

投资评级 优于大市 维持

蝶城战略优势兑现，循环业务引领增长

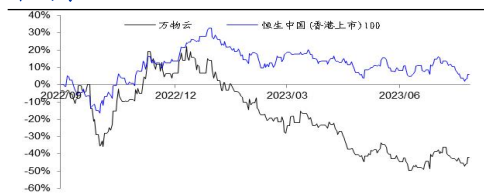
股票数据

8 月 28 日收盘价 (港元)	29.1
52 周股价波动 (港元)	22.30-56.59
总股本 (百万股)	1178
总市值 (亿港元)	343

相关研究

《万物云 (2602.HK) 年报点评: 循环业务有质增长, 蝶城战略积极开展》2023.03.29
《万物云 (2602.HK) 深度报告: 龙头地位引领行业, 科技赋能创新变革》2022.10.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.8	1.7	-2.0
相对涨幅 (%)	-4.9	-3.6	-3.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@haitong.com

证书: S0850510120001

投资要点:

- 营收利润稳步增长, 中期分红回馈股东。**2023 年 1H, 公司收入为 160.2 亿元, 同比增长 12.5%; 毛利为 24.1 亿元, 同比增长 13.4%。2023 年 1H, 公司利润为 1050.0 百万元, 同比增长 15.7%, EBITDA 为 1858.1 百万元, 增长 20.4%。2023 年 1H, 公司股东应占每股收益为 0.85 元, 董事会建议以 EBITDA 的 20% 为派付股息总额, 向股东派付截止 2023 年 6 月 30 日止六个月的中期股息每股 0.315 元 (含税)。
- 收入结构持续优化, 核心业务提升整体盈利水平。**分项收入来看, 2023 年 1H 社区空间居住消费服务板块收入为 90.4 亿元, 同比增长 13.0%; 商企和城市空间综合服务板块收入为 56.7 亿元, 同比增长 11.3%; AIoT 及 BPaaS 解决方案服务板块收入为 13.2 亿元, 同比增长 13.9%。2023 年 1H, 公司循环型业务实现收入 127.8 亿元, 同比增长 14.5%; 毛利润达 16.6 亿元, 同比增长 21.1%。2023 年 1H, 公司毛利率为 15.1%, 较 2022 年同期提高 0.2 个百分点。毛利率的提升, 得益于循环型业务的毛利提升。2023 年 1H, 公司循环型业务毛利率为 13.0%, 较 2022 年同期提高 0.7 个百分点。
- 蝶城模式打造区域浓度, 房屋焕新叠加战略优势。**截至 2023 年 1H 底, 蝶城总数从 2022 年的 584 个增长到 601 个, 累计完成 150 个蝶城的提效改造。自蝶城战略推进以来, 公司对蝶城的流程改造环节共投入 3.0 亿元, 为已改造蝶城带来基础住宅物业毛利率提升超过 4 个百分点, 在 2023 年上半年内提升毛利润 1.0 亿元。公司房屋焕新业务, 以蝶城为基础, 形成独特的熟人经济模式。截至 2023 年 1H 底, 公司共在 40 个蝶城中落地房屋焕新业务。2023 年 1H, 蝶城内房屋焕新签约合同金额达到 1.6 亿元, 同比增加 65.5%, 满意度超过 98%。
- 住宅物业高质量经营, 物业和设施管理服务深耕客户多元性。**2023 年 1H, 公司在管住宅物业服务项目的饱和收入为 229.5 亿元, 同比增长 18.5%; 在管住宅项目数量 3586 个, 较 2022 年年底的在管住宅项目数量增加 140 个。业绩的增长主要受益于公司突出的市场拓展能力, 尤其是在存量市场中的深耕能力。截至 2023 年 1H 底, 在管物业和设施管理服务项目的饱和收入为 113.7 亿元, 同比增长 21.0%; 在管物业和设施管理服务项目数量 1958 个, 较 2022 年年底增加 129 个。业绩的增长主要受益于公司在客户多元化方面的深耕, 以及领先的超高层、超大型复杂综合体等多空间形态专业服务能力。
- 投资建议: “优于大市”评级。**综合 PE 估值和 PS 估值, 我们给予合理价值区间人民币 48.9 元至 59.03 元 (折合港币 52.58 元至 63.47 元)。风险提示: 行业面临下行和政策不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	23704.54	30107.10	37916.07	47583.01	60630.48
(+/-) YoY (%)	30.6%	27.0%	25.9%	25.5%	27.4%
净利润 (百万元)	1667.64	1510.49	1917.95	2292.51	2746.89
(+/-) YoY (%)	13.9%	-9.4%	27.0%	19.5%	19.8%
全面摊薄 EPS (元)	1.42	1.28	1.63	1.95	2.33
毛利率 (%)	16.96%	14.05%	14.29%	14.10%	13.83%
净资产收益率 (%)	16.9%	9.2%	10.9%	12.1%	13.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件：公司公告 2023 年中期业绩

点评：

1. 公司 2023 年中期业绩情况

营收利润稳步增长，高分红回馈股东。2023 年 1H，公司收入为 160.2 亿元，同比增长 12.5%；毛利为 24.1 亿元，同比增长 13.4%。2023 年 1H，公司利润为 1050.0 百万元，同比增长 15.7%，EBITDA 为 1858.1 百万元，增长 20.4%。2023 年 1H，公司股东应占每股收益为 0.85 元，董事会建议以 EBITDA 的 20%为派付股息总额，向股东派付截止 2023 年 6 月 30 日止六个月的中期股息每股 0.315 元（含税）。

收入结构持续优化，循环业务稳健经营。分项收入来看，2023 年 1H 社区空间居住消费服务板块收入为 90.4 亿元，同比增长 13.0%，总收入占比为 56.4%，主要由于公司突出的市场拓展能力，尤其是在存量市场中的深耕能力；商企和城市空间综合服务板块收入为 56.7 亿元，同比增长 11.3%，总收入占比为 35.4%，主要得益于公司在客户多元化方面的深耕；AloT 及 BPaaS 解决方案服务板块收入为 13.2 亿元，同比增长 13.9%，总收入占比为 8.2%，主要得益于企业远程运营服务收入的增长。2023 年 1H，公司循环型业务（社区空间居住消费服务中的住宅物业服务、商企和城市空间综合服务中的物业和设施管理服务、AloT 及 BPaaS 解决方案服务中的 BPaaS 解决方案业务）实现收入 127.8 亿元，同比增长 14.5%，占总收入的 79.7%；毛利润达 16.6 亿元，同比增长 21.1%，占总毛利润的 68.8%。

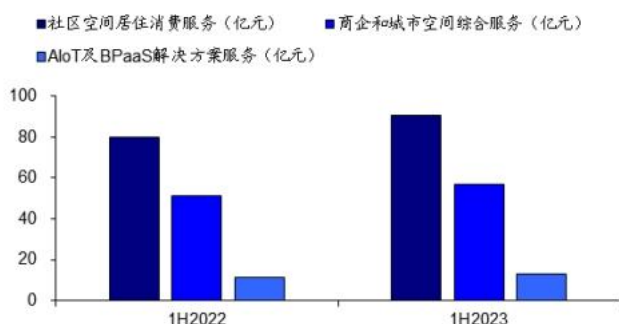
核心业务提升整体盈利水平。2023 年 1H，公司毛利率为 15.1%，较 2022 年同期提高 0.2 个百分点。2023 年 1H，公司经调整毛利率（剔除历史收购带来的客户关系摊销后计算所得的毛利率）为 17.1%，较 2022 年同期提高 0.2 个百分点。毛利率的提升，得益于循环型业务的毛利提升。2023 年 1H，公司循环型业务毛利率为 13.0%，较 2022 年同期提高 0.7 个百分点。

2023 年 1H，公司社区空间居住消费服务的毛利率为 14.9%，较 2022 年同期提升 2.2 个百分点；经调整毛利率为 16.6%，较 2022 年同期提升 2.5 个百分点。其中，住宅物业服务经调整毛利率为 14.4%，较 2022 年同期提升 2.4 个百分点，得益于蝶城战略流程改造的顺利推进；居住相关资产服务毛利率为 28.4%，较 2022 年同期提升 4.3 个百分点，主要由于交易量同比增长及焕新业务的市占率不断提升。

2023 年 1H，公司商业和城市空间综合服务毛利率为 11.2%，较 2022 年同期下降 2.9 个百分点；经调整毛利率为 14.3%。其中，物业及设施管理服务经调整毛利率为 14.1%，较 2022 年同期下降 1.1 个百分点，主要由于综合设施管理服务收入占比提升；开发商增值服务毛利率为 14.0%，较 2022 年同期下降 6.8 个百分点，主要受地产开发行业持续下滑的影响；城市空间整合服务毛利率为 9.5%，较 2022 年同期下降 1.3 个百分点，主要由于是部分业务的需求波动。

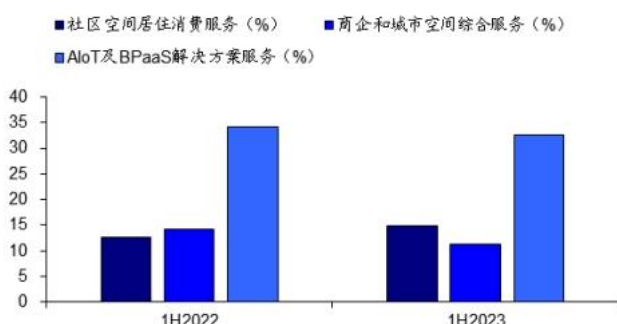
2023 年 1H，公司 AloT 及 BPaaS 解决方案服务毛利率为 32.5%，较 2022 年同期下降 1.7 个百分点，主要为 BPaaS 解决方案中的企业服务业务占比提升。其中，AloT 解决方案毛利率为 31.1%，BPaaS 解决方案毛利率为 33.9%。

图 1 公司分项业务收入情况



资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

图 2 公司分项业务毛利率情况



资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

蝶城模式打造区域浓度，房屋焕新叠加战略优势。截至 2023 年 1H 底，蝶城总数从 2022 年的 584 个增长到 601 个，累计完成 150 个蝶城的提效改造。自蝶城战略推进以来，公司对蝶城的流程改造环节共投入 3.0 亿元，为已改造蝶城带来基础住宅物业毛利率提升超过 4 个百分点，在 2023 年上半年内提升毛利润 1.0 亿元。公司房屋焕新业务，以蝶城为基础，形成独特的熟人经济模式。截至 2023 年 1H 底，公司共在 40 个蝶城中落地房屋焕新业务。2023 年 1H，蝶城内房屋焕新签约合同金额达到 1.6 亿元，同比增加 65.5%，满意度超过 98%。

表 1 公司利润表对比

单位：百万元	1H2022	1H2023	YoY%	2022
一、营业收入	14243	16020	12%	30106
二、营业总成本				
营业成本	-12116	-13608	12%	-25875
三、毛利	2127	2412	13%	4231
其他收入及收益	366	448	22%	571
销售费用	-205	-229	12%	-450
管理费用	-962	-996	4%	-2153
财务费用	-6	-4	-33%	-11
金融资产减值	-177	-232	31%	-156
应占合联营公司营业利润及亏损	5	1	-80%	-10
四、除所得税前溢利	1148	1399	22%	2021
所得税	-240	-349	45%	-435
五、净利润	907	1050	16%	1586
归母净利润	873	998	14%	1510
其他非控股权益	34	52	53%	76
六、每股收益				
基本每股收益（元）	0.83	0.85	2%	1.4

资料来源：公司 2023 年度中期业绩公告,海通证券研究所

表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

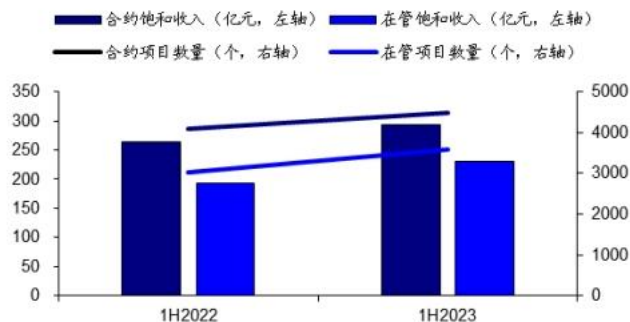
(%)	1H2022	1H2023	Ppt	2022
毛利率	15%	15%	0.12	14%
资产负债率	61%	52%	-9.07	54%
三项费用占收入比	8%	8%	-0.56	9%
(百万元)	1H2022	1H2023	YoY%	2022
总资产	28089	36651	30%	36910
净资产	10853	17486	61%	17001
现金及现金等价物	2812	12340	339%	13345
合同负债	4101	4566	11%	4515

资料来源：公司 2023 年度中期业绩公告，海通证券研究所

2. 公司 2023 年 1H 经营情况

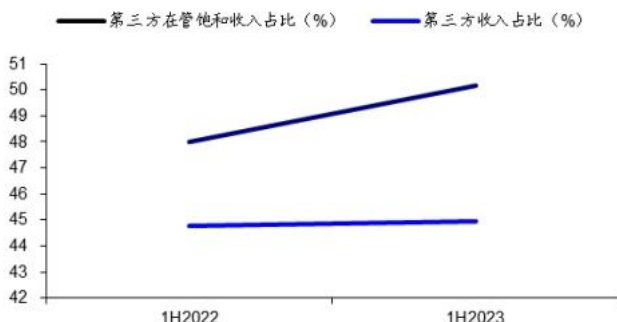
住宅物业高质量经营，规模提升独立性保持。2023 年 1H，公司来自住宅物业服务的收入为 81.5 亿元，较 2022 年同期增长 12.2%，占比 50.9%；该业务在 2023 年 1H 带来毛利 10.3 亿元，同比增长 34.3%，占比 42.6%。由于蝶城战略流程改造的顺利推进，带来该业务整体毛利率增长 2.1 个百分点，空间效率得到提升。2023 年 1H，公司在管住宅物业服务项目的饱和收入为 229.5 亿元，同比增长 18.5%；在管住宅项目数量 3586 个，较 2022 年年底的在管住宅项目数量增加 140 个。业绩的增长主要受益于公司突出的市场拓展能力，尤其是在存量市场中的深耕能力。2023 年 1H，公司累计主动退出非价值街道内且盈利能力较低的 89 个住宅项目，涉及 3.7 亿元饱和收入。2023 年 1H，公司在管住宅物业服务项目的饱和收入中第三方占比为 50.2%，较 2022 年同期上升了 2.2 个百分点；公司住宅物业收入中第三方占比为 44.9%，较 2022 年同期上升了 0.1 个百分点。

图 3 公司住宅物业合约在管情况



资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

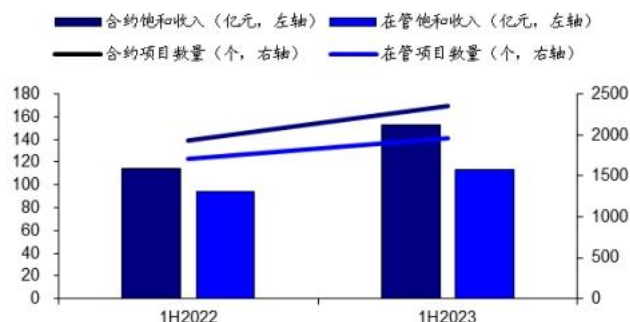
图 4 公司住宅物业第三方来源持续上升



资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

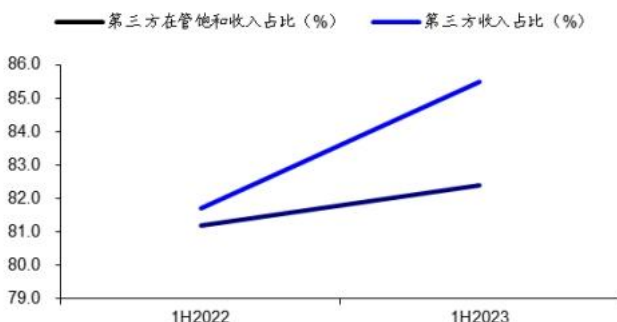
物业和设施管理服务深耕客户多元性，打造先进服务能力。公司来自物业和设施管理服务的收入为 39.7 亿元，较 2022 年同期增长 15.1%，占比 24.9%；该业务在 2023 年 1H 内带来毛利 4.1 亿元，同比增长 2.2%，占比 17.1%。截至 2023 年 1H 底，在管物业和设施管理服务项目的饱和收入为 113.7 亿元，同比增长 21.0%；在管物业和设施管理服务项目数量 1958 个，较 2022 年年底增加 129 个。业绩的增长主要受益于公司在客户多元化方面的深耕，以及领先的超高层、超大型复杂综合体等多空间形态专业服务能力。2023 年 1H，公司在管物业和设施管理服务项目的饱和收入中第三方占比为 82.4%，较 2022 年同期上升了 1.2 个百分点；公司物业和设施管理服务收入中第三方占比为 85.5%，较 2022 年同期上升了 3.8 个百分点。

图 5 公司物业和设施管理服务合约在管情况



资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

图 6 公司物业和设施管理服务独立性保持优势



资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

表 3 公司 1H2022 和 1H2023 收入及毛利率拆分

	1H2022			1H2023			收入同比 (%)
	收入 (百万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (百万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	
社区空间居住消费服务	7995	56.1%	12.7%	9036	56.4%	14.9%	13.0%
- 住宅物业服务	7270	51.0%	10.5%	8155	50.9%	12.6%	12.2%
- 居住相关资产服务	527	3.7%	24.1%	685	4.3%	28.4%	30.2%
- 其他社区增值服务	198	1.4%	62.8%	196	1.2%	64.8%	-1.0%
商企和城市空间综合服务	5093	35.8%	14.1%	5668	35.4%	11.2%	11.3%
- 物业和设施管理服务	3454	24.3%	11.7%	3974	24.9%	10.4%	15.1%
- 开发商增值服务	1366	9.6%	20.8%	1383	8.6%	14.0%	1.3%
- 城市空间整合服务	273	1.9%	10.8%	310	1.9%	9.5%	13.6%
AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	1155	8.1%	34.2%	1316	8.2%	32.5%	13.9%
- AIoT 解决方案	719	5.0%	26.9%	670	4.2%	31.1%	-6.8%
- BPaaS 解决方案	437	3.1%	46.1%	647	4.0%	33.9%	48.0%
合计	14243	100%	14.9%	16020	100%	15.1%	12.5%

资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

表 4 公司分项业务预测（百万元）

科目	2022	2023E	2024E	2025E
1) 社区空间居住消费服务	16583.19	20463.11	24620.22	29631.84
同比增长/减少 (YoY%)	26.00%	23.40%	20.32%	20.36%
-住宅物业服务	14810.70	18513.37	22401.18	27105.42
同比增长/减少 (YoY%)	30.35%	25.00%	21.00%	21.00%
毛利率 (%)	9.90%	10.70%	10.80%	10.50%
-居住相关资产服务	1351.34	1486.48	1709.45	1965.86
同比增长/减少 (YoY%)	7.63%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	27.60%	30.00%	28.00%	27.00%
-其他社区增值服务	421.16	463.27	509.60	560.56
同比增长/减少 (YoY%)	-22.42%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	63.60%	60.50%	60.50%	60.50%
2) 商企和城市空间综合服务	11144.21	14668.12	19620.99	26916.94
同比增长/减少 (YoY%)	28.20%	31.62%	33.77%	37.18%
-物业及设施管理服务	7544.90	10789.20	15428.56	22371.41
同比增长/减少 (YoY%)	42.68%	43.00%	43.00%	45.00%
毛利率 (%)	12.20%	12.00%	12.00%	12.00%
-开发商增值服务	2935.06	3081.81	3235.90	3397.70
同比增长/减少 (YoY%)	-4.25%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	13.90%	14.50%	15.00%	15.00%
-城市空间整合服务	664.26	797.11	956.53	1147.83
同比增长/减少 (YoY%)	95.49%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	8.20%	8.50%	8.50%	9.00%
3) AIoT 及 BPaaS 解决方案服务	2378.40	2784.84	3341.81	4081.70
同比增长/减少 (YoY%)	28.54%	17.09%	20.00%	22.14%
-AIoT 解决方案	1384.92	1592.66	1911.19	2293.43
同比增长/减少 (YoY%)	13.86%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	30.70%	32.00%	32.00%	34.00%
-BPaaS 解决方案	993.48	1192.18	1430.62	1788.27
同比增长/减少 (YoY%)	56.69%	20.00%	20.00%	25.00%
毛利率 (%)	32.90%	33.00%	33.00%	33.00%
总收入 (百万元)	30105.80	37916.07	47583.01	60630.48
同比增长/减少 (YoY%)	27.00%	25.94%	25.50%	27.42%
毛利率 (%)	14.10%	14.29%	14.10%	13.83%

资料来源：公司 2023 年中期业绩公告，海通证券研究所

投资建议：“优于大市”评级。

1) PE 估值

我们预测公司 2023 年 EPS 为 1.63 元每股，考虑公司业务独立性强，可持续能力明显、行业地位突出，给与估值适度溢价，给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，对应合理价值为 48.9 元。

表 5 可比公司估值表（均为人民币计价）

代码	简称	总市值 (亿港元)	EPS（元）			PE（倍）			PEG（2023）
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023PE/(2022-24 年净利润复合增速)
6049.HK	保利物业	217.18	2.09	2.54	3.13	17.44	14.39	11.66	0.64
2669.HK	中海物业	301.41	0.36	0.47	0.61	23.68	18.01	14.08	0.61
6098.HK	碧桂园服务	290.10	0.60	1.18	1.39	13.32	6.79	5.75	0.13
1209.HK	华润万象生活	774.91	1.01	1.25	1.58	33.72	27.07	21.45	1.07
均值						22.04	16.56	13.24	0.61

注：1）收盘价为 2023 年 8 月 28 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。1 港元=0.93 人民币
 资料来源：Wind，海通证券研究所

2) PS 分部估值

传统物业（住管和商管）部分：

目前 2023 年一线主流物业企业平均 PS 估值在 1.99XPS。考虑公司成长性和行业地位给予类似估值，即 1.9XPS。按照万物云主营业务收入剔除“AloT&BPaaS 解决方案部分”，2023 年其他两项业务收入为 351.31 亿元测算，预计合理市值在 667.49 亿元。

表 6 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿港元)	营业收入（亿港元）			PS（倍）			PSG（2023）
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023PS/(2022-24 年净利润复合增速)
6049.HK	保利物业	217.18	153.22	185.01	228.10	1.42	1.17	0.95	0.05
2669.HK	中海物业	301.41	126.89	163.25	207.46	2.38	1.85	1.45	0.07
6098.HK	碧桂园服务	290.10	463.64	533.97	617.40	0.63	0.54	0.47	0.04
1209.HK	华润万象生活	774.91	134.75	175.58	219.93	5.75	4.41	3.52	0.16
均值						2.54	1.99	1.60	0.08

注：1）收盘价为 2023 年 8 月 28 日价格，营业收入为 Wind 一致预期。1 港元=0.93 人民币
 资料来源：Wind，海通证券研究所

AloT&BPaaS 解决方案部分：

根据可比公司 PS 估值情况，考虑到公司 AloT&BPaaS 业务正在发展前期阶段有待验证，我们给予公司 AloT&BPaaS 业务 2023 年 1.0XPS，按照公司 2023 年 AloT&BPaaS 业务营业收入 27.85 亿测算，该项业务市值区间为 27.85 亿元。

表 7 可比公司估值表（原始货币计价）

代码	简称	公司类型	总市值 (亿元)	总营收（亿元）			PS（倍）			PSG（2023）
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023PS/(2022-24 年净利润复合增速)
002153.SZ	石基信息	SaaS-酒店	339.78	25.95	31.34	37.37	11	11	9	0.5
0909.HK	明源云	SaaS&PaaS-地产	77.13	18.33	18.56	21.49	6	4	4	0.4
002410.SZ	广联达	AloT&SaaS&PaaS-建筑	396.07	65.91	81.27	100.68	11	5	4	0.2
3738.HK	阜博集团	SaaS-网媒	57.83	14.43	20.07	28.47	8	3	2	0.1
TUYA.N	涂鸦智能	AIOT&PaaS	9.47	2.08	2.12	2.54	5	4	4	0.4
均值							8	5	4	0.3

注：收盘价为 2023 年 8 月 28 日价格，营业收入为 Wind 一致预期。1 港元=0.93 人民币
 资料来源：Wind，海通证券研究所

结合以上两部分，我们取对应估值的平均值加总，分部估值在 695.34 亿人民币。按照总股本 11.78 亿股，对应合理价值为 59.03 元。

表 8 PS 分部估值表（人民币货币计价）

	营业收入（亿元）	PS 估值区间对应估值（亿元）
	2023E	1.9X
1) 基础物业服务	351.31	667.49
	营业收入（亿元）	PS 估值区间对应估值（亿元）
	2023E	1.0X
2) AIoT&BPaaS 业务	27.85	27.85
3) 合计		695.34

资料来源：Wind，海通证券研究所

综合 PE 估值和 PS 估值，我们给予合理价值区间人民币 48.9 元至 59.03 元（折合港币 52.58 元至 63.47 元）。

风险提示：行业面临下行和政策不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标					营业总收入	30107	37916	47583	60630
每股收益	1.28	1.63	1.95	2.33	营业成本	25875	32497	40875	52247
每股净资产	14.43	15.43	16.71	18.40	销售费用	450	569	714	909
					管理费用	2153	2351	2903	3698
价值评估（倍）					财务费用	-35	-232	-296	-373
P/E	21.11	16.63	13.91	11.61	营业利润	1472	1650	2184	2661
P/B	1.88	1.75	1.62	1.47	除税前利润	2021	2569	3032	3588
EV/EBITDA	9.69	6.75	4.71	2.07	减：所得税	435	565	637	718
盈利能力指标（%）					净利润	1586	2004	2396	2870
毛利率	14.05%	14.29%	14.10%	13.83%	少数股东权益	76	86	103	123
净利润率	5.02%	5.06%	4.82%	4.53%	归属普通股股东净利润	1510	1918	2293	2747
净资产收益率	9.18%	10.93%	12.09%	13.19%	EBITDA	1914	2123	2638	3097
盈利增长（%）									
营业收入增长率	27.00%	25.94%	25.50%	27.42%					
净利润增长率	-9.42%	26.98%	19.53%	19.82%					
偿债能力指标					资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	53.94%	57.44%	60.55%	63.62%	流动资产	21789	27385	34566	44145
流动比率	1.23	1.23	1.23	1.24	现金	13345	17565	21875	27894
速动比率	1.20	1.20	1.21	1.21	应收账款	6229	7033	9205	11816
经营效率指标					存货	70	88	111	141
应收账款周转率	4.83	5.39	5.17	5.13	其他	2144	2699	3376	4294
应付账款周转率	4.86	4.86	4.86	4.86	非流动资产	15121	15327	15346	15452
					固定资产	666	730	791	849
					无形资产	8738	8301	7886	7492
					其他	5717	6296	6669	7111
					资产总计	36910	42712	49912	59597
					流动负债	17714	22336	28025	35723
					短期借款	0	0	0	0
					应付账款	5320	6681	8404	10742
					其他	12394	15655	19621	24981
					非流动负债	2195	2195	2195	2195
					长期借款	0	0	0	0
					其他	2195	2195	2195	2195
					负债合计	19909	24532	30220	37918
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	少数股东权益	541	627	730	854
经营活动现金流	2756	4932	5063	6817	留存收益和资本公积	15281	16374	17783	19646
投资活动现金流	-36	113	131	86	负债和股东权益	36910	42712	49912	59597
融资活动现金流	4183	-825	-884	-884					
现金净流量	6915	4220	4310	6019					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 城建发展,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,天健集团,建发股份,卓越商企服务,融创服务,万物云,保利发展,锦和商管,华发股份,金地集团,龙湖集团,招商蛇口,张江高科,美的置业,远洋服务,越秀服务,首开股份,万科 A,绿城中国,中国金茂,建发国际集团,新城控股,华润万象生活

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。