

全国化战略稳固提升，毛利率阶段性承压

核心观点

事件：公司近期发布 2022 年年报，全年实现营业收入 26.0 亿元，同比+24.4%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比+11.8%。

- **营收增长稳健，疫情和收并购进度影响业绩不达预期，毛利率阶段性承压。**22 年公司营收和归母净利润均实现增长，全年基本完成五五战略的内生增长目标，但外延并购部分未能及时达成合作意向，没有实现预期并表收入。公司 22 年 12 月与云南沧恒投资达成收购意向，进驻能源物业市场，目前公司及各方仍在积极推进本次交易的各项工作，如能在 23 年实现并表，将能大幅提升公司收入规模。公司重庆以外区域新拓项目毛利率低于成熟期项目，疫情影响下各业态不同层面均受到一定影响，消杀及人工成本、补贴等费用支出相应增加，带来利润率的阶段性压力。随着疫情影响消退，预计公司毛利率能较 22 年有所修复。
- **持续推进全国化布局，发力城市服务，重点业态市拓优势显现。**截止 22 年末，公司业务已覆盖全国 116 个城市，较去年增加 34 个，在管面积约 1.3 亿方，全国化布局进一步稳固提升。22 年公司新拓展项目 190 个，过千万级项目 22 个，在航空、公共、办公等重点业态上的外拓优势显著。公共物业方面，公司将交通、医养确定为未来五年发展孵化的主要产品，22 年在医养业态取得突破性进展，新中标西南医院等 18 个项目。
- **经营提质增效，减缓成本上涨压力。**22 年公司通过各类措施积极应对不良因素影响，降本增效遏制利润率下降。项目方面专项攻坚，对不同区域、不同生命周期项目实行差异化、精细化管理。严格控制集团销管费用率，22 年公司销管费用率为 8.68%，同比下降 0.81 个百分点，减缓毛利率下降压力。

盈利预测与投资建议

- **维持买入评级，调整目标价至 27.37 元。**根据公司最新经营情况及收并购事项，我们假设公司在 23 年如期实现收购标的并表，据此调整对公司收入、毛利率和管理费用率的预测，调整后 2023-25 年 EPS 预测值为 1.19/1.56/1.95 元（原预测 23-24 年为 1.43/1.94 元）。可比公司 23 年 PE 估值为 19 倍，公司 24 年业绩增速高于可比公司，给予 20% 估值溢价，对应 23 年 23 倍 PE 估值，目标价 27.37 元。

风险提示

- 收购进展不及预期。外拓具备不确定性。利润率回开不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,088	2,598	3,994	4,947	5,978
同比增长(%)	58.4%	24.4%	53.7%	23.9%	20.8%
营业利润(百万元)	199	222	321	421	527
同比增长(%)	28.2%	11.4%	44.6%	31.3%	25.3%
归属母公司净利润(百万元)	166	186	272	357	447
同比增长(%)	26.6%	11.8%	46.4%	31.4%	25.3%
每股收益(元)	0.72	0.81	1.19	1.56	1.95
毛利率(%)	18.7%	16.2%	17.2%	18.0%	18.2%
净利率(%)	8.0%	7.1%	6.8%	7.2%	7.5%
净资产收益率(%)	18.2%	17.8%	21.6%	23.4%	24.6%
市盈率	29.2	26.1	17.8	13.6	10.8
市净率	5.0	4.3	3.5	2.9	2.4

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声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月13日）	20.66 元
目标价格	27.37 元
52 周最高价/最低价	25.97/19.53 元
总股本/流通 A 股（万股）	22,909/20,776
A 股市值（百万元）	4,733
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2023 年 04 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.21	-12.49	-14.3	-14.9
相对表现	-3.53	-13.99	-14.17	-13.19
沪深 300	-0.68	1.5	-0.13	-1.71



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
李睿 lirui1@orientsec.com.cn

相关报告

业绩稳健外拓强劲，长期竞争力有望提升：——2022 年半年报点评	2022-07-27
营收高增外拓喜人，疫情影响好于预期：——2022 年半年度业绩预增点评	2022-07-11
营收大增业绩复合预期，外拓并购并举业绩增速有望换挡	2022-04-14

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/13	每股收益 (元)				市盈率				24 年 业绩增速
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
保利物业	06049	43.80	1.53	2.01	2.52	3.14	29	22	17	14	25%
招商积余	001914	15.94	0.48	0.56	0.73	0.90	33	28	22	18	23%
华润万象生活	01209	38.19	0.76	0.97	1.24	1.57	51	40	31	24	26%
中海物业	02669	8.38	0.26	0.34	0.44	0.56	32	25	19	15	28%
碧桂园服务	06098	13.03	1.20	0.58	1.16	1.39	11	23	11	9	20%
		最大值					51	40	31	24	28%
		最小值					11	22	11	9	20%
		平均数					31	27	20	16	24%
		调整后平均					31	25	19	16	24%
新大正	002968		0.72	0.81	1.19	1.56					31%

备注：货币均为人民币，其汇率为 1 港币=0.876 人民币（2023/4/13）

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	670	600	799	989	1,196	营业收入	2,088	2,598	3,994	4,947	5,978
应收票据、账款及款项融资	321	481	656	830	1,030	营业成本	1,698	2,178	3,309	4,056	4,891
预付账款	13	14	21	28	33	营业税金及附加	13	16	24	30	36
存货	7	3	9	11	11	营业费用	35	35	54	67	81
其他	122	137	235	279	332	管理费用及研发费用	163	191	288	351	418
流动资产合计	1,133	1,236	1,719	2,137	2,602	财务费用	(7)	(6)	16	40	46
长期股权投资	0	16	16	16	16	资产、信用减值损失	7	(10)	7	6	3
固定资产	138	165	191	223	261	公允价值变动收益	2	3	2	2	2
在建工程	11	22	22	22	22	投资净收益	0	(1)	2	1	1
无形资产	7	6	8	13	18	其他	18	24	20	21	21
其他	165	225	705	705	705	营业利润	199	222	321	421	527
非流动资产合计	320	434	942	979	1,023	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	1,454	1,670	2,662	3,116	3,625	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	0	2	709	847	941	利润总额	199	222	321	421	527
应付票据及应付账款	96	129	215	244	300	所得税	32	36	48	63	79
其他	337	376	292	316	352	净利润	166	186	273	358	448
流动负债合计	433	506	1,216	1,408	1,593	少数股东损益	0	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	166	186	272	357	447
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.72	0.81	1.19	1.56	1.95
其他	34	33	33	33	33						
非流动负债合计	34	33	33	33	33	主要财务比率					
负债合计	466	539	1,249	1,441	1,627		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	13	14	15	16	16	成长能力					
股本	163	229	229	229	229	营业收入	58.4%	24.4%	53.7%	23.9%	20.8%
资本公积	423	380	414	414	414	营业利润	28.2%	11.4%	44.6%	31.3%	25.3%
留存收益	378	483	754	1,016	1,339	归属于母公司净利润	26.6%	11.8%	46.4%	31.4%	25.3%
其他	10	25	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	987	1,131	1,413	1,675	1,999	毛利率	18.7%	16.2%	17.2%	18.0%	18.2%
负债和股东权益总计	1,454	1,670	2,662	3,116	3,625	净利率	8.0%	7.1%	6.8%	7.2%	7.5%
						ROE	18.2%	17.8%	21.6%	23.4%	24.6%
						ROIC	17.4%	16.8%	17.5%	16.9%	17.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.1%	32.3%	46.9%	46.2%	44.9%
净利润	166	186	273	358	448	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	13	16	17	23	31	流动比率	2.62	2.44	1.41	1.52	1.63
财务费用	(7)	(6)	16	40	46	速动比率	2.60	2.44	1.41	1.51	1.63
投资损失	(0)	1	(2)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(111)	(113)	(267)	(180)	(177)	应收账款周转率	8.0	6.5	7.0	6.6	6.3
其它	11	6	17	4	1	存货周转率	373.1	430.1	552.4	414.1	441.3
经营活动现金流	72	90	53	244	349	总资产周转率	1.6	1.7	1.8	1.7	1.8
资本支出	(29)	(48)	(45)	(60)	(75)	每股指标(元)					
长期投资	(2)	(57)	(17)	0	0	每股收益	0.72	0.81	1.19	1.56	1.95
其他	(17)	24	(496)	3	3	每股经营现金流	0.44	0.39	0.23	1.07	1.52
投资活动现金流	(48)	(81)	(559)	(57)	(72)	每股净资产	4.25	4.87	6.10	7.24	8.65
债权融资	9	13	(21)	0	7	估值比率					
股权融资	17	23	34	0	0	市盈率	29.2	26.1	17.8	13.6	10.8
其他	(60)	(115)	691	4	(77)	市净率	5.0	4.3	3.5	2.9	2.4
筹资活动现金流	(33)	(78)	704	4	(71)	EV/EBITDA	20.2	17.9	11.7	8.6	6.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.6	19.3	12.3	9.0	7.2
现金净增加额	(10)	(70)	199	191	206						

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。