

绿城服务 (02869.HK) 扩面提质，非住破局，四大板块协同助力业绩腾飞

2024年04月17日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（联系人）

qidong@kysec.cn

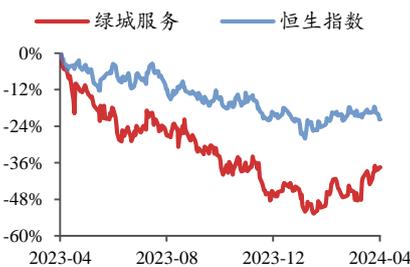
huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790122080101

日期	2024/4/17
当前股价(港元)	3.170
一年最高最低(港元)	5.340/2.340
总市值(亿港元)	101.25
流通市值(亿港元)	101.25
总股本(亿股)	31.94
流通港股(亿股)	31.94
近3个月换手率(%)	7.57

股价走势图



数据来源：聚源

● 拓展规模扩面提质，四大板块协同助力业绩腾飞，给予“买入”评级

绿城服务以物业服务为根基、以生活服务与城市服务为两翼，股权独立，第三方拓展占比高企。公司物业服务板块在管面积保持增长，储备面积充足，园区服务、咨询服务和科技服务业务协同发展、稳中有进。我们预计公司2024-2026年归母净利润为7.41、8.95、10.18亿元，对应EPS为0.23、0.28、0.32元，当前股价对应PE为12.4、10.3、9.0倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 收入增长盈利能力稳定，第三方拓展占比高企

公司2018-2023年营业收入连续稳健增长，2023年实现营收174.11亿元，同比增长17.1%；实现核心经营利润12.96亿元，同比增长32.1%。公司主要通过参与央企及行业头部客户参股或者战略合作等方式进行业务扩张，截至2023年末，公司在管面积和储备面积中来自关联方绿城中国的占比分别为15.7%和8.0%，第三方在管面积占比高于同行，在合作央企客户超200家。

● 物业服务稳健压舱，管理面积持续扩张

由于在管面积稳定增长，公司2023年物业服务收入111.0亿元，同比增长17.5%，占主营收入的63.8%，物业服务毛利率为13.0%，同比提升0.9个百分点。公司聚焦区域深耕，形成了杭州、宁波、合肥等多个高市占深耕区域。截至2023年末公司在管面积达448.4百万方，同比增长16.7%，其中住宅业态占比约80%。公司2023年平均物业费为3.24元/平/月，新拓存量住宅平均单价3.65元/平/月，项目收缴率95.2%。截至2023年末公司非住宅业态项目在管面积占比20.3%，新拓非住营收占比提升3.4个百分点至46.9%，未来非住业态占比提升空间较大。

● 园区服务、咨询服务、科技服务协同发展，稳健增长

公司2023年园区服务、咨询服务和科技服务主营收入占比分别为20.5%、13.2%和2.5%，分别同比+25.0%、+11.1%、-12.6%。三大板块完善了公司在文化教育、居家生活、资产管理、地产咨询、数字化建设等领域的建设，是公司实现全生活场景和地产全生命周期物业服务的重要补充，公司有望依托四大板块的协同发展，实现收入和盈利的双重提升。

● 风险提示：房地产行业加速下行、公司拓展速度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,856	17,393	20,036	22,852	25,709
YOY(%)	18.2	18.2	17.1	15.2	14.1
净利润(百万元)	548	605	741	895	1,018
YOY(%)	(35.3)	(35.3)	10.6	22.4	20.7
毛利率(%)	16.2	16.8	16.7	17.4	18.3
净利率(%)	4.2	4.1	4.4	5.2	5.7
ROE(%)	7.4	8.2	9.9	13.3	13.6
EPS(摊薄/元)	0.17	0.19	0.23	0.28	0.32
P/E(倍)	16.8	15.2	12.4	10.3	9.0
P/B(倍)	1.3	1.2	1.2	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所（股价截至2024年4月17日，汇率1港币=0.91人民币）

## 目 录

1、 聚焦四大板块，地产全生命周期服务商.....	4
1.1、 发展二十余年，缔造物业服务上市公司十强.....	4
1.2、 股权较为独立，第三方拓展占比高企.....	4
1.3、 核心管理团队履历丰富，购股权激励充沛.....	6
1.4、 四大业务板块协同发展，收入增长盈利能力稳定.....	7
2、 物业服务稳健压舱，管理面积持续扩张.....	7
2.1、 收入毛利有所提升，新拓面积稳定奠定增长基础.....	7
2.2、 经营指标表现优秀，非住业态提升空间较大.....	9
3、 园区服务收入增速强势，五大板块协同发展.....	10
3.1、 园区产品和服务板块聚焦三大场景，推动社区零售业务增长.....	11
3.2、 文化教育、居家生活、资产管理、园区空间服务稳中有进.....	12
4、 咨询服务提升竞争力，科技服务创造全新价值点.....	13
4.1、 咨询业务毛利率改善，提供房地产全周期咨询服务.....	13
4.2、 数字化建设持续推进，市场体系建设初见成效.....	14
5、 管费相对较高，派息率持续领先.....	16
6、 盈利预测与投资建议.....	18
7、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

## 图表目录

图 1： 公司发展二十余年成为物业服务上市公司十强.....	4
图 2： 截至 2023 年末绿城中国对绿城服务持股仅 4.3%.....	5
图 3： 公司截至 2023 年末在管面积关联占比为 15.7%.....	5
图 4： 公司截至 2023 年第三方在管面积占比高于同行.....	5
图 5： 公司 2023 年营收同比增长 17.1%.....	7
图 6： 公司 2023 年物业服务仍为收入最大构成业务.....	7
图 7： 公司 2023 年归母净利润同比增长 10.6%.....	7
图 8： 公司 2023 年核心经营利润同比增长 32.1%.....	7
图 9： 公司 2023 年物业服务收入同比增长 17.5%.....	8
图 10： 公司 2023 年物业服务毛利率同比提升 0.9pct.....	8
图 11： 公司 2023 年在管面积同比增长 16.7%.....	8
图 12： 公司 2023 年长三角在管面积占比 58.5%.....	8
图 13： 公司 2022-2023 年储备面积均超 370 百万方.....	9
图 14： 公司 2021-2023 年新拓面积年饱和营收均超过 40 亿元.....	9
图 15： 公司 2020 年以来平均物业费超过 3.2 元/平/月.....	9
图 16： 公司 2023 年收缴率同比提升 1.9pct 至 95.2%.....	9
图 17： 公司 2023 年在管非住业态面积达 91 百万方.....	10
图 18： 公司 2023 年新拓非住营收占比增至 46.9%.....	10
图 19： 公司 2023 年在非住业态拓展了商企类、城市服务类等多个领域.....	10
图 20： 公司 2023 年园区服务收入同比增长 25.0%.....	11
图 21： 公司 2023 年园区服务毛利率同比增长 0.7pct.....	11

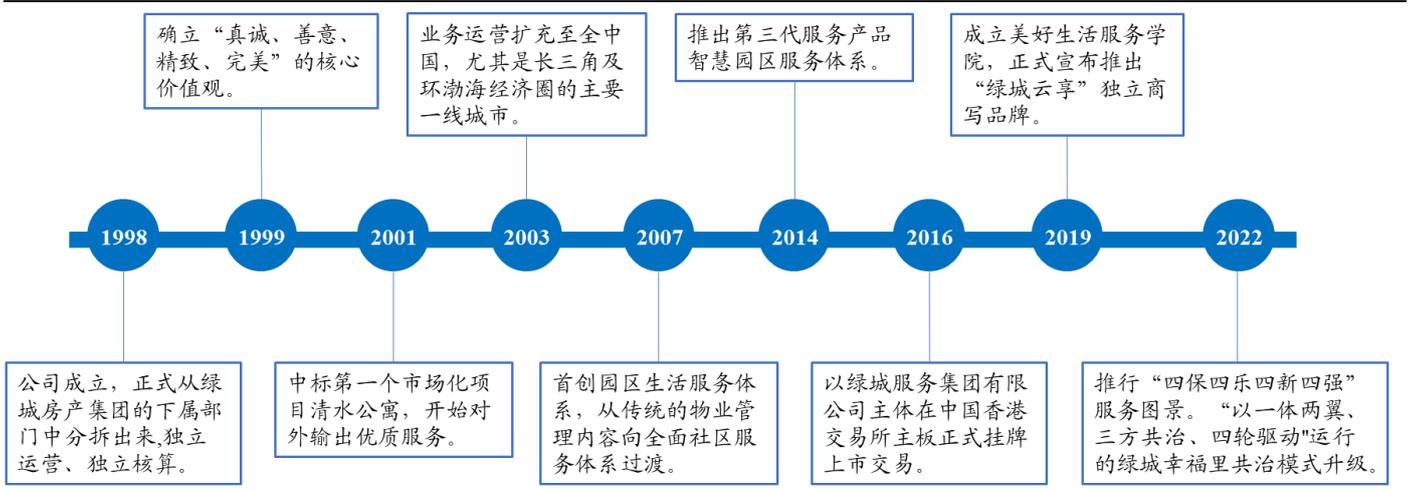
图 22: 园区服务板块中文化教育和居家生活板块收入占比呈增长趋势.....	11
图 23: 公司 2023 年园区产品和服务板块收入同比增长 11.7%.....	12
图 24: 公司 2023 年文化教育收入同比增长 26.1% .....	13
图 25: 公司 2023 年居家生活收入同比增长 113.5% .....	13
图 26: 公司 2023 年物业资产管理收入同比增长 17.5% .....	13
图 27: 公司 2023 年园区空间服务收入同比增长 12.3% .....	13
图 28: 公司 2023 年咨询业务收入同比增长 11.1% .....	14
图 29: 公司 2023 年咨询业务毛利率同比提升 0.7pct.....	14
图 30: 公司在建物业咨询业务仍为咨询板块收入主要来源.....	14
图 31: 公司科技服务业务提供“2+3+N”的产品服务体系 .....	15
图 32: 公司 2023 年科技服务业务收入同比下降 12.6% .....	16
图 33: 公司 2023 年科技服务业务毛利率同比下降 2.2 个百分点.....	16
图 34: 公司 2023 年毛利率和净利率分别为 16.8%和 4.1% .....	16
图 35: 公司 2023 年物业管理板块毛利率在同行中相对偏低.....	16
图 36: 绿城服务 2023 年毛利率和净利率在同行中相对较低.....	17
图 37: 绿城服务 2023 年管理费率在头部物企公司中处于平均水平.....	17
图 38: 公司 2020 年来年股利支付率均超 50% .....	18
图 39: 公司 2023 年普通股息为 0.15 港元 .....	18
表 1: 公司 2019 年来不断拓展和房企及物业公司的合作.....	5
表 2: 公司高管团队均在公司有多年任职经历.....	6
表 3: 公司自 2018 年来五次授予高管团队购股权.....	6
表 4: 公司在园区产品及服务板块强化产品力、组织力和服务力.....	12
表 5: 我们预测 2024-2026 年公司营业收入将保持增长 (亿元) .....	19
表 6: 公司 2024 年 PE 估值水平平均高于可比公司均值.....	19

## 1、聚焦四大板块，地产全生命周期服务商

### 1.1、发展二十余年，缔造物业服务上市公司十强

绿城服务集团有限公司（以下简称“绿城服务”、“公司”）于1998年成立，2016年在中国香港交易所挂牌上市（股票代码 02869.HK）。公司是一家以物业服务为根基、以生活服务与城市服务为两翼，以智慧科技为引擎的数字化、平台化、生态型的现代服务企业，发展二十余年，秉承“真诚、善意、精致、完美”的核心价值观，收获了“中国物业服务百强满意度领先企业”、“中国物业服务企业上市公司十强”等殊荣，2014-2022年连续13年蝉联中国物业服务百强满意度领先企业第一名。

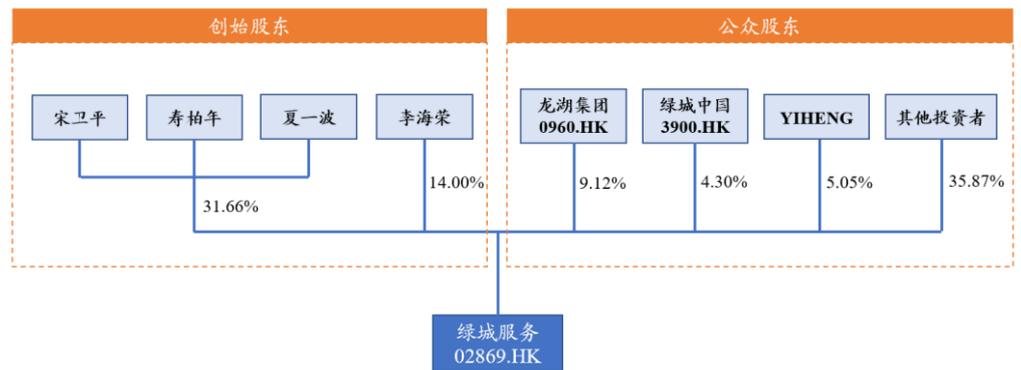
图1：公司发展二十余年成为物业服务上市公司十强



资料来源：公司官网、开源证券研究所

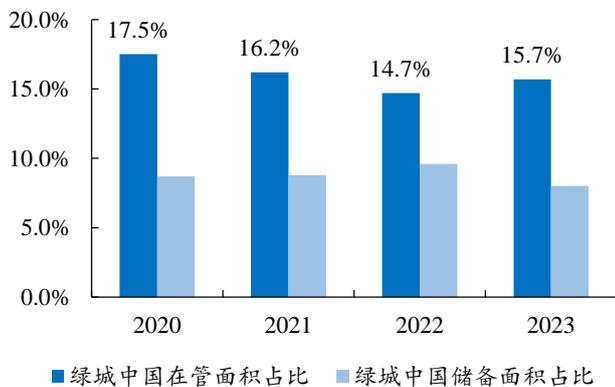
### 1.2、股权较为独立，第三方拓展占比高企

公司自1998年脱离绿城房产体系分拆独立发展，公司创始股东包括宋卫平等四人，共同组成了绿城服务的控股股东，截至2023年末共计持有45.66%的股份，股权长期保持稳定，代表了创始股东对公司发展的信心；公众股东包括龙湖集团和绿城中国等，其中绿城中国是公司上市的基石投资者，上市时认购公司约5%股份，截至2023年末持股4.30%，龙湖集团于2019年通过买入已发行股份和认购新股的方式持有公司10%股份，截至2023年末持股9.12%。公司市场化程度较高，截至2023年末绿城中国对公司持股不到5%，在管面积占比15.7%，于同行相比股权透明度较高，较关联方更加独立，很大程度保障了公司的财务安全。

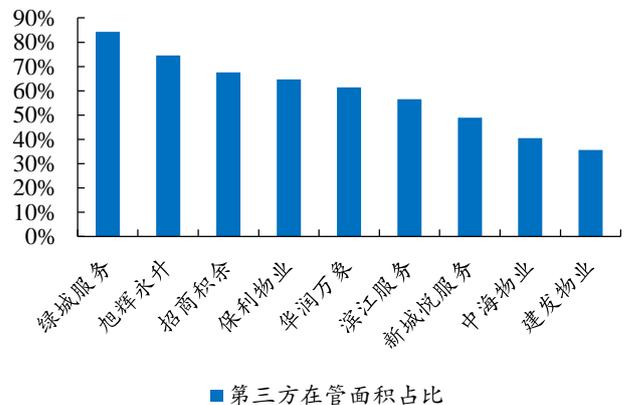
**图2：截至 2023 年末绿城中国对绿城服务持股仅 4.3%**


资料来源：绿城服务 2023 年业绩会报告、开源证券研究所

截至 2023 年末，公司在管面积和储备面积中来自关联方绿城中国的占比分别为 15.7% 和 8.0%，第三方在管面积占比高于同行。公司主要通过参与央企及行业头部客户参股或者战略合作等方式进行业务扩张，公司是滨江服务 2019 年 IPO 的基石投资者，持有 15% 的股份；2020 年公司入股中奥到家 18.67% 股份，并与其成立合资公司；2021 年公司收购杭州健成 20% 股权和浙江绿科 51% 股权，管理规模不断拓宽；2022 年公司与信达悦生活服务合作成立信绿智慧生活，公司增资后持股 55%。截至 2023 年末，公司在合作央企客户 206 家，与城市新区管委会、建设投资公司、城市国资委、地区城投、交投等具有土地开发资源的优质合作伙伴形成了战略合作。

**图3：公司截至 2023 年末在管面积关联占比为 15.7%**


数据来源：绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

**图4：公司截至 2023 年第三方在管面积占比高于同行**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**表1：公司 2019 年来不断拓展和房企及物业公司的合作**

时间	事件	内容
2019-3	入股滨江服务	滨江服务上市股票发售，绿城服务持股 15% 成为滨江服务的基石投资者之一。
2019-12	引入龙湖战投	龙湖通过买入已发行股份和认购新股的方式，持有绿城服务集团 10% 股份，截至 2023 年末龙湖对公司持股比例达 9.12%。
2020-7	入股中奥到家	通过购买配售新股和协议收购老股的方式，入股中奥到家

时间	事件	内容
		(01538.HK)，交易完成后，绿城服务持股比例达到 18.67%。2021 年 10 月联手中奥到家成立了合资公司—浙江融景环境科技服务有限公司，绿城服务持股 31%。
2021-10	入股杭州健成	以 2200 万元收购杭州健成资产管理有限公司 20% 的股权，落实集团园区服务之康养服务板块战略布局。
2021-12	收购浙江绿科	以 2.09 亿元收购浙江绿城建筑科技有限公司 51% 股权，收购完成后浙江绿科成为绿城服务的附属公司。
2022-6	成立合资公司	与信达地产合资成立了信绿智慧生活，绿城服务注入约合 3.54 亿元的资产，增资完成后持股 55%。

资料来源：各公司公告、乐居网、乐居财经、开源证券研究所

### 1.3、核心管理团队履历丰富，购股权激励充沛

公司高管团队均在公司有多年任职经历，董事会主席杨掌法和行政总裁金科丽均服务公司超 15 年，先后任职公司行政总裁，管理团队稳定，持续贯彻公司的服务价值与理念。公司自 2018 年来，先后五次授予高管团队购股权，累计授予 2.67 亿股，占总股本比例 8.4%，整体激励充沛。

**表2：公司高管团队均在公司有多年任职经历**

姓名	职务	履历
杨掌法	董事会主席	于 2002 年加入，现任绿城服务集团董事会主席，负责集团的发展战略及策略规划，以及重大运营事务的决策工作。2015 年 11 月至 2018 年 3 月任执行董事兼本公司行政总裁。杨先生也是中国物业管理协会副会长、浙江房地产业协会副会长及杭州市物业管理协会会长。
金科丽	行政总裁	于 2006 年 5 月加入，现任绿城服务集团总裁，负责本集团整体业务运营及日常管理工作，就重大运营事宜做出决策、参与董事会决策及执行董事会决议案。金女士是中国物业管理协会社区生活委员会第一届副主任、中共杭州市物业行业协会委员会委员及中共杭州市西湖区物业管理协会委员会宣传委员。
陈浩	执行董事	于 2015 年加入任执行董事，现任绿城服务集团执行董事、绿城生活集团董事长，负责管理集团园区产品及服务。

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表3：公司自 2018 年来五次授予高管团队购股权**

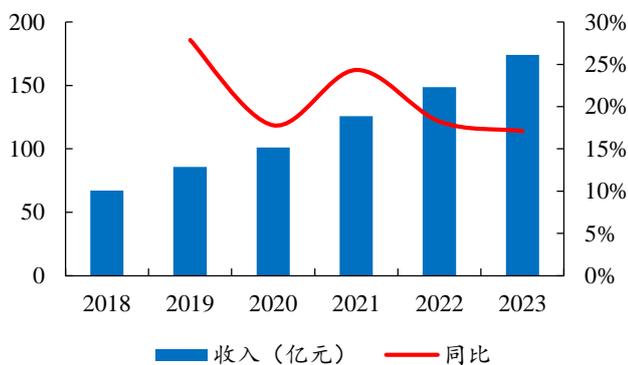
日期	有效期（年）	行权价（港元/股）	购股权（亿股）	总股本占比
2018 年 9 月	10	6.116	1.335	4.2%
2020 年 1 月	10	9.214	0.3315	1.0%
2020 年 9 月	10	9.3	0.2577	0.8%
2021 年 7 月	10	8.902	0.3313	1.0%
2022 年 12 月	10	5.58	0.4146	1.3%
合计			2.6701	8.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.4、四大业务板块协同发展，收入增长盈利能力稳定

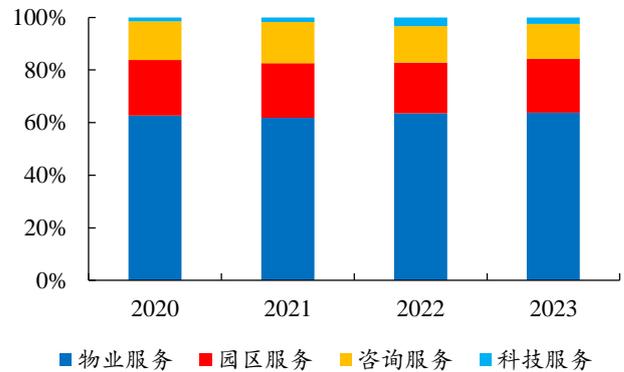
绿城服务以物业服务为根基、以生活服务与城市服务为两翼，以智慧科技为引擎，四大板块协同发展。公司 2018-2023 年营业收入连续稳健增长，2023 年实现营收 174.11 亿元，同比增长 17.1%，其中物业服务、园区服务、咨询服务和科技服务主营收入占比分别为 63.8%、20.5%、13.2% 和 2.5%，物业服务仍为收入最大构成业务。公司 2022 年经营利润同比下降 25.0%，主要由于应收账款和金融工具减值增加，同时受疫情影响收入增幅下降、成本提升导致；2023 年公司经营正常推进，实现核心经营利润 12.96 亿元，同比增长 32.1%，核心业务盈利能力持续提升；实现归母净利润 6.05 亿元，同比增长 10.6%，增速低于核心经营利润主要由于公司基于市场环境变化增加了对金融工具和其他资产的资产减值拨备约 1.54 亿元。

图5：公司 2023 年营收同比增长 17.1%



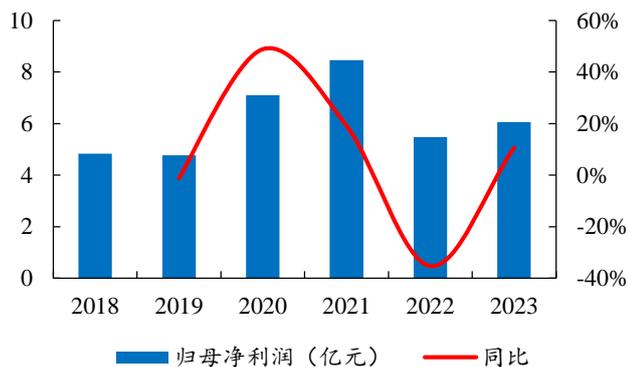
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司 2023 年物业服务仍为收入最大构成业务



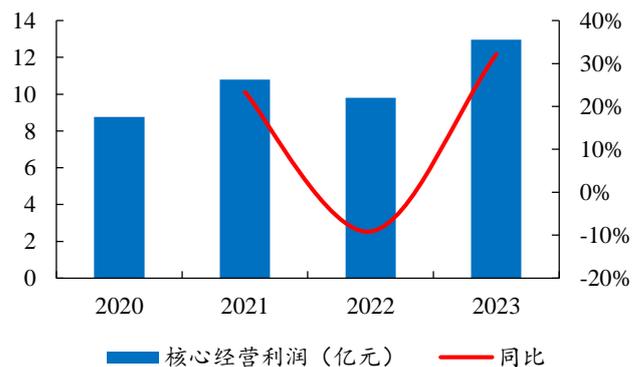
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司 2023 年归母净利润同比增长 10.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2023 年核心经营利润同比增长 32.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

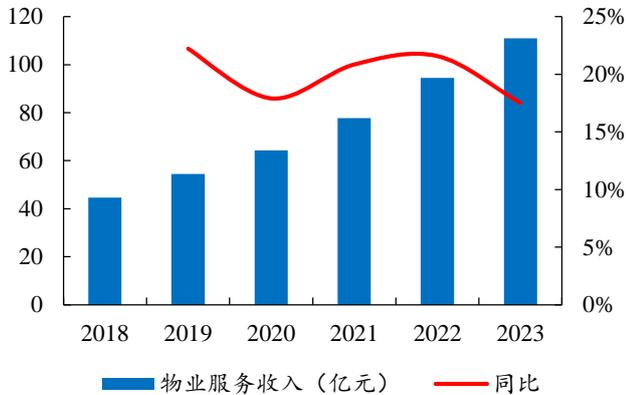
## 2、物业服务稳健压舱，管理面积持续扩张

### 2.1、收入毛利有所提升，新拓面积稳定奠定增长基础

公司在物业管理板块提供一系列高品质服务，例如保安、保洁、园艺、物业维修及保养业务，收入来源为向在管物业住户和开发商收取的服务费，主要采取包干

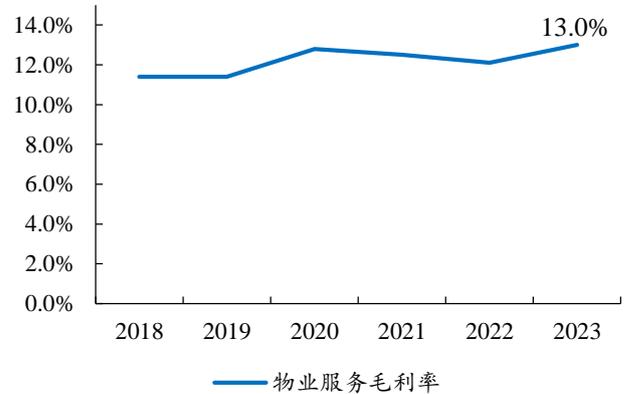
制服务收费方式，是公司多年发展的基石业务。公司 2023 年物业服务收入达 111.0 亿元，同比增长 17.5%，占主营业务收入的 63.8%，主要由于在管面积稳定增长带来的收入提升；物业服务毛利率为 13.0%，同比提升 0.9 个百分点。

图9：公司 2023 年物业服务收入同比增长 17.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

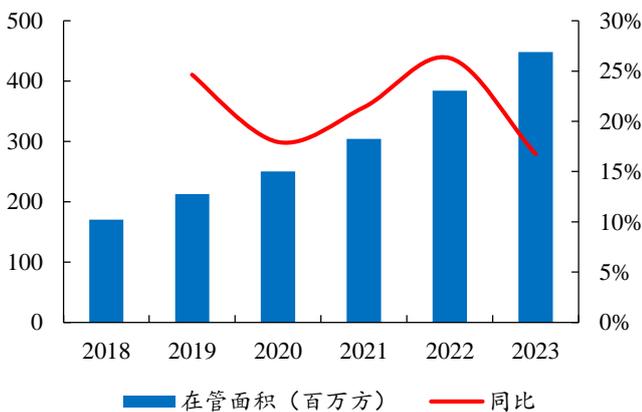
图10：公司 2023 年物业服务毛利率同比提升 0.9pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

