

内生外拓双管齐下，沃土云林卓有成效

投资要点

- **央企物管平台，稳居行业十强。**招商积余产业运营服务股份有限公司是招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的平台企业，控股股东为招商蛇口。物管面积居行业前列，商业模式潜力突出。公司2022H1营收达56.5亿元，同比增长18.2%；实现归母净利润达33112万元，同比增长33.5%；在管面积3.0亿m²，同比增长51.3%。公司净利润出现上升趋势，由2019年的4.7%升至2022H1的5.9%。公司于2020年确定“12347”发展战略，于2021年提出“沃土云林”商业模式，加速商业模式落地推动业绩增长。
- **内生外拓双管齐下，“沃土”持续增长。**2022H1基础物业管理服务实现营业收入44.0亿元，同比增长22.8%，其中非住业态营收30.1亿元，在基础物业管理服务中占比68.4%。办公领域优势凸显，2022H1实现管理面积1.8亿m²，占比达60%。公司控股股东招商蛇口为公司提供内生支持，截止2022年6月30日，公司来自招商蛇口的在管项目共计657个，占总项目数的36.4%，来自控股股东的管理面积共计9953万m²，占总管理面积的33.1%。公司第三方拓展实力雄厚，通过“总对总”业务，合资合作业务，收购等多种方式，公司2022H1来自第三方的管理面积达2.0亿m²，在同行业处于领先地位。
- **“云”“林”协同增长，资管稳健扩张。**增值服务加速推进，专业服务增速过百。2018-2021年专业化服务由2.8亿元升至21.1亿元，CAGR高达95.75%，2022H1实现营收10.3亿元，同比增长21.6%，其中专业增值服务2022年上半年维持较高增速，营收同比增长136.2%。到家汇发展提速，品牌形象建立。公司旗下平台增值服务平台“到家汇”商城兼顾业务拓展和产品运营，2022年上半年，全平台交易额3.75亿元，同比增长22%；营业收入2.01亿元，同比增长136%，用户数、活跃度等平台数据均稳步提升。资产管理项目运营稳健。截至2022年6月末，公司在管商业项目47个（含筹备项目），管理面积233.1万m²，持有物业总可出租面积48.55万m²，总体出租率98%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润将保持27.1%的复合增长率。考虑公司业绩增长具有确定性，且为A股物业稀缺标的，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**控股股东业务交付不及预期、第三方项目拓展不及预期。

指标/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10590.93	13046.38	16130.07	19592.13
增长率	22.65%	23.18%	23.64%	21.46%
归属母公司净利润(百万元)	512.87	676.55	857.30	1052.43
增长率	17.86%	31.91%	26.72%	22.76%
每股收益EPS(元)	0.48	0.64	0.81	0.99
净资产收益率ROE	5.28%	6.77%	8.00%	9.06%
PE	36.30	27.52	21.72	17.69
PB	2.17	2.05	1.91	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.60
流通A股(亿股)	6.67
52周内股价区间(元)	11.38-20.26
总市值(亿元)	186.20
总资产(亿元)	167.66
每股净资产(元)	8.17

相关研究

目 录

1 央企物管平台，稳居行业十强	1
1.1 国资委控股，资产重组进入发展新阶段.....	1
1.2 物管面积居行业前列，商业模式潜力突出.....	2
2 内生外拓双管齐下，“沃土”持续增长	4
2.1 办公领域优势凸显，“沃土”持续增长.....	4
2.2 依托国企资源丰富，三方拓展保增长.....	6
3 “云”“林”协同增长，资管稳健扩张	9
3.1 专业化服务规模扩张，细分赛道实力领先.....	9
3.2 招商集团内部协同，资管业务稳健经营.....	11
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 2022H1 营业收入同比增长 18.2%.....	2
图 4: 2022H1 管理面积同比增长 51.3%.....	2
图 5: 物管公司在管面积对比 (亿 m ²)	3
图 6: 物管公司物管服务收入对比 (亿元)	3
图 7: 2019-2022H1 不同业务毛利率水平.....	3
图 8: 2019-2022H1 公司毛利率和净利率.....	3
图 9: “12347” 发展战略.....	4
图 10: “沃土云林” 商业模式.....	4
图 11: 2022H1 基础物业管理营业收入增速 22.8%.....	5
图 12: 2022H1 非住管理面积 1.8 亿 m ²	5
图 13: 2022H1 非住营业收入占比 68.4%.....	5
图 14: 2022H1 非住细分业态营业收入及管理面积.....	6
图 15: 2010-2022M7 办公楼销售面积和开工面积.....	6
图 16: 2022 年公司部分中标非住项目.....	6
图 17: 招商蛇口签约销售面积及同比.....	7
图 18: 招商蛇口签约销售金额及同比.....	7
图 19: 招商蛇口全口径销售金额排名.....	7
图 20: 招商蛇口拿地面积和竣工面积.....	7
图 21: 招商蛇口“双百”战略.....	8
图 22: 第三方管理面积排行.....	8
图 23: 2018-2022H1 管理面积来源.....	9
图 24: 2018-2022H1 新签年度合同额来源.....	9
图 25: 专业化服务营业收入.....	9
图 26: 平台增值服务和专业增值服务收入.....	9
图 27: 到家汇“云”平台.....	10
图 28: 资产管理业务营业收入及增速.....	11
图 29: 商业运营和持有物业出租及经营收入及增速.....	11

表 目 录

表 1: 招商蛇口资源.....	7
表 2: 专业增值服务细分种类及核心公司.....	10
表 3: 分业务收入及毛利率.....	12
表 4: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 央企物管平台，稳居行业十强

1.1 国资委控股，资产重组进入发展新阶段

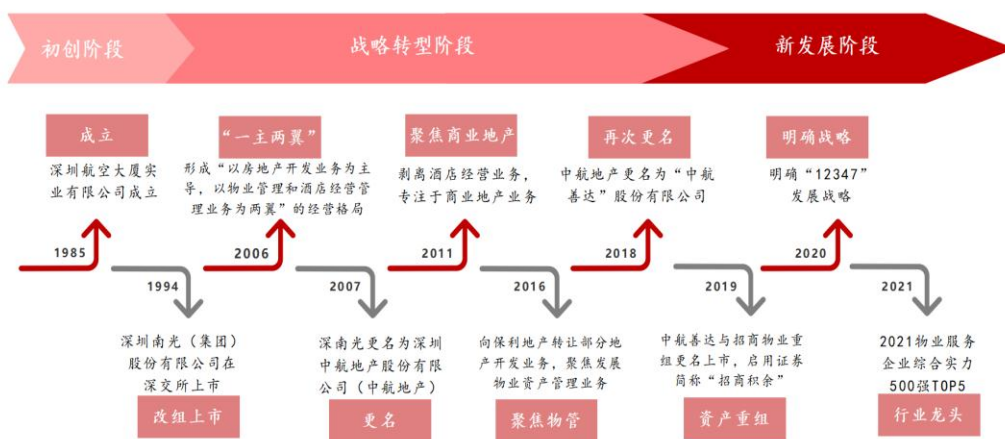
招商积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”），是招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的平台企业，控股股东为招商蛇口，公司总部位于深圳。公司物业管理业务进入全国逾 100 个城市，管理面积达到 3.01 亿 m²，资产管理面积逾 233.1 万 m²，连续多年位列“年度中国商业地产 TOP100”。公司发展主要经历了 3 个阶段：

(1) 初创阶段（1985-1994 年）：1985 年深圳航空大厦实业有限公司成立；1987 年深圳航空大厦实业有限公司更名为“深圳南光联合发展公司”；1994 年深圳南光联合发展公司改组为“深圳南光（集团）股份有限公司”（简称“深南光”）并与同年在深交所上市。

(2) 战略转型阶段（1995-2019 年）：公司经历四次战略转型，两次更名，一次资产重组。2006 年公司初步形成“以房地产开发业务为主导，以物业管理和酒店经营管理业务为两翼”的经营格局；2007 年深南光更名为深圳中航地产股份有限公司（简称“中航地产”）；2011 年公司剥离酒店经营业务，专注于商业地产业务；2016 年公司向保利地产转让部分地产开发业务，聚焦发展物业资产管理业务；2018 年中航地产更名为“中航善达股份有限公司”（简称“中航善达”）；2019 年中航善达与招商物业重组更名上市，启用证券简称“招商积余”。

(3) 新发展阶段（2020 年-至今）：2020 年公司明确“12347”发展战略，2021 年公司构建“沃土云林”商业模式，同年被上海易居房地产研究院评为 2021 中国物业服务企业综合实力 10 强。

图 1：公司发展历程

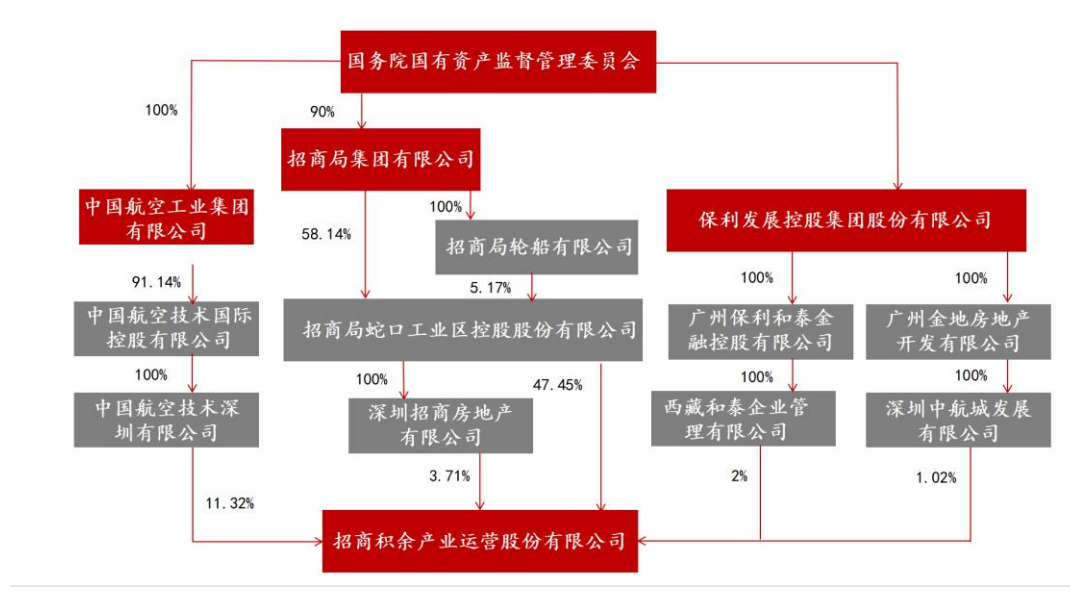


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

资产重组完成后股权结构稳定。公司于 2019 年完成资产重组，中航国际控股通过协议转让的方式将其持有的 22.35% 的股份出售给招商蛇口，公司通过发行股份招商局物业管理有限公司 100% 的股份。重组完成后招商蛇口直接持有 47.45% 的股份，并通过深圳招商房地产有限公司持有 3.71 的股份，共计 51.16%；中航旗下中国航空技术深圳有限公司持有 11.32% 的股份；保利发展旗下西藏和泰企业管理有限公司和深圳中航城发展有限公司共计持

有股份占比 3.02%。公司实际最终控制人为国务院国资委，招商蛇口，中航和保利发展均为国务院国资委控股，共计持有股份 65.5%。

图 2：公司股权结构

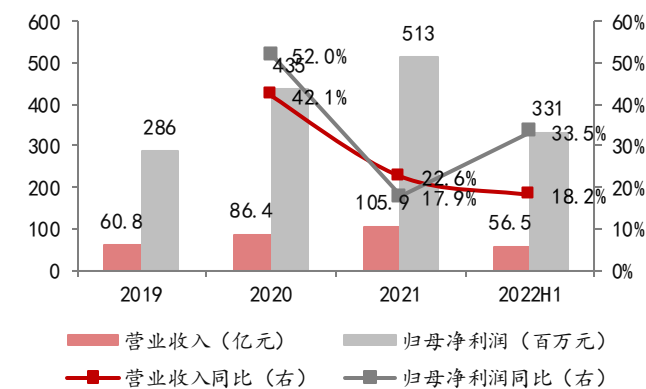


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 物管面积居行业前列，商业模式潜力突出

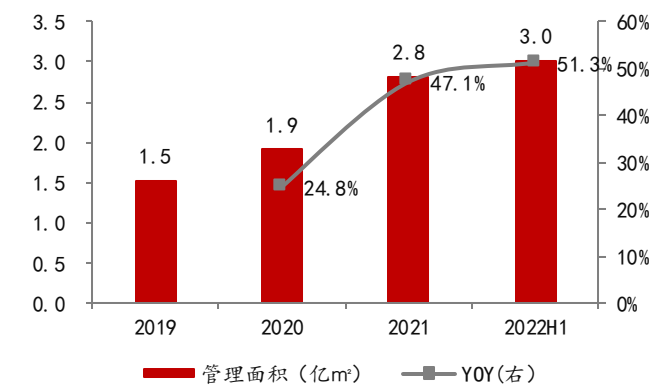
营收增长稳定，物管面积收入均名列前茅。公司 2019-2021 年营业收入由 60.8 亿元提升至 105.9 亿元，CAGR 达 32.0%；2022H1 营收达 56.5 亿元，同比增长 18.2%。2019-2021 年归母净利润由 28623 万元增至 51287 万元，CAGR 达 33.9%；2022H1 归母净利润达 33112 万元，同比增长 33.5%。公司 2019-2021 管理面积由 1.5 亿 m² 增长至 2.8 亿 m²，CAGR 达 35.5%；2022H1 在管面积 3.0 亿 m²，同比增长 51.3%。公司在管面积及物管收入均排名行业前列，2021 年在管面积 2.8 亿 m²，排名第五，2022H1 在管面积 3.0 亿 m²，2021 年物管服务收入 99.1 亿元，排名第二，仅次于碧桂园服务，2022H1 物管服务收入 44.0 亿元。

图 3：2022H1 营业收入同比增长 18.2%

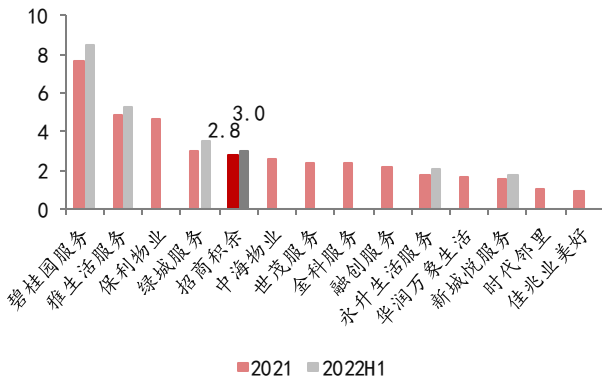


数据来源：公司公告，西南证券整理

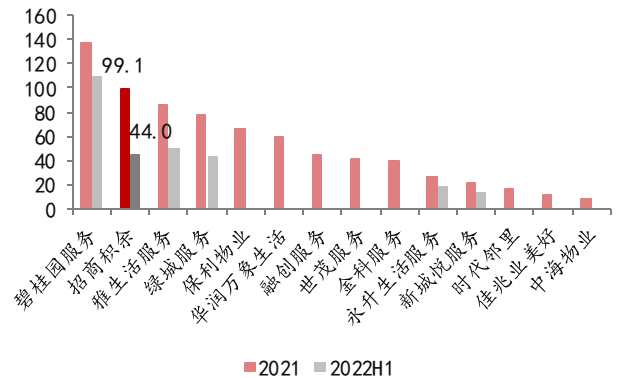
图 4：2022H1 管理面积同比增长 51.3%



数据来源：公司公告，西南证券整理

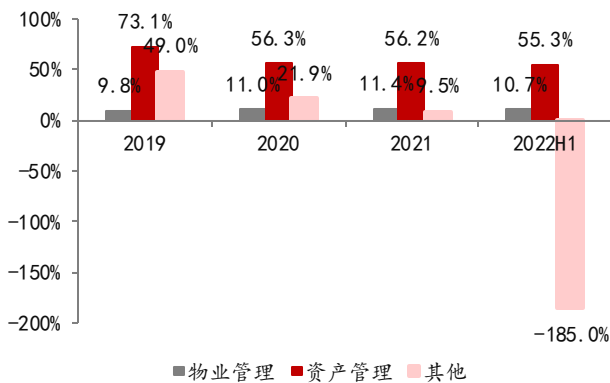
图 5：物管公司在管面积对比 (亿 m²)


数据来源：公司公告，西南证券整理

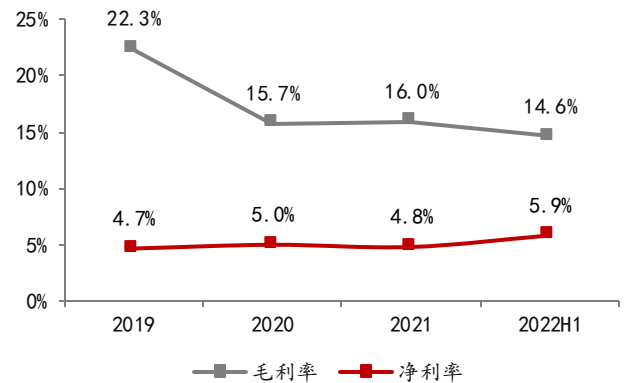
图 6：物管公司物管服务收入对比 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利水平趋稳，仍有提升空间。2019-2022H1 公司毛利率由 22.3% 降至 14.6%，主要原因在于高毛利的资产管理和房地产项目占比减少所致，但是公司净利润出现上升趋势，由 2019 年的 4.7% 升至 2022H1 的 5.9%。分不同业务看，2022H1 物业管理毛利率 10.7%，资产管理毛利率 67.1%，与前两年基本持平；其他业务毛利率 -185.0%，主要原因是报告期内销售退回的成都中航国际广场 2 套商铺计入公司存货。公司自 2019 年资产重组完成后，物业管理业务占比不断提升，其毛利率存在提升空间，有望推动整体盈利能力的上升。

图 7：2019-2022H1 不同业务毛利率水平


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2019-2022H1 公司毛利率和净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

推动“12347”战略落地，构建“沃土云林”商业模式。公司于 2020 年确定“12347”发展战略，确定发展“大物业”和“大资管”两项核心业务，明确公司作为轻资产平台的定位，清晰公司在集团内作为资产保值增值平台的组织功能定位，确定科技赋能与数字化转型方向，为公司未来发展提供了方向指引。公司于 2021 年进一步提出“沃土云林”商业模式，将物业管理业务服务内容分为基础物业管理、平台增值服务、专业增值服务公司。基础物业管理作为“沃土”，是公司聚集资源，提供平台增值服务、专业增值服务等延伸业务的根基；平台增值服务作为“云”，承载公司平台化增值化的战略使命；专业增值服务作为“林”致力于沃土打造专业能力，提高核心竞争力，为“云”提供丰富的客户和空间资源。

图 9：“12347”发展战略

1 战略定位	国内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、资产管理能力保持国内领先地位
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

招商积余

数据来源：招商积余公众号，西南证券整理

图 10：“沃土云林”商业模式



数据来源：招商积余公众号，西南证券整理

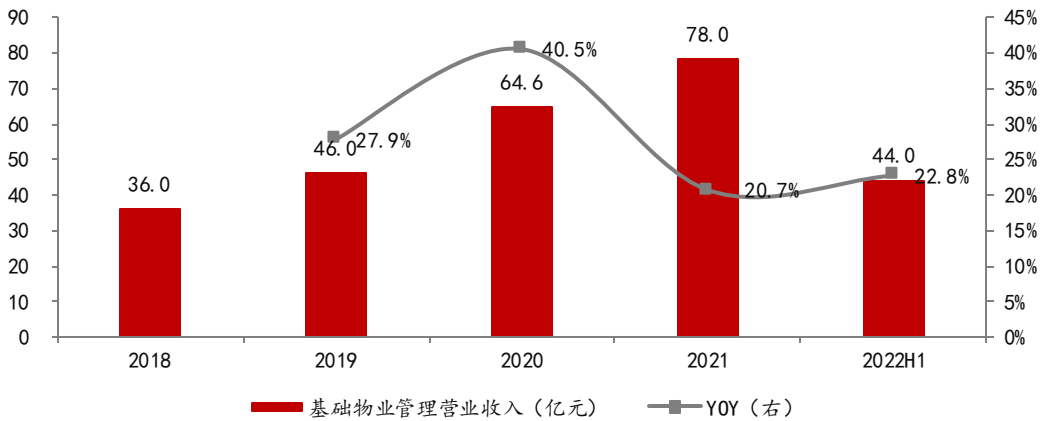
2 内生外拓双管齐下，“沃土”持续增长

2.1 办公领域优势凸显，“沃土”持续增长

基础物管保持增长，非住业态发展迅猛。2022H1 基础物业管理服务实现营业收入 44.0 亿元，同比增长 22.8%，其中非住业态营业收入 30.1 亿元，在基础物业管理服务中占比 68.4%；2020 年非住业态占比不足五成，2022H1 实现管理面积 1.8 亿 m²，占比达 60%。近年非住业态在管面积和营业收入增速高于住宅业态，且非住业态盈利能力更强，单位管理面积创造的营业收入远高于住宅业态。2022 年上半年公司拓展了如中国农业银行北京数据中心、东安

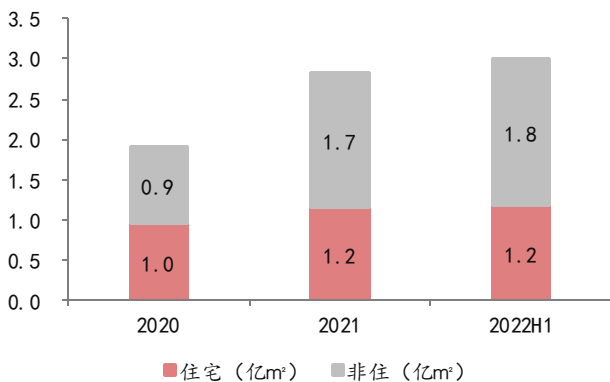
湖三馆、南华大学附属第一医院、中国移动西安公司、雄安新区容东片区、广东工业大学、上海普陀区行政服务中心等规模及影响力均较大的高品质项目。

图 11：2022H1 基础物业管理营业收入增速 22.8%



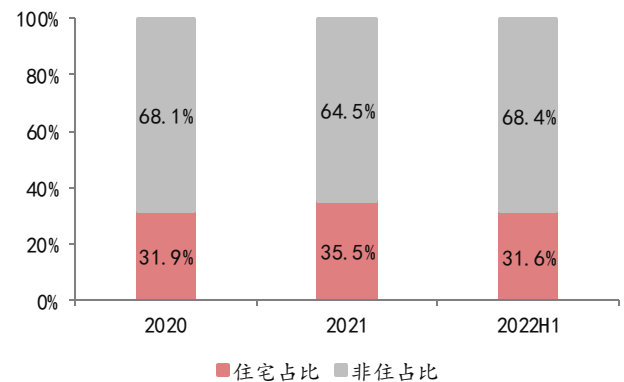
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2022H1 非住管理面积 1.8 亿 m²



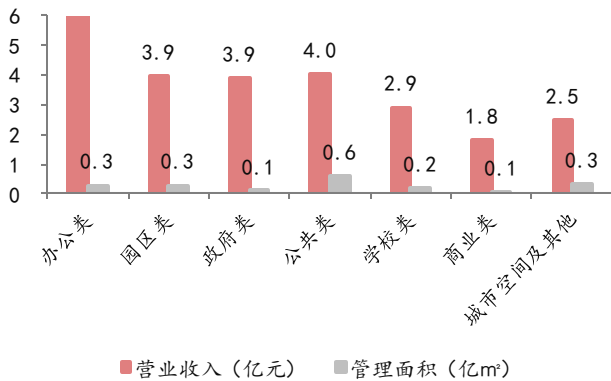
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2022H1 非住营业收入占比 68.4%

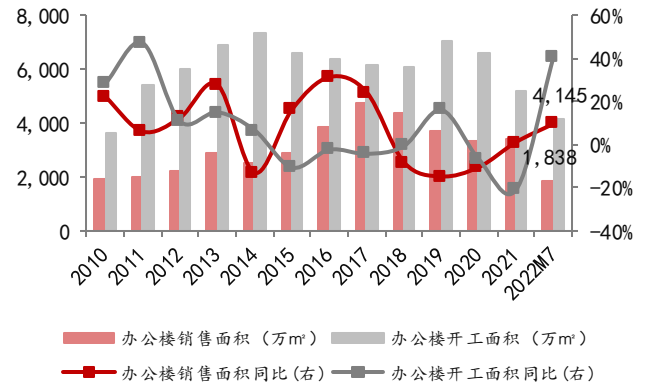


数据来源：公司公告，西南证券整理

办公业态持续领先，发展空间广阔。公司非住宅类项目包括办公类、园区类、政府类、公共类、学校类、商业类、城市空间及其他，其中办公类业态是公司优势项目，表现优异，2022H1 管理面积 0.3 亿 m²，低于公共类 0.6 亿 m²，但办公类实现营业收入 11.1 亿元，远超公共类营收 4.0 亿元。公司在办公业态以专业化服务形成优势，该领域未来发展空间仍较为广阔，2022 年 1-7 月年累计办公楼销售面积 4145 万 m²，同比增长 9.7%，累计新开工面积 1838 万 m²，同比增长 40.6%，该领域增量空间存续，业务拓展可能性大。

图 14：2022H1 非住细分业态营业收入及管理面积


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2010-2022M7 办公楼销售面积和开工面积


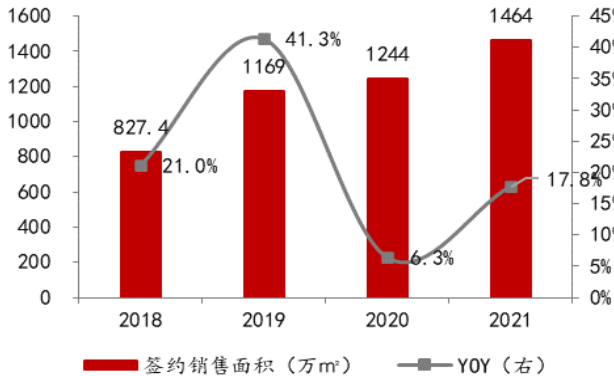
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：2022 年公司部分中标非住项目

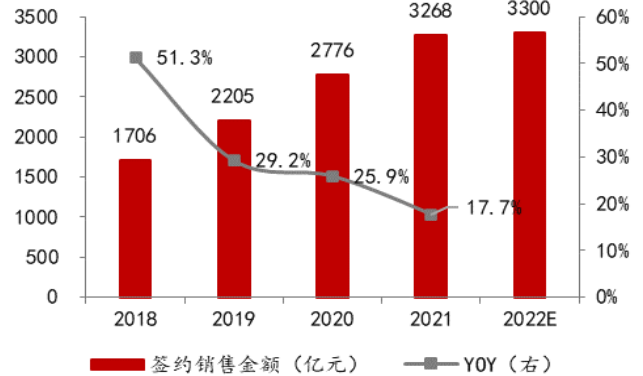

数据来源：招商积余公众号，西南证券整理

2.2 依托国企资源丰富，三方拓展保增长

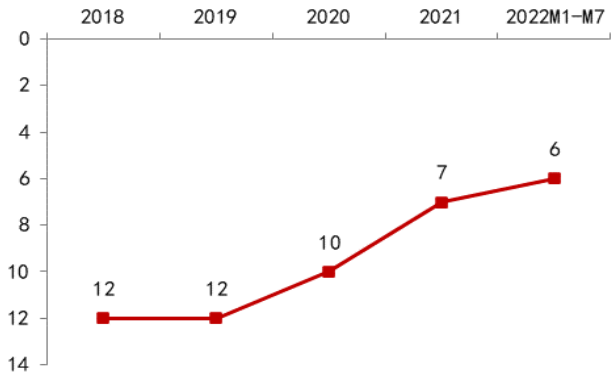
招商蛇口销售规模提升，拿地竣工稳定。截止 2022 年 6 月 30 日，公司来自招商蛇口的在管项目共计 657 个，占总项目数的 36.4%，来自控股股东的管理面积共计 9953 万 m²，占总管理面积的 33.1%。2021 年，招商蛇口签约销售面积 1465 万 m²，同比增长 17.8%；签约销售金额 3268 亿元，同比增长 17.7%，公司预计 2022 年销售额能达到 3300 亿；全口径销售金额排名不断提升，克而瑞销售排行榜中由 2018 年的第 12 名提升至 2022M1-M7 的第 6 名；2018 年至 2021 年，招商蛇口拿地面积从 1357 万 m² 增长至 1559 万平方米，预计 2022 年竣工面积可达 1400 万 m²。公司控股股东招商蛇口销售和土地规模均位于房企行业前列，为招商积余提供内生支持。

图 17: 招商蛇口签约销售面积及同比


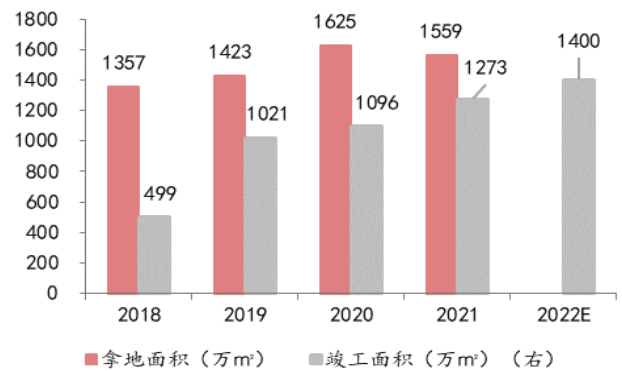
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 招商蛇口签约销售金额及同比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 招商蛇口全口径销售金额排名


数据来源: 克尔瑞, 西南证券整理

图 20: 招商蛇口拿地面积和竣工面积


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

招商蛇口资源匹配, 发展规划吻合。招商蛇口在住宅、商业、写字楼、公寓、酒店和产业园等业态均拥有丰富资源, 截至 2021 年底, 公司运营管理 25 个商业项目, 21 个写字楼, 14 家酒店, 拥有约 3.6 万间酒店, 其所在领域与招商积余业务范围高度吻合, 控股股东的高质量发展后续可为公司注入大量资源。招商蛇口于 2021 年提出“双百”战略, 即在“十四五”规划收官之年, 持有物业营收至少百亿, 持有至少 100 个集中商业及核心写字楼, 其战略规划与公司资产管理业务匹配, 招商蛇口商业及写字楼项目落地可以推动招商积余资产管理业务的高速发展。

表 1: 招商蛇口资源

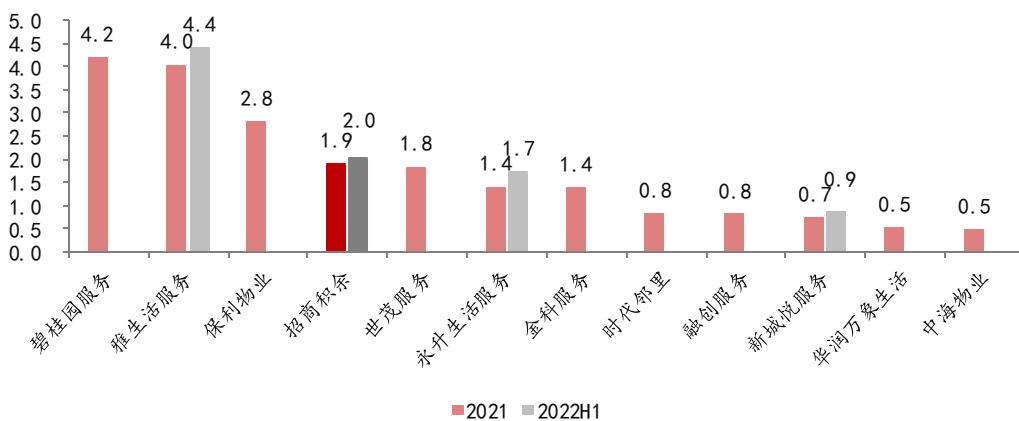
招商积余业态	招商蛇口资源 (截至 2021 年底)
住宅	2022 年预计实现签约销售金额 3300 亿元、新开工面积 1400 万㎡、竣工面积 1400 万㎡
商业	运营管理 25 个项目, 布局上海、深圳、南京、成都等 16 个城市
写字楼	运营管理 21 个写字楼, 布局北京、上海、深圳、武汉等城市
公寓	长租公寓布局全国 22 城, 约 3.6 万间
酒店	运营管理酒店 14 家
产业园	经营管理网谷、意库和智慧城三条产品线 25 个特色产业园区 (含建设期), 布局 15 个城市, 规划建筑面积 475 万㎡; 园区内设创新孵化基地——招商创库, 布局 9 个城市, 建筑面积 4.7 万㎡的 13 个创库项目中 7 个项目已经进入运营期

数据来源: 招商蛇口公众号、公司公告、西南证券整理

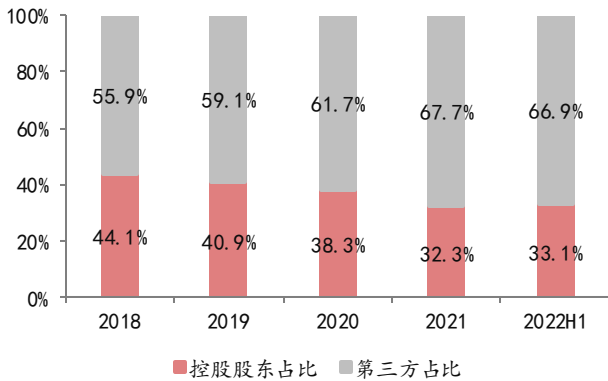
图 21：招商蛇口“双百”战略


数据来源：招商蛇口业绩发布会，西南证券整理

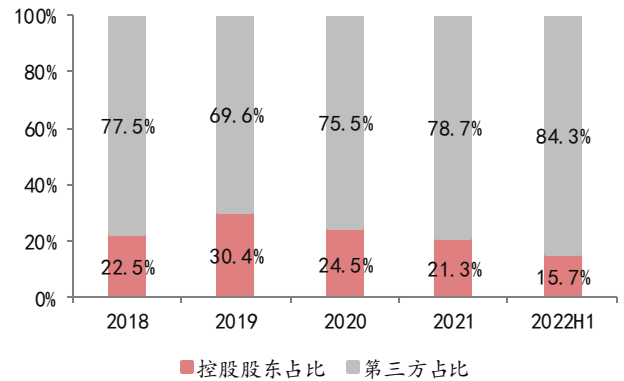
第三方管理面积领先，外拓方式多样。公司 2021 年来自第三方的管理面积 1.9 亿 m²，2022 年上半年升至 2.0 亿 m²，在同行业中均处于领先地位。近年来公司管理面积和新签年度合同额中来自第三方的占比不断提高，管理面积占比由 2018 年的 55.9% 提升至 2022H1 的 66.9%，2022 年上半年新签年度合同额占比达 84.3%，公司业务拓展能力提升，对于控股股东的依赖程度降低。公司通过“总对总”业务，合资合作业务，收购等多种方式拓展业务；2022 年上半年成功拓展华为深圳安托山、中兴南京将军山、宁德时代（四川）等项目，同时开拓荣耀、小米、博世等新客户；上半年新增合资公司 3 家，持续扩充在文旅、医疗系统等领域的业务资源，转化项目年度合同额同比增长 70%；上半年顺利完成汇勤物业并购项目交割，成功摘牌新中物业 67% 股权，扩大公司金融赛道物业业务规模。

图 22：第三方管理面积排行


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2018-2022H1 管理面积来源


数据来源：公司公告，西南证券整理

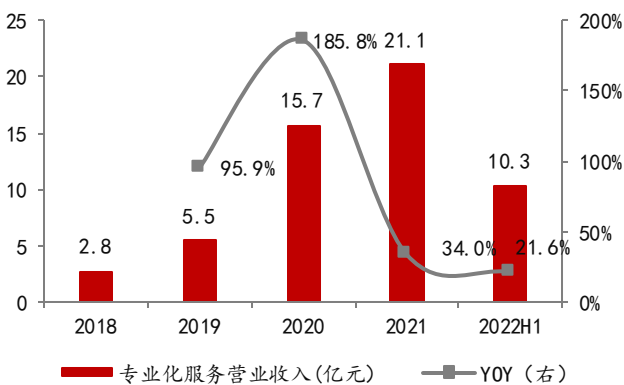
图 24：2018-2022H1 新签年度合同额来源


数据来源：公司公告，西南证券整理

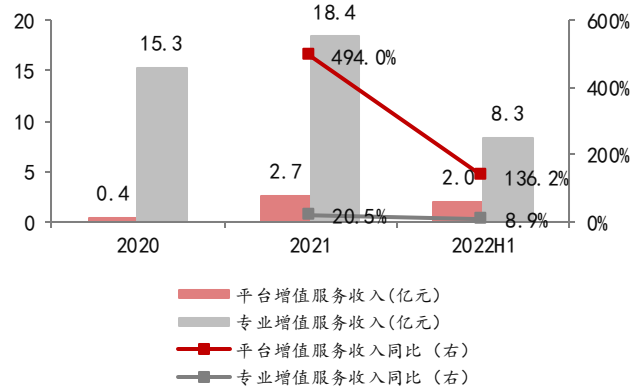
3 “云”“林”协同增长，资管稳健扩张

3.1 专业化服务规模扩张，细分赛道实力领先

增值服务加速推进，专业服务增速过百。公司业务分为基础物业管理服务和多元化服务，多元化服务细分为平台增值服务和专业增值服务。2018-2021 年专业化服务由 2.8 亿元升至 21.1 亿元，CAGR 高达 95.75%，2022H1 实现营收 10.3 亿元，同比增长 21.6%，其中专业增值服务的占比和增速都遥遥领先，2021 年专业增值服务营收占比 87.2%，增速达 494.0%，2022 年上半年继续维持较高增速，营收同比增长 136.2%。

图 25：专业化服务营业收入


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：平台增值服务和专业增值服务收入


数据来源：公司公告，西南证券整理

到家汇发展提速，品牌形象建立。公司旗下平台增值服务平台“到家汇”商城兼顾业务拓展和产品运营，2022 年上半年，全平台交易额 3.75 亿元，同比增长 22%；营业收入 2.01 亿元，同比增长 136%，用户数、活跃度等平台数据均稳步提升。到家汇商城荣获 CDMC “年度消费行业数字化杰出奖”，获评深圳市南山区工信局“零售业 30 强”称号，行业品牌知名度逐步提升。公司在加强招商集团内部协同的同时，加快外部集采业务战略合作推进，签约中国南山集团、中集集团、深圳智慧城市集团等优质客户。

图 27：到家汇“云”平台


数据来源：招商积余公众号，西南证券整理

专业增值发展迅猛，细分赛道实力领先。专业增值服务主要包括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，细分赛道中招商积余旗下均有行业领先的核心公司，以优质服务增强用户黏性。2022 年上半年公司专业增值服务中，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排名前三，分别占专业增值服务营业收入的 38.9%、21.8%和 21.7%，三项业务合计营业收入贡献超过八成。案场协销及房产经纪方面，上半年完成 163 个项目规划设计物业建议报告，建议采纳率 90.16%；建筑科技服务方面，招商建筑科技公司与主流智能家居厂商建立深度合作，与华为达成全屋智能战略合作；设施管理服务方面，设施运营公司中标阿里巴巴集团繁星项目、华东 IDC 数据中心项目，楼宇科技公司深耕中航工业哈尔滨东安发动机公司与字节跳动等客户。

表 2：专业增值服务细分种类及核心公司

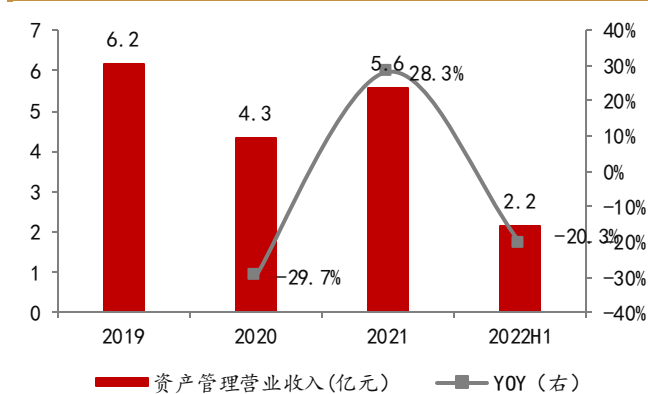
专业服务	服务内容	核心公司
案场协销及房产经纪	案场协销、营销策划、销售代理；房屋租赁、买卖、定制化办公、产证办理等	深圳市招商置业顾问有限公司
设施管理服务	设备运维、能源评估、管理，电梯购买、安装、维保等	广东招商综合设施运营服务有限公司 深圳市中航楼宇科技有限公司 深圳市中航南光电梯工程有限公司
建筑科技服务	设计、研发、建设提供智能化解决方案，建设数字化平台为物业管理业务提供科技赋能等	深圳招商建筑科技有限公司 招商积余数字科技（深圳）有限公司
停车场管理服务	车场设施设备改造维护车场设计规划及车场产品研发等	深圳市中航智泊科技有限公司
安保服务	临时勤务、科技安防、消防运营等	深圳市中航保安服务有限公司 深圳西部港口保安服务有限公司
干洗服务	衣物洗涤、皮具养护等	深圳市正章干洗有限公司
餐饮服务	餐饮服务管理、中餐、中西式快餐制售等	深圳市老大昌酒楼有限公司 中航物业管理有限公司餐饮分公司

数据来源：公司公告、西南证券整理

3.2 招商集团内部协同，资管业务稳健经营

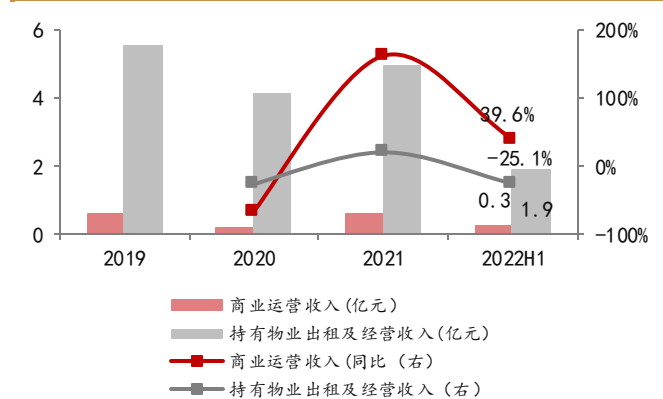
资产管理项目运营稳健。公司资产管理业务主要包括商业运营、持有物业出租及经营。截至 2022 年 6 月末，公司在管商业项目 47 个（含筹备项目），管理面积 233.1 万 m²，其中管理公司自持项目 3 个，受托管理控股股东招商蛇口持有项目 39 个，第三方品牌输出项目 5 个，持有物业总可出租面积 48.55 万 m²，总体出租率 98%。2022 年上半年资产管理业务实现营收 2.2 亿元，同比下降 20.3%，其中商业运营收入 0.3 亿元，同比增长 39.6%，持有出租及经营收入 1.9 亿元，同比下降 25.1%。营收下降主要系受疫情影响，购物中心经营、酒店出租经营等持有型物业收入减少，以及按国家政策减免房产租金所致，2022 年上半年公司减免租金 4530 万元，全年预计减免租金约 8629 万元，帮助商户缓解经营困难，与商户共渡难关。随着疫情好转，招商蛇口委托项目渐增，外拓能力增强，资产管理业务发展稳健。

图 28：资产管理业务营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：商业运营和持有物业出租及经营收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：截至 2022 年 6 月 30 日，公司在管面积 3.0 亿 m²，位于行业前列，非住业态发展迅猛，预计公司物业管理业务 22-24 年收入增速分别为 24.9%/24.1%/21.9%，毛利率分别为 11%/11%/11%。

假设 2：招商蛇口提出双百计划，未来委托资产管理规模上升幅度较大，且公司第三方管理面积领先，外拓方式多样，毛利率维持高位，公司资产管理业务 22-24 年收入预计增速分别为 10%/20%/15%，毛利率分别为 56%/56%/56%。

假设 3：公司其他业务主要为未剥离的房地产项目，预计规模会持续收缩，公司其他业务 22-24 年收入预计增速分别为 -50%/-40%/-30%，毛利率分别为 9%/9%/9%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
物业管理	收入	9908.4	12371.2	15357.7	18720.9
	增速	23.3%	24.9%	24.1%	21.9%
	毛利率	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
资产管理	收入	556.5	612.1	734.5	844.7
	增速	28.3%	10.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	56.2%	56.0%	56.0%	56.0%
其他	收入	126.1	63.0	37.8	26.5
	增速	-24.1%	-50.0%	-40.0%	-30.0%
	毛利率	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%
合计	收入	10590.9	13046.4	16130.1	19592.1
	增速	22.6%	23.2%	23.6%	21.5%
	毛利率	13.8%	13.1%	13.0%	12.9%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.8/8.6/10.5 亿元, 增速分别为 32%/27%/23%。选取绿城服务、中海物业、华润万象生活和保利物业 4 家企业作为对标公司, 对标公司 2023 年平均 PE 为 16.2 倍, 考虑公司业绩增长具有确定性, 且为 A 股物业稀缺标的, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2869.HK	绿城服务	191	846	1,063	1,352	1,737	22.6	18.0	14.2	11.0
2669.HK	中海物业	224	984	1,300	1,718	2,256	27.6	17.2	13.0	9.9
1209.HK	华润万象生活	672	1,725	2,253	2,918	3,680	39.3	29.8	23.0	18.3
6049.HK	保利物业	199	846	1,082	1,385	1,759	32.8	18.4	14.4	11.3
平均值							30.6	20.9	16.2	12.6

数据来源：Wind, 西南证券整理 (截止日期 2022 年 8 月 27 日)

5 风险提示

- 1) 控股股东业务交付不及预期;
- 2) 第三方项目拓展不及预期;
- 3) 劳务成本上涨幅度大。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10590.93	13046.38	16130.07	19592.13	净利润	452.64	615.04	779.36	956.75
营业成本	9133.47	11337.09	14025.98	17057.40	折旧与摊销	78.97	58.53	65.18	72.07
营业税金及附加	92.15	113.37	140.22	170.30	财务费用	132.49	13.02	14.11	14.25
销售费用	86.73	103.52	129.36	156.57	资产减值损失	-110.34	5.00	6.00	6.00
管理费用	386.83	521.86	612.94	724.91	经营营运资本变动	-129.13	415.02	400.38	338.96
财务费用	132.49	13.02	14.11	14.25	其他	278.11	-11.50	-76.92	-67.02
资产减值损失	-110.34	5.00	6.00	6.00	经营活动现金流净额	702.74	1095.11	1188.11	1321.02
投资收益	4.48	4.71	4.94	5.19	资本支出	19.00	-120.00	-120.00	-160.00
公允价值变动损益	106.70	50.00	50.00	50.00	其他	-313.42	125.17	60.37	60.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-294.42	5.17	-59.63	-99.77
营业利润	744.66	1007.23	1256.40	1517.89	短期借款	-160.17	-0.23	0.00	0.00
其他非经营损益	1.71	1.03	0.63	0.76	长期借款	-519.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	746.37	1008.26	1257.03	1518.66	股权融资	-13.16	0.00	0.00	0.00
所得税	293.73	393.22	477.67	561.90	支付股利	0.00	-103.67	-120.63	-144.89
净利润	452.64	615.04	779.36	956.75	其他	50.55	-215.00	-14.11	-14.25
少数股东损益	-60.23	-61.50	-77.94	-95.68	筹资活动现金流净额	-642.72	-318.90	-134.74	-159.14
归属母公司股东净利润	512.87	676.55	857.30	1052.43	现金流量净额	-234.40	781.38	993.74	1062.11
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2060.42	2841.80	3835.53	4897.65	成长能力				
应收和预付款项	2304.40	2525.97	2808.12	3408.02	销售收入增长率	22.65%	23.18%	23.64%	21.46%
存货	1390.02	1365.04	1530.72	1960.95	营业利润增长率	24.38%	35.26%	24.74%	20.81%
其他流动资产	77.36	95.30	117.82	143.11	净利润增长率	10.75%	35.88%	26.72%	22.76%
长期股权投资	50.06	50.06	50.06	50.06	EBITDA 增长率	11.98%	12.83%	23.81%	20.10%
投资性房地产	6993.61	6933.15	6937.72	6942.68	获利能力				
固定资产和在建工程	565.19	623.81	677.67	775.60	毛利率	13.76%	13.10%	13.04%	12.94%
无形资产和开发支出	2586.24	2601.34	2614.54	2616.79	三费率	5.72%	4.89%	4.69%	4.57%
其他非流动资产	738.20	715.95	693.71	671.46	净利率	4.27%	4.71%	4.83%	4.88%
资产总计	16765.51	17752.42	19265.90	21466.31	ROE	5.28%	6.77%	8.00%	9.06%
短期借款	200.23	200.00	200.00	200.00	ROA	2.70%	3.46%	4.05%	4.46%
应付和预收款项	1856.55	2439.92	2955.35	3597.68	ROIC	20.66%	26.26%	34.34%	41.15%
长期借款	624.00	624.00	624.00	624.00	EBITDA/销售收入	9.03%	8.27%	8.28%	8.19%
其他负债	5509.31	5400.58	5739.91	6486.13	营运能力				
负债合计	8190.09	8664.50	9519.25	10907.81	总资产周转率	0.64	0.76	0.87	0.96
股本	1060.35	1060.35	1060.35	1060.35	固定资产周转率	18.43	21.95	24.79	26.96
资本公积	3067.63	3067.63	3067.63	3067.63	应收账款周转率	8.04	8.48	10.15	10.97
留存收益	4534.09	5106.97	5843.63	6751.16	存货周转率	4.86	6.29	7.43	7.84
归属母公司股东权益	8660.94	9234.94	9971.61	10879.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.24%	—	—	—
少数股东权益	-85.52	-147.03	-224.96	-320.64	资本结构				
股东权益合计	8575.42	9087.92	9746.64	10558.51	资产负债率	48.85%	48.81%	49.41%	50.81%
负债和股东权益合计	16765.51	17752.42	19265.90	21466.31	带息债务/总负债	28.38%	26.82%	24.41%	21.31%
					流动比率	1.27	1.34	1.40	1.42
					速动比率	0.96	1.08	1.14	1.15
					股利支付率	0.00%	15.32%	14.07%	13.77%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.64	0.81	0.99
					每股净资产	8.09	8.57	9.19	9.96
					每股经营现金	0.66	1.03	1.12	1.25
					每股股利	0.00	0.10	0.11	0.14
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	956.12	1078.79	1335.69	1604.21					
PE	36.30	27.52	21.72	17.69					
PB	2.17	2.05	1.91	1.76					
PS	1.76	1.43	1.15	0.95					
EV/EBITDA	-2.63	-3.06	-3.22	-3.35					
股息率	0.00%	0.56%	0.65%	0.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn