

商管龙头傲立，规模持续提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 上半年盈利预告, 2022H1 公司归母净利润较 2021 年同期增长约 25%-30%。
- **业绩稳健增长, 增速复合预期。** 公司 2022 年上半年归母净利润 25%-30%, 盈利的增长一方面来源于收并购公司财务并表及市场化外拓带来的物业管理在管建筑面积大幅增加, 另一方面也来自华润置地及第三方业主的合约商业项目数量上升。从收入结构来看, 2021 年住宅物业管理服务板块和商业运营及物业管理服务板块收入占比分别为 59.8%和 40.2%。得益于运营效率提升和成本管控, 毛利率上升至 31.1%。截至 2021 年末, 公司全业态物业在管面积 1.65 亿平, 年内外拓合约面积 3,590 万平方米。
- **住宅管理规模不断提升, 收入结构持续优化。** 2021 年住宅物业管理板块收入 53.1 亿元, 同比增长 36.7%。截至 2021 年末在管建筑面积为 1.47 亿平, 其中集团及第三方在管面积占比提升至 34.8%, 合约面积 1.96 亿平, 储备充足。社区增值服务占物管板块收入比提升至 13.6%, 管家服务、润商会、装修服务、租售服务细分赛道收入增长均超 100%。基础物业毛利率提升至 15.0%, 客户满意度保持行业第一梯队, 收缴率提升至 94.4%, 合同续约率 98.7%。除传统物业外, 公司也积极拓展城市空间服务。
- **商业管理龙头傲立, 经营质量持续提升。** 截至 2021 年末公司购物中心在营数增至 71 个, 已开业建筑面积 760 万平, 同比增长 18.8%, 平均出租率 96.9%。2021 年实现零售额 1,189 亿元, 同比增长 43.8%, 经营利润率 60.9%。54 个项目零售额排名当地市场 TOP3, 8 个在营重奢购物中心排名行业 TOP1。科技赋能助力运营, 一点万象 APP 会员数超 2000 万, 总会员数量超 2,400 万人, 消费贡献超 50%。公司购物中心运营能力获第三方认可, 新获取第三方项目 12 个。除购物中心外, 公司拥有写字楼物业管理面积 820 万平, 在管项目 115 个, 出租率及客户满意度均有提升。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年净利润复合增速为 23.8%, 考虑公司是上市商管公司中的稀缺标的, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 在管面积增长不及预期、商业运营发展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8888	11119	14205	17688
增长率	31%	25%	28%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1725	2181	2681	3270
增长率	111%	26%	23%	22%
每股收益 EPS(元)	0.76	0.96	1.17	1.43
PE	41.33	29.94	24.36	19.97
PB	5.13	4.06	3.48	2.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	29.3-47.1
3 个月平均成交量(百万)	2.16
流通股数(亿)	22.82
市值(亿)	760.07

相关研究

1. 华润万象生活(1209.HK): 商业管理龙头傲立, 盈利能力持续改善 (2022-04-01)
2. 华润万象生活(1209.HK): 规模效益同步提升, 大会员体系促进业态协同 (2021-08-26)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 2022-2024 年住宅物业管理服务在管面积增速为 25%/30%/25%，住宅物业管理服务中针对物业开发商的增值服务的收入增速为 10%/20%/15%，社区增值服务的增速为 60%/55%/50%。

假设 2：公司 2022-2024 年商业运营服务中购物中心管理收入增速分别为 20%/18%/15%，写字楼服务收入增速分别为 25%/22%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：盈利预测

年度数据 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,875	11,119	14,205	17,688
同比增速	31%	25%	28%	25%
毛利率	31%	31%	31%	31%
物业管理服务	3,772	4,715	6,130	7,662
同比增速	29%	25%	30%	25%
毛利率	15%	16%	17%	18%
非业主增值服务	813	894	1,073	1,234
同比增速	42%	10%	20%	15%
毛利率	32%	32%	32%	32%
社区增值服务	725	1,160	1,798	2,697
同比增速	87%	60%	55%	50%
毛利率	28%	28%	28%	28%
购物中心管理服务	2,130	2,556	3,016	3,468
同比增速	18%	20%	18%	15%
毛利率	62%	62%	62%	62%
写字楼管理服务	1,435	1,794	2,188	2,626
同比增速	32%	25%	22%	20%
毛利率	28%	28%	28%	28%

数据来源：Wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16,030	18,763	22,240	26,733	营业总收入	8,888	11,119	14,205	17,688
现金	13,698	15,929	18,619	22,224	营业成本	6,117	7,653	9,817	12,253
应收账款	1,043	1,235	1,578	1,965	销售费用	0	0	0	0
存货	138	153	196	245	管理费用	819	890	1,136	1,415
其他	1,151	1,445	1,847	2,299	财务费用	-301	-345	-346	-374
非流动资产	5,562	5,862	6,146	6,415	营业利润	1,873	2,577	3,252	4,019
固定资产	527	738	936	1,122	利润总额	2,337	2,948	3,623	4,419
无形资产	215	305	391	473	所得税	610	766	942	1,149
其他	4,819	4,819	4,819	4,819	净利润	1,726	2,181	2,681	3,270
资产总计	21,592	24,625	28,386	33,148	少数股东损益	1	0	0	0
流动负债	6,079	6,930	8,011	9,502	归母净利润	1,725	2,181	2,681	3,270
短期借款	801	500	500	500	EBITDA	2,053	2,626	3,318	4,100
应付账款	839	1,093	1,402	1,750	EPS (元)	0.76	0.96	1.17	1.43
其他	4,439	5,337	6,108	7,252					
非流动负债	1,624	1,624	1,624	1,624	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
租赁负债					营业收入	31.01%	25.11%	27.75%	24.52%
其他	1,624	1,624	1,624	1,624	营业利润	81.84%	37.58%	26.20%	23.60%
负债合计	7,703	8,554	9,634	11,126	归属母公司净利润	110.95%	26.46%	22.92%	21.97%
少数股东权益	1	1	1	1	获利能力				
股本	0	0	0	0	毛利率	31.08%	31.17%	30.89%	30.72%
留存收益	13,888	16,069	18,750	22,021	净利率	19.42%	19.62%	18.88%	18.49%
归母股东权益	13,888	16,069	18,750	22,021	ROE	12.42%	13.57%	14.30%	14.85%
负债和股东权益	21,592	24,625	28,386	33,148	ROIC	9.71%	11.51%	12.50%	13.21%
					偿债能力				
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	35.67%	34.74%	33.94%	33.57%
经营活动现金流	2,290	2,895	3,044	3,959	净负债比率	-0.93	-0.96	-0.97	-0.99
净利润	1,725	2,181	2,681	3,270	流动比率	2.64	2.71	2.78	2.81
折旧摊销	122	50	66	81	速动比率	2.58	2.64	2.70	2.73
少数股东权益	1	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	442	663	297	607	总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.53
投资活动现金流	1,419	-324	-324	-324	应收账款周转率	8.51	9.00	9.00	9.00
资本支出	-371	-350	-350	-350	应付账款周转率	7.29	7.00	7.00	7.00
其他投资	1,790	26	26	26	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-322	-340	-30	-30	每股收益	0.76	0.96	1.17	1.43
借款增加	279	-301	0	0	每股经营现金	1.00	1.27	1.33	1.73
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	6.09	7.04	8.22	9.65
已付股利	-300	-39	-30	-30	估值比率				
其他	-301	0	0	0	P/E	41.33	29.94	24.36	19.97
现金净增加额	3,386	2,230	2,690	3,605	P/B	5.13	4.06	3.48	2.97

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn