

买入

2024年9月11日

上半年业绩承压，维持高派息

► **2024H1 归母净利润同比下降 8.1%，业绩承压：**2024 年上半年公司营业收入为 3.14 亿元，同比增长 8.8%；毛利 1.62 亿元，同比下降 1.6%；归母净利润为 0.89 亿元，同比下降 8.1%。毛利率为 51.6%，同比下降 5.5 个百分点，主要由于期内毛利率较低的整租模式项目的收入占比提升。期内公司新开业整租模式项目增加，公司对新项目进行稳商帮扶政策，导致整租模式毛利率有所下降。而品牌及输出管理模式毛利率提升 0.8 个百分点至 75.2%，委托管理模式毛利率微降 0.4 个百分点至 57.9%，相对稳定。公司在存款利率下行的大环境下，仍实现了现金收益 1755 万元，期末在手现金 14.66 亿元，较 2023 年底增长 3.9%，在手现金充足。公司宣派中期股息每股 0.048 港元，派息率 50%。

► **在营项目表现稳健：**截至 2024 年中期已开业零售商业项目数量 29 个，面积达 177 万平方。2024 年上半年公司在营项目的累计同店销售额同比上升 8%，累计同店客流同比上升 16%。整体出租率为 92.5%，较 2023 年底微降 0.3 个百分点至 92.5%，收缴率同比下降 0.3 个百分点至 99.5%，但仍处于行业高位水平。公司持续深化精细化运营，期内高端会员增长 58%，会员销售占比提升至 35%，不断提升会员粘性。

► **坚持高质量开业，项目储备充足：**公司通过保开业及稳经营机制，从项目筹开到后期稳步经营制定专项工作机制，助力项目入市后得以迅速站稳脚跟。期内新开广州荔湾区健康港及上海浦东两座购物中心，公司存量项目持续深耕，并注重业绩转化。公司多品牌体系和灵活的合作模式使其运营能力获得市场认可，且多个第三方项目表现持续向好，出租率稳中有升。截止目前，公司的合约面积约 277 万方共 17 个项目（不含 8 个咨询服务项目），覆盖全国 21 个城市，第三方面积占比为 44.2%，未来发展具备确定性。

► **目标价 1.75 港元，买入评级：**公司聚焦大湾区、长三角区域，并进行全国布局，坚守自身能力圈，重质不重量，打造公司独有的发展模式。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。公司坚持精细化运营，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 2024 年至 2026 年，公司将实现归母净利润分别约 1.57 亿元、1.98 亿元、2.36 亿元，给予 2024 年 10 倍市盈率，对应目标价 1.75 港元，较现价有 55% 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	1.12 港元
目标价	1.75 港元 (+55%)
股票代码	6668
已发行股本	10.15 亿股
总市值	11.00 亿港元
52 周高/低	1.39 港元/0.96 港元
每股净资产	1.25 元人民币
主要股东	HUANG CHU-LONG 59.24% HUANG DE-LIN 14.72%

盈利摘要

年结日：31/12	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(千元)	561,854	635,006	686,402	804,946	937,817
变动(%)	-1.8%	13.0%	8.1%	17.3%	16.5%
归母净利润(千元)	154,275	171,097	156,757	197,662	235,677
变动(%)	-16.6%	10.9%	-8.4%	26.1%	19.2%
每股盈利(元)	0.15	0.17	0.15	0.20	0.23
变动(%)	-18.0%	11.1%	-8.1%	26.1%	19.2%
市盈率@1.12港元	6.7	6.0	6.5	5.2	4.3
每股股息(元)	0.00	0.117	0.077	0.10	0.12
息率(%)	0.0%	11.6%	7.7%	9.7%	11.5%

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>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	561,854	635,006	686,402	804,946	937,817	增长率 (%)					
委托管理服务	381,690	406,378	437,982	490,722	570,812	收入	-1.8%	13.0%	8.1%	17.3%	16.5%
品牌及管理输出服务	137,900	145,026	123,007	160,942	185,853	毛利	-5.3%	6.6%	0.0%	18.0%	17.0%
整租服务	42,250	83,609	125,413	153,282	181,152	税前利润	-17.5%	14.6%	-2.5%	26.1%	19.2%
服务成本	-248,815	-301,451	-352,877	-411,480	-477,336	归母净利润	-16.6%	10.9%	-8.4%	26.1%	19.2%
毛利	313,039	333,555	333,525	393,466	460,480	盈利分析 (%)					
销售开支	-11,972	-20,181	-23,200	-23,100	-23,520	综合毛利率	55.7%	52.5%	48.6%	48.9%	49.1%
行政开支	-82,595	-75,805	-75,400	-85,140	-94,080	委托管理服务毛利率	53.9%	53.6%	53.2%	53.2%	53.2%
其他收入及开支	15,473	3,076	1,538	1,538	1,538	品牌及管理输出服务毛利率	73.3%	75.8%	75.6%	75.6%	75.6%
上市开支	-	-	-	-	-	整租服务毛利率	14.7%	7.1%	6.0%	7.0%	9.0%
税前利润	208,345	238,829	232,853	293,615	350,085	费用率	24.8%	23.6%	22.5%	22.1%	20.6%
税项	-59,463	-76,524	-74,513	-93,957	-112,027	净利润率	26.5%	25.6%	23.1%	24.8%	25.4%
净利润	148,882	162,305	158,340	199,659	238,058	回报率 (%)					
少数股东权益	-5,393	-8,792	1,583	1,997	2,381	ROA	11%	9%	8%	10%	11%
归属股东利润	154,275	171,097	156,757	197,662	235,677	ROE	13%	13%	12%	14%	16%
派息	90,857	118,967	78,378	98,831	117,839	派息率	59%	70%	50%	50%	50%
未分配利润	63,418	52,131	78,378	98,831	117,839	偿付能力					
每股盈利 (元)	0.15	0.17	0.15	0.20	0.23	流动比率(倍)	4.5	4.0	4.1	4.1	4.2
						资产负债率	45%	45%	45%	43%	42%

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>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	482,835	546,914	641,116	729,639	836,491	年内利润	148,882	162,305	158,340	199,659	238,058
受限制现金	-	-	-	-	-	折旧及摊销	27,355	46,537	48,864	51,307	53,872
贸易及其他应收款	46,300	28,198	29,608	31,088	32,643	融资成本	23,342	38,285	38,285	38,285	38,285
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	21,136	21,136	21,136	21,136	营运资金变动	-27,861	78,570	13,682	14,368	15,087
物业及设备	4,501	1,578	1,610	1,642	1,675	支付税项	-75,139	-70,826	-21,783	-4,257	-3,484
投资物业	767,451	791,383	830,952	872,500	916,125	经营活动现金流净额	161,927	299,342	268,804	352,585	414,291
递延税项资产	21,600	31,566	32,197	32,841	33,498	固定资产投资	-706,033	-18,389	-39,601	-41,580	-43,658
总资产	2,141,857	2,324,646	2,435,522	2,568,375	2,721,777	合营联营公司投资	-	-	-	-	-
贸易及其他应付款项	208,054	286,984	301,333	316,400	332,220	其他	701,817	-134,207	-49,144	-118,732	-140,846
租赁负债	690,531	695,407	709,315	723,501	737,971	投资活动现金流	-4,216	-152,596	-88,745	-160,312	-184,503
合约负债	19,090	15,576	16,355	17,173	18,031	借贷变化	-	-	-	-	-
应付税项	31,321	27,181	27,725	28,279	28,845	已付股息	-90,857	-118,967	-78,378	-98,831	-117,839
递延税项负债	6,123	25,927	27,223	28,585	30,014	其他	-27,315	33,247	-3,866	-3,879	-3,891
总负债	961,154	1,052,976	1,083,890	1,115,915	1,149,098	融资活动现金流	-118,172	-85,720	-82,244	-102,709	-121,730
控股股东权益	1,154,397	1,256,765	1,335,143	1,433,974	1,551,813	现金变动	39,539	61,026	97,815	89,563	108,058
少数股东权益	26,306	14,905	16,488	18,485	20,866	初期现金	446,349	485,888	546,914	644,729	734,292
权益合计	1,180,703	1,271,670	1,351,632	1,452,459	1,572,679	末期现金	485,888	546,914	644,729	734,292	842,350

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。