

招商积余 (001914.SZ) / 房地产行业

证券研究报告/公司点评

2023年4月23日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 14.77 元

分析师: 由于沛

执业证书编号: S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli02@zts.com.cn

分析师: 李彦

执业证书编号: S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,060
流通股本(百万股)	1,060
市价(元)	14.77
市值(百万元)	15,661
流通市值(百万元)	15,660

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,591	13,024	15,647	18,897	22,804
增长率 yoy%	23%	23%	20%	21%	21%
净利润(百万元)	513	594	782	978	1,196
增长率 yoy%	18%	16%	32%	25%	22%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.74	0.92	1.13
每股现金流量	0.66	0.94	1.06	1.17	0.90
净资产收益率	6%	6%	8%	9%	10%
P/E	30.5	26.4	20.0	16.0	13.1
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

备注: 股价以4月21日收盘价为准。

**投资要点**

- 4月21日, 公司发布2023年一季度报, 公司一季度实现营收33.06亿, 同比+30.28%; 归母净利润1.85亿, 同比+27.24%; 扣非后归母净利润1.64亿, 同比+28.58%。

**收入业绩高速增长, 费用率得到改善**

2023年一季度, 公司实现营业收入33.06亿, 较上年同期增长30.28%; 实现归母净利润1.85亿, 较上年同期增长27.24%。收入的增长来自在管项目的持续增加, 而利润的增长也是得益于公司全方位夯实品质根基, 坚持开源增收与精益提效并重。报告期内, 公司毛利率为12.25%, 较去年同期13.30%小幅下降1.05个百分点, 但期间费用率的改善, 三费率同比下降约0.5个百分点, 因而公司综合净利率为5.81%, 较去年同期提升0.12个百分点。

**物业管理板块各业务发展势头良好**

1) **基础物业规模持续扩张, 外拓成绩优异:** 截止2023年一季度末, 公司在管项目数量达到1,945个, 管理面积达到3.15亿 $m^2$ , 一季度公司物业管理业务实现新签年度合同额8.04亿元, 较上年同期增长10.14%, 报告期内中标中芯上海等多个金额大、具有开拓意义项目(千万级项目占比近三成), 特色业态持续发力, 航空、医院、城市服务类项目拓展再突破, 中标南方航空物流公司项目、平潭综合区实验医院、漳州开发区道路绿化养护等服务项目, 总对总业务不断开拓新客户, 新入围小鹏、李宁、软通动力等客户供应商库; 2) **平台增值服务增长快速:** 2023年一季度, 到家汇商城实现全平台交易额2.67亿元, 同比增长50.76%, 报告期内, 公司持续“瞄准”业主与服务非住宅业态需求, 挖掘多元增值服务潜力, 3月上线“空调焕洗季”全国活动实现清洗空调超9000台; 3) **专业增值业务打开业务渠道:** 2023年一季度, 公司建筑科技业务成功中标南山智谷及深圳华润城润玺二期两个重点建设项目, 年合同额超2000万元, 实现在绿色建筑、高端智能家居市场业务拓展突破。

**资产管理板块规模持续扩大**

截至2023年一季度末, 公司在管商业项目57个(含筹备项目), 管理面积338万 $m^2$ , 其中管理公司自持项目3个, 受托管理控股股东招商蛇口持有项目50个, 第三方品牌输出项目4个; 持有物业出租及经营业务稳健, 公司拥有的持有物业包括酒店、购物中心、商业、写字楼等多种业态, 总可出租面积为48.86万 $m^2$ , 2023年一季度末总体出租率为96%。我们看好结束疫情后, 公司在商业管理板块经营层面的恢复, 考虑到2022年有减租的影响, 预计2023年资产管理板块表现或值得期待。

**投资建议:** 2023年一季度公司交出了一份令人满意的答卷, 收入和利润实现3成左右的增长, 各个细分领域也均有业务层面的突破, 我们看好疫情后公司在基础物管外拓、增值服务及资产管理板块齐头并进, 维持此前的盈利预测, 预计公司2023-2025年净利润为7.82亿、9.78亿、11.96亿, 维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 项目外拓不及预期; 成本上升压力持续增大。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,167	4,694	5,669	6,841	营业收入	13,024	15,647	18,897	22,804
应收票据	28	0	0	0	营业成本	11,482	13,600	16,478	19,900
应收账款	2,331	2,503	2,759	3,421	税金及附加	87	110	132	160
预付账款	148	163	198	239	销售费用	71	110	113	137
存货	1,164	1,360	1,648	1,990	管理费用	469	595	680	798
合同资产	0	0	0	0	研发费用	48	58	70	84
其他流动资产	1,009	1,017	1,228	1,482	财务费用	94	122	102	81
流动资产合计	7,848	9,738	11,502	13,973	信用减值损失	-28	0	0	0
其他长期投资	5,610	5,610	5,610	5,610	资产减值损失	-69	-30	-30	-30
长期股权投资	68	68	68	68	公允价值变动收益	-8	33	16	-15
固定资产	660	633	618	614	投资收益	45	18	22	28
在建工程	0	3	7	12	其他收益	111	0	0	0
无形资产	30	31	33	37	<b>营业利润</b>	<b>825</b>	<b>1,074</b>	<b>1,330</b>	<b>1,627</b>
其他非流动资产	3,599	3,793	3,851	3,796	营业外收入	12	19	14	16
非流动资产合计	9,967	10,137	10,186	10,136	营业外支出	15	11	12	13
<b>资产合计</b>	<b>17,815</b>	<b>19,875</b>	<b>21,688</b>	<b>24,109</b>	<b>利润总额</b>	<b>822</b>	<b>1,082</b>	<b>1,332</b>	<b>1,630</b>
短期借款	0	713	1,054	1,624	所得税	253	333	410	502
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>569</b>	<b>749</b>	<b>922</b>	<b>1,128</b>
应付账款	1,704	1,360	1,648	1,990	少数股东损益	-25	-33	-55	-68
预收款项	10	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>594</b>	<b>782</b>	<b>978</b>	<b>1,196</b>
合同负债	780	939	1,039	1,140	NOPLAT	634	833	992	1,184
其他应付款	1,661	2,000	2,300	2,500	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>0.56</b>	<b>0.74</b>	<b>0.92</b>	<b>1.13</b>
一年内到期的非流动负债	181	100	0	0					
其他流动负债	1,079	1,357	1,591	1,902	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	5,415	6,469	7,632	9,156	<b>会计年度</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	743	743	743	743	<b>成长能力</b>				
应付债券	1,500	1,500	1,500	1,500	营业收入增长率	23.0%	20.1%	20.8%	20.7%
其他非流动负债	847	1,315	1,255	1,235	EBIT增长率	4.2%	31.5%	19.1%	19.3%
非流动负债合计	3,089	3,558	3,498	3,478	归母公司净利润增长率	15.7%	31.8%	25.0%	22.4%
<b>负债合计</b>	<b>8,504</b>	<b>10,027</b>	<b>11,129</b>	<b>12,634</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	9,150	9,720	10,485	11,469	毛利率	11.8%	13.1%	12.8%	12.7%
少数股东权益	161	129	73	6	净利率	4.4%	4.8%	4.9%	4.9%
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,311</b>	<b>9,848</b>	<b>10,559</b>	<b>11,475</b>	ROE	6.4%	7.9%	9.3%	10.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,815</b>	<b>19,875</b>	<b>21,688</b>	<b>24,109</b>	ROIC	26.5%	24.2%	24.7%	23.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	47.7%	50.4%	51.3%	52.4%
					债务权益比	35.1%	44.4%	43.1%	44.5%
					流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
					速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>995</b>	<b>1,120</b>	<b>1,239</b>	<b>951</b>	应收账款周转天数	53	56	50	49
现金收益	752	944	1,099	1,285	应付账款周转天数	43	41	33	33
存货影响	226	-196	-288	-342	存货周转天数	40	33	33	33
经营性应收影响	-787	-129	-260	-673	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	1,074	-15	588	542	每股收益	0.56	0.74	0.92	1.13
其他影响	-270	515	100	138	每股经营现金流	0.94	1.06	1.17	0.90
<b>投资活动现金流</b>	<b>624</b>	<b>-193</b>	<b>-86</b>	<b>-13</b>	每股净资产	8.63	9.17	9.89	10.82
资本支出	-194	-50	-66	-81	<b>估值比率</b>				
股权投资	-18	0	0	0	P/E	26.4	20.0	16.0	13.1
其他长期资产变化	836	-143	-20	68	P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-519</b>	<b>600</b>	<b>-178</b>	<b>234</b>					
借款增加	-104	632	240	570					
股利及利息支付	-306	-468	-486	-571					
股东融资	2	0	0	0					
其他影响	-111	436	68	235					

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。