

外拓进展大超预期，全国化布局成效显著

——2021年半年报业绩预增点评



事件

- 2021年7月8日，公司公告2021年半年度业绩预告，实现营收8.9-9.0亿元，同比增长56-59%，实现归母净利润0.73-0.75亿元，同比增长36-39%。

核心观点

- **营收超预期增长，主要系外拓超预期。**2021年上半年公司营收超预期有以下原因：1) 2020年新拓展项目入场带来翘尾新增收入约1.5亿元；2) 上半年公司新拓展项目中标总金额约8亿元，饱和年化合同收入金额约4亿元，考虑到新项目中标后入场服务周期约为1-3月，部分新拓展项目已经确认收入；3) 2020年公司实现并购四川民兴物业管理有限公司100%股权，考虑到该标的2019年营收达2.6亿元，估计该项并购2021年上半年带来的并表营收超过1亿元；4) 公司推进增值服务获得了一定的效益。**公司全国化成效显著，彰显一流外拓能力和行业领先地位**，重庆以外区域收入实现增长超过200%，重庆以外区域收入总体占比已近公司营业收入的50%。
- **成本前置造成业绩增速低于营收增速，但后续费用会逐渐回落。**前置成本支出主要包括：1) 公司初步实现了以10个重点中心城市为核心，拉动辐射周边省市的全国化布局。新进城市和新进项目需要进行团队搭建、项目拓展、项目员工培训、固定资产投入等原因，需要进行一定的初期投入，对应的销售费用、管理费用较高；2) 公司加大了对中高层引进力度，使得相应的管理费用有所增长；3) 2020年疫情期间减免企业社保费政策到期，公司人工成本有所上涨；4) 2021年产生的股权激励费用分摊对净利润有所影响。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，调整目标价至55.44元（前复权，原目标价80.24元）。根据业绩预告我们调整公司2021-2023年业绩预测分别为1.84/2.80/4.41亿元（原预测为1.87/2.58/3.47亿元），可比公司估值39X。综合考虑公司2021-2023年业绩CAGR远超行业平均以及在机构物业赛道的竞争优势，我们给予25%的估值溢价，对应2021年PE为49X，对应目标价55.44元。

风险提示

- 疫情影响竣工交付节奏。外拓市场的不确定性。福利保障政策的不确定性。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,055	1,318	2,107	3,125	4,558
同比增长(%)	19.1%	25.0%	59.9%	48.3%	45.8%
营业利润(百万元)	124	155	218	332	522
同比增长(%)	19.4%	25.6%	40.4%	52.0%	57.3%
归属母公司净利润(百万元)	104	131	184	280	441
同比增长(%)	18.6%	25.6%	40.5%	51.9%	57.3%
每股收益(元)	0.64	0.81	1.13	1.72	2.71
毛利率(%)	21.1%	21.4%	21.3%	21.4%	21.5%
净利率(%)	9.9%	10.0%	8.7%	9.0%	9.7%
净资产收益率(%)	20.4%	16.4%	19.8%	24.9%	31.1%
市盈率	71.6	57.0	40.6	26.7	17.0
市净率	9.9	8.8	7.4	6.0	4.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月08日)	45.98元
目标价格	55.44元
52周最高价/最低价	52.9/30.52元
总股本/流通A股(万股)	16,278/6,968
A股市值(百万元)	7,484
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年07月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.98	-2.13	-4.03	10.16
相对表现	10.07	3.4	1.36	6.56
沪深300	-4.09	-5.53	-5.39	3.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

内生外拓业绩提速，优势业态增长喜人：— 2021-03-31
—2020年年报点评
股权激励计划终出台，公司发展走上快车道 2021-03-02
低估值收购优质标的，内生外延同步增长 2020-10-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据公司中报业绩预告，由于外拓增长超预期，我们提高了对于主营业务的收入预测；同时，由于外拓、引入中高管等措施带来的费用前置使得近期的成本开支增加，我们下调了 2021-2023 年主营业务的毛利率并上调了对应的管理费用率和营销费用率。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
分产品盈利预测						
综合物管服务						
销售收入	1,421	2,005	2,748	1,674	2,564	3,836
变动幅度				17.8%	27.9%	39.6%
毛利率	21.3%	21.5%	21.8%	21.1%	21.1%	21.1%
变动幅度				-0.2%	-0.4%	-0.6%
专项物管服务						
销售收入	241	275	315	249	294	347
变动幅度				3.4%	6.8%	10.2%
毛利率	14.3%	14.5%	14.8%	14.2%	14.4%	14.5%
变动幅度				-0.1%	-0.2%	-0.3%
增值服务						
销售收入	172	240	337	184	267	374
变动幅度				7.1%	11.0%	11.0%
毛利率	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
餐饮服务及其他						
销售收入	1	1	1	1	1	1
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	94.8%	94.8%	94.8%	94.8%	94.8%	94.8%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	1,834	2,521	3,400	2,107	3,125	4,558
变动幅度				14.9%	24.0%	34.0%
综合毛利率	21.35%	21.54%	21.75%	21.29%	21.41%	21.45%
变动幅度				-0.1%	-0.1%	-0.3%
销售费用率	1.70%	1.70%	1.80%	1.85%	1.90%	1.80%
变动幅度				0.2%	0.2%	0.0%
管理费用率	8.00%	8.00%	8.00%	9.40%	9.00%	8.00%
变动幅度				1.4%	1.0%	0.0%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前	调整后
--------------	-----	-----

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,834	2,521	3,400	2,107	3,125	4,558
变动幅度				14.9%	24.0%	34.0%
营业利润	222	306	411	218	329	518
变动幅度				-1.8%	7.8%	26.1%
归属母公司净利润	187	258	347	184	278	438
变动幅度				-1.8%	7.8%	26.1%
每股收益 (元) *	1.15	1.59	2.13	1.13	1.71	2.69
变动幅度				-1.8%	7.8%	26.1%
毛利率(%)	21.35%	21.54%	21.75%	21.29%	21.41%	21.45%
变动幅度				-0.1%	-0.1%	-0.3%
净利率(%)	10.22%	10.25%	10.20%	8.74%	8.91%	9.60%
变动幅度				-1.5%	-1.3%	-0.6%

*备注：每股收益已经按照最新股本进行回溯

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/7/8	每股收益 (元)				市盈率				2021-2023
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	EPSCAGR
保利物业	6049.HK	48.40	1.22	1.58	2.04	2.60	40	31	24	19	28%
招商积余	001914.SZ	15.90	0.41	0.64	0.86	1.11	39	25	18	14	31%
永升生活服务	1995.HK	17.64	0.24	0.37	0.55	0.78	74	47	32	23	45%
宝龙商业	9909.HK	26.60	0.49	0.69	0.96	1.34	54	39	28	20	39%
碧桂园服务	6098.HK	76.00	0.96	1.25	1.89	2.89	79	61	40	26	52%
		最大值					79	61	40	26	52%
		最小值					39	25	18	14	28%
		平均数					57	40	28	20	39%
		调整后平均					56	39	28	20	38%
新大正			0.81	1.13	1.71	2.69					54%

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	618	677	709	781	1,139	营业收入	1,055	1,318	2,107	3,125	4,558
应收票据、账款及款项融资	139	203	256	424	625	营业成本	832	1,036	1,659	2,456	3,580
预付账款	3	6	6	11	16	营业税金及附加	7	9	13	20	29
存货	1	2	2	3	6	营业费用	17	23	39	59	82
其他	66	86	121	193	280	管理费用及研发费用	80	120	198	281	365
流动资产合计	826	974	1,093	1,412	2,066	财务费用	1	(5)	(7)	(7)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	4	0	0	0
固定资产	123	129	136	140	150	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	7	6	6	6	6	投资净收益	1	6	2	3	4
无形资产	2	5	6	9	14	其他	10	17	11	13	14
其他	36	118	81	81	81	营业利润	124	155	218	332	522
非流动资产合计	169	259	230	236	251	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	995	1,233	1,323	1,648	2,317	营业外支出	2	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	12	220	利润总额	122	155	218	332	522
应付票据及应付账款	37	83	77	139	218	所得税	17	23	33	50	78
其他	195	287	229	253	276	净利润	105	132	185	282	443
流动负债合计	232	369	306	404	713	少数股东损益	1	1	1	2	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	104	131	184	280	441
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.64	0.81	1.13	1.72	2.71
其他	8	10	0	0	0						
非流动负债合计	8	10	0	0	0						
负债合计	240	379	306	404	713						
少数股东权益	1	3	4	6	8						
股本	72	107	163	163	163						
资本公积	497	462	462	462	462						
留存收益	184	271	389	614	971						
其他	0	10	0	0	0						
股东权益合计	755	853	1,017	1,244	1,603						
负债和股东权益总计	995	1,233	1,323	1,648	2,317						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	105	132	185	282	443
折旧摊销	11	28	57	84	125
财务费用	1	(5)	(7)	(7)	(2)
投资损失	(1)	(6)	(2)	(3)	(4)
营运资金变动	(47)	49	(151)	(159)	(194)
其它	(18)	(24)	17	0	0
经营活动现金流	51	173	99	196	368
资本支出	(33)	(17)	(65)	(90)	(140)
长期投资	33	(44)	0	0	0
其他	(26)	(16)	2	3	4
投资活动现金流	(26)	(76)	(63)	(87)	(136)
债权融资	(37)	0	0	0	0
股权融资	435	0	55	0	0
其他	(53)	(44)	(60)	(37)	126
筹资活动现金流	344	(44)	(4)	(37)	126
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	369	53	32	73	358

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	19.1%	25.0%	59.9%	48.3%	45.8%
营业利润	19.4%	25.6%	40.4%	52.0%	57.3%
归属于母公司净利润	18.6%	25.6%	40.5%	51.9%	57.3%
获利能力					
毛利率	21.1%	21.4%	21.3%	21.4%	21.5%
净利率	9.9%	10.0%	8.7%	9.0%	9.7%
ROE	20.4%	16.4%	19.8%	24.9%	31.1%
ROIC	20.2%	15.9%	19.2%	24.3%	28.7%
偿债能力					
资产负债率	24.2%	30.8%	23.1%	24.5%	30.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.56	2.64	3.58	3.49	2.90
速动比率	3.56	2.63	3.57	3.49	2.89
营运能力					
应收账款周转率	9.9	7.7	9.2	9.2	8.7
存货周转率	1,617.2	697.3	762.7	902.1	771.8
总资产周转率	1.4	1.2	1.6	2.1	2.3
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.81	1.13	1.72	2.71
每股经营现金流	0.72	1.61	0.61	1.21	2.26
每股净资产	4.63	5.22	6.23	7.61	9.80
估值比率					
市盈率	71.6	57.0	40.6	26.7	17.0
市净率	9.9	8.8	7.4	6.0	4.7
EV/EBITDA	51.4	39.2	26.0	17.1	10.8
EV/EBIT	55.9	46.4	33.0	21.5	13.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn