

招商积余 (001914.SZ)

归母净利润增长 3.8%，各项业务发展稳定

优于大市

核心观点

归母净利润增长 3.8%。2024 上半年公司实现营业收入 78.4 亿元，同比增长 12.3%；实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 3.8%。分板块看，由于市场新拓物业管理项目、母公司交付项目增加以及原有物业管理项目延伸业务增长，公司物业管理业务实现收入 75.4 亿元，同比增长 12.7%；由于在管商业运营项目增加，资产管理业务实现收入 2.9 亿元，同比增长 2.6%。2024 上半年公司整体毛利率下降 0.7pct 至 12.6%，其中物业管理业务毛利率下降 0.7pct 至 10.9%。

市拓放缓，持续深耕非住业务。上半年公司市场拓展较前期有所放缓，新签年度合同额达 18.9 亿元。其中第三方项目新签年度合同额为 17.4 亿元，千万级项目贡献新签年度合同额占比超 50%。截至 2024 上半年末，公司在管项目 2209 个，管理面积达 3.85 亿平方米，其中来自第三方项目的管理面积为 2.57 亿平方米，占比 67%。公司深耕非住宅业态，上半年第三方项目中非住宅业态新签年度合同额达 15.7 亿元，占比 90%，当前非住宅业态管理面积增至 2.52 亿平方米，占比 66%。

资产管理业务经营稳定。在商业运营方面，截至 2024 上半年末，招商商管在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 397 万平方米，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 58 个，第三方品牌输出项目 9 个。上半年，公司集中商业销售额同比提升 26.7%，同店同比提升 6.9%；客流同比提升 37.7%，同店同比提升 15.4%。持有物业出租及经营业务方面，截至目前公司总可出租面积为 46.9 万平方米，总体出租率为 94%。

风险提示：地产开发超预期下行；公司在管面积增长不及预期；毛利率下行超预期。

投资建议：考虑到外拓竞争格局加剧等因素，我们下调公司 24-25 年营业收入预测至 172/188 亿元（原值为 191/229 亿元），由于行业盈利能力普遍承压，同时下调公司 24-25 年归母净利润预测至 8.0/8.6 亿元（原值为 8.5/10.2 亿元），对应 EPS 分别为 0.76/0.81 元，对应 PE 分别为 11.6/10.8X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,024	15,627	17,174	18,822	20,554
(+/-%)	23.0%	20.0%	9.9%	9.6%	9.2%
净利润(百万元)	594	736	803	860	935
(+/-%)	15.7%	24.0%	9.2%	7.0%	8.8%
每股收益(元)	0.56	0.69	0.76	0.81	0.88
EBIT Margin	6.7%	5.9%	7.1%	6.9%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	6.5%	7.5%	7.9%	8.1%	8.5%
市盈率 (PE)	15.7	12.7	11.6	10.8	10.0
EV/EBITDA	19.5	18.5	14.0	14.0	13.3
市净率 (PB)	1.02	0.96	0.92	0.88	0.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

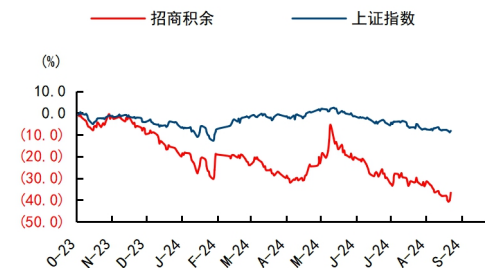
wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.79 元
总市值/流通市值	9320/9320 百万元
52 周最高价/最低价	16.06/8.16 元
近 3 个月日均成交额	80.72 百万元

市场走势



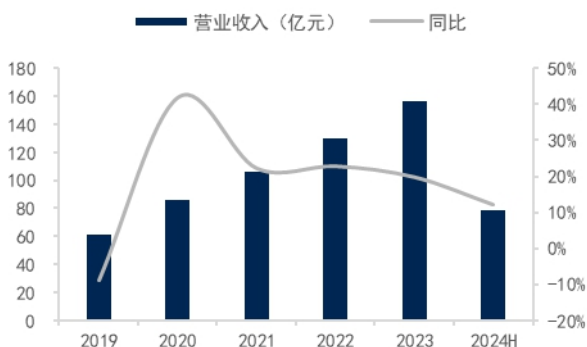
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商积余 (001914.SZ) -业绩表现稳健，深耕非住优势》——2024-03-18
- 《招商积余 (001914.SZ) -业绩持续提升，市拓表现强劲》——2023-08-28
- 《招商积余 (001914.SZ) -业绩稳健增长，轻重分离持续推进》——2023-03-21
- 《招商积余 (001914.SZ) -拟出售部分资产，轻重分离稳步推进》——2022-12-05
- 《招商积余 (001914.SZ) -业绩稳增，重资产剥离与轻资产收购顺利推进》——2022-10-27

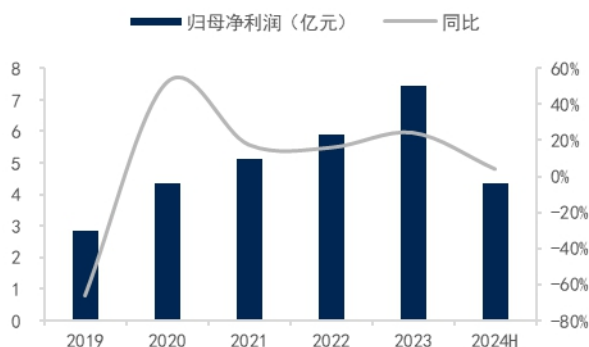
归母净利润增长 3.8%。2024 上半年公司实现营业收入 78.4 亿元,同比增长 12.3%;实现归母净利润 4.4 亿元,同比增长 3.8%。分板块看,由于市场新拓物业管理项目、母公司交付项目增加以及原有物业管理项目延伸业务增长,公司物业管理业务实现收入 75.4 亿元,同比增长 12.7%;由于在管商业运营项目增加,资产管理业务实现收入 2.9 亿元,同比增长 2.6%。2024 上半年公司整体毛利率下降 0.7pct 至 12.6%,其中物业管理业务毛利率下降 0.7pct 至 10.9%。

图1: 公司营业收入及增速



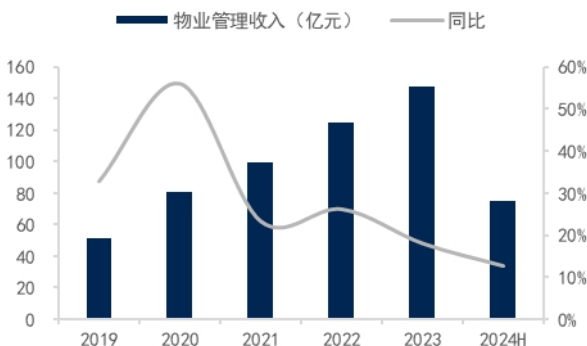
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速



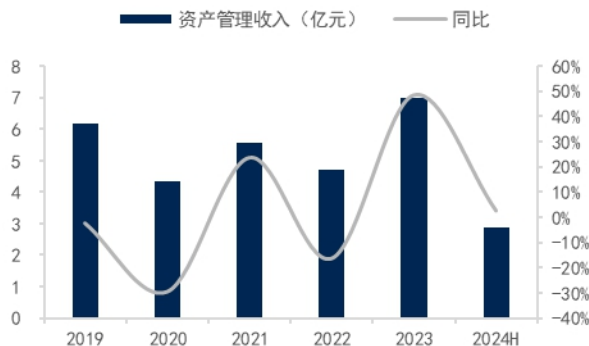
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 公司物业管理收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 公司资产管理收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

市拓放缓,持续深耕非住业务。上半年公司市场拓展较前期有所放缓,新签年度合同额达 18.9 亿元。其中第三方项目新签年度合同额为 17.4 亿元,千万级项目贡献新签年度合同额占比超 50%。截至 2024 上半年末,公司在管项目 2209 个,管理面积达 3.85 亿平方米,其中来自第三方项目的管理面积为 2.57 亿平方米,占比 67%。公司深耕非住宅业态,上半年第三方项目中非住宅业态新签年度合同额达 15.7 亿元,占比 90%,当前非住宅业态管理面积增至 2.52 亿平方米,占比 66%。

资产管理业务经营稳定。在商业运营方面,截至 2024 上半年末,招商商管在管商业项目 70 个(含筹备项目),管理面积 397 万平方米,其中自持项目 3 个,受托管理招商蛇口项目 58 个,第三方品牌输出项目 9 个。上半年,公司集中商业销售

额同比提升 26.7%，同店同比提升 6.9%；客流同比提升 37.7%，同店同比提升 15.4%。持有物业出租及经营业务方面，截至目前公司总可出租面积为 46.9 万平方米，总体出租率为 94%。

风险提示：地产开发超预期下行；公司在管面积增长不及预期；毛利率下行超预期。

投资建议：考虑到外拓竞争格局加剧等因素，我们下调公司 24-25 年营业收入预测至 172/188 亿元（原值为 191/229 亿元），由于行业盈利能力普遍承压，同时下调公司 24-25 年归母净利润预测至 8.0/8.6 亿元（原值为 8.5/10.2 亿元），对应 EPS 分别为 0.76/0.81 元，对应 PE 分别为 11.6/10.8X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3167	4348	2847	3658	4210	营业收入	13024	15627	17174	18822	20554
应收款项	3283	2319	2823	3094	3379	营业成本	11482	13821	15044	16526	18046
存货净额	1164	1117	2479	2724	2976	营业税金及附加	87	92	103	113	123
其他流动资产	233	931	1030	1129	1233	销售费用	71	94	103	113	123
流动资产合计	7848	8714	9180	10605	11798	管理费用	469	605	621	690	743
固定资产	660	627	598	583	550	研发费用	48	99	78	91	108
无形资产及其他	30	27	25	22	19	财务费用	94	63	(17)	(25)	(35)
投资性房地产	9209	9137	9137	9137	9137	投资收益	45	5	0	0	0
长期股权投资	68	99	99	99	99	资产减值及公允价值变动	61	6	0	15	0
资产总计	17815	18604	19039	20446	21602	其他收入	(102)	(47)	(78)	(91)	(108)
短期借款及交易性金融负债	181	1730	700	1000	1000	营业利润	825	915	1242	1329	1446
应付款项	1704	2155	2066	2270	2480	营业外净收支	(3)	13	0	0	0
其他流动负债	3530	3591	4741	5212	5690	利润总额	822	928	1242	1329	1446
流动负债合计	5415	7476	7508	8482	9169	所得税费用	253	190	435	465	506
长期借款及应付债券	2242	341	341	341	341	少数股东损益	(25)	3	4	4	5
其他长期负债	847	876	876	876	876	归属于母公司净利润	594	736	803	860	935
长期负债合计	3089	1217	1217	1217	1217	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8504	8694	8725	9700	10387	净利润	594	736	803	860	935
少数股东权益	161	151	153	155	157	资产减值准备	(41)	(69)	0	0	0
股东权益	9150	9759	10161	10591	11059	折旧摊销	46	56	66	68	71
负债和股东权益总计	17815	18604	19039	20446	21602	公允价值变动损失	(61)	(6)	0	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	94	63	(17)	(25)	(35)
每股收益	0.56	0.69	0.76	0.81	0.88	营运资本变动	555	860	(905)	60	47
每股红利	0.29	0.24	0.38	0.41	0.44	其它	29	71	2	2	2
每股净资产	8.63	9.20	9.58	9.99	10.43	经营活动现金流	1122	1647	(34)	975	1055
ROIC	6%	7%	8%	9%	10%	资本开支	0	43	(35)	(35)	(35)
ROE	6%	8%	8%	8%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	12%	12%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(18)	12	(35)	(35)	(35)
EBIT Margin	7%	6%	7%	7%	7%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	8%	7%	7%	负债净变化	118	(401)	0	0	0
收入增长	23%	20%	10%	10%	9%	支付股利、利息	(306)	(259)	(402)	(430)	(468)
净利润增长率	16%	24%	9%	7%	9%	其它融资现金流	378	838	(1030)	300	0
资产负债率	49%	48%	47%	48%	49%	融资活动现金流	2	(479)	(1432)	(130)	(468)
息率	3.3%	2.8%	4.3%	4.6%	5.0%	现金净变动	1107	1180	(1500)	810	553
P/E	15.7	12.7	11.6	10.8	10.0	货币资金的期初余额	2060	3167	4348	2847	3658
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金的期末余额	3167	4348	2847	3658	4210
EV/EBITDA	19.5	18.5	14.0	14.0	13.3	企业自由现金流	0	1688	(78)	931	1000
						权益自由现金流	0	2124	(1097)	1248	1023

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032