

# 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8月25日，公司发布2023年中期业绩：2023年上半年实现收入11.9亿元，同比+43.1%，归母净利润2.3亿元，同比+21.4%。

### 经营分析

收入符合预期，归母净利不及预期主因毛利率下滑。2023年上半年收入增长符合预期，归母净利润增长不及预期主要因为1H23毛利率同比下滑4.8ppt至26.7%（较2022年底下滑3.2ppt），其中物管及非业主增值业务的毛利率下滑幅度较小，主要因为5S增值毛利率同比下滑36.7ppt至34.8%（主要原因其中毛利率较低的优居业务收入大幅增长拉低了毛利率，1H23在5S增值中的收入占比由去年同期及年末的11%和58%提升至63%）。

在管面积中第三方占比持续提升，物业费维持高位。截至2023年中期，公司在管面积约4871万方，同比+37.4%，其中第三方占比在2022年末的基础上提升1ppt至56%，且上半年新增的6.7万方在管面积中62%来自第三方。在第三方占比持续提升的同时，公司维持了较高的物业费水准，上半年平均物管费为4.27元/平方米\*月，比2022年末略有提升，公司外拓项目依然保持高品质。

硬装业务发展迅速，5S增值服务大幅增长。公司于2022年开展硬装业务，且此后该业务发展迅速，今年上半年实现收入1.21亿元，已超过2022年全年的1.17亿元，也带动了上半年5S增值服务实现同比+212%的高增长。但由于硬装业务自营相较平台抽佣毛利率更低，所以其收入占比提升也拉低了5S增值服务整体毛利率至34.8%（去年同期71.5%，去年年末48.3%）。

账面现金充裕，销管费率略升。截至2023年中期，公司现金及等价物达20.2亿元，同比+73.8%，但鉴于源泉税的影响，中期未派发股息，年末有望一次性派发。上半年销售费用率0.64%，管理费用率2.8%，同比略有上升，但在行业中仍属较低水平。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司上半年毛利率下降，我们上调收入预测并下调利润率，预计2023-2025年的归母净利润分别为5.2亿元、6.7亿元、8.4亿元（与此前预测变动均在2%以内），同比增速分别为+26.6%、+28.5%、+25.7%。考虑到公司新业务发展亮眼，我们维持“买入”评级。公司股票现价对应2023-25年PE估值为9.2x、7.2x和5.7x。

### 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）：19.280元

相关报告：

- 《滨江服务2022业绩点评：稳健有质扩规模，硬装获突破》，2023.3.26
- 《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



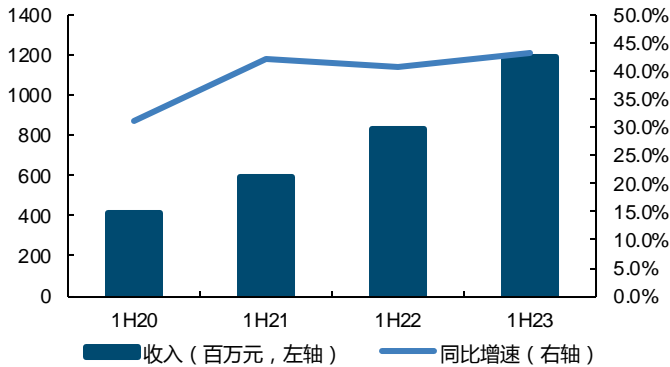
### 主要财务指标

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,399	1,983	2,658	3,431	4,266
营业收入增长率	45.7%	41.7%	34.1%	29.1%	24.3%
归母净利润(百万元)	322	412	522	670	842
归母净利润增长率	46.6%	28.0%	26.6%	28.5%	25.7%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.49	1.89	2.42	3.05
每股经营性现金流净额	0.88	5.01	2.37	2.42	3.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.2%	33.1%	34.7%	36.6%	37.5%
P/E	16.9	11.5	9.2	7.2	5.7
P/B	5.8	3.8	3.2	2.6	2.1

来源：公司年报、国金证券研究所

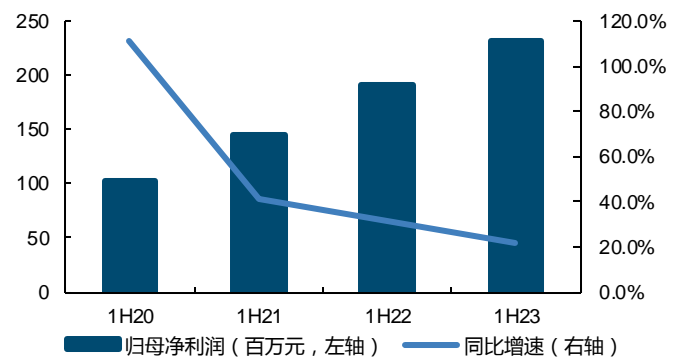
图表

图表1: 1H20-1H23 收入及同比增速



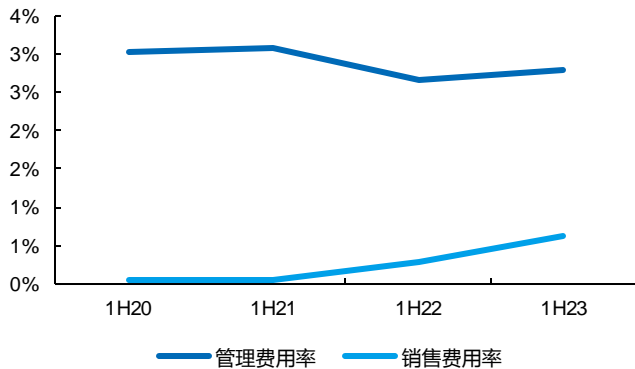
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 1H20-1H23 归母净利润及同比增速



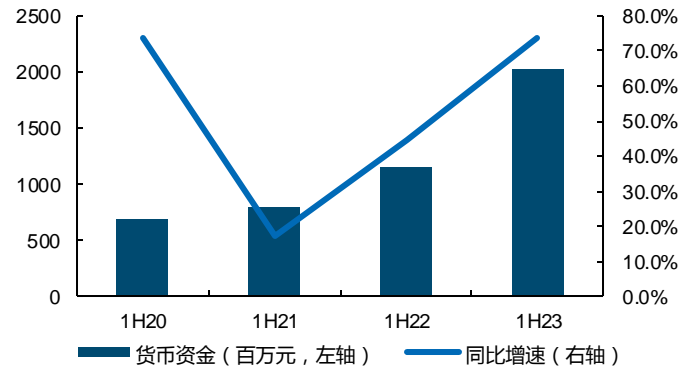
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 1H20-1H23 管理费用率和销售费用率



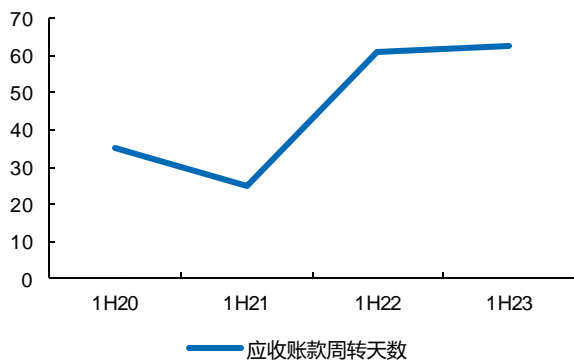
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 1H20-1H23 货币资金



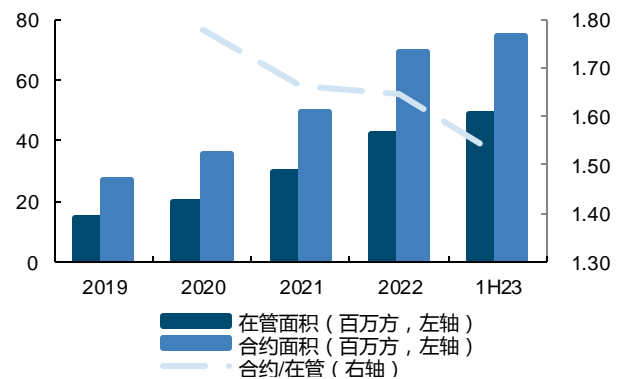
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 2019-1H23 应收账款周转天数



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 应收账款只采用期末值计算

图表6: 2019-1H23 在管面积和合约面积走势



来源: 公司公告, 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)							资产负债表(人民币 百万)						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>960</b>	<b>1,399</b>	<b>1,983</b>	<b>2,658</b>	<b>3,431</b>	<b>4,266</b>	货币资金	805	906	1,950	2,352	2,693	3,355
增长率	36.8%	45.7%	41.7%	34.1%	29.1%	24.3%	应收款项	96	173	343	326	542	542
<b>主营业务成本</b>	<b>663</b>	<b>949</b>	<b>1,390</b>	<b>1,955</b>	<b>2,530</b>	<b>3,152</b>	存货	52	79	147	153	236	249
%销售收入	69.0%	67.9%	70.1%	73.5%	73.8%	73.9%	其他流动资产	415	324	199	222	248	276
<b>毛利</b>	<b>297</b>	<b>450</b>	<b>592</b>	<b>703</b>	<b>901</b>	<b>1,114</b>	流动资产	1,368	1,482	2,640	3,053	3,719	4,423
%销售收入	31.0%	32.1%	29.9%	26.5%	26.2%	26.1%	%总资产	91.1%	88.0%	88.2%	89.6%	91.3%	92.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	4	6	9	9	9	9
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	15	19	26	27	27	27
<b>销售费用</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	%总资产	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	0	0	0	0	0	0
<b>管理费用</b>	<b>40</b>	<b>54</b>	<b>62</b>	<b>80</b>	<b>103</b>	<b>128</b>	非流动资产	134	202	354	354	354	354
%销售收入	4.1%	3.8%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	8.9%	12.0%	11.8%	10.4%	8.7%	7.4%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,503</b>	<b>1,685</b>	<b>2,994</b>	<b>3,407</b>	<b>4,073</b>	<b>4,777</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	207	122	117	117	117	117
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>257</b>	<b>396</b>	<b>525</b>	<b>612</b>	<b>783</b>	<b>968</b>	应付款项	49	83	130	170	219	265
%销售收入	26.7%	28.3%	26.5%	23.0%	22.8%	22.7%	其他流动负债	387	506	1,433	1,542	1,818	2,048
<b>财务费用</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-42</b>	<b>-68</b>	<b>-82</b>	<b>-94</b>	流动负债	643	711	1,681	1,829	2,154	2,430
%销售收入	-3.2%	-2.3%	-2.1%	-2.6%	-2.4%	-2.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	其他长期负债	1	0	27	27	27	27
%税前利润	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	负债	644	711	1,708	1,855	2,181	2,457
<b>营业利润</b>	<b>276</b>	<b>414</b>	<b>545</b>	<b>670</b>	<b>855</b>	<b>1,052</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>842</b>	<b>942</b>	<b>1,246</b>	<b>1,503</b>	<b>1,832</b>	<b>2,246</b>
营业利润率	28.7%	29.6%	27.5%	25.2%	24.9%	24.7%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	未分配利润	841	945	1,246	1,502	1,832	2,246
税前利润	284	423	561	689	874	1,071	少数股东权益	17	32	40	49	60	74
利润率	29.6%	30.3%	28.3%	25.9%	25.5%	25.1%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,503</b>	<b>1,685</b>	<b>2,994</b>	<b>3,407</b>	<b>4,073</b>	<b>4,777</b>
<b>所得税</b>	<b>64</b>	<b>98</b>	<b>142</b>	<b>158</b>	<b>192</b>	<b>214</b>	<b>比率分析</b>						
所得税率	22.4%	23.2%	25.3%	23.0%	22.0%	20.0%		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>325</b>	<b>419</b>	<b>530</b>	<b>682</b>	<b>856</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	1	3	7	9	11	14	每股收益	0.79	1.16	1.49	1.89	2.42	3.05
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>220</b>	<b>322</b>	<b>412</b>	<b>522</b>	<b>670</b>	<b>842</b>	每股净资产	3.04	3.41	4.51	5.44	6.63	8.13
净利率	22.9%	23.0%	20.8%	19.6%	19.5%	19.7%	每股经营现金净流	1.15	0.88	5.01	2.37	2.42	3.90
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.96	0.96	0.96
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	26.09%	34.17%	33.06%	34.71%	36.58%	37.50%
							总资产收益率	14.61%	19.10%	13.76%	15.31%	16.45%	17.63%
							投入资本收益率	18.69%	27.72%	27.94%	28.25%	30.40%	31.77%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	36.81%	45.69%	41.72%	34.08%	29.07%	24.33%
							EBIT 增长率	82.38%	54.05%	32.71%	16.59%	27.93%	23.61%
							净利润增长率	91.44%	46.55%	28.05%	26.59%	28.51%	25.67%
							总资产增长率	24.84%	12.12%	77.72%	13.79%	19.56%	17.28%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-69.51%	-82.93%	-140.41%	-142.30%	-134.71%	-138.40%
							EBIT 利息保障倍数	-8.4	-12.3	-12.5	-9.0	-9.5	-10.3
							资产负债率	42.88%	42.21%	57.04%	54.46%	53.54%	51.43%

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806