

招商积余 (001914)

证券研究报告

2024年03月19日

巩固优势，积力向上——招商积余 2023 年报点评

事件：2023 年公司实现营业收入 156.27 亿元，同比+20%；归母净利润 7.36 亿元，同比+23.96%；基本每股收益 0.69 元，同比+23.98%；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.7 元。

业绩高质量增长，非住业务表现亮眼

收入端，2023 年公司实现营业收入 156.27 亿元，同比增长 20%。其中，1) 物业管理业务实现营业收入 147.58 亿元，同比增长 18.03%，主要系原有物业管理项目增长和新拓展项目增加，占比营收 94.4%；2) 资产管理业务实现营业收入 6.98 亿元，同比增长 50.13% 主要系 22 年同期减租而 23 年无此事项以及在管商业规模扩大，占比营收 4.5%；细分来看，基础物业、平台增值、专业增值服务分别实现营收 121.13 亿元，5.84、20.61 亿元，分别同比增长 20.44%、1.42%、10.19%，占营收比重分别达 77.5%、3.7%、13.2%。

利润端，2023 年公司实现归母净利润 7.36 亿元，同比增长 23.96%；扣非归母净利润 6.60 亿元，同比增长 32.12%。其中，招商物业 23 年实现净利润 3.84 亿元，同比增长 0.32%；中航物业实现净利润 1.18 亿元，同比下降 48.16%。2023 年公司毛利率 11.56%，较 22 年下滑 0.28pct，其中 1) 物管业务中基础物业、平台增值、专业服务毛利率分别为 8.76%、8.49%、17.81%，较 22 年分别-1.02、+2.46、+1.51pct；2) 资管业务中商业运营、持有物业出租及经营毛利率分别为 44.13%、54.32%，较 22 年分别+14.54、+9.36pct。非传统业务有效对冲基础物管毛利率下行。

外拓能力再提升，大股东“护航”前景良好

规模端，截至 2023 年末，公司项目覆盖全国 156 个城市，在管项目 2,101 个，较 22 年增加 217 个；管理面积达 3.45 亿㎡，同比上升 10.9%；其中，非住业态管理面积达 2.13 亿㎡，占比 61.90%。分城市看，深圳市、广东省（不含深圳）、江苏省、上海市和四川省营业收入位列前五名，合计管理面积达到 1.86 亿㎡，占比总管理面积比达 54%，优势区域项目密度有效提升，同时开辟了内蒙古、西藏两大新区域，继续完善全国化布局。23 年控股股东招商蛇口累计实现签约销售面积 0.12 亿㎡，未来将为公司管理规模增长及多元业务协同提供持续支撑。

拓展端，2023 年公司实现新签年度合同额 40.44 亿元，同比上升 22%；其中，第三方项目新签合同额 35.39 亿元（千万级以上项目占比过半），同比增长 27.44%，第三方拓展能力强。公司非住业态新签年度合同额 34.59 亿元，占比 85.56%，多条细分赛道加速扩容，金融、高校新签年度合同额分别同比增长 67%、31%，同时继续深度参与城市服务，拓展了深圳、三亚等服务项目。并购单位融合成效显著，23 年四家收购企业合计新签项目年度合同额合计 1.93 亿元。

商业管理规模扩大，持有物业经营稳健

资管业务方面，1) 商业运营业务：截至 23 年末，招商商管在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 397 万㎡，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 58 个（年内新增杭州临平花园城、成都金牛招商花园城、赣州招商局中心等项目），第三方品牌输出项目 9 个，商业管理能力持续提升。2) 持有物业出租经营业务：包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态，23 年末可出租面积为 46.92 万㎡，出租率为 96%。公司根据租赁市场行情及时调整租赁策略，实现租金收入稳定增长。

投资建议：公司背靠招商局集团、中航集团两大央企，23 年规模扩张迅速，市拓多维发力，增值服务表现稳健。考虑行业竞争激烈存在利润率压力，我们调整公司 24-25 年归母净利润分别为 8.58、10.11 亿元（原值 9.32、11.39 亿元），预测 26 年归母净利润为 12.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.81、0.95、1.15，对应 PE 分别为 13.54X、11.48X、9.49X，维持“买入”评级。

风险提示：市场不确定性加大风险、行业竞争加剧风险、创新业务孵化风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,023.78	15,626.68	18,442.61	21,679.28	25,340.92
增长率(%)	22.97	19.99	18.02	17.55	16.89
EBITDA(百万元)	1,066.42	1,081.46	1,240.05	1,513.30	1,806.80
归属母公司净利润(百万元)	593.51	735.73	857.79	1,010.97	1,223.41
增长率(%)	15.72	23.96	16.59	17.86	21.01
EPS(元/股)	0.56	0.69	0.81	0.95	1.15
市盈率(P/E)	19.56	15.78	13.54	11.48	9.49
市净率(P/B)	1.27	1.19	1.11	1.03	0.95
市销率(P/S)	0.89	0.74	0.63	0.54	0.46
EV/EBITDA	9.11	4.27	2.68	0.95	0.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,060.35
流通 A 股股本(百万股)	1,060.34
A 股总市值(百万元)	11,610.79
流通 A 股市值(百万元)	11,610.75
每股净资产(元)	9.20
资产负债率(%)	46.73
一年内最高/最低(元)	16.62/9.45

作者

王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	
wangwena@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	

股价走势

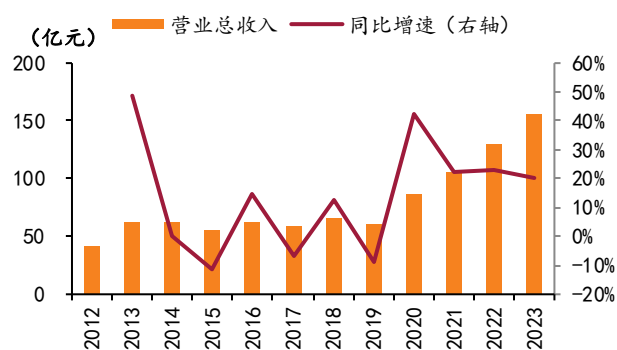


资料来源：聚源数据

相关报告

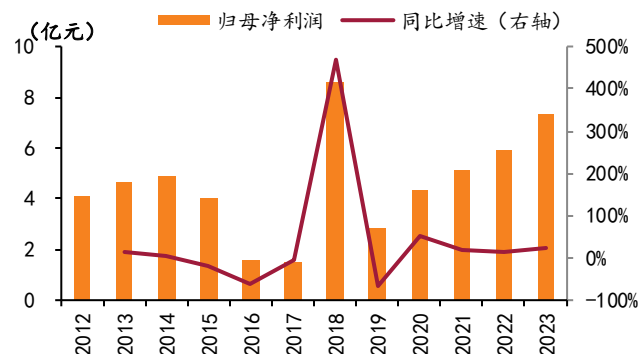
- 《招商积余-季报点评:Q1 业绩稳增，市拓开局向好》 2023-04-25
- 《招商积余-年报点评报告:市拓发力，行稳致远》 2023-03-23
- 《招商积余-季报点评:Q3 业绩稳步增长，核心业务发展迅速》 2022-10-27

图 1：招商积余营业收入及同比增速



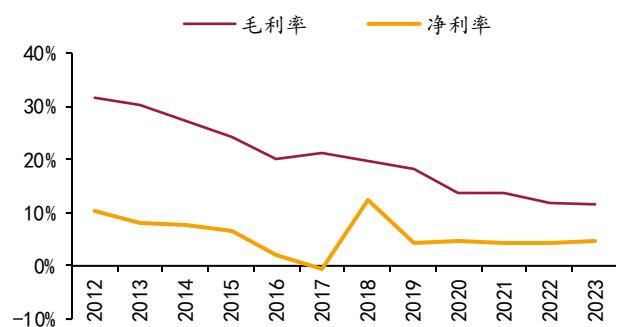
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：招商积余归母净利润及同比增速



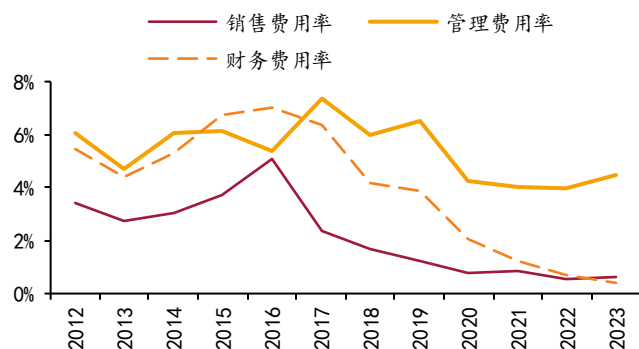
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：招商积余毛利率及净利率



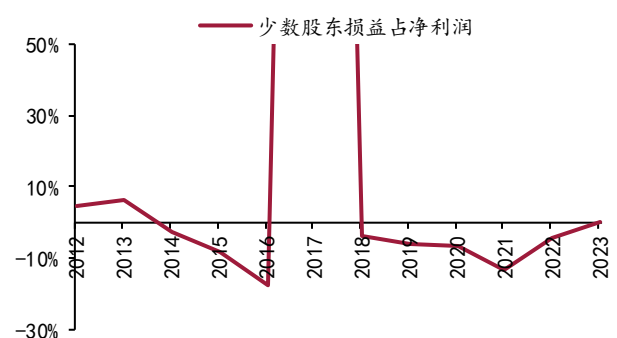
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：招商积余三费率



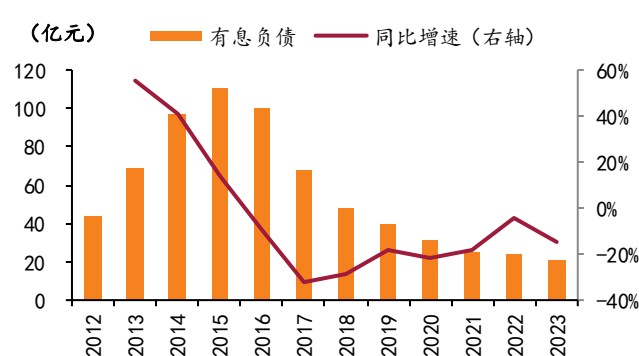
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：招商积余少数股东损益占净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：招商积余有息负债及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,167.15	4,347.64	4,050.81	5,597.83	5,515.98	营业收入	13,023.78	15,626.68	18,442.61	21,679.28	25,340.92
应收票据及应收账款	2,359.41	2,318.65	2,957.98	2,702.72	3,914.08	营业成本	11,481.62	13,820.71	16,292.76	19,062.59	22,193.57
预付账款	148.35	93.70	191.64	142.21	246.47	营业税金及附加	87.15	92.01	130.82	142.17	165.05
存货	1,164.42	1,116.67	2,750.85	1,219.93	3,298.15	销售费用	71.17	94.18	105.97	127.61	147.39
其他	1,008.58	837.31	1,311.66	1,166.95	1,706.42	管理费用	468.99	605.15	689.16	810.11	958.40
流动资产合计	7,847.91	8,713.98	11,262.94	10,829.64	14,681.10	研发费用	48.26	98.90	125.94	158.89	198.39
长期股权投资	67.66	98.77	98.77	98.77	98.77	财务费用	93.79	62.90	56.57	106.23	110.85
固定资产	660.02	627.13	623.19	626.26	626.32	资产/信用减值损失	(96.65)	(43.89)	(43.89)	(38.46)	(42.08)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	(8.46)	5.97	80.00	70.00	60.00
无形资产	30.45	27.35	29.17	31.70	33.92	投资净收益	44.91	4.97	4.97	4.97	4.97
其他	9,208.96	9,136.83	9,167.88	9,063.11	9,050.58	其他	8.23	(29.49)	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	9,967.09	9,890.08	9,919.02	9,819.83	9,809.59	营业利润	824.77	915.26	1,082.48	1,308.19	1,590.16
资产总计	17,815.00	18,604.06	21,181.96	20,649.47	24,490.69	营业外收入	11.98	14.60	12.82	13.13	13.52
短期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00	营业外支出	15.17	1.45	5.00	5.00	5.00
应付票据及应付账款	1,703.73	2,155.10	2,370.67	2,924.50	3,240.39	利润总额	821.58	928.41	1,090.30	1,316.33	1,598.68
其他	2,931.23	4,429.59	6,271.29	4,454.48	6,921.24	所得税	252.81	189.75	279.17	337.05	409.34
流动负债合计	4,634.95	6,584.68	8,741.96	7,478.97	10,261.63	净利润	568.77	738.65	811.13	979.28	1,189.34
长期借款	742.50	341.10	820.00	900.00	980.00	少数股东损益	(24.74)	2.93	(46.67)	(31.69)	(34.07)
应付债券	1,500.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	593.51	735.73	857.79	1,010.97	1,223.41
其他	846.63	876.15	1,061.15	927.98	955.09	每股收益(元)	0.56	0.69	0.81	0.95	1.15
非流动负债合计	3,089.13	1,217.25	1,881.15	1,827.98	1,935.09						
负债合计	8,503.85	8,693.68	10,623.11	9,306.95	12,196.72	主要财务比率					
少数股东权益	161.31	151.02	113.68	88.33	61.08		2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1,060.35	1,060.35	1,060.35	1,060.35	1,060.35	成长能力					
资本公积	3,067.98	3,068.90	3,068.90	3,068.90	3,068.90	营业收入	22.97%	19.99%	18.02%	17.55%	16.89%
留存收益	5,021.57	5,630.06	6,316.29	7,125.07	8,103.79	营业利润	10.76%	10.97%	18.27%	20.85%	21.55%
其他	(0.05)	0.05	(0.38)	(0.13)	(0.15)	归属于母公司净利润	15.72%	23.96%	16.59%	17.86%	21.01%
股东权益合计	9,311.15	9,910.37	10,558.85	11,342.52	12,293.97	获利能力					
负债和股东权益总计	17,815.00	18,604.06	21,181.96	20,649.47	24,490.69	毛利率	11.84%	11.56%	11.66%	12.07%	12.42%
						净利率	4.56%	4.71%	4.65%	4.66%	4.83%
						ROE	6.49%	7.54%	8.21%	8.98%	10.00%
						ROIC	48.33%	30.49%	50.11%	48.74%	117.66%
						偿债能力					
						资产负债率	47.73%	46.73%	50.15%	45.07%	49.80%
						净负债率	-7.98%	-22.97%	-22.98%	-38.77%	-34.46%
						流动比率	1.45	1.17	1.29	1.45	1.43
						速动比率	1.23	1.02	0.97	1.28	1.11
						营运能力					
						应收账款周转率	6.68	6.68	6.99	7.66	7.66
						存货周转率	10.20	13.70	9.54	10.92	11.22
						总资产周转率	0.75	0.86	0.93	1.04	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	0.69	0.81	0.95	1.15
						每股经营现金流	0.94	1.71	0.47	2.27	0.29
						每股净资产	8.63	9.20	9.85	10.61	11.54
						估值比率					
						市盈率	19.56	15.78	13.54	11.48	9.49
						市净率	1.27	1.19	1.11	1.03	0.95
						EV/EBITDA	9.11	4.27	2.68	0.95	0.87
						EV/EBIT	9.52	4.50	2.81	0.99	0.91

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	568.77	738.65	857.79	1,010.97	1,223.41
折旧摊销	89.90	96.22	57.12	60.42	63.72
财务费用	117.13	94.85	56.57	106.23	110.85
投资损失	(44.91)	(13.68)	(4.97)	(4.97)	(4.97)
营运资金变动	(308.25)	1,019.32	(501.08)	1,193.75	(1,111.01)
其它	572.47	(118.94)	33.33	38.31	25.93
经营活动现金流	995.10	1,816.42	498.76	2,404.70	307.91
资本支出	1,405.42	21.48	(130.00)	199.18	38.88
长期投资	17.60	31.11	0.00	0.00	0.00
其他	(799.00)	(91.90)	(0.02)	(330.20)	(159.91)
投资活动现金流	624.02	(39.31)	(130.03)	(131.03)	(121.03)
债权融资	(197.37)	(415.50)	(502.92)	(531.04)	(30.85)
股权融资	(125.82)	1.03	(162.65)	(195.61)	(237.89)
其他	(195.55)	(180.39)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(518.74)	(594.86)	(665.57)	(726.65)	(268.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,100.39	1,182.24	(296.84)	1,547.03	(81.85)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com