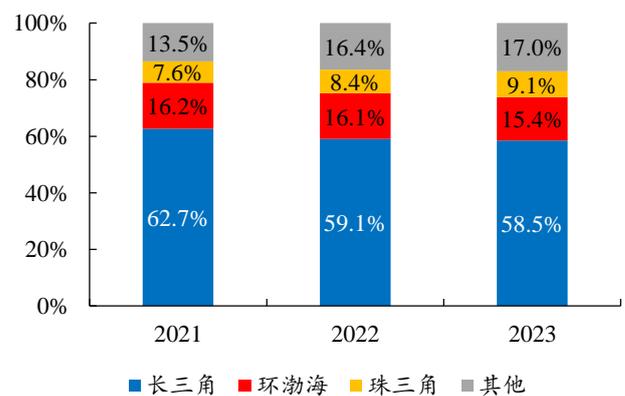
公司聚焦区域深耕，形成了杭州、宁波、合肥等多个高市占深耕区域。截至 2023 年末，公司在管项目达 3105 个，在管面积达 448.4 百万方，同比增长 16.7%，其中住宅业态占比约 80%。从在管项目区域分布来看，长三角区域在管面积及收入占比分别为 58.5% 和 69.2%，大杭州（市区+余杭）在管面积及收入占比分别为 16.4% 和 35.9%，深耕优势显著。

图11：公司 2023 年在管面积同比增长 16.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

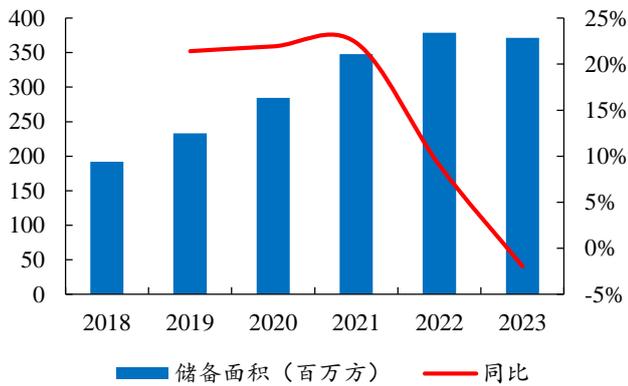
图12：公司 2023 年长三角在管面积占比 58.5%



数据来源：绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

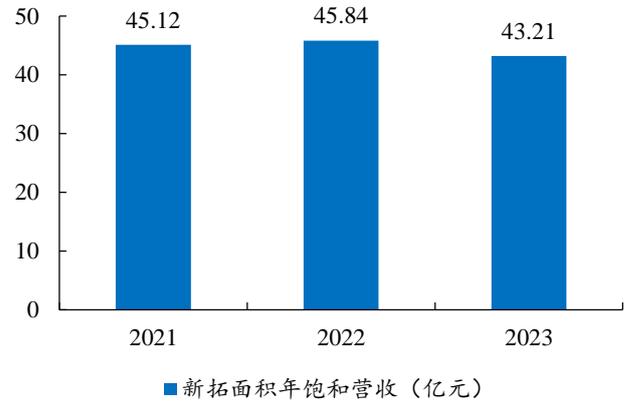
储备面积是在管面积的补充来源，为公司未来增长奠定基础。截至 2023 年公司总储备面积达 371.6 百万方，同比下降 2.0%。从新拓面积年饱和营收来看，2021-2023 年均超过 40 亿元，其中 2023 年达 43.2 亿元，其中非住项目新拓营收占比 46.9%，住宅项目中标率提升 1.1pct，中标超千万级项目达 66 个。

图13: 公司 2022-2023 年储备面积均超 370 百万方



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 公司 2021-2023 年新拓面积年饱和和营收均超过 40 亿元

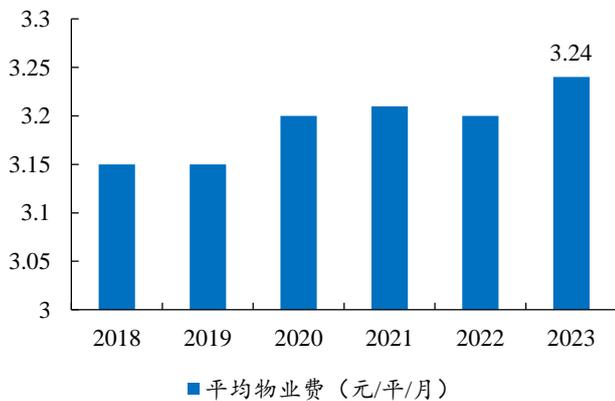


数据来源: 绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

## 2.2、经营指标表现优秀，非住业态提升空间较大

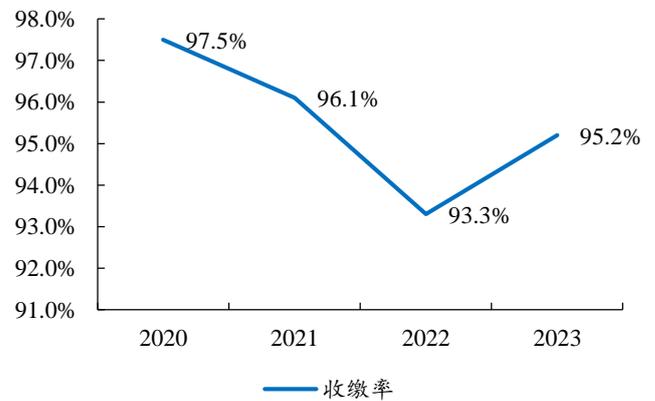
从平均物业费水平看，得益于对于一二线城市的深耕及长三角区域的品牌优势，公司平均物业费自 2020 年来维持 3.2 元/平/月以上的水平，2023 年平均物业费为 3.24 元/平/月，新拓存量住宅平均单价 3.65 元/平/月，未来平均物业水平有望持续提升。同时公司项目收缴率维持高位，2023 年项目收缴率为 95.2%，同比提升 1.9 个百分点，强势的品牌表现力和客户粘性也是公司规模扩张的基础。

图15: 公司 2020 年以来平均物业费超过 3.2 元/平/月



数据来源: 绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

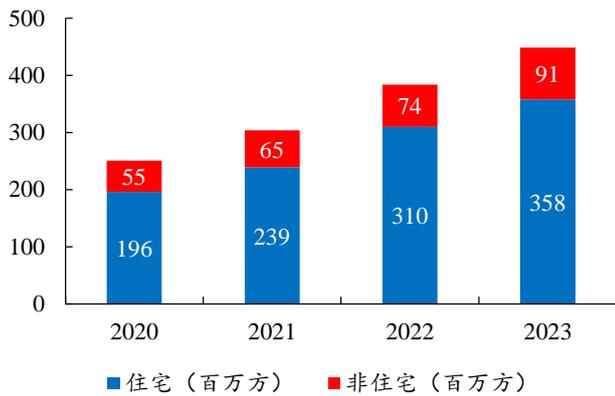
图16: 公司 2023 年收缴率同比提升 1.9pct 至 95.2%



数据来源: 绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

公司在非住业态拓展了写字楼、产业园区、商业综合体、轨交、赛事场馆、学校和医院等多个领域，2023 年公司管理非住宅业态面积不断提升，商企类、城市服务类等服务业态持续延伸，拓展了张江基因岛、中国科学院先进技术研究院等城市地标项目，推动了在管面积的服务客户质量的双重提升，非住赛道影响力有所提高。截至 2023 年末，公司管理非住宅业态项目 957 个，在管面积 91 百万方，占比 20.3%。

图17: 公司 2023 年在管非住业态面积达 91 百万方



数据来源: 绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

图18: 公司 2023 年新拓非住营收占比增至 46.9%



数据来源: 绿城服务 2022、2023 年业绩会报告、开源证券研究所

图19: 公司 2023 年在非住业态拓展了商企类、城市服务类等多个领域

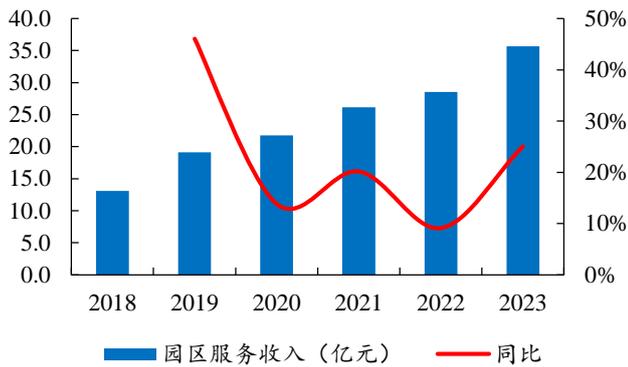


资料来源: 绿城服务 2023 年业绩会报告

### 3、园区服务收入增速强势，五大板块协同发展

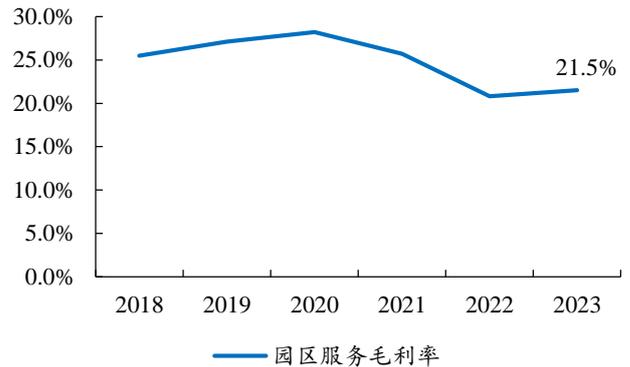
公司园区服务板块基于物业管理主业的全生活场景和地产全生命周期，为客户提供系统性产品和解决方案，是物业服务的延续，也是公司构建康乐、学乐、欢乐和寿乐四乐一体理想社区的重要抓手。公司 2023 年实现园区服务收入 35.7 亿元，同比增长 25.0%，占主营业务收入比例 20.5%；毛利率为 21.5%，较 2022 年同期增长 0.7 个百分点。

图20: 公司 2023 年园区服务收入同比增长 25.0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

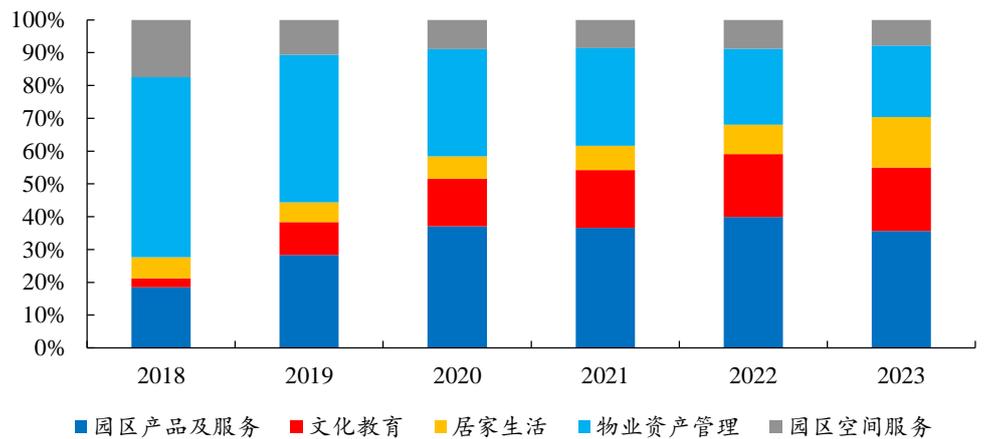
图21: 公司 2023 年园区服务毛利率同比增长 0.7pct



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司园区服务板块围绕业主生活需求, 形成了五大业务板块。从收入构成趋势看, 文化教育和居家生活板块收入占比呈增长趋势, 物业资产管理板块收入占比呈下降趋势, 园区产品及服务和园区空间服务板块自 2020 年来表现相对稳定。

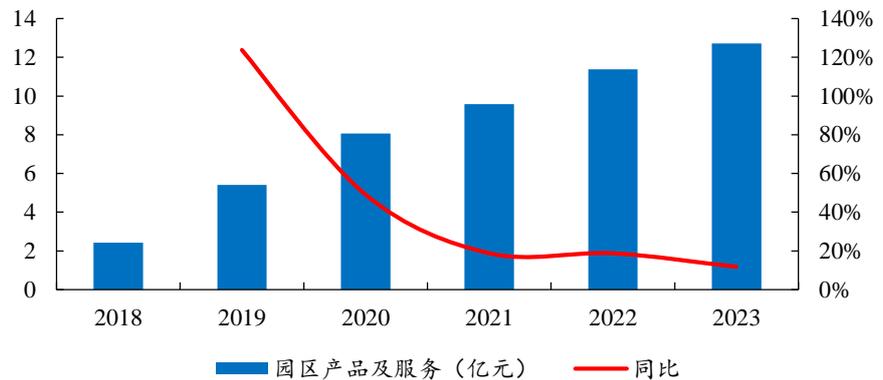
图22: 园区服务板块中文化教育和居家生活板块收入占比呈增长趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.1、园区产品和服务板块聚焦三大场景, 推动社区零售业务增长

公司围绕业主基础生活产品需求, 通过在线运营和线下场景的全面布局, 推动园区产品和服务板块业绩增长。园区产品和服务板块覆盖住宅、商企和校园三大场景, 对于住宅提供完整的“优质产品+有效推广+便利服务”社区商业服务体系, 对于政府机关、企事业单位和学校等非住园区提供完整的大后期服务解决方案。公司 2023 年园区产品和服务板块实现收入 12.72 亿元, 同比增长 11.7%, 自 2018 年以来持续增长。

**图23：公司 2023 年园区产品和服务板块收入同比增长 11.7%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：公司在园区产品及服务板块强化产品力、组织力和服务力**

竞争力	体系介绍
产品力	已形成稳定的四级产品体系
	● 黑标产品：稀缺是第一评价标准
	● 金标产品：特点鲜明的优质爆款产品
	● 自营品牌：幸福粮仓，幸福礼，严选生鲜等自营产品
组织力	● 好好生活：绿城好家、绿城好美等多个生活产品系列
	绿城严选聚乐部系统
	● 体验官：负责产品体验定级及提升平台整体活跃度
	● 生活家(业主)：负责打透绿城园区商业模式，推广绿城商业平台
服务力	● 推广官(物业)：负责产品深度分享和运营
	线上+线下落地产品销售及服务
	● 线上：绿城生活 APP、绿城严选小程序
	● 线下：“店仓柜站集”基础配套设施建设，保障“最后 100 米”服务高效提供

资料来源：绿城服务 2023H1 业绩会报告、开源证券研究所

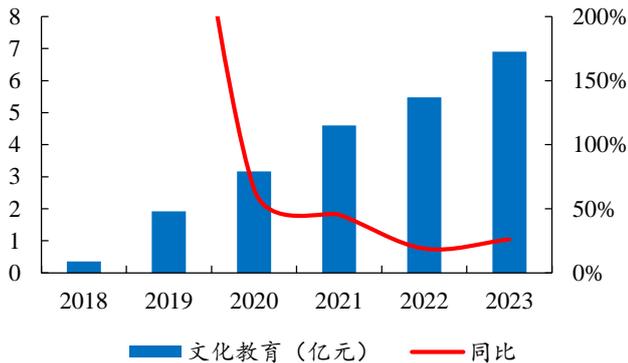
### 3.2、文化教育、居家生活、资产管理、园区空间服务稳中有进

**文化教育服务业务：**业务实行托育、幼教和社区教育等差异化服务体系，已形成“绿城奇妙园+澳蒙国际园+普惠托育园”三大托育品牌，向高端和普惠两头发展。公司 2023 年在持续强化自营托育园等运营效率的同时，对拓展新园所更为谨慎，年内实现文化教育服务业务收入 6.91 亿元，同比增长 26.1%；其中国内教育收入 1.10 亿元，同比增长 14.9%；海外 MAG 教育业务收入 5.81 亿元，同比增长 28.5%。

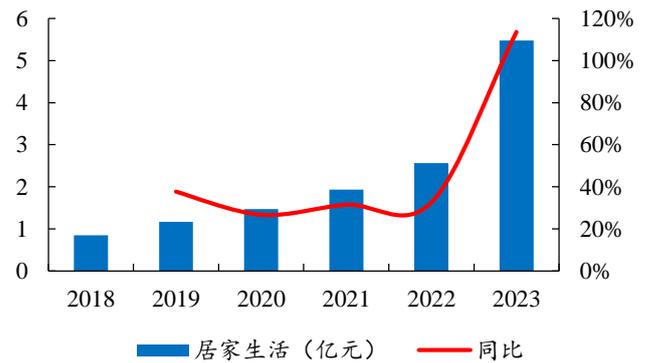
**居家生活服务业务：**通过自营与商家合作模式，构建入户服务体系，初步形成以“居家养护+清洁维修+康养服务”为一体的产品体系。由于公司与绿城理想生活服务集团在绿城房屋服务系统有限公司层面的股权合作影响，2023 年业务收入增速较快，实现板块收入 5.48 亿元，同比增长 113.5%，剔除此部分影响实际收入增速为 8.0%。

**物业资产管理服务业务：**以业主资产管理服务需求为出发点，深耕物业服务所覆盖的园区，构建小区资产管理服务体系，以置换服务、营销服务及资产管理（如车位业务）为主要服务产品。公司2023年通过共享管家等拓展策略，聚焦优势项目和持续精细化管理，实现房产经纪业务收入和盈利的改善，年内物业资产管理收入7.78亿元，同比增长17.5%，其中房产经纪业务收入2.57亿元，同比增长14.0%。

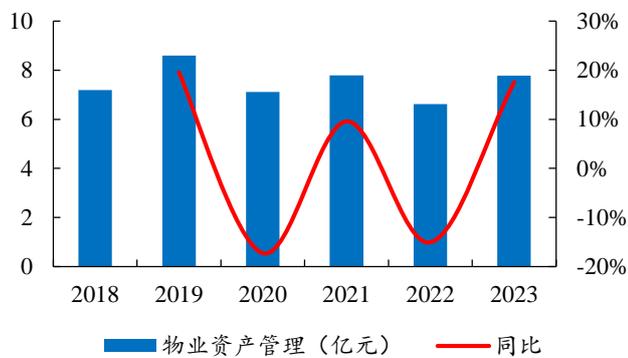
**园区空间服务业务：**业务整合社区的广告资源，多角度、全方位为客户创造价值并提供生活信息，2023年实现园区空间服务收入2.81亿元，同比增长12.3%。

**图24：公司2023年文化教育收入同比增长26.1%**


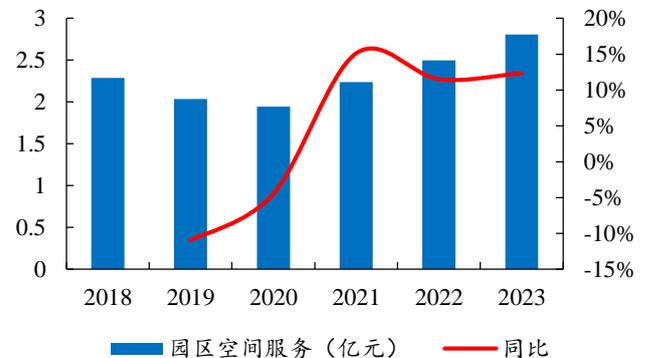
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图25：公司2023年居家生活收入同比增长113.5%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图26：公司2023年物业资产管理收入同比增长17.5%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图27：公司2023年园区空间服务收入同比增长12.3%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、咨询服务提升竞争力，科技服务创造全新价值点

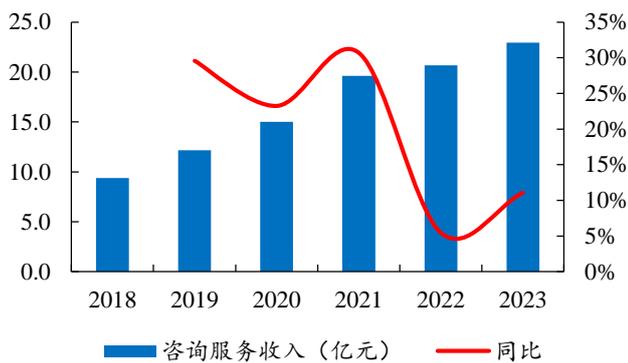
### 4.1、咨询业务毛利率改善，提供房地产全周期咨询服务

公司咨询服务业务对象主要为房地产开发商及地方物业管理公司，利用公司品牌及专业优势满足其在房地产开发周期中各个主要阶段的不同需求。项目开发前期提供设计和开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理，销售阶段提供营销管理咨询服务和示范单位管理服务，已交付物业提供管理咨询服务。公司2023年咨询服务收入22.95亿元，同比增长11.1%；毛利率为23.4%，同比提升0.7个百分点。

**(1) 在建物业咨询：**配合项目开发商，打造美好生活服务体验中心，全委项目案场接管率不断提升。同时积极转型新业态服务领域，延伸至企业前台服务、会所服务、展厅服务、产业园展示中心等业务场景。2023 年在建物业咨询业务收入 20.21 亿元，同比增长 11.0%。

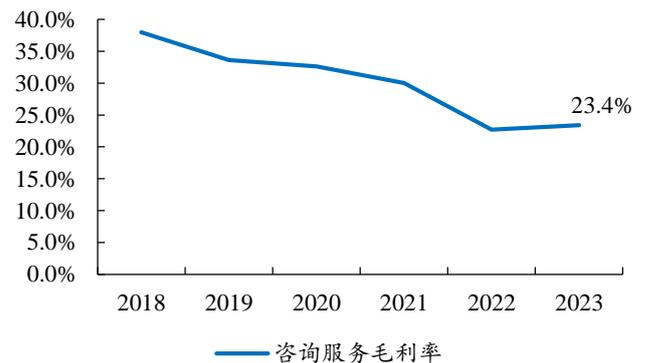
**(2) 管理咨询服务：**包含房产咨询、物业咨询、以及运营咨询。房产咨询是为开发商提供全生命周期的咨询服务，物业咨询是为物业公司输出物业服务和生活服务解决方案，运营咨询是为政府和国企提供未来社区全方位综合运营服务。2023 年在建物业咨询业务收入 2.74 亿元，同比增长 11.7%。

图28：公司 2023 年咨询业务收入同比增长 11.1%



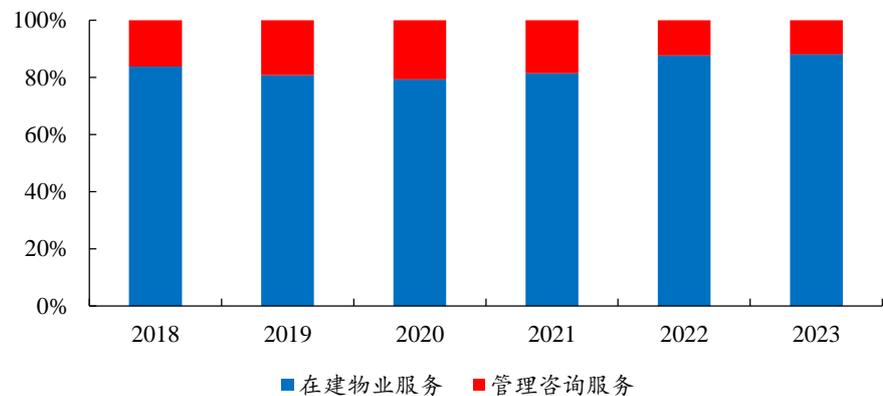
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：公司 2023 年咨询业务毛利率同比提升 0.7pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：公司在建物业咨询业务仍为咨询板块收入主要来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、数字化建设持续推进，市场体系建设初见成效

科技服务业务是构建公司差异化产品体系的重要基础设施，为政府数治、未来小区、物业企业等打造全域平台产品及智能物业产品，从前期规划设计、智能硬件建设到数字化系统的开发及运营，科技服务为客户提供智慧、普惠、实惠的一体化解决方案，助力客户数字化转型。

科技服务主要围绕空间的虚拟化和服务的数字化，提供“2+3+N”的产品服务

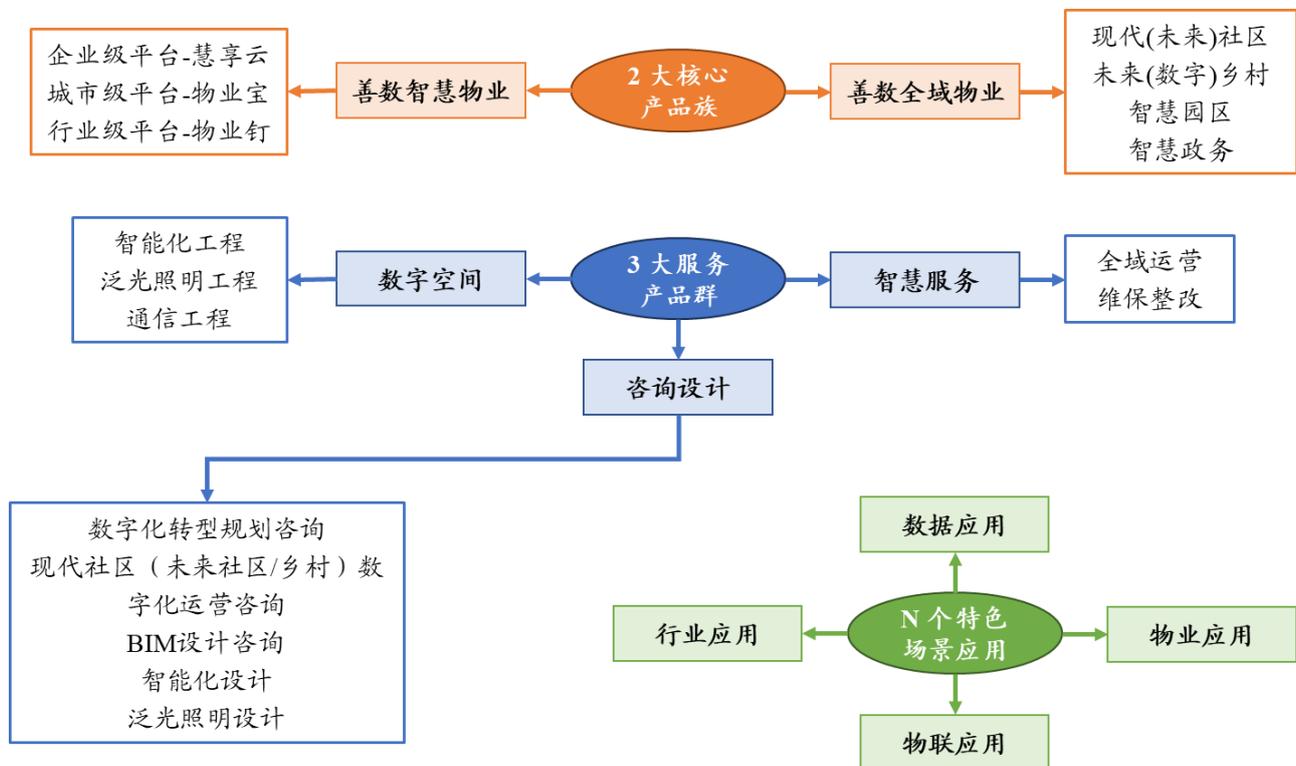
体系。两个核心产品是全域平台及智慧物业两大产品，三项围绕产品延伸的服务即数字化设计、建设和运营，“N”即数项智能应用单品。

善数智慧物业聚焦物业百强企业，通过数字化体系重塑了产品生态矩阵，并以公司运营多年的智能系统出发，基于物业服务企业需求，为其打造系统性解决方案，服务客户已经覆盖国内部分百强物业服务企业及中小物业服务企业。2023 年公司聚焦管家赋能，三年规划合同营收超 4000 万元。

善数全域平台则已初步构建“平台+管家+共治”体系基础，并以新型城镇化领域的数字化服务，不断推动生活服务数字化应用在国内长三角区域县域层面的落地，从平湖全域项目试点后，推广至浙江其他区域，已在龙游、海盐、嵊州、桐庐等 6 个区县复制推广。

善数数智空间以建筑科技为核心，围绕智慧建筑和智慧城市等多元业态，面向城市更新相关领域政府部门及建设运营企业，提供智能化产品加持。

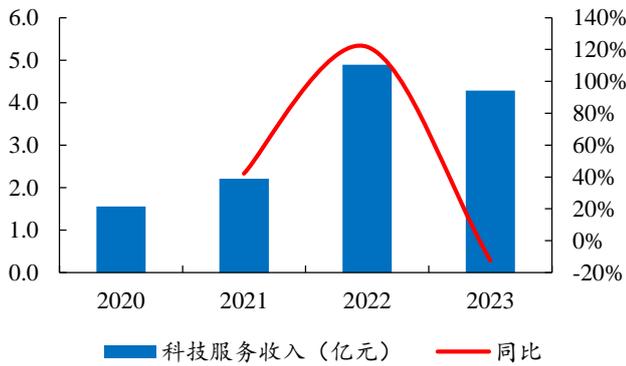
图31：公司科技服务业务提供“2+3+N”的产品服务体系



资料来源：公司官网、开源证券研究所

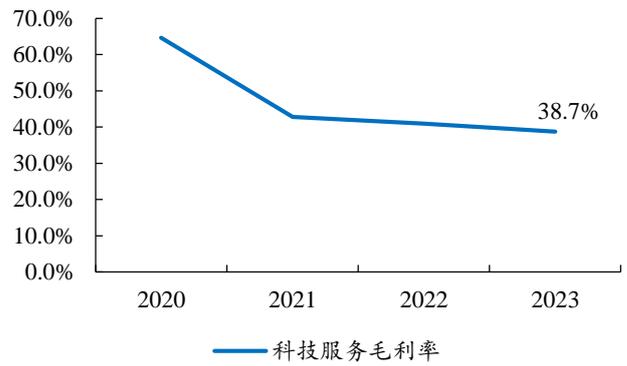
2023 年受国内市场环境及房地产行业环境影响，科技服务板块部分签约业务因委托方要求出现了延期执行的情况，同时公司根据市场需求主动调整了产品结构，导致年内科技服务业务收入 4.28 亿元，同比下降 12.6%，毛利率为 38.7%，同比下降 2.2 个百分点。后续公司将通过提高核心产品标准化，提升产品复制能力及优化客户结构等方式来推动业务发展及盈利能力的提升。

图32: 公司 2023 年科技服务业务收入同比下降 12.6%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 公司 2023 年科技服务业务毛利率同比下降 2.2 个百分点

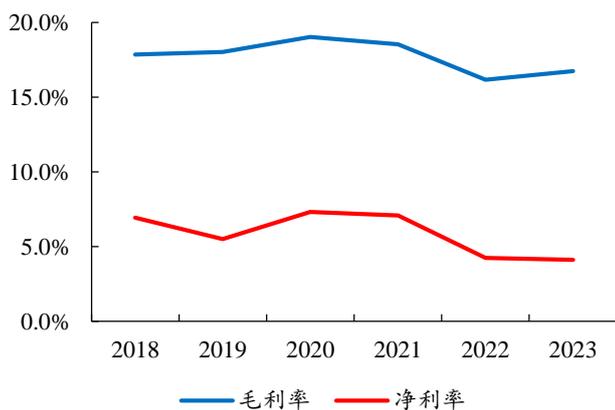


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、管费相对较高，派息率持续领先

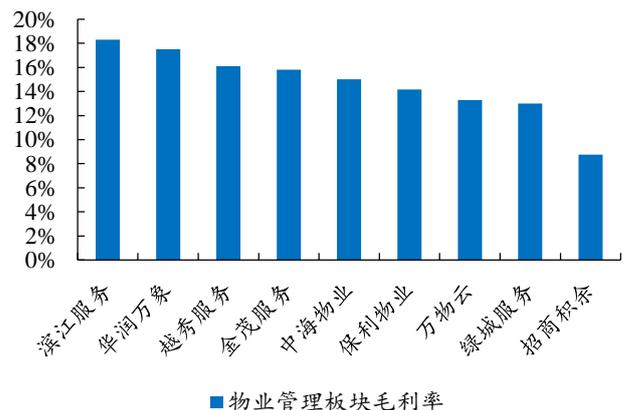
从盈利能力看，公司 2023 年毛利率和净利率分别为 16.8% 和 4.1%，同比分别提升 0.6 和下降 0.1 个百分点。从头部物管公司物业管理业务毛利率横向比较看，公司 13.0% 的毛利率不占优势，物管业务盈利能力仍有提升空间。横向比较物企公司毛利率和净利率，绿城服务 2023 年毛利率和净利率相对较低，主要原因 (1) 地产行业下行情况下，管理咨询、租售、长租公寓等和地产高度联动的板块收入下降，刚性成本支出导致盈利下滑；(2) 维护品牌影响力的需求下，基础物业部分投入加大，包括项目基础设施的改善、硬件维护和重点信息化系统的投资和维护；(3) 人工成本提升，包括为新交付的项目储备一些人员。

图34: 公司 2023 年毛利率和净利率分别为 16.8% 和 4.1%

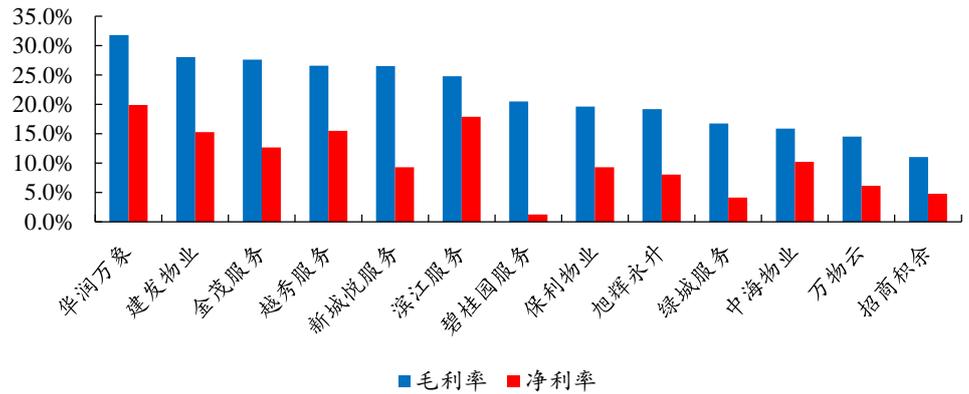


数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 公司 2023 年物业管理板块毛利率在同行中相对偏低

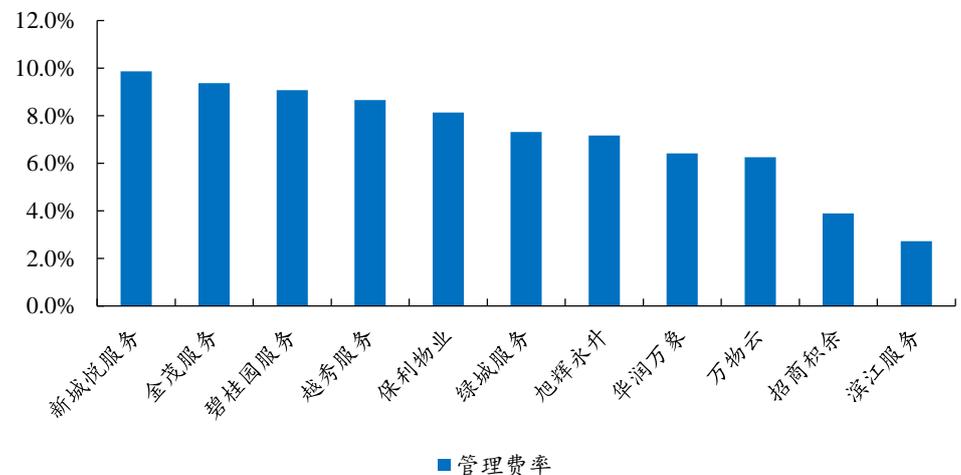


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图36：绿城服务 2023 年毛利率和净利率在同行中相对较低**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司在高品质服务要求下，基础物业投入了大量人力成本，导致管理费用较高，2023 年公司管理费率达 7.3%，同比下降 0.4 个百分点，在头部物企公司中处于平均水平。后续公司在提升精细化程度和全面预算化精益管理系统后，有望实现规模与效益的双向增长，实现管费的压降，保障经营业绩的达成。

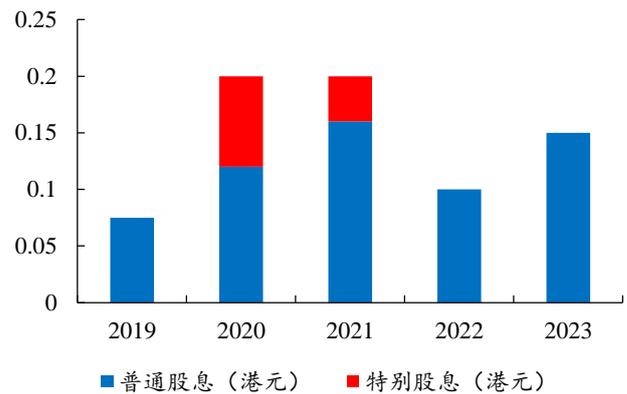
**图37：绿城服务 2023 年管理费率在头部物企公司中处于平均水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

从分红情况看，公司重视股东回报，派息率持续领先。公司 2016-2022 年平均派息率 51%，2023 年建议末期派息率 73%。

**图38：公司 2020 年来年股利支付率均超 50%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图39：公司 2023 年普通股息为 0.15 港元**


数据来源：绿城服务 2023 年业绩会报告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

绿城服务以物业服务为根基、以生活服务与城市服务为两翼，以智慧科技为引擎，我们将公司业务分成四个板块进行盈利预测。

### （1）物业服务

物业服务是公司多年发展的基石业务，2019 年业务收入增速均超过 15%。该业务收入增长主要依托于在管物业面积及单位面积物业费的增长，2021-2023 年在管面积增速均超过 15%，2022-2023 年储备面积超 370 万方，我们预计公司 2024-2026 年在管面积分别将达到 500、545、580 万方，单方月均收入将分别提升至 2.10、2.15、2.20 元，对应物业服务收入增速分别为 13.5%、11.6%、8.9%。我们预计在房地产市场下行背景下，物业服务毛利率或将低位承压，预计 2024-2026 年业务毛利率分别为 12.5%、12.8%、13.1%。

### （2）园区服务

公司园区服务业务是物业服务的延续，2023 年板块收入增速达 25.0%，我们认为该业务将依托五大板块的协同发展，实现收入和盈利的双重提升。我们预计 2024-2026 年园区服务业务年均收入增速约 20%，毛利率分别为 22.0%、23.0%、24.0%。

### （3）咨询服务

公司利用公司品牌及专业优势满足其在房地产开发周期中各个主要阶段的不同需求，其中在建工程咨询和管理咨询业务增速分别为 11.0% 和 11.7%。我们预计 2024-2026 年咨询服务业务年均收入增速约 15%，毛利率分别为 24.0%、25.0%、26.0%。

### （4）科技服务

构建公司差异化产品体系的重要基础设施，目前整体收入规模较小，但产品结构及商业模式逐步成熟，预计后续营收规模和盈利能力都会有明显增长。我们预计 2024-2026 年科技服务业务年均收入增速约 20%，毛利率分别为 39.0%、40.0%、41.0%。

**表5: 我们预测 2024-2026 年公司营业收入将保持增长 (亿元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	148.6	173.9	200.4	228.5	257.1
同比	18.2%	17.1%	15.2%	14.1%	12.5%
物业服务	94.5	111.0	126.0	140.6	153.1
同比	21.6%	17.5%	13.5%	11.6%	8.9%
园区服务	28.5	35.7	42.8	51.4	61.7
同比	9.1%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%
咨询服务	20.7	23.0	26.4	30.4	34.9
同比	5.4%	11.1%	15.0%	15.0%	15.0%
科技服务	4.9	4.3	5.1	6.2	7.4
同比	121.6%	-12.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	16.2%	16.8%	16.7%	17.4%	18.3%
物业服务	12.1%	13.0%	12.5%	12.8%	13.20%
园区服务	20.8%	21.5%	22.0%	23.0%	24.0%
咨询服务	22.7%	23.4%	24.0%	25.0%	26.0%
科技服务	40.9%	38.7%	39.0%	40.0%	41.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我们选取全国化扩张的头部物企保利物业、中海物业、建发物业、滨江服务、招商积余和华润万象生活作为可比公司, 绿城服务相较于可比公司, 第三方拓展和非住业态占比较高, 受房地产行业下行影响较小, 2024 年 PE 估值高于可比公司均值。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.41、8.95、10.18 亿元, 对应 EPS 为 0.23、0.28、0.32 元, 当前股价对应 PE 为 12.4、10.3、9.0 倍。绿城服务以物业服务为根基、以生活服务与城市服务为两翼, 股权独立, 第三方拓展占比高企。公司物业服务板块在管面积保持增长, 储备面积充足, 园区服务、咨询服务和科技服务业务协同发展、稳中有进。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表6: 公司 2024 年 PE 估值水平平均高于可比公司均值**

证券代码	证券简称	评级	市值 亿人民币	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
06049.HK	保利物业	买入	130.7	13.8	16.0	18.3	20.9	9.5	8.2	7.1	6.3
02669.HK	中海物业	未评级	122.2	13.4	16.9	20.4	22.8	9.1	7.2	6.0	5.4
02156.HK	建发物业	买入	38.1	4.7	5.4	6.6	7.9	8.1	7.1	5.7	4.8
03316.HK	滨江服务	未评级	41.1	4.9	5.7	6.7	7.8	8.3	7.2	6.1	5.3
001914.SZ	招商积余	买入	105.1	7.4	8.9	10.7	12.5	14.3	11.8	9.9	8.4
01209.HK	华润万象生活	未评级	536.1	29.3	35.7	42.5	50.0	18.3	15.0	12.6	10.7
02869.HK	绿城服务	买入	91.8	6.1	7.4	8.9	10.2	15.2	12.4	10.3	9.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、除建发物业与绿城服务来自开源证券研究所外, 其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期; 2、股价数据截至 2024 年 4 月 17 日, 汇率 1 港币=0.91 人民币。

## 7、风险提示

(1) 房地产行业加速下行：房地产销售去化节奏放缓，公司合约面积转化为在管面积的过程减慢，影响公司收入规模增长。

(2) 公司拓展速度不及预期：受房地产拿地开工预期减弱影响，公司新拓合约面积下降，影响公司收入规模增长。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10,841	12,112	13,143	14,784	16,107
现金	4,183	4,531	5,410	6,398	7,456
应收账款	4,840	5,257	5,569	5,902	6,258
存货	570	674	707	743	780
其他流动资产	1,247	1,650	1,456	1,740	1,614
<b>非流动资产</b>	6,013	5,970	6,607	5,397	7,101
固定资产及在建工程	917	1,039	1,143	1,257	1,383
无形资产及其他长期资产	5,096	4,931	5,465	4,140	5,718
<b>资产总计</b>	16,854	18,082	19,750	20,180	23,208
<b>流动负债</b>	7,387	8,558	9,664	10,174	11,380
短期借款	147	290	319	351	387
应付账款	2,146	2,084	2,789	2,769	3,484
其他流动负债	5,095	6,183	6,556	7,053	7,510
<b>非流动负债</b>	1,590	1,299	1,810	2,523	3,523
长期借款	187	23	24	23	21
其他非流动负债	1,403	1,276	1,786	2,501	3,501
<b>负债合计</b>	8,978	9,856	11,474	12,697	14,902
股本	682	683	696	710	724
储备	6,699	6,723	6,755	6,027	6,754
归母所有者权益	7,380	7,406	7,451	6,737	7,478
少数股东权益	755	820	825	746	828
<b>负债和股东权益总计</b>	16,854	18,082	19,750	20,180	23,208

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	695	1,436	867	940	1,105
税前利润	864	972	1,186	1,641	1,992
折旧和摊销	433	-0	-0	-0	-0
营运资本变动	(633)	-0	117	(34)	(34)
其他	31	464	(435)	(666)	(853)
<b>投资活动现金流</b>	(141)	(378)	547	693	719
资本开支	454	503	428	449	458
其他	(595)	(880)	118	244	261
<b>融资活动现金流</b>	(720)	(717)	(542)	(652)	(775)
股权融资	25	-0	47	56	67
银行借款	441	329	420	1,001	1,303
其他	(1,186)	(1,046)	(1,009)	(1,709)	(2,145)
<b>汇率变动对现金的影响</b>	43	6	7	7	8
<b>现金净增加额</b>	(123)	347	879	989	1,057
<b>期末现金总额</b>	4,183	4,531	5,410	6,398	7,456

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	14,856	17,393	20,036	22,852	25,709
营业成本	12,454	14,480	16,685	18,864	20,997
营业费用	266	343	349	356	364
管理费用	1,155	1,275	1,367	1,469	1,581
其他收入/费用	(118)	(449)	(466)	(586)	(680)
<b>营业利润</b>	863	847	1,169	1,575	2,087
净财务收入/费用	(37)	(2)	(10)	(80)	(121)
其他利润	(36)	123	7	(15)	(216)
除税前利润	864	972	1,186	1,641	1,992
所得税	233	256	314	448	538
少数股东损益	84	111	131	298	436
<b>归母净利润</b>	548	605	741	895	1,018
EBITDA	901	974	1,196	1,721	2,113
<b>扣非后净利润</b>	4,873	5,388	6,594	7,961	9,058
EPS(元)	0.17	0.19	0.23	0.28	0.32

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.2	18.2	17.1	15.2	14.1
营业利润(%)	(25.0)	(25.0)	(1.8)	38.1	34.7
归属于母公司净利润(%)	(35.3)	(35.3)	10.6	22.4	20.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.2	16.8	16.7	17.4	18.3
净利率(%)	4.2	4.1	4.4	5.2	5.7
ROE(%)	7.4	8.2	9.9	13.3	13.6
ROIC(%)	1.5	1.6	2.0	2.6	2.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.3	54.5	58.1	62.9	64.2
净负债比率(%)	74.7	76.5	81.5	88.3	90.1
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	0.0
应收账款周转率	5.3	4.5	4.6	5.0	5.3
应付账款周转率	8.7	8.2	8.2	8.2	8.2
存货周转率	29.6	28.0	29.0	31.5	33.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.19	0.23	0.28	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
每股净资产(最新摊薄)	2.3	2.3	2.3	2.1	2.3
<b>估值比率</b>					
P/E	16.8	15.2	12.4	10.3	9.0
P/B	1.3	1.2	1.2	1.4	1.2

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