

滨江服务 (03316.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

稳健有质扩规模，硬装获突破

业绩简评

2023年3月24日,公司发布2022年业绩:2022年实现收入19.83亿元,同比+41.7%,归母净利润4.12亿元,同比+28.9%。

经营分析

业绩符合预期,结构略有差异。公司2022年整体收入增速符合我们此前预期,但其中非业主增值服务收入低于我们预期15.2%(主要因为受疫情影响,下半年交付前服务开展不及预期),业主增值服务收入超预期8.6%(主要因为硬装业务超预期),综合后收入增速基本符合预期。同时由于非业主增值服务毛利率超预期,而业主增值服务毛利率下滑幅度超预期(主要因为收入结构变化),公司综合毛利率基本符合预期,归母净利润也基本符合预期。

外拓成效显著,物业费维持高位。截至2022年底,公司在管面积4197万方,同比增长40.1%,其中第三方占比提升7个百分点至55%,2022年新增在管面积1202.2万方中72%来自第三方;合约面积6905.8万方,同比增长38.7%,第三方占比提升至51%,2022年新增合约面积1927.5万方中第三方占比59%。在第三方占比大幅提升的同时,公司仍维持了较高的物业费收费水准,2022年平均物管费为4.26元/平方米*月,与前两年基本持平。

硬装业务获突破,5S增值高速发展。2022年硬装业务如期落地,优居业务2022年实现收入1.2亿元(2021年仅611万元),助力2022年5S增值服务实现同比79%的高增长。由于硬装自营毛利率不及此前5S增值整体利润水平,所以其收入占比提升也拉低了5S增值服务整体毛利率至48.3%(2021年为71.3%)。

账面现金充裕,维持高派息率。截至2022年底,公司现金及等价物高达19.5亿元,同比增长115%。2022年末期每股派息1.001港元,全年派息率达60%。

盈利预测、估值与评级

考虑到部分业务因收入构成变化导致毛利率下降,我们小幅调低了2023年和2024年预测至5.3亿元和6.7亿元,相较此前预测分别下调8.9%和5.7%;同时引入2025年预测,预计2025年归母净利润为8.45亿元,同比+25.6%。考虑到滨江集团销售表现优秀,公司自身外拓能力持续提升,5S增值有序发展,我们维持“买入”评级。公司股票现价对应2023-25年PE估值为11.3x、8.9x和7.0x。

风险提示

滨江集团销售表现不及预期;外拓不及预期;5S增值开展不顺。

房地产组

分析师:杜昊旻(执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人:王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

市价(港币):23.950元

相关报告:

1.《高端物业品质为先,5S增值有的放矢-滨江服务首次覆盖报告》,2022.10.25



主要财务指标

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,399	1,983	2,656	3,410	4,232
营业收入增长率	45.7%	41.7%	33.9%	28.4%	24.1%
归母净利润(百万元)	322	412	528	673	845
归母净利润增长率	46.6%	28.0%	28.1%	27.6%	25.6%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.49	1.91	2.44	3.06
每股经营性现金流净额	0.88	5.01	2.40	2.42	3.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.2%	33.1%	35.0%	36.7%	37.5%
P/E	16.9	11.5	11.3	8.9	7.0
P/B	5.8	3.8	4.0	3.2	2.6

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	960	1,399	1,983	2,656	3,410	4,232
增长率	36.8%	45.7%	41.7%	33.9%	28.4%	24.1%
主营业务成本	663	949	1,390	1,874	2,422	3,018
%销售收入	69.0%	67.9%	70.1%	70.6%	71.0%	71.3%
毛利	297	450	592	782	988	1,213
%销售收入	31.0%	32.1%	29.9%	29.4%	29.0%	28.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	3	4	8	11	14	18
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	40	54	62	80	102	127
%销售收入	4.1%	3.8%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	257	396	525	691	872	1,068
%销售收入	26.7%	28.3%	26.5%	26.0%	25.6%	25.2%
财务费用	-30	-32	-42	0	0	0
%销售收入	-3.2%	-2.3%	-2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	1	1	3	3	3	3
%税前利润	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	276	414	545	681	862	1,058
营业利润率	28.7%	29.6%	27.5%	25.6%	25.3%	25.0%
营业外收支						
税前利润	284	423	561	697	878	1,074
利润率	29.6%	30.3%	28.3%	26.2%	25.7%	25.4%
所得税	64	98	142	160	193	215
所得税率	22.4%	23.2%	25.3%	23.0%	22.0%	20.0%
净利润	220	325	419	536	685	859
少数股东损益	1	3	7	9	11	14
归属于母公司的净利润	220	322	412	528	673	845
净利率	22.9%	23.0%	20.8%	19.9%	19.7%	20.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	220	322	412	528	673	845
少数股东损益	1	3	7	9	11	14
非现金支出	-3	-16	387	-7	-5	-2
非经营收益						
营运资金变动	96	-69	577	136	-5	230
经营活动现金净流	318	242	1,384	662	670	1,079
资本开支	-8	-13	0	-6	-6	-6
投资	34	59	-132	0	0	0
其他	15	19	22	16	16	16
投资活动现金净流	41	66	-110	10	10	10
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-3	-2	-5	0	0	0
其他	-69	-206	-225	-268	-342	-430
筹资活动现金净流	-72	-208	-230	-268	-342	-430
现金净流量	289	100	1,044	404	337	659

资产负债表(人民币 百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	805	906	1,950	2,354	2,691	3,351
应收款项	96	173	343	325	538	538
存货	52	79	147	141	232	233
其他流动资产	415	324	199	222	248	275
流动资产	1,368	1,482	2,640	3,042	3,708	4,396
%总资产	91.1%	88.0%	88.2%	89.6%	91.3%	92.5%
长期投资	4	6	9	9	9	9
固定资产	15	19	26	27	27	27
%总资产	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
无形资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产	134	202	354	354	354	354
%总资产	8.9%	12.0%	11.8%	10.4%	8.7%	7.5%
资产总计	1,503	1,685	2,994	3,396	4,063	4,751
短期借款	207	122	117	117	117	117
应付款项	49	83	130	157	215	249
其他流动负债	387	506	1,433	1,540	1,807	2,031
流动负债	643	711	1,681	1,815	2,139	2,397
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	27	27	27	27
负债	644	711	1,708	1,841	2,166	2,424
普通股股东权益	842	942	1,246	1,506	1,836	2,252
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	841	945	1,246	1,505	1,836	2,252
少数股东权益	17	32	40	49	60	75
负债股东权益合计	1,503	1,685	2,994	3,396	4,063	4,751

比率分析

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.79	1.16	1.49	1.91	2.44	3.06
每股净资产	3.04	3.41	4.51	5.45	6.64	8.15
每股经营现金净流	1.15	0.88	5.01	2.40	2.42	3.90
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.97	0.97	0.97
回报率						
净资产收益率	26.09%	34.17%	33.06%	35.04%	36.65%	37.53%
总资产收益率	14.61%	19.10%	13.76%	15.54%	16.57%	17.79%
投入资本收益率	18.69%	27.72%	27.94%	31.82%	33.76%	34.98%
增长率						
主营业务收入增长率	36.81%	45.69%	41.72%	33.94%	28.41%	24.09%
EBIT 增长率	82.38%	54.05%	32.71%	31.58%	26.18%	22.57%
净利润增长率	91.44%	46.55%	28.05%	28.05%	27.59%	25.55%
总资产增长率	24.84%	12.12%	77.72%	13.43%	19.63%	16.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.2	26.1	37.1	32.7	32.7	32.7
存货周转天数	23.2	24.9	29.3	27.7	27.7	27.7
应付账款周转天数	23.8	25.0	27.6	27.6	27.6	27.6
固定资产周转天数	5.2	4.3	4.1	3.6	2.8	2.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.51%	-82.93%	-140.41%	-142.17%	-134.30%	-137.84%
EBIT 利息保障倍数	-8.4	-12.3	-12.5	—	—	—
资产负债率	42.88%	42.21%	57.04%	54.22%	53.31%	51.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402