

公司研究

全国布局深化，盈利能力有望企稳

——新大正（002968.SZ）2022年业绩点评

要点

事件：2022年公司营收同比增长24%，归母净利润同比增长12%

新大正发布2022年年度报告，实现收入26亿元，同比+24.4%；毛利4.2亿元，同比+7.7%，毛利率16.2%，同比-2.5pct；归母净利润1.86亿元，同比+11.8%。

点评：全国布局深化，学校与航空业态空间较大，盈利能力有望企稳

1) 全国布局深化，市场拓展强劲。2022年末公司进驻城市数量达到116个，较上年新增34个，在管面积约1.3亿平，项目管理部513个，新增36个，其中重庆外项目309个，超过重庆区域项目数量。公司在重庆外的收入同比增长41.6%，占比60%，较上年提升7.3pct，全年新拓展项目中标总金额19.1亿元，饱和年化合同收入金额10.1亿元，同比增长23.6%，重庆以外区域新市场拓展已达到总量的76.51%。全国化布局稳步推进，后续将为公司增长提供较为充足的动力。我们在前期报告20230115《深耕公建物业领域，全国化布局打开成长空间》中指出，新大正作为第三方公建物管龙头，专业化水平高，在物管行业有较强的壁垒，看好公司完成全国化布局后进一步打开成长空间。

2) 办公物业仍占据主导，学校与航空业态存在较大空间。2022年办公物业收入10.6亿元，同比增长38.1%，收入占比40.8%，是业绩增长的主要驱动；因为疫情冲击，学校与航空业态经营活动受阻，新项目拓展和新业务开展不及预期，收入增速明显下滑（分别同比增长12.7%、15.3%，低于平均增速），但航空与学校是公司重点战略发展业态，目前收入规模较小（合计收入占比25%），增长空间大，公司正加大对两大业态的拓展力度，随着疫情影响解除，项目数量快速积累，服务内容增加、渗透率提升，航空和学校物业有望实现快速发展。

3) 盈利能力阶段性下滑，规模经济有望带动毛利率企稳。2022年因为全国化布局深化，规模快速扩张，以及疫情导致额外成本支出，公司毛利率同比下滑2.5pct至16.2%，其中新项目（1年内）毛利率10.2%，成熟项目17.1%，重庆区域内19.7%（项目成熟、高密度），重庆区域外13.8%；后续新拓展项目逐渐成熟，规模经济优势逐步发挥，公司毛利率有望企稳。

盈利预测、估值与评级：公司是第三方公建物管龙头，聚焦非住宅业态，专业化水平高，在对重庆区域持续深耕的同时，将经营范围扩大至成渝、京津冀、长三角、大湾区等国家战略区域，基本实现全国重点城市经营布局，规模快速扩张，短期毛利率下滑；此外公司2023年1月3日公告，拟收购沧恒投资80%股权，进度及投后整合需进一步跟踪，调整公司2023-25年归母净利润预测至2.5亿（-23%）/3.4亿（-23%）/4.2亿元（新增），对应EPS为1.1/1.5/1.9元，当前股价对应23-25年PE为17/13/10倍，估值具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：外拓竞争加剧导致利润下滑，收并购进展与整合不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,088	2,598	3,623	4,983	5,990
营业收入增长率	58.40%	24.41%	39.46%	37.52%	20.22%
净利润（百万元）	166	186	251	336	423
净利润增长率	26.57%	11.80%	35.29%	33.91%	25.89%
EPS（元）	0.72	0.81	1.10	1.47	1.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.05%	16.63%	19.33%	21.97%	23.38%
P/E	26	23	17	13	10
P/B	4.5	3.9	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-21

买入（维持）

当前价：18.96元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

联系人：韦勇强

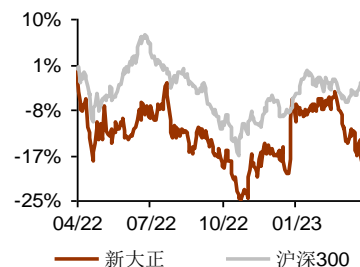
021-52523810

weiyongqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.29
总市值(亿元)	43.44
一年最低/最高(元)	18.91/25.97
近3月换手率	18.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.43	-17.44	-43.46
绝对	-17.17	-21.46	-18.33

资料来源：Wind

相关研报

深耕公建物业领域，全国化布局打开成长空间——新大正（002968.SZ）首次覆盖报告（2023-01-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,088	2,598	3,623	4,983	5,990
营业成本	1,698	2,178	3,031	4,173	5,024
折旧和摊销	14	15	21	22	24
税金及附加	13	16	22	30	36
销售费用	35	35	43	55	60
管理费用	163	191	237	316	368
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	-6	12	25	25
投资收益	0	-1	1	1	1
营业利润	199	222	311	426	534
利润总额	199	222	311	426	534
所得税	32	36	50	68	85
净利润	166	186	261	358	448
少数股东损益	0	0	10	22	25
归属母公司净利润	166	186	251	336	423
EPS(元)	0.72	0.81	1.10	1.47	1.85

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	72	90	296	314	439
净利润	166	186	251	336	423
折旧摊销	14	15	21	22	24
净营运资金增加	265	215	202	361	258
其他	-373	-326	-177	-406	-266
投资活动产生现金流	-48	-81	-886	-26	-26
净资本支出	-33	-41	-28	-27	-27
长期投资变化	0	16	-788	0	0
其他资产变化	-16	-57	-70	1	1
融资活动现金流	-33	-78	714	-16	-211
股本变化	55	66	0	0	0
债务净变化	9	13	766	73	-73
无息负债变化	78	60	179	251	197
净现金流	-10	-70	125	272	202

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	18.7%	16.2%	16.3%	16.2%	16.1%
EBITDA 率	10.1%	8.5%	9.6%	9.7%	9.8%
EBIT 率	9.4%	7.8%	9.0%	9.2%	9.4%
税前净利润率	9.5%	8.5%	8.6%	8.6%	8.9%
归母净利润率	8.0%	7.1%	6.9%	6.8%	7.1%
ROA	11.4%	11.1%	9.3%	10.6%	11.8%
ROE (摊薄)	17.0%	16.6%	19.3%	22.0%	23.4%
经营性 ROIC	24.8%	18.2%	23.1%	25.4%	27.1%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	32%	32%	53%	53%	51%
流动比率	2.62	2.44	1.06	1.22	1.39
速动比率	2.60	2.44	1.05	1.21	1.38
归母权益/有息债务	105.09	50.06	1.65	1.78	2.30
有形资产/有息债务	150.66	71.11	3.45	3.83	4.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	1,454	1,670	2,807	3,384	3,814
货币资金	670	600	725	997	1,198
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	321	481	576	793	954
预付账款	13	14	22	31	37
其他应收款 (合计)	122	133	186	256	308
存货	7	3	12	17	20
其他流动资产	0	5	5	5	5
流动资产合计	1,133	1,236	1,526	2,098	2,522
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	16	804	804	804
固定资产	138	165	167	168	168
投资性房地产	46	87	87	87	87
无形资产	7	6	7	7	7
商誉	40	70	70	70	70
其他非流动资产	4	1	52	52	52
非流动资产合计	320	434	1,281	1,287	1,291
总负债	466	539	1,483	1,807	1,931
短期借款	0	2	767	840	767
应付账款	96	129	182	250	301
合同负债	33	35	41	52	65
其他应付款	76	110	121	136	154
应付股利	0	0	0	0	0
流动负债合计	433	506	1,440	1,723	1,817
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	38	79	109
非流动负债合计	34	33	43	84	114
股东权益	987	1,131	1,324	1,577	1,882
股本	163	229	229	229	229
公积金	505	492	517	529	529
未分配利润	323	405	562	782	1,062
归属母公司权益	974	1,117	1,299	1,531	1,811
少数股东权益	13	14	24	46	71

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.68%	1.35%	1.20%	1.10%	1.00%
管理费用率	7.81%	7.34%	6.54%	6.34%	6.14%
财务费用率	-0.33%	-0.23%	0.33%	0.51%	0.42%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	0.30	0.46	0.63	0.78
每股经营现金流	0.44	0.39	1.29	1.37	1.92
每股净资产	4.25	4.87	5.67	6.68	7.91
每股销售收入	12.83	11.34	15.82	21.75	26.15

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	26	23	17	13	10
PB	4.5	3.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.4	19.3	12.4	9.2	7.5
股息率	2.6%	1.6%	2.4%	3.3%	4.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE