

锦和商业 (603682.SH) / 房地产

证券研究报告/公司深度报告

2022年02月11日

评级: 买入 (首次)

市场价格: 5.84元

分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli@r.qizq.com.cn

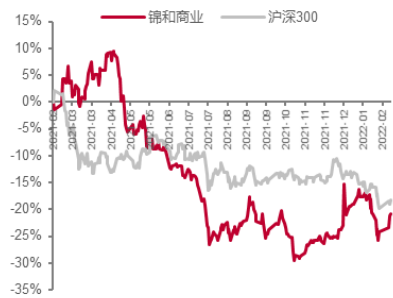
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	822.0	739.3	953.6	1194.0	1479.3
增长率 yoy%	2.8	(10.1)	29.0	25.2	23.9
归母净利润(百万元)	179.0	156.1	129.1	166.9	219.2
增长率 yoy%	1.2	(12.8)	(17.3)	29.3	31.3
每股收益(元)	0.38	0.33	0.27	0.35	0.46
PE	12.3	17.7	21.4	16.5	12.6

备注: 采用 2022 年 02 月 11 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	473
流通股本(百万股)	180
市价(元)	5.84
市值(百万元)	2,759
流通市值(百万元)	1,049

股价与行业-市场走势对比

相关报告
报告摘要

核心观点: 锦和商业布局文创产业园区早且择址能力强,上市前,近半数项目具有低成本、高收入的特点,因此整体毛利率较高。上市以来,公司积极通过收并购拓展较成熟项目,新增项目基本能在当期贡献收入,业绩释放快。

■ 公司介绍: 国内领先的产业园区运营商

锦和商业成立于 2007 年,2020 年于上交所上市。公司主营业务为城市老旧物业的定位设计、改造、招商、运营和服务。

■ 主营业务: 改造老旧厂房, 打造产业园区

公司是城市更新及产业园区运营产业链中不可或缺的一部分。主要业务模式为承租运营、受托运营及参股运营,其中承租运营为最重要业务方式,在营收中占比超过 96%。截至 2021 前三季度,三种方式经营的园区分别为 43 个、23 个及 3 个,管理面积分别为 72、27 及 11 万平方米。

锦和商业坚持区域聚焦,所运营园区主要位于上海大本营。同时,公司大力拓展北京市场和长三角核心省会城市。2021 年上半年,公司约 87% 的收入来自于上海项目,4% 的收入来自于北京。区域深耕战略有利于公司获取客户,保持高出租率。

■ 竞争优势: 盈利能力强, 业绩释放速度快

锦和商业合理的组织架构及精细化运营的方式,使公司具有较低的费用率。2021H1,锦和商业销售费用率与管理费用率之和比可比公司低 3 个百分点。

锦和商业毛利率高于同行业可比公司。投入运营时间早的园区大多成本低、营收高,公司距今时间较长且毛利率水平在 40% 以上的项目,合计收入在总收入中占比接近一半。另一方面,公司择址能力强,截至 2019 年 Q3,近半数项目位于租金水平高且空置率低的区域。

公司多管齐下,在自主外拓的同时,积极通过收并购的方式获取优质项目。2021 年全年,公司合计新增 24 个承租运营项目,其中仅 2 个项目是通过自主外拓取得。并购项目在取得当年即可贡献收入,因此公司业绩释放节奏较快。

■ 财务分析: 受新租赁准则影响利润下降

新租赁准则对承租模式下资产负债表和利润表产生影响,导致利润率降低,资产负债率提高。若剔除租赁准则调整影响,公司 2021 年前三季度实现营业收入 6.69 亿元,同比上升 19.76%;实现归母净利润 1.37 亿元,同比上升 14.90%。公司有息负债维持 0。

■ 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2021 年至 2023 年,实现营业收入 9.54 亿、11.94 亿、14.79 亿,同比增长 29.0%、25.2%及 23.9%,实现归属母公司净利润 1.29 亿、1.67 亿及 2.19 亿,同比增长-17.3%、29.3%及 31.3%。锦和商业适合采用 EV/EBITDA 进行估值,公司当前市值对应 2021 年业绩为 8.5 倍,处于低位,相比于同样折旧摊销较高的公司,估值具备一定优势。首次覆盖给予“买入”评级

■ 风险提示: 宏观经济下行导致出租率大幅下降、物业产权方或出租方违约风险、客户退租风险或招商不及预期风险,研报使用的信息或数据更新不及时的风险。

内容目录

一、公司介绍：国内领先的产业园区运营商	- 4 -
二、主营业务：改造老旧厂房，打造产业园区	- 5 -
业务内容：参与城市更新，专注改造管理	- 5 -
业务模式：承租运营为主，受托参股为辅	- 8 -
区域聚焦：深耕上海、大力拓展北京长三角	- 10 -
三、竞争优势：盈利能力强，业绩释放速度快	- 10 -
费用率低：组织架构合理、运营方式精细	- 10 -
盈利能力：运营早择址优，毛利率水平高	- 12 -
项目拓展：多管齐下，发力并购业绩释放快	- 16 -
四、财务分析：受新租赁准则影响利润下降	- 17 -
五、盈利预测：	- 18 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 4 -
图表 2：公司股权结构（截至 2021 年第三季度）	- 4 -
图表 3：锦和越界智造局 I 改造前	- 5 -
图表 4：锦和越界智造局 I 改造后	- 5 -
图表 5：截至 2021 年前三季度不同运营模式在管项目数量及面积（个、万 m^2 ）	- 5 -
图表 6：2019 年中国主要城市及国外城镇化率	- 6 -
图表 7：鼓励创意产业园发展的行业政策梳理	- 6 -
图表 8：锦和商业与各类城市更新参与者优势互补	- 7 -
图表 9：锦和商业主要业务内容	- 7 -
图表 10：锦和主营业务构成	- 8 -
图表 11：承租运营营收、毛利及占比：亿元，%	- 8 -
图表 12：承租运营业务模式	- 8 -
图表 13：受托运营业务模式	- 9 -
图表 14：公司各城市项目营收占比：%	- 10 -
图表 15：中小微企业主要分布在东部地区	- 10 -
图表 16：上海产业园区空置率持续下行：%	- 10 -
图表 17：公司主要内部职能部门的工作职责	- 11 -
图表 18：公司销售费率及管理费率之和与可比公司对比：%	- 11 -
图表 19：园区运营管理平台	- 12 -
图表 20：园区智能监控平台	- 12 -
图表 21：公司毛利率高于同行业可比公司：%	- 13 -

图表 22: 锦和商业收入结构: %	- 13 -
图表 23: 租赁业务毛利率的影响因素.....	- 13 -
图表 24: 承租运营的成本构成: %.....	- 13 -
图表 25: 公司投入运营较早的项目出租率及平均出租单价: %, 元/平米/天 ..	- 14 -
图表 26: 公司部分项目毛利率及在主营业务收入中占比: %	- 15 -
图表 27: 2021Q4 上海核心商务区平均租金	- 15 -
图表 28: 2021Q4 上海核心商务区写字楼空置率: %.....	- 15 -
图表 29: 2019-2021Q3 公司三种模式项目数量: 个	- 16 -
图表 30: 2019-2021Q3 公司三种模式项目面积: 万平米.....	- 16 -
图表 31: 2021 年公司新增承租运营项目整理: 万平米	- 16 -
图表 32: 单个承租园区新旧会计准则下成本计算	- 17 -
图表 33: 单个承租园区新旧会计准则下利润.....	- 17 -
图表 34: 公司营业收入、归母净利润及同比增速; 亿元, %	- 17 -
图表 35: 公司资产负债率: %.....	- 17 -
图表 36: 公司盈利预测: 亿元, %.....	- 18 -
图表 37: 可比公司 PE 及 EV/EBITDA 估值.....	- 18 -
图表 37: 公司盈利预测表.....	- 20 -

一、公司介绍：国内领先的产业园区运营商

锦和商业成立于 2007 年，2020 年于上交所上市，是国内领先的文化创意产业园区运营商。公司通过对老旧物业的重新定位设计，将其打造成能满足中小文创企业办公需求的园区，并为园区后续运营提供专业服务，传承城市文化的同时提升了老旧建筑的商业价值。

经过 15 年的发展，公司已经形成了一站式全产业链的服务能力，产品得到了广泛认可。2022 年 1 月，公司三个项目入选《2021 年度中国城市更新和既有建筑改造优秀案例》，公司被评为“城市更新优秀运营商”。

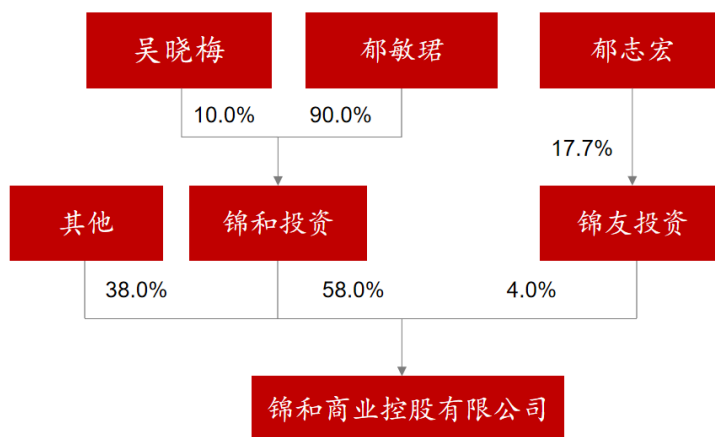
图表 1：公司发展历程

时间	事件
2007	公司前身锦和有限公司成立
2012	完成股份制改革，更名锦和商业
2017	收购北京华联商厦项目，业务进军北京
2020	锦和商业于 A 股主板上市
2021	锦和商业两项项目入选“2020 年度中国城市更新和既有建筑改造优秀案例”
2021	落子北京望京新荟城和北京日坛新荟坊
2021	签约衡山路 8 号
2021	荣膺全国产业园区运营服务商 TOP10
2021	2021《中国产业园区上市公司白皮书》发布，锦和商业蝉联模式创新第一
2021	与腾讯云、原图科技三方签署战略合作协议，启动“云屏计划”

来源：公司官网、中泰证券研究所

公司股权结构稳定，实际控制人郁敏璐女士履历丰富。截至 2021 年三季度，郁敏璐及其父母合计控制公司 58.7% 的股权。除担任公司董事长及总经理，郁敏璐女士还担任上海市第十三届政协委员、上海市徐汇区第十六届人大代表、上海现代服务业联合会第三届副会长、上海市宁波商会执行副会长、海市文化创意产业促进会副会长等社会职务。

图表 2：公司股权结构（截至 2021 年第三季度）



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

锦和商业主营业务为城市老旧物业的定位设计、改造、招商、运营和服务。以越界智造局 I 项目为例，该项目位于黄浦区蒙自路 169 号，是以典型的重工业性厂房形态建筑群为主的文化创意产业园区，2012 年投入运营。

2016 年到 2019Q3 该项目出租率始终维持在较高水平，是公司毛利率最高的项目，2019Q3 毛利率为 70.9%，远超行业平均水平，体现了公司良好的成本控制能力及园区运营能力。

图表 3: 锦和越界智造局 I 改造前



来源：公司官网、中泰证券研究所

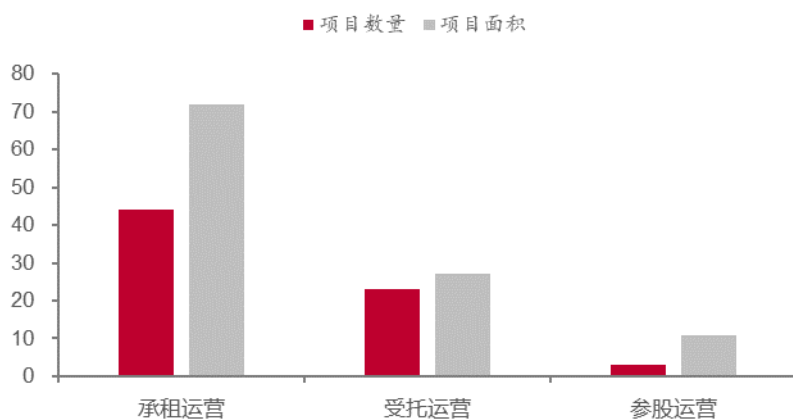
图表 4: 锦和越界智造局 I 改造后



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

截至 2021 年前三季度，锦和商业以承租运营、受托运营及参股运营方式经营的园区分别为 43 个、23 个及 3 个，合计管理面积分别为 72 万平方米、27 万平方米及 11 万平方米。

图表 5: 截至 2021 年前三季度不同运营模式在管项目数量及面积 (个、万㎡)



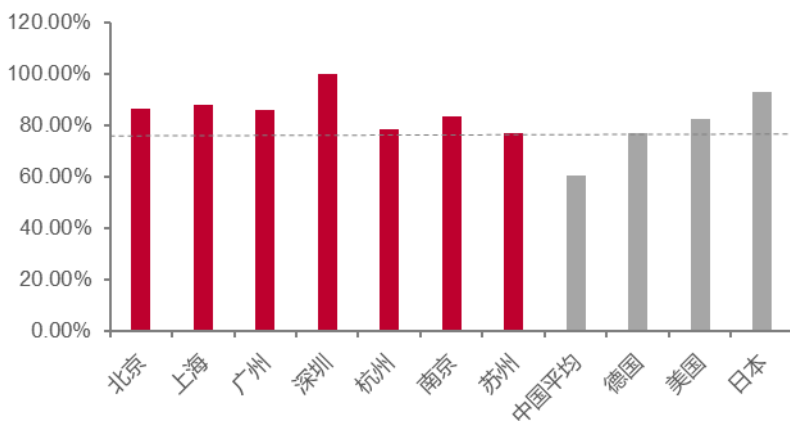
来源：公司公告、中泰证券研究所

二、主营业务：改造老旧厂房，打造产业园区

业务内容：参与城市更新，专注改造管理

从城市发展进程来看，我国一线城市及部分核心二线城市的城镇化率已超过西方平均水平。截至 2019 年，中国整体城镇化率超过 60%，北上广深及南京的城镇化水平高于德国和日本。房地产行业由增量市场转为存量市场过程中，城市更新成为可持续发展的必然选择。

图表 6: 2019 年中国主要城市及国外城镇化率



来源：国家统计局、公司公告、中泰证券研究所

创意产业园是城市更新和产业升级转型的重要载体，主要通过对既有建筑(群)进行改造而建成。我国老旧物业资源丰富，根据赛迪顾问《2019 中国工业遗存再利用路径与典型案例白皮书》统计，我国工业遗存建筑面积约 30 亿平方米。

大量存量工业物业无法满足现代城市发展要求，却占据了城市中心稀缺的土地资源，因而对其重新规划改造势在必行，也得到了国家政策大力支持。

图表 7: 鼓励创意产业园发展的行业政策梳理

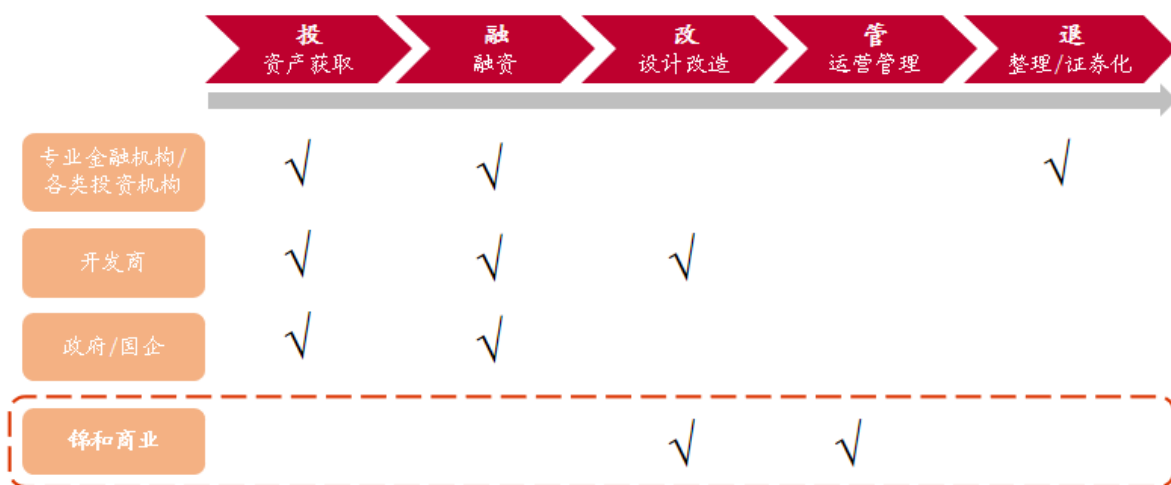
时间	城市	文件名	政策要点
2016.03	全国	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	推进文化业态创新，大力发展创意文化产业，促进文化与科技、信息、旅游、体育、金融等产业融合发展
2017.02	全国	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	以文化产业成为国民经济支柱性产业为目标，培育一批集聚功能和辐射作用明显的国家级文化产业园区
2017.09	全国	《中华人民共和国中小企业促进法》	国家鼓励建设和创办小型微型企业创业基地、孵化基地，为小型微型企业提供生产经营场地和服务
2017.12	上海	《关于加快本市文化创意产业创新发展的若干意见》	形成一批主业突出、具有核心竞争力的骨干文化创意企业，推进一批创新示范、辐射带动能力强的文化创意重大项目，建成一批业态集聚、功能提升的文化创意园区，集聚一批创新引领、创意丰富的文化创意人才
2018.06	北京	《关于推进文化创意产业创新发展的意见》	推动产业资源和配套服务设施向重点区域倾斜，优化布局文化创意产业功能区、文化创意产业示范园区、文化创意产业园区、文创小镇、文创街区、文创空间等
2018.09	全国	《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》	提出打造“双创”升级版的八个方面政策措施，其中：1) 大力促进创新创业平台服务升级；2) 加快构筑创新创业发展高地：培育创新创业集聚区，发挥“双创”示范基地引导示范作用
2020.04	全国	《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》	提升城市综合承载能力，改造一批老旧厂区，通过活化利用工业遗产和发展工业旅游，将“工业锈带”改为“生活秀带”、双创空间、新型产业空间和文化旅游场地

2021.03	全国	“十四五”规划建议	深入推进以人为核心的新型城镇化战略，实施城市更新行动：强化历史文化保护，塑造城市风貌
2021.06	北京	《关于开展老旧厂房更新改造工作的意见》	正式印发了老旧厂房更新改造的实施细则，明确了鼓励和支持发展的新产业、新业态、新模式，并对相关审批手续办理要求及流程进行了细化

来源：政府网站、中泰证券研究所整理

在城市更新及创意产业园区的价值链中，锦和商业凭借“改造”和“管理”的核心能力，将老旧建筑改造成能满足文创企业办公需求的产业园区，与其他参与者优势互补，是整个产业链中不可或缺的一部分。

图表 8：锦和商业与各类城市更新参与者优势互补



来源：公司官网、中泰证券研究所

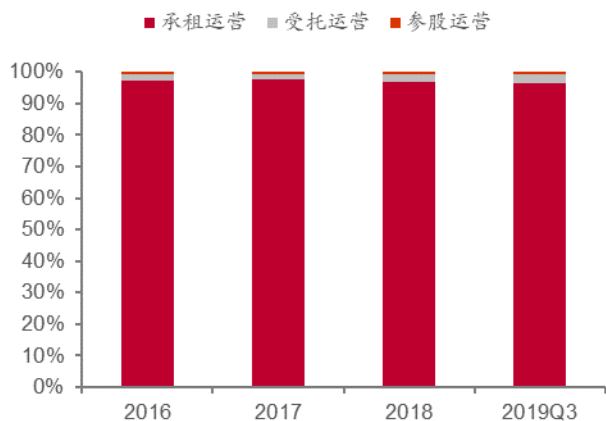
图表 9：锦和商业主要内容



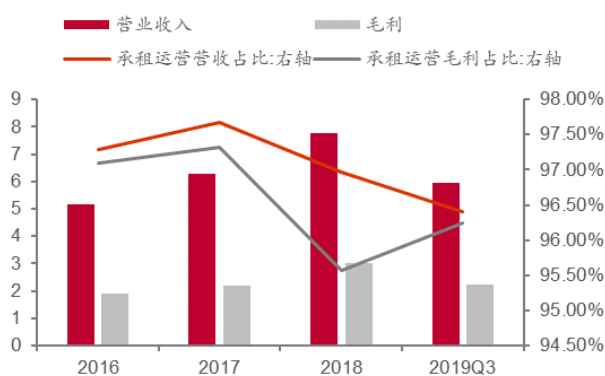
来源：公司官网、中泰证券研究所

业务模式：承租运营为主，受托参股为辅

公司的经营模式包括承租运营、参股运营和受托运营三种方式。根据公司招股说明书，承租运营是公司营业收入和毛利的主要来源，2016年至2019Q3承租运营收入的占比始终维持在96%以上。

图表 10：锦和主营业务构成


来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 11：承租运营营收、毛利及占比：亿元，%


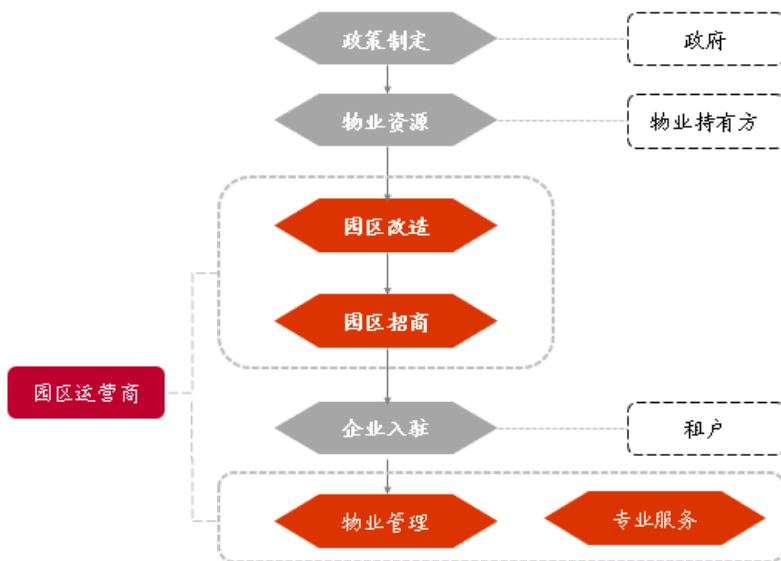
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

承租运营模式下，锦和商业与物业持有方签订长租协议，向物业持有方支付固定或浮动租金。租金成本是承租运营的主要成本，在协议签订时提前锁定。

公司对承租项目进行重新定位、设计及改造，将其打造成为符合新目标客户群办公和经营需求的创意产业园区后对外出租，并提供后续运营等专业服务。入驻企业支付的租金、物业管理费等为承租运营项目的主要收入来源。

综上，承租运营模式的盈利主要来自于入驻企业向公司支付的租金与公司向物业持有方支付的租金成本之差。2021年后，受新租赁准则的影响，租金计入成本的规则会发生变化从而改变报表层面利润释放节奏，但对公司实际经营状况不会产生影响。

图表 12：承租运营业务模式

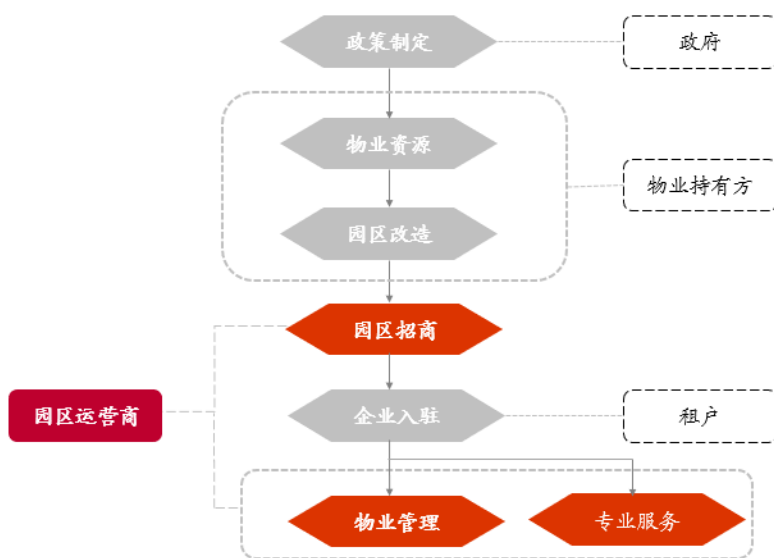


来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

受托运营模式下，锦和商业主要为管理输出。公司接受物业持有方委托，为创意产业园区提供招商、物业管理等运营管理服务。该模式下，公司不直接收取租金；收入主要来自于物业持有方向公司支付的服务费用，以及下游租户缴纳的物业管理费等。

与承租运营相比，受托运营模式更轻，公司无需承担租金及项目改建费用等固定成本，因此风险较小。

图表 13: 受托运营业务模式



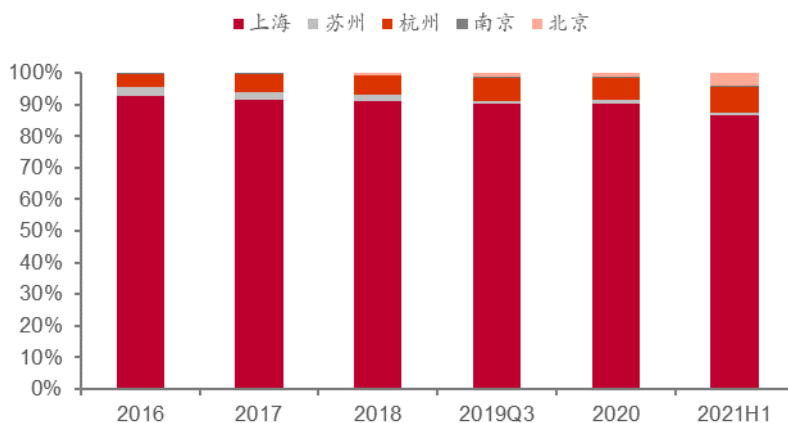
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

受托运营模式下，锦和商业与物业持有方合资成立项目公司，业务内容与承租运营相同，包括对项目进行前期的重新定位、设计与改造、招商，并提供后期的物业管理和专业服务

区域聚焦：深耕上海、大力拓展北京长三角

锦和商业坚持区域聚焦，所运营园区主要位于上海大本营。同时，公司大力拓展北京市场，并向长三角核心城市和其他省会城市辐射。截至2021年上半年，公司约87%的收入来自于上海项目，4%的收入来自于北京。

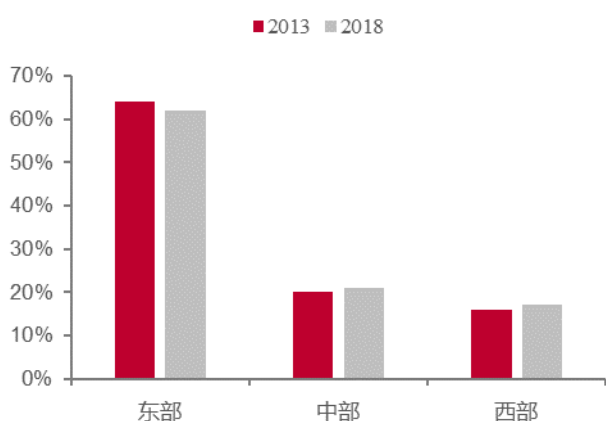
图表 14：公司各城市项目营收占比：%



来源：公司招股说明书、公司公告、中泰证券研究所

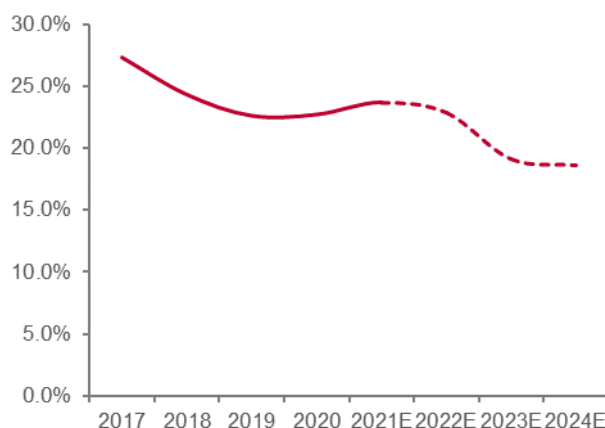
区域深耕战略有利于公司获取客户，保持高出租率。公司的客户主要为中小微企业。根据公司报告，2018年全国62%的中小微企业分布在东部地区，而上海是东部沿海唯一的一线城市，租赁需求充足。另一方面，上海产业园区空置率持续下行，据高力国际预计2024年空置率将降至18.6%，因此聚焦上海有利于公司整体出租率上升。

图表 15：中小微企业主要分布在东部地区



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 16：上海产业园区空置率持续下行：%



来源：高力国际、中泰证券研究所

三、竞争优势：盈利能力强，业绩释放速度快

费用率低：组织架构合理、运营方式精细

锦和商业合理的组织架构及精细化运营的方式，使公司具有较低的费用率。

组织架构上，公司每个业务环节分别由特定部门统一负责。不同部门各司其职有利于提高工作效率、增强客户粘性，降低公司整体费用率。

图表 17: 公司主要内部职能部门的工作职责

部门	主要职责
设计管理部	负责项目的整体、各建筑物的设计工作；为项目工程的成本控制、材料选择给予技术支持。
投资部	根据公司发展战略发掘潜在项目机会；完成新项目的商务谈判工作。
法务部	合同的审核起草管理，为重大项目规划及谈判提供法律支持，相关法律风险控制等与公司经营相关的法律事务
商务部	为项目开发和实施提供商务方面的后台配合和支持。
工程部	完成各类工程项目的实施、验收、交付等工作
前期配套部	负责项目前期工作及配套业务的进度和成本；组织、协调具体项目前期各项工程报批等手续
招商部	负责公司所有项目的招商、续租等工作
物业部	组织和实施运行项目的物业服务和管理工作；对公司新项目进行前期物业管理规划
运管部	负责对招商、物业、工程等业务条线履行运行监督职能等工作

