

招商积余 (001914.SZ)

央企物管旗舰规模壮大，降本增效助力盈利修复

2024年11月27日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

日期	2024/11/27
当前股价(元)	10.86
一年最高最低(元)	13.76/8.16
总市值(亿元)	115.15
流通市值(亿元)	115.15
总股本(亿股)	10.60
流通股本(亿股)	10.60
近3个月换手率(%)	65.45

股价走势图



数据来源：聚源

● 物管规模持续扩张，非住赛道拓展稳健，维持“买入”评级

招商积余背靠招商局集团，关联方市占率和布局能级提升，非住赛道拓展稳健，坚持“大物管”、“大资管”战略。伴随资产结构调整及一系列降本增效措施，盈利能力底部回升趋势明显，未来业绩有望持续释放。我们新增盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为8.44、9.20、10.83亿元，EPS分别为0.80、0.87、1.02元，当前股价对应PE为13.6、12.5、10.6倍，维持“买入”评级。

● 物管业态多元化，非住地位市场领先

公司近年来在管规模稳步增长，截至2024年上半年末，公司在管面积3.85亿平，同比增长16.5%；其中第三方在管面积同比增长17.1%，占比67%；非住业态面积同比增长26.8%，占比66%，为头部房企最高。公司新签规模保持增长，上半年新签第三方合同额17.40亿元，同比增长5.5%，占比92%；新签非住业态合同额16.22亿元，占比86%；来自招商蛇口的新签年度合同额达1.53亿元。公司2024H1物管收入63.6亿元，同比增长15.9%；毛利率11.0%，同比提升0.4pct。

● 增值业务不断壮大，商业运营规模提升

平台增值服务：围绕客户生活和办公需求设有五大条线，2024H1实现营业收入2.56亿元，同比增长4.0%；毛利率9.9%，较2023全年8.5%提升。**专业增值业务：**下设八大业务条线，受开发商增值业务和服务质量提升影响，2024年上半年实现收入9.23亿元，同比下降3.4%；毛利率11.1%，较2023全年下降6.7pct。**资产管理业务：**在管商业面积397万方，总可租面积为46.9万方，出租率94%，上半年收入2.89亿元，同比增长2.6%，毛利率较2023全年提升2.0pct至52.7%。

● 降本提效成果显著，有息负债持续压降

公司通过科技替岗、集采降低费用、项目拉片式管理、行政降本等举措，2024H1公司管理费率降至1.9%，保持在行业最低水位线。截至2024年上半年末，公司资产负债率45.3%，有息负债总额14.3亿元，均为近五年最低值，其中银行贷款占比83%，2024H1财务费率降至0.4%。截至2024年上半年末，公司在手现金22.3亿元，同比下降9.4%。

● 风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,024	15,627	17,353	19,356	21,258
YOY(%)	23.0	20.0	11.0	11.5	9.8
归母净利润(百万元)	594	736	844	920	1,083
YOY(%)	15.7	24.0	14.8	9.0	17.7
毛利率(%)	11.8	11.6	11.9	12.0	12.8
净利率(%)	4.6	4.7	4.9	4.8	5.1
ROE(%)	6.1	7.5	7.8	8.1	8.8
EPS(摊薄/元)	0.56	0.69	0.80	0.87	1.02
P/E(倍)	19.4	15.7	13.6	12.5	10.6
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 央企物管旗舰，物业服务与资产管理并重.....	4
1.1、 百年招商焕然一新，背靠央企资源充裕.....	4
1.2、 明确“12347”发展战略，大物业+大资管为核心主业.....	5
1.3、 营收保持增长，基础物管收入占比最高.....	5
2、 物管业态多元化，非住地位市场领先.....	7
2.1、 管理规模进中提质，非住业态占比稳步提升.....	7
2.2、 新签规模保持增长，第三方项目占比超9成.....	9
2.3、 物管收入保持增长，在管单方收费较高.....	9
2.4、 关联方市占率提升，业务增量稳定.....	11
3、 增值业务不断壮大，商业运营规模提升.....	12
3.1、 平台增值厚植“沃土”，做深做实服务.....	13
3.2、 专业增值稳健发展，打造持续增长动力.....	14
3.3、 持有物业出租稳定，商业运营规模提升.....	15
4、 降本提效成果显著，有息负债持续压降.....	17
4.1、 管费持续压降，保持行业较低水平.....	17
4.2、 负债结构优化，财务费用不断压降.....	18
4.3、 坚持有现金流保障的利润，分红比例保持稳定.....	19
5、 盈利预测与投资建议.....	20
3、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 公司自创立以来逐步发展为以品质著称的龙头企业.....	4
图 2： 招商蛇口为公司第一大股东（截至 2024Q3）.....	4
图 3： 公司打造“沃土云林”综合性云科技平台型商业模式.....	5
图 4： 2024 年前三季度公司收入同比增长 12.0%.....	6
图 5： 2024 年前三季度公司归母净利润同比增长 4.2%.....	6
图 6： 2024 年前三季度公司扣非归母净利润同比增长 10.2%.....	6
图 7： 2024 年前三季度公司毛利率和净利率同比有所下滑.....	6
图 8： 2024H1 公司物管业务占比提升.....	6
图 9： 2024H1 公司基础物管占比达 81%.....	6
图 10： 2024H1 公司基础物管毛利率较 2023 年提升.....	7
图 11： 2024H1 公司持有物业经营毛利率较 2023 年提升.....	7
图 12： 2024H1 公司在管面积同比增长 16.5%.....	7
图 13： 2024H1 公司在管规模处于头部物企第二梯队.....	7
图 14： 2024H1 公司第三方在管面积占比 67%.....	8
图 15： 2024H1 公司第三方在管比例处于头部较高水平.....	8
图 16： 2024H1 公司非住业态在管面积占比 66%.....	8
图 17： 2024H1 公司非住在管比例处于头部最高水平.....	8
图 18： 公司非住业态中城市空间及其他业态占比最高.....	8
图 19： 2024H1 办公业态收入占非住业态比例为 44%.....	8

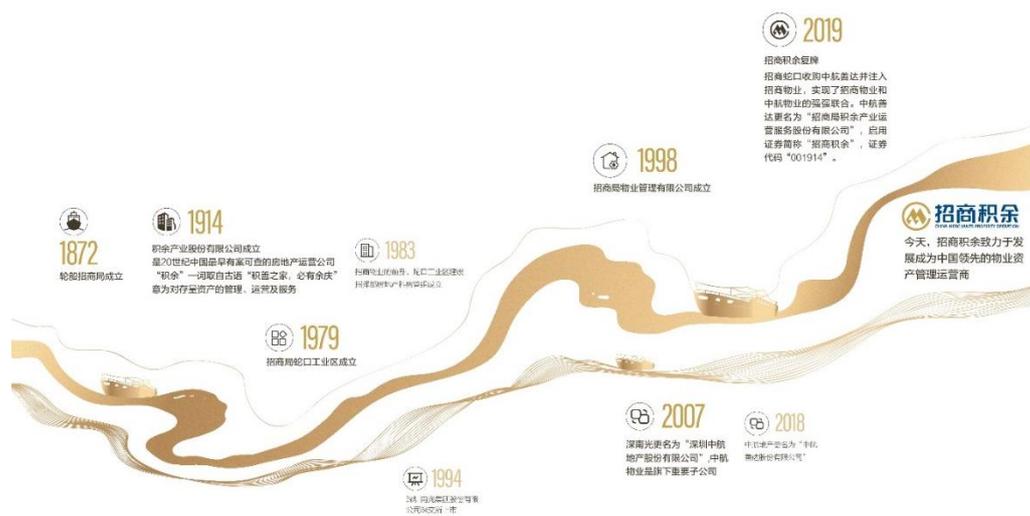
图 20: 2024H1 公司新签合同额同比增长 0.3%	9
图 21: 2024H1 公司新签第三方合同额占比 92%	9
图 22: 2024H1 公司新签非住合同额占比 86%	9
图 23: 2024H1 公司新拓多业态非住项目	9
图 24: 2024H1 物管收入同比增长 15.9%	10
图 25: 2024H1 公司物管毛利率提升至 11.0%	10
图 26: 公司 2024H1 物管毛利率处于头部房企较低水平	10
图 27: 公司 2023 年在管面积单方收入保持增长	11
图 28: 公司 2023 年在管面积单方收入为头部物企第一	11
图 29: 招商蛇口 2023 年销售金额同比增长 0.4%	12
图 30: 招商蛇口销售均价自 2020 年来超 2 万元/平	12
图 31: 招商蛇口 2023 年销售市占率达 2.5%	12
图 32: 招商蛇口竣工面积逐年提升	12
图 33: 招商蛇口 2020-2023 年拿地金额均超千亿	12
图 34: 招商蛇口拿地均价逐年提升	12
图 35: 公司增值业务服务住宅和非住多种业态	13
图 36: 公司 2024H1 平台增值服务收入同比增长 4.0%	14
图 37: 公司 2024H1 平台增值服务毛利率同比提升	14
图 38: 公司专业增值业务下设八大业务条线	14
图 39: 公司 2024H1 专业增值服务收入同比下降 3.4%	15
图 40: 公司 2024H1 专业增值服务毛利率同比下降	15
图 41: 公司 2024H1 资产管理收入同比增长 2.6%	16
图 42: 公司 2024H1 商业运营毛利率较 2023 年下降	16
图 43: 公司商业运营包含较多受托管理品牌	16
图 44: 公司持有物业中购物中心业态占比最大	17
图 45: 2024H1 公司期间费率压降至 4.1%	17
图 46: 2024H1 公司期间费率压降至 1.9%	17
图 47: 公司管费水平保持在行业最低水位线	18
图 48: 公司运用多种降本增效措施提升盈利水平	18
图 49: 公司有息负债规模逐年压降	19
图 50: 公司 2024H1 财务费率降至 0.4%	19
图 51: 公司 2024H1 在手现金同比下降 9.4%	19
图 52: 公司 2018 年以来经营性净现金流可覆盖归母净利润超过 1 倍	19
图 53: 公司 2023 年分红比例 24.5%	20
图 54: 公司 2023 年股息率 1.42%	20
图 55: 公司分红比例在头部物企中处于较低水平	20
表 1: 公司 2024 年上半年平台增值业务五大条线齐发展	13
表 2: 公司 2024 年上半年专业增值业务多条线有所突破	15
表 3: 公司资产管理业务分为两大板块	15
表 4: 我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长	21
表 5: 公司 2024 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值	22

1、央企物管旗舰，物业服务与资产管理并重

1.1、百年招商焕然一新，背靠央企资源充裕

招商积余是招商局集团旗下从事物业资产管理与服务的平台企业，招商局物业成立于1998年，中航善达原为中国航空工业集团旗下中航国际的上市公司，聚焦资产管理业务。2019年招商蛇口收购中航善达并注入招商物业，启用“招商积余”名称。

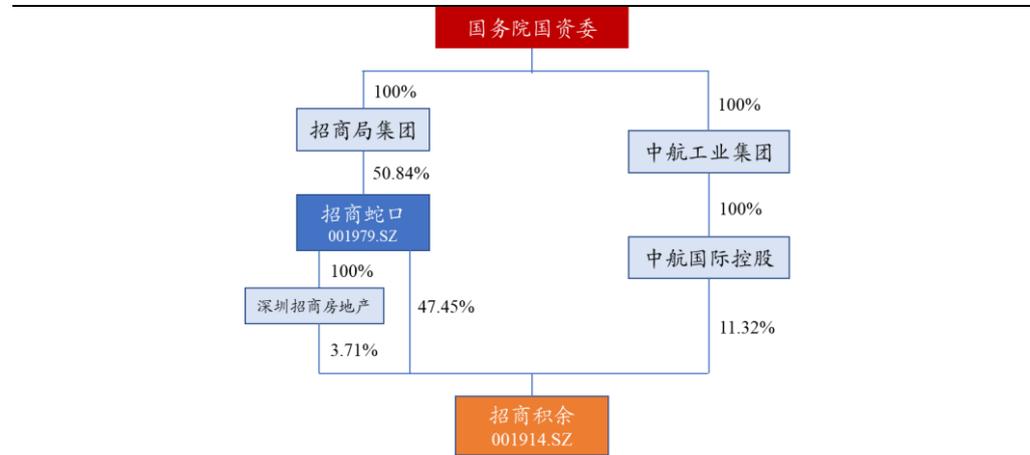
图1：公司自创立以来逐步发展为以品质著称的龙头企业



资料来源：公司官网

公司实际控制人为招商局集团，控股股东为招商蛇口。截至2024Q3，招商蛇口直接持有公司47.45%股权，并通过深圳招商地产间接持有3.71%股权，累计持股比例达51.16%，为公司第一大股东；第二大股东为中航国际，持股比例为11.32%。公司实际控制人为招商局集团，招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，是具备百年历史之久的综合型驻港央企。

图2：招商蛇口为公司第一大股东（截至2024Q3）



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、明确“12347”发展战略，大物业+大资管为核心主业

公司打造“沃土云林”综合性云科技平台型商业模式，发展物业管理及资产管理两项核心业务，为客户提供全业态、全价值链、全场景的综合解决方案。公司物业管理业务服务业态多元，以“机构+住宅+城市服务”并驾齐驱，涵盖住宅、办公、商业、园区、政府、学校、医院、场馆、交通、城市空间等细分业态。基础物业服务已进入全国逾 150 个城市，管理面积达 3.74 亿平。招商积余资产管理业务主要为商业运营，以及持有物业出租及经营。在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 397 万方。

图3：公司打造“沃土云林”综合性云科技平台型商业模式



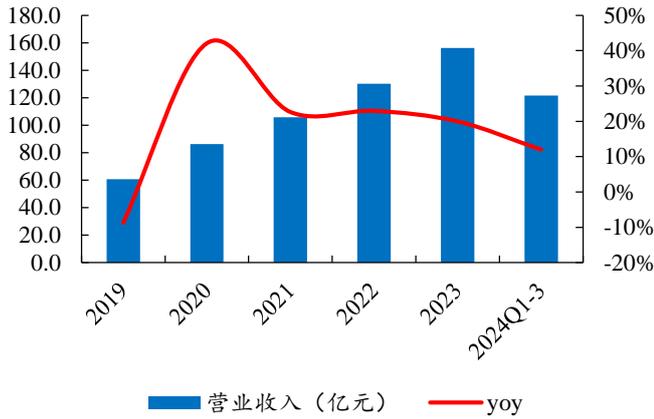
资料来源：公司 2023 年业绩会报告

1.3、营收保持增长，基础物管收入占比最高

2024 年前三季度公司实现营业收入 121.6 亿元，同比增长 12.0%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 4.2%；实现扣非归母净利润 5.9 亿元，同比增长 10.2%；销售毛利率和净利率分别下降 1.4pct 和 0.5pct 至 12.7% 和 5.8%。

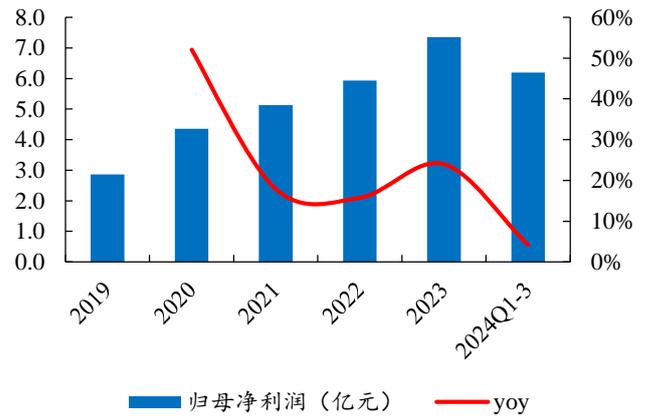
从收入构成来看，2024 上半年物业管理收入 75.4 亿元，同比增长 12.7%；资产管理收入 2.9 亿元，同比增长 2.6%。业务细分来看，物业管理、专业增值、平台增值、持有物业出租运营、商业运营收入占比分别为 81%、12%、3%、3%、1%。盈利能力细拆后，物业管理毛利率 10.9%，较 2023 全年提升 0.9pct，其中基础物管和平台增值服务毛利率提升，专业增值业务毛利率大幅下滑；资产管理毛利率 52.7%，较 2023 全年提升 2.0pct。

图4：2024 年前三季度公司收入同比增长 12.0%



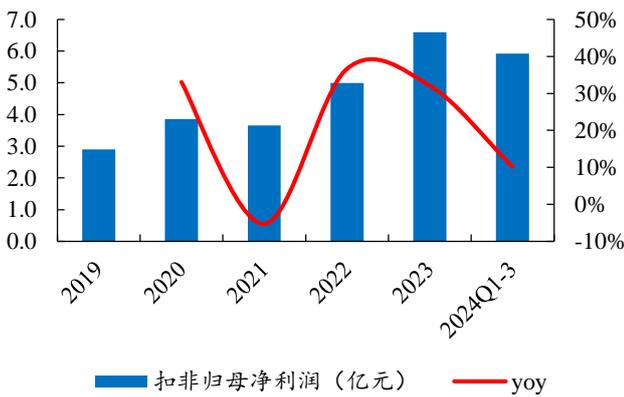
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年前三季度公司归母净利润同比增长 4.2%



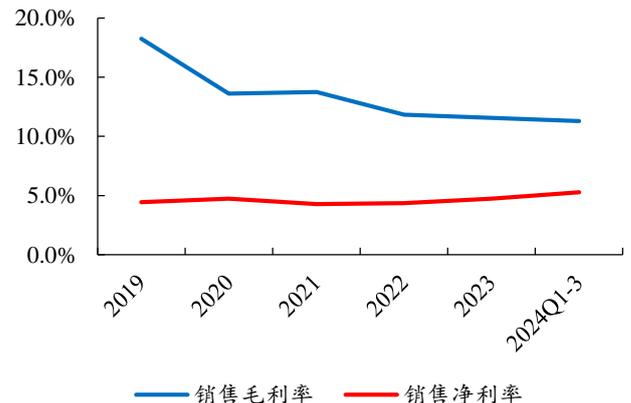
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年前三季度公司扣非归母净利润同比增长 10.2%



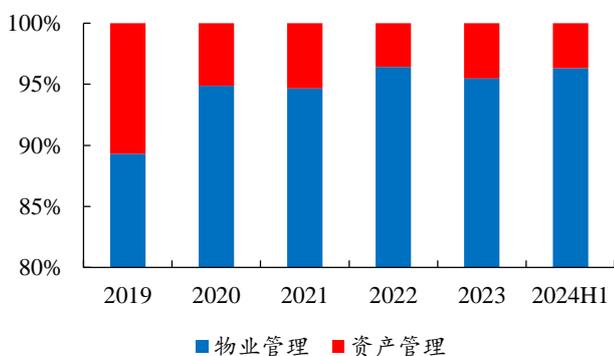
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024 年前三季度公司毛利率和净利率同比有所下滑



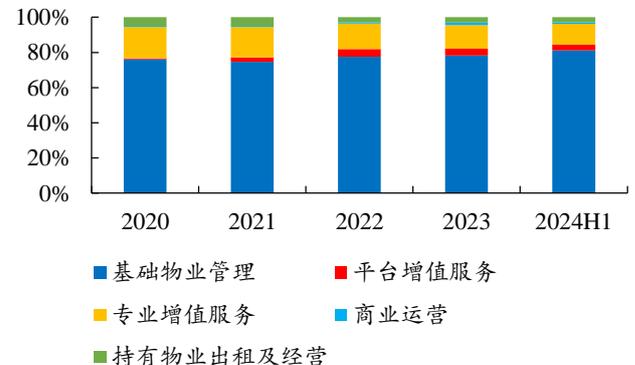
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024H1 公司物管业务占比提升



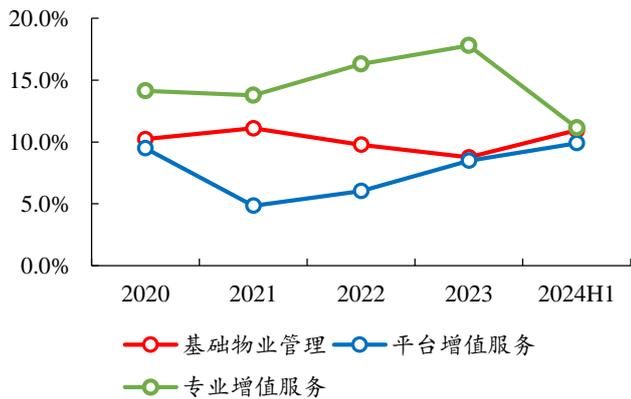
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024H1 公司基础物管占比达 81%



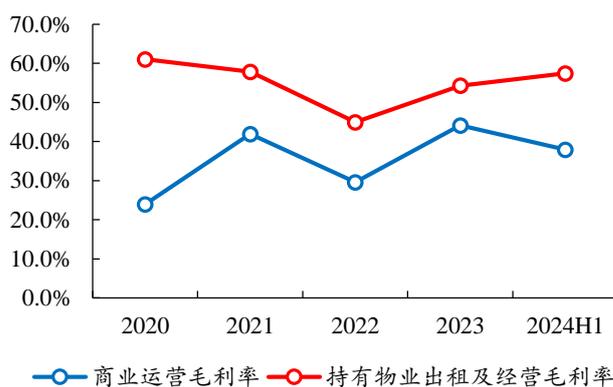
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 2024H1 公司基础物管毛利率较 2023 年提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024H1 公司持有物业经营毛利率较 2023 年提升



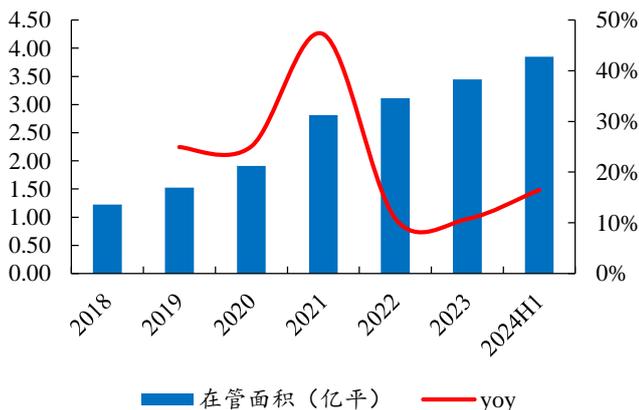
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、物管业态多元化，非住地位市场领先

2.1、管理规模进中提质，非住业态占比稳步提升

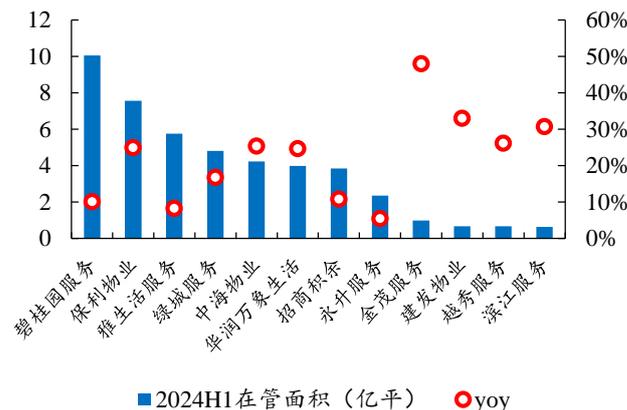
公司物管业务是聚集资源，提供平台增值服务、专业增值服务等延伸业务的根基。公司为各类物业项目提供保安、保洁、绿化保养、维修保养等基础服务，以及细分业态的特色综合保障服务。公司近年来在管规模稳步增长，截至 2024 年上半年末，公司在管项目 2209 个，覆盖全国 156 个城市，在管面积 3.85 亿平，同比增长 16.5%，在主流物企中在管面积维持在第二梯队，与华润万象生活和中海物业等央企规模相当。

图12: 2024H1 公司在管面积同比增长 16.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

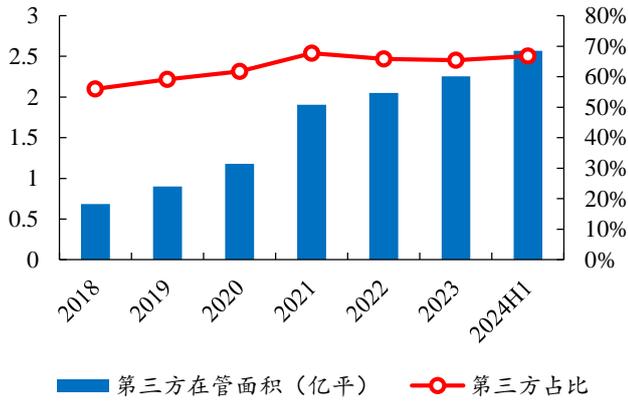
图13: 2024H1 公司在管规模处于头部物企第二梯队



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

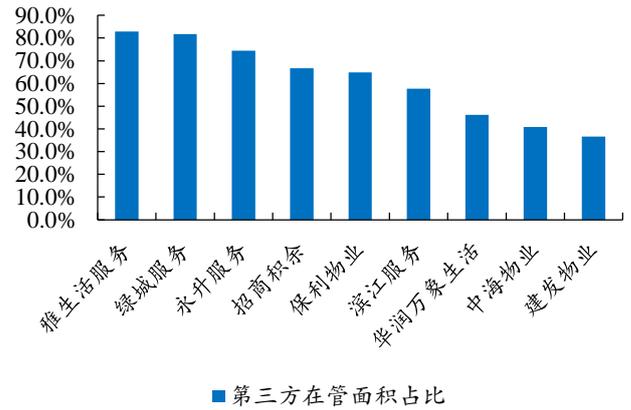
公司在管面积中第三方在管面积 2.57 亿平，同比增长 17.1%，占比 67%，在行业中维持较高水平。公司在管面积中非住业态为 2.52 亿平，同比增长 26.8%，占比 66%，为头部房企最高，主要由于公司在非住领域多赛道发展强势。拆分非住业态后，公司办公业态面积占非住业态比例为 17%，收入占比为 44%，单方物管费价值较高。

图14: 2024H1 公司第三方在管面积占比 67%



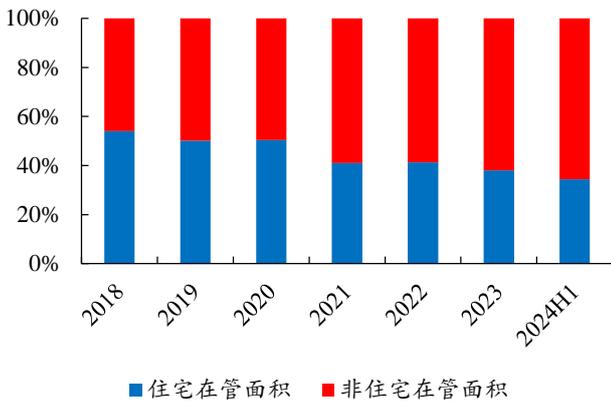
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 2024H1 公司第三方在管比例处于头部较高水平



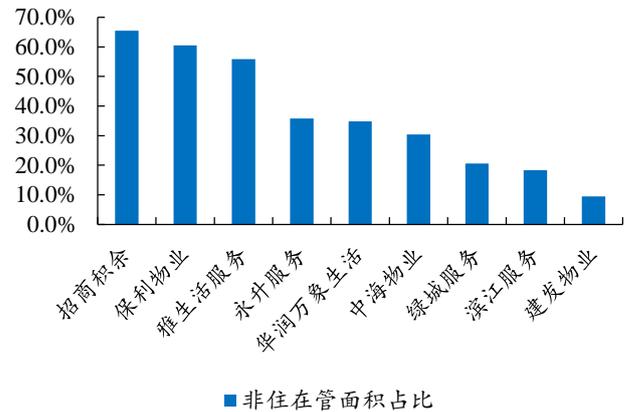
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图16: 2024H1 公司非住宅业态在管面积占比 66%



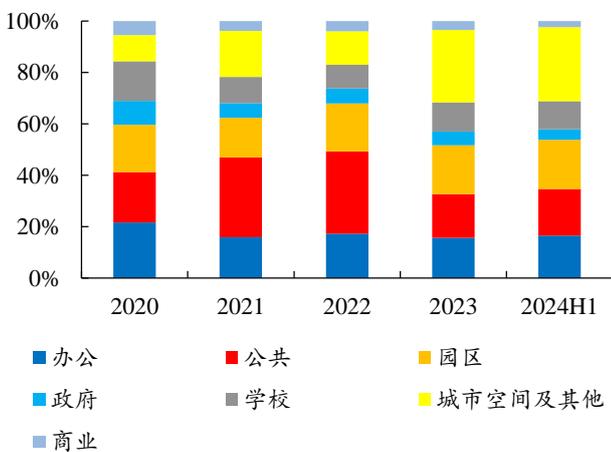
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2024H1 公司非住宅在管比例处于头部最高水平



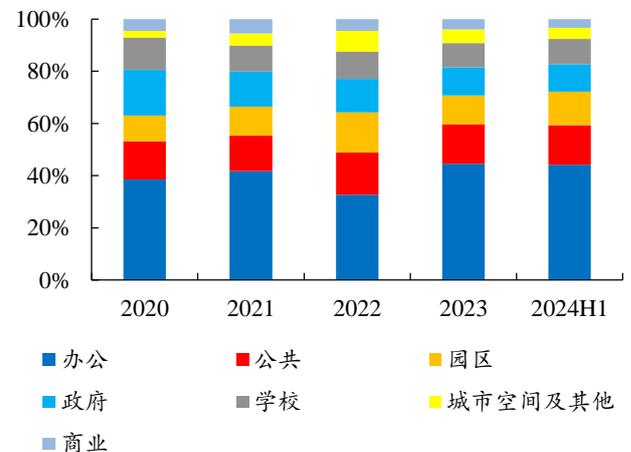
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图18: 公司非住宅业态中城市空间及其他业态占比最高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 2024H1 办公业态收入占非住宅业态比例为 44%

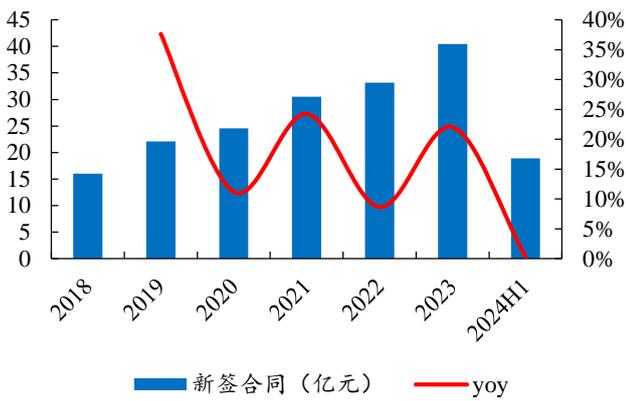


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、新签规模保持增长，第三方项目占比超9成

公司近年新签规模保持增长，2023年新签合同额40.44亿元，同比增长22%；2024H1新签合同额18.93亿元，同比增长0.3%。公司上半年新签第三方合同额17.40亿元，同比增长5.5%，占比92%，千万级项目贡献新签年度合同额占比超50%，非住宅占比90%，新拓展了广州国际金融城、中国人寿大厦、广东通驿高速公路服务区、上海轨道交通3、4号线等大客户多个服务项目。公司上半年新签非住宅合同额16.22亿元，占比86%，住宅业态合同额2.71亿元，其中住宅二手盘项目市场拓展合同额超2000万元，来自招商蛇口的新签年度合同额达1.53亿元。

图20：2024H1公司新签合同额同比增长0.3%



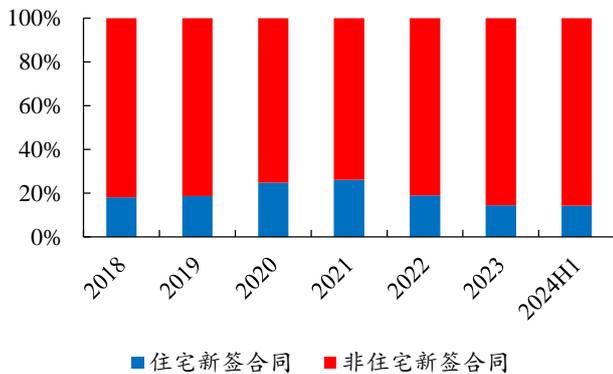
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2024H1公司新签第三方合同额占比92%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2024H1公司新签非住宅合同额占比86%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2024H1公司新拓多业态非住项目



资料来源：公司官方微信公众号

2.3、物管收入保持增长，在管单方收费较高

公司物业管理业务收入自2019年以来保持增长，且增速不低于15%，2023年实现收入121.1亿元，同比增长20.4%；2024H1实现收入63.6亿元，同比增长15.9%。从盈利能力来看，公司2023年物管毛利率下滑至8.8%，处于行业较低水平，主要原因包括人工成本上涨、服务品质提升相关投入增加、新项目集中在下半年交付导致转化收入较少，同时公司新项目较多，比存量项目需要更多投入；2024H1物管毛利率

11.0%，同比提升 0.4pct。

图24：2024H1 物管收入同比增长 15.9%

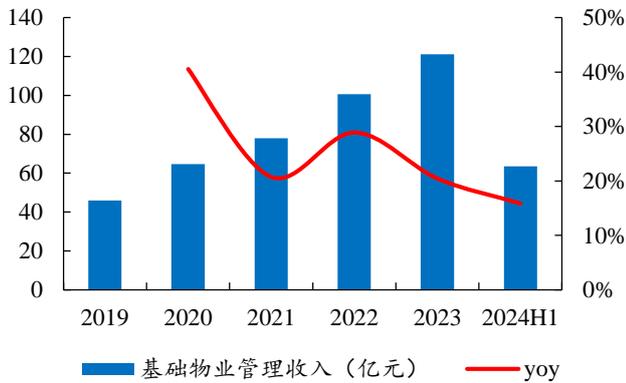
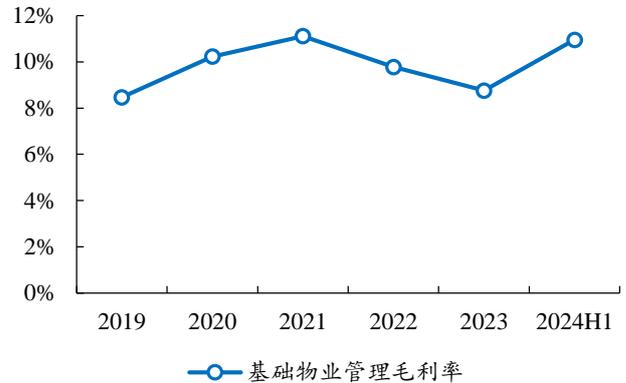


图25：2024H1 公司物管毛利率提升至 11.0%

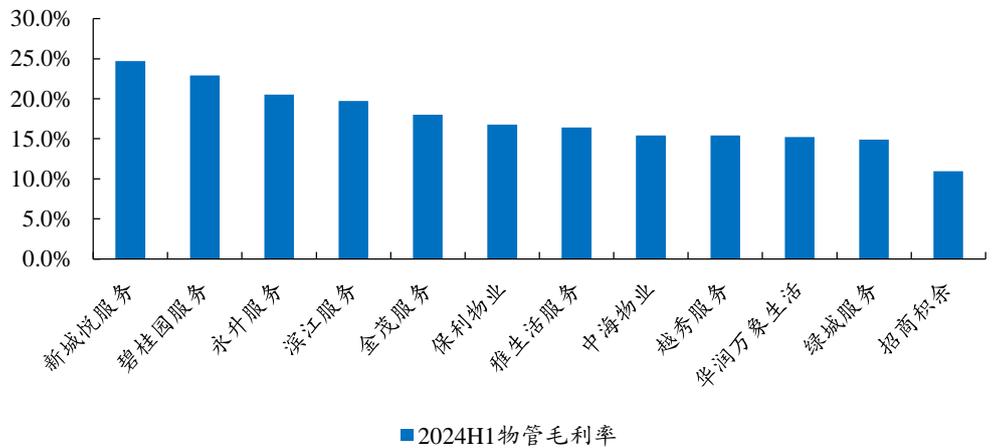


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

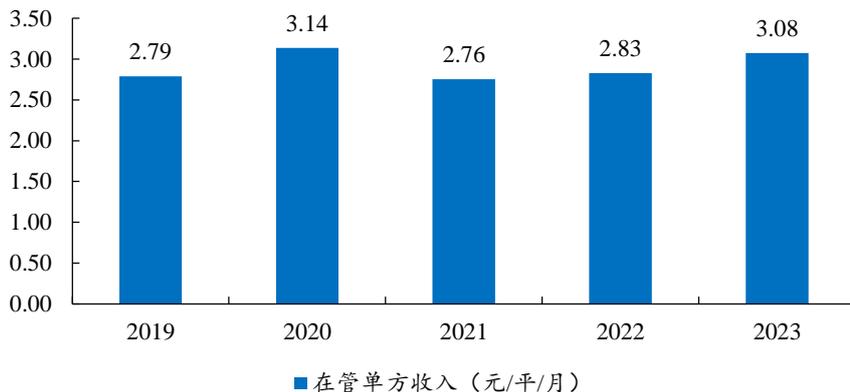
对比行业头部物企，公司 2024H1 物管毛利率处于较低水平，主要因为历史遗留项目多且分散，管理成本高，同时非住业态占比高，在市场化竞争下利润偏低。后续伴随关联方交付规模增大，以及人工成本的压降，物管毛利率有望持续改善。

图26：公司 2024H1 物管毛利率处于头部房企较低水平

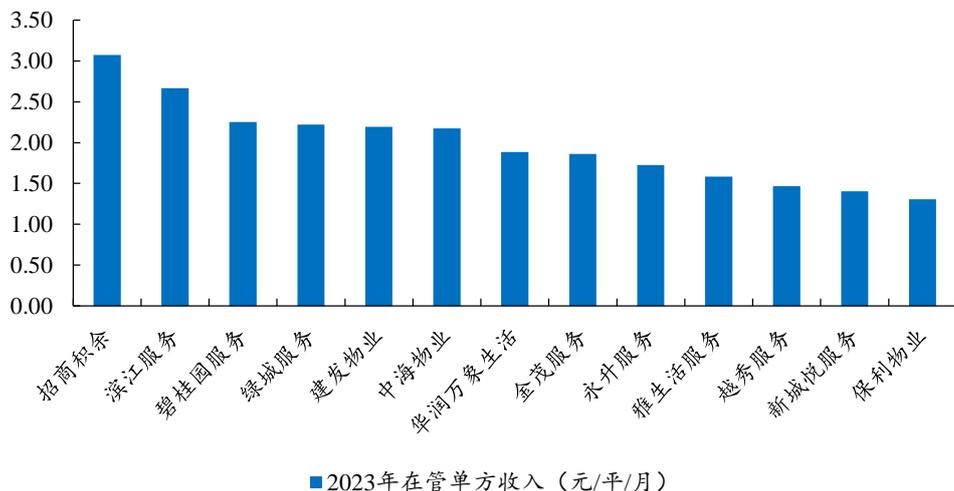


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

我们用单月物管收入除以过去两年在管面积均值来衡量公司月度在管收费水平，招商积余物业管理平均收费单价较高，2023 年在管单方收入达 3.08 元/平/月，在主流物企排名第一。我们认为公司收费较高的原因一是关联方项目品质较高，二是项目布局城市能级较高，三是非住业态中办公业态收费较高。

图27：公司 2023 年在管面积单方收入保持增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：公司 2023 年在管面积单方收入为头部物企第一


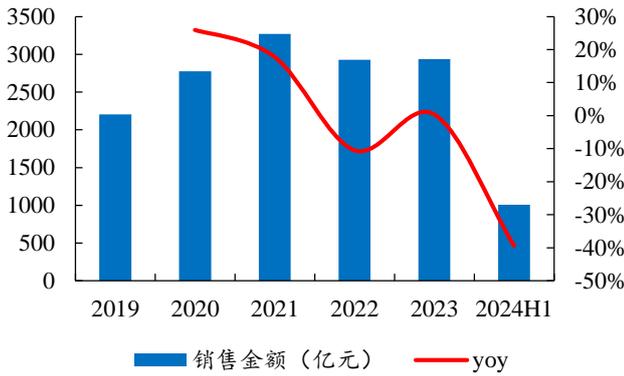
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.4、关联方市占率提升，业务增量稳定

公司关联方招商蛇口经营稳健，2023 年销售金额 2936 亿元，同比增长 0.4%，市占率达 2.5%，销售规模排名前五；2024H1 销售规模有所下滑，市占率滑落至 2.1%，但规模仍排名前五；销售均价自 2020 年以来超 2 万元/平，为公司物业收费提供了高端稳定的增量来源。

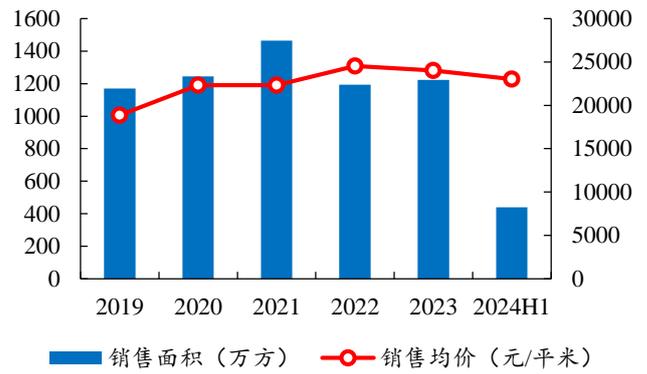
招商蛇口近年来拿地强度保持稳定，2023 年公司获取 55 宗地块，总计容建面约 590 万方，总地价约 1134 亿元，拿地权益比 76.5%，拿地强度 38.6%，一线城市投资额占比 51%，拿地均价呈提升趋势。竣工端来看，公司竣工面积逐年提升且规模庞大，是招商积余在管面积高速增长的基石。

图29：招商蛇口 2023 年销售金额同比增长 0.4%



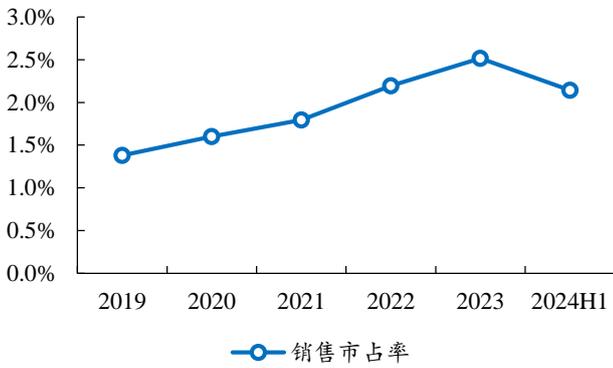
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：招商蛇口销售均价自 2020 年来超 2 万元/平



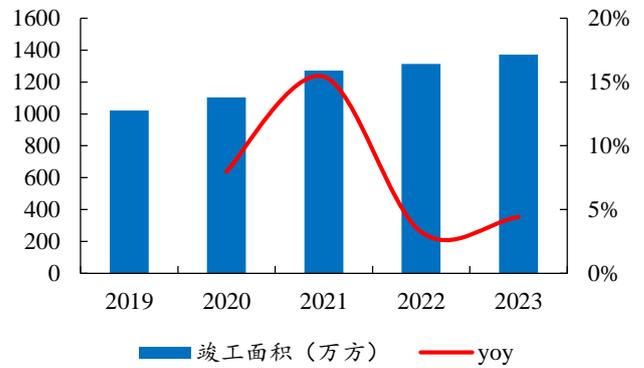
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：招商蛇口 2023 年销售市占率达 2.5%



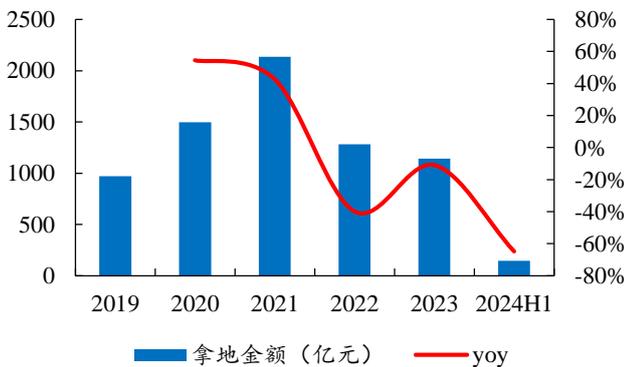
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：招商蛇口竣工面积逐年提升



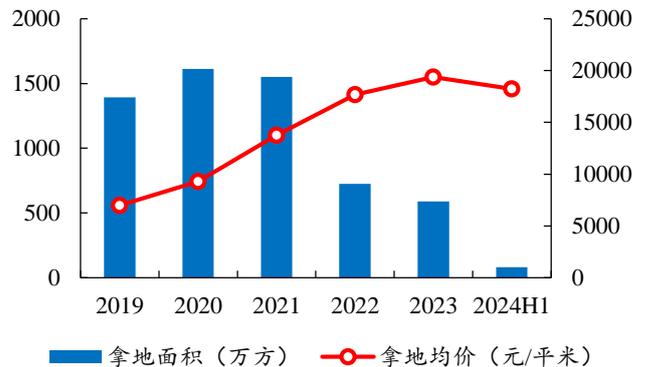
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：招商蛇口 2020-2023 年拿地金额均超千亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：招商蛇口拿地均价逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、增值业务不断壮大，商业运营规模提升

公司增值服务主要分为平台增值服务和专业增值服务：平台增值服务依托深圳

招商到家汇平台和招商易采平台，打造领先的物业领域私域流量运营商，线上线下载开展企业商城+个人商城+资源运营多条线增值服务。专业增值服务是设立各种子公司为客户提供专业化的配套与增值服务，包括案场协销、设施管理、建筑科技、停车管理、安保、干洗、餐饮和社区康养服务。

图35：公司增值业务服务住宅和非住多种业态



资料来源：公司 2023 年业绩会报告

3.1、平台增值厚植“沃土”，做深做实服务

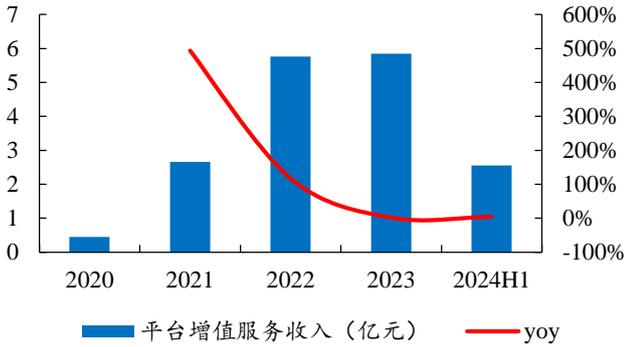
公司平台增值业务紧密围绕客户生活和办公需求，企业服务、零售服务、到家服务、公区资源、到家宜居“五线”齐发。旗下的深圳招商到家汇科技有限公司致力成为物业私域流量领先的轻资产平台运营商，以爆品引领、服务渗透、线上+线下结合为抓手，开展“企业商城+个人商城+资源运营”等多业务线条的增值服务。上半年平台增值服务实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 4.0%；毛利率 9.9%，较 2023 全年 8.5%有所提升。

表1：公司 2024 年上半年平台增值业务五大条线齐发展

平台增值业务条线	2024 年上半年重点工作
企业服务	围绕优势品类以点带面复制相同体系客户或品类业务案例，持续为客户创造降本增效服务价值。
零售服务	加强重点直播产品销售推广力度，强化爆品打造，部分爆品销售额突破千万元。
到家服务	迭代完善家庭保洁、家电清洁、水电维修等 36 个品类分级及推广策略，建立优势互补的优质服务团队。
公区资源	聚焦资源管理提升，持续挖潜，新增资源点位 1300 多个。
到家宜居	坚持打造自营重点标杆项目，启动深圳市南山蛇口片区旧居改造业务模式试点，郑州招商时代锦宸自营模式初见成效。

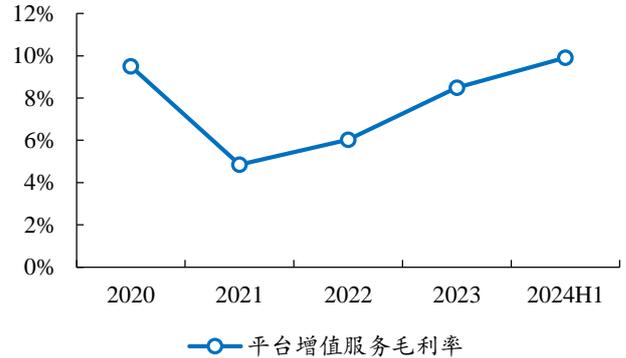
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图36: 公司 2024H1 平台增值服务收入同比增长 4.0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: 公司 2024H1 平台增值服务毛利率同比提升

