

2025 年 03 月 23 日

绿城服务 (02869)

——提质增效、精益运营，业绩高增超预期

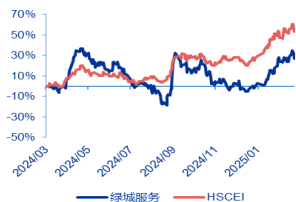
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 03 月 21 日

收盘价 (港币)	4.21
恒生中国企业指数	8742.44
52 周最高/最低 (港币)	5.63/2.56
H 股市值 (亿港元)	133.19
流通 H 股 (百万股)	3,163.65
汇率 (人民币/港币)	1.0831

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏
(8621)23297818×
chenpeng@swsresearch.com

投资要点：

- **24 年归母净利润同比+29.7%、超市场预期，毛利率继续提升、费用率持续下降。**公司发布 2024 年业绩，公司实现总营收 185.3 亿元 (包含已终止经营业务，下同)，同比+6.5%；毛利润 32.0 亿元，同比+9.7%；核心经营利润 15.9 亿元，同比+22.5%；实现归母净利润 7.9 亿元，同比+29.7%，超市场预期；基本每股收益 0.25 元，同比+32%；毛利率和归母净利率为 17.3%和 4.2%，同比分别+0.5pct 和+0.7pct；销售及营销开支 3.5 亿元，同比+3%，销售费用率 1.9%，同比-0.1pct；行政开支 12.6 亿元，同比-1.5%，管理费用率 6.8%，同比-0.5pct；财务费用率-0.3%，同比持平；三项费用率合计 8.4%，同比-0.6pct。24 年，现金及现金等价物和定期存款合计 59.7 亿元，同比+21.8%，占比总资产 33.8%。业绩增长超预期主要源于：1) 在管规模稳步增长；2) 毛利率有所修复，管理费率持续优化。回购方面，24 年回购 2725 万股，占比总股本 0.9%；分红方面，2024 年公司分红 0.20 港元，派息率 75%，股息率 4.8%。
- **24 年在管面积同比+13.5%，储备面积同比-3.9%、源于主动退出风险储备项目。**2024 年末，公司在管面积达 5.1 亿平，同比+13.5%；储备面积 3.6 亿平，同比-3.9%；储备/在管覆盖率约 0.7 倍，公司储备面积下降源于审慎开展增量市场拓展，主动退出部分非核心城市及存在交付风险的储备项目。2024 年，公司物业新拓年饱和收入 37.7 亿元，同比-13%；公司在管面积中：1) 住宅、非住宅分别占 79%、21%；2) 绿城房产、第三方分别占比 16%、84%；3) 华东/环渤海/珠三角/其它区域分别占 58.6%/15.6%/9.2%/16.6%。此外，满意度 90 分、同比+1pct；项目续约率 94%、同比+3pct；提价合同金额 1.2 亿元、提价成功率 35.5%。
- **24 年四项业务毛利率全线提升，物业服务收入同比+12%、占比持续提升至 67%。**2024 年，公司物业服务、园区服务、咨询服务、科技服务分别实现营收 124.0 亿元、33.7 亿元、24.1 亿元、3.4 亿元，分别同比+11.7%、-5.5%、+5.1%、-20.3%，分别占比 67%、18%、13%、2%，毛利率分别为 13.7%、22.6%、24.9%、39.3%，分别同比+0.7、+1.1、+1.5、+0.6pct，公司整体毛利率均提升，源于提质增效措施，持续强化成本管控。咨询服务中，在建物业服务、管理咨询服务分别同比+4.7%、+8.3%，分别占比咨询服务收入的 88%、12%；园区服务中，园区产品及服务、居家生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务收入分别同比+3.0%、-27.7%、+4.3%、-18.3%、+7.0%，分别占比园区服务收入的 38.9%、11.7%、8.7%、18.8%、21.9%。
- **投资分析意见：提质增效、精益运营，业绩高增超预期，维持“买入”评级。**绿城服务通过第三方拓展，实现规模稳定而持续的扩张。公司以服务品质著称，区域聚焦长三角，收缴率、续约率、中标率都位于行业较高水平，并物业费提价能力相对较强，中长期利润率更加稳定，并有望在行业后阶段率先挖掘增值服务空间，有望领跑物管行业黄金赛道。考虑到公司盈利能力改善、费用率持续改善，我们上调公司 2025-26 年归母净利润预测 9.0、10.3 亿元 (原值 8.1、8.9 亿元)，新增 27 年业绩预测 11.6 亿元，对应 25-26 年 PE 分别为 13.7、12.0 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：增值服务拓展不及预期，人工成本上升致利润率下行，涉及诉讼不确定性。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,393	17,893	19,746	21,669	23,745
同比增长率 (%)	17.1	2.8	10.4	9.7	9.6
归母净利润 (百万元)	605	785	900	1,029	1,155
同比增长率 (%)	10.6	29.7	14.7	14.3	12.3
每股收益 (元/股)	0.19	0.24	0.28	0.33	0.37
净资产收益率 (%)	8.2	10.1	11.2	12.4	13.5
市盈率	20.3	15.7	13.7	12.0	10.6
市净率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本 (备注：此处未包含已终止经营业务，上述正文包含终止经营业务数据，二者存在差异)



申万宏源研究微信服务号

附录 – 财务报表

附表 1：资产负债表

资产负债表					
单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,531	4,854	5,832	6,539	7,330
应收账款及票据	5,257	5,748	6,527	7,163	7,551
存货	674	598	660	724	794
其他流动资产	1,650	1,450	1,328	1,460	1,602
流动资产合计	12,112	12,649	14,347	15,886	17,276
固定资产	1,039	517	517	517	517
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4,931	4,528	3,325	2,783	2,459
非流动资产合计	5,970	5,045	3,841	3,300	2,976
资产合计	18,082	17,694	18,188	19,185	20,252
短期借款	290	67	73	81	88
应付账款	2,084	2,222	2,448	2,690	2,952
应交税金	1,308	1,515	1,388	1,525	1,674
其他流动负债	4,874	4,725	4,795	5,045	5,290
流动负债合计	8,558	8,528	8,704	9,341	10,005
长期借款	23	24	25	26	26
其他非流动负债	1,276	599	659	725	795
非流动负债合计	1,299	622	684	750	822
负债合计	9,856	9,151	9,388	10,091	10,827
归属母公司所有者权益	7,406	7,789	8,022	8,288	8,587
少数股东权益	820	754	779	807	838
所有者权益合计	8,225	8,543	8,800	9,095	9,425
负债和股东权益	18,082	17,694	18,188	19,185	20,252

资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：此处未包含已终止经营业务，上述正文包含终止经营业务数据，二者存在差异）

附表 2：利润表

利润表					
单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,411	17,893	19,746	21,669	23,745
营业成本	14,480	14,882	16,394	18,018	19,775
销售费用	343	347	383	420	460
管理费用	1,275	1,158	1,278	1,402	1,537
财务费用	2	(56)	(53)	(60)	(67)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	145	(12)	(12)	(12)	(12)
营业利润	1,083	1,059	1,214	1,387	1,552
营业外收支	0				
利润总额	972	1,071	1,227	1,401	1,567

所得税	256	319	366	417	467
净利润	716	868	995	1,137	1,276
少数股东损益	111	82	94	108	121
归属母公司净利润	605	785	900	1,029	1,155
NOPLAT	889	957	1,095	1,180	1,275
EPS(摊薄) (元)	0.19	0.24	0.28	0.33	0.37

资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：此处未包含已终止经营业务，上述正文包含终止经营业务数据，二者存在差异）

附表 3：现金流量表

现金流量表					
单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	716	868	995	1,137	1,276
折旧与摊销	485	533	143	(93)	(281)
营运资本变动	(140)	(278)	(616)	(457)	(195)
其他经营活动现金流	376	(45)	(41)	(48)	(56)
经营活动产生的现金流量	1,436	1,078	481	538	745
资本性支出	503	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(176)	(45)	(40)	(46)	(52)
投资活动产生的现金流量	(378)	(45)	(40)	(46)	(52)
债务增加	329	(1,050)	138	323	325
股权融资	(131)	0	0	0	0
支付股利	285	582	668	763	856
其他筹资活动现金流	(116)	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	(717)	(510)	659	84	(45)
现金及现金等价物净增加额	347	323	978	708	791
现金及现金等价物期末余额	4,531	4,854	5,832	6,539	7,330

资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：此处未包含已终止经营业务，上述正文包含终止经营业务数据，二者存在差异）

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。