

## 利润率降幅收窄，各业态市拓稳健增长

### 核心观点

事件：公司近期发布 2024 年半年度报告，24H1 实现营业收入 17.3 亿元，同比+16.9%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-5.2%。

- 营收持续增长，利润率降幅收窄。**24 年上半年，公司仍“增收不增利”。营收稳步增长 16.9%，主要动力来自于重庆以外区域的扩展以及办公物业的较好表现。24H1 毛利率 12.65%，较 23 年全年下降 0.12 个百分点。毛利率承压主要由于成熟项目受到行业竞争加剧及部分地区推行最低价招标政策影响，使得部分存量项目续约价格下降、撤场增加，同时社保薪资与社平工资带来的人工成本刚性增加，导致毛利率较 23 年下滑。24H1 公司采取系列措施提质增效，通过优化新进项目的投标准入和营销激励机制，提升新项目的盈利水平，从而 24H1 毛利率降幅有所收窄。由于公司毛利率下滑叠加 24H1 公司少数股东损益同比提升，归母净利润同比下降 5.2%。
- 各业态市拓稳健增长，收并购助推城市服务发展。**公司对于办公、公共、学校、商住、航空业态的开拓均取得成果，24H1 收入分别同比增长 24%、14%、11%、7%、16%。其中办公物业新开发的银行类项目达 17 个，预计年合同金额近 4,000 万；值得注意的是，由于在运营场景及军队监管模式下，军队类业态盈利远低于预期水平，公司已逐步减少军队类业态项目，转而聚焦医养、交通等业态的孵化。23H2 公司收购和翔环保和瑞丽缤南环境以拓展市政环卫市场，24H1 实现较好预期并表收入，城市服务板块收入 1.27 亿元，同比高增 53%。
- 提质增效与数字化转型助推高质量发展。**公司计划自 2024 年起通过三年时间来推动组织的整体数字化转型，24H1 通过与飞书合作上线“易呼码”系统，全面实现办公协同数字化。此外，公司持续强化标杆打造和项目标准化运营，103 个 I 级项目已全部启动标准化落地工作，学校和办公项目试点效果显著。这些举措对于公司效率及盈利能力的积极影响预计将逐步体现。

### 盈利预测与投资建议

- 维持买入评级，调整目标价至 8.91 元。**根据 2024 年公司中报，我们调整各业务收入增速预测，同时下调对公司毛利率的预测，调整后 2024-26 年归母净利润预测值为 182/213/250 百万元（原预测 24-25 年为 270、340 百万元）。采用相对估值，可比公司 24 年 PE 估值为 11 倍，对应目标价 8.91 元。

**风险提示：**外拓具备不确定性。业绩修复不及预期。资产减值损失风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,598	3,127	3,586	4,099	4,641
同比增长(%)	24.4%	20.4%	14.7%	14.3%	13.2%
营业利润(百万元)	222	196	230	267	312
同比增长(%)	11.4%	-11.7%	17.6%	15.9%	17.0%
归属母公司净利润(百万元)	186	160	182	213	250
同比增长(%)	11.9%	-13.8%	13.8%	17.1%	17.0%
每股收益(元)	0.82	0.71	0.81	0.94	1.10
毛利率(%)	16.2%	12.8%	12.6%	12.2%	11.9%
净利率(%)	7.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.4%
净资产收益率(%)	17.8%	13.9%	14.6%	15.4%	16.2%
市盈率	10.5	12.1	10.7	9.1	7.8
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月19日）	8.59 元
目标价格	8.91 元
52 周最高价/最低价	15.91/6.84 元
总股本/流通 A 股（万股）	22,628/21,338
A 股市值（百万元）	1,944
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2024 年 08 月 20 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.3	1.9	-25.68	-34.03
相对表现%	0.36	7.04	-16.95	-22.74
沪深 300%	0.94	-5.14	-8.73	-11.29



### 证券分析师

赵旭翔 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070001

### 联系人

孙怡萱 sunyixuan@orientsec.com.cn

### 相关报告

盈利能力承压，外拓恢复较好	2023-08-08
全国化战略稳固提升，毛利率阶段性承压	2023-04-14

**表 1：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元) 2024/8/19	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
保利物业	06049	25.00	2.49	2.89	3.31	3.76	10	9	8	7
招商积余	001914	9.07	0.69	0.83	0.98	1.16	13	11	9	8
华润万象生活	01209	20.68	1.28	1.57	1.85	2.19	16	13	11	9
中海物业	02669	4.48	0.41	0.49	0.58	0.69	11	9	8	7
绿城服务	02869	3.00	0.19	0.23	0.27	0.32	16	13	11	9
		最大值					16	13	11	9
		最小值					10	9	8	7
		平均数					13	11	9	8
		调整后平均					13	11	9	8

备注：货币均为人民币

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	600	616	717	820	928	营业收入	2,598	3,127	3,586	4,099	4,641
应收票据、账款及款项融资	481	690	669	809	935	营业成本	2,178	2,726	3,135	3,599	4,088
预付账款	14	12	18	20	21	销售费用	35	43	49	56	64
存货	3	11	10	10	13	管理费用	191	173	170	173	173
其他	137	156	192	211	236	研发费用	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,236</b>	<b>1,484</b>	<b>1,606</b>	<b>1,870</b>	<b>2,134</b>	财务费用	(6)	(4)	(6)	(3)	(3)
长期股权投资	16	23	23	23	23	资产、信用减值损失	(10)	9	14	11	9
固定资产	165	176	201	233	270	公允价值变动收益	3	6	4	4	5
在建工程	22	51	51	51	51	投资净收益	(1)	1	1	0	1
无形资产	6	33	26	22	18	其他	9	8	1	0	(3)
其他	225	285	276	276	276	<b>营业利润</b>	<b>222</b>	<b>196</b>	<b>230</b>	<b>267</b>	<b>312</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>434</b>	<b>568</b>	<b>578</b>	<b>604</b>	<b>638</b>	营业外收入	1	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,670</b>	<b>2,052</b>	<b>2,183</b>	<b>2,474</b>	<b>2,772</b>	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	2	5	146	202	235	<b>利润总额</b>	<b>222</b>	<b>196</b>	<b>230</b>	<b>267</b>	<b>312</b>
应付票据及应付账款	129	270	224	276	337	所得税	36	27	35	40	47
其他	376	503	411	431	444	<b>净利润</b>	<b>186</b>	<b>169</b>	<b>196</b>	<b>227</b>	<b>266</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>506</b>	<b>778</b>	<b>781</b>	<b>909</b>	<b>1,016</b>	少数股东损益	0	9	14	14	16
长期借款	0	25	24	24	24	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>186</b>	<b>160</b>	<b>182</b>	<b>213</b>	<b>250</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.82	0.71	0.81	0.94	1.10
其他	33	30	30	30	30						
<b>非流动负债合计</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>539</b>	<b>832</b>	<b>835</b>	<b>963</b>	<b>1,070</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	14	27	40	54	70	<b>成长能力</b>					
股本	229	228	226	226	226	营业收入	24.4%	20.4%	14.7%	14.3%	13.2%
资本公积	380	366	389	389	389	营业利润	11.4%	-11.7%	17.6%	15.9%	17.0%
留存收益	483	575	692	842	1,017	归属于母公司净利润	11.9%	-13.8%	13.8%	17.1%	17.0%
其他	25	25	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,131</b>	<b>1,220</b>	<b>1,348</b>	<b>1,511</b>	<b>1,702</b>	毛利率	16.2%	12.8%	12.6%	12.2%	11.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,670</b>	<b>2,052</b>	<b>2,183</b>	<b>2,474</b>	<b>2,772</b>	净利率	7.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.4%
						ROE	17.8%	13.9%	14.6%	15.4%	16.2%
						ROIC	16.9%	13.7%	13.6%	13.6%	14.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	32.3%	40.5%	38.3%	38.9%	38.6%
净利润	186	169	196	227	266	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	16	40	27	33	41	流动比率	2.44	1.91	2.05	2.06	2.10
财务费用	(6)	(4)	(6)	(3)	(3)	速动比率	2.44	1.89	2.04	2.05	2.09
投资损失	1	(1)	(1)	(0)	(1)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(113)	41	(170)	(104)	(90)	应收账款周转率	6.5	5.3	5.2	5.4	5.1
其它	6	(20)	(16)	8	4	存货周转率	430.1	391.6	307.9	358.6	345.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>90</b>	<b>226</b>	<b>30</b>	<b>160</b>	<b>218</b>	总资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
资本支出	(48)	(101)	(45)	(60)	(75)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(57)	(14)	9	0	0	每股收益	0.82	0.71	0.81	0.94	1.10
其他	24	(16)	5	5	6	每股经营现金流	0.39	0.99	0.13	0.71	0.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>(81)</b>	<b>(130)</b>	<b>(31)</b>	<b>(55)</b>	<b>(69)</b>	每股净资产	4.94	5.28	5.78	6.44	7.21
债权融资	13	19	(1)	2	(1)	<b>估值比率</b>					
股权融资	23	(15)	22	0	0	市盈率	10.5	12.1	10.7	9.1	7.8
其他	(115)	(85)	82	(4)	(39)	市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>(81)</b>	<b>102</b>	<b>(2)</b>	<b>(40)</b>	EV/EBITDA	6.7	6.7	6.2	5.3	4.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.2	8.1	7.0	5.9	5.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(70)</b>	<b>15</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>108</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。