

滨江服务 (03316.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

硬装发展迅速，派息比例提升

业绩简评

2024年3月25日，公司发布2023年全年业绩：实现营收28.09亿元，同比+41.7%，归母净利润4.93亿元，同比+19.6%。

经营分析

收入略超预期，归母净利润不及预期主因毛利率下滑。2023年公司营收略超预期主要由于5S增值服务中优居服务规模发展迅速；而归母净利润增长不及预期主要由于毛利率下滑。2023年公司毛利率同比下滑5.1pct至24.8%。其中物管服务毛利率下滑0.8pct至18.3%；非业主增值受地产行业影响，毛利率下滑11.9pct至33.2%；5S增值服务由于毛利率较低的优居服务收入占比快速提升所带来的结构性影响，毛利率同比下滑16.0pct至32.3%。

积极践行品牌外拓，第三方占比持续提升，独立性增强。截至2023年末，公司合约面积0.82亿方，同比+19.0%；在管面积0.55亿方，同比+30.7%，其中第三方占比同比提升1.5pct至56.5%；全年在管建面净增加0.13亿方，其中61.3%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，平均物管费为4.21元每月每平方米（2022年为4.26元每月每平方米）。

硬装业务取得突破，5S增值服务大幅增长。公司于2022年在优居业务中开展硬装业务，2023年将成功经验复制并进行市场化推广，全年优居业务实现营收5.32亿元，同比+354.8%，进而带动5S增值服务整体实现营收6.78亿元，同比+172.5%，营收占比提升11.5pct至24.1%。

派发特别股息，派息比例及股息率双高。2023年公司派发末期股息1.178港元/股及上市五周年特别股息0.196港元/股，合计全年派息比例约70%，较2022年提升10pct。对应3月25日收盘价17.52港元/股，公司股息率达7.84%，性价比凸显。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司硬装业务带动收入快速增长同时拉低毛利率，我们上调收入预测并下调归母净利润预测，预计2024-2026年的归母净利润分别为5.7亿元、6.5亿元、7.3亿元，同比增速分别为+15.0%、+14.2%、+12.4%。维持“买入”评级，公司股票3月25日收盘价对应2024-26年PE估值为7.9x、6.9x和6.2x。

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

市价（港币）：17.520元

相关报告：

- 《滨江服务港股公司点评：稳健有质扩规模，硬装获突破》，2023.8.27
- 《滨江服务2022业绩点评：稳健有质扩规模，硬装获突破》，2023.3.26



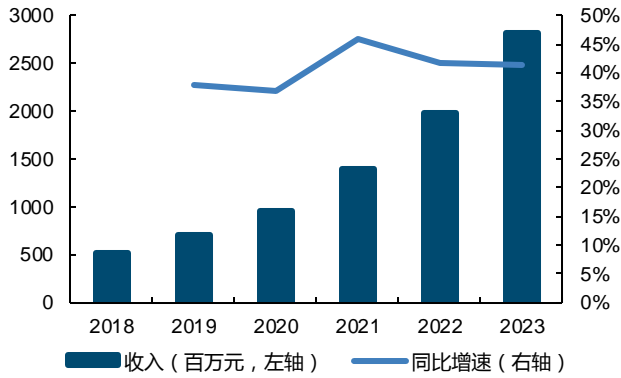
主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,983	2,809	3,662	4,386	5,069
营业收入增长率	41.72%	41.69%	30.37%	19.77%	15.57%
归母净利润(百万元)	412	493	566	647	727
归母净利润增长率	28.05%	19.55%	14.97%	14.22%	12.35%
摊薄每股收益(元)	1.49	1.78	2.05	2.34	2.63
每股经营性现金流净额	4.06	1.78	2.43	2.89	2.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	33.06%	33.09%	33.19%	33.08%	32.52%
P/E	11.81	8.54	7.89	6.91	6.15
P/B	3.90	2.83	2.62	2.29	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所

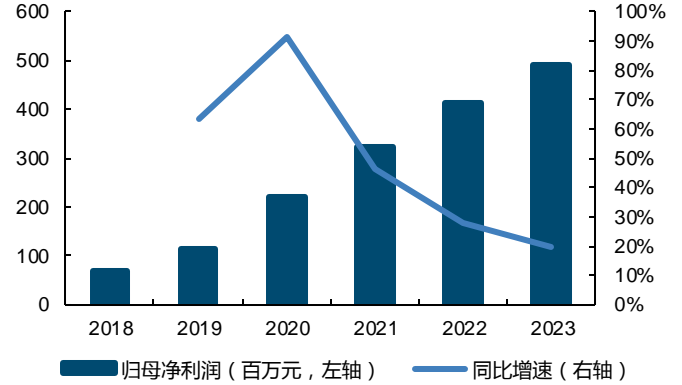
图表

图表1: 2018-2023 收入及同比增速



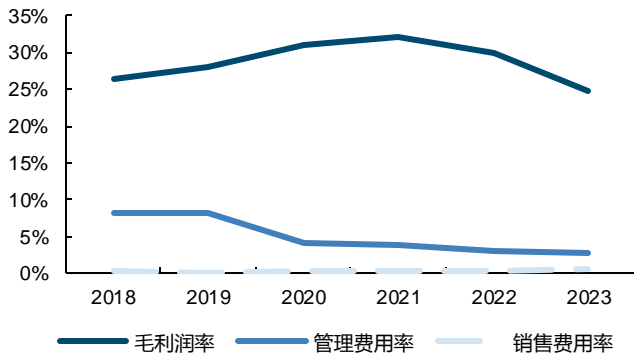
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 2018-2023 归母净利润及同比增速



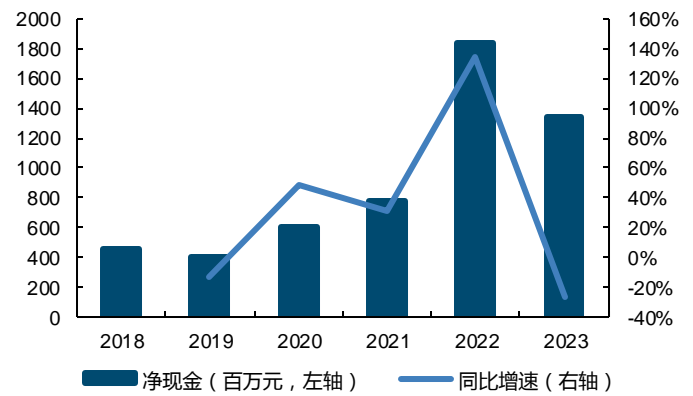
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 2018-2023 毛利率、管理费用率及销售费用率



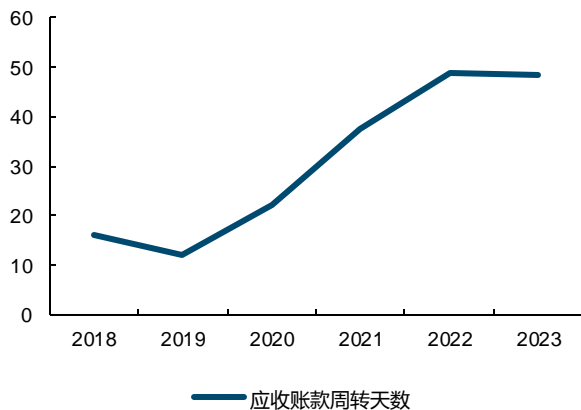
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 2018-2023 净现金



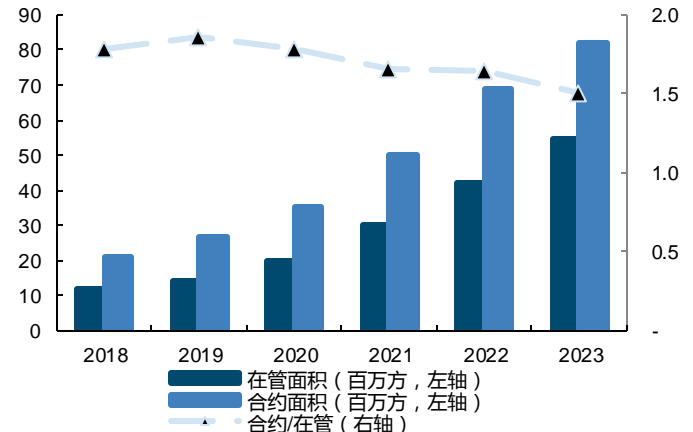
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 净现金=现金及现金等价物-短期借款-长期借款

图表5: 2018-2023 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, 天数取

图表6: 2018-2023 在管面积和合约面积走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

365 天

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,399	1,983	2,809	3,662	4,386	5,069
增长率	45.7%	41.7%	41.7%	30.4%	19.8%	15.6%
主营业务成本	949	1,390	2,113	2,844	3,449	4,019
%销售收入	67.9%	70.1%	75.2%	77.6%	78.6%	79.3%
毛利	450	592	696	819	937	1,050
%销售收入	32.1%	29.9%	24.8%	22.4%	21.4%	20.7%
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	4	8	18	23	26	29
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	54	62	76	99	116	132
%销售收入	3.8%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%
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)	396	525	602	697	794	889
%销售收入	28.3%	26.5%	21.4%	19.0%	18.1%	17.5%
财务费用	-32	-42	-67	-44	-54	-66
%销售收入	-2.3%	-2.1%	-2.4%	-1.2%	-1.2%	-1.3%
投资收益	1	3	8	8	8	8
%税前利润	0.3%	0.6%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%
营业利润	414	545	642	731	838	944
营业利润率	29.6%	27.5%	22.9%	20.0%	19.1%	18.6%
营业外收支						
税前利润	423	561	653	754	862	968
利润率	30.3%	28.3%	23.2%	20.6%	19.6%	19.1%
所得税	98	142	150	173	198	223
所得税率	23.2%	25.3%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	325	419	503	581	663	745
少数股东损益	3	7	10	15	17	19
归属于母公司的净利润	322	412	493	566	647	727
净利率	23.0%	20.8%	17.5%	15.5%	14.7%	14.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	322	412	493	566	647	727
少数股东损益	3	7	0	15	17	19
非现金支出	-16	33	0	-9	-7	-5
非经营收益						
营运资金变动	-69	670	0	104	147	-4
经营活动现金净流	242	1,123	493	672	798	730
资本开支	-13	-22	0	-15	-15	-15
投资	59	6	0	0	0	0
其他	19	48	-728	23	23	23
投资活动现金净流	66	32	-728	8	8	8
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-2	-2	0	0	0	0
其他	-206	-109	-259	-348	-398	-447
筹资活动现金净流	-208	-111	-259	-348	-398	-447
现金净流量	100	1,044	-495	332	408	291

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	906	1,950	1,455	1,787	2,195	2,487
应收款项	173	343	545	699	810	943
存货	79	147	245	324	366	438
其他流动资产	324	199	360	384	405	424
流动资产	1,482	2,640	2,605	3,194	3,776	4,292
%总资产	88.0%	88.2%	64.2%	68.7%	72.1%	74.6%
长期投资	6	9	14	14	14	14
固定资产	19	26	43	48	52	55
%总资产	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	0	0	4	4	4	4
非流动资产	202	354	1,450	1,455	1,458	1,461
%总资产	12.0%	11.8%	35.8%	31.3%	27.9%	25.4%
资产总计	1,685	2,994	4,055	4,648	5,234	5,754
短期借款	122	117	109	109	109	109
应付款项	83	185	195	243	288	330
其他流动负债	506	1,379	2,188	2,501	2,777	2,955
流动负债	711	1,681	2,492	2,853	3,173	3,395
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	27	22	22	22	22
负债	711	1,708	2,513	2,875	3,195	3,416
普通股股东权益	942	1,246	1,488	1,706	1,955	2,234
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	945	1,246	1,488	1,706	1,955	2,234
少数股东权益	32	40	53	68	84	103
负债股东权益合计	1,685	2,994	4,055	4,648	5,234	5,754

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.16	1.49	1.78	2.05	2.34	2.63
每股净资产	3.41	4.51	5.38	6.17	7.07	8.08
每股经营现金净流	0.88	4.06	1.78	2.43	2.89	2.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	1.26	1.26	1.26
回报率						
净资产收益率	34.17%	33.06%	33.09%	33.19%	33.08%	32.52%
总资产收益率	19.10%	13.76%	12.15%	12.18%	12.36%	12.63%
投入资本收益率	27.72%	27.94%	28.12%	28.51%	28.48%	27.97%
增长率						
主营业务收入增长率	45.69%	41.72%	41.69%	30.37%	19.77%	15.57%
EBIT 增长率	54.05%	32.71%	14.67%	15.80%	13.95%	11.85%
净利润增长率	46.55%	28.05%	19.55%	14.97%	14.22%	12.35%
总资产增长率	12.12%	77.72%	35.43%	14.64%	12.60%	9.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.1	37.2	40.8	41.4	41.4	41.4
存货周转天数	24.9	29.3	33.4	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	25.0	34.7	32.3	27.7	27.7	27.7
固定资产周转天数	4.3	4.1	4.5	4.5	4.1	3.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-82.93%	-140.41%	-85.94%	-93.39%	-101.25%	-100.81%
EBIT 利息保障倍数	-12.3	-12.5	-9.0	-16.0	-14.8	-13.5
资产负债率	42.21%	57.04%	61.98%	61.84%	61.04%	59.38%

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806