



## 百年招商殷实美好，善积余庆再启征程

## 买入 (首次)

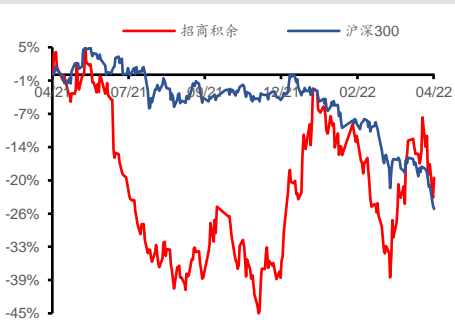
行业： 房地产  
日期： 2022年04月26日

分析师： 金文曦  
Tel: 021-53686143  
E-mail: jinwenxi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100003  
联系人： 蔡萌萌  
Tel: 021-53686184  
E-mail: caimengmeng@shzq.com  
SAC 编号: S0870121110010

## 基本数据

最新收盘价 (元) 16.73  
12mth A 股价格区间 (元) 11.38-21.85  
总股本 (百万股) 1,060.35  
无限售 A 股/总股本 62.89%  
流通市值 (亿元) 111.57

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

## ■ 投资摘要

**A 股稀缺央企物管标的，内外兼修未来可期。**公司背靠招商局集团实力雄厚，积极开展“总对总”业务与合资合作，投资并购优质标的，成长未来可期。2021 年，实现营业收入 105.91 亿元，同比增长 22.42%；实现归母净利润 5.13 亿元，同比增长 17.25%。

**基础物管增长稳健，增值服务长效显现。**构建“沃土云林”商业模式，深耕物业基础管理“沃土”，2021 年物业管理面积 2.81 亿平方米，同比增长 47.12%；发力非住宅业态，全业态拓展势头强劲。2021 年，非住宅管理面积 1.66 亿平方米，同比增长 75%，新拓展项目的单个项目平均年合同额同比大幅上升，千万级以上项目数量同比增长 43%。依托到家汇平台，打造物业私域流量轻资产平台，2021 年，公司平台交易额近 8 亿元，同比增长 66%。

**商业运营加速拓展，“大资管”业务增长迅速。**推进“12347”战略落地，聚焦资管业务。2021 年，公司资产管理营业收入达到 5.56 亿元，同比增长 23.7%，商业项目管理面积 179 万平方米，同比增长 31.62%，在管商业项目 44 个，同比增长 69.23%。近年来，公司成功培育九方、九方荟等品牌，打造三大商业产品系——海上世界、花园系、九方系。

## ■ 投资建议

公司作为 A 股稀缺央企物管标的，依托招商局集团，资源禀赋优异，打造“沃土云林”商业模式，深耕物业基础管理“沃土”，发力非住宅业态，积极投资并购优质标的，内外兼修未来成长可期。我们预计公司 2022-2024 年营业收入将分别同比增长 23.75%、24.02%、23.63% 至 131.06、162.54、200.95 亿元；归母净利润将分别同比增长 36.2%、28.3%、20.3% 至 6.99、8.96、10.78 亿元，EPS 分别为 0.66、0.85、1.02 元。对应 4 月 26 日收盘价，PE 分别为 25X/20X/16X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## ■ 风险提示

市场不确定性加大风险；行业竞争加剧风险；并购整合不利风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10591	13106	16254	20095
年增长率	22.4%	23.7%	24.0%	23.6%
归母净利润	513	699	896	1078
年增长率	17.3%	36.2%	28.3%	20.3%
每股收益 (元)	0.48	0.66	0.85	1.02
市盈率 (X)	41.89	25.39	19.79	16.45
市净率 (X)	2.48	1.90	1.73	1.57

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2022 年 04 月 26 日收盘价)

## 目 录

<b>1 招商积余：A 股稀缺央企物管标的</b> .....	<b>4</b>
1.1 央企物管，平稳转型.....	4
1.2 央企背景支撑，股权结构稳定.....	4
1.3 业绩整体向好，盈利能力稳步提升.....	5
1.4 “12347”战略助力高质量发展.....	7
<b>2 深耕“大物业”基壤，拓展“大资管”版图</b> .....	<b>7</b>
2.1 “大物业”绩效靓丽，业态价值多元延伸.....	7
2.1.1 基础物管稳健增长，非居业态发展提速.....	7
2.1.2 增值服务成效显现，多元化发展增添活力.....	11
2.2 以商为势，“大资管”尽显商业匠心.....	13
<b>3 控股股东实力强劲，资源禀赋优异</b> .....	<b>16</b>
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>18</b>
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>19</b>

## 图

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 股权结构.....	5
图 3 近年公司营业收入及增速.....	5
图 4 近年公司归母净利润及增速.....	5
图 5 近年公司分业务营业收入结构.....	6
图 6 近年公司毛利率.....	6
图 7 近年公司分业务毛利率.....	6
图 8 近年公司期间费用率.....	7
图 9 公司“沃土云林”商业模式.....	8
图 10 近年公司物业管理业务营收及增速.....	9
图 11 近年公司物业管理业务新签年度合同额.....	9
图 12 近年公司物业管理分业务营收结构.....	9
图 13 近年公司物业管理分业务毛利率.....	9
图 14 近年公司物业管理面积及增速.....	9
图 15 近年公司物业管理项目数及增速.....	9
图 16 公司管理面积结构.....	10
图 17 公司新签约合同金额结构.....	10
图 18 2021 年公司非住宅类项目管理面积结构.....	10
图 19 2021 年公司非住宅类项目营收结构.....	10
图 20 公司高品质非住宅项目.....	11
图 21 近年公司平台增值服务营收.....	11
图 22 公司平台增值服务.....	12
图 23 近年公司专业增值服务营收.....	12
图 24 2021 年公司专业增值服务分业务营收占比.....	12
图 25 公司专业增值服务.....	13
图 26 近年公司资产管理业务营收及增速.....	13
图 27 近年公司资产管理分业务营收结构.....	14

---

图 28 近年公司资产管理分业务毛利率.....	14
图 29 近年公司商业项目管理面积及增速.....	14
图 30 近年公司商业项目数量及增速.....	14
图 31 公司三大商业产品系.....	15
图 32 近年公司持有物业出租及经营情况.....	15
图 33 2021 年公司持有物业出租及经营分业务情况.....	15
图 34 公司数字化建设.....	16
图 35 近年招商蛇口签约销售面积及增速.....	16
图 36 近年招商蛇口签约销售额及增速.....	16
图 37 近年招商蛇口竣工面积.....	17
图 38 近年招商蛇口新增计容建筑面积.....	17
图 39 公司管理面积来源结构.....	17
图 40 公司新签合同金额来源结构.....	17

## 表

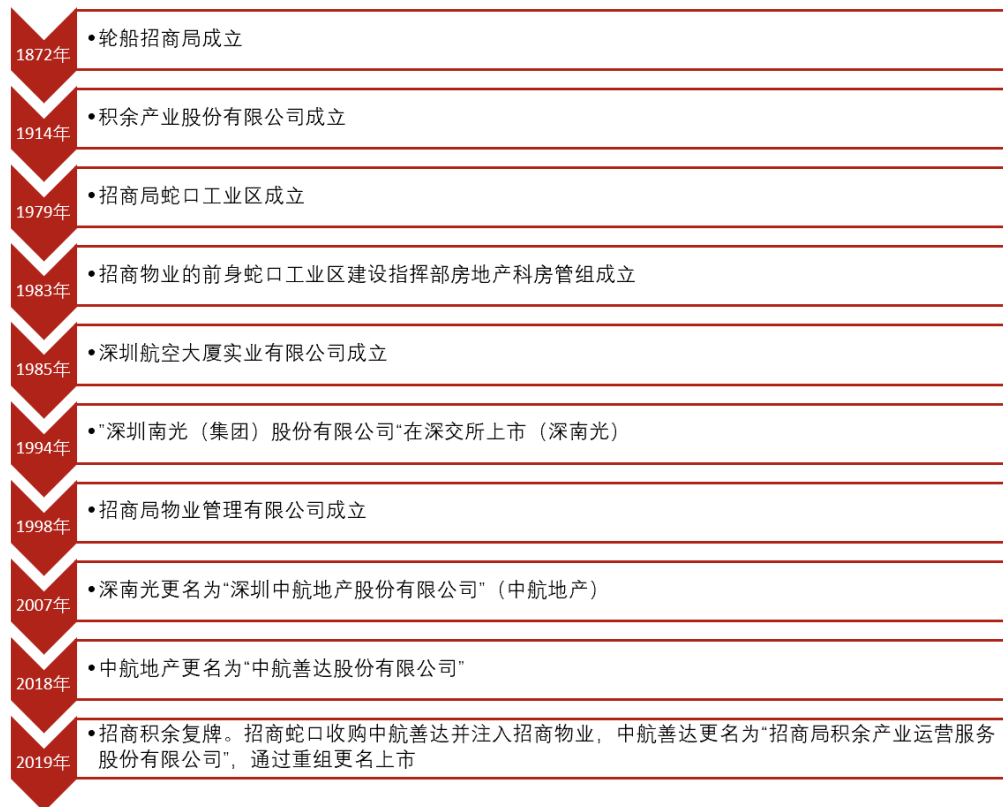
表 1 公司“12347”发展战略内容.....	7
表 2 公司重组后并购情况.....	18
表 3 公司营收拆分.....	19

## 1 招商积余：A 股稀缺央企物管标的

### 1.1 央企物管，平稳转型

公司作为招商局集团旗下的平台企业，主要从事物业资产管理与服务，主要开展物业管理业务、资产管理业务、房地产开发业务等业务。1983 年，招商物业的前身蛇口工业区建设指挥部房地产科房管组成立；1994 年，“深圳南光（集团）股份有限公司”（深南光）在深交所上市；2018 年，中航地产更名为“中航善达股份有限公司”；2019 年，招商蛇口收购中航善达并注入招商物业，公司更名为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”，通过重组更名上市。

图 1 公司发展历程

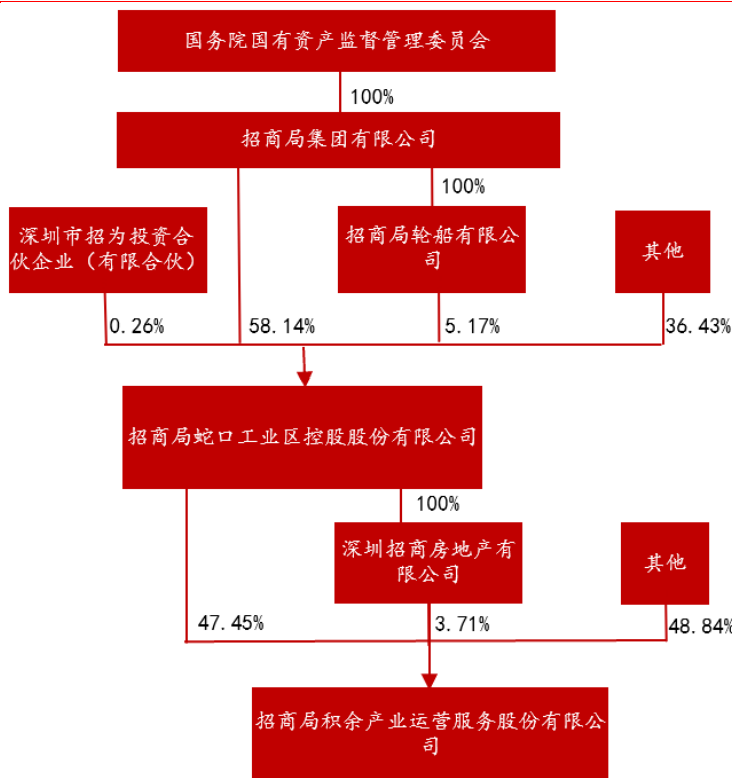


资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

### 1.2 央企背景支撑，股权结构稳定

公司的实际控制人招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，控股股东招商局蛇口工业区控股股份有限公司持股 51.16%，其中直接持股 47.45%。

图 2 股权结构

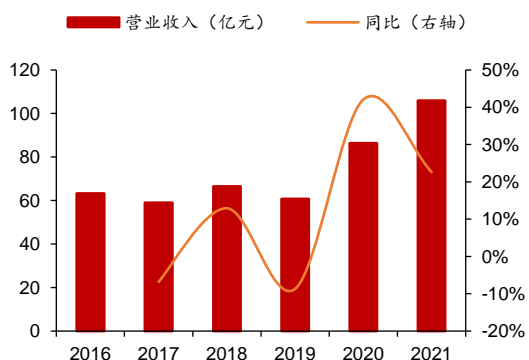


资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 1.3 业绩整体向好，盈利能力稳步提升

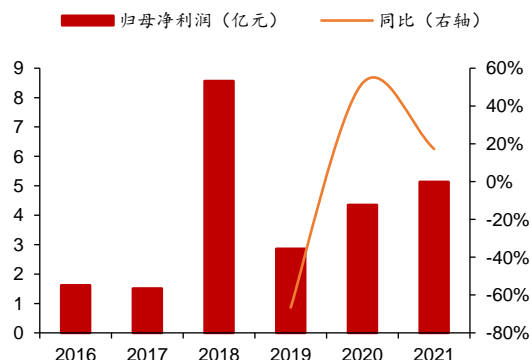
营收突破百亿，利润稳步提升。2021 年，公司营业收入突破百亿，达到 105.91 亿元，同比增长 22.42%；其中，随着原有物业管理项目增长以及新拓展市场化物业管理项目增加，物业管理业务实现营业收入 99.08 亿元，同比 23.31%。2019 年公司重组后，归母净利润呈上升趋势，2021 年，公司实现归母净利润 5.13 亿元，同比增长 17.25%。

图 3 近年公司营业收入及增速



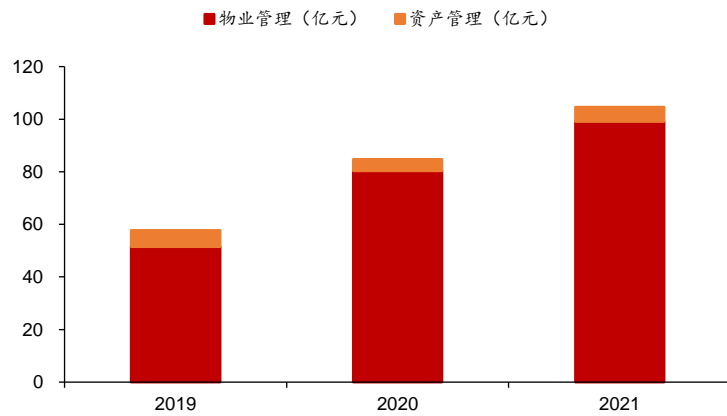
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 4 近年公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

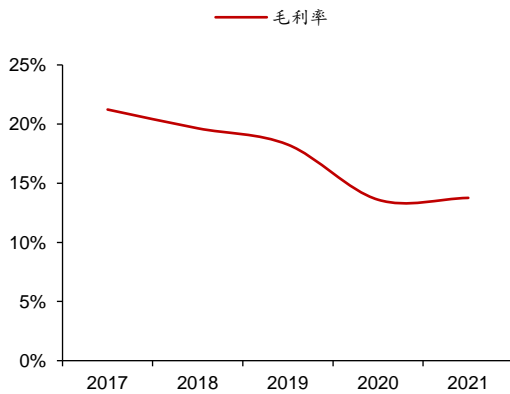
图 5 近年公司分业务营业收入结构



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

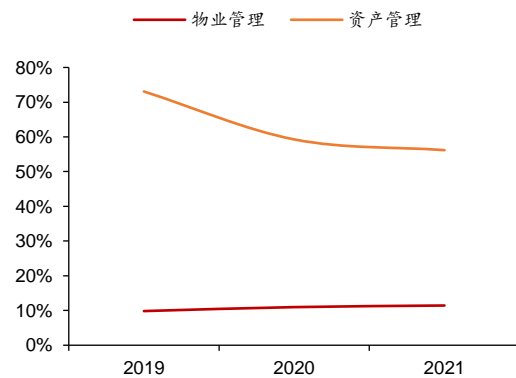
毛利率略有提升, 费用管控能力持续向好。2021 年, 公司毛利率为 13.76%, 较上年增长 0.16pct; 其中, 物业管理业务毛利率为 11.43%, 较上年提升 0.47pct, 资产管理业务毛利率 56.18%, 较上年下滑 1.71pct。费用方面, 公司三项费用率自 2019 年持续下滑, 2021 年财务费用率、销售费用率和管理费用率分别为 1.25%、0.82% 和 3.65%。同时, 公司持续推进数字化管理和精细化集中运营管控, 在管项目的招商 π 平台覆盖率超 99%, 提升管理效率, 从而降低了管理费用率。

图 6 近年公司毛利率



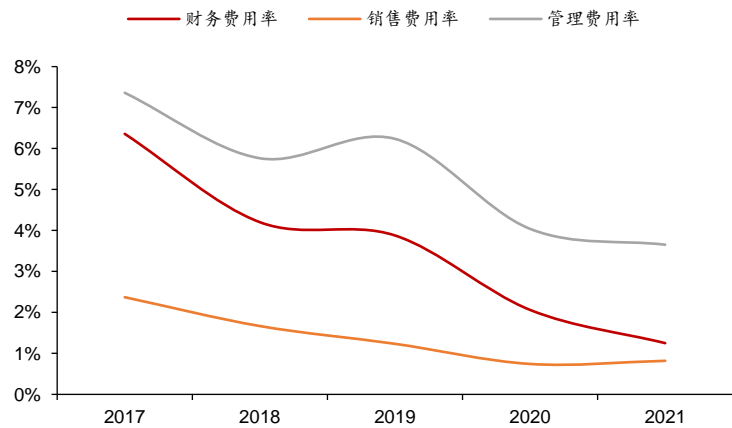
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 7 近年公司分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 8 近年公司期间费用率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

#### 1.4 “12347” 战略助力高质量发展

2020 年初，公司明确了“12347”发展战略，发展“大物业”和“大资产”两项核心业务，战略协同方面，成为招商局集团资产保值增值平台，成为招商蛇口持有资产运营的承载平台。

“12347”发展战略明确了公司作为轻资产平台的整体战略定位，为实现公司内外部协同发展，提高市场竞争力，提供了方向指引。

表 1 公司“12347”发展战略内容

名称	内容
1 战略定位	中国领先的物业资产管理运营商，物业资产管理领域综合实力领先，机构类业务保持行业领军地位，服务质量、品牌影响力、资产管理能力保持中国领先地位
2 核心主业	大物业+大资管
3 战略协同	集团资产保值增值平台，为集团业务协同助力；招商蛇口持有资产运营的承载平台；招商蛇口产业数字化的标兵
4 发展原则	市场化、专业化、集约化、生态化
7 战略举措	巩固一片沃土、业务价值延伸、平台内涵多元、科技赋能与数字化转型、内外发展并举、两个平台有机互动、管理创新

资料来源：招商积余公众号，上海证券研究所

## 2 深耕“大物业”基壤，拓展“大资管”版图

### 2.1 “大物业”绩效靓丽，业态价值多元延伸

#### 2.1.1 基础物管稳健增长，非居业态发展提速

构建“沃土云林”商业模式，提供多元化管理服务。公司物业管理业务涵盖基础物业管理、平台增值服务和专业增值服务三

大板块，布局超过 100 个城市，服务业态覆盖住宅、办公、商业、园区、学校等多元化业态。公司积极推进“12347”战略落地，构建“沃土云林”商业模式，公司深耕物业基础管理“沃土”，通过标准化运营和平台化建设提升服务水平。平台增值服务依托旗下招商到家汇的平台运营，通过爆品引领、服务渗透、线上线下一体化等手段，开展多元化增值服务，反哺基础物业服务。专业增值服务依托多年的专业化服务能力和强大的客户粘性，为客户提供案场协销及房产经纪、设施管理服务、停车场管理服务等专业化服务。

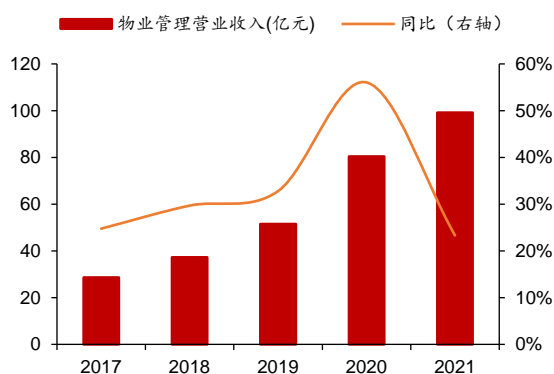
图 9 公司“沃土云林”商业模式



资料来源：招商积余业绩发布会，上海证券研究所

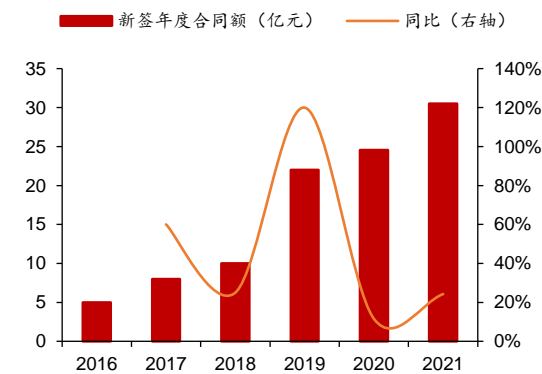
基础物管行稳致远，业务多层次扩展。2021 年，公司物业管理业务营业收入 99.08 亿元，同比增长 23.31%；新签年度合同额为 30.5 亿元，同比增长 24.34%。2021 年，公司基础物业管理、平台增值服务和专业增值服务营业收入分别占物业管理业务营业收入的 78.75%、2.68%和 18.57%，毛利率分别为 11.11%、4.85%和 13.77%。

图 10 近年公司物业管理业务营收及增速



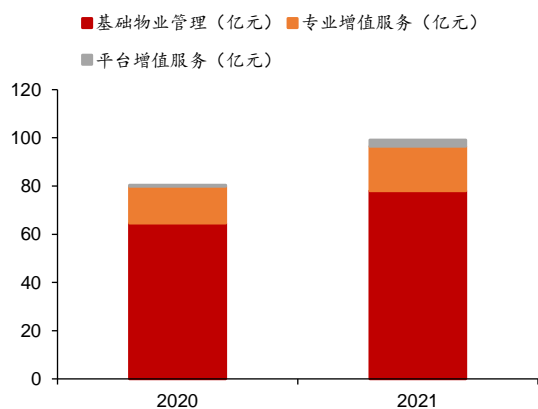
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 11 近年公司物业管理业务新签年度合同额



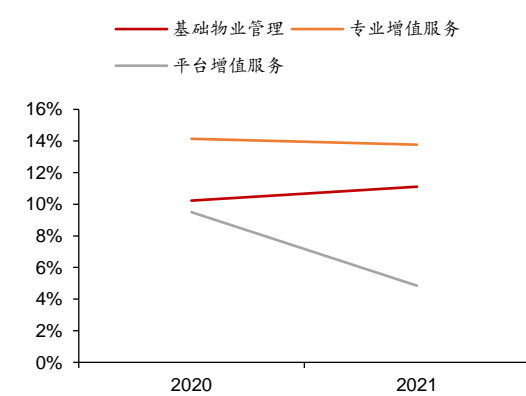
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 12 近年公司物业管理分业务营收结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

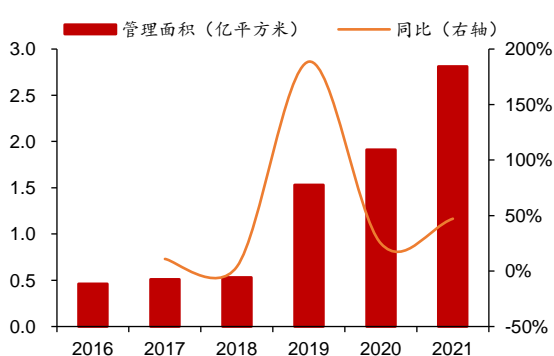
图 13 近年公司物业管理分业务毛利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

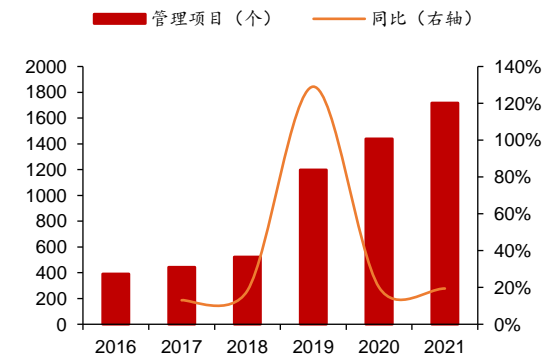
管理规模持续扩张，助力物业管理业务稳健增长。截至 2021 年底，公司物业管理面积达到 2.81 亿平方米，同比增长 47.12%；物业管理项目达到 1717 个，同比增长 19.40%。管理面积的持续增长不仅为基础物业管理服务业绩提升提供空间，也为多元化平台增值服务和专业增值服务业务开展提供广阔的沃土。

图 14 近年公司物业管理面积及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

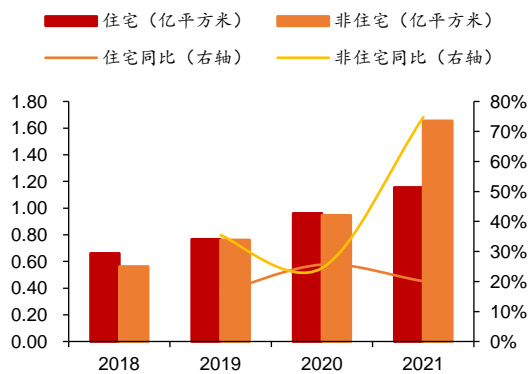
图 15 近年公司物业管理项目数及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

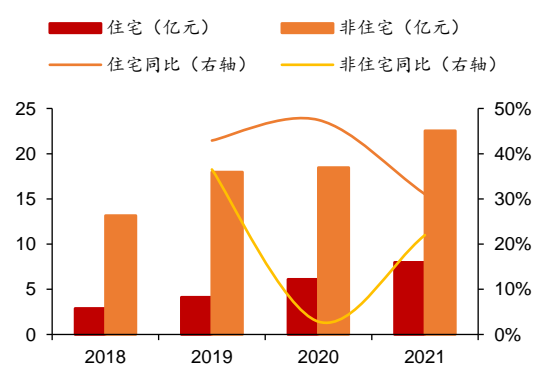
发力非住宅业态，全业态拓展势头强劲。公司非住宅类项目服务业态包括办公、商业、园区、政府、学校、公共、城市空间等。截至2021年底，公司非住宅管理面积达到1.66亿平方米，同比增长75%，占公司基础物业总管理面积的58.92%；非住宅营业收入达到50.36亿元，同比增长14.48%，占公司基础物业管理营业收入的64.54%。2021年，公司拓展了浦发银行绿谷项目、四川大学华西天府医院、济南环贸中心、深圳中心公园等规模和影响力均较大的高品质项目，新拓展项目的单个项目平均年合同额同比大幅上升，千万级以上项目数量同比增长43%。

图 16 公司管理面积结构



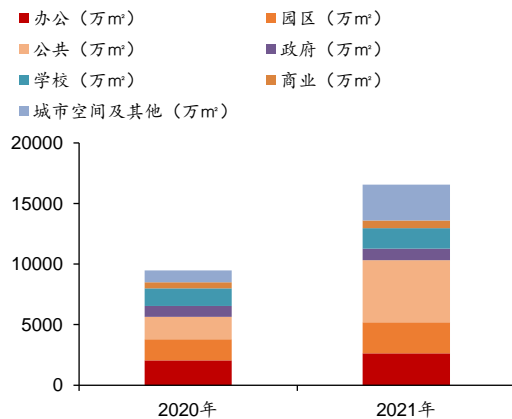
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 17 公司新签合同金额结构



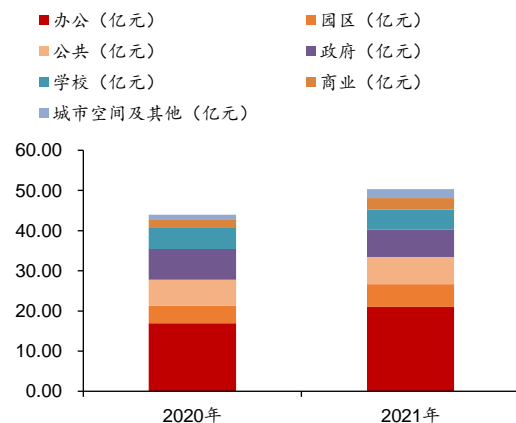
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 18 2021 年公司非住宅类项目管理面积结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 19 2021 年公司非住宅类项目营收结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 20 公司高品质非住宅项目

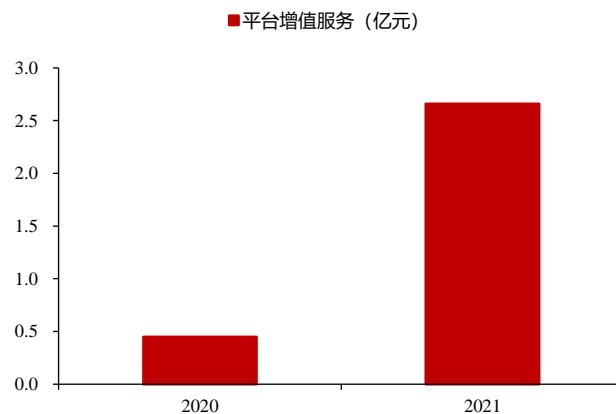


资料来源: 招商积余业绩发布会, 上海证券研究所

### 2.1.2 增值服务成效显著, 多元化发展增添活力

依托到家汇平台, 打造物业私域流量轻资产平台。公司旗下招商到家汇平台全面优化到家汇商城前端及后台功能, 以爆品引领、服务渗透、线上+线下结合为抓手, 开展“企业集采+优品生活+社区资源运营”等多业务线条的增值服务, 积极打造物业私域流量领先的轻资产平台运营商。2021 年, 公司平台交易额近 8 亿元, 同比增长 66%; 平台增值服务营业收入 2.66 亿元, 同比增长 491.11%, 用户数、活跃度、复购率等平台数据均稳步提升。

图 21 近年公司平台增值服务营收



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

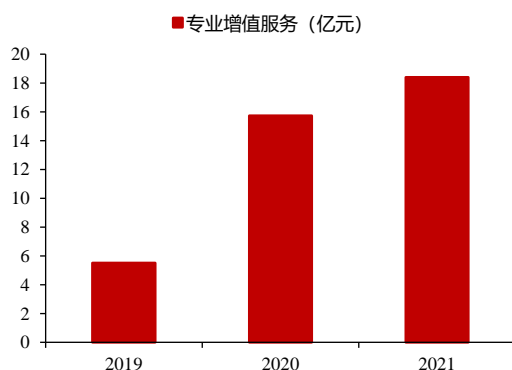
图 22 公司平台增值服务



资料来源: 招商积余公众号, 上海证券研究所

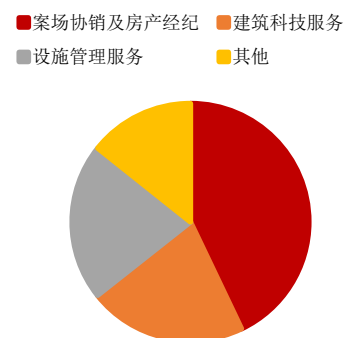
专业增值服务快速发展, 细分赛道实力领先。2021年, 公司旗下专业公司快速发展, 为客户带来全流程、一体化、专业化综合服务体验。公司为客户提供了案场协销及房产经纪、设施管理服务、建筑科技服务、停车场管理服务、安保服务、干洗服务、餐饮服务等一系列专业化服务。设施管理方面, 公司旗下的南光电梯公司拥有在保电梯 10745 台, 为深圳最大的非品牌电梯维保公司, 持有行业最高 A 级资质; 建筑科技服务方面, 公司新增 4 项资质, 已累计拥有专利和软著 30 项, 并于 2022 年初迈入国家高新技术企业行列。2021年, 公司专业增值服务营业收入 18.4 亿元, 同比增长 20.50%; 其中, 案场协销及房产经纪、建筑科技服务和设施管理服务营业收入分别占专业增值服务营业收入的 42.91%、21.45%和 21.34%。

图 23 近年公司专业增值服务营收



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 24 2021 年公司专业增值服务分业务营收占比



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 25 公司专业增值服务

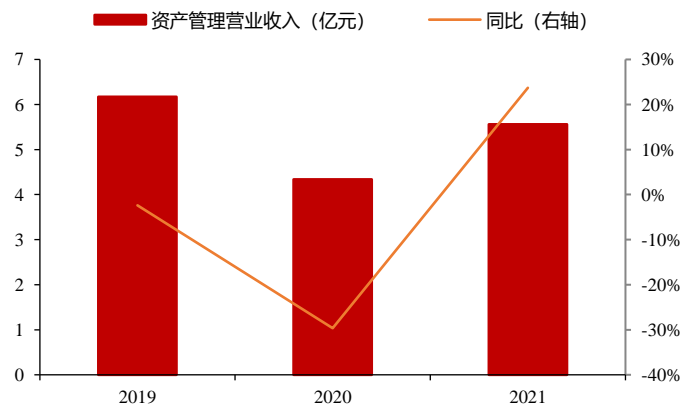


资料来源：招商积余公众号，上海证券研究所

## 2.2 以商为势，“大资管”尽显商业匠心

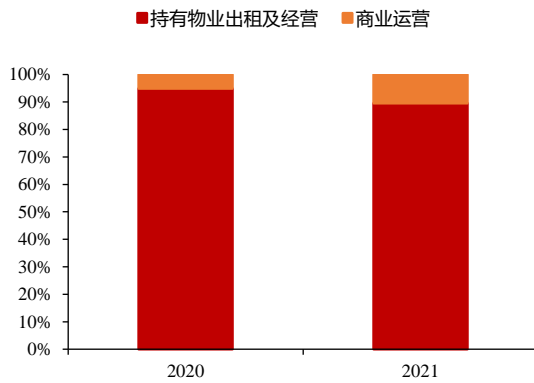
推进“12347”战略落地，聚焦资管业务。公司资产管理业务包括商业运营、持有物业出租及经营。2021年，公司资产管理营业收入达到5.56亿元，同比增长23.7%。2021年，公司商业运营、持有物业出租及经营营业收入分别占资产管理营业收入的10.49%和89.51%；公司商业运营、持有物业出租毛利率分别为41.94%和57.85%。

图 26 近年公司资产管理业务营收及增速



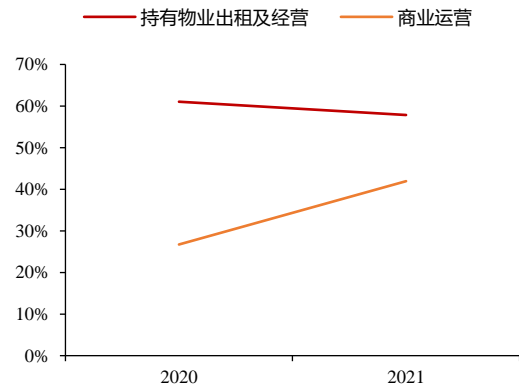
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 27 近年公司资产管理分业务营收结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

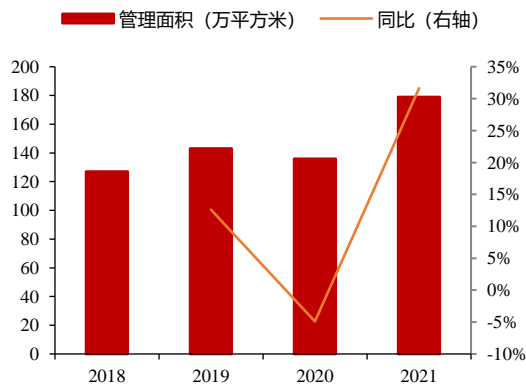
图 28 近年公司资产管理分业务毛利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

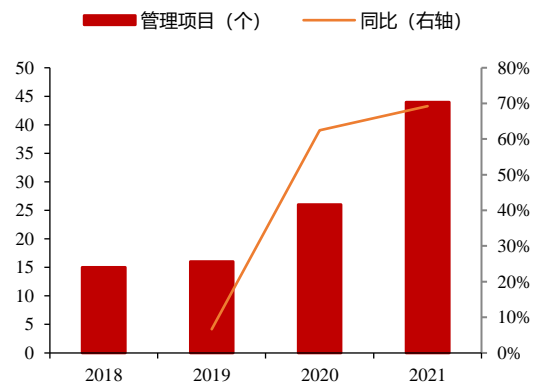
**商业运营加速拓展，三大产品系助力品牌扩张。**公司旗下招商九方为商业地产项目提供土地获取及开发建设阶段的商业定位、规划设计、工程改造等顾问咨询服务，在商业项目开业筹备及运营阶段提供招商、策划、推广、运营管理等服务。2021年，公司商业运营业务营业收入达到0.58亿元，同比增长52.62%。公司商业项目管理面积179万平方米，同比增长31.62%，在管商业项目44个，同比增长69.23%。近年来，公司成功培育了九方、九方荟等品牌，打造了三大商业产品系——海上世界、花园系、九方系，并与1400多个优质品牌资源建立深度合作。

图 29 近年公司商业项目管理面积及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 30 近年公司商业项目数量及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

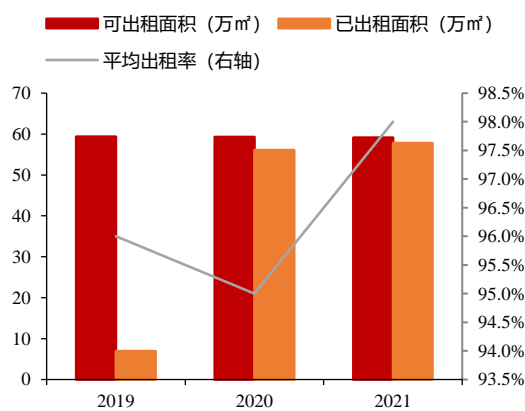
图 31 公司三大商业产品系



资料来源：公司官网，上海证券研究所

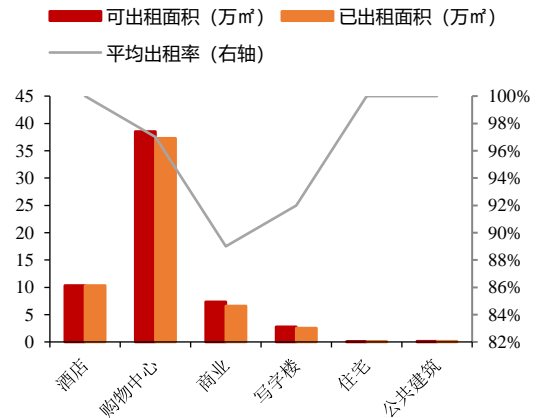
持有物业业态多元，运营整体向好。公司的持有物业包括酒店、购物中心、商业、写字楼等多种业态。截至 2021 年底，公司可出租面积达到 59.12 万平方米，已出租面积达到 57.78 万平方米，平均出租率达到 98%。

图 32 近年公司持有物业出租及经营情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 33 2021 年公司持有物业出租及经营分业务情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

数字建设深化升级，打造业务全链路信息化。业务数字化方面，公司加快数字化建设，在管项目的招商 π 平台覆盖率超 99%；公司结合特色业态，升级智慧医院系统，延伸医院业务至标本运送、医废处理等领域。管理数字化方面，公司打造供应商系统、管理驾驶舱、三级城市级智慧运营中心，并升级多个理系统，推进精细化集中运营管控，提升管理效率。物联应用方面，公司全面推广“车场岗亭无人值守”改造，截至 2021 年底，累计完成 700 多条车道改造。在 2020-2021 年克而瑞中国物企数字力排行榜中，公司位列第八名。

图 34 公司数字化建设

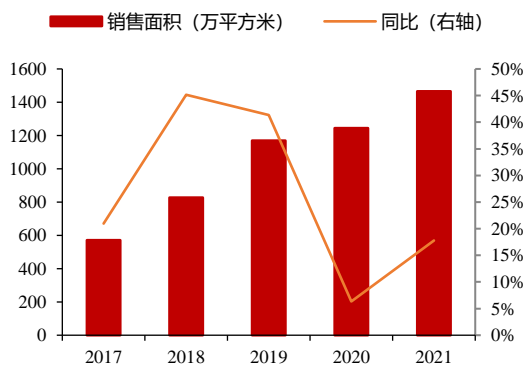


资料来源：招商积余公众号，上海证券研究所

### 3 控股股东实力强劲，资源禀赋优异

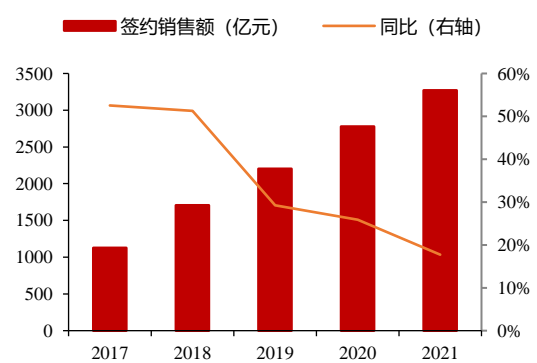
招商蛇口销售规模增长，土地储备充足。2021 年，公司控股股东招商蛇口实现签约销售面积 1464.47 万平方米，同比增长 17.77%；签约销售额 3268.34 亿元，同比增长 17.73%，位列克而瑞 2021 销售榜第七名。2017 年至 2021 年，招商蛇口竣工面积及新增计容建筑面积分别从 453.49 万平方米和 1023 万平方米增长至 1272.74 万平方米和 1559 万平方米。2021 年，公司新增来自招商蛇口的物业管理面积为 1766.24 万平方米，占比 19.6%；新增来自招商蛇口的新签年度合同额为 6.5 亿元，占比 21.31%。

图 35 近年招商蛇口签约销售面积及增速



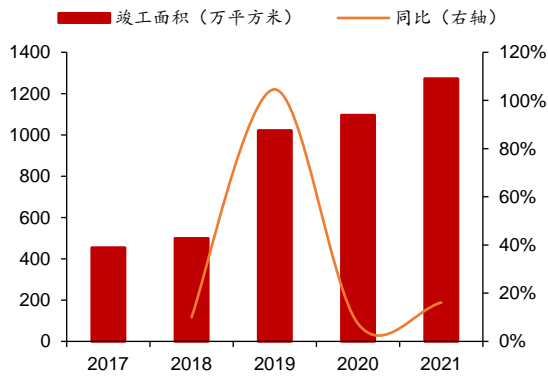
资料来源：招商蛇口公司公告，上海证券研究所

图 36 近年招商蛇口签约销售额及增速



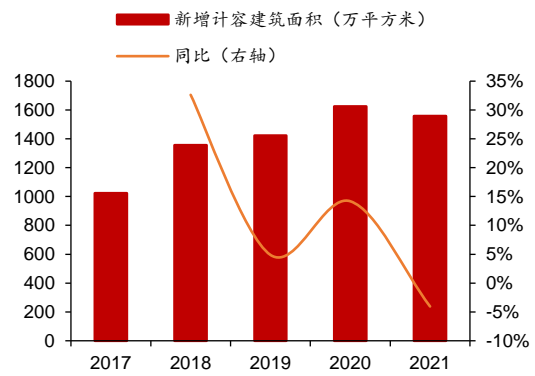
资料来源：招商蛇口公司公告，上海证券研究所

图 37 近年招商蛇口竣工面积



资料来源：招商蛇口公司公告，上海证券研究所

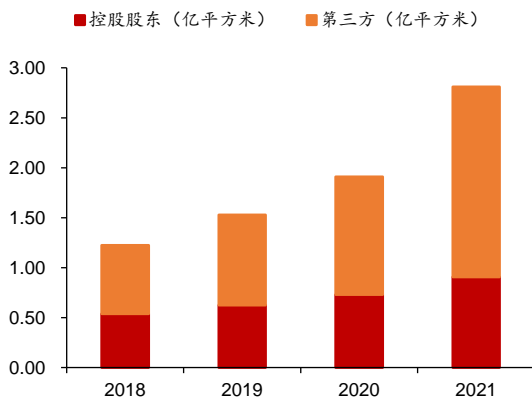
图 38 近年招商蛇口新增计容建筑面积



资料来源：招商蛇口公司公告，上海证券研究所

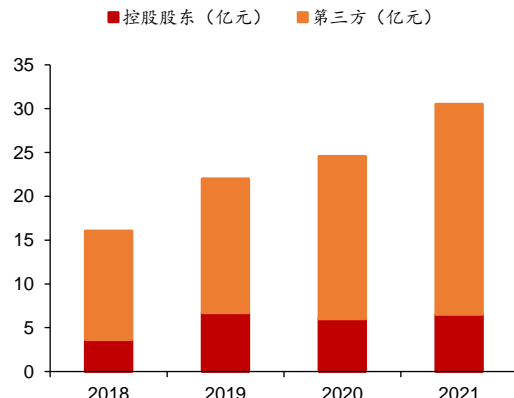
第三方占比提升，公司市场化外拓能力提升。2021 年，公司管理面积中来自控股股东 0.91 亿平方米，同比增长 24.18%，来自第三方 1.90 亿平方米，同比增长 61.49%；公司新签合同金额中来自第三方整体提升，达到 24 亿元，同比增长 29.52%。

图 39 公司管理面积来源结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 40 公司新签合同金额来源结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

控股股东提出“双百”战略，铺路“大资管”。公司控股股东招商蛇口在商业上制定了“双百”目标，即在十四五规划期末，建设百个资产管理项目，并实现百亿经营收入。2020 年是招商蛇口的资管年，招商蛇口成立资产管理中心，全面盘点集中商业、写字楼、酒店、公寓等四大业态的持有型物业，成功创新发行深圳泰格明华、南京马群花园城等类 REITs 产品，为资产有序有效退出奠定基础。2021 年招商蛇口主要在管集中商业项目 25 个，集中布局在上海、深圳、南京、成都和重庆等 16 个城市。公司旗下招商九方管理能力不断提升，陆续与招商蛇口持有型商业项目签订委托管理协议。2021 年，公司受托管理招商蛇口下属企业持有的蛇

口花园城、招商局广场等 35 个商业项目，商业业务布局在全国十余个城市，具有一定的品牌影响力。

**积极开展“总对总”业务，合资合作成果丰硕。**“总对总”业务方面，公司不断扩大在大客户系统中的市场份额，成功拓展南京华为、中兴南京园区、京东总部 4 号楼等项目，与阿里巴巴、宁德时代、华为等企业建立了深度战略合作，新签年度合同额同比增长 133%，成为市场化业务的重要渠道。合资合作业务方面，公司加大与广西投资集团、山东省机场管理集团等大型资源平台公司的合作，新成立合资公司 8 家，新签年度合同额同比增长 298%，为稳定可持续发展扩充了资源基础。

**投资并购实现突破，优质标的项目落地。**2021 年 12 月，公司收并购工作实现突破，成功摘牌上航物业 100% 股权及南航物业 95% 股权，并于 2022 年 1 月完成股权交割，进一步夯实航空领域专业服务能力及优势；公司增资扩股汇勤物业，目前正在积极推进协议落地，努力打造金融物业管理领先平台。

**表 2 公司重组后并购情况**

时间	收购标的	股权	对价 (亿元)	在管面积 (万平方米)	业务内容
2021.12.24	上航物业	100%	0.54	222	为商飞集团及成员企业提供物业管理服务。
2021.12.29	南航物业	95%	2.3	60	为南航集团内部提供物业管理服务。
拟收购	深圳汇勤	65%	-	222	为以招商银行为主的金融机构客户提供物业管理服务。

资料来源：招商积余公众号，公司公告，上海证券研究所

## 4 盈利预测与估值

盈利预测关键假设：

(1) 物业管理业务：物业管理业务包含基础物业服务（住宅+非住宅）、平台增值服务和专业增值服务。住宅业态的物业管理服务一方面来源于母公司招商蛇口的商品房销售转化，另一方面来源于市场化外拓。非住宅业态涵盖园区、政府、医院等业态，第三方外拓提速，我们预计物业管理业务 2022-2024 年营业收入将同比增长 25.19%、23.82%、23.22%至 124.04、153.59、189.25 亿元，毛利率稳定在 12% 左右。

(2) 资产管理业务：资产管理业务涵盖商业运营和持有物业出租及运营。商业运营服务依托到家汇数字化平台，线上线下一体化运营，集合爆品引领和流量转化，为业主提供多元化服务，

增强客户粘性；持有物业出租及运营主要涉及酒店、仓库等业态出租，近几年出租率稳定。我们预计 2022-2024 年公司资产管理业务营业收入将分别同比增长 26.26%、27.54%、30.70%至 7.02、8.95、11.70 亿元。

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入将分别同比增长 23.75%、24.02%、23.63%至 131.06、162.54、200.95 亿元；归母净利润将分别同比增长 36.2%、28.3%、20.3%至 6.99、8.96、10.78 亿元，EPS 分别为 0.66、0.85、1.02 元，对应 4 月 26 日收盘价，PE 分别为 25X/20X/16X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 3 公司营收拆分**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	105.91	131.06	162.54	200.95
yoy	22.42%	23.75%	24.02%	23.63%
营业成本 (亿元)	91.33	112.50	139.13	171.54
yoy	22.22%	23.18%	23.67%	23.30%
毛利 (亿元)	14.57	18.56	23.41	29.41
yoy	25.39%	27.39%	26.13%	25.60%
毛利率	13.76%	14.16%	14.40%	14.63%
物业管理业务				
营业收入 (亿元)	99.08	124.04	153.59	189.25
yoy	23.31%	25.19%	23.82%	23.22%
营业成本 (亿元)	87.76	109.36	135.23	166.54
yoy	22.67%	24.62%	23.65%	23.16%
毛利 (亿元)	11.32	14.68	18.36	22.71
yoy	28.49%	29.64%	25.11%	23.67%
毛利率	11.43%	11.83%	11.95%	12.00%
资产管理业务				
营业收入 (亿元)	5.56	7.02	8.95	11.70
yoy	23.70%	26.26%	27.54%	30.70%
营业成本 (亿元)	2.44	3.13	3.90	5.00
yoy	28.71%	28.43%	9.50%	28.24%
毛利 (亿元)	3.12	3.89	5.05	6.70
yoy		24.56%	30.01%	32.59%
毛利率	56.18%	55.36%	56.43%	57.25%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 5 风险提示：

**市场不确定性加大风险。**受新冠疫情防控形势复杂等内外部压力影响，市场环境不确定因素增多，政府单位可能面临财政压

力、企业客户经营可能面临困难，给物业经营带来价格竞争压力、收款压力等。

**行业竞争加剧风险。**房地产面临“需求萎缩，供给冲击，预期减弱”难题，开发交付量预计将长期下滑，物企发力市场拓展成为必然趋势，过度的市场竞争将使公司业务拓展承受压力，从而影响公司规模目标的达成，同时恶性竞争亦可能带来经营利润下滑的风险。

**并购整合不利风险。**2022 年行业整合并购潮仍将持续，并购考验物企投后管理能力，整合不利可能造成项目无法续签、人才流失、盈利能力下降的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2060	3007	4035	5187
应收票据及应收账款	1540	1832	2318	2837
存货	1390	2041	2321	2726
其他流动资产	842	956	1095	1310
流动资产合计	5832	7836	9769	12060
长期股权投资	50	67	96	118
投资性房地产	6994	7048	7127	7194
固定资产	565	552	583	613
在建工程	5	4	5	4
无形资产	21	19	17	16
其他非流动资产	3298	3310	3327	3342
非流动资产合计	10933	11000	11154	11287
<b>资产总计</b>	<b>16766</b>	<b>18836</b>	<b>20923</b>	<b>23347</b>
短期借款	200	0	0	0
应付票据及应付账款	1041	1224	1550	1889
合同负债	692	898	1082	1351
其他流动负债	2673	3793	4595	5520
流动负债合计	4605	5915	7226	8760
长期借款	624	757	734	660
应付债券	1500	1500	1500	1500
其他非流动负债	1461	1461	1461	1461
非流动负债合计	3585	3718	3695	3620
<b>负债合计</b>	<b>8190</b>	<b>9633</b>	<b>10921</b>	<b>12380</b>
股本	1060	1060	1060	1060
资本公积	3068	3068	3068	3068
留存收益	4534	5233	6129	7207
归属母公司股东权益	8661	9360	10256	11334
少数股东权益	-86	-156	-254	-367
<b>股东权益合计</b>	<b>8575</b>	<b>9203</b>	<b>10002</b>	<b>10967</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16766</b>	<b>18836</b>	<b>20923</b>	<b>23347</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>703</b>	<b>1243</b>	<b>1338</b>	<b>1538</b>
净利润	453	628	798	965
折旧摊销	102	99	121	125
营运资金变动	-93	403	310	344
其他	241	113	109	105
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-294</b>	<b>-107</b>	<b>-169</b>	<b>-196</b>
资本支出	-18	-95	-166	-165
投资变动	-5	-21	-11	-39
其他	-272	9	8	8
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-643</b>	<b>-189</b>	<b>-141</b>	<b>-190</b>
债权融资	-290	133	-23	-74
股权融资	0	0	0	0
其他	-353	-322	-118	-116
<b>现金净流量</b>	<b>-234</b>	<b>947</b>	<b>1028</b>	<b>1152</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10591</b>	<b>13106</b>	<b>16254</b>	<b>20095</b>
营业成本	9133	11250	13913	17154
营业税金及附加	92	124	158	209
销售费用	87	121	169	225
管理费用	387	540	675	910
研发费用	38	54	68	86
财务费用	132	20	-23	-69
资产减值损失	-110	-1	0	0
投资收益	4	4	0	3
公允价值变动损益	107	5	8	5
<b>营业利润</b>	<b>745</b>	<b>1032</b>	<b>1318</b>	<b>1593</b>
营业外收支净额	2	0	0	3
<b>利润总额</b>	<b>746</b>	<b>1032</b>	<b>1318</b>	<b>1596</b>
所得税	294	404	520	631
净利润	453	628	798	965
少数股东损益	-60	-71	-98	-113
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>513</b>	<b>699</b>	<b>896</b>	<b>1078</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	13.8%	14.2%	14.4%	14.6%
净利率	4.8%	5.3%	5.5%	5.4%
净资产收益率	5.9%	7.5%	8.7%	9.5%
资产回报率	3.1%	3.7%	4.3%	4.6%
投资回报率	4.7%	5.8%	6.7%	7.4%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	22.4%	23.7%	24.0%	23.6%
EBIT 增长率	13.2%	28.3%	24.1%	17.7%
归母净利润增长率	17.3%	36.2%	28.3%	20.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.48	0.66	0.85	1.02
每股净资产	8.17	8.83	9.67	10.69
每股经营现金流	0.66	1.17	1.26	1.45
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.63	0.70	0.78	0.86
应收账款周转率	7.01	7.32	7.16	7.24
存货周转率	6.57	5.51	5.99	6.29
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	48.9%	51.1%	52.2%	53.0%
流动比率	1.27	1.32	1.35	1.38
速动比率	0.94	0.96	1.01	1.04
<b>估值指标</b>				
P/E	41.89	25.39	19.79	16.45
P/B	2.48	1.90	1.73	1.57
EV/EBITDA	22.52	14.13	10.70	8.49

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。