

## 招商积余 (001914.SZ) 央企物管旗舰蓄势待发，盈利修复确定性强

2021年06月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790520100001

日期	2021/6/21
当前股价(元)	19.81
一年最高最低(元)	38.80/15.50
总市值(亿元)	210.05
流通市值(亿元)	132.11
总股本(亿股)	10.60
流通股本(亿股)	6.67
近3个月换手率(%)	53.05

### ● 资源禀赋强，城市服务启程，盈利持续修复，给予“买入”评级

招商积余坚持“大物管”、“大资管”战略，疫情对各项业务的负面冲击逐渐消退；两大央企强强联合，资源禀赋强，城市服务开始发力；当前盈利水平落后行业平均，但底部回升趋势明显，未来业绩释放有保障。我们预计2021-2023年归母净利润分别为6.75、8.98、11.92亿元，EPS分别为0.64、0.85、1.12元/股，当前股价对应PE为31.1、23.4、17.6倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 坚持“大物管”+“大资管”，非住地位市场领先

(1) 公司积极推进“大物业”战略布局，在管项目类型丰富，涵盖住宅、办公、商业、园区、政府、学校、公共、城市空间及其他业态。2020年公司在管面积1.91亿方，其中住宅、非住宅各自占比50%。从增长驱动看，2020年公司第三方贡献管理面积1.18亿方，同比增长31%，三方拓展逐渐发力。从业绩端看，若剔除并表口径影响，2020年招商物业+中航物业收入、净利润同比增速分别为8.7%、35.7%；2021Q1，招商物业+中航物业净利润同比增速落在8.7%-19.0%区间内。随着疫情消散，公司物管业务增速有望持续提升。(2) 恢复“大资管”常态，引入高管或催化提速。2021Q1，公司资管运营业务恢复常态，实现营收1.31亿元，同比增长42.54%，综合毛利率61.92%，同比提升9.11个百分点。公司新任袁嘉骅为招商九方商业管理（深圳）总经理，有效提升团队管理运营能力。

### ● 核心看点：资源禀赋强，盈利底部反转，加强科技化建设

(1) 资源禀赋优势强大。招商局集团主动对招商积余进行项目推荐；招商蛇口计划未来五年逐渐将投资性房地产在培育成熟后委托给公司管理。2021年3月，招商蛇口定下“双百”目标，在十四五规划内，招商蛇口要实现百亿商业收入、落地百个大型集中商业。(2) 盈利处于同行底部，改善趋势确定性强。中航物业、招商物业2020年净利率均有显著提升，分别达6.6%、6.8%，改善趋势明显。(3) 城市服务领域取得了重大突破，接连拓展塘朗山郊野公园、深圳湾公园等一批城市服务类项目。(4) 智慧化物业管理，持续加大研发投入。

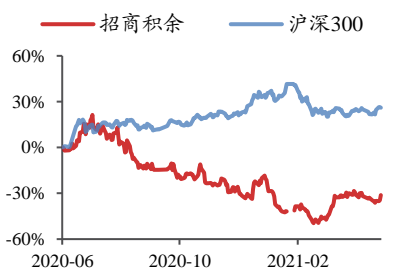
● 风险提示：行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力大。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,078	8,635	11,626	15,286	19,724
YOY(%)	-8.7	42.1	34.6	31.5	29.0
归母净利润(百万元)	286	435	675	898	1,192
YOY(%)	-66.6	52.0	55.1	33.0	32.8
毛利率(%)	18.3	13.6	14.6	14.9	15.3
净利率(%)	4.7	5.0	5.8	5.9	6.0
ROE(%)	3.4	4.9	7.2	8.9	10.8
EPS(摊薄/元)	0.27	0.41	0.64	0.85	1.12
P/E(倍)	73.4	48.3	31.1	23.4	17.6
P/B(倍)	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 目 录

1、 央企物管旗舰，新战略蓄势待发 .....	4
1.1、 百年招商焕然一新，背靠央企资源不断 .....	4
1.2、 提出“12347”战略，组织架构重建 .....	5
2、 坚持“大物管”+“大资管”，非住地位市场领先 .....	6
2.1、 构建“大物管”版图，物管规模稳健拓展 .....	7
2.1.1、 基础物管业务业绩持续修复 .....	7
2.1.2、 非住领域保持领先地位，三方拓展逐渐发力 .....	9
2.1.3、 专业化服务增长显著，有效渗透“衣食住行”多领域 .....	10
2.2、 恢复“大资管”常态，引入高管或催化提速 .....	11
2.2.1、 与品牌资源深度合作，陆续与控股股东签订委托协议 .....	12
2.2.2、 持有物业总体出租率高达 95% .....	13
3、 核心看点：资源禀赋强，盈利底部反转，加强科技化建设 .....	13
3.1、 资源禀赋优势强大，控股股东大力支持 .....	13
3.2、 盈利处于同行底部，改善趋势确定性强 .....	15
3.3、 城市服务加快拓展，长远布局未来可期 .....	16
3.4、 智慧化物业管理，持续加大研发投入 .....	16
4、 盈利预测与投资建议 .....	17
4.1、 盈利预测 .....	17
4.2、 投资建议 .....	19
5、 风险提示 .....	19
附： 财务预测摘要 .....	20

## 图表目录

图 1： 招商积余发展历史悠久 .....	4
图 2： 招商蛇口为公司第一大股东（截至 2021Q1） .....	5
图 3： 招商积余公司战略为“12347”框架 .....	5
图 4： 2020 年招商积余营业收入同比增长稳健 .....	6
图 5： 2020 年招商积余物管营收占比大幅提升 .....	6
图 6： 2020 年招商积余归母净利润提升 .....	6
图 7： 2020 年招商积余扣非归母净利润提升 .....	6
图 8： 2020 年招商积余物管规模位于行业前列 .....	7
图 9： 2020 年招商积余管理面积中非住宅类占比 50% .....	7
图 10： 2020 年招商积余营业收入中非住宅类占比 68% .....	7
图 11： 2020 年招商积余物管收入增速 56% .....	8
图 12： 2020 年招商积余物管毛利率提升明显 .....	8
图 13： 2020 年招商积余物管业务收入增长稳健（单位：亿元） .....	8
图 14： 2020 年招商积余旗下物管业务净利润增长稳健（单位：亿元） .....	8
图 15： 2020 年招商积余物管市场化拓展能力出众 .....	9
图 16： 2020 年招商积余物管业务非住宅增长迅猛 .....	9
图 17： 2020 年招商积余专业化服务增速 185.8% .....	10
图 18： 专业化服务中案场协销及房地产经纪收入占比第一 .....	10

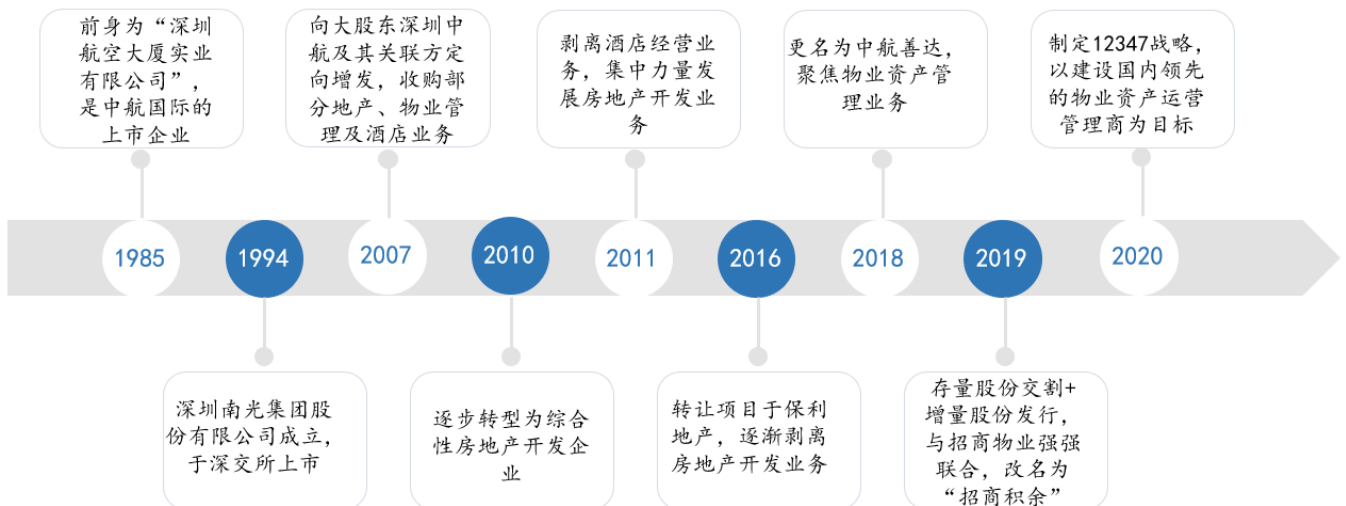
图 19: 2021 年一季度招商积余资管（商业运营、持有出租）逐渐恢复（单位：亿元） .....	12
图 20: 2021 年一季度招商积余资管业务毛利率逐渐恢复 .....	12
图 21: 招商积余资产管理业务涵盖三大商业产品系 .....	13
图 22: 招商蛇口销售面积持续提升 .....	14
图 23: 2020 年招商蛇口全口径销售金额位列第十 .....	14
图 24: 招商蛇口竣工规模稳定提升 .....	14
图 25: 2020 年招商蛇口土储类型众多 .....	14
图 26: 招商积余毛利率处于行业低位 .....	15
图 27: 招商积余物业管服务毛利率持续提升 .....	16
图 28: 中航、招商物业净利率均有好转态势 .....	16
图 29: 招商积余拥有智慧物业 $\pi$ 平台及招商通两大智慧系统 .....	17
图 30: 2020 年招商积余研发投入提升 .....	17
表 1: 2021 年第一季度招商积余中标多个典型公建项目 .....	9
表 2: 2020 年招商积余提供的专业服务品类众多 .....	11
表 3: 2020 年招商积余持有物业平均出租率达 95% .....	13
表 4: 2020 年招商积余城市服务项目拓展加快 .....	16
表 5: 公司未来 3 年盈利预测 .....	18
表 6: 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍 .....	18

## 1、央企物管旗舰，新战略蓄势待发

### 1.1、百年招商焕然一新，背靠央企资源不断

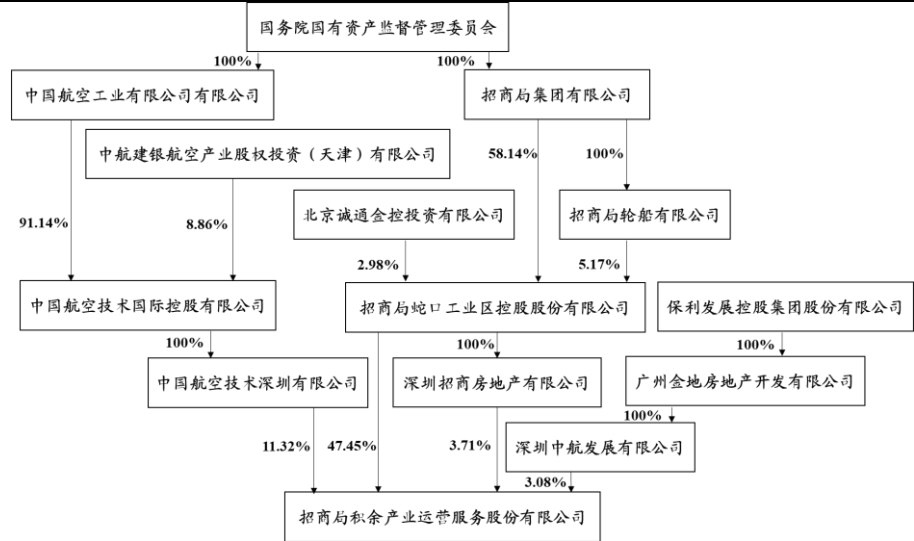
招商积余是招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的主平台企业。公司原名“中航善达”，成立于1995年，是中国航空工业集团下属中航国际的上市企业。公司上市之初为多元化经营企业，2011年8月起，开始剥离酒店经营业务，集中优势资源发展房地产开发业务。2016年12月，公司转让项目于保利地产，逐渐剥离房地产开发业务。2018年公司开始聚焦物业资产管理业务。2019年12月，公司实施重大资产重组，招商蛇口受让中航国际控股持有的1.49亿股公司股份，占总股本的22.35%；同时公司发行股份购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业100%股权。2020年公司明确以“12347”为发展战略，以建设“中国领先的物业资产管理运营商”为目标，发展物业管理及资产管理两项核心业务。

图1：招商积余发展历史悠久



资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前公司实际控制人为招商局集团，控股股东为招商蛇口。截至2021Q1，招商蛇口直接持有公司47.45%股权，并通过深圳招商地产间接持有3.71%股权，累计持股比例达51.16%，为公司第一大股东；第二大股东为中国航空技术深圳有限公司，持股比例为11.32%；此外，保利发展通过深圳中航城发展持有3.08%股权。公司实际控制人为招商局集团，招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，是具备百年历史之久的综合型驻港央企。

**图2：招商蛇口为公司第一大股东（截至 2021Q1）**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、提出“12347”战略，组织架构重建

**积极推进组织融合。**2020年初，公司积极稳妥地推动“12347”发展战略的落地，进一步夯实公司大物业、大资管两大核心主业。公司以建设扁平高效的经营型管理总部为目标，完成了总部架构、权责、流程等调整，初步实现统一运营、统一标准、统一采购的业务管理一体化。

公司在2020年完成总部职能部分的组织架构调整，以“大物业+大资管”为主线，设立物业BG、资管BG两大事业群和9个职能部门。2021年6月公司再次对组织架构进行调整，对公司总部、物业BG和相关专业公司进行整合，优化公司总部部门设置，同时设立10个职能部门和2个业务部门（分别为增值业务部到家汇、科创业务部航电科技），打造集约化、扁平化、经营型总部组织。

**图3：招商积余公司战略为“12347”框架**

### 招商积余战略框架：“12347”战略框架

<b>1 战略定位</b>	<b>国内领先的物业资产管理运营商</b> 物业资产管理领域综合实力领先，机构类业务保持行业领军地位，服务质量、品牌影响力、资产管理能力保持国内领先地位
<b>2 核心主业</b>	<b>大物业+大资管</b>
<b>3 战略协同</b>	<b>集团资产保值增值平台，为集团业务协同助力</b> <b>招商蛇口持有资产运营的承载平台</b> <b>招商蛇口产业数字化的标兵</b>
<b>4 发展原则</b>	<b>市场化、专业化、集约化、生态化</b>
<b>7 战略举措</b>	<b>巩固一片沃土、业务价值延伸、平台内涵多元、科技赋能与数字化转型、内外发展并举、两个平台有机互动、管理创新</b>

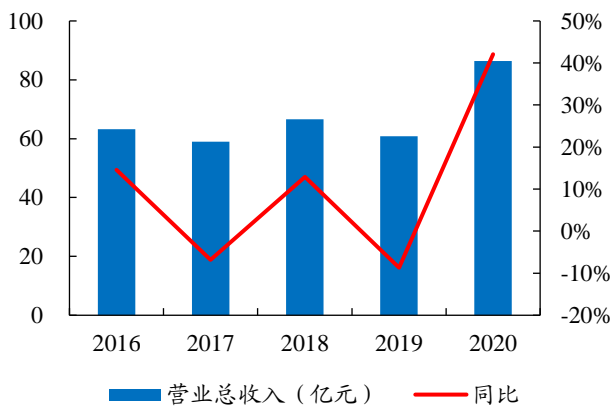
资料来源：2020年招商积余业绩会PPT

## 2、坚持“大物管”+“大资管”，非住地位市场领先

房地产清盘接近完成，物管业务持续发力。2020年，公司实现营业收入86.35亿元，同比增长42.07%；其中物业管理、资产管理收入分别占比93.1%、5.0%。公司2020年归母净利润4.35亿元，同比增长52.03%；综合毛利率13.61%，同比下降4.65%，主要源于疫情影响资管业务毛利率下滑13.80个百分点，但物管业务毛利率略有回升；公司期间费用率持续下降至7.07%，主要源于房地产项目清盘接近完成，此后不再从事新的房地产项目开发。公司现有存量房地产项目中，昆山九方城和龙岩中航紫金云熙项目已开发完成，处于尾盘销售阶段；天津九方城市广场和衡阳中航城市花园项目尚在开发阶段，公司已与招商蛇口签署《股权托管协议》，将所持有的衡阳中航地产、天津格兰云天置业的股权托管给招商蛇口。

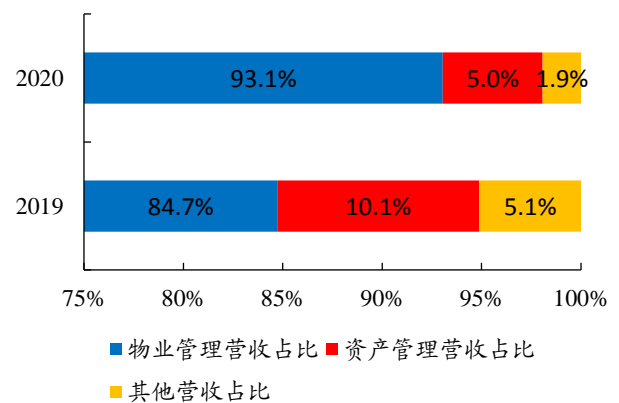
公司聚焦重点城市，深耕精拓，实现纵深发展。从区域结构来看，深圳占据主要地位，2020年贡献物管收入23.49亿元，占总收入比例27.21%。此外，华南（不含深圳）、华东、华北、华中、西南区域分别占比为11.56%、18.60%、12.09%、10.80%、12.46%。

图4：2020年招商积余营业收入同比增长稳健



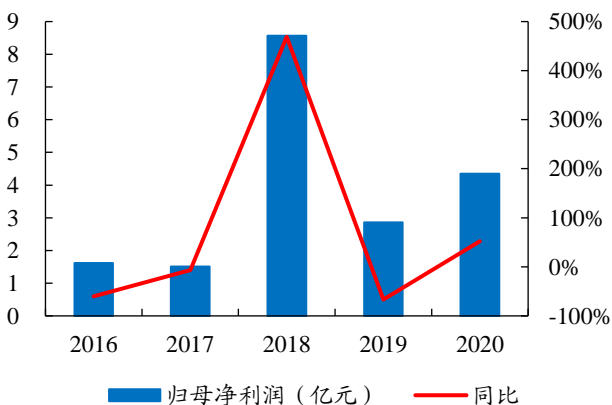
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2020年招商积余物管营收占比大幅提升



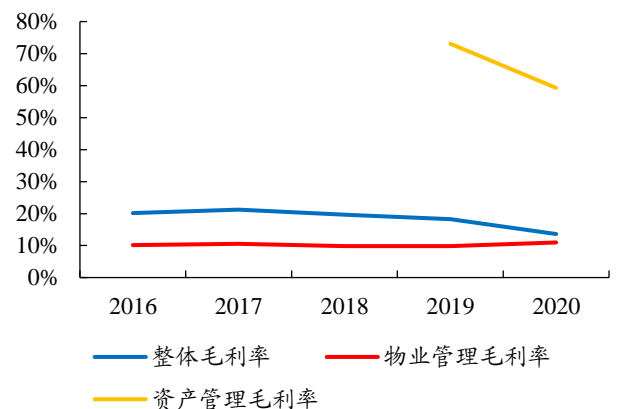
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020年招商积余归母净利润提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020年招商积余扣非归母净利润提升

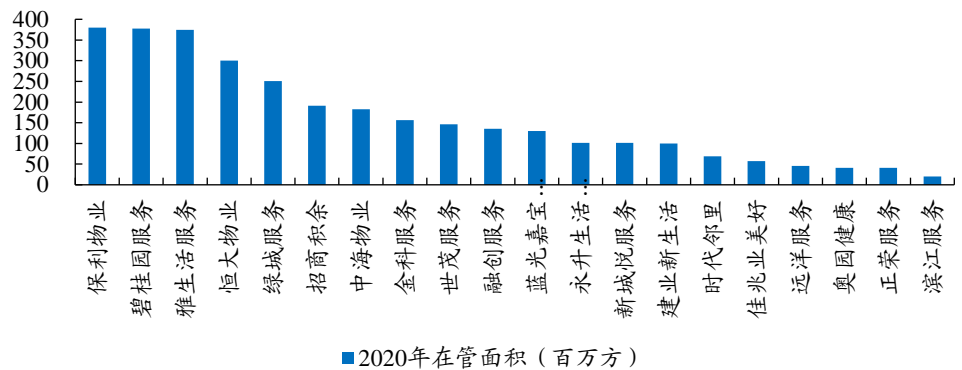


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.1、构建“大物管”版图，物管规模稳健拓展

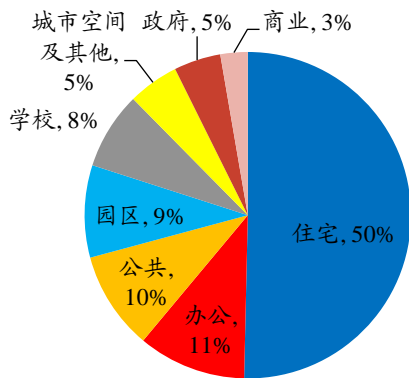
公司积极推进“大物业”战略布局。物业管理业务为公司的核心业务，业务覆盖全国逾100个城市。公司物业管理业务在管项目类型丰富，服务对象涵盖住宅类物业和非住宅类物业。非住宅类物业项目包括办公、商业、园区、政府、学校、公共、城市空间及其他业态。2020年公司物业管理业务市场拓展频频发力，净增加管理面积3824.17万方，新签年度合同额达到24.55亿元。截至2020年末，公司在管物业项目合计为1438个，管理面积达到1.91亿方，在上市物管企业中位于前列。

图8：2020年招商积余物管规模位于行业前列



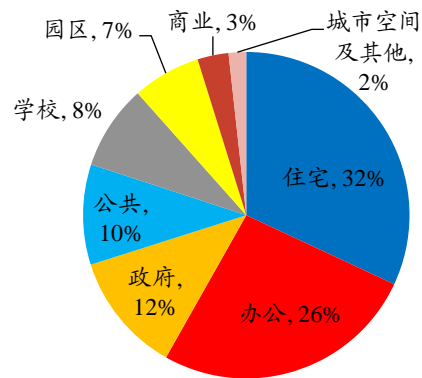
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2020年招商积余管理面积中非住宅类占比50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2020年招商积余营业收入中非住宅类占比68%

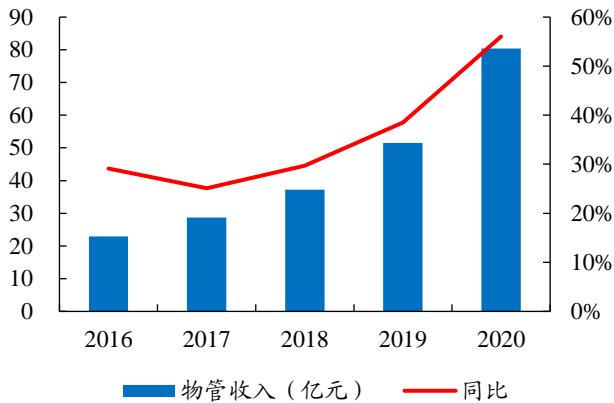


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.1.1、基础物管业务业绩持续修复

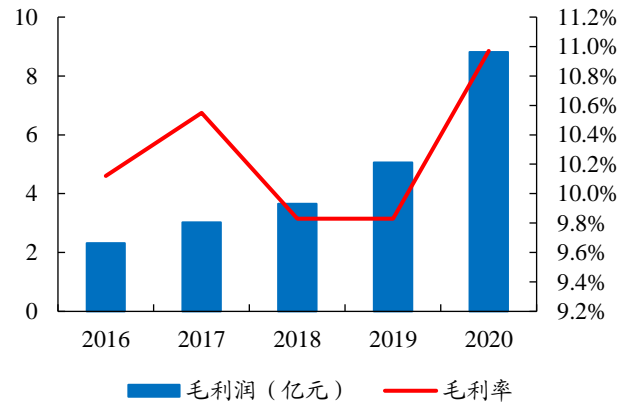
2020年公司物业管理实现收入80.35亿元，同比增长56.04%，占总收入的比重从2019年的84.73%提升至2020年的93.05%，物业管理收入的增长主要源于招商物业2019年12月起纳入公司并表范围、同时新拓展物业管理项目持续增加。

图11: 2020年招商积余物管收入增速56%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2020年招商积余物管毛利率提升明显

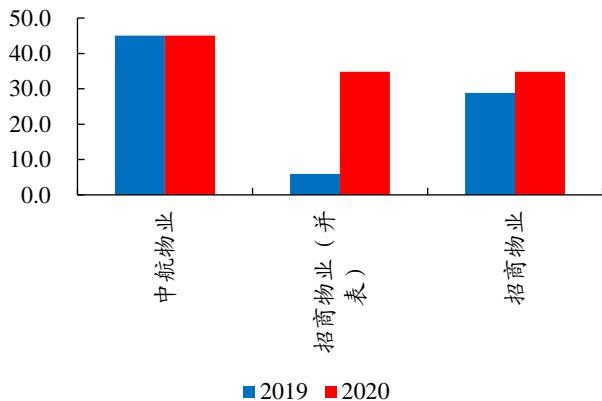


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

若剔除并表对经营状况的扰动, 从可比口径看, 2019年招商物业归母净利润实现1.89亿元, 其中年内并表利润仅3876万元, 假定净利率维持稳定, 则预计2019年招商物业全年收入可达28.87亿元, 若剔除并表口径影响, 2019年招商物业、中航物业累计物业管理收入73.94亿元, 则2020年公司物管收入同比增速为8.7%, 增长相对稳健; 但业绩端改善明显, 物管业务净利润增速高达35.7%。具体而言, 中航物业以机构物业拓展为主, 疫情对公司外拓进程影响较大, 导致收入增速较为一般, 但受益于盈利能力底部反转, 业绩端表现可观; 招商物业收入端增速20.5%, 同时叠加盈利能力边际有改善, 推动最终业绩端增速达24.4%。

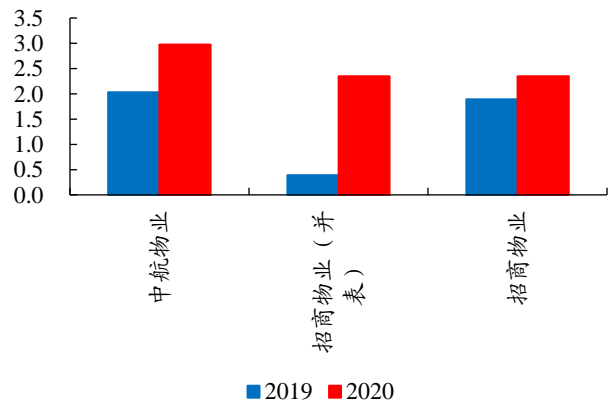
2021年一季度, 招商物业、中航物业累计净利润1.25亿元, 同时公司业绩预告公布, 物业管理业务业绩较2020年同期提升1000-2000万元, 则2020年一季度物管业务净利润1.05-1.15亿元左右, 同比增速落在8.7%-19.0%区间内。随着疫情消散, 公司物管业务增速有望持续提升。

图13: 2020年招商积余物管业务收入增长稳健 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 2020年招商积余旗下物管业务净利润增长稳健 (单位: 亿元)



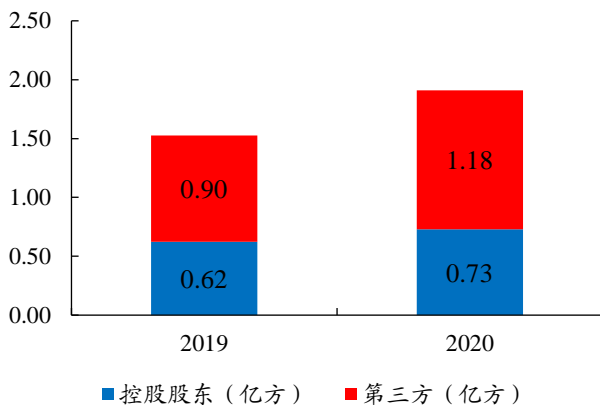
数据来源: 公司公告、开源证券研究所



### 2.1.2、非住领域保持领先地位，三方拓展逐渐发力

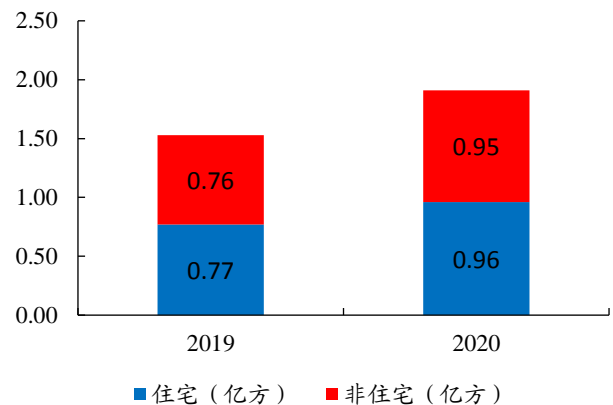
非住宅物管发展可观，对关联方依赖程度有所降低。公司住宅、非住宅项目共同发力，2020年两类业态管理面积相当，分别占比50.36%、49.67%。公司外拓业务高质量快速发展，2020年公司第三方贡献管理面积1.18亿方，同比增长30.64%，高于来自控股股东的管理面积，体现出公司对关联方的依赖程度进一步降低。

图15: 2020年招商积余物管市场化拓展能力出众



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 2020年招商积余物管业务非住宅增长迅猛



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

对服务品质的高追求带来项目续约率持续高位。服务品质提升在改善客户服务体验的同时也有助于品牌效应的扩大，为业务的持续增长注入强劲动力，2020年公司住宅业态项目续签率为99%，非住宅业态项目续签率为96%。

公司通过招投标拓展多个高质项目，实现目标市场中市场份额、项目质量不断提升。2020年面对疫情带来的外部市场重大变化，公司及时调整年度市场拓展策略，持续强化市场赋能支持，保障公司外拓业务高质量快速发展。2020年全年通过招投标拓展了国管局82号办公区、招商证券大厦、湖南省移动、广州大学、山东第一医科大学、广州博物馆、成都双流人民医院、中山大学第八附属医院、湖南某部队营区等涵盖各业态的大批优质项目，并接连进驻阿里巴巴滨江园区、华为物流园、华为北京基地、字节跳动北京培训中心等高端项目，实现目标市场中市场份额、项目质量不断提升。2021年第一季度，公司接连中标福建医科大学滨海院区、北京师范大学、良品铺子大厦、山东省肿瘤医院质子研究院等项目，涵盖了医院、学校、写字楼等众多业态。

表1: 2021年第一季度招商积余中标多个典型公建项目

时间	项目名称	项目总建面 (万方)	服务内容
2021/2/20	福建医科大学附属第一医院 滨海院区香茗居	33.0	提供卫生清洁、会员服务、绿化养护、医疗废物院内清运、四害消杀等后勤服务。
2021/3/1	北京师范大学主楼和教三楼	7.7	提供公共设备设施零修、能源设备设施运行与维护、环境卫生、

时间	项目名称	项目总建面 (万方)	服务内容
	物业服务采购项目		秩序维护、消防中控等服务内容。公司将以客户为导向，制定个性化的服务方案，为北师大师生提供平安、绿色、智慧、人文的校园物业服务。
2021/3/5	武汉良品铺子大厦项目	6.2	提供客户服务、工程设施设备管理、安保服务、保洁服务、绿化养护服务等物业服务。
2021/3/10	山东省肿瘤医院质子研究院项目	8.8	提供卫生保洁、医废处置服务、电梯运行服务、运送服务、室外保洁服务、后勤运行保障服务、秩序维护服务、停车场服务、会议服务、导医导诊服务、疫情防控常态化下医院物业服务、投运前精保洁等服务。

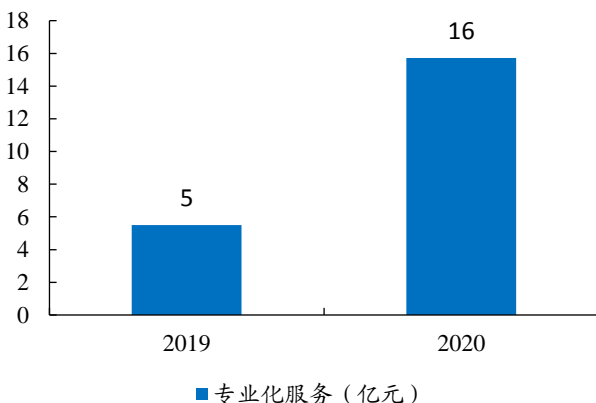
资料来源：公司公告、公司官网、源证券研究所

### 2.1.3、专业化服务增长显著，有效渗透“衣食住行”多领域

公司物业管理业务的服务内容分为基础物业管理和专业化服务。基础物业管理主要为传统物业管理所提供的保安、保洁、绿化保养、维修保养以及综合保障服务等；专业化服务主要为通过专业公司为客户提供的专业化配套与增值服务。

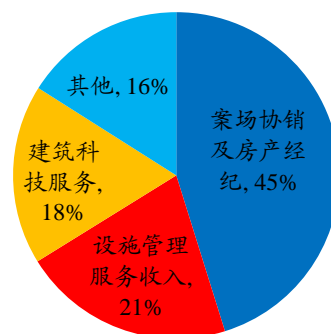
公司依靠多年积累的专业能力和强大的客户粘性，进一步推动专业化服务发展。公司专业化服务主要提供设施设备服务、案场协销及房产经纪、建筑科技服务、安保、干洗、餐饮等业务。2020年公司专业化服务实现营收15.72亿元，同比增长185.80%，占物管业务收入的19.56%；其中专业化服务中收入排名前三的业务分别为：案场协销及房产经纪收入为7.10亿元，占专业化服务收入的45.19%；设施管理服务收入为3.29亿元，占专业化服务收入的20.96%；建筑科技服务收入为2.83亿元，占专业化服务收入的18.02%。

图17：2020年招商积余专业化服务增速185.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：专业化服务中案场协销及房产经纪收入占比第一



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2: 2020年招商积余提供的专业服务品类众多**

专业服务	核心公司	公司业务
正章干洗	深圳市正章干洗公司	2020年总资产约1.58亿元,日洗衣吞吐量达2万件,年洗衣量居国内同行前列;全国共有310家门店,在深圳龙华、西安设有分支机构。
置业顾问	深圳市招商置业顾问公司	覆盖20多个城市,并在十多个一二线城市设立分支机构,实现全国化布局。
建筑智能科技	深圳招商建筑科技公司	服务多家知名地产客户、覆盖多种建筑业态,全国城市业务覆盖数超过60个;全国280多个项目同时施工,保质按时交付。
设施运营	广东招商综合设施运营服务公司	目前主要服务于企业客户,产品业态包括工业园区、办公及研发园区、物流园区、数据中心、大型展馆以及设施全生命周期顾问服务。
保安服务	深圳市中航保安服务公司	聚焦高端安保业务的开发;加大停车场经营管理,开发汽车后市场延伸服务;开发技防设备、技防装备以及信息技术的应用,促进科技安防向产业链前后端进行延伸。
电梯维保	深圳市中航南光电梯工程公司	销售安装电梯总台数超过1000台,在保养电梯8000多台,业务遍及10多个省份20多个大中城市。
餐饮服务	中航物业管理有限公司餐饮分公司	打造全链条、实时、动态、闭环联动的食品安全管理机制/平台并信息化数据化,并实时查看,把握所有关键环节且可溯源。从提前预防到过程监督再到事后追溯,建立起一套完整的风险防范机制。

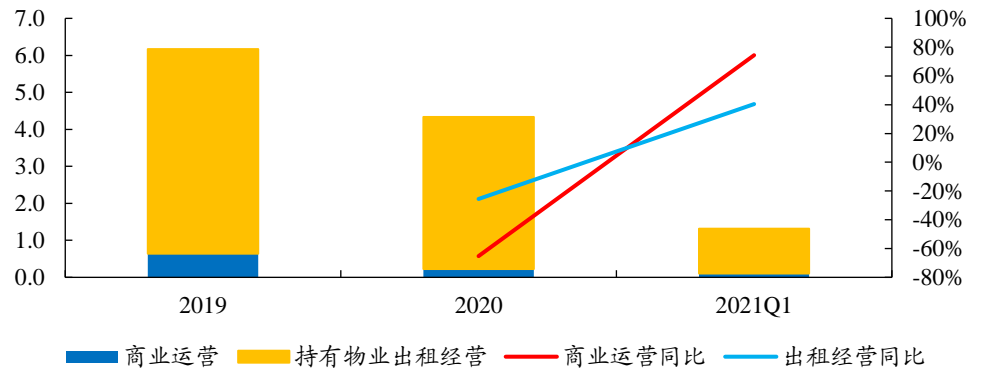
资料来源:公司官网、开源证券研究所

## 2.2、恢复“大资管”常态,引入高管或催化提速

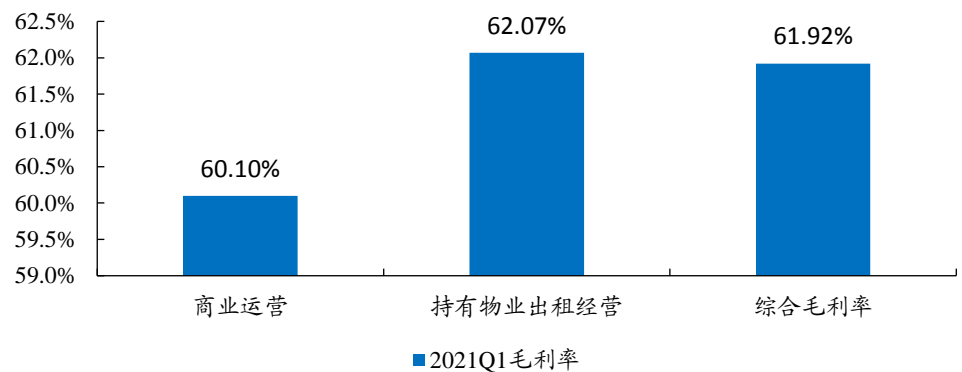
**公司资产管理业务主要为商业运营、持有物业出租及经营。**(1)商业运营业务主要为公司旗下招商九方利用专业的商业运营管理能力,为商业地产项目提供土地获取及开发建设阶段的商业定位、规划设计、工程改造等顾问咨询服务;在商业项目开业筹备及运营阶段提供招商、策划、推广、运营管理等服务。(2)持有物业出租及经营业务主要为酒店、商业、办公等持有型物业的出租经营。

**2020年资管业务受疫情影响较大,后续有望恢复常态。**2020年公司资管业务营收同比下降29.65%,收入占比下降5.13个百分点至5.02%;毛利率同比下降13.80pct至59.28%。原因在于:(1)疫情期间部分物业租金减免,持有型物业出租及经营收入4.12亿元,同比下降25.53%;(2)商业运营收入0.22亿元,同比下降65.25%。但2021年一季度,公司资管运营业务恢复常态,实现营收1.31亿元,同比增长42.54%,综合毛利率61.92%,同比提升9.11个百分点;其中商业运营营收1000.30万元,同比增长74.40%;持有型物业出租及经营营收1.21亿元,同比增长40.42%。

**引入高管或催化提速。**2021年4月公司新聘任袁嘉骅为招商九方商业管理(深圳)总经理,袁嘉骅曾任凯德中国商场总经理等要职,具有丰富的一线操盘经验与团队统筹经营管理能力,可以有效提升整个团队的管理运营能力。

**图19：2021年一季度招商积余资管（商业运营、持有出租）逐渐恢复（单位：亿元）**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图20：2021年一季度招商积余资管业务毛利率逐渐恢复**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2.1、与品牌资源深度合作，陆续与控股股东签订委托协议

**商管规模有望持续增大。**截至2020年末，公司在管商业项目26个（含筹备），管理面积136万方，其中自持项目4个，受托控股股东招商蛇口自持项目18个，第三方品牌输出项目4个。公司具备海上世界、花园系、九方系这三大商业产品系列，区域覆盖粤湘赣、苏浙沪、鄂贵川多个区域；具有一定的品牌影响力和精细化运营能力，已与1400多个优质品牌资源建立深度合作。招商九方的管理能力和品牌影响力在逐步提升，目前已陆续与招商蛇口持有型商业项目签订委托管理协议，在管商业物业规模不断扩大。

**图21: 招商积余资产管理业务涵盖三大商业产品系**

**海上世界**  
 文旅商业综合体产品

**“花园”系**  
 绿色都市优悦生活

**“九方”系**  
 献给热爱城市生活的人

资料来源: 公司官网

### 2.2.2、持有物业总体出租率高达 95%

持有型物业出租方面, 公司拥有的出租物业包含酒店、购物中心、商业、写字楼等多种业态, 总可出租面积达到 59.3 万方, 总体出租率为 95%。购物中心物业由公司下属企业招商九方运营管理, 酒店物业租赁给格兰云天酒店经营, 其余商业、写字楼等物业对外出租经营。此外, 公司还持有 1 家委托给英国洲际酒店集团经营管理的昆山皇冠假日酒店。

**表3: 2020 年招商积余持有物业平均出租率达 95%**

物业业态	可出租面积 (万方)	已出租面积 (万方)	平均出租率
酒店	10.32	10.32	100%
购物中心	38.50	36.49	95%
零星商业	7.36	6.53	89%
写字楼	2.78	2.52	91%
住宅	0.08	0.08	100%
公共建筑	0.14	0.14	100%
仓库 (暂未出租)	0.13	-	-
合计	59.31	56.07	95%

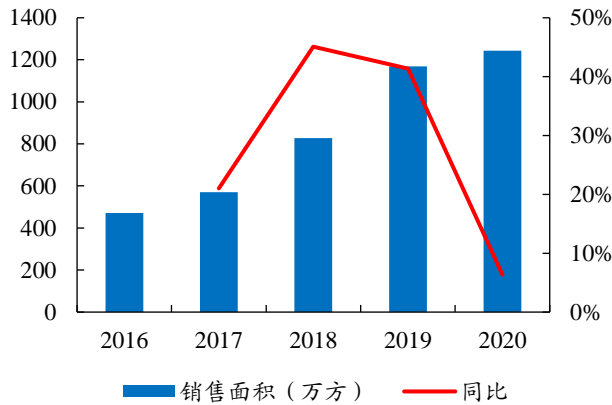
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 3、核心看点: 资源禀赋强, 盈利底部反转, 加强科技化建设

### 3.1、资源禀赋优势强大, 控股股东大力支持

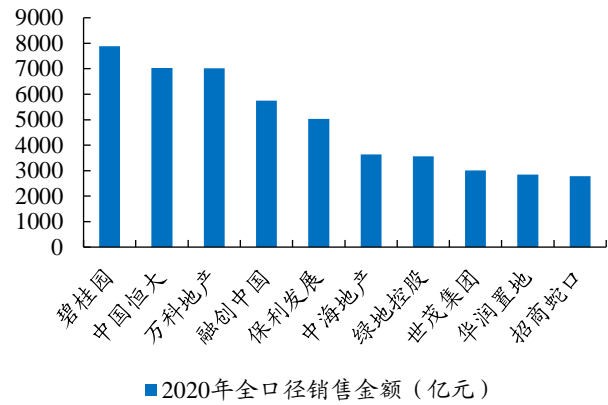
2020 年公司控股股东招商蛇口实现销售面积 1243.53 万方, 同比增长 6.34%; 销售金额 2776.08 亿元, 同比增长 25.91%, 位列 CRIC 销售排行榜第 10 位, 在央企开发商中位列第 4。分区域看, 杭州、苏南、上海、深圳、南京、广州、宁波 7 个城市公司突破百亿销售, 华东、深圳、西南、华南、江南 5 个区域销售金额增速超过 20%, 销售规模实现当地 TOP10 的城市数占比超过 30%, 城市深耕取得阶段性成效。

图22: 招商蛇口销售面积持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

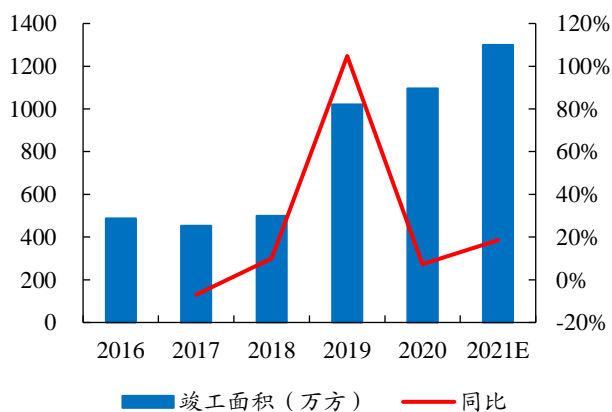
图23: 2020年招商蛇口全口径销售金额位列第十



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

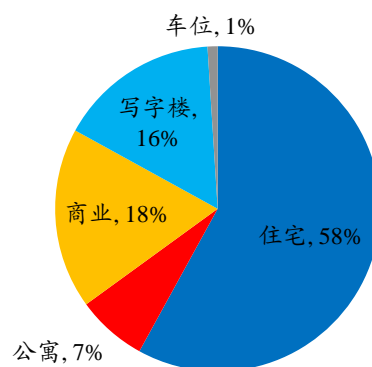
招商蛇口土储规模持续提升, 2020年公司土储超4300万方, 其中住宅、商业、写字楼分别占比达58%、18%、16%。依托于强大的股东背景, 招商积余除了可以获得传统的住宅、商办等物业项目资源, 更多地能够利用控股股东在港口、道路交通、航空工业园、园区开发运营等业态的优势, 进一步在交通、产业园区、城市服务等物业领域深耕发展。典型的招商局关联服务案例如深圳邮轮母港、天津国际邮轮母港、深圳蛇口网谷、俄罗斯中白工业园、苏州金融小镇、三亚崖州湾科技城等。此外, 中航背景也帮助公司进行较多航空类项目布局, 典型的航空工业集团关联项目包括中航技研发展展示中心、中航民用航空电子产业园、中航沙河工业区等。

图24: 招商蛇口竣工规模稳定提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 2020年招商蛇口土储类型众多



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

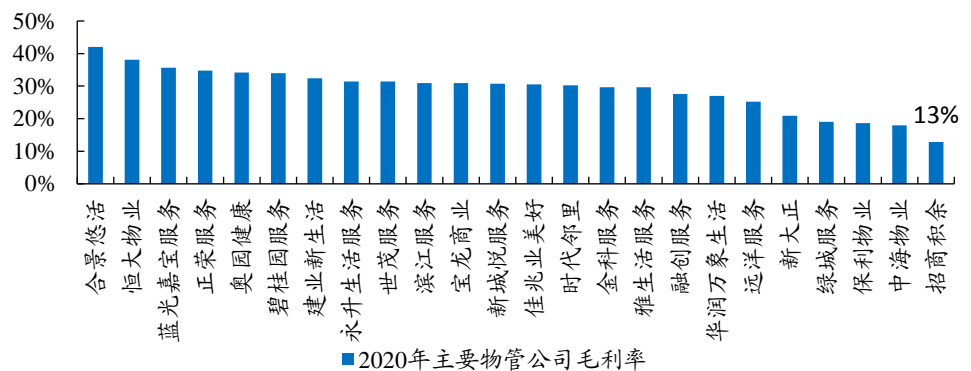
此外, 招商局集团也会主动对招商积余进行项目推荐。2021年招商局集团旗下的中外运航运公司向公司推荐创毅控股53.51%股份的收购机会, 尽管后续考虑到项目无明显协同效应, 公司放弃了此次收购机会, 但也可看出控股人招商局集团对公司发展的持续关注与支持。

**资管业务方面**，根据公司公告，招商蛇口已将旗下 22.5 万方的 4 个购物中心项目，委托给招商积余管理，五年整体受托管理费合计 6556 万元；并计划未来五年逐渐将其持有的投资性房地产在培育成熟后委托给招商积余管理。2020 年是招商蛇口的资管年，持有型业务实现突破，年内成立资产管理中心、整合成立“招商伊敦”酒店公寓管理平台、全面盘点集中商业、写字楼、酒店、公寓等四大业态的持有型物业，设置不同的持有及管理策略。2021 年 3 月，招商蛇口定下“双百”目标，在十四五规划内，招商蛇口要实现百亿商业收入、落地百个大型集中商业。

### 3.2、盈利处于同行底部，改善趋势确定性强

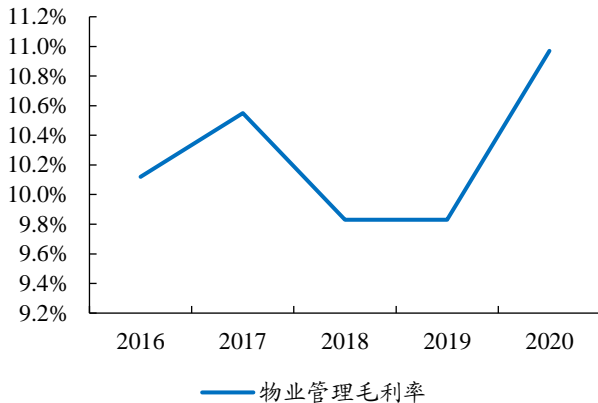
**盈利能力与同行公司相比处于较低水平。**2020 年公司综合毛利率 12.85%，与行业主流公司相比，公司综合毛利率处于较低水平。招商物业十分注重服务质量和品牌建设，在业内有较好的市场声誉，因此成本端投入相对较大，对毛利率有一定影响。

**图26：招商积余毛利率处于行业低位**

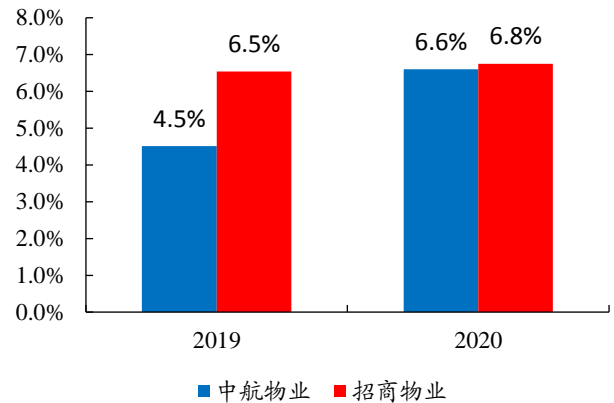


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**盈利趋势持续好转。**从趋势看，公司物管业务毛利率从 2018 年后持续好转，公司内部对物管业务定位从此前的成本中心逐渐转为盈利中心。具体来看，中航物业、招商物业 2020 年净利率均有显著提升，分别达 6.6%、6.8%，改善趋势明显。

**图27: 招商积余物业管理服务毛利率持续提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图28: 中航、招商物业净利率均有好转态势**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.3、城市服务加快拓展，长远布局未来可期

2020年，公司新兴城市服务领域取得了重大突破，接连拓展塘朗山郊野公园、深圳湾公园、三亚崖州湾科技城、青岛即墨经济开发区、马峦山郊野公园、东莞松山湖生态园东区等一批城市服务类项目。

**表4: 2020年招商积余城市服务项目拓展加快**

公司	时间	项目名称	期限	中标金额(万元)
中航物业	2020/2/28	塘朗山郊野公园综合管理服务项目	1	1602
中航物业	2020/3/1	深圳湾公园综合管理服务项目	1	4000
招商物业	2020/5/8	三亚崖州湾科技城物业服务项目	3	7423
中航物业	2020/5/19	青岛即墨经济开发区城市空间项目	3	4367
中航物业	2020/5/22	马峦山郊野公园物业管理服务项目	1	1216
招商物业	2020/6/10	东莞松山湖生态园东区城市综合服务项目	3	9180

资料来源: 各地公共资源交易中心、开源证券研究所

### 3.4、智慧化物业管理，持续加大研发投入

公司拥有智慧物业π平台及招商通两大智慧系统，智能化应用已覆盖全部在管项目。2020年底，招商通+π平台系统覆盖1365个项目，平台用户突破40万，线上总工单超1200万，工单完成率98.7%。公司积极推广市场拓展系统、智能考勤系统、收费系统等基础业务系统，完成智慧社区、智慧商业、智慧园区等标杆项目打造，赋能业务的开展。



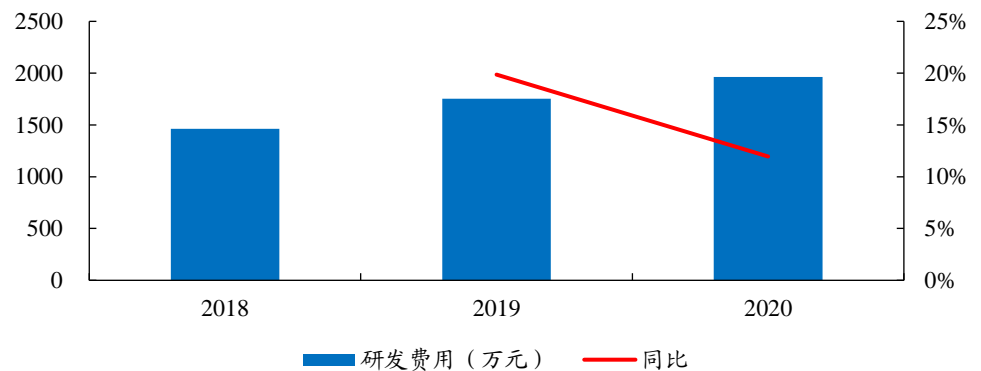
图29: 招商积余拥有智慧物业π平台及招商通两大智慧系统



资料来源：2020年招商积余业绩会 PPT

公司不断加大研发投入，2020年研发投入达1962.2万元，同比增长11.95%。公司持续完善全生命周期管理平台的研发和应用，开展智慧安防AI视频分析技术的研发和试点，进行智慧停车在管项目数据接入和周边商业活动数字信息共享的研发，并在医院、高校等细化业态着力建设智慧医辅系统和智慧校园系统，在提质增效的同时加强细化业态市场的竞争力。

图30: 2020年招商积余研发投入提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

招商积余主要分为物管业务和资产管理业务，我们分别对这两项业务进行预测：

(1)公司物业管理收入增长有望提速，在管面积中住宅物业管理面积增量2021-2023年有望保持20%复合增速，非住宅业态源于市拓、收并购持续发力，管理面积增量未来3年有望保持30%、20%、20%增速；同时，住宅物管费保持5%复合增速，非住宅物管费增速分别为10%、8%、5%；

(2) 资管业务方面, 2020 年受疫情影响, 公司资管业务同比下降 30%, 在低基数下, 2021 年增速有望达 50%, 逐渐恢复至 2018-2019 年水平, 此后维持 25% 复合增速;

最终我们测算出公司 2021-2023 年营收分别为 116.26、152.86、197.24 亿元, 同比增长 35%、31%、29%; 归母净利润分别为 6.75、8.98、11.92 亿元, EPS 分别为 0.64、0.85、1.12 元/股, 当前股价对应 PE 为 31.1、23.4、17.6 倍。主流物管公司 2021-2023 年 PE 估值均值分别在 27.7、18.8、13.3 倍, 公司略高于行业均值, 主要源于公司从事机构类物业具备一定准入门槛, 同时在 A 股物管公司上市具备一定稀缺性, 享受一定估值溢价。

**表5: 公司未来 3 年盈利预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	61	86	116.26	152.86	197.24
同比	-9%	42%	35%	31%	29%
其中: 物业管理收入 (亿元)	51.50	80.35	108.17	143.23	185.65
同比	38%	56%	35%	32%	30%
(1) 基础物业管理	46.00	64.63	87.74	116.67	151.12
①住宅	8.35	20.65	26.99	35.02	45.20
②非住宅	37.64	43.99	60.75	81.64	105.92
(2) 专业化服务	5.50	15.72	20.43	26.56	34.53
其中: 资管业务	6.17	4.34	6.51	8.13	10.17
同比	-2%	-30%	50%	25%	25%
其中: 房地产及其他	3.12	1.66	1.58	1.50	1.42
同比	-86%	-47%	-5%	-5%	-5%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表6: 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍**

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2036	26.9	42.2	65.6	100.4	48	31	20
6666.HK	恒大物业	734	26.5	45.3	67.8	98.0	16	11	7
1516.HK	融创服务	644	6.0	12.5	20.0	28.1	52	32	23
9666.HK	金科服务	343	6.2	9.9	15.9	25.4	35	22	14
3319.HK	雅生活服务	400	17.5	23.0	30.4	40.5	17	13	10
0873.HK	世茂服务	428	6.9	12.5	22.4	34.2	34	19	13
1995.HK	永升生活服务	259	3.9	6.1	9.1	13.3	43	28	19
2869.HK	绿城服务	326	7.1	9.6	13.0	18.6	34	25	18
6049.HK	保利物业	257	6.7	8.6	10.8	13.5	30	24	19
002968.SZ	新大正	73	1.3	1.8	2.5	3.3	40	29	22
1755.HK	新城悦服务	151	4.5	6.8	9.9	13.7	22	15	11
2669.HK	中海物业	208	5.9	7.6	10.1	13.3	27	21	16
9983.HK	建业新生活	79	4.3	6.1	8.8	12.7	13	9	6

代码	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9928.HK	时代邻里	48	2.3	4.1	6.2	8.5	12	8	6
6677.HK	远洋服务	57	2.6	4.3	6.3	8.2	13	9	7
6958.HK	正荣服务	41	1.7	2.8	4.0	5.5	15	10	8
3316.HK	滨江服务	73	2.2	3.4	5.3	8.0	21	14	9
3662.HK	奥园健康	36	2.5	3.7	5.5	7.8	9	6	5
2168.HK	佳兆业美好	38	2.2	3.2	5.0	7.7	12	8	5
1209.HK	华润万象生活	889	8.2	14.5	19.9	26.5	61	45	34
9909.HK	宝龙商业	148	3.1	4.4	6.1	8.6	34	24	17
3913.HK	合景悠活	134	3.2	6.7	11.5	21.0	20	12	6
均值							28	19	13
001914.SZ	招商积余	210	4.4	6.8	9.0	11.9	31	23	18

数据来源: Wind、开源证券研究所(备注: 灰色为使用 Wind 一致预期, 日期截至 2021 年 6 月 21 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币)

## 4.2、投资建议

招商积余坚持“大物管”、“大资管”战略, 疫情对各项业务的负面冲击逐渐消退; 两大央企强强联合, 资源禀赋强, 城市服务开始发力; 当前盈利水平落后行业平均, 但底部回升趋势明显, 未来业绩释放有保障。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.75、8.98、11.92 亿元, EPS 分别为 0.64、0.85、1.12 元/股, 当前股价对应 PE 为 31.1、23.4、17.6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 5、风险提示

(1) 宏观环境风险: 宏观经济不景气, 居民可支配收入低迷, 支付能力有所下降, 影响行业收缴率水平;

(2) 行业盈利恶化风险: 人工成本持续上行, 物管费提价较难, 行业毛利空间持续压缩;

(3) 行业成长性下滑风险: 市场竣工持续处于低位, 物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长;

(4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动; 企业收并购存在误判风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5915	5740	6908	8449	11096
现金	2405	2302	2633	3618	5212
应收票据及应收账款	1111	1156	1427	1630	1956
其他应收款	496	495	840	916	1349
预付账款	89	98	154	178	250
存货	1658	1575	1734	1983	2196
其他流动资产	155	114	119	125	132
<b>非流动资产</b>	10586	10539	10794	11110	11463
长期投资	139	124	117	108	98
固定资产	601	584	838	1143	1496
无形资产	25	23	24	26	29
其他非流动资产	9822	9808	9815	9833	9840
<b>资产总计</b>	16502	16280	17702	19559	22559
<b>流动负债</b>	4139	5945	6218	7035	8988
短期借款	350	360	430	360	360
应付票据及应付账款	750	775	1254	1405	2012
其他流动负债	3039	4810	4533	5270	6615
<b>非流动负债</b>	4361	2045	2700	3062	3173
长期借款	3436	1144	1798	2161	2271
其他非流动负债	924	901	901	901	901
<b>负债合计</b>	8500	7991	8917	10097	12160
少数股东权益	19	-18	-59	-114	-186
股本	1060	1060	1060	1060	1060
资本公积	3085	3081	3081	3081	3081
留存收益	3838	4167	4600	5177	5942
<b>归属母公司股东权益</b>	7984	8307	8844	9575	10585
负债和股东权益	16502	16280	17702	19559	22559

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	359	989	1381	1289	2231
净利润	270	409	634	843	1120
折旧摊销	57	77	68	87	110
财务费用	236	178	180	235	296
投资损失	3	-4	-7	-5	-4
营运资金变动	-291	310	505	128	709
其他经营现金流	84	20	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	1215	-13	-317	-398	-460
资本支出	44	35	264	324	364
长期投资	-3	-5	7	10	10
其他投资现金流	1256	17	-46	-65	-86
<b>筹资活动现金流</b>	-1388	-1072	-802	163	-177
短期借款	-195	10	0	0	0
长期借款	-677	-2293	654	363	110
普通股增加	393	0	0	0	0
资本公积增加	2664	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-3573	1215	-1457	-199	-287
<b>现金净增加额</b>	186	-95	261	1054	1595

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	6078	8635	11626	15286	19724
营业成本	4968	7460	9927	13008	16715
营业税金及附加	16	75	101	132	171
营业费用	75	64	86	114	146
管理费用	379	349	470	618	797
研发费用	18	20	30	37	49
财务费用	236	178	180	235	296
资产减值损失	8	3	0	0	0
其他收益	31	91	91	91	91
公允价值变动收益	-13	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-3	4	7	5	4
资产处置收益	-1	-0	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	402	599	929	1237	1644
营业外收入	12	34	52	68	89
营业外支出	5	7	10	13	17
<b>利润总额</b>	408	626	971	1292	1715
所得税	139	217	337	448	595
<b>净利润</b>	270	409	634	843	1120
少数股东损益	-17	-26	-41	-55	-72
<b>归母净利润</b>	286	435	675	898	1192
EBITDA	583	709	1022	1355	1766
EPS(元)	0.27	0.41	0.64	0.85	1.12

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.7	42.1	34.6	31.5	29.0
营业利润(%)	-67.1	49.1	55.1	33.2	32.9
归属于母公司净利润(%)	-66.6	52.0	55.1	33.0	32.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.3	13.6	14.6	14.9	15.3
净利率(%)	4.7	5.0	5.8	5.9	6.0
ROE(%)	3.4	4.9	7.2	8.9	10.8
ROIC(%)	2.9	3.6	5.4	6.4	7.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.5	49.1	50.4	51.6	53.9
净负债比率(%)	21.3	10.9	1.8	-3.5	-15.7
流动比率	1.4	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	7.1	7.6	9.0	10.0	11.0
应付账款周转率	7.1	9.8	9.8	9.8	9.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.9	1.3	1.2	2.1
每股净资产(最新摊薄)	7.5	7.8	8.3	9.0	10.0
<b>估值比率</b>					
P/E	73.4	48.3	31.1	23.4	17.6
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	39.0	30.9	20.7	15.2	10.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn