

## 滨江服务 (03316.HK)

## 扎根杭州辐射全国，增值业务助力业绩腾飞

2024年07月02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

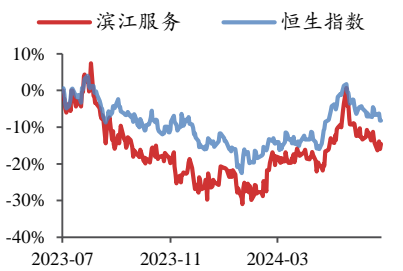
huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790122080101

日期	2024/6/28
当前股价(港元)	16.420
一年最高最低(港元)	22.500/14.000
总市值(亿港元)	45.39
流通市值(亿港元)	45.39
总股本(亿股)	2.76
流通港股(亿股)	2.76
近3个月换手率(%)	4.3

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 扎根杭州辐射全国，增值业务助力业绩腾飞，给予“买入”评级

滨江服务扎根杭州辐射全国，物业服务定位高端，在管面积增速、物管费水平和盈利能力行业领先，关联公司销售拿地稳健，项目储备充足，后续资源输送可期；拓展硬装业务后 5S 增值服务收入高增，有望成为全新利润增长点。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.83、7.02、8.29 亿元，对应 EPS 为 2.11、2.54、3.00 元，当前股价对应 PE 为 7.1、5.9、5.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 物业管理定位高品质，在管规模不断拓展

物业管理作为公司核心主业，对公司收入贡献超 50%，2023 年公司实现物业管理收入 15.50 亿元，同比增长 29.9%。从在管规模来看，公司持续深耕杭州、拓展长三角区域，截至 2023 年末公司在管建面 54.8 百万方，同比增长 30.7%，其中住宅占比达 82%，杭州区域占比 63.6%；合约建面 82.2 百万方，同比增长 19.0%，为公司后续业绩增长提供支持。公司物管费处于行业较高水平，2015-2023 年期间，公司共上调物业管理费 53 次，2023 年平均物业管理费约 4.21 元/月/平米。

### ● 第三方拓展比例提升，关联方项目储备充足

公司持续自市场化运作以来，第三方在管面积占比逐年增加，截至 2023 年末，第三方在管建筑面积比例达 56.5%，同比提升 1.4pct，其中 2023 年新曾在管面积中第三方占比达 61.3%。公司关联方滨江集团销售排名不断提高，2023 年销售市占率提升至 1.3%；2023 全年取得土地 33 宗及代建项目 2 个，拿地强度 38%，总土储 1320 万方，杭州土储占比 71%，储备物管规模充足。

### ● 非业主增值收入稳增，硬装业务发展迅速

公司非业主增值服务包括交付前服务、咨询服务及社区空间服务，2023 年收入 5.81 亿元，同比增长 7.5%，受房地产开发行业整体影响，毛利率下降 11.9pct 至 33.2%。公司 5S 增值服务是提供围绕房屋资产一站式打理保养的优质服务，是全新盈利增长点，2023 年由于公司拓展了硬装业务，实现收入 6.78 亿元，同比增长 172.5%，毛利率由于硬装业务稀释下降 16.0pct 至 32.3%。

● **风险提示：**项目拓展不及预期、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,986	2,810	3,528	4,287	5,002
YOY(%)	41.6	41.5	25.6	21.5	16.7
净利润(百万元)	412	493	583	702	829
YOY(%)	28.0	19.6	18.4	20.4	18.0
毛利率(%)	29.9	24.8	23.5	23.1	23.1
净利率(%)	21.1	17.9	17.0	17.1	17.3
ROE(%)	33.1	33.1	29.3	31.3	33.2
EPS(摊薄/元)	1.49	1.78	2.11	2.54	3.00
P/E(倍)	10.1	8.4	7.1	5.9	5.0
P/B(倍)	3.3	2.8	2.1	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所（股价截至 2024 年 7 月 1 日，汇率 1 港币=0.91 人民币）

## 目 录

1、扎根杭州高端住宅，高品质服务引领市场.....	4
1.1、起步杭州深耕长三角，服务品质全国领先.....	4
1.2、股权结构稳定，前三大股东为滨江集团大股东.....	5
1.3、收入利润保持双增，盈利水平行业领先.....	6
1.4、创造价值回报股东，全年派息比率达 70%.....	8
2、物业管理定位高品质，在管规模不断拓展.....	9
2.1、物管规模拓展迅速，在管面积逐年提升.....	9
2.2、关联方市占率提升，储备物管规模充足.....	12
2.3、物管费水平行业领先，业主认可度高.....	13
3、非业主增值收入稳增，硬装业务发展迅速.....	14
3.1、非业主增值服务收入调整，毛利率有所下滑.....	14
3.2、优居服务发展迅速，硬装收入高增.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	16
5、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1：公司自 2016 年开始正式跨入市场化运作.....	4
图 2：公司物业服务类型涵盖 7 种业态.....	5
图 3：公司自上市以来前三大股东股权比例维持在 71.63%.....	5
图 4：公司 2023 年营收同比增长 41.5%.....	6
图 5：公司 2023 年物业管理业务收入占比 55%.....	6
图 6：公司 2023 年归母净利润同比增长 19.6%.....	7
图 7：公司 2023 年毛利率和净利率均有所下滑.....	7
图 8：公司 2023 年管理费率及销售费率合计仅 3.5%.....	7
图 9：公司 2023 年各板块毛利率均有下滑.....	7
图 10：公司 2023 年净利率水平在主流物企中领先.....	8
图 11：公司 2023 年管理费率保持主流房企最低水平.....	8
图 12：公司 2023 年股利支付率达 70%.....	8
图 13：公司 2023 年每股股利达 1.37 港元.....	8
图 14：公司 2023 年现金分红支付比例行业领先.....	9
图 15：公司 2023 年物业管理收入同比增长 29.9%.....	9
图 16：公司 2023 年非住宅收入占比达 26%.....	9
图 17：公司 2023 年第三方收入占比达 50%.....	10
图 18：公司 2023 年杭州市外收入占比达 29%.....	10
图 19：公司 2023 年在管面积同比增长 30.7%.....	10
图 20：公司 2023 年住宅在管面积占比达 82%.....	10
图 21：公司 2023 年合约面积同比增长 19.0%.....	10
图 22：公司 2023 年在管面积净增加 12.9 百万方.....	10
图 23：公司 2023 年杭州在管面积占比达 63.6%.....	11
图 24：公司截至 2023 年末第三方在管面积占比为 56.5%.....	11

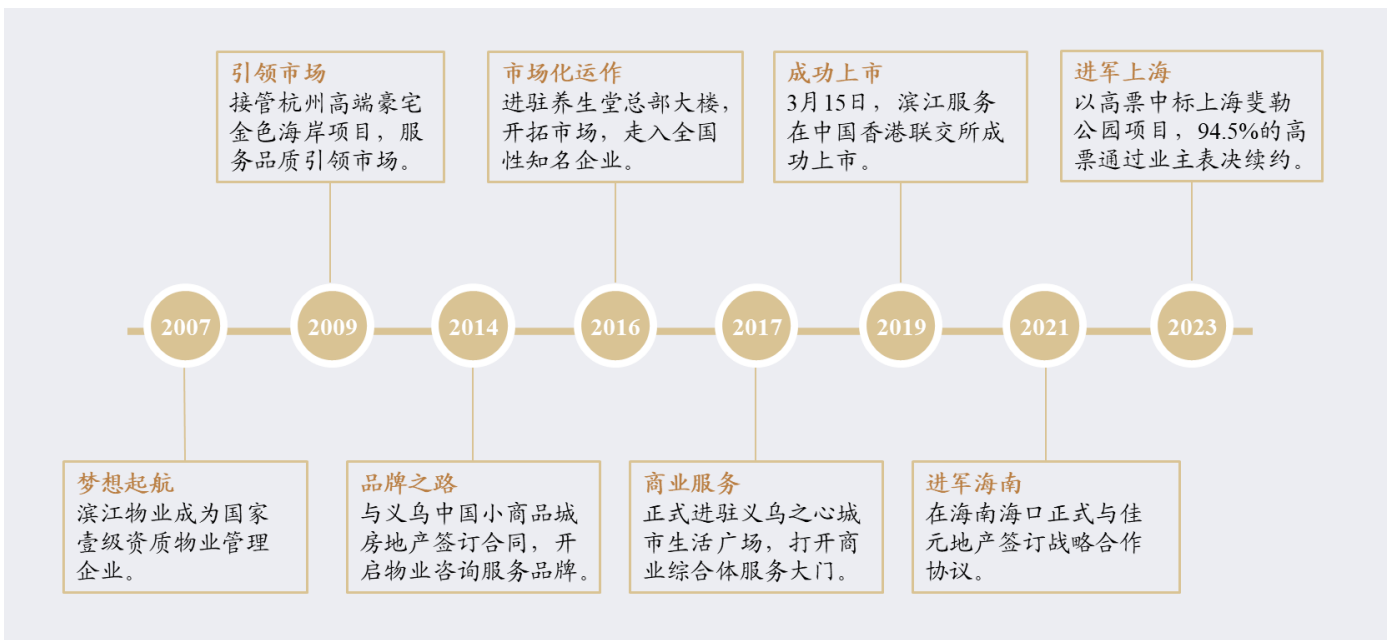
图 25: 公司 2023 年第三方在管面积占比处于行业中游.....	11
图 26: 滨江集团连续五年销售额超千亿 .....	12
图 27: 滨江集团 2023 年销售市占率达 1.3% .....	12
图 28: 滨江集团连续五年拿地金额超 500 亿.....	12
图 29: 滨江集团 2023 年拿地强度达 38% .....	12
图 30: 滨江集团截至 2023 年末在杭州土储占比 71% .....	13
图 31: 公司 2018 年以来平均物管费均超过 4 元/月/平 .....	13
图 32: 公司 2023 年在管单方收入排名行业前列.....	13
图 33: 公司以高票中标上海斐勒公园项目.....	14
图 34: 公司服务管理了云荷廷项目一至三期.....	14
图 35: 公司非业主增值服务主要包括三大类业务.....	14
图 36: 公司 2023 年非业主增值服务收入同比增长 7.5% .....	15
图 37: 公司 2023 年交付前服务收入在非业主增值服务中占比 94% .....	15
图 38: 公司 5S 增值服务包括优家服务、优居服务和优享生活服务三大类业务.....	15
图 39: 公司 2023 年 5S 增值服务收入同比增长 172.5% .....	16
图 40: 公司 2023 年优居服务规模发展迅速.....	16
表 1: 公司董事会成员有 4 位有滨江集团任职经历.....	6
表 2: 公司 2023 年在杭州合约及在管建面第三方占比较低.....	12
表 3: 我们预测 2024-2026 年公司营业收入将保持增长 (亿元) .....	17
表 4: 公司 2024 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值.....	18

## 1、扎根杭州高端住宅，高品质服务引领市场

### 1.1、起步杭州深耕长三角，服务品质全国领先

滨江服务集团有限公司（以下简称“滨江服务”、“公司”）是国家一级资质物业管理企业，自 1995 年起开始深耕杭州，2016 年全面进入市场化运作，进驻义乌之心城市生活广场、养生堂总部大楼、浙商银行总部大楼等外接楼盘，此后陆续开拓海南、上海等浙江省外市场，扩大市场规模。2019 年滨江服务集团在中国香港联交所成功上市（股票代码 03316.HK），正式迈入国际资本市场。

图1：公司自 2016 年开始正式跨入市场化运作



资料来源：公司官网、公司 2023 年业绩会报告、开源证券研究所

公司以“业主第一、服务第一、品质第一”为企业宗旨，以“从心出发、让爱回家”为服务理念，服务的物业从公寓、别墅、排屋、写字楼，逐步扩展至大型商业综合体、企业总部大楼、产业园区、安置房、学校等业态，物业类型多样化。

在中指研究院对杭州市居民满意度普查测评中，滨江物业连续十二年处于行业领先，成为杭州市物业行业满意度标杆，领跑杭州，公司致力于成为“物业行业品牌领跑者，高端服务品质标准制订者”。

图2：公司物业服务类型涵盖 7 种业态

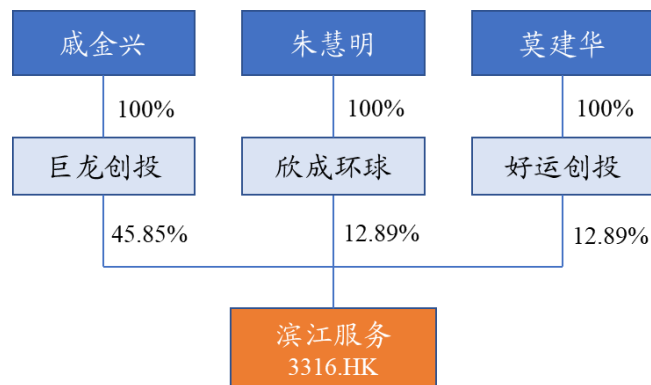


资料来源：公司官网、开源证券研究所

## 1.2、股权结构稳定，前三大股东为滨江集团大股东

公司自 2019 年上市以来，前三大股东持股比例一直稳定在 71.63%，实控人为戚金兴家族同时也是滨江集团实控人，通过设立的家族信托巨龙创投持有公司股权 45.85%；第二和第三大股东分别是朱慧明和莫建华家族，分别通过家族信托欣成环球和好运创投对公司持股 12.89%，股权结构清晰。公司前三大股东同时为滨江集团的前三大股东及核心高管，协同发展或将持续受益。

图3：公司自上市以来前三大股东股权比例维持在 71.63%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司管理层地产行业从业经验丰富，董事会 8 位高管中，4 位曾任职于滨江集团，行政总裁余忠祥曾任滨江集团执行总裁，有约 30 年房地产相关行业经验，有丰富的地产开发及销售管理经验，能够有效与滨江集团形成联动效应。



**表1：公司董事会成员有4位有滨江集团任职经历**

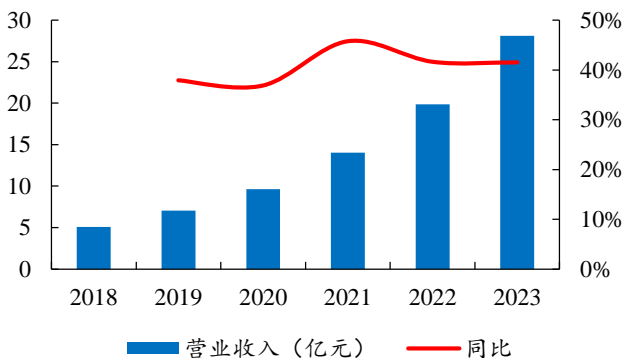
姓名	职务	主要工作经历
余忠祥	董事会主席、行政总裁	2023年10月起加入公司，主要负责本集团的整体管理及业务营运，包括协调董事会事务、制定策略及营运计划以及作出主要业务决策。有约30年房地产相关行业经验，有丰富的地产开发及销售管理经验，曾任滨江集团执行总裁。
钟若琴	执行董事	2013年4月加入公司，主要负责制定及监督经营策略及计划、决定及执行董事会决议案以及执行董事会的业务目标，2018年9月以来一直为公司的执行董事及董事会秘书，曾任职于滨江集团的证券部。
莫建华	非执行董事	自2017年12月以来一直为公司的非执行董事，主要负责就本集团的业务运营提供指导及监督。于房地产行业拥有近26年经验，自2006年11月起一直担任滨江集团的董事。
蔡鑫	非执行董事	自2018年9月以来为公司的非执行董事，主要负责就本集团的业务运营提供指导及监督。自2017年11月以来，彼一直为滨江创投的总经理，曾任滨江集团财务部经理。
戚加奇	非执行董事	自2022年6月1日起担任本公司非执行董事和董事会策略委员会委员，自2021年11月起，担任中国人寿富兰克林资产管理有限公司基金经理。
蔡海静	独立非执行董事	于2019年2月加入公司担任独立非执行董事，于2019年11月获委任为浙江财经大学教授。
丁建刚	独立非执行董事	于2019年2月加入公司担任独立非执行董事，为浙报传媒地产研究院的院长，并负责与房地产政策及房地产市场有关的研究。
李坤军	独立非执行董事	于2019年2月加入公司担任独立非执行董事，担任杭州小嘀科技有限公司的执行总裁，该公司涉足房地产技术开发，在媒体行业拥有丰富的工作经验。

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、收入利润保持双增，盈利水平行业领先

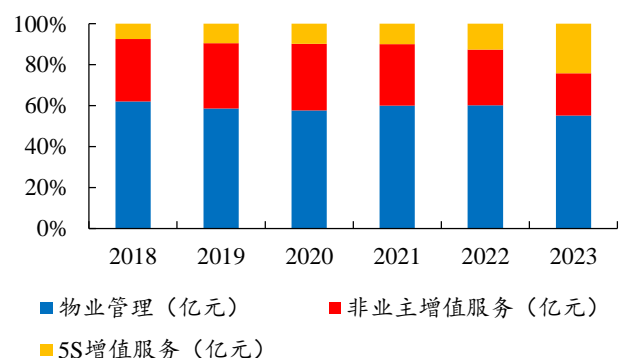
公司收入构成主要源于物业管理、非业主增值服务和5S增值服务三大类。2023年公司实现收入28.10亿元，同比增长41.5%；其中物业管理、非业主增值服务和5S增值服务分别增长29.9%、7.5%、172.5%，占比分别为55%、21%、24%，5S增值服务业务收入增长迅速，主要得益于商业公寓硬装服务收入同比增长490%。公司5S增值服务是指提供围绕房屋资产的一站式打理保养的优质服务，包括一二手经纪销售服务、家装维修服务及社区化定制服务等多种类型。

**图4：公司2023年营收同比增长41.5%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：公司2023年物业管理业务收入占比55%**

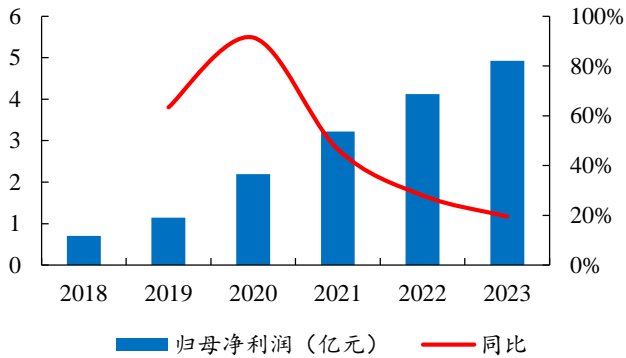


数据来源：Wind、开源证券研究所

从盈利水平来看，公司利润水平自2018年以来稳步增长，2023年实现归母净利润4.93亿元，同比增长19.6%；毛利率和净利率分别为24.8%和17.9%，同比分别下

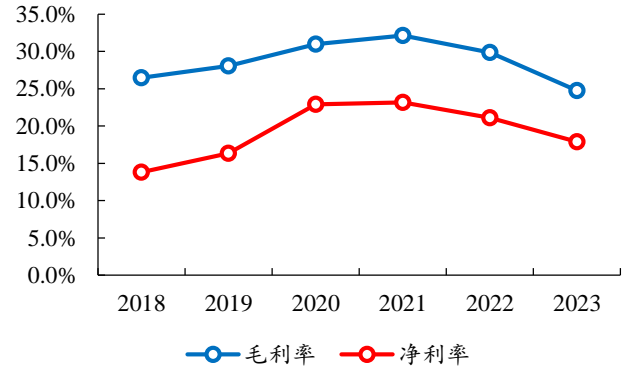
降 5.1 和 3.2 个百分点，主要由于公司持续提升品质服务，成本投入增加。公司近年来持续提升管理能效，管理费用占收入比例由 2018 年 8.2% 压降至 2023 年 2.7%，效能持续提升，2023 年管理费率及销售费率仅 3.5%，达到近五年最低位。分板块看，物业管理、非业主增值服务和 5S 增值服务毛利率分别为 18.3%、33.2% 和 32.3%，受房地产行业下行影响，同比分别下降 0.8、11.9、16.0 个百分点。

图6：公司 2023 年归母净利润同比增长 19.6%



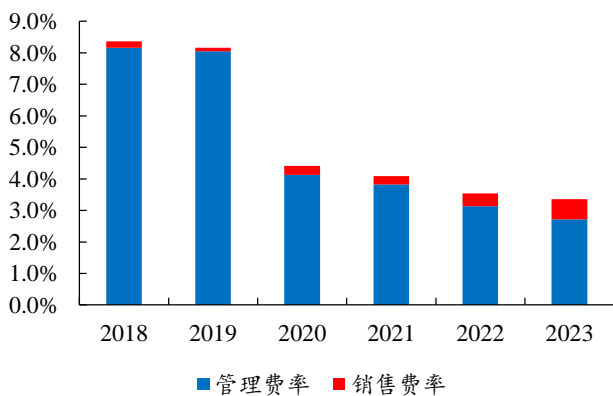
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司 2023 年毛利率和净利率均有所下滑



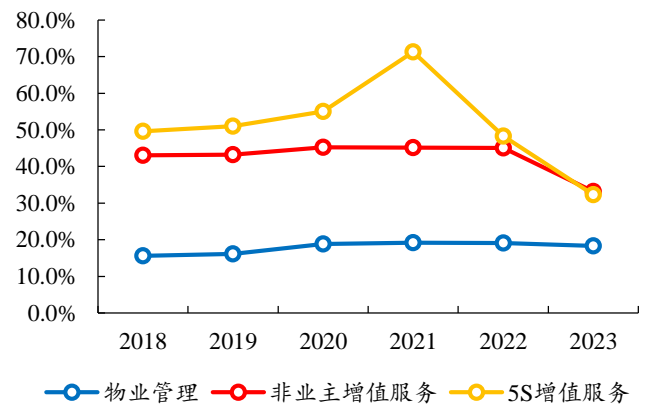
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2023 年管理费率及销售费率合计仅 3.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

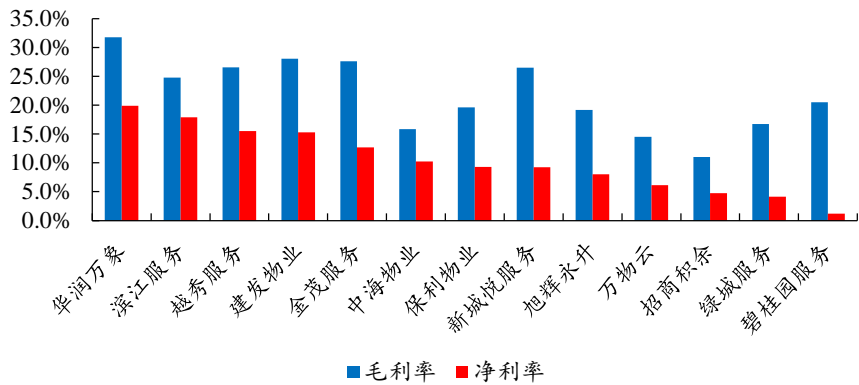
图9：公司 2023 年各板块毛利率均有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

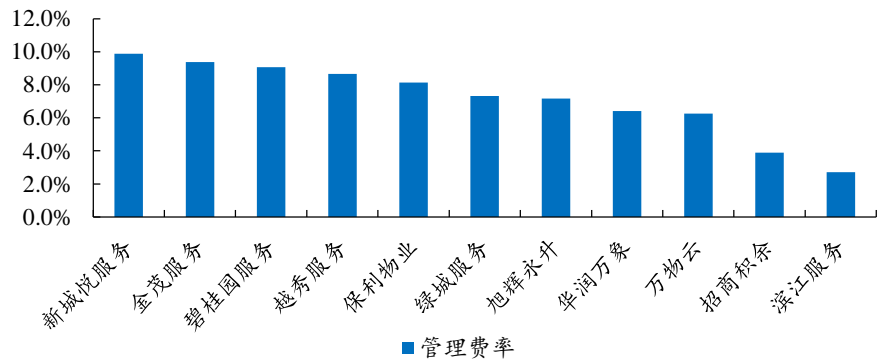
对比主流物企公司盈利水平，公司 2023 年净利率水平行业领先，仅次于华润万象生活，主要由于公司成本控制标准化升级，持续推进建设数字化信息化管理服务体系提质增效，管理成本在主流物企中保持最低水平。

图10: 公司 2023 年净利率水平在主流物企中领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 公司 2023 年管理费率保持主流房企最低水平

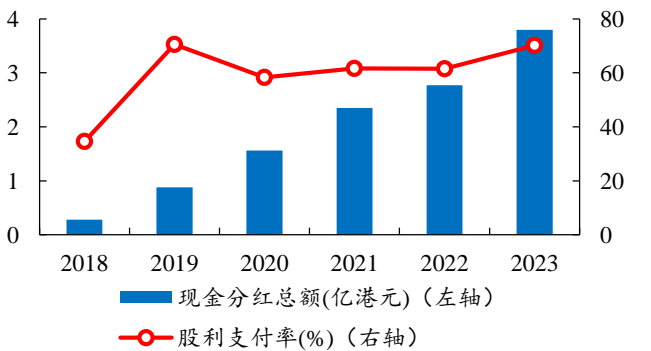


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.4、创造价值回报股东，全年派息比率达 70%

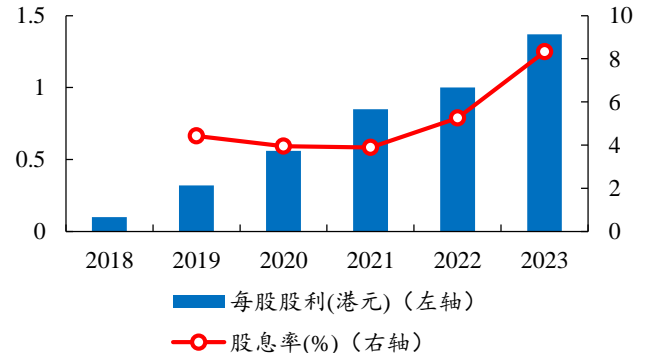
公司自 2020 年董事会通过的派息政策规定，每年分派股息不低于 50% 净利润。公司 2023 年建议派付股息 3.45 亿元，同比增长 39.5%，包含年度分红 60% 及特别分红 10%，全年派息比率约 70%，持续创造价值回报股东。同行业对比看，公司 70% 的现金分红比例在主流物企中排名第二，且连续三年超 60%，处于行业较高水平。

图12: 公司 2023 年股利支付率达 70%



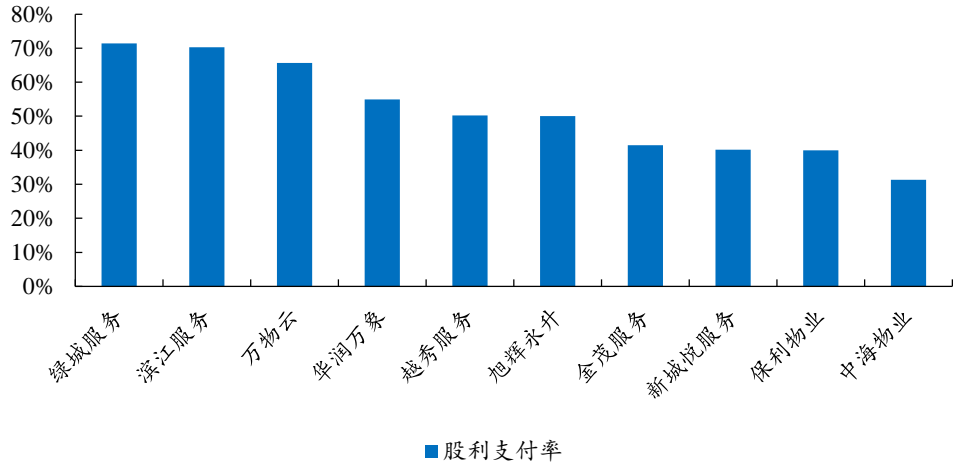
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 公司 2023 年每股股利达 1.37 港元



数据来源: Wind、开源证券研究所



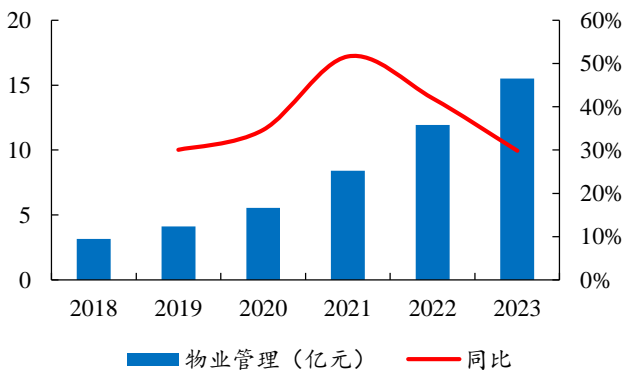
**图14：公司 2023 年现金分红支付比例行业领先**


数据来源：Wind、开源证券研究所

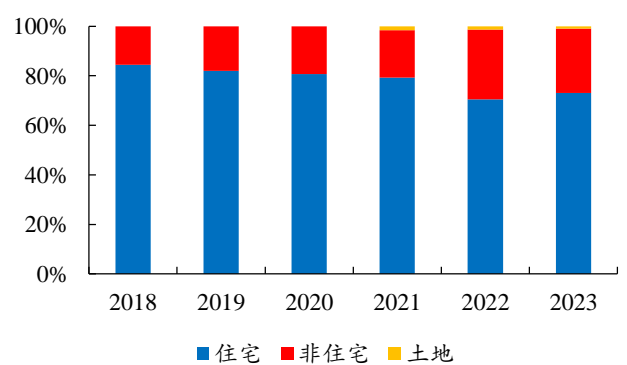
## 2、物业管理定位高品质，在管规模不断拓展

### 2.1、物管规模拓展迅速，在管面积逐年提升

公司物业管理服务业务是公司向业主提供的一系列高品质服务总称，包含安保、保洁、园艺、维修、维护、土地管理及配套服务等，对公司收入贡献超 50%。2023 年公司实现物业管理收入 15.50 亿元，同比增长 29.9%，主要源于业务拓展导致的在管项目数量增加所致，其中非住宅占比达 26%，收入占比呈提升态势；来自独立第三方物业开发商的项目物业收入增长 44.6%，占比达 50%；杭州市外物业服务收入增长 53.3%，占比达 29%。

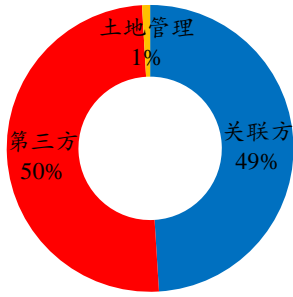
**图15：公司 2023 年物业管理收入同比增长 29.9%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：公司 2023 年非住宅收入占比达 26%**


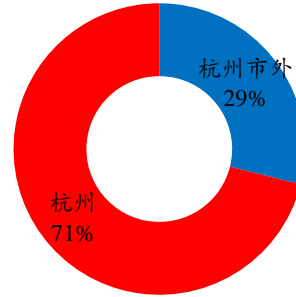
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17: 公司 2023 年第三方收入占比达 50%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

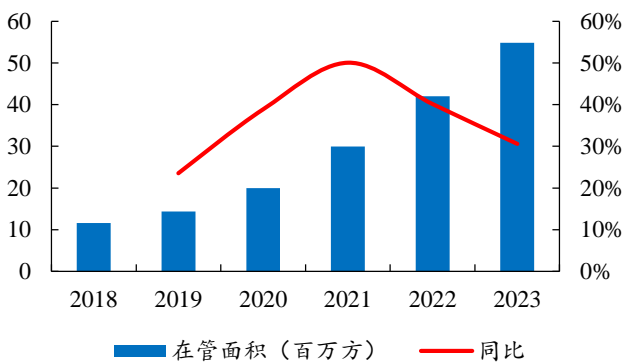
图18: 公司 2023 年杭州市外收入占比达 29%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

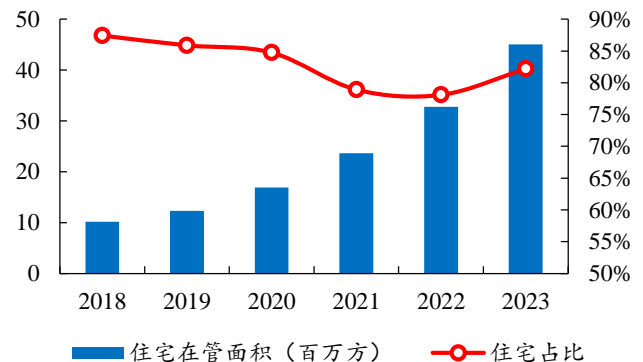
从在管规模来看, 公司持续深耕杭州、拓展长三角区域, 通过战略合作、成立合资公司及存量盘拓展等方式扩大规模。截至 2023 年末, 公司在管建筑面积 54.8 百万方, 同比增长 30.7%, 其中住宅在管面积 45.0 百万方, 占比达 82%, 2023 年在管面积净增加 12.9 百万方; 合约建筑面积 82.2 百万方, 同比增长 19.0%, 为公司后续业绩增长提供支持。

图19: 公司 2023 年在管面积同比增长 30.7%



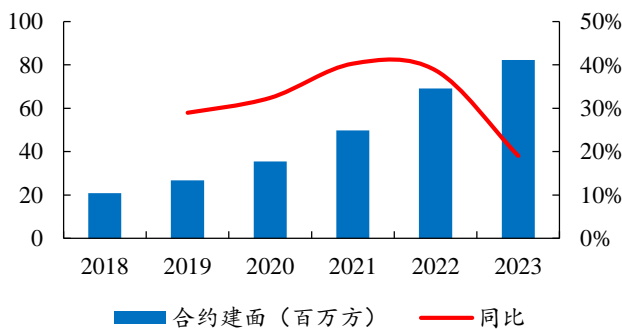
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 公司 2023 住宅在管面积占比达 82%



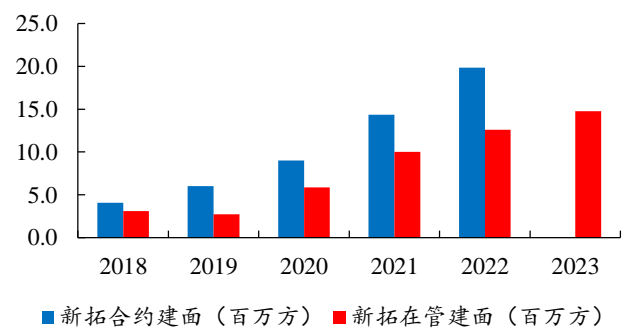
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 公司 2023 年合约面积同比增长 19.0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

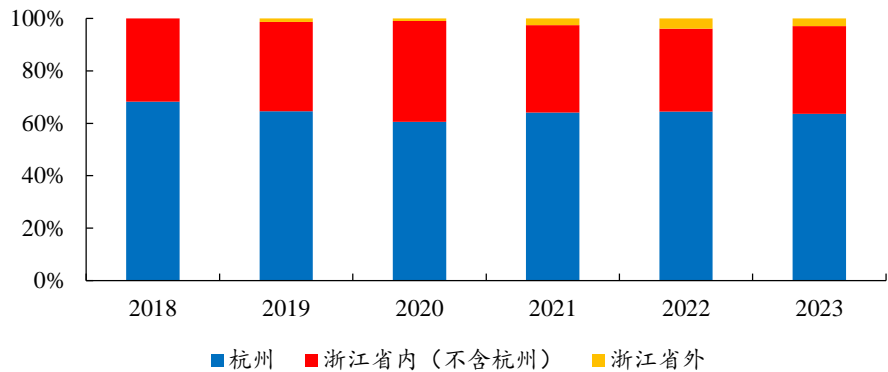
图22: 公司 2023 年在管面积净增加 12.9 百万方



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从公司在管面积区域分布来看,公司自 2018 年来在杭州在管面积占比均超 60%, 2023 年杭州、浙江省内(不含杭州)、浙江省外在管面积占比分别为 63.6%、33.5%、2.9%, 杭州合约面积占比 59.6%。

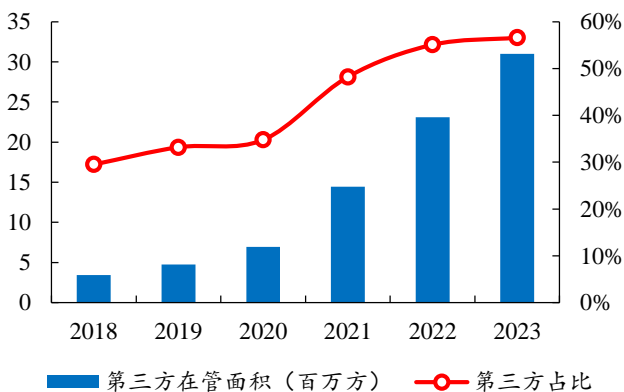
**图23: 公司 2023 年杭州在管面积占比达 63.6%**



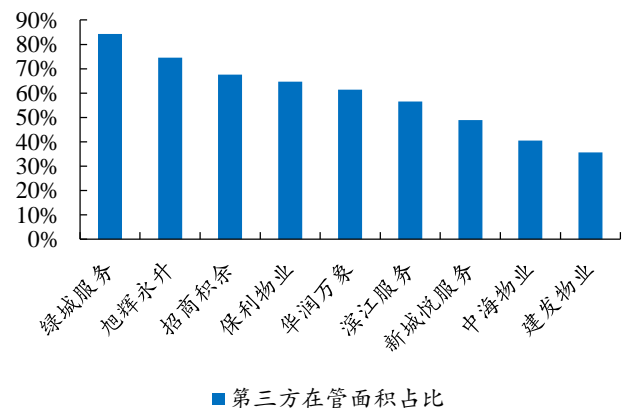
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司持续自市场化运作以来, 第三方在管面积占比逐年增加。滨江服务品质服务得到战略合作伙伴的认可, 截至 2023 年末共有 19 家战略合作方, 包括政府、国有企业、开发商等。2023 年 6 月和 8 月, 滨江服务分别与浙江志城房地产集团及海南吉祥置业签署合作协议, 成立合资公司并对旗下项目进行物业管理。截至 2023 年末, 公司源于独立第三方的在管建筑面积比例达 56.5%, 同比提升 1.4 个百分点。其中 2023 年新增在管面积来源于独立第三方占比达 61.3%, 业务获取渠道不断扩大。

**图24: 公司截至 2023 年末第三方在管面积占比为 56.5%**



**图25: 公司 2023 年第三方在管面积占比处于行业中游**



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

公司合约及在管建面排名前五的城市分别是杭州、金华、嘉兴、绍兴和宁波, 其中在杭州第三方占比较低, 我们推测主要由于公司在杭州与滨江集团关联交易的项目较多, 而在其他外拓城市通过战略合作、成立合资公司及存量盘直拓等方式多渠道拓展市场, 主要服务客户为独立第三方的机构。

表2: 公司 2023 年在杭州合约及在管建面第三方占比较低

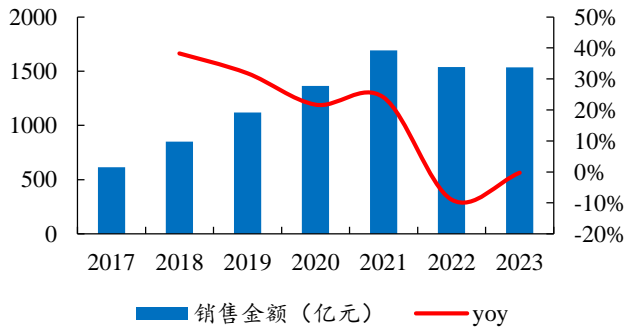
城市	合约建面 (百万方)	占合约建面 比例	第三方占比	在管建面 (百万方)	占合约建面 比例	第三方占比
杭州	49.0	59.6%	45.9%	34.9	63.6%	54.3%
金华	10.2	12.5%	71.1%	7.2	13.2%	78.8%
嘉兴	5.3	6.4%	61.2%	2.9	5.2%	36.1%
绍兴	3.4	4.1%	80.6%	2.8	5.1%	76.5%
宁波	2.7	3.3%	71.8%	1.4	2.6%	79.6%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.2、关联方市占率提升，储备物管规模充足

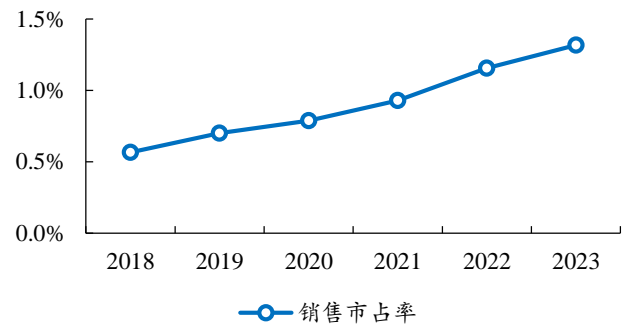
公司关联方滨江集团持续聚焦杭州、深耕浙江，2023 年销售金额 1534.7 亿元，同比基本持平，销售市占率提升至 1.3%，克而瑞行业销售排名提升 2 位至第 11 位，连续 6 年获杭州销售冠军。根据克尔瑞数据，2024 年 1-5 月滨江集团实现销售金额 433.1 亿元，销售排名提升至行业第 8。

图26: 滨江集团连续五年销售额超千亿



数据来源: 滨江集团公告、开源证券研究所

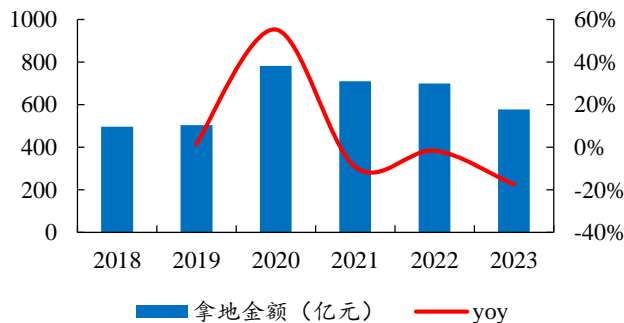
图27: 滨江集团 2023 年销售市占率达 1.3%



数据来源: Wind、滨江集团公告、开源证券研究所

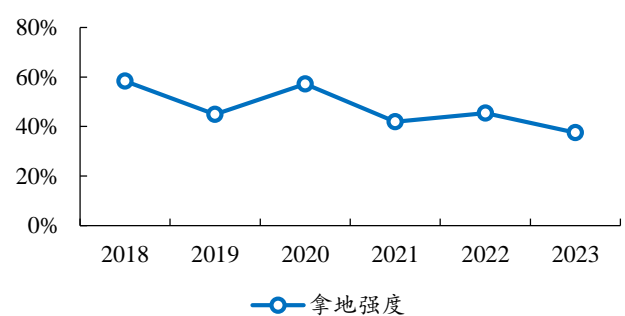
2023 年全年，滨江集团获取土地 33 宗及代建项目 2 个，新增项目计容建面 333 万方，权益土地款 256 亿元，拿地强度 38%，其中杭州拿地 27 宗，保持市场领先。

图28: 滨江集团连续五年拿地金额超 500 亿



数据来源: 滨江集团公告、开源证券研究所

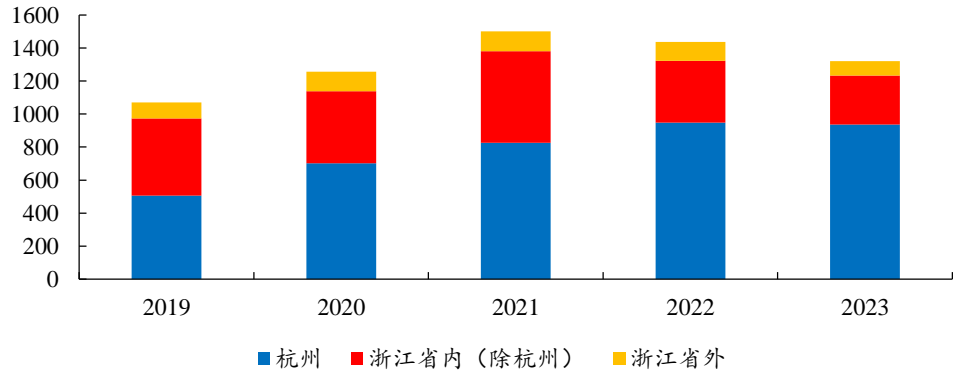
图29: 滨江集团 2023 年拿地强度达 38%



数据来源: Wind、滨江集团公告、开源证券研究所

截至 2023 年末，滨江集团总土储 1320 万方，在杭州土储占比 71%，浙江省内其他二三线城市占比 22%，浙江省外占比 7%，土储分布结构优质，储备物管规模充足。

图30：滨江集团截至 2023 年末在杭州土储占比 71%

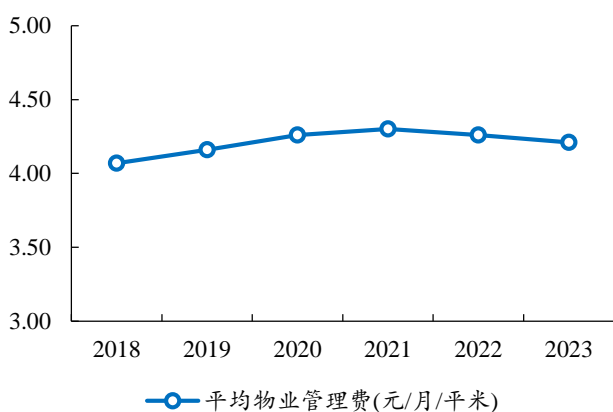


数据来源：滨江集团公告、开源证券研究所

### 2.3、物管费水平行业领先，业主认可度高

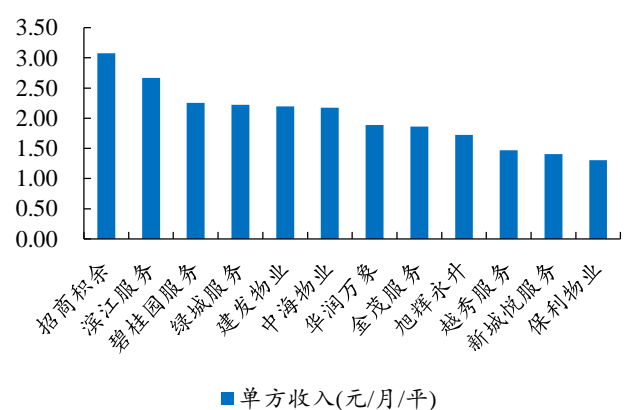
公司物管费处于行业较高水平，主要源于（1）公司深耕杭州高品质楼盘，整体收费水平较高；（2）公司凭借品牌及行业影响力拓展杭州市外高品质项目，整体收费标准高于行业均值。2015-2023 年期间，公司共上调物业管理费 53 次，2023 年在新签及续签项目中有 8 个项目提价，调价能力较强。2023 年平均物业管理费约 4.21 元/月/平米（物管收入/期初及期末可收费建面平均数），自 2018 年以来平均物管费均超过 4 元/月/平。我们将主流物企 2023 年物管单方收入（物管收入/期初及期末在管建面平均数）进行对比，公司在管单方收入排名行业前列。

图31：公司 2018 年以来平均物管费均超过 4 元/月/平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：公司 2023 年在管单方收入排名行业前列



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

公司 2022 年以高票中标上海新一代高品质国际公园住区典范上海斐勒公园项目，是公司在上海第一个外拓住宅项目，物业单价 8 元/月/平米，年合同额约 2 千万元。公司 2020 年进驻杭州西湖区的云荷廷一期，半年收缴率达 92%，二期业主调研后更



换滨江服务为继任物企，2023年三期业主大会滨江服务高票中标，云荷廷项目共34万方均交由公司服务管理，物业单价4.5元/月/平米。

图33：公司以高票中标上海斐勒公园项目



资料来源：公司2023年业绩会报告

图34：公司服务管理了云荷廷项目一至三期



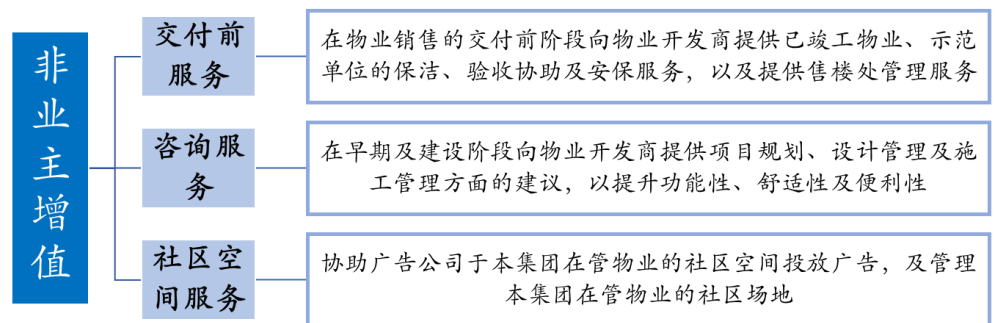
资料来源：公司2023年业绩会报告

### 3、非业主增值收入稳增，硬装业务发展迅速

#### 3.1、非业主增值服务收入调整，毛利率有所下滑

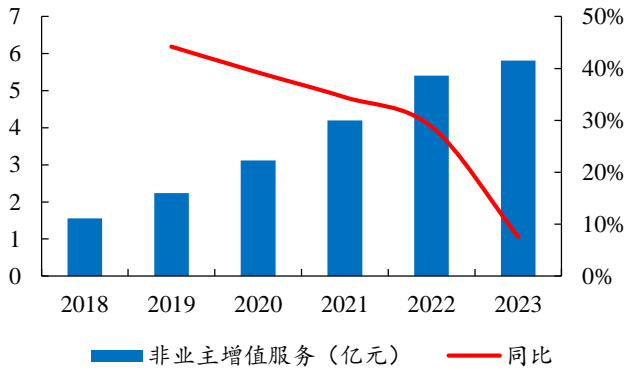
公司非业主增值服务是向非业主（主要为物业开发商）提供的增值服务，包括交付前服务、咨询服务及社区空间服务，2023年业务收入5.81亿元，同比增长7.5%，其中交付前服务收入占比94%，收入增长主要由于新增非业主增值服务业务增加；业务毛利1.93亿元，同比下降20.9%，毛利率同比下降11.9个百分点至33.2%，主要是由于受上游房地产开发行业整体影响及公司于2023年调整非业主增值服务收入，导致非业主增值服务毛利率降低。

图35：公司非业主增值服务主要包括三大类业务



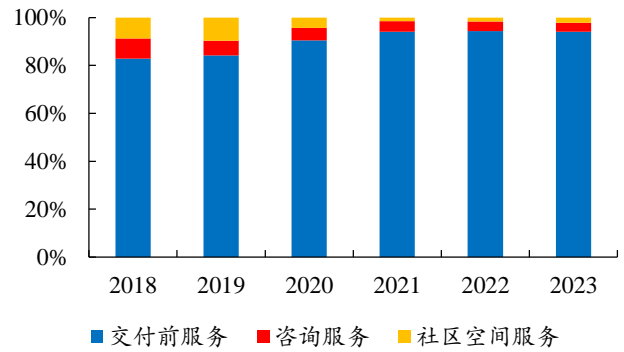
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图36: 公司 2023 年非业主增值服务收入同比增长 7.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 公司 2023 年交付前服务收入在非业主增值服务中占比 94%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、优居服务发展迅速，硬装收入高增

公司 5S 增值服务是提供围绕房屋资产的一站式打理保养的优质服务，包括优家服务、优居服务和优享生活服务三大类业务。

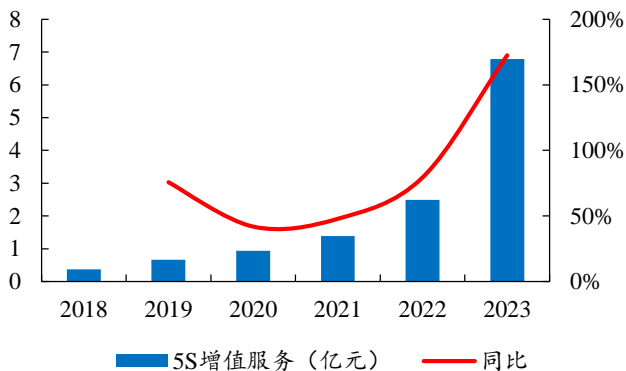
图38: 公司 5S 增值服务包括优家服务、优居服务和优享生活服务三大类业务



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

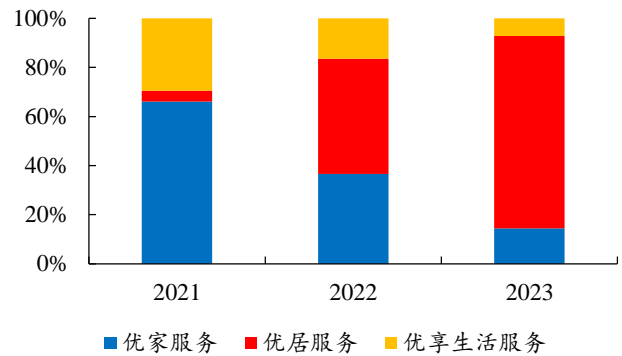
公司将 5S 增值服务作为新的盈利增长点，2023 年 5S 增值服务收入 6.78 亿，同比增长 172.5%，收入占比 24.1%，主要是由于优居服务规模发展迅速，拓展了硬装业务；业务毛利率由 2022 年的 48.3% 下降至 2023 年的 32.3%，主要由于硬装业务毛利率较低，收入占比大幅增长，稀释毛利率水平。

图39：公司 2023 年 5S 增值服务收入同比增长 172.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：公司 2023 年优居服务规模发展迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### (1) 优家服务

优家服务包括一手及二手经纪销售服务、租赁服务、车位及储藏室销售服务。一手房领域公司深耕杭州市场，为 5S 增值服务体系的引流入口和服务补充；二手房领域公司发挥本地品牌优势保持南星、奥体高端市场份额，同时向全社会其他二手房推进；车位领域公司协同服务中心，推进滨江尾盘车位储藏室销售增收，计划在 3-5 年把目前的存货去化。2023 年公司优家服务收入 9769 万元，同比增长 7.1%。

### (2) 优居服务

优居服务包括为客户提供定制硬装、软装服务、家装服务以及设施设备更换升级及维修服务。公司 2023 年完善硬装业务体系，使优居收入增至 5.3 亿元，同比增长 354.8%，公司旗下滨瑞装饰在现有业务外，主动拓展装修业务，对老旧房屋跟二手经纪联动，有装修需求也会立马跟进，并计划整合专业资源，为业主提供卫生间、厨房、阳台局部改造，包括加装暖气片、阳台柜、卫生设施更新以及橱柜改造等服务。软装生活家主要是整合社会资源进行前端销售，为业主提供全屋的软装服务，尝试打通从专线生产端到产品全案交付的路径。

### (3) 优享生活服务

优享生活服务包括入室生活服务及社区生活服务等多样化定制化服务。公司分区域成立工程中心，家政中心，为业主提供有偿服务。2023 年优享生活收入 4926.5 万元，同比增长 20.4%。

## 4、盈利预测与投资建议

公司收入构成主要源于物业管理、非业主增值服务和 5S 增值服务三大类，我们将公司业务分成三个板块进行盈利预测。

### (1) 物业管理

物业管理作为公司核心主业，2023 年收入增长 29.9%，占比 55%。公司物业管理收入增长主要依赖于在管面积的提升及单方物业管理费用的提升，公司自 2020 年起在管面积增速保持 30% 以上，我们预测 2024-2026 年公司在管面积增速分别为 30%、20%、15%，在管单方月收入分别为 2.71、2.73、2.75 元，对应物业管理收入增速分别为 32%、25%、18%。在房地产行业下行，物业费提价较困难的背景下，公司 2023 年物业管理毛利率同比下降 0.8 个百分点至 18.3%，后续盈利提升或只能通过压降管费来实现，预计短期内业务部毛利率改善预期不大，预计 2024-2026 年物业管理毛利率分别为 17.8%、17.9%、18.0%。

### (2) 非业主增值服务

公司非业主增值服务是向非业主提供的增值服务，在房地产下行压力下，业务收入增速放缓，毛利率有所承压，2023 年收入增速 7.5%，毛利率同比下降 11.9 个百分点至 33.2%。我们预计公司 2024-2026 年交付前服务收入增速为 5% 左右，咨询服务和社区空间服务收入增速为 10% 左右，对应非业主增值服务收入增速为 5.3% 左右。业务毛利率有望平稳修复，或难回升至 2022 年 45.1% 的毛利率水平，预计 2024-2026 年非业主增值服务毛利率分别为 33.5%、34.0%、34.5%。

### (3) 5S 增值服务

公司 5S 增值服务是提供围绕房屋资产的一站式打理保养的优质服务，包括优家服务、优居服务和优享生活服务三大类业务，2023 年在硬装业务高增情况下，业务收入同比增长 172.5%，占比 24.1%，毛利率下降 16.0 个百分点至 32.3%。我们预计在硬装订单规模增长趋势下，2024-2026 年优居服务收入增速分别为 30%、25%、20%，优家和优享生活服务收入增速为 20% 左右，受硬装服务影响毛利率仍降，分别为 30.0%、29.0%、29.0%。

**表3：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
<b>收入</b>	<b>19.9</b>	<b>28.1</b>	<b>35.3</b>	<b>42.9</b>	<b>50.0</b>
yoy	42%	41%	26%	21%	17%
物业管理	11.9	15.5	20.5	25.7	30.3
yoy	42%	30%	32%	25%	18%
非业主增值服务	5.4	5.8	6.1	6.4	6.8
yoy	29%	8%	5%	5%	5%
5S 增值服务	2.5	6.8	8.7	10.8	12.9
yoy	79%	172%	28%	24%	20%
<b>毛利率</b>	<b>29.9%</b>	<b>24.8%</b>	<b>23.5%</b>	<b>23.1%</b>	<b>23.1%</b>
物业管理	19.1%	18.3%	17.8%	17.9%	18.0%
非业主增值服务	45.1%	33.2%	33.5%	34.0%	34.5%
5S 增值服务	48.3%	32.3%	30.0%	29.0%	29.0%

数据来源：Wind、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、绿城服务、招商积余作为可比公司，滨江服务 2024 年 PE 估值低于可比公司均值。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.83、7.02、8.29 亿元，对应 EPS 为 2.11、2.54、3.00



元，当前股价对应 PE 为 7.1、5.9、5.0 倍。滨江服务扎根杭州辐射全国，物业服务定位高端，在管面积增速、物管费水平和盈利能力行业领先，关联公司经营稳健，后续项目输送可期；拓展硬装业务后 5S 增值服务收入高增，有望成为全新利润增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表4：公司 2024 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值**

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
6049.HK	保利物业	买入	145.9	13.8	16.0	18.3	20.9	10.6	9.1	8.0	7.0
2669.HK	中海物业	未评级	140.3	13.4	16.2	19.2	22.6	10.4	8.6	7.3	6.2
2156.HK	建发物业	买入	37.3	4.7	5.4	6.6	7.9	8.0	7.0	5.6	4.7
2869.HK	绿城服务	买入	97.3	6.1	7.4	8.9	10.2	16.1	13.1	10.9	9.6
001914.SZ	招商积余	买入	111.1	7.4	8.8	10.4	12.3	15.1	12.6	10.7	9.1
								11.3	10.1	8.5	7.3
3316.HK	滨江服务	买入	41.4	4.9	5.8	7.0	8.3	8.4	7.1	5.9	5.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除建发物业、绿城服务和滨江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 7 月 1 日，汇率 1 港币=0.91 人民币。

## 5、风险提示

(1) 项目拓展不及预期：公司对独立第三方企业的项目拓展不及预期，合约面积和在管面积增速放缓。

(2) 关联公司经营不及预期：滨江集团销售拿地不及预期，开发进度放缓，公司来自关联方的项目减少。

(3) 房地产销售下行：房地产销售下行导致项目进度放缓，物业在管面积增速降低，收费有所下降。



**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>	2,640	2,605	3,333	3,806	4,275
现金	1,950	1,455	2,117	2,572	3,001
应收账款	343	545	581	620	661
存货	147	245	257	270	283
其他流动资产	199	360	377	344	330
<b>非流动资产</b>	354	1,450	1,482	1,519	1,558
固定资产及在建工程	26	43	48	53	58
无形资产及其他长期资产	327	1,406	1,434	1,467	1,500
<b>资产总计</b>	2,994	4,055	4,815	5,325	5,833
<b>流动负债</b>	1,681	2,492	2,726	2,958	3,188
短期借款	117	109	120	132	145
应付账款	185	243	294	358	403
其他流动负债	1,379	2,140	2,312	2,468	2,640
<b>非流动负债</b>	27	22	30	42	59
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	27	22	30	42	59
<b>负债合计</b>	1,708	2,513	2,756	3,000	3,247
股本	682	683	696	710	724
储备	564	805	1,292	1,535	1,773
归母所有者权益	1,246	1,488	1,988	2,245	2,497
少数股东权益	40	53	71	80	89
<b>负债和股东权益总计</b>	2,994	4,055	4,815	5,325	5,833

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,123	929	637	592	704
税前利润	561	653	801	975	1,151
折旧和摊销	8	14	17	20	24
营运资本变动	670	484	117	(34)	(34)
其他	(117)	(221)	(298)	(369)	(437)
<b>投资活动现金流</b>	32	(1,168)	(136)	(271)	(368)
资本开支	22	25	17	19	21
其他	10	(1,193)	(153)	(291)	(389)
<b>融资活动现金流</b>	(111)	(256)	160	134	92
股权融资	-0	-0	47	56	67
银行借款	441	-0	420	124	135
其他	(552)	(256)	(306)	(46)	(110)
<b>汇率变动对现金的影响</b>	1	1	1	1	1
<b>现金净增加额</b>	1,044	(495)	662	455	429
<b>期末现金总额</b>	1,950	1,455	2,117	2,572	3,001

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1,986	2,810	3,528	4,287	5,002
营业成本	1,390	2,113	2,698	3,296	3,847
营业费用	8	18	18	18	18
管理费用	62	76	78	81	83
其他收入/费用	(9)	(25)	(20)	(22)	(26)
<b>营业利润</b>	516	577	714	869	1,027
净财务收入/费用	42	67	80	96	115
其他利润	87	142	168	203	239
除税前利润	561	653	801	975	1,151
所得税	142	150	200	244	288
少数股东损益	7	10	18	29	35
<b>归母净利润</b>	412	493	583	702	829
EBITDA	519	586	722	879	1,036
<b>扣非后净利润</b>	453	538	637	768	906
EPS(元)	1.49	1.78	2.11	2.54	3.00

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	41.6	41.5	25.6	21.5	16.7
营业利润(%)	32.3	11.9	23.6	21.8	18.2
归属于母公司净利润(%)	28.0	19.6	18.4	20.4	18.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.9	24.8	23.5	23.1	23.1
净利率(%)	21.1	17.9	17.0	17.1	17.3
ROE(%)	33.1	33.1	29.3	31.3	33.2
ROIC(%)	34.0	33.3	29.5	31.4	33.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.0	62.0	57.2	56.3	55.7
净负债比率(%)	85.1	92.5	85.4	84.1	83.1
流动比率	1.6	1.0	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.0
应收账款周转率	9.7	8.8	9.2	10.7	11.9
应付账款周转率	14.8	13.1	13.1	13.1	13.1
存货周转率	17.5	14.3	14.1	16.3	18.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.78	2.11	2.54	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	4.1	3.4	2.3	2.1	2.5
每股净资产(最新摊薄)	4.5	5.4	7.2	8.1	9.0
<b>估值比率</b>					
P/E	10.1	8.4	7.1	5.9	5.0
P/B	3.3	2.8	2.1	1.8	1.7

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3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