

第三方公建物管龙头

——新大正（002968）首次覆盖

买入（首次）

2022 年 02 月 16 日

报告关键要素：

公司是 A 股中唯一专注于公建物业的第三方物业管理公司，具有一定的稀缺性。公司战略发展路径清晰，与核心管理人员等形成深度绑定，业绩确定性较高。其凭借多年公建物管经营经验，在航空、学校等多业态领域形成竞争优势，并不断培育新的盈利增长极，保障公司业绩提升空间。

投资要点：

公司是少有的专注于公建物业管理的独立第三方公司，深耕中心城市业务，加快全国化业务布局：公司是重庆地区第一批独立第三方物业企业，截至 2021 年 9 月 30 日，公司业务已遍布全国 24 个省市，为 76 个城市提供物业管理服务；公司重庆以外区域的在管项目数量占比由 2016 年的 21% 发展至 2021 年三季度末达到 49%。目前公司已初步实现了以重点中心城市为核心，辐射周边省市的全国化布局。

公建物管空间广阔，公司优势业态业务快速发展，多业态经营齐头并进：通过对园区物业、场馆物业、医养物业、公共交通市场规模的估算，我们估计公司所深耕的公建物业业态的市场规模空间超 8000 亿元，未来发展空间广阔。公司通过对公建领域各大业态的广泛布局，不断孵化出优势业态并进行深耕，目前公司已经形成五大业态结构，其中公共物业业态形成多级孵化的潜在增长级，保障公司业绩提升空间。

公司构建多层次的激励措施，业绩增长确定性较高：公司搭建了三个层次的股权激励措施，将公司核心员工利益与公司业绩形成深度绑定；根据公司 2021 年限制性股票激励计划，公司业绩考核目标需 2021 年-2025 年营业收入年复合增速达到 35.7%，净利润年复合增速为 30.6%。另一方面，2021 年开始公司逐步探索城市公司管理团队合伙人机制，重点中心城市激励措施的逐步到位将有利于公司提升在中心城市的市场拓展能力。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021 年-2023 年营业收入分别为 20.90 亿元、29.83 亿元、40.51 亿元，同比分别增长 59%、43%、36%，规模净利润分别为 1.66 亿元、2.42 亿元和 3.28 亿元，同比增长 27%、46%、35%。当前股价 37.13 元/股（截止 2022 年 2 月 15 日）对应 2021 年-2023 年业绩的市盈率分别为 36.40、24.95、18.45 倍，给予“买入”评级。

风险因素：公司项目外拓不及预期、新项目毛利率提升不及预期等。

基础数据

总股本（百万股）	162.72
流通 A 股（百万股）	69.68
收盘价（元）	37.13
总市值（亿元）	60.42
流通 A 股市值（亿元）	25.87

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：潘云娇
电话：02032255210
邮箱：panyj@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1318.35	2090.48	2983.13	4050.81
增长比率（%）	25	59	43	36
净利润（百万元）	131.21	166.04	242.25	327.55
增长比率（%）	26	27	46	35
每股收益（元）	0.81	1.02	1.49	2.01
市盈率（倍）	30.43	36.40	24.95	18.45
市净率（倍）	4.69	5.97	4.82	3.82

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

正文目录

1 全国化布局的独立第三方公建物业管理公司	4
1.1 历史沿革：由区域型公司发展为全国性物业管理公司	4
1.2 股权结构：股权结构稳定，激励措施到位	5
1.3 管理团队从业经验丰富，积极引入业内优秀人才	7
2 深耕中心城市业务，加快全国化业务布局	9
3 优势业务快速发展，多业态经营齐头并进	11
3.1 公司是业内少有的专注于非住宅领域的物业管理的企业	13
3.2 公司作为航空业态物业服务龙头企业，具有先发优势	14
3.3 学校后勤市场化改革，与公司的市场化优势相契合	15
3.4 办公物业市场化趋势明显，公司具有拓展优势	17
3.5 在公共物业领域多点开花，打造行业标杆项目，形成多个潜在增长极	17
3.6 坚持市场化发展，积极开展合资合作推进城市运营服务	19
4 业绩高速增长，短期毛利率承压	20
4.1 各项业务规模稳健增长	20
4.1.1 营收与利润稳健增长	20
4.1.2 基本盘快速增长，增值服务不断孵化新的增长点	21
4.1.3 基础物业服务独立专业化运营	22
4.2 公司短期毛利率承压	23
4.3 积极布局信息科技，未来有助于对冲成本提升	24
5 盈利预测&估值情况	24
6 投资建议&风险提示	25
图表 1: 公司物业管理服务内容	4
图表 2: 公司五大业态介绍	4
图表 3: 新大正发展历程	5
图表 4: 新大正重庆以外在管项目数量占比持续提升	5
图表 5: 公司股权结构图	5
图表 6: 2021 年限制性股票激励计划的分配情况	6
图表 7: 2021 年限制性股票激励计划解除限售期及各期解除限售时间安排	7
图表 8: 2021 年限制性股票激励计划对应公司业绩考核目标	7
图表 9: 公司主要高管简介	7
图表 10: 2021 年公司新进部分高管情况	9
图表 11: 2021 年 H1 公司各地区营业收入占比	10
图表 12: 公司重庆以外部分地区历年营业收入（万元）变化情况	10
图表 13: 公司重庆及重庆以外地区营收与营收增速变化	10
图表 14: 2021 年 1 月-9 月中心重点城市与非中心重点城市新签合同额占比	10
图表 15: 公司各业务类型营收金额变化情况（百万元）	11
图表 16: 公司各业态营收金额变化情况（万元）	11
图表 17: 公司各业态代表性项目中标情况介绍	11
图表 18: 公司各业态在管数量变化情况	12
图表 19: 公司各业态营收占比变化情况	12
图表 20: 公司各业态营收增长情况（万元）	13
图表 21: 2020 年 500 强物业企业布局细分业态企业数量占比	13

图表 22: 2020 年 500 强物业企业各业态面积占比和收入占比	13
图表 23: 重庆江北国际机场部分物业服务合同情况及其年度物业服务采购金额估算	14
图表 24: 部分物业管理企业机场物业项目情况	15
图表 25: 2020 年 500 强布局学校物业的企业各收入层级企业数量及其占比	16
图表 26: 2020 年 500 强企业学校物业按来源划分的项目及面积占比	16
图表 27: 2020 全国学校物业管理前五强单位	16
图表 28: 2020 年 500 强企业办公物业服务收入情况	17
图表 29: 2020 年百强企业办公物业管理项目来源	17
图表 30: 公司公共物业各细分领域内容以及市场规模估测	19
图表 31: 历年新签约合同总额持续高增	19
图表 32: 2020 年至 2021 年第三季度公司投资情况	20
图表 33: 公司 2015-2021 年营收及其同比增速	20
图表 34: 公司 2015-2021 年归母净利润及其同比增速	20
图表 35: 部分竞争对手营收规模及营收同比增速比较	21
图表 36: 公司各项业务同比增速	22
图表 37: 公司各业务类型营收占比变化情况	22
图表 38: 2020 年专业管理服务相关子公司的经营状况	22
图表 39: 公司各业务类型毛利率表现	23
图表 40: 公司历年毛利率与净利率趋势图	23
图表 41: 2020 年基础物业服务毛利率同业比较 (%)	23
图表 42: 2020 年增值服务毛利率同业比较 (%)	23
图表 43: 2021 年 H1 成熟项目与新进项目毛利率对比	24
图表 44: 公司历年三费费用率以及期间费用率	24
图表 45: 盈利预测关键假设	25

1 全国化布局的独立第三方公建物业管理公司

1.1 历史沿革：由区域型公司发展为全国性物业管理公司

新大正物业集团股份有限公司（以下简称“新大正”或“公司”）是较早涉足公建物业的独立第三方物业企业公司之一。公司于1998年12月在重庆成立，是重庆地区第一批独立第三方物业企业，自2004年进入综合公建物业服务领域，目前已形成学校物业、办公物业、航空物业、公共物业、商住物业五大业务板块，涵盖学校物业、航空物业、办公物业、园区物业、场馆物业、医养物业、市政物业、公共物业、住宅物业、商业物业十大系列产品，并已在学校、航空和公共场馆等细分领域形成全行业领先优势。公司在“2019年重庆地区独立市场化物业企业”中位居第一，在“2021年物业服务企业综合实力500强”中位列第23名，位列“2021中国物业服务企业上市公司20强”。

图表1:公司物业管理服务内容

物业管理服务	综合物业管理服务	“基础物业服务+个性化服务+科技赋能”有效结合的后勤一体化综合物业管理服务形式。
	专业管理服务	设立了保洁、保安、设施、餐饮、商管五大专业子公司，独立运营，提供环境绿化管理、秩序维护保障、设备设施维护及保养、餐饮服务、商业运营管理专业服务。
	增值服务	提供政务服务、商务服务、招商租赁、企业推介等多项增值服务产品。

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表2:公司五大业态介绍

五大业态	学校物业	面向各类高校、专科学校及中小学提供基础物业管理及与校园生活配套的公寓、安全、学习辅助及师生生活服务
	公共物业	对公共设施设备的管理运行维护、会议服务，礼仪接待，安保应急服务，大型活动的策划及实施，对于公共故障的应急处置以及能源节能管理等
	航空物业	机场航站楼物业服务基本要求、机场安全管控，航站楼常规保洁服务、手推车管理、停车场管理、工程维修管理等
	办公物业	为党、政、军机关、企（事）业单位和商用写字楼等的主体提供物业管理及服务，如政务会议服务，礼仪接待，安保应急服务，大型活动的策划及实施等
	商住物业	包含了商业和住宅两大物业类型：一是以购物中心、百货商场、商业街等以商业使用为主体的商业物业，提供商（市）场管理、资产经营、组织客户联谊互动活动、工程维修快捷服务等。二是以大型社区类的公租房为主的住宅物业。

资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司逐步实现全国化业务布局：2012年，新大正承接了贵州省高级人民法院物业，标志着公司正式走向全国化发展。其后公司陆续进入湖北、广西、湖南等区域。截至2021年9月30日，公司业务已遍布全国，遍布华北、华南、华东、西南等全国大部分地区，为76个城市提供物业管理服务；公司在管项目数量达到461个；签约面积约8000万方（截至2020年末）。2021年9月15日，公司名称正式由“重庆新大正物业集团股份有限公司”变更为“新大正物业集团股份有限公司”，以适应全国化布局的

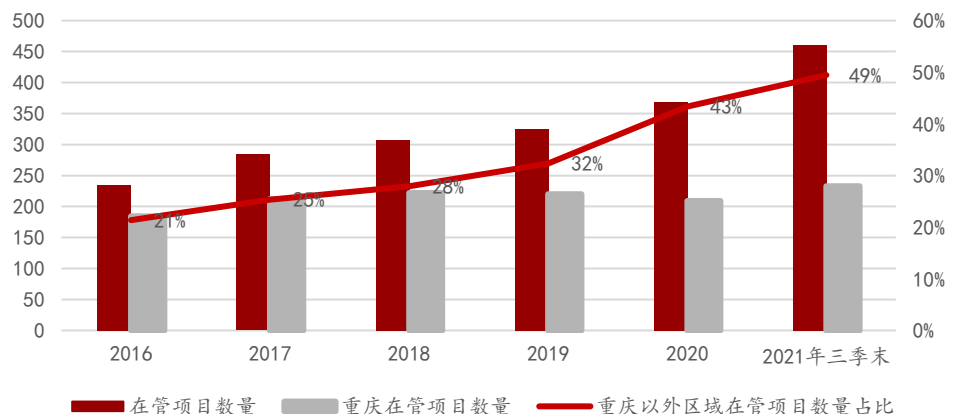
需要。公司重庆以外区域的在管项目数量占比由2016年的21%发展至2021年三季度末达到49%。

图表3:新大正发展历程



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

图表4:新大正重庆以外在管项目数量占比持续提升

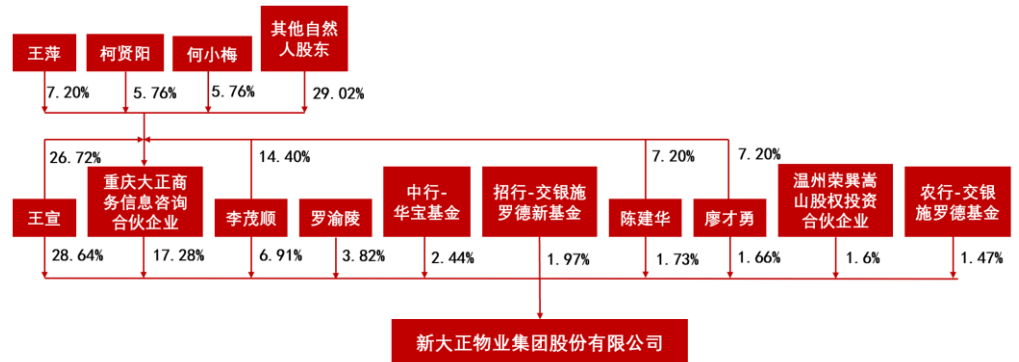


资料来源: 公司官网、万联证券研究所

1.2 股权结构: 股权结构稳定, 激励措施到位

公司股权结构稳定: 2016年8月, 公司进行股改, 2017年, 公司在股转系统挂牌并进行了两次增资, 合计增发373.2万股股份, 总股本增至5,373.2万股。2019年, 公司完成首次公开发行1791.0667万股, 实现在A股主板上市, 总股本增至约7164.27万股。公司2020年年度公司向全体股东每10股派发现金红利5.50元(含税), 并向全体股东每10股以资本公积金转增5股, 合计转增53,732,000股。截至2021第三季度末, 公司总股本为1.63亿股, 创始人王宣直接持有公司28.64%的股权, 通过重庆大正商务信息咨询合伙企业(以下简称“大正咨询”)间接持有公司4.62%的股权, 合计持有公司33.26%股份。董事长李茂顺直接持有公司6.91%的股权, 通过大正咨询间接持有公司2.49%的股权, 合计持有公司9.4%股份。公司员工持股平台大正咨询持有28.64%的股权, 由执行事务合伙人王宣、陈建华、廖才勇间接支配, 王宣、李茂顺、陈建华、廖才勇四人为一致行动关系, 共同构成公司实际控制人。

图表5:公司股权结构图



资料来源：同花顺、万联证券研究所

员工持股激励到位，搭建多层次股权激励机制：(1) 上市公司层面的员工激励，公司针对公司中高管分阶段进行股权激励，如2021年公司已经实施的针对核心骨干的限制性股票激励计划。并于2021年5月完成向激励对象首次授予限制性股票，此次激励计划拟授予的限制性股票数量为125.33万股（考虑分红除权等因素影响调整为187.995万股）。此次激励计划的考核年度为2021年-2025年，对应的业绩考核条件为2021年-2025年营业收入较2020年增长45%、110%、200%、280%、360%（年复合增速为35.7%），净利润较2020年增长35%、90%、150%、210%、280%（年复合增速为30.6%）。激励对象包含公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干在内的17人，占公司股本总额16,119.6万股的0.9799%。其中，董事、总裁刘文波获授30万股，副总裁高文田获授11万股，副总裁吴云获授9万股；(2) 针对员工持股平台已持股的中高管：与业绩考核相挂钩，驱动老员工的工作积极性；2016年6月，公司成立大正咨询作为员工持股平台同时未设置业绩考核条件等，现公司针对这部分老员工增加业绩考核激励措施，激发老员工积极性；(3) 针对重点中心城市管理团队，公司与城市公司管理团队按合伙人机制共同合伙创业，增强城市公司团队干事创业的积极性。

图表6:2021 年限制性股票激励计划的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
刘文波	董事、总裁、 分管财务负责人	45	23.94%	0.28%
高文田	副总裁	16.5	8.78%	0.10%
吴云	副总裁	13.5	7.18%	0.08%
田维正	助理总裁	15	7.98%	0.09%
翁家林	助理总裁、 董事会秘书	7.5	3.99%	0.05%
罗东秋	审计内控中心 总经理	5.25	2.79%	0.03%
董事会认为需要激励的其他人员（共 11 人）		55.2	29.36%	0.34%
首次授予部分合计（共 17 人）		95	84.02%	0.98%
预留部分		30.045	15.98%	0.19%

合计		187.995	100.00%	1.17%
----	--	---------	---------	-------

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表7:2021 年限制性股票激励计划解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自首次授予限制性股票上市之日起12个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个解除限售期	自首次授予限制性股票上市之日起24个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	自首次授予限制性股票上市之日起36个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起48个月内的最后一个交易日当日止	20%
第四个解除限售期	自首次授予限制性股票上市之日起48个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起60个月内的最后一个交易日当日止	10%
第五个解除限售期	自首次授予限制性股票上市之日起60个月后的首个交易日起至首次授予限制性股票上市之日起72个月内的最后一个交易日当日止	10%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表8:2021 年限制性股票激励计划对应公司业绩考核目标

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2021年	营业收入同比2020年增长不低于45%；并且公司净利润同比 2020年增长不低于35%
第二个解除限售期	2022年	营业收入同比2020年增长不低于110%；并且公司净利润同比 2020年增长不低于90%
第三个解除限售期	2023年	营业收入同比2020年增长不低于200%；并且公司净利润同比 2020年增长不低于150%
第四个解除限售期	2024年	营业收入同比2020年增长不低于280%；并且公司净利润同比 2020年增长不低于210%
第五个解除限售期	2025年	营业收入同比2020年增长不低于360%；并且公司净利润同比2020年增长不低于280%

资料来源：公司公告、万联证券研究所，注：上述“净利润”是指经审计的归属于上市公司股东的净利润，并剔除股份支付费用的影响。

1.3 管理团队从业经验丰富，积极引入业内优秀人才

公司原有管理团队具有丰富的物业管理经验：公司创始人及终身名誉董事长王宣，1998年至2016年8月，先后担任重庆大正物业管理有限公司（简称“大正有限”）法定代表人、执行董事、总经理、董事长，2016年8月至2019年担任重庆新大正物业集团股份有限公司（简称“重庆新大正”）法定代表人、董事长，2020年至今担任新大正终身名誉董事长，具备逾 20年的物业公司管理经验。现任公司董事长李茂顺，硕士研究生学历，曾任重庆大正商场有限公司总裁助理，重庆大正物业管理有限公司董事、副总经理、总经理，拥有逾20年行业经验。现任公司董事兼副总裁廖才勇，负责业务运营，曾先后担任大正有限副总经理、董事，拥有逾20年物业管理经验。

图表9:公司主要高管简介

姓名	职位	简历
----	----	----

王宣	终身名誉 董事长	1970年至1977年，担任河南省信阳市生化制药厂技术组长； 1977年至1980年，河南信阳师范学院学习； 1981年至1993年，担任重钢公司三厂职培科科长、子弟一中老师； 1993年至1996年，担任重庆大正房地产开发有限公司副总经理； 1998年至2016年8月，先后担任大正有限法定代表人、执行董事、总经理、董事长； 2016年8月至2020年4月，担任新大正法定代表人、董事长； 2020年4月至今，担任新大正终身名誉董事长。
李茂顺	董事长	1989年至1997年，先后担任永荣矿务局秘书、科长、副处长；1997年至1998年，担任重庆煤炭工业管理局秘书； 1998年至1999年，担任重庆大正商场（集团）有限公司办公室主任； 1999年至2001年，担任重庆大正房地产开发有限公司总经理；2001年至2007年，担任重庆大正商场（集团）有限公司总裁助理； 2007年至2016年8月，先后担任重庆大正物业管理有限公司董事、副总经理、总经理； 2016年8月至2020年4月，担任新大正副董事长、总经理； 2020年4月至今，担任新大正法定代表人、董事长。
刘文波	董事，总 裁，财务 负责人	1998年至2008年，先后担任中航物业管理有限公司财务部会计、财务部经理、副总会计师兼广州分公司总经理； 2008年至2012年，担任中航物业管理有限公司副总经理兼总会计师； 2013年至2019年，担任中航物业管理有限公司担任董事、总经理。其中： 2015年至2019年，兼任中航善达股份有限公司（2019年底更名“招商局积余产业运营服务股份有限公司”）副总经理； 2020年4月至今，担任新大正董事、总裁、分管财务负责人。
廖才勇	董事、副 总经理、 学校事业 部总经理	1988年至1996年，先后担任重庆电机厂生产处调度、副处长，其间1991年至1992年，担任重庆市江津县河坝乡人民政府副乡长； 1996年至1997年，担任重庆派度助力车有限公司生产部部长； 1998年至2016年8月，先后担任重庆大正物业管理有限公司副部长、部长、总经理助理、副总经理、轮值总经理、董事； 2016年8月至2020年4月，先后兼任新大正商住物业事业部总经理、学校事业部总经理、新大正副总经理、董事； 2020年4月至今，担任新大正董事、副总裁。
王荣	董事	2001年至2004年，担任罗兰贝格管理咨询（上海）有限公司高级咨询顾问； 2005年至2007年，担任大陆汽车电子（长春）有限公司上海分公司亚太区战略总监； 2008年至2015年，担任罗兰贝格管理咨询（上海）有限公司合伙人； 2015年至今，担任北京元发投资管理有限公司执行董事兼总经理； 2016年8月至今，担任新大正董事。
王萍	副总裁	1993年至1996年，担任重庆群鹰购物中心家电部采购经理； 1996年至1999年，担任重庆立丹百货商场家电部经理； 1999年至2016年8月，担任大正有限发展部经理、营销总监、总经理助理； 2016年8月至2017年1月，担任新大正总经理助理； 2017年2月至今，担任新大正公共事业部总经理、新大正副总经理； 2020年4月至今，担任新大正副总裁、公共物业事业部总经理。
熊淑英	财务管理 中心总经 理	1997年至2003年，担任四川长虹电器股份有限公司会计； 2004年至2014年，担任天津大狮生物发展有限公司欧洲区域财务总监、美洲区域副总裁； 2014年至2016年8月，担任大正有限财务负责人； 2016年8月至2017年8月，担任新大正财务负责人、董事会秘书； 2017年8月至今，担任新大正财务负责人；

		2020年4月至今，担任新大正财务管理中心总经理。
翁家林	董事会秘书，助理总裁	2008年至2011年，担任吉峰农机连锁股份有限公司证券事务代表； 2011年至2012年，担任四川鑫通股份有限公司证券事务代表； 2012年至2017年，先后担任四川汇源光通信股份有限公司证券事务代表、董事会秘书； 2017年5月进入新大正，2017年8月至今，先后担任新大正董事会秘书、总经理助理。

资料来源：同花顺、万联证券研究所

此外，公司积极引入多位外部高管，包括多位原中航物业高管，如刘文波、高文田、徐杏东、陈传宇等，以及来自其他大型物管公司的资深管理人员，如王江江、杨谭等。2021年1-9月份，公司总部及业务条线共引进中高层人才30余人，充实管理团队力量。

图表10:2021年公司新进部分高管情况

日期	姓名	职务	简历
2/22	高文田	副总裁	1989年至1997年，先后担任沈阳飞机研究所技术员、团委书记、民品开发室副主任； 1997年至2006年，先后担任中航生活服务公司经理部经理、总助、副总、总经理； 2006年至2021年，担任中航物业管理有限公司（2019年底更名“招商局积余产业运营服务股份有限公司”）副总经理。
3/29	徐杏东	副总裁	1992年至1993年，担任新疆生产建设兵团和田农管局技术员； 1993年至1998年，先后担任新疆生产建设兵团皮山农场林业站站长、宣传科副科长； 1998年至2001年，担任深圳信和物业管理有限公司社区文化部长； 2001年至2020年，先后担任中航物业管理有限公司经理部经理助理/秘书、北京公司总经理、中航物业副总经理兼北京公司总经理。
3/29	王江江	副总裁	1997年至2002年，担任上海石化涤纶事业部教培中心副主任； 2002年至2005年，担任中国华源集团人力资源部劳资处处长； 2005年至2008年，担任上实医药投资股份有限公司人力资源部总经理、办公室总经理； 2008年至2012年，担任上海实业（集团）有限公司人力资源部总经理、组织部副部长； 2012年至2018年，担任上海实业发展股份有限公司副总裁、党委委员及下属多家公司董事长、总经理； 2018年至2019年，担任仁恒物业服务管理（中国）有限公司总裁； 2019年9月至2020年3月，担任华润物业科技服务有限公司副总经理（分管华东区域）、上海中心城市总经理。
7/20	陈传宇	副总裁	2001年至2019年，历任中航物业管理有限公司市场拓展部市场专员、质量管理部品质主管、运营管理部运营高级主管、经理助理、工程技术部副经理、战略与投资管理部经理、厦门区域公司总经理、公司总经理助理兼厦门区域公司总经理、公司副总经理； 2020年至2021年，担任招商积余物业事业群副总经理兼中航物业副总经理。
7/20	杨谭	副总裁	2007年至2015年，历任中信建投证券股份有限公司客户经理、营销主管、营业部副经理、分公司机构业务负责人； 2015年至2021年，历任重庆市中科控股有限公司投资部总经理、董事局办公室主任、副总裁。

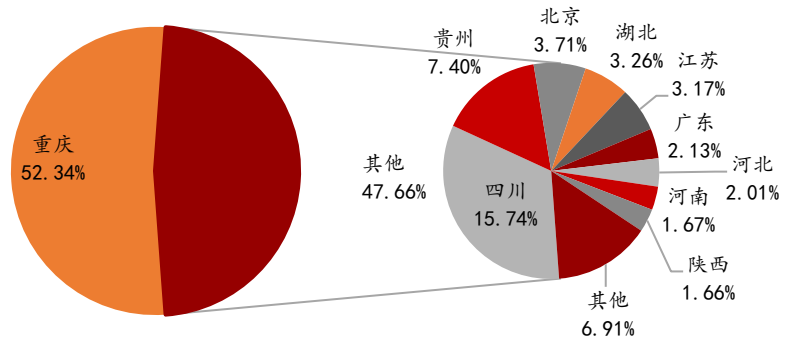
资料来源：同花顺、万联证券研究所

2 深耕中心城市业务，加快全国化业务布局

公司立足于重庆地区，自2012年起以贵州为起点开始全国化布局，先后进入贵州、云南、湖北、广西、湖南等地。截至2021年9月末，公司业务已遍布全国24个省市。

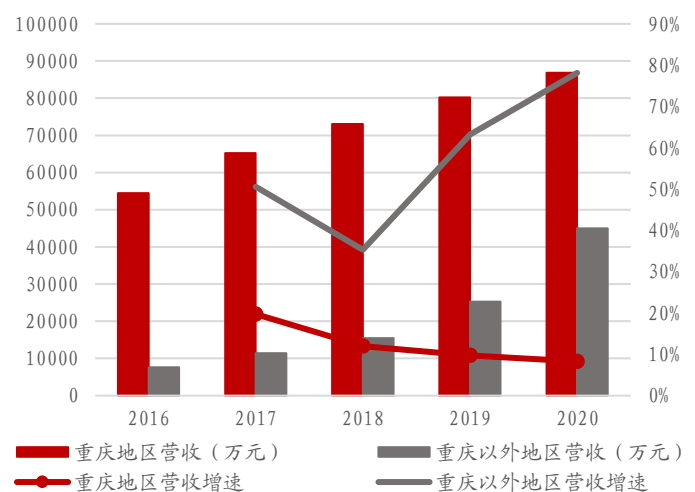
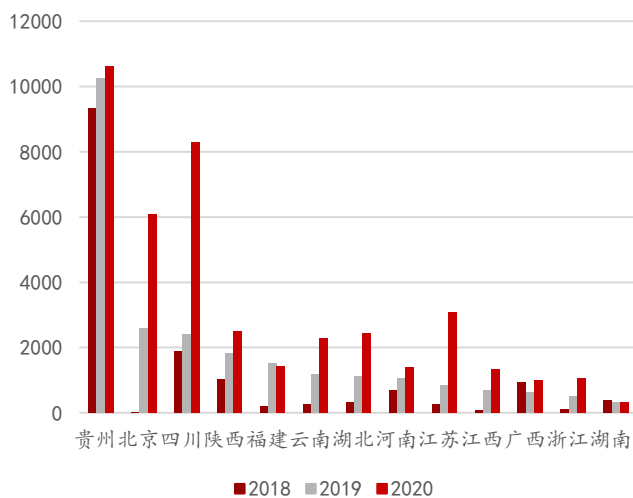
2021年H1, 公司区域营收占总营收比重排名前八的省份分别为重庆、四川、贵州、北京、湖北、江苏、广东、河北, 占总营收比重分别为52.34%、15.74%、7.40%、3.71%、3.26%、3.17%、2.13%、2.01%。相比重庆地区, 公司近三年来重庆以外地区营收增速亮眼, 区域收入结构不断优化。其中, 北京、四川、云南、河北、江苏等地的营收增长较快。

图表11:2021 年 H1 公司各地区营业收入占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表12:公司重庆以外部分地区历年营业收入(万元)变化情况 图表13:公司重庆及重庆以外地区营收与营收增速变化

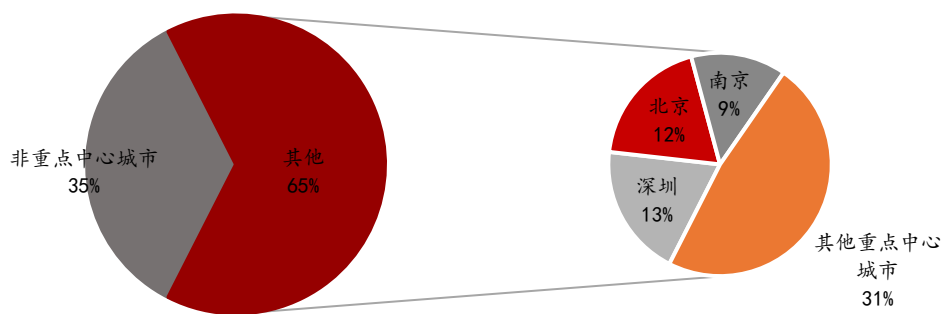


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

以中心城市为核心向外围辐射拓展业务布局: 目前公司已初步实现了以重点中心城市为核心, 辐射周边省市的全国化布局, 建立了包括北京、深圳、上海、南京、贵阳、西安、武汉、长沙、郑州、成都在内的十大重点城市业务中心。2021年1-9月, 重点中心城市公司合计实现新签约合同年金额约4.2亿, 占比超过65%。其中, 北京公司、深圳公司、南京公司分别实现约8,000万、8,100万、5,800万新签约合同年金额, 展现出城市公司良好的自主拓展能力。

图表14:2021 年 1 月-9 月中心重点城市与非中心重点城市新签合同额占比

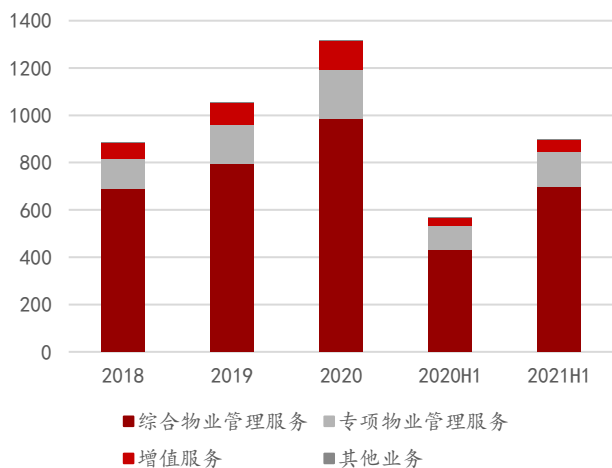


资料来源：公司公告、万联证券研究所

3 优势业务快速发展，多业态经营齐头并进

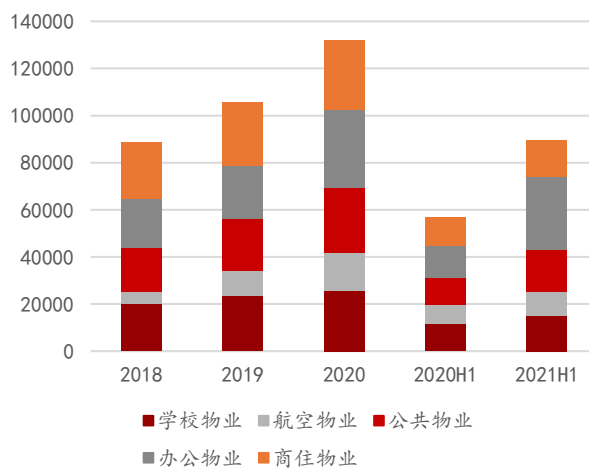
公司围绕五大业态结构快速发展：公司综合物业管理服务收入占公司总营收比重大约75%，分业态结构来看，公司综合物业管理服务可分为五大业态，2021H1公司学校、航空、公共、办公和商住五大物业业态的营收分别为1.50亿元、1.02亿元、1.79亿元、3.10亿元、1.56亿元，营收占比分别为16.73%、11.37%、19.96%、34.55%和17.39%，同比增长27.9%、31.33%、52.41%、130.76%和29.01%。其中办公物业营收增值迅速，主要得益于军队类项目市场扩展以及以办公类物业为主的并购项目。

图表15:公司各业务类型营收金额变化情况（百万元）



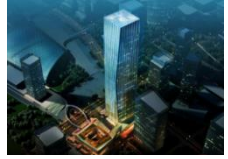
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表16:公司各业态营收金额变化情况（万元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

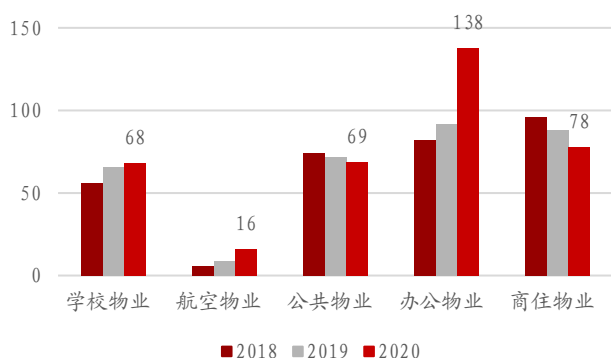
图表17:公司各业态代表性项目中标情况介绍

业态	代表性中标项目
办公 物业	深圳深创投广场项目、国银金融中心、中国再保险大厦、中国地震局、深圳市公安局罗湖分局、多地干休所项目、贵州省高级人民法院、中国联通重庆分公司、永川区人民政府大楼、电网北京昌平供电公司等 
公共 物业	国家体育总局冬季运动管理中心承担保障2022年北京冬奥会的备战参赛任务、重庆市涪陵新城区市政环卫项目、包神铁路和贵阳、洛阳、合肥等地轨道交通的部分线路、襄阳市中医医院、重庆国际博览中心、重庆科技馆 
航空 物业	重庆江北国际机场、北京大兴国际机场、广州白云国际机场、上海虹桥国际机场、深圳宝安国际机场、北京首都国际机场、南京禄口国际机场、昆明长水国际机场、海口美兰国际机场、南宁吴圩国际机场、长沙黄花国际机场、成都天府国际机场 
商住 物业	上海城购物中心、义渡古镇、亿象城、城南家园、康居西城、樵坪人家、观月小区、凤祥居、莆田市荔城区鞋服城等 
学校 物业	重庆大学、西南大学、四川美术学院、西安交通大学创新港、广西大学、南京航空航天大学、西藏民族大学、中国地质大学、重庆师范大学、重庆邮电大学等 

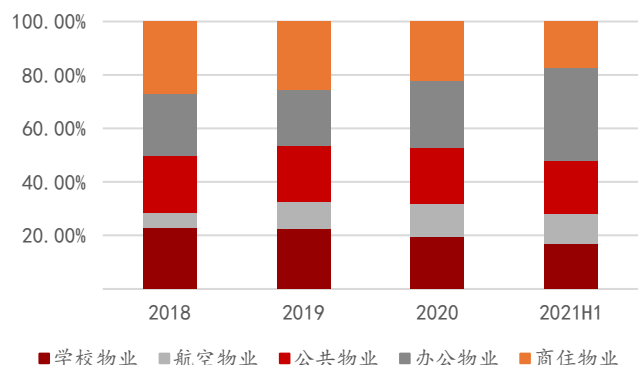
资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

公司业态结构的调整与公司的发展战略密切相关。2019年，公司从原有的公共物业中将航空物业和办公物业拆分出来，重点培育发展航空物业，打造特色办公物业，并将原有的公共物业与园区物业合并。2020年末，学校物业、航空物业、公共物业、办公物业、商住物业的项目数量分别为68个、16个、69个、138个、78个，2021年H1各业态营收占比分别16.73%、11.37%、19.96%、34.55%、17.39%。2018-2020年公司学校、航空、公共、办公、商住物业收入CAGR分别为12%、85%、21%、27%、10%。近三年航空物业、办公物业的增速明显高于其他业态，导致营收占比有所提高。

图表18:公司各业态在管数量变化情况



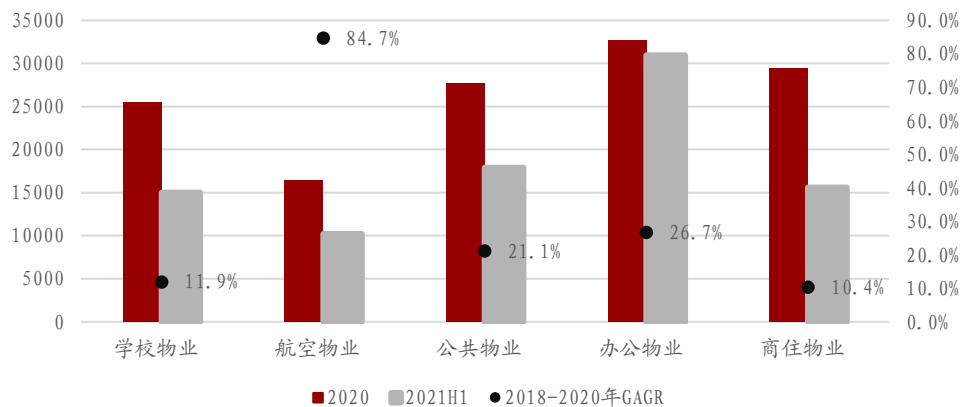
图表19:公司各业态营收占比变化情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表20:公司各业态营收增长情况（万元）



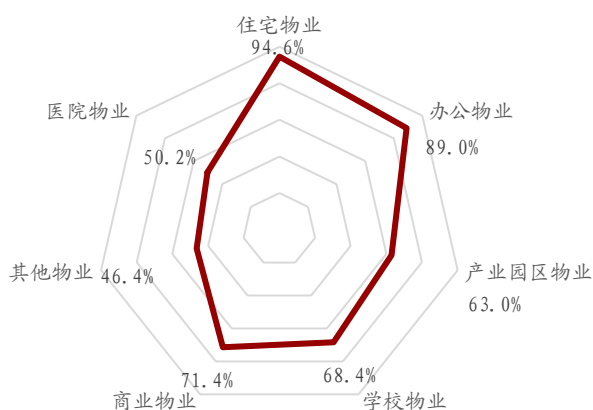
资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.1 公司是业内少有的专注于非住宅领域的物业管理的企业

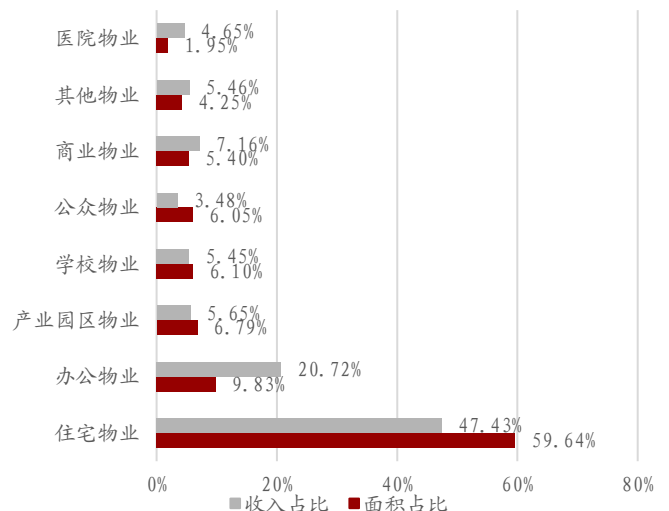
从同业业态布局情况来看，超过九成的500强物企将住宅物业作为布局重点。与此同时，行业多业态发展趋势明显。2020年，布局办公物业、产业园区物业、学校物业、商业、医院物业等业态类型的500强企业已过半数；500强物企非住宅业态面积占比为40.36%，而收入占比已达52.57%，其中占比最高的办公物业面积占比为9.83%，收入占比已达20.72%，由此可见非住宅业态较为突出的单位面积创收能力。

随着后勤服务社会化改革逐渐加深，越来越多的物业服务企业开始不断扩展公共物业各细分领域服务形态。2020年500强物企公共物业的营收占比为3.48%。若对公共物业口径进一步细化，又可分为场馆类物业、公共交通类物业（除机场）、航空物业以及其他公建类物业，营收占比分别为1.98%、0.63%、0.22%和0.65%，相较其他业态而言仍有较大的挖掘空间。

图表21:2020年500强物业企业布局细分业态企业数量占比



图表22:2020年500强物业企业各业态面积占比和收入占比



资料来源：易居研究院、万联证券研究所

资料来源：易居研究院、万联证券研究所

3.2 公司作为航空业态物业服务龙头企业，具有先发优势

航空物业市场规模潜在增长空间大：根据2020年民航行业发展统计公报，截至2020年底，我国境内运输机场（不含香港、澳门和台湾地区）241个。2021年末，颁证运输机场有望增至247个，潜在的航空物管市场规模较大。由于机场业态复杂，服务范围广，通常包括停机坪、停车场、候机楼、机务楼、公交车站、空勤公寓等，多数机场服务项目采用招投标的方式分包给多家物业服务公司，各物业企业参与航空物管市场竞争的机会较多。然而航空物业高专业要求、高门槛的特征使部分物企望而却步。目前航空物管市场仅有万物云、碧桂园服务、新大正、保利物业、招商积余、鲁商服务、润华物业等几家物企有所涉及。

以重庆江北国际机场项目为例，2016年底和2017年，公司陆续承接了重庆江北国际机场航站楼保洁服务及旅客行李手推车业务、机场停车场管理业务。根据公开资料整理，新大正承接重庆江北国际机场每年合同金额可以达到4891万元，加上中国招标投标公共服务平台近期公布的“重庆江北国际机场机坪保洁服务外包项目（2022-2025年度）”，保守估计重庆江北国际机场物业相关年度采购合同金额合计5,254.00万元/年，按照我国2021年末全国颁证运输机场数量247个估算，此外，考虑到一般航空物业分标段进行招投标，以及航空物业潜在服务项目增加等因素，叠加涨价等因素，我们预计航空物业市场规模约260亿元，航空物业的潜在增长空间仍然较大。

图表23:重庆江北国际机场部分物业服务合同情况及其年度物业服务采购金额估算

合同名称	业主（甲方）	合同金额或规模	合同期限
重庆江北国际机场停车场服务项目合同	重庆机场集团有限公司	合计 1,463.80 万元	2017.8.29-2019.8.28
重庆江北国际机场 T2 航站楼保洁及旅客手推车服务外包合同	重庆机场集团有限公司	合计 3,443.44 万元	2018.6.1-2020.5.31
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同	重庆机场集团有限公司	合计 4,293.37 万元	2017.7.20-2019.7.19
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同补充协议	重庆机场集团有限公司	合计 2,146.68 万元	2019.7.19-2020.7.19
重庆江北国际机场飞行区安全哨巡场业务外包项目合同	重庆机场集团有限公司	合计 873 万元	2019.7.1-2022.6.30
	招标人	中标金额	
重庆江北国际机场机坪保洁服务外包项目（2022-2025 年度）	重庆江北国际机场有限公司	1088.1 万元	2022-2025
重庆江北国际机场物业相关年度采购合同金额合计		5254 万元/年	
2021 年末全国颁证运输机场数量		247 个	
预计全国航空物业规模		260 亿元	

资料来源：公司招股说明书、中国招标投标公共服务平台、万联证券研究所

新大正作为航空物管领域的龙头，具有丰富的管理经验与先鞭优势2021年12月20日，新大正已进入22个国际机场，并开发了安保服务、行李打包等多项业务。2020年，公司获中国物业管理协会同意对《机场航站楼物业服务规范》团体标准立项，把新大正航空物业高品质服务标准融入到团体标准之中，推动航空物业管理服务向

好发展。2021年，新大正于2019年起承接的北京大兴国际机场项目获评“2021物业管理卓越标杆项目”，进一步提高公司品牌影响力。2020年，中国物业管理协会同意由公司申请立项并起草编制《机场航站楼物业服务规范》团体标准，涵盖机场航站楼物业服务基本要求、机场安全管控，航站楼常规保洁服务、手推车管理、停车场管理、工程维修管理等内容。

图表24:部分物业管理企业机场物业项目情况

企业名称	中标机场项目	中标时间
碧桂园服务	北京大兴机场南航基地物业管理服务项目	2019.6
	上海浦东机场T1航站楼水、电、空调等工程维修项目	
	拉萨贡嘎机场T3航站楼项目	2021.5
保利物业	惠州机场物业服务项目	2021.7
	广州白云国际机场二号航站区项目	2019.12
	贵阳龙洞堡国际机场项目	2019.2
	福建省公安厅机场公安局营区物业管理服务项目	2018.12
招商积余	广州白云国际机场运控大楼物业管理服务业务外包项目	2021.5
	南昌航空工业城南区F101、F103号、F105号、K101及E101厂房物业保洁服务项目	2021.1
	北京大兴国际机场东航项目	2020.5
鲁商服务	北京大兴国际机场南航基地单身倒班宿舍与货运区物业管理服务项目	2021.6
润华物业	菏泽牡丹机场物业服务管理项目	2020.9
企业名称	投资方式	投资时间
万物云	增资入股深圳机场物业，持股占比61%	2021.6
碧桂园服务	收购新华正达，持股占比70%	2021.7
	全资收购湖南天环物业	2021.8
招商积余	收购南航物业，持股占比95%	2021.12
	收购上航物业100%股权	2021.12
公司在管机场项目例举		
新大正	重庆江北国际机场、北京大兴国际机场、广州白云国际机场、南京禄口国际机场、青岛胶东国际机场、南昌昌北国际机场、昆明长水国际机场、海口美兰国际机场、南宁吴圩国际机场、福州长乐机场、郑州新郑国际机场、苏南硕放国际机场、杭州萧山国际机场、上海虹桥国际机场、石家庄正定国际机场、北京首都国际机场、深圳宝安国际机场、南通兴东国际机场、长沙黄花国际机场、温州龙湾国际机场、天津滨海国际机场、成都天府国际机场在内的22个国际机场	

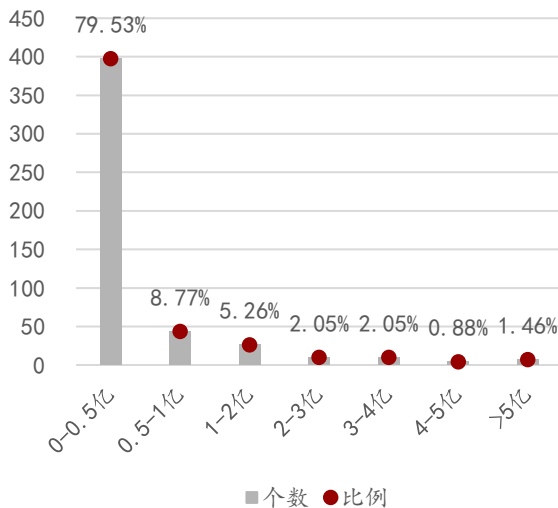
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

3.3 学校后勤市场化改革，与公司的市场化优势相契合

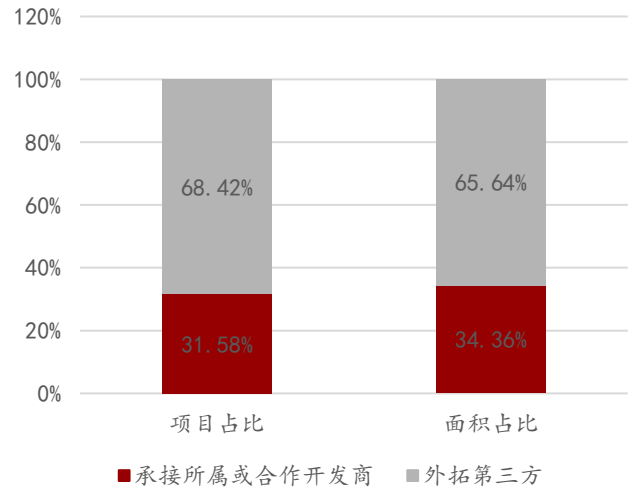
学校后勤市场化改革下，学校物业市场规模以及集中度提升可期：根据教育部公布的统计数据，2020年，全国共有各级各类学校所，在校生2.89亿人，专任教师1792.18万人，且近五年来各级各类学校数及在校生人数均在逐年增加。据中物研协估计，以3.50元/平方米/月的物业费水平计算，2025年我国仅高等教育及中小学物业市场规模至少可达751亿元，市场潜力较大。而我国学校后勤化改制始于2000年，经

过近20余年的发展，学校物业市场逐渐开放，目前外拓第三方已成为学校物业项目的主流方式。2020年，布局学校物业的500强物企有342家，布局学校物业的百强物企有86家，且500强企业学校物业管理面积中有67.5%集中在百强企业，行业集中度逐年提升。

图表25:2020年500强布局学校物业的企业各收入层级企业数量及其占比



图表26:2020年500强企业学校物业按来源划分的项目及面积占比



资料来源：中物研协、万联证券研究所

资料来源：中物研协、万联证券研究所

公司顺应学校后勤市场化发展趋势，树立行业标杆：新大正作为以学校物业为优势项目的第三方物企，主动抓住学校后勤市场化改革的机遇，以2005年承接重庆大学虎溪校区物业为起点，积极扩展学校业态。2020年，公司学校业态在管数量为68个，营收达2.55亿元，营收规模位居同业前列。2015年，公司起草编制了重庆市《高校物业管理服务规范》（地方标准），是第二届高校物业企业联盟主席单位。2021年，公司荣获中国教育后勤协会物业管理专业委员会评选的“2020年全国学校物业服务企业50强”第4名，并承担重庆教育后勤协会物业管理专业委员会首届秘书长单位。

图表27:2020全国学校物业管理前五强单位

排名	公司名称	公司简介
1	苏州市东吴物业管理有限公司	公司成立于2000年11月，隶属于苏大教服集团，起源于苏州大学后勤社会化改革。目前业务已拓展至全国15个省；目前服务了复旦大学、武汉大学、天津大学、南开大学、苏州大学、西交利物浦大学等“985”、“211”、中外合作大学逾100所，服务师生近200万人，管理服务面积1500万m²。
1	山东明德物业管理集团有限公司	公司成立于2004年，是国家一级资质企业。服务项目遍及山东16地市及全国26个省。以2005年10月服务山东师范大学为起点，至今已服务了吉林大学、山东大学、中央民族大学、中国政法大学、北京理工大学、东北师范大学、南京农业大学、首都师范大学、安徽大学、河北工业大学、宁夏大学、青海师范大学、青岛大学、济南大学等近200所高校，是目前国内管理高校最多的物业管理企业。
2	中航物业管理有限公司	公司是招商积余的全资子公司。截至2021年9月末，招商积余物业管理业务覆盖全国逾100个城市，管理项目合计1626个，管理面积2.15亿m²。
3	浙江浙大新宇物业集团有限公司	公司成立于2000年1月，是国内高校最早实行学生宿舍专业化管理的事业单位，公司立足杭州、深耕浙江、辐射全国，目前已成功为浙江大学、北京大学、北京师范大学、南开大学、中国海洋大学、东北大学、西湖大学等多所大学提供优质服务保障。

4	重庆新大正 物业集团股份 有限公司	公司成立于1998年，业务覆盖20多个省市60余个城市。2005年承接重庆大学虎溪校区物业，进入学校物业领域。2020年度，公司新进驻广西大学、西藏民族大学、重庆医科大学、贵阳职业技术学院、南京航空航天大学、阜阳师范大学等重要项目；2019年学校物业领域新签约项目19个，新进场项目10个，包括中国地质大学、西安交通大学等。
5	珠海市丹田 物业管理股份 有限公司	公司成立于1997年，是全国首家进入校园后勤服务市场的社会企业，业务涵盖校园后勤管理、校园快递、校园商贸、校园餐饮、校园信息化/智能化、校园新能源等综合服务，覆盖全国16个省份，为全国100多所院校、200多万师生提供专业化后勤服务，管理面积达2000多万m²。

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

3.4 办公物业市场化趋势明显，公司具有拓展优势

办公物业市场化趋势明显，公司具有拓展优势：根据中物研协，2020年，500强企业办公物业总物业费收入达631.17亿元，占500强企业总物业费收入比例为20.72%，以9.83%的面积占比贡献了20.72%的收入占比，500强企业办公物业物业费收入均值为1.42亿元。从项目来源看，百强办公物业项目中，有29.74%承接自所属或合作开发商，其余70.26%来自外拓第三方；其中政府机关办公物业项目来自外拓第三方的占比多于写字楼物业。百强企业的市场化拓展力度相比其他企业更大，尤其是政府机关办公物业更加明显。

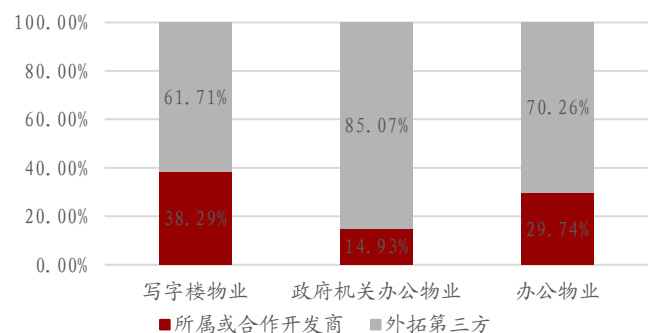
2021年H1，公司各业态中办公物业营收同比增速最为突出，达130.75%；2018-2020年办公物业的营收占比基本维持在20%-25%之间，到2021年H1这一比重逼近35%，增速与占比提高的原因在于公司收购了以办公物业为主的民兴物业实现并表，叠加新客户、新需求的挖掘以及智能化技术和装备的应用。2020年，公司开发了包括通讯公司、烟草公司、干休所等新项目类型；而同年收并购的民兴物业在2021年H1的营业收入和净利润分别可达1.49和0.14亿元。

图表28:2020年500强企业办公物业服务收入情况

项目	数值
物业服务费总收入	631.17 亿元
包含：写字楼物业	412.46 亿元
政府机关办公物业	218.71 亿元
企业物业服务费收入均值	1.42 亿元
其中：写字楼物业	1.03 亿元
政府机关办公物业	0.74 亿元
占500强办公物业服务费收入比例	20.72%
占500强企业办公服务总面积的比重	62.24%

资料来源：中物研协、万联证券研究所

图表29:2020年百强企业办公物业管理项目来源



资料来源：中物研协、万联证券研究所

3.5 在公共物业领域多点开花，打造行业标杆项目，形成多个潜在增长极

园区物业：根据国家科技部公示的《高新区名录》，目前我国已有国家级高新技术园区169个。根据2018年的《中国开发区审核公告目录》，我国国家级开发区核准面

积55.5万公顷，省级开发区核准面积126.5万公顷，省级以上园区面积共182万公顷。按照2020年，500强企业产业园区物业服务平均物业费为3.06元/（平方米·月），以及根据自然资源部于2021年1月13日发布的《各省（区、市）国家级开发区土地集约利用省内排序及主要指标数据》、《国家级开发区土地集约利用监测统计基本情况表（2020年）》，得知国家级开发区综合容积率0.98测算，我国产业园区物管市场规模已超6500亿元，市场空间十分可观。

公共交通物业：《2020年交通运输行业发展统计公报》显示，2020年末全国铁路营业里程14.6万公里。年末全国公路总里程519.81万公里，比上年末增加18.56万公里。其中高速公路里程16.10万公里，同比增加1.14万公里。按照我国《高速公路交通工程及沿线设施设计通用规范》，高速公路沿途服务区的平均间距不宜大于50km。按照此规范，可估计目前我国高速公路服务区需求量约3220对左右。根据2018年度浙江省内高速公路服务区和停车区物业管理服务项目招标文件及保利物业中标情况，预计平均每对高速公务服务区物管合同金额规模约200万元/年，2019年，广西交通实业有限公司高速公路服务区（停车区）物业管理服务招标项目，平均每对100万/年，假设每对150万元/年，我国高速公路服务区物业管理市场规模约为48亿元。

根据交通部数据，2021年12月，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团共有51个城市开通运营城市轨道交通线路269条，运营里程8708公里。通过轨道交通的单一线路全部物业服务合同规模来进行测算，以重庆轨道交通5号线、6号线及国博支线车站保洁服务外委项目为例，假设轨道交通单一线路的全部物业服务合同金额规模平均每年约2000万，以此估计轨道交通物业管理空间约54亿元。

场馆物业：根据《2020年文化和旅游发展统计公报》显示，2020年末，全国共有公共图书馆3212个，比上年末增加16个。全国公共图书馆实际使用房屋建筑面积1785.77万平方米。国家文物局统计数据显示，“十三五”期间，全国备案博物馆由4692家增长至5788家，增幅23.4%。2020年全国博物馆举办2.9万多个展览，策划22.5万余场教育活动，接待观众5.4亿人次。艺术表演场馆数达1208个。根据中物研协统计，取近两年公开招投标单份合同金额的水平进行测算，其中博物馆每单中位数水平约为400万元/年，图书馆每单中位数水平约为150万元/年，艺术表演馆每单中位数水平约为240万元/年，测算得博物馆物业服务市场规模约231亿元，图书馆规模约48亿元，艺术表演馆约29亿元，合计约308亿元的市场总容量。根据国家体育总局体育经济司发布的《2020年全国体育场地统计调查数据》，至2020年底，全国体育场地共有371.34万个，体育场地面积30.99亿平方米，人均体育场地面积2.20平方米。预计到2025年体育场地总面积将超过40亿平方米，市场容量较大。

医养物业：根据《2020年我国卫生健康事业发展统计公报》，2020年末，全国医疗卫生机构总数达1022922个，比上年增加15377个。其中：医院35394个，基层医疗卫生机构970036个，专业公共卫生机构14492个。根据新大正招股书披露的两家医院物业合同金额估算单个医院物业每年对物业服务的采购需求大约350万元，以单一项目估算医院领域的物业管理服务市场需求规模超1200亿元。

综合以上对园区物业、场馆物业、医养物业、公共交通市场规模的估算，我们估计公司公共物业业态的市场规模空间超8000亿元。

公司在公共物业业态细分项目市场开拓能力的不断提升。2021年H1，公司各业态中公共物业营收1.77亿元，增速达52.42%，营收占比基本稳定在20%左右，营收规模持续扩大。一方面公司场馆物业、园区物业影响力在全国范围内持续扩大，已中标国家体育总局冬季运动管理中心承担保障2022年北京冬奥会的备战参赛任务；另一方面，新开发的医养物业、交通类项目等拓展良好，已中标包神铁路和贵阳、洛

阳、合肥等地轨道交通的部分线路，以及襄阳市中医医院等医院项目。同时，由于公共物业作业面积较大，各类大中小型机械在现场实用度较高，能够实现人员使用效率的提高和节约，进而降低人力成本，帮助公司进一步扩大业务规模。面对公共物业较大的市场空间，公司目前的营收规模具有较大提升潜力，有望成为公司未来业绩增长的重要增长点。

图表30:公司公共物业各细分领域内容以及市场规模估测

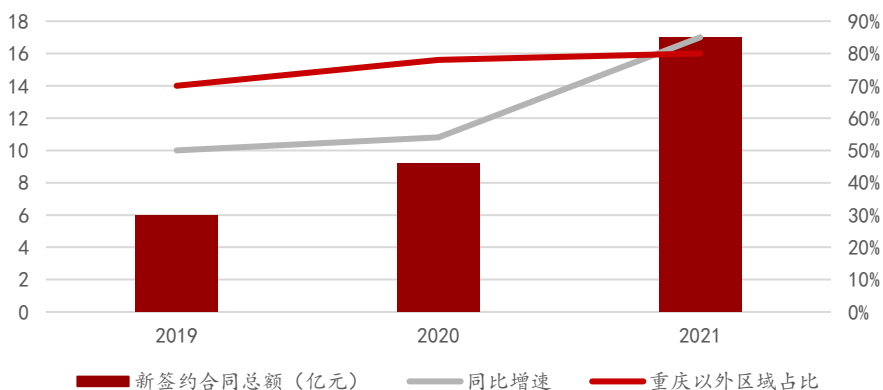
公司公共物业领域	具体内容	市场规模预计（亿元）
园区物业	包含集产业、科技、仓储、物流等功能为一体的园区物业	6549
场馆物业	文化中心、博物馆、体育馆、综合会议展览中心等	308
医养物业	医院及其医疗机构、福利院、新型养老产业等	1248
市政物业	道路、公园、景点景区及旅游区物业等各类城市公共市政设施	--
公共交通	公路、公交、铁路、轨道为主体的城市各类公共交通及其附属场所物业	102
其他	未归属的城市公共建筑与设施类等	--
合计		8207

资料来源：公司官网、万联证券研究所

3.6 坚持市场化发展，积极开展合资合作推进城市运营服务

公司秉持高度市场化的企业文化，以“内生+并购+合作”多条腿走路：公司90%的项目通过招投标获取，公司20多年的市场化运营及在公建领域积累的经验和口碑，使公司在主要采用公开招投标方式的公建市场项目拓展方面，具有一定的竞争优势。公司2019年-2021年新签订合同总额分别为6亿元、9.2亿元和17亿元，同比增速均超过50%，重庆以外区域占比均在80%左右，全国化业务布局效果明显。

图表31:历年新签约合同总额持续高增



资料来源：公司公告、万联证券研究所

物业管理行业并购的大浪潮下，公司通过并购方式以扩展规模和提升战略布局均具有较大的空间：在物业管理行业并购浪潮下，公司一直坚持不以规模增长作为单一的并购目标，通过综合考量并购标的对公司业务布局、规模扩张与公司现有体量等

维度选择并购标的。公司于2020年10月实施了上市后的首次并购，通过收购四川民兴物业管理有限公司拓展四川市场，巩固了公司在西南区域公共物业市场的领先优势。

以合资合作模式积极布局城市运营服务领域：公司积极推进资产运营合作，设立多个智慧城市运营主体。2020年7月，公司与青岛融源影视文化旅游产业发展有限公司共同投资成立青岛大正融源智慧城市运营服务有限公司。同年12月，公司联合重庆辉尚金控投资集团有限公司(以下简称“辉尚金控”)、贵阳市甲乙智慧城市设计有限公司新增设立贵阳市大正辉尚智慧城市运营服务有限公司。2021年前两个季度，公司增资控股重庆重报物业管理有限责任公司，先后合资成立了贵阳市大正慧能智慧城市运营服务有限公司、南阳新大正物业服务有限责任公司以及贵阳市大正辉尚智慧城市运营服务有限公司，有望进一步提升公司在城市服务领域的管理规模以及可预期利益。

图表32:2020年至2021年第三季度公司投资情况

股权取得时点	收并购标的	出资额(万元)	收购股权比例
2020.11.10	四川民兴物业管理有限公司	9700	100%
股权取得时点	合资新增设立公司	出资额(万元)	持股比例
2020.7.10	青岛大正融源智慧城市运营服务有限公司	195	65%
2020.12.31	贵阳市大正辉尚智慧城市运营服务有限公司	300	50%
2021.4.14	重庆重报物业管理有限责任公司	975	60%
2021.5.18	贵阳市大正慧能智慧城市运营服务有限公司	102	51%
2021.4.28	南阳新大正物业服务有限责任公司	153	51%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4 业绩高速增长，短期毛利率承压

4.1 各项业务规模稳健增长

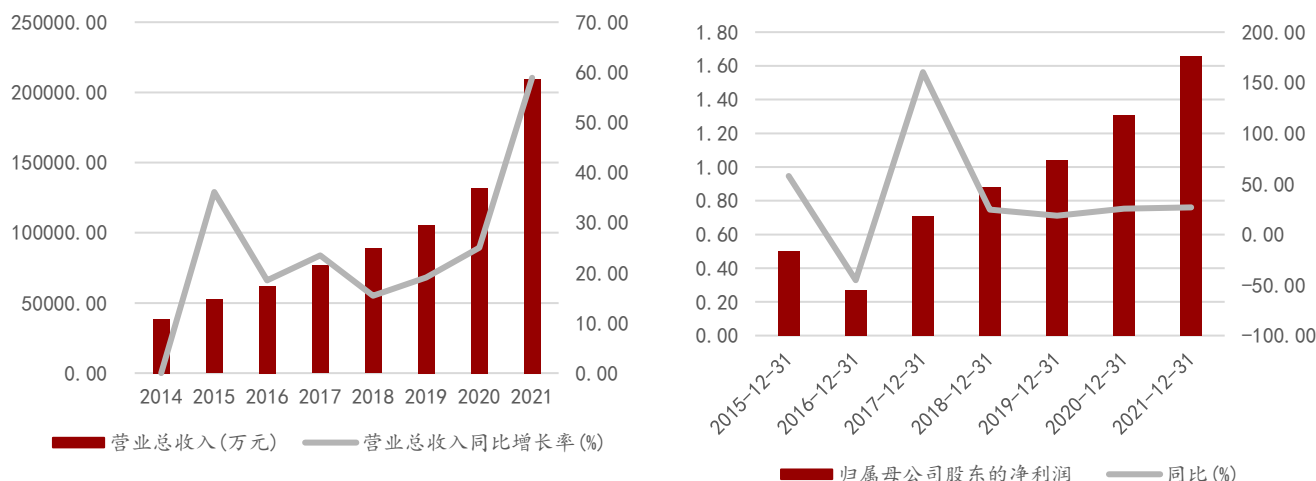
4.1.1 营收与利润稳健增长

2015-2021年(2021年营业收入为公司已公布的业绩预告中值20.95亿元计算)，公司营收同比增速大致经历了由降转升的过程，营收规模由5.2亿元增长至2021年20.95亿元，公司营收CAGR为25.96%，整体实现稳定增长。

2015年-2021年(2021年归母净利润为公司已公布的业绩预告中值1.66亿元计算)，公司归母净利润由0.5亿元增长至1.66亿元，年均复合增速为22.14%，从2018年以来公司利润增速保持相对平稳。

图表33:公司 2015-2021 年营收及其同比增速

:公司 2015-2021 年归母净利润及其同比增速

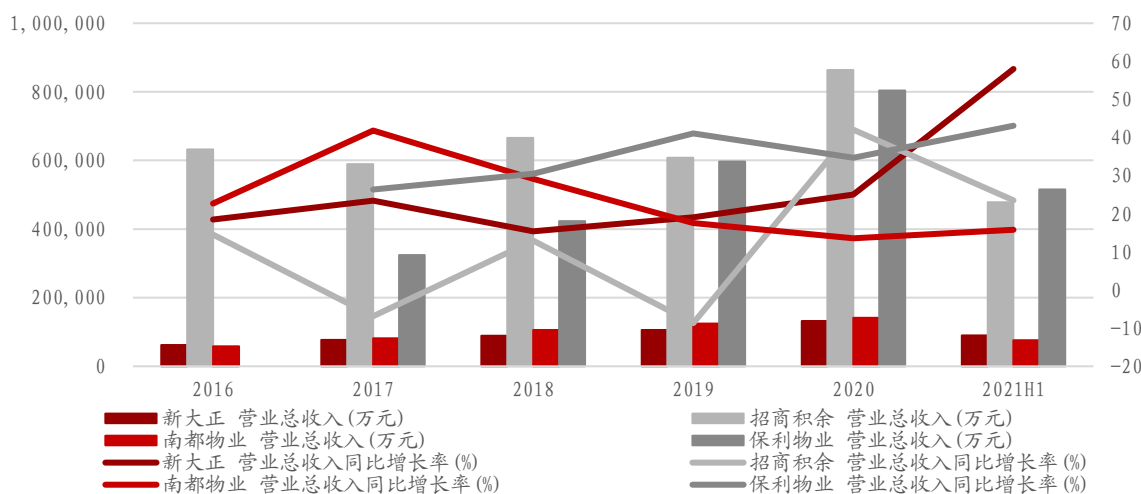


资料来源：同花顺、万联证券研究所

资料来源：同花顺、万联证券研究所

由于公司专注于非住宅领域，与部分国内上市物企的营收规模相比，公司的营收规模相差较大。2021年H1，新大正、招商积余、南都物业和保利物业的营业收入分别为8.96亿元、47.79亿元、7.64亿元和51.53亿元。但新大正近几年的营收增速大致呈现出稳步提升的趋势，扩张速度不断加快，2021年H1营收增速达58%，明显高于招商积余、南都物业和保利物业。

图表35:部分竞争对手营收规模及营收同比增速比较



资料来源：同花顺、万联证券研究所

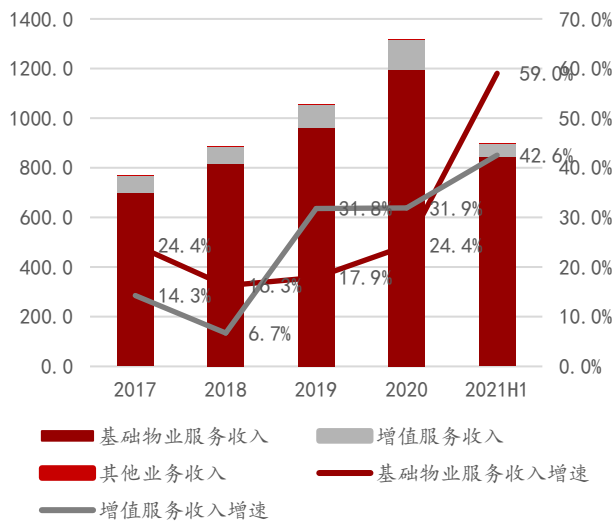
4.1.2 基本盘快速增长，增值服务不断孵化新的增长点

分业务类型来看，公司的营收来源仍以综合物业管理服务为主，2021年H1，综合物业管理服务、专项物业管理服务、增值服务和业务营收分别为6.96亿元、1.49亿元、0.51亿元和0.003亿元，营收同比增速分别为60.40%、53.01%、42.55%和27.71%，占总营收的比重分别为77.70%、16.63%、5.64%和0.03%。

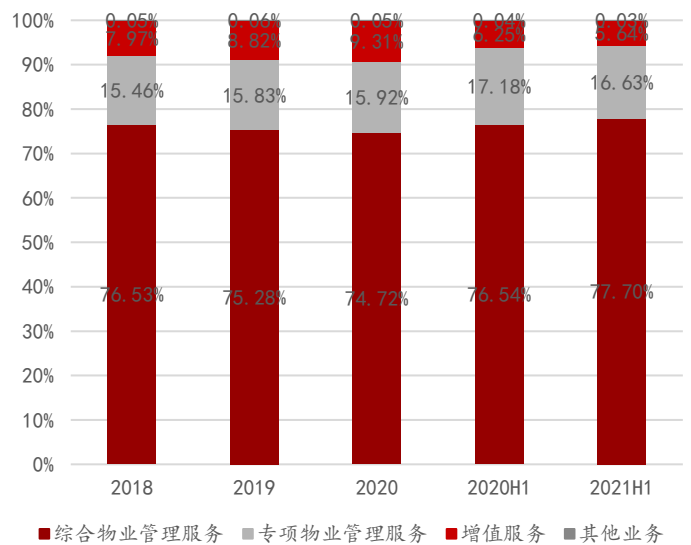
近几年公司增值服务营收规模不断扩大，占总营收的比重也在逐年提高。2019年、2020年增值服务营收分别为0.71、0.93、1.23亿元，占比分别为7.97%、8.82%、9.31%。2021年H1增值服务营收占比为5.64%，较前年同期下降0.61%，主要是由于2021年上半年民兴物业并表及业务拓展使得综合物业管理服务和专项物业管理服务营收

占比相对提高，一定程度上挤占了增值服务的营收比重。

图表36:公司各项业务同比增速



图表37:公司各业务类型营收占比变化情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所，公司自2019年对营业收入进行重分类，图中2017年基础物业管理收入是将综合物业管理服务与餐饮服务相加，2018年之后是综合物业服务收入与专业化管理服务收入相加，增值服务仍是原口径

资料来源：公司公告、万联证券研究所

随着公司市场化竞争优势不断凸显，基础物业服务收入近三年保持30%以上的增速水平，增值服务收入增速亦是保持提升趋势，公司建立了创新业务孵化中心，通过专业化团队推进增值服务业务深度开发、推动新型业务模式研究与发展，通过打造“S潮宝”平台，深挖增值业务潜在价值，并在2020年年内实现5所学校上线，公司增值服务的不断创新有望为公司带来新的盈利增长来源。

4.1.3 基础物业服务独立专业化运营

公司根据物业的不同属性提供专业化的管理服务，设立了保洁、保安、设施、餐饮、商管五大专业子公司，独立运营，提供环境绿化管理、秩序维护保障、设备设施维护及保养、餐饮服务、商业运营管理专业服务。2021年H1，公司专项管理服务营收达0.97亿元，占总营收的17.18%，同比增长53.01%，占比及增速仅次于综合物业管理服务。相比其他业务类型，专业管理服务的毛利率维持在较低水平，大致维持在10%-15%之间，而人力成本占该项业务总成本可高达九成左右。

图表38:2020 年专业管理服务相关子公司的经营状况

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入 (百万元)	营业利润 (百万元)	净利润 (百万元)	持股比例
重庆大世界保洁有限公司	子公司	保洁服务	82.96	5.61	4.71	100%
成都嘉峰世界清洁保养有限公司	子公司	保洁服务	23.48	1.24	1.04	70%
重庆大正保安服务有限公司	子公司	保安服务	22.69	1.74	1.47	100%

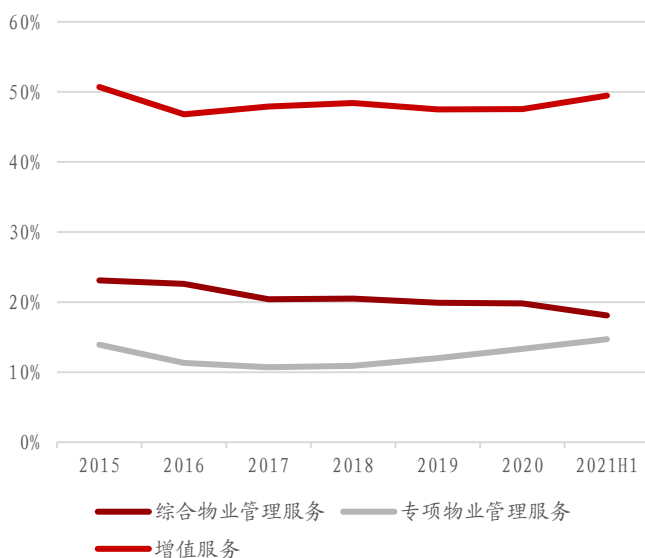
重庆益客精厨 餐饮管理有限公司	子公司	餐饮服务	3.27	0.84	0.80	100%
重庆大疆商业 管理有限公司	子公司	商场管理服务	1.64	0.18	0.18	100%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.2 公司短期毛利率承压

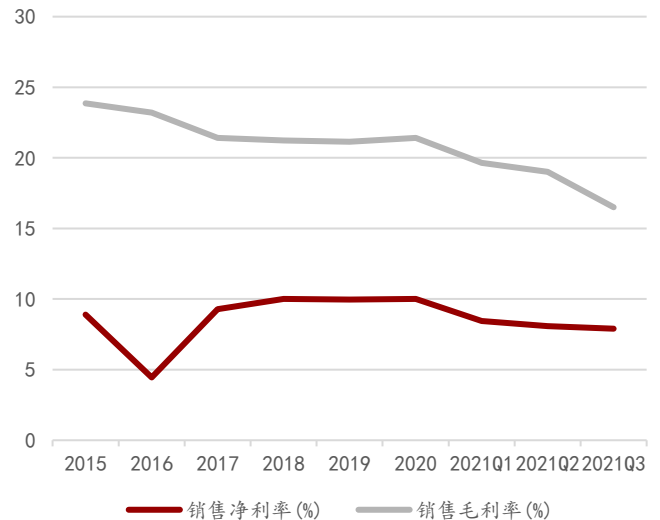
2015-2020年公司销售毛利率基本维持在21%-25%之间，受快速的市场拓展带来新进项目占比较高以及成本上升压力影响整体呈现逐年下降的趋势，而净利率维持在4%-11%之间，费用管控严格下大致呈现上升趋势。2021年Q1-Q3单季度销售毛利率分别为19.64%、19.02%和16.50%，销售净利率则为8.45%、8.08%和7.89%，均呈现下降趋势。上市以来，净利率大致呈下降趋势的主要原因在于公司正处于快速扩展期。首先，新进项目占比增加将导致前期投入成本增加。新进项目因必需的项目员工培训、固定资产投入等原因，前期成本较高；待新进项目转为成熟项目，效益也将随之增加。根据公司披露公司成熟项目（一年以上）毛利率为21.26%，新进项目毛利率为11.39%，公司项目外拓爆发期带来新项目占比提高使得毛利率承压；其次，新建城市公司在团队搭建、项目拓展及市场探寻上需要进行一定的初期投入，对应的销售费用、管理费用等会处于一个较高水平；同时，由于外地区域属于市场拓展爆发期，新进项目占比较高。

图表39:公司各业务类型毛利率表现



资料来源：公司公告、万联证券研究所

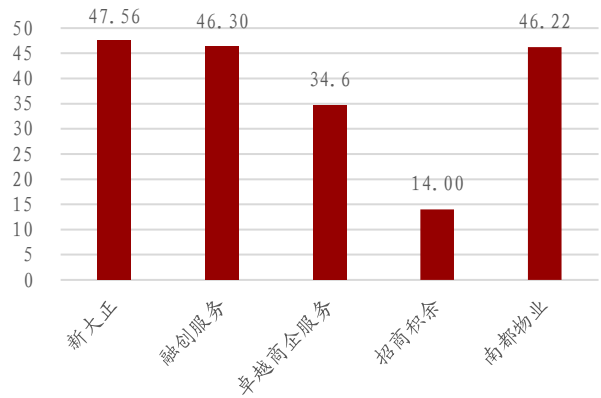
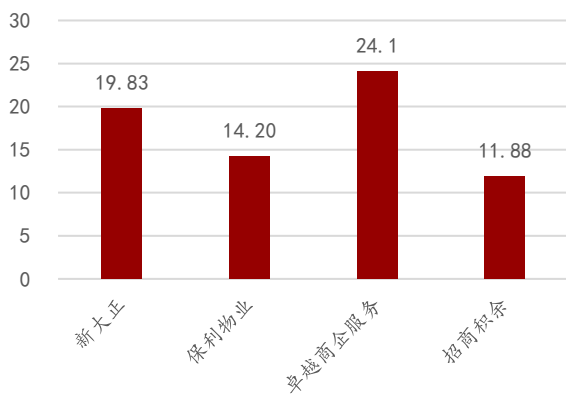
图表40:公司历年毛利率与净利率趋势图



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

图表41:2020 年基础物业服务毛利率同业比较 (%)

图表42:2020 年增值服务毛利率同业比较 (%)



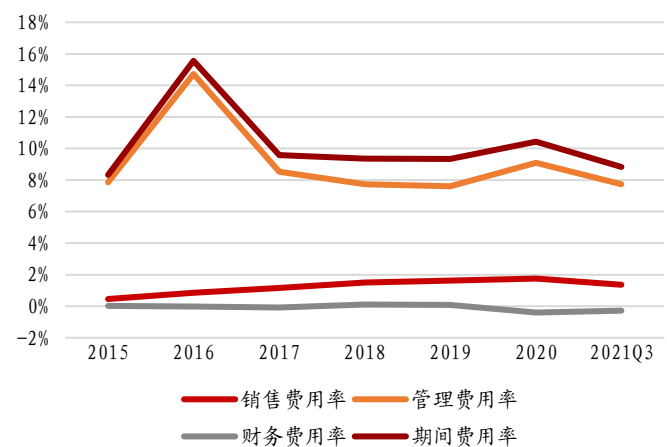
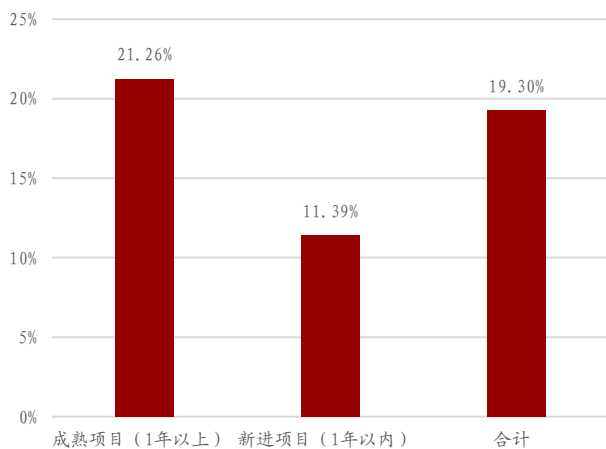
来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

2021年H1，综合物业管理服务、专项物业管理服务、增值服务的毛利率分别为18.09%、14.7%、49.48%。其中，（1）与同业部分公司比较来看，公司专注于非住宅领域物业管理服务，基础物业管理服务毛利率相对较高；（2）2015-2020年间，公司增值服务的毛利率基本都能维持在45%-51%之间。公司的增值服务针对各类业态客户需求不同，提供政务服务、商务服务、招商租赁、企业推介等多项增值服务产品。与其他同业相比，公司增值服务的毛利率相对较高。

图表43:2021年H1成熟项目与新进项目毛利率对比

图表44:公司历年三费费用率以及期间费用率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.3 积极布局信息科技，未来有助于对冲成本提升

公司积极打造“智能保洁”，通过购入智能化设备及系统，结合移动互联网和环境清洁平台实施任务监控，有效提高服务质量并节省了大量人力。同时，公司与多家科技公司合作，开发了基于互联网与物联网的城市公共建筑与设施的智慧运营管理平台——慧服务，借此拓展物业管理边界和内涵，向公共场所的空间规划利用、资产管理与能源管理衍生，打造新的利润增长点。2021年9月，深圳慧链云科技有限公司与杭州亚冠科技有限公司达成战略合作关系，双方将围绕慧链云（一期）实施项目展开落地合作，在智慧园区及物业领域开展全面、深度合作。

5 盈利预测&估值情况

公司2021年股权激励计划的业绩考核条件为2021年-2025年营业收入较2020年增长45%、110%、200%、280%、360%（年复合增速为35.7%），净利润较2020年增长35%、90%、150%、210%、280%（年复合增速为30.6%）。（这里“净利润”是指经审计的归属于上市公司股东的净利润，并剔除股份支付费用的影响）

基于公司对未来年度业绩考核目标以及公司目前的业务拓展计划，我们对公司2021年-2023年进行盈利预测，我们预计公司2021年-2023年营业收入分别为20.90亿元、29.83亿元、40.51亿元，同比分别增长59%、43%、36%，规模净利润分别为1.66亿元、2.42亿元和3.28亿元，同比增长27%、46%、35%。当前股价37.13元/股（截止2022年2月15日）对应2021年-2023年业绩的市盈率分别为36.40、24.95、18.45倍，以上业绩预测的关键假设基础如下：

图表45:盈利预测关键假设

各项业务营收同比增速假设	2021E	2022E	2023E
营业收入	58.7%	42.7%	35.8%
综合物业管理服务在管面积	63.0%	43.0%	35.0%
专项物业管理服务	55.0%	45.0%	40.0%
增值服务	30.0%	35.0%	35.0%
各项业务毛利率假设	2021E	2022E	2023E
毛利率	19.4%	19.3%	19.2%
综合物业管理服务	18.3%	18.3%	18.3%
专项物业管理服务	12.5%	12.0%	12.0%
增值服务	45.0%	46.0%	46.0%
费用率假设	2021E	2022E	2023E
管理费用率	9.30%	9.00%	9.00%
销售费用率	1.75%	1.70%	1.70%
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

6 投资建议&风险提示

公司是A股中唯一专注于公建物业的独立第三方物业管理公司，具有一定的稀缺性。公司战略发展路径清晰，公司利益与核心管理人员等形成深度绑定，并形成了根据公司战略发展情况不断完善组织架构的动态管理模式。业务上，凭借多年公建物管经营经验，在航空、学校等多业态形成竞争优势，并不断培育新的盈利增长极，保障公司业绩的较高增长。我们对公司进行首次覆盖，并给予“买入”评级。

风险因素：项目外拓不及预期、新项目毛利率大幅下滑等。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1318	2090	2983	4051
%同比增速	25%	59%	43%	36%
营业成本	1036	1685	2408	3272
毛利	282	405	575	779
%营业收入	21%	19%	19%	19%
税金及附加	9	14	19	26
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	23	37	51	69
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	120	194	268	365
%营业收入	9%	9%	9%	9%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-5	-7	-9	-12
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	17	21	30	41
投资收益	6	8	12	16
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	155	197	287	388
%营业收入	12%	9%	10%	10%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	155	197	287	388
%营业收入	12%	9%	10%	10%
所得税费用	23	29	43	58
净利润	132	167	244	330
%营业收入	10%	8%	8%	8%
归属于母公司的净利润	131	166	242	328
%同比增速	26%	27%	46%	35%
少数股东损益	1	1	1	2
EPS（元/股）	0.81	1.02	1.49	2.01

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.81	1.02	1.49	2.01
BVPS	7.91	6.22	7.71	9.72
PE	30.43	36.40	24.95	18.45
PEG	1.59	1.37	0.54	0.52
PB	4.69	5.97	4.82	3.82
EV/EBITDA	28.88	31.11	20.01	13.59
ROE	15%	16%	19%	21%
ROIC	15%	13%	16%	17%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	677	925	1247	1662
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	203	287	409	556
存货	2	4	5	7
预付款项	6	8	12	16
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	86	132	180	244
流动资产合计	974	1356	1853	2485
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	129	125	122	118
在建工程	6	6	6	6
无形资产	5	5	5	5
商誉	37	37	37	37
递延所得税资产	4	4	4	4
其他非流动资产	77	77	77	77
资产总计	1233	1611	2105	2733
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	83	115	165	224
预收账款	0	21	30	41
合同负债	26	34	48	65
应付职工薪酬	157	253	361	491
应交税费	27	42	60	81
其他流动负债	77	120	170	231
流动负债合计	369	584	834	1133
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	379	594	844	1143
归属于母公司的所有者权益	850	1013	1255	1582
少数股东权益	3	4	5	7
股东权益	853	1016	1260	1590
负债及股东权益	1233	1611	2105	2733

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	173	245	310	399
投资	-46	0	0	0
资本性支出	-22	0	0	0
其他	-8	8	12	16
投资活动现金流净额	-76	8	12	16
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1	55	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-45	-59	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-44	-4	0	0
现金净流量	53	249	322	415

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场