

市拓成果亮眼，关联方减值风险降低

核心观点

- 市场拓展持续发力，继续扩大高能级城市群的市场覆盖、业态不断拓展服务场景，基础物管有望继续稳定增长。**2025 年上半年公司市场拓展量质齐升，第三方竞标外拓新增年化合同金额约 9.6 亿，同比增长 54.6%；新增合约面积 40.1 百万平方米，同比增长 126.6%，双双创下历史新高。新增住宅平均物业费达到 2.9 元/平方米/月，反映出新签项目质量和盈利水平的双提升。公司市拓战略坚持聚焦核心城市群和高能级市场，74% 的新增项目位于京津冀、长三角和大湾区，一二线城市占比达 73%。此外值得强调的是，合同金额超 500 万元/年的高质客户占比提升至 64.3%。下半年，公司继续发力市拓，7 月-10 月合计新增项目近 200 个，其中包含产业园、商写、住宅、学校、医院、政府后勤服务等，不断拓展服务场景与客户价值边界，为未来基础物管稳定增长提供基础。
- 收缩关联交易规模上限，关联方应收减值风险降低。**近期公司公布其持续关联交易的年度上限调整情况。根据公告，未来多项核心关联业务规模将明显收缩。其中，案场运营服务从 2025 年 1.15 亿的年度上限，下调至 2026 年-2028 年的 0.24 /0.11/0.10 亿；车位经纪服务保证金上限从 2025 年 2.45 亿缩减至 2026-2028 年的 0.73 亿；物管服务从 2025 年 1.69 亿的年度上限，下调至 2026-2028 年的 0.17/0.25/0.21 亿。此次公司主动收缩关联交易规模上限，有助于降低关联方应收减值风险，也是对公司“独立性”的不断强化。

盈利预测与投资建议

- 维持增持评级，调整目标价至 0.73 港元。**根据公司近期经营情况，调整对各项业务收入增速和毛利率的预测，以及销管费用率的预测，调整后 25-26 年 EPS 预测值为 0.02/0.06 元（原预测 0.09/0.10 元），引入 2027 年预测值 0.07 元。可比公司 2026 年 PE 估值为 11x，对应目标价 0.73 港元。（1 港元=0.909 人民币）。

风险提示：毛利率下行风险。第三方拓展风险。应收账款减值风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,203	7,896	7,249	7,571	7,980
同比增长(%)	-5.0%	-3.7%	-8.2%	4.4%	5.4%
营业利润(百万元)	388	-148	132	322	370
同比增长(%)	142.4%	-145.9%	161.7%	218.8%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	273	-272	59	145	166
同比增长(%)	129.5%	-199.7%	121.8%	144.4%	14.9%
每股收益（元）	0.11	-0.11	0.02	0.06	0.07
毛利率(%)	20.1%	19.8%	18.6%	18.0%	17.5%
净利率(%)	3.3%	-3.4%	0.8%	1.9%	2.1%
净资产收益率(%)	3.5%	-3.5%	0.8%	1.9%	2.1%
市盈率（倍）	5.1	(5.1)	23.5	9.6	8.4
市净率（倍）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2025 年 12 月 03 日）	0.62 港元
目标价格	0.73 港元
52 周最高价/最低价	1.09/0.61 港元
总股本/流通 H 股（万股）	246,817/246,817
H 股市值（百万港币）	1,530
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 12 月 05 日

股价表现				
	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.06	-6.06	-15.07	-31.11
相对表现%	-5.41	-4.54	-16.72	-61.57
恒生指数%	-0.65	-1.52	1.65	30.46



证券分析师	
赵旭翔	执业证书编号：S0860521070001 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 0755-82819271
刘洋	执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487 liuyang3@orientsec.com.cn 021-63326320
孙怡萱	执业证书编号：S0860525110002 sunyixuan@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
基础服务发展稳健，社区增值服务毛利率持续承压	2024-09-05

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			
		2025/12/4	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
绿城服务	2869.HK	4.04	0.25	0.29	0.34	0.39	16	14	12	10
万物云	2602.HK	18.02	0.98	1.26	1.46	1.66	18	14	12	11
碧桂园服务	6098.HK	5.83	0.54	0.54	0.60	0.66	11	11	10	9
保利物业	6049.HK	31.63	2.68	2.82	3.01	3.22	12	11	10	10
融创服务	1516.HK	1.36	-0.15	0.10	0.12	0.19	(9)	13	11	7
		最大值					18	14	12	11
		最小值					(9)	11	10	7
		平均数					10	13	11	9
		调整后平均					13	13	11	10

备注：货币均为人民币，2025.12.4 汇率为 1 港币=0.909 人民币

数据来源：iFind，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,788	2,164	2,175	2,271	2,394	营业收入	8,203	7,896	7,249	7,571	7,980
应收账款	3,209	3,378	3,531	3,561	3,674	营业成本	-6,556	-6,331	-5,902	-6,204	-6,587
预付账款	926	2,119	1,946	2,032	2,142	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	211	174	163	171	181	营业费用	-137	-116	-114	-119	-125
其他	1,048	1,813	1,813	1,813	1,813	管理费用	-990	-827	-760	-756	-757
流动资产合计	9,183	9,649	9,627	9,848	10,204	财务费用	32	1	23	1	5
长期股权投资	1,184	551	551	551	551	资产减值损失	-87	-143	-295	-184	-161
固定资产	572	339	489	559	520	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	12	9	11	11	11
无形资产	2,658	2,101	2,190	2,301	2,408	其他	31	-555	-36	23	24
其他	644	347	339	330	322	营业利润	388	-148	132	322	370
非流动资产合计	5,057	3,339	3,569	3,741	3,801	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	14,240	12,987	13,196	13,589	14,005	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	232	0	449	389	258	利润总额	388	-148	132	322	370
应付账款	3,333	3,015	2,810	2,954	3,137	所得税	-71	-75	-33	-80	-92
其他	1,679	1,753	1,618	1,687	1,775	净利润	317	-223	99	241	277
流动负债合计	5,244	4,768	4,878	5,031	5,170	少数股东损益	-44	-49	-40	-97	-111
长期借款	68	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	-272	59	145	166
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.11	(0.11)	0.02	0.06	0.07
其他	282	180	180	180	180	主要财务比率					
非流动负债合计	350	180	180	180	180		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	5,594	4,948	5,058	5,211	5,350	成长能力					
少数股东权益	730	380	420	516	627	营业收入	-5.0%	-3.7%	-8.2%	4.4%	5.4%
股本	21	21	21	21	21	营业利润	142.4%	-145.9%	161.7%	218.8%	14.3%
资本公积	6,951	6,987	6,990	6,997	7,006	归属于母公司净利润	129.5%	-199.7%	121.8%	144.4%	14.9%
留存收益	944	650	706	843	1,000	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	20.1%	19.8%	18.6%	18.0%	17.5%
股东权益合计	8,646	8,039	8,138	8,378	8,655	净利率	3.3%	-3.4%	0.8%	1.9%	2.1%
负债和股东权益	14,240	12,987	13,196	13,589	14,005	ROE	3.5%	-3.5%	0.8%	1.9%	2.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.3%	38.1%	38.3%	38.3%	38.2%
净利润	388	-148	59	145	166	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	392	324	179	203	216	流动比率	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
财务费用	46	31	-23	-1	-5	速动比率	1.7	2.0	1.9	1.9	1.9
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	-74	-512	-572	-113	-145	应收账款周转率	2.6	2.4	2.1	2.1	2.2
其它	279	506	310	221	202	存货周转率	32.4	32.9	35.0	37.2	37.4
经营活动现金流	1,030	201	-46	455	435	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	-189	-84	-260	-200	-100	每股指标（元）					
长期投资	1,056	-1,442	-373	-373	-373	每股收益	0.11	-0.11	0.02	0.06	0.07
其他	48	178	178	178	178	每股经营现金流	0.42	0.08	-0.02	0.18	0.18
投资活动现金流	921	-1,335	-455	-395	-295	每股净资产	3.50	3.26	3.30	3.39	3.51
债权融资	-227	-190	449	-60	-131	估值比率					
股权融资	-138	-173	40	97	111	市盈率	5.1	-5.1	23.5	9.6	8.4
其他	-105	-116	23	-0	4	市净率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
筹资活动现金流	-471	-479	512	36	-17						
汇率变动影响	0	8	0	0	0						
现金净增加额	1,481	-1,605	11	96	123						

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。