

营收高增全国化成效斐然，利润率阶段性承压

——2021年三季度报点评

事件

- 公司发布 2021 年三季度报，2021 年前三季度实现营收 14.4 亿元，同比增长 61.7%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 30.4%。

核心观点

- **营收大幅增长，外拓提速高歌猛进。**2021 年 3Q 公司营业收入同比大增 61.7%，主要系市场拓展、并购带来的项目落地以及延伸服务及增值服务的持续提升。2021 年 3Q 公司新拓展项目中标总金额约 14 亿元，其中仅 Q3 完成外拓 6 亿元；新签约合同金额约 6.4 亿元，较去年同期增长超过 160%。我们预计全年营收将继续保持高速增长。
- **全国化成效斐然，重庆以外地区布局加快。**公司新拓展项目重庆以外区域市场的拓展量占比超过 80%，全国化拓展能力得到市场检验。截至 2021 年 Q3，公司在管项目数量达到 461 个，较年初增加 92 个，其中重庆以外区域新进项目 68 个。第三季度新签约的长江师范学院、深创投广场、天津党校、成都地铁 1 号线项目等重要标志性项目。
- **持续扩张造成当期费用较高，有助于夯实长期竞争力。**新进项目因员工培训、固定资产投入等原因，前期成本较高，导致 3Q 综合毛利率同比下降 3.2 个百分点；另外，社保政策调整影响净利润金额约 1335 万元，预计全年影响约 1700 万元，累计确认股权激励费用 999 万元，影响净利润约 849 万元，预计全年影响约 1500 万元。长期来看，承受盈利压力的阵痛后，随着规模效应、管理效能的提升，公司的长期竞争力将进一步提升。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 48.26 元（原目标价 55.44 元）。**考虑到公利润率阶段性承压，我们下调了毛利率预测，调整公司 2021-2023 年业绩预测分别为 1.78/2.70/4.01 亿元（原预测为 1.84/2.80/4.41 亿元），可比公司 2021 年估值 35X。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，我们维持 25% 的估值溢价，对应 2021 年 PE 为 44X，对应目标价 48.26 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	211	320	474
同比增长(%)	19.4%	25.6%	35.9%	51.6%	48.1%
归属母公司净利润(百万元)	104	131	178	270	401
同比增长(%)	18.6%	25.6%	36.0%	51.5%	48.1%
每股收益(元)	0.64	0.81	1.10	1.66	2.46
毛利率(%)	21.1%	21.4%	21.0%	21.1%	21.5%
净利率(%)	9.9%	10.0%	8.5%	8.7%	8.8%
净资产收益率(%)	20.4%	16.4%	19.2%	24.2%	28.9%
市盈率	53.2	42.4	31.2	20.6	13.9
市净率	7.4	6.5	5.5	4.5	3.6

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。

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。

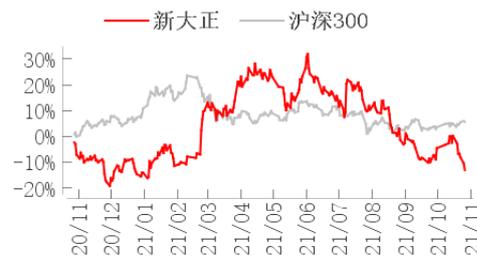


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月26日)	33.2元
目标价格	48.26元
52周最高价/最低价	52.9/30.52元
总股本/流通A股(万股)	16,272/6,968
A股市值(百万元)	5,402
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年10月27日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.74	-6.23	-20.7	-13.01
相对表现	-6.37	-13.79	-24.49	-18.06
沪深300	-0.37	7.56	3.79	5.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070001

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

联系人 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

相关报告

外拓高歌猛进，后续业绩确定性强：—— 2021-07-23

2021年半年报点评

外拓进展大超预期，全国化布局成效显著： 2021-07-10

表 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格（元）					每股收益（元）					市盈率				2021-2023
		2021/10/26	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	CARG	
保利物业	6049.HK	46.85	1.22	1.60	2.12	2.75	38	29	22	17					31%	
招商积余	001914.SZ	14.01	0.41	0.60	0.79	1.01	34	24	18	14					30%	
华润万象生活	1209.HK	42.10	0.48	0.67	0.92	1.23	88	63	46	34					36%	
宝龙商业	9909.HK	17.82	0.49	0.70	0.98	1.35	36	26	18	13					39%	
碧桂园服务	6098.HK	64.05	0.96	1.31	1.99	2.86	67	49	32	22					48%	
	最大值						88	63	46	34					48%	
	最小值						34	24	18	13					30%	
	平均数						53	38	27	20					37%	
	调整后平均						47	35	24	18					35%	
新大正	002968.SZ		0.81	1.10	1.66	2.46									50%	

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	703	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	1,666	2,467	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	410
流动资产合计	826	974	1,088	1,412	2,066	财务费用	1	(5)	(7)	(7)	(0)
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	211	320	474
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	1,317	1,648	2,317	营业外支出	2	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	25	271	利润总额	122	155	211	320	474
应付票据及应付账款	37	83	77	140	218	所得税	17	23	32	48	71
其他	195	287	229	253	276	净利润	105	132	180	272	403
流动负债合计	232	369	306	418	765	少数股东损益	1	1	1	2	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	104	131	178	270	401
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.64	0.81	1.10	1.66	2.46
其他	8	10	0	0	0						
非流动负债合计	8	10	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	240	379	306	418	765		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	3	4	6	8	成长能力					
股本	72	107	163	163	163	营业收入	19.1%	25.0%	59.9%	48.3%	45.8%
资本公积	497	462	462	462	462	营业利润	19.4%	25.6%	35.9%	51.6%	48.1%
留存收益	184	271	383	600	919	归属于母公司净利润	18.6%	25.6%	36.0%	51.5%	48.1%
其他	0	10	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	755	853	1,011	1,230	1,552	毛利率	21.1%	21.4%	21.0%	21.1%	21.5%
负债和股东权益总计	995	1,233	1,317	1,648	2,317	净利率	9.9%	10.0%	8.5%	8.7%	8.8%
						ROE	20.4%	16.4%	19.2%	24.2%	28.9%
						ROIC	20.2%	15.9%	18.6%	23.5%	26.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.2%	30.8%	23.2%	25.4%	33.0%
净利润	105	132	180	272	403	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	11	28	57	84	125	流动比率	3.56	2.64	3.55	3.38	2.70
财务费用	1	(5)	(7)	(7)	(0)	速动比率	3.56	2.63	3.55	3.37	2.69
投资损失	(1)	(6)	(2)	(3)	(4)	营运能力					
营运资金变动	(47)	49	(151)	(159)	(195)	应收账款周转率	9.9	7.7	9.2	9.2	8.7
其它	(18)	(24)	17	0	0	存货周转率	1,617.2	697.3	764.5	902.2	770.5
经营活动现金流	51	173	94	187	329	总资产周转率	1.4	1.2	1.7	2.1	2.3
资本支出	(33)	(17)	(65)	(90)	(140)	每股指标(元)					
长期投资	33	(44)	0	0	0	每股收益	0.64	0.81	1.10	1.66	2.46
其他	(26)	(16)	2	3	4	每股经营现金流	0.72	1.61	0.58	1.15	2.02
投资活动现金流	(26)	(76)	(63)	(87)	(136)	每股净资产	4.63	5.23	6.19	7.52	9.49
债权融资	(37)	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	435	0	55	0	0	市盈率	53.2	42.4	31.2	20.6	13.9
其他	(53)	(44)	(60)	(22)	165	市净率	7.4	6.5	5.5	4.5	3.6
筹资活动现金流	344	(44)	(4)	(22)	165	EV/EBITDA	37.2	28.4	19.3	12.7	8.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	40.5	33.6	24.7	16.1	10.6
现金净增加额	369	53	26	78	358						

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