

物管主业经营稳健，领先布局 AI+机器人开启数智化转型

核心观点

公司是一家总部位于杭州、深耕江浙沪的优质物业管理公司。公司物业管理规模稳定，非住项目占比持续提升且业态丰富，所在区域经济发达楼市韧性较强。2024 年业绩下滑较多主因投资的安邦护卫股价下跌确认公允价值变动损益，这一影响带来的业绩压力已得到释放。公司领先投资布局 AI+机器人领域，开启“生态+科技”战略升级，有望通过智能化转型降本增效，提升盈利能力，实现高质量发展。公司在手现金充裕，可灵活把握投资及收并购机会。

摘要

物管主业经营稳健，投资亏损出清短期业绩压力释放。公司 2024 年营业收入 18.1 亿元，同比下跌 2.5%，其中物业基础服务收入占比超过 80%，业态丰富，且非住项目占比持续提升。公司物业服务深耕江浙沪区域尤其是杭州，深耕区域楼市韧性较强，经济基础好。2024 年公司归母净利润 0.2 亿元，大幅下滑 88.2%，主要由于投资的安邦护卫股价下跌确认公允价值变动损益，股价波动带来的业绩压力已得到释放；2025 年一季度公司归母净利润同比已转正，同比增长 41.6%。

领先投资布局商用清洁机器人领域，开启“生态+科技”战略升级，推动物管主业提质增效。公司入股专注于商用清洁领域的机器人公司云象机器人；参与投资设立杭州赛智助龙创业投资合伙企业（有限合伙），其投资方向主要为人工智能、机器人、具身智能等领域；持续保持研发投入，有望通过智能化转型升级提质增效，实现高质量发展。

在手现金充裕战略灵活，积极分红回馈股东。公司经营活动产生的现金流持续保持净流入，截至 2025Q1 末，公司准货币资金有 9.4 亿元，其中货币资金 4.1 亿元。充裕的现金储备使公司能够灵活调整经营战略，择机进行投资或收并购。重视股东回报，2021-2023 年现金分红比例均维持在 35%以上，若将 2024 年回购股份耗资视同现金分红，按此计算的分红比例达 91.65%。

首次覆盖给予买入评级。我们预测公司 2025-2027 年净利润分别为 0.74/0.86/0.97 亿元，三年复合增速为 15.0%，对应 EPS 分别为 0.39/0.46/0.52 元，当前股价对应公司 PE 估值 31/27/24 倍。基于公司物管主业稳健高效以及在数智化方面的领先优势，我们给予买入评级。

南都物业 (603506.SH)

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 06 月 13 日

当前股价：12.21 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
12.53/10.72	14.86/14.19	36.42/24.05
12 月最高/最低价 (元)		14.00/6.79
总股本 (万股)		18,777.78
流通 A 股 (万股)		18,777.78
总市值 (亿元)		22.93
流通市值 (亿元)		22.93
近 3 月日均成交量 (万)		909.14
主要股东		
浙江南都产业发展集团有限公司		34.36%

股价表现



相关研究报告

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,850.89	1,805.48	1,888.89	2,028.11	2,181.54
YoY (%)	0.23	-2.45	4.62	7.37	7.56
净利润(百万元)	185.77	21.91	73.74	85.64	97.48
YoY (%)	27.80	-88.21	236.65	16.14	13.82
毛利率 (%)	16.00	15.04	15.95	16.11	16.32
净利率 (%)	10.04	1.21	3.90	4.22	4.47
ROE (%)	16.08	2.01	6.49	7.21	7.82
EPS (摊薄/元)	0.99	0.12	0.39	0.46	0.52
P/E (倍)	12.34	104.67	31.09	26.77	23.52
P/B (倍)	1.98	2.10	2.02	1.93	1.84

资料来源: iFinD, 中信建投证券

目录

1. 布局江浙沪，物管主业经营稳健	1
1.1 “一体”业务业态丰富，管理规模稳定	1
1.2 深耕杭州，主要布局江浙沪，区域韧性较强	2
1.3 费用端管控能力较强，管理费用率持续优化	3
1.4 投资亏损出清，短期业绩压力得到释放	3
2. 领先投资 AI+机器人，开启数智化转型	1
2.1 重视智能化建设，研发端持续投入	1
2.2 入股机器人公司，开启“生态+科技”战略升级	1
2.3 参与设立人工智能相关基金，积极寻求 AI 新机会	3
3. 在手现金充裕，战略灵活，积极分红回馈股东	4
4. 盈利预测与投资建议：首次覆盖给予买入评级	5
风险分析	7
报表预测	8

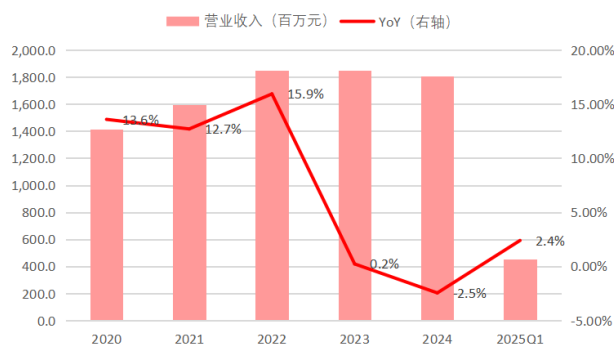
1. 布局江浙沪，物管主业经营稳健

1.1 “一体”业务业态丰富，管理规模稳定

南都物业服务集团股份有限公司（下文简称“南都物业”、“公司”）成立于 1994 年，在物业行业已经拥有 30 余年的经验，也是国内 A 股主板市场物业行业第一家上市公司。深耕行业多年，公司始终秉承“一体两翼”战略，即：以基础物业服务为基础，以物业增值服务与资产管理服务为两翼。近年来，随着人工智能、具身智能技术的快速发展，叠加政策对 AI 科技发展、智慧化应用等方面的大力支持，物业服务场景正成为 AI 科技技术落地的重要场景。公司立足杭州这一科技创新高地，依托其数字经济深厚土壤，把握机遇率先开启“Nacity Robotics”战略转型，通过“生态+科技”双轮驱动，加速 AI 和机器人领域布局，实现公司高质量发展。

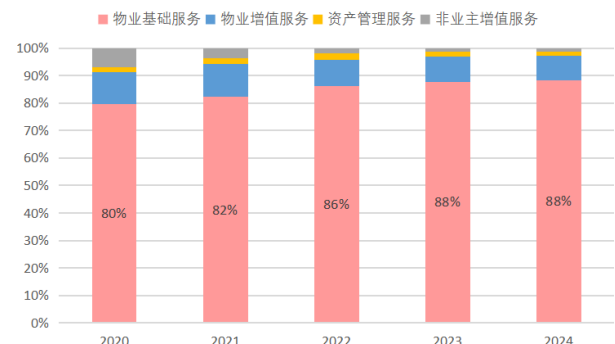
公司营业收入主要来源于“一体”业务，占比在 80% 以上；与开发商关联度较高的非业主增值服务占比已经降至 1%。公司整体营业收入虽然不再像 2023 年以前实现双位数增长，但基本保持稳定，2024 年全年营收同比微跌 2.5%，主要由于物业服务项目撤场；2025 年一季度营收同比已转正（同比+2.4%）。

图 1:2025Q1 营收同比微增 2.4%



数据来源：iFinD，中信建投证券

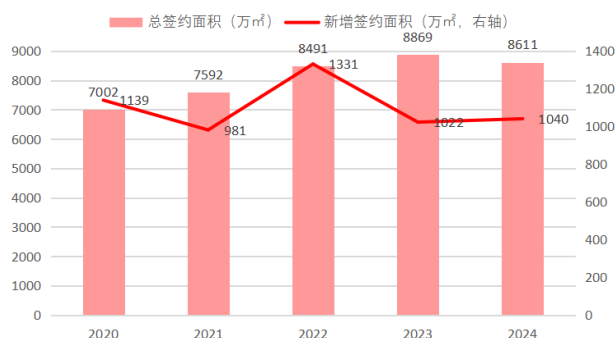
图 2: 物业基础服务营收占比保持在 80% 以上



数据来源：公司公告，中信建投证券

公司总签约规模维持稳定。2022 年全年新增签约面积达到 1331 万方，2023 年及 2024 年略有下滑，但仍维持在 1000 万方以上；2024 年新签约面积中江浙沪区域面积占比 92.5%，较 2023 年提升 1.43pct。2024 年由于部分项目退场，截至 2024 年末总签约面积同比下滑 2.9% 至 8611 万方，仍然较为充裕。总签约面积中，江浙沪区域面积占比达到 85.6%。充裕的面积储备和良好的区域结构为公司业绩的持续增长提供了保障。

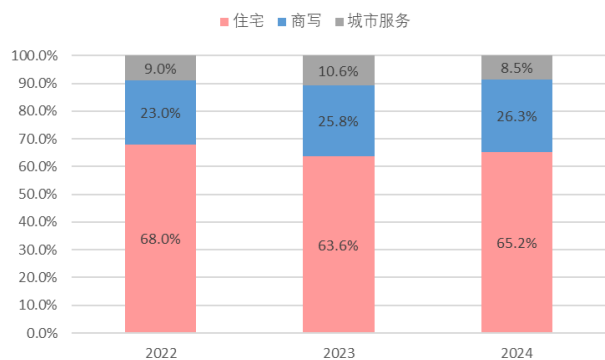
图 3:截至 2024 年末公司总签约面积为 8611 万方



数据来源：公司公告，中信建投证券

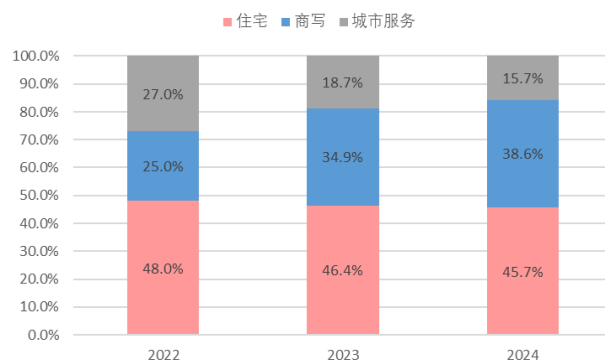
从业态分布来看，公司在非住业态上的布局持续深化，目前已完成“住宅、商写、城市服务”三大领域全业态布局，覆盖住宅、商业、办公、园区、学校、医院、交通枢纽、文旅、场馆、市政环卫等各个业态。从 2024 年全年新增签约口径来看，住宅项目占比 45.7%，商写占比 38.6%，城市服务占比 15.7%，新增非住业态占比超过 50%，新增商写项目占比较 2023 年提升 3.7pct。截止 2024 年末，公司总签约面积中住宅项目占比 65.2%，商写项目占比 26.3%，城市服务项目占比 8.5%，商写项目占比连续 3 年提升。

图 4:总签约面积中商写项目占比持续提升



数据来源：公司公告，中信建投证券

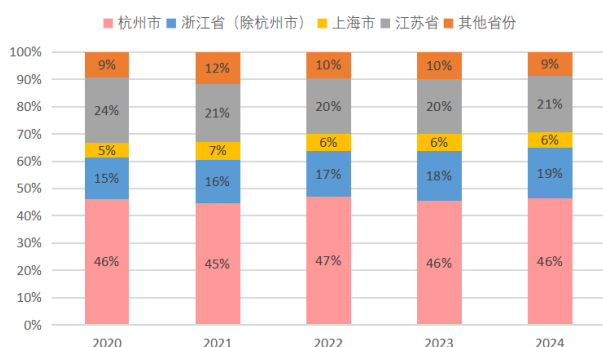
图 5:新签约面积中非住项目占比持续提升



数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 深耕杭州，主要布局江浙沪，区域韧性较强

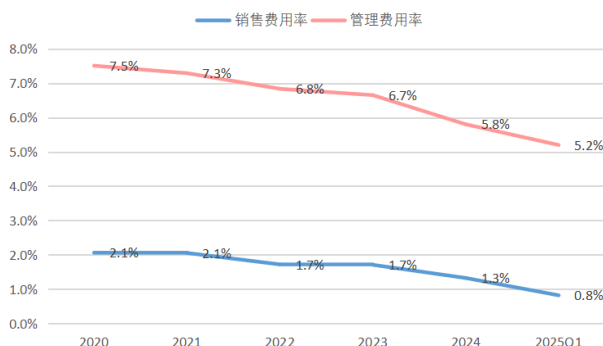
拆分区域来看，杭州是公司最主要的营收来源，江浙沪区域贡献营收比重达到 90%。2022 年并购普惠物业及中大物业后，公司在浙江省内的业务规模进一步提升，收入占比从 2021 年的 60% 提升至 2022 年的 64%，2024 年进一步提升至 65%，其中杭州占比 46%。物业管理业务与房地产市场相关度较高，公司主要布局在江浙沪区域尤其是杭州，城市的房地产市场韧性较强。

图 6:近三年江浙沪区域营收占比超过 90%


数据来源：公司公告，中信建投证券

1.3 费用端管控能力较强，管理费用率持续优化

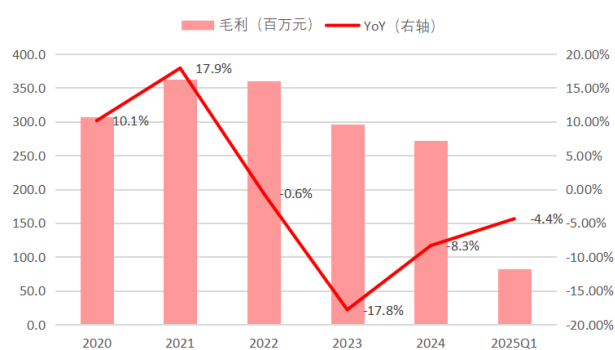
公司在费用端的管控能力较强，销售费用率和管理费用率均持续优化。2024 年公司管理费用率下降至 5.8%，销售费用率下降至 1.3%，2025Q1 进一步优化。此外，公司在智能化转型方面持续发力，未来费用端仍有优化空间。

图 7:公司销售费用率和管理费用率均持续下行


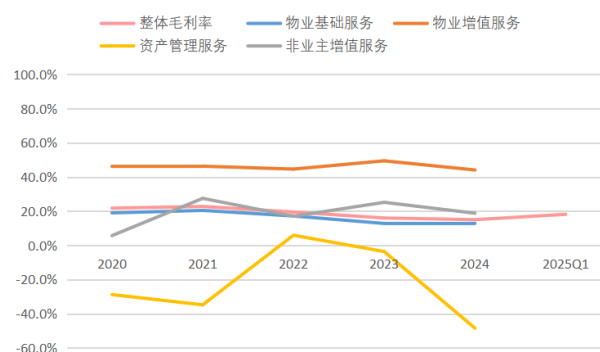
数据来源：iFinD，中信建投证券

1.4 投资亏损出清，短期业绩压力得到释放

公司毛利率承压，主要是由于市场拓展项目毛利率较低，且竞争加剧带来的项目撤场导致毛利率下降；此外 2024 年长租公寓项目退出一一次性摊销装修成本也导致了成本的增加。2025Q1 公司整体毛利率略有修复，从 2024 年的 15.0% 提升至 18.2%。

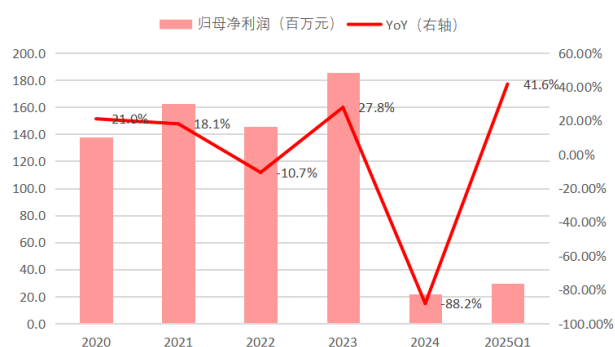
图 8:2025Q1 毛利同比下跌 4.4%


数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 9:2024 年公司整体毛利率为 15.0%


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

2024 年公司归母净利润大幅下滑 88.2%，主要原因为公司投资的安邦护卫股价下跌确认公允价值变动损益，短期由于股价波动带来的业绩压力已得到释放；2025 年一季度公司归母净利润同比已转正，同比增长 41.6%。

图 10:2025Q1 公司归母净利润同比+41.6%


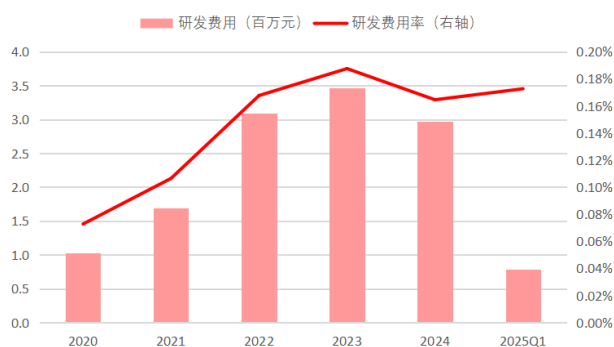
数据来源: iFinD, 中信建投证券

2. 领先投资 AI+机器人，开启数智化转型

2.1 重视智能化建设，研发端持续投入

公司近年来在研发端持续保持资金投入，尤其是 2022 年以来，每年的研发费用投入均保持在 300 万元以上，说明公司对智能化转型十分重视。

图 11:公司自 2022 年以来研发费用投入均保持 300 万元以上

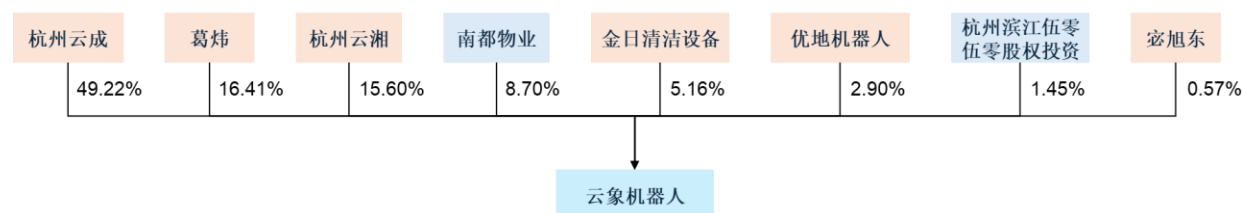


数据来源: iFinD, 中信建投证券

2.2 入股机器人公司，开启“生态+科技”战略升级

2025 年 4 月，公司宣布战略投资杭州云象商用机器有限公司（下简称“云象机器人”），启动“生态+科技·Nacity Robotics”战略布局。本轮融资由南都物业领投，公司以人民币 1500 万元增资云象机器人，增资后持有其 8.57% 股权（股权比例按照增资时的股本计算）；杭州高新金投下属伍零伍零基金跟投，杭州高新金投是杭州高新区（滨江）唯一一家类金融国有资本平台，这次融资实际上形成了“资本+产业+政策”的协同效应。投资完成后南都物业为云象机器人最大的机构股东与产业方股东。目前云象机器人的股权架构如下：

图 12:云象机器人股权结构（截至 2025 年 6 月 3 日）



数据来源: 爱企查, 中信建投证券

云象机器人成立于 2021 年，是一家专注于商用清洁领域的机器人公司，是中国最早从事自主移动技术研发和应用探索的机器人公司之一。截至 2025 年 3 月 31 日，云象机器人总资产为 1917 万元，净资产-694 万元，营收 848 万元，净利润-106 万元。目前云象机器人已完成 A 轮融资（即本次南都物业与杭州高新金投的投资），

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

旗下产品已经在工厂车间、地下车库、机场车站、商超百货、政务办公、物流仓储、写字楼、展馆、医院、学校、酒店等各种工商业场景应用，清洁面积超过 3 亿平方米，尤其是在 AGV 混合调度场景，处于业内领先地位。

图 13:云象 T3 Plus 清洁机器人



数据来源：云象官网，中信建投证券

图 14:云象 T3 清洁机器人



数据来源：云象官网，中信建投证券

云象机器人孵化于浙江国自机器人技术股份有限公司，从工业转型而来。与工业机器人不同的是，服务机器人面对的应用场景更加复杂多样，丰富的场景数据在产品的设计和迭代升级上就显得尤为重要。南都物业物业基础服务覆盖住宅类、商写写字楼、城市服务类等全业态，业态场景丰富，与云象机器人的合作一方面可以深度参与到其产品的设计、技术研发等环节，从源头定制符合自身需求的功能型机器人产品，实现降本增效及服务流程优化；同时公司目前签约项目总面积达到 8611 万方，可为云象机器人提供丰富的应用场景及运行数据，加速产品迭代与技术升级，进一步促进产品使用方的流程优化。

此外，云象机器人在 2023 年 11 月成为首批入驻中国视谷创新中心的企业之一。“中国视谷”位于杭州高新区（滨江）萧山特别合作园，是以视觉智能产业为核心，以数据共享和场景开放为关键，以多级联动为路径的国家经济地理新地标。甫一诞生，这个全新的产业载体就在部省共建下合力推进，杭州设立了市“中国视谷”专项工作组，大力推动“中国视谷”纳入部省合作协议，会同工信部工业文化发展中心共同打造“中国视谷”国家级产业名片，在市级层面制定了《关于合力建设“中国视谷”加快推进视觉智能产业高质量发展的实施意见（2023—2027 年）》。此外，出台了一揽子支持政策，包括《杭州市人民政府办公厅关于高标准建设“中国视谷”高质量发展视觉智能产业的实施意见》（杭政办函〔2023〕58 号）、《杭州市萧山区建设“中国视谷”加快推进视觉智能产业高质量发展政策实施细则》等。市域统筹下，各个区域间的城市设计、控规编制和产业规划有机融合，杭州构建了“一园窗口、双核引领、四区协同、全域联动”的空间布局，“一园窗口”，即以杭州高新区（滨江）萧山特别合作园作为对外展示窗口，打造“中国视谷”地标建筑，实体化集中展现杭州“中国视谷”发展风貌；“双核引领”，即以杭州高新区（滨江）和萧山区作为全力打造视觉智能产业发展的“双核”，两区优势互补、协同配置资源，能够提升产业和创新的集聚度、拓展力与辐射力；“全域联动”，即在杭州市全域联动建设“中国视谷”。中国视谷是杭州发展新质生产力的布局落子，也是杭州打造万亿智能物联产业生态圈的核心抓手，无论是在资金、空间、技术、人才、政务服务等资源要素上，都得到了浙江和杭州的赋能，预计到 2027 年，“中国视谷”总体规模将达万亿元。大力发展下，“中国视谷”也吸引了大量优质企业入驻，如德博曼智能家居和海外总部、XR 头部企业当红齐天、灵犀微光等。作为入驻企业，云象机器人可借助园区的生态力量，实现行业上下游产业链、跨产业、跨领域的交流合作，强化自身实力。

图 15:中国视谷园区



数据来源：萧山人才公众号，中信建投证券

2.3 参与设立人工智能相关基金，积极寻求 AI 新机会

对云象机器人的投资只是南都物业智能化转型的开端，公司仍在积极地与其他公司接洽；此外 2025 年 5 月，公司公告参与投资设立杭州赛智助龙创业投资合伙企业（有限合伙）（下简称“基金”），南都物业认缴出资 3300 万元，占认缴出资总额的 33%，资金来源为自有资金。该基金的投资方向主要为人工智能、机器人、具身智能等领域。

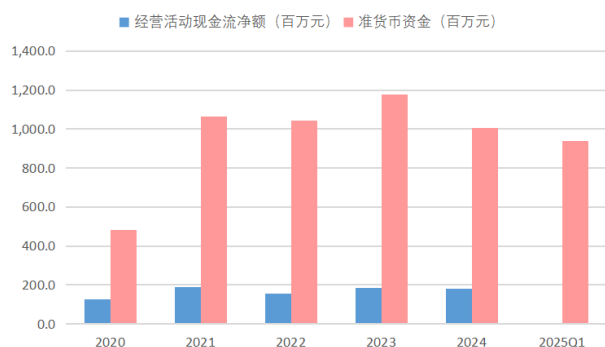
目前智能化、数字化已经成为物业行业发展的重要方向。相较于传统物业管理企业，具备 AI 技术的公司可通过数据驱动决策，优化服务流程，大幅提升操作效率，实现降本增效。根据中研普华产业院研究报告《2025-2030 年智慧物业行业风险投资态势及投融资策略指引报告》分析，近年来，智慧物业市场规模持续增长，成为智慧社区行业中市场规模最大的领域之一。据中研普华产业研究院发布的数据，2023 年我国智慧物业市场规模达到了 1286 亿元。预计未来几年，随着技术的不断进步和应用的深入，智慧物业市场规模将继续保持高速增长态势，AI 技术将进一步融入物业管理，通过深度学习、机器学习等算法，对业主行为进行智能分析，预测其需求，从而优化服务流程，实现从被动响应到主动服务的转变。2024 年《政府工作报告》中也提及与物业行业智能化相关内容，如加快现代生产性服务业发展、深入推进数字经济创新发展等。

3. 在手现金充裕，战略灵活，积极分红回馈股东

公司的现金储备充裕，经营活动产生的现金流持续保持净流入。截至 2025 年一季度末，公司准货币资金有 9.4 亿元，其中货币资金 4.1 亿元。充裕的现金储备使得公司能够灵活的调整经营战略，择机进行投资或是收并购。

公司分红比例较高，股息率稳定。2021-2023 年公司现金分红比例均维持在 35% 以上，2024 年虽未进行现金分红，但公司在 2024 年通过集中竞价交易方式支付 2007.7 万元回购公司股份，根据《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份》等有关规定，视同 2024 年度现金分红人民币 2007.7 万元，以此计算 2024 年分红比例达到 91.65%。

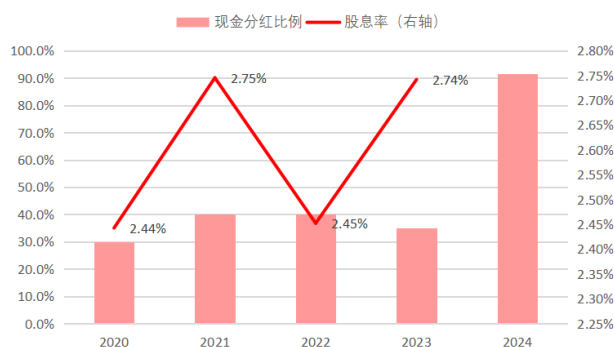
图 16:2025Q1 公司准货币资金达到 9.4 亿元



数据来源：iFinD，中信建投证券

注：准货币资金=货币资金+交易性金融资产

图 17:公司自 2020 年以来现金分红比例维持 35% 以上



数据来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

4. 盈利预测与投资建议：首次覆盖给予买入评级

我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 1888.9/2028.1/2181.5 百万元，同比增速分别为+4.6%/+7.4%/+7.6%，对应的归母净利润分别为 73.7/85.7/97.5 百万元，同比增速分别为+236.7%/16.1%/13.8%，对应 EPS 分别为 0.39/0.46/0.52 元。公司 2025 年归母净利润大幅上涨主要由于 2024 年公司投资的安邦护卫股价下跌确认公允价值变动损益导致归母净利润大幅下滑，因此 2024 年同比基数较低。

我们对公司物业基础服务的预测主要假设如下：1) 2024 年公司已撤出部分亏损项目，同时公司管理效率持续提升，积极进行科技转型实现降本增效，2025-2027 年毛利率小幅提升，分别为 13.4%/13.7%/14.0%；2) 公司积极拓展业务，营收保持稳健增长，2025-2027 年物业基础服务营收增速分别为 5.0%/8.0%/8.0%。

除物业基础服务外，我们假设：1) 与开发商关联度较高的非业主增值服务营收每年略微增长 2.0%，毛利率持续承压，2025-2027 年毛利率分别为 16.8%/15.8%/15.3%；2) 物业增值服务营收略微提升，2025-2027 年营收增速分别为 2.0%/3.0%/5.0%，毛利率保持 44.5%；3) 2024 年公司已退出部分长租公寓项目，资产管理服务保持现有规模，每年营收维持当前水平，毛利率保持 5.0%。

表 1:分部收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收（百万元）	1,851	1,805	1889	2028	2182
yoy	0.2%	-2.5%	4.6%	7.4%	7.6%
综合毛利率	16.0%	15.0%	16.0%	16.1%	16.3%
物业基础服务					
收入（百万元）	1,624	1,594	1674	1808	1952
yoy	2.2%	-1.9%	5.0%	8.0%	8.0%
毛利率	12.8%	13.2%	13.4%	13.7%	14.0%
非业主增值服务					
收入（百万元）	23	24	24	25	25
yoy	-37.1%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	25.2%	18.8%	16.8%	15.8%	15.3%
物业增值服务					
收入（百万元）	169	159	162	167	175
yoy	-4.0%	-5.9%	2.0%	3.0%	5.0%
毛利率	49.4%	44.1%	44.5%	44.5%	44.5%
资产管理服务					
收入（百万元）	33	27	27	27	27
yoy	-22.1%	-18.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-3.6%	-48.4%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：iFind，中信建投证券

首次覆盖给予买入评级。我们预测公司 2025-2027 年净利润分别为 0.74/0.86/0.97 亿元，三年复合增速为 15.0%，当前股价对应公司 PE 估值 31/27/24 倍。我们认为公司的价值主要体现在其物管主业经营稳健，能持续为公司创造稳定的现金流，保障其投资和分红；此外公司领先布局 AI+机器人，智能化转型升级后经营效率可持续提升。

风险分析

- 1、业务拓展不及预期。公司为独立第三方物业公司，业务规模增长主要来源于第三方外拓，如拓展不及预期，可能影响公司业绩增长。
- 2、项目撤场风险。如项目大面积撤场，会影响公司管理规模，导致营收下滑。
- 3、毛利率下行风险。如外拓市场竞争加剧，可能会导致第三方拓展项目利润率较低，拖累公司毛利率。经测算，若公司 2025 年物业基础服务毛利率在原假设 13.4% 的基础上分别下跌 0.2/0.5/0.8 个百分点，则当年公司的归母净利润增速将从 236.7% 下降至 228.6%/216.6%/204.6%。
- 4、人力成本大幅上涨。物业行业为劳动密集型行业，如人力成本大幅上涨，公司利润空间将被压缩。
- 5、坏账风险。如公司应收账款无法回收，可能影响公司盈利。
- 6、科技转型不及预期。目前公司刚进入机器人等智能化赛道，新赛道的转型及赋能落地效果仍需观察。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,863.12	1,679.84	1,759.58	1,950.02	2,161.48
现金	467.33	587.76	646.24	785.45	940.48
应收票据及应收账款合	500.43	512.07	517.76	555.93	597.98
其他应收款	122.71	120.81	124.20	133.36	143.44
预付账款	11.15	4.97	7.76	8.33	8.97
存货	17.47	18.22	17.40	18.65	20.01
其他流动资产	744.03	436.00	446.22	448.30	450.61
非流动资产	799.83	769.13	747.33	729.40	711.51
长期投资	222.62	219.65	218.65	217.65	216.65
固定资产	108.69	70.88	60.46	49.91	39.23
无形资产	1.01	1.92	1.60	1.28	0.96
其他非流动资产	467.50	476.68	466.62	460.57	454.67
资产总计	2,662.95	2,448.97	2,506.92	2,679.42	2,872.99
流动负债	1,397.66	1,287.12	1,278.08	1,370.33	1,471.13
短期借款	161.15	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	365.01	384.85	391.45	419.54	450.15
其他流动负债	871.51	902.27	886.63	950.80	1,020.98
非流动负债	81.27	36.71	27.84	20.00	12.51
长期借款	61.57	32.84	23.97	16.13	8.64
其他非流动负债	19.69	3.87	3.87	3.87	3.87
负债合计	1,478.93	1,323.83	1,305.92	1,390.33	1,483.64
少数股东权益	28.59	32.95	64.56	101.26	143.04
股本	187.78	187.78	187.78	187.78	187.78
资本公积	258.91	258.86	258.86	258.86	258.86
留存收益	708.75	645.55	689.80	741.19	799.67
归属母公司股东权益	1,155.44	1,092.19	1,136.44	1,187.82	1,246.31
负债和股东权益	2,662.95	2,448.97	2,506.92	2,679.42	2,872.99

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	185.35	178.52	88.56	181.17	200.36
净利润	196.04	33.35	105.35	122.35	139.25
折旧摊销	35.35	49.11	21.80	26.93	26.90
财务费用	4.93	3.30	2.34	1.49	0.48
投资损失	-12.76	-23.63	-14.00	-14.00	-14.00
营运资金变动	36.27	37.60	-30.30	41.03	44.36
其他经营现金流	-74.48	78.78	3.38	3.38	3.38
投资活动现金流	-254.40	215.46	10.63	1.62	1.62
资本支出	-9.80	27.38	1.00	10.00	10.00
长期投资	-265.20	190.33	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	20.60	-2.26	9.62	-8.38	-8.38
筹资活动现金流	68.27	-270.43	-40.71	-43.59	-46.96
短期借款	161.15	-161.15	0.00	0.00	0.00
长期借款	-6.71	-28.74	-8.87	-7.84	-7.49
其他筹资现金流	-86.17	-80.54	-31.84	-35.75	-39.47
现金净增加额	-0.78	123.55	58.48	139.20	155.03

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,850.89	1,805.48	1,888.89	2,028.11	2,181.54
营业成本	1,554.72	1,534.00	1,587.55	1,701.46	1,825.61
营业税金及附加	7.75	7.52	7.93	8.52	9.16
销售费用	31.59	23.90	24.93	26.57	28.36
管理费用	123.10	104.73	109.56	116.62	124.35
研发费用	3.47	2.97	3.27	3.51	3.78
财务费用	4.93	3.30	2.34	1.49	0.48
资产减值损失	-6.27	-21.63	-9.44	-6.08	-4.36
信用减值损失	-16.18	-22.18	-18.89	-16.22	-15.27
其他收益	12.89	4.00	4.00	4.00	4.00
公允价值变动收益	127.31	-64.81	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.76	23.63	14.00	14.00	14.00
资产处置收益	0.10	2.93	0.50	0.50	0.50
营业利润	255.94	50.99	143.46	166.13	188.67
营业外收入	2.21	1.30	1.00	1.00	1.00
营业外支出	3.65	4.99	4.00	4.00	4.00
利润总额	254.51	47.30	140.46	163.13	185.67
所得税	58.46	13.96	35.12	40.78	46.42
净利润	196.04	33.35	105.35	122.35	139.25
少数股东损益	10.28	11.44	31.60	36.70	41.78
归属母公司净利润	185.77	21.91	73.74	85.64	97.48
EBITDA	294.78	99.71	164.61	191.55	213.05
EPS (元)	0.99	0.12	0.39	0.46	0.52

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	0.23	-2.45	4.62	7.37	7.56
营业利润 (%)	29.74	-80.08	181.35	15.80	13.57
归属于母公司净利润	27.80	-88.21	236.65	16.14	13.82
获利能力					
毛利率 (%)	16.00	15.04	15.95	16.11	16.32
净利率 (%)	10.04	1.21	3.90	4.22	4.47
ROE (%)	16.08	2.01	6.49	7.21	7.82
ROIC (%)	50.29	42.04	82.83	84.45	136.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.54	54.06	52.09	51.89	51.64
净负债比率 (%)	-20.66	-49.32	-51.81	-59.68	-67.07
流动比率	1.33	1.31	1.38	1.42	1.47
速动比率	1.29	1.27	1.33	1.38	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.74	0.75	0.76	0.76
应收账款周转率	3.70	3.53	3.65	3.65	3.65
应付账款周转率	4.26	3.99	4.06	4.06	4.06
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.99	0.12	0.39	0.46	0.52
每股经营现金流 (最新	0.99	0.95	0.47	0.96	1.07
每股净资产 (最新摊薄)	6.15	5.82	6.05	6.33	6.64
估值比率					
P/E	12.34	104.67	31.09	26.77	23.52
P/B	1.98	2.10	2.02	1.93	1.84
EV/EBITDA	3.82	6.40	7.93	6.31	5.18

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

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。

研究助理

吴梦茹

wumengru@csc.com.cn

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