

# 新大正 (002968)

证券研究报告

2021年09月02日

毛利率有望稳中有升，机制灵活加深核心员工绑定，加速全国业务布局

积极扩规模增体量，优化业务结构，加快全国布局

今年以来公司全国化迅速推进，业务快速拓展，同时毛利率有望稳中有升，民营企业灵活机制吸引绑定优质人才，具体来看：

①新进项目多，毛利率阶段性承压，但为中长期成长奠定坚实基础。公司上市以来显著提升业务扩张速度，由于新项目培育期及前提人员设备投入等问题，短期拖累毛利率，但是今后维持服务品质及竞争力的必要开支。

未来伴随规模提升将有助于管理效能提升，全国拓展短期成本随成熟度提升逐步回归正常水平，资源有效复用；同时人才引进及员工规模扩张支撑公司数字化战略实施。

②不同于住宅物管中长期提价难，非住宅物管凭借服务单一甲方、制度化提价机制及丰富增值服务带动毛利率稳中有升。通过对在管项目延伸，经营内容和深度持续增加，效益也随之增加。

加强人才队伍建设，借助民营企业体制机制优势，吸引激励人才激发干劲

上半年公司加大了人才引进、人才培养的力度，并通过上下联动打造集团整体激励机制。公司通过实施头狼计划、拓宽猎头供应商合作机构、推动校企合作、推动内推渠道建设等多种方式加大人才引进力度，并积极推动三级人才培养体系建设，完善内部人才培养发展机。

公司还完成 2021 年限制性股票激励计划的首次授予以及员工持股平台新合伙人的吸纳，长效激励机制进一步健全；优化短期激励方案、个人绩效管理、荣誉激励等相关规范，充分调动基层员工工作积极性。

公司内生、外延、创新多项并举，通过重点中心城市的打造，增强城市公司自主拓展能力，具体来看：

(1) 设立分公司拓展管理半径，拿单能力显著提升。

公司积极进行物业拓展团队及条线建设，目前已形成以集团统筹、各业务单元及城市公司全面开花的拓展形式，在全国各地建立约 80 人营销团队，较上市前提升近 80%，强有力提升拓展能力。

从去年开始公司从以往全国分版块区域机会型发展，开始有重点向中心城市进行精准拓展。重点中心城市作为重点发展方向均进行人员“高配”，从城市公司负责人、营销运营财务人事到项目经理、中后台专业人员配置约 12-20 人的专业团队，在该重点中心城市的市场培育期，进行专业运作，为后续市场拓展和项目运营进行充足准备。

(2) 上市以后公司加强合资合作开展。与多个国有管理平台、战略合作方合作，在贵州、山东、河南、重庆等多地成立 5 家合资公司，结合新大正公司的专业能力与合作方的资源优势，共同开发业务，上半年通过合资公司承接业务体量超 1 亿元。

## 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.6 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	162.78
流通 A 股股本(百万股)	69.68
A 股总市值(百万元)	6,283.13
流通 A 股市值(百万元)	2,689.80
每股净资产(元)	5.50
资产负债率(%)	25.30
一年内最高/最低(元)	75.00/35.30

## 作者

刘章明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

陈天诚 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《新大正-半年报点评:全区域多业态高质量发展,打造非住宅物业第一品牌》 2021-07-22
- 《新大正-公司点评:21Q2 收入继续高增,彰显强劲增长势能》 2021-07-08
- 《新大正-公司点评:重点中心城市计划持续突破,人才吸引绑定到订单加速落地》 2021-06-04

(3) 收并购是借力资本拓展的重要方式。公司在 2020 年完成上市后首次收并购，目前民兴物业整合顺利，而且在四川区域上半年完成新拓业务约 4000 万有力推动规模成长。

通过以上多种全国扩张方式，公司 21H1 新拓项目合同总量约 8 亿元，其中约 12%在重庆，约 88%在重庆以外其他城市。聚焦重点城市的战略取得显著成效，上半年北上广深全年新拓合同总量达到超过 2 亿元，南京、武汉、西安、贵阳等重点城市新拓合同总量达到约 4 亿元，合计占上半年总体拓展量约 80%。

维持盈利预测，给予买入评级。公司作为独立第三方物业服务企业，主要为各类城市公共建筑提供物业服务，专注于智慧城市公共建筑与设施的运营和管理，提供综合物业管理服务、专业管理服务和增值服务。通过不断深化研究客户需求、作业场景及服务标准，让客户专注于主业，给客户创造价值和优质服务体验。我们预计公司 21-22 年净利润分别为 1.8/2.6 亿，PE 分别为 35x/25x。

**风险提示：**毛利率降低，提费不及预期，开拓项目不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,054.60	1,318.35	1,924.79	2,819.82	4,060.54
增长率(%)	19.05	25.01	46.00	46.50	44.00
EBITDA(百万元)	128.01	147.86	218.95	310.97	404.10
净利润(百万元)	104.46	131.21	179.23	255.28	339.88
增长率(%)	18.60	25.61	36.60	42.43	33.14
EPS(元/股)	0.64	0.81	1.10	1.57	2.09
市盈率(P/E)	60.15	47.89	35.06	24.61	18.49
市净率(P/B)	8.34	7.39	6.14	5.33	4.52
市销率(P/S)	5.96	4.77	3.26	2.23	1.55
EV/EBITDA	33.50	30.91	24.73	17.31	12.86

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	617.59	676.51	805.82	829.21	1,018.26
应收票据及应收账款	139.20	202.96	188.60	276.42	393.21
预付账款	3.02	5.85	1.63	11.83	8.92
存货	0.62	2.36	0.36	3.96	1.86
其他	65.70	86.21	98.90	192.91	232.94
<b>流动资产合计</b>	<b>826.13</b>	<b>973.89</b>	<b>1,095.31</b>	<b>1,314.34</b>	<b>1,655.18</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	123.14	129.05	148.08	186.11	222.54
在建工程	7.39	6.27	39.76	71.86	73.12
无形资产	2.39	5.17	2.24	0.00	0.00
其他	36.29	118.17	105.93	113.74	112.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>169.22</b>	<b>258.67</b>	<b>296.02</b>	<b>371.70</b>	<b>408.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>995.35</b>	<b>1,232.56</b>	<b>1,391.33</b>	<b>1,686.04</b>	<b>2,063.35</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	36.94	82.51	20.00	155.58	122.27
其他	194.99	286.75	338.68	338.35	535.42
<b>流动负债合计</b>	<b>231.93</b>	<b>369.26</b>	<b>358.68</b>	<b>493.92</b>	<b>657.68</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.48	10.05	6.18	8.24	8.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.48</b>	<b>10.05</b>	<b>6.18</b>	<b>8.24</b>	<b>8.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>240.41</b>	<b>379.31</b>	<b>364.86</b>	<b>502.16</b>	<b>665.84</b>
少数股东权益	1.42	2.94	3.92	5.41	7.35
股本	71.64	107.46	162.78	162.78	162.78
资本公积	497.46	461.64	461.64	461.64	461.64
留存收益	681.88	732.85	859.77	1,015.70	1,227.38
其他	(497.46)	(451.65)	(461.64)	(461.64)	(461.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>754.94</b>	<b>853.24</b>	<b>1,026.47</b>	<b>1,183.88</b>	<b>1,397.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>995.35</b>	<b>1,232.56</b>	<b>1,391.33</b>	<b>1,686.04</b>	<b>2,063.35</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	105.10	131.98	179.23	255.28	339.88
折旧摊销	8.10	10.93	10.41	12.12	12.32
财务费用	1.85	0.00	(6.76)	(7.45)	(8.42)
投资损失	(0.92)	(5.97)	(7.82)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	(74.93)	125.06	3.59	(64.76)	12.87
其它	12.04	(88.67)	1.03	1.51	1.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>51.23</b>	<b>173.33</b>	<b>179.70</b>	<b>188.70</b>	<b>353.64</b>
资本支出	26.17	53.80	63.87	77.94	50.08
长期投资	(0.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.60)	(130.02)	(116.05)	(149.94)	(95.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25.81)</b>	<b>(76.22)</b>	<b>(52.18)</b>	<b>(72.00)</b>	<b>(45.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	2.07	0.69	0.92
股权融资	433.69	15.24	52.08	7.45	8.42
其他	(89.77)	(58.91)	(52.37)	(101.45)	(128.93)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>343.92</b>	<b>(43.67)</b>	<b>1.79</b>	<b>(93.31)</b>	<b>(119.59)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>369.35</b>	<b>53.44</b>	<b>129.31</b>	<b>23.39</b>	<b>189.05</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,054.60</b>	<b>1,318.35</b>	<b>1,924.79</b>	<b>2,819.82</b>	<b>4,060.54</b>
营业成本	831.66	1,035.94	1,503.65	2,193.82	3,163.16
营业税金及附加	6.52	8.51	13.47	28.20	48.73
营业费用	17.25	23.13	23.10	38.07	62.94
管理费用	80.18	119.78	163.61	239.68	357.33
研发费用	0.00	0.00	19.25	28.20	40.61
财务费用	0.98	(5.26)	(6.76)	(7.45)	(8.42)
资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.92	5.97	7.82	8.00	5.00
其他	(6.59)	(25.09)	(15.64)	(16.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>123.68</b>	<b>155.37</b>	<b>215.29</b>	<b>306.30</b>	<b>400.20</b>
营业外收入	0.27	0.14	7.31	3.31	5.00
营业外支出	1.67	0.58	8.00	7.50	3.00
<b>利润总额</b>	<b>122.28</b>	<b>154.93</b>	<b>214.60</b>	<b>302.11</b>	<b>402.20</b>
所得税	17.18	22.95	34.34	45.32	60.33
<b>净利润</b>	<b>105.10</b>	<b>131.98</b>	<b>180.27</b>	<b>256.80</b>	<b>341.87</b>
少数股东损益	0.64	0.77	1.03	1.51	1.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>104.46</b>	<b>131.21</b>	<b>179.23</b>	<b>255.28</b>	<b>339.88</b>
每股收益(元)	0.64	0.81	1.10	1.57	2.09

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.05%	25.01%	46.00%	46.50%	44.00%
营业利润	19.44%	25.62%	38.57%	42.27%	30.66%
归属于母公司净利润	18.60%	25.61%	36.60%	42.43%	33.14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.14%	21.42%	21.88%	22.20%	22.10%
净利率	9.91%	9.95%	9.31%	9.05%	8.37%
ROE	13.86%	15.43%	17.53%	21.66%	24.45%
ROIC	409.22%	126.54%	183.52%	165.29%	119.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.15%	30.77%	26.22%	29.78%	32.27%
净负债率	-81.81%	-79.29%	-78.30%	-69.98%	-72.80%
流动比率	3.56	2.64	3.05	2.66	2.52
速动比率	3.56	2.63	3.05	2.65	2.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.08	7.71	9.83	12.13	12.13
存货周转率	2,050.74	887.35	1,415.95	1,304.23	1,394.80
总资产周转率	1.41	1.18	1.47	1.83	2.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.64	0.81	1.10	1.57	2.09
每股经营现金流	0.31	1.06	1.10	1.16	2.17
每股净资产	4.63	5.22	6.28	7.24	8.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	60.15	47.89	35.06	24.61	18.49
市净率	8.34	7.39	6.14	5.33	4.52
EV/EBITDA	33.50	30.91	24.73	17.31	12.86
EV/EBIT	35.77	33.37	25.96	18.01	13.27

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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