

受制于疫情业绩承压，2023年改善有望开启——2022年年报点评（更新）

锦和商管 (603682.SH)

核心观点

公司中资产运营模式下租户易受疫情和经济波动的不利影响，2022年业绩承压。2023年消费回暖、经济复苏有望逐步实现，对公司旗下项目出租率及业绩构成向上利好。

事件

公司发布年报，2022年实现营业收入8.8亿元，同比减少3.0%；实现归母净利润9703.7万元，同比减少21.8%。

简评

全年业绩承压。公司2022年第三、四季度受疫情影响对租户减租，以及部分租户退租，导致第三、四季度收入同比下滑30.9%、24.1%。下半年收入承压导致全年收入同比减少3.0%。归母净利润降幅大于营收的主要原因在于：1、个别联合营项目工程进度慢于预期，全年实现投资收益-1318万元，而2021年为161万元；2、收入下行但费用刚性，销售、管理费用均有不同程度提升；3、全年完成多笔并购及新项目的开拓，导致财务费用较2021年增长约1700万元。

年内新拓5个轻资产管理项目。2022年公司稳步推进项目拓展，年内新拓5个优质项目，均位于上海、北京两个一线城市，包括上海明天广场的物业管理项目、上海越界平武Space的委托管理项目、北京锦和隆福寺越都荟的委托管理项目、上海长宁金融园的物业管理项目，以及上海锦和越界原力方的委托管理项目。截至年底总运营项目数为73个，总运营服务面积为131万平，分别较上年净增3个、19万平。

股东结构优化，2023年将受益经济复苏。公司小非股东无锡华映、苏州华映、常熟华映已在2022年内减持完毕，新进机构股东包括华夏基金、人保资产、平安资管，投资者结构进一步优化。而非大股东在4月解禁，其减持也须满足减持价格不低于调整后发行价7.09元，当前股价下不存在减持可能性。随着疫情防控政策优化，消费显著回暖，经济逐步向好，公司旗下运营的项目租户与消费、经济的关联程度高，公司今年的出租率水平有望实现改善，推动收入业绩进一步增长。

维持目标价和买入评级不变。我们下调公司的盈利预测，2023-2025年EPS分别为0.26/0.33/0.40元（原预测2023-2024年为0.36/0.43元）。考虑到消费和经济复苏，公司项目出租率有望触底回升，经营向好预期提振估值。我们维持目标价为7.54元不变，维持买入评级不变。

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:s1440519120002

SFC 编号:BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

SAC 编号:s1440520070004

发布日期：2023年03月01日

当前股价：5.78元

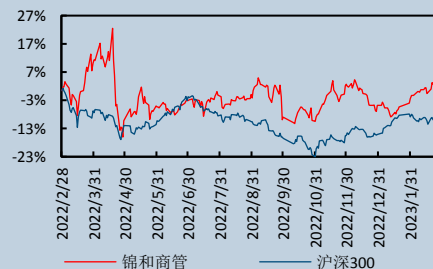
目标价格6个月：7.54元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------------|------------|------------|
| 7.43/7.64 | 2.85/-2.19 | -3.67/1.94 |
| 12月最高/最低价(元) | | 7.19/4.99 |
| 总股本(万股) | | 47,250.00 |
| 流通A股(万股) | | 17,955.00 |
| 总市值(亿元) | | 27.31 |
| 流通市值(亿元) | | 10.38 |
| 近3月日均成交量(万) | | 445.89 |
| 主要股东 | | |
| 上海锦和投资集团有限公司 | | 58.00% |

股价表现



相关研究报告

2022-08-26

【中信建投房地产】锦和商管(603682): 收入快速增长，租户更趋多元化——2022年中报点评

风险分析

公司可能面临的主要风险如下：

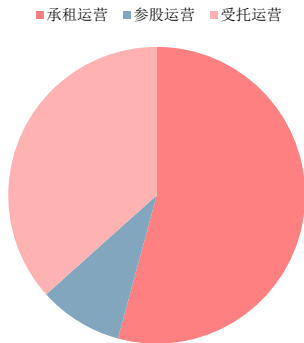
- 1、 疫情可能反复，影响到公司正常经营。当前新冠疫情国内第一轮高峰过去，不排除可能出现新的感染高峰，进而对消费和经济产生不利影响，干扰公司正常经营。
- 2、 新拓展项目可能进展不及预期。公司新拓展项目可能会面临一些不确定因素，导致施工工程、招商等进度不及预期，对公司业绩造成拖累。
- 3、 项目拓展速度可能不及预期以及合约到期风险。公司接洽新项目各异，新拓速度有赖双方密切磋商。公司部分项目面临到期，续签存在不确定性。

重要财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 908.76 | 881.75 | 1,106.68 | 1,358.80 | 1,634.16 |
| YoY(%) | 22.93 | -2.97 | 25.51 | 22.78 | 20.27 |
| 净利润(百万元) | 124.06 | 97.04 | 125.16 | 156.11 | 189.56 |
| YoY(%) | -20.54 | -21.78 | 28.98 | 24.73 | 21.43 |
| 毛利率(%) | 39.30 | 40.57 | 39.40 | 39.30 | 39.20 |
| 净利率(%) | 13.65 | 11.01 | 11.31 | 11.49 | 11.60 |
| ROE(%) | 10.98 | 8.63 | 10.02 | 11.11 | 11.89 |
| EPS(摊薄/元) | 0.26 | 0.21 | 0.26 | 0.33 | 0.40 |
| P/E(倍) | 22.01 | 28.14 | 21.82 | 17.49 | 14.41 |
| P/B(倍) | 2.42 | 2.43 | 2.19 | 1.94 | 1.71 |

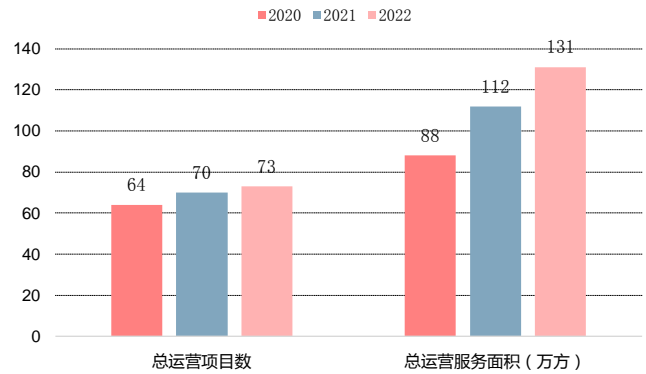
资料来源: iFinD, 中信建投证券

图 1:公司分业务项目运营面积结构



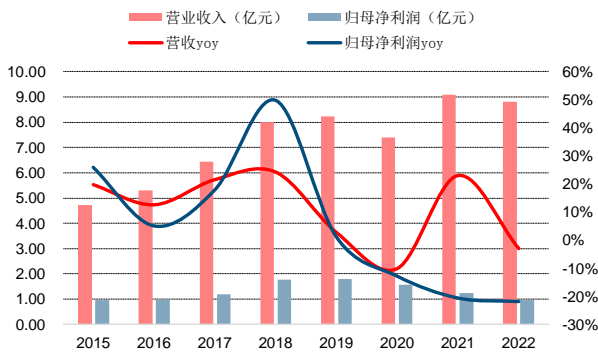
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:公司总运营项目数和总运营服务面积



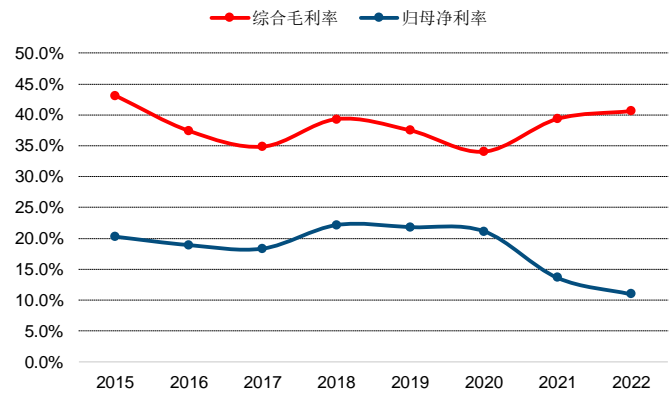
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3:公司营业收入、归母净利润及增速



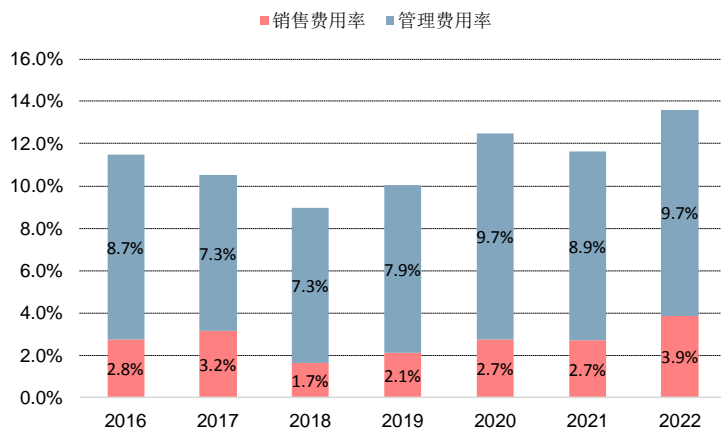
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4:公司综合毛利率和归母净利率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5:公司销售费用率及管理费用率



数据来源: 公司公告, 中信建投证券



分析师介绍

竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。多次荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业）、新财富最佳分析师（房地产行业）、机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）、卖方分析师水晶球奖（房地产行业）等奖项。

尹欢科

房地产行业分析师，主要研究领域为房地产开发、物业管理、商业地产及地产转型领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2018/2020 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020 年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020-2022 年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15% 以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15% 以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk