公司深度

公司研究

证券研究报告

推荐 （维持）

世联行（002285）

风险评级：中风险

传统与新业务并驾齐驱 持续快速发展值得期待

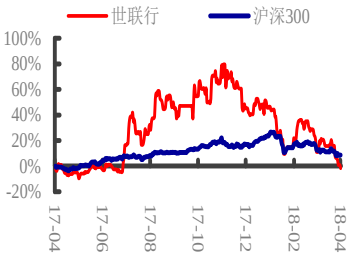
2018 年 4 月 24 日

何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据

2018 年 4 月 23 日	
收盘价(元)	7.80
总市值（亿元）	159.43
总股本(亿股)	2,043.98
流通股本(亿股)	1,702.04
ROE（TTM）	19.81%
12 月最高价(元)	14.70
12 月最低价(元)	7.07

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

投资要点：

- **公司简介。**公司成立于93年，14年更名为“世联行”，并启动祥云战略，在新的服务内容上不断求变探索。公司业务分为交易、运营、投资三大服务模块。各业务互相借力，成为协同发展的闭环业务。近年传统业务与新业务并驾齐驱，获得持续理想的增长。

- **业绩持续快速增长 为股东创造价值。**公司13—17年分别实现营收25.63亿，33.08亿，47.11亿，62.7亿及82.12亿，复合增长率33.79%。分别实现归属净利润3.18亿，3.94亿，5.09亿，7.47亿及10.04亿，复合增长率33.29%。公司业绩持续快速增长，为股东创造价值，令人满意。

- **代理销售市场占有率持续提升 未来向上空间存在。**17年公司共进驻185个城市，2100多个案场，服务触角从一线一直深入到四五线城市，累计实现销售套数49.71万套。公司多年来代理销售金额持续上升，市场占有率也稳步提升。随着这些龙头房企在市场上占有率持续提升，相信公司代理销售市场占有率也将实现持续的上升。

- **长租公寓迎风而起 公司进入第一梯队行列。**公司旗下红璞公寓以集中式公寓为主要体现，并且叠加公司多业务资源，大力开展和各级政府、国有租赁平台、地产开发商、资产型国企、村集体等资产端广泛多元、定制化的合作模式。截至17年底，全国签约间数突破10万间。随着摊销逐步结束，同时人均管理套数上升，另外未来运营的套数增加及租金提升，该业务持续发力贡献业绩值得期待。

- **总结与投资建议。**近年公司业绩一直保持快速增长，成长性强。传统代理销售业务稳步发展；金融服务、资产服务和互联网+服务（电商服务）等创新业务增长势头强劲，同时新业务贡献营收及净利占比快速提升，进一步打开公司成长空间。同时公司长租公寓业务规模上已经进入第一梯队，站在政策支持风口之上，业务未来实现盈利提升贡献业绩预期强烈。预测公司18年——19年EPS分别为0.61元和0.78元，对应当前股价估值分别为12.5倍和10倍，估值偏低，维持公司“推荐”投资评级。

- **风险提示。**代理销售及新业务发展低于预期

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万）	8,211.55	10,510.78	13,348.69	16,819.35
增长率（%）	30.97	28.00	27.00	26.00
归属净利润（百万）	1,003.88	1,254.04	1,601.93	1,967.44
增长率（%）	34.35	24.92	27.74	22.82
毛利率（%）	26.53	26.50	26.50	26.50
净利率（%）	12.23	11.93	12.00	11.70
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益（元）	**0.49**	**0.61**	**0.78**	**0.96**

资料来源：东莞证券研究所，Wind

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目　录

1. 公司简介 3
2. 业绩持续快速增长 为股东创造价值 3
3. 代理销售市场占有率持续提升 未来向上空间存在 5
4. 互联网+增长理想 持续贡献业绩 6
5. 资产管理业务值得期待 7
6. 长租公寓迎风而起 公司进入第一梯队行列 8
7. 金融服务稳步发展 8
8. 定增及股权激励提升公司发展后劲 8
9. 总结与投资建议 9

插图目录

图 1：营业收入同比增长 3
图 2：净利润同比增长 3
图 3：各业务营收占比 4
图 4：各业务营收及毛利率增长情况 4
图 5：代理销售收入增长情况 5
图 6：代理费用率变化情况 5
图 7：资产管理业务营收增长情况 6

表格目录

表 1：互联网+业务收入变化 6
表 2：公司盈利预测简表 9

1. 公司简介

世联成立于 1993 年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2007 年，世联整体改制，成立深圳世联地产顾问股份有限公司。2009 年 8 月 28 日，在深交所成功挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。2014 年公司更名为“世联行”，并启动祥云战略，在新的服务内容上不断求变探索。公司为当前 A 股上市唯一的房地产综合服务型企业，在房地产行业进入“下半场”，公司发展空间更大，前景良好。

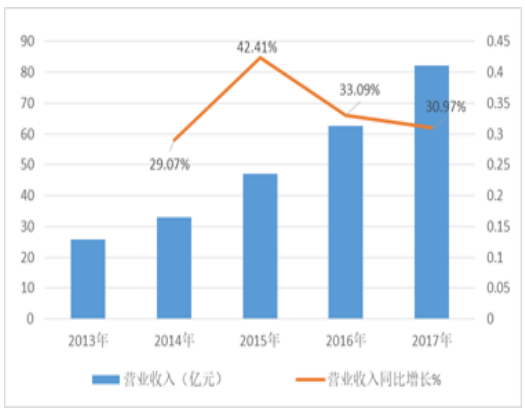
公司业务相应地划分为交易、运营、投资三大服务模块。交易服务模块包括交易及交易后服务两大服务内容；运营服务模块包括公寓及资产管理等业务；投资服务模块提供资产投资和管理服务。近年公司传统业务与新业务并驾齐驱，获得持续理想的增长，令人满意。

整体看，公司在传统业务夯实、真实交易场景不断延伸的基础上，凭借对行业发展的理解和客户需求的认知，叠加了金融、资管、互联网+（电商）等创新服务，在服务转型上获得了进展：针对房地产交易的拓展环节，利用互联网工具整合线下渠道及提供金融服务；针对存量房地产服务的未来格局，除提供基础物业管理服务外，还尝试新的服务，如世联红璞的公寓管理、小样社区的运营管理、社区管家和世联养老等服务。各业务板块互相借力，成为协同发展的闭环业务。近年公司传统业务与新业务并驾齐驱，获得持续理想的增长。

2. 业绩持续快速增长 为股东创造价值

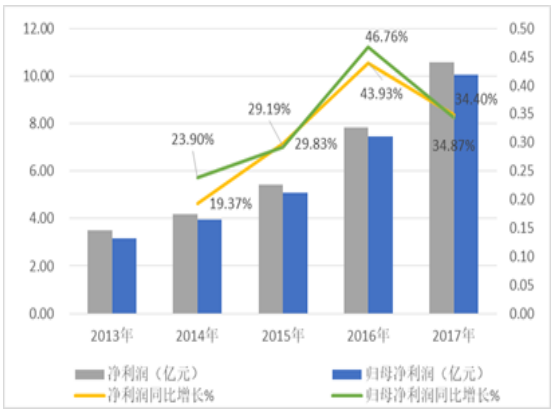
公司 2013 年——2017 年分别实现营业收入 25.63 亿，33.08 亿，47.11 亿，62.7 亿及 82.12 亿，4 年复合增长率为 33.79%。分别实现归属净利润 3.18 亿，3.94 亿，5.09 亿，7.47 亿及 10.04 亿，复合增长率为 33.29%。公司近几年营收及归属净利润复合增长率均高于 30%，业绩持续快速增长，为股东创造价值，令人满意。

图1：营业收入同比增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图2：净利润同比增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

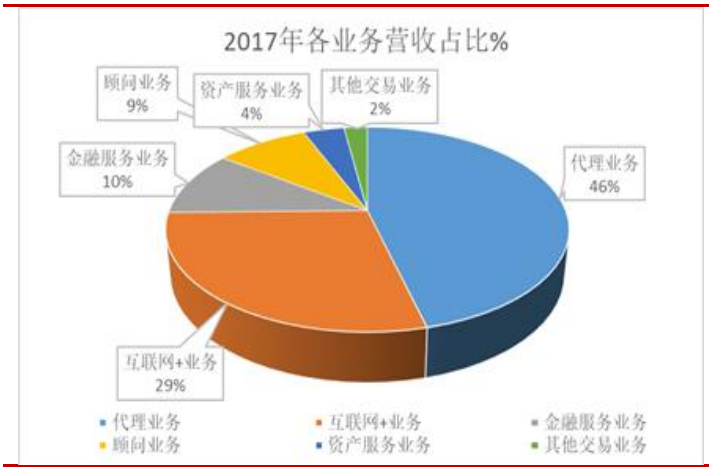
2017 年公司实现营业收入 82.12 亿元，同比增长 30.97%；归属上市公司股东的净利润

为 10.04 亿元，同比增长 34.35%。主要原因是：1）报告期公司互联网+业务发展迅速，收入同比增长 61.84%；2）公司积极拓展公寓等资产服务业务发展迅速，收入同比增长 68.80%；3）公司金融服务业务发展顺利，收入同比增长 62.26%。同时公司预告 18 年一季度由于公寓管理、世联空间等业务快速发展，加大投入造成一季度结算净利润出现 1854.31 万至 4635.77 万的亏损。但我们相信这只是季节性财务结算带来的影响，18 年全年业绩保持理想增幅仍可期。

公司业务分为房地产交易服务、互联网+业务、资产管理服务和金融服务四大板块。房地产交易服务包括原来的代理销售业务和经纪业务；资产管理服务包括资产服务业务和顾问策划业务；互联网+业务主要是指通过建立综合平台，整合营销渠道，向开发商、渠道、购房者提供服务。近年各项业务均持续较快发展，新业务与传统业务并驾齐驱。

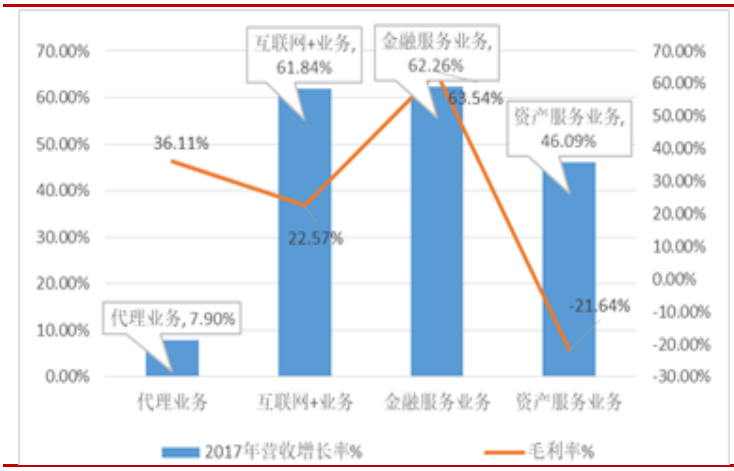
其中代理业务仍是公司主要收入来源，但占整体营收比重逐年下降，当前已经下降到 50%以下。互联网+业务是新业务中持续快速发展，现时体量第二大的业务。金融服务业务是公司当前增速最快的业务。而资产管理业务随着长租公寓逐步发展及成熟，贡献业绩规模将逐渐显现。

图3：各业务营收占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：各业务营收及毛利率增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 代理销售市场占有率持续提升 未来向上空间存在

房地产交易服务业务目前主要是代理销售业务，代理销售业务收入在这一业务板块的占比达到 95%以上。公司代理业务通过投资、金融、渠道分销等服务模式，针对性的解决大中小不同开发商的各类需求，为其提供定制化的房地产综合服务方案。

17 年公司共进驻 185 个城市，2100 多个案场，服务触角从一线一直深入到四五线城市，累计实现销售套数 49.71 万套，全年上门客户数量超过 209 万，累计帮助近 50 万位购房者实现置业梦想。公司交易系统平台不断完善升级，案场销售全面实现线上化作业，打通了内外场和线上线下交易服务，进一步扩大新房交易额。

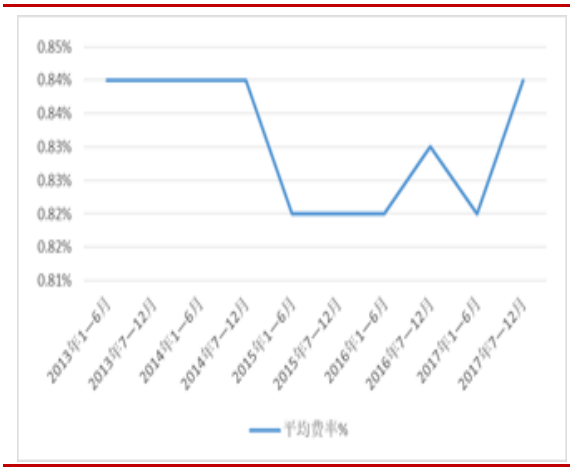
公司目前累计已实现但未结算的代理销售额约 3581 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 27.7 亿元的代理费收入；其中属于公司 100%控股子公司的未结算代理销售额约 2,987 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 22.7 亿元的代理费收入；剩余部分为归属于山东世联、四川嘉联、厦门立丹行、青岛荣置地的未结算代理销售额和未结算代理费。

公司多年来代理销售金额持续上升，市场占有率也稳步提升。虽然 17 年代理销售市场占有率下降了约 2%，但加上电商后综合市场占有率是提升 1.3%。

图5：代理销售收入增长情况

图6：代理费用率变化情况

数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另外，公司前 5 大客户中，主要为恒大、万科、保利、富力等大型房企，这些大型房企与公司合作多年。通过世联专业性及竞争优势，在未来行业销售具有不确定性情况下，房企销售冲量将更依赖此类代理销售公司。而随着这些龙头房企在市场上占有率持续提升，相信公司代理销售市场占有率也将实现持续的上升。

4. 互联网+增长理想 持续贡献业绩

公司互联网+业务主要是通过建立综合平台，整合营销渠道，收取团购服务费获取购房团购优惠等方式，向开发商、渠道、购房者所提供的服务。该业务于 2014 年下半年开始运营，并与公司代理销售业务相互融合、相互促进，业务发展迅速。

公司通过持续拓宽整合营销电商平台，升级互联网链接平台产品，进一步整合营销资源，累计链接超过 23000 家供应商，并建立了新房营销供应商资源库，汇集 260 多家合作营销采购战略供应商、828 家营销采购长期供应商及 2 万多家长期合作经纪公司，实现了从链接营销资源平台到营销总包平台的转变。

截至 17 年年底，公司互联网+业务顺利完成 186 个城市的服务布局，新增三四线城市布局 81 个，合作项目累计超过 1000 个，营业收入 23.53 亿元，同比增长 61.84%，毛利 5.31 亿元，同比增长 89.73%。持续开展线上营销活动，线上开展了网上售楼处、特惠房展会、返乡季、旅居业务等专题活动，接待直销咨询报名 130 多万人次，在 25 个大中城市电商市场份额居市场 top3，其中济南、惠州、广州、深圳等 8 家地区公司实现营收过 1 亿，武汉、南宁、成都、重庆等城市亦表现出强劲的增长势头。

公司互联网+业务，16 年全年实现营业收入 14.5 亿，同比增长 100%，占整体营收 23%；17 年实现收入 23.53 亿，同比增长 62.27%，占总营业收入达 28.6%。当前互联网+业务为公司第二大收入来源，而其与第一大业务——代理销售业务，以及金融业务及其他业务的协同效应也更趋明显，强化了世联行对开发商客户及 C 端小业主客户的服务能力。

表 1：互联网+业务收入变化

项目	2017年	2016年	2015年
在执行项目数（个）	1289	848	597
未结转的预收费金额（万元）	17042.68	23983.81	14706.31
互联网+业务收入（万元）	235318.26	145405.16	72847.08

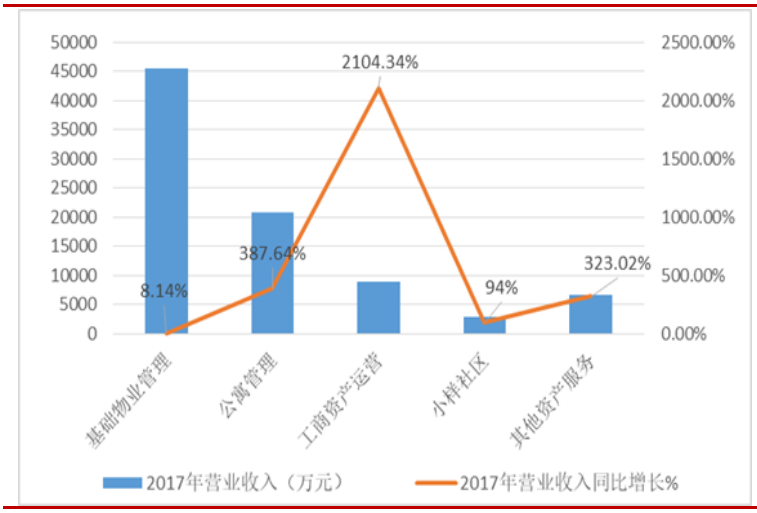
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 资产管理业务值得期待

公司的资产服务业务除了原有的基础物业管理服务外，15 年开始开展了一些新的业务类型，逐步聚焦房地产存量市场。这些业务包括：工商物业、小样社区的运营管理服务、公寓管理、养老服务等。

资产服务业务中占比最大的是基础物业管理服务。物业管理业务以工商物业及都市型产业园为服务标的，受物业所有人或使用人委托、运用现代管理与服务技术，对已经投入使用的各类物业实施企业化、社会化、经营化、规模化的管理；为物业所有人或者使用者提供高效、周到的服务，提高物业的使用价值和经济价值。

图7：资产管理业务营收增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

17 年公司实际在管的全委托项目个数较上年同期增加了 4 个，收费面积增加了 103.61 万平方米，基础物业管理服务收入同比增长 8.14%，因公司上年 5 月份转让了青岛雅园的全部股权后不再纳入公司合并范围，剔除此项影响外，收入实际同比增长 29.43%。

当前，世联君汇工商物业运营全链条服务的业务模型基本成型，分支机构已遍布全国二十多个核心城市；各项业务间的协同效果显著，其中工商物业运营业务收入在 17 年得到大幅增长，咨询顾问和物业管理业务持续稳步增长，资管业务以世联君汇为主体实现收入 7.86 亿元、同比增长 57.15%。世联空间在全国 13 个城市落地了 30 个项目，运营管理面积达 16 万平米，其中有 3 个轻资产托管项目，实现了“世联空间”品牌和运营管理输出。

6. 长租公寓迎风而起 公司进入第一梯队行列

公司旗下的红璞公寓以集中式公寓为主要体现，并且叠加公司多业务资源，大力开展和各级政府、国有租赁平台、地产开发商、资产型国企、村集体等资产端广泛多元、定制化的合作模式。截至 17 年年底，全国签约间数突破 10 万间，完成了 17 年制定的全国目标签约总量。除广州、武汉、杭州、成都、郑州、济南传统六大核心城市外，厦门、西安、苏州三座后起之秀也在房源拓展上做出贡献，九大城市签约总量占全国总量的 90%以上，市场布局 29 城，覆盖核心一二线城市，已进入了中国长租公寓品牌第一梯队。在管运营房间约 3.5 万间，平均出租率 81%，公司公寓管理业务实现收入 2.08 亿元，同比增加 387.64%。

同时，世联红璞已经与 58 同城、支付宝、闲鱼、平安好房、巴乐兔、蘑菇租房等第三方低成本、免费渠道租房平台积极开展相关合作，加强出房能力，销售手段多样化，建设营销能力，降低营销成本，构建红璞的核心竞争力。

公司长租公寓每间装修费用约 4 万/间，一般 5 年左右时间摊销完。同时公司在房源收取上不盲目为了扩大规模而牺牲盈利性，并且采取轻重资产结合模式获取房源，经测算项目内部收益率约 14.5%，收益具有保障性。长租公寓由于前期推广费用及装修摊销的影响，在当期利润没有得到体现。但随着摊销逐步结束，同时人均管理套数上升，另外未来运营的套数增加及租金提升，该业务持续发力贡献业绩值得期待。

7. 金融服务稳步发展

应市场环境和客户需求的变化，从 16 年下半年起，公司积极研发新的金融服务产品。在 17 年公司的金融服务业务完成了总部与全国地区团队的矩阵化管理变革，大幅提升组织效能，进一步支持了 “8 大场景、3 大系列、22 项产品”的落地与上量。

在渠道方面，除了继续加强地区自有渠道团队的专业性建设以外，还迅速整合超过 320 家行业渠道，并形成“支持、服务、管理、稽核、整改”的渠道管理体系，大幅提升了世联金融的行业影响力。

产品与渠道并举，使得 17 年全年放贷额 114.94 亿元，增长 280.75%。收入达 7.25 亿元，增长 62.26%；毛利 4.61 亿元，增长 86.76%。截至 17 年年末，公司贷款余额为 49.52 亿元，比上年同期增长 317.71%。在业务量迅速扩大的同时，不良率同比降低 51%。

8. 定增及股权激励提升公司发展后劲

2015 年 5 月底，11.2 亿定增资金到位，使得公司在战略布局时期获得充足的资本储备，资本实力再次增强，为发力移动互联、深化 C 端服务打下基础； 2016 年 5 月，完成限制性股票激励计划授予登记，2017 年 11 月，完成股票期权的授予登记，不仅有效凝聚一大批核心骨干，同时吸纳了更多来自金融和互联网行业的人才，形成与股东利益、公司利益一致的同路人。

9. 总结与投资建议

公司为 A 股上市唯一的房地产服务型企业。房地产行业进入“下半场”，新房代理销售业务行业集中度提升现象更显著，公司龙头企业优势将更为突出，市场占有率持续提升值得期待。同时存量房数量持续增长的大背景下，对于房地产服务的需求将激增，公司发展进入景气时代。

近年公司业绩一直保持快速增长，成长性强。传统代理销售业务稳步发展；金融服务、资产服务和互联网+服务（电商服务）等创新业务增长势头强劲，同时新业务贡献营收及净利占比快速提升，进一步打开公司成长空间。同时公司长租公寓业务规模上已经进入第一梯队，站在政策支持风口之上，业务未来实现盈利提升贡献业绩预期强烈。

整体看好公司未来发展前景，预测公司 18 年——19 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.78 元，对应当前股价 PE 分别为 12.5 倍和 10 倍。维持公司“推荐”投资评级，建议投资者积极关注。

表 2：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**8211.55**	**10510.78**	**13348.69**	**16819.35**
营业总成本	**6788.98**	**8636.29**	**10954.18**	**13871.87**
营业成本	6032.76	7725.42	9811.29	12362.22
营业税金及附加	60.42	157.66	200.23	252.29
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	494.24	683.20	867.66	1177.35
财务费用	62.18	70.00	75.00	80.00
其他经营收益	**30.50**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	**1453.07**	**1874.49**	**2394.51**	**2947.48**
加营业外收入	24.46	0.00	0.00	0.00
减营业外支出	4.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	**1473.08**	**1874.49**	**2394.51**	**2947.48**
减所得税	435.25	552.98	706.38	872.45
净利润	**1037.83**	**1321.52**	**1688.13**	**2075.03**
减少数股东损益	51.96	67.48	86.20	107.58
归母公司所有者的净利润	1003.88	1254.04	1601.93	1967.44
基本每股收益(元)	**0.49**	**0.61**	**0.78**	**0.96**

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn