析后认为上述风险能够进行定性判断或能粗略量化，进而为折现率的估算提供基础。

## 2、市场法应用的前提条件及适用性分析

(1) 被估值企业或者可比参照物具有公开的市场，以及相对活跃的交易；

(2) 可比参照物的交易信息及交易标的必要信息是可以获得的。

## 3、资产基础法应用的前提条件及适用性分析

### (1) 资产基础法应用的前提条件

1) 被估值企业以持续使用为前提；

2) 被估值企业具有与其重置成本相适应的，即当前或者预期的获利能力；

3) 能够合理地计算被估值企业的重置成本以及需要考虑的相关贬值。

### (2) 资产基础法的适用性分析

#### 1) 从被估值资产数量的可确定性方面判断

被估值企业能积极配合估值工作，且其会计核算较健全，管理较为有序，委托估值的资产可根据财务资料和构建资料等确定其数量。

#### 2) 从被估值企业资产重置价格的可获取性方面判断

被估值企业所属行业为较成熟行业，其行业资料比较完备；被估值资产的重置价格可从其机器设备的生产厂家、存货的供应商、其他供货商的相关网站等多渠道获取。



### 3) 从被估值资产的成新率可估算性方面判断

被估值企业所包含资产的成新率可通过以其经济使用寿命年限为基础，估算其尚可使用年限，进而估算一般意义上的成新率；在收集相关资料的基础上，考虑其实体性贬值率、功能性贬值率和经济性贬值率，估算其成新率。

### 4、本次估值的方法选择

由于资产基础法是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（构建成本）所耗费的社会必要劳动，这种构建成本通常将随着国民经济的变化而变化，且资产基础法较难对估值基准日资产负债表上列示以外的资产及相关负债进行估值，例如企业无账面价值的经营权、销售网络、人力资源、客户资源、品牌等无形资产价值。幸福物业、深圳伙伴及苏州火炬的企业价值中均包含较多无形资产价值，因此，本次估值不选择资产基础法进行估值。

收益法适用的前提之一是与被估值企业获取未来收益相关的风险预测情况，估值人员经分析后认为上述风险能够进行定性量化，进而为折现率的估算提供基础。由于本次估值所涉及风险预测难度较大，相关风险量化的准确性（即折现率的准确性）无法保证，因此如果以收益法进行估值，估值出现偏差的可能性较大，不适合使用收益法进行估值。

市场法是通过分析参考公司的各项指标，以参考公司股权或者企业整体价值与其某一收益性指标、资产类指标或者其他特性指标的比率，并以此比率倍数推断被估值单位应该拥有的比率倍数，进而得出被估值单位股东全部权益价值，市场法综合了资产的“内在价值”和市场供需关系对资产价值的影响，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定，其中涵盖了供求关系的影响。因此，本次估值根据被估值企业和资产的实际情况，将采用市场法进行估值。

### （三）本次估值的基础假设

假设估值基准日（“幸福精选”平台为2024年3月31日）后企业（指被估值对象和相关主体）能持续经营且未来能完成业绩预测指标；

假设估值基准日后企业所处国家和地区的政治、经济环境无重大变化；

假设估值基准日后宏观政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

假设和企业日常经营相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等估值基准日后不发生重大变化；

假设估值基准日后企业管理层是负责、稳定且有能力担当其职务的；

假设被估值企业完全遵守所有相关的法律法规；

假设估值基准日后无不可抗力对企业造成重大不利影响；

假设估值基准日后企业能持续从金融机构获得足额的授信支持；

假设估值基准日后无其他对企业估值造成重大不利影响的事项。

### 四、本次估值范围内资产所涉行业分析

本次估值范围中，“幸福精选”平台下属幸福物业、深圳伙伴以及苏州火炬主要以提供物业管理服务、产业空间服务、企业服务等等为核心。

本次估值涉及的行业分析主要对物业管理行业、产业空间服务行业以及企业服务行业进行分析。

## （一）物业管理

### 1、行业概述

物业管理指的是对房屋及配套的设施设备和相关场地进行维修、养护、管理，维护相关区域内的环境卫生和相关秩序的活动，也成为物业服务。一般而言，物业服务具体包括综合管理、房屋及共用设施设备的维护管理、公共秩序维护、保洁服务、绿化管理、装饰装修管理服务、停车管理服务等内容。

物业管理可以分为居住物业管理与商业物业管理。居住物业主要跟生活相关，按目前情况看，居住物业在物业市场占了70%的规模；商业物业就是居住物业以外的物业管理活动。

### 2、行业发展历史及现状

#### （1）行业发展历史

20世纪80年代初，随着我国改革开放的国策实施，物业管理由香港引入深圳。深圳作为公认的境内物业管理的发源地，是行业的先行人和推动者，在行业的发展历程中创造了多个第一：1981年3月10日，深圳市第一家涉外商品房管理的专业公司--深圳物业管理公司正式成立，开始对深圳经济特区的涉外商品房实行统一的物业管理，标志着国内物业管理行业的诞生；1993年6月28日，深圳成立了国内第一家物业管理协会—深圳市物业管理行业协会；1994年，深圳市颁布了我国第一部地方性物业管理法规《深圳经济特区住宅区物业管理条例》。

从深圳成立第一家物业管理公司开始，我国物业管理行业经历了起步探索期，整合规范期和多元化发展期三个阶段，大致阶段如下：

#### ①起步探索期

1981年，第一家物业管理公司深圳物业管理公司成立。1994年，第一步全国及地方性物业管理规章制度颁布。

#### ②整合规范期

2000年，中国物业管理协会成立。2003年，《物业管理条例》颁布。2007年，《物权法》出台，为物业管理行业奠定了基本法律依据。

#### ③多元化发展期

2014年，国家发改委放开住宅物业服务价格定价管理。同年，彩生活在港股上市，成为首家进入资本市场的物业管理公司。

## (2) 行业发展现状

随着我国物业管理行业的发展，物业管理公司所提供的物业服务涉及领域越来越广，主要包括住宅物业、商业物业、办公大楼、公共物业、工业园以及医院等等。同时近年来受到城市化进程的加速、居民经济水平的提升以及国家政策的支持推进等利好因素，物业管理行业快速发展。我国物业服务企业在管面积规模呈逐年攀升的态势，2023年百强企业管理面积均值达到6,798.10万平方米，同比增速为6.21%；合约面积均值为8,759.36万平方米，同比增长2.16%。

物业服务企业是物业管理行业市场化的产物，我国上市物业管理企业发展规模不断扩大，目前有近60家上市物企，多数为港股上市公司。截至2023年最后交易日，港股物业管理企业中总市值超百亿港元的共有5家，其中华润万象生活以635.68亿港元位列第一，其次是万物云的293.44亿港元、碧桂园服务的225.65亿港元、中海物业的192.61亿港元及保利物业的159.36亿港元。

由于疫情期间物管行业在基层治理，以及在疫情防控中发挥的巨大作用，获得了社会的普遍认可，各地政府纷纷出台相关政策，推动物业管理全覆盖。

## 3、行业的监管与政策

### (1) 行业主管部门

#### ① 住房和城乡建设部

根据国务院公布的《物业管理条例》，国务院建设行政主管部门负责全国物业管理活动的监督管理工作，即中华人民共和国住房和城乡建设部；县级以上地方人民政府房地产行政主管部门负责本行政区域内物业管理活动的监督管理工作；县级以上人民政府价格主管部门会同同级房地产行政主管部门共同对物业服务收费行为进行监督。

#### ② 国家发展和改革委员会

根据《物业服务收费管理办法》，国务院价格主管部门会同国务院建设行政主管部门负责全国物业服务收费的监督管理工作。国务院价格主管部门即国家发展和改革委员会。

#### ③ 财政部

根据《物业管理条例》，专项维修资金收取、使用、管理的办法由国务院建设行政主管部门会同国务院财政部门制定。国务院财政主管部门即财政部。

#### ④ 中国物业管理协会



中国物业管理协会（CPMI）是物业管理行业重要的自律性组织,它是以物业服务企业为主体，相关企业参加，按照有关法律、法规自愿组成的全国行业性的自律组织，经国家民政部批准并注册登记并具有国家一级社团法人资格的全国性社会团体。其主管部门为中华人民共和国住房和城乡建设部。

(2) 近期行业政策分析

① 《“十四五”城乡社区服务体系建设规划》政策要点

2022年1月21日，国务院办公厅发布的《“十四五”城乡社区服务体系建设规划》从完善管理格局、增加供给、提升效能和推进智能化变革等方面，为物业管理行业增值服务的健康发展提供了指导意见。相关政策的重点内容如下：

主题	措施	具体内容
完善城乡社区服务格局	社区服务积极吸纳社会组织参与	健全社会力量参与社区服务激励政策、组织实施社会力量参与社区服务行动，推动社会组织、志愿者、公益慈善资源开展服务
增加城乡社区服务供给	社区服务对象全覆盖	聚焦幼有所学、学有所教、病有所医、老有所养、弱有所扶和文化服务保障，推动基本公共服务资源向村（社区）下沉
	社区服务流程便利化	推动物流配送、快递、再生资源回收网点设施辐射符合条件的村（社区），鼓励发展社区物业、维修、家政、餐饮、零售、美容美发等生活性服务业，支持相关企业在社区设置服务网点
	社区服务安全体制健全化	深化城乡社区警务战略，加强村（居）民委员会下属治安委员会建设
提升城乡社区服务效能	社区服务设施布局规范化和机制创新化	全面推行“窗”受理和“站”办理，实现现代政务服务村（社区）全覆盖。完善即时响应机制，推广接诉即办等基层经验，社区服务设施开放和服务时间不少于每天8小时，群众关切项目应开展24小时线上服务，保留必要线下服务渠道
加快社区服务数字化建设	社区服务数字化变革	推动政务服务平台、社区感知设施、家庭终端和城乡安全风险检测预警系统建设及互联互通，发展实时检测、智能预警、应急救援和智慧养老等社区惠民服务应用

主题	措施	具体内容
	社区服务新场景构建	开发社区协商议事、政务服务办理、养老、家政、卫生、托育等网上服务项目应用，推动社区物业设备设施、安防等智能化改造升级。集约建设智慧社区信息系统，开发智慧社区移动应用服务，加速线上线下融合。推进数字社区服务圈、智慧家庭建设、促进社区家庭联动智慧服务生活圈

②《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》政策要点

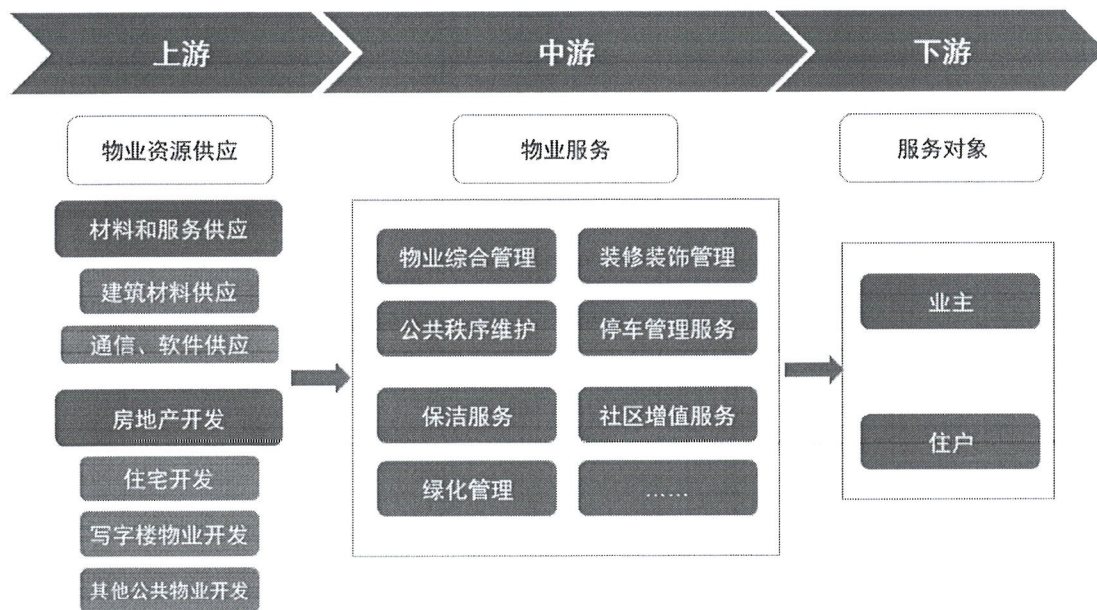
2021年1月5日，中国住建部等十部门发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，从提升物业管理服务水平等六个方面提出要求，旨在推动物业服务向高品质和多样化升级。相关政策的重点内容如下：

主题	措施	具体内容
融入基层社会治理体系	推动城市管理服务下沉	推动城市管理服务向居住社区延伸，依托城市综合管理服务平台，建立群众反映问题的受理处置机制
健全业主委员会治理结构	充分发挥业主委员会作用	对多次催交仍拖欠物业费的业主，可根据管理违约规定的相应措施进行催交，恶意欠缴物业费的行为纳入个人信用记录
提升物业管理服务水平	扩大物业管理覆盖范围	结合城镇老旧小区改造，引导居民协商确定老旧小区的管理模式，推动建立物业管理长效机制，鼓励物业服务企业统一管理项目周边老旧小区
	提升物业服务质量	物业服务企业要健全服务质量保障体系，建立服务投诉快速处理机制，加强人员车辆管理，定期巡检和养护公用部位、共用设施设备，采取合理措施保护业主的人身和财产安全。支持物业服务企业并购重组，推动物业服务企业规模化、品牌化经营，提升整体服务水平
	完善物业服务价格形成机制	物业服务价格主要通过市场竞争形成，由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格，可根据服务标准和物价指数等因素动态调整，提倡酬金计费方式。物业服务价格实行政府指导价的，由有定价权限部门、住建部制定并公布基准价及其浮动幅度，建立动态调整机制
	提升物业服务行业人员素质	推动物业服务人员职业技能等级认定工作。开展职业技能培训和竞赛，提高从业人员整体素质和技能水平
推动发展生活服务业	加强智慧物业管理服务能力建设	鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理平台，提升物业服务水平

主题	措施	具体内容
	提升设备设施智能化管理水平	鼓励物业服务企业以智慧物业管理服务平台为支撑，通过在电梯、消防、给排水等重要设施设备布设传感器，实现数据实时采集
	促进线上线下服务融合发展	鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房产经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多层次居住生活需求
强化物业服务监督管理	建立服务信息公开公示制度	物业服务企业应当在街道的指导监督下，如实公布并及时更新物业项目相关信息
	建立物业服务企业信用管理制度	建立物业服务信用评价制度，制定统一的信用评价标准，建设全国信用管理平台
	优化市场竞争环境	加强物业服务企业登记注册信息部门共享，探索建立健全物业服务合同备案、项目负责人备案制度，完善物业管理招标投标制度，加强招标投标代理机构、评标专家和招标投标活动监督

#### 4、行业产业链

物业管理行业的上游是指物业资源供应领域，包括建筑建材、通信及软件服务供应以及各类房地产开发，目前我国物业服务涉及房产包括住宅、写字楼以及其他公共物业等多种类型；物业服务中游则包括物业综合管理、公共秩序维护、保洁服务、绿化管理等各种形式的服务；产业链的下游则是物业服务的对象，主要包括物业的业主以及住户等。



资料来源：前瞻产业研究院

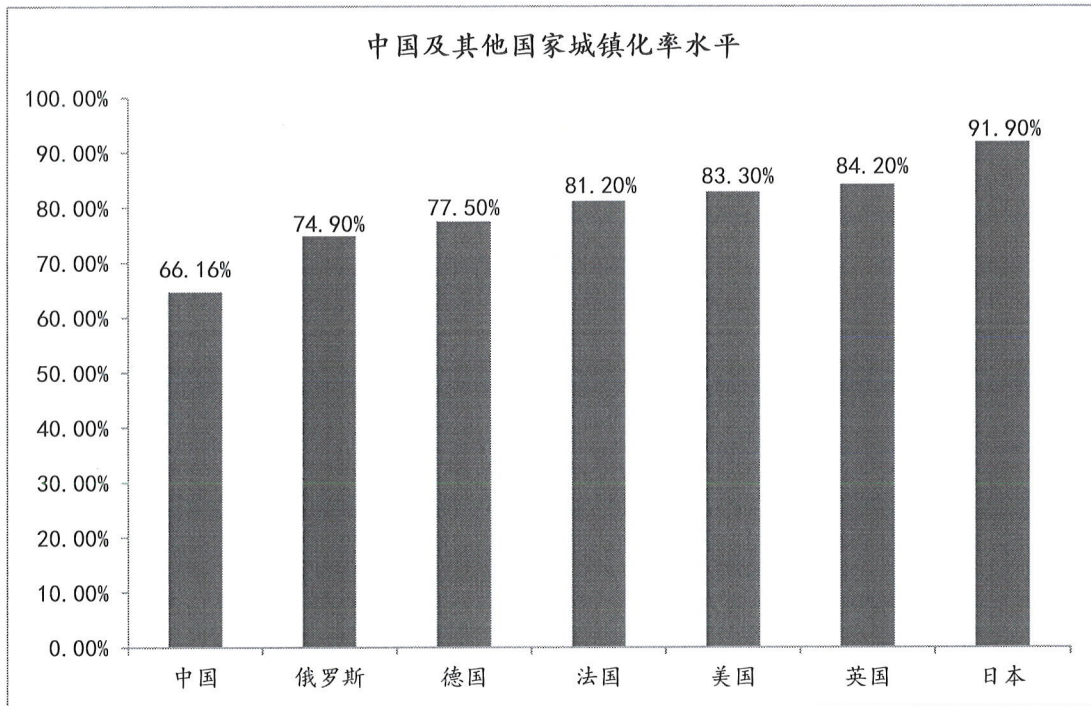
在上游领域，建筑材料供应商代表企业有海螺水泥、东方雨虹、北新建材、福莱特、华新水泥；房地产开发商代表企业有万科、保利、碧桂园、融创中国、龙湖集团等。



在中游领域，物业服务商代表企业有幸福物业、碧桂园服务、中海物业、绿城服务、保利物业、华润万象生活、招商积余、新大正等。

#### 4、行业发展前景和趋势

##### (1) 城镇化率及人口比例趋势



数据来源：wind

根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标，预计2030年城镇化率升至70%，城镇化率提升将带来增量物管服务需求，同时目前存量物业面积远超物管规模，仍具有较大的提升空间；商办等高服务费业务占比提升也有望带动综合服务费率提升。此外伴随人均可支配收入增长、消费升级，增值服务亦有望成为行业规模及利润重要增长点。

在新型城镇化发展过程中，城市发展方式的转变将带来城市服务的发展机遇，全域中国是未来城市服务的未来。以专业服务价值助力城市完善公共服务功能、提升城镇人居空间、营商环境、城市文化魅力，市场想象空间巨大，战略聚焦、服务创新、生态开放、韧性发展将成为企业参与城市服务竞争的关键要素。

##### (2) 市场规模稳定增长

中国房地产市场发展多年渐趋成熟，物管行业将进入黄金时期。物业服务行业是经济环境和市场环境波动下极具投资价值的防御性板块，其迅猛发展也是因为服务行业相较于地产业的抗周期能力更强，更具发展前景。

从短期来看，未来两年竣工的加速也会带来增量市场红利。在竣工面积于2022年下滑后，2023年开始出现回升，反映出过去2-3年受疫情影响积累的待竣工面积已开始释放，物管行业合约面积短期内会迎来一轮快速上涨，物业企业仍可以享受短期的增量市场红利。

结合我国物业服务市场发展前景来看，我国物业服务行业仍将保持稳定增长态势，预计2030年行业规模有望突破3.2万亿元。

此外，社区化服务和精细化管理也是未来物业服务行业的发展趋势。物业管理不再只是简单的楼宇维护和设施管理，而是更加注重提升社区化服务的质量和水平。同时，随着人们对生活品质要求的不断提高，物业服务也将向着精细化管理迈进，以满足业主日益多样化的需求。

### (3) 信息化趋势优化行业成本

在传统的物业服务企业的管理模式中，人力资源投入较大，设施设备维护的成本不断加大，使得物业服务企业的收入与支出出现了不平衡的现象，从而严重制约了物业服务企业的发展。

从目前发展趋势来看，将“互联网+”的数字化手段融入物业管理中，对服务管理模式进行优化和完善，对人力资源进行压缩，提高管理效果。在对住宅小区项目进行管理的过程中，要对互联网技术进行充分利用，加入数字化和智能化手段，优化完善管理服务模式，提高管理效率，严格掌控成本，促进物业服务企业的快速发展。

传统物业服务企业的经营性产品比较单一，只能满足很少一部分业主的需求，对于大部分业主来说，还是不够全面。因此，融入互联网技术的物业服务企业应该构建一个比较大的数据平台，根据业主的需求对经营性产品进行拓展。在对经营性产品进行拓展的过程中，应该切合业主或者是使用人的衣食住行等多方面，保证推出的产品能够得到业主的欢迎。同时企业工作人员还应该对客户的需求进行引导，从而将其逐渐转化为业主需求，然后将其拓展成为业务产品。建立一个大的数据服务平台，不但能够为业主提供更加便捷和舒适的服务，同时还能够为物业服务企业提供更大的利润。

## (二) 产业空间服务

### 1、行业概述

产业园是区域经济发展、产业调整和升级的重要空间聚集形式，担负着聚集创新资源、培育新兴产业、推动城市化建设等一系列的重要使命。产业园的具体形式多种多样，主要包括高新区、开发区、科技园、工业区、产业基地、特色产业园等以及近来各地陆续提出的产业新城、科技新城等。

经过四十多年的探索和发展，我国产业园区经济取得了巨大成就，成为整个国家经济的重要支撑。2023年，全国178家国家高新区实现园区生产总值18万亿元，占全国GDP比重约14%；实现工业增加值9.2万亿元，占全国比重约23%。178家国家高新区集聚了全国约30%的高新技术企业、40%的专精特新“小巨人”企业、60%的科创板上市企业。

产业空间服务是在产业园蓬勃发展的基础上产生的新兴市场，产业空间服务包括产业空间出售、产业空间出租、产业运营及物业服务。在我国产业结构和产业布局不断优化升级的大背景下，产业空间服务的需求日益旺盛。

近年来，我国区域竞争出现了一些新的竞争态势，全国各地主要城市涌现了专注于不同行业的产业园区和高科技园区。科技创新、新兴产业对城市经济发展的引擎作用越来越明显，各大城市纷纷加速建设区域性乃至全球性科技创新中心。为了保障企业和科研机构的创新活动能够顺利开展，专业的产业空间服务机构尤为重要，产业园的建设管理需要从设施、资金、文化等方面提供要素保障，优化资源配置，不断激发创新创业活力，一家专业的产业空间服务机构的专业水平和实力对于产业园运营十分关键。

## 2、行业发展历史与现状

### (1) 行业发展历史

现代意义上的产业园最早起源于美国。20世纪50年代初，在斯坦福大学附近的山谷，创立了第一个科学园区，不仅为全球最大的电子工业基地“硅谷”的形成奠定了基础，而且开创了世界各国建设高科技园区、发展高科技产业的历史先河。日本通产省于20世纪70年代末，提出建立“科技城”的构想，并将各种工业移植到通产省规划的乡村地区，产生了“筑波科学城”等开发区。爱尔兰1959年设立的香农国际航空港自由贸易区，成为世界上最早出现的出口加工区。据不完全统计，目前世界上的出口加工区超过800家，高新技术园区超过1,000家，至于各国内部设立的不同级别、不同规模的开发区更是不可胜数。从二十世纪中叶开始，高科技园区随着新技术革命的推进而不断发展，并强劲地推动着区域经济、国家经济和世界经济的发展。

中国产业园区是伴随着改革开放的步伐而产生和发展的。1979年1月31日，国务院决定在蛇口举办工业区，这是中国现代开发区的雏形，1984年国家正式批准设立国家级经济开发区，此后中国相继出现了由各级人民政府批准设立的经济技术开发区、高新技术产业开发区、工业园区、高科技园区、生态园区、保税区和出口加工区等各种形态的开发区。

### (2) 行业发展现状

党的十八大以来，我国产业结构明显加快了优化升级的步伐，高技术制造业和装备制造业引领带动作用显著增强，占规模以上工业增加值比重分别从2012年的9.4%、28%提高到2023年的15.7%、33.6%。推进产业基础高级化、产业链现代化，改造提升传统产业和统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设也是“十四五”对产业结构提出的明确要求。京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点区域的产业布局不断优化，龙头效应已经有所体现，在电子信息、轨道交通、工程机械、汽车等领域已经形成了一大批先进制造业集群。

传统制造在出清过程中向低成本、高效率地区集聚。新兴制造向地理纵深发展的过程中，中部核心二线城市群逐渐崛起。中国产业大迁移不仅是产业布局的变化，也对房价、人口流动、区域消费等产生了深刻影响，同时带动产业空间需求。需求端方面，在我国产业结构优化升级、产业布局迁移的大背景下，未来产业空间相关服务的需求将持续旺盛。

政策方面，深圳、上海、广东等地区已相继出台政策。2022年9月2日，深圳市工信局发布《深圳市关于促进专精特新企业高质量发展的若干措施(征求意见稿)》，其中就提出了产业空间方面的措施以促进专精特新企业发展。政策中提到要加快产业园区和优质产业空间供给试点项目建设，搭建产业园区运营综合平台，推动建设专精特新产业园，为企业提供高品质、定制化的产业空间服务。此外政策还提到要强化产业空间保障、加强专精特新企业产业空间需求对接服务。2022年10月10日，上海市宝山区也发布产业空间相关政策，要求充分挖掘产业空间，推动产城融合，加快推进优质项目落地产业园。

### 3、行业规模及发展前景

根据国家发展改革委等部委于2018年2月26日联合发布的《中国开发区审核公告目录》(2018版)，全国开发区核准面积合计约182.07亿平方米，其中国家级开发区核准面积约55.55亿平方米，省级开发区核准面积约126.53亿平方米。存量市场方面，根据自然资源部于2021年1月13日发布的《各省(区、市)国家级开发区土地集约利用省内排序及主要指标数据》、《国家级开发区土地集约利用监测统计基本情况表(2020年)》，测算国家级和省级开发区园区在管建筑面积合计约为55亿平方米。增量市场方面，预计全国产业园区建筑面积每年以1.4亿 $m^2$ 速度增加。根据Wind数据，2020年全国100大中城市成交土地成交建筑面积中，工业用地为5.6亿平方米。按全国100大中城市成交土地成交建筑面积占全国土地成交建筑面积的比例(约0.4)估计，2020年全国工业用地成交建筑面积约为14.0亿平方米。保守估计约10%将作为产业园区投入使用，即全国的产业园区建筑面积每年增加1.4亿平方米，那么2020-2025年间有望新增约7亿平方米的产业园区建筑面积。

产业空间服务包括产业空间出售、产业空间出租、产业运营及物业服务，通过国家统计局公布的以工业地产为主的近十年房屋销售额、厂房及仓库近十年竣工面积累计值等数据，结合出租占比、中介费率、空置率、平均租期、平均租金、物业费等因素，分别就空间出售、产业空间出租、产业运营及物业服务细分市场进行测算，预计市场规模分别可达447亿元、1,055亿元、525亿元，产业空间服务市场总体规模预计超过2,000亿元。随着产业运营服务逐渐由物业拓展至招商引资等更多增值服务类型，产业运营及物业服务平均中介费率有望持续提升，从而进一步提升市场规模。

随着中国经济的发展，产业园将成为地方经济发展的主要承载平台。未来随着“互联网+”、“一带一路”等战略的深入推进，智慧园区、中外合作产业园、产城融合示范区、“区中国”等新业态和新模式将不断涌现。产业园与共享经济、平台经济、互联网等新兴产业进一步结合，这一过程中，每一家与园区有关的企业都很可能涉及产业空间服务，产业空间服务的需求会日益旺盛。

### (三) 企业服务



## 1、行业概述

企业服务即企业级服务，广义的概念是指面向所有企业级客户提供运营管理相关的产品和服务。狭义的概念是指基于 IT 提供企业运营管理相关的工具与系统解决方案等服务，包括硬件、存储、数据统计与分析、通用技术和安全等基础服务，生产采购、协同办公、营销与销售、人力资源等业务及工作流程管理服务，以及针对垂直领域提供行业解决方案。

## 2、行业发展历史和现状

我国企业服务行业起步于 20 世纪 90 年，历经 30 年发展，产品更加丰富成熟，用户也逐渐多元化。20 世纪 90 年代，市场经济体制确立，民营经济复苏，商业环境逐渐转好，同时，基于计算机和互联网的初步发展，提供综合性 IT 服务的企业纷纷设立。进入 21 世纪，企业信息化进程加快，以用友、金蝶为代表的通用型企业管理软件公司和以金证科技、广联达为代表的垂直行业类企服公司悄然崛起。2010 年至今，物联网、大数据、云计算、人工智能等基础技术的落地成熟带动企服行业底层技术的更迭，企服产品更加丰富和实用

企业服务行业现在已进入多元发展阶段，根据服务领域、服务方式，可大致分为云服务、人工智能、数据智能、企业安全、广告营销、创业服务、人力资源、行业解决方案等八大块细分领域：云服务、人工智能、数据智能、企业安全以线上服务为主，云服务指提供 IaaS、PaaS、SaaS 等云计算服务的企业的集合；广告营销、创业服务、人力资源则存在不少线下服务项目，如电梯广告、孵化器、会展服务等；行业解决方案为垂直行业企业服务项目的集合，可进一步细分为零售科技、区块链服务、金融科技、供应链服务、医疗科技、物联网等垂直领域。

近年来，中国数字经济的发展趋势对企业服务市场产生了一定的积极影响。从结构上看，数字经济由数字产业化和产业数字化两部分构成，前者即信息通信产业，其规模代表该行业的增加值；后者即通常意义上的企业数字化转型，其规模代表企业通过数字化升级形成的增量产值。据中国信通院发布的《中国数字经济发展白皮书(2023)》报告数据显示：中国数字经济增加值规模已由 2005 年的 2.6161 万亿元，扩张到 2022 年的 50.2 万亿元，同比增长 10.3%，已连续 11 年显著高于同期 GDP 名义增速，数字经济占 GDP 比重达 41.5%，这一比重相当于第二产业占国民经济的比重。数字经济对 GDP 增长的贡献程度不断提升，持续发挥经济“稳定器”和“加速器”作用。

## 3、行业规模及发展前景

据国家统计局数据显示，2023 年全年，我国新设经营主体 3273 万户，日均新设企业 2.7 万户。国内企业信息化程度不一，未来企业信息化、数字化的趋势势不可挡，再加上国内企业基数可观，企业服务行业存在巨大的市场上升空间。

目前，我国企业服务行业已进入快速发展阶段，在需求端的推动下，未来行业规模有望持续快速扩张。需求增长主要反映在两方面：一方面是实有企业数量的增加，即潜在付费主体的增加。另一方面是企业付费意愿的增加，以 IT 支出为例，根



据 Gartner 的预测，2024 年中国 IT 总支出预计将达到 3.9 万亿元，较 2023 年增长 6.2%。另，根据 IDC 的数据，预计到 2026 年，中国企业 IT 支出市场规模将达 2.8 亿美元，年平均复合增长率为 10.5%。

我国电子商务活动也在各行业不断渗透，以占中国 GDP 比重约 3 成的制造业为例，近年来通过电子商务方式产生的交易额增长高于制造业增加值本身；而在全行业来看，近年来使用电子商务的企业比例也得到了显著提升。

此外，本次新冠疫情也有望推动更多小微企业主动付费获取企业服务，一类是传统线下为生的小企业，比如餐饮、现场服务、活动管理等行业，数字化和云化是这些企业未来的发展和增长空间。二是依托在大电商平台和社交平台的小微企业，以及因疫情催生的“为远程而生”的创新公司，这些公司由于疫情的影响会在未来数年内产生大量企业服务需求，有望成为企业服务供应商的新增客户。

## 五、本次估值范围内资产的估值分析

本次估值中，估值人员对价值比率的选取口径为：以评估基准日为起点，取过去 2 年所有交易日价值比率的算数平均值；对可比公司市值的选取口径为：评估基准日的市值。

### （一）幸福物业估值分析

结合幸福物业的实际经营情况与资产性质、以及可比上市公司的可选择性，本次拟采用市场法中上市公司比较法对幸福物业进行估值，具体如下：

#### 1、可比公司的选择

幸福物业是中国领先的城市服务商。本次市场法估值选取的可比公司均从事物业管理服务，包括 First Service Corporation (FSV.O)（以下简称“First Service”）、华润万象生活有限公司(1209.HK)（以下简称“华润万象生活”）、招商局积余产业运营服务股份有限公司(001914.SZ)（以下简称“招商积余”）、中海物业集团有限公司(2669.HK)（以下简称“中海物业”）、保利物业服务股份有限公司(6049.HK)（以下简称“保利物业”）、绿城服务集团有限公司(2869.HK)（以下简称“绿城服务”）、碧桂园服务控股有限公司(6098.HK)（以下简称“碧桂园服务”）、新大正物业集团股份有限公司(002968.SH)（以下简称“新大正”）。

#### （1）First Service

First Service Corporation 在物业服务行业是北美领先者，通过两大服务平台为客户提供服务：住宅平台，是北美最大的住宅社区管理平台；品牌，是北美最大的拥有独立品牌特许经营系统的基本物业服务供应商。

First Service Brands（增值服务）主要围绕房屋需求展开，包括定制居家收纳、房屋粉刷、地板覆盖、损失修复与重建、房屋检查等，有近 1,500 家特许经营加盟商和众多公司自营网点。

## (2) 华润万象生活

华润万象生活是世界 500 强企业华润集团旗下业务单元华润置地的成员公司，是中国领先的物业及商业运营服务商，荣获中国物业服务百强企业 TOP 10 等多项殊荣，住宅物业在管面积 3.55 亿平方米、住宅物业合约面积 4.07 亿平方米、购物中心零售额 1,812 亿元。华润万象生活分为两大业务板块：(i) 住宅物业管理服务；(ii) 商业运营及物业管理服务。其中，住宅物业管理服务主要为住宅物业以及公共设施（如体育馆、公园和工业园）等若干其他非商业物业提供管理服务，为生活在社区内的家庭和住户引入满足他们生活场景所需要的各种服务，具体包括物业管理服务、针对物业开发商的增值服务、社区增值服务。而商业运营及物业管理服务主要系华润万象生活管理的商业物业包括购物中心以及写字楼物业，具体包括商业运营服务、物业管理及其他服务、商业分租服务。

## (3) 招商积余

招商积余作为招商局集团旗下从事物业资产管理与运营服务的主平台企业，以建设成为“中国领先的物业资产管理运营商”为目标，积极稳妥地推动“12347”战略落地，发展物业管理及资产管理两项核心业务，构建“沃土云林”商业模式，为客户提供全业态、全价值链、全场景的综合解决方案。招商积余的主要业务包括：物业管理业务、资产管理业务等。招商积余拥有招商物业、中航物业两个全资物业管理公司，物业管理业务稳健发展，管理规模持续扩大。截至 2023 年末，招商积余公司在管项目 2,101 个，覆盖全国 156 个城市，管理面积达 3.45 亿平方米。

## (4) 中海物业

中海物业是中国领先的物业管理公司之一，业务亦遍布香港及澳门，服务超过 100 家世界 500 强企业客户，成为央企、国企、民企最为信赖的合作伙伴，荣获 2023 中国物业服务百强企业排行榜 TOP 7 等多项殊荣。管理业态涵盖住宅物业及非住宅物业，如商业综合体、写字楼、购物中心、产业园区、航空、高铁、医院、学校、政府物业、城市服务、公园、口岸、道路桥梁、公交场站及其他公共设施。透过为客户提供高素质及高水平的服务，完善客户的满意度，致力为所管理的物业保值增值，亦有助巩固公司主航道上作为知名中、高端物业管理服务供应商的品牌知名度。截至 2023 年末，中海物业管理的建筑面积达到 4.02 亿平方米，同比增长 25.4%。

## (5) 保利物业

保利物业是一家规模领先、具有央企背景的物业管理服务综合运营商。根据中国指数研究院 2023 年的中国物业服务百强企业排行榜，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第三，在具有央企背景的物业服务企业中综合实力排名第一。保利物业拥有三项主要业务板块，即物业管理服务、非业主增值服务及社区增值服务，构成向客户提供的综合服务并覆盖物业管理价值链。保利物业积极推进“大物业”战略布局，管理的业态覆盖住宅社区、商业及写字楼以及公共及其他物业。于 2023 年末，保利物业合同管理面积约为 9.22 亿平方米，在管面积约为 7.20 亿平方米，遍布全国 29 个省、直辖市及自治区的 209 个城市。

## (6) 绿城服务

绿城服务是中国具有领先地位的幸福生活服务商，围绕人的全生活场景及房地产的全生命周期，提供多元化、与生活呈现强关联的服务，包括物业服务、园区服务、咨询服务及科技服务四类业务。通过为住户提供种类广泛的产品及服务组合，满足客户、业主及住户不断变化的日常生活需要，在众多物业管理服务供应商中脱颖而出。绿城服务荣获中国物业服务百强满意度领先企业第一名等多项殊荣。截至 2023 年末，绿城服务总在管合同建筑面积达 4.48 亿平方米的物业，涵盖居民高端住宅、政府基础设施建设、商业写字楼、城市综合体等，覆盖全中国 30 个省、直辖市及自治区的 204 个城市。

## (7) 碧桂园服务

碧桂园服务是中国领先的覆盖多元化业态的综合服务运营商，业务涵盖包括住宅、商业物业、写字楼、产业园、多功能综合楼、政府大楼、医院、学校及其他公共设施，如机场航站楼、高速公路服务站、文旅景区等多种业态。碧桂园服务以质量服务赢得了行业领先的客户满意度及品牌美誉度，在多个细分领域均获业界高度认可，荣获 2023 年中国物业服务百强企业第一等多项权威奖项。碧桂园服务主要的业务线包括：(i) 物业管理服务；(ii) 社区增值服务；(iii) 非业主增值服务；

(iv) “三供一业”业务；(v) 城市服务及 (vi) 商业运营服务，构成向客户提供的综合服务并覆盖整个物业管理价值链。截至 2023 年 12 月末，碧桂园服务“三供一业”业务的物业服务的合同管理面积为 0.89 亿平方米，除“三供一业”业务外，碧桂园服务合同管理面积约为 16.33 亿平方米，收费管理面积约为 9.57 亿平方米。

## (8) 新大正

新大正作为独立第三方物业服务企业，主要为各类城市公共建筑提供物业服务，专注于智慧城市公共建筑与设施的运营和管理，通过不断深入研究客户需求、作业场景及服务标准，让客户专注于主业，给客户创造价值和优质服务体验。公司根据“五五”战略规划，以基础物业为主、城市服务和创新服务协同发展的三大业务版图，以基础物业服务为支撑，快速发展城市服务、孵化发展创新服务，联动发展。截至 2023 年末，公司项目管理部数量达到 594 个，较上年增长 15.79%，服务面积增至约 1.7 亿平方米。重庆以外区域的项目占比提升至 65.82%，数量同比增长 26.54%。

## 2、价值比率的计算

### (1) 价值比率的选取

价值比率是资产价值与一个与资产价值密切相关的一个指标之间的比率倍数，即：价值比率=资产价值/与资产价值密切相关的指标。

价值比率分为全投资口径和股权投资口径的价值比率。价值比率中的分母与资产价值密切相关的指标，可以是盈利类指标、收入类指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的价值比率，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率。常用的价值比率包括盈利基础价值比率（比如 P/E（市

盈率) = 股权价值/税后利润)、销售收入价值比率 (比如 P/S (市销率) = 股权价值/销售收入)、资产基础价值比率 (比如 P/B (市净率) = 股权价值/账面净资产)。

鉴于幸福物业及可比公司所属行业、其较为稳定的盈利能力、及所属物业服务行业轻资产强调资产回报的特点等, 幸福物业估值分析中选取的价值比率为 P/E (市盈率)。

## (2) 可比公司的市盈率

幸福物业可比公司 (First Service、华润万象生活、招商积余、中海物业、保利物业、绿城服务) 的市值及最近 2 年平均市盈率 (鉴于物业服务公司近期股价波动较大, 因此取最近 2 年平均市盈率能较好反应其真实合理估值) 的情况如下所示:

序号	公司名称	市值 (亿元)	平均市盈率 (倍)
1	First Service	512.40	51.27
2	华润万象生活	576.06	33.42
3	招商积余	113.88	24.73
4	中海物业	174.55	21.46
5	保利物业	144.42	17.82
6	绿城服务	84.23	20.18
7	碧桂园服务	204.49	14.31
8	新正大	23.21	21.56
	平均值	229.16	25.59
	中位数	159.49	21.51

数据来源: Wind

### 3、可比公司与幸福物业财务情况

#### (1) 可比公司财务情况



根据可比公司公开的年度报告，幸福物业的可比公司最近3年营业收入规模及增长率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度	复合增长率
1	First Service	3,096,105.71	2,675,596.43	2,320,765.71	15.50%
2	华润万象生活	1,476,695.20	1,201,617.90	887,538.40	28.99%
3	招商积余	1,562,667.90	1,302,377.54	1,059,093.01	21.47%
4	中海物业	1,305,125.00	1,133,467.44	771,980.78	30.02%
5	保利物业	1,506,185.80	1,368,666.20	1,078,254.90	18.19%
6	绿城服务	1,739,327.20	1,485,634.30	1,256,613.10	17.65%
7	碧桂园服务	4,261,151.10	4,136,657.30	2,884,301.10	21.55%
8	新大正	312,691.02	259,810.60	208,826.39	22.37%
	平均值	<b>1,907,493.62</b>	<b>1,695,478.46</b>	<b>1,308,421.67</b>	<b>21.97%</b>
	中位数	<b>1,534,426.85</b>	<b>1,335,521.87</b>	<b>1,068,673.96</b>	<b>21.51%</b>

根据可比公司公开的年度报告，幸福物业的可比公司最近3年净利润水平及净利润率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	净利润		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	First Service	105,015.00	103,576.43	111,521.43
2	华润万象生活	294,264.00	221,324.80	172,607.00
3	招商积余	73,865.50	56,877.04	45,264.07
4	中海物业	135,150.40	114,399.21	80,668.26
5	保利物业	139,718.60	113,334.90	87,088.40

序号	公司名称	净利润		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
6	绿城服务	71,613.00	63,142.30	89,044.40
7	碧桂园服务	51,671.10	226,133.60	403,339.50
8	新大正	16,893.98	18,602.55	16,638.04
平均值		111,023.95	114,673.85	125,771.39
中位数		89,440.25	108,455.67	88,066.40

序号	公司名称	净利润率		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	First Service	3.39%	3.87%	4.81%
2	华润万象生活	19.93%	18.42%	19.45%
3	招商积余	4.73%	4.37%	4.27%
4	中海物业	10.36%	10.09%	10.45%
5	保利物业	9.28%	8.28%	8.08%
6	绿城服务	4.12%	4.25%	7.09%
7	碧桂园服务	1.21%	5.47%	13.98%
8	新大正	5.40%	7.16%	7.97%
最大值		19.93%	18.42%	19.45%
最小值		1.21%	3.87%	4.27%
平均值		7.30%	7.74%	9.51%

## (2) 幸福物业财务情况

幸福物业是以城市综合治理需求为出发点，用一体化、专业化、智慧化的服务支持城市、产业园区、社区全业态发展。

因此，幸福物业的主要营业收入可以划分为城市服务板块、社区服务板块、园区服务板块和增值服务板块。

城市服务板块是为城市提供全方位综合服务，主要包括：道路清洁、城市妆点、城市亮化、城市消防、安保巡防、城市抗洪等。根据公司管理层讨论及预测，对华夏幸福产业新城提供的城市服务业务的营业收入预计保持平稳，而对外拓第三方城市提供的城市服务业务由于目前业务规模基数较小，未来将保持较快增长并逐渐成为城市服务板块的主要收入来源，具体情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
华夏幸福产业新城提供的城市服务业务	2,994.30	2,994.30	2,994.30	2,994.30	2,994.30
外拓第三方城市提供的城市服务业务	31,586.28	63,172.55	126,345.11	252,690.22	454,418.98
合计	34,580.58	66,166.85	129,339.41	255,684.52	457,413.28

注：鉴于幸福物业目前处于快速扩张时期，未来如果能够取得充足的资本投入，能够取得较高增长率，因此选取 2028 年平稳期的时点作为估值基准。下同。

幸福物业的社区服务板块主要是为住宅、商业、写字楼提供规范化、专业化、亲情化的传统物业服务。根据公司管理层预测，对向华夏幸福操盘社区服务业务的营业收入预计保持平稳，而外拓社区服务业务由于目前业务规模基数较小且增长空间广阔，未来将保持较快增长，具体情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
华夏幸福操盘的社区服务业务	142,221.67	142,221.67	142,221.67	142,221.67	142,221.67
外拓社区服务业务	8,844.66	30,956.29	92,868.88	278,606.64	589,639.58
合计	151,066.33	173,177.96	235,090.55	420,828.31	731,861.25

幸福物业的园区服务板块主要提供设备设施管理、安全、绿化、保洁等服务，也包括企业前台、会务、大型活动支持等特色企业服务。根据公司管理层预测，对向华夏幸福自有园区的服务业务营业收入预计保持平稳，而外拓的园区服务业务预计将取得较快增长并成为主要收入来源，具体情况如下：

单位：万元



项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
华夏幸福自有园区的服务业务	12,774.88	12,774.88	12,774.88	12,774.88	12,774.88
外拓园区服务业务	12,404.78	43,416.72	86,833.44	173,666.88	261,673.09
合计	25,179.66	56,191.60	99,608.32	186,441.76	274,447.97

幸福物业的增值服务板块主要包括鲁班工匠中的到家服务和工程服务等、福临美居中的装修施工和拎包入住服务等、幸福惠购中的社区团购和线上商城等、璀璨空间中的广告运营和空间场地资产运营等。根据公司管理层预测，上述业务主要针对外拓第三方城市提供的城市服务业务，业务增长预计较为强劲，具体情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
增值服务板块	37,066.47	81,546.23	163,092.46	244,638.69	365,930.63

盈利能力方面，综合考虑幸福物业历史毛利率及净利润水平，可比公司净利润率情况（2023 年度净利润率范围为 1.21%至 19.93%，平均值为 7.30%）、幸福物业未来业务扩张所带来的规模效应等因素，公司管理层预计幸福物业未来净利润率约 10%，各板块收入汇总情况及净利润如下所示：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
城市服务板块收入	34,580.58	66,166.85	129,339.41	255,684.52	457,413.28
社区服务板块收入	151,066.33	173,177.96	235,090.55	420,828.31	731,861.25
园区服务板块收入	25,179.66	56,191.60	99,608.32	186,441.76	274,447.97
增值服务板块收入	37,066.47	81,546.23	163,092.46	244,638.69	365,930.63
营业收入合计	247,893.04	377,082.64	627,130.74	1,107,593.28	1,829,653.13
净利润	27,146.75	41,875.90	72,594.28	122,644.88	191,820.54

#### 4、幸福物业的估值结果



鉴于，

(1) 幸福物业、深圳伙伴及苏州火炬将进行业务协同，合并进入幸福精选平台，幸福物业将受益于与深圳伙伴和苏州火炬在业务拓展、管理共享、费用分摊、客户资源分享等方面的协同效应，形成“1+1+1>3”的效果，因此相关协同效应将产生一定程度估值溢价。受限于该估值溢价无法准确量化，因此本次估值不对幸福物业的估值进行溢价处理，但该溢价将有效抵消部分或全部以2028年净利润作为价值比率参数而不进行折现的因素；

(2) 本次估值出于谨慎性考虑，不对2028年市场的市盈率进行预测，亦不将2028年估值折现因素纳入考量；

(3) 诚如本报告第三章“本次采用的估值方法”中所述，折现率的估算基础为与被估值企业获取未来收益相关的风险预测，估值人员需要分析后认为上述风险能够进行定性量化。由于本次估值所涉及风险预测难度较大，相关风险量化的准确性（即折现率的准确性）无法保证，因此亦不适合将2028年估值进行折现计算，

因此，本次对幸福物业的估值以2028年净利润作为价值比率参数，但不对其进行折现而直接以未折现结果作为最终估值，系综合考虑幸福物业2028年左右的业务增速与可比公司现有增速较为接近、幸福物业与深圳伙伴和苏州火炬的协同效应估值溢价未能可靠量化而纳入估值计算、当前资本市场估值处于低位以及折现率无法准确计算等原因。

基于上述可比公司市盈率的计算及幸福物业盈利预测结果，幸福物业的整体估值结果为412.56亿元。

项目	结果
可比公司市盈率中位数 (A)	21.51 倍
幸福物业净利润 (B)	19.18 亿元
幸福物业估值 (C=A*B)	412.56 亿元

## (二) 深圳伙伴估值分析

结合深圳伙伴的实际经营情况与资产性质、以及市场上可比上市公司的可选择性，本次拟采用市场法中上市公司比较法对深圳伙伴进行估值，具体如下：

### 1、可比公司的选择

深圳伙伴是国内产业空间数字化服务龙头，依托庞大的线下实体运营体系，基于互联网、移动互联网和大数据技术，为客户提供经纪业务、平台业务、企业服务和空间运营服务，发展目标是建设中国最大的产业空间数字化平台，打造“产业地产

界的贝壳”。本次市场法估值选取的同类型可比公司均从事商业平台业务，包括贝壳控股有限公司（2423.HK）（以下简称“贝壳”）、Redfin Corporation（RDFN.O）（以下简称“Redfin”）、美团（3690.HK）、携程集团有限公司（9961.HK）（以下简称“携程”）、阿里巴巴集团控股有限公司（9988.HK）（以下简称“阿里巴巴”）、京东集团股份有限公司（9618.HK）（以下简称“京东”）、eBay Inc.（EBAY.O）（以下简称“eBay”）。

#### （1）贝壳

贝壳是领先的线上线下一体化的房产交易和服务平台。贝壳率先在中国打造了平台基础设施和标准，致力于重塑服务者作业模式，从而更高效地为消费者提供二手房和新房交易、房屋租赁、家装家居等其他房产交易服务。贝壳与平台参与者线上线下的积极互动，加深贝壳对平台参与者的了解并为其提供更好的服务。2023年，贝壳总交易额(GTV)为3.14万亿元(人民币，下同)，同比增加20.4%。当中存量房的总交易额约占2/3，达到2.028万亿元;新房总交易额为1.003万亿元。在2023年，贝壳存量房交易额同比增加28.6%，新房同比增加6.7%;家装业务总交易额达到133亿元;新兴业务及其他交易额为986亿，同比增加12.9%。2023年，贝壳存量房业务GTV同比增长28.6%，净收入同比增长15.9%至280亿元，贡献利润率同比提升7.3个百分点达到47.2%。贝壳研究院初步测算，2023年全国二手房市场成交套数约596万套，面积约5.7亿平方米，成交金额约7.1万亿元，成交面积和成交金额比2022年分别增长44%和30%。

#### （2）Redfin

Redfin 是一家技术型住宅房地产经纪公司。Redfin 代表了美国 80 多个市场买卖房屋的客户，其使命是重新定义房地产消费者的偏好。Redfin 通过其搜索网站和移动应用程序来满足客户需求，降低了可能使费用居高不下的营销成本。它让购房者只需轻触几下手机按钮就可以安排家庭旅行，便于用户操作。它为每个 Redfin 的家庭创造了拟真的在线体验，然后通过自己的网站而不是传统的依靠经纪人的方式接触到更多的买家。

#### （3）美团

美团是中国领先的生活服务电子商务平台。美团用科技连接消费者和商家，提供服务以满足人们日常“吃”的需求，并进一步扩展至多种生活和旅游服务。美团在消费者的日常生活中扮演着重要的角色。2023年美团全年即时配送订单达219亿笔，同时，全年研发支出达212亿元，创历史新高。2023年，美团闪购订单量同比增长超过40%。2023年美团闪购的年度活跃商家也同比增长近30%。目前美团闪电仓已覆盖200多个城市。美团旨在通过向商家提供广泛的解决方案，助力生活服务业实体经济转型升级。美团通过先进的大数据和人工智能（AI）技术助力服务行业。美团是全球服务业电子商务模式的创新先锋。尽管面临宏观环境、自然灾害及新冠肺炎疫情多点爆发的挑战，2023年，美团外卖年度活跃商户数再次创下了新高，餐饮外卖的年度交易用户也在持续增长，且中高频用户群体的规模及购买频次也得到了提升。

#### （4）携程

携程是全球领先的一站式旅行平台，携程平台提供一套完整的旅行产品、服务及差异化的旅行内容。对于中国游客而言，以及对于越来越多的世界各地的游客而言，携程是其首选的旅行平台，携程鼓励其进行旅行探索，激发其旅行灵感，帮助其获取全面的信息作出高性价比的旅行预订，为其提供随时随地的旅程中的支持，并鼓励其分享旅行体验。用户可以通过携程的平台进行任何类型的旅行预订，从目的地内活动、周末短假及短途旅行，到跨境旅游及商务旅游，应有尽有。携程多样化的产品及服务组合涵盖经济、高端、定制化、精品等选择，吸引了国内以及全球日益增长的用户群体。携程创立于1999年，目前已经是国内最知名的旅行品牌，且于过去20多年内一直保持了领先的市场地位。日前，国家统计局发布的数据显示：2023年国内出游人次达48.91亿，比上年同期增加23.61亿，同比增长93.3%。国内游客出游总花费4.91万亿元，比上年增加2.87万亿元，同比增长达140.3%。携程公布其2023年第四季度及2023年全年财报。财报显示，携程第四季度净营收为103亿元，同比增长105%。公司2023年全年实现净营收445亿元，同比大幅增长122%。而全年净利润同比增长超过6倍，高达100亿元，实现净利润与营收的巨幅双增长。

#### (5) 阿里巴巴

阿里巴巴是全球最大的零售商业体。阿里巴巴在中国的零售商业业务主要由淘宝、天猫、淘特、淘菜菜以及各种通过整合在线和线下功能提供升级消费体验的直营业务组成，它们已成为中国消费者日常生活的重要组成部分。阿里巴巴借助商业技术和服务的驱动，以具有高度互动性和社交属性的方式帮助庞大的消费者群体接触到品类丰富多样的产品。

围绕阿里巴巴的平台与业务，一个涵盖了消费者、商家、品牌、零售商、第三方服务提供者、战略合作伙伴及其他企业的生态体系已经形成。在2023财年，阿里巴巴营收为8,686.87亿元，与2022财年的8,530.62亿元相比增长2%；净利润为655.73亿元，与2022财年的470.79亿元相比增长39%；同时，阿里实现服务10亿中国消费者这一重要里程碑，在淘宝上持续经营10年以上的店铺超过170万家，阿里国际数字商业集团服务数亿海外消费者，并触达来自全球超过4700万名活跃中小企业买家；阿里云智能集团服务全球400多万客户，包括80%的中国科技创新企业、60%的国家级专精特新小巨人企业。

#### (6) 京东

京东是一家领先的以供应链为基础的技术与服务企业。凭借在客户体验和运营效率方面的优势，以及致力于对技术和物流基础设施进行长期投资的战略，京东已建立起巨大的规模优势并确立了市场领先地位。京东经营在线零售和电商平台业务。在线零售业务方面，京东从供应商购买产品，然后直接销售给客户。京东在线零售业务提供丰富的产品种类，包括数码产品、家用电器和种类繁多的消费品类。零售模式和电商平台、全渠道布局及自有的全国物流基础设施和技术平台相结合，使京东在提供卓越的客户体验方面成为中国零售业的佼佼者。随着线上零售业务持续快速发展，京东与供应商建立了紧密的合作关系。

#### (7) eBay

eBay 公司目前是全球最大的网络交易平台之一，为个人用户和企业用户提供国际化的网络交易平台。其网站 eBay.com 是一个基于互联网的社区，买家和卖家在一起浏览、买卖商品，这里交易的商品，从电器到电脑，到家居用品，种类繁多。eBay 在全球的服务站点除在美国的主站点外，遍布世界各地。

## 2、价值比率的计算

### (1) 价值比率的选取

本次深圳伙伴估值的价值比率选取未使用资产基础价值比率，主要系资产基础价值比率是在资产价值与资产类指标之间建立的价值比率。由于可比公司净资产与企业股东全部权益价值关联性不强，因此不选用资产基础价值比率如 P/B（市净率）。此外，由于可比公司盈利情况波动较大，存在受行业周期波动及自身经营情况影响出现大幅亏损的情况，因此亦未采用 P/E（市盈率）作为价值比率进行估值。

鉴于深圳伙伴及可比公司所属行业、盈利能力不稳定的特点（详见下文可比公司净利润及净利润率的情况）、及所属数字化平台行业轻资产的特点等，深圳伙伴估值分析中选取的价值比率为 P/S（市销率）。

### (2) 可比公司的市销率

深圳伙伴可比公司（贝壳、Redfin、美团、携程、阿里巴巴、京东、eBay）的市值及最近 2 年市销率（截至估值基准日）的情况如下所示：

序号	公司名称	市值（亿元）	平均市销率（倍）
1	贝壳	1,461.00	2.17
2	Redfin	84.23	0.45
3	美团	4,634.53	3.16
4	携程	1,719.53	7.22
5	阿里巴巴	13,958.44	1.80
6	京东	3,241.67	0.40
7	eBay	1,644.09	2.36



序号	公司名称	市值 (亿元)	平均市销率 (倍)
	平均值	3,820.50	2.51
	中位数	1,719.53	2.17

数据来源: Wind

### 3、可比公司与深圳伙伴财务情况

#### (1) 可比公司财务情况

根据可比公司公开的年度报告，深圳伙伴的可比公司最近3年营业收入规模及增长率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度	复合增长率
1	贝壳	7,777,693.20	6,066,877.90	8,075,243.90	-1.86%
2	Redfin	697,622.86	1,631,744.29	1,373,403.57	-28.73%
3	美团	27,674,495.40	21,995,494.80	17,912,799.70	24.30%
4	携程	4,451,000.00	2,005,500.00	2,002,900.00	49.07%
5	阿里巴巴	91,789,200.00	86,868,700.00	85,306,200.00	3.73%
6	京东	108,466,200.00	104,623,600.00	95,159,200.00	6.76%
7	eBay	7,222,857.14	6,996,428.57	7,442,857.14	-1.49%
	平均值	35,439,866.94	32,884,049.37	31,038,943.47	7.40%
	中位数	7,777,693.20	6,996,428.57	8,075,243.90	3.73%

注：阿里巴巴尚未披露2023年年度报告，此处2023年数据为2023年上半年数据，最近2年复合增长率系根据半年营业收入金额年化后计算所得。

根据可比公司公开的年度报告，深圳伙伴的可比公司最近3年净利润水平及净利润率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	净利润		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	贝壳	588,960.40	-139,728.40	-52,476.60
2	Redfin	-92,875.71	-229,387.86	-78,295.00
3	美团	1,385,733.10	-668,532.30	-2,353,619.80
4	携程	1,000,200.00	136,700.00	-64,500.00
5	阿里巴巴	11,939,200.00	6,557,300.00	4,707,900.00
6	京东	2,325,700.00	969,100.00	-446,700.00
7	eBay	1,976,428.57	-906,428.57	9,720,000.00
平均值		2,731,906.62	817,003.27	1,633,186.94
中位数		1,385,733.10	-139,728.40	-64,500.00

注：阿里巴巴尚未披露 2023 年年度报告，此处 2023 年数据为 2023 年上半年数据，最近 2 年复合增长率系根据半年营业收入金额年化后计算所得。

序号	公司名称	净利润率		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	贝壳	7.57%	-2.30%	-0.65%
2	Redfin	-13.31%	-14.06%	-5.70%
3	美团	5.01%	-3.04%	-13.14%
4	携程	22.47%	6.82%	-3.22%

序号	公司名称	净利润率		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
5	阿里巴巴	13.01%	7.55%	5.52%
6	京东	2.14%	0.93%	-0.47%
7	eBay	27.36%	-12.96%	130.60%
	最大值	27.36%	7.55%	130.60%
	最小值	-13.31%	-14.06%	-13.14%
	平均值	9.18%	-2.44%	16.13%

## (2) 深圳伙伴财务情况

深圳伙伴的主要业务收入来自经纪业务板块、平台业务板块、企业服务板块和空间运营板块。

深圳伙伴经纪业务板块主要系以“线下门店+独立经纪人”的方式，开展厂房、仓库、土地、写字楼等多种业态的租售经纪业务，为企业提供专业的选址服务。目前主要门店均位于珠三角地区，如深圳、东莞、惠州、广州、佛山、中山等城市。根据公司战略发展规划，深圳伙伴经纪业务将以珠三角地区为核心，逐步拓展并覆盖长三角地区、中部经济带、及京津冀地区。

根据公司管理层预测，深圳伙伴经纪业务板块的营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
珠三角地区	135,963.65	160,684.31	194,428.02	224,950.21	239,265.22
长三角地区	-	16,068.43	35,350.55	56,237.55	73,620.07
中部经济带	-	-	17,675.27	37,491.70	55,215.05
京津冀地区	-	-	-	18,745.85	36,810.03



项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
经纪业务板块合计	135,963.65	176,752.74	247,453.84	337,425.31	404,910.37

深圳伙伴平台业务板块自主研发中工招商网、选址易、伙伴人、分佣宝等平台模式产品，为产业空间经纪人及机构提供平台服务。其中伙伴人和分佣宝主要为内外部经纪人提供办公管理、信息共享等服务；中工招商网和选址易主要为企业客户提供厂房、仓库、土地、写字楼租售服务。未来将持续进行平台升级，建立中国最大的“产业空间字典”。深圳伙伴平台业务板块预计在短期未来经历快速增长期，并在 2027 年及 2028 年后保持平稳增长。

深圳伙伴平台业务板块的营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
平台业务板块	18,974.40	22,769.28	27,323.14	32,787.76	39,345.32

深圳伙伴企业服务板块主要通过平台积累的企业流量，以严选模式汇聚各领域优秀服务商资源，为企业客户提供 12 大类企业服务（包括金融服务、财税记账、人事外包、资质申报、法律服务、IT 服务、设备租赁、物流服务、市场服务、技术服务、节能环保、特色服务），助力企业实现降本增效、市场突破、管理提升和持续发展。随着业务的开展，未来将为企业提供近百项企业服务，满足企业全生命周期服务需求。随着流量优势的不断巩固，企业服务板块将优化收入分配模式，逐步提升平台的分配比例。深圳伙伴企业服务板块的营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
企业服务板块	2,047.20	2,456.64	4,956.77	7,435.15	11,152.73

深圳伙伴空间运营板块主要依托百万级载体流量信息，筛选优质载体进行长期租赁，通过工程改造、产业招商、运营孵化等方式实现价值提升，获取投资回报。本板块预计将在已有的规模基础上，实现平稳较快的收入增长，具体情况如下所示：

单位：万元



项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
空间运营板块	17,393.20	19,132.52	22,959.02	27,550.83	33,060.99

综上，深圳伙伴收入汇总情况及最后 2 年（即 2028 年度相比 2027 年度）收入增长率如下所示：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
经纪业务	135,963.65	176,752.74	247,453.84	337,425.31	404,910.37
平台业务	18,974.40	22,769.28	27,323.14	32,787.76	39,345.32
企业服务	2,047.20	2,456.64	4,956.77	7,435.15	11,152.73
空间运营	17,393.20	19,132.52	22,959.02	27,550.83	33,060.99
深圳伙伴 收入合计	174,378.45	221,111.18	302,692.77	405,199.05	488,469.41

#### 4、深圳伙伴的估值结果

鉴于，

(1) 深圳伙伴、幸福物业及苏州火炬将进行业务协同，合并进入幸福精选平台，深圳伙伴将受益于幸福物业和苏州火炬在业务拓展、管理共享、费用分摊、客户资源分享等方面的协同效应，形成“1+1+1>3”的效果，因此相关协同效应将产生一定程度估值溢价。受限于该估值溢价无法准确量化，因此本次估值不对深圳伙伴的估值进行溢价处理，但该溢价将有效抵消部分或全部以 2028 年营业收入作为价值比率参数而不进行折现的因素；

