

买入

2023年4月25日

2022年业绩承压，期待2023年实现品质及效率双提升

➤ **2022年归母净利润同比下降16.6%**：2022年公司营业收入为5.6亿元，同比下降1.8%，毛利约3.1亿元，同比下降5.3%，归母净利润为1.54亿元，同比下降16.6%；毛利率为55.7%，同比下降2个百分点，费用率为16.8%，同比上升2.9个百分点，净利率为26.5%，同比下降5.6个百分点。公司收入下降主要由于受地产市场低迷影响，前期顾问咨询服务数量减少导致前期服务业务收入减少，而受疫情影响的租金减免以及毛利率较高的品牌及管理输出服务收入占比减少，使得公司的利润率水平亦有所下降。公司宣派末期股息7港仙，全年派息率62%。

➤ **虽受疫情影响，运营韧性仍在**：公司四大能力，包括量身定制的研策能力、强大的客户招揽能力、数字化的运营能力、因地制宜的改造升级能力带来项目运营效率的持续提升。期内，公司全线运营购物中心的销售额同比下降2%，可比同店下降5.5%。整体出租率92.5%，同比略降1.5个百分点，但保持行业较高水平。公司的委托管理服务及品牌及管理输出服务的毛利率在行业艰难环境下仍分别同比上升4.8个百分点及同比持平，体现了公司运营管理能力韧性。随着疫情防控放开，2023年1-2月公司同店销售同比增长10.2%，客流同比增长12.9%。2023年1月及2月，公司标杆项目福田星河COCO Park的销售额分别同比增长5.4%及41.7%，同比2019年增长10.1%及15.6%。

➤ **良好市场化能力**：公司期内新开5个项目，目前公司累计在管商场26个，在管面积约191万方，第三方面积占比为76%，为行业领先水平。公司品牌体系（“COCO Park”、“COCO City及iCO”、“COCO Garden”、“第三空间”）及运营管理能力在市场上广受认可，外拓斩获不断。2022年公司共拓展4个项目，合约面积约44万方。截止目前，公司的合约面积约370万方，覆盖大湾区（占比48.7%）、长三角（占比14.6%）及华中地区（占比3.8%）等区域，第三方面积占比达60%。在手咨询项目13个，为公司带来潜在合约面积。

➤ **目标价2.5港元，买入评级**：公司的市场化外拓起步于2014年，是最早进行外拓的商管公司之一。虽然公司业绩短期内受到行业下行态势及疫情影响，但2023年经营情况呈现稳中向好的态势。关联方星河控股的稳健经营也为公司的发展提供业务保障。公司未来将更加注重精细化运营，做好有质量的开业，实现高质量的拓展。我们看好公司作为纯商管公司在房地产步入后周期的外拓能力和经营韧性。预计2023年至2025年，公司将实现归母净利润分别约1.8亿元、2.2亿元、2.8亿元，给予2023年12倍市盈率，对应目标价2.5港元，较现价有52%的上升空间，买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

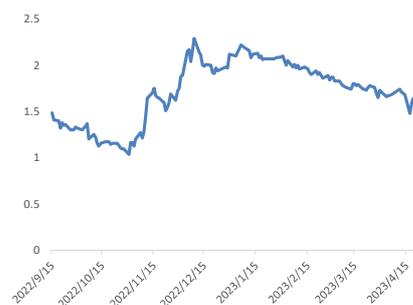
行业	物业管理
股价	1.64 港元
目标价	2.50 港元 (+52%)
股票代码	6668
已发行股本	10.19 亿股
总市值	16.71 亿港元
52周高/低	2.54 港元/0.96 港元
每股净资产	1.16 元人民币
主要股东	HUANG CHU-LONG 58.8% HUANG DE-LIN 14.7%

盈利摘要

年结日：31/12	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(千元)	572,209	561,854	657,984	807,663	1,001,353
变动(%)	29.5%	-1.8%	17.1%	22.7%	24.0%
归母净利润(千元)	184,924	154,275	180,716	224,181	275,394
变动(%)	45.8%	-16.6%	17.1%	24.1%	22.8%
每股盈利(元)	0.18	0.15	0.18	0.22	0.27
变动(%)	9.3%	-18.0%	17.1%	24.1%	22.8%
市盈率@1.64港元	7.7	9.4	8.0	6.5	5.3
每股股息(元)	0.08	0.00	0.09	0.11	0.14
息率(%)	5.7%	0.0%	6.2%	7.7%	9.5%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	572,209	561,854	657,984	807,663	1,001,353	增长率 (%)					
委托管理服务	351,909	381,690	428,410	545,726	694,631	收入	29.5%	-1.8%	17.1%	22.7%	24.0%
品牌及管理输出服务	198,557	137,900	184,507	205,604	227,855	毛利	32.9%	-5.3%	12.3%	22.2%	22.9%
整租服务	22,316	42,250	45,067	56,333	78,867	税前利润	44.1%	-17.5%	22.6%	24.1%	22.8%
服务成本	-241,777	-248,815	-306,512	-378,009	-473,396	归母净利润	45.8%	-16.6%	17.1%	24.1%	22.8%
毛利	330,432	313,039	351,472	429,654	527,956	盈利分析 (%)					
销售开支	-8,468	-11,972	-8,515	-8,625	-9,120	综合毛利率	57.7%	55.7%	53.4%	53.2%	52.7%
行政开支	-71,141	-82,595	-82,783	-99,416	-124,832	委托管理服务毛利率	49.0%	53.9%	50.0%	50.5%	51.0%
其他收入及开支	-5,147	15,473	-	-	-	品牌及管理输出服务毛利率	75.0%	73.3%	70.0%	70.0%	70.0%
上市开支	-8,281	-	-	-	-	整租服务毛利率	40.6%	14.7%	18.0%	18.0%	18.0%
税前利润	252,396	208,345	255,448	316,887	389,278	费用率	22.6%	24.8%	21.3%	19.8%	19.3%
税项	-68,474	-59,463	-72,906	-90,442	-111,103	净利润率	32.1%	26.5%	27.7%	28.0%	27.8%
净利润	183,922	148,882	182,541	226,446	278,176	回报率 (%)					
少数股东权益	-1,002	-5,393	1,825	2,264	2,782	ROA	21%	11%	10%	12%	14%
归属股东利润	184,924	154,275	180,716	224,181	275,394	ROE	29%	13%	15%	17%	20%
派息	82,044	90,857	90,358	112,091	137,697	派息率	44%	59%	50%	50%	50%
未分配利润	102,880	63,418	90,358	112,091	137,697	偿付能力					
每股盈利 (元)	0.18	0.15	0.18	0.22	0.27	流动比率(倍)	5.7	4.5	4.7	4.8	5.0
						资产负债率	21%	45%	44%	42%	40%

资产负债表						现金流量表					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	446,349	482,835	582,446	680,471	803,378	年内利润	183,922	148,882	182,541	226,446	278,176
受限制现金	-	-	-	-	-	折旧及摊销	7,331	7,698	8,082	8,487	8,911
贸易及其他应收款	45,837	46,300	48,615	51,046	53,598	融资成本	3,869	23,342	23,342	23,342	23,342
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	1,990	-	-	-	-	营运资金变动	-1,359	41,820	8,994	9,446	9,919
物业及设备	4,469	4,501	4,591	4,683	4,776	支付税项	-56,863	-72,781	-90,322	-32,531	-15,834
投资物业	47,524	767,451	805,824	846,115	888,420	经营活动现金流净额	199,757	202,429	199,543	319,623	409,604
递延税项资产	9,279	21,600	22,032	22,473	22,922	固定资产投资	-9,857	-706,033	-35,843	-40,383	-42,399
总资产	1,432,346	2,141,857	2,255,840	2,397,202	2,565,595	合营联营公司投资	-	-	-	-	-
贸易及其他应付款项	171,953	208,054	218,457	229,380	240,849	其他	-657,258	725,772	29,979	-65,406	-102,871
租赁负债	68,727	690,531	704,342	718,428	732,797	投资活动现金流	-667,115	19,739	-5,864	-105,789	-145,270
合约负债	11,378	19,090	20,045	21,047	22,099	借贷变化	-	-	-	-	-
应付税项	40,570	31,321	31,947	32,586	33,238	已付股息	-82,044	-90,857	-90,358	-112,091	-137,697
递延税负债	-	6,123	6,429	6,751	7,088	其他	854,091	-26,094	-3,710	-3,720	-3,729
总负债	293,697	961,154	982,953	1,009,960	1,037,875	融资活动现金流	772,047	-116,951	-94,068	-115,810	-141,426
控股股东权益	1,121,148	1,154,397	1,244,755	1,356,846	1,494,543	现金变动	304,689	105,217	99,611	98,024	122,907
少数股东权益	17,501	26,306	28,131	30,396	33,178	初期现金	141,660	446,349	482,835	582,446	680,471
权益合计	1,138,649	1,180,703	1,272,886	1,387,241	1,527,720	末期现金	446,349	551,566	582,446	680,471	803,378

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。