

# 营收稳健增长新业务积极培育，补贴政策退出利润率短期仍承压

## ——2021年三季度报点评



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

### 事件

- 公司发布 2021 年三季度报，2021 年前三季度实现营收 75.9 亿元，同比增长 27.0%，归母净利润 3.8 亿元，同比增长 15.8%。

### 核心观点

- **营收稳健增长，补贴政策退出利润率承压。**公司营收实现稳健增长，分业务来看，公司物业管理业务实现营业收入 57.6 亿元，较上年同期增长 27.8%，资产管理业务实现营收 4.1 亿元，较上年同期增长 30.1%，去年同期资管业务受疫情影响下滑严重，今年业已基本恢复。分季度来看，公司 Q3 实现营收 28.1 亿元，同比增长 33.3%，而归母净利润则下滑 11.4% 至 1.3 亿元，主要由于去年疫情期间的补贴政策到期导致成本上升。2021 年 3Q 物业管理业务毛利率为 9.7%，同比下降 1.4pct。资产管理业务毛利率为 60.1%，同比下降 4.2pct。3Q 销售管理财务费率分别同比下降 0.1、0.8 和 0.8pct。
- **管理面积持续增长，非住物业维持领跑地位。**截止 2021 年 9 月末，公司物业管理项目为 1626 个，管理面积达 2.2 亿平，稳居上市物管公司前列。前三季度新签年度合同额 20.8 亿元，同比增长 15.8%，其中非住宅业务 16.1 亿元，占比 77.3%，保持非住宅物业市场的领先优势。
- **积极培育到家业务，“沃土云林”模式取得成效。**公司坚持“12347”战略，构建“沃土云林”商业模式，2021 年 3Q 到家业务累计实现营业收入 1.8 亿元，同比增长 527.7%；商城平台流量大幅增长，实现交易额 4.9 亿元，同比增长 54.4%。当前公司的利润率较行业平均仍有较大差距，组织融合提效生态业务开展有望提振利润空间。

### 财务预测与投资建议

- **维持增持评级，调整目标价至 18.16 元（原目标价 19.83 元）。**考虑到疫情期间政策补贴的退出，我们预计公司利润率提升速度可能不及预期，调整公司 2021-2023 年 EPS 的预测值为 0.60/0.80/1.03 元（原预测值为 0.63/0.87/1.13 元）。可比公司 2021 年估值为 30X，对应目标价 18.16 元。

### 风险提示

- 房地产业务剥离具有不确定性。利润率提升低于预期。外拓市场的不确定

#### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,078	8,635	11,738	14,304	17,312
同比增长(%)	-8.7%	42.1%	35.9%	21.9%	21.0%
营业利润(百万元)	402	599	891	1,198	1,539
同比增长(%)	-67.1%	49.1%	48.8%	34.5%	28.5%
归属母公司净利润(百万元)	286	435	637	851	1,091
同比增长(%)	-66.6%	52.0%	46.4%	33.6%	28.2%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.60	0.80	1.03
毛利率(%)	18.3%	13.6%	13.2%	13.7%	13.8%
净利率(%)	4.7%	5.0%	5.4%	5.9%	6.3%
净资产收益率(%)	4.5%	5.3%	7.4%	9.3%	11.0%
市盈率	50.0	32.9	22.5	16.8	13.1
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

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10月27日)	13.5元
目标价格	18.16元
52周最高价/最低价	27.52/12.14元
总股本/流通A股(万股)	106,035/66,683
A股市值(百万元)	14,315
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.66	-10.42	-2.81	-46.8
相对表现	3.15	-15.03	-3.42	-50.52
沪深300	-1.49	4.61	0.61	3.72



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

资管业务迅速恢复，非住物业维持领跑地 2021-08-19  
位：——2021年中报点评  
资管业务恢复迅速，物业服务稳健增长 2021-04-15

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。

表 1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/10/27	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
碧桂园服务	6098.HK	51.09	0.96	1.31	1.99	2.86	53	39	26	18
保利物业	6049.HK	37.57	1.22	1.60	2.12	2.75	31	23	18	14
绿城服务	2869.HK	6.74	0.23	0.29	0.39	0.51	29	23	17	13
新大正	002968.SZ	31.53	1.22	1.11	1.59	2.15	26	28	20	15
华润万象生活	1209.HK	34.20	0.24	0.67	0.92	1.23	142	51	37	28
		最大值					142	51	37	28
		最小值					26	23	17	13
		平均数					56	33	24	17
		调整后平均					38	30	21	15

备注：港股公司股价已经换算成人民币，汇率为 1 港币=0.822 元人民币

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	2,405	2,302	3,521	4,291	5,194	营业收入	6,078	8,635	11,738	14,304	17,312
应收票据及应收账款	1,111	1,156	1,598	2,159	2,430	营业成本	4,968	7,460	10,188	12,349	14,915
预付账款	89	98	117	172	192	营业税金及附加	16	75	35	43	52
存货	1,658	1,575	1,528	1,482	1,342	营业费用	75	64	59	72	87
其他	652	609	787	934	1,107	管理费用及研发费用	397	368	499	608	736
<b>流动资产合计</b>	<b>5,915</b>	<b>5,740</b>	<b>7,552</b>	<b>9,039</b>	<b>10,265</b>	财务费用	236	178	118	103	83
长期股权投资	139	124	124	124	124	资产减值损失	(2)	(15)	(12)	(12)	(35)
固定资产	601	584	560	536	511	公允价值变动收益	(13)	(0)	(2)	2	2
在建工程	0	0	3	5	6	投资净收益	(3)	4	0	0	0
无形资产	25	23	22	21	21	其他	30	90	42	55	63
其他	9,822	9,808	9,747	9,706	9,664	<b>营业利润</b>	<b>402</b>	<b>599</b>	<b>891</b>	<b>1,198</b>	<b>1,539</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,586</b>	<b>10,539</b>	<b>10,456</b>	<b>10,392</b>	<b>10,326</b>	营业外收入	12	34	19	22	25
<b>资产总计</b>	<b>16,502</b>	<b>16,280</b>	<b>18,008</b>	<b>19,430</b>	<b>20,591</b>	营业外支出	5	7	6	6	6
短期借款	350	360	481	929	950	<b>利润总额</b>	<b>408</b>	<b>626</b>	<b>904</b>	<b>1,214</b>	<b>1,558</b>
应付票据及应付账款	750	775	1,058	1,283	1,549	所得税	139	217	306	414	533
其他	3,039	4,810	5,972	6,363	6,822	<b>净利润</b>	<b>270</b>	<b>409</b>	<b>598</b>	<b>799</b>	<b>1,025</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,139</b>	<b>5,945</b>	<b>7,511</b>	<b>8,575</b>	<b>9,322</b>	少数股东损益	(17)	(26)	(39)	(52)	(66)
长期借款	1,971	1,144	944	644	244	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>286</b>	<b>435</b>	<b>637</b>	<b>851</b>	<b>1,091</b>
应付债券	1,466	0	0	0	0	每股收益(元)	0.27	0.41	0.60	0.80	1.03
其他	924	901	803	821	823						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,361</b>	<b>2,045</b>	<b>1,746</b>	<b>1,465</b>	<b>1,067</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,500</b>	<b>7,991</b>	<b>9,258</b>	<b>10,040</b>	<b>10,388</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	19	(18)	(57)	(109)	(175)	<b>成长能力</b>					
股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	营业收入	-8.7%	42.1%	35.9%	21.9%	21.0%
资本公积	3,085	3,081	3,081	3,081	3,081	营业利润	-67.1%	49.1%	48.8%	34.5%	28.5%
留存收益	3,838	4,167	4,666	5,358	6,237	归属于母公司净利润	-66.6%	52.0%	46.4%	33.6%	28.2%
其他	(0)	(1)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,002</b>	<b>8,289</b>	<b>8,751</b>	<b>9,391</b>	<b>10,203</b>	毛利率	18.3%	13.6%	13.2%	13.7%	13.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,502</b>	<b>16,280</b>	<b>18,008</b>	<b>19,430</b>	<b>20,591</b>	净利率	4.7%	5.0%	5.4%	5.9%	6.3%
						ROE	4.5%	5.3%	7.4%	9.3%	11.0%
						ROIC	3.9%	4.3%	5.8%	7.0%	8.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	51.5%	49.1%	51.4%	51.7%	50.5%
净利润	270	409	598	799	1,025	净负债率	19.3%	9.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	66	61	67	67	67	流动比率	1.43	0.97	1.01	1.05	1.10
财务费用	236	178	118	103	83	速动比率	0.90	0.63	0.75	0.84	0.92
投资损失	3	(4)	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,185	(144)	864	(89)	436	应收账款周转率	7.1	7.8	8.7	7.8	7.7
其它	(1,401)	489	(47)	5	(35)	存货周转率	2.2	3.6	5.3	6.6	8.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>359</b>	<b>989</b>	<b>1,600</b>	<b>885</b>	<b>1,575</b>	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9
资本支出	(93)	14	(3)	(2)	(1)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	64	11	0	0	0	每股收益	0.27	0.41	0.60	0.80	1.03
其他	1,244	(38)	14	2	2	每股经营现金流	0.34	0.93	1.51	0.83	1.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,215</b>	<b>(13)</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	每股净资产	7.53	7.83	8.31	8.96	9.79
债权融资	(853)	(670)	(257)	(300)	(400)	<b>估值比率</b>					
股权融资	3,057	(5)	0	0	0	市盈率	50.0	32.9	22.5	16.8	13.1
其他	(3,592)	(397)	(135)	185	(274)	市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,388)</b>	<b>(1,072)</b>	<b>(392)</b>	<b>(115)</b>	<b>(674)</b>	EV/EBITDA	12.2	10.2	8.0	6.3	5.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.5	11.1	8.5	6.6	5.3
<b>现金净增加额</b>	<b>186</b>	<b>(95)</b>	<b>1,219</b>	<b>770</b>	<b>902</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)