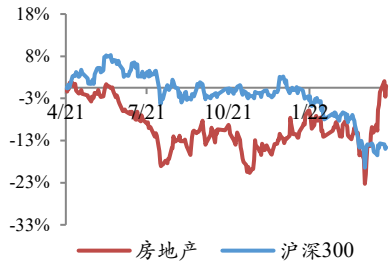
商业地产系列报一：万达商管转型“轻资产”，行业龙头优势尽显

行业评级：增持

报告日期：2022-04-11

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1.【华安地产】华润万象生活（1209.HK）：强运营业绩持续兑现，收并购加速扩张 2022-04-01

2.【华安地产】金科服务（9666.HK）：立足西南根深本固，并购活跃奋楫逐浪 2022-03-31

3.【华安地产】碧桂园服务（6098.HK）：并购加持领跑，多业态协同释放潜力 2022-03-31

主要观点：

● **商业广场的“中场战役”，存量竞争催生专业商管需求**

2015~2020 年，国内在管商业广场总数由 13655 家增长至 20977 家，复合年增长率 9%；预计到 2025 年该数据将达到 28332 家，复合年增长率 6%。随增长率有所下滑，**但市场总量仍在持续扩张。同时，存量市场运营状况持续劣化。**2015~2020 年，国内出租率低于 70%的商业广场数量由 6662 家上涨至 9606 家，预计到 2025 年将进一步增加至 12090 家。鉴于存量市场竞争趋于激烈，**预期市场对专业商业运营服务提供商需求将保持高增，尤其为能够提供个性化购物场景、沉浸式购物体验及专业运营服务的商管公司带来广阔的机遇。**

● **持续领跑商管行业，第三方外拓表现亮眼**

公司作为商管行业龙头，在管规模稳居国内首位。截至 2021H1 末，公司覆盖城市 204 个，在管独立第三方项目 106 个，**是国内唯一在管项目覆盖所有省级行政区的商业运营服务提供商，和国内唯一向独立第三方大规模提供服务的商业运营服务提供商。**2018~2020 年公司收入复合增速达 25%，2021H1 收入达 106 亿元，同比增长 43%。**向后看，公司未来规模持续增长可期。**根据 Frost & Sullivan 统计，截至 2020 年末，公司储备建筑面积约 1700 万方，位列国内首位。**另一增长动力或来自于品牌效应下第三方外拓持续发力。**截至 2020 年末，公司在管独立第三方项目超 50 个，居国内首位；截至 2021H1，公司在管商业广场 380 个，较 2020 年底增加 12 个，其中 8 个来自第三方外拓。**标准化全产业链管理流程、多元商业广场类型经营积累和庞大的品牌合作方（有效缩短招商时间），有助于进一步增强第三方项目拓展能力，从而保持“领跑”姿态。**

● **彻底转型“轻资产”战略，高效运营筑起护城河**

万达商管现有及待开业项目全部采用轻资产的运营模式，其所有收入均来自商业运营服务。运营模式除委托管理模式外主要为收益分成型的租赁运营模式，公司账面资金充裕，财务结构良好。**公司在规模效应下具备业务毛利率稳中有升的能力**。2021H1 毛利率 42.4%，同比+5.5pct，位于行业中部，毛利率改善仍有空间，基于：a）高毛利租赁运营模式占比进一步提升；b）公司继续保持高水准经营效率。**公司经营效率成绩卓越：**1）优异的出租率，2018~2020 年万达广场平均出租率达 98.8%；2）筹备到开业时间快于同行 2 年；3）长合约年限（第三方项目合同期限 20 年）确保稳定增长收益；4）更精细的管理辅以科技降本，控制能源费用以及销售及分销开支。

竞争优势来自于：①依托于规模效应下，消费者流量变现。巨大线下流量及车流量带来额外广告收益及收费充电桩等机会。**②高效的招商**

落位。截至 2021H1 末，公司与超过 2000 个核心品牌及超过 1.9 万个可选品牌建立合作关系，奠定全业态招商基础。③**智慧运营平台优化经营策略。**数字化通过对消费者需求变化的及时捕捉，以缩短商场培育期，提高销售坪效及租售比等经营数据。**④稳定的高管体系及合适的股权激励体制。**

- **风险提示**

疫情反复导致影响公司经营，规模扩张不及预期，在管项目经营情况恶化，负面事情影响品牌形象等。

正文目录

1 “断臂求生，重归港股”，转型轻资产战略 5

1.1 顺应“天时”，商管业务厚积薄发 5
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富，具备“人和”优势 6

2 轻资产运营受青睐，多元化变现模式创造潜力 8

2.1 商业广场增量稳定增长，存量市场运营不佳，刺激商业运营服务需求 8
2.2 商管模式探讨：轻资产输出 VS 重资产投入 10
2.3 多元化变现模式为增值服务创造潜力 11

3 品牌优势助力规模扩张，站稳行业龙头 12

3.1 丰富的项目储备及经验，强悍的第三方外拓能力，造就行业龙头 12
3.2 母公司集团鼎力支持，第三方外拓齐头并进，助力业绩增长 15

4 募集资金投向 19

5 风险提示 19

图表目录

图表 1 万达商管发展历程.....6
图表 2 截至招股书提交日公司股权结构图.....6
图表 3 万达商管核心管理层简介.....7
图表 4 在管商业广场数量情况（个，%）.....8
图表 5 在管零售商业物业总建筑面积情况（百万方，%）.....8
图表 6 商业运营服务收入情况（亿元）.....9
图表 7 出租率低于 70%的商业广场情况.....9
图表 8 部分企业双轮驱动发展战略.....10
图表 9 不同轻资产模式比较.....10
图表 10 广告服务市场规模及同比增速（亿元，%）.....11
图表 11 云商服务市场规模.....12
图表 12 按在管项目数量划分的全球前五大商业运营服务商（个）.....13
图表 13 按在管项目面积划分的全球前五大商业运营服务商（百万方）.....13
图表 14 国内商业物业管理行业市场竞争格局（截至 2020 年末）.....13
图表 15 万达商管在管商业广场项目分布（截至 2021H1 末）.....14
图表 16 国内领先商业运营服务商对比.....14
图表 17 万达商管按业主划分在管项目情况（个，%）.....15
图表 18 万达商管按业主划分在管项目情况（万方，%）.....15
图表 19 万达商管运营模式对比.....15
图表 20 万达商管收入结构（亿元）.....16
图表 21 万达商管毛利结构（亿元，%）.....17
图表 22 万达商管毛利率.....17
图表 23 华润万象生活毛利率.....17
图表 24 宝龙商业毛利率.....18
图表 25 星盛商业毛利率.....18
图表 26 卓越商企服务毛利率.....18
图表 27 中骏商管毛利率.....18

