

➤ **双链战略持续发展，全业态餐饮布局完成。**公司 2021 年提出“大社区+大后勤”战略，聚焦“物业+团餐”的发展模式，**现已完成全业态领域的后勤餐饮服务布局**，目前拓得近 50 个“物业+团餐”项目，进驻超 140 个餐饮服务项目，具备持续自主外拓能力。

➤ **在管面积持续增长，发力外拓非住业态。**新城悦服务自上市后外拓在管面积增速整体高于来自集团面积增速，市场竞争力不断提高。截至 2023 年 12 月 31 日，在管面积达 2.2 亿平方米，同比增长 12.8%，第三方在管增至 1.1 亿平方米，同比增长 4.6%，占总在管面积比重达 48.9%。目前新城悦服务已实现全业态均衡布局。2023 年，**公司成功拓展多个优质非住项目**，其中医院赛道持续精耕，新拓多个项目，总服务项目达 43 个，后勤年化合约金额 2 亿元，新增合约金额 0.6 亿元。截至 2023 年 12 月 31 日，公司非住宅业态在管面积已达 0.5 亿平方米，收入 7.3 亿元，同比增长 13.8%。

➤ **非周期性业务稳健提升，“第二增长曲线”赋能发展。**截至 2023 年 12 月 31 日，社区增值服务发展成为第二大收入来源，**毛利率达到 35.7%**。其中非周期性业务持续稳定发展，占比达到 80%，较 2022 年上升 7.7%。**团餐业务**渐入佳境，2023 年收入达到 4.5 亿元。此外，**电梯工程服务业务**市场化能力逐渐提升，23 年收入达到 2.2 亿元。

➤ **盈利能力整体稳定，房地产关联业务收入占比降低。**2023 年公司营业收入稳健增长，**核心归母净利润增至 4.5 亿元**，主要原因为公司通过经营性现金流对美元债进行调整，同时业务结构持续优化，**地产强关联的开发商增值服务收入占比逐渐下降**，下滑至 10.2%，有利于降低地产市场下行对收入与利润带来的不利影响，同时公司账龄结构整体良好，应收与应付规模良性提升。

➤ **投资建议：**新城悦服务近年来 1) **业务发展独立性增强，与房地产相关的业务收入占比持续降低**；2) **在团餐服务、设备设施管理服务等高频、专业门槛较高、跨周期的 To B 端赛道持续发力，业务成熟具备领先优势**；3) **深耕长三角，通过“团餐+物管”双优势进行高质量的增长**。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.10、5.23、5.62 亿元，当前股价对应 PE 分别为 5、4、4 倍。首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险。2) 房地产行业下行超出预期。3) 社区增值服务对于社区管理基础的依赖。4) 应收账款未及时收回的风险。5) 增值服务收入不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5424	5828	6148	6382
增长率 (%)	4.7	7.4	5.5	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	445	510	523	562
增长率 (%)	5.1	14.5	2.7	7.4
每股收益 (元)	0.51	0.58	0.60	0.65
PE	5	5	4	4
PB	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 7 月 31 日收盘价; 汇率 1HKD=0.93RMB; 公司财务年度与自然年一致;)

推荐

首次评级

当前价格:

2.86 港元



分析师 李阳

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang_yj@mszq.com

分析师 徐得尊

执业证书: S0100524070011

邮箱: xudezun@mszq.com

目录

1 深耕物业行业 28 载，“大社区+大后勤”双链开花.....	3
1.1 启航常州，快速扩张，成长深受行业认可.....	3
1.2 “大社区+大后勤”双链战略，夯实多元专业服务能力.....	4
1.3 新城集团绝对控股，上市至今未曾减持.....	5
1.4 管理层经验丰富，核心骨干股权激励充分.....	6
2 核心业务持续驱动，“第二增长曲线”赋能发展，降低地产关联业务依赖.....	7
2.1 基础业务稳健增长，外拓增效提速，多业态均衡布局.....	7
2.2 社区增值服务特色赛道强劲增长，构筑“第二增长曲线”.....	9
2.3 业务结构优化，地产关连业务占比进一步下降.....	12
3 财务分析：盈利能力稳中有升，经营性现金流改善明显.....	13
3.1 收入稳健增长，业务结构持续优化.....	13
3.2 盈利能力整体稳定.....	14
3.3 公司规模扩张，应收账款与应付账款随之增长.....	15
3.4 货币资金充沛，经营性现金流明显改善.....	16
4 盈利预测与投资建议.....	18
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	18
4.2 估值分析.....	20
4.3 投资建议.....	20
5 风险提示.....	21
插图目录.....	23
表格目录.....	23

1 深耕物业行业 28 载，“大社区+大后勤”双链开花

1.1 启航常州，快速扩张，成长深受行业认可

新城悦服务自 2018 年上市以来，规模保持稳定增长。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已实现商办、医院、学校、产业园、政府公建等全业态覆盖，已逐渐成长为一家综合性后勤服务企业，在管面积 2.24 亿平方米，同比增长 12.8%，相较于 2018 年上市时的面积规模，在管面积增长近 4.2 倍。

图1：新城悦服务 1996 年启程常州，深耕物业行业 28 载



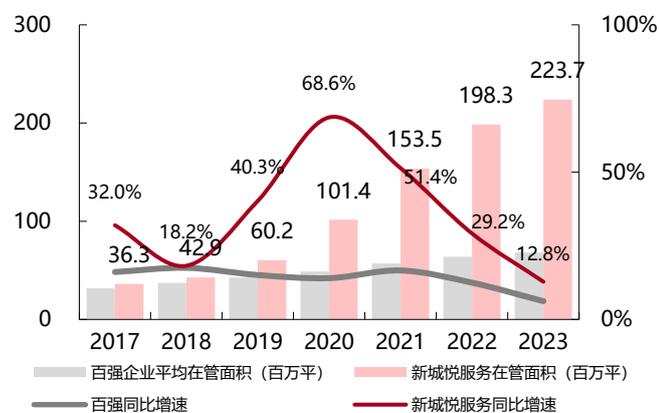
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：新城悦服务业务结构（智慧园区服务并入开发商增值业务范畴）

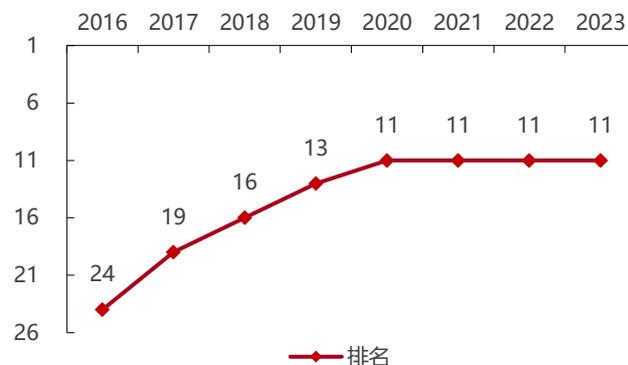
业务模式	服务内容
物业管理服务	物业及设备维护、保安服务、保洁服务、园艺服务、公共区域维护及其他物业管理相关服务
开发商增值服务	案场销售协助服务、咨询服务、验房服务、智慧园区服务
社区增值服务	提供公共资源管理服务、社区工程服务、广泛装修服务、资产管理服务、餐饮服务、设施管理以及其他多种便民生活服务，包括新悦荟、新橙居、新橙社、橙享家、悦食尚

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

公司规模的全国推进与区域深耕并举深受行业认可，百强排名稳步提升。公司上市之后加速全国扩张的步伐，2020-2021 年新入驻城市数量分别为 39 个和 37 个，2022 年入驻城市 192 座，截至 2023 年 12 月 31 日，新城悦已入驻 201 座城市，聚焦长三角、京津冀、川渝城市群。公司规模的全国推进与区域深耕并举深受行业认可，在中指研究院举办的中国物业百强评选中排名从 2016 年的第 24 位逐步升稳在 2023 年的第 11 位。

图2：2017-2023 年新城悦在管规模及增速均高于行业平均水平


资料来源：中指研究院，民生证券研究院

图3：新城悦服务中国物业百强企业排名升至 11 名


资料来源：中指研究院，民生证券研究院

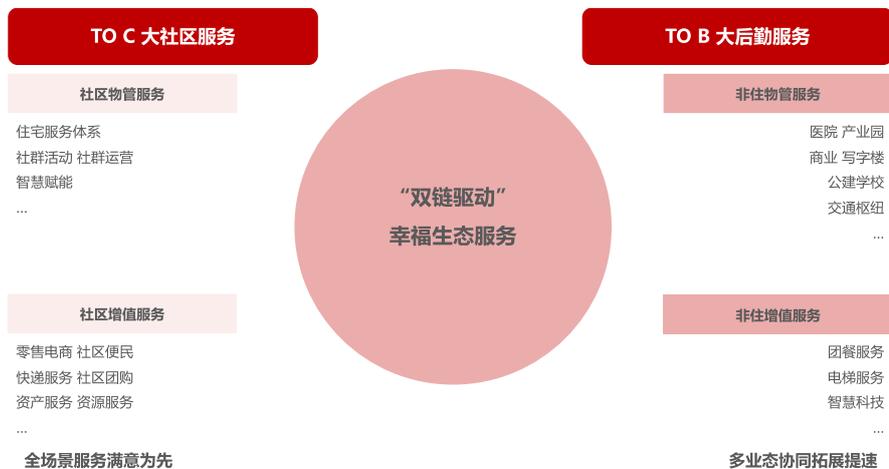
1.2 “大社区+大后勤”双链战略，夯实多元专业服务能力

2021 年，公司提出打造“大社区+大后勤”的幸福生态服务：通过“大社区+大后勤”的具体业务策略，公司成功覆盖了非住与社区两大类不同的客户群体，对于 B 端和 C 端形成了完善的一体化综合服务解决方案。

2022 年，“大社区+大后勤”双链驱动战略深化进入具体实施阶段，“物管+团餐”模式带动业务协同发展，大后勤业务快速增长，各类非住宅业态获得重要后勤服务合约。公司对天津金玉物业的收购，进一步加强其在医院类项目的服务能力和拓展能力。通过与上海翔禧物业达成股权战略合作，新城悦在非居类业态的专业能力得到进一步夯实。基于“大后勤”战略布局，公司收购苏州海奥斯补强其工业类型业态的团餐服务，2022 年团餐业务迎来高速增长，收入达 3.55 亿元，**同比增长 333.5%**。

2023 年，“大社区+大后勤”双链开花局面形成，非周期服务持续增长，2023 非周期性社区增值业务收入达 10.5 亿元，同比增长 13%，占比持续提升至 80%，团餐取得收入 4.5 亿元，同比增长 26.5%，设施管理服务相关收入 2.2 亿元，公共资源服务收入 1.6 亿元，同比增长 44.7%。公司聚焦政企客户需求深度挖掘与服务业态扩充，深化“物管+团餐”拓展模式，目前已拓得近 50 个“物业+团餐”项目，进驻超 140 个餐饮服务项目，**完成全业态领域的后勤餐饮服务布局。**

图4：2023年“大社区+大后勤”双链驱动发展战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 新城集团绝对控股，上市至今未曾减持

新城集团实控人持股 68.86%，处于绝对控股地位。上市初期，王振华先生即采用多层全资控股方式，通过富域香港全资控股的 InnovativeHero 持有公司 75% 股份，截至 2023 年 6 月 30 日，股权经过一定稀释之后，王振华先生仍持有公司 68.86% 的股份。此外，戚小明、吴倩倩和果新利三位董事合计持股 0.76%。公司与新城控股均属于同一实际控制人，同一实控人也使得公司被统筹纳入新城集团的整体战略框架中，战略延续性连贯性较强。

大股东持有 6 亿股，上市至今从未减持，充分证明对公司信心。上市以来，大股东王振华先生通过 InnovativeHero 有限公司长期持有公司 6 亿股，至今未曾减持，充分展现了股东对公司未来发展的信心，公司股权形成了大股东稳定持有，管理层持续增持的良性正向循环。

图5：截至 2023 年 12 月 31 日，王振华先生多层全资控股，持有新城悦服务 68.86% 的股份



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 管理层经验丰富，核心骨干股权激励充分

公司的董事会与管理层均长期深耕地产开发与物业管理，对行业的理解十分深刻，权责明确。董事长戚小明先生 2002 年即加入新城集团，后于 2015 年 1 月加入公司，负责整体业务运营、管理项目拓展和客户服务工作；执行董事吴倩倩女士 2007 年加入新城集团，负责集团投后管理工作；执行董事杨博先生 2008 年加入新城集团，后于 2021 年 3 月加入公司，负责集团社区增值服务。高管团队中，首席战略官尤建峰先生毕业于北京大学光华管理学院，现负责公司的战略管理与投资者关系。

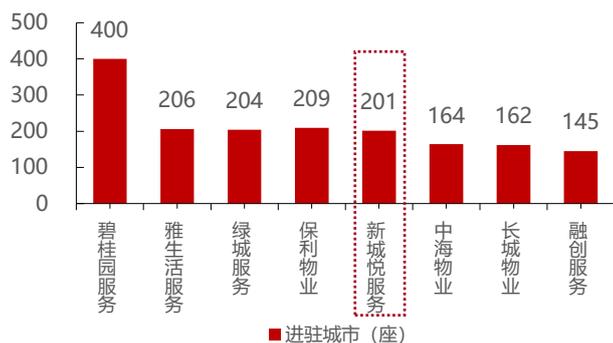
公司多次向核心骨干进行股权激励，充分调动团队积极性：1)2021 年 7 月，新城悦服务向内部 13 位雇员授出共计 770 万份购股权；2)2022 年 3 月向公司 3 名董事及 35 名雇员授出合共 503 万股奖励股份，授出价 4.49 港元/股，约占 2022 年 3 月 28 日公司已发行股本总额的 0.58%；3)2023 年 5 月，向公司及其附属公司 7 名雇员授出合共 190 万股奖励股份，授出价 2.36 港元/股；4)2023 年 9 月，向公司及其附属公司 3 名雇员授出合共 90 万股奖励股份，授出价 2.46 港元/股。

2 核心业务持续驱动，“第二增长曲线”赋能发展，降低地产关联业务依赖

2.1 基础业务稳健增长，外拓增效提速，多业态均衡布局

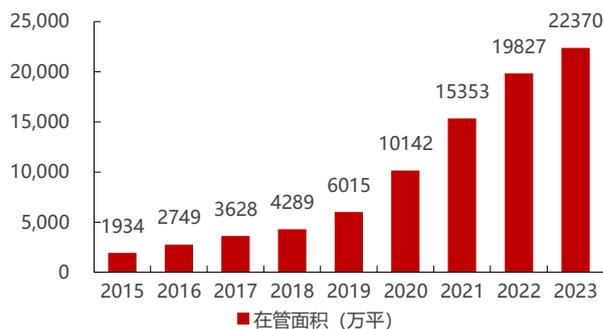
区域聚焦，在管面积规模突破 2 亿平方米。公司背靠新城控股，截至 2023 年 12 月 31 日，集团贡献面积超 1.1 亿平方米，占总在管面积 51.1%。2020-2023 年新城控股其所拥有的土地储备中，近 40%的土地储备位于一二线城市，形成长三角、环渤海、粤港澳大湾区、长江中部等城市群以重点的布局体系，为新城悦服务新项目提供优质来源。借助母公司的全国化布局与区域深耕优势，新城悦服务进驻城市数量位于上市物管公司靠前水平。截至 2023 年 12 月 31 日，公司在管面积达 2.2 亿平方米，同比增长 12.8%。

图6：2023 年进驻城市数量位于上市头部物管公司靠前水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023 年在管面积规模突破 2 亿平方米



资料来源：公司公告，民生证券研究院

物业管理业务作为公司基础性业务，收入持续增长。2022 年物业管理服务收入突破 30 亿元，2023 年收入达 35.6 亿元，同比增长 17.5%。自 2019 年以来，物业管理版块在公司业务总收入中的占比稳健上升，2021 年物业管理服务收入占比为 48.3%，2022 年提升至 58.4%，2023 年占比进一步提升至 65.5%。

图8：物业管理服务收入持续增长



资料来源：wind，民生证券研究院

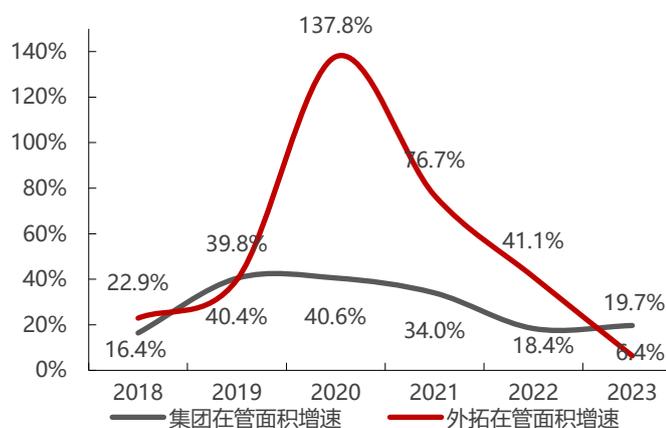
图9：物业管理收入占比稳健提升



资料来源：wind，民生证券研究院

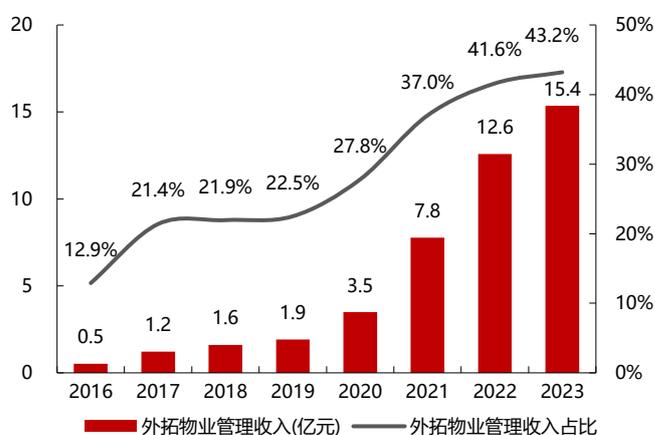
自上市以来，新城悦服务积极走出内部，第三方外拓增效。新城悦服务自上市后外拓在管面积增速整体高于集团提供规模增速，市场竞争力不断提高，2020-2022年第三方在管面积规模维持较高增速，2023年第三方在管面积增至1.1亿平方米，占总在管面积比重达48.9%；收入方面，外拓收入占比持续提升，独立性进一步增强。2021年来自第三方的物业管理收入达7.8亿元，2022年提升至12.6亿元，同比增长61.9%，2023年进一步增长至15.4亿元，占总物业管理服务收入比重达43.2%。

图10：2020-2022年外拓增速高于集团提供规模增速，市场竞争力不断提高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：外拓物业管理收入比重持续上升，独立性增强



资料来源：公司公告，民生证券研究院

持续发力非住宅业态，多元业态协同发展。目前新城悦服务已实现商办、医院、学校、产业园、政府公建等全业态均衡布局。2023年，公司成功拓展多个优质非住项目，其中**医院赛道持续精耕**，新拓天津宝坻人民医院、松阳县人民医院、安顺市人民医院第一分院等项目，服务项目43个，后勤年化合约金额2亿元，新增合约金额0.6亿元。截至2023年12月31日，公司非住宅业态在管面积已达0.5亿平方米，收入7.3亿元，同比增长13.8%。

表2：2020-2023年，新城悦服务物业管理服务业务板块股权战略合作情况

并购标的	业务贡献内容	收购股权	支付对价(万元)
2020.05 诚悦时代	综合业态物业管理服务	57.64%	10455.0
2020.11 大连华安物业	住宅服务、城市服务	60%	6285.6
2021.05 山东丽都物业	公共业态物业管理服务	33.83%	-
2021.06 浙江梁士物业	医院业态物业管理服务	80%	-
2021.06 浙江祥城物业	公建业态物业管理服务	80.00%	-
2021.09 贵州霸洁物业	综合性物业管理服务	65%	-
2021.12 烟台永乐物业	综合性物业管理服务	70.00%	-
2021.12 苏州宝川物业	产业园业态物业管理服务	65%	-
2022.07 天津金玉物业	医院、公建业态物业管理服务	69.99%	-
2023.01 上海翔禧物业	综合性物业管理服务	70%	5880.0

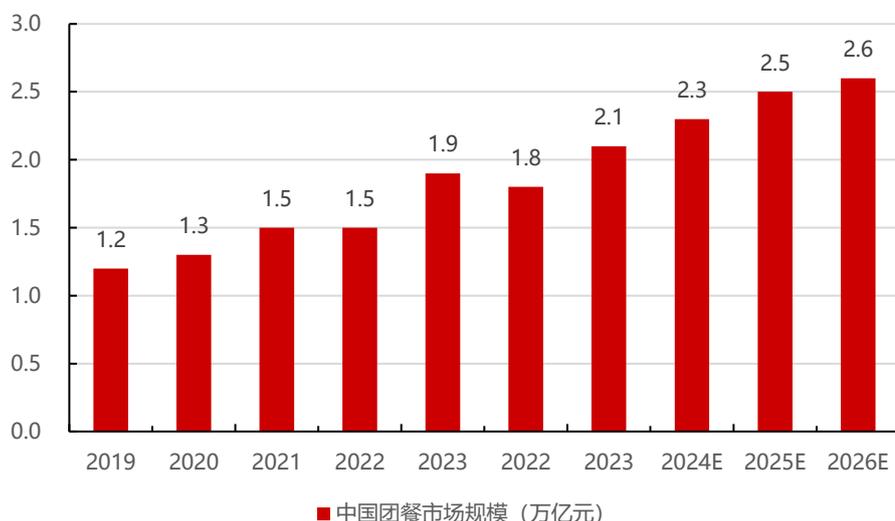
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 社区增值服务特色赛道强劲增长, 构筑“第二增长曲线”

2.2.1 强势入局团餐业务, 打造全业态后勤餐饮服务

立足公司发展战略, 通过股权战略合作快速抢占团餐服务蓝海市场, 团餐赛道行业收入第一。《2023 年度中国团餐产业发展报告》报告显示, 中国团餐市场规模预计在 2024 年将达 2.3 万亿元, 目前市场分散程度高, 头部企业规模较小, 抢占市场份额机遇好。新城悦服务积极把握市场机遇, 自 2020 年起, 公司通过并购当地优质团餐企业快速打造“本地化”的团餐服务, 坚持现场制作, 保证高品质出餐。目前团餐业务已形成以江浙沪为发展核心, 以环渤海、川渝等区域为发展重点的格局, 实现从中西部到东部, 从学校、办公楼、工厂到医院、产业园等全业态覆盖。

图12: 中国团餐行业整体呈现稳健发展态势, 韧性强



资料来源: 中国饭店协会, 民生证券研究院

图13: 新城悦强势入局团餐业务, 实现全业态覆盖

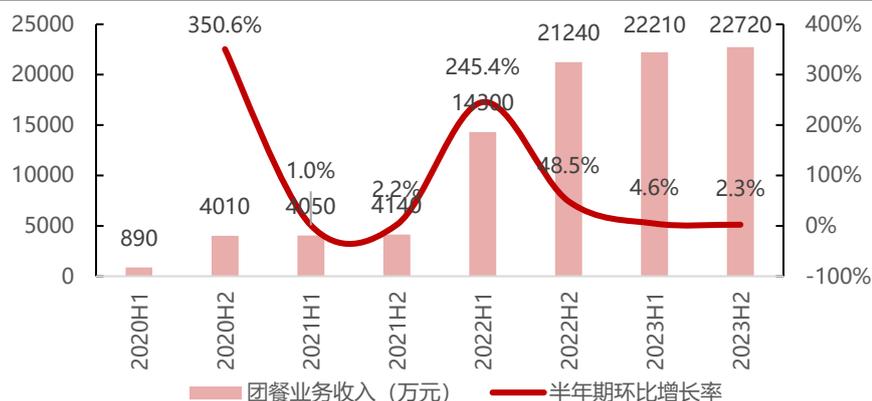


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

团餐业务迅速成长, 借鉴索迪斯“藤蔓式”模式, 拓展“物业+团餐”项目。伴随新城悦服务在团餐业务的大力发展, 2022 年收入突破 3 亿元, 同比增长 332.9%, 2023 团餐业务收入为 4.5 亿元, 同比增长 26.4%, 自 2020 年以来连拓多个知

名大型企业项目，例如上海虹桥国际机场西区、复旦大学等标杆项目。新城悦服务深度聚焦“物业+团餐”领域，一方面在已中标的B端物业服务项目中，适时推荐团餐服务业务，另一方面以“团餐”为触手，不断延伸业态并拓展优质新客户。通过深化“物业+团餐”体系化拓展模式，新城悦服务目前已拓得近50个“物业+团餐”项目，持续实现业务边界跨越。

图14：自2020年入局以来，新城悦团餐业务团餐业务收入持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.2 积极布局电梯服务赛道，开启业务新增长点

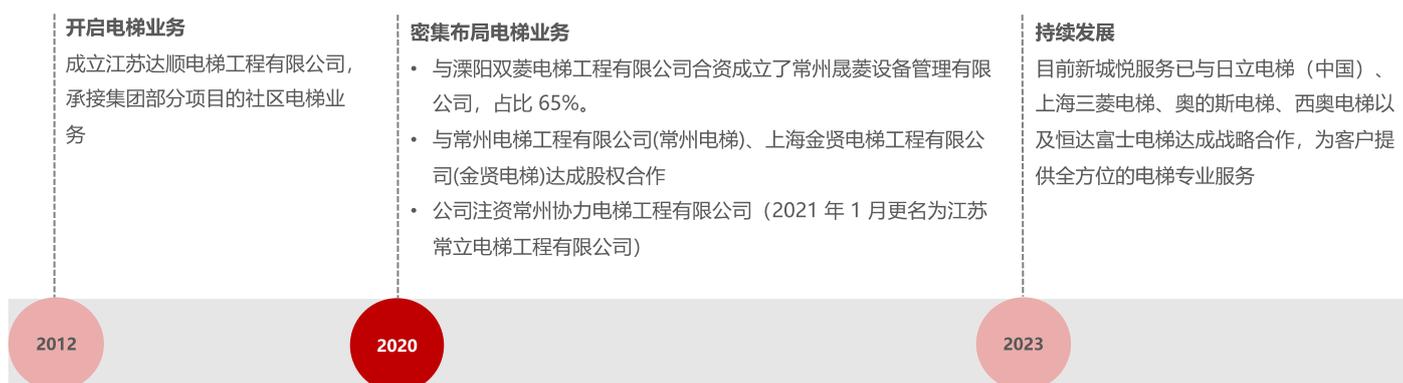
以电梯业务为核心，切入专业化设施管理服务领域。新城悦服务于2012年成立江苏达顺电梯工程有限公司，开启电梯维保维修业务，2020年公司密集布局电梯业务板块，重点发展电梯维保维修服务。目前新城悦服务已与多家电梯企业达成战略合作，为用户提供全方位电梯专业服务，电梯维保服务标准化能力持续提升，被克而瑞物管、中物研协评为2023中国物业FM设施管理领先企业。

表3：新城悦服务电梯业务主要优势

优势	内容
全面优质的业务能力	多品牌维保技术能力;总部专家及厂家技术支持一线品牌销售代理授权
广泛的服务网络	全国80+主要城市备案;遍布全国的配件网络
超前的创新能力	信息化平台管理;物联网、电瓶阻车等增值产品按需维保项目落地

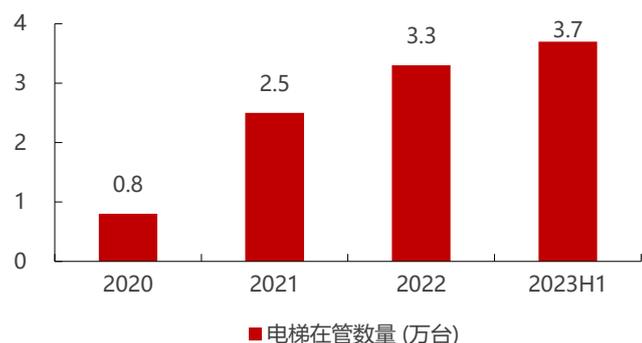
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：电梯业务发展情况



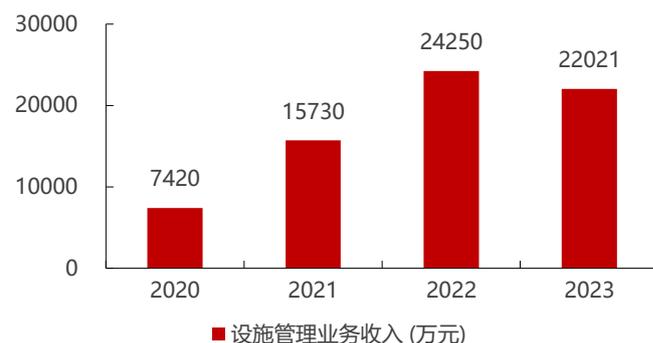
资料来源：公司公告，民生证券研究院

电梯维保市场化能力持续提升，把握业务发展新机遇。截至 2023H1 在管电梯近 4 万台，覆盖全国 80 个城市。2023 年，公司设施管理服务业务实现收入 2.2 亿元。电梯属于特种设备，可进行外部市场拓展，承接非新城悦服务的物业管理项目，**2023 年取得旅游休闲业态突破**，拓得常州里巷文化旅游街区、杭州千岛湖香里度假村等项目。伴随着城市更新、老旧社区改造升级，新城悦服务积极把握机遇，2023 年上半年，公司新签老旧小区电梯加装 54 台。

图16：电梯在管数量稳步提升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

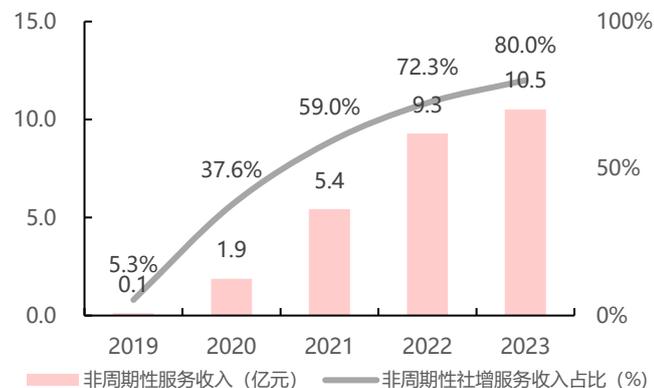
注：公司未在 2023 年年报及推介材料中披露具体在管电梯数量

图17：设施管理业务收入


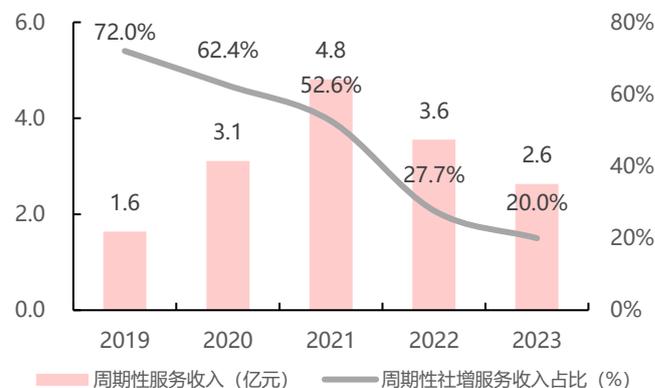
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.3 大力发展非周期性业务，周期性业务收入大幅下降

公司将社区增值服务业务分为周期性与非周期性两类业务，其中周期性业务包含资产管理服务、公共资源管理以及广泛装修服务，非周期性业务包括便民服务、团餐服务（电动车充电桩、共享服务、回收服务等）、设施设备管理（电梯维修、公共区域设施设备及建筑工程的更新改造和维修）、固定资源服务。以团餐和设施设备管理为核心，公司大力发展非周期性业务，其收入占社区增值服务收入的百分比逐渐上涨至 2023 年的 80%。相较之下，周期性业务因为其中的资产管理服务以及广泛装修服务收入与地产行业相关联，受地产行业下行影响，收入 2023 年同比下降 26.1%。

图18：非周期性业务收入以及占比变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

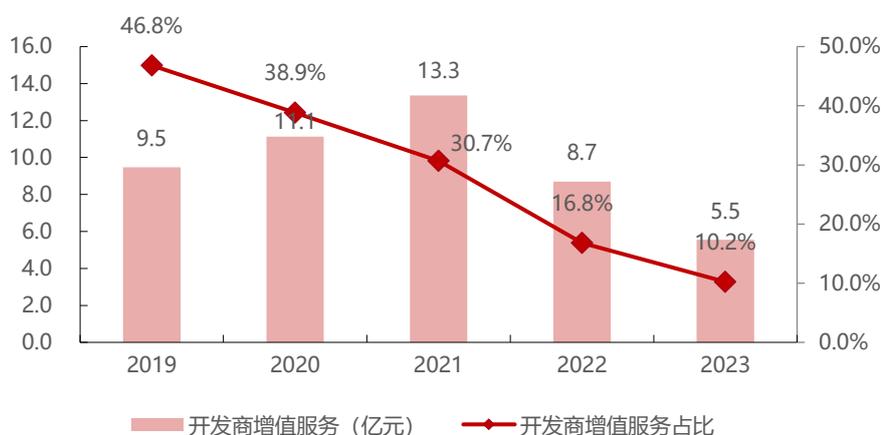
图19：周期性业务收入以及占比变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 业务结构优化，地产关连业务占比进一步下降

自 2019 年以来，开发商增值服务收入占比持续下降。由 2019 年的 46.8% 逐步降至 2023 年的 10.2%，累计降低 36.6 个百分点。近年地产行业整体开工下行，地产服务链条所延伸的开发商增值业务随之收缩。开发商增值业务占比的降低，反映新城悦服务主动控制相关风险，业务结构进一步优化。

图20：业务结构优化，开发商增值服务收入占比进一步下降



资料来源：公司公告，民生证券研究院

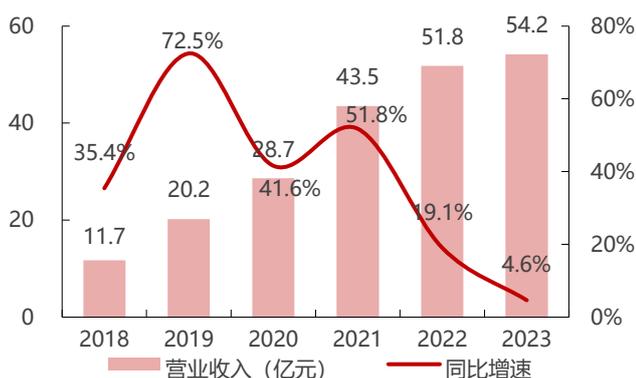
备注：2023 年年报将智慧园区服务收入合并到开发商增值服务收入，不单独披露

3 财务分析: 盈利能力稳中有升, 经营性现金流改善明显

3.1 收入稳健增长, 业务结构持续优化

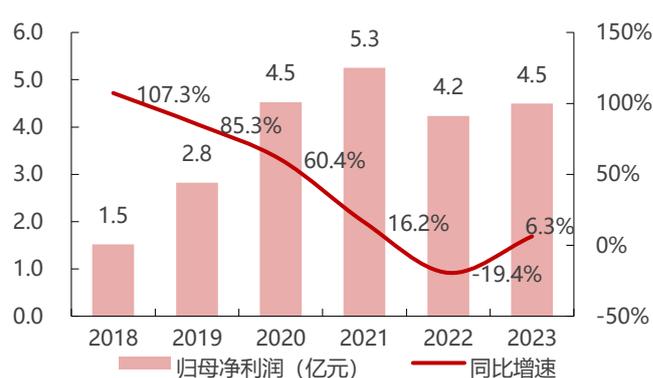
公司营业收入稳健增长, 核心归母净利润增至 4.5 亿元。自上市以来, 公司收入与利润整体保持稳健增长, 公司营业收入从 2018 年 11.7 亿元增至 2023 年 54.2 亿元, 年复合增速达 29.1%; 归母净利润由 2018 年 1.5 亿元攀升至 2023 年 4.5 亿元, 年复合增速达 19.8%。2021-2022 年, 公司归母净利润出现下滑是由于公司投资的房地产类美元债分别产生 1.99 亿元和 1.73 亿元的账面亏损, 经过现金管理方式调整, 2023 年美元债减少至 1387.8 万元, 归母净利润回升明显, 2023 年增速为 6.3%。

图21: 2018-2023 公司营业收入规模及增速



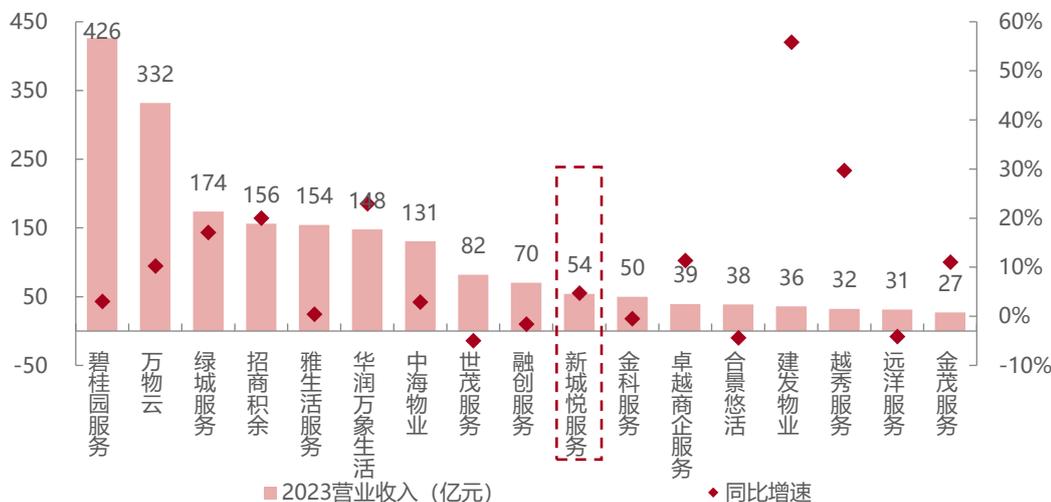
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2018-2023 公司归母净利润规模及增速



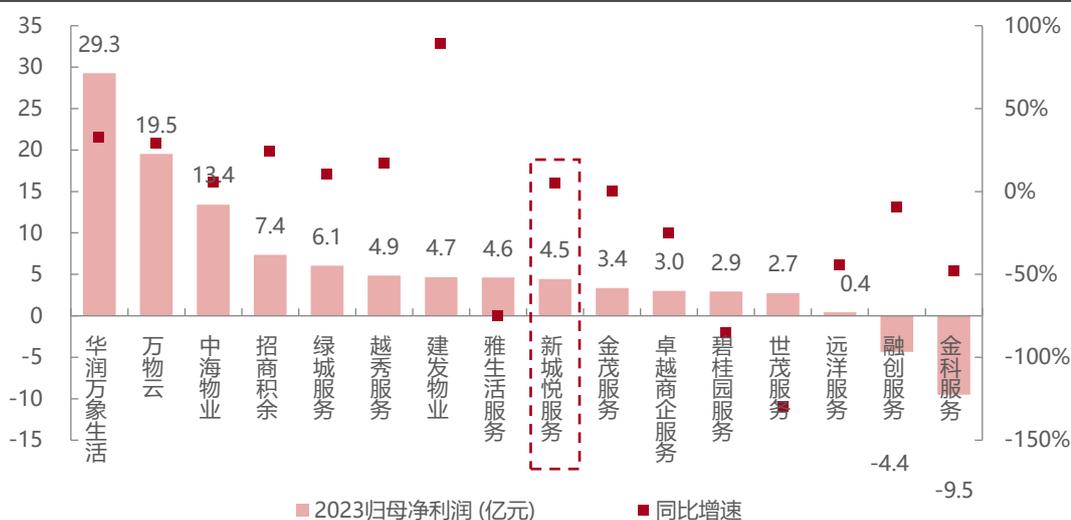
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 2023 年可比上市物管公司营业收入及增速情况



资料来源: 克而瑞物管, 民生证券研究院

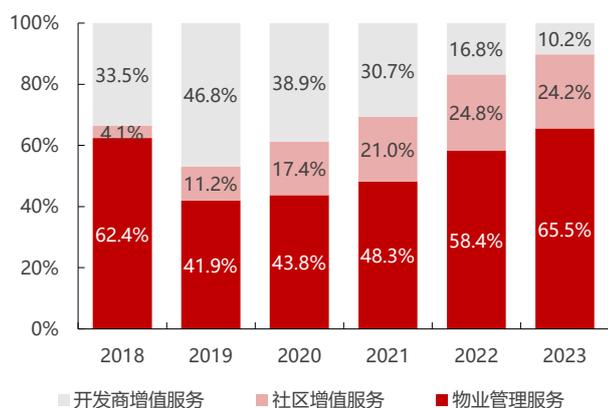
图24：2023年可比上市物管公司归母净利润及增速情况



资料来源：克而瑞物管，民生证券研究院

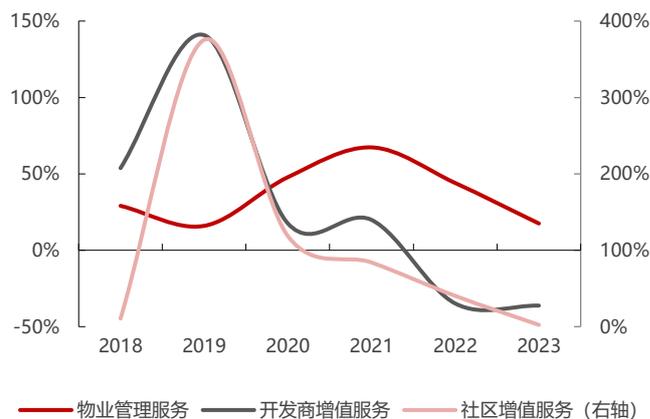
公司营收结构持续优化，物业管理服务与社区增值服务收入占比不断提升，地产关联服务占比进一步下降。核心业务占比稳健提升，2023年物业管理服务收入占比由2019年的41.9%升至65.5%，社区增值服务收入占比升至24.2%，地产延伸链的智慧园区服务收入占比则下滑至10.2%。这主要是由于1)“大社区+大后勤”双链驱动战略下，公司坚持发展可持续业务，2023年非周期社区增值业务收入10.5亿元，同比增长13%。此外，受房地产市场景气度的影响，开发商增值服务持续负增长。公司业务结构优化有利于降低来自地产下行周期的负面影响。

图25：自2019年以来，核心业务占比稳健提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：2018年以来公司物业管理服务及社区增值业务保持正增长



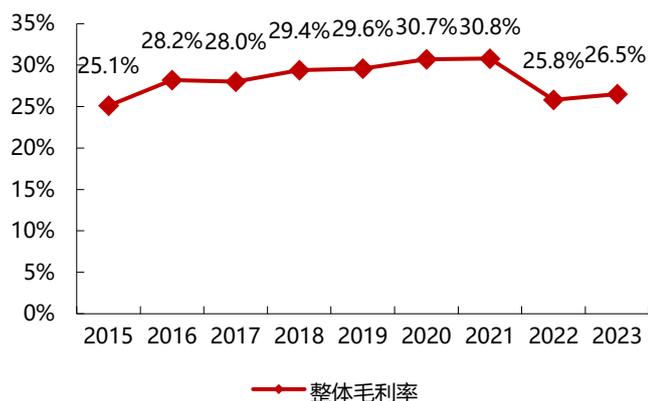
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 盈利能力整体稳定

公司毛利及毛利率回升，2023年实现毛利14.4亿元，同比增长7.5%，整体毛利率为26.5%，位列营收超50亿的上市物业管理企业中第二，同比上升0.7

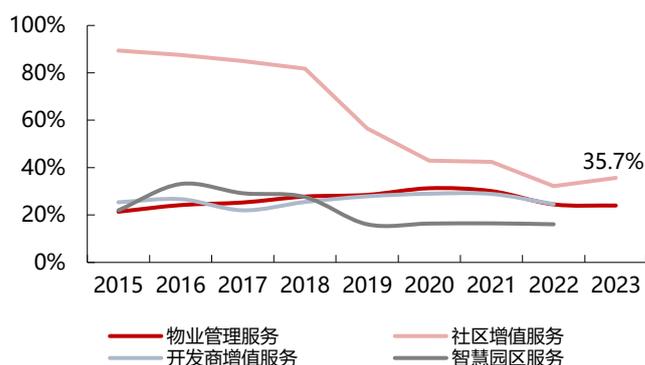
个百分点。2023年，新城悦服务坚持“大社区+大后勤”双链协同发展战略，在房地产市场下行周期中仍保持相对稳定的盈利能力。分业务结构看，物业管理服务的毛利率下降主要原因是服务开支增加、新交付住宅项目所带来的毛利率正面影响减少以及毛利率较低的非住宅项目占比提升；社区增值服务方面，新城悦服务毛利率较高的公共资源管理服务提质增效拉动板块毛利率，2023年社区增值业务毛利率回升至35.7%，带动整体毛利率水平提高。

图27：2023年公司整体毛利率回升至26.5%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

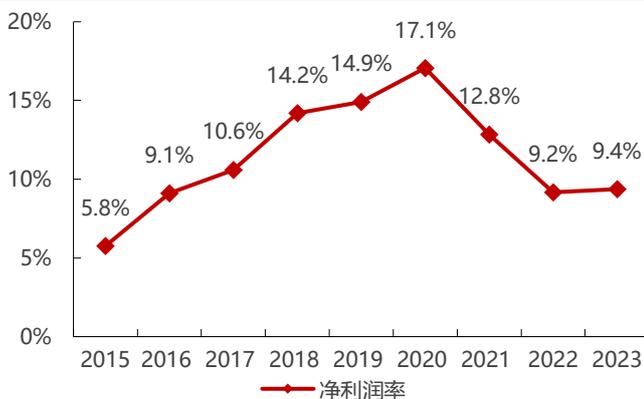
图28：2023年社区增值业务拉动整体毛利率水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

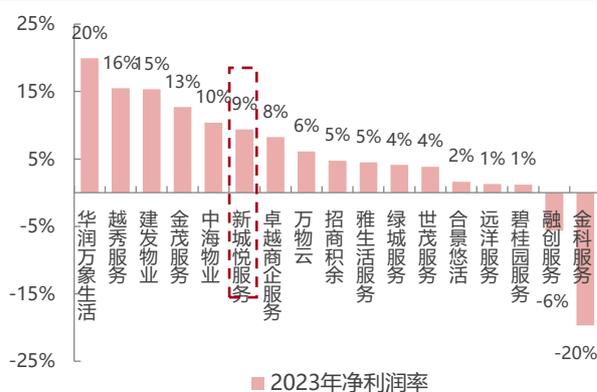
净利率经历2021-2022年的下滑后，2023年有所回升至9.4%。经历2021-2022年的下滑阶段，2023年净利率回升0.2个百分点至9.4%。2021-2022年公司管理费用率受公共卫生事件、社保减免政策取消和适应业务发展的人才储备措施影响，由2020年的9.0%增至2022年9.29%，影响公司净利率，此外，2021年公司投资房地产类美元债产生近2亿元亏损，2022年产生1.73亿元亏损，进一步拉低净利率水平。2023年美元债减值计提金额下降至0.25亿元，对净利率的负面影响大幅下降，2023年新城悦服务净利率位于可比上市物管公司靠前水平。

图29：2015-2023年公司整体净利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：2023年可比上市物管公司净利率情况

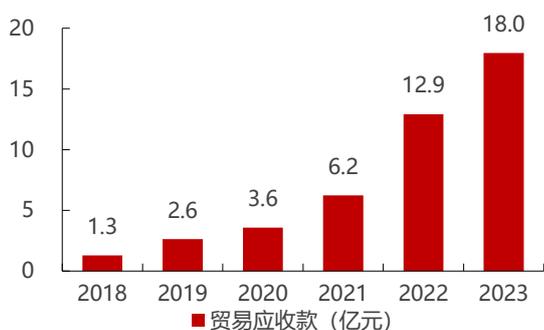


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 公司规模扩张，应收账款与应付账款随之增长

公司应收账款随公司规模增加而扩张，应收账款龄结构良好。其中，2018年贸易应收账款为1.3亿元，2023年增至18亿元，贸易应收账款的快速增长一方面

来自于公司管理规模的快速扩张,物业管理服务收入迅速提升,另一方面源于房地产行业下行周期背景下关联方欠款增多。受此影响,2023年新城悦服务贸易应收款周转率下滑至3.5。2023年新城悦服务一年内应收款项占比达81.2%,两年期应收款项占比达91.5%,账龄结构整体良好。

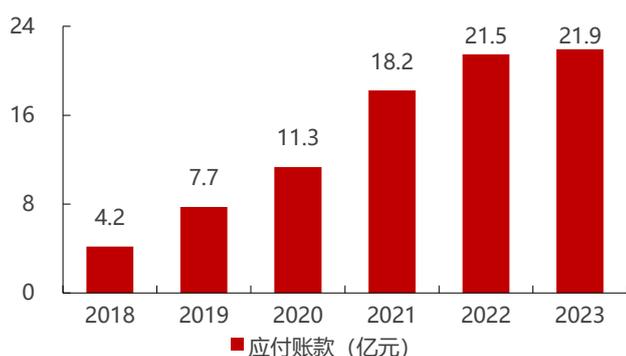
图31: 2023年贸易应收款随规模扩张至18亿元


资料来源:公司公告,民生证券研究院

图32: 2023年贸易应收款周转率持续下滑至3.5


资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司应付款项增长稳健,且其周转率稳步下降。公司应付款项从2018年4.2亿元增至2023年21.9亿元,年复合增长率达31.9%,一方面源于管理规模扩张,外包绿化保洁服务增加;另一方面代表业主收取的特殊项目资金(包括电梯维修资金与公共营运资金)款项增加。应付款项增长的同时,公司的应付账款周转率稳步下降,应付账款周转率由2019年2.4降至2023年1.8,表明公司话语权有所增强。

图33: 应付账款稳健增长,2023年应付账款21.9亿元


资料来源:公司公告,民生证券研究院

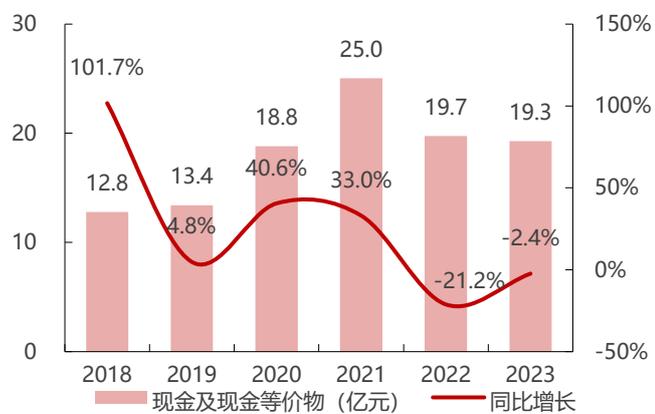
图34: 应付账款周转率下降至2023年1.8


资料来源:公司公告,民生证券研究院

3.4 货币资金充沛,经营性现金流明显改善

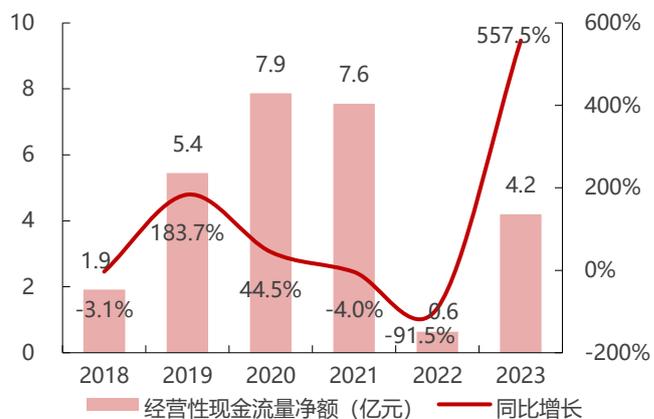
公司2023年货币资金较为充沛,持有现金及现金等价物19.3亿元。2021-2023年物业行业竞争加剧,对行业盈利空间造成一定压力,公司持有现金及现金等价物规模有所下降。2023年新城悦服务加强运营资金管理,适时调整规模增长步伐,关注优质项目,经营性现金流明显改善,同比增长557.5%,回升至4.2亿元。

图35: 2023 年持有现金及现金等价物 19.3 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图36: 2023 年经营性现金流明显改善



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务包括**物业管理服务**、**社区增值服务**和**开发商增值服务**三大分部，分别拆分预测，具体如下：

物业管理服务：物业管理服务包括为住户和租户提供包括保洁、园艺、设施维护、安保等物业管理相关服务，其收入 2021-2023 年分别为 21.00 亿、30.25 亿、35.55 亿，呈上升趋势，且 2022 年、2023 年增速分别为 44.03%、17.53%；母公司新城控股自 2021 年来鲜有拿地，公司主要通过市场外拓来保持稳定的面积增长，我们预计公司 2024-2026 年在管面积规模分别为 2.42、2.55、2.64 亿平，增速分别为 8.06%、5.33%、3.63%，假设来自母公司面积的物业费增速为 0%，外拓物业费有所增长，整体物业费分别为 1.34、1.36、1.37 元/平方米/月，分别实现收入 38.86、41.65、43.44 亿元，毛利率方面，良好项目管理的共同作用日益凸显，但人工成本上升使整体呈现稳中有降的趋势，毛利率分别为 23.50%、23.00%、22.50%。

社区增值服务：社区增值服务主要包括团餐服务、设施设备管理、固定资源以及包含公共资源、资产管理、广泛装修的周期性业务。2023 年社区增值服务收入占比 24.8%，2023 年同比增长 12.8%，其中团餐及公共资源管理等非周期性服务增速亮眼，团餐业务收入 2023 年同比增长 27.4%。我们预计公司未来团餐、设施设备管理等非周期性业务仍将维持增长。我们预计公司 2024-2026 年社区增值服务业务分别实现收入 14.15、14.82、15.62 亿元，同比增长 7.69%、4.71%、5.36%，随着各项业务逐渐成熟，结构趋稳，我们预计毛利率分别为 37.70%、37.70%、37.70%。

开发商增值服务：该业务包含物业开发过程中一系列的服务，例如咨询、案场销售、验房等服务，与房地产开发情况关联紧密，近年来受房地产开发行业下行的影响，开发商增值服务收入持续下降，我们预计公司 2024-2026 年开发商增值业务分别实现收入 5.27、5.01、4.76 亿元，整体增速分别为-5.00%、-5.00%、-5.00%。业务毛利率较为稳定，分别为 19.80%、18.80%和 17.80%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 58.28、61.48、63.82 亿元，同比分别增长 7.45%、5.49%、3.80%，预计毛利率为 26.61%、26.20%、25.87%。

表 4: 公司主营业务拆分 (亿元)

单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	43.51	51.80	54.24	58.28	61.48	63.82
YOY	51.78%	19.05%	4.72%	7.45%	5.49%	3.80%
毛利率	30.80%	25.80%	26.51%	26.61%	26.20%	25.87%
基础物业服务	21.00	30.25	35.55	38.86	41.65	43.44
YOY	67.33%	44.03%	17.53%	9.30%	7.20%	4.30%
毛利率	30.10%	24.50%	24.00%	23.50%	23.00%	22.50%
在管面积 (亿平)	1.54	1.98	2.24	2.42	2.55	2.64
YOY	51.39%	29.14%	12.82%	8.06%	5.33%	3.63%
物业费单价 (元)	1.14	1.27	1.32	1.34	1.36	1.37
YOY	10.53%	11.53%	4.17%	1.15%	1.78%	0.64%
社区增值服务	9.16	12.85	13.14	14.15	14.82	15.62
YOY	83.98%	40.30%	2.32%	7.69%	4.71%	5.36%
毛利率	42.40%	32.20%	35.70%	37.70%	37.70%	37.70%
开发商增值服务	8.15	5.20	5.55	5.27	5.01	4.76
YOY	12.49%	-36.28%	6.80%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	28.90%	24.60%	20.80%	19.80%	18.80%	17.80%

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测;

公司费用预测:

1) 销售费用率: 2021-2023 年人工成本的上升使基础物业服务业务成本呈现上升趋势, 至 2023 年销售费用率提升至 1.93%。2023 年以来, 一方面公司大力减少人工成本, 另一方面公司聚焦长三角, B 端业务拓展基本成熟, 我们预计 2024-2026 年销售费用率将逐渐下降, 分别为 1.93%、1.88%和 1.83%。

2) 管理费用率: 2021-2023 年, 受公共卫生事件与社区增值服务扩张、收并购等因素的影响, 公司管理费用率波动上升, 随着 2024 年公司 B 端业务基本成型, 我们预计 2024-2026 年管理费用率将稳中有降, 分别为 9.47%、9.47%和 8.97%。

3) 财务费用率与研发费用率: 公司属于物业行业, 现金流较为充沛, 2021-2023 年财务费用率分别-1.80%、-1.27%和-0.41%, 随着公司业务的持续稳定成熟, 公司现金流将更加充裕, 我们预计 2024-2026 年财务费用率分别为-0.66%、-0.68%和-0.91%。公司业务较为传统, 无研发需要, 2021-2023 年无研发费用支出, 因此我们预计 2024-2026 年研发费用率为 0。

表 5: 费用预测表 (亿元)

指标	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.78%	1.78%	1.93%	1.93%	1.88%	1.83%
管理费用率	9.75%	9.29%	9.97%	9.47%	9.47%	8.97%
财务费用率	-1.80%	-1.27%	-0.41%	-0.66%	-0.68%	-0.91%

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测;

4.2 估值分析

根据业务类型,我们选择主营业务同样为物业基础服务、社区增值服务与开发商增值服务等业务结构和业务规模相近的滨江服务、越秀服务、金茂服务三家公司作为可比公司,以2024年7月31日的收盘价计算,可比公司2024-2026年的PE均值分别为7/6/5倍。我们预测公司2024-2026年PE分别为5/4/4倍,低于可比公司均值,具备估值优势。

表 6: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
3316.HK	滨江服务	14.58	2.08	2.45	2.84	7	6	5
6626.HK	越秀服务	2.72	0.38	0.45	0.53	7	6	5
0816.HK	金茂服务	2.28	0.43	0.49	0.56	5	5	4
可比公司均值						7	6	5
1755.HK	新城悦服务	2.66	0.58	0.60	0.65	5	4	4

资料来源: ifind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 ifind 一致预期, 股价时间为 2024 年 7 月 31 日收盘价, 汇率为 1HKD=0.93RMB

4.3 投资建议

新城悦服务近年来 1) 业务发展独立性增强,与房地产相关的业务收入占比持续降低; 2) 在团餐服务、设备设施管理服务等高频、专业门槛较高、跨周期的 To B 端赛道持续发力,业务成熟具备领先优势; 3) 深耕长三角,通过“团餐+物管”双优势进行高质量的增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.10、5.23、5.62 亿元,当前股价对应 PE 分别为 5、4、4 倍。首次覆盖,给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在房地产行业经济下滑的背景下，物业管理公司需要及时发展出适应市场需求的新方向，以抵消房地产市场的下行作用。如果公司不能及时发展出适应市场需求的新方向，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而导致公司管理的面积增速放缓甚至出现下滑，盈利能力可能会受到不利影响。

2) 房地产行业下行超出预期。物业管理公司的开发商增值服务业务在很大程度上受到房地产行业开发项目数量的影响。如果未来房地产市场的下行趋势超出预期，开发商相关业务的规模会受到较为严重的影响。

3) 社区增值服务对于社区管理基础的依赖。社区增值服务中包含了许多与社区管理基础相关的业务，如果社区管理服务规模或者在管面积下降，社区增值服务也会有下行的风险。

4) 应收账款未能及时收回的风险。长期未收回的应收款项可能会存在坏账风险，影响日常经营。管理层应密切监控欠款情况，并采取措施减少延迟付款风险，需建立严格的信用审查机制和催收措施以降低损失。

5) 增值服务收入不及预期。社区增值服务方面，许多物业管理企业也开始进军团餐市场，团餐市场竞争激烈，未来收入增速不一定与预期一致，非周期性业务中与房地产开发相关的物业可能会进一步的受到房地产开发行业下行影响。开发商增值服务涉及更多的房地产开发业务，房地产行业下行会进一步导致这项业务收入下降。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5,552	6,213	6,812	7,397
现金及现金等价物	1,927	2,095	2,890	3,812
应收账款及票据	1,797	2,186	2,049	1,773
存货	40	48	50	53
其他	1,789	1,885	1,822	1,760
非流动资产合计	1,130	1,122	1,114	1,107
固定资产	74	76	78	80
商誉及无形资产	868	857	847	839
其他	188	188	188	188
资产总计	6,683	7,335	7,925	8,504
流动负债合计	3,155	3,396	3,585	3,723
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	411	441	467	487
其他	2,745	2,955	3,117	3,236
非流动负债合计	236	236	236	236
长期借贷	0	0	0	0
其他	236	236	236	236
负债合计	3,391	3,632	3,821	3,959
普通股股本	60	60	60	60
储备	2,844	3,184	3,512	3,873
归属母公司股东权益	2,904	3,244	3,571	3,933
少数股东权益	387	459	533	613
股东权益合计	3,291	3,703	4,105	4,545
负债和股东权益合计	6,683	7,335	7,925	8,504

现金流量表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	424	427	1,080	1,214
净利润	445	510	523	562
少数股东权益	63	72	74	79
折旧摊销	108	99	98	97
营运资金变动及其他	-192	-253	385	475
投资活动现金流	-304	-90	-90	-90
资本支出	-33	-90	-90	-90
其他投资	-271	0	0	0
筹资活动现金流	-175	-179	-205	-211
借款增加	-29	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
已付股利	0	-179	-205	-211
其他	-149	0	0	0
现金净增加额	-46	168	795	923

利润表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,424	5,828	6,148	6,382
其他收入	9	0	0	0
营业成本	3,986	4,277	4,537	4,731
销售费用	105	113	116	117
管理费用	541	552	582	573
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-22	-39	-42	-58
权益性投资损益	-0	0	0	0
其他损益	-178	-166	-175	-181
除税前利润	646	759	780	838
所得税	138	178	183	196
净利润	508	581	597	642
少数股东损益	63	72	74	79
归属母公司净利润	445	510	523	562
EBIT	623	721	738	780
EBITDA	731	820	836	877
EPS (元)	0.51	0.58	0.60	0.65

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	4.72	7.45	5.49	3.80
归属母公司净利润	5.09	14.50	2.72	7.41
盈利能力(%)				
毛利率	26.52	26.61	26.20	25.87
销售净利率	8.20	8.74	8.51	8.81
ROE	15.33	15.71	14.66	14.30
ROIC	14.90	14.91	13.77	13.14
偿债能力				
资产负债率(%)	50.75	49.51	48.21	46.55
净负债比率(%)	-58.56	-56.57	-70.40	-83.88
流动比率	1.76	1.83	1.90	1.99
速动比率	1.64	1.71	1.79	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.83	0.81	0.78
应收账款周转率	3.51	2.93	2.90	3.34
应付账款周转率	8.45	10.05	9.99	9.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.58	0.60	0.65
每股经营现金流	0.49	0.49	1.24	1.39
每股净资产	3.33	3.72	4.10	4.51
估值比率				
P/E	5	5	4	4
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	0.53	0.48	0.47	0.44

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 新城悦服务 1996 年启程常州, 深耕物业行业 28 载.....	3
图 2: 2017-2023 年新城悦在管规模及增速均高于行业平均水平.....	4
图 3: 新城悦服务中国物业百强企业排名升至 11 名.....	4
图 4: 2023 年“大社区+大后勤”双链驱动发展战略.....	5
图 5: 截至 2023 年 12 月 31 日, 王振华先生多层全资控股, 持有新城悦服务 68.86% 的股份.....	5
图 6: 2023 年进驻城市数量位于上市头部物管公司靠前水平.....	7
图 7: 2023 年在管面积规模突破 2 亿平方米.....	7
图 8: 物业管理服务收入持续增长.....	7
图 9: 物业管理收入占比稳健提升.....	7
图 10: 2020-2022 年外拓增速高于集团提供规模增速, 市场竞争力不断提高.....	8
图 11: 外拓物业管理收入比重持续上升, 独立性增强.....	8
图 12: 中国团餐行业整体呈现稳健发展态势, 韧性强.....	9
图 13: 新城悦强势入局团餐业务, 实现全业态覆盖.....	9
图 14: 自 2020 年入局以来, 新城悦团餐业务团餐业务收入持续提升.....	10
图 15: 电梯业务发展情况.....	10
图 16: 电梯在管数量稳步提升.....	11
图 17: 设施管理业务收入.....	11
图 18: 非周期性业务收入以及占比变化.....	11
图 19: 周期性业务收入以及占比变化.....	11
图 20: 业务结构优化, 开发商增值服务收入占比进一步下降.....	12
图 21: 2018-2023 公司营业收入规模及增速.....	13
图 22: 2018-2023 公司归母净利润规模及增速.....	13
图 23: 2023 年可比上市物管公司营业收入及增速情况.....	13
图 24: 2023 年可比上市物管公司归母净利润及增速情况.....	14
图 25: 自 2019 年以来, 核心业务占比稳健提升.....	14
图 26: 2018 年以来公司物业管理服务及社区增值服务业务保持正增长.....	14
图 27: 2023 年公司整体毛利率回升至 26.5%.....	15
图 28: 2023 年社区增值业务拉动整体毛利率水平.....	15
图 29: 2015-2023 年公司整体净利润率情况.....	15
图 30: 2023 年可比上市物管公司净利率情况.....	15
图 31: 2023 年贸易应收款随规模扩张至 18 亿元.....	16
图 32: 2023 年贸易应收款周转率持续下滑至 3.5.....	16
图 33: 应付账款稳健增长, 2023 年应付账款 21.9 亿元.....	16
图 34: 应付账款周转率下降至 2023 年 1.8.....	16
图 35: 2023 年持有现金及现金等价物 19.3 亿元.....	17
图 36: 2023 年经营性现金流明显改善.....	17

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 新城悦服务业务结构 (智慧园区服务并入开发商增值业务范畴).....	3
表 2: 2020-2023 年, 新城悦服务物业管理服务业务板块股权战略合作情况.....	8
表 3: 新城悦服务电梯业务主要优势.....	10
表 4: 公司主营业务拆分 (亿元).....	19
表 5: 费用预测表 (亿元).....	19
表 6: 可比公司 PE 数据对比.....	20
公司财务报表数据预测汇总.....	22

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026