

基础服务发展稳健，社区增值服务毛利率持续承压

核心观点

公司发布 2024 年中期业绩公告，上半年实现收入 40.3 亿元，同比-1.6%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比+18.9%。

- 基础服务发展稳健，市拓能力提升。**24H1 公司基础物业服务收入达 27.6 亿元，同比增长 5.7%，主要得益于集团积极开展市场拓展，第三方竞标外拓在管建筑面积提升。公司积极开展市场拓展，上半年，公司新增第三方外拓合约建筑面积 17.7 百万方，第三方竞标外拓新增年饱和合同金额为 6.20 亿元，竞标外拓新增项目平均物管费为 2.3 元/平方米/月，与上年同期持平。截至期末公司合约建筑面积同比-3.9%至 3.33 亿方，在管面积同比-5.3%至 2.47 亿方，从构成上看，来自第三方的合约面积占比为 77%，业务独立性较强。但由于为了提升项目品质而增加的设备更新投入、第三方项目及公建项目占比的提升对基础服务毛利率的影响，上半年公司基础服务毛利率为 20.0%，同比-0.7pcts。
- 社区增值服务仍待修复，毛利率持续承压。**上半年公司社区增值服务实现收入 5.9 亿元，同比下降 17.3%，主要是因为 1）部分与房地产行业关联度较高的业务规模下降，如车位资产运营服务和美居业务；（2）消费意愿仍显谨慎，社区资产管理服务面临挑战。部分较高毛利业务收入占比的下降致使社区增值服务毛利率承压，上半年社区增值服务的毛利率为 27%，同比-2.1pcts，进一步拖累公司整体盈利能力。
- 费用控制有所成效；未来将加强应收账款管理。**公司成本控制效果明显，上半年销售费用率为 1.5%，较 2023 年同期持平；管理费用率为 10.4%，同比下降 0.5pct。截至期末，公司应收贸易账款及票据达 47.6 亿元，较上年末增长约 15.9%，其中来自第三方的比例约为 84%。从账龄分析，1 年内的应收账款比例约为 63%，1-2 年的占比 16%，2-3 年的占比 14%，3 年以上的占比约 7%。公司积极采取措施，包括深入分析回款卡点及难点，分级分类制定有针对性的措施以应对回款难题。

盈利预测与投资建议

- 维持增持评级，调整目标价至 0.81 港元。**根据公司中期经营情况，调整对各项业务收入增速和毛利率的预测，以及销管费用率的预测，调整后 24-26 年 EPS 预测值为 0.09/0.09/0.10 元（原预测 24-25 年为 0.22/0.26 元）。可比公司 2024 年 PE 估值为 8x，对应目标价 0.81 港元。（1 港元=0.913 人民币）。

风险提示：毛利率下行风险。第三方拓展风险。应收账款减值损失。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,637	8,203	7,920	7,911	8,001
同比增长(%)	3.5%	-5.0%	-3.4%	-0.1%	1.1%
营业利润(百万元)	-959	388	329	318	368
同比增长(%)	-153.8%	-142.4%	-13.9%	-2.5%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	-927	273	222	214	248
同比增长(%)	-183.5%	-129.5%	-18.7%	-3.5%	15.8%
每股收益(元)	-0.38	0.11	0.09	0.09	0.10
毛利率(%)	22.5%	20.1%	19.2%	18.4%	18.4%
净利率(%)	-10.7%	3.3%	2.8%	2.7%	3.1%
净资产收益率(%)	-11.5%	3.5%	2.8%	2.6%	3.0%
市盈率(倍)	(1.8)	6.3	7.7	8.0	6.9
市净率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

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。

投资评级

增持（维持）

股价（2024年09月04日）	0.69 港元
目标价格	0.81 港元
52 周最高价/最低价	1.77/0.65 港元
总股本/流通 H 股（万股）	246,817/246,817
H 股市值（百万港币）	1,703
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2024 年 09 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.47	-6.76	-28.87	-57.14
相对表现%	2.8	-9.78	-23.52	-49.78
恒生指数%	-1.33	3.02	-5.35	-7.36



证券分析师

赵旭翔	zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

联系人

孙怡萱	sunyixuan@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

中期业绩承压，现金流改善明显	2023-09-12
关联方风险影响仍需观察	2022-12-29

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2024/9/4	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
卓越商企服务	6989.HK	1.15	0.25	0.27	0.30	0.32	5	4	4	4
金科服务	9666.HK	7.92	-1.49	0.66	0.76	0.90	(5)	12	10	9
碧桂园服务	6098.HK	4.02	0.09	0.51	0.64	0.68	46	8	6	6
新城悦服务	1755.HK	2.73	0.52	0.58	0.62	0.67	5	5	4	4
融创服务	1516.HK	1.49	-0.14	0.08	0.23	0.27	(11)	19	6	6
		最大值					46	19	10	9
		最小值					(11)	4	4	4
		平均数					8	10	6	6
		调整后平均					2	8	6	5

备注：货币均为人民币，2024.9.4 汇率为 1 港币=0.913 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	2,307	3,788	3,874	3,958	4,651	营业收入	8,637	8,203	7,920	7,911	8,001
应收账款	3,218	3,209	4,088	4,007	4,026	营业成本	-6,694	-6,556	-6,403	-6,452	-6,526
预付账款	1,107	926	895	894	904	税金及附加	0	0	0	0	0
存货	194	211	206	208	210	营业费用	-233	-137	-140	-148	-149
其他	2,460	1,048	1,048	1,048	1,048	管理费用	-1,356	-990	-955	-946	-949
流动资产合计	9,286	9,183	10,110	10,113	10,839	财务费用	-162	32	20	17	17
长期股权投资	1,173	1,184	1,184	1,184	1,184	资产减值损失	-744	-87	-125	-75	-38
固定资产	591	572	433	294	155	公允价值变动收益	0	0	0	0	1
在建工程	0	0	0	0	1	投资净收益	13	12	13	13	12
无形资产	2,913	2,658	2,394	2,133	1,876	其他	306	31	79	79	80
其他	637	644	608	566	517	营业利润	-959	388	329	318	368
非流动资产合计	5,314	5,057	4,619	4,178	3,734	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	14,600	14,240	14,729	14,291	14,573	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	276	232	660	0	0	利润总额	-959	388	329	318	368
应付账款	3,621	3,333	3,255	3,280	3,317	所得税	82	-71	-82	-79	-92
其他	1,656	1,679	1,616	1,618	1,635	净利润	-877	317	247	238	276
流动负债合计	5,553	5,244	5,531	4,897	4,952	少数股东损益	-50	-44	-25	-24	-28
长期借款	251	68	68	68	68	归属于母公司净利润	-927	273	222	214	248
应付债券	0	0	0	0	1	每股收益（元）	(0.38)	0.11	0.09	0.09	0.10
其他	428	282	282	282	281	主要财务比率					
非流动负债合计	680	350	350	350	350		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	6,232	5,594	5,881	5,248	5,302	成长能力					
少数股东权益	800	730	754	778	806	营业能力	3.5%	-5.0%	-3.4%	-0.1%	1.1%
股本	21	21	21	21	21	营业利润	-153.8%	-142.4%	-13.9%	-2.5%	17.4%
资本公积	6,851	6,957	6,968	6,978	6,991	归属于母公司净利润	-183.5%	-129.5%	-18.7%	-3.5%	15.8%
留存收益	695	939	1,105	1,266	1,452	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	22.5%	20.1%	19.2%	18.4%	18.4%
股东权益合计	8,367	8,646	8,849	9,044	9,270	净利率	-10.7%	3.3%	2.8%	2.7%	3.1%
负债和股东权益合计	14,600	14,240	14,729	14,291	14,573	ROE	-11.5%	3.5%	2.8%	2.6%	3.0%
现金流量表						偿债能力					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	42.7%	39.3%	39.9%	36.7%	36.4%
净利润	-959	388	222	214	248	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	315	392	385	388	391	流动比率	1.7	1.8	1.8	2.1	2.2
财务费用	216	46	-20	-28	-53	速动比率	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1
投资损失	0	0	0	0	1	营运能力					
营运资金变动	-791	-74	-1,088	29	-20	应收账款周转率	2.7	2.6	2.2	2.0	2.0
其他	-293	279	185	158	121	存货周转率	32.5	32.4	30.7	31.2	31.3
经营活动现金流	-1,512	1,030	-316	761	689	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
资本支出	-235	-189	-1	-1	-1	每股指标（元）					
长期投资	-2,767	1,056	-73	-73	-73	每股收益	-0.38	0.11	0.09	0.09	0.10
其他	69	48	48	48	48	每股经营现金流	-0.61	0.42	-0.13	0.31	0.28
投资活动现金流	-2,932	921	-27	-27	-27	每股净资产	3.39	3.50	3.59	3.66	3.76
债权融资	-3,015	-227	427	-660	0	估值比率					
股权融资	-1	-138	25	24	28	市盈率	-1.8	6.3	7.7	8.0	6.9
其他	-75	-105	-24	-15	3	市净率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
筹资活动现金流	-3,091	-471	428	-651	31						
汇率变动影响	1	0	0	0	0						
现金净增加额	-7,535	1,481	86	84	693						

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

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。