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

招商是影响园区出租率和营业收入的重要因素，我们以招商环节举例，对公司组织结构优势展开论述。

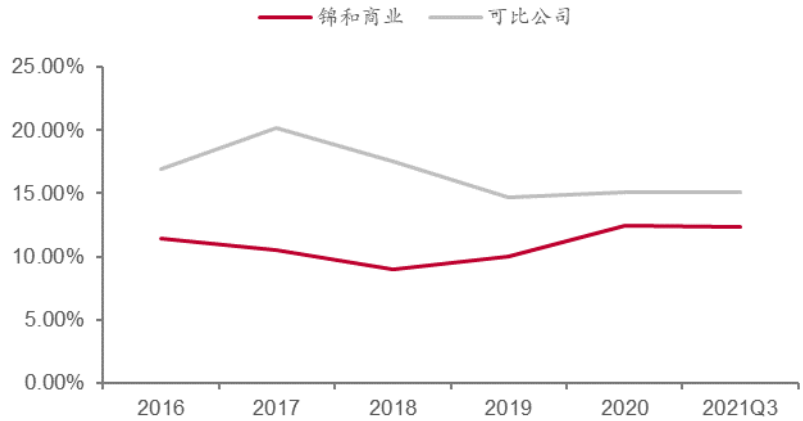
首先，统一管理的形式有利于形成规模效应。随着在管园区规模的扩大，公司招商团队已搭建起自己的目标客户数据库，且与多家中介咨询机构建立了稳定合作关系，能够快速锁定潜在客户。同时，基于业务经验的不断积累，招商团队成员对客户定位能力提高，能更准确洞察客户的个性化需求。上述两个因素共同作用可以提高招商速度，降低招商费用。

此外，招商部统一协调有利于提升客户体验感，增强客户粘性。根据自身需求，客户既可以选择集中于一地办公，又可以选择分散租赁公司不同地点的办公场所，灵活性强。另一方面，客户租约到期后，招商团队可向客户提供多种续约选择，使出租率维持在较高水平。

最后，招商部统一招商有利于避免内耗，增加整体收益。若每个项目独立管理，公司项目间存在竞争关系，会导致内部相互争夺客户资源。而统一管理下，各个项目可以通过客户资源共享实现共赢，提高公司整体收益。

公司组织架构的优势不仅体现在招商环节，也体现在设计定位、运营管理等环节，因此公司销售费率及管理费率显著低于同行业可比公司。

图表 18: 公司销售费率及管理费率之和与可比公司对比: %



来源：Wind、中泰证券研究所，注：可比公司为德必集团

精细化运营方面，锦和商业通过搭建智慧园区信息服务平台，进一步提升公司的运营管理水平，巩固低费用率优势。

智慧园区信息服务平台主要包括园区运营管理平台和园区智能监控平台。其中，园区运营管理平台包含园区客户服务系统、园区运营管理系统、园区运营财务系统及园区综合数据分析系统四个版块。该平台能够建立覆盖客户和企业员工的统一的会员服务系统，通过分析会员行为，为客户提供全生命周期的精准管理和服务；此外，平台能在招商、物业、工程、人事及财务等方面实现全业务链的精细化管控，有利于提高办公效率，降低运营成本。

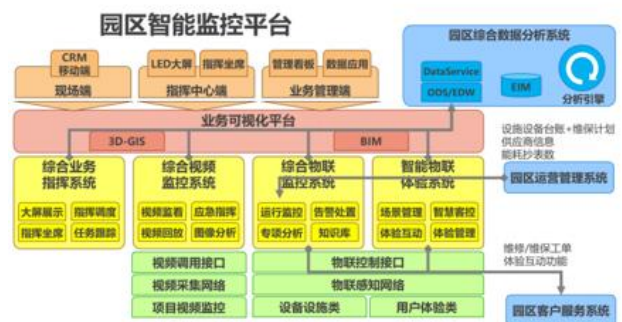
园区智能监控平台能从物业和客服的角度推动园区运行管理的自动化和智能化，有助于降低对个人的依赖；且通过全流程运营数据的不断积累，可以运用数据分析做出判断，有助于公司更好的应对市场和业务变化。

图 19: 园区运营管理平台



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所整理

图 20: 园区智能监控平台



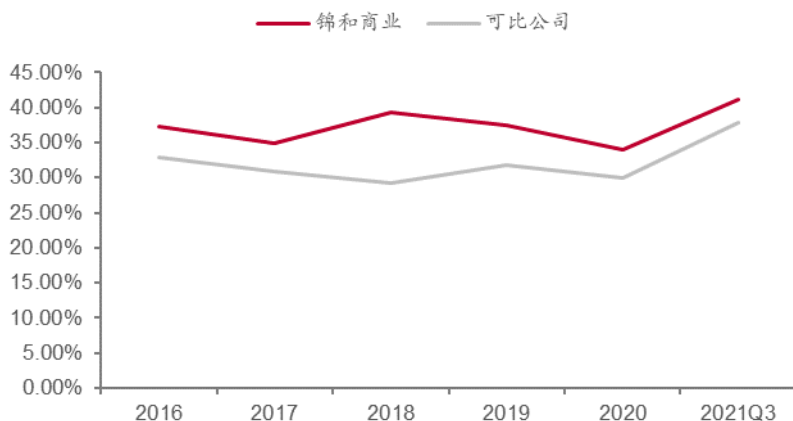
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

盈利能力：运营早择址优，毛利率水平高

锦和商业毛利率高于同行业可比公司。根据公司招股说明书，租金收入是公司营业收入的主要来源，2016年至2019Q3在总收入中占比维持在75%左右。由于租金收入全部来自于承租运营，因此我们通过拆解承租

运营项目来分析公司毛利率水平高的原因。

图表 21: 公司毛利率高于同行业可比公司: %



来源: Wind、中泰证券研究所, 注: 可比公司为德必集团

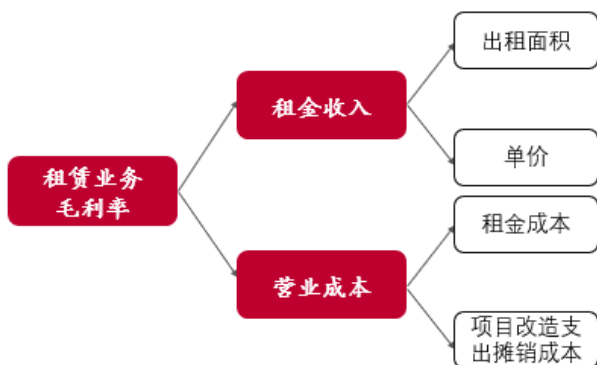
图表 22: 锦和商业收入结构: %

		2016	2017	2018	2019Q1-Q3
承租运营	租金	73.76%	75.52%	75.26%	74.07%
	物业管理费	12.02%	11.19%	10.34%	11.39%
承租运营 受托运营	停车费	3.36%	3.24%	2.87%	2.55%
	能源	8.92%	8.11%	7.68%	8.68%
参股运营及其他	公共服务	1.12%	1.21%	1.07%	1.25%
	其他服务	0.83%	0.73%	2.78%	2.06%
合计		100%	100%	100%	100%

来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

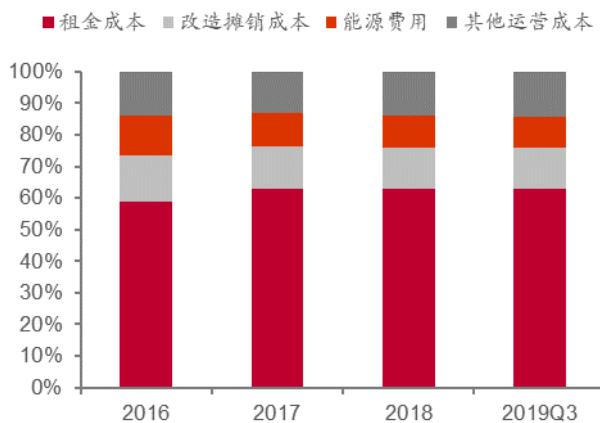
影响租赁业务毛利率的两个因素为租金收入及营业成本。单个项目租金收入与出租率及出租均价正相关; 营业成本由租金成本及项目改造支出的摊销成本构成, 该部分成本提前锁定, 在承租运营总成本中占比超过70%。

图表 23: 租赁业务毛利率的影响因素



来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所整理

图表 24: 承租运营的成本构成: %



来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

投入运营时间早的园区大多成本低、营收高，因此毛利率较高。较早投入运营的项目，由于签约时间早，承租价格低于近期市场平均水平，租金成本在租金收入中占比低。

另一方面，刚投入运营的项目通常入驻率较低，受固定成本影响，毛利率水平也较低。但投入运营早的园区大多进入平稳运营阶段，出租率维持在较高水平，且出租单价能随着市场租赁价格水平上涨而提高，营业收入高。

图表 25：公司投入运营较早的项目出租率及平均出租单价：%，元/平米/天

	平均出租率				平均出租单价			
	2016	2017	2018	2019Q3	2016	2017	2018	2019Q3
越界创意园	92.91%	94.87%	92.49%	91.94%	4.44	4.64	4.92	4.44
越界·苏河汇	92.79%	96.14%	93.50%	89.23%	3.88	3.9	4.18	4.35
越界·永嘉庭	96.36%	96.18%	92.85%	91.44%	7.44	7.89	8.2	8.27
越界·500视觉园	98.03%	92.67%	88.05%	65.04%	4.35	4.39	4.4	4.54
越界·智造局II	94.92%	97.99%	91.87%	82.78%	4.88	4.97	5.54	5.86
越界·X2创意空间	96.66%	94.65%	86.91%	80.19%	5.52	5.74	6.23	6.36
越界·智造局I	97.40%	98.84%	92.59%	85.37%	5.60	5.81	6.53	6.87
越界·乐平方	97.98%	89.77%	93.58%	87.56%	2.98	3.26	3.51	3.7
越界·智慧谷	94.95%	95.17%	96.97%	92.83%	3.55	3.72	4.06	4.46
越界·X2创意空间二期	-	40.22%	79.89%	93.59%	-	4.79	4.96	4.87

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所 注：越界 500 视觉园项目 2019 年出租率下降是由于出租房交付的租赁面积增加

锦和商业的越界创意园、越界智造局 II、越界苏河汇、越界 500 视觉园、越界 X2 创意空间、越界智造局 I 及越界永嘉庭等项目的签约日期距今时间较长，毛利率水平均在 40%以上且合计收入在主营业务收入中占比接近一半。越界世博园和越界 X2 创意空间三期等项目投入运营时间相对较短，出租率暂处于爬坡期，租金成本及单价未形成明显优势，但此部分项目营收占比较小，未对公司利润率形成较大拖累，因此公司整体毛利率较高。随着此类项目逐渐步入成熟运营，能为公司贡献潜在高质量增长。

图表 26: 公司部分项目毛利率及在主营业务收入中占比: %

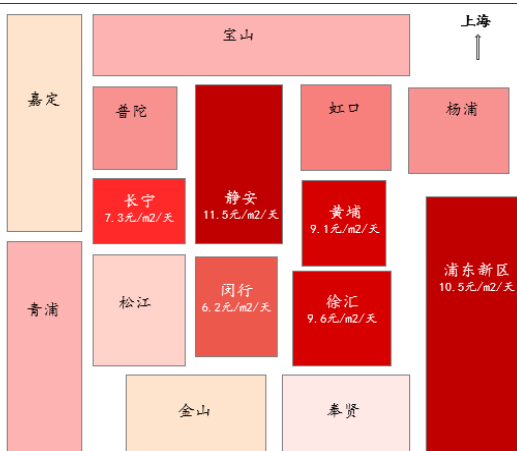
项目名称	投入运营时间	开始盈利时间	租金成本占租金收入比例	项目毛利率	在主营业务收入中占比
越界创意园	2008	2009	32.64%	55.34%	20.84%
越界·苏河汇	2010	2011	40.00%	46.23%	2.06%
越界·永嘉庭	2010	2011	45.79%	41.98%	3.16%
越界·500视觉园	2011	2012	35.40%	51.08%	1.21%
越界·智造局II	2011	2011	16.64%	66.59%	3.16%
越界·X2创意空间	2011	2011	17.11%	68.86%	3.23%
越界·智造局I	2012	2012	21.02%	70.91%	6.96%
越界·乐平方	2013	2014	36.08%	45.66%	2.83%
越界·智慧谷	2015	2016	38.28%	42.88%	1.12%
越界·X2创意空间二期	2017	2017	26.41%	63.04%	1.93%
所有项目平均	-	-	60.65%	37.52%	-
大宁财智中心	2013	2015	92.23%	10.28%	3.39%
越界·菁英汇	2014	2017	77.68%	14.10%	0.89%
越界·锦绣工坊	2014	暂未	81.12%	-13.11%	0.93%
锦和大厦	2015	2019	101.61%	5.27%	6.24%
越界·田林坊	2017	2017	66.64%	30.18%	9.19%
越界·世博园	2017	2018	61.32%	23.78%	9.65%
越界·X2创意空间三期	2018	2018	76.40%	19.14%	0.54%
航天大厦	2012	2015	95.38%	0.18%	3.80%

来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所 注: 越界 500 视觉园项目数据为 2018 年, 其他项目数据均为 2019Q3

除投入运营时间外, 公司优秀的园区择址能力也是毛利率高的重要原因。静安区、黄浦区、徐汇区及浦东新区等地的核心区域是整个上海的核心商务区, 写字楼平均租金水平均大于 9 元/m²/天。

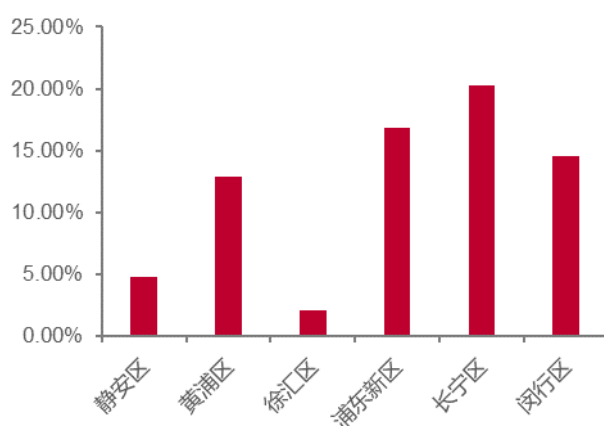
根据公司招股说明书, 截至 2019 年 Q3, 公司近半数项目位于上述租金水平高且空置率低的区域。且 2021 年公司新拓展了位于徐汇的衡山路 8 号项目和越界睿园项目。项目地理位置优越有利于公司提高出租价格, 实现更高的营业收入从而提升毛利率。

图表 27: 2021Q4 上海核心商务区平均租金



来源: 蓝色基石数据、中泰证券研究所整理

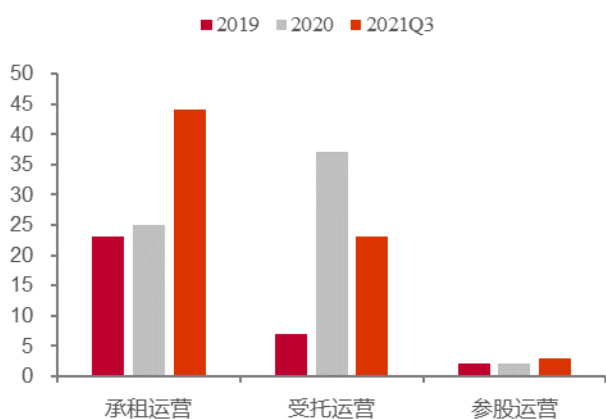
图表 28: 2021Q4 上海核心商务区写字楼空置率: %



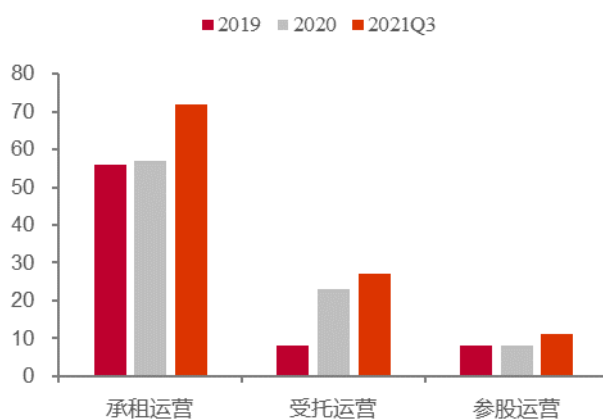
来源: 蓝色基石数据、中泰证券研究所

项目拓展：多管齐下，发力并购业绩释放快

拓展具有商业价值提升空间的项目是锦和商业业绩增长的关键。公司多管齐下，在自主外拓的同时，积极通过收并购的方式获取优质项目。根据公司公告，截至 2021 年前三季度，公司承租运营、受托运营及参股运营管理的园区分别为 44 个、23 个及 3 个；管理面积分别为 72 万平方米、27 万平方米及 11 万平方米。

图表 29：2019-2021Q3 公司三种模式项目数量：个


来源：公司公告、中泰证券研究所整理

图表 30：2019-2021Q3 公司三种模式项目面积：万平方米


来源：公司公告、中泰证券研究所

从承租运营的新拓项目来看，上市后公司主要通过兼收并购的方式拓展项目。2021 年全年，公司合计新增 24 个承租运营项目，其中仅 2 个项目是通过自主外拓取得。

图表 31：2021 年公司新增承租运营项目整理：万平方米

获取时间	项目名称	项目地点	获取方式	项目面积（约合）	预计投入运营时间
2021.04	北京望京新荟城	北京	企业并购	5	成熟项目
2021.04	北京日坛新荟坊	北京	企业并购	0.5	成熟项目
2021.04	上海安福路项目等17个项目	上海	企业并购	8.4	成熟项目
2021.05	衡山路8号	上海	自行承租	4.8	2022年
2021.09	祥德路项目	上海	自行承租	1.0	-
2021.09	越界睿园	上海	企业并购	1.2	成熟项目
2021.09	北京新荟园东区	北京	企业并购	2.5	2021.11
2021.09	北京新荟园北区	北京	企业并购		2021.11

来源：公司公告、公开资料、中泰证券研究所整理

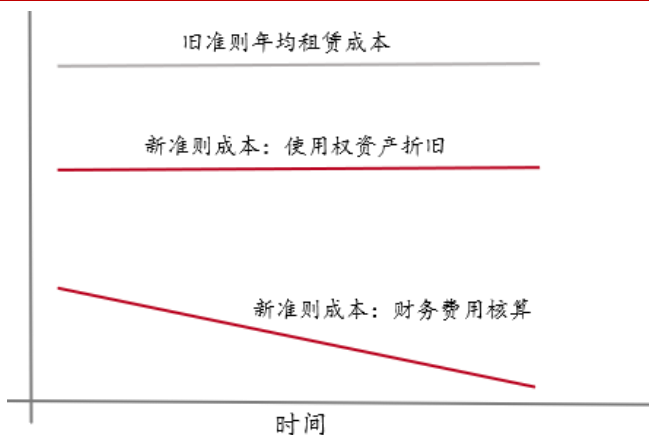
与自行承租相比，通过并购方式取得的项目大多已经改建好并步入成熟运营阶段，无需经历爬坡期，在项目取得当年即可贡献收入，因此公司业绩释放节奏较快。

四、财务分析：受新租赁准则影响利润下降

2021年起，公司根据财政部要求采取新租赁准则，且财务报表披露不追溯调整2020年末可比数，会对公司利润和资产负债表产生影响。

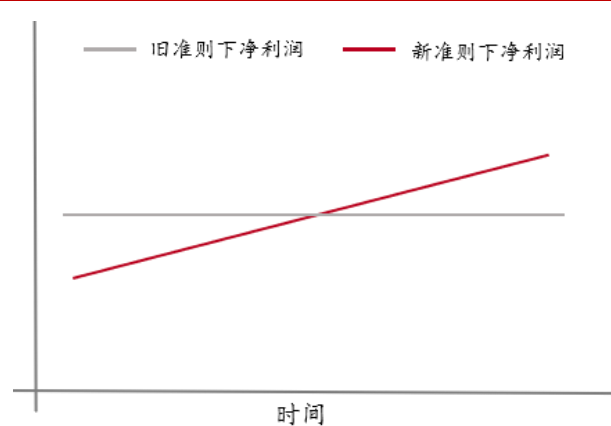
利润方面，租赁成本的会计处理方式从之前的“直线法”到改为“前高后低”法，会导致单个项目前期利润率较低，净利润在项目后半期逐步释放。

图表 32：单个承租园区新旧会计准则下成本计算



来源：公司公告、中泰证券研究所整理

图表 33：单个承租园区新旧会计准则下利润

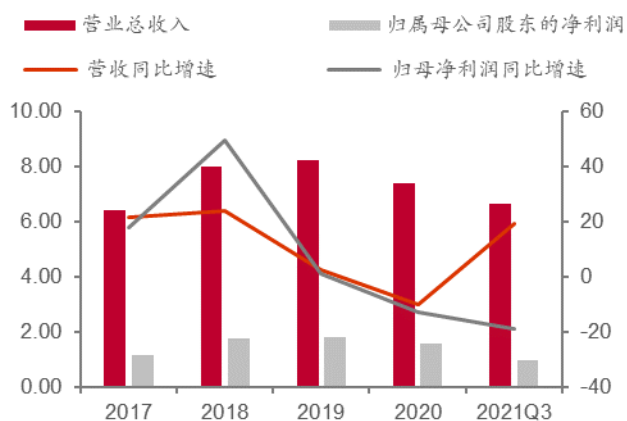


来源：公司公告、中泰证券研究所整理

2021年前三季度，公司实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 19.39%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比下降 18.70%。若剔除租赁准则调整影响，公司实现营业收入 6.69 亿元，同比上升 19.76%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比上升 14.90%

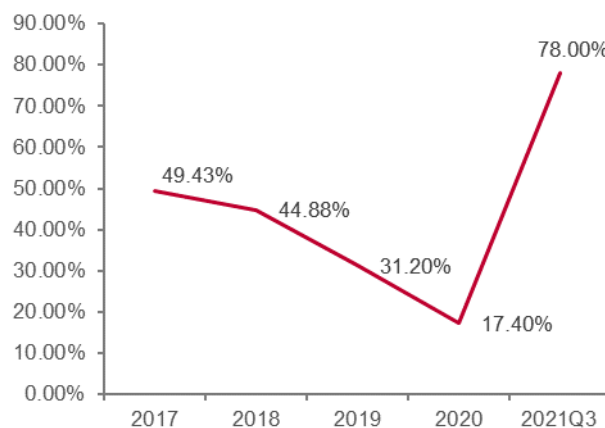
资产负债表方面，公司需根据经营合同情况于资产端和负债端同时确认“使用权资产”和“租赁负债”，并调整部分相关科目，公司资产负债率由 2020 年底的 17.40% 提升至 2021 年 Q3 的 78.00%。公司实际负债情况未发生改变，有息负债为 0。

图表 34：公司营业收入、归母净利润及同比增速；亿元，%



来源：Wind、中泰证券研究所整理

图表 35：公司资产负债率：%



来源：Wind、中泰证券研究所

五、盈利预测:

公司营业收入增长既可通过提高现有项目的出租率及出租单价,又可通过增加项目数量。随着公司在营项目逐步进入稳定运营期,叠加公司大力发展外拓,我们预计公司 2021 年至 2023 年,实现营业收入 9.54 亿、11.94 亿、14.79 亿,同比增长 29.0%、25.2%及 23.9%,实现归属母公司净利润 1.29 亿、1.67 亿及 2.19 亿,同比增长-17.3%、29.3%及 31.3%。

核心假设:

- 1、根据公司招股说明书,公司于 2019 年至 2024 年不存在项目运营期限到期的情况。因此假设 2020 年之前已有项目成本不变,营业收入稳中有增。
- 2、假设公司收并购的成熟项目当年即可产生营业收入。
- 3、假设销售费用和管理费用保持稳定;受新租赁准则的影响,财务费用显著增加,假设 2021 年-2023 年财务费用分别为 1.46、1.32 及 1.20 亿元。

图表 36: 公司盈利预测: 亿元, %

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8.00	8.22	7.39	9.54	11.94	14.79
YoY	24.2%	2.8%	-10.1%	29.0%	25.2%	23.9%
承租运营面积	-	56.00	57.00	73.10	81.10	88.10
成本	4.86	5.14	4.88	5.82	7.46	10.59
YoY	30.3%	13.9%	-6.0%	19.2%	28.3%	41.9%
归属母公司净利润	0.51	1.14	0.98	1.29	1.67	1.87
YoY	87.3%	123.5%	-14.0%	-17.3%	29.3%	31.3%

来源: Wind、中泰证券研究所

锦和商业适合采用 EV/EBITDA 进行估值。EBITDA 是利息、所得税、折旧、摊销前的盈余,新准则下,部分租赁成本会被确认为财务费用,因此对公司来说 EBITDA 能更好的反映其真实利润水平。由于公司的使用权资产摊销为实际向产权所有方支付的租金,计算 EBITDA 时不加回该部分。公司当前市值对应 2021 年业绩为 8.5 倍,处于低位,相比于同样具有大量折旧摊销的公司,估值具备一定优势。首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 37: 可比公司 PE 及 EV/EBITDA 估值

公司名称	股价 (元)	EPS				PE				EV (亿元)	EBITDA				EV/EBITDA			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
大悦城	3.95	-0.09	0.33	0.38	0.45	-43.9	12.0	10.4	8.8	890	52.9	60.7	73.1	84.7	16.8	14.7	12.2	10.5
陆家嘴	11.16	0.91	0.99	1.07	1.15	12.3	11.3	10.4	9.7	867	67.1	80.2	96.8	120.8	12.9	10.8	9.0	7.2
德必集团	31.09	2.43	1.40	1.62	1.84	12.8	22.2	19.2	16.9	25	2.2	2.7	3.0	3.4	11.7	9.5	8.4	7.4
浦东金桥	12.14	0.99	1.15	1.41	1.74	12.3	10.6	8.6	7.0	206	18.1	21.6	25.1	30.2	11.3	9.5	8.2	6.8
锦和商业	5.84	0.33	0.27	0.35	0.46	17.7	21.4	16.5	12.6	30	3.0	3.6	3.9	4.5	10.2	8.5	7.7	6.7

来源: Wind、中泰证券研究所 注: 采用的 EV 含货币资金, 采取 2022 年 2 月 11 日的股价及市值

风险提示:

宏观经济下行导致出租率大幅下降：公司的客户主要为文化创意企业和科技创新企业，如果宏观经济环境受到疫情等影响下行，将对文化创意产业的发展造成不利影响，导致企业对文化创意产业园区的需求减少，从而影响公司的出租率水平。

物业产权方或出租方违约风险：公司与物业产权方签订的租赁合同明确约定了租金、租赁期限、续租条款、违约金等商务条款，但随着园区及周边区域土地价值的提升，可能存在物业产权方或出租方不执行租赁合同的违约风险。

客户退租风险或招商不及预期风险：客户出于自身的经营情况可能会考虑退租，若客户退租后不能及时吸引新的客户，或新拓园区招商不及预期，会提高公司空置率，对公司收入产生影响。

研报使用的信息或数据更新不及时的风险

图表 38: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	629	347	228	94	营业收入	739	954	1,194	1,479
应收票据	0	0	0	0	营业成本	488	582	746	939
应收账款	24	32	34	45	税金及附加	4	6	7	9
预付账款	59	46	11	14	销售费用	20	27	33	37
存货	0	0	257	81	管理费用	72	86	107	133
合同资产	0	0	0	0	研发费用	2	2	3	4
其他流动资产	35	35	44	56	财务费用	-2	146	132	120
流动资产合计	747	460	574	290	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	182	182	182	182	资产减值损失	-1	0	0	0
长期股权投资	34	55	55	55	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	8	25	38	46	投资收益	15	20	18	18
在建工程	3	13	23	33	其他收益	18	25	18	15
无形资产	75	70	65	61	营业利润	186	150	201	270
其他非流动资产	822	4,296	4,704	5,523	营业外收入	23	23	23	23
非流动资产合计	1,124	4,641	5,067	5,900	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,871	5,101	5,641	6,190	利润总额	208	172	223	292
短期借款	0	0	0	0	所得税	52	43	56	73
应付票据	0	0	0	0	净利润	156	129	167	219
应付账款	71	93	113	145	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	41	72	83	100	归属母公司净利润	156	129	167	219
合同负债	10	17	21	27	NOPLAT	155	239	266	309
其他应付款	160	160	160	160	EPS (摊薄)	0.33	0.27	0.35	0.46
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	34	192	322	391	主要财务比率				
流动负债合计	316	534	699	823	会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	3	6	9	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-10.1%	29.0%	25.2%	23.9%
其他非流动负债	10	3,362	3,697	4,066	EBIT增长率	-14.3%	53.9%	11.4%	16.2%
非流动负债合计	10	3,365	3,703	4,075	归母公司净利润增长率	-12.8%	-17.3%	29.3%	31.3%
负债合计	326	3,899	4,402	4,898	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,545	1,202	1,239	1,292	毛利率	34.0%	39.0%	37.5%	36.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.1%	13.5%	14.0%	14.8%
所有者权益合计	1,545	1,202	1,239	1,292	ROE	10.1%	10.7%	13.5%	17.0%
负债和股东权益	1,871	5,101	5,641	6,190	ROIC	8.8%	17.5%	18.2%	19.1%
					偿债能力				
					资产负债率	17.4%	73.3%	73.1%	73.7%
					债务权益比	0.6%	280.0%	298.7%	315.5%
					流动比率	2.4	0.9	0.8	0.4
					速动比率	2.4	0.9	0.5	0.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.2
					应收账款周转天数	11	11	10	10
					应付账款周转天数	57	51	50	49
					存货周转天数				
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.33	0.27	0.35	0.46
					每股经营现金流	0.44	1.08	0.44	0.87
					每股净资产	3.27	2.54	2.62	2.73
					估值比率				
					P/E	18	21	17	13
					P/B	2	2	2	2
					调整后EV/EBITDA	10	8	8	7

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。