

循环型业务稳步增长，蝶城提质增效显著

投资要点

- 收入结构持续优化，全额派息提升股东回报。**2024年公司总收入362.2亿元，同比增长9.2%；其中社区空间居住消费服务收入209.1亿元，同比增长11.6%；商企和城市空间综合服务收入123.0亿元，同比增长5.4%；AIoT及BPaaS解决方案服务收入30.2亿元，同比增长8.6%。循环型业务收入为307.9亿元，同比增长15.5%，占收入比例为85.0%，同比增加4.6pp。2024年公司核心净利润为22.3亿元，同比下降4.8%，公司以核心净利润的100%为派付股息，提升股东回报。
- 实施多元客户战略，管理规模持续增长。**2024年公司住宅物业项目收入为192.3亿元，同比增长13.1%。期末在管住宅项目的饱和收入273.0亿元，同比增长11.9%；合约项目饱和收入326.9亿元，同比增长6.6%。2024年在管物业和设施管理服务收入99.7亿元，同比增长20.1%，合约项目的饱和收入185.9亿元。公司以多元化的客户结构对冲风险，来自非开发商客户的收入占比继续提升，从2023年的83.2%增至88.2%。
- “蝶城”布局持续落地，提质增效效果显著。**蝶城底盘数从2022Q1的459个稳步攀升至2024年末的666个，累计改造250个蝶城，涉及1555个项目，占本总在管住宅项目数量的36.5%，助力住宅物业服务的毛利率提升1.3pp。蝶城生态促进多元业务，房屋经纪二手房屋总交易额突破210亿元，较2022年逆势增长18.9%，佣金率提升6pp至1.7%，焕新服务签订5358单局部改造合同，较2022年增长106.6%，客户满意度连续三年超95%。
- 科技赋能提质增效，客户结构优化。**2024年BPaaS解决方案收入15.9亿元，同比增长16.9%，业务外部拓展成效良好，新增客户包括头部互联网大厂、头部AI企业、大型医药企业、知名通信企业等。AIoT解决方案收入14.3亿元，同比增长0.7%，其中来自开发商的收入为5.6亿元，同比下降27.9%，来自非开发商的收入为8.7亿元，同比上升35.8%。期末已有657个住宅项目搭载灵石边缘服务器，实现99.7%的设备在线率与15分钟级故障响应，飞鸽工单系统在1360个住宅项目内完成部署。
- 盈利预测与评级。**预计公司2025-2027年归母净利润复合增速为12.7%，考虑到公司经营稳健，“蝶城”模式规模效应逐渐显现，维持“买入”评级。
- 风险提示：**物业拓展或不及预期，商企及城市服务拓展或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	36224	40042	43714	47346
增长率	9%	11%	9%	8%
归属母公司净利润(百万元人民币)	1150	1293	1449	1646
增长率	-41%	12%	12%	14%
每股收益EPS	0.98	1.10	1.24	1.40
净资产收益率	7.00%	7.45%	7.90%	8.46%
PE	19.47	19.68	17.55	15.46

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	16.14-27.6
3个月平均成交量(百万)	2.54
流通股数(亿)	11.72
市值(亿)	272.39

相关研究

盈利预测

关键假设：

假设 1: 社区空间居住消费服务分项：公司客户结构多元化助力在管建筑面积持续增长，预计住宅物业服务 2025-2027 年营收增速为 12%/10%/8%。公司资产管理类增值服务需求随着管理规模的扩大而增长，预计居住相关资产服务和其他社区增值服务 2025-2027 年营收增速分别为 2%/2%/2% 以及 -8%/-5%/-3%。

假设 2: 商企和城市空间综合服务分项：考虑物业及设施管理服务在管建筑面积增长较快，预计物业及设施管理服务 2025-2027 年营收增速为 10%/8%/8%。综合考虑地产下行周期对房企销售的影响，2025-2027 年对开发商增值服务的营收增速假设为 -5%/-5%/-5%。城市空间整合服务项目数量持续增长，预计 2025-2027 年的营收增速分别为 3%/3%/3%。

假设 3: AIoT 及 BPaaS 解决方案服务分项：公司科技服务持续拓展优质客户，预计 2025-2027 年 AIoT 营收增速分别为 3%/3%/3%，BPaaS 营收增速分别为 33%/30%/28%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
社区空间居住消费服务	收入	20908	23215	25381	27296
	增速	11.6%	11.0%	9.3%	7.5%
住宅物业服务	收入	19229	21536	23690	25585
	增速	14.8%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%
居住相关资产服务	收入	1347	1374	1401	1429
	增速	0.7%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%
其他社区增值服务	收入	332	305	290	281
	增速	-10.8%	-8.0%	-5.0%	-3.0%
	毛利率	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
商企和城市空间综合服务	收入	12296	13237	14063	14964
	增速	5.4%	7.7%	6.2%	6.4%
物业及设施管理服务	收入	9971	10968	11845	12793
	增速	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
开发商增值服务	收入	1569	1491	1416	1345
	增速	-8.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	0.1%	3.0%	5.0%	10.0%
城市空间整合服务	收入	756	778	802	826
	增速	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	收入	3021	3589	4269	5086
	增速	8.6%	18.8%	18.9%	19.1%
AIoT 解决方案	收入	1427	1470	1514	1560

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	增速	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
BPaaS 解决方案	收入	1593	2119	2755	3526
	增速	37.2%	33.0%	30.0%	28.0%
	毛利率	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
合计	收入	36224	40042	43714	47346
	增速	9.2%	10.5%	9.2%	8.3%
	毛利率	13.0%	13.2%	13.5%	13.8%

数据来源：Wind, 西南证券

风险提示

物业拓展或不及预期，商企及城市服务拓展或不及预期。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn