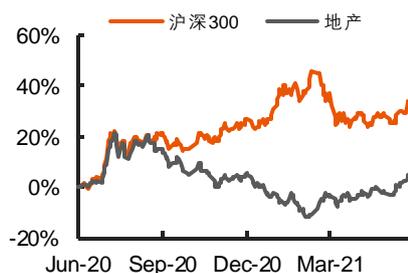


地产杂谈系列之五

细数主流商管企业，经营发展各有千秋

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之四：2021年新开工持续低迷之惑》
2021-05-27

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之三：商业物管与住宅物管差异之辨》
2021-05-19

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之二：顺丰房托上市在即，REITs架构与资产如何？》
2021-05-12

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之一：业绩增速放缓，“三条红线”指标改善》
2021-05-06

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
yangkan034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
S1060520090003
zhengxiwen239@pingan.com.cn



- 业务构成：多业态并行，华润及宝龙规模靠前。**华润万象生活、宝龙商业、合景悠活住宅物管与商管业务兼具，星盛商业仅从事购物中心运营管理，卓越商企服务侧重于写字楼等商务综合体服务。2020年华润万象生活商业运营及物业管理服务收入占比43%、宝龙商业的商业运营服务收入占比81%、合景悠活非住宅物业管理及商业运营服务收入占比30%、卓越商企服务商务物管收入占比62%。华润万象生活2020年总在管面积1.2亿平方米，远超其余商管企业。分业态看，华润万象生活及宝龙商业已开业购物中心达59个和68个，相对较多；卓越商企在管商务物业0.17亿平方米，相对靠前。
- 经营差异：布局各有侧重，关联方支持力度不同。**星盛商业、卓越商企服务当前布局以大湾区为主，宝龙商业以长三角为主，华润万象生活基于规模优势，布局更广、更均衡。各企业均建立完善零售物业产品体系，全方位满足消费需求。品牌对比来看，宝龙商业品牌库已容纳7100个品牌，规模靠前，华润万象生活已与国际及本土优质品牌建立合作，综合品质相对较高。消费者对比来看，华润万象生活拥有更大会员规模（1340万人），有助于提升购物粘性。华润万象生活、星盛商业、合景悠活购物中心出租率稳定90%以上，宝龙商业逐年改善，2020年升至89.9%。2020年华润万象生活、卓越商企服务商务物管费收缴率分别为97.6%、92%。各企业关联方支持存在差异，宝龙商业零售物业、华润万象生活购物中心、写字楼、星盛商业、卓越商企服务商务物业第三方面积占比分别为5.3%、12.3%、12.9%、58.1%、82.7%。
- 未来发展：短期业绩保障度普遍较高，中长期关注综合能力。**2020年末五大主流商管企业总合约在管比均大于1，短期业绩保障度普遍较高。2020年末华润万象生活在手现金103亿元，远超其余商企，关联房企土储规模6809万平方米，优势相对更大。考虑行业空间可观格局分散、优质运营稀缺，且各商企普遍设定较高增长目标，轻资产输出或成为规模扩张重要推手，中长期看品牌力、服务力与专业化运营能力重要性持续提升。
- 投资建议：**当前商管行业空间广阔、格局分散，提价及物管费收缴难度低、盈利能力强，属较优质赛道；随着主流商企逐步上市，借助资本市场加快规模扩张及轻资产输出，行业竞争激烈程度亦在加剧，我们认为未来品牌力、服务力及专业运营能力重要性将持续凸显，建议关注华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、合景悠活、卓越商企服务。
- 风险提示：**1)若经济超预期下行，将对消费、办公需求产生负面影响；2)疫情反复不利于商管行业持续稳定发展；3)若出现无节制收购，或外资优势扩大对本土企业发展形成压制，行业格局面临恶化风险。

正文目录

前言	4
一、 业务构成：多业态并行，华润及宝龙规模相对靠前	4
1.1 多业态并行，运营及业务布局各有侧重	4
1.2 宝龙购物中心数量靠前，华润万象收入利润领先	5
二、 经营差异：布局各有侧重，关联方支持力度不同	6
2.1 区域布局各有侧重，深耕仍为主旋律	6
2.2 各企业产品体系完善，华润万象会员量领先	8
2.3 各商企出租率维持高位，毛利率持续改善	10
2.4 卓越商企第三方占比最大，宝龙关联方占比最高	11
三、 未来发展：业绩保障普遍较高，中长期关注综合能力	12
3.1 合约在管比普遍较高，短期增长确定性较强	12
3.2 华润万象在手现金充足，关联方相对优势更大	13
3.3 轻资产输出日渐清晰，综合能力要求持续提升	13
四、 投资建议	15
五、 风险提示	15

图表目录

图表 1	主流商管企业收入结构	4
图表 2	主流商管企业运营管理规模	5
图表 3	主流商管企业总收入对比	5
图表 4	主流商管企业归母净利润对比	5
图表 5	主流商管企业零售商业物业收入对比	6
图表 6	主流商管企业商务物业运营管理收入	6
图表 7	星盛商业 2020 年购物中心区域分布	7
图表 8	宝龙商业 2020 年购物中心区域分布	7
图表 9	合景悠活 2020 非住宅及商业运营服务收入分布	7
图表 10	华润万象生活 2020H1 末购物中心区域分布	7
图表 11	华润万象生活 2020H1 末写字楼区域分布	8
图表 12	卓越商企服务 2020 年区域分布	8
图表 13	主流商管企业产品体系	8
图表 14	购物中心品牌库品牌数量对比	10
图表 15	购物中心会员数量	10
图表 16	购物中心平均出租率	10
图表 17	商务物业物业管理费收缴率	10
图表 18	主流商管企业综合毛利率对比	11
图表 19	主流商管企业零售商业物业毛利率对比	11
图表 20	主流商管企业商务物业管理毛利率对比	11
图表 21	主流商管企业来自第三方规模占比	12
图表 22	主流商管企业总合约面积及覆盖倍数（2020）	12
图表 23	主流商管企业购物中心在管及合约数量（2020）	12
图表 24	主流商管企业手现金及占总资产比重	13
图表 25	关联房企土储规模对比	13
图表 26	全国商管面积增长及预测	14
图表 27	2019 年商管业态收入集中度	14
图表 28	主流商管企业购物中心开业数量规划	14
图表 29	主流商管企业购物中心开业面积规划	14
图表 30	主流商管企业估值对比	15

前言

在地产杂谈系列第三篇《商业物管与住宅物管差异之辨》中，我们围绕运营模式、行业格局、未来发展三大角度，重点分析商业物管与住宅物管差异之处，商管在运营模式、行业格局及发展方向上均不同于住宅物管。随着华润万象生活、星盛商业等商管企业的上市，越来越多商管企业借助资本市场的力量扩大规模，同时加快品牌及运营等轻资产输出。本篇报告在此前研究基础上，以华润万象生活、宝龙商业、合景悠活、星盛商业、卓越商企服务 5 家上市商管企业为对象，对各家企业收入结构、区域布局、运营效率等多维度进行了对比分析。

一、业务构成：多业态并行，华润及宝龙规模相对靠前

1.1 多业态并行，运营及业务布局各有侧重

华润万象生活、宝龙商业、合景悠活住宅与商管业务兼具，星盛商业仅从事购物中心运营管理，卓越商企服务主要为写字楼等商务综合体提供物管服务。从收入构成看，2020 年华润万象生活住宅物业管理服务收入占比 57%、商业运营及物业管理服务（含购物中心、写字楼）收入占比 43%；宝龙商业的商业运营服务收入占比 81%、住宅物业管理服务收入占比 19%；合景悠活住宅物业管理服务收入占比 70%、非住宅物业管理及商业运营服务收入占比 30%；星盛商业收入均来自购物中心运营管理；卓越商企服务基础物管收入占比 84%，其中商务物管占总收入比例 62%。

图表1 主流商管企业收入结构

	2020 年收入结构
华润万象生活	2020 年住宅物业管理服务收入 38.8 亿元（占比 57%），商业运营及物业管理服务收入 29 亿元（占比 43%），其中购物中心收入 18.1 亿元、写字楼收入 10.8 亿元
宝龙商业	2020 年商业运营服务收入 15.6 亿元（占比 81%）、住宅物业管理服务收入 3.6 亿元（占比 19%）
合景悠活	2020 年住宅物业管理服务收入 10.6 亿元（占比 70%）、非住宅物业管理及商业运营服务收入 4.5 亿元（占比 30%）
星盛商业	收入均来自购物中心运营管理，2020 年委托管理服务收入 3.1 亿元（占比 70%）、品牌开发及管理收入 1.1 亿元（占比 26%）、租赁服务 0.2 亿元（占比 4%）
卓越商企服务	物业组合包含商务物业（写字楼及商务综合体、企业大楼、办公与研发园区等）、公共及工业物业、住宅物业 2020 年基本物业管理服务收入 21.1 亿元（占比 84%），其中商务物业收入 15.6 亿元、公共及工业物业收入 3.3 亿元、住宅物业收入 2.2 亿元；增值服务收入 3.6 亿元（占比 14%）、其他业务收入 0.55 亿元（占比 2%）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：宝龙商业商业运营服务指为购物中心及购物街提供定位、招商、开业、运营及管理全链条服务；合景悠活非住宅物业管理及商业运营服务涉及购物中心、写字楼及其他非住宅业态

1.2 宝龙购物中心数量靠前，华润万象收入利润领先

华润万象总在管规模领先，宝龙开业购物中心数量靠前。管理规模方面，华润万象生活 2020 年总在管面积 1.2 亿平米，高于合景悠活（0.42 亿平米）、宝龙商业（0.23 亿平米）、卓越商企服务（0.32 亿平米）、星盛商业（0.02 亿平米）。

其中，购物中心运营管理方面，华润万象生活已开业商业运营及分租购物中心 59 个、宝龙商业已开业零售商业物业 68 个，规模相对靠前。商务物业管理方面，卓越商企服务在管 0.17 亿平米，相对靠前。

图表2 主流商管企业运营管理规模

	2020 年末运营管理规模
华润万象生活	住宅在管面积 106.6 百万平；购物中心在管面积 6.3 百万平，已开业商业运营及分租购物中心 59 个；写字楼在管面积 5.7 百万平
宝龙商业	住宅在管面积 14.4 百万平；已开业零售商业物业 8.6 百万平，已开业零售商业物业 68 个
合景悠活	住宅在管面积 29.1 百万平；非住宅在管面积 12.5 百万平，其中商业物业在管面积 5.4 百万平
星盛商业	22 个已开业零售商业物业，已开业面积 1.6 百万平
卓越商企服务	住宅在管面积 9.5 百万平，商务物业在管面积 16.7 百万平，公共及工业物业在管面积 5.8 百万平

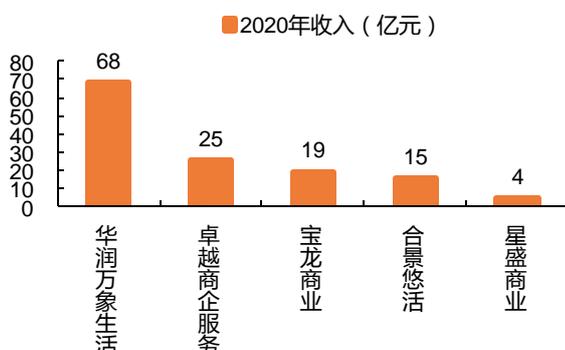
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：合景悠活商业物业以商场为主，分类为零售商业物业，下同

收入及利润视角下，华润万象生活 2020 年总收入 68 亿元，高于卓越商企服务（25 亿）、宝龙商业（19 亿）、合景悠活（15 亿）、星盛商业（4 亿）；华润万象生活 2020 年归母净利润 8.2 亿元，高于卓越商企服务（3.2 亿）、合景悠活（3.2 亿）、宝龙商业（3.1 亿）、星盛商业（1.3 亿）。

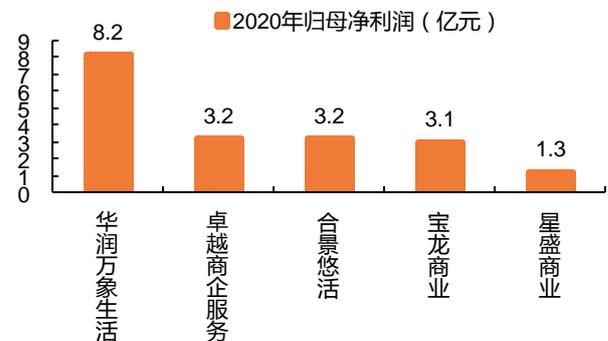
其中，购物中心运营管理板块收入方面，华润万象生活 2020 年收入 18.1 亿元、宝龙商业收入 15.6 亿元，规模靠前；商务物业管理收入方面，卓越商企服务 2020 年收入 15.6 亿元，相对靠前。

图表3 主流商管企业总收入对比



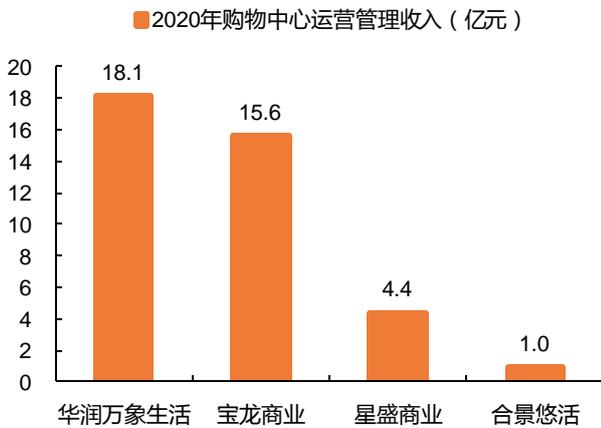
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 主流商管企业归母净利润对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

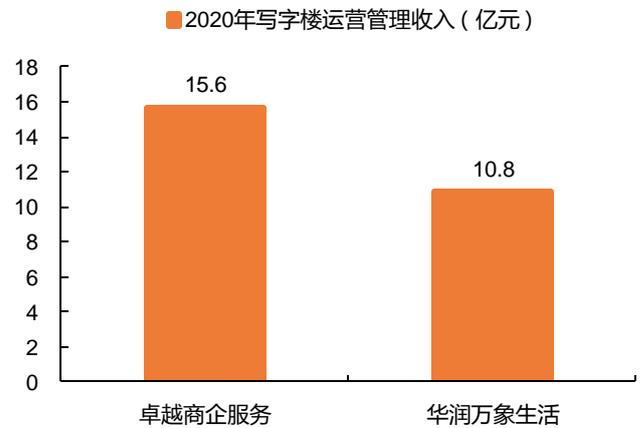
图表5 主流商管企业零售商业物业收入对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 此处合景悠活收入为商业运营服务收入; 由于各家商企收入确认模式可能存在差异, 可能导致收入不一定完全可比

图表6 主流商管企业商务物业运营管理收入



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、经营差异：布局各有侧重，关联方支持力度不同

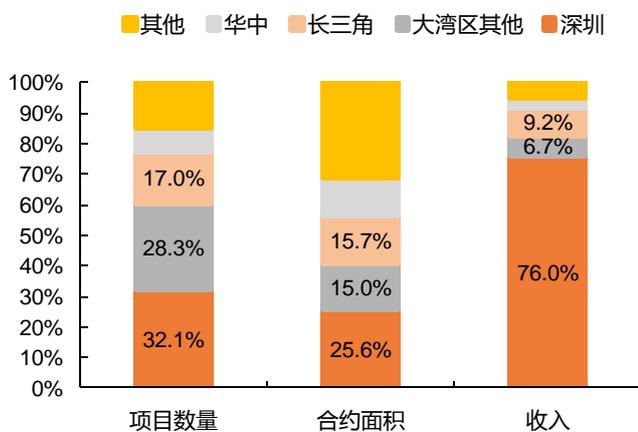
考虑住宅物管同质化较高，下文重点对各企业商业运营情况进行对比分析。

2.1 区域布局各有侧重，深耕仍为主旋律

基于规模优势，相比其他商管企业，华润万象生活区域布局更为广泛、均衡，但从内部结构来看，公司华南、华北购物中心、写字楼占比相对突出。星盛商业布局以粤港澳大湾区为主，2020年深圳合约面积占比25.6%、收入占比76%，反映核心城市具备更强消费能力。宝龙商业项目主要分布于长三角地区，2020年长三角项目数量、合约面积、收入占比分别为71.1%、64.1%、67.8%。合景悠活非住宅物管及商业运营服务收入贡献以大湾区、长三角、中西部为主。卓越商企服务2020年大湾区、长三角收入占比分别为56.8%、20.9%。

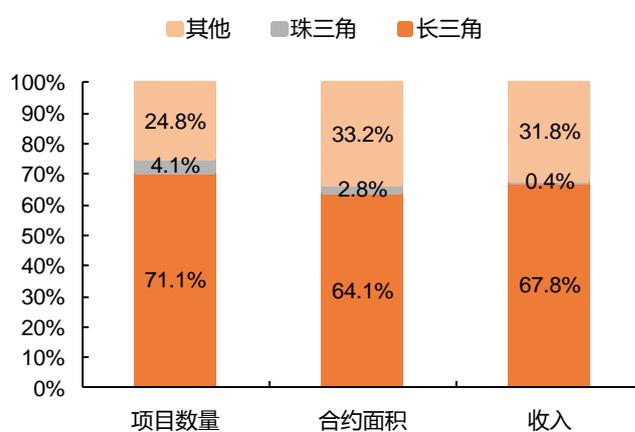
后续发展来看，各商管企业预计坚持区域深耕、巩固优势地位，同时挖掘其他潜在机遇。例如，宝龙商业明确将继续在长三角投放优势资源，2020年长三角商业项目布局占比由63%提升至71%；卓越商企服务未来展望之一为深耕目标城市、做高浓度。

图表7 星盛商业 2020年购物中心区域分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

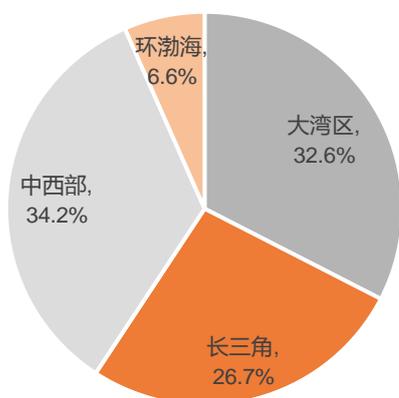
图表8 宝龙商业 2020年购物中心区域分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

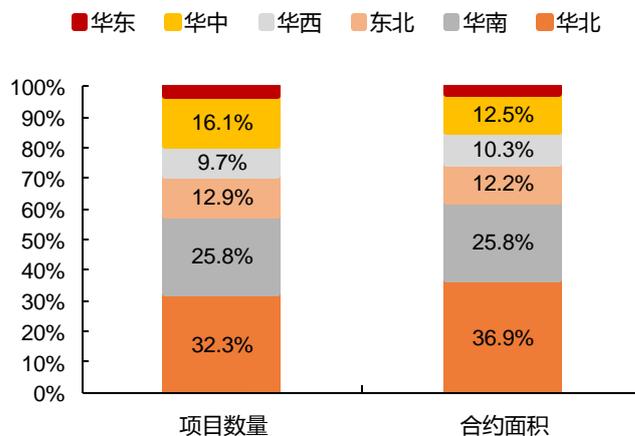
注:宝龙商业项目数量包含合约项目以及宝龙地产已获地待签约项目

图表9 合景悠活 2020非住宅及商业运营服务收入分布



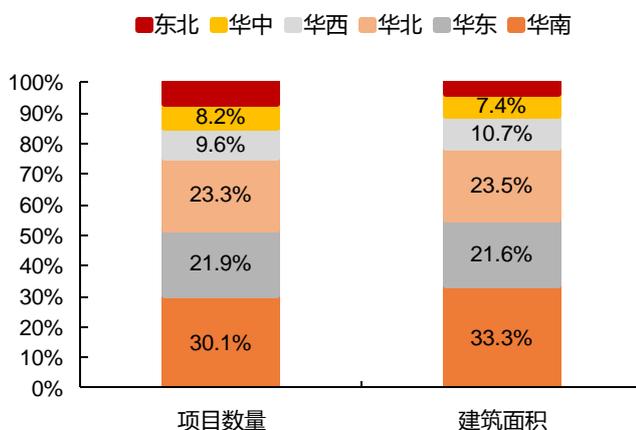
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表10 华润万象生活 2020H1末购物中心区域分布



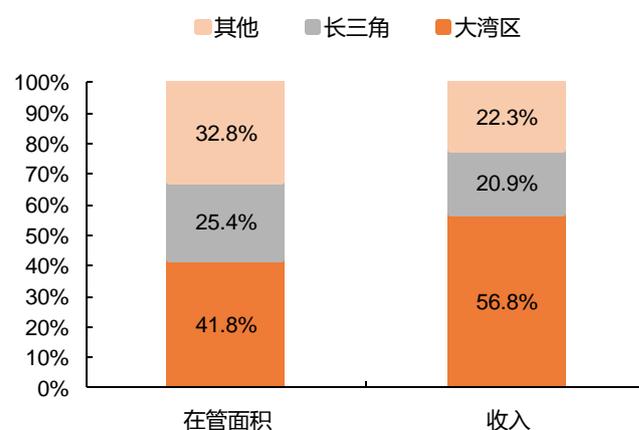
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 华润万象生活 2020H1 末写字楼区域分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 卓越商企服务 2020 年区域分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 该项收入为基础物管服务收入

2.2 各企业产品体系完善, 华润万象会员量领先

各商管企业均已建立起完整的零售商业物业产品体系, 全方位满足购物消费需求。华润万象生活以万象城、万象汇为主。宝龙商业建立高端品牌宝龙一城、宝龙城, 亲民旗舰品牌宝龙广场, 社区购物品牌宝龙天地, 商业街品牌宝龙星汇, 现有经营项目以宝龙广场为主。合景悠活打造针对中产家庭购物需求的悠方品牌, 针对年轻一代时尚购物体验的摩方品牌。星盛商业主打“时尚、潮流、体验”品牌理念, 设立城市型购物中心 COCO Park、区域型购物中心 COCO City、iCO、社区型购物中心 COCO Garden、高档家居购物中心第三空间。整体来看, 各家企业均建立不同定位的产品线, 但又存在一定差异, 如华润万象在重奢购物中心领域全国领先, 2020 年已开业重奢项目达 8 个; 宝龙一城作为宝龙的高端品牌系列, 以厦门宝龙一城为例, 以购物中心为核心, 融合星级酒店、写字楼、高端公寓、精品 SOHO 与艺术中心的“六位一体”业态, 定位以轻奢为主。

图表13 主流商管企业产品体系

公司	品牌	定位	代表项目
华润万象生活	万象城	定位为 区域地标购物中心 , 目标客户为中高端客户, 一般位于一线及二线城市中心或核心区域, 具备多家旗舰商店、提供包含国际重奢等多种类品牌	深圳万象城、杭州万象城、沈阳万象城
	万象天地	采用“街区+mall”的独特空间规划, 定位介于万象城与万象汇之间	深圳万象天地
	万象汇	定位 优质生活服务商业中心 , 面向年轻人和家庭, 大多位于一二线区域中心或三线核心地段	沈阳铁西万象汇、杭州萧山万象汇、淄博万象汇
宝龙商业	宝龙一城	瞄准高端消费者, 属公司产品系列高端品牌 , 通常位于一二线城市中心, 设有多间旗舰店。设计成有关	厦门宝龙一城

公司	品牌	定位	代表项目
		地区地标式商场	
	宝龙城	宝龙广场高端版，瞄准中高端消费者，一般位于一二线主要商业区，其提供众多品牌店铺	上海七宝宝龙城、杭州滨江宝龙城
	宝龙广场	公司旗舰产品，面积为3万平米至20万平米，均设计为 社区、地区或城市内集购物、餐饮、娱乐于一体的多用途场所	上海嘉定宝龙广场、四川江油宝龙广场
	宝龙天地	主打 社区购物街 ，瞄准附近地区及社区住户，为其提供悠闲购物体验及特定需求	杭州下沙宝龙天地、淮安宝龙天地
	宝龙星汇	特色主题商业全程运营商，主打 商业街产品 ，与宝龙商业主打购物中心的产品线形成互补	嘉善星悦城、宁波星街坊
合景悠活	悠方	针对中产家庭 购物及休闲需要，覆盖所有年龄层，聚焦于孕育时尚、健康及精致乐活生活方式	成都悠方、苏州悠方
	摩方	针对年轻一代 提供时尚购物体验，以年轻顾客为目标，为年轻人及时尚一族提供潮流趋势及时尚生活	北京摩方
星盛商业	COCO Park	拥有“时尚、潮流、体验”的独特品牌理念， 城市型购物中心 ，以全城客户为目标，提供大量知名品牌及旗舰店，旨在成为城中热点。主要于一线城市及二三线省会推广	深圳福田星河COCO Park、深圳龙岗星河COCO Park
	COCO City	区域型购物中心 ，以购物中心五公里范围内消费者为目标，设置大量热门品牌，主要于二三线城市推广	中山COCO City、普宁星河COCO City、鄂尔多斯COCO City
	iCO		深圳龙华星河iCO
	COCO Garden	社区型购物中心 ，以购物中心一至三公里范围内消费者为目标，为其提供价格相宜选择。主要于邻近住宅小区推广	广州南沙金洲星河COCO Garden、惠州星河COCO Garden
	第三空间	高档家居布置购物中心 ，为高端客户提供一站式高端全面家居装饰解决方案	深圳星河第三空间

资料来源：公司公告，平安证券研究所

由于零售商业物业运营核心在于参与设计、招租、吸引客流，并提高出租率、实现良好运营，因此与各大品牌合作情况、顾客消费忠诚度建立等显得较为重要。从数量角度看，宝龙商业品牌库涵盖7100个品牌，华润万象生活、星盛商业分别为5000个、3600个。从质量角度看，华润万象生活品牌库涵盖国际及本土品牌资源，横跨奢侈品、快时尚、餐饮、教育、娱乐等多领域，综合品质相对更高。

考虑会员复购比例较高，我们同样关注各商管公司会员情况。星盛商业招股书显示，2017、2018、2019、2020年1-9月会员销售额分别占在管购物中心总销售额30.9%、30.4%、31.3%、33%，2020

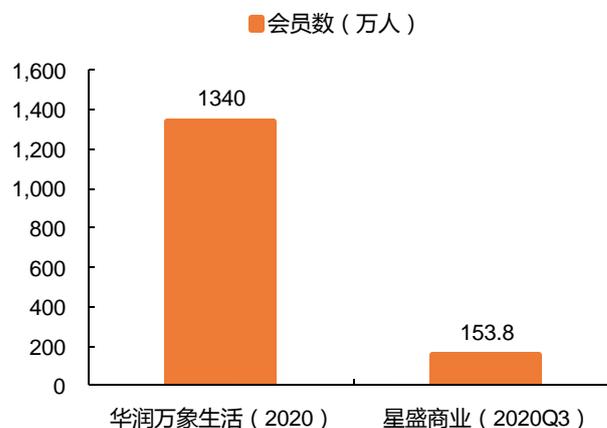
年 1-9 月会员复购率为 53.2%，反映会员体系建立有助于增强购物粘性。从有数据披露的公司对比来看，华润万象生活会员数量为 1340 万人，高于星盛商业 153.8 万人的水平。

图表14 购物中心品牌库品牌数量对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表15 购物中心会员数量

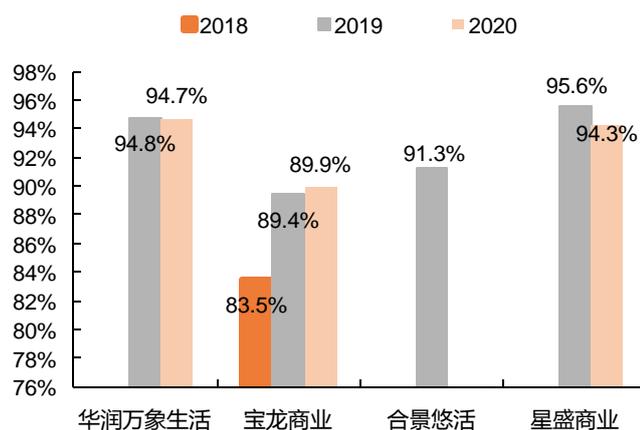


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.3 各商企出租率维持高位，毛利率持续改善

各企业出租率多位于 90%以上，宝龙商业出租率逐年改善。从反映经营成果的出租率水平来看，华润万象生活、合景悠活、星盛商业零售商业物业平均出租率稳定在 90%以上，宝龙商业出租率逐年改善，2020 年升至 89.9%。从商务物业管理费收缴率来看，2020 年华润万象生活为 97.6%，略高于卓越商企服务（92%）。

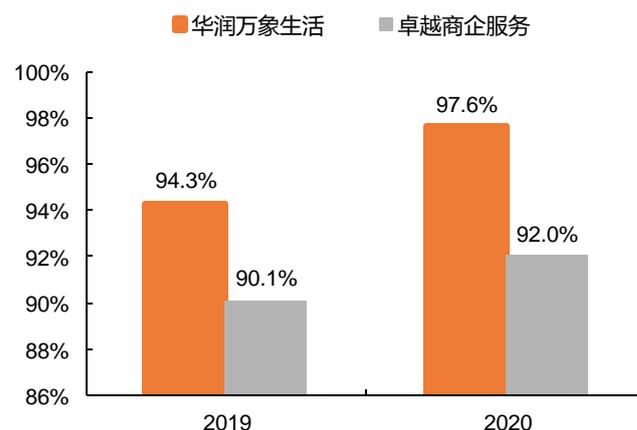
图表16 购物中心平均出租率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注：华润万象生活统计口径为所管理华润置地购物中心

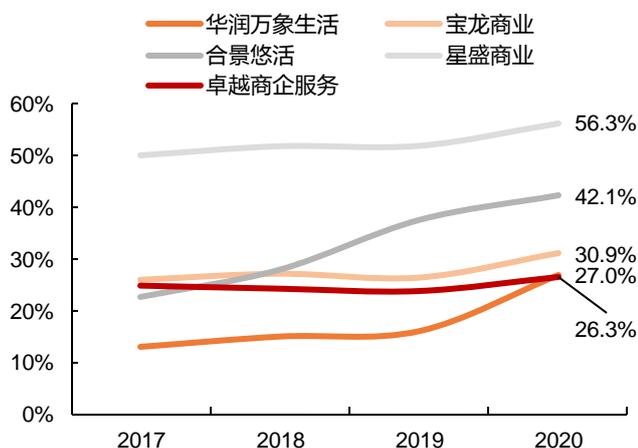
图表17 商务物业物业管理费收缴率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

进一步观察盈利能力，各商管企业综合毛利率呈改善状态。从购物中心运营管理来看，2020年合景悠活、星盛商业、华润万象生活、宝龙商业毛利率分别为56.9%、56.3%、48.8%、32.8%；从商务物业管理来看，2020年华润万象生活、卓越商企服务毛利率分别为30%、27.9%。

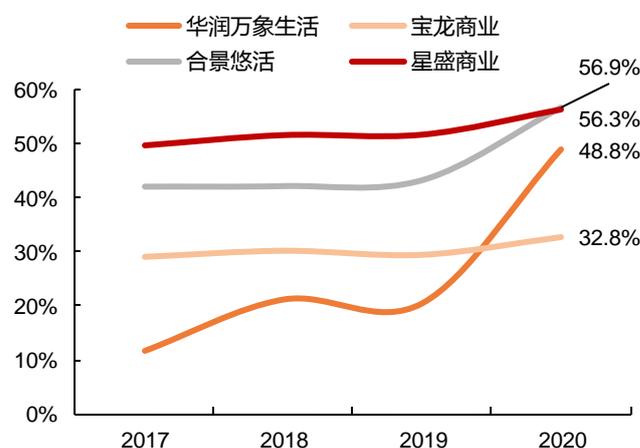
图表18 主流商管企业综合毛利率对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

注: 各商管企业由于业务构成差异毛利率不一定可比

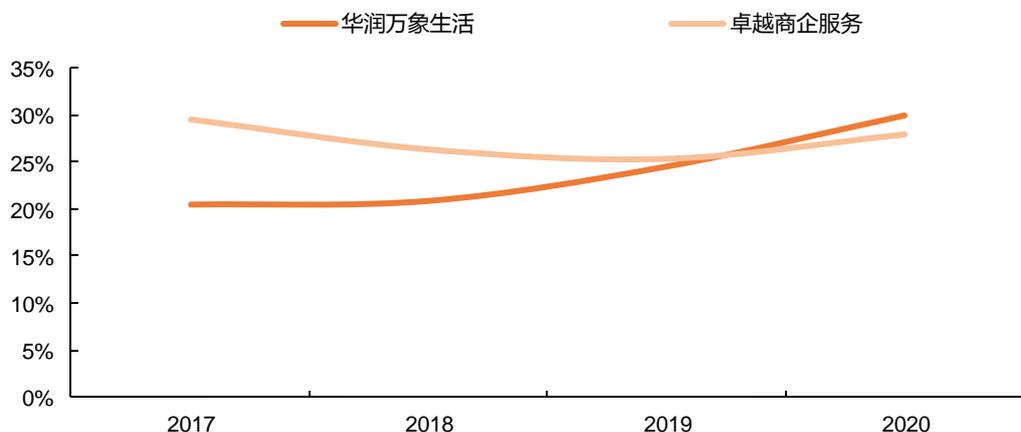
图表19 主流商管企业零售商业物业毛利率对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

注: 华润万象生活为购物中心毛利率, 宝龙商业为商业运营毛利率, 合景悠活为非住宅物业管理及商业运营服务毛利率; 各商管企业由于收入确认方式差异, 毛利率不一定可比

图表20 主流商管企业商务物业管理毛利率对比



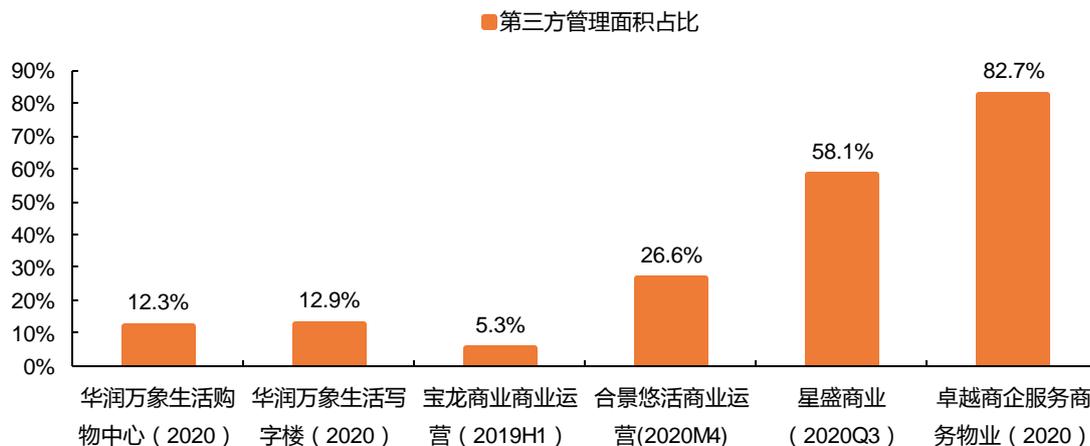
资料来源:Wind, 平安证券研究所

注: 华润万象生活为写字楼毛利率, 卓越商企服务为商务物业基本物业管理服务毛利率

2.4 卓越商企第三方占比最大，宝龙关联方占比最高

关联房企支持程度存在差异，宝龙及华润关联方依赖度相对较高。从各商管企业管理面积构成来看，卓越商企服务的商务物业第三方占比82.7%、星盛商业第三方占比58.1%。对比来看，宝龙商业零售物业第三方占比、华润万象生活购物中心、写字楼第三方占比分别为5.3%、12.3%、12.9%，以上企业当前关联方依赖度相对较高。

图表21 主流商管企业来自第三方规模占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 星盛商业为合约面积, 其余为在管面积, 华润万象生活第三方包含华润集团及独立第三方

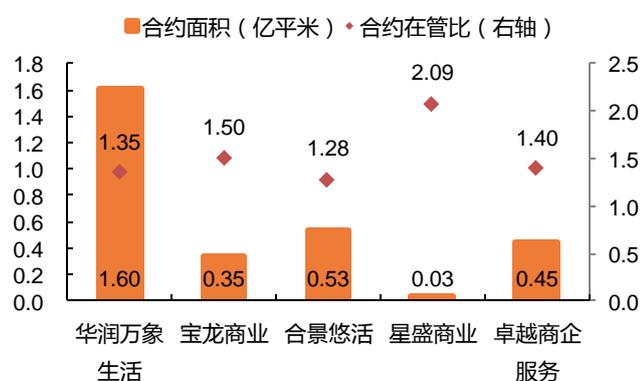
三、 未来发展：业绩保障普遍较高，中长期关注综合能力

从后续发展来看，合约规模奠定短期增长确定性基础，合约在管比一定程度体现增长弹性；中长期维度下，优质商业资产运营可提供持续稳定内生增长，外延增量则有赖于关联方支持、收并购能力及轻资产输出。

3.1 合约在管比普遍较高，短期增长确定性较强

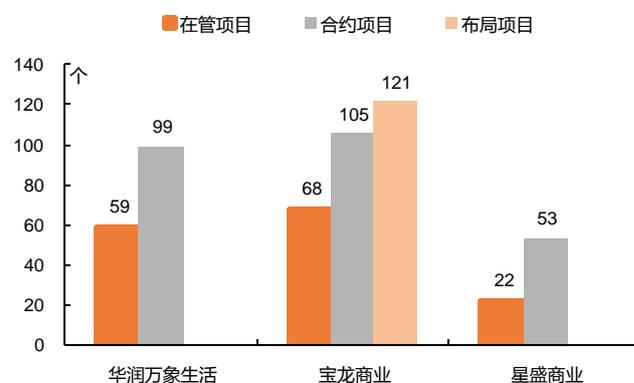
整体看主流商管企业总合约在管面积比均大于 1，充足储备奠定短期增长基础。仅考虑零售商业物业，华润万象生活、宝龙商业合约项目 99 个、105 个，规模更大，星盛商业合约在管项目比为 2.4 倍，覆盖倍数更高。

图表22 主流商管企业总合约面积及覆盖倍数 (2020)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表23 主流商管企业购物中心在管及合约数量 (2020)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

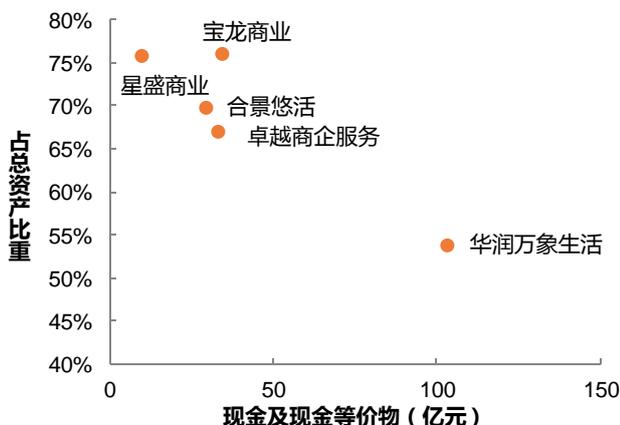
注: 宝龙商业布局项目包含合约项目及宝龙地产获取土地待签约项目

3.2 华润万象在手现金充足，关联方相对优势更大

以在手现金衡量收并购潜力、在手现金/总资产衡量收并购带来的资产弹性，华润万象生活 2020 年末现金及现金等价物为 103 亿元，远超其余商管企业，宝龙商业、星盛商业现金及现金等价物占总资产比重分别为 76.3%、75.9%，相对更高。

关联方支持方面，土储规模为未来可贡献增量，但需注意土储中住宅、商业等结构占比。关联方支持还体现在资源协同等方面，例如华润万象生活可利用集团资源（零售、保险等）提升增值服务质与量，也可通过集团生态促进各业态间会员相互引流增收。

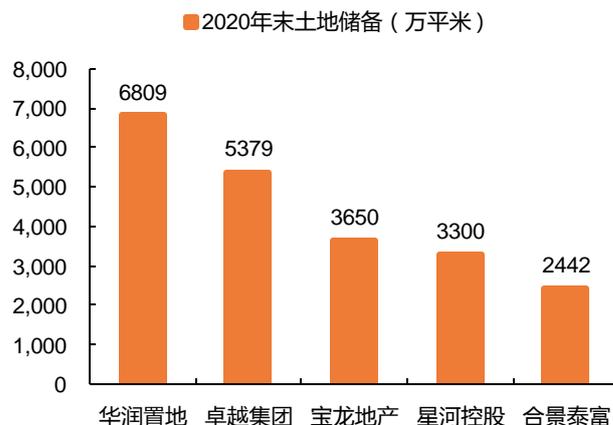
图表24 主流商管企业现金及占总资产比重



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 星盛商业为 2020 年末数据与上市募资净额汇总, 其余为 2020 年末数据

图表25 关联房企土储规模对比

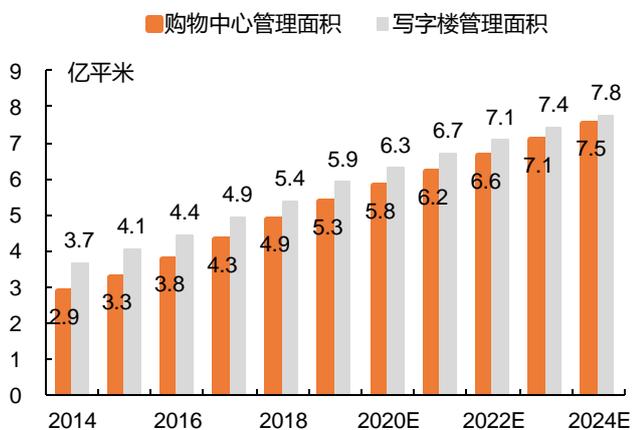


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

3.3 轻资产输出日渐清晰，综合能力要求持续提升

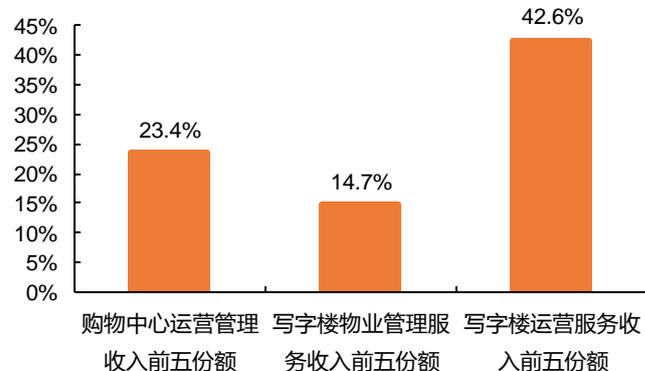
轻资产输出预计成为推动规模增长的重要手段之一。一方面考虑商管行业空间可观、格局分散，且优质运营稀缺，主流商管企业具备品牌、管理输出基础。另一方面，当前各商管企业大多设定较快发展目标，例如宝龙商业未来三年计划开业购物中心面积为当前 1.7 倍、星盛商业为当前 2.9 倍，单项目内生增长、关联房企建设交付要求较长的时间周期及资金占用，已较难满足高增长要求，轻资产输出逐渐成为各家规模扩张重要抓手。轻资产输出或更为关注项目品牌力、公司服务力与专业化运营能力，整体看，对于各家商管企业综合实力要求预计进一步提升。

图表26 全国商管面积增长及预测



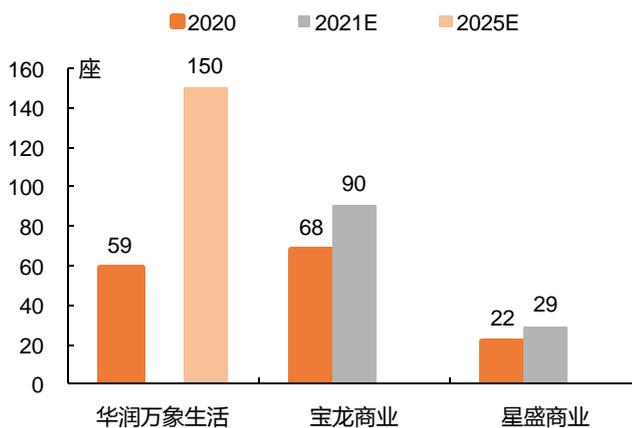
资料来源:佛若斯特沙利文报告, 平安证券研究所

图表27 2019年商管业态收入集中度



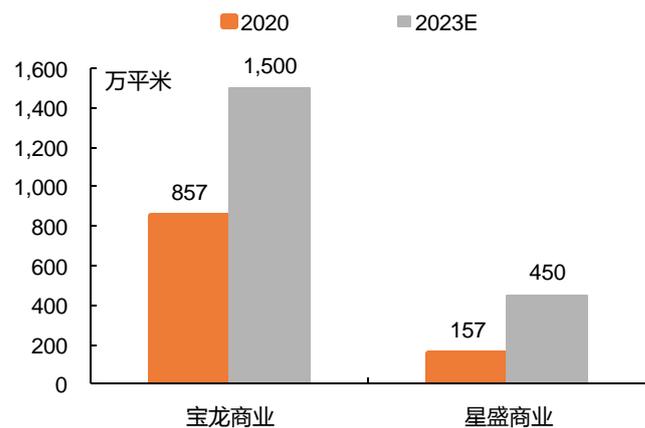
资料来源:佛若斯特沙利文报告, 平安证券研究所

图表28 主流商管企业购物中心开业数量规划



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

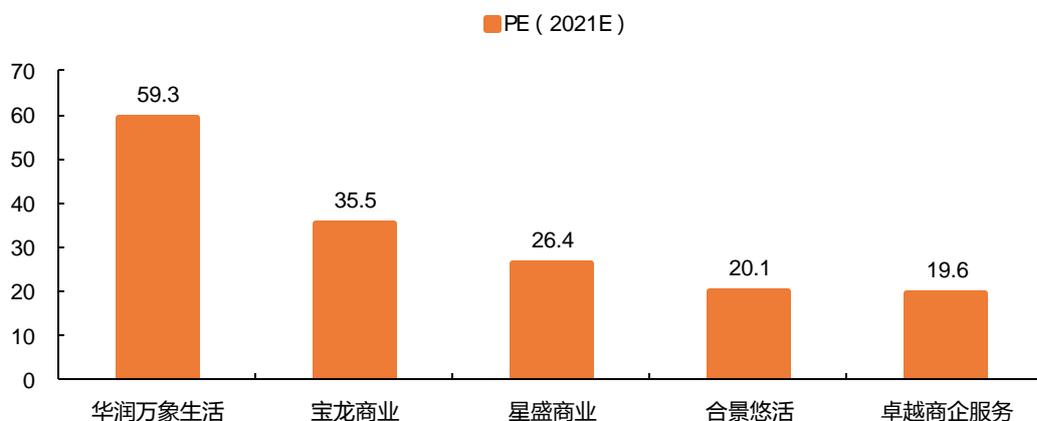
图表29 主流商管企业购物中心开业面积规划



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

估值层面, 截至 2021 年 6 月 2 日, 华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、卓越商业服务、合景悠活 PE (2021E) 分别为 59.3、35.5 倍、26.4 倍、20.1 倍、19.6 倍, 呈现明显分化及差异。

图表30 主流商管企业估值对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2021 年 6 月 2 日

四、投资建议

当前商管行业空间广阔、格局分散, 提价及物管费收缴难度低、盈利能力强, 属较优质赛道; 随着主流商企逐步上市, 借助资本市场加快规模扩张及轻资产输出, 行业竞争激烈程度亦在加剧, 我们认为未来品牌力、服务力及专业运营能力重要性将持续凸显, 建议关注华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、合景悠活、卓越商企服务。

五、风险提示

- 1) 经济下行风险: 商业物管行业发展有赖于经济环境变化, 若经济超预期下行, 将对消费、办公需求产生负面影响, 进而影响商管行业发展;
- 2) 疫情反复风险: 疫情反复将对购物中心运营、企业办公产生负面影响, 不利于商业物管行业持续稳定增长;
- 3) 竞争格局恶化风险: 若参与者基于规模诉求无节制收并购, 或外资商管企业竞争优势扩大对本土企业发展形成压制, 行业竞争格局面临恶化风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033