

招商积余 (001914.SZ)

业绩稳健增长，轻重分离持续推进

买入

核心观点

归母净利润增长 23.0%。2022 年公司实现营业收入 130.2 亿元，同比增长 23.0%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比增长 15.7%。分板块看，受物业管理项目增加，物业管理业务实现收入 125.0 亿元，同比增长 26.2%；受持有型物业收入减少，资产管理业务实现收入 4.7 亿元，同比下降 16.4%。公司每 10 股派发现金红利 1.2 元。

管理规模持续扩张，收并购再创佳绩。截至 2022 年末公司在管项目 1844 个，管理面积达 3.11 亿平方米。公司进一步巩固了自身差异化的战略定位优势，非住业态管理面积达 1.83 亿平方米，占比接近 60%，新签年度合同额占比超过 80%，项目结构进一步向高质量优化。2022 年公司实现新签年度合同额 33.14 亿元，其中第三方项目新签年度合同额 27.77 亿元，千万级以上项目占比超过 50%。公司作为国资背景物企标的，收并购再创佳绩，融合更融效，公司完成上航物业、积余南航、深圳汇勤、新中物业收并购且体系导入完成率均超 90%，实现平稳过渡、经营提升，并且新拓中国商飞成都大飞机产业园、南航西安分公司基地等优质项目。

商业资产经营稳步提升。截至 2022 年末，公司在管商业项目 52 个，管理面积达 293.1 万平方米，其中公司自持项目 3 个，受托管理控股股东招商蛇口持有项目 45 个，第三方品牌输出项目 4 个。公司持有物业包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态，总可出租面积为 48.86 万平方米，总体出租率为 97%，受房产租金减免和赣州九方剥离的影响，公司持有物业出租业务的收入同比有所下降。

轻重资产分离持续突破。2022 年 12 月，公司公告出售 7 个重资产子公司的股权，并妥善解决上市公司对标的公司的股东借款。若本次重资产剥离能按账面价值 44.3 亿元变现，则公司完成此次出售后重资产账面价值仅剩 26.0 亿元，重资产剥离工作将取得重大进展。

风险提示：地产开发超预期下行；公司在管面积增长不及预期；毛利率下行超预期；重资产剥离进度不及预期。

投资建议：公司系非住领域龙头，业态布局均衡，母公司招商蛇口综合实力突出，随着重资产剥离和收并购项目同时顺利推进，公司的运营效率将持续得到提升。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 7.3、8.5、10.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.80、0.95 元，对应 PE 分别为 22.1、18.9、16.0X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,591	13,024	15,954	19,113	22,458
(+/-%)	22.6%	23.0%	22.5%	19.8%	17.5%
净利润(百万元)	513	594	729	852	1007
(+/-%)	17.9%	15.7%	22.8%	16.8%	18.3%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.69	0.80	0.95
EBIT Margin	8.1%	6.7%	6.9%	6.6%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	6.5%	7.7%	8.6%	9.6%
市盈率 (PE)	31.4	27.1	22.1	18.9	16.0
EV/EBITDA	27.3	27.0	22.4	20.8	18.5
市净率 (PB)	1.86	1.76	1.69	1.62	1.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

房地产 · 房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.18 元
总市值/流通市值	16096/16094 百万元
52 周最高价/最低价	19.86/13.17 元
近 3 个月日均成交额	66.42 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《招商积余 (001914.SZ) -拟出售部分资产，轻重分离稳步推进》——2022-12-05

《招商积余 (001914.SZ) -业绩稳增，重资产剥离与轻资产收并购顺利推进》——2022-10-27

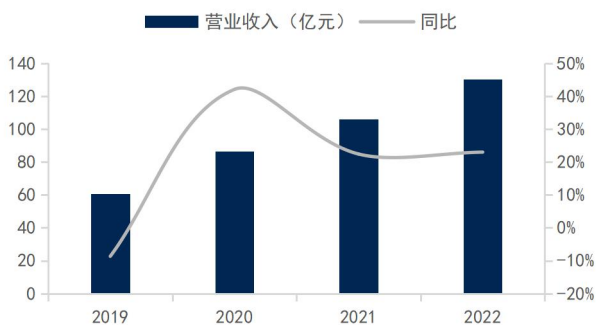
《招商积余 (001914.SZ) -物管业务盈利能力提升，并购与剥离持续推进》——2022-08-29

《招商积余 (001914.SZ) -收购新中物业 67% 股权，并购加速正在兑现》——2022-06-17

《招商积余 (001914.SZ) -百年积余，受益行业新时代》——2022-03-19

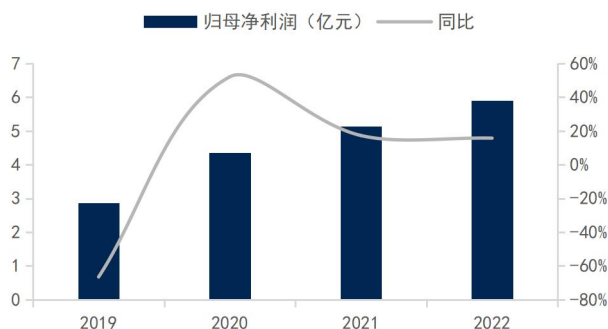
归母净利润增长 23.0%。2022 年公司实现营业收入 130.2 亿元，同比增长 23.0%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比增长 15.7%。分板块看，受物业管理项目增加，物业管理业务实现收入 125.0 亿元，同比增长 26.2%；受持有型物业收入减少，资产管理业务实现收入 4.7 亿元，同比下降 16.4%。公司每 10 股派发现金红利 1.2 元。

图1：公司营业收入及增速



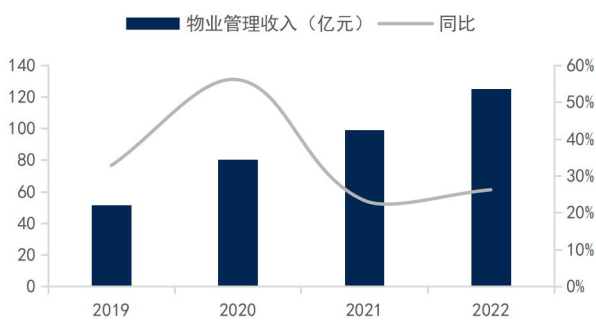
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



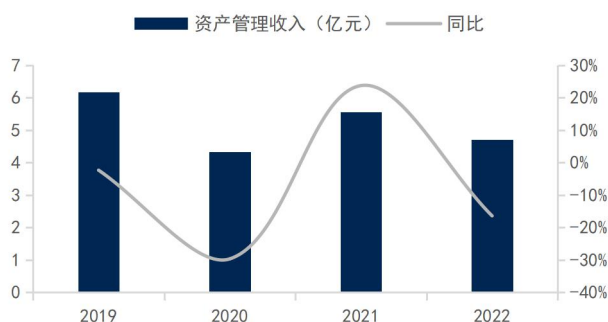
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司物业管理收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司资产管理收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理规模持续扩张，收并购再创佳绩。截至 2022 年末公司在管项目 1844 个，管理面积达 3.11 亿平方米。公司进一步巩固了自身差异化的战略定位优势，非住业态管理面积达 1.83 亿平方米，占比接近 60%，新签年度合同额占比超过 80%，项目结构进一步向高质量优化。2022 年公司实现新签年度合同额 33.14 亿元，其中第三方项目新签年度合同额 27.77 亿元，千万级以上项目占比超过 50%。公司作为国资背景物企标的，收并购再创佳绩，融合更融效，公司完成上航物业、积余南航、深圳汇勤、新中物业收并购且体系导入完成率均超 90%，实现平稳过渡、经营提升，并且新拓中国商飞成都大飞机产业园、南航西安分公司基地等优质项目。

商业资产经营稳步提升。截至 2022 年末，公司在管商业项目 52 个，管理面积达 293.1 万平方米，其中公司自持项目 3 个，受托管理控股股东招商蛇口持有项目 45 个，第三方品牌输出项目 4 个。公司持有物业包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态，总可出租面积为 48.86 万平方米，总体出租率为 97%，受房产租金减免和赣州

九方剥离的影响，公司持有物业出租业务的收入同比有所下降。

轻重资产分离持续突破。2022年12月，公司公告出售7个重资产子公司的股权，并妥善解决上市公司对标的公司的股东借款。若本次重资产剥离能按账面价值44.3亿元变现，则公司完成此次出售后重资产账面价值仅剩26.0亿元，重资产剥离工作将取得重大进展。

风险提示：地产开发超预期下行；公司在管面积增长不及预期；毛利率下行超预期；重资产剥离进度不及预期。

投资建议：公司系非住领域龙头，业态布局均衡，母公司招商蛇口综合实力突出，随着重资产剥离和收并购项目同时顺利推进，公司的运营效率将持续得到提升。预计23-25年公司归母净利润分别为7.3、8.5、10.1亿元，对应EPS分别为0.69、0.80、0.95元，对应PE分别为22.1、18.9、16.0X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2060	3167	3911	4754	5379	营业收入	10591	13024	15954	19113	22458
应收款项	2193	3283	2623	3142	3692	营业成本	9133	11482	13944	16705	19448
存货净额	1390	1164	2301	2765	3251	营业税金及附加	92	87	128	191	404
其他流动资产	189	233	957	1147	1347	销售费用	87	71	160	191	225
流动资产合计	5832	7848	9791	11807	13669	管理费用	387	469	577	701	812
固定资产	565	660	690	664	621	研发费用	38	48	51	66	78
无形资产及其他	21	30	27	24	21	财务费用	132	94	23	22	10
投资性房地产	10297	9209	9209	9209	9209	投资收益	4	45	0	0	0
长期股权投资	50	68	68	68	68	资产减值及公允价值变动	217	61	0	15	0
资产总计	16766	17815	19786	21772	23588	其他收入	(236)	(102)	(51)	(66)	(78)
短期借款及交易性金融负债	403	181	700	1000	1000	营业利润	745	825	1072	1252	1481
应付款项	1041	1704	1917	2304	2709	营业外净收支	2	(3)	0	0	0
其他流动负债	3161	3530	4419	5313	6242	利润总额	746	822	1072	1252	1481
流动负债合计	4605	5415	7037	8617	9951	所得税费用	294	253	375	438	518
长期借款及应付债券	2124	2242	2242	2242	2242	少数股东损益	(60)	(25)	(32)	(38)	(45)
其他长期负债	1461	847	847	847	847	归属于母公司净利润	513	594	729	852	1007
长期负债合计	3585	3089	3089	3089	3089	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8190	8504	10126	11706	13040	净利润	513	594	729	852	1007
少数股东权益	(86)	161	145	126	104	资产减值准备	113	(41)	(69)	0	0
股东权益	8661	9150	9514	9940	10444	折旧摊销	36	46	77	79	81
负债和股东权益总计	16766	17815	19786	21772	23588	公允价值变动损失	(217)	(61)	0	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	132	94	23	22	10
每股收益	0.48	0.56	0.69	0.80	0.95	营运资本变动	55	555	(166)	107	98
每股红利	0.25	0.29	0.34	0.40	0.48	其它	(142)	29	53	(19)	(22)
每股净资产	8.17	8.63	8.97	9.37	9.85	经营活动现金流	358	1122	624	1004	1164
ROIC	5%	6%	7%	8%	10%	资本开支	0	(158)	(35)	(35)	(35)
ROE	6%	6%	8%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	12%	13%	13%	13%	投资活动现金流	74	(175)	(35)	(35)	(35)
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%	7%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	(520)	118	0	0	0
收入增长	23%	23%	22%	20%	18%	支付股利、利息	(266)	(306)	(364)	(426)	(504)
净利润增长率	18%	16%	23%	17%	18%	其它融资现金流	898	534	519	300	0
资产负债率	48%	49%	52%	54%	56%	融资活动现金流	(674)	160	154	(126)	(504)
息率	1.7%	1.9%	2.3%	2.6%	3.1%	现金净变动	(241)	1107	743	843	626
P/E	31.4	27.1	22.1	18.9	16.0	货币资金的期初余额	2302	2060	3167	3911	4754
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	2060	3167	3911	4754	5379
EV/EBITDA	27.3	27.0	22.4	20.8	18.5	企业自由现金流	0	1043	588	969	1114
						权益自由现金流	0	1696	1092	1255	1107

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032