

保持稳健发展态势，持续推进收并购和轻重分离

核心观点

事件：公司近期发布 2022 年年报，全年实现营业收入 130.2 亿元，同比+23.0%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比+15.7%。

- **业绩稳健增长，基础服务优势巩固，平台增值快速发展，利润率阶段性承压。**公司 22 年营收同比增长 23%，其中基础服务和平台增值收入分别增长 28.9%/116.9%。基础服务规模稳步增长，期末公司在管面积同比增长 10.7%至 3.1 亿方，非住宅业态在管面积和收入分别占比 58.9%/68.6%，非住宅业态优势进一步巩固。受租金减免政策和赣州九方资产剥离的影响，公司持有物业收入同比有所下降，还原 0.86 亿租金减免的影响，22 年公司实现归母净利润应为 6.8 亿（+31.6%）。受外拓竞争加剧、新拓项目初始投入成本较多的影响，公司非住宅业态基础服务毛利率有所下降，随着项目成熟和市场充分竞争，预计行业毛利率会回归平均水平。
- **关联方持续支持，外拓保持领先。**关联方的稳定业务支持是公司相对于同行的显著优势，2022 年招商蛇口合约销售面积近 0.12 亿方，土储面积近 0.4 亿方，预计后续能为公司持续提供优质物业项目资源，以及在地产开发全链条业务上的有力协同。公司外拓能力保持领先，在管面积中 65.8%来自第三方，22 年第三方新签年度合同额 27.8 亿元，近三年复合增长率 22.4%。外拓结构优化，新拓城市服务、高校、医院、IFM 等新赛道，年合同额超过 1000 万的项目合同额占比 60%。
- **收并购质量较高，轻重分离有序推进。**公司收并购聚焦国资背景物企标的，上航物业、积余南航、深圳汇勤、新中物业四家航空、金融物业标的均在 22 年完成并表，提升了公司细分赛道实力，实现协同拓展。22 年上半年公司首期重资产剥离方案落地，22 年 12 月随即发布筹划出售另外 7 家子公司股权的提示性公告，公司轻重分离的有序推进有利于释放沉淀资金，聚焦主业发展，把握优质标的收并购机会。

盈利预测与投资建议

- **上调至买入评级，目标价为 17.22 元。**根据年报经营情况，我们调整了对公司在管面积和各业务收入预测值，下调了对公司费用率的预测，调整后 2023-25 年 EPS 预测值为 0.82/1.07/1.30 元（原预测 23-24 年为 0.81/0.98 元）。可比公司 23 年 PE 估值为 19 倍，公司关联方支持稳定，外拓能力领先，预计 24 年业绩增速高于可比公司，给予 10%估值溢价，对应 23 年 21 倍估值，目标价 17.22 元。

风险提示：公司利润率修复低于预期。外拓存在不确定性。轻重分离推进不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,591	13,024	15,896	20,042	24,772
同比增长(%)	22.4%	23.0%	22.1%	26.1%	23.6%
营业利润(百万元)	745	825	1,268	1,656	2,011
同比增长(%)	23.8%	10.8%	53.8%	30.5%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	513	594	871	1,132	1,374
同比增长(%)	17.3%	15.7%	46.8%	29.8%	21.4%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.82	1.07	1.30
毛利率(%)	13.8%	11.8%	13.2%	13.5%	13.3%
净利率(%)	4.8%	4.6%	5.5%	5.6%	5.5%
净资产收益率(%)	6.0%	6.7%	9.2%	10.9%	12.1%
市盈率	31.4	27.1	18.5	14.2	11.7
市净率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（上调）
股价（2023年03月29日）	14.96 元
目标价格	17.22 元
52 周最高价/最低价	19.74/13.17 元
总股本/流通 A 股（万股）	106,035/106,024
A 股市值（百万元）	15,863
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2023 年 03 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.35	-8.45	-5.14	-4.18
相对表现	-2.52	-6.89	-9.01	-1.08
沪深 300	0.17	-1.56	3.87	-3.1



证券分析师

赵旭翔 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070001

联系人

张续远 zhangxuyuan@orientsec.com.cn

相关报告

经营稳健业绩符合预期，非住宅业态优势巩固 2022-11-04
重资产剥离有序推进，盈利能力提升业绩超预期：——2022 半年报点评 2022-09-04
提质增效初见成效，轻装上阵增长有望提速 2022-03-21

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/3/29	每股收益 (元)				市盈率				24 年 业绩增速
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
锦和商管	603682	5.65	0.26	0.21	0.26	0.33	22	28	21	17	25%
保利物业	06049	37.94	1.53	1.92	2.41	2.97	25	20	16	13	23%
中海物业	02669	7.82	0.26	0.34	0.44	0.56	30	23	18	14	28%
新大正	002968	22.27	0.72	0.81	1.29	1.75	31	27	17	13	35%
华润万象生活	01209	34.21	0.76	0.97	1.25	1.58	45	35	27	22	27%
		最大值					45	35	27	22	35%
		最小值					22	20	16	13	23%
		平均数					30	27	20	16	27%
		调整后平均					28	26	19	15	26%
招商积余	001914		0.48	0.56	0.82	1.07					30%

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.876 人民币（2023/3/29）

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,060	3,167	3,981	4,148	4,954	营业收入	10,591	13,024	15,896	20,042	24,772
应收票据及应收账款	1,540	2,359	2,430	3,199	4,076	营业成本	9,133	11,482	13,805	17,337	21,483
预付账款	112	148	181	228	282	营业税金及附加	92	87	106	134	166
存货	1,390	1,164	1,380	1,734	2,148	营业费用	87	71	79	100	124
其他	730	1,009	1,212	1,506	1,842	管理费用及研发费用	424	517	620	756	909
流动资产合计	5,832	7,848	9,185	10,815	13,303	财务费用	132	94	23	11	14
长期股权投资	50	68	68	68	68	资产减值损失	161	97	85	139	163
固定资产	565	660	709	751	786	公允价值变动收益	107	(8)	0	0	0
在建工程	5	0	1	2	3	投资净收益	4	45	0	0	0
无形资产	21	30	28	25	23	其他	72	112	91	91	98
其他	10,292	9,209	9,111	9,068	9,039	营业利润	745	825	1,268	1,656	2,011
非流动资产合计	10,933	9,967	9,917	9,914	9,919	营业外收入	12	12	19	14	15
资产总计	16,766	17,815	19,103	20,730	23,222	营业外支出	10	15	11	12	13
短期借款	200	0	0	0	716	利润总额	746	822	1,277	1,658	2,014
应付票据及应付账款	1,041	1,704	2,048	2,573	3,188	所得税	294	253	447	580	705
其他	3,365	3,711	3,881	4,134	4,422	净利润	453	569	830	1,078	1,309
流动负债合计	4,605	5,415	5,930	6,706	8,325	少数股东损益	(60)	(25)	(41)	(54)	(65)
长期借款	624	743	693	643	593	归属于母公司净利润	513	594	871	1,132	1,374
应付债券	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	每股收益(元)	0.48	0.56	0.82	1.07	1.30
其他	1,461	847	966	1,007	905						
非流动负债合计	3,585	3,089	3,159	3,150	2,997	主要财务比率					
负债合计	8,190	8,504	9,089	9,856	11,322		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(86)	161	120	66	0	成长能力					
股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	营业收入	22.4%	23.0%	22.1%	26.1%	23.6%
资本公积	3,068	3,068	3,068	3,068	3,068	营业利润	23.8%	10.8%	53.8%	30.5%	21.5%
留存收益	4,534	5,022	5,766	6,679	7,771	归属于母公司净利润	17.3%	15.7%	46.8%	29.8%	21.4%
其他	(1)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,575	9,311	10,014	10,874	11,900	毛利率	13.8%	11.8%	13.2%	13.5%	13.3%
负债和股东权益总计	16,766	17,815	19,103	20,730	23,222	净利率	4.8%	4.6%	5.5%	5.6%	5.5%
						ROE	6.0%	6.7%	9.2%	10.9%	12.1%
						ROIC	4.7%	5.6%	7.0%	8.5%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	48.9%	47.7%	47.6%	47.5%	48.8%
净利润	453	569	830	1,078	1,309	净负债率	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	70	168	97	104	97	流动比率	1.27	1.45	1.55	1.61	1.60
财务费用	132	94	23	11	14	速动比率	0.88	1.15	1.22	1.25	1.24
投资损失	(4)	(45)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(144)	69	(86)	(826)	(942)	应收账款周转率	8.0	6.8	6.7	7.2	6.9
其它	196	141	311	180	61	存货周转率	4.9	6.7	7.8	8.0	7.9
经营活动现金流	703	995	1,175	547	539	总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1
资本支出	(2)	(215)	(101)	(101)	(101)	每股指标(元)					
长期投资	(30)	1,366	0	0	0	每股收益	0.48	0.56	0.82	1.07	1.30
其他	(262)	(528)	54	0	0	每股经营现金流	0.66	0.94	1.11	0.52	0.51
投资活动现金流	(294)	624	(47)	(101)	(101)	每股净资产	8.17	8.63	9.33	10.19	11.22
债权融资	(382)	73	(114)	(50)	(50)	估值比率					
股权融资	(15)	0	0	0	0	市盈率	31.4	27.1	18.5	14.2	11.7
其他	(245)	(592)	(200)	(229)	419	市净率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	(643)	(519)	(314)	(279)	369	EV/EBITDA	10.3	9.0	7.0	5.5	4.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.1	10.6	7.5	5.8	4.8
现金净增加额	(234)	1,100	814	167	807						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。