

积余锲而成

——招商积余 (001914.SZ) 首次覆盖报告 房地产/房地产服务



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

我们认为,在物企规模增速放缓、盈利普遍承压下行的当前时刻,物业企业将逐渐回归经营及服务本源,告别盲目扩张时期,迈向高质量发展阶段,同时,非住业态是目前多数物企的重点发力方向。在此背景下,内生外拓均好、业态平衡多样、资源禀赋优异的全能型物企将有望迎来更加稳定的增长。在22年营收大于50亿的物企中,公司在非住业态的面积及营收占比均为第一,在非住领域具有领先优势。

行业回归本源 注重多元发展

- ◆ **告别狂飙 注重续航:** 22年整体物业板块营收增速放缓,央国企更具韧性,央国企背景的房企亦表现相对稳健,为央国企物企提供了内生增量,在盈利能力方面,22年央国企盈利能力持续增强且近三年来首次超过民企。
- ◆ **非住市场 大有可为:** 相较于住宅,非住宅业态具有物业费单价高、收缴率高、细分赛道多、专业门槛更高、服务边界广阔的特点,已经成为了目前多数物企重点发力的方向。从近月物企市场外拓数据来看,非住业态拓展占比持续高于住宅物业,22年全年物业板块外拓项目中住宅物业占比仅为28.5%。

百年积余再启航 两大国资再添翼

- ◆ 招商积余背靠招商局集团与航空工业集团两大国资,股权结构稳定。2019年起,招商蛇口收购中航善达,实现了招商物业和中航物业的强强联合。
- ◆ 蛇口全面助力,2023年前三个月的数据显示,招商蛇口的销售额以及销售面积都在不断增长。同时,招商蛇口拿地强度处于业内较高水平,22年,招商蛇口拿地强度约在30%水平,23年1-3月,招商蛇口拿地金额同比高增102%,表明招商蛇口拿地积极土地储备充足,为招商积余的规模提高和业务转型筑就坚实后盾。

逆风局中彰显定力

- ◆ **基础物业管理:根基稳固枝繁茂。**管理面积保持增长,得益于强大的股东支持,公司内生面积持续稳定输送,同时,外拓并购也进行多点发力,公司抓住非住市场领先优势,“总对总”业务亦持续扩大,市场拓展更将助力面积保持增长。
- ◆ **平台增值服务:实现翻倍增长。**平台增值服务为公司23年发展的重点方向,以“到家汇”平台为核心,22年营业收入同比增长116.91%,实现平台销售额12.4亿元,同比增长52%,且毛利增速高于收入增速,未来贡献增长仍然可期。
- ◆ **专业增值服务:细分赛道多点开花。**公司的专业增值服务细分赛道较多,业务收入稳中有进。截至22年,公司专业增值服务收入达18.7亿元,同比增长1.65%,占总营收比例为14.96%。毛利稳定增长,增速显著高于营收增速,毛利率实现提升。
- ◆ **资产管理业务:前途光明潜力足。**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。公司商业运营收入仍保持了较高的增速,同比增长达75.72%,但此项业务占比较小,而占比较大的持有物业出租给经营收入同比减少27.19%,主要是由于根据相关规定进行租金减免,以及轻重资产分离取得进展,公司持有型物业可出租面积减少,我们预计未来此项业务预计仍将保持稳定。

财务分析

- ◆ 营业收入稳定增长,22年毛利率短期因租金减免、人工成本增加等因素影响承压,预计未来毛利率仍有提升空间,归母净利润若扣除减租影响后同比增长31.5%,剔除减租影响后的归母净利润增速高于营收增速。
- ◆ 期间费用率整体呈下行趋势,应收账款管理整体健康,其他应收款大幅收缩,随着公司管理规模的扩大,人均创收亦稳健上行。

投资建议:我们持续看好招商积余的业绩发展,我们预测公司2023-2025年实现营业收入157.38/188.41/225.48亿元,同比增长20.84%/19.71%/19.67%;实现归母净利润7.62/9.49/11.14亿元,同比增长28.36%/24.6%/17.32%;预期EPS分别为0.72/0.91/1.05元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:预测中假设偏离真实情况的风险,外拓不及预期、项目无法续签风险,轻重资产剥离不及预期风险,成本持续上行、降本增效不及预期风险。

评级

买入(首次)

2023年4月23日

曹旭特

分析师

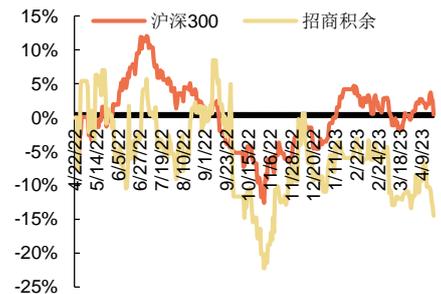
SAC执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2023.4.21

总市值/流通市值(亿元)	156.61/156.61
总股本(万股)	106034.61
资产负债率(%)	47.92
每股净资产(元)	8.8
收盘价(元)	14.77
一年内最低/最高价(元)	13.17/19.38

公司股价表现走势图



资料来源:wind, 申港证券研究所

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10590.93	13023.78	15738.48	18841.06	22547.59
增长率 (%)	22.65%	22.97%	20.84%	19.71%	19.67%
归母净利润 (百万元)	512.87	593.51	761.85	949.3	1113.7
增长率 (%)	17.86%	15.72%	28.36%	24.6%	17.32%
净资产收益率 (%)	5.92%	6.49%	8%	9.51%	10.59%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.72	0.9	1.05
PE	30.54	26.39	20.56	16.5	14.06
PB	1.81	1.71	1.65	1.57	1.49

资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 历史每股收益及相关指标已根据当前股本数追溯调整。

内容目录

1. 行业回归本源 注重多元发展.....	5
1.1 告别狂飙 注重续航.....	5
1.2 非住市场 大有可为.....	8
2. 百年积余再启航 两大国资共添翼.....	11
2.1 背靠两大央企 悠久历史再续.....	11
2.2 蛇口全面助力 积余扶摇直上.....	12
3. 逆风局中彰显定力.....	14
3.1 基础物业管理：根基稳固枝繁茂.....	15
3.2 平台增值服务：实现翻倍增长.....	18
3.3 专业增值服务：细分赛道多点开花.....	19
3.4 资产管理业务：前途光明潜力足.....	21
4. 财务分析.....	22
4.1 营业收入稳定增长.....	22
4.2 营业成本大幅上升.....	24
4.3 毛利逐年增长 毛利率略有下降.....	26
4.4 期间费用率下行.....	27
4.5 归母净利润稳健提升.....	28
4.6 应收账款和其他应收款.....	28
4.7 净现比基本稳定.....	29
4.8 人均创收稳健上行.....	30
5. 盈利预测.....	30
5.1 基本假设条件.....	30
5.2 盈利预测.....	33
5.3 估值及投资建议.....	33
6. 风险提示.....	33

图表目录

图 1：已披露业绩上市物企营收及同比增速情况（按照营收排名 TOP30）.....	5
图 2：已披露业绩上市物企毛利及同比增速情况（按照毛利排名 TOP30）.....	5
图 3：已披露业绩上市物企归母净利润及同比增速情况（按照营业收入排名 TOP30）.....	6
图 4：22 年 50 家代表房企分类型拿地销售比.....	6
图 5：20-22 年分类型上市物企在管面积均值及同比增速.....	6
图 6：21VS22 分类型物企并购交易金额及占比.....	6
图 7：21VS22 分类型应收账款及其他应收款占比均值.....	7
图 8：20-22 年分类型上市物企毛利率、净利率均值.....	7
图 9：国企物业板块及招商积余历史估值情况.....	7
图 10：部分物企营收及估值情况.....	8
图 11：22 年全年物企拓展类型占比.....	8
图 12：20-22 年我国住宅及非住业态管理面积规模及增速.....	8
图 13：建筑业口径下各业态竣工面积（亿方）及住宅竣工面积占比（%）.....	9
图 14：2021 年百强企业分业态物业费单价（元/m ² /月）.....	9
图 15：2021 年百强物企各业态收缴率（%）.....	9
图 16：22 年营收大于 50 亿物企分业态面积及收入占比（按非住收入占比排序）.....	10
图 17：招商积余发展历史.....	11
图 18：招商积余股权架构.....	11
图 19：招商蛇口新增销售面积及新增土地储备面积（万方）.....	12
图 20：招商蛇口 23 年销售额（亿元）及销售面积（万方）.....	12
图 21：2022 年 30 家主要房企拿地强度表现.....	12
图 22：招商积余“沃土云林”生态圈.....	15
图 23：招商积余在管面积（万方）及同比增速（%）.....	16
图 24：招商积余在管面积构成（按业态）.....	16
图 25：招商积余住宅业态在管面积及增量（按开发商，万方）.....	16
图 26：招商积余非住业态在管面积及同比增速（按业态）.....	16
图 27：招商积余基础物业管理收入（万元）及同比增速（%）.....	16
图 28：招商积余基础物业管理收入构成（业态）.....	16
图 29：招商积余基础物业管理单方收入（元/月/平方米）.....	17
图 30：招商积余基础物业管理非住单方收入（元/月/平方米）.....	17
图 31：招商积余基础物业管理单方毛利（元/月/平方米）.....	17
图 32：招商积余基础物业管理毛利率（%）.....	17
图 33：招商积余平台增值服务收入（亿元）及占总营收比例（%）.....	18

图 34: 招商积余平台增值服务毛利及毛利率.....	19
图 35: 招商积余专业增值服务细分赛道一览.....	19
图 36: 招商积余专业增值服务收入 (万元) 及同比增速 (%)	20
图 37: 招商积余专业增值服务营收排名前三业务收入及增速	20
图 38: 招商积余专业增值服务毛利、毛利率及毛利占总毛利比例	20
图 39: 招商积余资产管理业务收入 (万元) 及同比增速 (%)	21
图 40: 招商积余资产管理业务毛利 (万元) 及同比增速 (%)	21
图 41: 招商积余资产管理业务毛利率 (%)	21
图 42: 招商积余近四年总营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	22
图 43: 招商积余各业务所占总营业收入比例 (%)	22
图 44: 物业管理业务收入各部分当年收入占比 (%)	22
图 45: 各年基础物业管理服务收入及同比增速	23
图 46: 各年住宅收入及非住宅收入 (亿元)	23
图 47: 住宅、非住宅管理面积 (万方) 及两者的单位收入 (元/月/平方米)	23
图 48: 非住宅收入近三年构成变化	24
图 49: 资产管理业务收入、同比增速及总占比	24
图 50: 其他业务收入、同比增速及总占比	24
图 51: 招商积余各业务成本同比增速 (%)	25
图 52: 招商积余各业务成本 (亿元)	25
图 53: 招商积余总毛利、同比增速及毛利率	26
图 54: 物业管理服务毛利、同比增速及毛利率	26
图 55: 非住宅毛利、同比增速及毛利率	26
图 56: 资产管理服务毛利、同比增速及毛利率	26
图 57: 持有物业出租及经营毛利、同比增速及毛利率	26
图 58: 招商积余期间费用 (亿元) 及费用率 (%)	27
图 59: 招商积余资产负债率 (%)	27
图 60: 招商积余归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	28
图 61: 招商积余应收账款账龄结构	28
图 62: 招商积余其他应收款账龄结构	28
图 63: 招商积余关联方应收账款以及其他应收款 (亿元)	29
图 64: 招商积余归母净利润 (亿元)、经营性净现金流 (亿元) 以及净现比	29
图 65: 招商积余员工总数 (人) 以及人均创收 (万元)	30
表 1: 不同轻资产模式比较	10
表 2: 2023 年一季度百强拿地金额超 30 亿房企 (亿元)	13
表 3: 典型企业 2023 年 3 月债券发行统计	13
表 4: 公司业务概览	14
表 5: 公司业务拆分与盈利预测	31
表 6: 可比公司估值比较	33
表 7: 公司盈利预测表	35

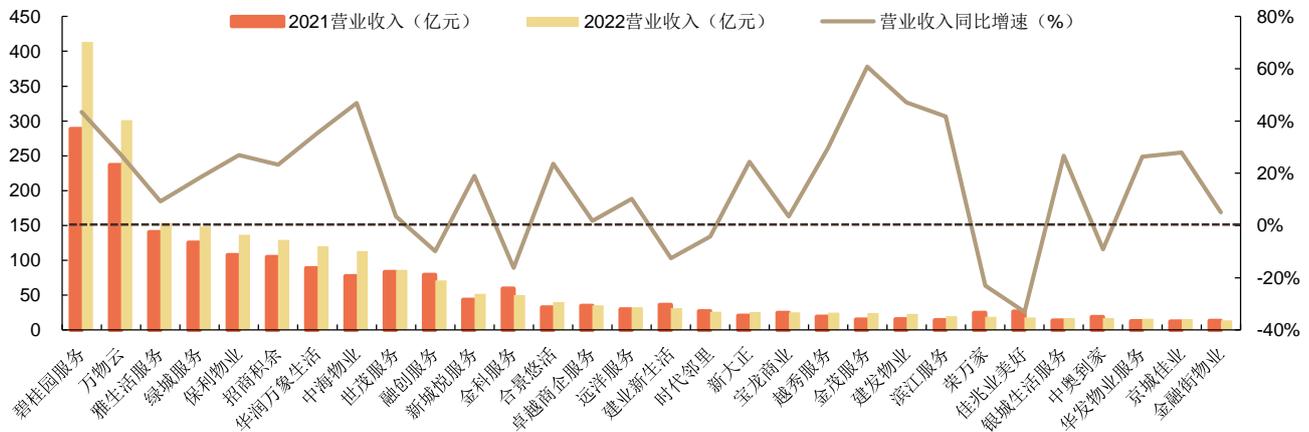
1. 行业回归本源 注重多元发展

1.1 告别狂飙 注重续航

我们认为，在物企规模增速放缓、盈利普遍承压下行的当前时刻，物业企业将逐渐回归经营及服务本源，告别盲目扩张时期，迈向高质量发展阶段。在此背景下，内生外拓均好、业态平衡多样、资源禀赋优异的全能型物企将有望迎来更加稳定的增长。

截至目前，共有 53 家 A 股及港股物企发布了 2022 年度业绩报告，整体营业收入仍保持双位数增长，但增速有所放缓。当前 53 家物企营业收入总计 2373 亿元，同比增长 19.1%，较 2021 年增速下降约 26pct，物企营收增速整体有所放缓，告别了 2021 年的狂飙时刻。

图1：已披露业绩上市物企营收及同比增速情况（按照营收排名 TOP30）

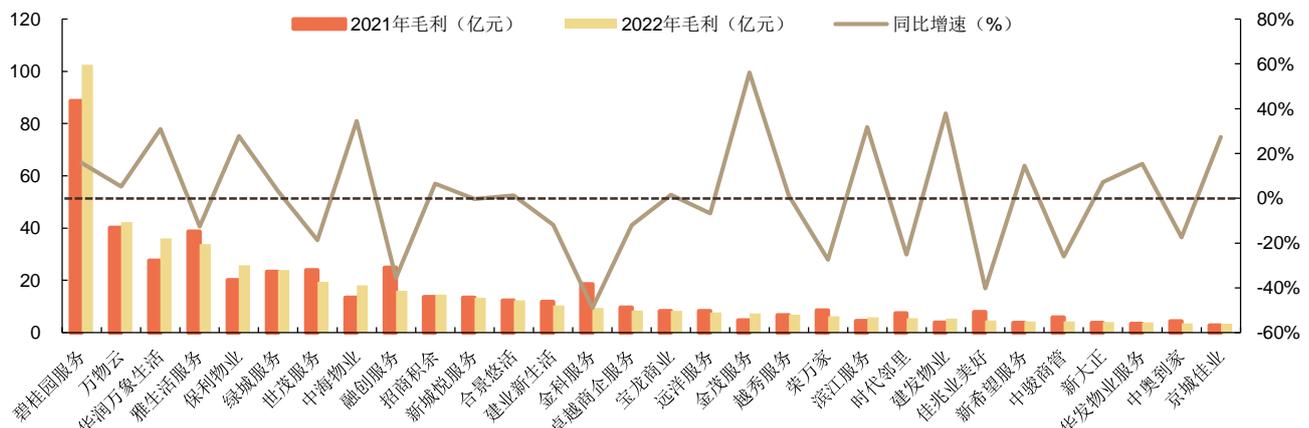


资料来源：wind，申港证券研究所

受关联方及房地产行业下行、企业运营管理成本增加、并购导致的商誉减值及无形资产摊销、规模扩张下的应收账款高企等情况影响，2022 年物企盈利水平承压较为严重，部分物企出现归母净利润负增长情况，部分关联方为出险房企的物业企业出现亏损情况。

- ◆ 已披露业绩的 53 家物企毛利额总计 510 亿元，同比减少 0.2%，较 2021 年增速下降约 46pct。

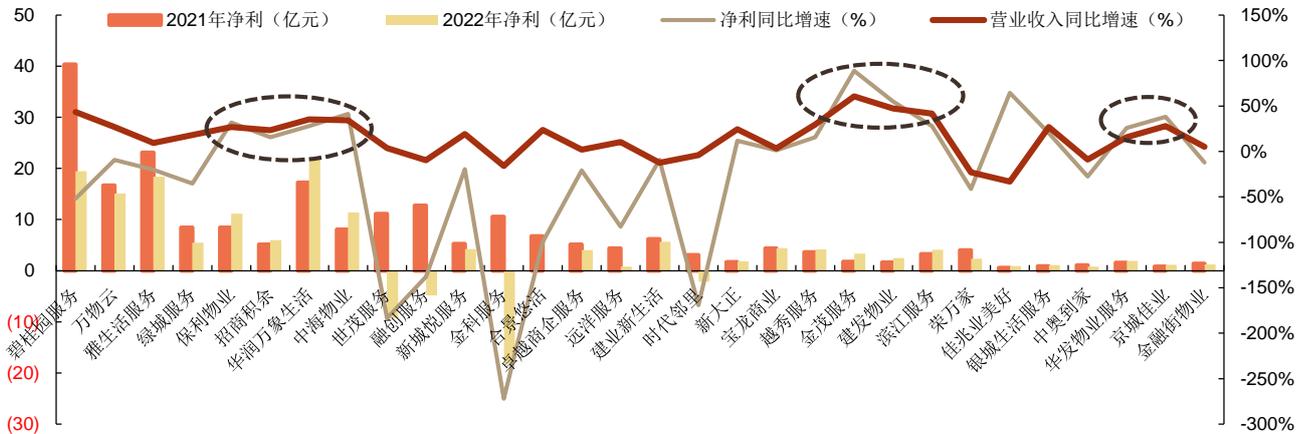
图2：已披露业绩上市物企毛利及同比增速情况（按照毛利排名 TOP30）



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 已披露业绩的 53 家物企归母净利润总计 131.5 亿元, 同比减少 45.4%, 较 2021 年增速下降约 91.4pct。

图3: 已披露业绩上市物企归母净利润及同比增速情况 (按照营业收入排名 TOP30)

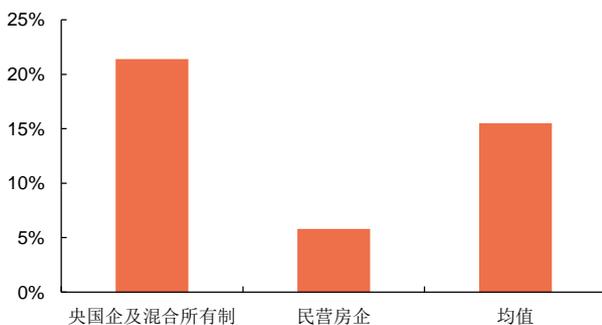


资料来源: wind, 申港证券研究所

整体来看, 多数民营物企表现出了“增收不增利”的情况, 而大部分央国企则实现了营收及净利增速的匹配。主要有以下几个原因:

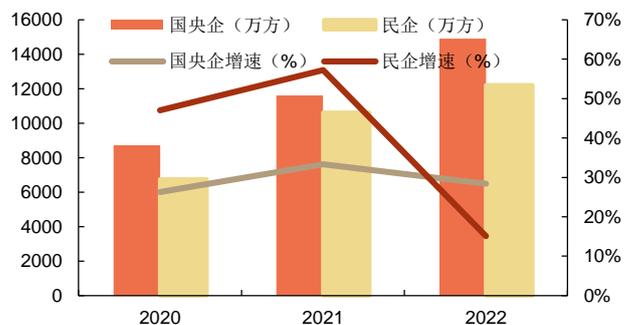
- ◆ 22 年民营房企资金紧张, 拿地销售下滑幅度较大, 而央国企则更具韧性, 为物企提供了基础的内生增量。根据中国房地产报, 截至 22 年底, 百强房企中绝大多数民营房企面临资金链断裂风险, 民企出险比例达 53%, 行业信心处于历史低位, 销售业绩普降态势明显。央国企背景的房企在排名、销售额及拿地销售比方面, 均表现相对稳健, 根据 21 世纪经济报道, 22 年百强房企中, 央国企数量达到 70 家, 比上年增加 16 家, 央国企的销售额占比为 57.9%, 同比提升 6.1pct。

图4: 22 年 50 家代表房企分类型拿地销售比



资料来源: 中国网地产, 申港证券研究所

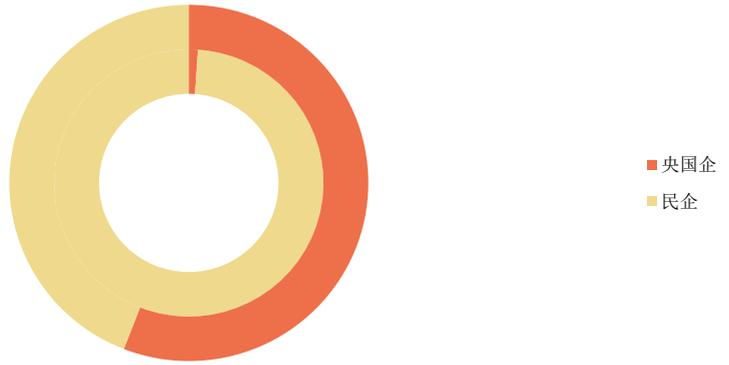
图5: 20-22 年分类型上市物企在管面积均值及同比增速



资料来源: 克而瑞物管, 申港证券研究所

- ◆ 21 年物业并购市场以民营物企为主, 整体交易规模较大, 彼时交易估值相对较高, 而 22 年物业板块持续回调, 资本市场估值回归理性, 在一二级市场估值差逐渐缩小的情况下, 商誉及无形资产减值压力较大, 且部分交易价款计入无形资产摊销后, 将每年影响损益。22 年并购市场则以央国企为主, 在估值低位进行布局, 华润万象生活、招商积余成为 22 年并购的主角。

图6: 21VS22 分类型物企并购交易金额及占比

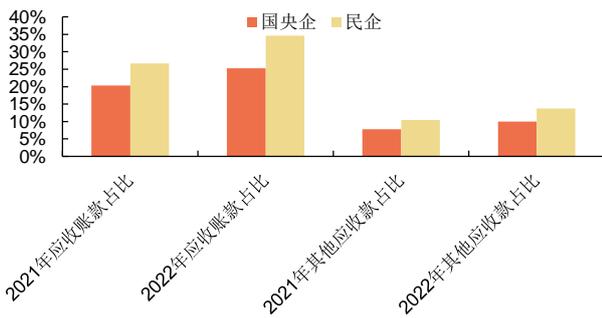


资料来源: 克而瑞物管, 中指研究院, 申港证券研究所

注: 内环为 2021 年, 外环为 2022 年

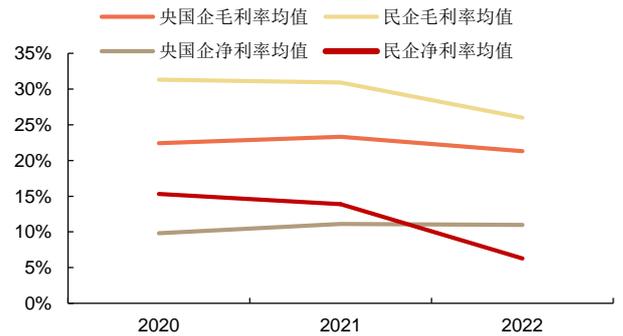
- ◆ 房企现金流紧张暂缓支付物业费, 民营物企应收账款计提坏账的比例更高, 而央国企现金状况一般较好, 账款支付有保障。由于上市物企的部分在管面积来自关联开发商, 其中住宅未售部分及非住宅单一业主部分一般由开发商支付物业管理费用, 另外, 物企收入的非业主增值服务部分也同样大多数来源于开发商, 应收账款计提坏账与开发商现金流紧张有关。此外, 其他应收款中关联方占比普遍较高, 民营地产流动性危机同样会引起物业公司产生大量其他应收账款坏账, 22 年央国企盈利能力持续增强且近三年来首次超过民企。

图7: 21VS22 分类型应收账款及其他应收款占比均值



资料来源: wind, 申港证券研究所

图8: 20-22 年分类型上市物企毛利率、净利率均值

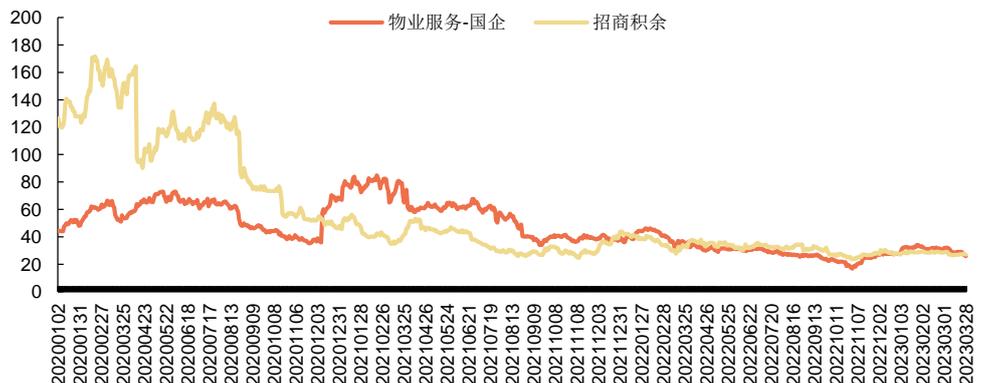


资料来源: 企业年报, 克而瑞物管, 申港证券研究所

从估值情况来看, 物企估值仍处于历史低位, 各物企估值出现分化。

- ◆ 2022 年受整体宏观经济较弱、房地产市场下行的影响, 物企估值持续下调, 年底随着房地产“三支箭”等政策的提振, 物业股估值触底反弹, 但拉长时间线来看, 反弹幅度依然较小, 物企估值仍处于历史低位。

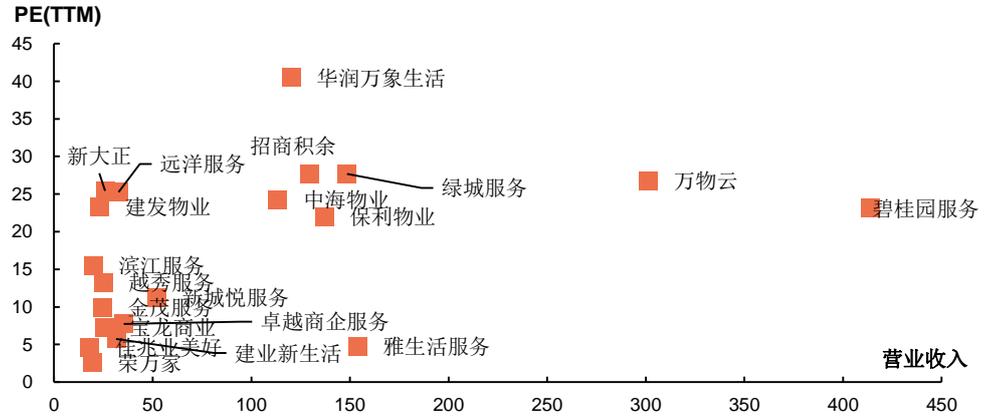
图9: 国企物业板块及招商积余历史估值情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 从结构上来看，各物企估值出现分化，2022 年整体市场交易以“规避风险”为主，央国物业估值韧性凸显，港股受美联储加息影响，流动性受损，估值较 A 股更低，但近期港股物业估值有所抬升，随着地产复苏、物业盈利回归，预计未来物业板块估值将继续向行业合理范围回升。

图10：部分物企营收及估值情况



资料来源：wind，申港证券研究所

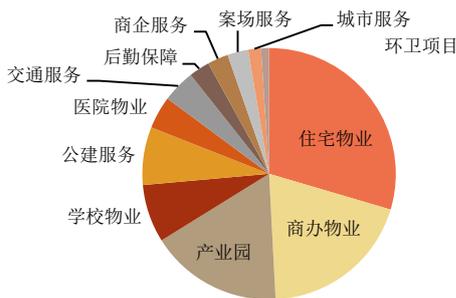
1.2 非住市场 大有可为

非住成为了多数物企重点发力的方向。在“房住不炒”的总基调下，未来住宅开发速度及增量趋缓，而非住宅业态存量市场广阔，增量市场仍然随经济的发展有所增长，叠加存量住宅更换物业流程较长，而非住项目一般合约期限较短，且国有资金占控股或者主导地位的项目则依法必须进行招标，为物企拓展非住业态提供了更多机会。

从近月物企市场外拓数据来看，非住业态拓展占比持续高于住宅物业，22 年全年，物业板块外拓项目中住宅物业占比仅为 28.5%。

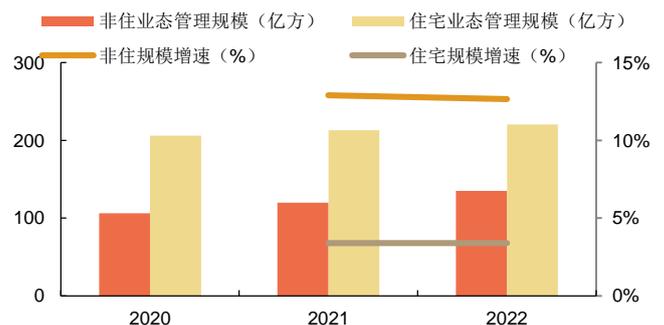
- ◆ 根据中物研协，2021 年 500 强企业非住宅物业在管面积达 67.2 亿方，同比增加 8.25 亿方，同比增长 13.99%，增量及增速均高于住宅物业（6.89 亿平方米，7.91%），500 强物企非住面积占比达 41.68%。
- ◆ 根据亿翰物研，2022 年我国整体物业管理市场规模约为 355.53 亿平方米，同比增长 6.7%，非住业态面积达到约 135.1 亿平方米，同比增加 15.17 亿方，同比增长 12.6%，增量及增速均高于住宅物业（7.23 亿平方米，3.39%），整体非住面积占总物业管理面积的 38%。

图11：22 年全年物企拓展类型占比



资料来源：亿翰物研，申港证券研究所

图12：20-22 年我国住宅及非住业态管理面积规模及增速

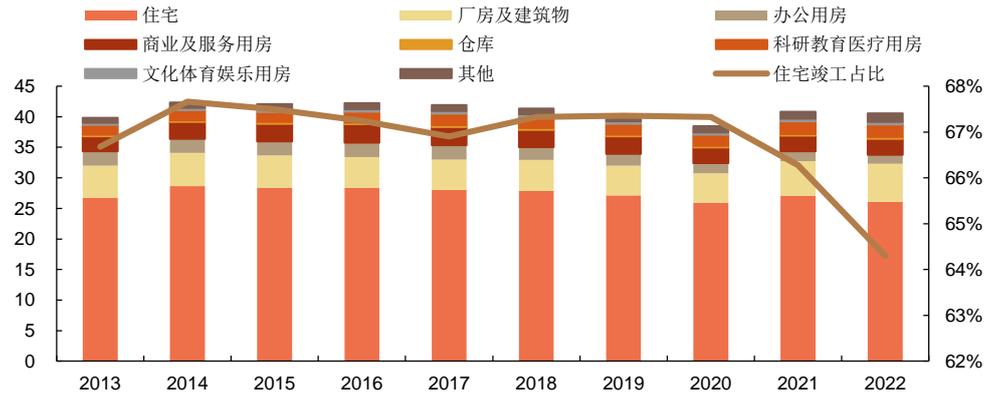


资料来源：亿翰物研，申港证券研究所

我们认为，上述非住宅物业管理规模基本来自于建筑业口径下非住宅的竣工面积。

- ◆ 2013-2022，全国厂房及建筑物、商业及服务用房、办公用房、科研教育医疗用房、文化体育娱乐用房、仓库累计竣工面积总计达 135.58 亿方，远高于 500 强企业非住物业在管面积，与 22 年非住管理市场规模基本一致，市场高度分散，头部物企在存量市场仍有巨大的外拓空间。
- ◆ 从近 10 年来看，建筑业口径下住宅竣工占比降低，非住宅竣工占比的提升也为物企在非住业态的发力提供了基础存量。

