

房地产 | 公司研究

2024年03月27日

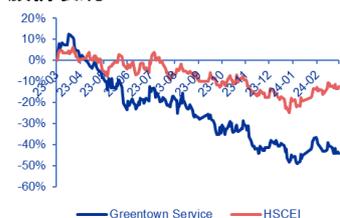
买入

维持

市场数据：2024年03月26日

收盘价(港币)	2.63
恒生中国企业指数	5,825
52周最高/最低价(港币)	5.15/2.40
H股市值(亿港元)	84
流通H股(百万股)	3,194
汇率(人民币/港币)	1.10

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
邓力 A0230523050001
dengli@swsresearch.com

联系人

邓力
(8621)23297818×转
dengli@swsresearch.com

业绩稳增，利润率修复，分红率提升

绿城服务 (02869.HK)

23年营业收入同比+17%，归母净利润同比+11%、符合预期，分红率升至73%。2023年，公司实现营收173.9亿元，同比+17.1%；核心经营利润13.0亿元，同比+32.1%；实现归母净利润6.1亿元，同比+10.6%，符合市场预期；基本每股收益0.19元，同比+11%；毛利率和归母净利率为16.8%和3.5%，同比分别+0.6pct和-0.2pct；销售及营销开支3.4亿元，同比+28.7%；行政开支12.7亿元，同比+10.4%，低于收入增速17.1%，管理费用率7.3%，同比-0.4pct。业绩变动主要源于：1)在管规模稳步增长；2)毛利率有所修复，管理费率优化。此外，公司拟每股派息0.15港元，对应分红率73%，较上年提升21pct。

23年在管面积同比+17%，第三方在管占比达84%。2023年末，公司在管面积达4.5亿平，同比+16.7%；储备面积达3.7亿平，同比-2.0%；储备/在管覆盖率约0.8倍；新拓年饱和营收43.2亿元，同比+6%，其中非住宅占比46.9%。2023年末，在管面积中：1)住宅、非住宅分别占80%、20%；2)绿城房产、第三方分别占比15.7%、84.3%；3)华东/环渤海/珠三角/其它区域分别占69.2%/11.6%/5.9%/13.3%。

物业服务收入同比+18%，园区服务收入同比+25%，毛利率提升。2023年，公司物业服务、园区服务、咨询服务、科技服务分别实现营收111.0、35.7、23.0、4.3亿元，分别同比+17.5%、+25.0%、+11.1%、-12.6%，分别占比63.8%、20.5%、13.2%、2.5%，毛利率分别为13.0%、21.5%、23.4%、38.7%，分别同比+0.9、+0.7、+0.7、-2.2pct。咨询服务中，在建物业服务、管理咨询服务分别同比+11.0%、+11.7%，分别占比咨询服务收入的88%、12%；园区服务中，园区产品及服务、居家生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务收入分别同比+11.7%、+113.5%、+12.3%、+17.5%、+26.1%，分别占比园区服务收入的35.6%、15.3%、7.9%、21.8%、19.4%。物业服务、园区服务、增值服务毛利率均提升，源于提质增效措施。

投资分析意见：业绩稳增，利润率修复，分红率提升，维持“买入”评级。绿城服务通过第三方拓展，实现规模稳定而持续的扩张。公司以服务品质著称，区域聚焦长三角，收缴率、续约率、中标率都位于行业较高水平，并物业费提价能力相对较强，中长期利润率更加稳定，并有望在行业后阶段率先挖掘增值服务空间，有望领跑物管行业黄金赛道。考虑到行业下行，我们下调公司2024-25年每股收益预测至0.22、0.25元(原0.26、0.32元)，并引入2026年每股收益预测0.28元，考虑到绿城服务作为第三方品质物管企业，后续有望受益于地产及物管格局优化，利润率有望逐步改善，维持“买入”评级。

风险提示：增值服务拓展不及预期，人工成本超预期上升致利润率下行，涉及诉讼仍有不确定性。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,856	17,393	20,159	23,281	26,831
同比增长率(%)	18.2	17.1	15.8	15.5	15.3
净利润(百万元)	547	605	700	805	891
同比增长率(%)	-35.3	10.6	15.6	15.0	10.7
每股收益(元)	0.17	0.19	0.22	0.25	0.28
净资产收益率(%)	7.7	8.2	9.2	10.3	11.0
市盈率(倍)	13.9	12.6	10.9	9.5	8.6
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,856	17,393	20,159	23,281	26,831
营业成本	12,454	14,480	16,822	19,432	22,407
销售费用	266	343	423	489	563
管理费用	1,155	1,275	1,476	1,699	2,012
财务费用	37	2	(28)	6	34
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	29	145	160	160	160
营业利润	694	1,083	1,252	1,441	1,601
营业外收支	170	(111)	(128)	(148)	(171)
利润总额	864	972	1,124	1,293	1,431
所得税	233	256	296	341	377
净利润	631	716	828	952	1,054
少数股东损益	84	111	128	147	163
归属母公司净利润	547	605	700	805	891
NOPLAT	494	889	974	1,152	1,304
EPS(摊薄) (元)	0.17	0.19	0.22	0.25	0.28

资料来源：Wind，申万宏源研究

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,183	4,531	5,246	6,058	6,982
应收账款及票据	4,840	5,257	6,087	7,029	8,101
存货	570	674	780	901	1,038
其他流动资产	1,247	1,650	1,594	1,842	2,124
流动资产合计	10,841	12,112	13,707	15,830	18,246
固定资产	917	1,039	1,039	1,039	1,039
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5,096	4,931	5,428	5,984	6,608
非流动资产合计	6,013	5,970	6,467	7,023	7,647
资产合计	16,854	18,082	20,175	22,854	25,893
短期借款（包含一年内到期的非流动负债）	147	290	1,061	1,965	2,970
应付账款	2,146	2,084	2,422	2,797	3,226
应交税金	1,015	1,308	1,264	1,460	1,684
其他流动负债	4,080	4,874	5,630	6,500	7,489
流动负债合计	7,387	8,558	10,376	12,722	15,368
长期借款	187	23	-141	-304	-468
其他非流动负债	1,403	1,276	1,482	1,712	1,974
非流动负债合计	1,590	1,299	1,342	1,408	1,507

负债合计	8,978	9,856	11,718	14,130	16,875
归属母公司所有者权益	7,121	7,406	7,601	7,827	8,076
少数股东权益	755	820	855	897	942
所有者权益合计	7,876	8,225	8,457	8,723	9,018
负债和股东权益	16,854	18,082	20,175	22,854	25,893

资料来源：Wind，申万宏源研究

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	631	716	828	952	1,054
折旧与摊销	433	0	0	0	0
营运资本变动	(633)	(582)	(599)	(687)	(781)
其他经营活动现金流	264	(143)	(188)	(154)	(126)
经营活动产生的现金流量净额	695	(8)	41	111	147
资本性支出	454	0	0	0	0
其他投资活动现金流	388	(109)	(156)	(142)	(137)
投资活动产生的现金流量净额	(141)	(109)	(156)	(142)	(137)
债务增加	481	647	1,569	1,841	2,093
股权融资	(53)	0	0	0	0
支付股利	543	436	504	580	642
其他筹资活动现金流	(124)	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	(720)	61	886	597	633
现金及现金等价物净增加额	(123)	347	715	812	924
现金及现金等价物期末余额	4,183	4,531	5,246	6,058	6,982

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。