

安全服务业务龙头企业，低空安全业务崭露头角

核心观点

公司为浙江省专门从事安全服务的省属国有企业，是 A 股安全服务业务龙头。实控人为浙江省国资委，第二大股东中电海康下属公司在安全软件、智能安防设备等方面技术领先。公司拥有武装押运资质，金融安全服务稳中有进；基于积累的客户资源和品牌知名度，综合安防服务和安全应急服务快速发展。公司主业经营稳健，现金流充沛，在手资金充裕。同时，公司紧跟政策导向，迅速布局低空安全服务领域，占据先发优势，未来有望在万亿级低空经济市场中抢占领先地位。

摘要

公司为浙江省专门从事安全服务的省属国有企业。公司曾隶属于浙江省公安厅，后股权划转至浙江省国资委，拥有国资信用背书；第二大股东为中电海康，可协助公司引进先进安防技术。目前浙江省具备武装押运业务资质的公司全部为公司及其下属的控股、参股公司，拥有稀缺的经营资质。

资质+品牌+客户资源构筑护城河，公司主业经营稳健。凭借稀缺的经营资质，公司金融安全服务业务在浙江省内的市场份额持续提升，2024 年公司在浙江省内服务的网点数量占比提升至 81.92%；收入稳中有进，2024 年金融安全服务业务实现营业收入 18.3 亿元，同比增长 4.8%；毛利率从 2023 年的 27.4% 提升 1.0pct 至 28.4%。通过提供金融安全服务积累的品牌知名度和客户资源，公司通过挖掘客户深层次需求，拓展业务范围，综合安全服务和安全应急服务快速发展，2024 年综合安防服务+安全应急服务营收贡献比重提升至 30.4%。

财务状况优质稳健，现金充裕策略灵活。公司近 5 年营收同比均保持 10% 以内的增速，归母净利润增速在 2022 年后有所放缓但仍维持在 10% 以内。经营性现金流保持净流入，在手货币资金持续增长，可支持公司灵活进行投资及研发活动。

紧跟政策导向，低空安全服务崭露头角。2024 年低空经济首次被写入《政府工作报告》，地方政府对于低空经济的相关行动方案密集出台。公司紧跟政策导向，迅速布局低空安全服务领域，2024 年新增合同 60 余份，年合同额超过 2000 万元，未来有望在万亿级低空经济市场中抢占领先地位。

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 1.3/1.4/1.5 亿元，三年复合增速为 5.4%，当前股价对应公司 PE 估值 38.4/36.5/34.6 倍。基于公司主业稳健经营以及在低空安全服务方面的领先优势，我们给予买入评级。

安邦护卫 (603373.SH)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

吴梦茹

wumengru@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525060002

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期: 2025 年 07 月 03 日

当前股价: 46.98 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
28.71/25.51	55.46/52.28	70.96/55.60
12 月最高/最低价 (元)		49.28/24.60
总股本 (万股)		10,752.69
流通 A 股 (万股)		4,543.01
总市值 (亿元)		50.52
流通市值 (亿元)		21.34
近 3 月日均成交量 (万)		198.94
主要股东		
浙江省国有资本运营有限公司		41.85%

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)	2,484.90	2,657.21	2,838.26	3,016.23	3,188.48
YoY(%)	4.44	6.93	6.81	6.27	5.71
净利润(百万元)	118.25	125.49	131.42	138.30	145.93
YoY(%)	4.23	6.12	4.72	5.24	5.51
毛利率(%)	24.65	24.58	24.75	25.05	25.31
净利率(%)	4.76	4.72	4.63	4.59	4.58
ROE(%)	6.90	7.01	7.03	7.08	7.14
EPS(摊薄/元)	1.10	1.17	1.22	1.29	1.36
P/E(倍)	42.72	40.25	38.44	36.53	34.62
P/B(倍)	2.95	2.82	2.70	2.58	2.47

资料来源: iFinD, 中信建投证券

目录

1. 安全服务龙头企业，实控人浙江省国资委，股东拥有智能安防设备领先技术	1
2. 资质+品牌构筑护城河，公司主业经营稳健	2
2.1 拥有稀缺经营资质，金融安全服务稳固提升	2
2.2 品牌优势+客户资源，多业务协同打开增长空间	3
2.3 营收及利润稳健增长，在手现金充裕	4
3. 乘政策风帆，低空安全服务崭露头角	6
盈利预测与投资建议：首次覆盖给与买入评级	8
风险分析	9
报表预测	10

图目录

图 1:公司发展历程	1
图 2:公司股权结构（截至 2025Q1 末）	1
图 3:金融安全服务为公司最主要的营收来源	2
图 4:公司在浙江省内服务网点数量占比持续提升	2
图 5:公司在浙江省内的营收占比超过 95%	3
图 6:公司 2024 年金融安全服务营收同比+4.8%	3
图 7:公司 2024 年金融安全服务毛利率为 28.4%	3
图 8:公司 2024 年综合安防服务营收同比+4.4%	4
图 9:公司 2024 年综合安防服务毛利率为 13.5%	4
图 10:公司 2024 年安全应急服务营收同比+54.8%	4
图 11:公司 2024 年安全应急服务毛利率为 22.3%	4
图 12:公司 2025Q1 营收同比+7.6%	5
图 13:公司 2025Q1 归母净利润同比+7.4%	5
图 14:公司在浙江省内的营收占比超过 95%	5
图 15:截至 2024 年末公司在手货币资金余额为 16.2 亿元	5
图 16:公司 2024 年现金分红比例为 42.8%	5
图 17:绍兴安邦参与合作建设无人机数据采集联合实验室	6
图 18:衢州安邦参与“应急使命·2024”演习任务	6
图 19:杭州安邦滨江无人机项目“四网融合”案例	7
图 20:舟山“低空安防技术联合创新中心”揭牌	7

表目录

表 1:分部收入预测	8
------------------	---

1. 安全服务龙头企业，实控人浙江省国资委，股东拥有智能安防设备领先技术

安邦护卫集团股份有限公司（下文简称“安邦护卫”、“公司”）是浙江省专业从事安全服务的省属国有企业，具有武装安全服务资质。公司成立于 2006 年，2015 年公司 100% 股权无偿划转至浙江省国资委，2020 年引入中电海康集团和南都物业为战略投资者，完成混改、股改，2023 年在上交所上市（股票代码：603373.SH），成为我国首家上市的省属安全服务企业。

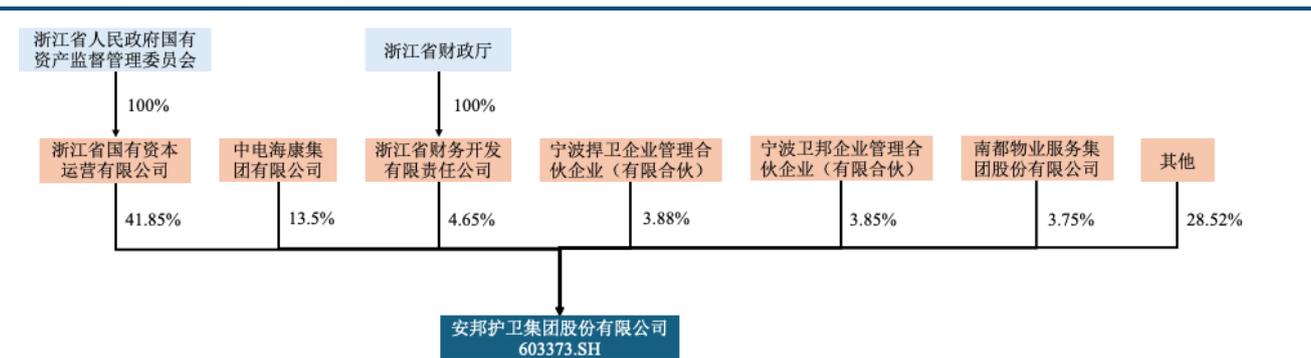
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

截至 2025 年一季度末，公司大股东为浙江省国有资本运营资本有限公司，持有公司 41.85% 股权，**股权穿透后公司实控人为浙江省国资委**。国资信用背书有利于公司属地化经营及新业务的开拓。此外，公司的第二大股东为中电海康，其下属公司在安全软件、智能安防设备等方面技术领先，能协助公司引进先进安防技术，提高公司安全服务的技术含量，增强公司竞争力。

图 2: 公司股权结构（截至 2025Q1 末）



数据来源：wind，中信建投证券

公司为安全服务龙头，业务覆盖“3+1”产业板块，即：以金融武装押运、金融外包服务、贵重物品押运保管等为一体的**金融安全服务**，以重点单位及大型活动一体化安保、智能安防系统销售及施工、安全培训服务为一体的**综合安防服务**，以涉案财物管理与大型机构档案管理服务、交通应急服务、社会应急物资管理与应急救援为一体的**安全应急服务**，以及**海外安保服务**。

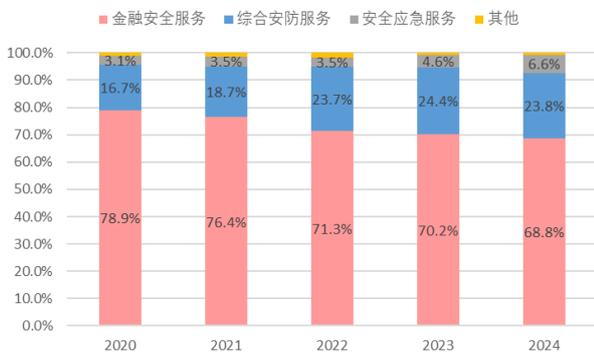
2. 资质+品牌构筑护城河，公司主业经营稳健

2.1 拥有稀缺经营资质，金融安全服务稳固提升

公司营收主要来源于金融安全服务业务，包括押运服务和金融外包服务，上述业务为公司贡献营收比重虽有所下降，但仍然接近 70%。按规定，设立武装押运公司需向市级公安机关提交申请材料，受理的公安机关将其审核意见报省级公安机关，最终由省级公安机关作出决定。2017 年 7 月 3 日，公安部《关于印发<保安守护押运公司管理规定>的通知》明确原则上不再新设武装押运公司，确需设立的应经公安部审批。目前浙江省具备武装押运业务资质的公司共 12 家，分别为安邦护卫、其下属 10 家控股公司和 1 家参股公司，覆盖浙江省全部 11 个地市。

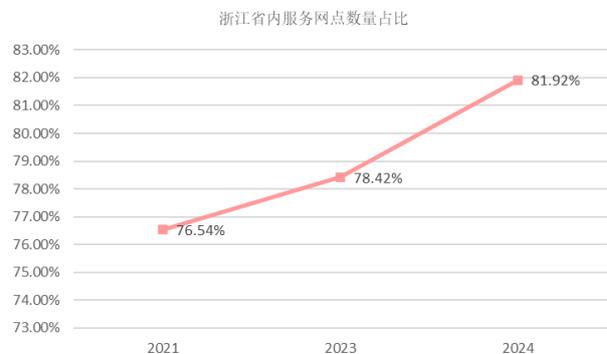
基于拥有的武装押运资质，公司金融安全服务业务在浙江省的市场份额持续提升。根据公司招股说明书披露，目前浙江省银行中，国有大银行、股份制银行、城商行及大部分农商行基本上将现金押运业务外包给其下属公司，截至 2021 年底，浙江省内银行网点数量为 13266 个（不含政策性银行），公司服务的网点数量为 10154 个，占省内网点数量的比重约为 76.54%；剩余网点主要由中国邮政（服务中国邮政、邮储银行的网点）和部分农商行的自建押运队伍提供服务；另杭州和湖州有几家地方性银行、工行杭州分行的部分网点、中国邮政集团杭州分公司的部分网点和中信银行杭州分行将现金押运业务外包给梓昆押运，占省内网点数量的比例不到 5%。2023 年公司与浙江邮政签订战略合作协议，加速承接中国邮政邮储银行网点，截至 2023 年底，公司在浙江省内服务的网点数量中占比提升至 78.42%，2024 年进一步提升至 81.92%。

图 3:金融安全服务为公司最主要的营收来源



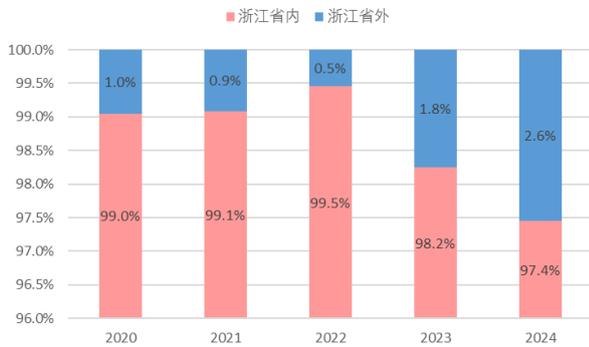
数据来源: wind, 中信建投证券

图 4:公司在浙江省内服务网点数量占比持续提升



数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 中信建投证券

因武装押运地域性较强，武装押运企业主要在各自市、县区域内经营，公司业务主要分布在浙江省内，省外收入主要来源于 2023 年收购的山西朔州的华显押运。

图 5:公司在浙江省内的营收占比超过 95%


数据来源: wind, 中信建投证券

公司金融安全服务业务稳中有进, 收入保持个位数增长, 毛利率持续提升。2024 年金融安全服务业务实现营业收入 18.3 亿元, 同比增长 4.8%; 毛利率从 2023 年的 27.4% 提升 1.0pct 至 28.4%。

图 6:公司 2024 年金融安全服务营收同比+4.8%


数据来源: wind, 中信建投证券

图 7:公司 2024 年金融安全服务毛利率为 28.4%


数据来源: wind, 中信建投证券

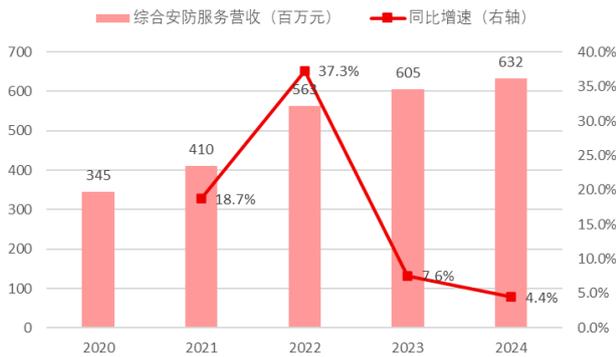
2.2 品牌优势+客户资源, 多业务协同打开增长空间

公司凭借开展金融安全服务积累的客户资源和品牌知名度, 挖掘客户深层次需求, 为银行、政府部门、国有企业等客户提供综合安防服务(包括重点单位及大型活动的一体化安保、智能安防系统的销售及施工、安全培训等)和安全应急服务(包括政府部门的涉案财物管理与大型机构的档案管理等服务、交通应急服务、社会应急物资管理与应急救援等)。

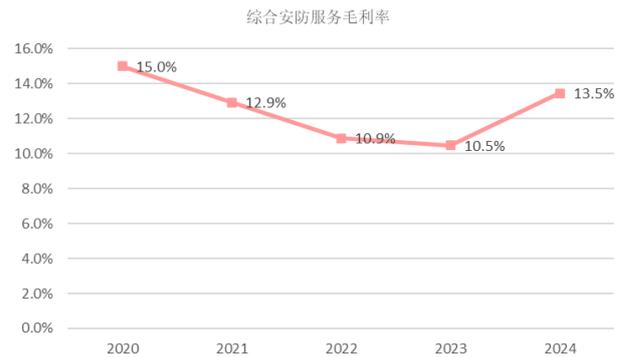
演出行业已成为拉动内需、传承文化、赋能城市发展的重要引擎, 根据中国演出行业协会公布的相关数据, 2024 年全国演出市场总体收入达到 796 亿元, 较 2019 年增长了 39.1%; 其中演出票房收入达到 580 亿元, 而 5000 人以上的大型营业性演出发展迅猛, 票房收入达到 296 亿元, 同比增长 66%, 占演出市场总票房的比重从 2023 年的 35.4% 提升至 51.1%。大型演出活动由于参与人数多、设备多, 且观看演出的粉丝情绪激动, 容易出现不可控因素, 因此对于安保工作的要求较高, 综合安防服务行业潜在规模空间较大。此外, 随着我国立体化社会治安防控体系建设的深入推进以及人工智能、物联网、大数据等技术的迭代突破, 综合安防服务正从传统安全防护向智能安防跃迁。在安全应急服务领域, 近年来, 政府出台了一系列政策文件以推动应急救援产业的发展, 《“十四五”国家应急体系规划》作为指导性文件, 明确提出要完善应急管理体制, 强化应急救援能力,

并将应急救援产业纳入国家重点发展的战略性新兴产业之一，可以预见应急救援产业在未来的发展空间广阔。

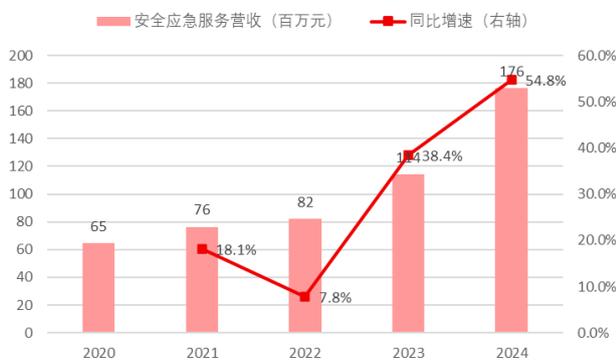
2024 年公司综合安防服务实现营收 6.3 亿元，同比增长 4.4%；安全应急服务实现营收 1.8 亿元，同比增长 54.8%。两项业务发展较快，在公司营收中贡献的比重也在提升，2024 年综合安防服务+安全应急服务营收贡献比重提升至 30.4%。

图 8:公司 2024 年综合安防服务营收同比+4.4%


数据来源: wind, 中信建投证券

图 9:公司 2024 年综合安防服务毛利率为 13.5%


数据来源: wind, 中信建投证券

图 10:公司 2024 年安全应急服务营收同比+54.8%


数据来源: wind, 中信建投证券

图 11:公司 2024 年安全应急服务毛利率为 22.3%


数据来源: wind, 中信建投证券

2.3 营收及利润稳健增长，在手现金充裕

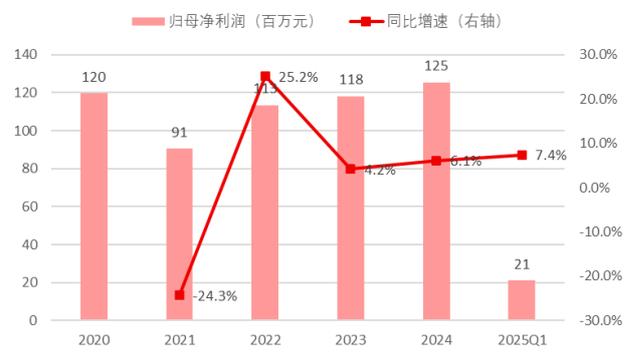
公司营收及归母净利润增长均较为稳定。公司近 5 年营业收入同比均保持 10% 以内的增速，2024 年全年实现营收 26.6 亿元，同比增长 6.9%；2025 年一季度营收为 6.5 亿元，同比增长 7.6%。利润端，公司归母净利润在 2022 年后增速放缓，近两年均维持 10% 以内的增长，2024 年全年实现归母净利润 1.3 亿元，同比+6.1%；2025 年一季度归母净利润为 0.2 亿元，同比增长 7.4%。

图 12:公司 2025Q1 营收同比+7.6%



数据来源: wind, 中信建投证券

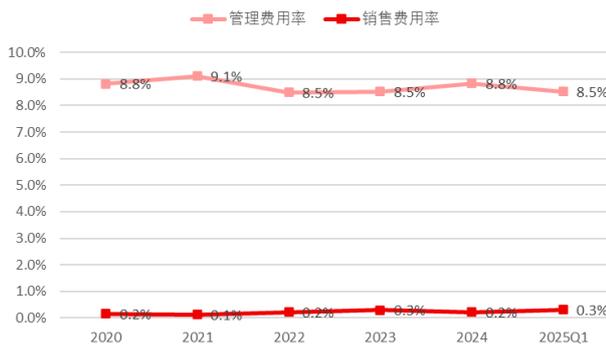
图 13:公司 2025Q1 归母净利润同比+7.4%



数据来源: wind, 中信建投证券

公司费用以管理费用为主，费用率较为稳定，费用管控能力较强。2024年因为新增通安安保、上海弘泰两家子公司导致管理费用增加，公司管理费用率提升，但仍然维持在9%以内；销售费用占比低，2024年安邦科技子公司的销售策略调整，整体销售费用率下降至0.2%。

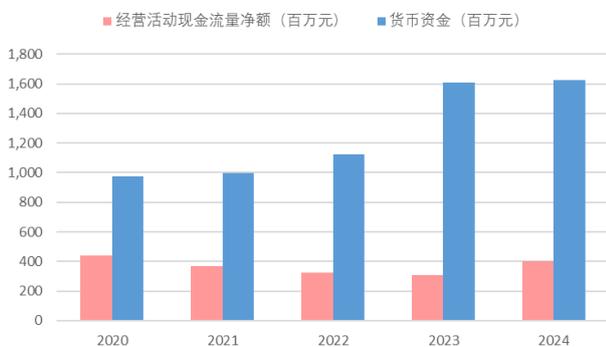
图 14:公司在浙江省内的营收占比超过 95%



数据来源: wind, 中信建投证券

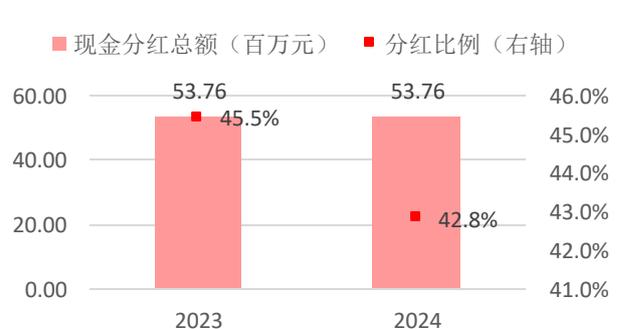
公司财务稳健，在手资金充裕。公司近5年经营活动产生的现金流均保持净流入，在手现金持续增加，可支持公司灵活进行投资及研发等开支。此外，公司现金分红比例自上市以来的两年都保持在40%以上。

图 15:截至 2024 年末公司在手货币资金余额为 16.2 亿元



数据来源: wind, 中信建投证券

图 16:公司 2024 年现金分红比例为 42.8%



数据来源: wind, 中信建投证券

3. 乘政策风帆，低空安全服务崭露头角

2024年被誉为“低空经济元年”，低空经济首次被写入《政府工作报告》，地方政府对于低空经济的相关行动方案密集出台，从飞行器制造到基础设施建设，低空经济全产业链展现出迅猛发展势头。据中国民用航空局预估，到2025年，我国低空经济市场规模将达1.5万亿元，到2035年有望达到3.5万亿元。地方国企亦是低空经济发展的领头羊。据不完全统计，截至2024年12月，地方国企以独资或合资形式已设立27家专门负责低空经济产业发展的公司，其中23家为2024年相继成立。

2024年8月浙江省人民政府办公厅发布《关于高水平建设民航强省 打造低空经济发展高地的若干意见》，到2027年基本建成航空服务全省覆盖、航线网络全球通达、空港枢纽多式便携、航空产业高能集聚、低空经济先行引领、行业治理顺畅高效的高水平民航强省和低空经济发展高地。到2035年，全面建成高水平民航强省和低空经济发展高地。提升无人机公共安全管理能力。以公安机关无人机管理及防御反制手段为基础，融合多部门无人机全生命周期管理信息，在舟山市和绍兴市越城区、台州市台州湾新区等开展全域试点，推进集安全监管、预警、处置等功能于一体的无人机公共安全管理平台建设，完善低空公共安全监管机制。

公司紧跟政策导向，迅速布局低空安全服务领域，与浙江省公安厅巡特警总队达成战略合作协议，参与全省低空经济安全底座建设。2024年在低空安全服务板块，公司新增合同60余份，年合同额超过2000万元。其中，绍兴安邦“一机一码”无人机感知管控新模式与合作研发的报文识别基站，顺利实现绍兴越城区全域覆盖，并与公安部三所合作建设无人机数据采集实验室；衢州安邦迭代升级“零距离”空地一体作战指挥平台，圆满完成国家“应急使命·2024”超强台风防范和特大洪涝灾害联合救援演习任务；杭州安邦在滨江区开展低空安全管理试点，成功实现区域内飞行服务全覆盖；舟山安邦积极参与舟山地区城市级无人机管控平台建设。目前公司低空业务处于探索阶段，但公司起步早占据先发优势，未来若能在省外复制成功经验，有望在万亿级的低空经济市场中抢占领先地位。

图 17:绍兴安邦参与合作建设无人机数据采集联合实验室



数据来源：越城发布，中信建投证券

图 18:衢州安邦参与“应急使命·2024”演习任务



数据来源：浙江省保安协会，中信建投证券

图 19:杭州安邦滨江无人机项目“四网融合”案例



数据来源：浙江杭州安邦护卫，中信建投证券

图 20:舟山“低空安防技术联合创新中心”揭牌



数据来源：浙江舟山公安，中信建投证券

盈利预测与投资建议：首次覆盖给与买入评级

我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 2838/3016/3188 百万元，同比增速分别为 6.8%/6.3%/5.7%，对应的归母净利润分别为 131/138/146 百万元，同比增速分别为 4.7%/5.2%/5.5%，对应 EPS 分别为 1.22/1.29/1.36 元。

我们对公司金融安全服务的预测主要假设如下：1) 公司金融安全服务在浙江省内市占率较高，已有品牌优势，我们假设该项业务收入保持微增，2025-2027 年增速分别为 4.5%/4.0%/4.0%；2) 金融安全服务毛利率自 2021 年以来保持提升趋势，我们假设 2025-2027 年维持小幅提升，分别为 28.5%/28.8%/29.1%。

我们对公司综合安全服务的预测主要假设如下：1) 基于公司品牌优势和积累的客户资源，我们假设综合安全服务收入保持微增，2025-2027 年增速分别为 4.3%/4.0%/4.0%；2) 综合安全服务毛利率在 2024 年提升 3.0pct 至 13.5%，我们谨慎假设毛利率提升速度放缓，2025-2027 年分别为 13.5%/13.8%/14.1%。

我们对公司安全应急服务的预测主要假设如下：1) 根据国家应急救援装备产业技术创新战略联盟年会发布消息，我国安全应急产业快速发展，产业规模有望在 2025 年达到 2.8 万亿的规模，公司凭借自身实力，近两年安全应急服务增长较快，我们谨慎假设 2025-2027 年增速较 2024 年略微放缓，分别为 40.0%/30.0%/20.0%；2) 假设毛利率保持在 25.0%的水平。

表 1:分部收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	2,485	2,657	2,838	3,016	3,188
yoy	4.4%	6.9%	6.8%	6.3%	5.7%
综合毛利率	24.7%	24.6%	24.8%	25.0%	25.3%
金融安全服务					
收入 (百万元)	1,745	1,829	1,911	1,987	2,067
yoy	2.9%	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%
毛利率	27.4%	28.4%	28.5%	28.8%	29.1%
综合安防服务					
收入 (百万元)	605	632	659	686	713
yoy	7.6%	4.4%	4.3%	4.0%	4.0%
毛利率	10.5%	13.5%	13.5%	13.8%	14.1%
安全应急服务					
收入 (百万元)	114	176	247	321	385
yoy	38.4%	54.8%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	55.7%	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：iFind，中信建投证券

我们认为公司的价值主要体现在其主业经营稳健，能持续为公司创造稳定的现金流；此外公司领先布局低空安全服务领域，占据先发优势，若未来能将该项业务复制拓展至省外，有望在万亿级的低空经济市场中抢占领先地位。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

风险分析

- 1、业务拓展不及预期。若公司在浙江省内的服务网点拓展不及预期，可能影响公司业绩增长。
- 2、行业需求萎缩风险。如银行裁撤网点，导致押运需求萎缩，可能影响公司收入及利润减少。经测算，如公司金融安全服务客户网点裁撤，业务规模萎缩，2025 年收入增速从原假设 4.5% 下跌至 0.0%/-3.0%/-5.0%，则当年公司归母净利润增速将从 4.7% 下跌至 1.1%/-0.2%/-1.3%。
- 3、竞争加剧风险。综合安防服务及安全应急服务无资质限制，如行业内企业增加，公司新获取项目难度可能会加大，从而影响公司业绩增长。
- 4、人力成本大幅上涨。公司成本主要为人工成本，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、低空安全服务拓展及落地不及预期。目前公司刚进入低空安全服务赛道，新赛道落地效果仍需观察。

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	2,070.78	2,183.99	2,391.12	2,707.72	3,045.93
现金	1,609.36	1,624.21	1,790.71	2,065.66	2,364.28
应收票据及应收账款	325.99	406.39	435.46	462.76	489.19
其他应收款	21.25	33.91	35.77	38.01	40.18
预付账款	13.72	15.68	15.80	16.79	17.75
存货	81.12	74.43	80.75	89.81	97.86
其他流动资产	19.34	29.37	32.64	34.69	36.67
非流动资产	1,271.37	1,432.69	1,443.48	1,421.06	1,389.76
长期投资	60.70	67.96	72.65	77.33	82.01
固定资产	726.04	752.64	747.36	762.47	788.42
无形资产	284.21	297.25	247.71	198.45	149.54
其他非流动资产	200.43	314.83	375.76	382.81	369.79
资产总计	3,342.15	3,616.68	3,834.60	4,128.78	4,435.70
流动负债	606.24	765.35	751.21	800.46	848.25
短期借款	52.45	78.50	88.50	98.50	108.50
应付票据及应付账款	90.37	181.91	130.79	138.45	145.83
其他流动负债	463.42	504.94	531.93	563.52	593.93
非流动负债	108.03	94.72	99.72	104.72	109.72
长期借款	108.02	93.63	98.63	103.63	108.63
其他非流动负债	0.01	1.08	1.08	1.08	1.08
负债合计	714.27	860.06	850.93	905.17	957.97
少数股东权益	913.94	965.13	1,113.32	1,269.28	1,433.84
股本	107.53	107.53	107.53	107.53	107.53
资本公积	841.84	846.19	846.19	847.19	849.19
留存收益	764.57	837.77	916.63	999.61	1,087.17
归属母公司股东权益	1,713.94	1,791.49	1,870.35	1,954.33	2,043.89
负债和股东权益	3,342.15	3,616.68	3,834.60	4,128.78	4,435.70

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	305.14	400.80	396.50	488.63	486.85
净利润	262.44	264.08	279.62	294.26	310.49
折旧摊销	137.34	147.25	193.89	210.10	191.98
财务费用	-14.97	-12.88	-12.17	-12.63	-12.47
投资损失	-4.85	-5.89	-5.18	-5.18	-5.18
营运资金变动	-108.71	-33.64	-64.77	-2.41	-1.79
其他经营现金流	33.90	41.88	5.11	4.48	3.83
投资活动现金流	-192.84	-226.51	-204.61	-185.98	-157.33
资本支出	220.15	216.12	200.00	183.00	156.00
长期投资	-6.37	-26.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-406.62	-416.14	-404.61	-368.98	-313.33
筹资活动现金流	374.91	-170.45	-25.40	-27.69	-30.90
短期借款	24.43	26.04	10.00	10.00	10.00
长期借款	9.48	-14.38	5.00	5.00	5.00
其他筹资现金流	341.00	-182.11	-40.40	-42.69	-45.90
现金净增加额	487.20	3.84	166.50	274.95	298.62

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,484.90	2,657.21	2,838.26	3,016.23	3,188.48
营业成本	1,872.26	2,004.08	2,135.71	2,260.81	2,381.32
营业税金及附加	20.23	25.21	31.22	36.19	41.45
销售费用	7.51	5.89	7.95	10.56	12.12
管理费用	211.68	234.63	251.19	271.46	289.51
研发费用	19.50	27.37	31.22	33.18	35.07
财务费用	-14.97	-12.88	-12.17	-12.63	-12.47
资产减值损失	-1.03	-3.85	-1.82	-1.94	-2.05
信用减值损失	-13.25	-13.87	-13.37	-14.21	-15.02
其他收益	13.79	15.04	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
投资净收益	4.85	5.89	5.18	5.18	5.18
资产处置收益	-0.59	-0.99	-0.50	-0.50	-0.50
营业利润	372.47	375.13	397.63	421.20	446.09
营业外收入	0.12	0.55	0.20	0.20	0.20
营业外支出	5.21	2.93	4.00	4.00	4.00
利润总额	367.38	372.75	393.83	417.40	442.29
所得税	104.94	108.67	114.21	123.13	131.80
净利润	262.44	264.08	279.62	294.26	310.49
少数股东损益	144.18	138.58	148.20	155.96	164.56
归属母公司净利润	118.25	125.49	131.42	138.30	145.93
EBITDA	489.74	507.12	575.55	614.87	621.80
EPS (元)	1.10	1.17	1.22	1.29	1.36

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	4.44	6.93	6.81	6.27	5.71
营业利润 (%)	9.31	0.71	6.00	5.93	5.91
归属于母公司净利润	4.23	6.12	4.72	5.24	5.51
获利能力					
毛利率 (%)	24.65	24.58	24.75	25.05	25.31
净利率 (%)	4.76	4.72	4.63	4.59	4.58
ROE (%)	6.90	7.01	7.03	7.08	7.14
ROIC (%)	21.57	18.10	17.53	17.35	18.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.37	23.78	22.19	21.92	21.60
净负债比率 (%)	-55.14	-52.68	-53.75	-57.81	-61.74
流动比率	3.42	2.85	3.18	3.38	3.59
速动比率	3.23	2.70	3.01	3.21	3.41
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.73	0.74	0.73	0.72
应收账款周转率	7.62	6.71	6.64	6.64	6.64
应付账款周转率	20.72	11.21	16.47	16.47	16.47
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.10	1.17	1.22	1.29	1.36
每股经营现金流 (最新)	2.84	3.73	3.69	4.54	4.53
每股净资产 (最新摊薄)	15.94	16.66	17.39	18.18	19.01
估值比率					
P/E	42.72	40.25	38.44	36.53	34.62
P/B	2.95	2.82	2.70	2.58	2.47
EV/EBITDA	8.87	5.90	8.42	7.74	7.49

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。

吴梦茹

房地产行业研究员，本科毕业于南开大学，硕士毕业于香港中文大学，曾先后任职于上市房企资本运作中心，物业公司上市小组，华安证券和财通证券研究所，专注于房地产及物业管理研究。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

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