图13：建筑业口径下各业态竣工面积（亿方）及住宅竣工面积占比（%）

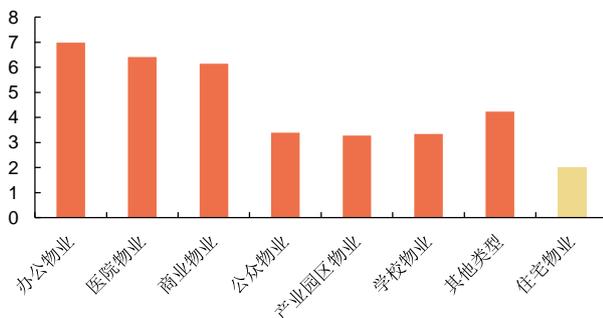


资料来源：wind，申港证券研究所

相较住宅，非住宅业态具有物业费单价高、收缴率高、细分赛道多、专业门槛更高、服务边界广阔的特点。

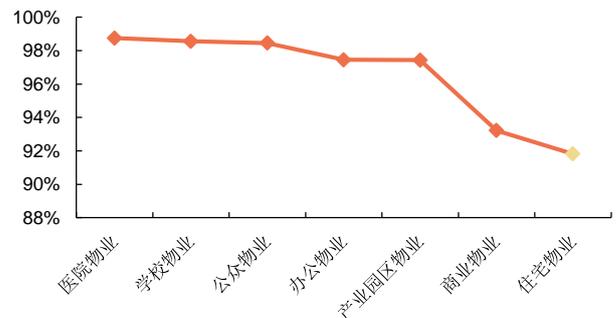
- ◆ 非住类业态中的办公类及商业类平均物业费单价普遍较高，公建类相对较低，但仍然高于住宅物业平均物业费单价。2021 年，百强企业物业管理项目平均物业费为 3.81 元/m²/月，其中，办公物业、医院物业、商业物业服务费分别为 6.98、6.41、6.14 元/m²/月；公众物业、产业园区物业、学校物业及其他类型物业服务费分别为 3.39、3.28、3.34、4.23 元/m²/月；住宅物业服务费最低，为 2.02 元/m²/月，拓展非住类业态有助于提升物企营收。
- ◆ 与住宅物业相比，非住类物业费收缴率普遍更高。2021 年，百强企业物业管理项目各业态收缴率均值为 96.53%，其中住宅物业最低，为 91.82%，商业及办公物业均高于住宅物业，2022 年受疫情影响，预计收缴率将有所降低，但随着防疫政策的优化，2023 年非住类物业费收缴率料仍将高于住宅物业。

图14：2021 年百强企业分业态物业费单价（元/m²/月）



资料来源：2022 中国物业服务百强企业研究报告，申港证券研究所

图15：2021 年百强物企各业态收缴率（%）



资料来源：2022 中国物业服务百强企业研究报告，申港证券研究所

- ◆ 非住宅物业的服务对象、服务模式及服务内容均较住宅更加丰富。服务对象主

要涵盖写字楼、园区、学校、医院、产业园、商场等；服务内容则不限于传统的“四保”（保安、保洁、保绿、保修），还包括空间管理、能源管控、资产管理、行政支持、应急管理等服务内容；服务模式可以采用单一任务外包、组合外包、业务总包等多种模式。

- ◆ **轻资产运营的吸引力，除基础物业服务外，办公及商业类物业还可提供商管服务，目前多数头部物企均已布局，且商管类业务较基础物业服务想象空间更大，估值更高。**轻资产模式主要可分为租赁运营（收益分成型）模式、租赁运营（传统型）模式、委托管理模式、管理输出服务模式、品牌输出服务模式、分租服务模式。目前多数物企主要以管理输出服务模式为主，租赁运营模式包括了租金收入以及物业管理费，而其他模式主要包括运营及管理费，**租赁运营模式下物业公司能够分享到除运营及物管费之外的租金收益，想象空间更大。**

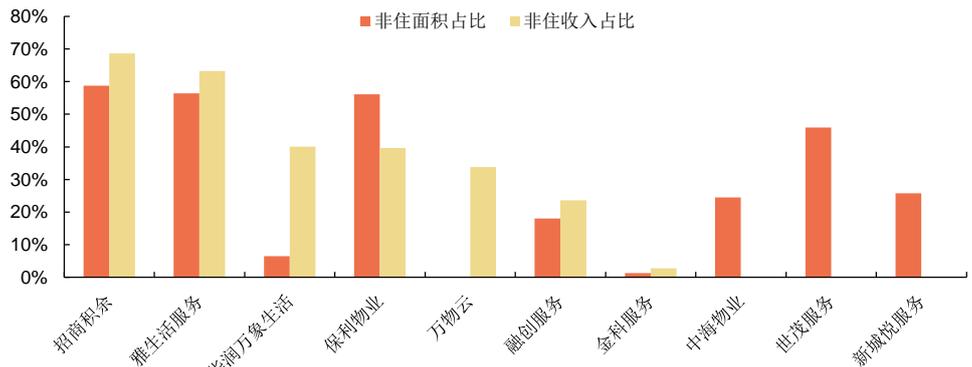
表1：不同轻资产模式比较

分类	运营模式	收入	成本
租赁运营（收益分成型）模式	向业主租赁零售商业物业，然后出租给商户 与业主根据项目净收益分成	收入主要包括租金收入及物业管理费	员工及运营成本 与业主根据项目净收益分成
租赁运营（传统型）模式	向业主租赁零售商业物业，然后出租给商户	收入主要包括租金收入及物业管理费	员工及运营成本 支付予业主的租金（通常为一个固定成本）
委托管理模式	主要提供管理团队及运营人员	收入主要包括运营及管理费	主要包括员工成本及运营成本
管理输出服务模式	主要提供管理团队	收入主要包括运营及管理费	主要包括员工成本及运营成本
品牌输出服务模式	向零售商业物业的业主授予品牌使用权	收入主要包括品牌许可费	与评估运营情况以维持品牌声誉有关的成本

资料来源：万达商管招股说明书，弗若斯特沙利文，申港证券研究所

在 22 年营收大于 50 亿的物企中，招商积余在非住业态的面积及营收占比均为第一，在非住领域具有领先优势。我们认为，招商积余具有央企背景，是目前少数经营发展稳健、内生外拓均好、业态平衡多样、非住优势突出、资源禀赋优异的全能型物企。

图16：22 年营收大于 50 亿物企分业态面积及收入占比（按非住收入占比排序）



资料来源：各公司公告，申港证券研究所

注：碧桂园服务、绿城服务未披露分业态面积及收入情况，除华润万象生活非住收入包含购物中心商管收入外，其他公司收入仅包含基础物管收入，万物云、雅生活服务非住收入包含城市服务收入，其中万物云未披露分业态在管面积，中海物业、世茂服务、新城悦服务未披露分业态物管收入

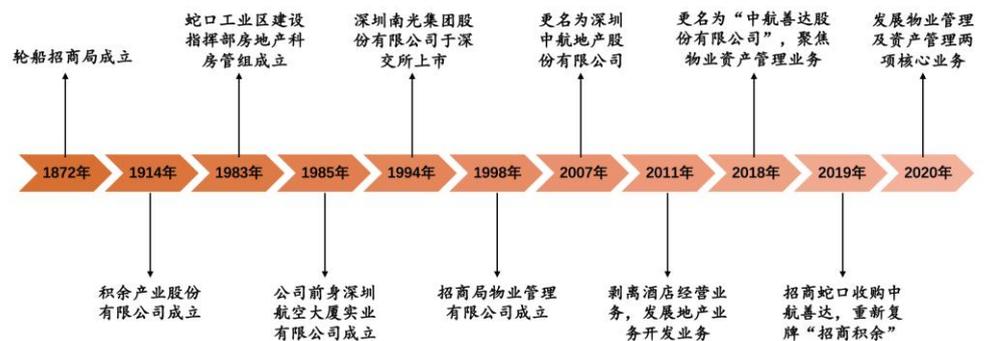
2. 百年积余再启航 两大国资共添翼

2.1 背靠两大央企 悠久历史再续

招商积余的历史源远流长：

- ◆ 1872 年，轮船招商局成立，它是招商局集团的前身。
- ◆ 1914 年，积余产业股份有限公司成立，是 20 世纪中国最早的房地产运用公司。
- ◆ 1983 年，作为招商物业的前身，蛇口工业区建设指挥部房地产科房管组成立。
- ◆ 1985 年，公司前身深圳航空大厦实业有限公司成立。
- ◆ 1994 年，深圳南光集团股份有限公司成立于深交所上市。
- ◆ 1998 年，招商局物业管理有限公司成立。
- ◆ 2007 年，向大股东深圳中航机器关联方定向增发，收购部分地产、物业管理及酒店业务；更名为深圳中航地产股份有限公司。
- ◆ 2011 年，剥离酒店经营业务，集中优势资源发展地产开发业务。
- ◆ 2018 年，中航地产更名为“中航善达股份有限公司”，聚焦物业资产管理业务。
- ◆ 2019 年，公司实施重大资产重组。招商蛇口收购中航善达，整合旗下“招商物业”和“中航物业”，重新复牌“招商积余”，成立招商局积余产业运营服务股份有限公司。
- ◆ 2020 年，招商积余明确了“12347”发展战略，以建设“中国领先的物业资产管理运营商”为目标，发展物业管理及资产管理两项核心业务。

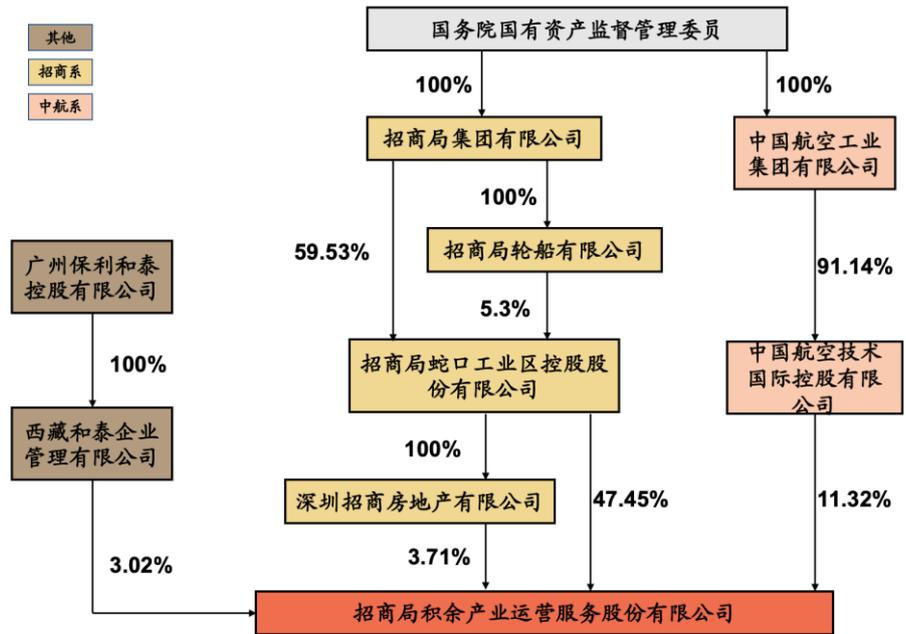
图17：招商积余发展历史



资料来源：公司官网，公司年报，申港证券研究所

招商积余背靠招商局集团与航空工业集团两大国资，股权结构稳定。2019 年起，招商蛇口收购中航善达，实现了招商物业和中航物业的强强联合。自此，“招商系”与“中航系”两大国资成为了招商积余股权架构中最主要的两大部分。截至 2023 年 4 月，招商系国资共持有招商积余 51.16% 的股份，包括 47.45% 的直接股份和 3.71% 的间接股份；中航系国资持有招商积余 11.32% 的股份。此外，保利系国资也持有招商积余一小部分股份，占 3.02%。由此观之，招商积余的股权融资中，国资占据相当可观的份额，显著地加强了招商积余的股权稳定性。

图18：招商积余股权架构

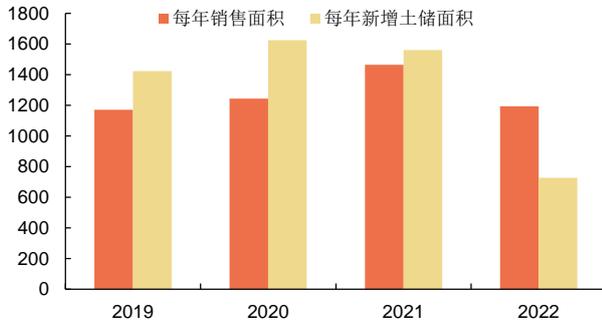


资料来源: 公司年报, wind 企业库, 申港证券研究所

2.2 蛇口全面助力 积余扶摇直上

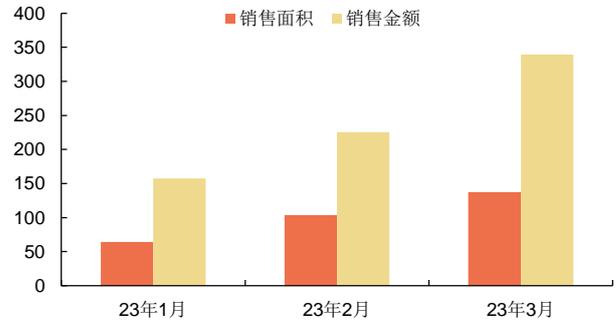
2023 年前三个月的数据显示, 招商蛇口的销售额以及销售面积都在不断增长。招商蛇口的每月销售额从 23 年 1 月 157.61 亿元增长至 3 月的 339.56 亿元; 同时, 招商蛇口的每月销售面积从 64.11 万方增长至 3 月的 137.43 万方, 招商蛇口在销售额和销售面积方面的增长有助于为招商积余带来稳定的内生增量。

图19: 招商蛇口新增销售面积及新增土地储备面积 (万方)



资料来源: wind, 申港证券研究所

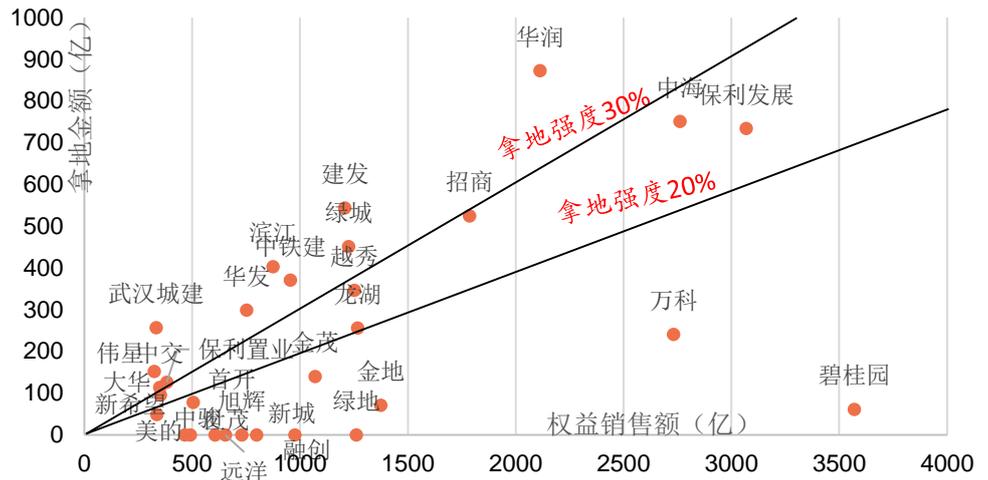
图20: 招商蛇口 23 年销售额 (亿元) 及销售面积 (万方)



资料来源: wind, 申港证券研究所

招商蛇口拿地强度处于业内较高水平。22 年, 招商蛇口拿地强度约在 30% 水平, 在 30 家主要房企的拿地表现中位列前十。招商蛇口 22 年在“强心 30 城”和“深耕 6+10 城”的投资金额占比分别达 94% 和 90%, 单城投放权益地价高达 31 亿元。

图21: 2022 年 30 家主要房企拿地强度表现



资料来源：中指研究院，克尔瑞，申港证券研究所

23年1-3月，招商蛇口拿地金额同比高增102%，表明招商蛇口拿地积极土地储备充足，为招商积余的规模提高和业务转型筑就坚实后盾，为其提供优质高毛利土地，保证积余进行高质量的市场份额扩大，适并形成正向循环，实现高质量稳健经营。

表2：2023年一季度百强拿地金额超30亿房企（亿元）

操盘金额排名	拿地金额排名	企业简称	操盘金额	拿地金额	金额同比	拿地销售比
1	3	保利发展	1059.1	89.3	16%	0.08
2	8	万科地产	993.4	54.5	-57%	0.05
4	12	中海地产	793.3	42.0	-60%	0.05
5	1	华润置地	734	116.6	-41%	0.15
6	6	招商蛇口	665.1	73.0	102%	0.10
7	2	绿城中国	613.4	108.4	-51%	0.22
8	14	华发股份	469.6	31.6	-	0.06
9	4	建发房产	456.8	84.9	-48%	0.19
10	17	龙湖集团	452.7	30.0	-57%	0.06
13	5	滨江集团	378.5	84.8	71%	0.21
15	7	越秀地产	282.8	59.1	146%	0.14
45	9	伟星房产	66.7	50.5	-27%	0.60

资料来源：公司公告，克而瑞，申港证券研究所

23年3月，在典型企业中招商蛇口债券融资成本最低，平均利率仅2.3%。如此低的债券融资成本反映出招商蛇口较好的经营健康性和较低的财务风险性，对于公司的经营是极其有利的。较低的债券融资利率意味着资金使用成本的压缩，招商蛇口能将更多有效的资金注入招商积余业务拓展，助力招商积余转型提升过程中质与量的协同提升。

表3：典型企业2023年3月债券发行统计

企业名称	信用债	海外债	合计	平均利率	企业名称	信用债	海外债	合计	平均利率
首开	46.0	/	46.0	4.2	华发股份	20.0	/	20.0	4.2
陆家嘴	46.0	/	46.0	3.3	住总	15.0	/	15.0	4.0
华润	40.0	/	40.0	2.9	光明房地产	13.5	/	13.5	3.6
保利	40.0	/	40.0	2.6	招商蛇口	13.0	/	13.0	2.3
中交地产	31.8	/	31.8	4.1	华宇	11.0	/	11.0	4.5
中国铁建	30.0	/	30.0	3.9	绿城	10.0	/	10.0	4.0
联发	22.0	/	22.0	4.0	滨江	9.0	/	9.0	5.0
电建	21.0	/	21.0	4.0	雅居乐	7.0	/	7.0	6.8

资料来源：中指数据，申港证券研究所

当然，除内生面积的输送外，招商蛇口亦对招商积余提供了全方位的支持：

- ◆ **传统物业管理业务方面**，招商积余与招商蛇口持续强化地产开发和运营全链条的协同运作。招商蛇口 2021 年新提供给招商积余的物业管理面积接近 1800 万平方米，约占招商积余总面积的 18%；新签的年度合同额也超过了 20% 的占比。
- ◆ **资产管理业务方面**，招商蛇口正在逐步将轻资产运营业务承让给招商积余，充分发挥招商积余的轻资产运营平台职能，推动招商蛇口在“十四五”期间实现 100 个资管项目、100 亿营业收入的战略规划。
- ◆ **轻重资产分离方面**，招商蛇口吸纳了招商积余历史遗留的重资产，推动其资产剥离进程。2022 年上半年，母公司招商蛇口吸收了深圳中航城、昆山中航地产及赣州中航九方三家招商积余下属公司 100% 的股权，成功使招商积余投资性房地产的账面净值缩减 14.46 亿，占期初净值的 20.7%。
- ◆ **市场拓展和收并购方面**，招商积余将借助招商蛇口资源和能力的优势，在信息、渠道、资金等多方面强化自身的市场竞争地位，稳健开展总对总，合资合作及收并购业务。
- ◆ **信息渠道方面**，招商积余作为不动产行业里面的一个环节，与招商蛇口的战略协同赋予积余渠道优势，使它能接触到与上级单位的战略协同机会。

3. 逆风局中彰显定力

公司以建设成为“中国领先的物业资产管理运营商”为目标，公司发展物业管理及资产管理两大核心业务，但目前仍以物业管理服务为主，资产管理占比较小。此外，公司剩余部分房地产开发业务，但由于战略调整，在重大资产出售后，未来将不再从事新的房地产项目开发业务，专注轻资产服务及运营。

表4：公司业务概览

业务线	业务内容	22 年收入占比 (%)	22 年收入增速 (%)
基础物业管理	公司为物业项目提供保安、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，并通过标准化建设、平台化运营提升服务品质。	77.2%	28.9%
平台增值服务	主要以旗下的深圳招商到家汇科技有限公司为平台，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。	4.4%	116.9%
专业增值服务	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。包括案场协销及房产经纪业务、设施管理服务、建筑科技服务、停车场管理服务、安保服务、干洗服务、餐饮服务等，其中以案场协销及房产经纪业务为主。	14.4%	1.6%
资产管理业务	主要为商业运营、持有物业出租及经营。商业运营业务主要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。持有物业出租及经营业务主要为酒店、商业、办公等持有型物业的出租经营。	3.6%	-16.4%

资料来源：公司年报，申港证券研究所

基础物管是招商积余收入的主要来源，专业增值服务为公司的第二大收入来源。平台增值业务由于起步较晚，故收入占比目前较少，但增速极快，22 年实现翻倍。随着公司轻重资产剥离工作的推进，剥离了赣州九方，持有型物业减少，叠加 22 年租金减免政策，公司持有物业出租业务的收入同比有所下降。

公司基于以上业务，构建“沃土云林”商业模式，为客户提供全业态、全价值链、全场景的综合解决方案。“沃土”代表基础物业服务，覆盖住宅、非住、城市服务等；“云”代表“到家汇”平台，涵盖到家宜居、企业集采、员工福利、优品生活；“林”代表设施运营、建筑智能科技、置业顾问、电梯维保、餐饮服务等专业公司。

图22：招商积余“沃土云林”生态圈



资料来源：嘉和家业物业研究院，申港证券研究所

旧事不须追，未来可自期。我们认为招商积余在历史经营发展方面表现稳健，具有相对稳定的资金来源和市场地位，有望于未来在竞争激烈的市场中保持相对稳健的经营态势。同时，通过央企背景和多年的市场运作，积累了较高的品牌知名度和企业声誉，有助于其外拓及增值业务的开展，平台增值服务的发展空间依然较大。

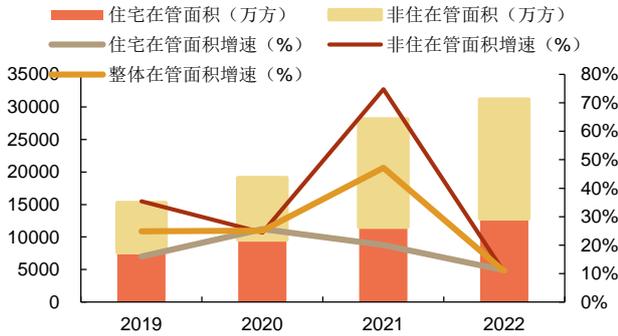
3.1 基础物业管理：根基稳固枝繁茂

管理面积保持增长，但增速有较大回落。截至 22 年，公司物业管理服务在管面积达 3.11 亿方，在上市物企中排名第 7，在管面积同比增速为 10.82%，2019-2022 年复合增长率达 26.83%。

- ◆ **内生持续稳定输送。**我们在前述分析中提到，22 年受房地产行业下行影响，大部分房企拿地销售下滑幅度均较大，但得益于招商蛇口的央企背景，22 年仍为积余输送了 1583 万方的面积（21 年为 1766 万方），随着地产的企稳回升，以及 23 年招商蛇口计划推动房地产销售重回正增长至 3300 亿元，较 22 年销售额 2926 亿元增长约 13%，招商积余内生面积将持续稳定增长。
- ◆ **外拓并购多点发力。**公司在 21 年之前鲜有并购，于 21 年底连续摘牌上航及南航物业，分别为其提供了约 222 万方、60 万方的管理面积。22 年随着一二级估值差缩小，并购市场趋冷，招商积余成为了并购的主角之一，公司于 6 月先后收购了新中物业及汇勤物业两家公司，分别为其提供了 559 万方、222 万方的管理

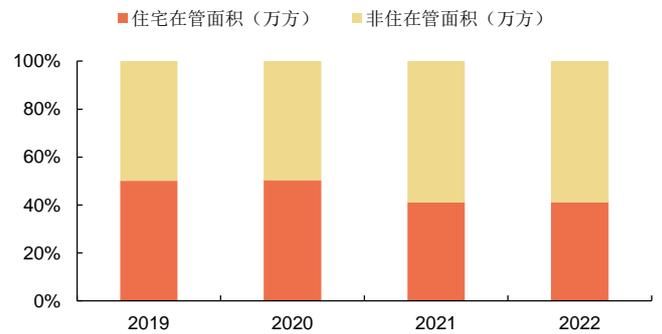
面积。同时，公司抓住非住市场领先优势，“总对总”业务亦持续扩大，市场拓展更将助力面积保持增长。

图23: 招商积余在管面积 (万方) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

图24: 招商积余在管面积构成 (按业态)

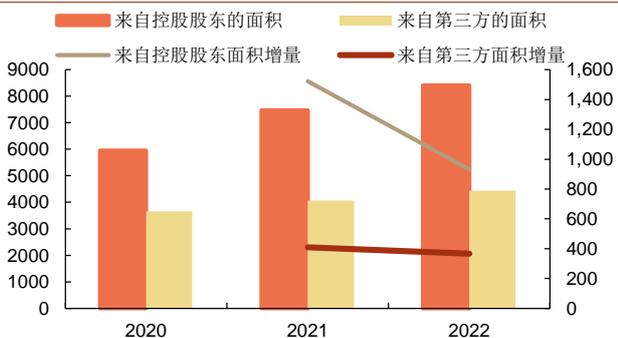


资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

公司 21 年面积增速较高而 22 年增速回落的原因主要为:

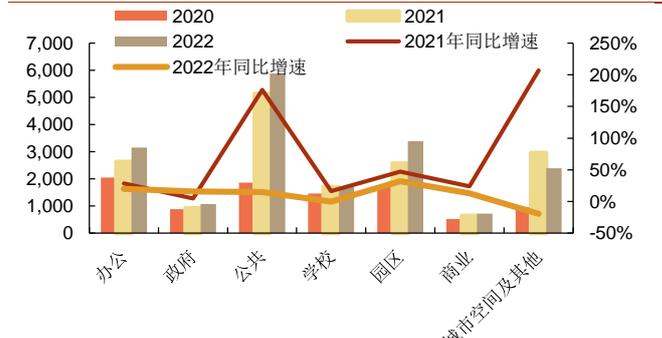
- ◆ 在管住宅业态中来自控股股东的面积增量于 22 年有所回落。21 年招商蛇口合约销售面积 1464 万方，而 22 年合约销售面积为 1194 万方，但住宅业态中来自第三方的面积增量仍然保持稳定。
- ◆ 在管非住业态中公共及城市服务管理面积于 21 年增速极高，分别达到了 176.12%、207.14%，而 22 年各业态增速平稳，城市服务在管面积收缩。由于城市服务一般单项目在管面积较大，故即使单项目小幅变动也往往引起管理面积的较大波动。且 21 年收购的两家公司弥补了其机场物业服务的空白，也为其带来了公共面积的较大提升。

图25: 招商积余住宅业态在管面积及增量 (按开发商, 万方)



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

图26: 招商积余非住宅业态在管面积及同比增速 (按业态)

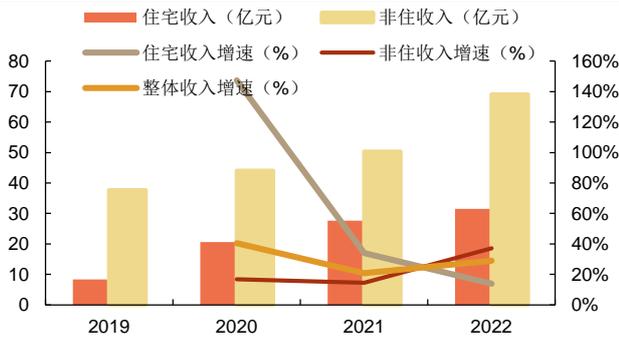


资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

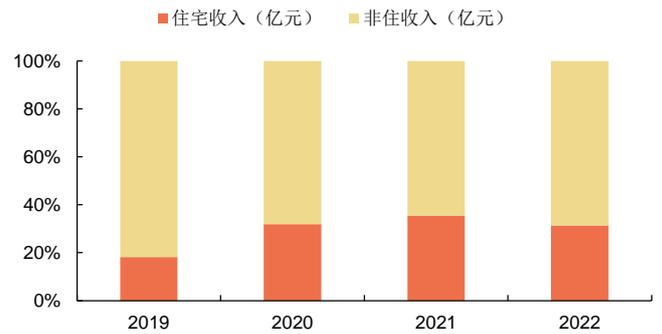
营业收入随面积扩张增长。22 年基础物业管理整体营收增速为 28.89%，2019-2022 年复合增长率达 29.79%，高于面积增速，单方物管费有所提升。

图27: 招商积余基础物业管理收入 (万元) 及同比增速 (%)

图28: 招商积余基础物业管理收入构成 (业态)



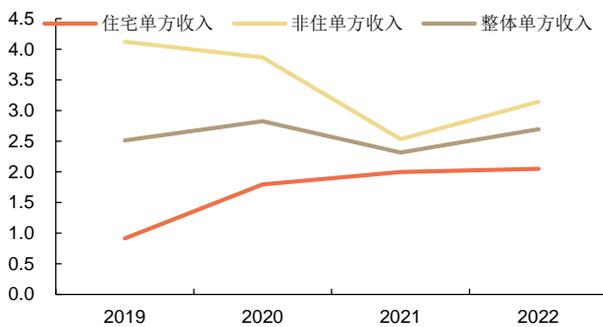
资料来源: 公司年报, 申港证券研究所



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

单方收入于 22 年回升，住宅单方收入稳定上升，非住单方收入受在管业态构成影响较大。2019-2022 期间，公司在管住宅物业单方收入（非物业管理费口径）从 0.91 元/月/平方米提升至 2.05 元/月/平方米。由于公共及城市服务单方收入一般较低，故 21 年这两项在管面积的高速增长，拉低了 21 年整体单方收入。

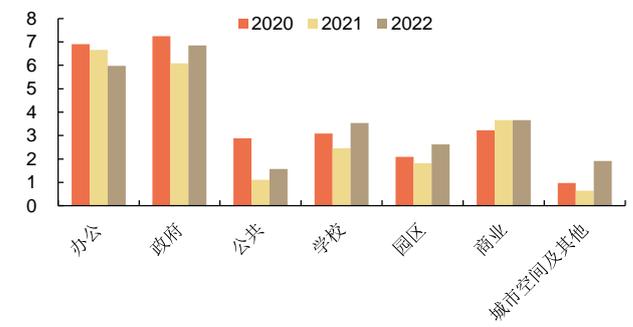
图29: 招商积余基础物业管理单方收入（元/月/平方米）



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

注: 按照基础物业管理收入/期末管理面积/12 计算

图30: 招商积余基础物业管理非住单方收入（元/月/平方米）



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

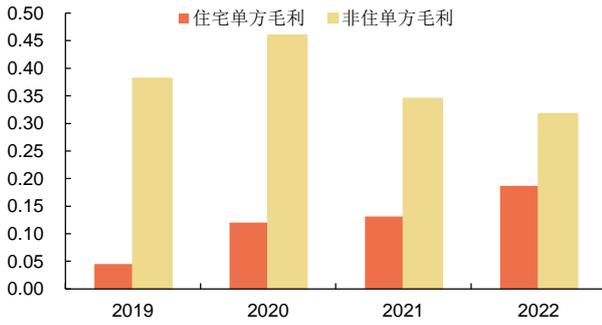
注: 按照基础物业管理收入/期末管理面积/12 计算

住宅毛利率稳步提升，非住毛利率有所下降。

- ◆ 住宅单方毛利稳步提升。19-22 年期间，公司在管住宅物业单方毛利从 0.04 元/月/平方米提升至 0.19 元/月/平方米，毛利率由 4.94%提升至 9.12%，未来随着新项目的逐渐交付，单方毛利及毛利率有望继续提升。
- ◆ 非住单方毛利及毛利率有所下降。22 年公司在管非住物业单方毛利从 21 年的 0.34 元/月/平方米下滑至 0.32 元/月/平方米，毛利率由 11.11%下滑至 9.78%。
- ◆ 非住毛利率下降的原因主要为：（1）在目前物业控股母公司支持赋能减少的情况下，非住业态的拓展转向市场化，导致竞争加剧，在争夺标杆项目和品牌项目时相对进取，短期内战略性获取；（2）由于新项目较多，在前期接管和储备时需要做更多的投入，需提前半年或三个月准备项目储备人员，而此时暂时未有收入；（3）非住业态结构的变化，单方收入较高的办公及政府类业态增速不及单方收入较低的公共及城市服务。

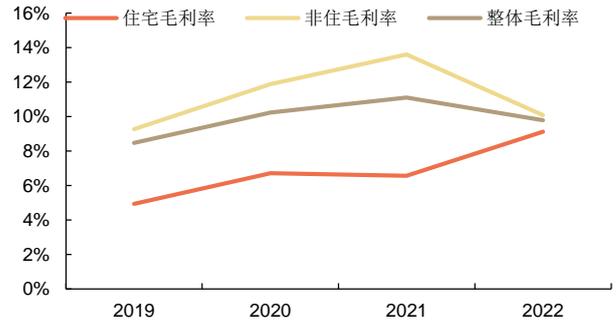
图31: 招商积余基础物业管理单方毛利（元/月/平方米）

图32: 招商积余基础物业管理毛利率（%）



资料来源：公司年报，申港证券研究所

注：按照基础物业管理毛利/期末管理面积/12 计算



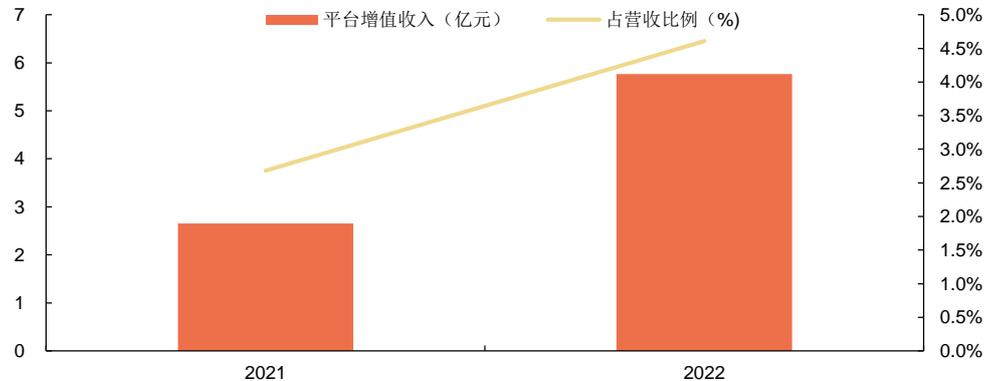
资料来源：公司年报，申港证券研究所

我们认为，公司基础物业管理毛利率于 22 年虽有下滑，但整体物管市场的基础物业在充分竞争后行业毛利将会回归合理水平，未来公司将主动退出没有品牌价值且长期亏损的项目，逐步优化项目和客户结构，实现橄榄型结构，叠加科技赋能进一步提升人均质效，公司整体毛利率仍有较大的提升空间。

3.2 平台增值服务：实现翻倍增长

平台增值服务为公司 23 年发展的重点方向，22 年此项业务收入实现翻倍增长。目前占总营收比例依然较小，截至 22 年，平台增值服务收入达 5.76 亿元，同比增长 116.91%，收入占比由 21 年的 2.68% 提升至 4.61%。

图33：招商积余平台增值服务收入（亿元）及占总营收比例（%）



资料来源：公司年报，申港证券研究所

注：2021 年之前，公司将平台增值服务及专业增值服务统称为专业化服务，故本项业务数据由 2021 年开始

平台增值服务以“到家汇”平台为核心，22 年实现平台销售额 12 亿元，同比增长 52%。到家汇为深圳招商到家汇科技有限公司，招商积余旗下从事社区商业运营的专业公司，致力于打造战略性平台化增值化的载体。核心业务包括企业商城、个人商城及资源运营。

- ◆ **企业商城**：提供一站式企业采购解决方案，服务办公用品、员工福利、营销礼品、工业品、车辆等集采业务，以及由集采延展的 B2B2C 增值业务。
- ◆ **个人商城**：形成以商品零售和到家服务为核心的产品服务体系，结合直播带货平台、全员分销系统、汇豆积分体系等营销方式，打造多元化社区生活服务平台。

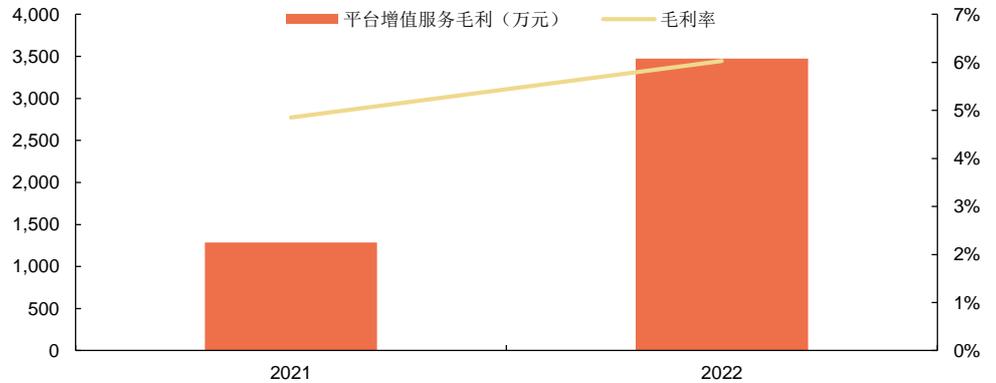
- ◆ **资源运营：**围绕“美好生活”生态圈建设，开展美居服务、媒体广告、会所经营、空间运营等业务，促进社区资源价值与满意度提升，反哺物业基础服务。

毛利增速高于收入增速，毛利率有所提升，但较同行仍处于低位。截至 22 年公司平台增值业务毛利达 3475.41 万元，同比增长 169.98%，高于营收增速，毛利率由 4.85% 提升至 6.03%。

毛利率相较同行业“社区增值服务/业主增值服务”较低，我们认为主要有以下原因：

(1) 口径原因：招商积余部分业务如房地产经纪业务、停车场管理服务、干洗服务、餐饮服务等均归为专业增值服务，其中经纪业务、停车场管理服务毛利率一般较高，而其他部分物企则将此业务归为业主增值服务中；(2) 公司业务尚在起步阶段，前期搭建团队等投入较大。展望未来，公司此部分业务的毛利率有望随着业务的扩张进一步上升。

图34：招商积余平台增值服务毛利及毛利率



资料来源：公司年报，申港证券研究所

3.3 专业增值服务：细分赛道多点开花

公司的专业增值服务细分赛道较多，业务收入稳中有进。截至 22 年，公司专业增值服务收入达 18.7 亿元，同比增长 1.65%，占总营收比例为 14.96%。

图35：招商积余专业增值服务细分赛道一览

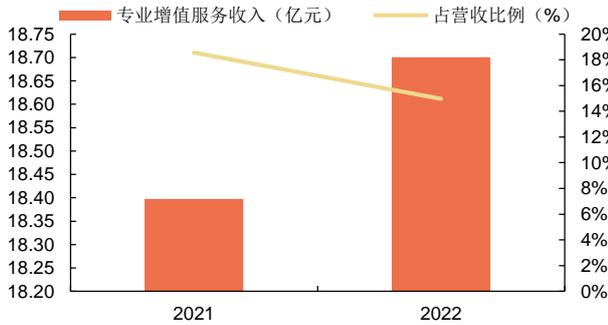


资料来源：公司简介，申港证券研究所

- ◆ 公司的专业增值服务以以案场协销及房产经纪、建筑科技、设施管理为主，22 年营业收入分别达 6.13、5.03、4.94 亿元，其余业务点状发展，多点开花但规模较小。

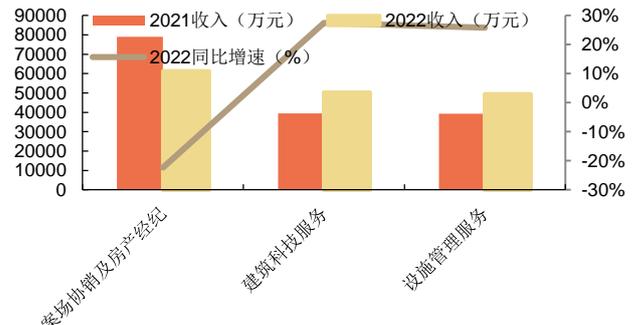
- ◆ **公司 22 年专业增值服务同比增速较低的原因**：受房地产行业下行影响，公司案场协销及房产经纪收入同比减少 22.36%，而此部分业务为专业增值服务占比最高的业务，但建筑科技、设施管理仍取得了 27.43%、25.83% 的增长。
- ◆ 随着公司整体规模的扩大和招商蛇口 23 年拿地销售的提升，叠加宏观经济的逐步向好，存量中非住业态业主增值服务需求亦将有所增加，我们预计公司此部分业务有望于 23 年实现更高的增长。

图36：招商积余专业增值服务收入（万元）及同比增速（%）



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图37：招商积余专业增值服务营收排名前三业务收入及增速

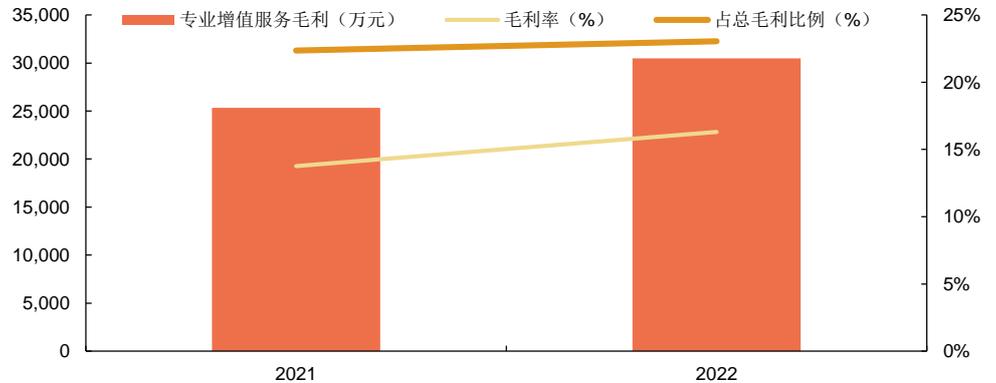


资料来源：公司年报，申港证券研究所

毛利稳定增长，增速显著高于营收增速，毛利率实现提升。截至 22 年，公司平台增值服务毛利达 3.05 亿元，同比增长 20.37%，占总毛利比例为 23.04%，毛利率由 13.77% 提升至 16.3%。

- ◆ **在设施运营方面**，根据公司年报，公司成为宁德时代最大的设施服务供应商，以及阿里、京东的核心供应商，报告期内新中标华为、美团等头部科技公司项目。布局高端制造业 FM 服务（覆盖新能源、电子信息及半导体三大产业），在管规模达 1000 万方，保持行业领先优势。
- ◆ **在智慧建筑综合服务方面**，公司业务遍布全国，完成多业态智能化工程 1000 余项，充电桩业务在公司管项目加速布局，全年共接入超过 5800 台充电桩，业务发展迅速。

图38：招商积余专业增值服务毛利、毛利率及毛利占总毛利比例



资料来源：公司年报，申港证券研究所

我们认为，公司具有全业态、多条线产品服务能力，随着公司智能化建设及服务能力的持续提升，以及其余细分赛道的持续发力，叠加招商积余在“总对总”方面一直与客户保持着良好的关系，形成了一体化的服务供应链，公司此项业务收入及

占比有望继续提升。

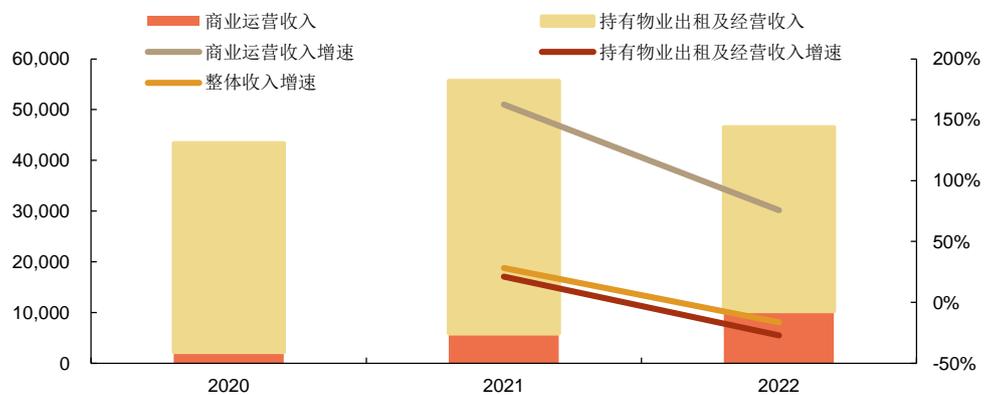
3.4 资产管理业务：前途光明潜力足

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。业务定位于多元与特色品牌发展战略，产品线全方位覆盖从滨水城市综合体到社区级购物中心，结合所布局城市的特点，创新多元体验，已形成了四大商业品牌：海上世界、招商花园天地、招商花园城及招商花园里，满足客户的多元化需求。截至 22 年，公司在管商业项目 52 个（含筹备项目），管理面积达 293.1 万方。

截至 22 年，公司资产管理业务收入达 4.65 亿元，同比减少 16.4%。分板块来看，公司商业运营收入仍保持了较高的增速，同比增长达 75.72%，但此项业务占比较小，而占比较大的持有物业出租给经营收入同比减少 27.19%，主要是由于：

- ◆ **根据相关规定进行租金减免：**由于公司仍持有部分重资产，根据国家或地区的政策对部分地区租赁的中小微企业给予 3-6 个月的租金减免，减免收入约 8600 万，对公司归母净利润影响约 8100 万。
- ◆ **轻重资产分离取得进展，公司持有型物业可出租面积减少：**22 年公司将赣州九方 100% 股权转让于招商蛇口下属企业，赣州九方名下的投资性房地产赣州九方购物中心从公司资产中移出。同时，公司将中航城投资和昆山中航 100% 股权转让于招商蛇口下属企业，中航城投资名下的投资性房地产南光捷佳大厦一至四层商场及部分房间、昆山中航名下的投资性房地产昆山中航城花园 42 号楼从公司资产中移出。

图39：招商积余资产管理业务收入（万元）及同比增速（%）

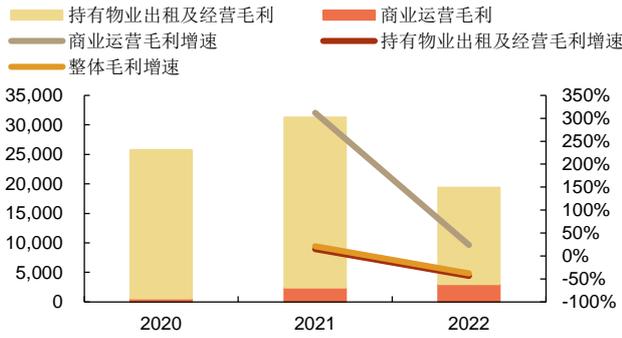


资料来源：公司年报，申港证券研究所

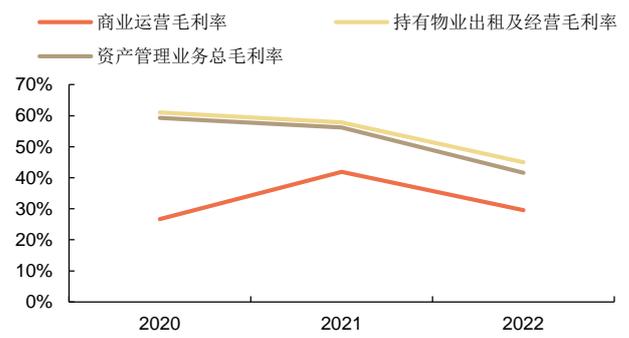
毛利及毛利率承压下滑，截至 22 年，公司资产管理业务毛利达 1.93 亿元，同比下滑 38.14%，毛利率由 56.18% 下降至 41.57%。除上述租金减免影响外，商写市场的疲软亦有所影响，根据世邦魏理士，22 年国内 18 个主要城市全年写字楼净吸纳量 234 万方，为 09 年以来的最低水平。同时，22 年公司商业运营经营成本亦有所增加，影响了公司此部分的盈利表现，未来随着商业及写字楼市场的复苏，公司此项业务毛利有望回升。

图40：招商积余资产管理业务毛利（万元）及同比增速（%）

图41：招商积余资产管理业务毛利率（%）



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

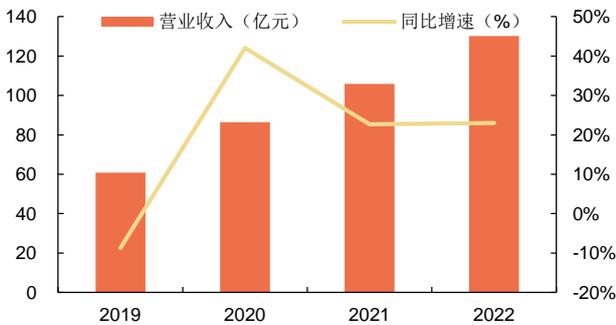
展望 2023 年, 在经济复苏的带领下, 消费的回升有利于商业购物中心客流量回归及写字楼的净吸纳量提升, 但是由于目前此项业务占比依然较小, 且公司仍在持续推进轻重资产的剥离, 未来此项业务预计仍将保持稳定, 但短期较难有极大提升。

4. 财务分析

4.1 营业收入稳定增长

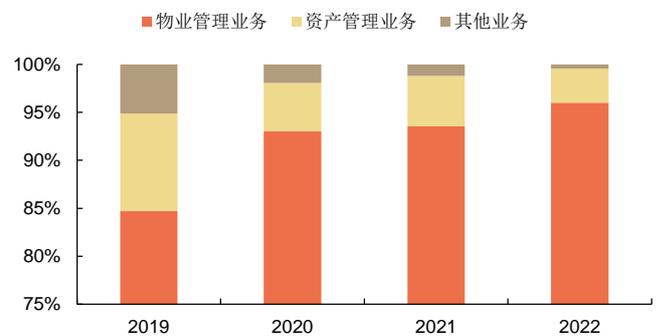
自 2019 年起, 公司营业收入持续增长, 并且于 2022 年提升至 130 亿, 同比增长 22.97%, 2019-2022 复合增长率为 28.92%。在 2019 年公司完成重组后, 公司确立了“12347”战略, 其中“1”是以建设“中国领先的物业资产运营服务商”为目标; “2”是发展大物业和大资管两项核心业务。由于资产业务的培育发展需要比较长的时间, 目前公司收入占比中物业管理业务收入的占比依旧很大。

图42: 招商积余近四年总营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

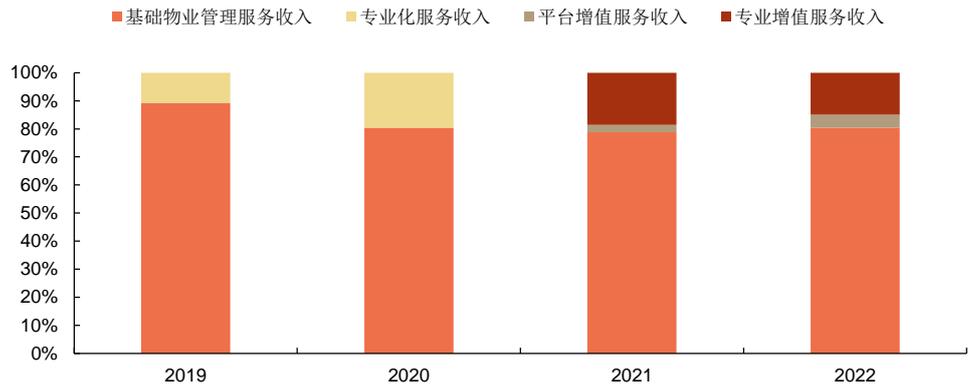
图43: 招商积余各业务所占总营业收入比例 (%)



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

物业管理业务收入的稳定增长为总收入的持续增长奠定基础。截至 22 年底, 物业管理业务收入自 19 年的 51.5 亿元增长至 125 亿元, 复合增长率为 34.4%。其中, 2020 年同比增速为 56.04%, 主要系招商物业 2019 年 12 月起纳入公司并表范围、原有物业管理项目自然增长以及本年度新拓展物业管理项目增加。物业管理业务收入主要由以下几部分构成:

图44: 物业管理业务收入各部分当年收入占比 (%)

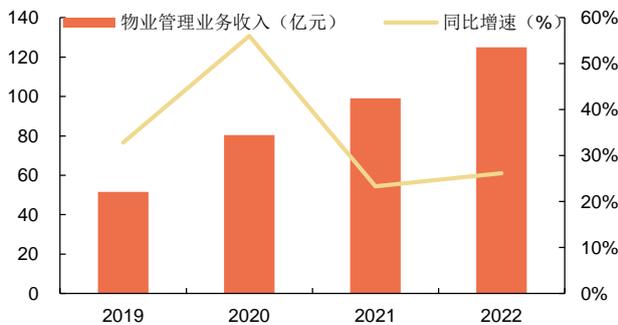


资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

注: 2021年之前平台增值服务与专业增值服务统一为专业化服务收入

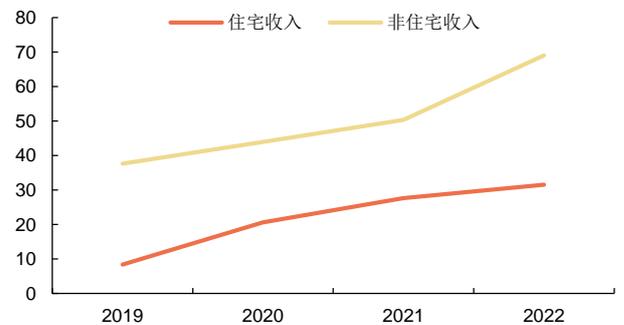
- ◆ **基础物业管理服务收入连年增长。**作为物业管理业务收入中最大的组成部分,基础物业管理服务直接为物业管理业务收入的增长提供极大推动作用,进而保证了公司总收入的稳步提升。

图45: 各年基础物业管理服务收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

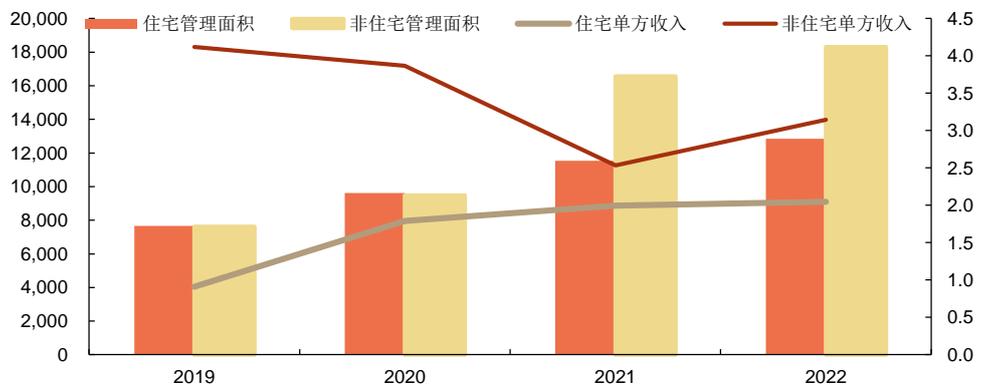
图46: 各年住宅收入及非住宅收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

- ◆ **住宅收入突飞猛进。**自2019年起,住宅管理面积以及住宅单方收入这两项指标均显示出稳定的正增长。在两者的共同作用下,公司在住宅领域的基础物业管理服务收入也有十分健康的表现。

图47: 住宅、非住宅管理面积 (万方) 及两者的单位收入 (元/月/平方米)

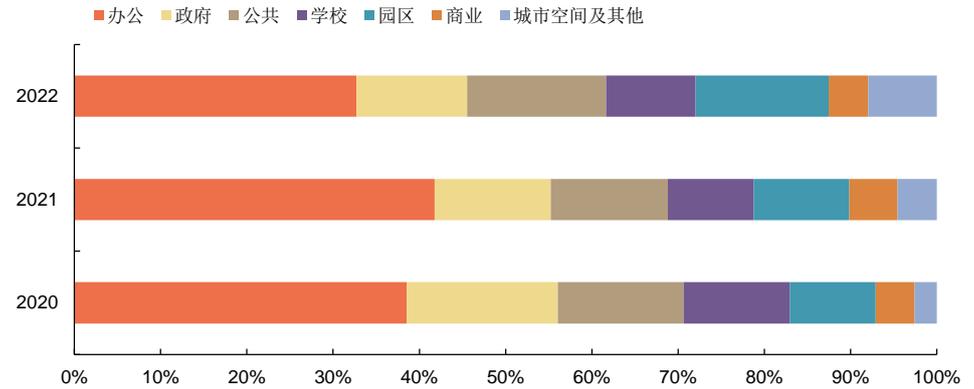


资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

- ◆ **非住宅收入总体上升。**非住宅单方收入总体有所缩减,这主要由于公共、园区管理面积的大量提升,而办公、商业管理面积的提升比例远不及前面两者。但是,非住宅收入仍旧能够表现出增长趋势,这主要得益于大幅扩大的非住宅管

理面积。

图48：非住宅收入近三年构成变化



资料来源：公司年报，申港证券研究所

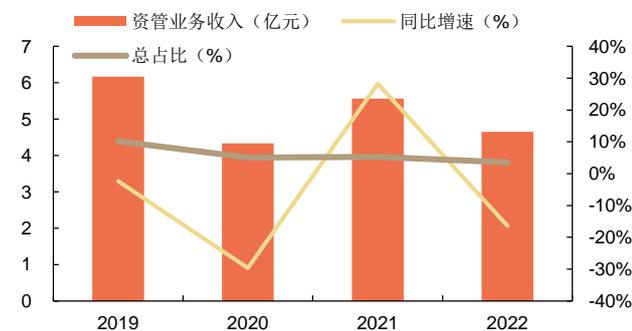
注：2019年公司未披露非住宅各业态收入构成

- ◆ **专业管理服务收入总量提升，但占比缩减；平台服务初显锋芒。** 两项服务都是2021年及之后公司新开拓的业务，共同代替了原来的专业化服务收入。其中，平台增值服务收入显著提升，表现良好；专业增值服务收入略微提升，但是它在总收入中所占比例有所缩减。

资产管理业务呈现总体缩减，在总收入中占比大幅下降。 资产管理业务收入的组成部分中，商业运营营业收入近三年每年都在提高，但是由于它在资产管理业务中占比很低，这一提高并未对资产管理业务收入有决定性作用。持有物业出租及经营收入是构成资产管理业务的最主要部分。由于招商积余近年正在进行轻重资产的剥离，剥离重资产后持有型物业减少，因此持有物业出租及经营收入呈现出整体下降的态势，也直接导致了资产管理业务的总体缩减。资产管理业务的培育发展需要比较长的时间，目前还处于成长阶段，无法为总收入贡献较大比例。

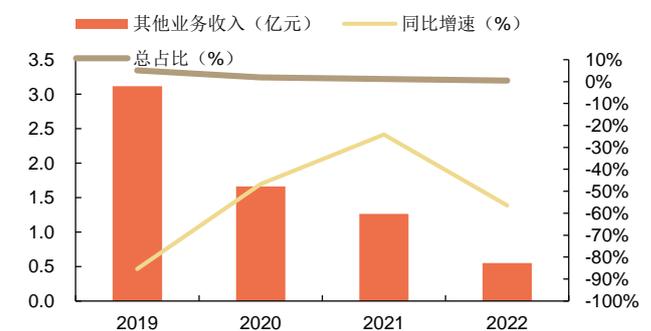
其他业务规模连年收缩，同比增速显著为负。 其他业务收入由2019年末的3亿元一度下降至2022年末的0.55亿元，在总收入中占比也下降至仅0.42%的水平。这一变化主要是由于公司贯彻“12347”战略，聚焦大物业和大资管两项核心业务。

图49：资产管理业务收入、同比增速及总占比



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图50：其他业务收入、同比增速及总占比



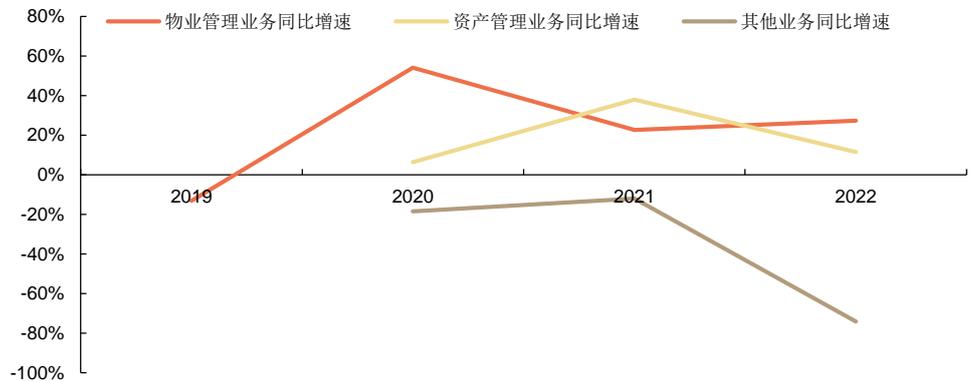
资料来源：公司年报，申港证券研究所

4.2 营业成本大幅上升

自2019年起，营业成本持续大幅上升。截至2022年末，招商积余营业成本增长至114.82亿元，2019-2022复合增长率为32.12%，略高于营业收入的复合增长

率。其中，2020 年营业成本增速高达 54.07%。营业成本大幅增长的主要原因在于：

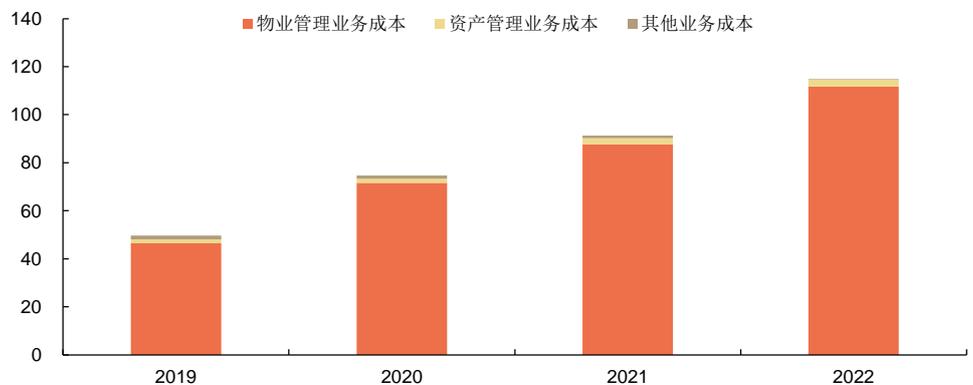
图51：招商积余各业务成本同比增速（%）



资料来源：公司年报，申港证券研究所

- ◆ **物业管理服务成本持续增长，大物业核心业务注入强劲动力：**主要体现在基础物业管理服务的强劲市场拓展能力，包括住宅成本与非住宅成本的增长。住宅方面，在管面积与单位成本都呈现上升趋势，在两者的协同作用下，住宅总成本上升；非住宅方面，由于非住业态基本已进入红海，公司必须通过压价以提高竞争力，由此导致的利润空间下降促使非住单位成本的压缩；然而，由于在管总面积的提升，非住宅总成本最终还是呈现上升。

图52：招商积余各业务成本（亿元）



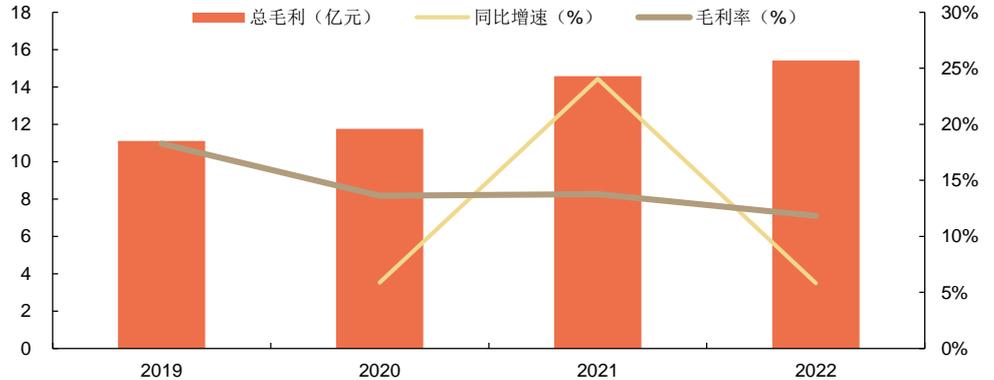
资料来源：公司年报，申港证券研究所

- ◆ **资产管理业务总成本不断扩大，以满足大资管这一核心业务的茁壮成长。**公司的资管业务仍旧处于成长期，有些项目尚还处于筹备期，培育发展需要比较长的时间。公司坚持战略定力，向资管业务持续注入资金，希望把资管业务做大做强。
- ◆ **其他业务成本不断缩减，但是对总成本并未产生决定性作用。**伴随着向大物业和大资管两项核心业务的侧重，公司对于其他业务的关注逐渐淡化，致使其他业务规模缩减，成本下行。但是，由于其他业务成本在总成本中占比过小，它的下降并未阻碍总成本的大幅上升。

4.3 毛利逐年增长 毛利率略有下降

随着公司业务规模的不断扩大，公司的毛利总量逐年上升，但是毛利率却略有下滑，由2019年的18.26%下滑至11.84%。近年来公司高度重视增值服务以及资管业务，在打造服务的过程中更看重提升客户满意度和品质提升，并未过度强调毛利率。毛利率的下降趋势具体表现在以下方面：

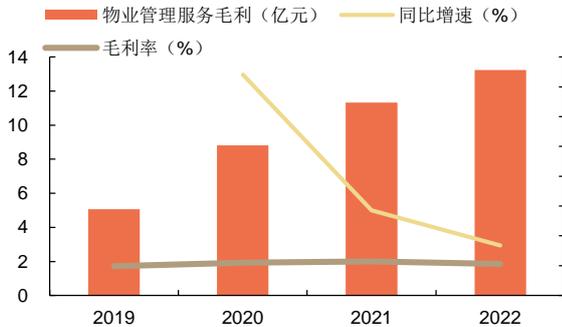
图53：招商积余总毛利、同比增速及毛利率



资料来源：公司年报，申港证券研究所

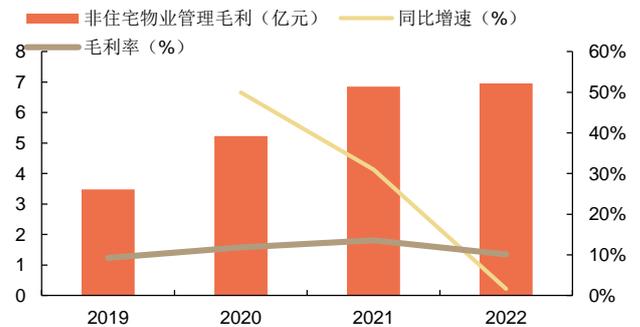
- ◆ **物业管理业务毛利总量提升，但是毛利率趋于平稳。**物业管理服务作为公司大物业核心业务，其规模的增长推动毛利总量的增长；但是，由于业务占比较大的非住宅业态进入了存量竞争状态，公司必须通过降低价格以提升自身在这一红海市场的竞争力，因此，非住宅毛利率并不能随规模的扩张而提升。尤其值得注意的是2022年，非住宅毛利率有一个明显的下滑，从一定程度上解释了物业管理业务毛利率的略微下滑。

图54：物业管理服务毛利、同比增速及毛利率



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图55：非住宅毛利、同比增速及毛利率

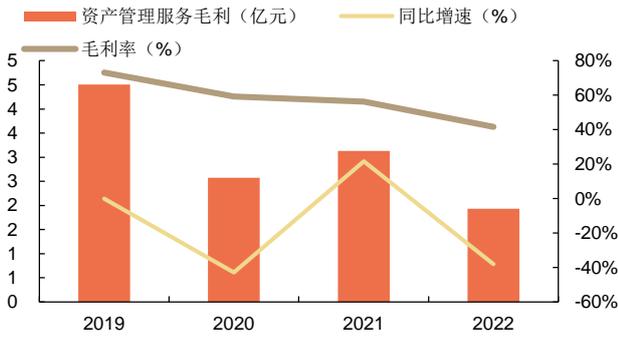


资料来源：公司年报，申港证券研究所

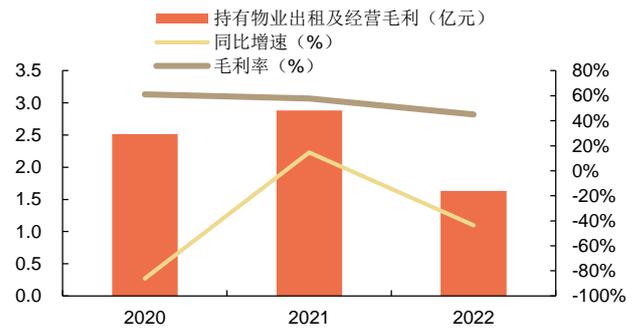
- ◆ **资产管理业务毛利以及毛利率均呈现下行趋势。**由于资产管理业务尚且处于成长期，它对于总收入的贡献有限，但是所需的成本却较高。两者综合作用下，毛利以及毛利率均处于下降趋势。其中，持有物业出租及经营作为资产管理业务的主要组成部分，显示出总体下降的毛利和不断下滑的毛利率，对于资产管理业务毛利和毛利率的下滑起到决定性作用。

图56：资产管理服务毛利、同比增速及毛利率

图57：持有物业出租及经营毛利、同比增速及毛利率



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所



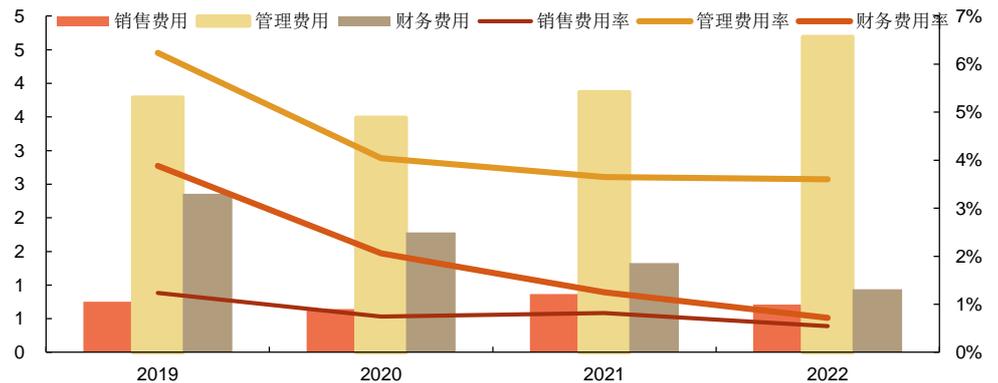
资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

注: 2019 年公司未披露持有物业出租及经营毛利

4.4 期间费用率下行

招商积余期间费用率整体呈下行趋势。自 2019 年 2022 年，销售费用以及管理费用总额虽然随公司规模的扩张以及雇员人数的增加而有所增长，但得益于招商积余经营管理模式水平提升，深挖内部潜力，降本成效取得了效果，二者的费用率呈现下行趋势。

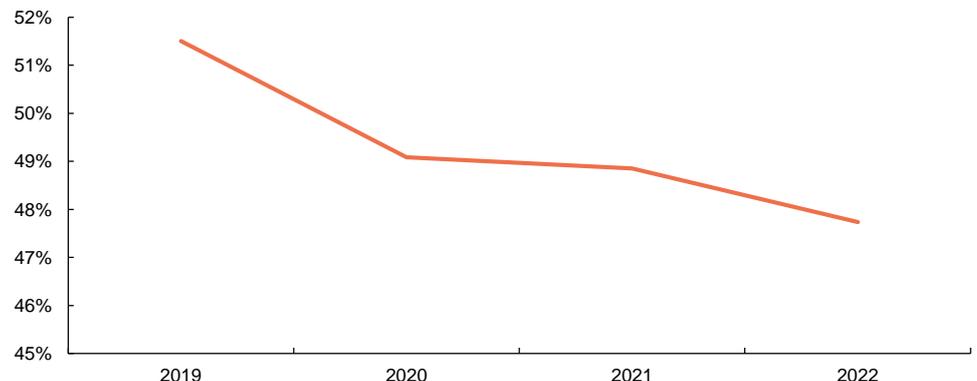
图58: 招商积余期间费用（亿元）及费用率（%）



资料来源: wind, 申港证券研究所

而财务费用中利息支出减小，主要原因在于：资产负债率从 2019 年 51.51% 迅速下降至 2022 年的 47.73%，债务规模减少，偿债利息支出减小。

图59: 招商积余资产负债率（%）

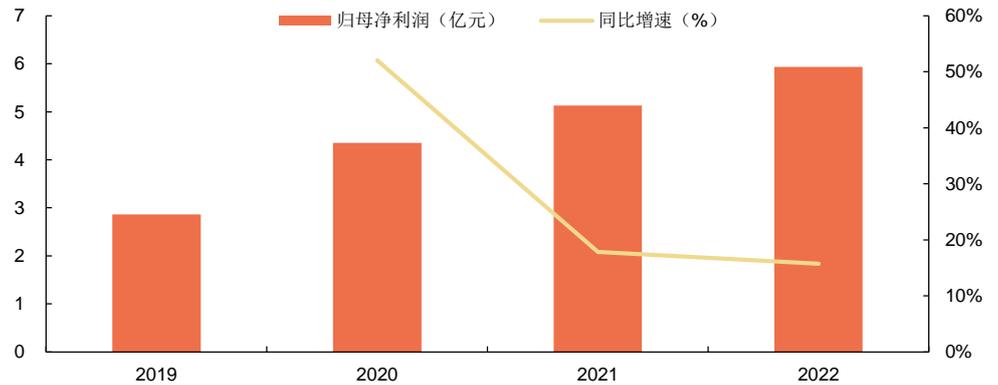


资料来源: wind, 申港证券研究所

4.5 归母净利润稳健提升

在实现规模增长的同时，近四年整体利润水平取得了高于收入增长的态势。公司近年着眼于提质增效，尤其是加大项目“一业态一模板”的应用，从而穿透到每个项目的成本结构。截至 22 年，公司归母净利润已提升至 5.94 亿元，同比增长 15.72%，虽然不及营收增速，但剔除减免房产租金影响后，公司 22 年度归母净利润较上年同期增长 31.58%。

图60：招商积余归母净利润（亿元）及同比增速（%）



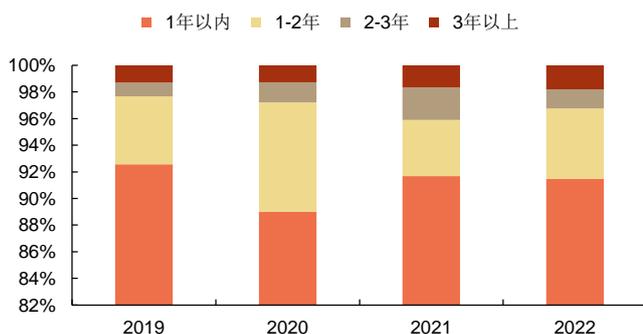
资料来源：wind，申港证券研究所

4.6 应收账款和其他应收款

公司短期应收账款居多，长期应收账款管理十分健康。近四年的数据显示，1年以内的应收账款占总应收账款的比例均在89%以上，1年以上的应收账款数目每年都保持在较低水平，反映出公司良好的应收账款管理能力。在2022年末，公司总应收账款水平为24.3亿元，其中1年以内应收账款为22.3亿元。

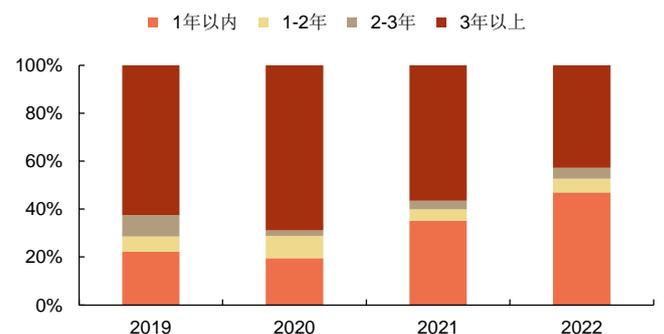
公司长期其他应收款占比很大，但长期其他应收款管理近三年持续向好。近四年，公司长期应收款水平均处于高位，但3年以上其他应收款占比持续下滑，由2020年的68.82%下降至42.74%。在2022年末，公司其他应收款总水平为11.8亿元，其中3年以上其他应收款总计5.03亿元。过高的长期其他应收款水平可能使大量资金无法收回，为公司带来不可忽视的坏账风险。根据企业财报信息，3年以上其他应收款坏账准备额为2.49亿元，占3年以上其他应收款的49.5%，显露出较大的风险敞口。

图61：招商积余应收账款账龄结构



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图62：招商积余其他应收款账龄结构

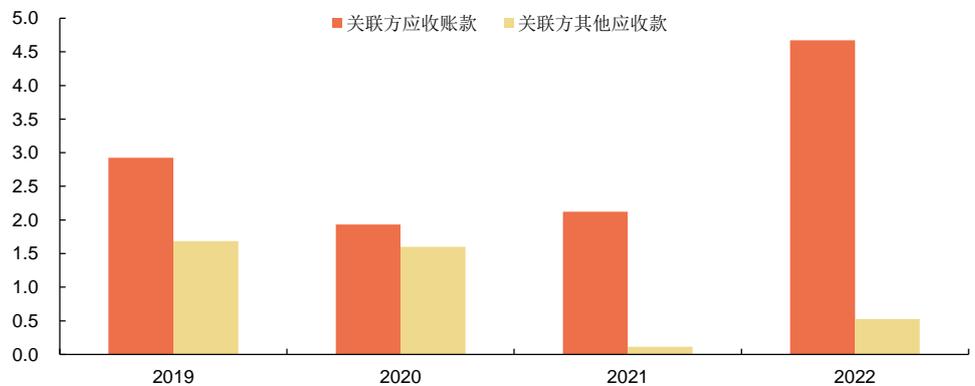


资料来源：公司年报，申港证券研究所

公司关联方交易应收账款先下降后上升。在 2020 年及 2021 年，公司关联方交易应收账款处于相对较低的水平，反映出公司在这两年具有较好的应收账款管理，这也可以通过公司的在这两年较为健康的现金流量看出。在 2022 年，应收账款呈现爆发增长，主要由以下三个原因导致：

- ◆ 物业公司的物业管理服务合同模式是下收制，即下个月或下个季度收取上个月或者上个季度的服务费用。因为这种收费模式，在公司业务规模快速扩张阶段，应收账款的增幅基本上都会小幅超过收入的增幅。
- ◆ 公司 2022 年度新收并表了上航、南航、汇勤、新中 4 个物业管理公司，在收并购过程中带来资产负债的快速变动。
- ◆ 整体社会和经济环境对物业催缴造成比较大的影响，整体收缴率较往年有一定下降。

图63：招商积余关联方应收账款以及其他应收款（亿元）



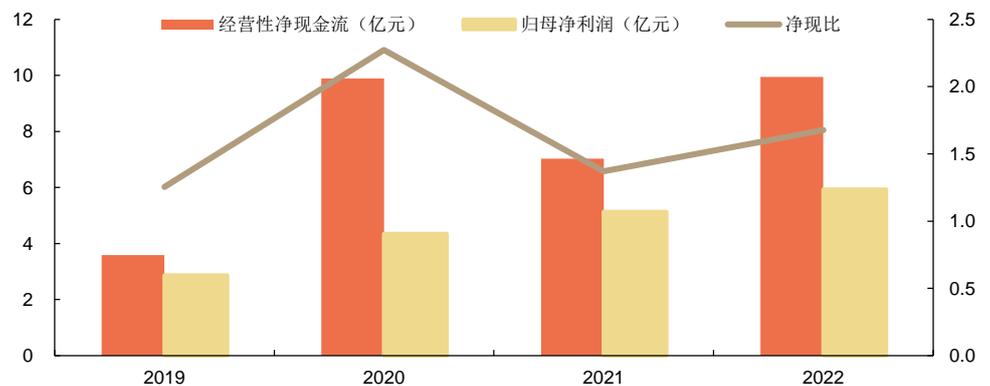
资料来源：公司年报，申港证券研究所

公司关联方其他应收款大幅收缩。随着重心向核心业务转移，公司在其他业务方面的流量也会相对应地减少。

4.7 净现比基本稳定

近四年的净现比显现出相对稳定的态势，且稳定在 1 以上。22 年公司净现比由 21 年的 1.37 提升至 1.68，彰显了稳定现金流的轻资产服务优势。

图64：招商积余归母净利润（亿元）、经营性净现金流（亿元）以及净现比

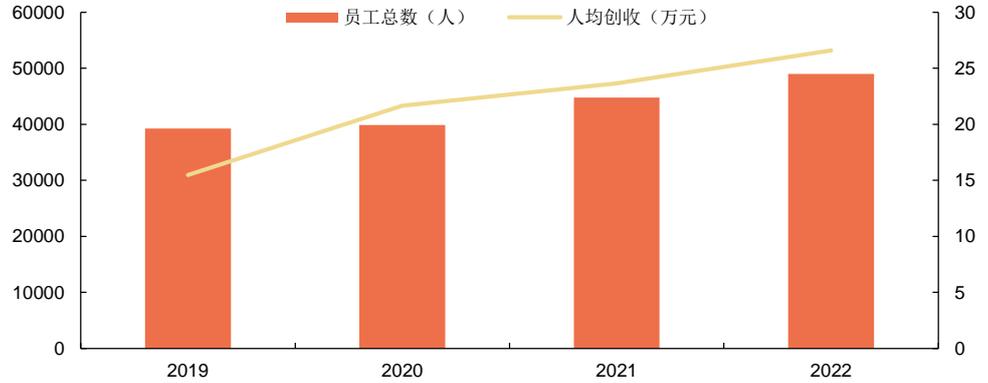


资料来源：wind，申港证券研究所

4.8 人均创收稳健上行

公司在职员工人数逐年上升，人均创收稳健上行。随着企业业务规模是不断扩大，公司需要更多人员开展新项目，因此需要提前一段时间准备人员，推动公司在职员工人数缓慢上升。但是，由于营业收入更大比例的提升，在职总人数的略微上升并未能阻碍人均创收的连年显著提升。

图65：招商积余员工总数（人）以及人均创收（万元）



资料来源：wind，申港证券研究所

5. 盈利预测

5.1 基本假设条件

基于下列主要假设条件，对公司主要业务收入、成本、毛利的预测如下：

公司的业务分为五部分：基础物业管理、平台增值服务、专业增值服务、商业运营业务、持有物业出租及经营业务。我们将基础物业管理、平台增值服务、专业增值服务统一为物业管理服务，我们在判断基础物业管理具体业务收入时，拆分住宅业态项目及非住宅业态项目，根据业态进一步拆分关联方项目及第三方项目。我们将商业运营业务、持有物业出租及经营业务统一为资产管理业务。

基础物业管理方面：

- ◆ 在住宅业态方面，我们拆分关联方及第三方拓展面积，在关联方输送面积方面，根据招商蛇口销售面积判断住宅增量，央企背景下由销售至交房基本有保障，我们前推两年看招商蛇口的销售面积进而推算23-25年的新增面积；在第三方拓展方面，我们根据其外拓同比增速进行判断，预计未来约在12%-15%；而整体单方收入随着新交付项目的进入而上升，23-25年分别三年为2.1、2.14、2.17元/月/平方米；管理的项目中外拓项目受进场项目工程改造及现场整改影响，单方成本略有上升，整体住宅单方成本分别1.87、1.9、1.92元/月/平方米。
- ◆ 在非住宅业态方面，根据公司在外拓方面的优势，预计每年外拓增速呈上升趋势，且公司在管办公业态较多，预计未来非住宅业态进一步优化，23-25年分别为3.2、3.25、3.28元/月/平方米；由于非住项目一般需进场前期筹备团队，此时项目仍未接管，预计单方成本亦有小幅上升，单方成本分别2.84、2.86、2.89元/月/平方米。
- ◆ 预计23-25年基础物业管理部分收入为118.67、140.27、165.01亿元，对应毛

利率 11.2%、11.8%、11.8%，随着管理规模的扩大毛利率预计可实现稳中有进。

平台增值服务方面：

- ◆ 由于公司的平台增值服务包含 ToBToC 业务，故我们根据整体管理面积进行预测，此项业务 22 年公司收入翻倍，且到家汇平台仍在快速发展阶段，预计 23-25 年单方收入分别为 2.5、3.2、4 元/年/平方米。
- ◆ 预计 23-25 年收入为 8.98、13.4、19.32 亿元，对应毛利 0.61、0.92、1.45 亿元，毛利率 6.8%、6.88%、7.5%，毛利率随平台业务收入的增加而提升。

专业增值服务方面：

- ◆ 公司的专业增值服务不仅包括案场及经纪，还包括智慧建筑、停车场管理等业务，22 年由于房地产下行影响，此项业务的收入增速较低，但随着地产及经济的企稳回升，以及公司“沃土云林”中“林”类专业项目公司业务的发展，后续收入仍能回归较高的增长。
- ◆ 预计 23-25 年收入为 23.71、27.94、32.84 亿元，对应毛利 3.95、4.88、5.84 亿元，毛利率 16.7%、17.5%、17.8%，毛利率随着房产经纪等高毛利率项目的回升而上升。

商业运营业务方面：

- ◆ 公司此项业务占比较小，主要公司旗下在管商业项目较少，但近年来公司此项业务收入占比持续增长，预计未来随着市场外拓的持续发力及商业客流量的增加，此项业务收入仍能维持增长，业务增速预计在 40%-50%。
- ◆ 预计 23-25 年收入为 1.54、2.15、3.12 亿元，对应毛利 0.46、0.67、1 亿元，毛利率 30%、31%、32%，商业运营毛利率逐渐回升。

持有物业出租及经营方面：

- ◆ 由于 22 年公司根据政策进行了租金减免，预计减免金额约 8600 万元，我们预计 23 年此部分收入有望回升至 21 年同期水平或略低，但是，由于公司持续推进重资产剥离，旗下持有型物业预计仍将逐步减少，此项业务的收入增速预计较低，24-25 年业务增速预计在 5%-10%。
- ◆ 预计 23-25 年收入为 4.49、4.71、5.18 亿元，对应毛利 2.24、2.4、2.69 亿元，毛利率 50%、51%、52%，随着宏观经济的相好，预计后续出租率逐步提升，带动毛利率的回升。

表5：公司业务拆分与盈利预测

百万元，%	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	6077.9	8635.1	10590.9	13023.8	15738.5	18841.1	22547.6
同比增速	-8.7%	42.1%	22.6%	23.0%	20.8%	19.7%	19.7%
物业管理服务收入	5149.5	8035.1	9908.4	12503.6	15136.0	18154.6	21717.2
同比增速	32.8%	56.0%	23.3%	26.2%	21.1%	19.9%	19.6%
其中：基础物业管理收入	4599.6	6463.5	7803.0	10057.4	11866.6	14026.6	16501.4
同比增速	27.9%	40.5%	20.7%	28.9%	18.0%	18.2%	17.6%
其中：住宅物业管理收入	835.2	2064.9	2767.3	3153.5	3684.3	4309.2	4901.8

同比增速	47.1%	147.2%	34.0%	14.0%	16.8%	17.0%	13.8%
其中：非住物业管理收入	3764.4	4398.6	5035.7	6903.9	8182.3	9717.4	11599.6
同比增速	24.3%	16.8%	14.5%	37.1%	18.5%	18.8%	19.4%
其中：平台增值服务收入		265.6	576.2	898.2	1334.3	1931.8	
同比增速		494.0%	116.9%	55.9%	48.6%	44.8%	
其中：专业增值服务收入		1839.7	1870.0	2371.3	2793.7	3284.0	
同比增速		20.5%	1.6%	26.8%	17.8%	17.6%	
资产管理业务收入	616.7	433.9	556.5	465.2	602.5	686.4	830.4
同比增速	-2.4%	-29.7%	28.3%	-16.4%	29.5%	13.9%	21.0%
其中：商业运营业务收入		22.2	58.4	102.5	153.8	215.3	312.2
同比增速		-65.3%	162.6%	75.7%	50.0%	40.0%	45.0%
其中：持有物业出租及经营收入		411.6	498.1	362.7	448.7	471.1	518.2
同比增速		-25.5%	21.0%	-27.2%	23.7%	5.0%	10.0%
总成本	4968.2	7460.3	9133.5	11481.6	13687.7	16305.1	19505.0
同比增速	-7.1%	50.2%	22.4%	25.7%	19.2%	19.1%	19.6%
物业管理服务成本	4643.1	7153.8	8775.5	11180.3	13355.7	15925.7	19044.0
同比增速	-13.2%	54.1%	22.7%	27.4%	19.5%	19.2%	19.6%
其中：基础物业管理成本	4209.9	5802.3	6936.3	9073.8	10542.5	12377.3	14557.4
同比增速		37.8%	19.5%	30.8%	16.2%	17.4%	17.6%
其中：住宅物业管理成本	794.0	1926.4	2585.4	2865.8	3280.7	3825.9	4337.1
同比增速	0.0%	142.6%	34.2%	10.8%	14.5%	16.6%	13.4%
其中：非住物业管理成本	3415.9	3875.9	4350.9	6208.0	7261.8	8551.3	10220.4
同比增速	0.0%	13.5%	12.3%	42.7%	17.0%	17.8%	19.5%
其中：平台增值服务成本		252.8	541.4	837.1	1242.6	1786.9	
同比增速			114.2%	54.6%	48.4%	43.8%	
其中：专业增值服务成本		1586.5	1565.2	1976.0	2305.8	2699.7	
同比增速			-1.3%	26.3%	16.7%	17.1%	
资产管理业务成本	166.0	176.7	243.8	271.8	332.0	379.4	461.0
同比增速		6.4%	38.0%	11.5%	22.1%	14.3%	21.5%
其中：商业运营业务成本		16.3	33.9	72.2	107.7	148.6	212.3
同比增速		-23.8%	108.1%	113.1%	49.1%	38.0%	42.9%
其中：持有物业出租及经营成本		160.4	209.9	199.6	224.3	230.8	248.7
同比增速		10.9%	30.9%	-4.9%	12.4%	2.9%	7.8%
总毛利	1109.7	1174.9	1457.5	1542.2	2050.8	2536.0	3042.6
同比增速	-15.1%	5.9%	24.1%	5.8%	33.0%	23.7%	20.0%
总毛利率	18.3%	13.6%	13.8%	11.8%	13.0%	13.5%	13.5%
物业管理服务毛利率	9.8%	11.0%	11.4%	10.6%	11.8%	12.3%	12.3%
其中：基础物业管理毛利率	8.5%	10.2%	11.1%	9.8%	11.2%	11.8%	11.8%
其中：住宅毛利率	4.9%	6.7%	6.6%	9.1%	11.0%	11.2%	11.5%
其中：非住宅毛利率	9.3%	11.9%	13.6%	10.1%	11.3%	12.0%	11.9%
其中：平台增值服务毛利率		4.9%	6.0%	6.8%	6.9%	7.5%	
其中：专业增值服务毛利率		13.8%	16.3%	16.7%	17.5%	17.8%	
资产管理业务毛利率	73.1%	59.3%	56.2%	41.6%	44.9%	44.7%	44.5%
其中：商业运营业务毛利率		26.7%	41.9%	29.6%	30.0%	31.0%	32.0%
其中：持有物业出租及经营毛利率		61.0%	57.9%	45.0%	50.0%	51.0%	52.0%

资料来源：公司年报，申港证券研究所

5.2 盈利预测

我们持续看好招商积余的业绩发展，我们预测公司 2023-2025 年实现营业收入 157.38/188.41/225.48 亿元，同比增长 20.84%/19.71%/19.67%；实现归母净利润 7.62/9.49/11.14 亿元，同比增长 28.36%/24.6%/17.32%；预期 EPS 分别为 0.72/0.9/1.05 元。

5.3 估值及投资建议

当前 A 股市场中共有 5 家物业公司，招商积余为 A 股市场唯一一家央企背景的物企，特发服务为 A 股唯一一家国企物管公司，我们认为其具有一定的可比性，同时，我们选取了 4 家港股央企国企物业公司，其平均 PE (TTM) 为 26.43 倍，而特发服务作为 A 股国企物管公司 PE (TTM) 为 34.03 倍，我们认为 A 股市场较港股仍有估值溢价。

此外，招商积余作为物管行业非住宅业态的龙头，叠加其较大的管理规模，是目前市场少有的内生外拓均好、业态平衡多样、资源禀赋优异的全能型物企，且目前公司估值仍在历史低位，预计未来有望持续回升。我们给予公司 2023 年 26-28 倍 PE 估值，对应股价在 18.68 和 20.12 元之间，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比公司估值比较

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (23E)	PE (24E)	PB
1209.HK	华润万象生活	831.86	38.45	29.25	23.24	5.94
2602.HK	万物云	362.39	24.46	17.36	13.50	2.24
2669.HK	中海物业	245.92	22.05	17.09	13.34	7.77
6049.HK	保利物业	226.63	20.76	16.29	13.11	3.00
300917.SZ	特发服务	37.65	34.03	/	/	4.37
	平均值	340.89	27.95	20.00	15.80	4.67

资料来源：wind 预测，截至 2023/4/21，申港证券研究所

6. 风险提示

盈利预测中假设偏离真实情况的风险，我们对公司业绩的预测主要基于公司各项业务的单方收入、业务增速、毛利率三个维度，公司的实际经营在上述方面可能不及我们的假设条件，因此盈利预测与公司未来的业绩可能出现一定偏差，对于 2023 年业绩：

- ◆ 若公司住宅基础物业管理单方收入较假设下降 1pct，则归母净利润减少 24.12 百万元（较假设-3.27%），若公司非住宅基础物业管理单方收入较假设下降 1pct，则归母净利润减少 53.58 百万元（较假设-7.56%）；若公司住宅基础物业管理单方成本较假设上升 1pct，则归母净利润减少 22.89 百万元（较假设-3.1%）；若公司非住宅基础物业管理单方成本较假设上升 1pct，则归母净利润减少 50.68 百万元（较假设-7.13%）。
- ◆ 若公司平台增值服务单方收入较假设下降 1pct，则归母净利润减少 5.88 百万元（较假设-0.78%）；若公司平台增值服务单方成本较假设上升 1pct，则归母净利润减少 5.84 百万元（较假设-0.77%）。
- ◆ 若公司专业增值服务单方收入较假设下降 1pct，则归母净利润减少 15.53 百万元（较假设-2.08%）；若公司专业增值服务单方成本较假设上升 1pct，则归母净利

润减少 13.79 百万元 (较假设-1.84%)。

- ◆ 若公司商业运营业务收入增速较假设下降 10pct (考虑到公司此项业务占比较小), 则归母净利润减少 1.71 百万元 (较假设-0.22%); 若商业运营业务毛利率较假设减少 2pct, 则归母净利润减少 2.15 百万元 (较假设-0.28%)。
- ◆ 若公司持有物业出租及经营收入增速较假设下降 10pct (考虑到公司此项业务占比较小), 则归母净利润减少 13.72 百万元 (较假设-1.83%); 若持有物业出租及经营毛利率较假设减少 2pct, 则归母净利润减少 6.26 百万元 (较假设-0.83%)。

外拓不及预期、项目无法续签风险, 公司目前有大量的非住宅业态项目, 此类项目一般合同期限较短, 若届时无法续签, 外拓亦无法达到市场化平均水平, 则有可能导致管理规模下降, 收入承压。

轻重资产剥离不及预期风险, 公司目前仍持有部分重资产, 重资产剥离一般需较长时间, 若剥离不及预期, 持有的资产若发生公允价值变动较大的联动则有可能拖累公司的业绩。

成本持续上行、降本增效不及预期风险, 公司目前毛利率较同行业处于低位, 若后期无法通过科技化手段实现管理效率的提升, 则面对持续上升的刚性成本, 可能导致盈利能力承压。

表7: 公司盈利预测表

利润表	单位: 百万元					资产负债表	单位: 百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10591	13024	15738	18841	22548	流动资产合计	5832	7848	9815	11538	13936
营业成本	9133	11482	13688	16305	19505	货币资金	2060	3167	3827	4582	5483
营业税金及附加	92	87	121	136	168	应收账款	1511	2331	2817	3373	4036
营业费用	87	71	107	116	146	其他应收款	652	924	1117	1337	1600
管理费用	387	469	571	681	816	预付款项	112	148	192	244	306
研发费用	38	48	53	58	64	存货	1390	1164	1736	1861	2350
财务费用	132	94	79	147	209	其他流动资产	77	85	93	102	113
资产减值损失	-110.34	-69.03	-89.68	-79.35	-84.52	非流动资产合计	10933	9967	10760	11213	11774
信用减值损失	-50.31	-27.62	-38.96	-33.29	-36.13	长期股权投资	50	68	59	63	61
公允价值变动收益	106.70	-8.46	24.56	4.02	7.15	固定资产	565	660	1010	1531	2135
投资净收益	4.48	44.91	24.69	34.80	29.75	无形资产	21	30	150	158	166
营业利润	745	825	1040	1325	1555	商誉	2565	3194	3258	3323	3389
营业外收入	11.89	11.98	11.98	11.98	11.98	其他非流动资产	507	201	354	277	316
营业外支出	10.17	15.17	12.67	13.92	13.29	资产总计	16766	17815	20575	22751	25710
利润总额	746	822	1039	1323	1554	流动负债合计	4605	5415	7731	9443	11807
所得税	294	253	320	407	478	短期借款	200	0	1786	2851	4439
净利润	453	569	719	916	1076	应付账款	1041	1704	2003	2386	2855
少数股东损益	-60	-25	-42	-34	-38	预收款项	4	10	17	25	35
归属母公司净利润	513	594	762	949	1114	一年内到期的非流动负债	203	181	172	164	155
EBITDA	933	993	1172	1565	1875	非流动负债合计	3585	3089	3207	3245	3340
EPS (元)	0.48	0.56	0.72	0.90	1.05	长期借款	624	743	743	743	743
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	1500	1500	1500	1500	1500
						负债合计	8190	8504	10938	12688	15147
成长能力						少数股东权益	-86	161	119	85	47
营业收入增长	22.65%	22.97%	20.84%	19.71%	19.67%	实收资本(或股本)	1060	1060	1060	1060	1060
营业利润增长	24.38%	10.76%	26.07%	27.39%	17.40%	资本公积	3068	3068	3068	3068	3068
归属于母公司净利润	28.36%	24.60%	28.36%	24.60%	17.32%	未分配利润	4039	4515	4191	3813	3371
获利能力						归属母公司股东权益合计	8661	9150	9518	9978	10516
毛利率(%)	13.76%	11.84%	13.03%	13.46%	13.49%	负债和所有者权益	16766	17815	20575	22751	25710
净利率(%)	4.27%	4.37%	4.57%	4.86%	4.77%						
总资产净利润(%)	3.06%	3.33%	3.70%	4.17%	4.33%						
ROE(%)	5.92%	6.49%	8.00%	9.51%	10.59%	现金流量表					
偿债能力						经营活动现金流	703	995	6	700	576
资产负债率(%)	49%	48%	53%	56%	59%	净利润	453	569	719	916	1076
流动比率	1.27	1.45	1.27	1.22	1.18	折旧摊销	55.65	74.21	0.00	78.85	95.48
速动比率	0.96	1.23	1.05	1.02	0.98	财务费用	132	94	79	147	209
营运能力						应收账款减少	0	0	-486	-555	-663
总资产周转率	0.64	0.75	0.82	0.87	0.93	预收帐款增加	0	0	7	8	10
应收账款周转率	8	7	6	6	6	投资活动现金流	-294	624	-712	-431	-551
应付账款周转率	11.67	9.49	8.49	8.58	8.60	公允价值变动收益	107	-8	25	4	7
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	289	262	255
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.56	0.72	0.90	1.05	投资收益	4	45	25	35	30
每股净现金流(最新摊薄)	-0.22	1.04	0.62	0.71	0.85	筹资活动现金流	-643	-519	1366	486	877
每股净资产(最新摊薄)	8.17	8.63	8.98	9.41	9.92	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	30.54	26.39	20.56	16.50	14.06	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	1.81	1.71	1.65	1.57	1.49	资本公积增加	-13	0	0	0	0
EV/EBITDA	17.29	15.03	13.68	10.44	9.07	现金净增加额	-234	1100	660	754	901

资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 历史数据中股本数已按当期情况调整, 以确保估值指标的可比性。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上