

内地房地产	收盘价 港元 2.64	目标价 港元 3.20	潜在涨幅 +21.2%
-------	----------------	----------------	----------------

2024年8月28日

雅生活服务 (3319 HK)

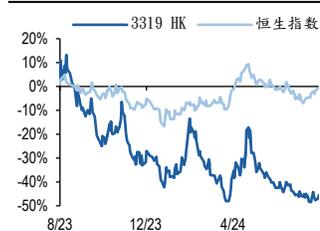
增值服务放缓，但毛利率将有望触底，派息增加

- 2024 上半年业绩大致符合预期，派息增加：**总收入同比下跌 8.8% 至 70.2 亿元（人民币，下同），主要由于外延增值服务以及业主增值服务收入分别同比下跌 60.7%/33.9% 至 2.32 亿元/7.72 亿元。毛利率同比下滑 3.4 个百分点至 17.0%（比我们预期的 16% 稍高），主要由于业主增值服务毛利率同比降 8 个百分点至 19.5%，而其他分部毛利率降幅为约 2 个百分点，与行业整体情况一致。受毛利率下滑以及关联方客户贸易应收款计提减值拨备影响，2024 上半年净亏损 16.3 亿元，但扣除非现金拨备影响，2024 上半年核心利润 7.16 亿元，同比下跌 28.8%（与我们预计同比下跌约 20-30% 相若），但已较 2023 下半年的 5.47 亿元环比增 31%。公司建议派发中期股息每股 0.03 元，同比增 20%（2023 年中期股息每股 0.025 元）。
- 非周期业务收入大致稳定：**物业管理规模上半年大致保持稳定，在管/合约面积同比-1.6%/+0.2% 至 5.77 亿/7.50 亿平方米，基础物管收入同比增 2.0% 至 53.7 亿元，而城市服务收入同比跌 4.0% 至 6.47 亿元。公司计划继续深耕住宅物管并专注于优化组合、保回款和合约面积转化成在管面积以确保经营规模并预期毛利率可维持在上半年水平。
- 对房地产市场和关联方的依赖进一步降低。**2024 上半年，与房地产周期密切相关的外延增值服务收入/毛利占比继续下降至 3%/3%（2023 上半年为 8%/7%，2022 上半年为 11%/12%），对于房地产周期密切相关的收入依赖度较同行低，我们相信有助毛利率在 2024-25 年触底。
- 维持买入，目标价维持在 3.2 港元。**我们维持对雅生活买入评级，鉴于 1) 公司增加派息，2) 截至 2024 上半年期末净现金约 26.3 亿元（其市值的约 0.8 倍），以及 3) 目前估值较低，毛利率有望触底，预计未来行业复苏时增长弹性较大。我们维持目标价 3.2 港元，基于 2024 年约 4 倍核心利润市盈率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	5.48
52周低位 (港元)	2.49
市值 (百万港元)	3,748.80
日均成交量 (百万)	5.43
年初至今变化 (%)	(26.26)
200天平均价 (港元)	3.07

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	15,379	15,443	16,227	16,873	17,686
同比增长 (%)	9.2	0.4	5.1	4.0	4.8
核心利润 (百万人民币)	2,227	1,552	1,019	1,259	1,328
核心每股盈利 (人民币)	1.57	1.09	0.72	0.89	0.93
同比增长 (%)	-6.0	-30.3	-34.3	23.5	5.5
市盈率 (倍)	1.5	2.2	3.4	2.7	2.6
每股账面净值 (人民币)	8.78	9.02	8.55	9.10	9.68
市账率 (倍)	0.27	0.27	0.28	0.27	0.25
股息率 (%)	0.0	3.5	3.0	3.7	3.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 雅生活 2024 上半年业绩概览

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023 上半年	2024 上半年	同比 (%)
总收入	7,699	7,023	(8.8)
物业管理服务	5,267	5,372	2.0
外延增值服务	590	232	(60.7)
业主增值服务	1,167	772	(33.9)
城市服务	674	647	(4.0)
收入成本	(6,125)	(5,829)	(4.8)
毛利	1,574	1,193	(24.2)
销售及管理费用	(436)	(360)	(17.5)
金融资产减值亏损净额	(46)	(2,884)	6,223.6
其他净收入	113	9	(92.0)
息税前利润	1,205	(2,041)	不适用
财务成本	(12)	(14)	17.8
应占联营/合资企业利润	11	19	73.3
税前利润	1,205	(2,035)	不适用
所得税	(254)	503	不适用
税后利润	952	(1,532)	不适用
少数股东权益	(113)	(102)	(9.5)
净利润	839	(1,634)	不适用
核心净利润	1,005	716	(28.8)
每股盈利(人民币)	0.59	(1.15)	不适用
每股派息(人民币)	0.025	0.03	20.0
派息比率(%)	4.2%	不适用	不适用
毛利率(%)	20.4%	17.0%	-3.4ppts
物业管理服务	18.9%	16.4%	-2.5ppts
外延增值服务	19.7%	17.5%	-2.3ppts
业主增值服务	27.6%	19.5%	-8.0ppts
城市服务	21.1%	18.9%	-2.2ppts
息税前利润率(%)	15.7%	-29.1%	不适用
净利润率(%)	10.9%	-23.3%	不适用
核心净利润率(%)	13.1%	10.2%	-2.9ppts
	截至 2023 年 6 月底	截至 2024 年 6 月底	增长(%)
合同管理面积(百万平方米)	762	750	-1.6
在管面积(百万平方米)	575	577	0.2

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 雅生活服务 (3319 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
823 HK	领展房托	买入	36.65	47.70	30.2%	2024年05月29日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	75.30	110.10	46.2%	2024年02月29日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	7.74	15.80	104.1%	2023年11月29日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	23.95	23.84	-0.5%	2023年08月23日	香港房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.08	6.60	61.8%	2024年08月13日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.43	1.16	172.9%	2023年12月01日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	22.05	42.82	94.2%	2022年05月24日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	4.24	6.08	43.4%	2024年08月26日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.64	3.20	21.2%	2024年08月19日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	3.05	4.72	54.8%	2024年08月09日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	4.63	10.80	133.3%	2023年03月23日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.49	0.60	22.4%	2023年11月30日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月27日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	15,379	15,443	16,227	16,873	17,686
主营业务成本	(11,995)	(12,798)	(13,560)	(14,051)	(14,667)
毛利	3,384	2,646	2,668	2,822	3,019
销售及管理费用	(945)	(943)	(990)	(1,030)	(1,079)
其他经营净收入/费用	(125)	(790)	(2,711)	(529)	(606)
经营利润	2,313	913	(1,034)	1,264	1,334
财务成本净额	(19)	(20)	(27)	(28)	(29)
应占联营公司利润及亏损	56	45	47	49	51
其他非经营净收入/费用	101	111	107	121	124
税前利润	2,452	1,049	(907)	1,405	1,480
税费	(517)	(350)	226	(321)	(339)
非控股权益	(95)	(238)	111	(177)	(186)
净利润	1,840	461	(570)	907	955
作每股收益计算的净利润	2,227	1,552	1,019	1,259	1,328

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,799	4,075	4,992	5,617	6,349
应收账款及票据	10,353	10,207	8,414	9,561	10,016
存货	47	39	48	60	75
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,101	2,168	2,168	2,168	2,168
总流动资产	15,301	16,488	15,622	17,406	18,608
投资物业	253	263	263	263	263
物业、厂房及设备	603	633	687	602	594
其他有形资产	52	83	100	127	151
无形资产	4,687	4,057	4,230	4,028	4,201
长期应收收入	375	936	936	936	936
其他长期资产	1,432	1,591	1,638	1,687	1,738
总长期资产	7,401	7,563	7,854	7,643	7,884
总资产	22,702	24,051	23,476	25,049	26,492
短期贷款	93	181	179	186	195
应付账款	6,022	6,683	7,081	7,338	7,659
其他短期负债	2,073	2,180	1,975	2,318	2,414
总流动负债	8,188	9,044	9,235	9,841	10,268
长期贷款	12	115	133	142	149
长期应付账款	7	3	3	3	3
其他长期负债	371	439	439	439	439
总长期负债	389	557	575	583	591
总负债	8,577	9,601	9,810	10,425	10,859
股本	1,420	1,420	1,420	1,420	1,420
储备及其他资本项目	11,044	11,393	10,722	11,503	12,325
股东权益	12,464	12,813	12,142	12,923	13,745
非控股权益	1,660	1,636	1,525	1,702	1,888
总权益	14,125	14,449	13,667	14,624	15,633

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,452	1,049	(907)	1,405	1,480
折旧及摊销	351	392	435	471	513
营运资本变动	(3,191)	(721)	(46)	(1,396)	(657)
利息调整	(19)	(20)	(27)	(28)	(29)
税费	(708)	(475)	(62)	(48)	(330)
其他经营活动现金流	(933)	997	1,684	946	1,550
经营活动现金流	(2,047)	1,222	1,078	1,350	2,526
资本开支	(237)	(215)	(178)	(210)	(201)
其他投资活动现金流	1,185	(353)	(679)	(211)	(702)
投资活动现金流	948	(568)	(858)	(421)	(903)
负债净变动	26	192	15	16	16
股息	(582)	0	(102)	(126)	(133)
其他融资活动现金流	(837)	(374)	(87)	(110)	(116)
融资活动现金流	(1,393)	(182)	(174)	(220)	(233)
汇率收益/损失	(5)	5	0	0	0
年初现金	4,391	3,799	4,075	4,992	5,617
年末现金	3,799	4,075	4,992	5,617	6,349

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.568	1.093	0.718	0.886	0.935
全面摊薄每股收益	1.568	1.093	0.718	0.886	0.935
每股股息	0.000	0.085	0.072	0.089	0.093
每股账面值	8.778	9.023	8.551	9.100	9.680
利润率分析(%)					
毛利率	22.0	17.1	16.4	16.7	17.1
EBITDA利润率	17.3	8.5	(3.7)	10.3	10.4
EBIT利润率	15.0	5.9	(6.4)	7.5	7.5
净利率	12.0	3.0	(3.5)	5.4	5.4
盈利能力(%)					
ROA	8.5	2.9	(2.9)	4.3	4.3
ROE	14.8	3.6	(4.7)	7.0	6.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.8	1.8
存货周转天数	1.4	1.1	1.3	1.6	1.9
应收账款周转天数	245.7	241.2	189.3	206.8	206.7
应付账款周转天数	183.3	190.6	190.6	190.6	190.6

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月28日
雅生活服务(3319 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。