

# 招商积余 (001914)

证券研究报告

2023年04月25日

## Q1 业绩稳增，市拓开局向好

**事件：**公司披露 2023 年一季报，23 年 Q1 实现营业收入 33.06 亿元，同比+30.28%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比+27.24%；基本每股收益 0.17 元/股，同比+27.19%。

**业绩稳健增长，规模扩大、并表驱动利润提升。**公司 Q1 实现营业收入 33.06 亿元，同比+30.28%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比+27.24%，主要因公司经营规模扩大及与新增新中物业、深圳汇勤等控股子公司并表，归母净利润增速略低于营收增速，由于公司费用支出增加、毛利有所下滑。

**净利率改善，资金使用提效，研发投入加大。**利润率方面，公司 Q1 毛利率 12.25%，较 22 年同期下降 1.05pct。公司净利率 5.81%，较 22 年同期+0.12pct。**费用率方面，**销售、管理、研发、财务费用分别较 22 年同期+28.33%、+33.89%、+57.76%、-44.06%，研发费用上升主要因增加数字化研发投入，构建数字化平台，加速推进“智慧物业”发展；财务费用下降主要因资金使用效率的提升。截止 23 年 Q1 公司总资产 182.46 亿元，资产负债率 47.92%，较 22 年同期下降 0.10pct；经营性净现金流-9.24 亿元，较 22 年同期下降 7.69pct。

**管理规模持续扩张，优势赛道贡献显著。**截至 23 年 Q1，公司在管项目 1945 个，管理面积达到 3.15 亿平。公司 Q1 物业管理业务实现新签年度合同额 8.04 亿元，同比增长 10.14%。在管项目较 22 年底增加 61 个，其中新增办公类、园区类、政府类项目达 30 余个，中标中芯上海等多个金额大、具有开拓意义项目（千万级项目占比近 3 成），优势赛道贡献显著。特色业态持续发力，航空、医院、城市服务类项目拓展再突破，中标南方航空物流公司项目、平潭综合区实验医院、漳州开发区道路绿化养护等服务项目；“总对总”业务不断开拓新客户，新入围小鹏、李宁、软通动力等客户供应商库；合资合作业务开发成果落地，与深汕城综集团共同设立深圳市招商积余城市综合服务有限公司。

**市拓多维发力，23 年开局向好。平台增值服务方面，**23 年 Q1，到家汇商城实现全平台交易额 2.67 亿元，同比增长 50.76%。公司持续“瞄准”业主与服务非住业态需求，挖掘多元增值服务潜力；推动“办公集采”升级为“招商易采”平台；持续发力“招小播”自有直播平台的赋能价值；结合“到家服务”等物业服务产品，探索更多具有物业领域特色的直播，把更多的服务与产品带给社区业主和客户；与深圳晚报签订战略合作，以企媒融合的形式合力开拓“红色研学”市场。**专业增值服务方面，**公司积极推动专业公司与各城市公司条块结合，利用庞大的“沃土”根基反哺专业增值服务，积余设施协同佛山、上海等城市公司成功拓展多个高质量 IFM 项目；推进老旧小区改造工作，抓实服务标准落地执行；建筑科技成功中标南山智谷、深圳华润城润玺二期两个重点建设项目，年合同额超 2000 万元，实现在绿色建筑、高端智能家居市场业务拓展突破，公司优秀的专业增值服务能力得到甲方高度认可。

**资管业务稳步发展。商业运营方面，**截至 23 年 Q1，公司在管商业项目 57 个（含筹备项目），管理面积 338 万平，其中公司自持项目 3 个，受托管理控股股东招商蛇口项目 50 个（较 22 年底增长 5 个），第三方品牌输出项目 4 个。**持有物业出租及经营方面，**酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多业态总可出租面积 48.86 万平，出租率达 96%。

**投资建议：**公司背靠招商局集团、中航集团两大央企，一季度业绩符合预期，规模扩张迅速，市拓多维发力，增值服务表现亮眼。我们维持预测公司 23-25 年归母净利润分别为 7.68 亿元、9.32 亿元、11.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.72 元、0.88 元、1.07 元，对应 PE 分别为 20.40X、16.80X、13.75X，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

### 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	15.52 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)	16,456.57
流通 A 股市值(百万元)	16,454.91
每股净资产(元)	8.80
资产负债率(%)	47.92
一年内最高/最低(元)	19.50/13.17

### 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

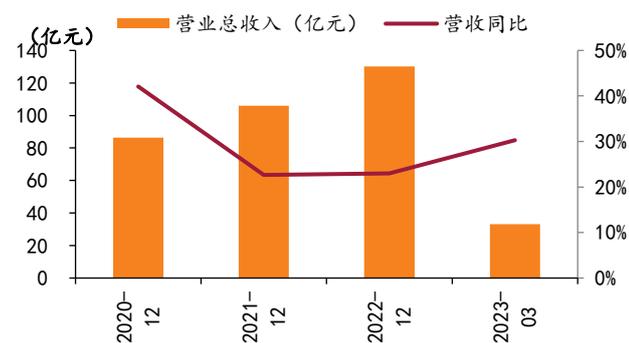
### 相关报告

- 《招商积余-年报点评报告:市拓发力，行稳致远》2023-03-23
- 《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

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
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)	30.54	26.39	20.40	16.80	13.75
市净率(P/B)	1.81	1.71	1.58	1.44	1.31
市销率(P/S)	1.48	1.20	1.00	0.82	0.67
EV/EBITDA	12.30	9.11	5.74	4.08	2.88

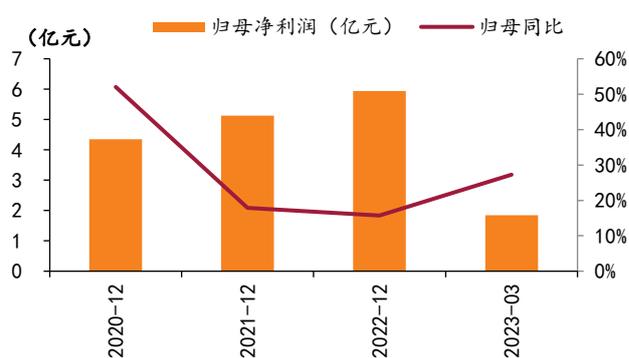
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：公司营业总收入和同比增速



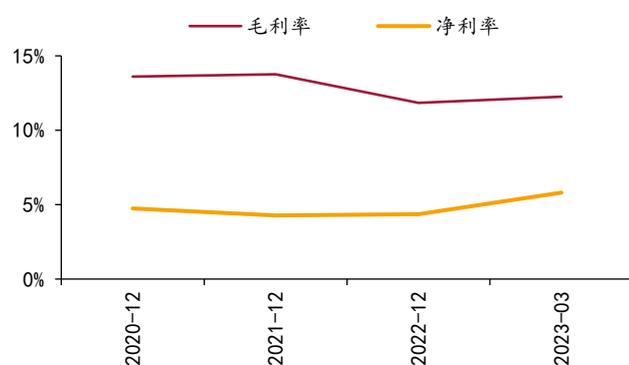
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润和同比增速



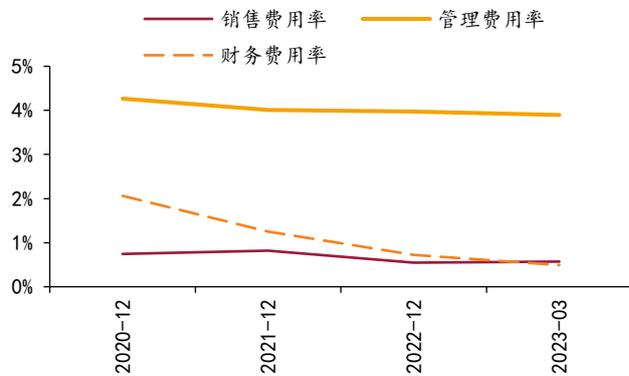
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率



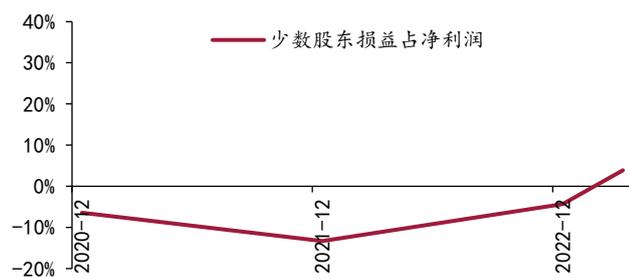
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：销售、管理、财务费用率



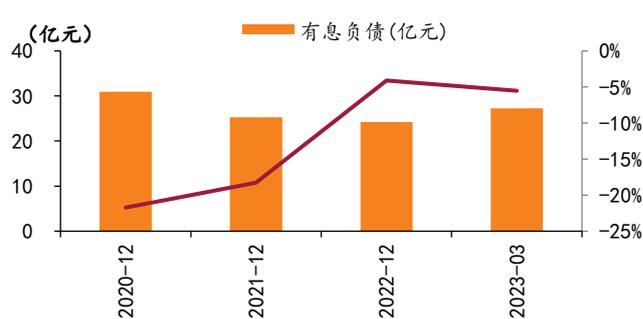
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

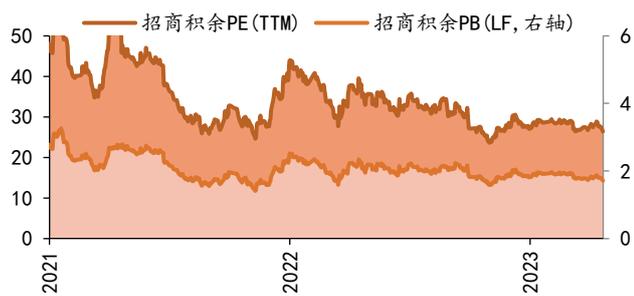
图 6：公司有息负债



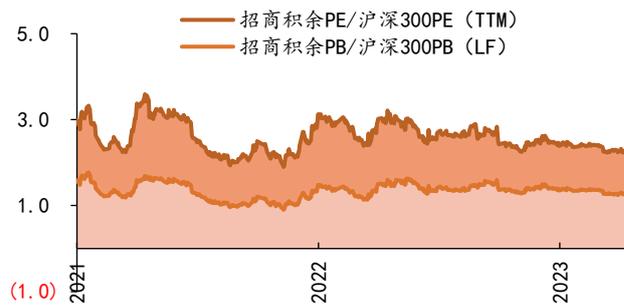
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司估值走势-PE(TTM)、PB(LF)

图 8：公司估值与沪深 300 指数之比



资料来源：Wind，天风证券研究所



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	利润表(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	营业收入	10,590.93	13,023.78	15,654.58	19,089.20	23,517.89
应收票据及应收账款	1,540.10	2,359.41	2,119.53	2,864.87	3,275.92	营业成本	9,133.47	11,481.62	13,619.48	16,664.87	20,531.12
预付账款	111.81	148.35	160.26	217.35	247.86	营业税金及附加	92.15	87.15	125.55	89.72	122.29
存货	1,390.02	1,164.42	1,105.49	1,209.08	1,300.28	销售费用	86.73	71.17	133.06	158.44	202.25
其他	729.85	1,008.58	1,150.93	1,519.68	1,655.20	管理费用	386.83	468.99	563.56	687.21	853.70
<b>流动资产合计</b>	<b>5,832.21</b>	<b>7,847.91</b>	<b>8,959.02</b>	<b>11,396.25</b>	<b>13,291.05</b>	研发费用	37.54	48.26	62.62	76.36	94.07
长期股权投资	50.06	67.66	67.66	67.66	67.66	财务费用	132.49	93.79	73.28	76.28	72.18
固定资产	565.19	660.02	660.38	667.73	672.09	资产/信用减值损失	(160.64)	(96.65)	(96.65)	(117.98)	(103.76)
在建工程	5.34	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	106.70	(8.46)	80.00	70.00	60.00
无形资产	21.05	30.45	32.42	35.08	37.45	投资净收益	4.48	44.91	17.77	22.39	28.35
其他	10,291.65	9,208.96	9,251.41	9,259.12	9,165.93	其他	26.52	8.23	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,933.30</b>	<b>9,967.09</b>	<b>10,011.86</b>	<b>10,029.59</b>	<b>9,943.13</b>	<b>营业利润</b>	<b>744.66</b>	<b>824.77</b>	<b>1,078.14</b>	<b>1,310.73</b>	<b>1,626.87</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,765.51</b>	<b>17,815.00</b>	<b>18,970.88</b>	<b>21,425.84</b>	<b>23,234.17</b>	营业外收入	11.89	11.98	19.22	14.36	15.19
短期借款	200.23	0.00	100.00	100.00	100.00	营业外支出	10.17	15.17	5.00	5.00	5.00
应付票据及应付账款	1,040.64	1,703.73	2,079.46	2,549.67	3,153.42	<b>利润总额</b>	<b>746.37</b>	<b>821.58</b>	<b>1,092.36</b>	<b>1,320.09</b>	<b>1,637.05</b>
其他	2,672.94	2,931.23	3,380.77	4,370.53	4,541.62	所得税	293.73	252.81	381.70	461.28	572.03
<b>流动负债合计</b>	<b>3,913.81</b>	<b>4,634.95</b>	<b>5,560.24</b>	<b>7,020.20</b>	<b>7,795.04</b>	<b>净利润</b>	<b>452.64</b>	<b>568.77</b>	<b>710.66</b>	<b>858.81</b>	<b>1,065.02</b>
长期借款	624.00	742.50	820.00	900.00	980.00	少数股东损益	(60.23)	(24.74)	(57.14)	(73.56)	(74.40)
应付债券	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>512.87</b>	<b>593.51</b>	<b>767.80</b>	<b>932.38</b>	<b>1,139.42</b>
其他	1,460.68	846.63	1,069.57	1,125.63	1,013.94	每股收益(元)	0.48	0.56	0.72	0.88	1.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,584.68</b>	<b>3,089.13</b>	<b>3,389.57</b>	<b>3,525.63</b>	<b>3,493.94</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,190.09</b>	<b>8,503.85</b>	<b>8,949.81</b>	<b>10,545.83</b>	<b>11,288.98</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	(85.52)	161.31	104.17	30.61	(43.79)	营业收入	22.65%	22.97%	20.20%	21.94%	23.20%
股本	1,060.35	1,060.35	1,060.35	1,060.35	1,060.35	营业利润	24.38%	10.76%	30.72%	21.57%	24.12%
资本公积	3,067.63	3,067.98	3,067.98	3,067.98	3,067.98	归属于母公司净利润	17.86%	15.72%	29.37%	21.43%	22.21%
留存收益	4,534.09	5,021.57	5,789.37	6,721.75	7,861.16	<b>获利能力</b>					
其他	(1.13)	(0.05)	(0.79)	(0.66)	(0.50)	毛利率	13.76%	11.84%	13.00%	12.70%	12.70%
<b>股东权益合计</b>	<b>8,575.42</b>	<b>9,311.15</b>	<b>10,021.07</b>	<b>10,880.02</b>	<b>11,945.19</b>	净利率	4.84%	4.56%	4.90%	4.88%	4.84%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,765.51</b>	<b>17,815.00</b>	<b>18,970.88</b>	<b>21,425.84</b>	<b>23,234.17</b>	ROE	5.92%	6.49%	7.74%	8.59%	9.50%
						ROIC	28.96%	48.33%	29.34%	42.55%	58.50%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	48.85%	47.73%	47.18%	49.22%	48.59%
净利润	452.64	568.77	767.80	932.38	1,139.42	净负债率	5.44%	-7.98%	-18.39%	-26.89%	-34.09%
折旧摊销	78.97	89.90	52.68	55.98	59.28	流动比率	1.27	1.45	1.61	1.62	1.71
财务费用	144.39	117.13	73.28	76.28	72.18	速动比率	0.96	1.23	1.41	1.45	1.54
投资损失	(4.48)	(44.91)	(17.77)	(22.39)	(28.35)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	500.30	(308.25)	391.82	233.54	88.05	应收账款周转率	7.86	6.68	6.99	7.66	7.66
其它	(469.07)	572.47	22.86	(3.56)	(14.40)	存货周转率	7.14	10.20	13.79	16.49	18.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>702.74</b>	<b>995.10</b>	<b>1,290.67</b>	<b>1,272.23</b>	<b>1,316.18</b>	总资产周转率	0.64	0.75	0.85	0.95	1.05
资本支出	(612.46)	1,405.42	(167.95)	9.95	177.68	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(74.13)	17.60	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.48	0.56	0.72	0.88	1.07
其他	392.16	(799.00)	50.71	(123.56)	(275.33)	每股经营现金流	0.66	0.94	1.22	1.20	1.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(294.42)</b>	<b>624.02</b>	<b>(117.23)</b>	<b>(113.61)</b>	<b>(97.65)</b>	每股净资产	8.17	8.63	9.35	10.23	11.31
债权融资	(697.86)	(197.37)	82.96	3.72	7.82	<b>估值比率</b>					
股权融资	(119.13)	1.42	(0.74)	0.13	0.16	市盈率	30.54	26.39	20.40	16.80	13.75
其他	174.26	(322.79)	0.00	(0.00)	0.00	市净率	1.81	1.71	1.58	1.44	1.31
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(642.72)</b>	<b>(518.74)</b>	<b>82.22</b>	<b>3.85</b>	<b>7.97</b>	EV/EBITDA	12.30	9.11	5.74	4.08	2.88
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.70	9.52	5.97	4.22	2.97
<b>现金净增加额</b>	<b>(234.40)</b>	<b>1,100.39</b>	<b>1,255.66</b>	<b>1,162.47</b>	<b>1,226.51</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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