

# 招商积余 (001914.SZ)

## 业绩表现稳健，深耕非住优势

买入

### 核心观点

**归母净利润增长 24%**。2023 年公司实现营业收入 156.3 亿元，同比增长 20%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比增长 24%。分板块看，由于原有物业管理项目增长和新拓展物业管理项目增加，物业管理业务实现收入 147.6 亿元，同比增长 18%；由于上年同期公司按国家政策减免房租而本年无此事项，以及在管商业运营项目规模扩大带来收入增长，资产管理业务实现收入 7.0 亿元，同比增长 50.1%。

**市拓强劲，深耕非住**。公司市场拓展加大发力，接连在多领域斩获重点项目，在业态、区域、路径上实现新突破，实现新签年度合同额 40.4 亿元，其中第三方项目新签年度合同额 35.4 亿元（千万级以上项目占比过半），同比增长 27%。截至 2023 年末，公司在管项目 2101 个，覆盖全国 156 个城市，管理面积达 3.45 亿平方米，其中非住业态管理面积达 2.13 亿平方米，占比 61.9%。2023 年，母公司招商蛇口累计实现签约销售面积 0.12 亿平方米，累计实现签约销售金额 2936 亿元，截至 2023 年末，公司来自母公司物业管理面积为 1.19 亿平方米，新签年度合同额为 5.1 亿元。

**商业运营规模扩大**。在商业运营方面，截至 2023 年末，招商商管在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 397 万平方米，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 58 个（年内新增杭州临平花园城、成都金牛招商花园城、赣州招商局中心等项目），第三方品牌输出项目 9 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，截至 2023 年末总可出租面积为 46.9 万平方米，总体出租率为 96%。

**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。

**投资建议**：公司作为央企物管龙头，业态布局均衡，非住领域保持领先，母公司招商蛇口综合实力突出，未来公司将持续受益于行业格局的重构。我们维持此前的盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 8.5/10.2/11.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.80/0.96/1.09 元，对应 PE 分别为 13.9/11.6/10.2X，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,024	15,627	19,143	22,933	26,946
(+/-%)	23.0%	20.0%	22.5%	19.8%	17.5%
净利润(百万元)	594	736	846	1015	1155
(+/-%)	15.7%	24.0%	14.9%	20.1%	13.8%
每股收益(元)	0.56	0.69	0.80	0.96	1.09
EBIT Margin	6.7%	5.9%	6.7%	6.7%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	6.5%	7.5%	8.3%	9.5%	10.3%
市盈率 (PE)	19.9	16.0	13.9	11.6	10.2
EV/EBITDA	22.2	21.1	15.7	14.5	13.7
市净率 (PB)	1.29	1.21	1.16	1.10	1.05

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·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：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

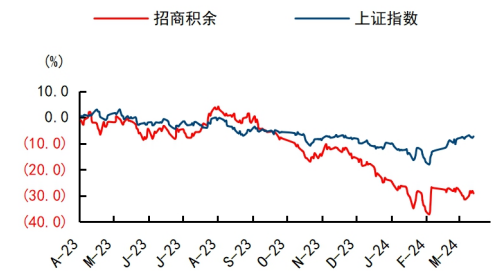
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.12 元
总市值/流通市值	11791/11791 百万元
52 周最高价/最低价	16.62/9.45 元
近 3 个月日均成交额	63.23 百万元

#### 市场走势

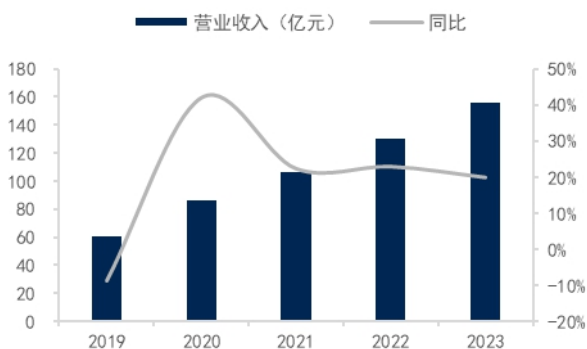


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

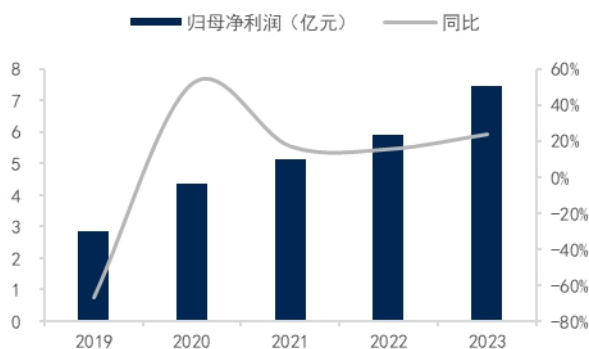
#### 相关研究报告

- 《招商积余 (001914.SZ) - 业绩持续提升，市拓表现强劲》——2023-08-28
- 《招商积余 (001914.SZ) - 业绩稳健增长，轻重分离持续推进》——2023-03-21
- 《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) - 业绩稳健，重资产剥离与轻资产收购顺利推进》——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

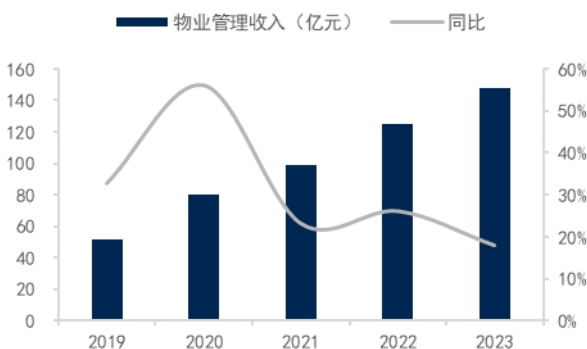
**归母净利润增长 24%。**2023 年公司实现营业收入 156.3 亿元，同比增长 20%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比增长 24%。分板块看，由于原有物业管理项目增长和新拓展物业管理项目增加，物业管理业务实现收入 147.6 亿元，同比增长 18%；由于上年同期公司按国家政策减免房租而本年无此事项，以及在管商业运营项目规模扩大带来收入增长，资产管理业务实现收入 7.0 亿元，同比增长 50.1%。

**图1：公司营业收入及增速**


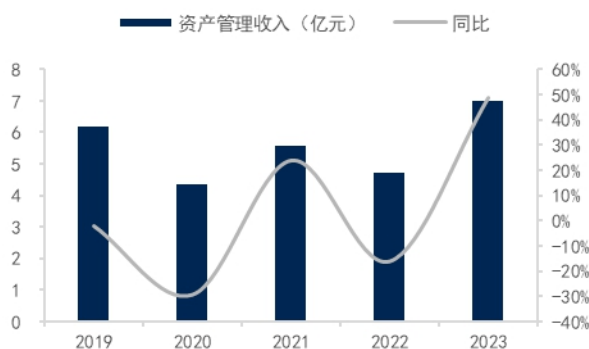
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**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

**市拓强劲，深耕非住。**公司市场拓展加大发力，接连在多领域斩获重点项目，在业态、区域、路径上实现新突破，实现新签年度合同额 40.4 亿元，其中第三方项目新签年度合同额 35.4 亿元（千万级以上项目占比过半），同比增长 27%。截至 2023 年末，公司在管项目 2101 个，覆盖全国 156 个城市，管理面积达 3.45 亿平方米，其中非住业态管理面积达 2.13 亿平方米，占比 61.9%。2023 年，母公司招商蛇口累计实现签约销售面积 0.12 亿平方米，累计实现签约销售金额 2936 亿元，截至 2023 年末，公司来自母公司物业管理面积为 1.19 亿平方米，新签年度合同额为 5.1 亿元。

**商业运营规模扩大。**在商业运营方面，截至 2023 年末，招商商管在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 397 万平方米，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 58 个（年内新增杭州临平花园城、成都金牛招商花园城、赣州招商局中心等项目），

第三方品牌输出项目 9 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，截至 2023 年末总可出租面积为 46.9 万平方米，总体出租率为 96%。

**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。

**投资建议：**公司作为央企物管龙头，业态布局均衡，非住领域保持领先，母公司招商蛇口综合实力突出，未来公司将持续受益于行业格局的重构。我们维持此前的盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 8.5/10.2/11.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.80/0.96/1.09 元，对应 PE 分别为 13.9/11.6/10.2X，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3167	4348	2948	3893	4639	营业收入	13024	15627	19143	22933	26946
应收款项	3283	2319	3147	3770	4430	营业成本	11482	13821	16731	19998	23335
存货净额	1164	1117	2765	3314	3905	营业税金及附加	87	92	153	229	485
其他流动资产	233	931	1149	1376	1617	销售费用	71	94	191	229	269
<b>流动资产合计</b>	<b>7848</b>	<b>8714</b>	<b>10008</b>	<b>12353</b>	<b>14590</b>	管理费用	469	605	692	840	973
固定资产	660	627	598	583	550	研发费用	48	99	87	111	141
无形资产及其他	30	27	25	22	19	财务费用	94	63	(18)	(29)	(44)
投资性房地产	9209	9137	9137	9137	9137	投资收益	45	5	0	0	0
长期股权投资	68	99	99	99	99	资产减值及公允价值变动	61	6	0	15	0
<b>资产总计</b>	<b>17815</b>	<b>18604</b>	<b>19867</b>	<b>22193</b>	<b>24395</b>	其他收入	(102)	(47)	(87)	(111)	(141)
短期借款及交易性金融负债	181	1730	700	1000	1000	营业利润	825	915	1307	1570	1786
应付款项	1704	2155	2304	2762	3254	营业外净收支	(3)	13	0	0	0
其他流动负债	3530	3591	5310	6368	7498	<b>利润总额</b>	<b>822</b>	<b>928</b>	<b>1307</b>	<b>1570</b>	<b>1786</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5415</b>	<b>7476</b>	<b>8314</b>	<b>10130</b>	<b>11751</b>	所得税费用	253	190	458	549	625
长期借款及应付债券	2242	341	341	341	341	少数股东损益	(25)	3	4	5	6
其他长期负债	847	876	876	876	876	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>594</b>	<b>736</b>	<b>846</b>	<b>1015</b>	<b>1155</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3089</b>	<b>1217</b>	<b>1217</b>	<b>1217</b>	<b>1217</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8504</b>	<b>8694</b>	<b>9532</b>	<b>11347</b>	<b>12969</b>	净利润	594	736	846	1015	1155
少数股东权益	161	151	153	156	158	资产减值准备	(41)	(69)	0	0	0
股东权益	9150	9759	10182	10690	11268	折旧摊销	46	56	66	68	71
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17815</b>	<b>18604</b>	<b>19867</b>	<b>22193</b>	<b>24395</b>	公允价值变动损失	(61)	(6)	0	(15)	0
						财务费用	94	63	(18)	(29)	(44)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	555	860	(826)	116	130
每股收益	0.56	0.69	0.80	0.96	1.09	其它	29	71	2	2	3
每股红利	0.29	0.24	0.40	0.48	0.54	<b>经营活动现金流</b>	<b>1122</b>	<b>1647</b>	<b>88</b>	<b>1187</b>	<b>1359</b>
每股净资产	8.63	9.20	9.60	10.08	10.63	资本开支	0	43	(35)	(35)	(35)
ROIC	6%	7%	8%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6%	8%	8%	9%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>12</b>	<b>(35)</b>	<b>(35)</b>	<b>(35)</b>
毛利率	12%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	0	3	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	7%	7%	6%	负债净变化	118	(401)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(306)	(259)	(423)	(508)	(578)
收入增长	23%	20%	22%	20%	18%	其它融资现金流	378	838	(1030)	300	0
净利润增长率	16%	24%	15%	20%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(479)</b>	<b>(1453)</b>	<b>(208)</b>	<b>(578)</b>
资产负债率	49%	48%	49%	52%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>1107</b>	<b>1180</b>	<b>(1400)</b>	<b>945</b>	<b>746</b>
息率	2.6%	2.2%	3.6%	4.3%	4.9%	货币资金的期初余额	2060	3167	4348	2948	3893
P/E	19.9	16.0	13.9	11.6	10.2	货币资金的期末余额	3167	4348	2948	3893	4639
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	1688	43	1141	1299
EV/EBITDA	22.2	21.1	15.7	14.5	13.7	权益自由现金流	0	2124	(975)	1460	1327

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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