

**买入**

2023年9月25日

**收入利润实现双位数增长，持续回购彰显信心**

► **核心归母净利润同比增长 12.6%**：2023 年上半年公司营业收入为 2.88 亿元，同比上升 11.1%；毛利 1.6 亿元，同比增长 9.9%；核心归母净利润为 1.24 亿元，同比增长 12.6%。毛利率为 57.1%，同比下降 0.6 个百分点，净利率为 43.1%，同比增长 0.5 个百分点。随着疫情结束，市场消费缓慢复苏，公司盈利能力持续提升。公司加大轻资产项目应收款项催收，上半年实现经营性现金净流入 1.22 亿元，净现比为 1.33。在手现金充足，期末在手现金超 13 亿元。

► **在营项目保持较好增长**：公司作为大湾区领先的商用物业运营服务供应商，截至 23 年 6 月末已开业零售商业项目数量 23 个，面积达 141 万平方，筹备中项目 25 个，为未来发展提供确定性。2023 年上半年公司在营项目的累计同店销售额同比上升 18.2%，累计同店客流同比上升 26.2%。整体出租率 93.5%，同比上升 1.2 个百分点。合作商户数量较 22 年底增长 4.2% 至 5000 家。公司的委托管理服务及品牌及管理输出服务的毛利率分别同比上升 4.6 个百分点及 1.4 个百分点至 58.3% 和 74.4%，体现了公司运营管理能力的韧性。

► **坚持高质量开业**：公司 23 年 5 月新开 1 个项目厦门星河 COCO Park，整体招商率达 92%，预计全年新开业项目 5-7 个，为业绩增长提供保障。标杆项目深圳福田星河 COCO Park 通过建筑升级与品牌迭代不断升级改造，出租率行业领先水平达 98.7%，销售及客流均焕发新增长。截止目前，公司的合约面积约 295 万方，覆盖大湾区（占比 80.4%）、长三角（占比 12%）及华中地区（占比 1.6%）等区域，第三方面积占比达 50.2%。

► **目标价 2.0 港元，买入评级**：公司聚焦大湾区、长三角区域，坚守自身能力圈，重质不重量，打造星盛独有的发展模式。关联方星河控股的稳健经营，三条红线保持常绿，也为公司的发展提供业务保障。公司拥有市场知名且完整的品牌体系，坚持精细化运营，做好有质量的开业，实现高质量的拓展。同时公司持续回购中，2023 年以来累计回购约 76.5 万股，共计 131 亿港元。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、2.0 亿元、2.2 亿元，给予 2023 年 10 倍市盈率，对应目标价 2.0 港元，较现价有 44% 的上升空间，买入评级。

罗凡环

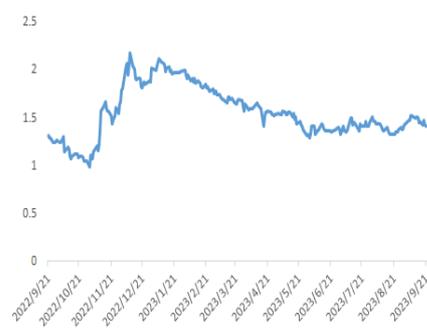
**852-25321962**
**Simon.luo@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业	物业管理
股价	1.4 港元
目标价	2.0 港元 (+45%)
股票代码	6668
已发行股本	10.18 亿股
总市值	14.26 亿港元
52 周高/低	2.28 港元/0.88 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	635,005	727,877	840,116
变动(%)	29.5%	-1.8%	13.0%	14.6%	15.4%
归母净利润(千元)	184,924	154,275	176,504	196,024	217,235
变动(%)	45.8%	-16.6%	14.4%	11.1%	10.8%
每股盈利(元)	0.18	0.15	0.17	0.19	0.21
变动(%)	9.3%	-18.0%	14.5%	11.1%	10.8%
市盈率@1.4港元	6.6	8.0	7.0	6.3	5.7
每股股息(元)	0.08	0.00	0.09	0.10	0.11
息率(%)	6.7%	0.0%	7.1%	7.9%	8.8%

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
<b>收入</b>	<b>572,209</b>	<b>561,854</b>	<b>635,005</b>	<b>727,877</b>	<b>840,116</b>	<b>增长率 (%)</b>					
委托管理服务	351,909	381,690	415,898	476,029	542,451	收入	29.5%	-1.8%	13.0%	14.6%	15.4%
品牌及管理输出服务	198,557	137,900	155,732	167,558	189,294	毛利	32.9%	-5.3%	10.4%	12.3%	13.7%
整租服务	22,316	42,250	63,375	84,289	108,371	税前利润	44.1%	-17.5%	19.8%	11.1%	10.8%
<b>服务成本</b>	<b>-241,777</b>	<b>-248,815</b>	<b>-289,487</b>	<b>-339,767</b>	<b>-398,712</b>	归母净利润	45.8%	-16.6%	14.4%	11.1%	10.8%
<b>毛利</b>	<b>330,432</b>	<b>313,039</b>	<b>345,518</b>	<b>388,110</b>	<b>441,405</b>	<b>盈利分析 (%)</b>					
销售开支	-8,468	-11,972	-8,515	-8,625	-9,120	综合毛利率	57.7%	55.7%	54.4%	53.3%	52.5%
行政开支	-71,141	-82,595	-82,783	-97,672	-120,490	委托管理服务毛利率	49.0%	53.9%	53.0%	53.0%	53.0%
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%	73.0%	72.0%	71.0%
上市开支	-8,281	-	-	-	-	整租服务毛利率	40.6%	14.7%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>税前利润</b>	<b>252,396</b>	<b>208,345</b>	<b>249,493</b>	<b>277,087</b>	<b>307,068</b>	费用率	22.6%	24.8%	22.0%	22.3%	23.9%
税项	-68,474	-59,463	-71,207	-79,082	-87,639	净利润率	32.1%	26.5%	28.1%	27.2%	26.1%
<b>净利润</b>	<b>183,922</b>	<b>148,882</b>	<b>178,286</b>	<b>198,004</b>	<b>219,429</b>	<b>回报率 (%)</b>					
少数股东权益	-1,002	-5,393	1,783	1,980	2,194	ROA	21%	11%	10%	11%	11%
<b>归属股东利润</b>	<b>184,924</b>	<b>154,275</b>	<b>176,504</b>	<b>196,024</b>	<b>217,235</b>	ROE	29%	13%	15%	15%	16%
派息	<b>82,044</b>	<b>90,857</b>	<b>88,252</b>	<b>98,012</b>	<b>108,617</b>	派息率	44%	59%	50%	50%	50%
<b>未分配利润</b>	<b>102,880</b>	<b>63,418</b>	<b>88,252</b>	<b>98,012</b>	<b>108,617</b>	<b>偿付能力</b>					
<b>每股盈利 (元)</b>	<b>0.18</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>	<b>0.19</b>	<b>0.21</b>	流动比率(倍)	5.7	4.5	4.7	4.8	4.9
						资产负债率	21%	45%	44%	42%	41%

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
<b>现金及现金等价物</b>	<b>446,349</b>	<b>482,835</b>	<b>580,298</b>	<b>663,959</b>	<b>757,199</b>	<b>年内利润</b>	<b>183,922</b>	<b>148,882</b>	<b>178,286</b>	<b>198,004</b>	<b>219,429</b>
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	-	-	-	-	<b>营运资金变动</b>	<b>-1,359</b>	<b>41,820</b>	<b>8,994</b>	<b>9,446</b>	<b>9,919</b>
物业及设备	4,469	4,501	4,591	4,683	4,776	支付税项	-56,863	-71,081	-78,963	-32,531	-15,834
投资物业	47,524	767,451	805,824	846,115	888,420	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>199,757</b>	<b>204,129</b>	<b>204,948</b>	<b>279,823</b>	<b>327,394</b>
递延税项资产	9,279	21,600	22,032	22,473	22,922	固定投资	-9,857	-706,033	-35,843	-40,383	-42,399
<b>总资产</b>	<b>1,432,346</b>	<b>2,141,857</b>	<b>2,253,691</b>	<b>2,380,690</b>	<b>2,519,416</b>	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	<b>投资活动现金流</b>	<b>-667,115</b>	<b>19,739</b>	<b>-5,864</b>	<b>-105,789</b>	<b>-145,270</b>
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	-88,252	-98,012	-108,617
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
<b>总负债</b>	<b>293,697</b>	<b>961,154</b>	<b>982,953</b>	<b>1,009,960</b>	<b>1,037,875</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>772,047</b>	<b>-116,951</b>	<b>-91,962</b>	<b>-101,732</b>	<b>-112,347</b>
<b>控股股东权益</b>	<b>1,121,148</b>	<b>1,154,397</b>	<b>1,242,649</b>	<b>1,340,661</b>	<b>1,449,278</b>	<b>现金变动</b>	<b>304,689</b>	<b>106,917</b>	<b>107,123</b>	<b>72,302</b>	<b>69,777</b>
少数股东权益	17,501	26,306	28,089	30,069	32,263	初期现金	141,660	446,349	482,835	589,958	662,260
<b>权益合计</b>	<b>1,138,649</b>	<b>1,180,703</b>	<b>1,270,738</b>	<b>1,370,730</b>	<b>1,481,542</b>	<b>末期现金</b>	<b>446,349</b>	<b>553,266</b>	<b>589,958</b>	<b>662,260</b>	<b>732,036</b>

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。