

# 稳健增长高派息，与杭州共成长的 高品质物业服务商

## 核心观点

滨江服务是深耕杭州的高品质物业服务商，具备业绩稳健增长、派息比例长期较高的特征。背靠杭州房企龙头滨江集团，同时积极发力外拓，公司物管规模持续稳步上升。公司长期深耕高品质物管市场，物管费大幅高于市场均值。2023年以来，公司开拓 5S 增值服务中的硬装业务，成为新的业绩增长点。我们看好公司深耕杭州市场及高品质服务所带来的成长性。

## 摘要

**业绩稳健增长，高派息特征明显。**上市以来滨江服务始终保持业绩稳健增长，2019-2023 年归母净利润复合增速 44.0%，2024 年上半年增速 14.9%。公司派息比例长期维持在 60%~70%，以 2024 年上半年派息金额推算，最新股价对应全年股息率达 5.6%。

**深耕杭州高品质物业市场，集团支持与发力外拓共助规模扩张。**2024 年上半年末公司在管面积 6312 万方，合约面积 9000 万方，合管比达 1.4。集团公司滨江房产 2024 年销售金额排名全国第九、杭州第一，1290 万方的土储建面护航公司物管规模增长；同时公司持续发力外拓，超过 60% 的净新增合约面积来源于第三方。公司长期深耕杭州高品质物管市场，2024 年上半年平均物管费单价为 4.17 元/平米/月，高出全国 20 城平均水平 58%。

**5S 增值服务提质扩容，硬装业务成为新的业绩增长点。**公司于 2023 年开拓硬装业务，带动 5S 增值服务收入规模大幅增长，2023 年、2024 年上半年分别同比增长 172.5%、158.5%，占总营收的比例由 2022 年的 12.6% 提升至 2024 年上半年的 29.9%。

**首次覆盖给予买入评级，目标价 33.01 港元。**我们预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.03/2.37/2.76 元。我们看好公司深耕杭州、坚持高品质物业服务带来的成长性，同时公司高派息特征明显。根据可比公司 2024 年平均估值，给予公司 15X 的 PE 估值，对应目标价 33.01 港元。

## 重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,982.63	2,809.21	3,571.29	4,244.07	4,999.09
YoY(%)	41.72	41.69	27.13	18.84	17.79
净利润（百万元）	412.00	492.55	562.44	654.20	763.64
YoY(%)	28.05	19.55	14.19	16.32	16.73
EPS(摊薄/元)	1.49	1.78	2.03	2.37	2.76
P/E(倍)	15.13	12.65	10.22	8.79	7.53
P/B(倍)	5.00	4.19	3.28	2.79	2.38

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 滨江服务(3316.HK)

### 首次评级

### 买入

#### 竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2025 年 03 月 04 日

当前股价：22.55 港元

目标价格 6 个月：33.01 港元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	17.08/3.33	23.09/5.41	32.18/-6.50
12 月最高/最低价（港元）			22.55/15.26
总股本（万股）			27,640.70
流通 H 股（万股）			27,640.70
总市值（亿港元）			62.33
流通市值（亿港元）			62.33
近 3 月日均成交量（万）			15.72
主要股东			
巨龙创投资有限公司			45.85%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

## 目录

1. 稳健增长高派息，深耕杭州的高品质物业服务商.....	1
2. 集团支持与发力外拓双轮驱动，物管规模稳步扩张.....	5
3. 5S 增值服务提质扩容，硬装业务成为新的业绩增长点.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 33.01 港元.....	10
风险分析.....	11
报表预测.....	12

## 图目录

图 1:滨江服务发展历程.....	1
图 2:杭州是滨江服务的业务基本盘.....	1
图 3:滨江服务物业费明显高于平均水平（单位：元/平米/月）.....	1
图 4:滨江服务股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	2
图 5:滨江服务拥有三大主营业务，物业服务类型涵盖七大类别.....	3
图 6:2024 年上半年公司营收 16.5 亿元，同比增长 38.7%.....	3
图 7:2024 年上半年公司营收中物业管理服务占比 54.9%.....	3
图 8:2024H 公司综合毛利率 25.6%，较 2023 年提升 0.8pct.....	4
图 9:2024H 物业管理服务、非业主增值服务毛利率均提升.....	4
图 10:2024H 公司归母净利润 2.7 亿元，同比增长 14.9%.....	4
图 11:2024 年上半年公司派息比率 60%.....	4
图 12:公司 2024 年上半年的归母净利率在行业内领先.....	4
图 13:公司 2023 年以来的派息比例在行业内领先.....	4
图 14:2024H 滨江服务在管 6312 万方、合约面积 9000 万方.....	5
图 15:2024H 滨江服务净新增在管面积 827 万方.....	5
图 16:滨江集团 2024 年销售面积达 235.9 万方.....	5
图 17:滨江集团 2024 年杭州销售面积 195.2 万方，排名第一.....	5
图 18:滨江集团 2024 年上半年末土储建面中有 76% 位于杭州.....	6
图 19:2024H 来自滨江集团及其关联公司的收入占比 14.7%.....	6
图 20:2024H 公司在管面积占比中有 57.7% 源自第三方外拓.....	6
图 21:2024H 公司净增长合约面积中 67.4% 源自第三方外拓.....	6
图 22:滨江服务的 5S 增值服务包括优家服务、优居服务、优享生活服务，2024 年上半年营收均获增长..	7
图 23:2024H 公司 5S 增值服务营收 4.9 亿元，同比增长 158.5%.....	7
图 24:2024H 公司 5S 增值服务毛利率为 27.4%.....	7
图 25:2023 年以来公司优居服务营收占比大幅增长.....	8
图 26:2024H 公司优家服务营收同比增长 3.1%.....	8
图 27: 2024H 公司优居服务营收同比增长 247.7%.....	8
图 28: 2024H 公司优享生活服务营收同比增长 13.0%.....	8

## 表目录

表 1:滨江服务董事会经验丰富，其中 4 名董事曾任职于滨江集团.....	2
表 2: 滨江服务分部收入预测.....	9
表 3:可比公司估值（截至 2025 年 3 月 3 日）.....	10

## 1. 稳健增长高派息，深耕杭州的高品质物业服务商

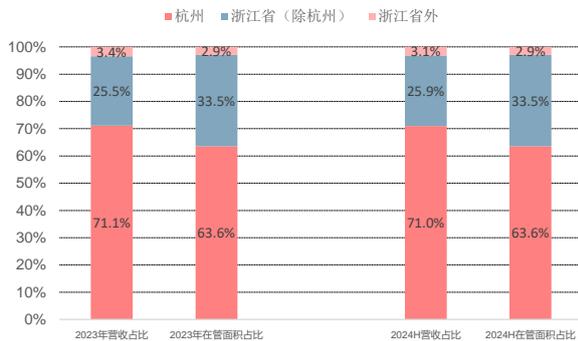
滨江服务发展近三十载，深耕杭州高品质物业市场。滨江服务（3316.HK）以子公司滨江物业为业务主体，滨江物业是国家一级资质物业管理企业，于1995年在杭州成立，跟随杭州本地的知名开发商滨江集团实现近三十年的稳健发展。滨江物业长期以来提供高品质的物业服务，代表项目包括杭州高端住宅项目金色海岸、武林壹号、湘湖壹号等。2016年起，滨江物业正式跨入市场化运作阶段，进驻义乌之心城市生活广场、养生堂总部大楼、浙商银行总部大楼等外接楼盘，之后陆续进入海南、上海等浙江省外市场。2019年，滨江服务在港交所成功上市。滨江服务长期深耕杭州高品质物业市场，杭州为公司贡献超过六成的在管面积、超过七成的营收，2024年上半年公司平均物业费4.17元/平米/月，明显高于2.64元/平米/月的全国20城平均水平。

图 1: 滨江服务发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 2: 杭州是滨江服务的业务基本盘



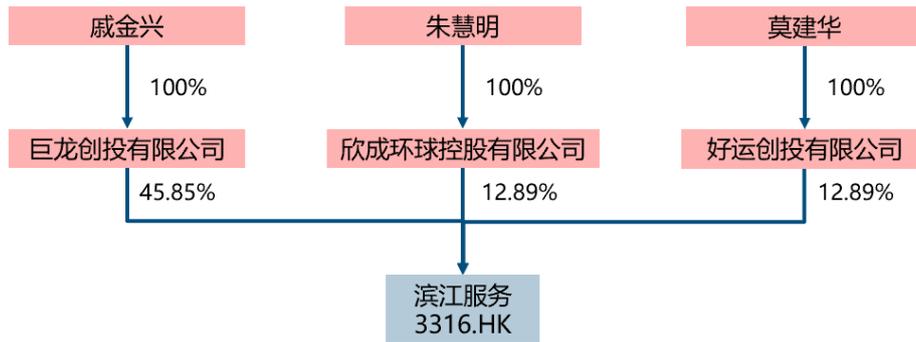
数据来源：公司业绩展示材料，中信建投证券

图 3: 滨江服务物业费明显高于平均水平（单位：元/平米/月）



数据来源：公司业绩展示材料，中信建投证券

股权结构稳定，前三大股东同为滨江集团大股东。滨江服务的前三大股东分别为戚金兴、朱慧明、莫建华控股的家族信托，分别对公司持股 45.85%、12.89%、12.89%，持股比例自 2019 年公司上市以来保持不变；戚金兴同时是滨江集团的实控人，朱慧明与莫建华也为滨江集团的大股东。公司现任董事会中，包括董事会主席余忠祥、执行董事钟若琴、非执行董事莫建华、蔡鑫在内的 4 名董事均拥有在滨江集团的任职经历，可为公司与滨江集团的协同提供更多助力。

**图 4:滨江服务股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）**


数据来源: Wind, 中信建投证券

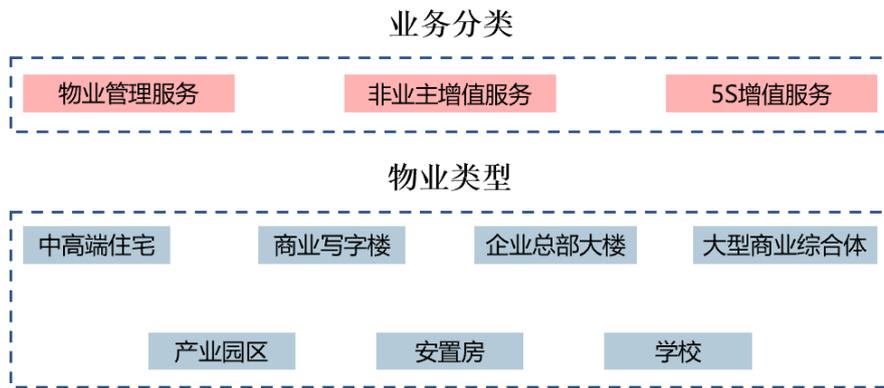
**表 1:滨江服务董事会经验丰富，其中 4 名董事曾任职于滨江集团**

姓名	职位	介绍
余忠祥	董事会主席、执行董事、行政总裁	于 2023 年 10 月起加入公司担任执行董事、主席兼行政总裁。凭藉其丰富的经验，彼主要负责公司的整体管理及业务营运，包括协调董事会事务、制定策略及营运计划以及作出主要业务决策。彼于 2020 年 2 月至 2023 年 10 月担任滨江集团执行总裁。
钟若琴	执行董事、公司秘书	自 2018 年 9 月以来一直为公司的执行董事及董事会秘书。彼亦为公司的联席公司秘书。彼于 2013 年 4 月加入公司，主要负责制定及监督经营策略及计划、决定及执行董事会决议案以及执行董事会的业务目标。自 2013 年 4 月至 2018 年 6 月，彼曾任职于滨江房产的证券部，彼于该公司负责董事会会议的举行、信息披露、投资管理以及再融资。
戚加奇	执行董事	于 2022 年 6 月 1 日获委任为非执行董事，并为董事会 ESG 及策略委员会成员。于 2021 年 11 月至 2024 年 8 月，彼担任中国人寿富兰克林资产管理有限公司基金经理。于 2019 年 5 月至 2021 年 11 月，彼担任中国人寿富兰克林资产管理有限公司宏观策略师。于 2015 年 8 月至 2018 年 7 月，彼在美国北卡罗莱纳州立大学担任讲师。
莫建华	非执行董事	自 2017 年 12 月以来一直为公司的非执行董事。彼主要负责就公司的业务运营提供指导及监督。自 2006 年 11 月起，彼一直担任滨江房产的董事，负责就业务运营提供指导及进行监督。
蔡鑫	非执行董事	自 2018 年 9 月以来为公司的非执行董事。彼主要负责就公司的业务运营提供指导及监督。自 2002 年 9 月至 2011 年 7 月，彼于滨江房产担任财务部经理，主要负责财务部的整体管理、财务报告编制、制定预算计划及税务报告。
蔡海静	独立非执行董事	于 2019 年 2 月加入公司，担任独立非执行董事。
丁建刚	独立非执行董事	于 2019 年 2 月加入公司，担任独立非执行董事。
李坤军	独立非执行董事	于 2019 年 2 月加入公司，担任独立非执行董事。

资料来源: Wind, 中信建投证券

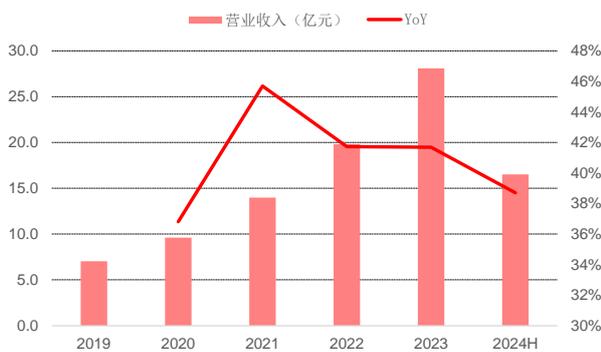
业绩稳健增长，高派息特征明显。公司的主营业务涵盖物业管理服务、非业主增值服务、5S 增值服务三大部分，其中物业管理服务提供稳定的基本盘，对营收的贡献保持在 50% 以上；5S 增值服务的营收贡献持续上升，从 2019-2022 年的 10% 左右上升至 2024 年上半年的 29.9%。自上市以来，公司营收与业绩保持稳健增长势头，2019-2023 年营收的年复合增速达 41.4%，归母净利润的复合增速达 44.0%；2024 年上半年公司实现营收 16.5 亿元，同比增长 38.7%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 14.9%。公司保持高派息，上市以来的派息比例在 60%~70% 之间波动，以 2024 年上半年的派息金额推算，以公司最新股价计算的全年股息率达 5.6%。

图 5: 滨江服务拥有三大主营业务，物业服务类型涵盖七大类别



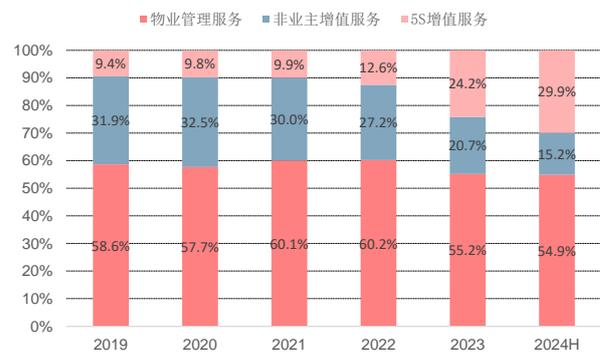
数据来源：公司官网，中信建投证券

图 6: 2024 年上半年公司营收 16.5 亿元，同比增长 38.7%



数据来源：公司公告，中信建投证券

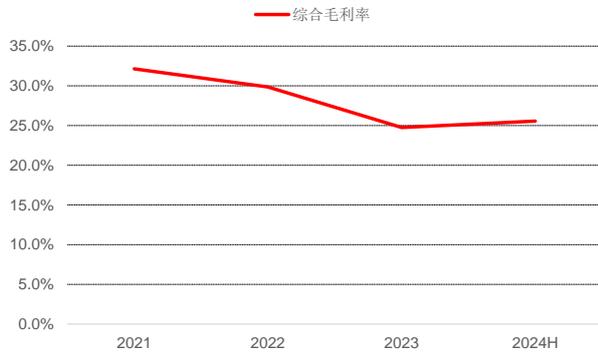
图 7: 2024 年上半年公司营收中物业管理服务占比 54.9%



数据来源：公司公告，中信建投证券

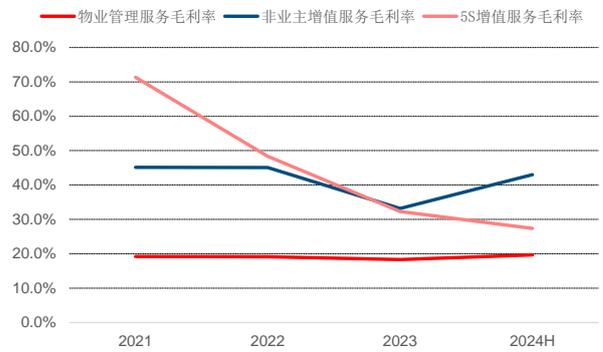
受大势影响，综合毛利率有所波动，2024 年以来有所回升。2021-2023 年，受非业主增值服务、5S 增值服务毛利率下降的影响，公司的综合毛利率由 2021 年的 32.1% 下降至 2023 年的 24.8%，2024 年上半年回升至 25.6%。构成业务基本盘的物业管理业务毛利率长期稳定在 18%-20% 之间，2024 年上半年为 19.7%，较 2023 年全年提升 1.4 个百分点。

图 8:2024H 公司综合毛利率 25.6%，较 2023 年提升 0.8pct



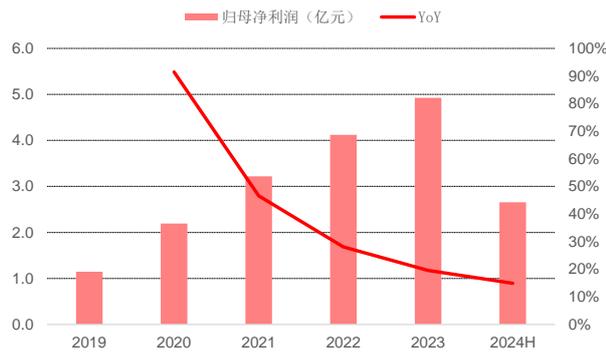
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 9:2024H 物业管理服务、非业主增值服务毛利率均提升



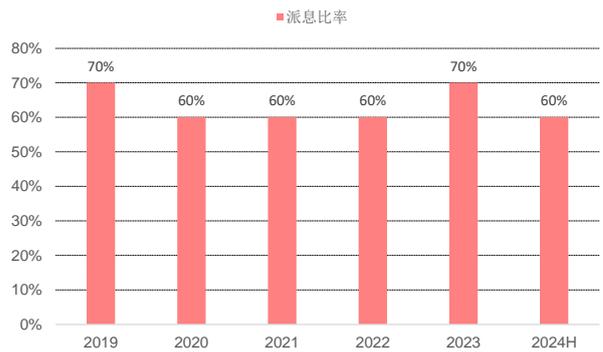
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 10:2024H 公司归母净利润 2.7 亿元，同比增长 14.9%



数据来源：公司公告，中信建投证券

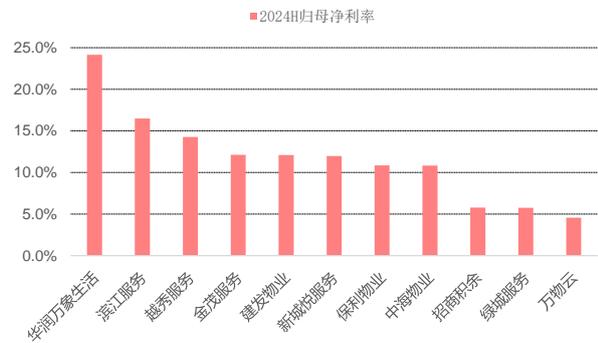
图 11:2024 年上半年公司派息比率 60%



数据来源：公司公告，中信建投证券

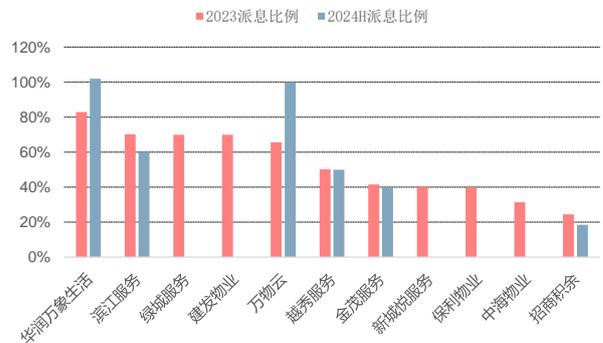
公司的盈利水平与派息比例均在物管行业内领先。公司 2024 年上半年的归母净利率为 16%，在主流物管企业中排名第二，仅次于拥有商管业务的华润万象生活；公司 2023 年 70% 的派息比例，同样在主流物管企业中排名第二，2024 年上半年的派息比例也继续保持在 60% 的高位。

图 12:公司 2024 年上半年的归母净利率在行业内领先



数据来源：Wind，中信建投证券

图 13:公司 2023 年以来的派息比例在行业内领先



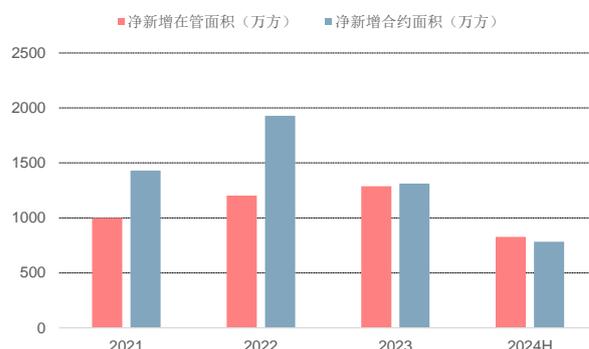
数据来源：Wind，中信建投证券

## 2. 集团支持与发力外拓双轮驱动，物管规模稳步扩张

物管规模保持较快的扩张节奏。在滨江集团的交付支持、第三方外拓的明显发力下，公司的物业在管规模保持较快增长速度，由2020年年末的1996万方增长至2024年上半年末的6312万方；2024年上半年末物管合约面积9000万方，合管比1.4，保障公司未来的在管增长。近年来公司在管面积每年净增长1000万方以上，合约面积每年净增长1300万方以上，2024年上半年在管与合约面积分别净增长827、783万方，依然保持较快的增长速度。

**图 14:2024H 滨江服务在管 6312 万方、合约面积 9000 万方**


数据来源：公司公告，中信建投证券

**图 15:2024H 滨江服务净新增在管面积 827 万方**


数据来源：公司公告，中信建投证券

集团公司滨江房产保持杭州房企头部地位，且进入全国前十，为公司提供稳定的交付面积、关联交易支持。2024年滨江集团销售金额达1116亿元，排名全国房企第9；销售面积达235.9万方，其中杭州的销售面积达195.2万方，排名房企第一。截至2024年上半年末，滨江集团的总土储建面（包含在建和拟建项目）达1290万方，其中76%位于杭州，未来将继续为公司的物管业务提供稳定的交付面积。除此之外，滨江集团及其关联公司也直接采购公司的物管服务、非业主增值服务（交付前服务、咨询服务、物业销售经纪服务等），为公司带来较稳定的关联收入，2024年上半年关联收入规模达2.4亿元，占公司总收入比例的14.7%。

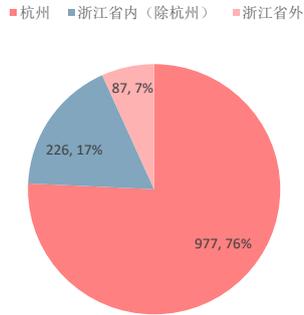
**图 16:滨江集团 2024 年销售面积达 235.9 万方**


数据来源：克而瑞，中信建投证券

**图 17:滨江集团 2024 年杭州销售面积 195.2 万方，排名第一**

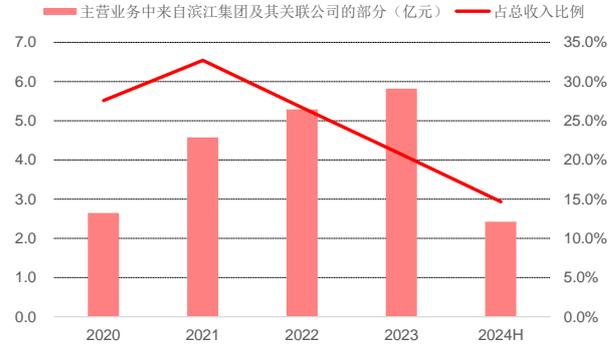

数据来源：克而瑞，中信建投证券

图 18: 滨江集团 2024 年上半年末土储建面中有 76% 位于杭州



数据来源: 滨江集团公告, 中信建投证券

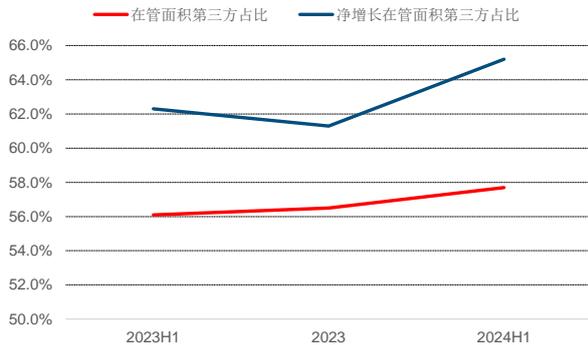
图 19: 2024H 来自滨江集团及其关联公司的收入占比 14.7%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**积极发力第三方外拓。**公司截至 2024 年上半年末 6312 万方的在管面积中, 有 57.7% 来源于第三方外拓, 该比例较 2023 年提升 1.2 个百分点; 2024 年上半年净增长的 827 万方在管面积与 783 万方合约面积中, 分别有 65.2%、67.4% 来源于第三方外拓, 分别较 2023 年提升 3.9、2.4 个百分点。

图 20: 2024H 公司在管面积占比中有 57.7% 源自第三方外拓



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 21: 2024H 公司净增长合约面积中 67.4% 源自第三方外拓



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

### 3.5S 增值服务提质扩容，硬装业务成为新的业绩增长点

公司为业主提供高标准的 5S 增值服务。其中主要包含三项，包括优家服务（一手及二手经纪销售服务、租赁服务、车位及储藏室销售服务）、优居服务（定制硬装及软装服务、家装服务、设施设备更换升级及维修服务）、优享生活服务（入室生活服务及社区生活服务等等）。

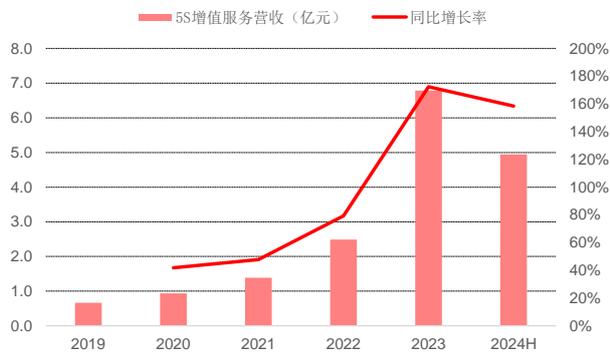
图 22: 滨江服务的 5S 增值服务包括优家服务、优居服务、优享生活服务，2024 年上半年营收均获增长



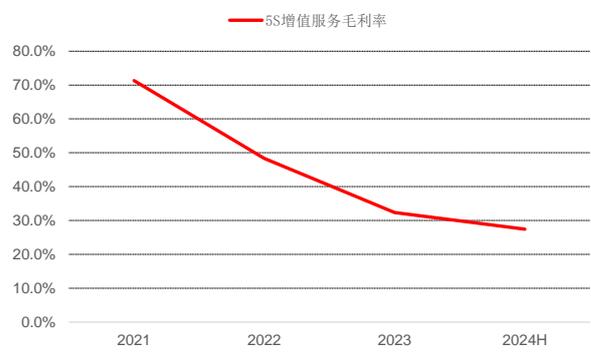
数据来源: 公司业绩展示材料, 中信建投证券

在优居服务中的硬装服务带动下，2023 年以来公司的 5S 增值服务收入大幅增长。2023 年公司的优居服务中新拓展硬装业务，主要为滨江集团开发的楼盘提供精装服务。在此带动下，2023 年公司 5S 增值服务实现营收 6.8 亿元，同比增长 172.5%；2024 年上半年实现营收 4.9 亿元，同比增长 158.5%。其中 2023 年优居服务实现营收 5.3 亿元，同比增长 354.8%；2024 年上半年实现营收 4.2 亿元，同比增长 247.7%。优家与优享生活业务同样保持增长势头，2024 年上半年分别实现营收 0.5、0.2 亿元，分别同比增长 3.1%、13.0%。

图 23: 2024H 公司 5S 增值服务营收 4.9 亿元, 同比增长 158.5%    图 24: 2024H 公司 5S 增值服务毛利率为 27.4%

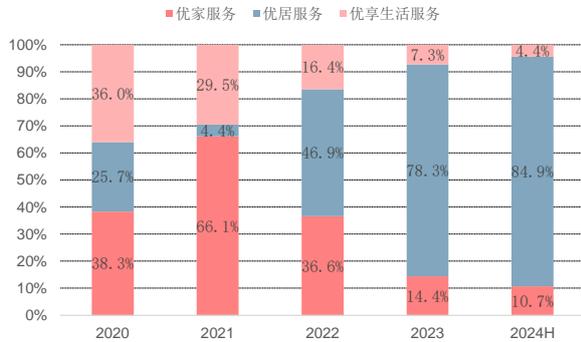


数据来源: 公司公告, 中信建投证券



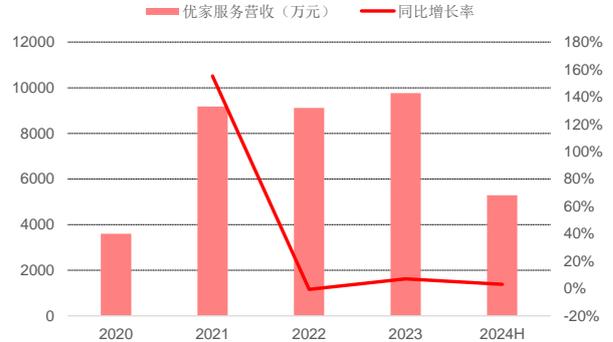
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 25:2023 年以来公司优居服务营收占比大幅增长



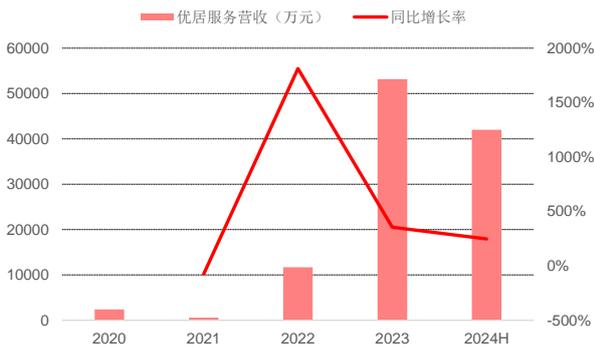
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 26:2024H 公司优家服务营收同比增长 3.1%



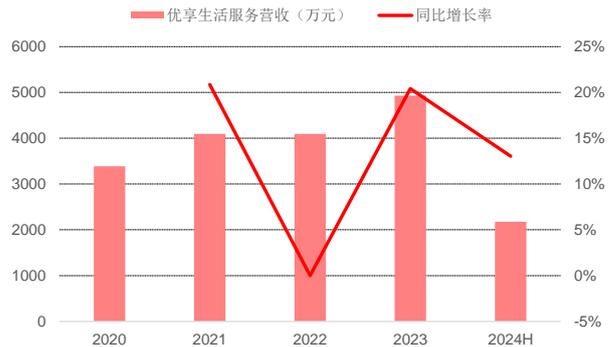
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 27: 2024H 公司优居服务营收同比增长 247.7%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 28: 2024H 公司优享生活服务营收同比增长 13.0%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 35.7/42.4/50.0 亿元，同比增速分别为 27.1%/18.8%/17.8%，对应归母净利润分别为 5.6/6.5/7.6 亿元，同比增速分别为 14.2%/16.3%/16.7%，对应 EPS 分别为 2.03/2.37/2.76 元。公司收入上升主要由于物管规模提升、硬装业务带动的 5S 增值服务收入规模增长；利润增速略小于营收增速，主要由于毛利率较低的硬装业务收入占比提升，带动综合毛利率有所降低。

我们对公司业务的预测主要假设如下：1) 保持稳定的物管规模扩张节奏，2024-2026 年每年净新增合约面积保持在 1500 万方；2) 伴随合约与在管面积增长，公司的平均物管费小幅下降；3) 非业主增值服务收入每年小幅下降；4) 在硬装业务快速扩张的背景下，5S 增值服务收入保持较快增速；5) 2024-2026 年各项业务毛利率随着业务规模的扩大而有所下行。

**表 2: 滨江服务分部收入预测**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总营收 (百万元)</b>	<b>1983</b>	<b>2809</b>	<b>3571</b>	<b>4244</b>	<b>4999</b>
yoy	41.7%	41.7%	27.1%	18.8%	17.8%
<b>综合毛利率</b>	<b>29.9%</b>	<b>24.8%</b>	<b>24.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>22.7%</b>
<b>物业管理服务</b>					
收入 (百万元)	1193	1550	1938	2334	2727
yoy	42.0%	29.9%	25.0%	20.4%	16.8%
毛利率	19.1%	18.3%	18.3%	17.8%	17.6%
<b>非业主增值服务</b>					
收入 (百万元)	540	581	563	547	530
yoy	28.8%	7.5%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
毛利率	45.1%	33.2%	40.0%	39.5%	39.0%
<b>5S 增值服务</b>					
收入 (百万元)	249	678	1070	1364	1742
yoy	79.3%	172.5%	57.7%	27.4%	27.7%
毛利率	48.3%	32.3%	26.5%	25.9%	25.7%

资料来源: Wind, 中信建投证券

## 4.2 投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 33.01 港元

首次覆盖给予买入评级，目标价 33.01 港元。选取华润万象生活、中海物业、万物云作为可比公司，其 2024 年预测业绩对应的平均 PE 倍数为 15x。我们看好公司深耕杭州、坚持高品质物业服务带来的成长性，同时公司高派息特征明显，估值水平有望提升。给予公司与可比公司相同的 15X PE 估值，公司 2024 年 2.03 元的预测 EPS 对应股价为人民币 30.45 元，折合 33.01 港元（汇率按人民币：港元=1:1.0840 计算），首次覆盖给予买入评级。

表 3:可比公司估值（截至 2025 年 3 月 3 日）

公司名称	公司代码	市值（人民币亿元）	归母净利润（人民币亿元）				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
华润万象生活	1209.HK	692	29.3	36.1	41.8	47.5	23.6	19.2	16.5	14.6	4.1
中海物业	2669.HK	155	13.4	15.4	17.6	20.3	11.5	10.0	8.8	7.6	3.4
万物云	2602.HK	267	19.5	17.9	20.6	23.5	13.7	14.9	12.9	11.4	1.5
平均值							16.3	14.7	12.8	11.2	3.0
<b>滨江服务</b>	<b>3316.HK</b>	<b>55</b>	<b>4.9</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>	<b>7.6</b>	<b>11.7</b>	<b>10.2</b>	<b>8.8</b>	<b>7.5</b>	<b>4.1</b>

资料来源：Wind，中信建投证券；华润万象生活、中海物业、万物云的归母净利润为 Wind 一致预期值，滨江服务为我们的预测值；汇率采用人民币：港元=1：1.0840 计算；表格内 PB 采用各公司最新一期报表（2024 年中报）公布的所有者权益计算

## 风险分析

公司主要面临物管规模扩张不及预期、硬装业务增长不及预期、利润水平超预期下降的风险：

1、物管规模扩张不及预期：公司物管的扩张主要依赖滨江集团的物业交付管理、第三方外拓，若房地产市场超预期下行、滨江集团物业销售下滑较多，以及第三方外拓进度不及预期，则公司的在管面积增长或不及预期，造成营收与业绩预期增速的下滑。

2、硬装业务增长不及预期：2023年起公司拓展硬装业务，带动 5S 增值服务营收大幅增长，若未来硬装业务开展受阻，则公司营收规模的增长将可能面临较大压力。

3、利润水平超预期下降：若随着各项业务规模的扩大，公司为获取业务机会而较大幅度降低服务定价，则利润水平或将出现超预期下降。经测算，若公司 2025 年的综合毛利率分别在原预测 23.2% 的基础上下降 1/1.5/2 个百分点，则 2025 年的业绩增速将从原预测的 16.3% 降至 10.6%/7.8%/4.9%。

## 报表预测

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,640.07</b>	<b>2,605.19</b>	<b>3,152.00</b>	<b>4,018.17</b>	<b>4,996.85</b>
现金	2,007.90	1,513.32	1,872.31	2,493.09	3,197.89
应收票据及应收账款合	263.97	370.79	382.84	454.96	535.90
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	79.50	174.56	202.03	240.09	282.81
存货	147.50	244.75	275.37	331.56	393.11
其他流动资产	141.20	301.77	419.45	498.47	587.15
<b>非流动资产</b>	<b>353.92</b>	<b>1,449.71</b>	<b>1,442.22</b>	<b>1,434.72</b>	<b>1,427.23</b>
长期投资	9.13	14.01	14.01	14.01	14.01
固定资产	26.49	43.42	36.62	29.82	23.01
无形资产	0.00	4.15	3.46	2.76	2.07
其他非流动资产	318.30	1,388.13	1,388.13	1,388.13	1,388.13
<b>资产总计</b>	<b>2,993.99</b>	<b>4,054.90</b>	<b>4,594.22</b>	<b>5,452.89</b>	<b>6,424.08</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,680.80</b>	<b>2,491.66</b>	<b>2,755.04</b>	<b>3,292.76</b>	<b>3,889.30</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	130.40	194.74	222.14	267.47	317.12
其他流动负债	1,550.40	2,296.93	2,532.90	3,025.29	3,572.18
<b>非流动负债</b>	<b>26.88</b>	<b>21.66</b>	<b>21.66</b>	<b>21.66</b>	<b>21.66</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.88	21.66	21.66	21.66	21.66
<b>负债合计</b>	<b>1,707.68</b>	<b>2,513.32</b>	<b>2,776.70</b>	<b>3,314.42</b>	<b>3,910.95</b>
少数股东权益	40.05	53.14	65.11	79.04	95.29
股本	0.18	0.18	1,000.18	2,000.18	3,000.18
资本公积	1,246.07	1,488.27	488.27	-511.73	-1,511.73
留存收益	0.00	0.00	263.96	570.99	929.39
归属母公司股东权益	1,246.25	1,488.45	1,752.41	2,059.44	2,417.83
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,993.99</b>	<b>4,054.90</b>	<b>4,594.22</b>	<b>5,452.89</b>	<b>6,424.08</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1122.92</b>	<b>928.892</b>	<b>658.83505</b>	<b>967.6140</b>	<b>1107.3920</b>
净利润	418.97	503.03	574.41	668.13	779.90
折旧摊销	7.94	13.99	7.49	7.49	7.49
财务费用	-41.85	-66.76	-5.92	-7.64	-9.96
其他经营现金流	737.86	478.63	82.86	299.63	329.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>32.04</b>	<b>-1,168.13</b>	<b>-7.30</b>	<b>-7.30</b>	<b>-7.30</b>
资本支出	-5.00	30.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	37.05	-1,198.20	-7.30	-7.30	-7.30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-111.35</b>	<b>-255.82</b>	<b>-292.55</b>	<b>-339.53</b>	<b>-395.29</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-111.35	-255.82	-292.55	-339.53	-395.29
<b>现金净增加额</b>	<b>1,043.61</b>	<b>-495.06</b>	<b>358.99</b>	<b>620.78</b>	<b>704.80</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,982.63</b>	<b>2,809.21</b>	<b>3,571.29</b>	<b>4,244.07</b>	<b>4,999.09</b>
营业成本	1,390.39	2,113.32	2,707.17	3,259.56	3,864.69
营业税金及附加	1.23	2.04	2.59	3.08	3.62
销售费用	8.22	18.04	15.78	18.75	22.09
管理费用	62.13	76.36	97.07	94.14	97.48
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-41.85	-66.76	-5.92	-7.64	-9.96
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.43	8.48	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>565.95</b>	<b>674.69</b>	<b>754.61</b>	<b>876.18</b>	<b>1,021.17</b>
其他非经营损益	-4.88	-22.15	-9.47	-9.47	-9.47
<b>利润总额</b>	<b>561.06</b>	<b>652.54</b>	<b>745.13</b>	<b>866.70</b>	<b>1,011.69</b>
所得税	142.10	149.51	170.72	198.58	231.80
<b>净利润</b>	<b>418.97</b>	<b>503.03</b>	<b>574.41</b>	<b>668.13</b>	<b>779.90</b>
少数股东损益	6.97	10.49	11.97	13.93	16.26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>412.00</b>	<b>492.55</b>	<b>562.44</b>	<b>654.20</b>	<b>763.64</b>
EBITDA	527.16	599.77	746.70	866.56	1,009.23
EPS (元)	1.49	1.78	2.03	2.37	2.76

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	41.72	41.69	27.13	18.84	17.79
净利润(%)	28.90	20.06	14.19	16.32	16.73
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.87	24.77	24.20	23.20	22.69
净利率(%)	21.13	17.91	16.08	15.74	15.60
ROE(%)	33.06	33.09	32.09	31.77	31.58
ROIC(%)	310.00	-90.52	187.37	222.17	1119.98
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.04	61.98	60.44	60.78	60.88
净负债比率(%)	-156.10	-98.17	-103.01	-116.58	-127.25
流动比率	1.57	1.05	1.14	1.22	1.28
速动比率	1.40	0.83	0.89	0.97	1.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.69	0.78	0.78	0.78
应收账款周转率	7.51	7.58	9.33	9.33	9.33
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.78	2.03	2.37	2.76
每股经营现金流(最新)	4.06	3.36	2.38	3.50	4.01
每股净资产(最新摊薄)	4.51	5.38	6.34	7.45	8.75
<b>估值比率</b>					
P/E	13.96	11.67	10.22	8.79	7.53
P/B	4.61	3.86	3.28	2.79	2.38
EV/EBITDA	-3.35	-1.96	25.92	45.72	59.26

## 分析师介绍

### 竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk