

新大正 (002968)

证券研究报告

2022年04月19日

22Q1 外拓年化同增 70%，收入同增 44%，延续强劲增长

22Q1 收入 6.11 亿元同增 43.5%，归母净利 0.43 亿元同增 19.9%

公司 22Q1 营业收入 6.11 亿元，同比增长 43.5%，增长主要系公司经营规模扩张，在管项目增加所致。22Q1 归母净利 4298.39 万元，同比增长 19.9%。

积极业务版图扩张，部分费用前置

公司 22Q1 毛利率 17.88%，同比减少 1.76pct；归母净利率 7.04%，同比减少 1.38pct。

公司 22Q1 销售费用率 1.96%，同比增长 0.9pct；管理费用率 9.14%，同比增长 1.36pct；财务费用率-0.31%，同比增长 0.07pct。销售费用增长主要系公司业务拓展、销售人员数量增加导致职工薪酬增加，同时业务持续开拓导致项目招投标费用增加等原因所致；管理费用增长主要系公司经营规模扩张，管理人员数量增加导致职工薪酬增加等原因所致。

外拓年化同增 70%，完善组织结构与人才激励

2022Q1 公司新拓展项目中标总金额约 3.73 亿元，新签合同同年金额约 2.23 亿元，同比增长约 70%，其中重庆以外区域市场拓展量占比约 80%，新中标中国银保监会、贵阳龙洞堡国际机场、包神铁路运输服务分公司等重大项目及多个军队业态项目。Q1 市场拓展取得开门红，为全年业绩目标实现奠定良好基础。

在组织结构完善调整、人才引进与培养、完善中长期激励体系、推动数字化建设，疫情防控等方面加大投入力度与成本，为长期发展夯实基础。调整 2021 年限制性股票激励计划考核办法，突出指向性使考核更加合理有效；制定 2022 年限制性股票激励计划，锚定五五战略目标，实现激励的阶段性与延续性；推出城市合伙人计划，组成多层次整体长期激励体系。

维持盈利预测，维持买入评级。公司不断深化研究客户需求、作业场景及服务标准，给客户创造价值和优质服务体验。伴随公司快速外拓、合资合作推进及增值服务全面开花，以体制为基效率为翼驶入发展快车道。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.5、3.4、4.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.55、2.08、2.69 元/股，PE 分别为 22.8、17.0、13.1x。

风险提示：业务拓展不及预期，核心高管流失，人工成本增长等。

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,318.35 | 2,088.26 | 2,896.42 | 4,016.76 | 5,189.65 |
| 增长率(%) | 25.01 | 58.40 | 38.70 | 38.68 | 29.20 |
| EBITDA(百万元) | 147.86 | 195.43 | 296.13 | 409.13 | 531.84 |
| 净利润(百万元) | 131.21 | 166.07 | 252.34 | 338.93 | 438.41 |
| 增长率(%) | 25.61 | 26.57 | 51.95 | 34.31 | 29.35 |
| EPS(元/股) | 0.81 | 1.02 | 1.55 | 2.08 | 2.69 |
| 市盈率(P/E) | 43.90 | 34.69 | 22.83 | 17.00 | 13.14 |
| 市净率(P/B) | 6.77 | 5.91 | 4.94 | 4.05 | 3.24 |
| 市销率(P/S) | 4.37 | 2.76 | 1.99 | 1.43 | 1.11 |
| EV/EBITDA | 30.91 | 25.54 | 15.93 | 11.05 | 7.88 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 房地产/房地产服务 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 35.4 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 162.72 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 69.68 |
| A 股总市值(百万元) | 5,760.23 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,466.81 |
| 每股净资产(元) | 6.30 |
| 资产负债率(%) | 28.70 |
| 一年内最高/最低(元) | 75.00/30.23 |

作者

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

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

韩笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120006
hanxiaob@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

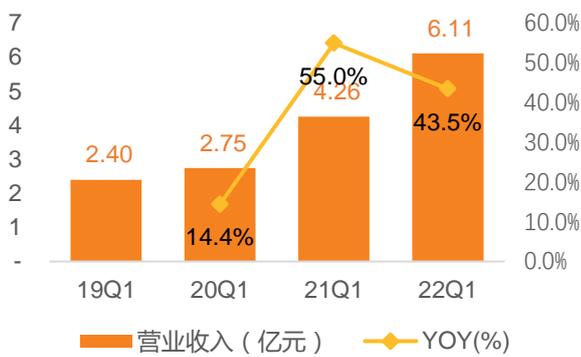
相关报告

- 《新大正-年报点评报告:鼓足干劲顺风而上，五五战略喜人开局》 2022-03-30
- 《新大正-公司点评:业绩快速增长业务发展喜人，多点开花丰富发展路径》 2022-01-28
- 《新大正-季报点评:21Q3 收入高增 68%规模持续增长，加快异地拓展机制优势显著》 2021-10-21

1. 22Q1 收入 6.11 亿元同增 43.5%，归母净利 0.43 亿元同增 19.9%

公司 22Q1 营业收入 6.11 亿元，同比增长 43.5%，增长主要系公司经营规模扩张，在管项目增加所致。22Q1 归母净利 4298.39 万元，同比增长 19.9%。

图 1：19Q1-22Q1 公司营收（亿元）及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：19Q1-22Q1 公司归母净利润（亿元）及 YOY



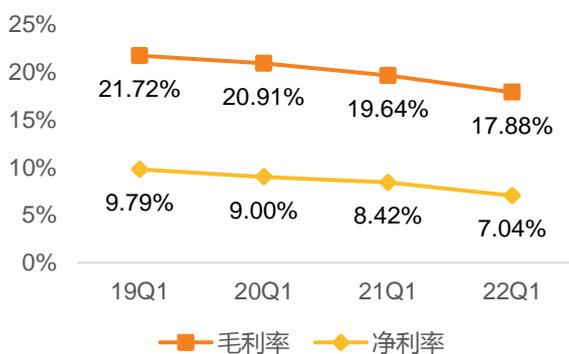
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 积极业务版图扩张，部分费用前置

公司 22Q1 毛利率 17.88%，同比减少 1.76pct；归母净利率 7.04%，同比减少 1.38pct。

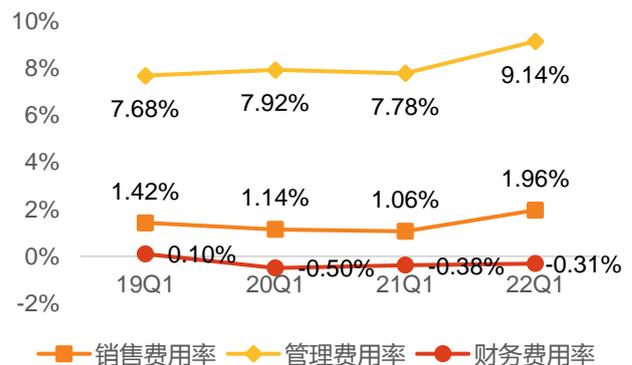
公司 22Q1 销售费用率 1.96%，同比增长 0.9pct；管理费用率 9.14%，同比增长 1.36pct；财务费用率 -0.31%，同比增长 0.07pct。销售费用增长主要系公司业务拓展、销售人员数量增加导致职工薪酬增加，同时业务持续开拓导致项目招投标费用增加等原因所致；管理费用增长主要系公司经营规模扩张，管理人员数量增加导致职工薪酬增加等原因所致。

图 3：19Q1-22Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：19Q1-22Q1 公司主要费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 前景展望

公司在包括市场的全国化拓展、组织结构完善调整、人才引进与培养、完善中长期激励体系、推动数字化建设，疫情防控等方面加大投入力度与成本，为长期发展夯实基础。

(1) 市场拓展取得开门红

2022Q1 公司新拓展项目中标总金额约 3.73 亿元，新签约合同年金额约 2.23 亿元，同比增长约 70%，其中重庆以外区域市场拓展量占比约 80%，新中标中国银保监会、贵阳龙洞堡国际机场、包神铁路运输服务分公司等重大项目及多个军队业态项目。Q1 市场拓展取得开门红，为全年业绩目标实现奠定良好基础。

(2) 持续调整完善组织架构

基于前期全国化战略推广过程中城市公司的大力推动，公司继续进行城市公司拓展和组建，新设立南宁公司、厦门公司，分别负责广西、福建区域内物业管理和相关业务开展。经过 21 年对权责体系全面梳理，公司 Q1 编制并发布了《核心授权手册》《职能职责说明书》，以满足承接战略、授权下沉、提升效能的组织管理需要。同时编制发布《组织架构管理规范》，以应对公司快速扩张过程中对组织机构设置与调整管理程序的规范要求，提升组织管理规范性和时效性。

(3) 完善中长期激励体系

公司持续完善中长期股权激励体系建设，以推动五五战略实施，凝聚和激励优秀人才在新大正平台上共同创业。经过实践后对 2021 年限制性股票激励计划考核办法进行合理调整，突出股权激励考核的指向性，使考核更加合理有效；制定 2022 年限制性股票激励计划，锚定五五战略目标，实现激励的阶段性与延续性；推出城市合伙人计划，设立集团城市合伙人管理委员会，加快推动城市合伙人计划实施，促进城市公司快速成长和长期发展，与集团已经实施的平台股份、限制性股票等股权激励方式共同组成多层次的整体长期激励体系。

(4) 加快推动数字化建设

公司成立集团数字化建设委员会、数字化决策委员会、业务数字化推进小组。按照 22 年度数字化建设计划安排，在集团各业务单元全面启动慧链云平台的推广实施工作，以提升业务运营效率。目前已完成品质督导产品功能方案评审，将做进一步完善及落地，通过线上任务的方式实施品质督导检查，能够在发现品质问题后通过及时跟踪与反馈，快速整改品质问题，提升项目品质。

4. 盈利预测

维持盈利预测，维持买入评级。公司不断深化研究客户需求、作业场景及服务标准，给客户创造价值和优质服务体验。伴随公司快速外拓、合资合作推进及增值服务全面开花，以体制为基效率为翼驶入发展快车道。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.5、3.4、4.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.55、2.08、2.69 元/股，PE 分别为 22.8、17.0、13.1x。

5. 风险提示

业务拓展不及预期，核心高管流失，人工成本增长等。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 676.51 | 670.45 | 962.25 | 1,159.47 | 1,484.69 |
| 应收票据及应收账款 | 202.96 | 321.21 | 363.29 | 413.56 | 590.13 |
| 预付账款 | 5.85 | 12.54 | 6.33 | 23.25 | 15.59 |
| 存货 | 2.36 | 6.75 | 0.61 | 11.64 | 1.98 |
| 其他 | 86.21 | 122.37 | 180.73 | 247.22 | 290.57 |
| 流动资产合计 | 973.89 | 1,133.32 | 1,513.21 | 1,855.15 | 2,382.96 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 129.05 | 138.03 | 125.90 | 113.76 | 101.63 |
| 在建工程 | 6.27 | 10.85 | 10.85 | 10.85 | 10.85 |
| 无形资产 | 5.17 | 6.84 | 4.67 | 2.49 | 0.31 |
| 其他 | 118.17 | 164.67 | 137.53 | 140.44 | 146.04 |
| 非流动资产合计 | 258.67 | 320.40 | 278.95 | 267.54 | 258.83 |
| 资产总计 | 1,232.56 | 1,453.71 | 1,792.16 | 2,122.69 | 2,641.80 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 82.51 | 96.06 | 119.36 | 217.28 | 200.19 |
| 其他 | 260.61 | 303.52 | 474.40 | 448.60 | 624.75 |
| 流动负债合计 | 343.12 | 399.58 | 593.75 | 665.88 | 824.93 |
| 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 | 10.05 | 33.65 | 17.40 | 20.37 | 23.81 |
| 非流动负债合计 | 10.05 | 33.65 | 17.40 | 20.37 | 23.81 |
| 负债合计 | 379.31 | 466.32 | 611.15 | 686.25 | 848.74 |
| 少数股东权益 | 2.94 | 13.31 | 14.14 | 15.19 | 16.46 |
| 股本 | 107.46 | 162.68 | 162.72 | 162.72 | 162.72 |
| 资本公积 | 461.64 | 449.34 | 449.34 | 449.34 | 449.34 |
| 留存收益 | 271.21 | 378.17 | 556.86 | 811.91 | 1,171.50 |
| 其他 | 9.99 | (16.12) | (2.04) | (2.72) | (6.96) |
| 股东权益合计 | 853.24 | 987.39 | 1,181.01 | 1,436.44 | 1,793.06 |
| 负债和股东权益总计 | 1,232.56 | 1,453.71 | 1,792.16 | 2,122.69 | 2,641.80 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 131.98 | 166.38 | 252.34 | 338.93 | 438.41 |
| 折旧摊销 | 10.93 | 14.44 | 14.31 | 14.31 | 14.31 |
| 财务费用 | 0.00 | 1.12 | (10.90) | (14.16) | (17.65) |
| 投资损失 | (5.97) | (0.39) | (7.82) | (8.00) | (2.00) |
| 营运资金变动 | 98.92 | (117.97) | 90.05 | (73.55) | (47.09) |
| 其它 | (62.53) | 8.30 | 1.17 | 1.40 | 1.55 |
| 经营活动现金流 | 173.33 | 71.89 | 339.15 | 258.93 | 387.53 |
| 资本支出 | 53.80 | 8.60 | 16.26 | (2.97) | (3.44) |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (130.02) | (56.89) | (8.44) | 10.97 | 5.44 |
| 投资活动现金流 | (76.22) | (48.29) | 7.82 | 8.00 | 2.00 |
| 债权融资 | 5.26 | 16.19 | 4.72 | 15.19 | 19.02 |
| 股权融资 | (49.12) | 16.81 | (59.89) | (84.90) | (83.34) |
| 其他 | 0.19 | (66.50) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (43.67) | (33.50) | (55.17) | (69.70) | (64.31) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 53.44 | (9.90) | 291.80 | 197.22 | 325.22 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,318.35 | 2,088.26 | 2,896.42 | 4,016.76 | 5,189.65 |
| 营业成本 | 1,035.94 | 1,698.39 | 2,332.49 | 3,228.67 | 4,150.34 |
| 营业税金及附加 | 8.51 | 12.58 | 17.38 | 24.10 | 36.02 |
| 销售费用 | 23.13 | 34.99 | 48.08 | 66.28 | 85.86 |
| 管理费用 | 119.78 | 163.20 | 224.47 | 310.90 | 401.91 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | (5.26) | (6.92) | (10.90) | (14.16) | (17.65) |
| 资产/信用减值损失 | (4.18) | (7.30) | (4.31) | (5.64) | (6.92) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 2.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 5.97 | 0.39 | 7.82 | 8.00 | 2.00 |
| 其他 | (20.91) | (8.47) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 155.37 | 199.13 | 288.41 | 403.34 | 528.26 |
| 营业外收入 | 0.14 | 0.14 | 7.31 | 3.31 | 0.15 |
| 营业外支出 | 0.58 | 0.57 | 0.60 | 1.50 | 3.00 |
| 利润总额 | 154.93 | 198.71 | 295.12 | 405.15 | 525.41 |
| 所得税 | 22.95 | 32.33 | 41.61 | 64.82 | 85.45 |
| 净利润 | 131.98 | 166.38 | 253.51 | 340.32 | 439.96 |
| 少数股东损益 | 0.77 | 0.31 | 1.17 | 1.40 | 1.55 |
| 归属于母公司净利润 | 131.21 | 166.07 | 252.34 | 338.93 | 438.41 |
| 每股收益(元) | 0.81 | 1.02 | 1.55 | 2.08 | 2.69 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 25.01% | 58.40% | 38.70% | 38.68% | 29.20% |
| 营业利润 | 25.62% | 28.17% | 44.83% | 39.85% | 30.97% |
| 归属于母公司净利润 | 25.61% | 26.57% | 51.95% | 34.31% | 29.35% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 21.42% | 18.67% | 19.47% | 19.62% | 20.03% |
| 净利率 | 9.95% | 7.95% | 8.71% | 8.44% | 8.45% |
| ROE | 15.43% | 17.05% | 21.63% | 23.85% | 24.68% |
| ROIC | 126.54% | 168.61% | 118.15% | 262.52% | 236.41% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.77% | 32.08% | 34.10% | 32.33% | 32.13% |
| 净负债率 | -79.29% | -66.96% | -81.22% | -80.43% | -82.50% |
| 流动比率 | 2.64 | 2.62 | 2.55 | 2.79 | 2.89 |
| 速动比率 | 2.63 | 2.60 | 2.55 | 2.77 | 2.89 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 7.71 | 7.97 | 8.46 | 10.34 | 10.34 |
| 存货周转率 | 887.35 | 458.71 | 787.10 | 655.67 | 761.70 |
| 总资产周转率 | 1.18 | 1.55 | 1.78 | 2.05 | 2.18 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.81 | 1.02 | 1.55 | 2.08 | 2.69 |
| 每股经营现金流 | 1.07 | 0.44 | 2.08 | 1.59 | 2.38 |
| 每股净资产 | 5.23 | 5.99 | 7.17 | 8.73 | 10.92 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 43.90 | 34.69 | 22.83 | 17.00 | 13.14 |
| 市净率 | 6.77 | 5.91 | 4.94 | 4.05 | 3.24 |
| EV/EBITDA | 30.91 | 25.54 | 15.93 | 11.05 | 7.88 |
| EV/EBIT | 33.37 | 27.46 | 16.74 | 11.45 | 8.10 |

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 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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 |