(2) 本次估值出于谨慎性考虑，不对 2028 年市场的市销率进行预测，亦不将 2028 年估值折现因素纳入考量；

(3) 诚如本报告第三章“本次采用的估值方法”中所述，折现率的估算基础为与被估值企业获取未来收益相关的风险预测，估值人员需要分析后认为上述风险能够进行定性量化。由于本次估值所涉及风险预测难度较大，相关风险量化的准确性（即折现率的准确性）无法保证，因此亦不适合将 2028 年估值进行折现计算，

因此，本次对深圳伙伴的估值以2028年营业收入作为价值比率参数，但不对其进行折现而直接以未折现结果作为最终估值，系综合考虑深圳伙伴2028年左右的业务增速与可比公司现有增速较为接近、深圳伙伴与幸福物业和苏州火炬的协同效应估值溢价未能可靠量化而纳入估值计算、当前资本市场估值处于低位以及折现率无法准确计算等原因。

基于上述可比公司市销率的计算及深圳伙伴收入推演结果，深圳伙伴的整体估值结果为106.00亿元。

项目	结果
可比公司市销率中位数 (A)	2.17 倍
深圳伙伴营业收入 (B)	48.85 亿元
深圳伙伴估值 (C=A*B)	106.00 亿元

### (三) 苏州火炬估值分析

结合苏州火炬的实际经营情况与资产性质，本次拟采用市场法中上市公司比较法及交易案例比较法对苏州火炬进行估值，具体如下：

#### 1、可比公司的选择

苏州火炬主要运营三大业务，分别为园区业务、企业服务业务和 O'Park。

其中，园区业务主要通过与物业产权方或物业出租方签订长期租赁合同，为园区持续运营提供整体解决方案，实现产业定位、产业招商、产业培育、服务体系及运营管理的全过程服务。截至2023年，共有3328个项目在运营，总面积近90万平方米；20个成熟园区在招商提价1.2%的前提下，仍实现了84%出租率；续租方面，在续租价格提升1.0%的前提下，续租率依然维持72%成熟园区整体出租率85%，6个园区出租率达到90%以上。企业服务业务主要为苏州火炬开创“产学研结合”孵化器先河，为企业提供全生命周期服务。同时，顺应国家推动发展专精特新中小企业的趋势，以政府招商、高新与专精特新认定等为切入点，推出专项企业服务产品。此外，还为企业提供财税、营销、投融资等方面的多元服务。截至2021年，认定科技指标76个（高企60个、人才8个、专精特新8个），举办企业互动282场培育出近20家A股上市公司和产业领头羊，企业专利超过1,600项。

O'Park 方面，苏州火炬基于 100+ 园区运营经验的总结和分析，打造了国内领先的智慧园区管理服务平台。作为全国领先的园区智慧管理平台将在线产品与落地服务相结合，打通大数据与业务生态资源链接，提供房源、招商、运营、物业、财务、审批、档案等综合园区管理方案，推动园区价值的提升。

针对三大业务板块，本次估值中分别选取不同可比上市公司及可比交易进行估值分析。具体情况如下：

#### (1) 园区业务板块的可比公司选取

##### 1) 德必集团

上海德必文化创意产业发展（集团）股份有限公司（300947.SZ）（以下简称“德必集团”）主要从事文化创意产业园区的定位、设计、改造、招商和运营管理，以中小微型文化创意企业和科技创新企业的需求为中心，以园区设计和运营管理能力为基础，对各类既有建筑进行重新定位与更新改造，在保护和传承城市历史文化脉络的同时，为文创企业提供舒适的办公环境和深度的专业化服务。2023 年末，德必集团作为国内屈指可数的能够成功进行跨区域、跨城市、规模化、连锁化发展的园区运营服务企业，在亚、美、欧三大洲，超过十大城市，运营管理 74 个文化创意产业园区，管理面积超 135 万平方米，已经成为行业内具有较大影响力的领先企业

##### 2) 锦和商管

上海锦和商业经营管理股份有限公司（603682.SH）（以下简称“锦和商管”）专业面向既有物业的改造、运营管理的旗舰企业。锦和商管致力于城市既有物业的改造、运营管理服务，通过对城市既有商用物业提供全价值链一站式服务，延续城市文脉，挖掘并提升城市商用物业价值，使资产得到稳定持续的增值，赢得了合作伙伴和社会各界的一片赞誉。锦和商管的经营模式主要包括承租运营、受托运营和参股运营。截止 2023 年底，锦和商管在管项目 73 个，在管面积 140 万平方米。其中，承租运营：锦和商管承租具有商业价值提升空间的城市老旧物业、低效存量商用物业，对该物业整体重新进行市场定位和设计，通过改造配套硬件设施、重塑建筑风格和形象以及完善内外部功能，将其打造成为符合以文化、创意、科技、知识经济等多种新型产业类企业为重要目标客户群的文创园区、办公楼宇或社区商业，从而提升该物业的商业价值。锦和商管通过招商和后续运营、服务获得租金收入、物业管理收入、专业服务收入等。受托运营：锦和商管依托自身商用物业全价值链管理优势和品牌影响力，为委托方提供定位设计、工程管理、招商、运营管理等服务，以获得相关业务收入，其中物业管理服务采取酬金制收费模式。

#### (2) 企业服务业务的可比公司选取

##### 1) 创业黑马

创业黑马科技集团股份有限公司（300688.SZ）（以下简称“创业黑马”）致力于为国内中小企业加速成长提供服务，通过多年累积，拥有丰富的创业创新服务经验。创业黑马已实现从企业加速服务到企业服务的延伸，打造出多元化的企业服务

平台。创业黑龙的企服业务是以黑龙加速体系为核心，伴随着中小企业的全生命周期，围绕中小企业成长所需的“认知、资源、资本”核心发展要素，提供融合了企业加速服务、知识产权服务、营销服务、财税服务、投融资服务等一系列的综合企业服务。创业黑龙利用多年来服务中小企业的经验，凝聚成独有的企业加速成长方法论；内部专业团队研究开发针对企业不同阶段不同方面的企服服务产品；通过全国各地服务顾问团队触达及各地政府推荐等方式触达下游客户企业并销售企服产品；以线上多元化企服 SaaS 平台+线下专业团队服务相结合的方式完成交付；同时，创业黑龙链接并集聚众多优秀服务机构及地方政府等产业资源方，与客户企业间相互匹配，提供增值服务持续赋能。创业黑龙荣获国家高新技术企业、国家中小企业公共服务示范平台、科技部首批创新型孵化器、北京市首批众创空间、服务“专精特新”的中小企业公共服务平台等各级荣誉资质认证，综合实力与行业影响力位于行业领先地位。

## 2) 行动教育

上海行动教育科技股份有限公司（605098.SH）（以下简称“行动教育”）定位于“提升企业竞争力的云智力平台”，主要致力于为中小民营企业客户提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台。目前，行动教育的主要业务包括企业管理培训业务、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售。作为一家资深的企业管理培训专业机构，行动教育在行业内享有较高的知名度。行动教育帮助多家企业建立了企业商学院，客户覆盖全国各个省份。行动教育自成立以来已经累计服务了7万多家企业，为13万位企业家提供了管理培训或咨询服务，其中包括合力泰、大北农、新纶科技、南方轴承、味千中国等诸多上市公司客户。近年来，行动教育在保持培训课程实效性的基础上，进一步丰富课程设置，积极与国内外经济管理领域知名人士开展合作，引进清华大学朱民教授、哈佛商学院罗伯特·卡普兰教授等国内、国际知名讲师为公司学员讲授相关课程。行动教育与专业领域的知名人士的合作在提升公司教学效果的同时，进一步树立了公司良好的品牌形象，扩大了公司的品牌影响力。

## 3) 三联虹普

北京三联虹普新合纤技术服务股份有限公司（300384.SZ）（以下简称“三联虹普”）是国内为合成纤维及其原材料行业提供工程技术整体解决方案的上市公司。经过多年的发展和积累，三联虹普已经汇集了一批资深网站策划师、设计师、专业的网站实施团队以及高素质售后服务人员，并且完全形成了一套成熟的业务流程，能够完全依照客户要求对网站进行建设、维护、更新和改版，实现客户网站对外宣传展示的首要目的，并为客户企业品牌互联网化提供全面的解决方案。

## 4) 筑博设计

筑博设计股份有限公司（300564.SZ）（以下简称“筑博设计”）致力于打造设计全产业链与建筑技术开发综合解决方案服务商，业务范围涵盖了城市规划、建筑工程、建筑智能化、室内装饰、风景园林、照明工程、设计咨询。筑博设计不断加大装配式建筑、BIM 技术、绿色建筑、海绵城市、建筑智能化等前沿技术领域的研究与成果应用，获得国家高新技术企业认证，获颁国家首批“装配式建筑产业基地”；筑博设计的项目覆盖全国30个省级行政区和100个地级市，多个项目获得殊荣，成为全国颇具影响力的精品工程。



## 5) 杰思设计

深圳市杰思创意设计股份有限公司(300668.SZ)(以下简称“杰思设计”)系国内知名的建筑室内设计解决方案及技术服务提供商。杰思设计主营业务为城市建筑综合体的室内设计,业务领域涵盖了商业综合体(包括商业类建筑、酒店类建筑、办公类建筑等)室内设计、城市轨道交通综合体室内设计、医疗养老综合体室内设计及文教综合体室内设计(包括文化教育类建筑、公共设计类建筑)等四大业务板块。

## 6) 新城市

深圳市新城市规划建筑设计股份有限公司(300778.SZ)(以下简称“新城市”)致力于打造“城市建设领域系统化全程解决平台”,是以城乡规划类业务为龙头、以工程设计类业务为延伸、以工程咨询类业务为辅助的业务发展理念,面向土地全生命周期提供整体解决方案,在协助各个城乡地区发展、成熟的同时实现企业自身的成长与发展。

### (3) O'Park 的可比交易选取

苏州火炬 O'Park 的可比交易选取杭州匠人网络科技有限公司(以下简称“匠人科技”)近期融资交易。匠人科技以“多场景、多产品、多角色”战略全面布局商办地产,现主要产品体系包括资产经营系统 CREAMS、招商客户画像系统 LikeCRM、招商推广获客工具,三大产品通过数字化技术重构招商资管全流程业务,赋能商办项目用科技提升商办资产价值。匠人科技的主要产品是楼宇管理 SaaS—CREAMS 平台。CREAMS 提供楼宇管理、房源管理、招商管理、租客管理、物业管理、收付款、统计分析、资产评估、权限管理等基础功能,同时可帮助业主查看楼宇剖面、任意组合楼宇信息、一键发布房源、自动生成合同,以及全维度报表导出、智能付租提醒、合同到期提醒、大数据分析企业状况、预测租金、把握现金流等功能,从而较好地提升楼宇业主方的管理能力和运营能力。目前匠人科技在 CREAMS 平台基础上,推出了更多产品。CREAMS 已经成为少有的纯 SaaS 化部署商办资产管理产品,在全国覆盖了 22 个城市;“LikeCRM”和“经纪互联”,目前已布局北京、上海、广州、深圳、成都、杭州等城市,累计覆盖数千个招商部和数万名商办地产经纪人。

## 2、价值比率的计算

### (1) 价值比率的选取

本次苏州火炬园区业务及企业服务业务估值的价值比率选取未使用资产基础价值比率,主要系资产基础价值比率是在资产价值与资产类指标之间建立的价值比率。由于可比公司净资产与企业股东全部权益价值关联性不强,因此不选用资产基础价值比率如 P/B(市净率)。

鉴于苏州火炬及可比公司所属行业、盈利能力较为稳定、及所经营园区运营业务轻资产的特点等,苏州火炬园区业务估值分析中选取的价值比率为 P/E(市盈率)。

而苏州火炬企业服务业务可比公司盈利能力相对较弱，且盈利情况波动较大，因此苏州火炬企业服务业务估值分析中选取的价值比率为 P/S（市销率）。

苏州火炬 O'Park 业务方面，可比公司匠人科技尚未进行首次公开发行并在交易所上市，公开或可信的财务数据无法获取。因此采用业务数据比率作为估值的参考依据。基于数字化 SaaS 业务的特点，本次估值选用企业估值/客户数量作为估值的价值比率。

### (2) 园区业务可比公司的市盈率

苏州火炬园区业务可比公司（德必集团、锦和商管）的市值及截至估值基准日市盈率的情况如下所示：

序号	公司名称	市值（亿元）	平均市盈率（倍）
1	德必集团	19.97	25.73
2	锦和商管	22.21	27.21
	平均值	21.09	26.41
	中位数	21.09	26.41

数据来源：Wind

注：因德必集团部分期间市盈率异常，按扣除不合理数据后进行统计。

### (3) 企业服务业务可比公司的市销率

苏州火炬企业服务业务可比公司（创业黑马、行动教育、三联虹普、筑博设计、杰思设计、新城市）的市值及截至估值基准日市销率的情况如下所示：

序号	公司名称	市值（亿元）	平均市销率（倍）
1	创业黑马	38.15	16.71
2	行动教育	62.58	8.70
3	三联虹普	48.20	4.82

序号	公司名称	市值 (亿元)	平均市销率 (倍)
4	筑博设计	17.39	2.62
5	杰恩设计	21.84	5.38
6	新城市	25.44	6.96
平均值		35.60	7.53
中位数		31.80	6.17

数据来源: Wind

#### (4) O'Park 可比交易中匠人科技的价值比率

根据“金融界”、“未来标杆实验室”等公开报道及国家企业信用信息公示系统披露，匠人科技在 2021 年完成近亿元人民币 B+轮融资，出让股权比例为 14.29%，因此对应匠人科技的整体估值约 7 亿元。

在匠人科技的业务指标方面，根据对创始人兼 CEO 项铭公开采访报道及匠人科技官方网站数据显示，匠人科技目前服务的客户数量超过 6,000 家。因此，匠人科技的非财务类型估值比率“企业估值/客户数量比率”的数值为 11.67 万元/家客户。

### 3、可比公司与苏州火炬财务情况

#### (1) 可比公司财务情况

根据苏州火炬园区业务可比公司公开的年度报告，其最近 3 年营业收入规模及增长率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度	复合增长率
1	德必集团	116,923.98	77,884.98	95,489.33	10.66%
2	锦和商管	103,197.44	88,174.88	90,875.95	6.56%
平均值		110,060.71	83,029.93	93,182.64	8.61%
中位数		110,060.71	83,029.93	93,182.64	8.61%

根据苏州火炬园区业务可比公司公开的年度报告，其最近3年净利润水平及净利润率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	净利润		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	德必集团	4,452.26	3,194.65	10,969.08
2	锦和商管	8,317.90	8,216.77	11,878.85
	平均值	<b>6,385.08</b>	<b>5,705.71</b>	<b>11,423.97</b>
	中位数	<b>6,385.08</b>	<b>5,705.71</b>	<b>11,423.97</b>

序号	公司名称	净利润率		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	德必集团	3.81%	4.10%	11.49%
2	锦和商管	8.06%	9.32%	13.07%
	平均值	<b>5.94%</b>	<b>6.71%</b>	<b>12.28%</b>
	中位数	<b>5.94%</b>	<b>6.71%</b>	<b>12.28%</b>

根据苏州火炬企业服务业务可比公司公开的年度报告，其最近3年营业收入规模及增长率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度	复合增长率
1	创业黑马	27,104.42	34,712.13	33,987.25	-10.70%
2	行动教育	67,224.11	45,091.95	55,521.12	10.04%
3	三联虹普	125,011.29	105,997.82	84,042.72	21.96%



序号	公司名称	2023 年度	2022 年度	2021 年度	复合增长率
4	筑博设计	68,106.85	87,631.87	102,621.48	-18.53%
5	杰思设计	74,868.94	43,689.23	38,152.73	40.08%
6	新城市	29,229.94	46,516.51	40,080.03	-14.60%
平均值		65,257.59	60,606.59	59,067.56	4.71%
中位数		67,665.48	45,804.23	47,800.58	-0.33%

根据苏州火炬企业服务业务可比公司公开的年度报告，其最近 3 年净利润水平及净利润率情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	净利润		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	创业黑马	1,821.61	-11,027.20	-1,105.43
2	行动教育	22,026.53	11,206.89	17,297.23
3	三联虹普	31,173.49	25,246.26	19,974.35
4	筑博设计	8,299.97	14,954.06	17,146.61
5	杰思设计	5,846.14	2,295.62	1,708.00
6	新城市	-5,245.93	6,048.85	8,100.14
平均值		10,653.64	8,120.75	10,520.15
中位数		7,073.06	8,627.87	12,623.38

序号	公司名称	净利润率		
		2023 年度	2022 年度	2021 年度
1	创业黑马	6.72%	-31.77%	-3.25%
2	行动教育	32.77%	24.85%	31.15%
3	三联虹普	24.94%	23.82%	23.77%
4	筑博设计	12.19%	17.06%	16.71%
5	杰思设计	7.81%	5.25%	4.48%
6	新城市	-17.95%	13.00%	20.21%
	最大值	32.77%	24.85%	31.15%
	最小值	-17.95%	-31.77%	-3.25%
	平均值	11.08%	8.70%	15.51%

由于苏州火炬 O'Park 可比公司匠人科技尚未进行首次公开发行并在交易所上市，因此公开或可信的财务数据无法获取。

## (2) 苏州火炬财务及非财务指标情况

### 1) 园区业务

苏州火炬的园区业务板块未来将依托自拓团队和品牌优势，同时发展租赁模式和委托运营业务。同时，通过与 O'Park 业务的协同发展，并伴随着智慧园区渗透率的不断提升，园区业务将保持高速业务增长。根据公司管理层预测，预计从目前 33 个在运营项目，发展至 2026 年的 450 个（其中以委托运营业务模式为主）。具体情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
园区业务收入	41,041.35	57,457.89	91,932.62	165,478.72	314,409.58

净利润方面，公司管理层主要参考苏州火炬园区业务板块 2023 年度净利润率 9.79%、可比公司年均净利润率 8.31%、以及未来规模扩大后带来的降费增效效应等因素，预计未来苏州火炬园区业务板块净利润率保持在 11%左右。具体情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
园区业务净利润	4,615.80	7,385.28	11,816.45	20,087.96	34,149.53

### 2) 企业服务业务

苏州火炬企业服务业务板块未来将与 O'Park 形成协同效应，通过 O'Park 业务的拓展，由 O'Park 平台导入企业资源，预计为 20 万家企业提供全生命周期服务；此外，在原有的政策服务、财税服务等基础性服务的基础上，发展百余种企业服务类型，满足企业各阶段需求；并且与其他投资机构合作，为其推荐优质企业。因此，公司管理层预计企业服务业务板块将在目前较低基数的情况下，取得快速的业务开拓和发展，营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
企业服务业务收入	3,357.22	4,196.52	6,504.61	11,383.07	21,627.84

### 3) O'Park

根据前瞻产业研究院发布的全国产业园区数据，全国目前有超过 84,000 个产业园区。根据公司管理层的估计及苏州火炬五年发展规划，2028 年的全国产业园区将超过 94,600 个，而苏州火炬 O'Park 的市场占有率将达到约 5%，即覆盖超过 4,000 个产业园。参考苏州火炬 O'Park 过往经营情况，每个产业园将最终形成 1-3 家客户，因此苏州火炬 O'Park 的客户数量谨慎预计将达到 9,000-10,000 家（估值取  $94,600 \times 5\% \times 2 = 9,460.00$  家）。

### 4、苏州火炬的估值结果

与幸福物业及深圳伙伴的估值逻辑类似，本次对苏州火炬的估值以 2028 年净利润、营业收入及客户数量作为价值比率参数，但不对其进行折现而直接以未折现结果作为最终估值，系综合考虑苏州火炬业务增速高于可比公司、苏州火炬与幸福物业和深圳伙伴的协同效应估值溢价未能可靠量化而纳入估值计算、当前资本市场估值处于低位以及折现率无法准确计算等原因。

根据苏州火炬园区业务板块可比公司市盈率的计算及园区业务板块盈利预测结果，园区业务板块的估值结果为 90.06 亿元。



项目	结果
可比公司市盈率 (A)	26.41 倍
苏州火炬园区业务板块净利润 (B)	3.41 亿元
苏州火炬园区业务板块估值 (C=A*B)	90.06 亿元

基于苏州火炬企业服务业务板块可比公司市销率的计算及企业服务业务收入预测结果，企业服务业务板块的估值结果为 16.26 亿元。

项目	结果
可比公司市销率平均值 (A)	7.53 倍
苏州火炬企业服务业务板块营业收入 (B)	2.16 亿元
苏州火炬企业服务业务板块估值 (C=A*B)	16.26 亿元

参考苏州火炬 O'Park 板块可比交易中匠人科技非财务类型估值比率（企业估值/客户数量比率）及 O'Park 板块业务发展估计，O'Park 板块的估值结果为 11.04 亿元。

项目	结果
可比交易企业估值/客户数量比率 (A)	11.67 万元/家客户
苏州火炬 O'Park 板块客户数量 (B)	9,460 家
苏州火炬 O'Park 板块估值 (C=A*B)	11.04 亿元

综上，苏州火炬的整体估值为 90.06 亿元+16.26 亿元+11.04 亿元，即 117.36 亿元。

#### 六、本次估值范围内企业的预测估值结果

根据对相关行业的分析，在本次估值全部假设的前提下各企业整体预测估值如下：

- (1) 幸福物业的整体预测估值为 412.56 亿元；



(2) 深圳伙伴的整体预测估值为 106.00 亿元；

(3) 苏州火炬的整体预测估值为 117.36 亿元。

综上所述，“幸福精选”平台（包括幸福物业 100%股权、深圳伙伴 60%股权、以及苏州火炬 51%股权）的预测估值为  
¥ 536.01 亿元。

（全文结束）

(本页无正文，为《关于华夏幸福基业股份有限公司下属“幸福精选”平台之估值报告》之盖章页)

