

買入

2021年8月30日

存量專案提效，外拓能力進一步加強

➤ **歸母淨利潤同比增長 43%**：2021 年上半年公司營業收入達 2.57 億元，同比增長 27.8%，毛利潤約 1.46 億元，同比增長 29.2%，歸母淨利潤為 0.83 億元，同比增長 43%；毛利率為 56.7%，同比上升 0.7 個百分點，費用率為 12.0%，同比下降 1.7 個百分點，歸母淨利率為 32.3%，同比提升 3.5 個百分點。公司業績獲得良好增長，主要得益於存量項目運營業績的提升及公司對費用管控力的提升。

➤ **強大的運營管理能力帶來存量專案穩步提效**：公司是第一批踐行多種靈活運營模式（委託管理服務、品牌及管理輸出服務、整租服務）的商業運營服務供應商之一，多年來秉承“做一個成一個”的經營理念，成功打造了多個標杆項目。公司的品牌體系（“COCO Park”、“COCO City 及 iCO”、“COCO Garden”、“第三空間”）及運營管理能力在市場上廣受認可，包括量身定制的研策能力、強大的客戶招攬能力、數位化的運營能力、因地制宜的改造升級能力等。期內，公司可比同店增長相對於 2019 年同期增長 8%，全口徑同比增長超過 10%，收入增量部分存量專案與新項目占比約各占一半。整體出租率從 2020 年底的 94.3% 提升 0.4 個百分點至 94.7%，保持行業較高水準。公司的標杆項目福田 COCO Park 已經完成改造升級，出租率較 2019 年提升 0.9 個百分點至 99.4%，零售額比 2019 年同期增長 10.7%。公司處於成長期（開業 3 年-5 年）及成熟期（開業 5 年-10 年）的項目占比達 73%，未來將繼續貢獻業績增長動力。

➤ **市場化能力進一步增強，協力廠商合約面積占比達 62%**：期內開業商場 1 個，目前公司累計在管商場 22 個，在管面積約 171 萬方，協力廠商面積占比為 56%，為行業領先水準。公司目前已經進入全國 24 個城市，“一店一策”的策略得到實施和貫徹並不斷創新。2021 年至今，公司共拓展 4 個專案，合約面積約 32 萬方，其中廣州健康港專案採取了小比例投資+品牌及輸出管理的創新合作模式，實現合作的最優化及收益最大化。截止目前，公司的合約面積約 360 萬方，協力廠商占比達 62%。在手諮詢專案 22 個，亦將為公司帶來潛在的合約面積。

➤ **目標價 7.25 港元，買入評級**：我們認為，通過星河控股帶來的資源及公司廣受認可的品牌體系及運營管理能力，公司“內生資源+市場化外拓”的擴張模式帶來的業績增長將不斷得到驗證，為公司到 2023 年實現合約面積達到 550 萬方及在管面積達到 450 萬方的目標帶來可靠的保障。我們預計 2021 年、2022 年及 2023 年，公司將實現歸母淨利潤分別約 1.93 億元、2.75 億元、3.67 億元，給予 2022 年 22 倍市盈率，對應目標價 7.25 港元，較現價有 84.6% 的上升空間，買入評級。

陳珠

852-25321539

Vicky.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	物業管理
股價	3.93 港元
目標價	7.25 港元 (+84.6%)
股票代碼	6668
已發行股本	10.21 億股
總市值	40.13 億港元
52 周高/低	6.09 港元/3.29 港元
每股淨資產	1.16 元人民幣
主要股東	HUANG CHU-LONG 58.8% HUANG DE-LIN 14.7%

盈利摘要

年結日：31/12	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(千元)	387,314	441,953	562,911	781,355	1,034,266
變動(%)	17.8%	14.1%	27.4%	38.8%	32.4%
歸母淨利潤(千元)	84,632	126,839	192,599	274,898	366,591
變動(%)	27.7%	49.9%	51.8%	42.7%	33.4%
每股盈利(元)	0.13	0.17	0.20	0.28	0.37
變動(%)	20.7%	34.8%	16.1%	42.7%	33.4%
市盈率@3.93港元	26.6	19.8	17.0	11.9	8.9
每股股息(元)		0.06	0.06	0.08	0.11
息率(%)	0.0%	1.8%	1.8%	2.5%	3.4%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

損益表						財務分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	387,314	441,953	562,911	781,355	1,034,266	增長率 (%)					
委托管理服务	294,970	308,821	397,612	561,297	741,797	收入	17.8%	14.1%	27.4%	38.8%	32.4%
品牌及管理输出服务	72,606	113,920	138,286	173,465	219,700	毛利	18.0%	23.9%	40.0%	34.4%	30.0%
整租服务	19,738	19,212	27,013	46,593	72,769	税前利润	13.4%	35.8%	52.2%	42.7%	33.4%
服务成本	-186,711	-193,318	-214,756	-313,364	-426,092	归母净利润	27.7%	49.9%	51.8%	42.7%	33.4%
毛利	200,603	248,635	348,155	467,991	608,175	盈利分析 (%)					
销售开支	-5,321	-5,663	-7,070	-8,384	-9,594	综合毛利率	51.8%	56.3%	61.8%	59.9%	58.8%
行政开支	-69,074	-56,775	-70,696	-83,841	-95,940	委托管理服务毛利率	48.6%	50.3%	50.0%	50.0%	50.0%
其他收入及开支	5,040	825	825	825	825	品牌及管理输出服务毛利率	67.0%	75.2%	75.0%	75.0%	75.0%
上市开支	-13,718	-15,672	-8,500	-	-	整租服务毛利率	44.4%	40.2%	33.0%	33.0%	33.0%
税前利润	128,942	175,135	266,499	380,376	507,251	费用率	25.2%	20.2%	19.6%	16.4%	14.2%
税项	-33,342	-47,549	-71,955	-102,701	-136,958	净利润率	24.7%	28.9%	34.6%	35.5%	35.8%
净利润	95,600	127,586	194,545	277,674	370,293	回报率 (%)					
少数股东权益	10,968	747	1,945	2,777	3,703	ROA	28%	38%	22%	19%	21%
归属股东利润	84,632	126,839	192,599	274,898	366,591	ROE	86%	132%	30%	23%	26%
派息	-	45,000	58,363	83,302	111,088	派息率		40%	30%	30%	30%
未分配利润	84,632	81,839	134,236	191,595	255,502	偿付能力					
每股盈利 (元)	0.13	0.17	0.20	0.28	0.37	流动比率(倍)	1.2	1.8	6.2	6.8	7.6
						资产负债率	88%	63%	20%	18%	16%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	133,909	141,660	1,125,525	1,322,406	1,583,105
受限制现金					
贸易及其他应收款	23,338	36,613	38,444	40,366	42,384
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	65,995	187,910	187,910	187,910	187,910
物业及设备	1,605	7,928	8,087	8,248	8,413
投资物业	55,296	50,754	53,292	55,956	58,754
递延税项资产	5,251	6,338	6,465	6,594	6,726
总资产	295,333	441,180	1,429,769	1,631,574	1,897,435
贸易及其他应付款项	162,294	170,233	178,745	187,682	197,066
租赁负债	68,619	73,411	74,879	76,377	77,904
合约负债	9,017	3,382	3,551	3,729	3,915
应付税项	18,582	25,322	25,828	26,345	26,872
递延税项负债	466	696	731	767	806
总负债	259,664	277,925	288,713	299,978	311,743
控股股东权益	32,913	159,752	1,136,150	1,323,913	1,574,306
少数股东权益	2,756	3,503	4,906	7,683	11,386
权益合计	35,669	163,255	1,141,056	1,331,597	1,585,692

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	128,942	175,135	266,499	380,376	507,251
折旧及摊销	4,021	4,222	4,433	4,655	4,888
其他调整	6,844	6,981	7,120	7,263	7,408
营运资金变动	3,944	-6,814	6,877	7,245	7,606
支付税项	-33,342	-47,549	-56,059	-86,840	-108,561
经营活动现金流净额	110,409	133,184	179,427	251,769	313,903
固定资产投资	-4,097	-1,781	-2,696	-2,826	-2,963
合营联营公司投资	543	-	-	-	-
其他	226,250	-56,082	16,136	16,942	17,790
投资活动现金流	222,696	-57,863	13,439	14,116	14,827
借贷变化	-	-	-	-	-
已付股息	-	-45,000	-58,363	-83,302	-111,088
其他	-286,058	-22,569	849,362	14,298	43,058
融资活动现金流	-286,058	-67,569	790,999	-69,005	-68,030
现金变动	47,047	7,751	983,865	196,880	260,699
初期现金	86,862	133,909	141,660	1,125,525	1,322,406
末期现金	133,909	141,660	1,125,525	1,322,406	1,583,105

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。