

经营提效与并购增利并进，迈入发展新阶段

投资要点

- 事件:**公司发布重组草案与多项说明文件，拟以发行股份及支付现金方式收购嘉信立恒 75.1521%的股权，并募集配套资金，交易构成重大资产重组。
- 并购标的嘉信立恒基本盘扎实，并表直接增厚利润体量。**嘉信立恒作为零碳 IFM 领跑者，成立于 2020 年，业务覆盖全国 32 个省市区，客户数量 2800+，服务点数量 3800+，跨越 180+ 城，服务面积 2.0 亿+m²，自有员工 30000+ 人。旗下品牌包含安锐盟、斯卡伊、杜斯曼、道威、朗杰、天纳等，客户涵盖半导体、生物制药、医疗、汽车与新能源、互联网行业等。财务方面，嘉信立恒 2024 年营收 29.8 亿元、净利润 8555.4 万元，2025 年 1-8 月营收 20.3 亿元、净利润 6825.7 万元，盈利体量与新大正相当，并表直接增厚利润体量。
- 并购加速从 PM 向 IFM 转型，协同空间充足。**根据中指院数据，2024-2026 年中国 IFM 需求 CAGR 达 14.1%，行业渗透率提升与高新产业客户需求扩张共振，标的入局可帮助公司缩短培育周期、加速从 PM 向 IFM 转型。双方在管理标准、数字平台与供应链协同发力，推进“公共服务深度”与“企业服务广度”的融合，释放 1+1>2 的聚合效应。
- 前期已主动出清低效项目，成本前置，看好经营效率提升与并购增厚双轮驱动。**公司近两年主动退出低效项目、聚焦高质量发展，收入阶段性承压，但成本与结构优化效果显现。2025 年前三季度，公司毛利率为 14.3%，同比+2.0pp。单 Q3 归母净利润实现 29.4% 的同比增长，显示出公司战略调整和经营提效的成果已开始兑现。
- 盈利预测与投资建议。**依据重组草案预测，公司 2026-2027 年合并后营业收入分别为 74.7/80.7 亿元，合并后利润分别为 2.5/3.0 亿元，对应 PE 为 12/10 倍。公司作为非住物管龙头企业，深耕 16 个重点城市，主动退出低质效项目，效率提升可期，并购推进中，并表后将大幅增厚利润。鉴于 2026 年可比公司平均估值为 14 倍，考虑到不同市场间的流动性差异，对比各公司的基本面情况差异，我们给予公司 2026 年 16 倍 PE，对应目标价为 17.76 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 并购事项不及预期风险、交易尚待决策与审批的不确定性风险、用工成本上涨风险、物业管理市场竞争加剧风险、宏观经济波动风险、创新业务拓展不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3387.20	3719.76	7470.47	8070.84
增长率	8.32%	9.82%	100.83%	8.04%
归属母公司净利润(百万元)	113.77	119.24	251.27	298.31
增长率	-28.95%	4.80%	110.72%	18.72%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.53	1.11	1.32
净资产收益率 ROE	10.12%	9.84%	11.97%	12.85%
PE	27	26	12	10
PB	2.58	2.48	1.62	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 李垚
执业证号: S1250525060001
电话: 15618507501
邮箱: liyao@swsc.com.cn

分析师: 李艾蕊
执业证号: S1250525070004
电话: 17396222897
邮箱: liac@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	2.26
流通 A 股(亿股)	2.13
52 周内股价区间(元)	8.46-14.31
总市值(亿元)	32.09
总资产(亿元)	20.30
每股净资产(元)	5.59

相关研究

- 新大正(002968): 主动优化业务结构见效，并购切入 IFM 蓝海 (2025-11-04)
- 新大正(002968): 战略调整阵痛期显现，未来高质量发展可期 (2025-09-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：目前公司已完成 16 个重点城市公司的战略布局，大部分重点城市形成了一定的业务规模，随着公司深耕上述市场，业绩有望稳健增长。我们预计 2025-2027 年，公司基础物业管理服务收入增速约为 10.0%/9.5%/9.0%；由于公司 2024 年主动退出低质效项目，预计毛利率将逐步回升至 11.3%/11.6%/11.8%。

假设 2：结合公司在公建领域积聚的经验与优势，在中长期规划中，公司将城市服务作为新兴增长极，近年有望稳健增长。我们预计 2025-2027 年，公司城市服务收入增速约为 10.0%/9.0%/8.0%；预计毛利率将逐步回升至 12.0%/12.5%/12.5%。

假设 3：创新业务作为公司战略高地，是公司未来的利润核心来源，将以数字化支撑基础服务及城市服务快速发展。我们预计 2025-2027 年，公司创新业务收入增速约为 5.0%/5.0%/5.0%；毛利率逐步提升至 32.0%/32.5%/33.0%。

假设 4：目前公司与收购嘉信立恒已签署资产重组协议，尚待相关监管部门最终审批。假设公司重大资产重组顺利获批，并于 2026 年并表。根据公司重组草案预测 2026-2027 年嘉信立恒收入分别为 3404.8/3648.1 百万元，毛利率分别为 11.2%/11.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
基础物业管理服务	收入	2975.1	3272.6	3583.5	3906.0
	增速	8.2%	10.0%	9.5%	9.0%
	毛利率	10.8%	11.3%	11.6%	11.8%
城市服务	收入	288.83	317.7	346.3	374.0
	增速	9.9%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	11.8%	12.0%	12.5%	12.5%
创新业务	收入	120.87	126.9	133.3	139.9
	增速	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	31.3%	32.0%	32.5%	33.0%
嘉信立恒	收入	/	/	3404.8	3648.1
	增速	/	/	7.3%	7.1%
	毛利率	/	/	11.2%	11.1%
其他	收入	2.4	2.6	2.7	2.8
合计	收入	3387.2	3719.8	7470.5	8070.8
	增速	8.3%	9.8%	100.8%	8.0%
	毛利率	11.7%	12.1%	11.9%	11.9%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取了主业同为物业服务的绿城服务、招商积余、南都物业作为可比公司。从 PE 的角度看，2025-2027 年三家公司平均 PE 为 14、14 和 13 倍。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 37.2/74.7/80.7 亿元，归母净利润分别为 1.2/2.5/3.0 亿元，对应 PE 为 26/12/10 倍。公司作为非住物管龙头企业，深耕 16 个重点城市，主动退出低质效项目，效率提升可期，并购推进中，并表后将大幅增厚利润。鉴于 2026 年可比公司平均估值为 14 倍，考虑到不同市场间的流动性差异，对比各公司的基本面情况差异，我们给予公司 2026 年 16 倍 PE，对应目标价为 17.76 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
2869.HK	绿城服务	121.18	3.84	0.25	0.29	0.34	0.39	15.50	13.04	11.19	9.79
001914.SZ	招商积余	122.55	11.63	0.79	0.88	0.99	1.09	14.67	13.15	11.70	10.63
603506.SH	南都物业	26.83	14.29	0.12	0.90	0.74	0.78	119.08	15.88	19.44	18.44
平均值								49.75	14.03	14.11	12.95
002968.SZ	新大正	31.14	13.76	0.50	0.53	1.11	1.32	27.37	26.11	12.39	10.44

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2026/1/26 收盘价, 港元兑人民币汇率为 0.89: 1)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3387.20	3719.76	7470.47	8070.84	净利润	127.28	129.49	276.91	326.33
营业成本	2991.34	3268.76	6584.82	7110.18	折旧与摊销	53.42	15.46	15.46	15.46
营业税金及附加	19.12	21.50	42.98	46.36	财务费用	-0.32	2.80	3.55	2.63
销售费用	46.93	50.22	97.12	96.85	资产减值损失	0.00	8.50	7.00	5.00
管理费用	196.41	215.75	410.88	427.75	经营营运资本变动	-74.59	-52.00	-258.69	-44.88
财务费用	-0.32	2.80	3.55	2.63	其他	36.54	-7.71	36.46	2.04
资产减值损失	0.00	8.50	7.00	5.00	经营活动现金流净额	142.32	96.54	80.69	306.58
投资收益	0.60	0.15	0.15	0.15	资本支出	33.38	0.00	-386.67	0.00
公允价值变动损益	-8.67	-0.77	-1.36	-1.88	其他	-93.40	0.55	306.41	-1.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-60.02	0.55	-80.27	-1.59
营业利润	150.49	151.61	322.92	380.33	短期借款	-3.81	-0.28	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.66	-1.38	-1.53	-1.63	长期借款	6.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	147.82	150.23	321.39	378.70	股权融资	-22.86	0.00	458.57	0.00
所得税	20.55	20.75	44.48	52.37	支付股利	-64.08	-46.41	-46.91	-99.07
净利润	127.28	129.49	276.91	326.33	其他	-8.76	-28.22	-3.55	-2.63
少数股东损益	13.50	10.25	25.64	28.02	筹资活动现金流净额	-93.16	-74.91	408.11	-101.70
归属母公司股东净利润	113.77	119.24	251.27	298.31	现金流量净额	-10.86	22.18	408.53	203.29
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	599.88	622.06	1030.59	1233.88	成长能力				
应收和预付款项	913.92	1001.92	2024.49	2179.36	销售收入增长率	8.32%	9.82%	100.83%	8.04%
存货	7.93	9.50	17.24	19.61	营业利润增长率	-23.19%	0.75%	112.99%	17.78%
其他流动资产	15.48	12.98	28.38	31.47	净利润增长率	-24.66%	1.74%	113.86%	17.85%
长期股权投资	24.85	24.85	24.85	24.85	EBITDA 增长率	-8.51%	-16.56%	101.29%	16.52%
投资性房地产	93.33	92.57	93.10	92.96	获利能力				
固定资产和在建工程	161.00	148.04	135.09	122.14	毛利率	11.69%	12.12%	11.86%	11.90%
无形资产和开发支出	223.31	220.91	605.18	602.77	三费率	7.17%	7.23%	6.85%	6.53%
其他非流动资产	56.17	56.07	55.97	55.87	净利率	3.76%	3.48%	3.71%	4.04%
资产总计	2095.87	2188.91	4014.88	4362.90	ROE	10.12%	9.84%	11.97%	12.85%
短期借款	0.78	0.50	0.50	0.50	ROA	6.07%	5.92%	6.90%	7.48%
应付和预收款项	580.08	621.90	1274.71	1368.91	ROIC	15.58%	14.63%	19.73%	16.93%
长期借款	30.84	30.84	30.84	30.84	EBITDA/销售收入	6.01%	4.57%	4.58%	4.94%
其他负债	226.64	219.80	396.26	422.82	营运能力				
负债合计	838.33	873.04	1702.30	1823.06	总资产周转率	1.63	1.74	2.41	1.93
股本	226.28	226.28	281.59	281.59	固定资产周转率	20.11	24.17	53.00	63.05
资本公积	368.04	368.04	771.29	771.29	应收账款周转率	4.50	4.56	5.87	4.54
留存收益	602.85	675.67	880.03	1079.27	存货周转率	323.75	374.90	458.18	356.84
归属母公司股东权益	1206.72	1254.80	1917.73	2116.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.25%	—	—	—
少数股东权益	50.82	61.06	394.85	422.87	资本结构				
股东权益合计	1257.54	1315.87	2312.58	2539.84	资产负债率	40.00%	39.88%	42.40%	41.79%
负债和股东权益合计	2095.87	2188.91	4014.88	4362.90	带息债务/总负债	3.77%	3.59%	1.84%	1.72%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	1.97	2.02	1.89	1.96
EBITDA	203.58	169.88	341.94	398.42	速动比率	1.96	2.01	1.88	1.95
PE	27.37	26.11	12.39	10.44	股利支付率	56.32%	38.92%	18.67%	33.21%
PB	2.58	2.48	1.62	1.47	每股指标				
PS	0.92	0.84	0.42	0.39	每股收益	0.50	0.53	1.11	1.32
EV/EBITDA	10.96	13.01	7.49	5.92	每股净资产	5.33	5.55	8.48	9.36
股息率	2.06%	1.49%	1.51%	3.18%	每股经营现金	0.63	0.43	0.36	1.35
					每股股利	0.28	0.21	0.21	0.44

数据来源: Wind, 西南证券

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。

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

公司评级 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

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

行业评级 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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn