

建发物业 (02156.HK)

资源优渥，品质先行，未来业绩增长可期

2024年03月04日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2024/3/1
当前股价(港元)	3.230
一年最高最低(港元)	5.200/2.840
总市值(亿港元)	45.49
流通市值(亿港元)	45.49
总股本(亿股)	14.08
流通港股(亿股)	14.08
近3个月换手率(%)	5.05

● 资源优渥，品质先行，未来业绩增长可期，首次覆盖给予“买入”评级

建发物业成立于1995年6月，是世界500强厦门建发集团下属的物业管理公司。公司目前拥有四条主要业务线，不仅为多业态提供高品质物业服务，还积极开展增值服务拓展业绩增量空间。我们预计公司2023-2025年营收分别为32.0亿元、44.7亿元、59.9亿元，同比增速分别为39.6%、39.8%、34.0%；归母净利润分别为4.2、5.5、7.5亿元，同比增速分别为71.7%、30.0%、35.5%；摊薄后EPS分别为0.30、0.39、0.53元，当前股价对应PE为10.7、8.2、6.1倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 背靠厦门国资委，股权激励彰显发展信心

公司一直是厦门建发集团成员企业，截至2023年6月30日，建发国际和建发房产分别为公司第一、二大股东，持股比例分别为37.7%、22.3%，实际控制人为厦门市国资委。为了实现公司的高质量发展，公司在2021年9月批准施行限制性股权激励计划，共完成发行3530万股公司股份。2023年11月公司公告批准2023年限制性股权激励计划，计划授出最多4000万股限制性股份。

● 多元业务稳定发展，提质增效成果显著

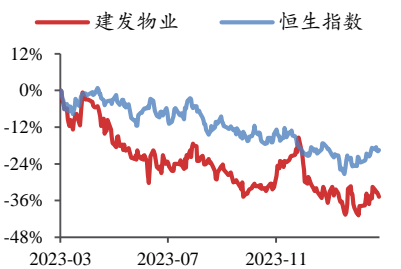
公司自上市以来业绩持续保持高增态势，2023H1实现主营收入、归母净利润分别为13.7、1.7亿元，同比分别增长37.7%、31.8%。物管业务收入6.5亿元，同比增长约37.6%。增值业务（非业主+社区）营收占比较2019年增长了10.7pct至50%，成为公司第一收入来源。得益于增值业务快速发展，公司盈利能力也再创新高，2023年上半年公司毛利率和净利率分别为25.6%、12.8%，较2022年分别增长2.2pct、1.8pct。

● 经营性现金流显著改善，财务盘面保持稳健

公司2023H1经营性现金流为-5689万元，较2022年同期-3.1亿元显著改善。应收账款4.9亿元，较2022年底增加2.5亿元，应收账款周转率3.74，绝对值处于行业内较高水平。截至2023H1公司在手资金26.5亿元，有息负债规模仅1000万元，偿债压力较小。合同负债/营收处于行业前列，未来业绩增长具备潜力。

● 风险提示：建发国际拿地及销售不及预期、独立第三方外拓不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,557	2,290	3,197	4,469	5,990
YOY(%)	51.3	47.1	39.6	39.8	34.0
净利润(百万元)	159	247	424	552	748
YOY(%)	50.2	55.1	71.7	30.0	35.5
毛利率(%)	25.0	23.4	27.4	27.0	27.9
净利率(%)	10.3	11.0	13.4	12.5	12.6
ROE(%)	15.8	20.4	27.2	31.1	35.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.18	0.30	0.39	0.53
P/E(倍)	28.5	18.4	10.7	8.2	6.1
P/B(倍)	4.5	3.7	2.8	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所。汇率：1港币=0.92人民币

目 录

1、 建发集团成员企业，业务布局持续拓展.....	4
1.1、 多元业务稳健经营，重组助力发展新篇章.....	4
1.2、 背靠厦门国资委，股权激励彰显发展信心.....	5
1.3、 主营业务稳定发展，提质增效成果显著.....	7
2、 依托股东优渥资源，物管规模再攀新高.....	10
2.1、 坚定深耕城市发展，夯实项目浓密度.....	10
2.2、 坚持多元途径拓展，实现规模高质量增长.....	12
2.3、 收益模式双重选择，物管费水平有所提升.....	14
3、 增值服务发展迅速，商管业务空间可期.....	16
3.1、 社区增值多元发展，规模向上弹性十足.....	16
3.2、 坚持市场化定价原则，非业主增值稳健增长.....	20
3.3、 新增轻资产商管业务，双轮驱动发展新模式.....	21
4、 经营性现金流显著改善，未来业绩增长具备潜力.....	22
5、 盈利预测及投资建议.....	23
6、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 公司下设三家一级子公司.....	4
图 2： 公司拥有四条主要业务线.....	4
图 3： 公司逐渐发展成为全国一流的城市空间运营服务商.....	5
图 4： 公司实际控制人为厦门市国资委.....	5
图 5： 2023H1 公司主营业务营收同比增长 37.7%.....	8
图 6： 2023H1 公司归母净利润同比增长 31.8%.....	8
图 7： 2023H1 公司增值业务（社区+非业主）营收占比为 50%.....	8
图 8： 2023H1 公司毛利率和净利率再创新高.....	8
图 9： 公司 2023H1 营收同比增长率高于民企与国央企（单位：亿元）.....	9
图 10： 公司 2023H1 归母净利润同比增长率高于民企与国央企（单位：亿元）.....	9
图 11： 公司 2023H1 毛利率高于民企和国央企.....	9
图 12： 公司 2023H1 净利率与国央企基本持平.....	9
图 13： 公司 2023H1 毛利率位列可比公司第四名.....	9
图 14： 公司 2023H1 在管项目划分为海西、华东、东南集群.....	10
图 15： 海西集群为公司业务主要开展地.....	10
图 16： 截至 2023 上半年 15 城在管面积破百万方.....	10
图 17： 2023H1 物业管理服务营收同比增长 37.6%.....	11
图 18： 公司 2023H1 合约、在管项目分别为 619、382 个.....	11
图 19： 公司合约在管比常年维持 2.0 左右.....	11
图 20： 2023H1 公司非住宅在管面积同比增长 23.3%（单位：百万平米）.....	12
图 21： 2023H1 公司非住宅收入同比增长 9.5%.....	12
图 22： 建发国际全口径销售金额多年同比保持正增长.....	12
图 23： 建发国际土地储备充沛.....	12
图 24： 2023H1 公司独立第三方在管面积同比增长 28.4%.....	13

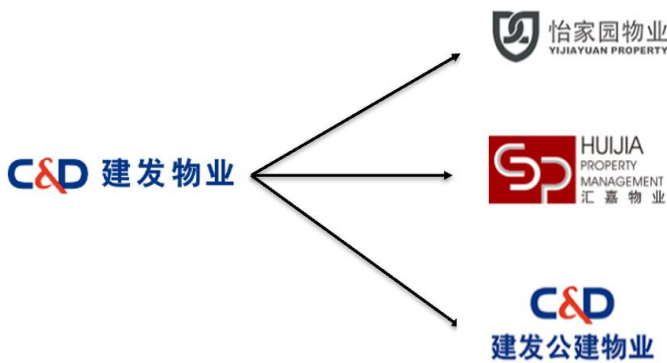
图 25: 2023H1 公司独立第三方在管面积占比 39.2%	13
图 26: 2023H1 公司独立第三方收入同比增长 28.3%	13
图 27: 公司通过高质量收并购提升业务规模和市场范围	14
图 28: 包干制和酬金制具有一定差异	15
图 29: 2023H1 公司包干制营收占比 98%	15
图 30: 公司 2022 年整体物管费水平有所提升	16
图 31: 公司构建了“6 大社区服务体系”	16
图 32: 2023H1 社区增值及协同服务收入同比增长 94.3%	17
图 33: 2023H1 社区增值及协同服务中家居生活服务营收占比最高	17
图 34: 公司零售业务与建发内部多家供应商合作	17
图 35: 2023H1 家居生活服务营收同比增长 53.8%	17
图 36: 2023H1 智慧社区服务收入同比增长 110%	18
图 37: 多家优质美居供应商成功入驻建发物业	18
图 38: 2023H1 家居美化服务营收同比高增 685.4%	18
图 39: 房地产经纪及资产业务涵盖多项服务	19
图 40: 2023H1 房地产经纪及资产管理业务营收同比增长 34.7%	19
图 41: 2023H1 公共区域增值服务同比增长 38%	19
图 42: 公司养老业务项目稳健拓展	20
图 43: 2023H1 养老及健康服务营收同比增长 20.1%	20
图 44: 2023H1 非业主增值服务收入同比减少 2.3%	20
图 45: 2023H1 非业主增值服务毛利率为 17.4%	20
图 46: 公司非业主增值服务业务毛利率处于行业较低水平	21
图 47: 2023H1 公司在管商业物业面积为 101 万平方米	21
图 48: 2022-2023 年上半年公司外拓 4 个轻资产项目	21
图 49: 2023H1 公司经营性现金流量净额为-5689 万元	22
图 50: 2023H1 公司应收账款周转率为 3.74	22
图 51: 2023H1 公司应收账款周转率处于行业较高水平	22
图 52: 公司合同负债/营收比例处于行业较高水平	23
表 1: 公司董事会团队具有丰富管理经验	6
表 2: 公司通过施行股权激励计划调动核心管理骨干的积极性	7
表 3: 物业管理费用收取模式分为包干制和酬金制	15
表 4: 预计社区增值及协同服务 2023-2025 年收入增速为 87.1%、70.4%、48.6% (百万元)	24
表 5: 预计 2023-2025 年公司营业收入分别同比增长 39.6%、39.8%、34.0%	25
表 6: 可比公司估值表	26

1、建发集团成员企业，业务布局持续拓展

1.1、多元业务稳健经营，重组助力发展新篇章

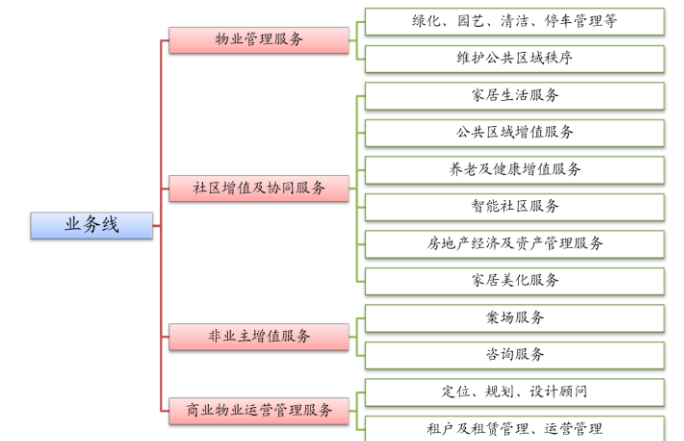
建发物业管理集团有限公司（以下简称“建发物业”或“公司”）成立于1995年6月，是世界500强厦门建发集团下属的物业管理公司，成立之初主要承接建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”）内部在国内的住宅物业管理业务。经过20余年发展，公司目前已经成为福建省领先的物业管理服务商。主要下设怡家园物业、汇嘉物业、建发公建物业三家一级子公司，拥有四条主要业务线，包含物业管理服务、社区增值及协同服务、非业主增值服务、商业物业运营管理服务。不仅提供了中高端住宅的高品质物业服务，还涉及了商业、医院、写字楼、学校、公园、产业园区等公共建筑的物业管理，并以专业的服务覆盖了物业项目全生命周期。

图1：公司下设三家一级子公司



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：公司拥有四条主要业务线



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司发展至今大致可以分为以下几个阶段：

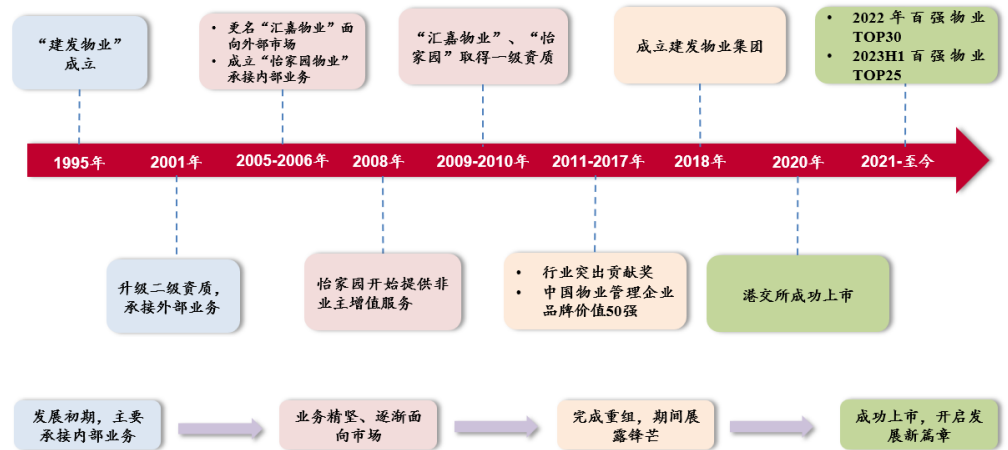
(1) 发展初期、承接内部业务（1995-2001）：1995年建发物业成立，主要承接建发房产内部业务。2001年公司升级二级资质，逐渐开始承接外部业务。

(2) 业务精坚、逐渐面向市场（2002-2010）：2005年公司更名为汇嘉物业，主要面向市场业务。同时成立怡家园物业承接内部业务。2009年、2010年汇嘉物业与怡家园物业纷纷取得一级资质，开启“三级一体跨区域”管理模式。

(3) 完成重组，期间展露锋芒（2011-2018）：2018年3月，建发房产及建发国际集团（以下简称“建发国际”）为了简化物业管理模块，将各自旗下物业管理服务业务并入建发物业，成立建发物业集团，下属三家一级子公司（怡家园物业、汇嘉物业、建发公建物业），全部对外承接业务。在2011-2018年期间公司获得“行业突出贡献奖”、“中国物业管理企业品牌价值50强”等荣誉。

(4) 成功上市，开启发展新篇章（2019-至今）：2020年底公司通过将发行股份以介绍方式成功在港交所上市，完成资本平台的战略布局。2021年深化全国战略布局，加快市场外拓步伐和增值服务业务孵化。2022年位列百强物业TOP30，2023年上半年位列百强物业TOP25，品牌实力再上新台阶。

图3：公司逐渐发展成为全国一流的城市空间运营服务商

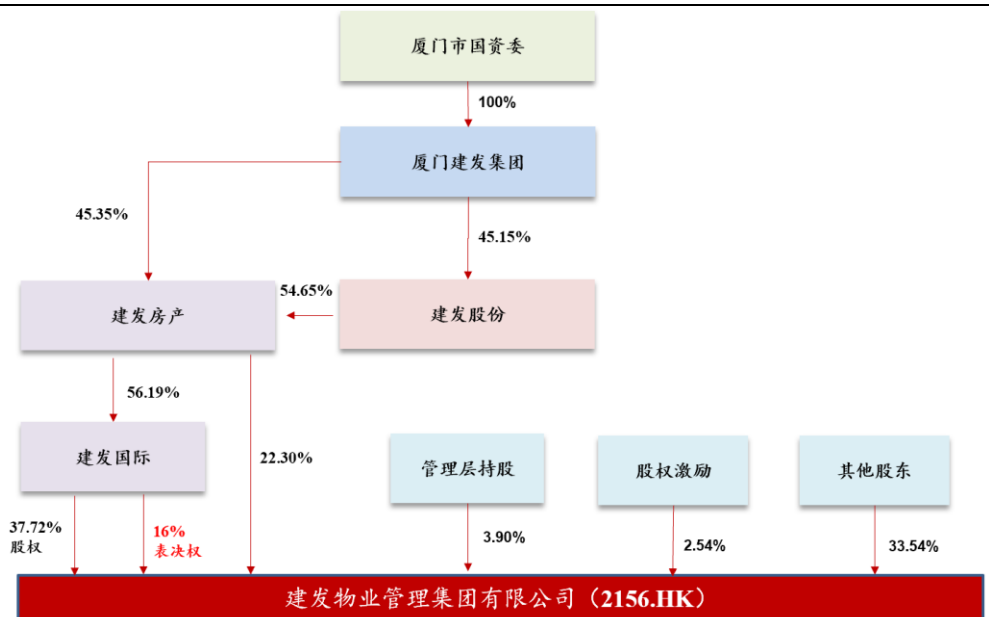


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、背靠厦门国资委，股权激励彰显发展信心

公司一直是厦门建发集团成员企业。从股权架构历史来看，公司在重组上市前，为建发国际全资附属公司。2020年底完成重组上市时，不再为建发国际的附属公司，彼时大股东为建发房产，持股比例为64.3%。2021年12月公司完成上市后第一次配股，此次配股完成后建发房产持股比例降至57.4%。2022年3月建发房产与建发国际签署收购协议，建发国际通过收购公司35%股权重新成为公司第一大股东，同时建发国际受建发房产委托可行使所持公司16%股份的投票权。截至2023年6月30日，建发国际和建发房产分别为公司第一、二大股东，直接持股比例分别为37.7%、22.3%，实际控制人为厦门市国资委。

图4：公司实际控制人为厦门市国资委



资料来源：公司公告、开源证券研究所。注：数据截至2023年6月30日

管理团队经验丰富，股权激励机制助力公司高质量发展。公司拥有完整的董事会组织架构，包括1名董事会主席、2名执行董事、2名非执行董事、3名独立非执行董事。除独立非执行董事外，其余董事会成员均在建发系各家公司拥有超15年管理经验。其中董事会主席林伟国先生自2007年9月起加入建发房产并担任财务总监，自2015年3月至2016年3月担任建发国际财务总监，其后自2016年3月至2019年3月担任建发国际首席运营官，目前为建发国际执行董事及行政总裁；执行董事兼行政总裁乔海侠女士于物业管理业务拥有逾20年经验，自1999年12月开始即担任汇嘉物业管理人，2015年5月起担任任怡家园、汇嘉物业董事长，自2018年2月起担任建发物业董事长。我们认为董事会丰富的内部管理经验将引领企业可持续、高质量的向前发展。

表1：公司董事会团队具有丰富管理经验

董事会成员	职位	性别	负责事项	持股比例	公司内履历
林伟国	董事会主席、非执行董事	男	整体发展提出建议	3.90%	曾担任建发房产财务总监、建发国际财务总监、建发国际首席运营官，目前为建发国际执行董事及行政总裁
乔海侠	执行董事兼行政总裁	女	经营战略、日常管理和运营	0.10%	于物业管理业务拥有逾20年经验，曾担任任怡家园、汇嘉物业董事长，自2018年2月起担任建发物业董事长
黄党辉	执行董事	男	日常管理和运营	0.08%	曾担任汇嘉副总经理、总经理及董事。自2018年2月起担任建发物业总经理，并自2020年4月起担任任怡家园总经理及董事。
许伊旋	非执行董事	男	整体发展提出建议	0.11%	曾担任建发房产设计管理中心副总经理、工程管理中心总经理、厦门事业部总经理、东南区域公司总经理等职务。现任建发房产东南集群董事长。
李卓然	独立非执行董事	男	营运及管理提供独立意见	-	2020年12月23日获委任为本公司的独立非执行董事
李国泰	独立非执行董事	男	营运及管理提供独立意见	-	2020年12月23日获委任为本公司的独立非执行董事
胡一威	独立非执行董事	男	营运及管理提供独立意见	-	2020年12月23日获委任为本公司的独立非执行董事

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所。备注：持股比例截至2023年6月30日

为了将股东利益、公司利益和公司核心团队利益相结合，充分调动核心管理骨干的积极性，实现公司的高质量发展，建发物业2021年9月27日在股东特别大会上批准施行限制性股份激励计划。根据激励计划，公司向激励对象配发及发行最多3530万股公司股份。并分别于2021年11月4日和2023年3月28日分别完成配发2825万股、705万股限制性激励股份。禁售期分别为自限制性股份授出日期起计24、36、48个月，每期将分别解除限售及归属40%、30%、30%的限制性股份（需满足激励计划相关条款、公司绩效目标及个人绩效考评）。

同时2023年11月7日，公司公告称已采纳2023年限制性股份激励计划，计划向不超过391名激励对象授出最多4000万股限制性股份。授予价格定为每股1.87港元，较公告当日的收市价折让49.87%，几乎半价的折让可见建发物业的诚意。每个相关期内的考核有三项指标，分别是经济增加值、总市值增长率或营业收入增长率，以及营业利润在利润总额中的占比。在上市公司实施股权激励中，利润、营收的考核较为常规，但经济增加值与总市值增长却很少见。据乐居财经《物业K线》

统计，将市值纳入考核应该是上市物企实施股权激励的首例。

表2：公司通过施行股权激励计划调动核心管理骨干的积极性

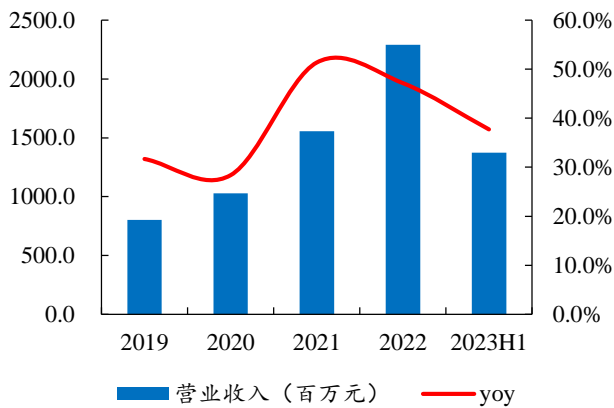
日期	(拟) 授出激励股份 (万股)	授予价格 (元/股)	较当日收市价折让比例	占总股本比例	公司业绩目标 (第一个限售期)	个人绩效考核
2021/11/4	2825	2.41	38.72%	2.40%	1) 截至 2022 年 12 月 31 日，年度经济增加值不低于人民币 1.2 亿元； 2) 以 2020 年 12 月 31 日为总市值基数，截至 2022 年 12 月 31 日止年度总市值增长率不低于 60%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； 3) 截至 2022 年 12 月 31 日止年度营业利润占公司利润比例不低于 75%。	年度个人绩效考核结果达到合格
2022/12/15	705	2.41	45.52%	0.53%	1) 截至 2022 年 12 月 31 日，年度经济增加值不低于人民币 1.2 亿元； 2) 以 2020 年 12 月 31 日为总市值基数，截至 2022 年 12 月 31 日止年度总市值增长率不低于 60%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； 3) 截至 2022 年 12 月 31 日止年度营业利润占公司利润比例不低于 75%。	年度个人绩效考核结果达到合格
2023/11/7	4000	1.87	49.87%	2.92%	1) 截至 2024 年 12 月 31 日，年度经济增加值不低于人民币 1.80 亿元； 2) 以 2022 年 12 月 31 日总市值为基数，2024 年 12 月 31 日止年度总市值增长率不低于 3%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值；或以 2022 年 12 月 31 日止年度营业收入为基数，2024 年 12 月 31 日止年度营业收入增长率不低于 5%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； 3) 截至 2024 年 12 月 31 日止年度营业利润不低于利润总额的 75%。	年度个人绩效考核结果达到合格

资料来源：公司公告、开源证券研究所。注：股权激励占比为股权激励股数占发布股权激励时已发行总股本的比例。

1.3、主营业务稳定发展，提质增效成果显著

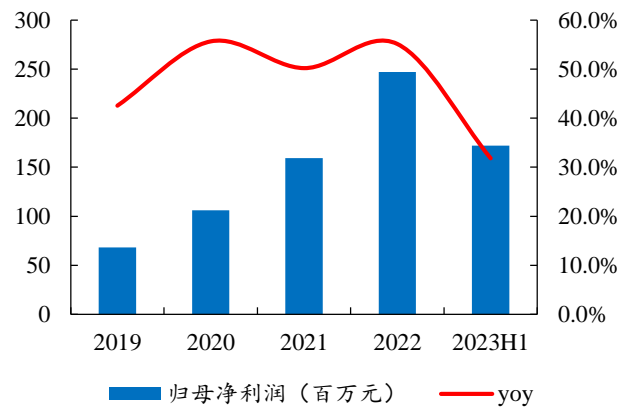
公司在行业下行压力下，仍能再创亮眼业绩。公司自上市以来业绩持续保持高增态势，2023 年上半年实现主营业务营业收入 13.7 亿元，同比增长 37.7%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 31.8%。其中物业管理服务、非业主增值、社区增值、商业运营及物管服务分别贡献营收 6.5、3.3、3.6、0.3 亿元，主营业务营收占比分别为 47.6%、24.1%、25.9%、2.3%。虽然传统的物业管理服务依然是公司最主要业务，但其营收占比较 2019 年下降了 13.1pct，而增值业务（非业主+社区）营收占比较 2019 年增长了 10.7pct 至 50%，已然成为公司第一收入来源，其中社区增值业务表现最为亮眼，营收占比较 2019 年增长了 15.9pct 至 25.9%，成为公司第二大业务。正是得益于增值业务收入持续增长，公司盈利能力也再创新高。2023 年上半年公司毛利率和净利率分别为 25.6%、12.8%，较 2022 年分别增长 2.2pct、1.8pct。

图5: 2023H1 公司主营业务营收同比增长 37.7%



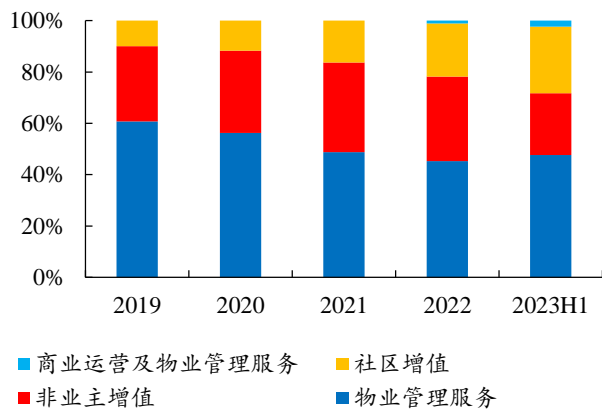
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2023H1 公司归母净利润同比增长 31.8%



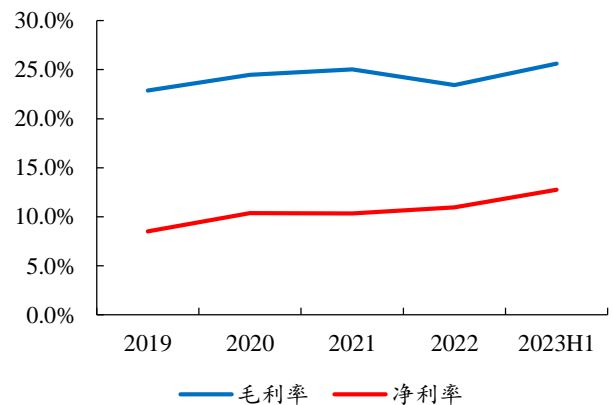
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2023H1 公司增值业务(社区+非业主)营收占比为 50%



数据来源: Wind、开源证券研究所

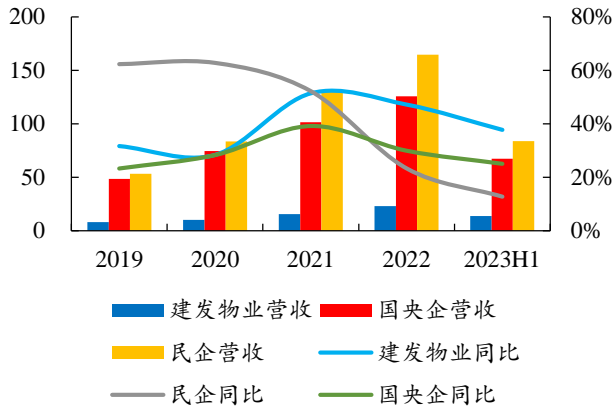
图8: 2023H1 公司毛利率和净利率再创新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

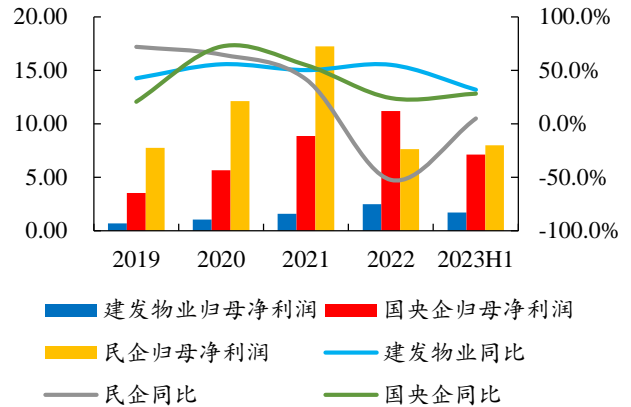
我们选取部分关联房企同为国内优秀开发商的物业公司作为可比公司，其中民企包括碧桂园服务、滨江服务、世茂服务、雅生活服务、绿城服务，国央企包括中海物业、华润万象生活、越秀服务、保利物业、招商积余。可以发现建发物业营收和归母净利润规模虽然较民企和国央企相差较大，但是从2022年以来营收和归母净利润同比增长率均跑赢民企与国央企。盈利能力方面，建发物业2023年上半年毛利率高于民企和国央企，净利率较民企高1.8个百分点，与国央企基本持平。在整个可比公司中，公司2023年上半年毛利率位列第四名。可见公司不断提质增效，盈利能力已属于国内较高水平。

图9：公司 2023H1 营收同比增长率高于民企与国央企（单位：亿元）



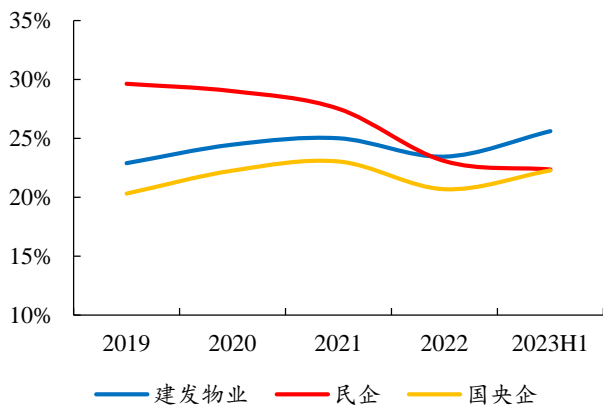
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司 2023H1 归母净利润同比增长率高于民企与国央企（单位：亿元）



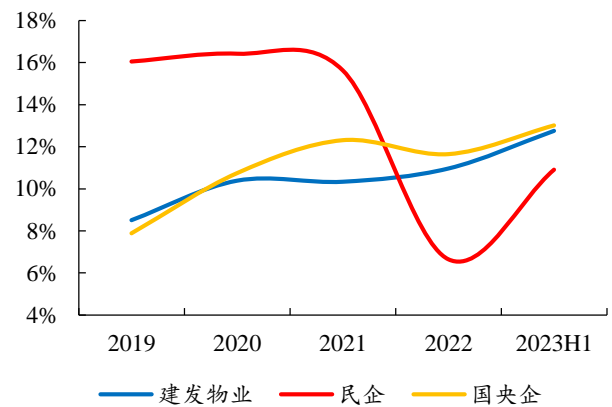
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司 2023H1 毛利率高于民企和国央企



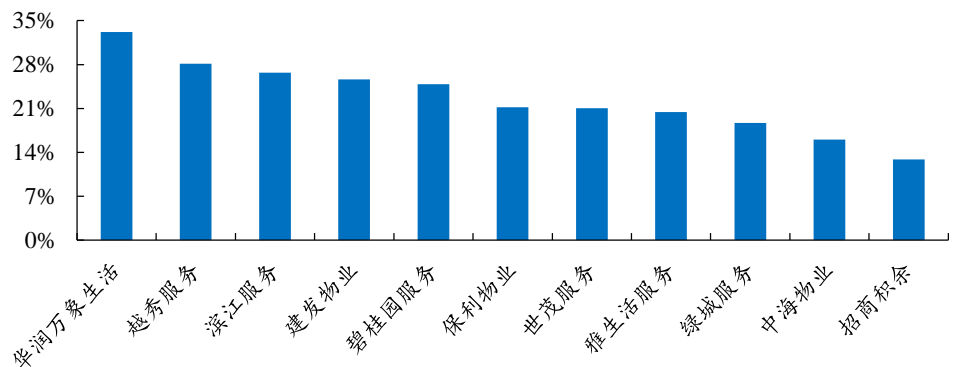
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司 2023H1 净利率与国央企基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公司 2023H1 毛利率位列可比公司第四名



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、依托股东优渥资源，物管规模再攀新高

2.1、坚定深耕城市发展，夯实项目浓密度

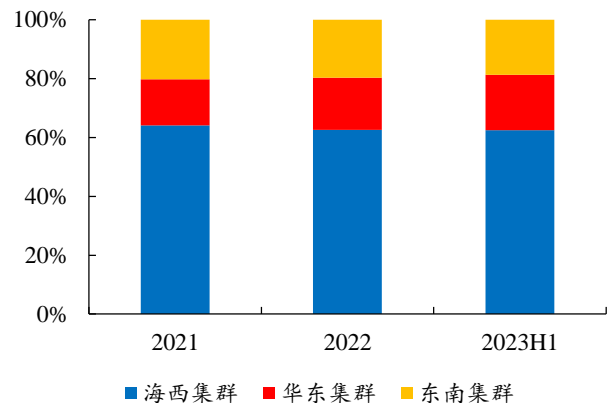
公司坚定深耕城市发展，加大项目浓密度，推动规模化发展。区域拓展方面公司推行“立足厦门，走出福建，面向全国”战略。公司截至2023年上半年，在管382个项目覆盖33个城市，主要划分为海西集群、华东集群和东南集群，其中海西区域包括厦门、龙岩、莆田、深圳、长沙等，华东集群主要包括合肥、洛阳、武汉、南京、上海等，东南集群包括福州、杭州、宁波等周边城市。从2021年开始，海西集群为公司业务主要开展地，其物业在管面积占比始终超过60%，华东和东南集群在管面积逐渐持平。截至2023年上半年，海西、华东、东南集群物业在管面积分别为31.6、9.5、9.5百万平方米，占比分别为62.5%、18.7%、18.7%。全国覆盖的城市当中，公司15城在管面积破百万方。

图14：公司2023H1在管项目划分为海西、华东、东南集群

图15：海西集群为公司业务主要开展地

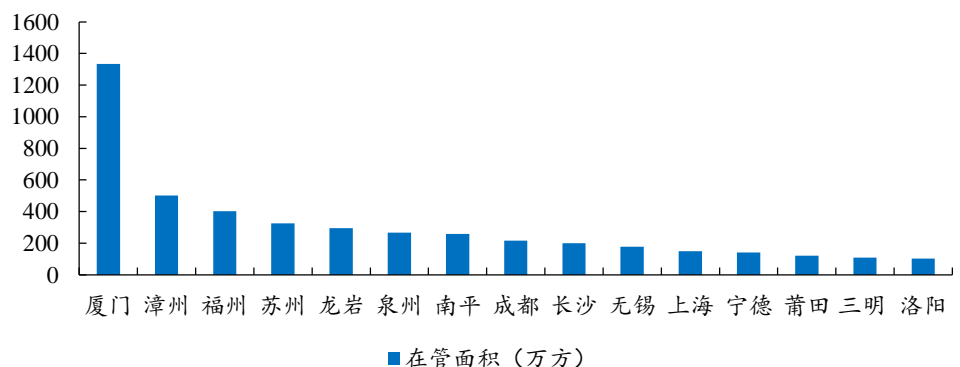


资料来源：建发集团公众号



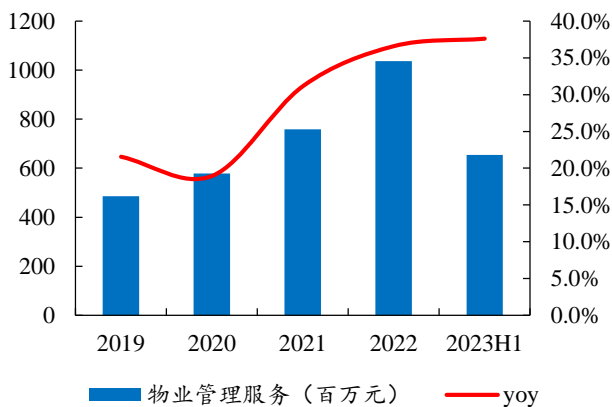
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：截至2023上半年15城在管面积破百万方

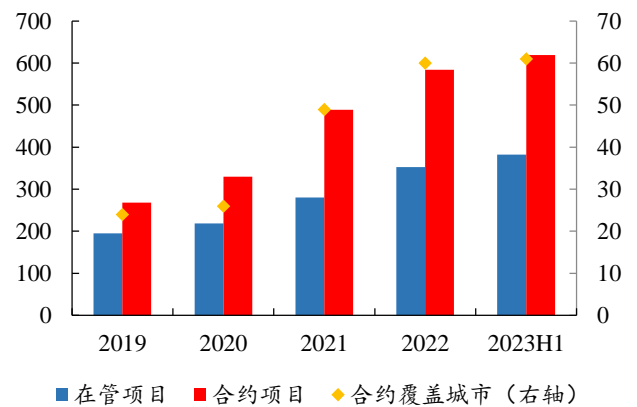


数据来源：建发集团公众号、开源证券研究所

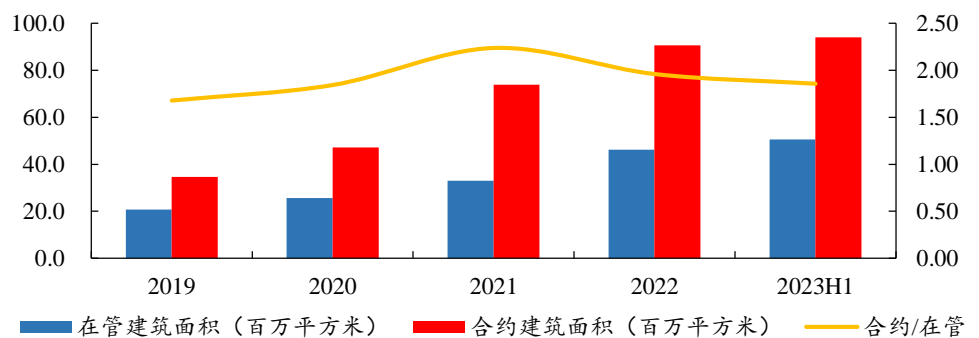
物业管理服务是公司创造收益、扩大业务规模的基础。截至 2023 年 6 月 30 日，公司物业管理组合范围遍布中国 16 个省、直辖市及自治区的 61 个城市，较 2022 年底所覆盖的城市增加 1 个。合同建筑面积约为 94.0 百万平方米，合约项目数量 619 个，分别较 2022 年同期增长约 16.6% 及 14.6%。其中在管建筑面积约 50.6 百万平方米，在管项目 382 个，分别较 2022 年同期增长约 35.8%、21.3%。合约在管比常年维持 2.0 左右，使得公司拥有充沛的储备面积，为未来的业绩增长奠定了良好基础。得益于在管总建筑面积的快速增长，公司物业管理服务收入持续攀升。2023 年上半年公司物业管理服务收入 6.5 亿元，同比增长约 37.6%，较 2022 年同比增速继续增长 1.0 个百分点，2019-2022 年营收复合增长率达 28.7%，多年占主营业务营收比例维持 50% 左右。

图17：2023H1 物业管理服务营收同比增长 37.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：公司 2023H1 合约、在管项目分别为 619、382 个


数据来源：公司公告、开源证券研究所

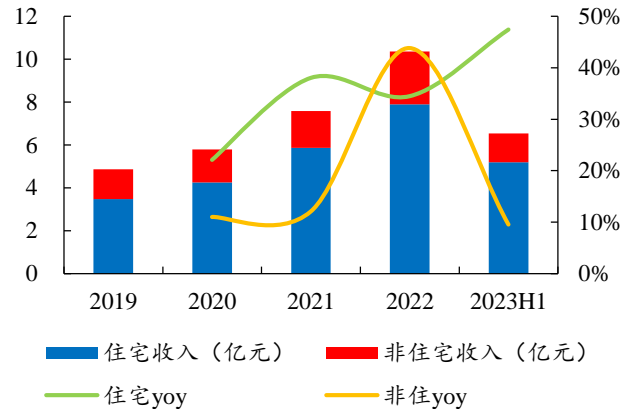
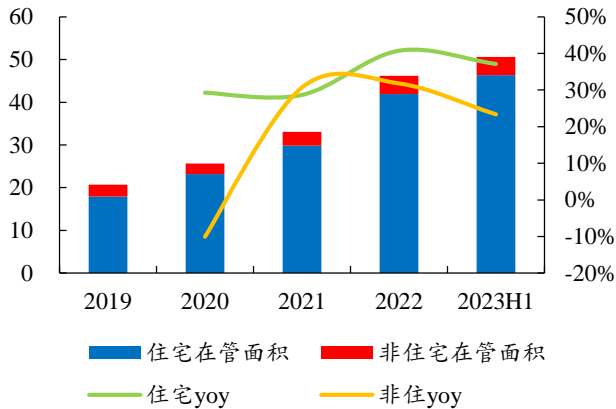
图19：公司合约在管比常年维持 2.0 左右


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极开拓高质量的非住宅物业。截至目前，公司服务覆盖中高端住宅、政策性住房、商业、办公大楼、产业园区、学校、医院、政府大楼等业态，形成了跨业态运营的全国布局。截至 2023 年上半年，公司已签订的非住宅物业的合约建筑面积约为 6.3 百万平方米，较 2022 年底增长约 13.4%。其中在管建筑面积 4.3 百万平方米，同比增长 23.3%。住宅在管建筑面积 46.4 百万平方米，同比增长 37.1%；收入方面，住宅、非住宅物业管理收入分别为 5.2、1.3 亿元，同比分别增长 47.4%、9.5%。

图20: 2023H1 公司非住宅在管面积同比增长 23.3% (单位: 百万平米)

图21: 2023H1 公司非住宅收入同比增长 9.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

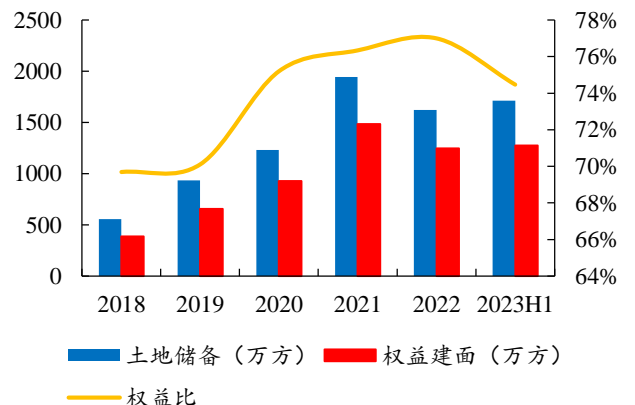
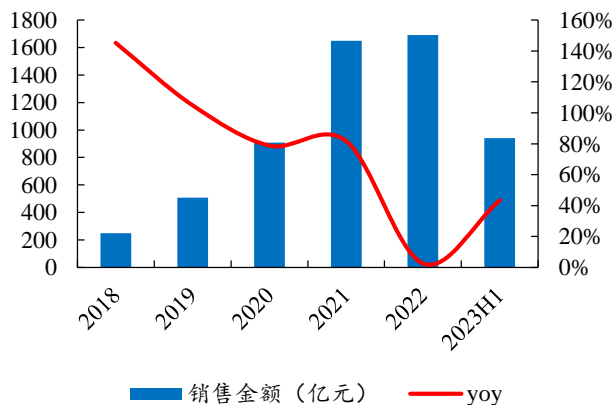
2.2、坚持多元途径拓展, 实现规模高质量增长

公司与建发集团旗下的房企维持着长期稳定的关系。作为厦门建发集团的间接附属公司, 公司与建发房产及建发国际保持着紧密的业务关系。2020年12月23日公司与建发房产及建发国际签订业务框架协议, 为厦门建发集团下属的房企(不包括联发集团)提供若干服务, 时至今日建发房产及建发国际的大部分新开发及交付项目均由公司管理。

建发国际是建发房产的控股子公司, 2018年建发房产逐步调整组织架构, 并在业务定位上与建发国际集团进行了一定的划分: 母公司建发房产未来主要负责土地一级开发、商业运营等业务板块, 建发国际集团未来主要负责房地产开发、物业管理及新兴投资业务。而近几年建发国际在地产开发方面表现亮眼。2019至2023H1期间, 即便在行业销售整体下行期间, 建发国际全口径销售金额仍能保持同比正增长。同时建发国际土储充沛, 截至2023年上半年末, 建发国际总可售建筑面积1711.35万平方米, 权益比74%。

图22: 建发国际全口径销售金额多年同比保持正增长

图23: 建发国际土地储备充沛

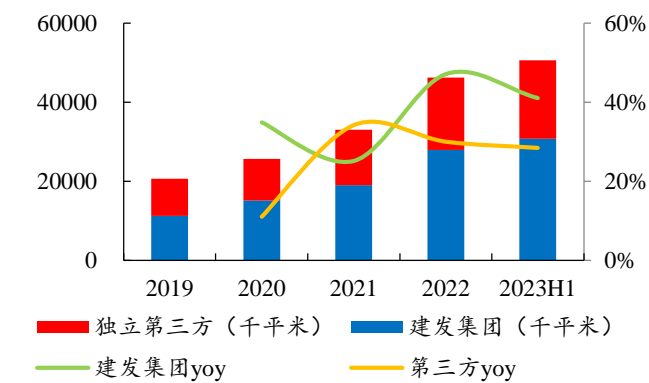


数据来源: 公司公告、克而瑞研究、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

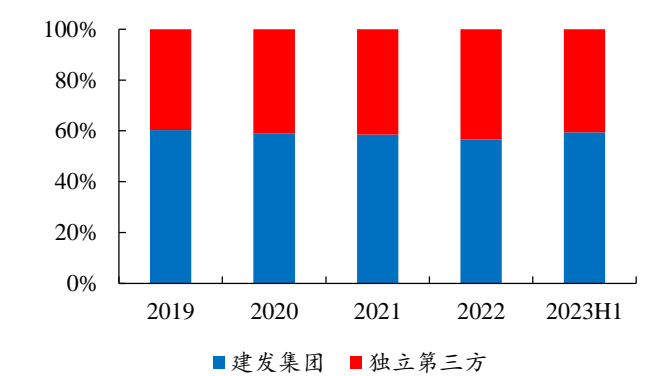
得益于关联房企优渥资源，为公司项目获取提供了坚实保障。截至2023年上半年，公司在管项目中属于关联房企的建筑面积为3075.8万平方米，同比增长41.1%，占总在管面积比例为60.8%。在与厦门建发集团保持紧密的业务关系同时，公司也积极透过多渠道进一步扩大物业管理服务规模及业内的市场份额。截至2023年上半年，公司第三方在管面积为1985.0万平方米，同比增长28.4%，占总在管面积比例为39.2%，2019年至2022年期间第三方在管面积复合增长率达25%。收入方面，与建发集团相关项目仍贡献较多收入，截至2023年上半年，关联房企项目贡献收入3.88亿元，同比增长44.9%。独立第三方项目贡献收入2.66亿元，同比增长28.3%。两者收入占比分别为59.4%、40.6%。第三方收入占比在管面积占比稍高，体现了公司践行“有价有量”的拓展原则。

图24：2023H1 公司独立第三方在管面积同比增长28.4%



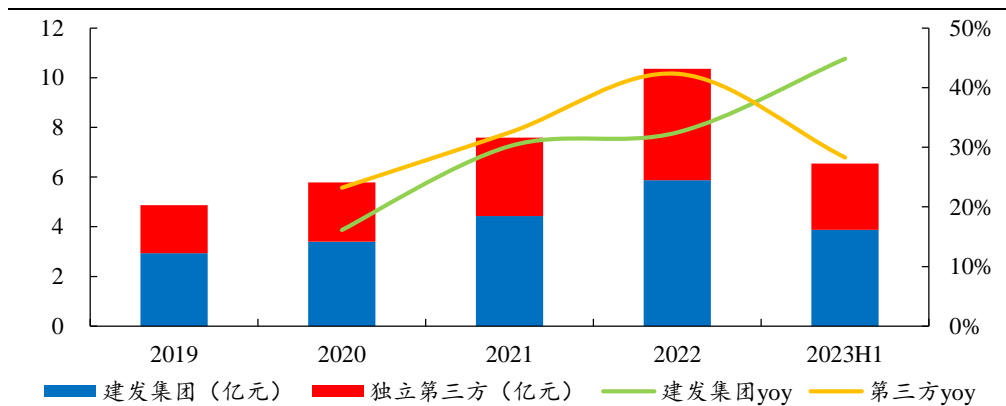
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2023H1 公司独立第三方在管面积占比39.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2023H1 公司独立第三方收入同比增长28.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

另一方面，公司充分发挥国企背景优势，深化国资合作和收并购，锚定优质标的，持续提升重点区域浓度。2022年2月，公司以3914万元收购厦门豪亿100%股权，其服务项目分布于厦门、晋江、漳州。2021年7月以3739.3万元收购泉舜物业51%股权，其经营项目主要以洛阳、郑州、厦门及漳州为主。这两次收购都有效提升了公司的业务规模和物业管理服务的市场范围。

图27：公司通过高质量收并购提升业务规模和市场范围


资料来源：建发物业公众号

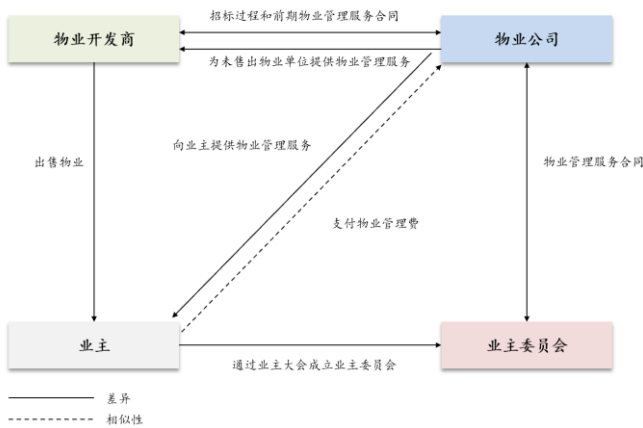
2.3、收益模式双重选择，物管费水平有所提升

公司收取物业管理费用分为两种模式：包干制和酬金制。两种收费模式特点有以下方面：

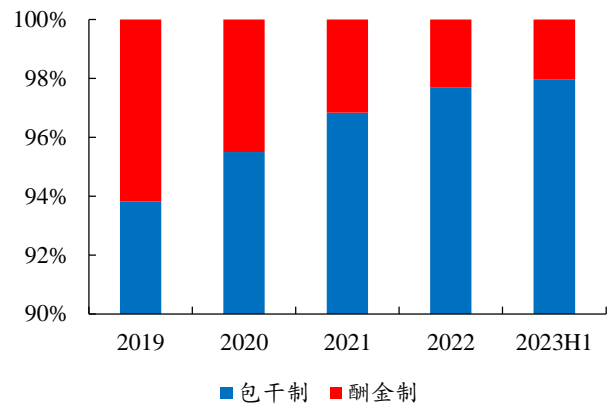
(1) 包干制：物业公司按照预先设定的在管面积单价，向业主按月收取物业管理费，并有权保留收取的全额物业管理费。这里的“包干”代表公司提供给业主的全部服务费用，所以项目盈余和亏损均由公司享有或承担。这就意味着传统的物业管理业务若想提高包干制的盈利水平就需要降低提供服务产生的开支，同时增加物业管理费用。影响开支因素主要包括人工成本、在管物业类型等。

(2) 酬金制：在预收的物业服务资金中，按约定比例或者约定数额，提取酬金支付给物业企业，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或不足均由业主享有或者承担，物业公司无权获得超出与提供物业服务相关的成本和任何费用。佣金率影响因素包括管理物业的类型、规模及位置、提供服务的性质及范围、预期人工及材料投入、预期利润率等。

目前公司主要采用包干制，少数项目采用酬金制。截至2023年上半年底，包干制和酬金制在管建筑面积分别为4993.3、67.5万平方米，营收占比分别为98%、2%。对于公司而言，酬金制虽然可以保证项目按计划不会亏损，但对于利润率而言并没有提升空间。所以公司可以通过节省成本及改善营运效率来提高利润水平，但如果发生存在以下情况，公司则优先采用酬金制而非包干制：(1) 难以确认将要发生的费用；(2) 将提供更多定制或非标服务；(3) 预计费用动态较为复杂。

图28：包干制和酬金制具有一定差异


资料来源：公司公告

图29：2023H1 公司包干制营收占比 98%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

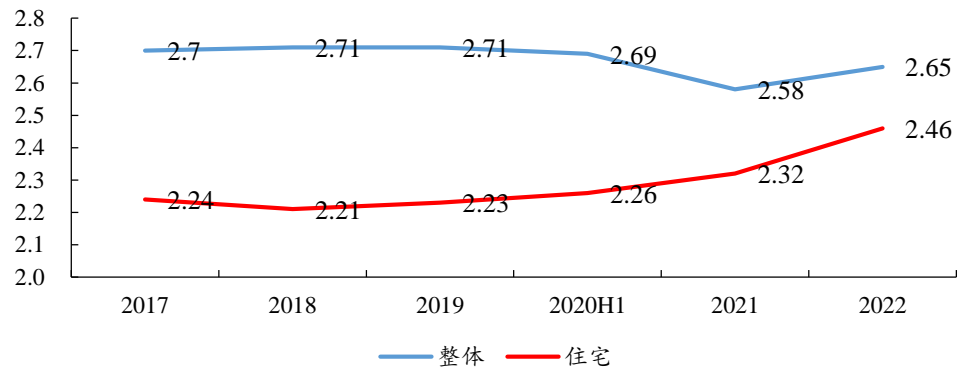
表3：物业管理费用收取模式分为包干制和酬金制

类别	定义	费用构成	定价模式	特点	利弊（对于公司）	适用条件
包干制	业主向物业企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业企业享有或者承担。	服务费=物业服务成本+利润	市场价	量入为出	利：1、盈利水平具有提高空间；2、有权保留收取的全额物业管理费。 弊：自负盈亏。	-
酬金制	在预收的物业服务资金中，按约定比例或者约定数额，提取酬金支付给物业企业，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或不足均由业主享有或者承担。	预收资金=物业服务支出+酬金	成本定价	量出为入	利：获取计划的固定收益。 弊：1、盈利水平没有提高空间；2、无权获得超出与提供物业服务相关的任何费用。	1、难以确认将要发生的费用；2、将提供更多定制或非标准服务；3、预计费用动态较为复杂。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司计算物业管理费会由双方公平磋商后确定，并考虑以下多项因素：（1）物业类型以及项目位置如城市能级；（2）所提供的服务范畴及品质；（3）预期运营开支；（4）公司的目标利润率；（5）业主及住户概况；（6）当地政府对物业管理费的指导价格（如适用）；（7）市场上类似服务及类似项目类型的物业管理费。具体单价按项目所在地当前市价计算及经当地有关部门备案通过（如适用）。根据公司招股说明书，公司2017-2019年每月物业管理费都维持在2.7元/平米/月左右，后受疫情影响公司整体物管费用有所下降，2021年底为2.58元/平米/月，但随着公司储备高单价项目高品质交付，2022年物管费水平提升0.07元至2.65元/平米/月，其中住宅平均每月物业费呈上涨趋势，截至2022年底为2.46元/平米/月。

图30：公司 2022 年整体物管费水平有所提升



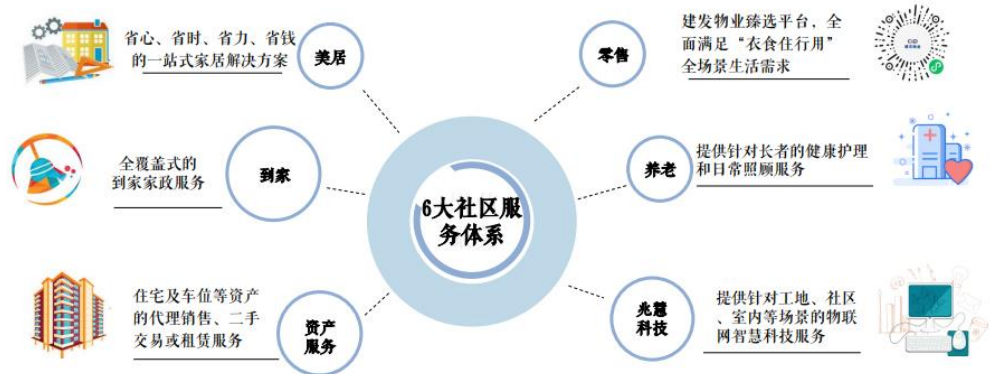
数据来源：公司招股说明书、公司推介报告、开源证券研究所

3、增值服务发展迅速，商管业务空间可期

3.1、社区增值多元发展，规模向上弹性十足

基础服务是物业企业的基本盘，而增值服务则是决定物业公司未来发展高度的进攻盘。目前公司的社区增值业务多元深耕，包含家居生活服务、家居美化服务、房地产经纪及资产管理服务、公共区域增值服务、养老及健康增值服务、智能社区服务，构建了美居、零售、养老、兆慧科技、资产服务、到家的“6大社区服务体系”。

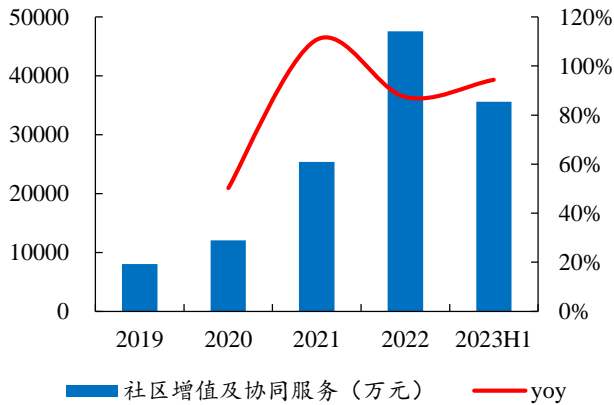
图31：公司构建了“6大社区服务体系”



资料来源：公司推介报告

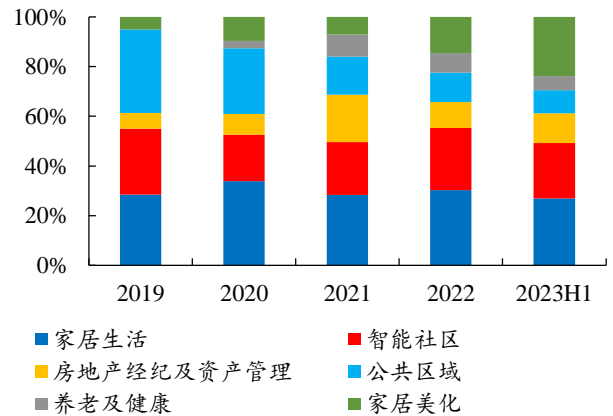
截至 2023 年上半年，公司的社区增值及协同服务收入为 3.6 亿元，较 2022 年同期同比高增 94.3%，占总收入的比重达 26%，同比增长 8 个百分点。其中家居生活服务、智能社区服务、房地产经纪及资产管理服务、公共区域增值服务、养老及健康增值服务、家居美化服务收入占比分别为 27.0%、22.3%、11.9%、9.3%、5.7%、23.9%。

图32: 2023H1 社区增值及协同服务收入同比增长 94.3%



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 2023H1 社区增值及协同服务中家居生活服务营收占比最高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

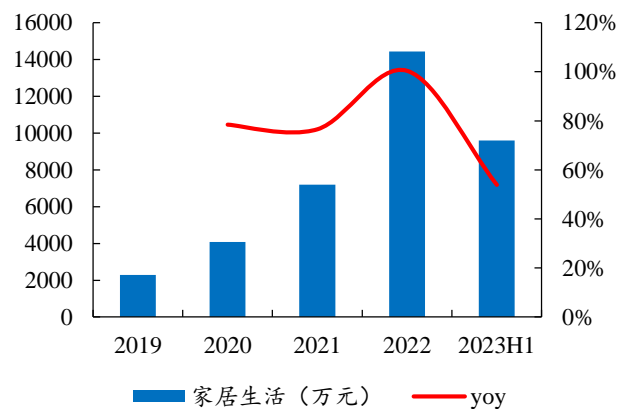
(1) 家居生活服务主要包含家政及清洁、维修及保养服务及零售等业务。其中到家家政服务业务在 2022 年**深化联营、自营模式落地**，完成订单数超 1 万单，同比增长 182%，2023H1 实现收入 3400 万元，同比增长 95%；零售业务采用公司自有臻选平台，2022 年新增商品种类超 1200 个，同时引入建发内部资源（美酒汇、生活资材等多家体系内合作商），实现内部资源的有效共享互通，2023H1 实现收入 4016 万元，同比增长 56%。得益于各项业务飞速发展，2023 年上半年家居生活服务实现收入 9601.9 万元，同比增长 53.8%。

图34: 公司零售业务与建发内部多家供应商合作



资料来源: 公司推荐报告

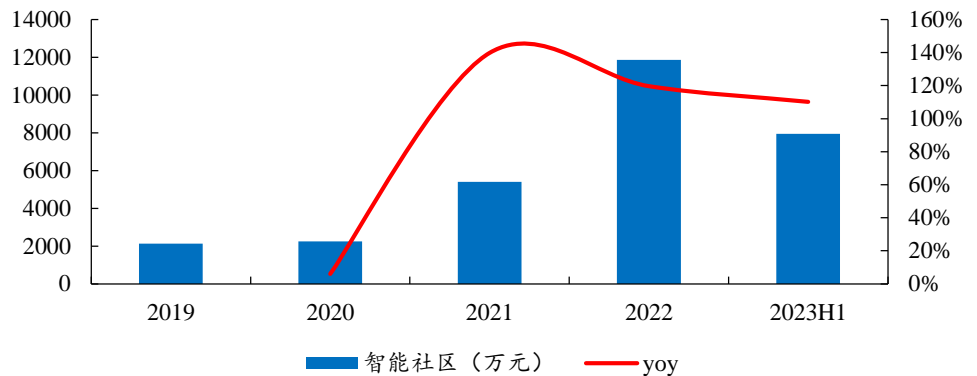
图35: 2023H1 家居生活服务营收同比增长 53.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 智能社区服务主要为智慧物业管理服务的设计及建造服务，以及公司 APP “慧生活”运营，该板块业务主要由公司附属公司厦门兆慧科技完成。2022 年兆慧科技入选福建省科技小巨人企业，并完成向建发国际出售 25% 股权，有利于兆慧科技优化和提升为地产开发商提供定制化服务。2023 年上半年智慧社区服务收入 7941 万元，同比增长 110%。

图36：2023H1 智慧社区服务收入同比增长 110%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

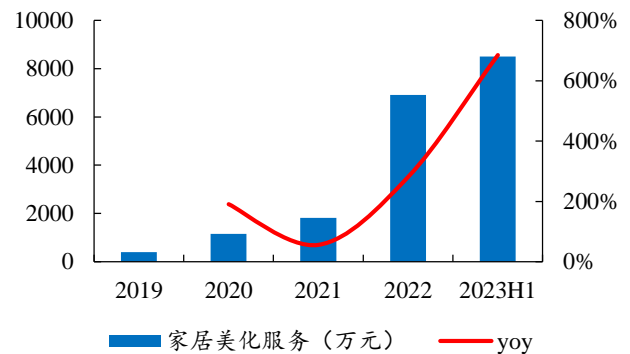
(3) 家居美化服务提供拎包入住服务，辅以整体设计、室内装修、家电安装及房屋硬装业务等一站式家居美化解决方案。凭借巨大的潜在客群及建发品牌优势，2022年内吸引15家优质美居供应商成功入驻，完成订单数2658单，同比增长173%。2023年上半年业务营收8508.3万元，同比高增685.4%，2019-2022年期间复合增长率高达158.8%。

图37：多家优质美居供应商成功入驻建发物业



资料来源：公司推介报告

图38：2023H1 家居美化服务营收同比高增 685.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

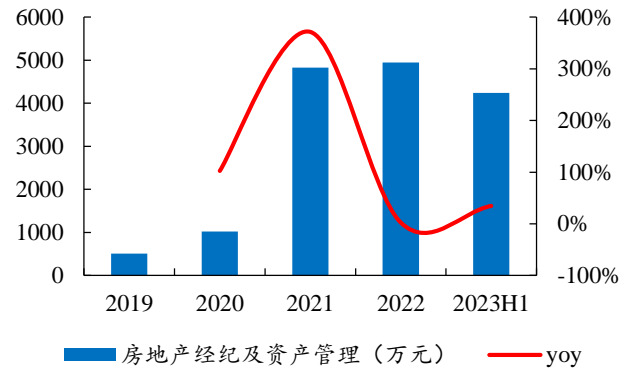
(4) 房地产经纪及资产管理服务包括物业或停车位的二级销售或租赁服务以及为物业开发商的未售物业提供尾盘销售服务。该板块业务依靠建发集团优渥资源及支持发展迅速，公司2021年10月与建发国际订立尾盘包销协议，使得该业务2021年收入同比高增371.8%，并在2023年11月与建发国际续订该协议。2023年上半年该板块业务实现收入4242万元，同比增长35%。

图39：房地产经纪及资产业务涵盖多项服务



资料来源：公司推介报告

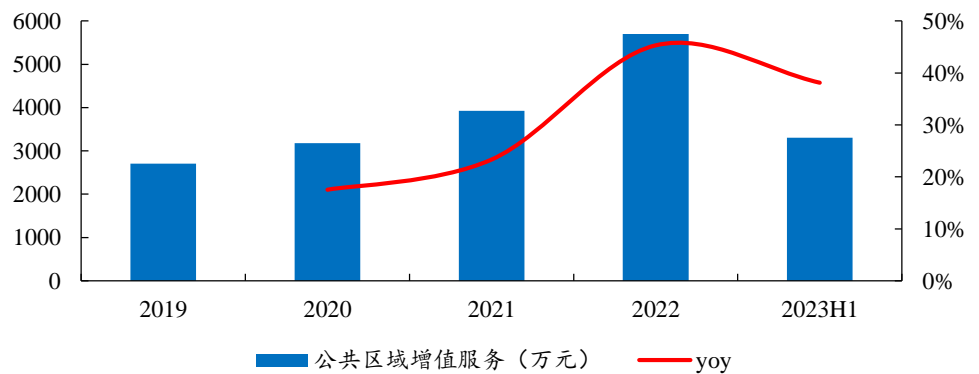
图40：2023H1 房地产经纪及资产管理业务营收同比增长 34.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(5) 公共区域增值服务包括出租公共区域及广告位，2023 年上半年收入 3307 万元，同比增长 38%。虽然该板块业务营收持续增长，但是所占社区增值业务比例逐年下降，2023 年上半年较 2019 年占比下降 24.5 个百分点，体现了公司增值业务趋向多元化和高质量发展。

图41：2023H1 公共区域增值服务同比增长 38%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

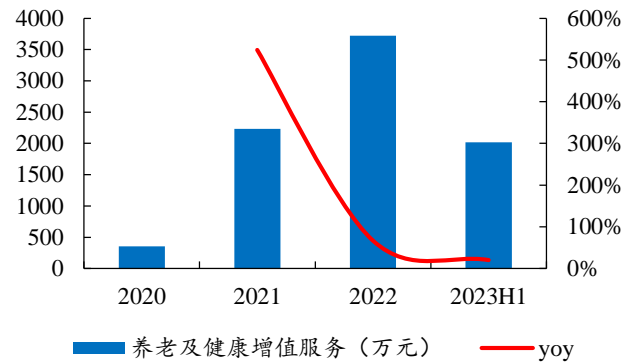
(6) 养老及健康增值服务主要包括建发溢佰养老中心运营，2022 年溢佰养老院入住率进一步提升，由 2021 年底的 51.3% 提升至 77.7%。同年公司获得厦门海沧养老服务机构、湖里街道濠头社区日间照料中心经营权，助力业务稳健发展。截至 2023 年上半年，该业务收入 2016 万元，同比增长 20.1%。

图42：公司养老业务项目稳健拓展



资料来源：公司推介报告

图43：2023H1 养老及健康服务营收同比增长 20.1%

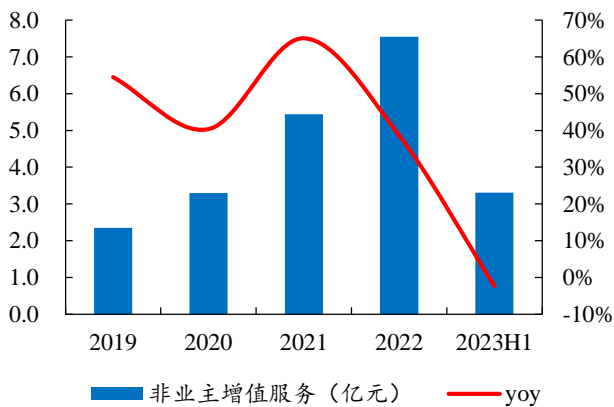


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、坚持市场化定价原则，非业主增值稳健增长

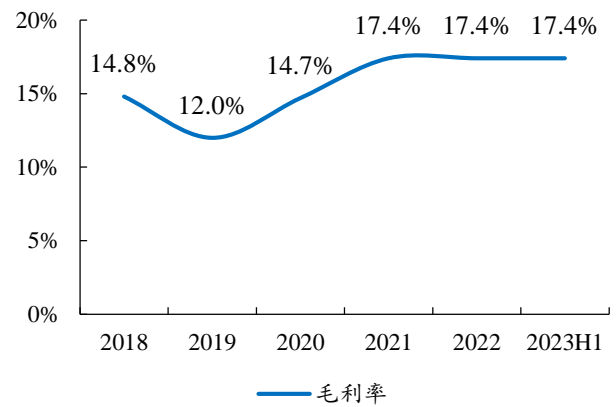
非业主增值服务主要包括：(1) 向开发商及其他非业主提供项目设计及建筑物料等咨询服务；(2) 向地产开发商及其他非业主提供接待、秩序维护及清洁服务。2019年至2022年期间非业主增值服务收入复合增长率为48%，2023年上半年实现营业收入3.3亿元，同比减小2.3%。收益较2022年同期略有波动主要是受关联房企出于成本节约考量，减少了销售中心的费用支出。盈利方面，非业主增值服务毛利率从2019年的12.0%增长至2021年的17.4%并保持稳定。

图44：2023H1 非业主增值服务收入同比减少 2.3%



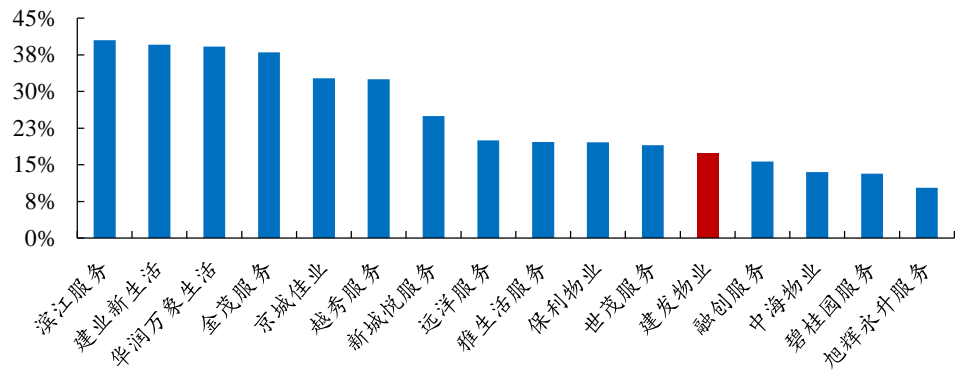
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图45：2023H1 非业主增值服务毛利率为 17.4%



数据来源：公司公告、公司推介报告、开源证券研究所

将公司非业主增值服务业务与其他物业公司进行比较，可以发现公司非业主增值服务低于20%的毛利率处于行业较低水平，这主要是因为公司坚持市场化的定价原则，而不是只追求高利润，公司未来也可通过低价且高质量的服务实现业务可持续发展。

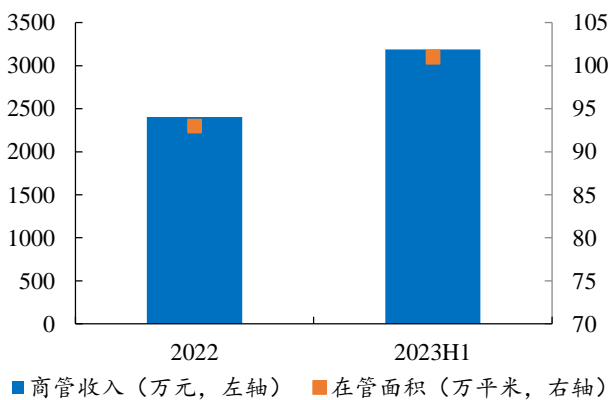
图46：公司非业主增值服务业务毛利率处于行业较低水平


数据来源：乐居财经、公司推介报告、开源证券研究所。备注：时间截至2023年上半年底

3.3、新增轻资产商管业务，双轮驱动发展新模式

公司于2022年9月开始进行资源整合，公司全资附属公司建发商管与建发房产及建发国际订立框架协议，对其各类资产项目开展轻资产商业物业运营管理服务，形成了“住宅+商业”双轮驱动的发展新模式。主要提供：（1）向开业前阶段的商业物业提供定位、规划及设计顾问服务等；（2）向已建成的商业物业提供租户及租赁管理、运营管理及规划、营销服务。

截至2023年上半年，公司已经向21个商业项目提供服务，在管商业物业面积为101万平方米，收缴率和出租率分别高达99.6%、94.4%。同时公司充分挖掘国资背景优势，2022年至2023年上半年实现龙岩工人文化宫、龙岩京华购物中心、顺昌中山城市广场、漳州T-one 4个轻资产外拓项目。相信随着公司管理及运营能力的输出沉淀，该板块业务的发展空间有望持续提升。

图47：2023H1 公司在管商业物业面积为 101 万平方米


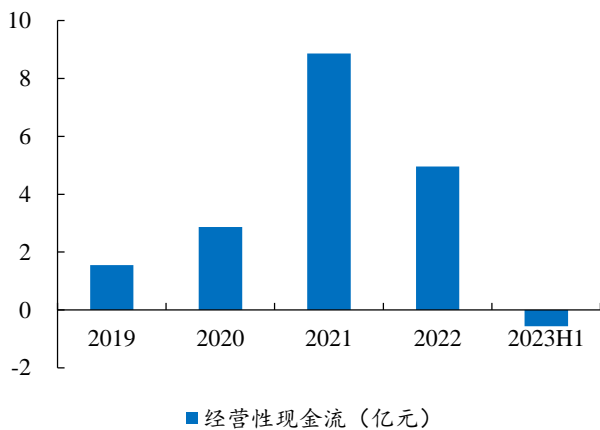
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图48：2022-2023 年上半年公司外拓 4 个轻资产项目

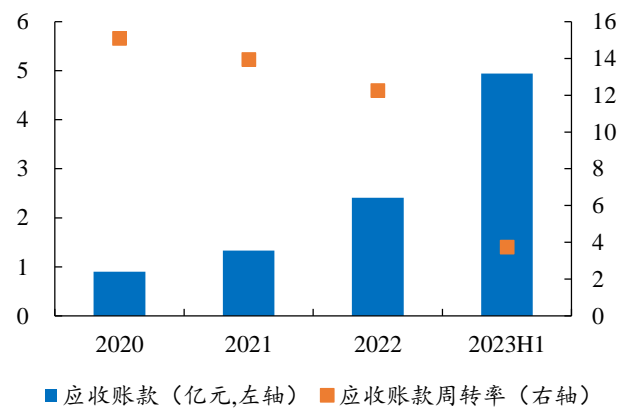

数据来源：公司推介报告、建发集团公众号、开源证券研究所

4、经营性现金流显著改善，未来业绩增长具备潜力

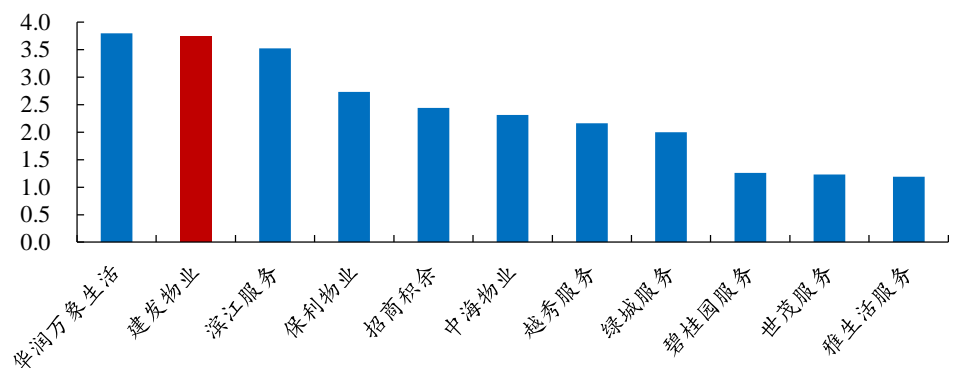
公司 2023 年上半年经营性现金流为-5689 万元，现金流为负主要是因为公司与建发国际集团签订尾盘报销协议时需支付一定预付款，以买断尾盘物业的销售权力。2023 年上半年经营性现金流量净额较 2022 年上半年-3.1 亿元显著改善，主要是因为公司物管规模和业务内容的增加导致资金回款增加。截至 2023 年上半年公司应收账款 4.9 亿元，较 2022 年底增加 2.5 亿元，应收账款周转率 3.74，较 2022 年同期下降 1.3，虽然绝对值有所下降，但仍处于行业内较高水平。

图49：2023H1 公司经营性现金流量净额为-5689 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2023H1 公司应收账款周转率为 3.74


数据来源：Wind、开源证券研究所

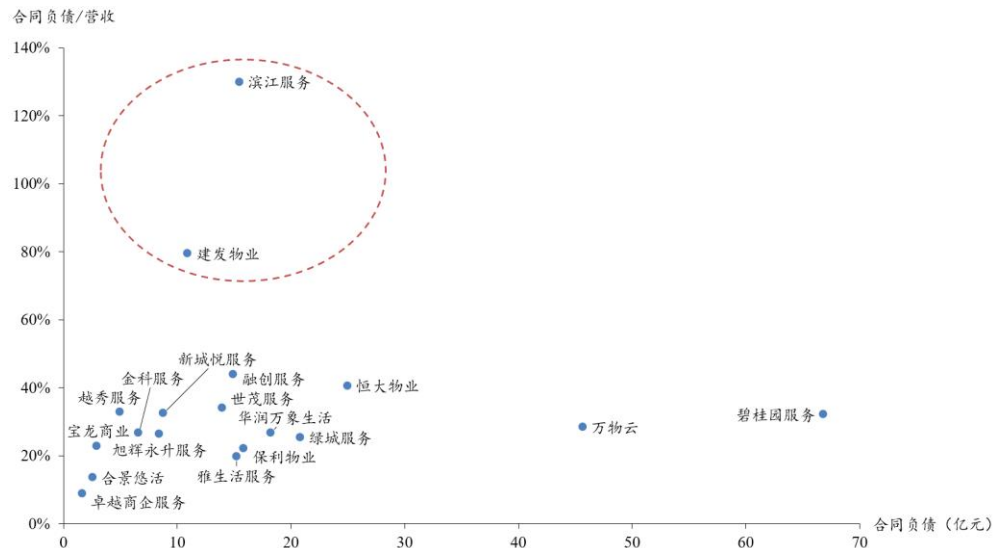
图51：2023H1 公司应收账款周转率处于行业较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

在手现金充裕，未来收入增长具备较好基础。截至 2023 年上半年公司在手资金 26.5 亿元，较 2022 年底 27 亿元小幅下降 1.9%。公司有息负债规模仅 1000 万元，偿债压力较小。公司的合同负债主要为客户的服务预付款，所以合同负债也体现了企业未来一段时间内收入的确定性。从 2023 年上半年数据来看，大型物企未来收入规模较高，合同负债规模多在 10 亿元以上，其中碧桂园服务、万物云遥遥领先，分别为 66.8 亿元、45.7 亿元。合同负债与营收的比值体现了企业同等营收量级下未来收

入的确定性，滨江服务、建发物业两家比例最高，分别为 130.0%、79.6%。

图52：公司合同负债/营收比例处于行业较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：时间截至 2023 年上半年底

5、盈利预测及投资建议

作为建发集团成员企业，公司凭借着股东优渥资源及品牌优势，逐渐形成业绩稳增、独立第三方拓展有力、多元业务均衡发展强劲市场竞争力。随着业务深耕和市场回暖，公司业绩有望继续稳定增长。我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 32.0 亿元、44.7 亿元、59.9 亿元，同比增速分别为 39.6%、39.8%、34.0%。

物业管理服务：我们预测 2023-2025 年收入增速为 45.0%、40.0%、35.0%。主要考虑到公司未来物业管理服务收入包含新签+储备项目，其中新签主要来源于母公司竣工物业+独立第三方外拓项目，母公司建发国际近几年全口径销售金额逆势增长，同时土储充沛且权益比维持高位，可为公司持续输出优渥资源。独立第三方外拓公司则主要依靠国企背景及城市不断深耕，市占率有望进一步提升。储备项目公司合约/在管保持常年 2 倍左右，储备面积充沛。

社区增值服务：我们预测 2023-2025 年收入增速为 84.0%、67.6%、45.5%。主要考虑到该项业务包含家居生活、家居美化、房地产经纪及资产管理、公共区域、养老及健康、智能社区六项服务，均处于快速发展阶段。

(1) 家居生活服务：预计 2023-2025 年营收增速分别为 80%、70%、60%。主要考虑到业务包含家政及清洁、维修及保养服务及零售业务。其中零售业务随着服务群体增加，公司与建发集团内部资源协同加深，该项业务会继续快速增长。家政到家业务同样随着交付物业增多，客户需求增加，收入增长具有保障。但随着规模加大，营收增速将有所减缓。

(2) 家居美化服务：预计 2023-2025 年营收增速分别为 200%、100%、50%。主要考虑到住宅交付项目增多，客户装修需求随之增长，业绩增长空间大。但随着业务规模快速增长，营收增速将逐渐下降。

(3) 房地产经纪及资产管理: 预计 2023-2025 年营收增速分别为 20.0%、17.5%、15.0%。主要考虑到该项业务主要包含二手房租售和尾盘销售, 二手房租售在公司信用背书条件下, 客户接受度将随之增加。而尾盘销售受市场低迷影响, 预计增长缓慢, 故整体业务营收增速将有所下降。

(4) 公共区域: 预计 2023-2025 年营收增速分别为 40%、35%、30%。主要考虑到住宅交付项目增多, 公共空间扩大, 业绩将稳步提升, 但增速有所下降。

(5) 养老及健康: 预计 2023-2025 年营收增速分别为 25%、20%、15%。主要考虑到公司在 2022 年新拓海沧区社会福利院等轻资产项目, 后续随着项目增多及养老院入住率提升, 业绩将逐渐增长, 增速随规模增加而逐渐下降。

(6) 智能社区: 预计 2023-2025 年营收增速分别为 100%、80%、50%。主要考虑到该项业务应用场景主要为待交付项目, 随着公司竣工项目增加及兆慧科技成果转化提高, 业绩将不断提升, 但增速将逐渐下降。

表4: 预计社区增值及协同服务 2023-2025 年收入增速为 87.1%、70.4%、48.6% (百万元)

业务类型	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
家居生活	22.9	40.8	72.0	144.3	259.8	441.7	706.7
yoy		78.4%	76.5%	100.4%	80.0%	70.0%	60.0%
智能社区	21.2	22.5	54.0	118.6	237.2	427.0	640.6
yoy		6.0%	139.8%	119.7%	100.0%	80.0%	50.0%
房地产经纪及资产管理	5.1	10.2	48.3	49.5	59.4	69.8	80.3
yoy		102.5%	371.8%	2.5%	20.0%	17.5%	15.0%
公共区域增值服务	27.1	31.8	39.2	57.0	79.8	107.7	140.0
yoy		17.5%	23.3%	45.3%	40.0%	35.0%	30.0%
养老及健康增值服务	-	3.6	22.3	37.2	46.5	55.8	64.2
yoy			524.2%	66.8%	25.0%	20.0%	15.0%
家居美化服务	4.0	11.6	18.1	69.1	207.3	414.5	621.8
yoy		191.1%	56.2%	281.4%	200%	100%	50%
社区增值及协同服务	80.2	120.5	254.0	475.8	890.1	1516.6	2253.6
yoy		50.2%	110.7%	87.3%	87.1%	70.4%	48.6%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

非业主增值服务: 我们预测 2023-2025 年收入增速为 -2.0%、5.0%、5.0%。主要考虑到母公司出于成本节约考量, 减少了销售中心的费用支出, 故 2023 年该板块业绩转正为负, 后期随着提升运营效率, 业绩将继续稳定增长。

商业运营及物业管理服务: 我们预测 2023-2025 年收入增速为 170%、11.9%、12.2%。主要考虑到公司 2022 年下半年新增该项业务, 收入确认较少。2023 年上半年营收 31.9 百万元, 服务随时间确认, 故最终 2023 年业务营收较 2022 年高增。2024-2025 年假定商业坪效 (收入/在管面积) 稳定不变, 在管面积每年稳定增长 15 万方。

毛利率端: 我们预测公司 2023-2025 年毛利率分别为 27.3%、26.9%、27.8%。
其中:

(1) 物业管理服务：预计 2023-2025 年毛利率分别为 22.0%、22.5%、23.5%。主要考虑到母公司建发国际拿地更加聚焦高能级城市，以及公司在进行独立第三方外拓时践行“有价有量”原则，所以未来物管费用将逐步提升。同时通过提高项目运营效率从而节约成本开支，毛利率将逐渐改善。

(2) 社区增值服务：预计 2023-2025 年毛利率分别为 40.0%、35.0%、35.0%。主要考虑到 2023 年因母公司交付项目增多，高收益的尾盘包销及硬装业务将带动 2023 年毛利率较 2022 年有所提高，但随着轻资产板块业务收入占比不断提高，利润率将有所下滑。

(3) 非业主增值服务：预计 2023-2025 年毛利率稳定于 17.4%。主要考虑到公司该业务采取市场化定价，同时母公司为节约营销费用开支，公司将通过提高效率以此稳定收益。

(4) 商业运营及物业管理服务：预计 2023-2025 年毛利率分别为 92.5%、93.0%、93.5%。主要考虑到该业务为公司新增业务，后续有望通过管理及运营经验的积累，业务收益水平逐渐提高。

表5：预计 2023-2025 年公司营业收入分别同比增长 39.6%、39.8%、34.0%

主营业务	指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物业管理服务	营业收入（百万元）	578.5	758.6	1036.2	1502.4	2103.4	2839.6
	YOY	18.9%	31.1%	36.6%	45.0%	40.0%	35.0%
	营业成本（百万元）	429.8	580.3	812.4	1171.9	1630.2	2172.3
	毛利率	25.7%	23.5%	21.6%	22.0%	22.5%	23.5%
社区增值	营业收入（百万元）	120.5	254.0	475.8	890.1	1516.6	2253.6
	YOY	50.2%	110.7%	87.3%	87.1%	70.4%	48.6%
	营业成本（百万元）	65.8	137.7	315.9	534.0	985.8	1464.8
	毛利率	45.4%	45.8%	33.6%	40.0%	35.0%	35.0%
非业主增值	营业收入（百万元）	329.6	544.1	754.5	739.4	776.3	815.2
	YOY	40.4%	65.1%	38.7%	-2.0%	5.0%	5.0%
	营业成本（百万元）	281.1	449.4	623.2	610.7	641.3	673.3
	毛利率	14.7%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
商业运营及物业管理服务	营业收入（百万元）	0.0	0.0	24.0	64.9	72.6	81.5
	YOY				170.0%	11.9%	12.2%
	营业成本（百万元）			1.9	4.9	5.1	5.3
	毛利率			92.0%	92.5%	93.0%	93.5%
合计	营业收入（百万元）	1028.6	1556.7	2290.5	3196.8	4469.0	5989.8
	YOY	28.4%	51.3%	47.1%	39.6%	39.8%	34.0%
	营业成本（百万元）	776.9	1167.3	1753.5	2321.5	3262.3	4315.8
	毛利率	24.5%	25.0%	23.4%	27.4%	27.0%	27.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

建发物业作为厦门建发集团成员企业，依托股东优渥资源，业绩保持高速增长。我们选取关联房企同为国内优秀开发商的绿城服务、中海物业、华润万象生活、碧桂园服务作为可比公司，2023 年可比公司 PE 均值为 12.5 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.2、5.5、7.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.7、8.2、6.1 倍，

2023-2025 年预测 PE 低于可比公司均值。我们主要考虑到公司背靠厦门国资委，股东拿地积极同时保持高权益比，可以为公司持续提供优质项目。经过二十余年发展，公司目前拥有四条主要业务线，不仅为多业态提供高品质物业服务，还积极开展增值服务拓展业绩增量空间。同时公司财务高度自律，债务安全边际高，盘面健康，可实现高质量发展。据此我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

表6：可比公司估值表

证券代码	证券简称	评级	总市值/亿元		归母净利润/亿元			PE/倍			
			2024/3/3	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2869.HK	绿城服务	未评级	89.4	5.5	7.1	9.0	11.4	16.3	12.6	9.9	7.9
2669.HK	中海物业	未评级	206.7	12.7	16.7	21.5	27.1	16.2	12.4	9.6	7.6
1209.HK	华润万象生活	未评级	528.4	22.1	28.1	34.3	42.0	24.0	18.8	15.4	12.6
6098.HK	碧桂园服务	买入	199.9	19.4	32.9	42.8	49.2	10.3	6.1	4.7	4.1
	平均值							16.7	12.5	9.9	8.0
2156.HK	建发物业	买入	45.5	2.5	4.2	5.5	7.5	18.4	10.7	8.2	6.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：可比公司数据均来源于 Wind 一致预期，股价截至 2024 年 3 月 3 日，汇率：1 港币=0.92 人民币）

6、风险提示

建发国际拿地及销售不及预期、独立第三方外拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,511	3,157	3,673	4,218	4,901
现金	2,261	2,703	3,117	3,408	3,908
应收账款	202	381	477	723	897
存货	12	40	44	48	53
其他流动资产	36	33	36	40	44
非流动资产	101	150	137	133	131
固定资产及在建工程	31	36	34	33	34
无形资产及其他长期资产	71	114	103	100	97
资产总计	2,613	3,307	3,810	4,351	5,032
流动负债	1,566	2,005	2,152	2,468	2,779
短期借款	0	2	1	1	1
应付账款	91	154	91	112	119
其他流动负债	1,475	1,850	2,061	2,355	2,659
非流动负债	15	28	27	26	24
长期借款	0	9	8	8	7
其他非流动负债	15	20	19	18	17
负债合计	1,581	2,034	2,179	2,493	2,803
股本	11	11	12	12	12
储备	1,000	1,200	1,548	1,764	2,121
归母所有者权益	1,011	1,211	1,560	1,775	2,133
少数股东权益	20	27	30	33	36
负债和股东权益总计	2,613	3,307	3,810	4,351	5,032

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	887	496	578	734	965
税前利润	205	325	550	715	968
折旧和摊销	15	21	25	30	36
营运资本变动	728	254	149	174	201
其他	(61)	(104)	(146)	(185)	(242)
投资活动现金流	(3)	6	(27)	(58)	(22)
资本开支	11	17	12	13	14
其他	(14)	(11)	(39)	(71)	(36)
融资活动现金流	492	(60)	(138)	(385)	(443)
股权融资	501	0	0	0	0
银行借款	0	10	11	12	13
其他	(9)	(70)	(149)	(397)	(456)
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	1,375	442	413	291	500
期末现金总额	2,261	2,703	3,117	3,408	3,908

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,557	2,290	3,197	4,469	5,990
营业成本	1,167	1,753	2,322	3,262	4,316
营业费用	213	287	416	587	784
管理费用	4	8	11	15	20
其他收入/费用	0	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	173	240	447	604	868
净财务收入/费用	22	71	85	94	84
其他利润	54	155	188	205	184
除税前利润	205	325	550	715	968
所得税	44	73	121	157	213
少数股东损益	2	4	4	6	8
归母净利润	159	247	424	552	748
EBITDA	184	254	464	621	884
扣非后净利润	145	(3,282)	(322)	(878)	(1,154)
EPS(元)	0.11	0.18	0.30	0.39	0.53

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	51.3	47.1	39.6	39.8	34.0
营业利润(%)	52.4	38.9	86.1	34.9	43.9
归属于母公司净利润(%)	50.2	55.1	71.7	30.0	35.5
获利能力					
毛利率(%)	25.0	23.4	27.4	27.0	27.9
净利率(%)	10.3	11.0	13.4	12.5	12.6
ROE(%)	15.8	20.4	27.2	31.1	35.1
ROIC(%)	22.5	21.8	29.1	33.2	37.5
偿债能力					
资产负债率(%)	60.5	61.5	57.2	57.3	55.7
净负债比率(%)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3
应收账款周转率	13.9	12.2	12.2	12.2	12.2
应付账款周转率	26.1	18.7	26.1	44.0	51.9
存货周转率	216.2	88.3	76.9	97.7	119.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.18	0.30	0.39	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.7
每股净资产(最新摊薄)	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
估值比率					
P/E	28.5	18.4	10.7	8.2	6.1
P/B	4.5	3.7	2.8	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn