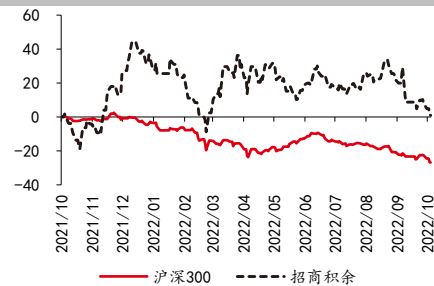


公司投资评级

推荐|维持

相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.25)

总市值 (百万元)	15,035.71
流通市值 (百万元)	9,456.07
52周最高/最低 (元)	20.79/11.03
52周最高/最低 PE (倍)	43.83/24.62
52周最高/最低 PB (倍)	2.52/1.41
52周涨幅 (%)	-0.08
52周换手率 (%)	374.59

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

招商积余 (001914.SZ):
业绩快速增长，重点城市布局成效显著
● 事件
招商积余(001914)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 91.77 亿元，同比增长 20.89%，归母净利润 4.72 亿元，同比增长 23.60%；归母净利润率 5.15%，同比上升 0.11 个百分点，EPS 0.45 元。其中第三季度单季实现营业收入 35.31 亿元，同比增长 25.55%，归母净利润 1.41 亿元，同比增长 5.31%；归母净利润率 4.00%，同比下降 0.77 个百分点，EPS 0.13 元。

● 核心观点

业绩保持快速增长，主要原因包括税率下降、收入上升、财务费用率下降、投资收益上升等。公司前三季度归母净利润同比上升 23.60%，保持快速增长。公司报告期内业绩快速增长的原因包括：1) 所得税实际税率由去年同期的 38.49% 下降至 28.90%；2) 营业收入同比上升 20.89%；3) 财务费用由去年同期的 10708.51 万元下降至 7531.82 万元；4) 处置子公司导致投资收益由去年同期的 404.00 万元上升至 4331.00 万元。公司前三季度业绩的负面影响因素主要包括毛利率下降、少数股东损益占比上升及管理费用率上升等。

收入稳步增长，前三季度减免房产租金 0.70 亿元。公司报告期内，除资产管理业务因落实国家减租政策导致收入下降外，其余主要业务收入均实现稳步增长。其中，物业管理业务营业收入同比增长 25.02%，主要系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，其中基础物业管理营业收入同比增长 25.82%；平台增值业务营业收入同比增长 95.95%；专业增值业务营业收入同比增长 10.15%。公司积极落实国家政策要求，减免房产租金 0.70 亿元，全年预计减免房产租金约 0.86 亿元。受房产租金减免和赣州九方剥离的影响，公司持有物业出租业务的收入利润同比有所下降。

物管业务拓展成果显著，全国化布局提速，重点城市成效显著。物管业务市场拓展继续保持领先，报告期内实现新签年度合同额 24.30 亿元，较上年同期增长 17%。传统招投标市场方面，中标率在激烈市场竞争下保持较高水平；“总对总”业务新签年度合同额同比增长 41%；“合资合作”业务新签年度合同额同比增长 94%，新成立合资公司 4 个。从区域市场看，公司业务全国化布局提速，重点城市布局成效显著。

现。深圳、广东（不含深圳）、山东、江苏和四川前三季度营业收入位列前五名，合计实现收入 50.40 亿，管理面积达到 1.70 亿m²。从业态类型看，公司非住宅业务合计实现基础物业管理收入 50.08 亿元，截至三季度末管理面积达 1.78 亿m²。

平台增值快速成长，专业增值业务平稳发展。到家汇商城持续做大优势品类，发力到家服务和到家宜居业务，2022 年 1-9 月实现全平台交易额 6.69 亿元，同比增长 35.4%；营业收入 3.44 亿元，同比增长 95.95%，用户数、活跃度、商城销售额等平台数据稳步提升，不断扩大私域流量池，提高私域效能。公司积极推动专业公司与各城市公司条块结合，协同共享资源，促进专业增值业务全国化、平台化发展，努力克服经营压力和挑战，整体营收实现稳健增长。

● 投资建议

公司物管业务外部拓展顺利，大股东资源丰富，业绩具备支撑，维持“推荐”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 127.23 亿元、152.91 亿元、188.04 亿元，归母净利润为 6.41 亿元、7.75 亿元、9.27 亿元，EPS 为 0.60 元、0.73 元、0.87 元，对应 PE 为 23.44 倍、19.40 倍、16.22 倍，本次盈利预测相较前次有所下调，主要原因为结合公司今年以来业绩表现、减免租金、房地产行业下行等因素。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利（元）	0.48	0.60	0.73	0.87
净利润增长率	17.86%	25.05%	20.86%	19.62%
市盈率（倍）	29.32	23.44	19.40	16.22
EV/EBITDA（倍）	16.25	13.25	10.37	7.53
EV/销售收入（倍）	1.46	1.08	0.84	0.61
PE/G（倍）	1.64	0.94	0.93	0.83
市净率（倍）	1.74	1.64	1.54	1.43

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

● 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，物管业务拓展存在不确定性，人工成本等因素对盈利能力的影响存在不确定性。

目录

1.事件	5
2.核心观点	5
3.投资建议	8
4.风险提示	8

图表目录

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 20.89%	5
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比增长 23.60%	5
图表 3 公司 2022 前三季度实际所得税税率为 28.90%	6
图表 4 公司 2022 前三季度毛利率为 11.90%	6
图表 5 公司 2022 前三季度投资净收益为 0.43 亿元	6
图表 6 公司 2022 前三季度实际所得税税率为-0.71%	6
图表 7 2022 年前三季度公司各项业务收入增长情况	6
图表 8 公司 2022 前三季度住宅和非住业态的营收结构	7
图表 9 公司 2022 前三季度住宅和非住的管理面积结构	7
图表 10 公司 2022 三季度末非住业态的营收结构	7
图表 11 公司 2022 三季度末非住业态的管理面积结构	7
图表 12 公司平台增值服务发展情况	8

1. 事件

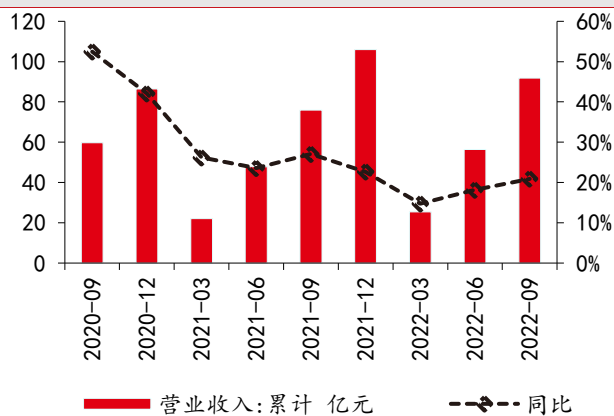
招商积余(001914)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 91.77 亿元，同比增长 20.89%，归母净利润 4.72 亿元，同比增长 23.60%；归母净利润率 5.15%，同比上升 0.11 个百分点，EPS 0.45 元。其中第三季度单季实现营业收入 35.31 亿元，同比增长 25.55%，归母净利润 1.41 亿元，同比增长 5.31%；归母净利润率 4.00%，同比下降 0.77 个百分点，EPS 0.13 元。

2. 核心观点

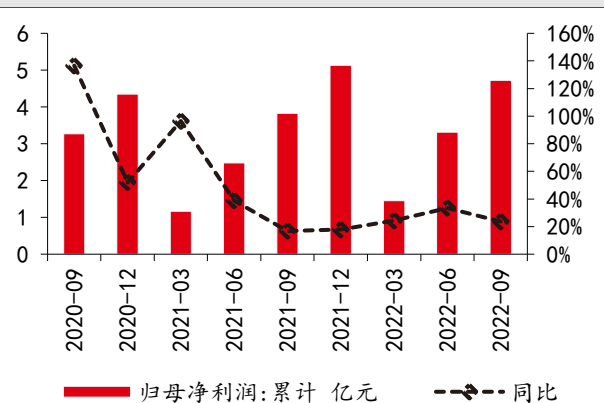
业绩保持快速增长，主要原因包括税率下降、收入上升、财务费用率下降、投资收益上升等。公司前三季度归母净利润同比上升 23.60%，保持快速增长。公司报告期内业绩快速增长的原因包括：1) 所得税实际税率由去年同期的 38.49% 下降至 28.90%；2) 营业收入同比上升 20.89%；3) 财务费用由去年同期的 10708.51 万元下降至 7531.82 万元；4) 处置子公司导致投资收益由去年同期的 404.00 万元上升至 4331.00 万元。公司前三季度业绩的负面影响因素主要包括毛利率下降、少数股东损益占比上升及管理费用率上升等。

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 20.89%

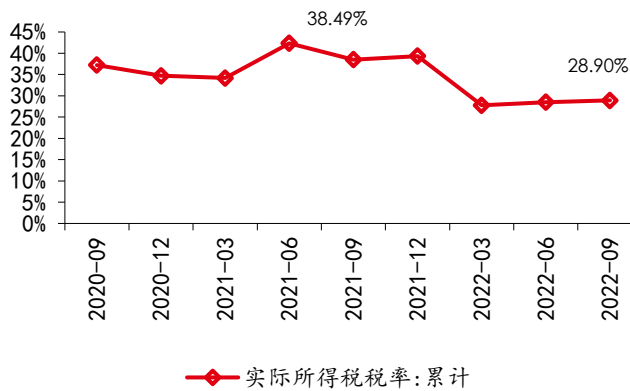


数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

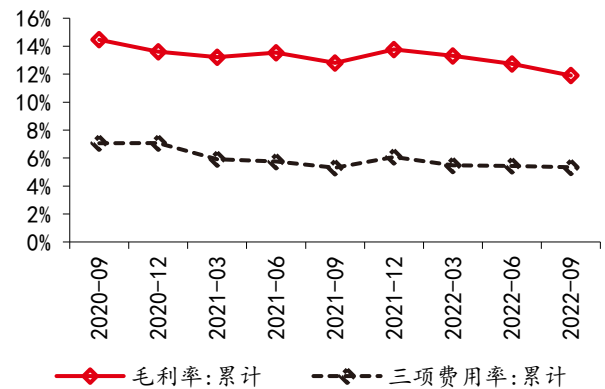
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比增长 23.60%



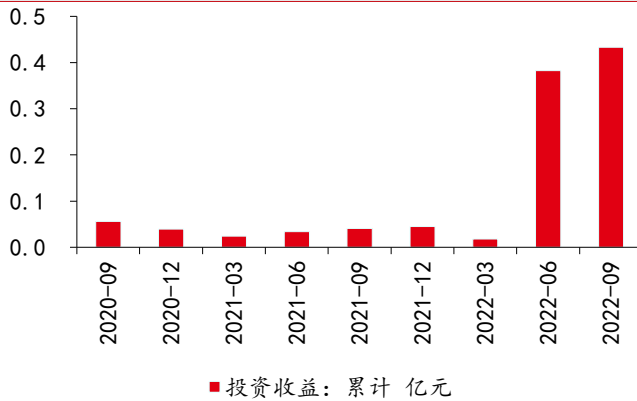
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 前三季度实际所得税税率为 28.90%


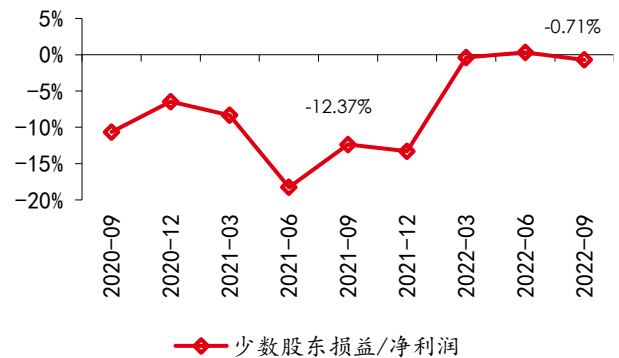
数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 前三季度毛利率为 11.90%


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 前三季度投资净收益为 0.43 亿元


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 6 公司 2022 前三季度少数股东损益占比为-0.71%


数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

收入稳步增长, 前三季度减免房产租金 0.70 亿元。公司报告期内, 除资产管理业务因落实国家减租政策导致收入下降外, 其余主要业务收入均实现稳步增长。其中, 物业管理业务营业收入同比增长 25.02%, 主要系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, 其中基础物业管理营业收入同比增长 25.82%; 平台增值业务营业收入同比增长 95.95%; 专业增值业务营业收入同比增长 10.15%。公司积极落实国家政策要求, 减免房产租金 0.70 亿元, 全年预计减免房产租金约 0.86 亿元。受房产租金减免和赣州九方剥离的影响, 公司持有物业出租业务的收入利润同比有所下降。

图表 7 2022 年前三季度公司各项业务收入增长情况

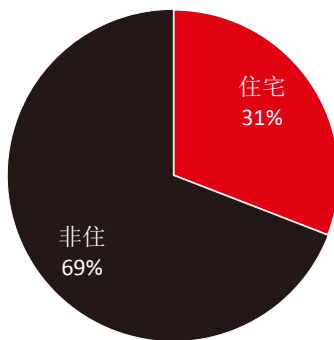
收入类型	营业收入金额 万元	同比
营业收入	885,570	25.02%
其中: 基础物业管理	724,583	25.82%
其中: 平台增值业务	34,450	95.95%
其中: 专业增值业务	126,538	10.15%
其中: 资产管理业务	32,523	-19.94%

数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

物管业务市场拓展成果显著，全国化布局提速，重点城市成效显著。物管业务市场拓展继续保持领先，报告期内实现新签年度合同额 24.30 亿元，较上年同期增长 17%。传统招投标市场方面，中标率在激烈市场竞争下保持较高水平；“总对总”业务新签年度合同额同比增长 41%；“合资合作”业务新签年度合同额同比增长 94%，新成立合资公司 4 个。从区域市场看，公司业务全国化布局提速，重点城市布局成效显著。深圳、广东（不含深圳）、山东、江苏和四川前三季度营业收入位列前五名，合计实现收入 50.40 亿，管理面积达到 1.70 亿^m。从业态类型看，公司非住宅业务合计实现基础物业管理收入 50.08 亿元，截至三季度末管理面积达 1.78 亿^m。

图表 8 公司 2022 前三季度住宅和非住业态的营收结构

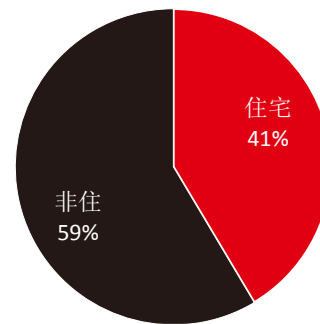
招商积余物业管理：营收结构



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 9 公司 2022 前三季度住宅和非住的管理面积结构

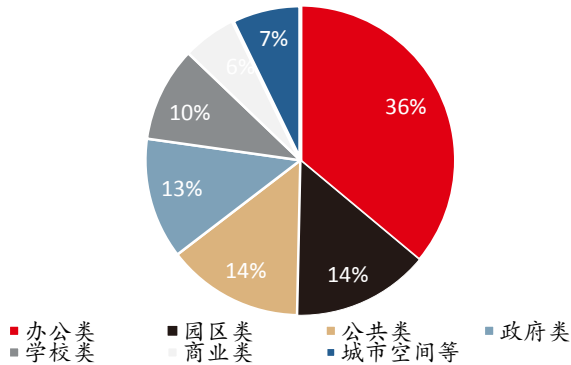
招商积余物业管理：管理面积结构



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 10 公司 2022 三季度末非住业态的营收结构

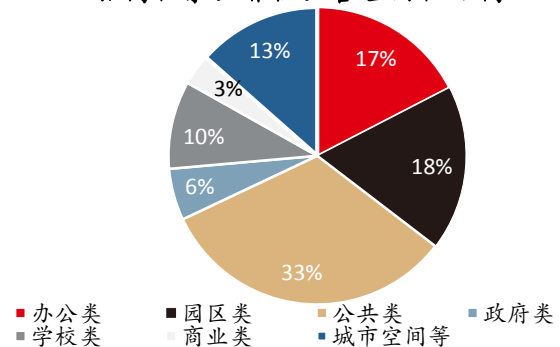
招商积余：非住：营收结构



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 11 公司 2022 三季度末非住业态的管理面积结构

招商积余：非住：管理面积结构



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

平台增值保持快速增长，专业增值业务平稳发展。到家汇商城持续做大优势品类，发力到家服务和到家宜居业务，2022 年 1-9 月实现全平台交易额 6.69 亿元，同比增长 35.4%；营业收入 3.44 亿元，同比增长 95.95%，用户数、活跃度、商城销售额等平台数据稳步提升，不断扩大私域流量池，提高私域效能。公司积极推动专业公司与各城市公司条块结合，协同共享资源，促进专业增值业务全国化、平台化发展，努力克服经营压力和挑战，整体营收实现稳健增长。

图表 12 公司平台增值服务发展情况


数据来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

3. 投资建议

公司物管业务外部拓展顺利，大股东资源丰富，业绩具备支撑，维持“推荐”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 127.23 亿元、152.91 亿元、188.04 亿元，归母净利润为 6.41 亿元、7.75 亿元、9.27 亿元，EPS 为 0.60 元、0.73 元、0.87 元，对应 PE 为 23.44 倍、19.40 倍、16.22 倍，本次盈利预测相较前次有所下调，主要原因为结合公司今年以来业绩表现、减免租金、房地产行业下行等因素。

4. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，物管业务拓展存在不确定性，人工成本等因素对盈利能力的影响存在不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10591	12723	15291	18804
营业成本	9133	11041	13275	16315
毛利	1457	1683	2016	2489
%营业收入	13.76%	13.22%	13.19%	13.24%
营业税金及附加	92	111	133	164
%营业收入	0.87%	0.87%	0.87%	0.87%
销售费用	87	104	125	154
%营业收入	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
管理费用	387	465	559	687
%营业收入	3.65%	3.65%	3.65%	3.65%
财务费用	132	87	101	121
%营业收入	1.25%	0.68%	0.66%	0.65%
资产减值损失	-161	-35	1	-5
公允价值变动收益	107	105	106	108
投资收益	4	4	4	4
营业利润	745	990	1211	1471
%营业收入	7.03%	7.78%	7.92%	7.82%
营业外收支	2	12	14	9
利润总额	746	1002	1224	1480
%营业收入	7.05%	7.88%	8.01%	7.87%
所得税费用	294	361	449	553
净利润	453	641	775	927
归属母公司股东净利润	513	641	775	927
少数股东损益	-60	0	0	0
EPS (元/股)	0.48	0.60	0.73	0.87

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	574	1596	1082	1750
取得投资收益收回现金	0	4	4	4
长期股权投资	74	-8	-9	-10
无形资产投资	-2	-7	-1	-2
固定资产投资	-18	291	101	-91
其他	-350	0	0	0
投资活动现金流净额	-294	288	97	-97
债券融资	0	500	500	500
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	-290	187	243	316
筹资成本	-266	-156	-259	-317
其他	-87	-233	39	41
筹资活动现金流净额	-643	298	523	541
现金净流量	-364	2181	1702	2194

数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所预测

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2060	4242	5944	8138
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1511	1455	1872	2264
存货	1390	1461	1466	1444
预付账款	112	160	176	217
其他流动资产	759	778	978	1166
流动资产合计	5832	8095	10436	13230
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	50	58	66	76
投资性房地产	6994	7099	7205	7313
固定资产合计	565	515	464	415
无形资产	21	26	25	26
商誉	2565	2565	2565	2565
递延所得税资产	29	27	26	25
其他非流动资产	710	442	372	488
资产总计	16766	18826	21160	24137
短期贷款	200	0	0	0
应付款项	1041	1020	1301	1576
预收账款	696	978	1098	1344
应付职工薪酬	648	1028	1099	1342
应交税费	164	186	214	276
其他流动负债	1857	2168	2548	3046
流动负债合计	4605	5380	6260	7584
长期借款	624	811	1055	1371
应付债券	1500	2000	2500	3000
递延所得税负债	844	903	966	1034
其他非流动负债	617	648	680	714
负债合计	8190	9742	11461	13703
归属母公司股东权益	8661	9170	9785	10520
少数股东权益	-86	-86	-86	-86
股东权益	8575	9084	9699	10434
负债及股东权益	16766	18826	21160	24137

基本指标

EPS	0.48	0.60	0.73	0.87
BVPS	8.09	8.57	9.15	9.84
PE	29.32	23.44	19.40	16.22
PEG	1.64	0.94	0.93	0.83
PB	1.74	1.64	1.54	1.43
EV/EBITDA	16.25	13.25	10.37	7.53
ROE	5.92%	6.99%	7.92%	8.81%

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。