

物管业务稳健增长，关联方影响进一步消化

核心观点

公司发布 2024 年度业绩公告，营业收入约为 69.7 亿元，同比基本持平；归母净亏损约 4.51 亿元，同比增亏 3.7%；归母核心净利润约 8.0 亿元，同比基本持平。

- 物管业务保持规模，非业主增值业务持续收缩。**公司 24 年收入约 69.70 亿元（-0.6%），分业务看，物管业务收入达到 63.8 亿元，同比增长 3.6%，占总收入比例提升至 91.5%；社区服务收入为 4.4 亿元，同比下降 6.5%；非业主增值服务继续收缩，收入降低 61.0%至 1.47 亿元。值得强调的是，从收入来源来看，来自第三方的收入占比持续提高，约 68.0 亿元，占比达 97.6%，关联方贡献收入仅占总收入的 2.4%，公司对关联方依赖进一步降低，未来源自关联方的应收账款增长有限。
- 聚焦核心城市，在管基础盘稳定。**公司核心在管面积稳定，24 年末达到 2.91 亿方，同比增长 7%；在管业主户数约为 170 万户，同比增长约 8%；项目续约率增加 4 个百分点至约 95%，在管项目饱和收入中住宅业态的占比提升至约 84%。公司积极实施聚焦核心城市的战略，24 年公司核心城市签约额占比约 98%，大客户签约额占比提升至 49%。
- 进一步对应收款计提减值，关联方影响持续消化。**公司 24 年计提 10.87 亿元的坏账准备，其中大部分针对关联方应收账款的减值，为 7.63 亿元，严重拖累公司利润。在剔除减值、摊销等影响后，24 年的归母核心净利润为 8.0 亿元，同比基本持平。近几年公司对应收计提大额减值后，截至 24 年末，关联方贸易应收款项余额约 5.9 亿元，其中无担保的金额约 1.8 亿元，减值风险敞口持续收窄。

盈利预测与投资建议

- 维持增持评级，调整目标价至 1.73 港元。**根据公司 24 年业绩公告，我们调整了对公司在管面积和各项业务收入及毛利率预测值，下调了费用率的预测，同时考虑到 24 年公司进一步计提应收款减值，调整后公司 24-26 年 EPS 预测值为-0.15/0.16/0.16 元（原预测 24-25 年为 0.24/0.26 元），可比公司 25 年 PE 为 10x，对应目标价 1.73 港元（1 港元=0.926 人民币）。

风险提示

- 关联方应收账款压力进一步增大。外拓具备不确定性。资产减值损失风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,126	7,010	6,970	6,953	6,879
同比增长(%)	-9.8%	-1.6%	-0.6%	-0.2%	-1.1%
营业利润(百万元)	-730	-412	-604	580	556
同比增长(%)	-144.6%	43.5%	-46.4%	196.1%	-4.2%
归属母公司净利润(百万元)	-482	-435	-451	499	483
同比增长(%)	-137.8%	9.7%	-3.7%	210.5%	-3.1%
每股收益(元)	-0.16	-0.14	-0.15	0.16	0.16
毛利率(%)	22.5%	23.8%	21.9%	21.3%	21.1%
净利率(%)	-6.8%	-6.2%	-6.5%	7.2%	7.0%
净资产收益率(%)	-6.0%	-6.4%	-8.1%	9.3%	8.3%
市盈率(倍)	(9.4)	(10.4)	(10.0)	9.0	9.3
市净率(倍)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7

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（2025年04月03日）	1.7 港元
目标价格	1.73 港元
52 周最高价/最低价	3.18/1.44 港元
总股本/流通 H 股（万股）	305,684/305,684
H 股市值（百万港币）	5,197
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 04 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.16	1.19	7.59	0.77
相对表现%	1.93	1.87	-8.05	-35.85
恒生指数%	-3.09	-0.68	15.64	36.62



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
-----	----------------------------

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			
		2025/4/7	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
世茂服务	0873.HK	0.77	0.11	-0.11	0.17	0.20	7	-7	5	4
万物云	2602.HK	20.84	1.66	0.98	1.49	1.71	13	21	14	12
旭辉永升服务	1995.HK	1.79	0.25	0.28	0.31	0.34	7	6	6	5
绿城服务	2869.HK	3.98	0.19	0.25	0.29	0.33	21	16	14	12
保利物业	6049.HK	29.82	2.51	2.68	2.87	3.11	12	11	10	10
		最大值					21	21	14	12
		最小值					7	-7	5	4
		平均数					12	10	10	9
		调整后平均					11	11	10	9

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.926 人民币（2025/4/7）

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	3,878	3,980	4,028	4,599	5,000	营业收入	7,126	7,010	6,970	6,953	6,879
应收账款	4,307	4,267	3,441	3,476	3,440	营业成本	(5,522)	(5,342)	(5,442)	(5,471)	(5,431)
预付账款	43	31	27	27	27	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	55	55	46	46	46	营业费用	(99)	(63)	(57)	(56)	(55)
其他	833	406	44	44	44	管理费用	(744)	(634)	(570)	(568)	(562)
流动资产合计	9,117	8,738	7,585	8,192	8,556	财务费用	78	56	33	43	47
长期股权投资	88	60	35	35	35	资产减值损失	(1,542)	(1,330)	(1,388)	(348)	(344)
固定资产	114	100	100	99	98	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	11	5	(1)	(1)	(1)
无形资产	2,102	1,601	1,448	1,366	1,278	其他	51	(54)	(42)	70	69
其他	1,071	1,145	1,422	1,426	1,431	营业利润	(641)	(352)	(571)	622	602
非流动资产合计	3,376	2,907	3,005	2,926	2,842	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	12,493	11,645	10,590	11,118	11,398	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	(641)	(352)	(571)	622	602
应付账款	2,741	3,037	2,841	2,978	2,895	所得税	179	(42)	138	(143)	(139)
其他	1,744	2,202	2,290	2,282	2,259	净利润	(462)	(393)	(433)	479	464
流动负债合计	4,484	5,239	5,131	5,260	5,154	少数股东损益	(20)	(42)	(18)	20	19
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(482)	(435)	(451)	499	483
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	(0.16)	(0.14)	(0.15)	0.16	0.16
其他	240	169	140	140	140	主要财务比率					
非流动负债合计	240	169	140	140	140		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	4,724	5,407	5,271	5,400	5,293	成长能力					
少数股东权益	165	202	154	134	115	营业收入	-9.8%	-1.6%	-0.6%	-0.2%	-1.1%
股本	26	26	26	26	26	营业利润	-144.6%	43.5%	-46.4%	196.1%	-4.2%
资本公积	6,163	5,707	5,291	5,335	5,379	归属于母公司净利润	-137.8%	9.7%	-3.7%	210.5%	-3.1%
留存收益	1,415	302	(151)	223	585	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	22.5%	23.8%	21.9%	21.3%	21.1%
股东权益合计	7,769	6,238	5,319	5,718	6,105	净利率	-6.8%	-6.2%	-6.5%	7.2%	7.0%
负债和股东权益	12,493	11,645	10,590	11,118	11,398	ROE	-6.0%	-6.4%	-8.1%	9.3%	8.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	37.8%	46.4%	49.8%	48.6%	46.4%
净利润	(641)	(352)	(571)	622	602	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	6	7	0	0	0	流动比率	2.0	1.7	1.5	1.6	1.7
财务费用	(0)	12	4	0	0	速动比率	2.0	1.7	1.5	1.5	1.7
投资损失	2	2	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	1,495	833	1,411	348	344	应收账款周转率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.0
其它	(1,256)	360	(21)	(333)	(492)	存货周转率	97.5	97.2	108.7	120.0	119.2
经营活动现金流	(395)	862	823	636	455	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(126)	(89)	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资	(515)	422	46	28	24	每股收益	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.2
其他	23	36	0	0	0	每股经营现金流	-0.1	0.3	0.3	0.2	0.1
投资活动现金流	(519)	368	46	(28)	(24)	每股净资产	2.5	2.0	1.7	1.9	2.0
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	2	0	0	0	0	市盈率	-9.4	-10.4	-10.0	9.0	9.3
其他	(521)	(1,130)	(820)	(37)	(30)	市净率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
筹资活动现金流	(520)	(1,130)	(820)	(37)	(30)						
汇率变动影响	8	1	0	0	0						
现金净增加额	(1,426)	101	48	571	401						

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。