

招商积余 (001914)

证券研究报告

2023年03月23日

市拓发力，行稳致远

事件：公司发布 2022 年年度报告，22 年实现营业收入 130.24 亿元，同比+22.97%；实现归母净利润 5.94 亿元，同比+15.72%；基本每股收益 0.56 元/股，同比+15.71%。

业绩表现稳健，剔除减租影响后利润高增。收入端，公司 22 年实现营业收入 130.24 亿元，同比+22.97%。物管业务实现收入 125.04 亿元，同比+26.19%，主要得益于原有管理项目增长以及新拓市场化项目的增加。其中，基础物管、平台增值服务、专业增值服务分别实现收入 100.57、5.76、18.70 亿元，分别同比+28.89%、+116.91%、+1.65%。**利润端，**公司 22 年实现归母净利润 5.94 亿元，同比+15.72%。公司于 22 年上半年重资产剥离中转让三家子公司股权产生投资收益 0.33 亿元，同时因房产租金减免 0.86 亿元致使归母净利润减少 0.81 亿元，剔除减免房产租金影响后归母净利润较上年同期增长 31.58%。

住宅毛利率提升，经营性现金流显著改善。利润率方面，公司 22 年毛利率 11.84%，较 21 年同期下降 1.92pct，市场竞争加剧、人工成本上升、减免房产租金等均对毛利造成影响。其中，基础物管毛利率 9.78%，较 21 年同期-1.33pct，住宅、非住宅毛利率分别为 9.12%、10.08%，较 21 年同期+2.55pct、-3.52pct，公司落实降本增效与精益管理，有效处理物管费收缴压力，住宅毛利率得到显著改善。公司净利率 4.37%，较 21 年同期+0.10pct。**费用率方面，**销售、管理、财务费用分别较 21 年同期-17.94%、+21.24%、-29.21%，管理费上升主要因收购业务中介服务费增加及经营规模扩大。截止 22 年末公司总资产 178.15 亿元，资产负债率 47.73%，较 21 年同期下降 1.12pct；经营性净现金流 9.95 亿元，同比+41.60%，主要源于赣州九方、昆山中航及中航城投资的债权款回收。

市场扩展多点发力，业务资源结构优化。市拓方面，公司 22 年物管业务新签年度合同额 33.14 亿元，来自控股股东与第三方新签合同额分别占 16.20%、83.80%，第三方千万级以上项目占 50%以上。新拓城市服务、高校、IFM、医院优质项目，市场参与度与差异化进一步提升。“总对总”业务新签年度合同额同比+46%，同多家企业达成深度合作；合资合作业务新签年度合同额同比+49%，新成立合资公司 5 家，并与地方大型资源平台达成合作，城服、公建等领域业务资源持续补强。**收并购方面，**上航物业、积余南航、深圳汇勤、新中物业已实现并表，协同拓展项目 8 个，在航空、金融业态的物管规模显著提升。

规模稳步扩张，立足资源禀赋。截至 22 年末，公司在管项目 1884 个，覆盖全国 127 个城市，管理面积达到 3.11 亿平，同比+10.82%。其中，住宅、非住宅管理面积分别为 1.28、1.83 亿平，分别占比 41.24%、58.76%。物管收入排名前五的区域合计管理面积 1.76 亿平，占比 56.42%。公司依托大股东的业务资源和支持稳健发展，截至年末，来自招商蛇口的物业管理面积 1.07 亿平，占比 34%。22 年控股股东招商蛇口实现签约销售面积 1193.65 万平，为公司合约增长提供充足支撑。

资管业务收入受减租影响。公司 22 年资管业务实现营收 4.65 亿元，同比-16.40%，主要由于购物中心、酒店等持有型物业收入减少及减免房产租金所致。商业运营方面，截至 22 年底，公司在管商业项目 52 个（含筹备项目），管理面积 293.1 万平，其中公司自持项目 3 个，受托管理母公司项目 45 个，第三方品牌输出项目 4 个。酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态总可出租面积为 48.86 万平，总出租率 97%。

投资建议：公司背靠招商局集团、中航集团两大央企，剔除减租影响后整体业绩符合预期，市场拓展表现良好，住宅业态盈利能力改善，非住布局更趋均衡。考虑市场竞争加剧，我们略微调整预测公司 23-25 年归母净利润分别为 7.68 亿元、9.32 亿元、11.39 亿元（23-24 年原值：8.11 亿元、9.93 亿元），对应 EPS 分别为 0.72 元、0.88 元、1.07 元，对应 PE 分别为 21.16X、17.42X、14.26X，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动不及预期、房屋销售不及预期、宏观经济不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,590.93	13,023.78	15,654.58	19,089.20	23,517.89
增长率(%)	22.65	22.97	20.20	21.94	23.20
EBITDA(百万元)	1,149.66	1,066.42	1,369.77	1,643.76	1,935.70
归属母公司净利润(百万元)	512.87	593.51	767.80	932.38	1,139.42
增长率(%)	17.86	15.72	29.37	21.43	22.21
EPS(元/股)	0.48	0.56	0.72	0.88	1.07
市盈率(P/E)	31.69	27.39	21.17	17.43	14.27
市净率(P/B)	1.88	1.78	1.64	1.50	1.36
市销率(P/S)	1.53	1.25	1.04	0.85	0.69
EV/EBITDA	12.30	9.11	6.18	4.44	3.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,060.35
流通 A 股股本(百万股)	1,060.24
A 股总市值(百万元)	16,255.11
流通 A 股市值(百万元)	16,253.47
每股净资产(元)	8.63
资产负债率(%)	47.73
一年内最高/最低(元)	19.86/13.17

作者

刘清海 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110523010003
 liuqinghai@tfzq.com

股价走势

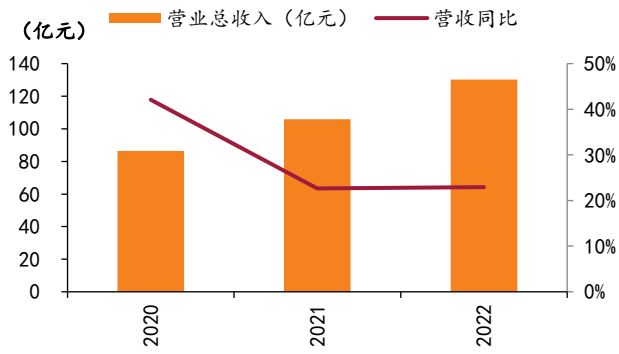


资料来源：聚源数据

相关报告

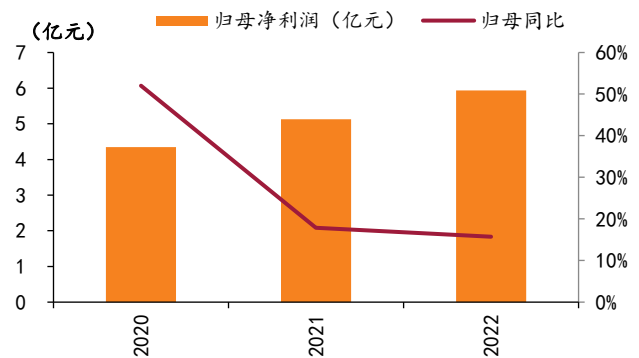
- 《招商积余-季报点评:Q3 业绩稳步增长，核心业务发展迅速》2022-10-27
- 《招商积余-半年报点评:物管板块稳中向好，多元业态快速突破》2022-08-29
- 《招商积余-季报点评:Q1 业绩增长稳健，非住驱动利润修复》2022-04-29

图 1：公司营业总收入和同比增速



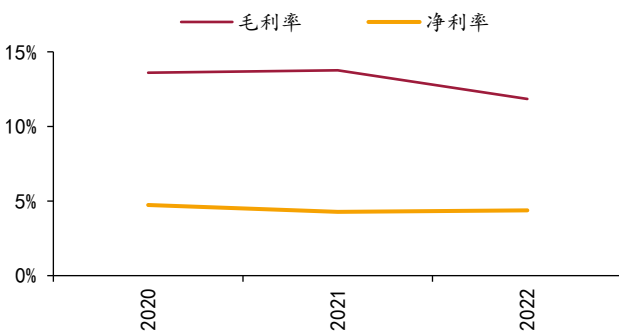
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



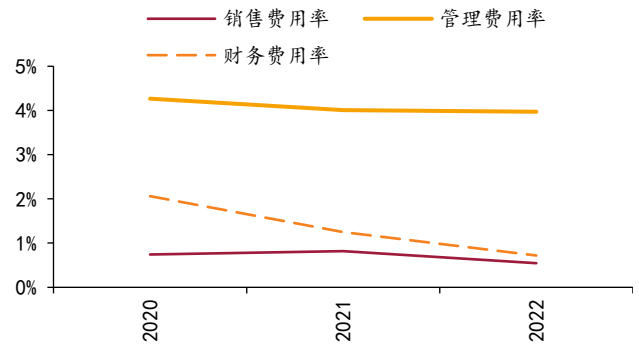
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率



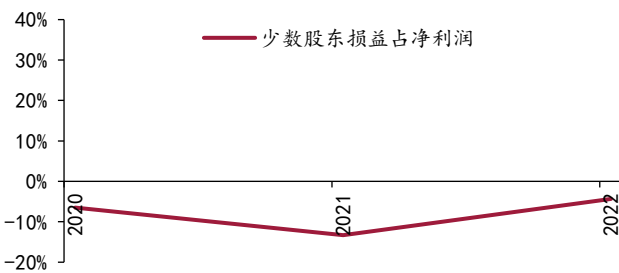
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：销售、管理、财务费用率



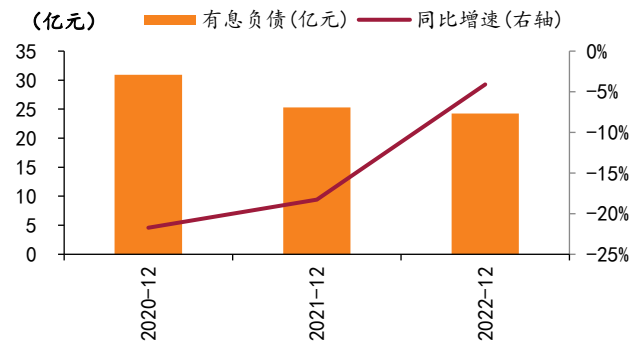
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司少数股东损益占净利润比重



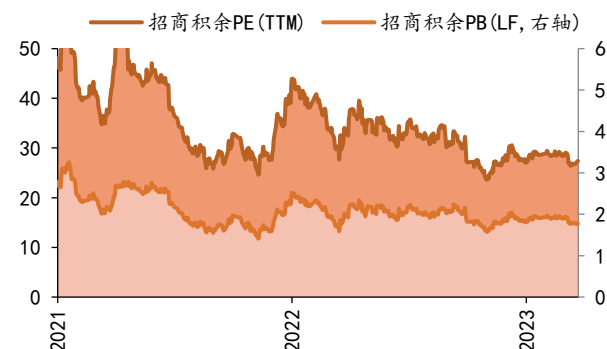
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司有息负债



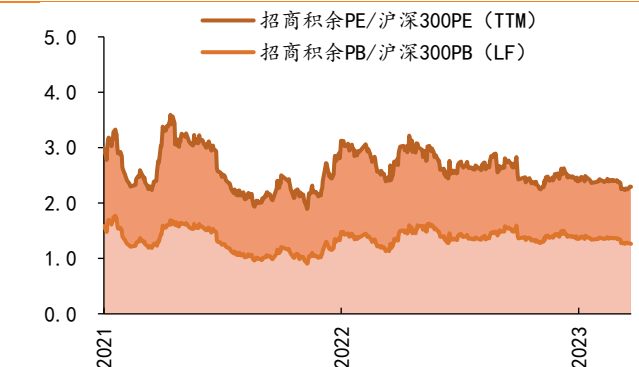
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司估值走势-PE(TTM)、PB(LF)



注：数据截至 2023 年 3 月 22 日
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司估值与沪深 300 指数之比



注：数据截至 2023 年 3 月 22 日
资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,060.42	3,167.15	4,422.81	5,585.28	6,811.79
应收票据及应收账款	1,540.10	2,359.41	2,119.53	2,864.87	3,275.92
预付账款	111.81	148.35	160.26	217.35	247.86
存货	1,390.02	1,164.42	1,105.49	1,209.08	1,300.28
其他	729.85	1,008.58	1,150.93	1,519.68	1,655.20
流动资产合计	5,832.21	7,847.91	8,959.02	11,396.25	13,291.05
长期股权投资	50.06	67.66	67.66	67.66	67.66
固定资产	565.19	660.02	660.38	667.73	672.09
在建工程	5.34	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	21.05	30.45	32.42	35.08	37.45
其他	10,291.65	9,208.96	9,251.41	9,259.12	9,165.93
非流动资产合计	10,933.30	9,967.09	10,011.86	10,029.59	9,943.13
资产总计	16,765.51	17,815.00	18,970.88	21,425.84	23,234.17
短期借款	200.23	0.00	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	1,040.64	1,703.73	2,079.46	2,549.67	3,153.42
其他	2,672.94	2,931.23	3,380.77	4,370.53	4,541.62
流动负债合计	3,913.81	4,634.95	5,560.24	7,020.20	7,795.04
长期借款	624.00	742.50	820.00	900.00	980.00
应付债券	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	1,460.68	846.63	1,069.57	1,125.63	1,013.94
非流动负债合计	3,584.68	3,089.13	3,389.57	3,525.63	3,493.94
负债合计	8,190.09	8,503.85	8,949.81	10,545.83	11,288.98
少数股东权益	(85.52)	161.31	104.17	30.61	(43.79)
股本	1,060.35	1,060.35	1,060.35	1,060.35	1,060.35
资本公积	3,067.63	3,067.98	3,067.98	3,067.98	3,067.98
留存收益	4,534.09	5,021.57	5,789.37	6,721.75	7,861.16
其他	(1.13)	(0.05)	(0.79)	(0.66)	(0.50)
股东权益合计	8,575.42	9,311.15	10,021.07	10,880.02	11,945.19
负债和股东权益总计	16,765.51	17,815.00	18,970.88	21,425.84	23,234.17

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	452.64	568.77	767.80	932.38	1,139.42
折旧摊销	78.97	89.90	52.68	55.98	59.28
财务费用	144.39	117.13	73.28	76.28	72.18
投资损失	(4.48)	(44.91)	(17.77)	(22.39)	(28.35)
营运资金变动	500.30	(308.25)	391.82	233.54	88.05
其它	(469.07)	572.47	22.86	(3.56)	(14.40)
经营活动现金流	702.74	995.10	1,290.67	1,272.23	1,316.18
资本支出	(612.46)	1,405.42	(167.95)	9.95	177.68
长期投资	(74.13)	17.60	0.00	0.00	0.00
其他	392.16	(799.00)	50.71	(123.56)	(275.33)
投资活动现金流	(294.42)	624.02	(117.23)	(113.61)	(97.65)
债权融资	(697.86)	(197.37)	82.96	3.72	7.82
股权融资	(119.13)	1.42	(0.74)	0.13	0.16
其他	174.26	(322.79)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(642.72)	(518.74)	82.22	3.85	7.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(234.40)	1,100.39	1,255.66	1,162.47	1,226.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,590.93	13,023.78	15,654.58	19,089.20	23,517.89
营业成本	9,133.47	11,481.62	13,619.48	16,664.87	20,531.12
营业税金及附加	92.15	87.15	125.55	89.72	122.29
销售费用	86.73	71.17	133.06	158.44	202.25
管理费用	386.83	468.99	563.56	687.21	853.70
研发费用	37.54	48.26	62.62	76.36	94.07
财务费用	132.49	93.79	73.28	76.28	72.18
资产/信用减值损失	(160.64)	(96.65)	(96.65)	(117.98)	(103.76)
公允价值变动收益	106.70	(8.46)	80.00	70.00	60.00
投资净收益	4.48	44.91	17.77	22.39	28.35
其他	26.52	8.23	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	744.66	824.77	1,078.14	1,310.73	1,626.87
营业外收入	11.89	11.98	19.22	14.36	15.19
营业外支出	10.17	15.17	5.00	5.00	5.00
利润总额	746.37	821.58	1,092.36	1,320.09	1,637.05
所得税	293.73	252.81	381.70	461.28	572.03
净利润	452.64	568.77	710.66	858.81	1,065.02
少数股东损益	(60.23)	(24.74)	(57.14)	(73.56)	(74.40)
归属于母公司净利润	512.87	593.51	767.80	932.38	1,139.42
每股收益(元)	0.48	0.56	0.72	0.88	1.07

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	22.65%	22.97%	20.20%	21.94%	23.20%
营业利润	24.38%	10.76%	30.72%	21.57%	24.12%
归属于母公司净利润	17.86%	15.72%	29.37%	21.43%	22.21%
获利能力					
毛利率	13.76%	11.84%	13.00%	12.70%	12.70%
净利率	4.84%	4.56%	4.90%	4.88%	4.84%
ROE	5.92%	6.49%	7.74%	8.59%	9.50%
ROIC	28.96%	48.33%	29.34%	42.55%	58.50%
偿债能力					
资产负债率	48.85%	47.73%	47.18%	49.22%	48.59%
净负债率	5.44%	-7.98%	-18.39%	-26.89%	-34.09%
流动比率	1.27	1.45	1.61	1.62	1.71
速动比率	0.96	1.23	1.41	1.45	1.54
营运能力					
应收账款周转率	7.86	6.68	6.99	7.66	7.66
存货周转率	7.14	10.20	13.79	16.49	18.74
总资产周转率	0.64	0.75	0.85	0.95	1.05
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.56	0.72	0.88	1.07
每股经营现金流	0.66	0.94	1.22	1.20	1.24
每股净资产	8.17	8.63	9.35	10.23	11.31
估值比率					
市盈率	31.69	27.39	21.17	17.43	14.27
市净率	1.88	1.78	1.64	1.50	1.36
EV/EBITDA	12.30	9.11	6.18	4.44	3.19
EV/EBIT	12.70	9.52	6.42	4.59	3.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com