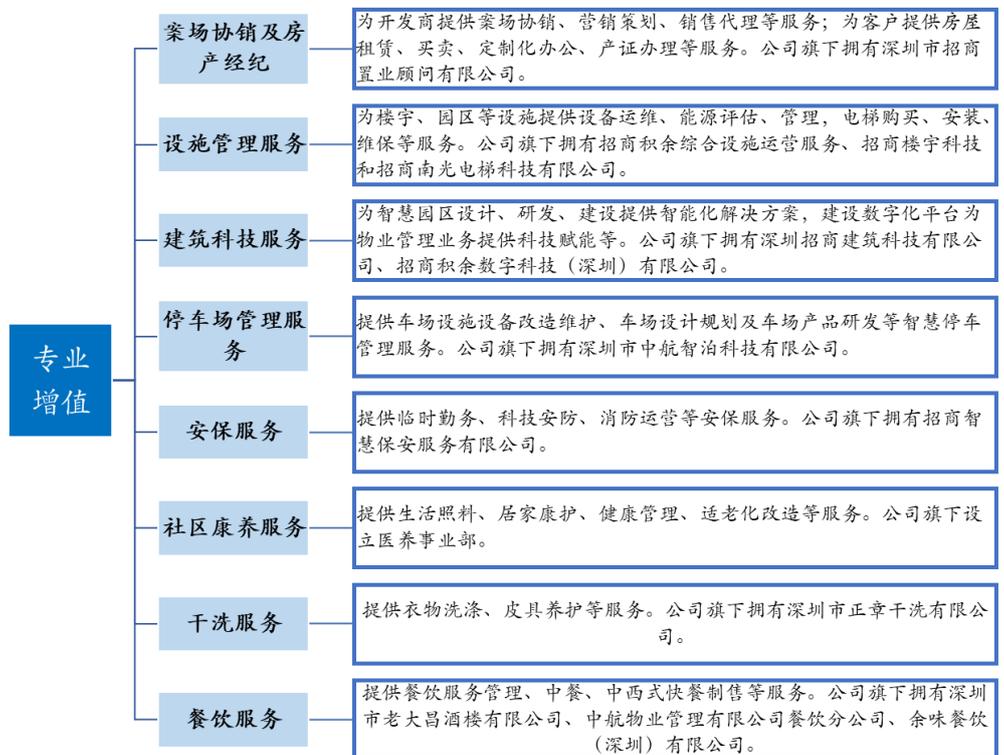


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

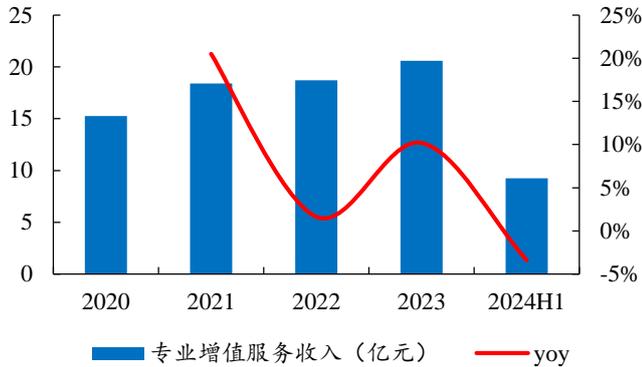
3.2、专业增值稳健发展，打造持续增长动力

公司专业增值业务依靠多年积累的专业化服务能力和强大的客户粘性，为客户提供专业化配套与增值服务，并通过设立专业子公司提供专业化服务。公司专业增值业务下设八大业务条线，2024 年上半年实现收入 9.23 亿元，同比下降 3.4%；毛利率 11.1%，较 2023 全年下降 6.7pct，主要由于（1）上半年房地产销售持续下行，案场协销、车位代销等业务减少，开发商增值业务收入和毛利率有所下降；（2）非住行业逐步转入存量市场，竞争加剧，马太效应进一步凸显，园区服务客户对于服务质量要求提升，毛利率有所降低。

图38: 公司专业增值业务下设八大业务条线



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图39：公司 2024H1 专业增值服务收入同比下降 3.4%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：公司 2024H1 专业增值服务毛利率同比下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司 2024 年上半年专业增值业务多条线有所突破

专业增值业务	2024 年上半年重点工作
智能化工程	市场业务多点突破，成功拓展了贵州茅台、海通证券、金辉集团等优质客户。
充电桩业务	步入快速发展期，目前已接入 2.8 万余台充电桩，提供便捷充电超 700 万次，减少碳排放超 1,127 万千克。
机电业务	充分发挥机电安装和维护技术优势，积极拓展机电业务，成功斩获武汉高科、深圳妈祖北区等项目，擦亮“机电服务”名片。
智能家居业务	利用资源优势，全面发力智能家居业务，实现营收突破千万元。
综合设施管理	持续提升综合设施管理的技术支持专业能力，从流程、技术、人和场景入手，实现客户价值链的重构，深度服务华为、阿里、宁德时代等核心客户，确保业务稳定性与持续性。
房地产经纪业务	推动房地产经纪业务平台化转型，深化条块结合，全国房产租售收入同比增长 36%。
物业+康养	加快“物业+康养”业务融效，通过试点项目打样，加快产品与服务落地，社区居家业务规模同比显著增长。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、持有物业出租稳定，商业运营规模提升

公司资产管理业务主要为商业运营、持有物业出租及经营。从收入端来看，2024 年上半年公司资产管理收入 2.89 亿元，同比增长 2.6%，其中商业运营和持有物业出租及经营收入分别+17.3%、-1.6%。从毛利率来看，上半年资产管理毛利率较 2023 全年提升 2.0pct 至 52.7%，其中商业运营和持有物业出租及经营毛利率分别为 37.9%、57.5%。

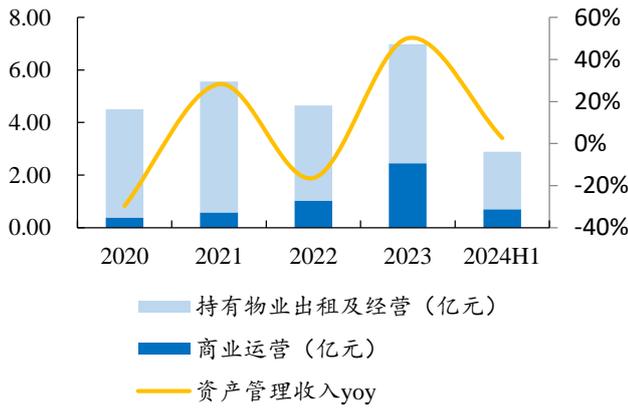
表3：公司资产管理业务分为两大板块

资产管理业务	具体内容
商业运营业务	为公司旗下招商商管利用专业的商业运营管理能力，为商业地产项目提供土地获取及开发建设阶段的商业定位、规划设计、工程改造等顾问咨询服务；在商

资产管理业务	具体内容
持有物业出租及经营业务	业项目开业筹备及运营阶段提供招商、策划、推广、运营管理等服务。
	为酒店、商业、办公等持有型物业的出租经营。

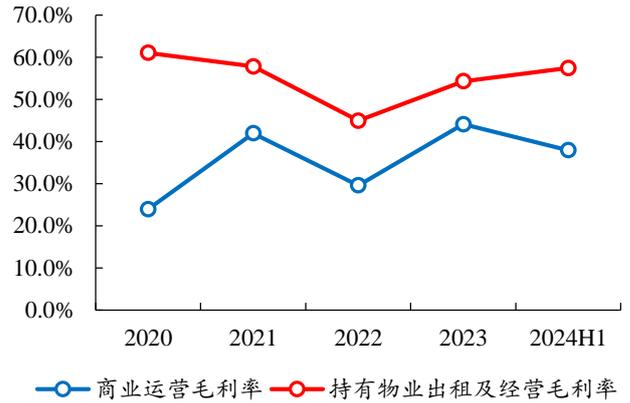
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图41：公司 2024H1 资产管理收入同比增长 2.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：公司 2024H1 商业运营毛利率较 2023 年下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(1) 商业运营

截至 2024 上半年末，在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 397 万方，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。上半年公司商业运营复苏明显，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%。有效会员总数累计达 752.9 万，同比增长 63.2%，新引入品牌数量同比提升 69%，品牌总数提升 21%。公司已形成了四大商业品牌——海上世界、招商花园天地、招商花园城、招商花园里，满足城市居民多元化需求。

图43：公司商业运营包含较多受托管理品牌

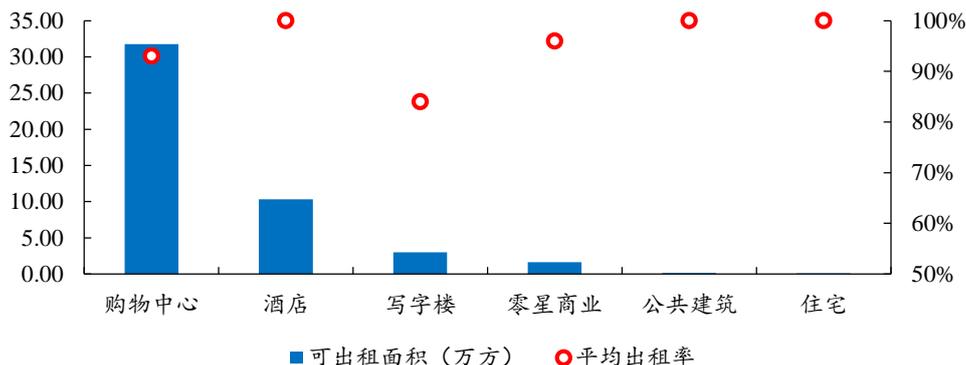


资料来源：公司 2023 年业绩会报告

(2) 持有物业出租

公司持有物业包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态，截至 2024 上半年末，总可出租面积为 46.90 万方，总体出租率为 94%，较年初下降 2 个百分点。公司以稳定经营为主导，稳定现有客户资源同时关注潜在客户租赁需求，建立多元化营销渠道，拓宽获客路径，积极推进空置物业招租，努力实现资产保值。

图44：公司持有物业中购物中心业态占比最大



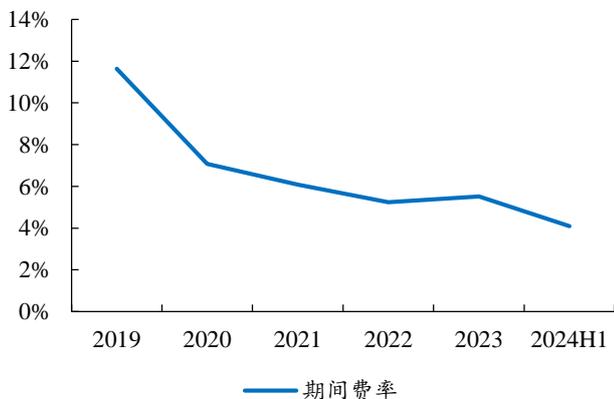
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、降本提效成果显著，有息负债持续压降

4.1、管费持续压降，保持行业较低水平

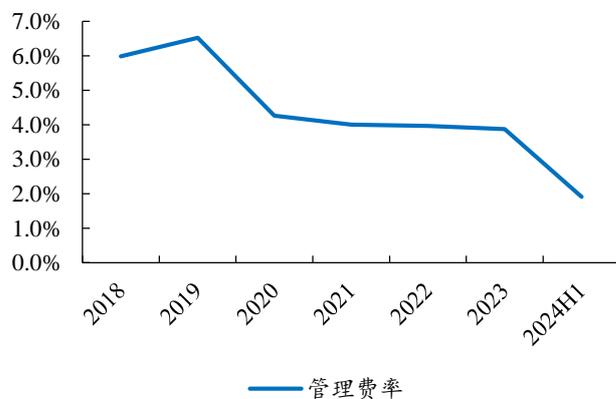
公司通过科技替岗、集采降低费用、项目拉片式管理、行政降本等 8 大举措着力，期间费率和管理费率不断压降，2024H1 公司期间费率 4.1%，管理费率 1.9%，管费水平保持在行业最低水位线。

图45：2024H1 公司期间费率压降至 4.1%

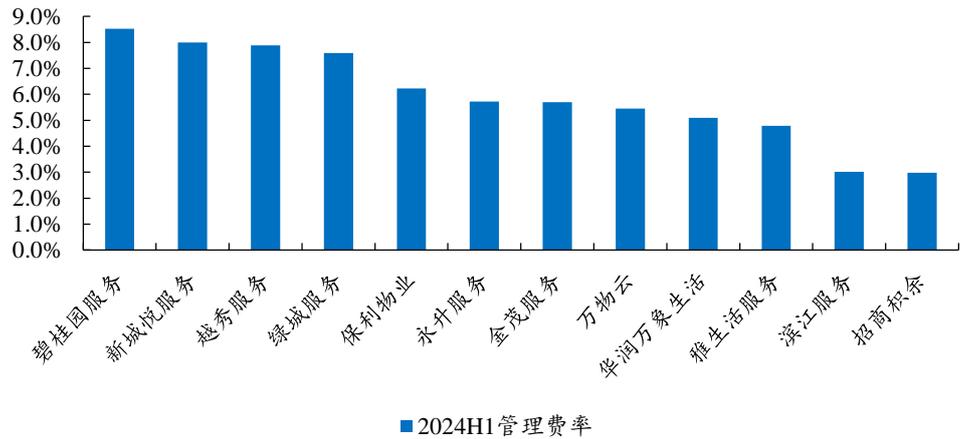


数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2024H1 公司期间费率压降至 1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：公司管费水平保持在行业最低水位线


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司运用多种降本增效措施提升盈利水平，通过关联方优质项目导入提高物业费单价和毛利水平，大力发展增值服务拉高毛利率。降本层面，公司通过组织优化、数字化升级、项目集中管理降低管理成本，不断偿还负债降低财务成本，整体推动净利率持续改善。

图48：公司运用多种降本增效措施提升盈利水平
增效

基础物管：招蛇高能级、高收费的优质资源导入，退出低毛利或者亏损项目，提升物业费单价水平

增值服务：提升收入占比，优化产品结构，增厚毛利水平

提高毛利率
降本

组织架构优化，产品数字化升级节省管理费用

项目拉片集中管理，节省人力管理成本

有息负债持续下降推动财务费用下降

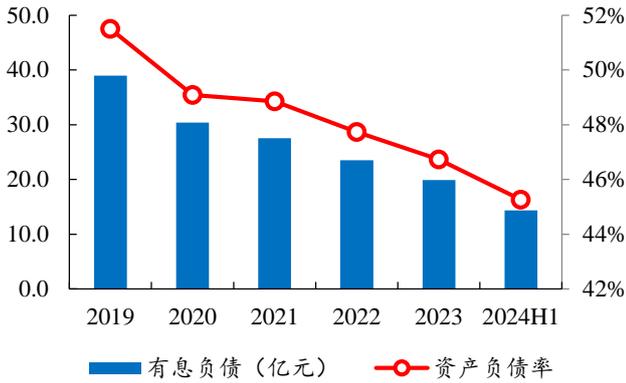
降低费用率

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、负债结构优化，财务费用不断压降

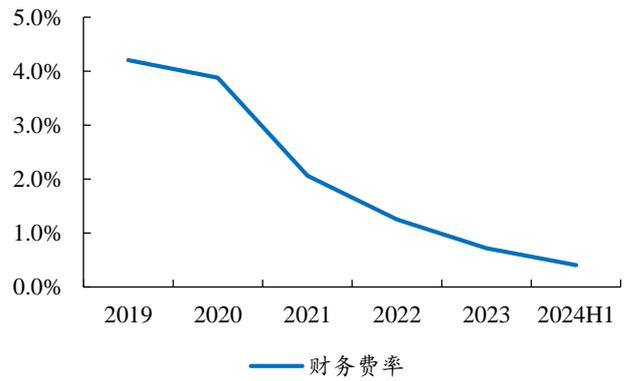
公司负债结构不断优化，截至2024上半年末，公司资产负债率45.3%，有息负债总额14.3亿元，均为近五年最低值，其中银行贷款占比83%。在负债压降的趋势下，公司财务费用不断减少，2024H1财务费率降至0.4%。

图49：公司有息负债规模逐年压降



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图50：公司 2024H1 财务费率降至 0.4%

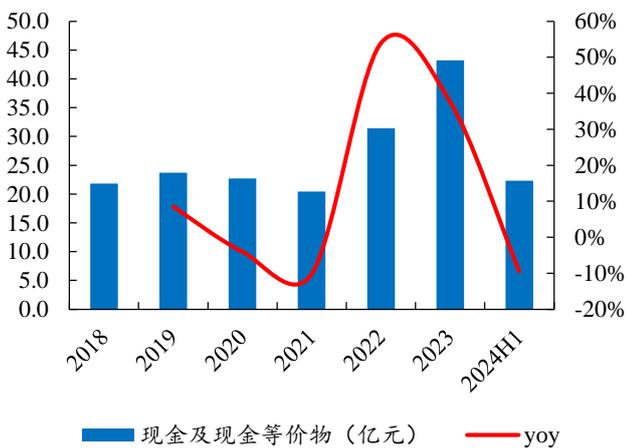


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、坚持有现金流保障的利润，分红比例保持稳定

公司坚持有现金流保障的收入和利润，2021-2023 年现金及现金等价物保持增长，截至 2024 上半年末，公司在手现金 22.3 亿元，同比下降 9.4%。2023 年公司实现经营性净现金流 18.16 亿元，同比增长 82.5%；可覆盖 2023 年归母净利润 2.47 倍，近 6 年均超过 1 倍。2024 前三季度公司经营净现金流-10.99 亿元，主要由于受整体经济环境下行影响，甲方结算效率及周期延长，导致经营流入增幅不及营业收入增幅，预计四季度将有所改善。

图51：公司 2024H1 在手现金同比下降 9.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

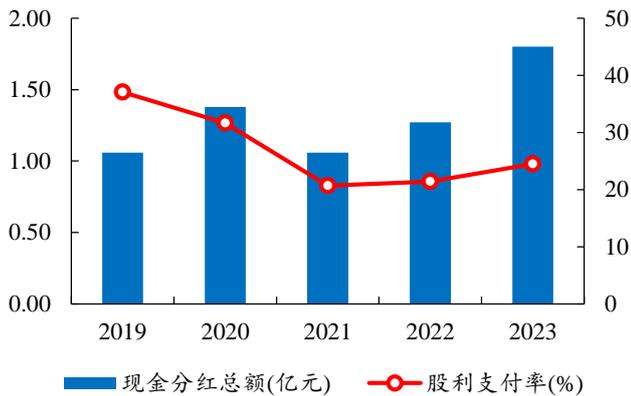
图52：公司 2018 年以来经营性净现金流可覆盖归母净利润超过 1 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

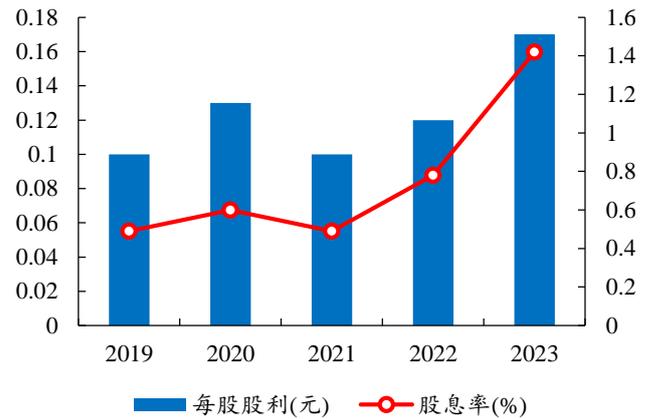
公司 2023 年向全体股东每 10 股派发现金红利 1.70 元（含税），合计分配现金约 1.8 亿元，分红比例 24.5%，低于 30% 主要由于在物管行业进入存量市场预期下，公司处于稳步扩张的重要发展期，需要充足的流动资金支持业务发展，公司分红比例在物管行业来看处于较低水平。

图53: 公司 2023 年分红比例 24.5%



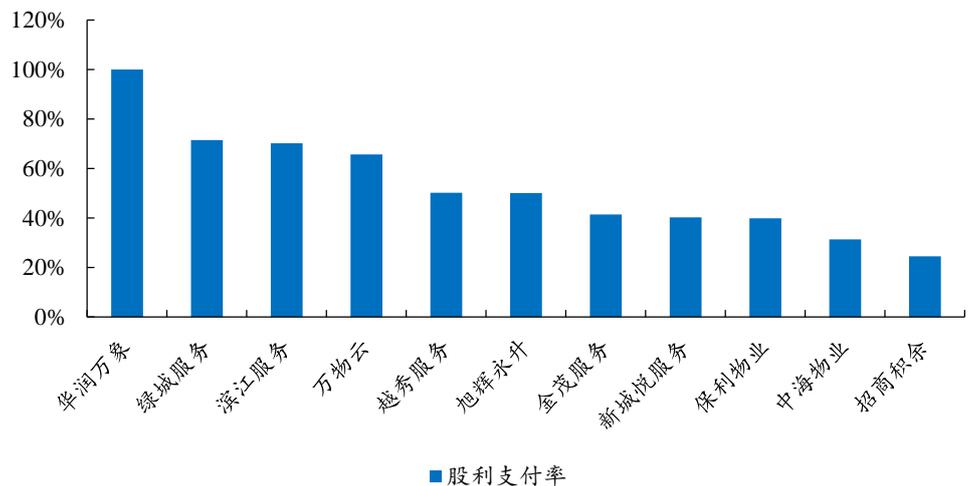
数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 公司 2023 年股息率 1.42%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 公司分红比例在头部物企中处于较低水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成物业管理和资产管理进行预测，其中物业管理可分为基础物业、平台增值和专业增值服务，资产管理可分为商业运营和持有物业出租及经营。

物业管理: 基础物业板块得益于关联方稳健规模增长，以及公司多业态项目布局全面，我们预计收入增速为 15%、12%、10%，伴随公司前期投入陆续减少、项目规模效应显现，看好公司物管毛利率持续修复。公司平台增值业务结构调整，退出低毛利项目，增速或将有所放缓，毛利率有望稳步提升；专业增值服务中开发商增值服务收入和盈利下滑，预计年内盈利能力承压，后续在各领域齐发力，预计盈利能力稳步提升。

资产管理: 疫情后商业运营业务增速较高，伴随出租率企稳，后续收入及利润

有望平稳提升；2024 年以来商办市场整体竞争加剧，持有物业出租及经营在收入端有望保持增长，盈利端或将承压。

综上：我们预计公司 2024-2026 年收入增速为 11.0%、11.5%、9.8%，毛利率分别为 11.9%、12.0%、12.8%。

表4：我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	130.24	156.27	173.53	193.56	212.58
yoy	23.0%	20.0%	11.0%	11.5%	9.8%
物业管理	125.04	147.58	165.60	184.69	202.83
基础物业管理	100.57	121.13	139.30	156.02	171.62
平台增值服务	5.76	5.84	6.31	6.69	7.02
专业增值服务	18.70	20.61	19.99	21.99	24.19
资产管理	4.65	6.98	7.93	8.87	9.75
商业运营	1.03	2.45	2.94	3.38	3.72
持有物业出租及经营	3.63	4.54	4.99	5.49	6.04
毛利率	11.8%	11.6%	11.9%	12.0%	12.8%
物业管理	10.6%	10.0%	10.1%	10.1%	10.8%
基础物业管理	9.8%	8.8%	9.0%	9.5%	10.0%
平台增值服务	6.0%	8.5%	8.8%	9.2%	9.6%
专业增值服务	16.3%	17.8%	18.5%	15.0%	17.0%
资产管理	41.6%	50.7%	48.5%	50.7%	53.0%
商业运营	29.6%	44.1%	46.0%	47.0%	48.0%
持有物业出租及经营	45.0%	54.3%	50.0%	53.0%	56.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

招商积余背靠招商局集团，关联方市占率和布局能级提升，非住赛道拓展稳健，坚持“大物管”、“大资管”战略。我们选取 5 家港股头部物企及 A 股物企特发服务与公司进行对比，公司当前估值低于均值，公司目前盈利水平落后行业平均，但伴随资产结构调整及一系列降本增效措施，盈利能力底部回升趋势明显，未来业绩有望持续释放。我们新增盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.44、9.20、10.83 亿元，EPS 分别为 0.80、0.87、1.02 元，当前股价对应 PE 为 13.6、12.5、10.6 倍，维持“买入”评级。

表5：公司 2024 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值 亿人民币	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
1209.HK	华润万象生活	未评级	621.8	29.3	36.2	42.6	49.7	21.2	17.2	14.6	12.5
2602.HK	万物云	未评级	237.9	19.5	18.3	20.8	23.4	12.2	13.0	11.4	10.2
2669.HK	中海物业	未评级	156.1	13.4	15.8	18.2	20.9	11.6	9.9	8.6	7.5
6049.HK	保利物业	买入	158.7	13.8	15.6	17.6	19.8	11.5	10.2	9.0	8.0
2869.HK	绿城服务	买入	111.2	6.1	7.4	8.9	10.2	18.4	15.0	12.4	10.9
300917.SZ	特发服务	未评级	96.1	1.2	1.3	1.4	1.5	80.0	72.8	67.7	62.4
								25.8	23.0	20.6	18.6
001914.SZ	招商积余	买入	115.2	7.4	8.4	9.2	10.8	15.7	13.6	12.5	10.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除保利物业、绿城服务来自开源证券研究所外，其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2024 年 11 月 27 日，汇率 1 港币=0.93 人民币。

3、风险提示

(1) 第三方项目拓展放缓：公司对第三方企业的项目拓展不及预期，合约面积和在管面积增速放缓。

(2) 关联公司经营不及预期：招商蛇口销售和拿地进度不及预期，开发节奏放缓，公司来自关联方的项目减少。

(3) 房地产销售下行：房地产销售下行导致项目进度放缓，物业在管面积增速降低，收费有所下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7848	8714	9642	10862	11832
现金	3167	4348	4859	5516	6165
应收票据及应收账款	2359	2319	2369	2860	2883
其他应收款	924	731	1096	941	1296
预付账款	148	94	175	125	205
存货	1164	1117	1037	1313	1177
其他流动资产	85	107	107	107	107
非流动资产	9967	9890	9961	10026	10116
长期投资	68	99	138	179	222
固定资产	660	627	698	766	817
无形资产	30	27	29	29	29
其他非流动资产	9209	9137	9095	9052	9048
资产总计	17815	18604	19603	20888	21948
流动负债	5415	7476	7699	8209	8300
短期借款	0	0	1321	1506	1151
应付票据及应付账款	1704	2155	2114	2642	2536
其他流动负债	3711	5321	4264	4061	4613
非流动负债	3089	1217	1153	1086	1019
长期借款	2243	341	277	209	143
其他非流动负债	847	876	876	876	876
负债合计	8504	8694	8851	9295	9319
少数股东权益	161	151	148	162	195
股本	1060	1060	1060	1060	1060
资本公积	3068	3069	3069	3069	3069
留存收益	5022	5630	6316	7109	8073
归属母公司股东权益	9150	9759	10604	11432	12433
负债和股东权益	17815	18604	19603	20888	21948

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	995	1816	1084	777	1294
净利润	569	739	841	935	1117
折旧摊销	90	96	80	86	52
财务费用	94	63	59	44	36
投资损失	-45	-5	-15	-17	-20
营运资金变动	117	851	113	-276	66
其他经营现金流	170	73	6	6	43
投资活动现金流	624	-39	-110	-101	-106
资本支出	28	31	111	110	99
长期投资	-7	-10	-40	-41	-42
其他投资现金流	659	1	41	51	35
筹资活动现金流	-519	-595	-1784	-203	-184
短期借款	-200	0	1321	185	-355
长期借款	119	-1901	-64	-67	-67
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-437	1306	-3041	-321	238
现金净增加额	1100	1182	-810	473	1004

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13024	15627	17353	19356	21258
营业成本	11482	13821	15289	17033	18547
营业税金及附加	87	92	113	135	155
营业费用	71	94	113	141	155
管理费用	469	605	651	718	776
研发费用	48	99	87	77	74
财务费用	94	63	59	44	36
资产减值损失	-69	0	0	0	0
其他收益	111	95	92	92	98
公允价值变动收益	-8	6	26	33	14
投资净收益	45	5	15	17	20
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	825	915	1143	1311	1589
营业外收入	12	15	18	14	15
营业外支出	15	1	8	9	8
利润总额	822	928	1152	1316	1596
所得税	253	190	311	382	479
净利润	569	739	841	935	1117
少数股东损益	-25	3	-3	14	34
归属母公司净利润	594	736	844	920	1083
EBITDA	938	951	1170	1349	1577
EPS(元)	0.56	0.69	0.80	0.87	1.02

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.0	20.0	11.0	11.5	9.8
营业利润(%)	10.8	11.0	24.8	14.7	21.2
归属于母公司净利润(%)	15.7	24.0	14.8	9.0	17.7
获利能力					
毛利率(%)	11.8	11.6	11.9	12.0	12.8
净利率(%)	4.6	4.7	4.9	4.8	5.1
ROE(%)	6.1	7.5	7.8	8.1	8.8
ROIC(%)	5.0	5.7	6.4	6.8	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	47.7	46.7	45.2	44.5	42.5
净负债比率(%)	-7.3	-22.3	-29.0	-31.6	-37.5
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.8	6.8	7.5	7.5	7.5
应付账款周转率	8.4	7.2	7.2	7.2	7.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.69	0.80	0.87	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.71	1.02	0.73	1.22
每股净资产(最新摊薄)	8.63	9.20	10.00	10.78	11.73
估值比率					
P/E	19.4	15.7	13.6	12.5	10.6
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.7	9.9	7.3	5.9	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

23 / 25

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn