

公司研究

持续深耕优势赛道，平台增值快速发展

——招商积余（001914.SZ）2022年中期业绩点评

要点

事件：公司发布 2022 年半年报，营收同比+18.2%，归母净利润同比+33.5%

2022年8月27日，公司发布半年报，上半年实现收入56.5亿元，同比增长18.2%，归母净利润3.3亿元，同比增长33.5%，扣非归母净利润2.6亿元（非经常性损益主要为出售股权3370万元，增值税相关抵扣和减免2125万元，政府补助1800万元），同比增长16.7%。

点评：在管规模突破3亿平，云平台发展迅速，疫情影响商管板块收入

1)高质量并购与拓展，大股东资源丰富，业务规模快速扩张。截至2022年6月底，公司在管面积突破3亿平，较2021年末新增约2000万平，新增管理面积中，大股东招商蛇口交付883万平，对公司业务协同力度持续加大；外拓方面，期内物业管理新签约年度合同金额16亿元，同比增长17%。上半年公司完成对汇勤物业并购项目交割，并收购新中物业67%股权，扩大金融赛道物业管理规模，进一步提升专业化水平，拓宽护城河。

2)深耕非住宅优势赛道，非住宅业态营收占比超50%。公司坚定全业态发展道路，并在办公、园区等非住宅领域具有行业领先地位，2022H1非住宅物管收入30.1亿元，占总收入比重53.4%，住宅物管收入13.9亿元，占比24.6%，基础物管收入合计占比78%，较去年同期提升2.9pct。同时，非住宅物管毛利率为12.1%，高于住宅物管（8.55%），非住宅业态对收入和利润的贡献较大。

3)云平台发展迅速，GMV稳步增长；租金减免使资管板块收入减少。公司结合自身优势，发挥招商局集团资源协同，拓宽线上业务覆盖领域。到家汇商城2022年上半年GMV3.75亿元，同比增长22%，平台用户数和用户活跃度均有所提升，带动公司平台增值服务收入高速增长，实现营业收入2亿元，同比增长136%。资产管理板块收入2.2亿元，同比减少20%，主要因上半年公司对商户减免租金4530万元（全年预计8629万元），持有物业出租经营业务收入同比下滑25%。

盈利预测、估值与评级：公司经营稳健有序，持续深耕优势赛道，非住宅业态物业管理行业领先，平台增值业务增速较快，资管板块由于租金减免收入增速下滑，但长期发展趋势向好，2022H1该部分利润影响由资产处置收益基本抵消，我们维持公司2022-24年归母净利润预测6.13/7.20/8.46亿元；当前股价对应2022-24年盈利预测的PE估值为30/26/22倍；公司作为A股稀缺性较强的龙头物管公司，近期股价回调明显，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情反复对公司资管板块冲击存在较大不确定性，外拓竞争加剧导致的毛利率下行幅度有不确定性。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,635	10,591	12,948	15,850	19,268
营业收入增长率	42.07%	22.65%	22.25%	22.41%	21.57%
净利润（百万元）	435	513	613	720	846
净利润增长率	52.03%	17.86%	19.50%	17.49%	17.49%
EPS（元）	0.41	0.48	0.58	0.68	0.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.24%	5.92%	6.68%	7.38%	8.10%
P/E	43	36	30	26	22
P/B	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-09-07

买入（维持）

当前价：17.60元

作者

分析师：何缅南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

联系人：韦勇强

021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.60
总市值(亿元)	186.62
一年最低/最高(元)	11.03/20.79
近3月换手率	41.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.26	13.43	44.61
绝对	5.01	10.20	26.95

资料来源：Wind

相关研报

收购新中物业，进一步提升非住宅专业化水平——招商积余（001914.SZ）跟踪报告

（2022-06-20）

平台增值亮点凸显，非住宅外拓全面发力——招商积余（001914.SZ）2021年业绩点评

（2022-03-19）

核心物管业务稳健发展，非住宅领域领先优势明显——招商积余（001914.SZ）2021年三季度报点评

（2021-10-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,635	10,591	12,948	15,850	19,268
营业成本	7,460	9,133	11,146	13,653	16,628
折旧和摊销	36	36	43	48	53
税金及附加	75	92	113	95	116
销售费用	64	87	106	158	193
管理费用	349	387	473	792	963
研发费用	20	38	46	56	68
财务费用	178	132	107	119	134
投资收益	4	4	4	5	6
营业利润	599	745	862	1,013	1,174
利润总额	626	746	862	1,013	1,174
所得税	217	294	328	375	423
净利润	409	453	535	638	752
少数股东损益	-26	-60	-78	-82	-95
归属母公司净利润	435	513	613	720	846
EPS(元)	0.41	0.48	0.58	0.68	0.80

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	989	703	543	465	544
净利润	435	513	613	720	846
折旧摊销	36	36	43	48	53
净营运资金增加	67	519	608	965	1,123
其他	451	-366	-721	-1,268	-1,478
投资活动产生现金流	-13	-294	-126	-125	-124
净资本支出	-35	-18	-80	-80	-80
长期投资变化	124	50	0	0	0
其他资产变化	-102	-327	-46	-45	-44
融资活动现金流	-1,072	-643	112	240	264
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-859	-565	323	493	558
无息负债变化	350	765	583	819	936
净现金流	-95	-234	529	580	684

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	13.6%	13.8%	13.9%	13.9%	13.7%
EBITDA 率	9.6%	10.5%	9.7%	7.4%	7.4%
EBIT 率	8.7%	9.8%	9.4%	7.1%	7.1%
税前净利润率	7.2%	7.0%	6.7%	6.4%	6.1%
归母净利润率	5.0%	4.8%	4.7%	4.5%	4.4%
ROA	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%	3.4%
ROE (摊薄)	5.2%	5.9%	6.7%	7.4%	8.1%
经营性 ROIC	13.0%	15.3%	15.7%	12.2%	12.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	49%	50%	52%	54%
流动比率	0.97	1.27	1.28	1.30	1.32
速动比率	0.70	0.96	0.98	0.97	0.97
归母权益/有息债务	2.69	3.43	3.22	2.92	2.68
有形资产/有息债务	4.38	5.55	5.37	5.11	4.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	16,280	16,766	18,101	19,917	22,003
货币资金	2,302	2,060	2,590	3,170	3,854
应收票据	31	29	36	44	54
应收账款	1,125	1,511	1,719	2,106	2,563
预付账款	98	112	167	205	249
其他应收款 (合计)	495	652	798	976	1,187
存货	1,575	1,390	1,695	2,236	2,839
其他流动资产	114	77	77	77	77
流动资产合计	5,740	5,832	7,081	8,815	10,824
其他权益工具	3	0	0	0	0
长期股权投资	124	50	50	50	50
固定资产	584	565	542	520	498
投资性房地产	6,889	6,994	6,994	6,994	6,994
无形资产	23	21	70	116	162
商誉	2,565	2,565	2,565	2,565	2,565
其他非流动资产	200	587	587	587	587
非流动资产合计	10,539	10,933	11,020	11,102	11,180
总负债	7,991	8,190	9,096	10,408	11,902
短期借款	360	200	524	1,016	1,574
应付账款	775	1,041	1,115	1,365	1,663
合同负债	627	692	795	913	1,049
其他应付款	1,776	1,256	1,378	1,525	1,677
应付股利	46	54	59	65	71
流动负债合计	5,945	4,605	5,512	6,773	8,217
长期借款	1,144	624	624	624	624
应付债券	0	1,500	1,500	1,500	1,500
其他非流动负债	113	617	617	617	617
非流动负债合计	2,045	3,585	3,585	3,635	3,685
股东权益	8,289	8,575	9,005	9,509	10,101
股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
公积金	3,522	3,562	3,598	3,598	3,598
未分配利润	3,726	4,039	4,511	5,097	5,784
归属母公司权益	8,307	8,661	9,169	9,755	10,442
少数股东权益	-18	-86	-164	-246	-341

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.74%	0.82%	0.82%	1.00%	1.00%
管理费用率	4.04%	3.65%	3.65%	5.00%	5.00%
财务费用率	2.06%	1.25%	0.83%	0.75%	0.70%
研发费用率	0.23%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	35%	39%	38%	37%	36%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.10	0.13	0.15	0.18
每股经营现金流	0.93	0.66	0.51	0.44	0.51
每股净资产	7.83	8.17	8.65	9.20	9.85
每股销售收入	8.14	9.99	12.21	14.95	18.17

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	43	36	30	26	22
PB	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.9	13.1	11.2	12.4	10.4
股息率	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE