

公司研究

关联方境外债重组落地，基础物管稳健增长

——世茂服务（0873.HK）跟踪报告

要点

事件：关联方境外债重组计划获得超过 95% 的债权人投票赞成。

2月24日，世茂服务关联方世茂集团发布公告，其境外债重组计划已获得2053名（占出席人数的98.75%）持有投票计划债权总额约110亿美元（占债权总额的95.39%）的计划债权人投票赞成，后续世茂集团将寻求高等法院对重组计划进行批准和裁决。

点评：关联方境外债重组落地，基础物管稳健增长，地产关联业务影响较小。

1) 基础物管稳健增长，增值业务有所调整。2024H1公司实现营业收入40.3亿元，同比下降1.6%，毛利8.1亿元，同比下降5.9%，归母净利润1.8亿元，同比增长18.9%。期内，物业管理/社区增值/非业主增值/城市服务分别实现收入27.6/5.9/0.8/6.0亿元，同比分别为+5.7%/-17.3%/-33.2%/-7.9%，基础物管业务实现稳健增长，社区增值和非业主增值不同程度受到房地产市场和国内经济形势及消费环境影响，业务开展面临一定挑战；城市服务收入下滑则由于公司主动退出了部分利润率较低及信用期较长的项目，有利于后续提升管理经营能力，维持公司的毛利率。

2) 外拓持续发力，独立发展能力较强。公司市场拓展能力强，外拓竞标是公司主要的在管面积来源，截至2024年6月30日，公司在管面积2.5亿平，其中75.2%来自第三方。从项目构成来看，在管面积中58.5%为住宅项目，业态组合均衡。2024年上半年，公司外拓新增年饱和合同金额6.2亿元，新增合约面积1770万平方米，新增外拓项目的平均物管费为2.3元/月/平方米，较2023年同期持平，表明公司中标项目质量较高。整体来看，公司在管项目中，73.3%的住宅物业项目（按面积计）位于一线、新一线及二线城市，优质的项目组合为公司后期开展社区增值提供了较好的发展基础和增长机会。

3) 地产关联业务影响减小。2024H1公司非业主增值服务收入占比2.0%，毛利占比1.7%，后续公司受地产直接影响较小。截至2024年6月30日，公司贸易应收款总额47.5亿元，其中关联方应收款总额7.5亿元，公司已计提9.9亿元减值拨备，减值计提较为充分。

盈利预测、估值与评级：考虑公司关联方境外债重组落地，地产关联业务占比较低，且公司贸易应收款减值拨备增长已趋于稳定，没有大幅增加，我们调整公司2024-2025年归母净利润预测至3.4/4.2亿元（原预测为3.1/3.9亿元），新增2026年预测为5.0亿元；对应2024-2026年EPS分别为0.14/0.17/0.20元，公司外拓能力较强，第三方在管面积占比超70%，具备独立发展能力，地产影响有限，关联方回款需要进一步跟踪，维持“增持”评级。

风险提示：应收账款减值、商誉减值存在不确定性，地产关联业务持续下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,637	8,203	7,974	8,474	9,117
营业收入增长率	3.5%	-5.0%	-2.8%	6.3%	7.6%
归母净利润（百万元）	-927	273	342	415	498
归母净利润增长率	-183.5%	-129.5%	25.1%	21.4%	20.0%
EPS（元）	-0.38	0.11	0.14	0.17	0.20
ROE（归母，摊薄）	-11.1%	3.2%	3.8%	4.4%	5.1%
P/E	/	7.0	5.6	4.6	3.8
P/B	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-2-28；汇率：1港元=0.9226元人民币

增持（维持）

当前价：0.84 港元

作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

021-52523810

weiyongqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	24.68
总市值(亿港元)	20.73
一年最低/最高(港元)	0.66/1.63
近3月换手率	4.71%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20240223 独立发展能力提升，业务结构持续优化——世茂服务（0873.HK）跟踪报告

20220921 在管规模较快提升，大额减值影响利润——世茂服务（0873.HK）2022年中期业绩点评

20220629 减值计提充分，外拓进展良好——世茂服务（0873.HK）2021年度业绩点评

20220211 合约突破3亿平，风险溢价下降，估值修复可期——世茂服务（0873.HK）跟踪报告

20210830 细分赛道战略卡位，社区增值持续发力——世茂服务（0873.HK）2021年中报点评

20210730 践行深蓝战略，发力增值服务——世茂服务（0873.HK）首次覆盖报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,637	8,203	7,974	8,474	9,117
营业成本	-6,694	-6,556	-6,377	-6,776	-7,288
毛利	1,943	1,646	1,597	1,698	1,828
销售费用	-233	-137	-109	-116	-125
管理费用	-1,356	-990	-802	-853	-917
金融资产减值拨备-净额	-744	-87	-282	-230	-175
其他收入-经营	94	66	68	71	75
其他支出-经营	-41	-11	0	0	0
EBITDA	-460	717	851	971	1,113
营业利润 EBIT	-810	344	472	571	686
财务收入/(费用)净额	-162	32	-4	-1	-1
权益法下应占联营公司利润/损失	13	12	12	13	13
税前利润 EBT	-959	388	480	582	699
所得税	82	-71	-88	-107	-128
净利润 (含少数股东权益)	-877	317	392	476	571
净利润 (不含少数股东权益)	-927	273	342	415	498
总股本 (百万)	2,468	2,468	2,468	2,468	2,468
EPS(元, 人民币)	-0.38	0.11	0.14	0.17	0.20
资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	9,286	9,183	10,369	10,848	11,471
货币资金	2,307	3,788	4,546	4,773	5,012
应收账款	3,218	3,209	3,681	3,861	4,154
存货	194	211	205	218	234
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	1,107	926	901	957	1,030
受限制现金	92	37	36	38	41
非流动资产合计	5,314	5,057	3,495	3,314	3,157
固定资产-物业,厂房及设备	591	572	405	274	145
投资性房地产	19	18	20	20	20
有使用权资产-非流动资产	102	80	86	93	102
无形资产	2,913	2,658	2,446	2,372	2,316
递延税项资产-非流动资产	258	256	253	258	265
合约资产-非流动资产	174	165	164	167	172
资产合计	14,600	14,240	13,864	14,162	14,629
流动负债合计	5,553	5,244	4,559	4,482	4,498
应付账款及其他应付款项	3,621	3,333	2,998	2,804	2,672
合同负债-流动负债	1,228	1,253	1,211	1,303	1,421
应交所得税-流动负债	394	393	88	107	128
短期借款	276	232	230	235	241
租赁-流动负债	34	32	31	33	36
非流动负债合计	680	350	285	297	313
长期借款	251	68	67	69	70
租赁-非流动负债	54	36	34	38	44
递延税项负债-非流动	176	157	154	159	165
其他负债及费用拨备-非流动负债	31	30	29	31	34
负债合计	6,232	5,594	4,844	4,779	4,811
股本	21	21	21	21	21
储备	7,546	7,895	8,237	8,569	8,968
少数股东权益	800	730	761	792	829
股东权益合计	8,367	8,646	9,020	9,382	9,817
现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(1,512)	1,030	472	1,056	1,085
投资活动现金流	(2,932)	921	327	(786)	(719)
融资活动现金流	(3,091)	(471)	(41)	(43)	(128)
净现金流	(7,536)	1,481	758	227	239

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: EPS 按最新股本测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP