

保利物业 (06049.HK)

质效双增助力多业态并进, 多维增值完善全周期布局

2024年08月07日

——港股公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

胡耀文 (分析师)

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

证书编号: S0790524070001

日期	2024/8/6
当前股价(港元)	26.600
一年最高最低(港元)	43.000/23.300
总市值(亿港元)	147.19
流通市值(亿港元)	40.79
总股本(亿股)	5.53
流通港股(亿股)	1.53
近3个月换手率(%)	64.53

● 质效双增助力多业态并进, 多维增值完善全周期布局, 维持“买入”评级

保利物业作为物管行业引领企业, 背靠保利发展交付资源充足且结构不断优化, 第三方在管占比逐年提升, 在管面积增速行业领先, 物管收入利润有望持续增长; 增值业务提质增效, 优化业务结构, 完善产品体系, 盈利能力改善可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 15.6、17.6、19.8 亿元, 对应 EPS 为 2.82、3.18、3.58 元, 当前股价对应 PE 为 8.6、7.7、6.8 倍, 维持“买入”评级。

● 物业管理规模质量双提升, 第三方占比不断提升

公司近年来物业管理规模不断提升, 截至 2023 年末, 公司物管合同面积和在管面积分别为 922.2 和 719.6 百万方, 同比分别增长 19.5% 和 24.9%, 在管面积增速自 2019 年以来均超 20%。公司截至 2023 年末公司合同面积和在管面积中第三方项目占比分别为 62.9% 和 64.7%, 核心 50 城第三方新签金额占比达 72.8%, 同比提升约 8.5 个 pct, 住宅在管面积为 40.2%。公司大股东保利发展经营稳健, 2023 年销售规模位居行业第一, 核心 38 城市占率提升至 6.8%, 2024 年竣工计划 3400 万方, 为公司提供规模广阔且优质稳定的在管面积来源。

● 社区增值提质增效, 非业主增值多维精益管理

2023 年由于业务结构性调整, 公司增值服务业务收入下降至 28.16 亿元, 同比下降 8.1%, 在产品结构优化、聚焦核心业务后, 业务结构有所优化, 整体毛利率同比提升 6.4pct 至 38.4%。2023 年公司非业主增值服务收入达 20.93 亿元, 同比下降 4.6%, 主要由于案场协销服务项目数量减少及写字楼租赁业务下滑。我们预计后续公司增值业务结构优化仍将继续, 产品升级后未来利润改善可期。

● 利润增长盈利改善, 分红比例稳步提升

公司归母净利润自 2019 年以来增速超 20%, 2023 年实现归母净利润 13.8 亿元, 同比增长 24.0%, 销售毛利率提升 0.8pct 至 19.6%, 管理费率同比下降 0.7pct 至 8.1%; 经营性净现金流可覆盖除税前净利润 1.73 倍, 派息比例提升至 40%, 现金流稳健, 持续加强股东回报。

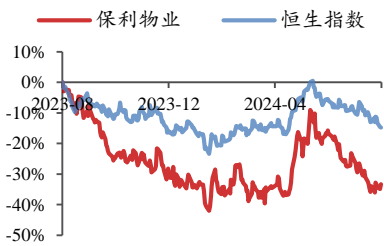
● 风险提示: 第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,687	15,070	16,945	19,145	21,424
YOY(%)	26.9	10.1	12.4	13.0	11.9
净利润(百万元)	1,113	1,380	1,559	1,761	1,981
YOY(%)	31.6	24.0	13.0	12.9	12.5
毛利率(%)	18.8	19.6	19.1	18.9	18.7
净利率(%)	8.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROE(%)	14.5	15.8	16.4	16.7	16.5
EPS(摊薄/元)	2.01	2.49	2.82	3.18	3.58
P/E(倍)	12.1	9.8	8.6	7.7	6.8
P/B(倍)	1.8	1.5	1.4	1.3	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (股价截至 2024 年 8 月 6 日, 汇率 1 港币=0.92 人民币)

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

目 录

1、 大股东实力强劲，股权激励充分	4
1.1、 业务实力强劲，大股东股权稳定.....	4
1.2、 股权激励充分，第一批限制性股票解锁.....	5
1.3、 收入稳健增长，三大板块协同发展.....	5
2、 物业管理规模质量双提升，多业态齐头并进共发展.....	6
2.1、 在管规模高速增长，第三方占比不断提升.....	6
2.2、 大股东龙头地位稳固，关联交易规模可期.....	9
2.3、 产品体系建设齐全，多业态服务均衡发展.....	11
3、 社区增值提质增效，非业主增值多维精益管理.....	14
3.1、 社区增值服务盈利提升，锁定 6 大业务线.....	14
3.2、 非业主增值收入微降，地产下行期打造全周期服务.....	16
4、 利润增长盈利改善，分红比例稳步提升.....	17
4.1、 归母净利润保持增长，毛利率水平改善.....	17
4.2、 现金流稳步增长，分红比例稳步提高.....	19
5、 盈利预测与投资建议	19
6、 风险提示	21

图表目录

图 1： 截至 2023 年末公司已进入全国 209 个城市.....	4
图 2： 截至 2023 年末保利发展对公司直接+间接持股比例 72.28%	5
图 3： 公司业务主要分为物业管理、非业主增值、社区增值三大类.....	6
图 4： 公司 2023 年营业收入同比增长 10.1%	6
图 5： 物业管理业务仍为公司主要收入来源.....	6
图 6： 公司 2023 年物管收入同比增长 20.5%	7
图 7： 公司 2023 年第三方项目物管收入占比升至 41.1%	7
图 8： 公司 2023 年合同面积同比增长 19.5%	7
图 9： 公司 2023 年在管面积同比增长 24.9%	7
图 10： 公司 2023 年在管面积和增速都维持行业较高水平.....	7
图 11： 公司 2023 年合同面积和在管面积中第三方项目占比分别为 62.9%和 64.7%.....	8
图 12： 公司 2023 年第三方项目在管面积占比处于行业中游水平.....	8
图 13： 公司 2023 年在重点 50 城新拓项目合同额占比有所提升.....	8
图 14： 公司 2023 年在核心经济带新拓项目合同额占比有所提升.....	9
图 15： 公司 2018 年来平均物管费呈现提升态势.....	9
图 16： 保利发展 2023 年销售额 4222 亿元位居第一.....	10
图 17： 保利发展 2023 年销售面积 2386 万方.....	10
图 18： 保利发展 2024H1 销售额市占率提升至 3.7%	10
图 19： 保利发展 2024H1 销售均价同比提升 6.1%	10
图 20： 保利发展 2023 年拿地金额同比增长 1%	11
图 21： 保利发展 2024 年竣工计划 3400 万方.....	11
图 22： 公司截至 2023 年末在管公共及其他物业业态面积占比最高（百万方）	11
图 23： 公司截至 2023 年末在管住宅业态收入占比最高（亿元）	11

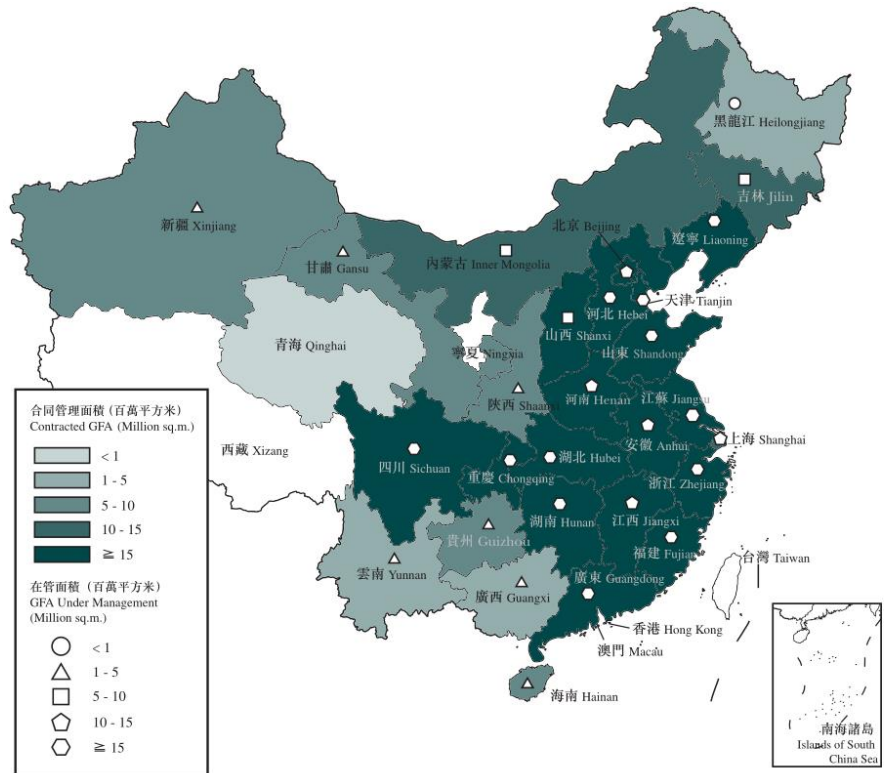
图 24: 公司在住宅社区拥有东方礼遇、四时雅集和亲情和院三大物业品牌服务内核	12
图 25: 公司服务了较多保利发展旗下高端住宅物业	12
图 26: 星云企服核心是物业管理+企业服务+资产运营三位一体	13
图 27: 公司服务了较多高端写字楼物业	13
图 28: 公司服务了较多高端商业综合体项目	13
图 29: 保利公共服务品牌是聚焦政府、企业和服务对象的协同治理创新模式	14
图 30: 公司公共服务及其他物业包含了景区、政府办公等多种业态	14
图 31: 公司 2023 年增值服务业务收入同比下降 8.1%	15
图 32: 公司 2023 年增值服务业务毛利率提升至 38.4%	15
图 33: 公司 2023 年之前社区增值收入主要来自社区零售、美居服务和便民服务	15
图 34: 公司 2023 年继续优化业主增值产品的打造	16
图 35: 公司非业主增值服务向地产开发全流程延伸	16
图 36: 公司 2023 年发力工程板块拓展全新增长点	16
图 37: 公司 2023 年非业主增值服务收入同比下降 4.6%	17
图 38: 公司 2023 年非业主增值服务毛利率提升至 18.7%	17
图 39: 公司 2023 年案场协销和写字楼租赁收入有所下滑	17
图 40: 公司 2023 年归母净利润同比增长 24.0%	18
图 41: 公司 2023 年毛利率和净利率均有所提升	18
图 42: 公司 2023 年各业务毛利率均有所提升	18
图 43: 公司 2023 年管理费用同比下降 0.7 个百分点	18
图 44: 公司 2023 年管理费率在行业属于中游水平	18
图 45: 公司 2023 年现金及现金等价物同比增长 22.9%	19
图 46: 公司 2021-2023 年经营性净现金流均超过除税前净利润	19
图 47: 公司自 2021 年以来现金分红总额及派息比例稳步提升	19
表 1: 截至 2023 年末公司有约 495 万股限制性股票未解锁 (单位: 股)	5
表 2: 我们预测 2024-2026 年公司营业收入将保持增长	20
表 3: 公司 2024 年 PE 估值水平低于可比公司均值	21

1、大股东实力强劲，股权激励充分

1.1、业务实力强劲，大股东股权稳定

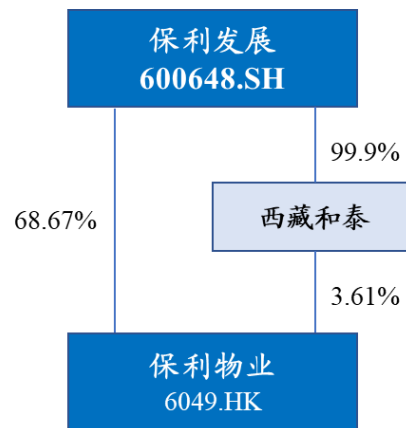
保利物业服务股份有限公司（06049.HK，下称“保利物业”“公司”）于1996年在广州成立，是保利发展控股集团旗下控股子公司。公司业务范围涵盖了从社区居住物业到城市地标性写字楼、政府公建、城镇景区、特色产业、院校、医院等多种物业类型。截至2023年末，公司已进入全国29个省、直辖市与自治区的209个城市，成为物业行业规模和品质的领军者及标杆示范企业。

图1：截至2023年末公司已进入全国209个城市



资料来源：公司公告

公司大股东是保利发展控股集团，上市后大股东直接持股稀释至71.25%，通过西藏赢悦间接持股3.75%，此后自2020年6月末以来，直接持股比例维持68.67%不变，截至2023年末，保利发展通过西藏和泰对公司间接持股比例3.61%，总持股比例72.28%，大股东股权占比较高且稳定，有利于公司经营的持续性和稳定性。

图2：截至 2023 年末保利发展对公司直接+间接持股比例 72.28%


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权激励充分，第一批限制性股票解锁

公司股权激励充分，有利于公司业绩提升和长期稳定发展。于 2021 年发布公告建议采纳限制性股票激励计划及首次授予方案，计划对 197 名员工授予不超公司股本总额 10% 的股份。2024 年 5 月，公司公告根据第一期限限制性股票激励计划，首次授予的 159 名激励对象已满足第一批解锁条件，共计 136.3 万股 H 股股票于当日解锁。

表1：截至 2023 年末公司有约 495 万股限制性股票未解锁（单位：股）

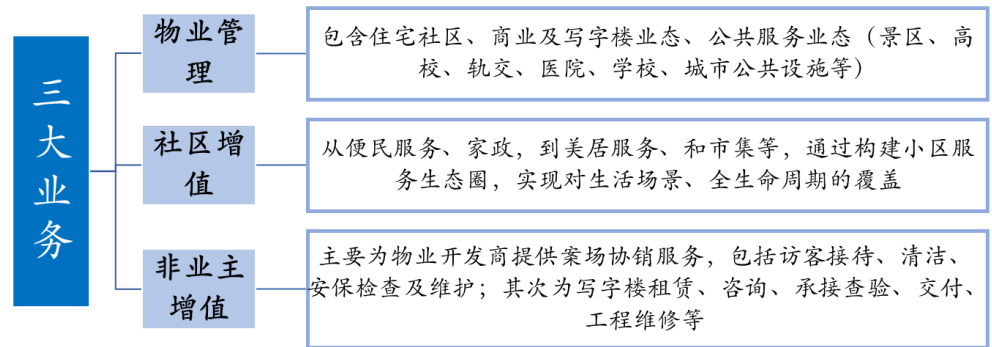
激励对象	授予日	授予价格(港币)	截至 2023 年初授予股数	截至 2023 年末年度内授予股数	截至 2023 年末年度内解锁股数	截至 2023 年末年度内注销/失效股数	截至 2023 年末年度内尚未解锁股数
董事长兼党委书记 吴兰玉女士	2022 年 4 月 26 日	25.71	116,800	0	0	0	116800
总薪酬最高的五名 个人(合共)	2022 年 4 月 26 日 2023 年 1 月 20 日	25.71 25.71	201,600 0	0 67200	0 0	0 0	201,600 67200
其他激励对象(合共)	2022 年 4 月 26 日 2023 年 1 月 20 日	25.71 25.71	396400 0	0 703600	0 0	-104400 0	3859600 703600

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、收入稳健增长，三大板块协同发展

公司积极推进“大物业”战略布局，管理的业态覆盖住宅小区、商业及写字楼以及公共及其他物业。公司服务内容包括物业服务、物业项目前期咨询服务、物业项目交付后评估分析服务，以及会所经营、资产管理、专业设备设施维护保养服务、家政服务、社区健康管理、社区教育、社区智慧平台建设及运维等，收入来源主要分成三大板块：物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务。

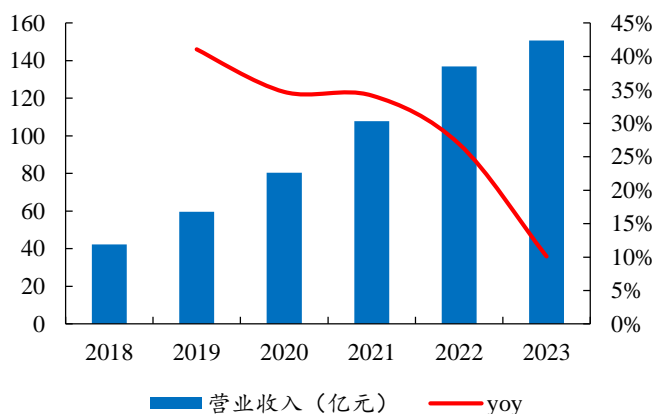
图3：公司业务主要分为物业管理、非业主增值、社区增值三大类



资料来源：公司公告、开源证券研究所

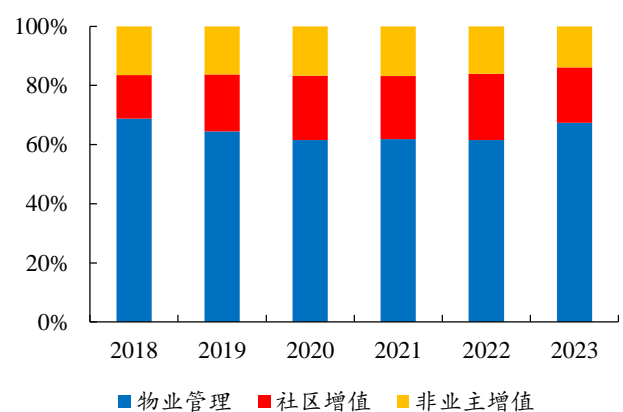
公司营业收入连续五年保持双位数增长，2023 年实现营业收入 150.7 亿元，同比增长 10.1%，其中物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务收入分别占比 67.4%、18.7%、13.9%，物业管理仍为公司主要收入来源。

图4：公司 2023 年营业收入同比增长 10.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：物业管理业务仍为公司主要收入来源



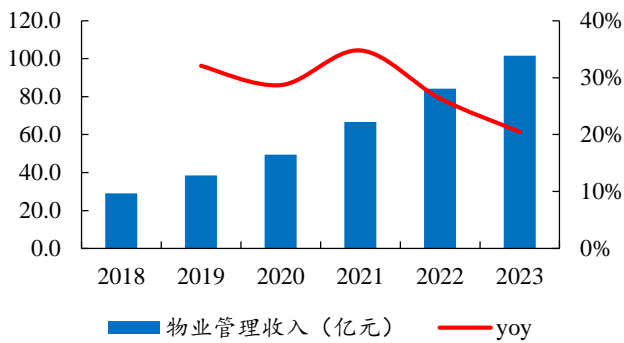
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、物业管理规模质量双提升，多业态齐头并进共发展

2.1、在管规模高速增长，第三方占比不断提升

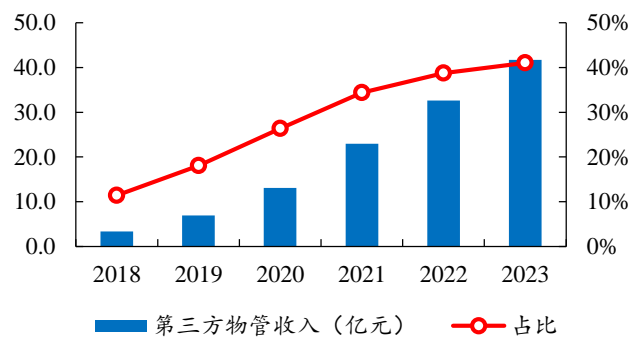
物业管理业务是公司收入主要来源，2019 年以来公司物管收入增速均超 20%，2023 年公司实现物管收入 101.5 亿元，同比增长 20.5%；其中第三方项目收入 41.7 亿元，同比增长 27.6%，收入占比提升至 41.1%。

图6：公司 2023 年物管收入同比增长 20.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

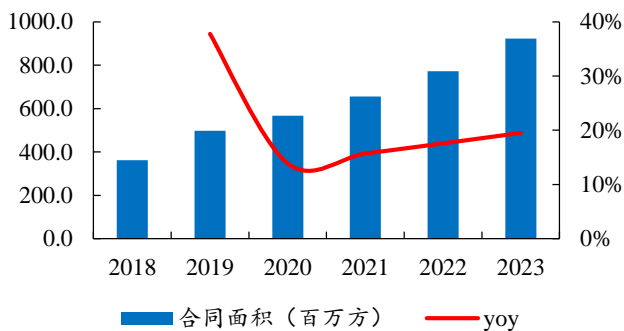
图7：公司 2023 年第三方项目物管收入占比升至 41.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

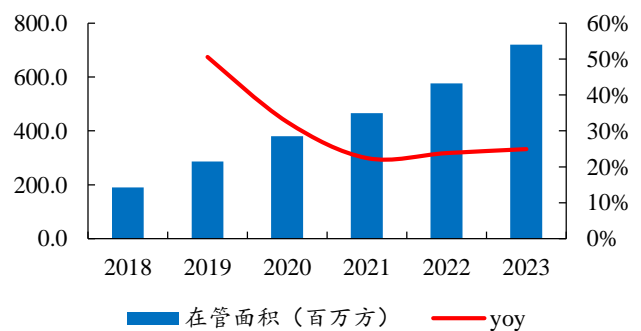
得益于控股股东保利发展的稳健发展和公司积极主动的对外拓展，公司近年来物业管理规模不断提升，截至 2023 年末，公司物管合同面积和在管面积分别为 922.2 和 719.6 百万方，同比分别增长 19.5%和 24.9%，在管面积增速自 2019 年以来均超 20%。从行业头部物企管理规模来看，公司 2023 年在管面积和增速都维持行业较高水平，逆周期扩张趋势明显。

图8：公司 2023 年合同面积同比增长 19.5%



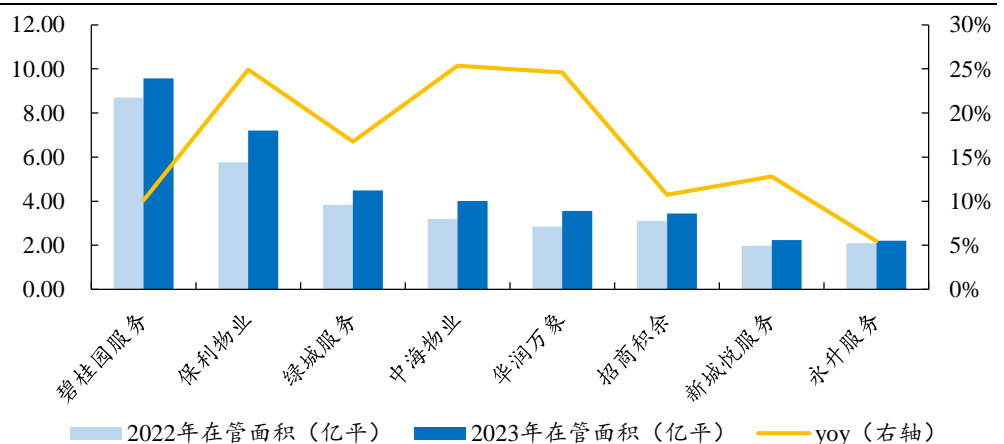
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司 2023 年在管面积同比增长 24.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

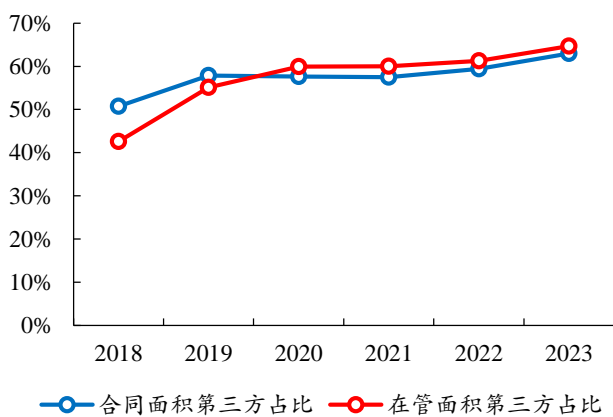
图10：公司 2023 年在管面积和增速都维持行业较高水平



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

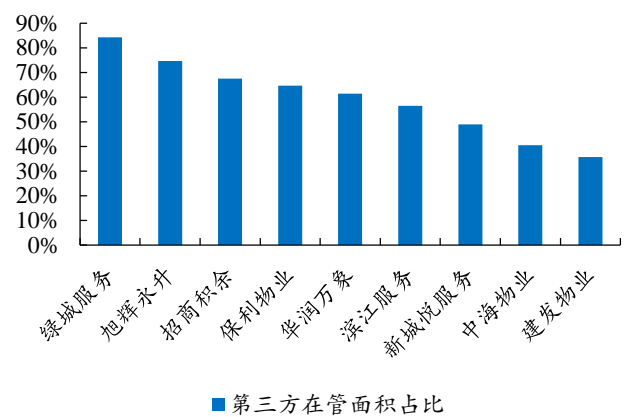
公司第三方项目占比呈现逐年提升趋势，截至 2023 年末公司合同面积和在管面积中第三方项目占比分别为 62.9%和 64.7%，处于行业中游水平。公司针对第三方项目从多维度发力提升，包括加速实施 50 核心城市布局深耕策略，2023 年 50 城第三方新签金额占比达 72.8%，同比提升约 8.5 个百分点，其中广州、北京、成都、合肥、长沙五城年度第三方新签合同均突破亿元大关。从经济带分布来看，公司在京津冀、长三角、珠三角及中部城市群四大核心经济带年度第三方新签合同占比达 66.1%。公司 2023 年新签合同额超千万元的项目达 69 个，优质客户占比接近一半，客户拓展质量提升。

图11：公司 2023 年合同面积和在管面积中第三方项目占比分别为 62.9%和 64.7%



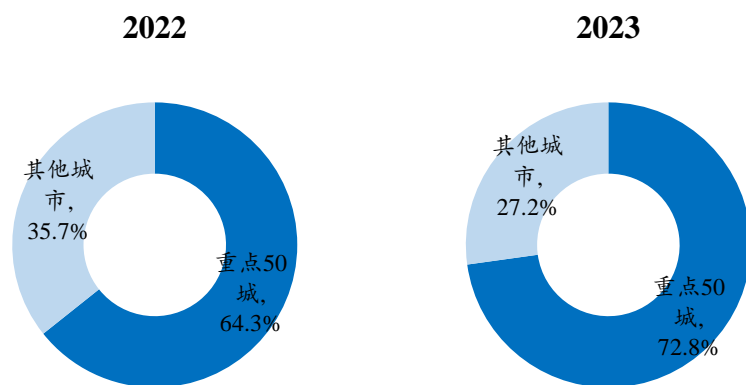
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司 2023 年第三方项目在管面积占比处于行业中游水平

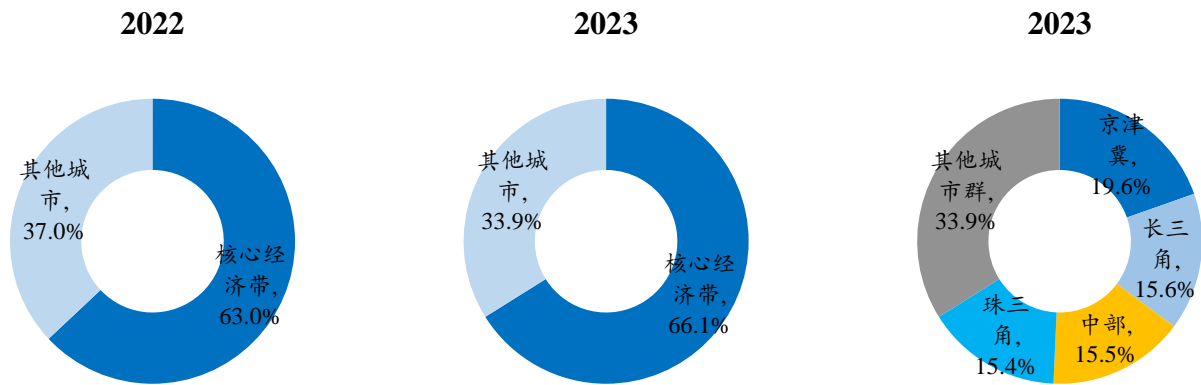


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图13：公司 2023 年在重点 50 城新拓项目合同额占比有所提升

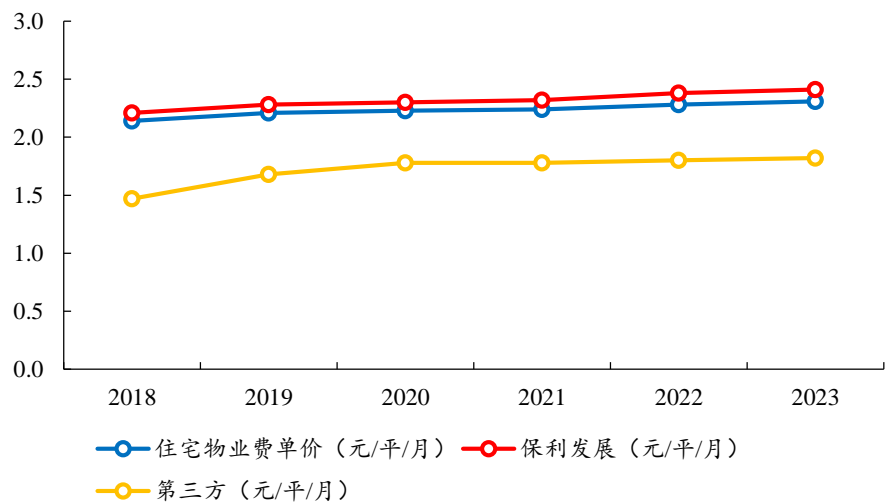


数据来源：公司 2023 年业绩会报告、开源证券研究所

图14：公司 2023 年在核心经济带新拓项目合同额占比有所提升


数据来源：公司 2023 年业绩会报告、开源证券研究所

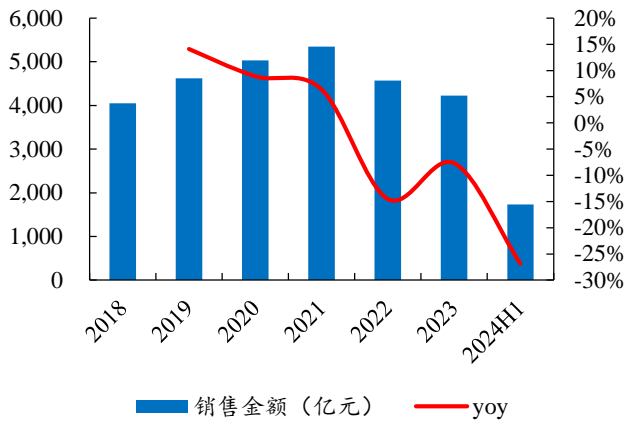
从物管费单价来看，受益于新项目定价标准的提升以及部分在管项目提价，公司平均物管费呈现提升态势，截至 2023 年末，公司住宅业态整体平均物管费单价为 2.31 元/平米/月，同比增加 0.03 元/平米/月，其中关联方和第三方分别为 2.41 和 1.82 元/平米/月。我们认为伴随后续关联方聚焦城市能级的提升以及公司对重点 50 城和核心经济带布局的占比提升，公司后续物管费单价有望保持增长。

图15：公司 2018 年来平均物管费呈现提升态势


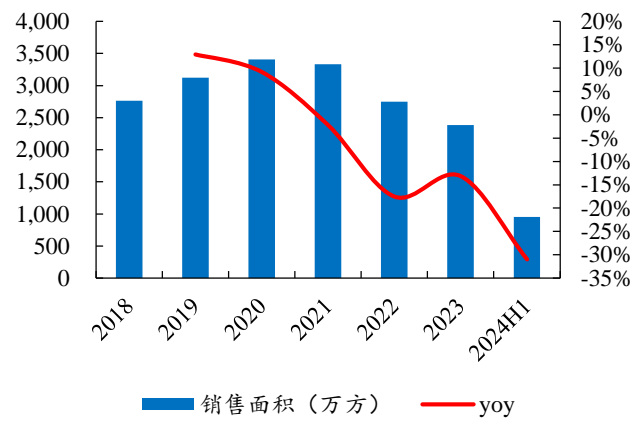
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、大股东龙头地位稳固，关联交易规模可期

公司大股东保利发展近年来发展稳健，销售龙头地位稳固，公司也通过关联交易获得稳定的业务增量。2023 年，保利发展实现销售金额 4222 亿元，位居行业第一，销售面积 2386 万方，整体保持相对稳定。

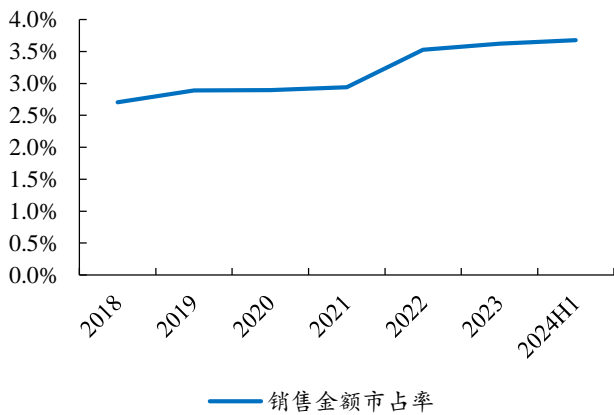
图16: 保利发展 2023 年销售额 4222 亿元位居第一


数据来源: Wind、开源证券研究所

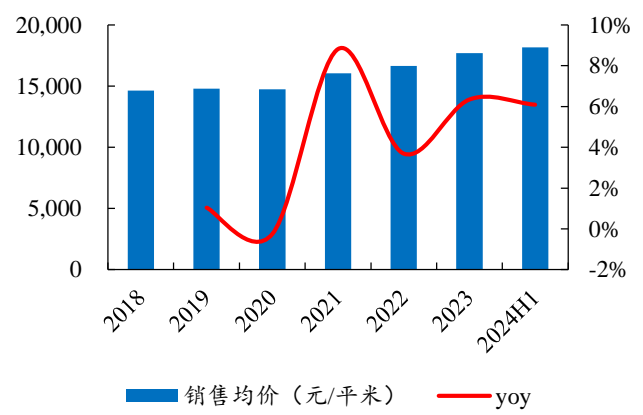
图17: 保利发展 2023 年销售面积 2386 万方


数据来源: Wind、开源证券研究所

从市占率来看, 保利发展 2023 年销售额市占率同比提升 0.1 个百分点至 3.6%, 其中在核心 38 城市市占率提升 0.7 个百分点至 6.8%, 市占率超过 10% 的城市共 27 个, 更加聚焦高能级城市深耕, 2024H1 公司销售市占率进一步提升至 3.7%。从价格来看, 保利发展 2023 年和 2024 上半年销售均价同比增速均超 6%, 2024H1 销售均价达 18165 元/平米, 为后续公司物业管理单价提价奠定良好的基础。

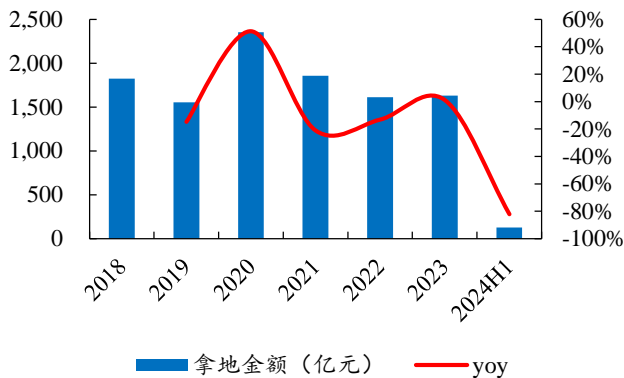
图18: 保利发展 2024H1 销售额市占率提升至 3.7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

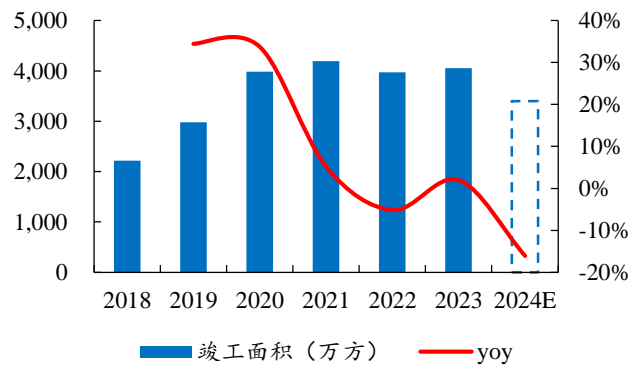
图19: 保利发展 2024H1 销售均价同比提升 6.1%


数据来源: Wind、开源证券研究所

从土地储备来看, 保利发展自 2018 年以来每年拿地金额均超 1500 亿元, 2023 年拿地金额 1632 亿元, 同比增长 1%, 销售下行期规模仍呈现扩张趋势。同时保利发展自 2020 年开始竣工面积均超 3900 万方, 2024 年竣工计划 3400 万方, 为保利物业提供规模广阔且稳定的在管面积来源。

图20: 保利发展 2023 年拿地金额同比增长 1%


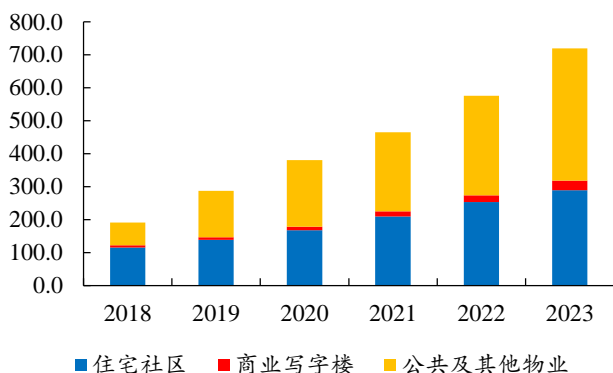
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 保利发展 2024 年竣工计划 3400 万方


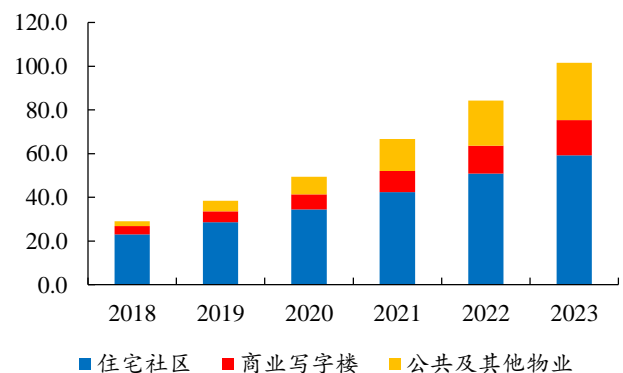
数据来源: Wind、保利发展公司公告、开源证券研究所

2.3、产品体系建设齐全，多业态服务均衡发展

公司物业管理服务主要分为住宅社区、商业及写字楼、公共及其他建筑三大业态。从在管面积而言，公共及其他物业业态在管面积自 2019 年开始超过住宅业态，截至 2023 年末，公司住宅和公共及其他物业在管面积占比分别为 40.2% 和 55.7%。从收入端来看，由于公共及其他物业单方物管费较低，整体收入占比为 25.8%，而住宅业态收入占比达 58.3%。

图22: 公司截至 2023 年末在管公共及其他物业业态面积占比最高（百万方）


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 公司截至 2023 年末在管住宅业态收入占比最高（亿元）


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司深入探索细分业态领域的服务需求与特性，打造多个优质服务品牌，包括优质住宅服务品牌“亲情和院”、高尚住宅服务品牌“四时雅集”、高端住宅服务品牌“东方礼遇”、商办服务品牌“星云企服”，以及公共服务品牌“镇兴中国”。

(1) 住宅社区

公司 2023 年焕新了三大住宅物业服务内核，聚焦便捷服务、小区氛围、社群文化三大维度，构建新时代人文小区，让小区生活更美好。公司 2023 年开始发挥品质及品牌优势，拓展存量住宅项目，单年拓展合同约 1.1 亿元，且位于北京、南京、成都等核心城市，拓展存量住宅平均单价达 3.0 元/平/月。

图24：公司在住宅社区拥有东方礼遇、四时雅集和亲情和院三大物业品牌服务内核



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图25：公司服务了较多保利发展旗下高端住宅物业



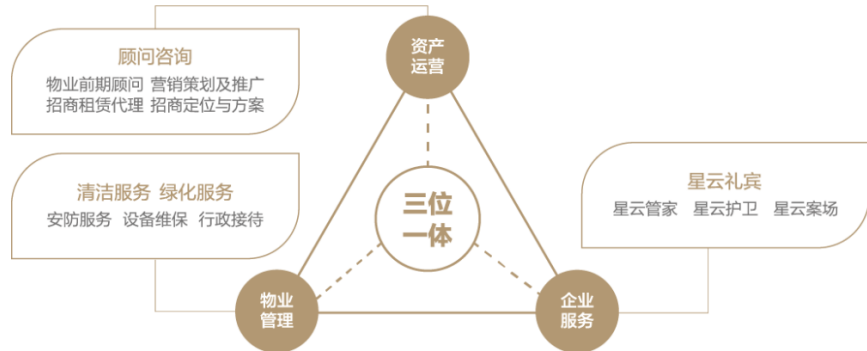
资料来源：公司官网

(2) 商业及写字楼

公司为商业及写字楼业态打造了“星云企服”品牌，围绕“物业管理+企业服务+资产运营”三位一体的核心，从空间、氛围、服务、链接等维度提供商办服务一站式解决方案，2023年公司对商写场景全面焕新升级，满足企业客户在效率提升、节能减排、减负增效、安全保障等方面的发展需求，新签第三方商写合同额 8.8 亿元，同比增长 110%，其中单年合同金额超千万元项目提升至 24 个。公司在通讯、金融、

税务、交通、能源等行业领域积累了丰富的客户资源，年内拓展了国家开发银行西安数据中心、广州白云金控大厦、京东集团北京总部大楼等优质项目。

图26：星云企服核心是物业管理+企业服务+资产运营三位一体



资料来源：公司官网

图27：公司服务了较多高端写字楼物业



资料来源：公司官网

图28：公司服务了较多高端商业综合体项目

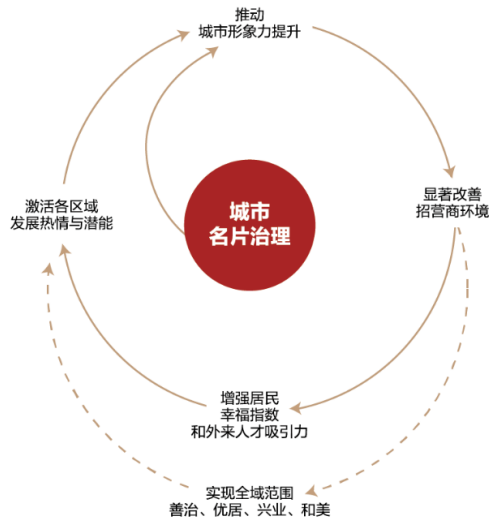


资料来源：公司官网

(3) 公共服务及其他物业

公司为公共服务及其他物业打造了“保利公共服务”品牌，涵盖城镇景区、高校及教研物业、轨道及交通物业、医院物业、政府办公楼、城市公共设施等多种细分业态。公司以政策为导向，以公共服务理论为基础、政府为主导、企业服务为主体、服务对象积极参与的协同治理创新模式，已形成西塘古镇景区、广州塔景区、广州海珠湿地景区等多个全域服务标杆项目。2023 年公司新签公共及其他物业项目合同金额 15.1 亿元，同比增长 37%，在新签约第三方项目合同额占比达到 54.3%，成为公司重要业绩贡献，年内重点拓展项目。

图29：保利公共服务品牌是聚焦政府、企业和服务对象的协同治理创新模式



资料来源：公司官网

图30：公司公共服务及其他物业包含了景区、政府办公等多种业态



上海联合产权交易所



保利石象湖莫扎特庄园



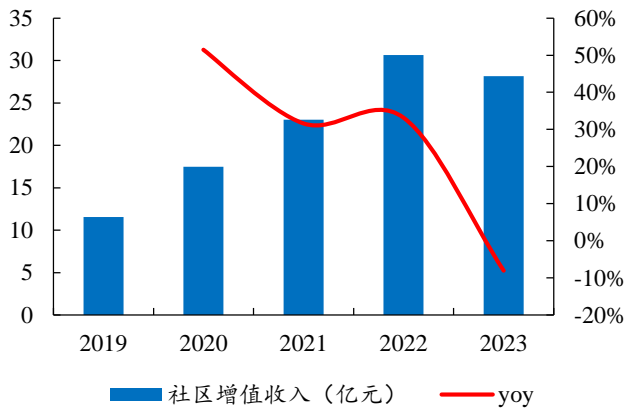
保利石象湖贝多芬庄园

资料来源：公司官网

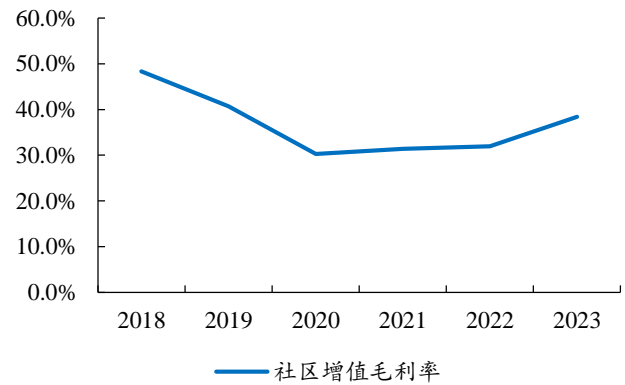
3、社区增值提质增效，非业主增值多维精益管理

3.1、社区增值服务盈利提升，锁定6大业务线

公司社区增值服务主要是向业主提供的小区增值服务，包括社区资产经营服务和社区生活服务及其他。2023年由于业务结构性调整，公司增值服务业务收入下降至28.16亿元，同比下降8.1%，其中社区资产经营服务和社区生活服务及其他收入占比分别为32.8%和67.2%。从盈利端看，公司业务结构调整优化后，整体毛利率同比提升6.4个百分点至38.4%。

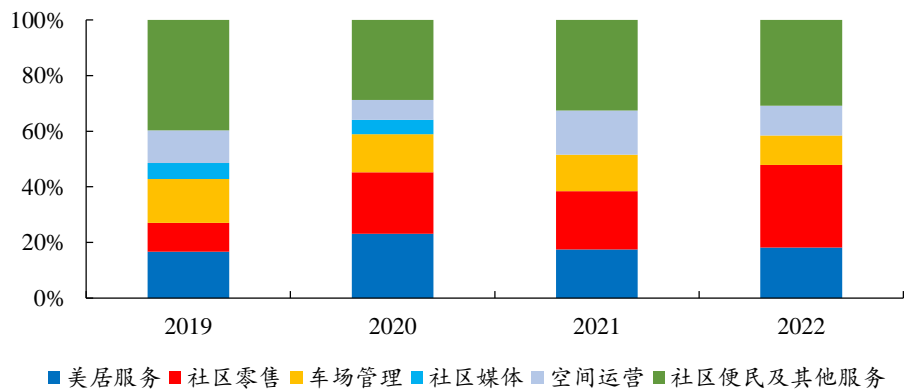
图31：公司 2023 年增值服务业务收入同比下降 8.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：公司 2023 年增值服务业务毛利率提升至 38.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

社区资产经营服务以业主小区资产为核心，整合美居服务、车位代销服务、房屋租赁经纪等服务，充分发挥物业场景优势和产业协同优势，为业主提供一体化，2023 年收入 9.23 亿元，同比增长 6.8%。社区生活服务及其他包括小区零售、家政服务、车场服务、空间运营及其他服务，围绕小区场景和业主生活需求提供多元便民服务，以提升业主生活便捷度和满意度，2023 年业务收入 18.93 亿元，同比下降 13.9%，主要由于在消费下行、行业竞争加剧的背景下，公司优化产品结构，加强核心产品聚焦，导致部分业务出现收缩和波动。

图33：公司 2023 年之前社区增值收入主要来自社区零售、美居服务和便民服务


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023 年，公司继续优化增值产品的打造，加速优势增值产业的布局。社区零售层面，打造了首个集合式社区生活服务品牌——和市集，通过线下触客平台及线上商城联动，累计开场超 5000 场次。托房服务层面，公司启动全国化布局实现从 0 到 1 的孵化，覆盖城市 22 个，启动项目超 300 个。美居服务层面，公司完善产品体系，打造覆盖设计、销售、交付、入住全周期的服务能力。

图34：公司 2023 年继续优化业主增值产品的打造

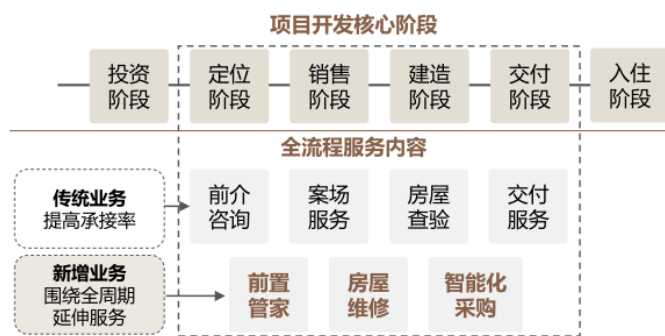


资料来源：公司公告、公司 2023 年业绩会报告

3.2、非业主增值收入微降，地产下行期打造全周期服务

公司非业主增值服务主要是向物业开发商提供增值服务，包括案场协销服务、写字楼租赁和工程咨询、维修等其他增值业务。行业下行期公司非业主增值业务向地产开发全流程延伸，通过完善产品服务体系提高业务承接率。同时公司 2023 年启动工程维修业务，在工程板块发力，构建新的业务增长点。

图35：公司非业主增值服务向地产开发全流程延伸



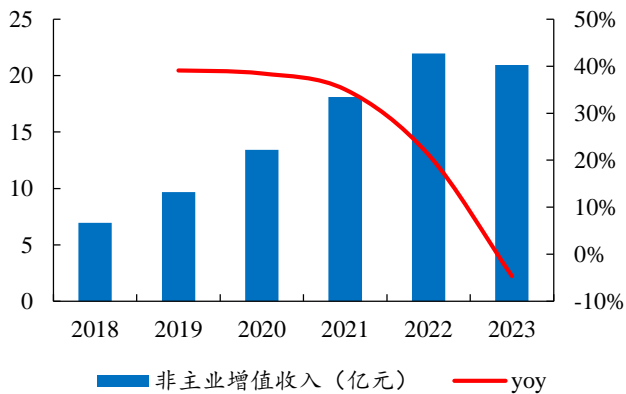
资料来源：公司 2023 年业绩会报告

图36：公司 2023 年发力工程板块拓展全新增长点

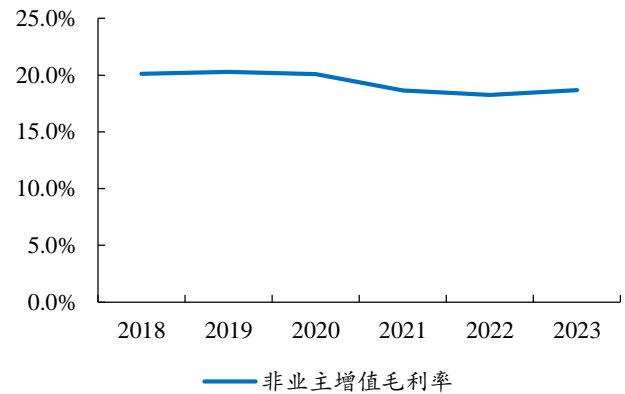


资料来源：公司 2023 年业绩会报告

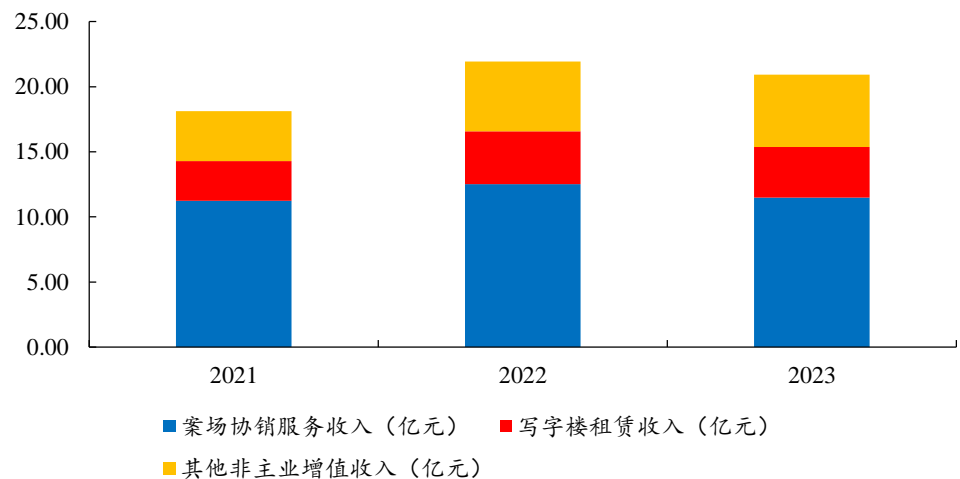
2023 年公司非业主增值服务收入达 20.93 亿元，同比下降 4.6%，主要由于（1）地产销售不景气，公司提供案场协销服务项目数量减少，收入同比下降 8.2%；（2）写字楼租赁业务受市场波动出现小幅下滑，收入同比下降 4.7%。其他非主业增值收入同比增长 4.0%，主要由于前期咨询、承接查验、交付服务等业务承接率提升，同时启动工程维修业务布局所致。公司 2023 年非主业增值服务毛利率为 18.7%，同比提升 0.4 个百分点，总体保持平稳。同时公司通过升级供应链成本管理、推动节能降耗、加速片区化管理及集约化中台管理等措施降本提效，2023 年非业主增值管理服务费用率下降约 0.7 个百分点。

图37：公司 2023 年非业主增值服务收入同比下降 4.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：公司 2023 年非业主增值服务毛利率提升至 18.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：公司 2023 年案场协销和写字楼租赁收入有所下滑


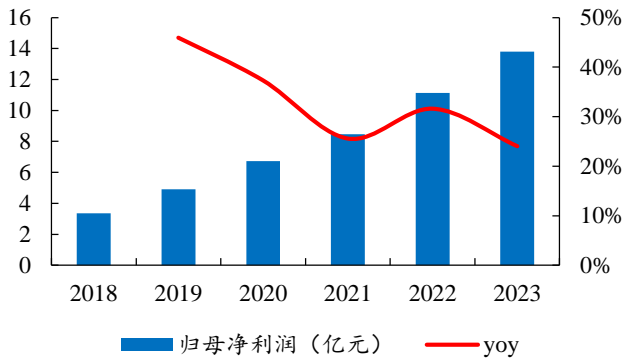
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、利润增长盈利改善，分红比例稳步提升

4.1、归母净利润保持增长，毛利率水平改善

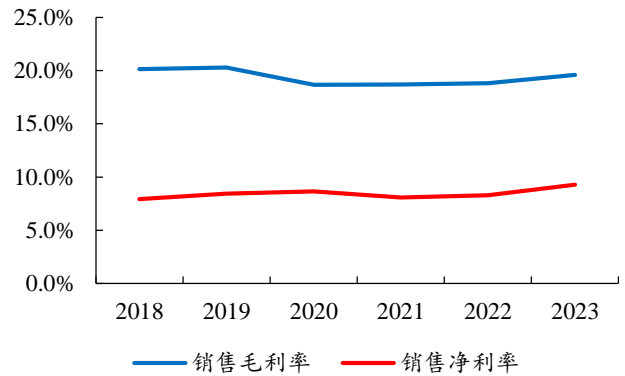
公司业绩稳健，归母净利润自 2019 年以来增速超 20%，2023 年公司实现归母净利润 13.8 亿元，同比增长 24.0%，公司利润增速高于营收主要由于：(1) 销售毛利率和净利率分别提升 0.8 和 1.0 个百分点至 19.6% 和 9.3%，其中物业管理、社区增值和非业主增值毛利率分别提升 0.4、6.4、0.4 个百分点；(2) 管理费率同比下降 0.7 个百分点至 8.1%。公司在降本增效行动下管理费用明显压降，在头部物企中属于中游水平，后续仍有压降空间。

图40: 公司 2023 年归母净利润同比增长 24.0%



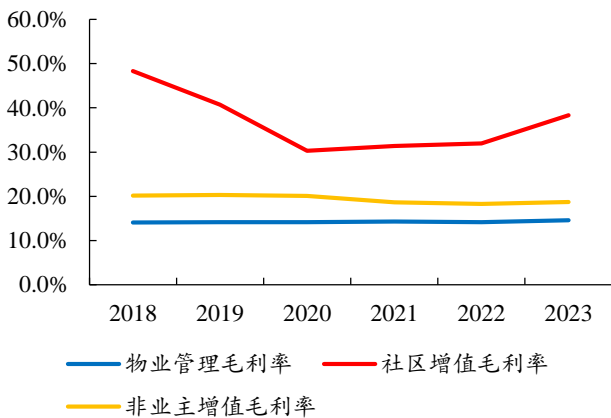
数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 公司 2023 年毛利率和净利率均有所提升



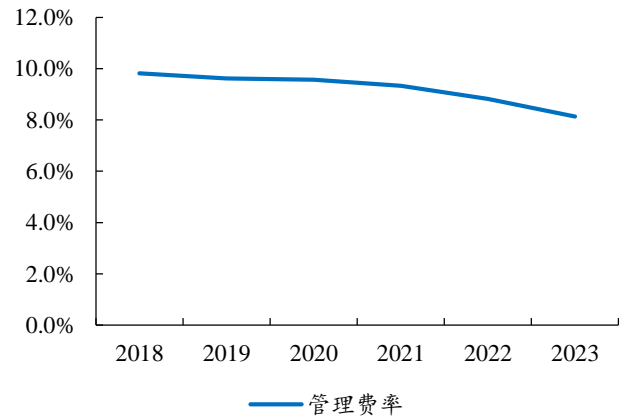
数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 公司 2023 年各业务毛利率均有所提升



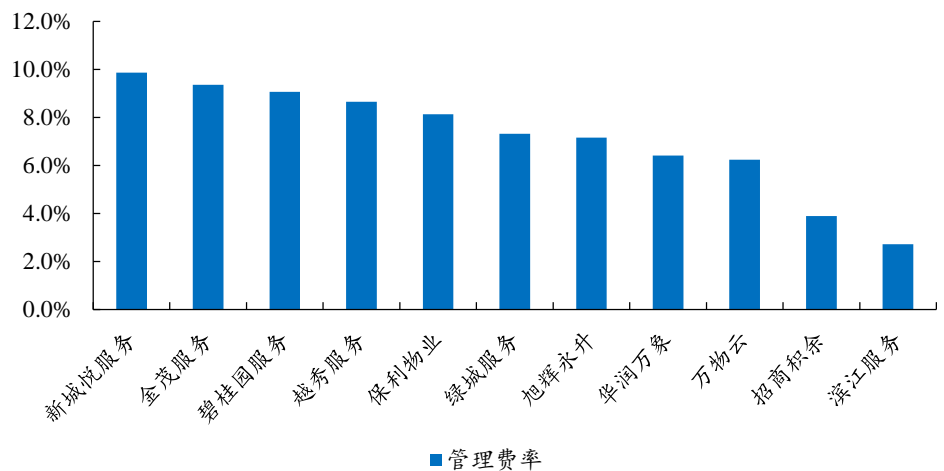
数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 公司 2023 年管理费用同比下降 0.7 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 公司 2023 年管理费率在行业属于中游水平

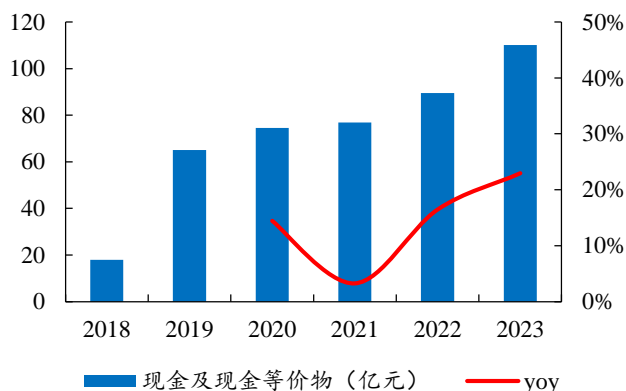


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

4.2、现金流稳步增长，分红比例稳步提高

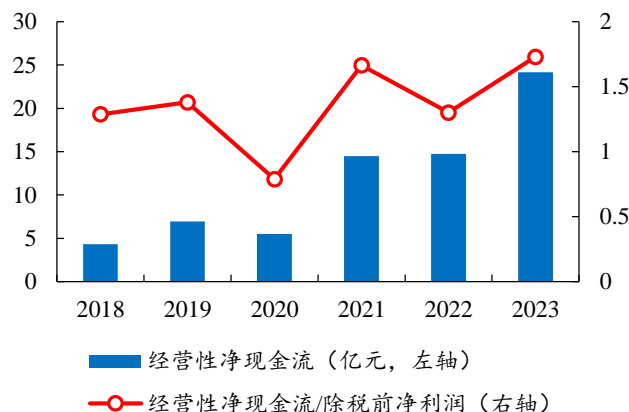
公司坚持有现金流保障的收入和利润，2019 年来现金及现金等价物保持稳健增长，截至 2023 年末，公司在手现金 110.1 亿元，同比增长 22.9%。2023 年公司实现经营性净现金流 24.16 亿元，同比增长 63.9%；可覆盖 2023 年除税前净利润 1.73 倍，近三年均超过 1 倍。

图45：公司 2023 年现金及现金等价物同比增长 22.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

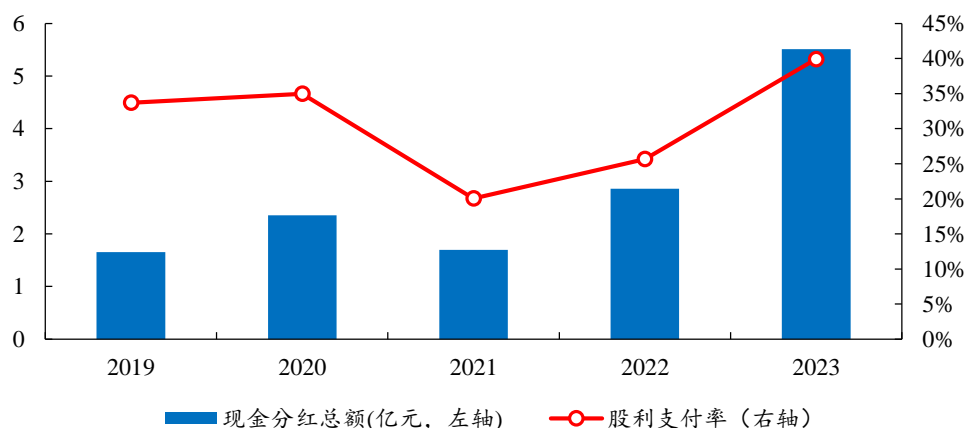
图46：公司 2021-2023 年经营性净现金流均超过除税前净利润



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司自 2021 年以来现金分红总额及派息比例稳步提升，现金分红总额由 1.70 提升至 5.51 亿元，派息比例由 20% 提升至 40%，持续加强股东回报。

图47：公司自 2021 年以来现金分红总额及派息比例稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成物业管理服务、社区增值服务和非业主增值服务三大板块进行预测。

物业管理服务：公司物业管理收入来源主要为关联方保利发展带来的住宅物业收入和第三方拓展带来的业务管理收入，2021 年以来近三年公司合同面积增速超 16%，在管面积增速超 22%，我们预计未来关联方交付面积受行业影响有所下降，但公司第三方合同和在管面积逐年提升，2023 年分别达 62.9%和 64.7%，同时公司开启存量住宅业务拓展，我们预计 2024-2026 年公司物业管理收入增速分别为 20%、18%、15%，在管理成本持续优化的举措下，毛利率仍有提升空间，预计 2024-2026 年公司物业管理毛利率分别为 14.7%、14.8%、14.9%。

社区增值服务：收入主要来源于向业主提供的小区增值服务收入，2023 年由于业务结构性调整，公司增值服务业务收入同比下降 8.1%，我们预计在地产销售不及预期的情况下，2024 年公司业务调整仍将继续，后续伴随增值产品的打造不断完善，收入有望实现增长，预计 2024-2026 年公司社区增值服务收入增速分别为-3%、1%、3%。从盈利端看，在产品结构优化、聚焦核心业务后，公司 2023 年业务毛利率同比提升 6.4 个百分点至 38.4%，后续业务不断优化，毛利率也有望保持提升趋势，预计 2024-2026 年公司社区增值服务毛利率分别为 39.0%、39.5%、40.0%。

非业主增值服务：收入主要来源于向物业开发商提供增值服务，受房地产销售不景气影响案场协销收入下降，2023 年公司非业主增值服务收入同比下降 4.6%，2024 年我们预计案场协销收入仍将受影响，后续伴随公司工程维修业务成为全新增长点，业务收入有望增长，我们预计 2024-2026 年公司非业主增值服务收入增速分别为-3%、-1%、2%，伴随业务继续优化、降本提效工作继续，毛利率有望稳中提升，预计 2024-2026 年非业主增值服务毛利率分别为 19.0%、19.5%、20.0%。

表 2：我们预测 2024-2026 年公司营业收入将保持增长

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	136.87	150.70	169.45	191.45	214.24
yoy	26.9%	10.1%	12.4%	13.0%	11.9%
物业管理（亿元）	84.28	101.52	121.83	143.75	165.32
yoy	26%	20%	20%	18%	15%
社区增值（亿元）	30.64	28.16	27.32	27.59	28.42
yoy	33%	-8%	-3%	1%	3%
非业主增值（亿元）	21.95	20.93	20.31	20.10	20.50
yoy	21%	-5%	-3%	-1%	2%
毛利率	18.8%	19.6%	19.1%	18.9%	18.7%
物业管理	14.2%	14.6%	14.7%	14.8%	14.9%
社区增值	32.0%	38.4%	39.0%	39.5%	40.0%
非业主增值	18.3%	18.7%	19.0%	19.5%	20.0%

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中海物业、招商积余、绿城服务和滨江服务作为可比公司，保利物业 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 15.6、17.6、19.8 亿元，对应 EPS 为 2.82、3.18、3.58 元，当前股价对应 PE 为 8.6、7.7、6.8 倍。保利物业作为物管行业引领企业，背靠保利发展交付资源充足且结构不断优化，第三方在管占比逐年提升，在管面积增速行业领先，物管收入利润有望持续增长；增值业务提质增效，优化业务结构，完善产品体系，盈

利能力改善可期，维持“买入”评级。

表3：公司 2024 年 PE 估值水平低于可比公司均值

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
2669.HK	中海物业	未评级	136.8	13.4	16.2	19.2	22.6	10.2	8.4	7.1	6.1
001914.SZ	招商积余	买入	102.3	7.4	8.8	10.4	12.3	13.9	11.6	9.8	8.4
2869.HK	绿城服务	买入	96.5	6.1	7.4	8.9	10.2	15.9	13.0	10.8	9.5
3316.HK	滨江服务	买入	39.4	4.9	5.8	7.0	8.3	8.0	6.8	5.6	4.8
								12.0	10.0	8.3	7.2
6049.HK	保利物业	买入	134.8	13.8	15.6	17.6	19.8	9.8	8.6	7.7	6.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除保利物业、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 8 月 6 日，汇率 1 港币=0.92 人民币。

6、风险提示

(1) 第三方项目拓展放缓：公司对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：保利发展销售和拿地进度不及预期，开发节奏放缓，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。

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