1 “断臂求生，重归港股”，转型轻资产战略

1.1 顺应“天时”，商管业务厚积薄发

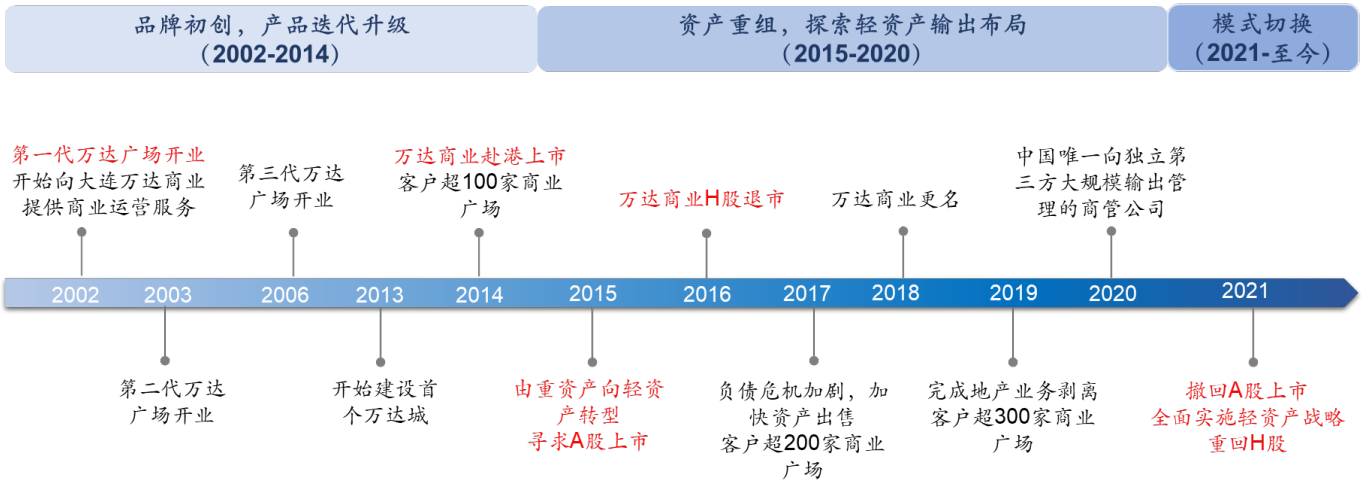
珠海万达商业管理集团股份有限公司（后简称“公司”）成立于 2021 年 3 月 23 日，**是国内最大的商业运营服务提供商**，也是行业中科技驱动的商业管理和数据化运营的先驱，主要专注于商业广场。其服务范围包括：商业管理服务、物业管理服务及增值服务。作为大连万达商业管理集团股份有限公司的控股子公司，其业务历史可追溯至 2002 年，主要历经 3 个发展阶段：

2002~2014 年：品牌初创，产品迭代升级。万达集团在 2000 年确立涉足商业地产的战略后，于同年 7 月开发建设第一个商业地产项目——长春重庆路万达广场，并于 2002 年开业。同年（2002 年），公司设立第一家运营附属公司长春万达广场商业物业服务有限公司，开始为其控股股东大连万达商业管理集团有限公司的商业广场提供商业运营服务。此后几年，万达产品不断迭代升级，商业规模飞速发展，至 2014 年实现开业 107 家万达广场，为万达商业上市做好了准备。2014 年 12 月，大连万达商业地产股份有限公司成功实现 H 股上市，名称万达商业（股票代码：3699!5.HK）。

2015~2020 年：资产重组，探索轻资产输出布局。成功登陆港交所后，大连万达商业从 2015 年起由重资产向轻资产运营转型。同年（2015 年），其董事会寻求 A 股上市，名称大连万达（股票代码：A15214.SH）。2016 年 9 月，上市不到两年的万达商业因“股价被低估”，从港交所退市。2017 年负债危机加剧，万达商业加快资产出售，并在 2018 年更名为大连万达商业管理集团股份有限公司，宣布不再进行房地产开发。2019 年，万达商业完成了房地产业务剥离，由新成立的万达地产集团负责剩余的房地产业务，而万达商业则专攻商业运营管理，成为纯粹的商业物业持有者和运营管理商。2020 年，万达商业成为中国唯一向独立第三方大规模输出管理的商管公司。

2021 年~至今：6 年回 A 路终止，模式切换，开启全面轻资产时代。在 2020 年 9 月，**万达商业宣布从 2021 年开始，不再发展“重资产”，全面实施“轻资产”战略。**2021 年 3 月 24 日，万达商业公告称基于对自身战略的研判，万达商业决定撤回 A 股 IPO 申请，万达的 6 年回 A 之路至此正式告一段落。2021 年 3 月 29 日，万达商业与珠海市政府签署协议，将重组后的万达轻资产商管公司落户珠海横琴，同时珠海国资委出资 30 亿战投入股万达轻资产商管公司。同年（2021 年）10 月，万达商业重回 H 股，名称万达商管（股票代码：H01708.HK）。

图表 1 万达商管发展历程

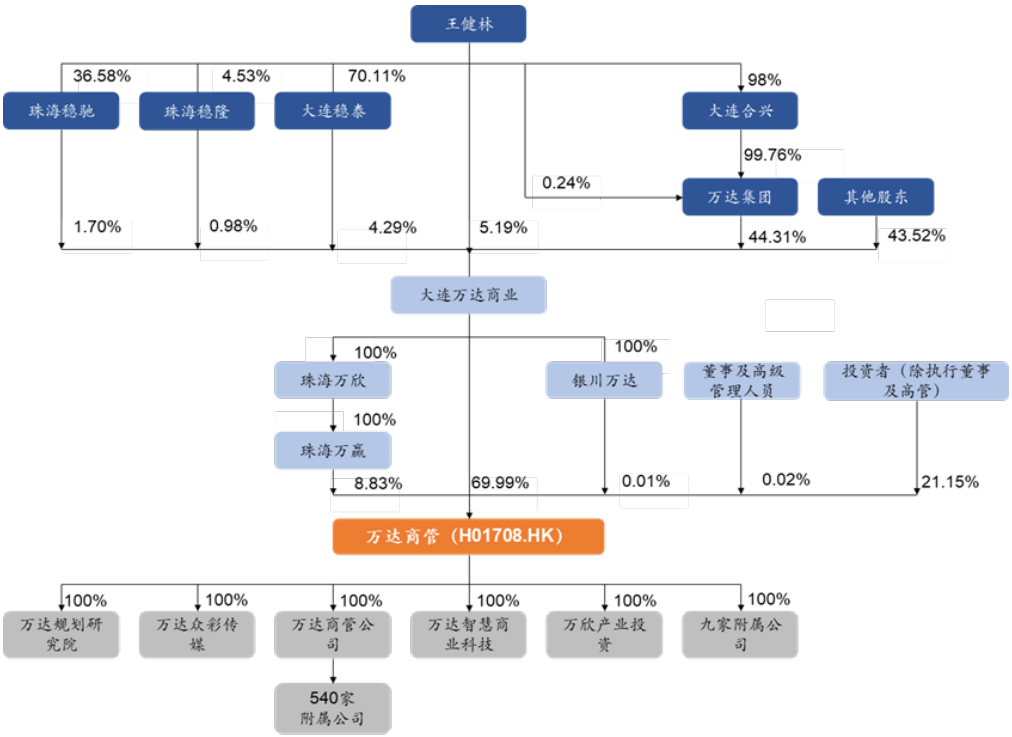


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富，具备“人和”优势

珠海万达商业管理集团股份有限公司由大连万达商业管理集团股份有限公司（母公司）控股，截至招股书提交日的公司股权架构中，母公司大连万达商业持股比例占 69.99%，其实际控制人为王健林。根据公司招股说明书显示，投资者包括碧桂园物业、金逸环球、中信证券、PAG 等境内外知名企业，体现出市场对万达商管的肯定。

图表 2 截至招股书提交日公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司核心管理团队行业经验丰富，且均加入万达集团多年，具备和万达集团贴合的企业价值理念，其专业程度及与公司的适配程度均具备较高水平，为公司中长期稳定发展奠定了“人和”基础。

图表 3 万达商管核心管理层简介

姓名	职位	职责	简介
齐界	董事长及非执行董事	为公司整体发展及战略制定提供指导	2000 年 4 月加入万达集团，于万达集团及其附属公司担任若干职务，包括大连万达商业总裁助理、成本控制部总经理、南方项目管理中心总经理、执行总裁、总裁，万达酒店非执行董事等多项职务。拥有丰富的企业管理经验。
肖广瑞	执行董事及总裁	监督公司整体战略规划，负责公司全面管理及运营	2001 年 2 月加入万达集团，于万达集团及其附属公司担任若干职务，包括大连万达商业人力资源部总经理及副总裁、北京万达文化产业集团有限公司副总裁兼营运中心总经理，万达集团高级副总裁兼人力资源管理中心总经理，大连万达商业行政总裁及总裁等多项职务。拥有丰富的人力资源及企业管理经验。
王志彬	执行董事常务副总裁	监督公司整体战略规划，负责公司业务管理及运营	2007 年 11 月加入本集团并出任若干职务，包括万达商管公司安全品质部总经理、宁波区域总经理、综合管理中心总经理、招商中心总经理，大连万达商业副总裁、董事等。拥有丰富的运营及企业管理经验。
韩扬	副总裁	负责东区公司的日常管理及运营	2010 年 5 月加入大连万达商业，于大连万达商业附属公司出任若干职务，包括金华万达广场投资有限公司总经理、绍兴柯桥万达广场投资有限公司总经理，万达集团总裁助理兼成本管理中心总经理，大连万达商业高级总裁助理兼南区项目管理中心副总经理、计划部总经理、工程物业中心总经理、副总裁兼东区公司总裁。加入大连万达商业前，曾任职于江苏新城地产股份有限公司常州公司总经理、上海公司总经理等。拥有丰富的运营及企业管理经验。
孙亚洲	副总裁	负责南区公司的日常管理及运营	2008 年 11 月加入本集团，并于大连万达商业附属公司担任若干职务，包括太原万达广场商业管理有限公司总经理、福州万达广场商业物业管理有限公司总经理、万达商业管理有限公司福州分公司总经理、大连万达商业上海区域公司总经理及北京区域公司总经理，万达商管公司副总裁兼北区营运中心总经理、招商中心总经理、华北运营中心总经理，大连万达商业华北运营中心总经理、副总裁兼南区公司总裁等。拥有丰富的区域运营及企业管理经验。
潘韬男	副总裁	负责西区公司的日常管理及运营	2014 年 6 月加入本集团，于万达商管公司附属公司担任若干职务，包括沈阳区域公司和黑龙江区域公司区域总经理，大连万达商业东北运营中心副总经理兼运营管理部总经理、华东运营中心总经理，大连万达商业副总裁兼北区总裁等。加入大连万达商业前，曾任职中国地利集团副总裁，哈尔滨工大集团红博商业公司副总经理。拥有丰富的区域运营及企业管理经验。
许粉	副总裁	负责北区公司的日常管理及运营	2006 年 9 月加入万达集团，于万达集团附属公司、万达商管公司及其下属区域公司及大连万达商业担任若干职务，包括南宁万达国际电影城有限公司财务经理，南宁万达广场商业管理有限公司财务经理、万达商管公司财务部总经理、济南区域公司区域总经理、万达商管公司华北运营中心副总经理兼综合管理部总经理，大连万达商业资产管理中心总经理、首席总裁助理等。拥有丰富的财务和区域运营管理经验。
许承宁	财务总监	负责公司财务管理及运营	2002 年 9 月加入万达集团，于万达集团及其附属公司担任若干职务，包括大连万达商业下属项目公司副总经理，大连万达房地产有限公司副总经理，万达酒店建设有限公司副总经理，大连万达商业财务部副总经理，万达电影股份有限公司副总经理兼财务成本中心总经理，万达商管公司副总裁，大连万达商业高级总裁助理兼财务中心总经理。拥有丰富的财务和运营管理经验。

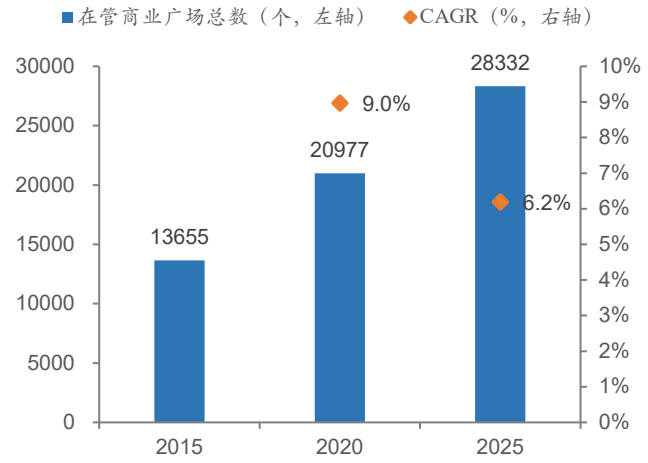
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2 轻资产运营受青睐，多元化变现模式创造潜力

2.1 商业广场增量稳定增长，存量市场运营不佳，刺激商业运营服务需求

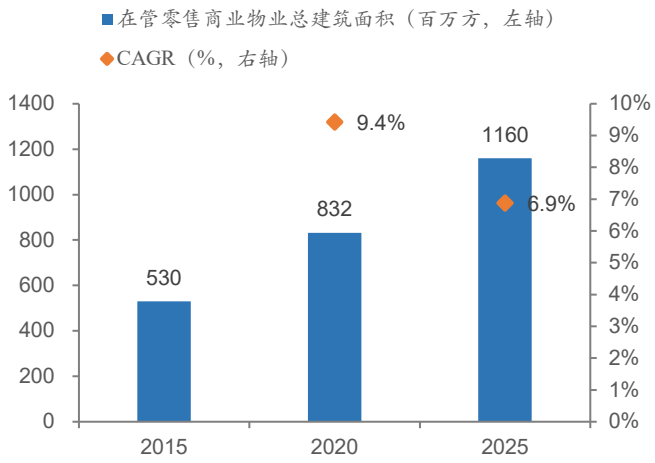
根据弗若斯特沙利文统计，2015~2020 年，国内在管商业广场总数由 13655 家增加至 20977 家，复合年增长率为 9%，预期于 2025 年该数字将达到 28332 家，复合年增长率为 6%。国内在管零售商业物业总建筑面积由 2015 年的 5 亿方增长至 2020 年的 8 亿方，复合年增长率为 9%，预期于 2025 年将达到 12 亿方，复合年增长率为 7%。**虽然增长率下滑，但市场总量仍在扩张。**

图表 4 在管商业广场数量情况（个，%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

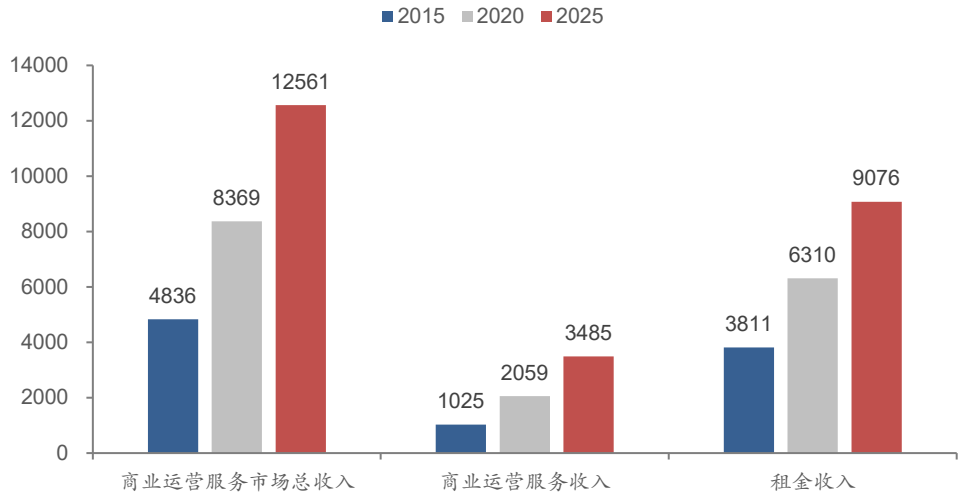
图表 5 在管零售商业物业总建筑面积情况（百万方，%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

商业广场数量的稳定增长带来对商业运营服务需求的增长。商业运营服务是指于零售商业物业（包括商业广场及购物街）开业前期到开业后整个生命周期内向商业物业开发商或业主、商户及消费者提供的服务。根据弗若斯特沙利文数据整理，2015~2020 年，国内商业运营服务市场总收入由人民币 4836 亿元增长至 8369 亿元，复合年增长率达 12%。其中，来自商业运营服务的收入由 2015 年的 1025 亿元增长至 2020 年的 2059 亿元，复合年增长率达 15%；来自租金的收入由 2015 年的 3811 亿元增长至 2020 年的 6310 亿元，复合年增长率达 11%。预计到 2025 年，商业运营服务市场总收入将达到人民币 12561 亿元，复合年增长率为 9%，其中来自商业运营服务的收入将达到人民币 3485 亿元，复合年增长率为 11%，来自租金的收入将达到人民币 9076 亿元，复合年增长率为 8%。

图表 6 商业运营服务收入情况（亿元）

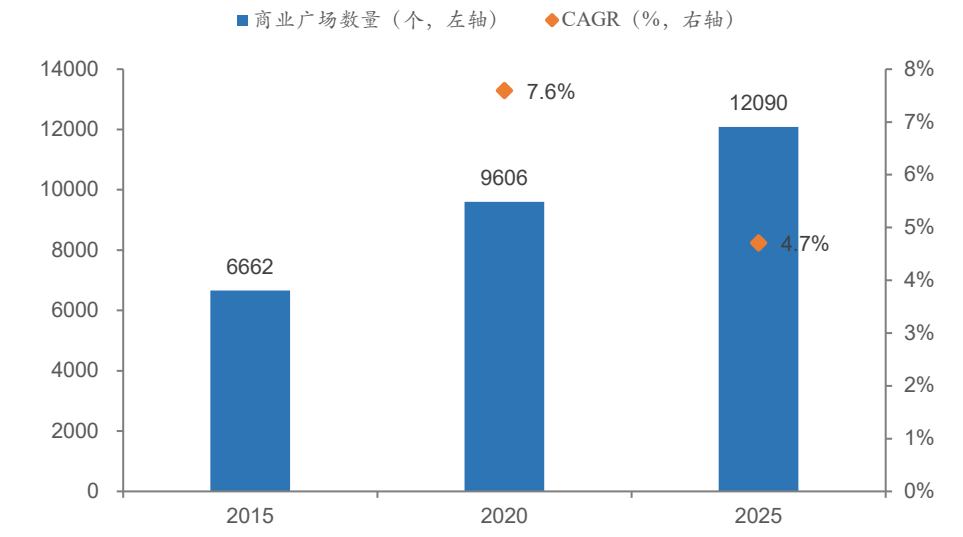


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

对大多数开发商（尤其是中小型开发商）而言，因其自身对商业物业运营缺少经验，这为具备完善商业运营服务体系、采用轻资产模式且服务能力强的商业运营服务提供商带来了市场机遇。

此外，对于存量市场而言，越来越多的商业广场运营不佳。公司招股说明书数据显示，2015 年至 2020 年，国内出租率低于 70%的商业广场数量由 6662 家增加至 9606 家，复合年增长率达 8%。预计到 2025 年，该数字将达到 12090 家，复合年增长率为 5%。运营状况的劣化将进一步刺激业主对专业商业运营服务的需求。

图表 7 出租率低于 70%的商业广场情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.2 商管模式探讨：轻资产输出 VS 重资产投入

回顾整个商业地产的发展历程，重资产运营模式是最初的运营模式，尽管当前出现了房企剥离商管业务，独立上市商管公司的轻资产运营模式，但仍有大部分房企采用“住宅+商业”的双轮驱动模式。**而万达商管已完全将开发业务剥离，实现了完全的“轻资产”战略。**

图表 8 部分企业双轮驱动发展战略

公司	相关战略	2021H1 商业运营占总收入的比重
万达商管	把商业地产作为核心支柱产业，现在又把文化旅游定为支柱产业，重点发展文化旅游，实现商业地产和文化旅游产业的“双轮驱动”	100%
旭辉控股集团	持续提升经常性收入，目标成为投资级民营房企	50%
华润置地	3+1 一体化业务模式，其中“3”包括开发销售业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务	40%
合景泰富	经过十余年的培育，投资性物业持续为集团提供稳定的现金流入和利润支撑，与集团地产业务双轮驱动	31%
万科	万科将加快从地产开发为主向不动产开发、 经营、服务并重的转型。每个业务都要巩固提升自身的基本盘，在已有赛道（地产、长租公寓、物业服务、物流、 商业等）建立领先的竞争优势。	30%
龙湖集团	将商业运营和住宅物业并列列为六大主航道业务之二	23%
新城控股	“住宅+商业”双轮驱动战略	—
大悦城	“持有+销售”双轮驱动，“产品+服务”双核赋能	—
保利发展	一体两翼，两翼业务是公司重点培育的相关多元化板块，围绕不动产投资开发，搭建了覆盖物业管理、销售代理、商业管理等十余个综合服务板块，以及以房地产基金、普惠金融为主的不动产金融平台	—

资料来源：公司公告，华安证券研究所

备注：2021H1 商业运营占总收入的比重是指商业运营服务占旭辉控股集团旗下旭辉服务、华润置地旗下华润万象生活、合景泰富旗下合景悠活、万科旗下万物云、龙湖集团旗下龙湖智创生活的占比。同时，龙湖的数据为截至 2021 年前九个月的数据。

重资产运营模式具有：1）建设周期长；2）需要进行二次更新投入；3）对资金需求较大等特点，对房企运营能力要求高。“双轮驱动”的核心是以售养租，但随着房市政策紧缩，使得“双轮驱动”发展模式中的住宅端去化速度减慢，拖累前期住宅销售端产生现金流反哺商业的进程，因此房企开始尝试剥离公司商业管理相关业务，采用轻资产运营模式成为独立商管公司或者将物管、商管业务合并成为独立公司上市。

轻资产模式主要包括租赁运营（收益分成型）模式、租赁运营（传统型）模式、委托管理模式及管理输出服务模式及品牌输出服务模式。

图表 9 不同轻资产模式比较

	运营模式	收入	成本
租赁运营（收益分成型）模式	向业主租赁零售商业物业，然后出租给商户与业主根据项目净收益分成	租金收入及物业管理费	员工及运营成本 与业主根据项目净收益分成
租赁运营（传统型）模式	向业主租赁零售商业物业，然后出租给商户	租金收入及物业管理费	员工及运营成本 承担支付给业主的租金（通常为一个固定成本）
委托管理模式	主要提供管理团队及运营人员	运营及管理费	员工资源及运营成本
管理输出服务模式	主要提供管理团队	运营及管理费	员工资源及运营成本
品牌输出服务模式	向零售商业物业的业主授予品牌使用权	品牌许可费	与评估运营情况以维持品牌声誉有关的成本

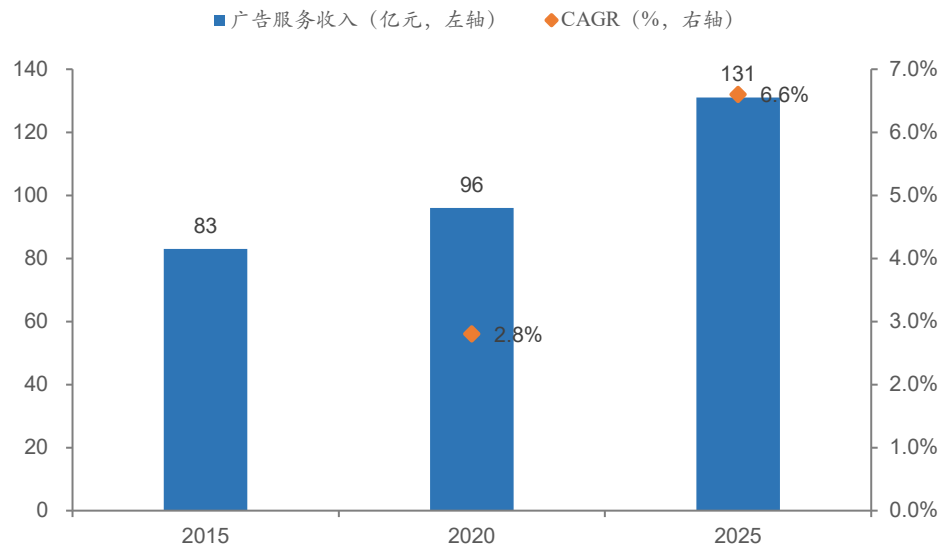
资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

与其他轻资产模式相比，租赁运营（收益分成型）模式具有以下特点：无最低保证租金、合约期限长、业务营运稳定及商业信息安全。因此，该模式可让商业运营服务提供商充分利用其核心能力，实现业主与商业运营服务提供商之间的利益一致，从而保证商业运营服务提供商在独立第三方项目中的竞争力。**值得注意的是，万达商管的租赁运营模式主要为收益分成型。**

2.3 多元化变现模式为增值服务创造潜力

广告服务成为新的变现方式。商业运营服务提供商拥有广泛的商户及消费者资源，可以实现广告资源的合理配置及精准投放，广告服务成为了商业运营服务商的新变现方式。根据弗若斯特沙利文统计，2015 年至 2020 年，由于可提供广告服务的商业运营服务提供商数量有限，该板块收入由人民币 83 亿元增长至人民币 96 亿元，复合年增长率仅为 3%。由于领先的商业运营服务提供商预期将开始扩大其广告服务，至 2025 年，该板块收入预计将达到人民币 131 亿元，复合年增长率将达到 7%。

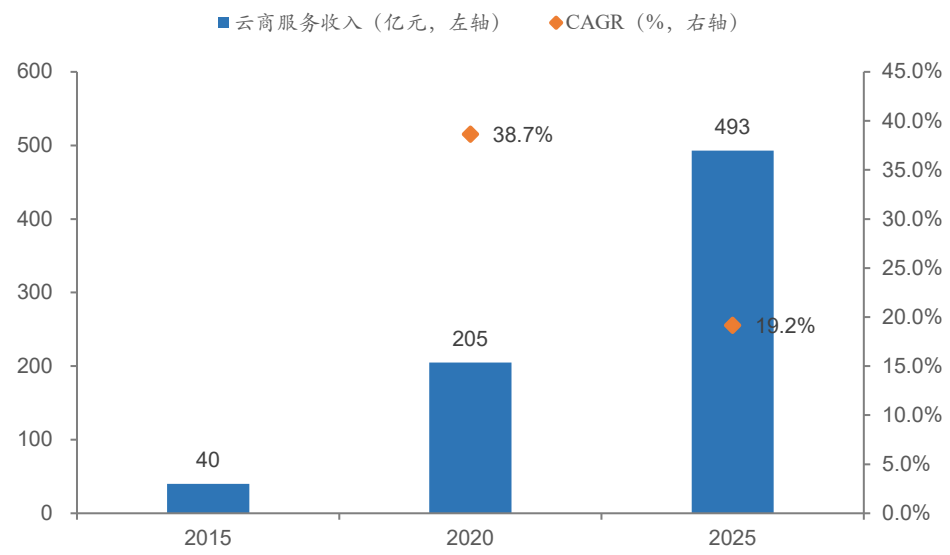
图表 10 广告服务市场规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

基于 SaaS 的云商服务市场扩张。近年来，商户对 SaaS 服务的需求不断增长，基于 SaaS 的云商服务市场规模不断扩张。公司招股说明书数据显示，该市场规模由 2015 年的人民币 40 亿元增加至 2020 年的 205 亿元，复合年增长率 39%。预计该数字在 2025 年将达到人民币 493 亿元，复合年增长率为 19%。

图表 11 云商服务市场规模



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公共空间利用和提供付费会员模式。消费者对购物体验的更高要求将进一步推动商业运营服务提供商多样化利用公共空间及提供相关服务。此外，由于商业广场付费会员数量持续增加，通过提供会员权益相关的服务和礼包，刺激付费会员消费频率，也将为商业运营服务商带来额外收益。

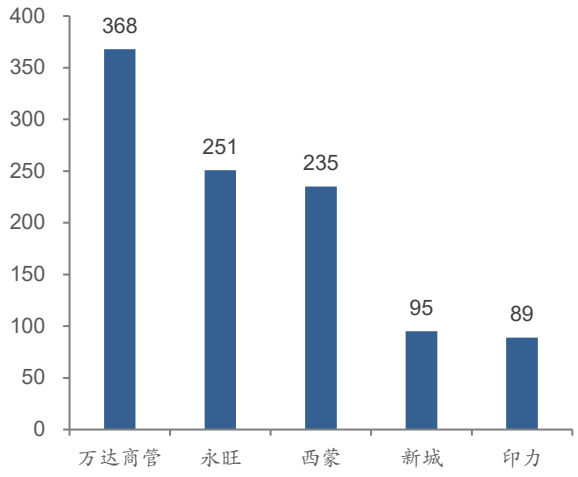
3 品牌优势助力规模扩张，站稳行业龙头

3.1 丰富的项目储备及经验，强悍的第三方外拓能力，造就行业龙头

万达商管是国内最大的商业运营服务提供商，也是行业中科技驱动的商业管理和数据化运营的先驱，主要专注于商业广场，其管理的商业广场统一冠以“万达广场”的名称，为全业态的多功能综合体。公司服务范围包括：商业管理服务、物业管理服务及增值服务，**运营模式分为委托管理模式及租赁运营模式两种。值得注意的是，万达商管租赁运营模式主要为收益分成型。**

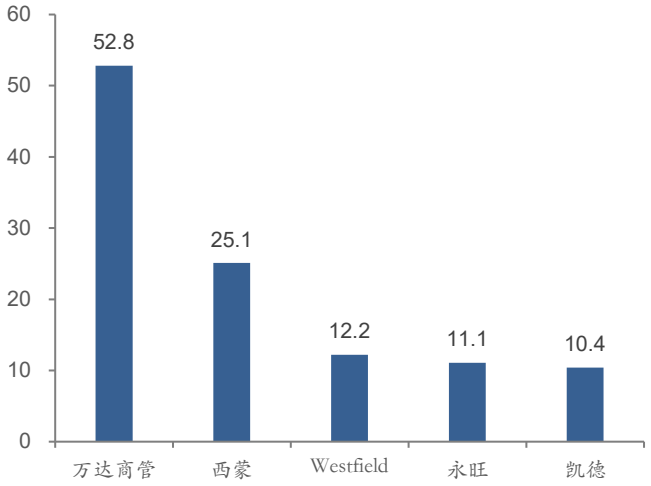
自 2002 年起，公司开始为母公司集团开发的万达广场提供服务。受益于其母公司集团商业广场数量和市场地位，万达商管业务高速扩张，运营能力不断提升，品牌号召力逐步提高。截至 2020 年 12 月 31 日，万达商管在管项目数量 368 个，在管建筑面积 5277 万方，是全球最大的商业运营服务提供商。

图表 12 按在管项目数量划分的全球前五大商业运营服务商（个）



资料来源：华经产业研究院，公司招股说明书，华安证券研究所

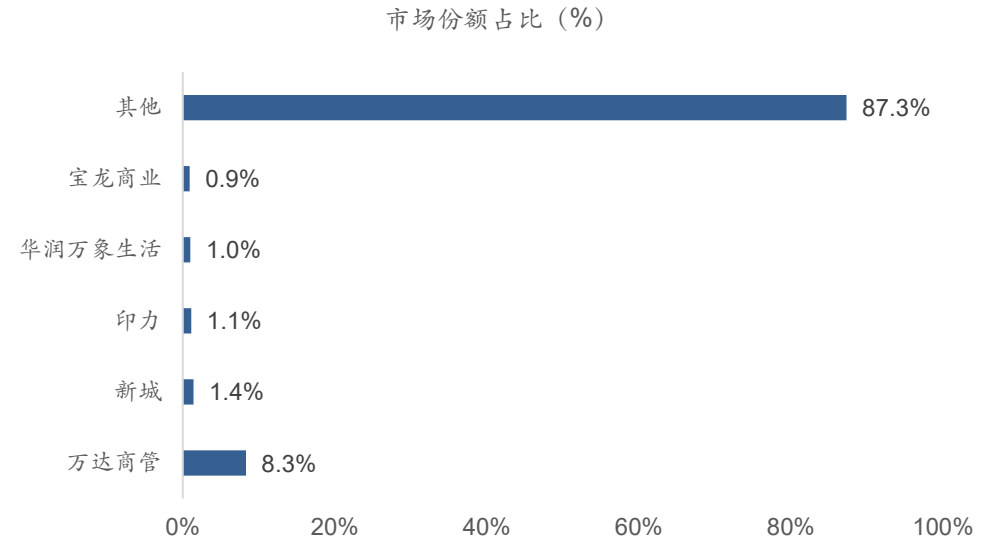
图表 13 按在管项目面积划分的全球前五大商业运营服务商（百万方）



资料来源：华经产业研究院，公司招股说明书，华安证券研究所

根据公开资料统计，2020 年国内商业物业管理行业前五大服务商市场份额占比合计为 13%，**行业竞争格局高度分散。其中万达商管市占率为 8%，处于行业龙头地位。**

图表 14 国内商业物业管理行业市场竞争格局（截至 2020 年末）



资料来源：华经产业研究院，公司招股说明书，华安证券研究所

截至 2021 年 6 月 30 日，公司覆盖城市 204 个，**是国内唯一一家在管项目覆盖所有省级行政区的商业运营服务提供商**；合作品牌超过 19000 个，年客流量 46 亿人次。

图表 15 万达商管在管商业广场项目分布（截至 2021H1 末）

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

对比国内部分领先商业运营服务商，万达广场运营情况并非行业最佳，**但受益于其规模，万达商管总客流量、合作品牌数量等仍领先于同业公司。**

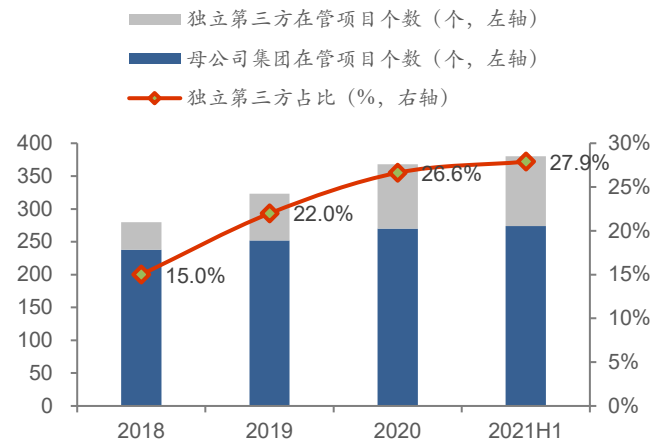
图表 16 国内领先商业运营服务商对比

公司	截至 2020 年底在管项目数量（个）	截至 2020 年底在管建筑面积（百万方）	2018 年出租率	2019 年出租率	2020 年出租率	截至 2020 年底覆盖城市数量（个）	2020 年单家商业广场日平均客流量（千人）	2020 年总客流量（百万人次）	截至 2020 年底合作品牌数量（个）
万达商管	369	52.8	99.4%	99.3%	97.8%	202	27.0	3632.0	18000 以上
新城	95	9.0	99.2%	99.2%	99.5%	73	19.0	655.0	10000 以上
印力	89	7.2	91.7%	93.2%	87.4%	58	16.0	520.8	约 7500
华润万象	57	6.4	94.2%	94.9%	94.0%	35	46.1	962.7	约 5000
宝龙商业	68	5.9	85.5%	89.4%	88.1%	35	19.7	489.0	7000 以上

资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

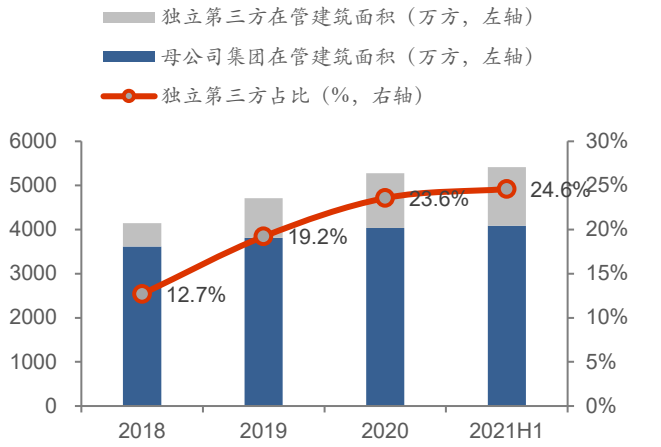
2015 年，万达商管开始以轻资产模式向独立第三方商业广场输出服务。**随着其外拓能力不断提高，在管独立第三方商业广场数量逐年提高。**截至 2021 年 6 月 30 日，万达商管在管商业广场共计 380 个，其中来自独立第三方的商业广场 106 个，占比 28%；在管总建筑面积 5417 万方，其中来自独立第三方的面积为 1332 万方，占比 25%。此外，截至 2021 年 6 月 30 日，公司储备项目 162 个，其中独立第三方储备项目占 133 个，是中国唯一向独立第三方大规模（即在管独立第三方项目数量超过 50 个）提供服务的商业运营服务提供商。

图表 17 万达商管按业主划分在管项目情况（个，%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 18 万达商管按业主划分在管项目情况(万方,%)



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

突出的运营数据展示着万达商管卓越的服务能力，而丰富的独立第三方项目储备也印证了市场对万达商管品牌和服务的认可度。当前由领先商业运营服务提供商独立管理第三方的零售商业物业已成为发展趋势，预计未来市场集中度将持续上升，而万达商管凭借其良好的品牌优势，通过采取轻资产模式，可快速提升其市场份额，巩固其龙头地位。

3.2 母公司集团鼎力支持，第三方外拓齐头并进，助力业绩增长

万达商管以委托管理模式及租赁运营模式两种模式提供服务，其收入来源、成本等略有差异。

图表 19 万达商管运营模式对比

	委托管理模式	租赁运营模式
服务范畴	·商业管理服务 ·物业管理服务 ·增值服务	·商业管理服务 ·物业管理服务 ·增值服务
收入来源	·商业管理服务费，其中包括： (i) 就每项相关开业前咨询服务收取固定费用 (ii) 就运营管理服务按该项目净收益的百分比收取费用	·商户租金收入 ·就每项相关开业前咨询服务收取固定费用 ·就物业管理服务按每月每平米收取固定费用 ·就各类相关增值服务收取服务费用

	·就物业管理服务按每月每平米收取固定费用 ·就各类相关增值服务收取服务费用	
成本	·自行承担所提供服务的成本，主要包括：员工成本、分包成本及能源费用	·自行承担所提供服务的成本，主要包括：员工成本、分包成本及能源费用 ·项目净收益的一定百分比将交予业主
项目净收益分成方式	·对于在管母公司集团商业广场，享有项目净收益为基础比例加超额比例，总计在 20%-40%之间，具体比例根据项目净收益水平及商业广场开业年限确定 ·对于独立第三方商业广场，享有项目净收益固定比例，通常不超过 30%	·享有项目净收益的若干百分比通常为：（i）30%；或（ii）基础比例加超额比例，总计在 20%-40%之间，具体比例根据项目净收益水平及商业广场开业年限确定。其余项目净收益交给业主作为租金
与业主的合约条款	·与母公司集团订立合约期为 3 年 ·与独立第三方定理的合约期通常直至业主的土地使用权到期为止	·合约期 20 年，到期可续约，直到业主土地使用权到期

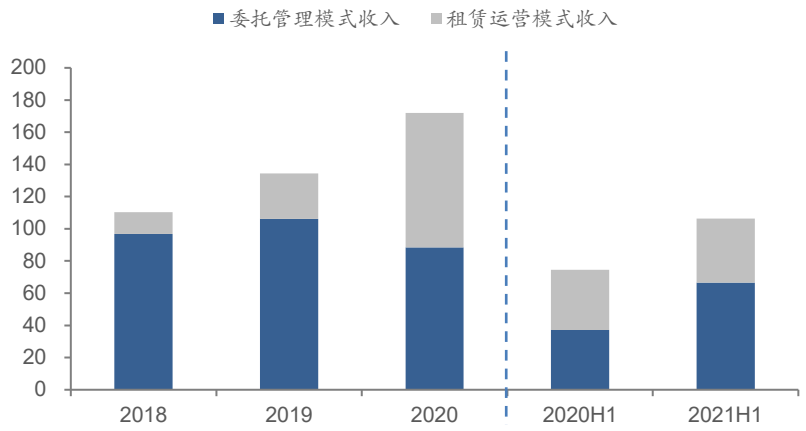
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

附注：项目净收益主要为：（i）商业管理服务（开业前咨询服务除外）、（ii）物业管理服务、（iii）增值服务（包括广告空间管理服务、公用区域管理服务及停车场管理服务）等项目收入的总额，减去（i）运营成本及（ii）相关税金。计算时开业前咨询服务所得收入及成本不计入其中。

截至公司招股说明书最新实际可行日期，公司来自母公司集团的 280 个项目均以委托管理模式管理；来自独立第三方的 118 个项目中，有 82 个以租赁运营模式进行管理。以上安排主要基于以下考量：租赁运营模式下合约期限较长，且可以绑定业主收益，更有利于公司维持长远稳定的经营。

上述安排卓有成效，万达商管营业收入从 2018 年的人民币 110 亿元增长至 2020 年的 172 亿元，复合年增长率 25%，2021 年 1-6 月，公司实现收入人民币 106 亿元，同比增长 43%。从收入结构来看，来自租赁运营模式的收入占比逐渐递增，与公司独立第三方项目增长趋势相符。

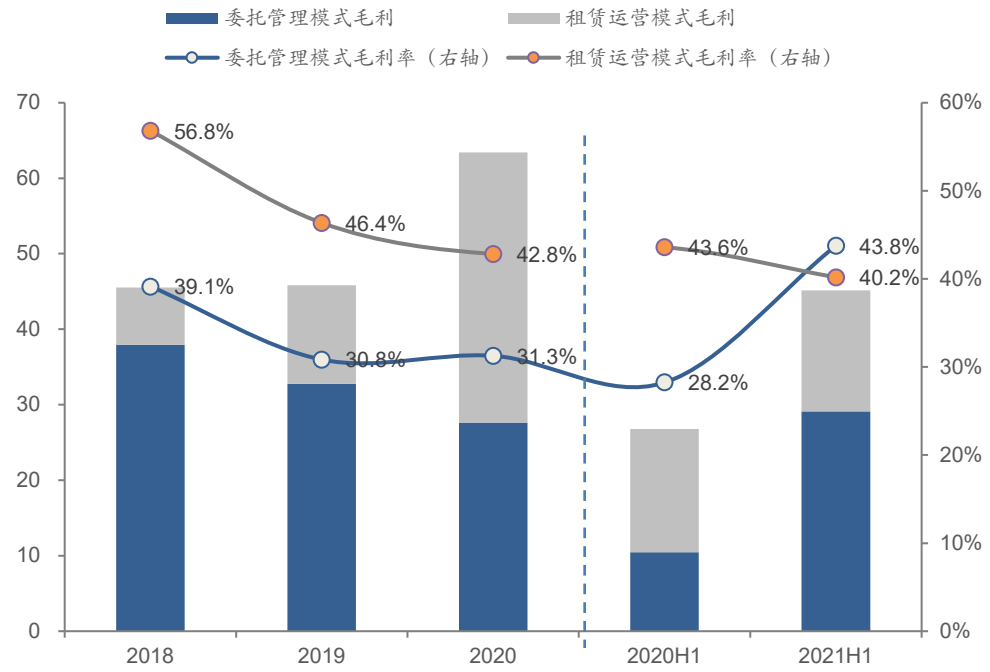
图表 20 万达商管收入结构（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2018、2019 及 2020 年，万达商管分别实现毛利人民币 46 亿元、46 亿元和 63 亿元，复合年增长率 18%；2021 年 1-6 月，公司实现毛利人民币 45 亿元，同比增长 42%。在 2021 年 6 月 30 日前，委托管理模式毛利率高于租赁运营模式毛利率，这是因为公司在 2021 年 5 月开始就委托管理模式下的运营管理服务收取费用，板块收入有所上涨，且在该模式下管理的商业广场不会以可变租金形式产生销售成本。

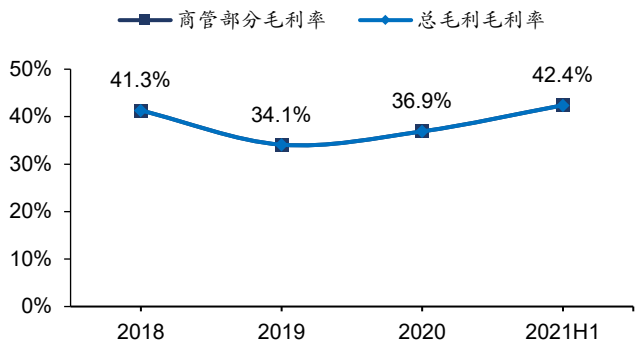
图表 21 万达商管毛利结构（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

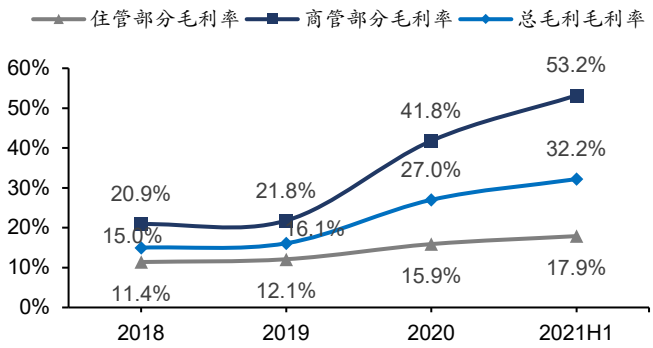
万达商管在业绩期内毛利率略有波动，这是因为公司在尝试业务适用模式的过程中进行运营模式调整导致的，但从整体来看，公司的毛利率稳定在 34.0%以上。对比部分上市物业企业，万达商管的毛利率水平在同业商管服务中处于中等水平。

图表 22 万达商管毛利率



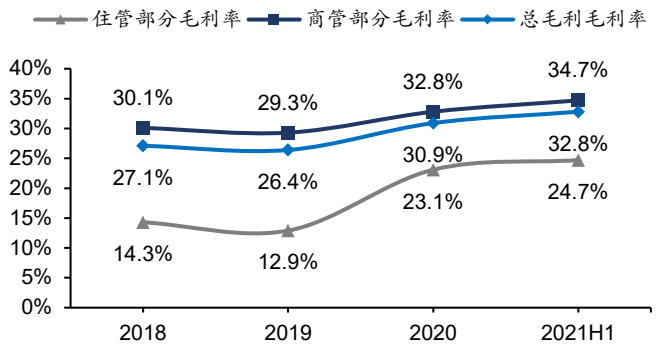
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 23 华润万象生活毛利率



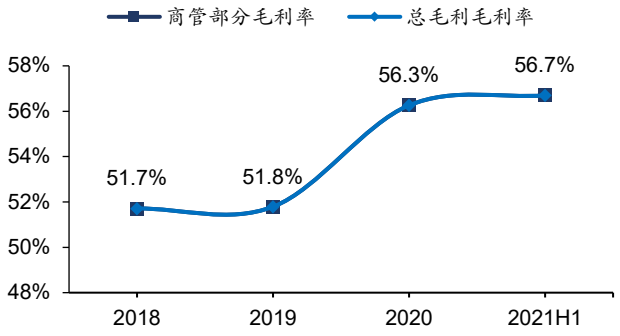
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 24 宝龙商业毛利率



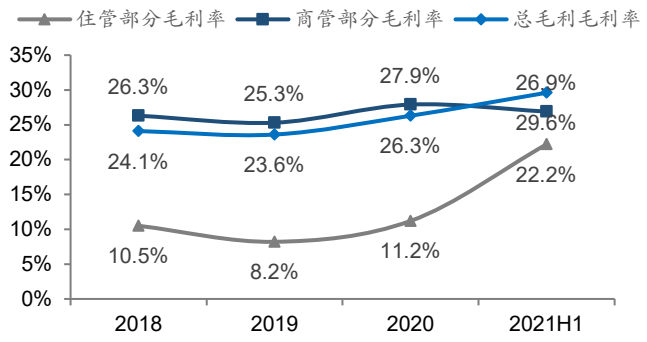
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 25 星盛商业毛利率



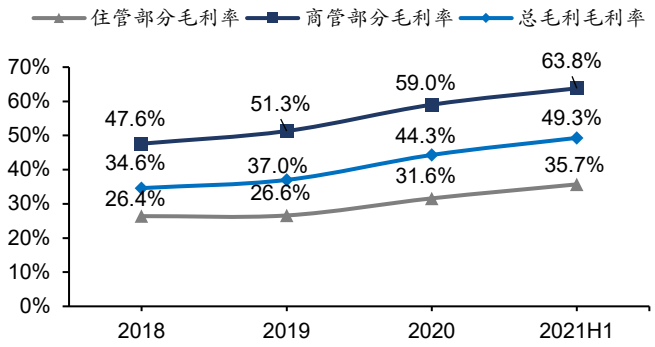
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 26 卓越商企服务毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 27 中骏商管毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

4 募集资金投向

横向扩大规模，巩固行业龙头地位：根据弗若斯特沙利文报告，截至最后实际可行日期，国内有超过 2000 家商业运营服务提供商，且目前行业仍处于高度分散局面。因此，部分募集资金将用于战略投资和收购以获取优质标的，增加在管商业广场数量及在管建筑面积，以巩固行业龙头地位。

纵向打通上下游，打造产业生态链：部分募集资金将用于对行业生态体系内的战略投资，以此拓宽公司收入来源，提高协同效应，也有利于打造高客户粘性的全产业链服务体系。

增加科技投入，升级设施，提升服务品质：部分募集资金将用于升级现有软硬件设施，以丰富变现场景。系统的升级也可提升公司运营效率及服务品质，提升客户满意度从而增加客户粘性。

5 风险提示

COVID-19 疫情反复，对公司经营产生负面影响：政府为预防 COVID-19 传播采取如封闭管理及减少聚集等措施，导致商业广场关闭或客流量不及预期；商户受疫情影响经营状况恶化，不再续租或需要公司给予租金减免；公众对疫情带来的家庭可支配收入下降的预期导致消费欲望降低。

规模扩张不及预期：公司扩张计划基于其对市场前景的评估，市场行情变化可能导致偏离预期，从而影响公司规模增长。

现有项目经营状况可能出现恶化：在管项目商户续租意愿降低、出租率降低影响公司营收。

出现负面事件影响品牌形象，对业务造成不利影响：公司提供“万达广场”品牌租赁服务，如品牌被不当使用出现负面事件，影响品牌形象，可能对公司经营产生不利影响。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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。