

宝龙商业 (09909.HK) 规模攀升，坪效企稳，五年战略目标实现可期

2022年08月15日

——港股公司深度报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/8/15
当前股价(港元)	4.030
一年最高最低(港元)	24.300/3.610
总市值(亿港元)	25.91
流通市值(亿港元)	25.91
总股本(亿股)	6.43
流通港股(亿股)	6.43
近3个月换手率(%)	18.24

● 长三角红利受益标的，商业运营开拓者，维持“买入”评级

宝龙商业是国内一家领先的商业运营服务供应商，公司以商业运营为主，住宅物管为辅，盈利能力改善空间大；集团内生增长强劲，叠加行业空间可观、整合空间大，公司后续外延拓展具备较大优势；同时公司持续调整区域布局，长三角为公司重点布局区域。受到疫情及地产行业下行影响，我们将公司2022-2023年预测归母净利润由6.24、8.57亿元调整至5.16、5.83亿元，并新增2024年公司归母净利润预计为6.56亿元，同比增长17.8%、12.9%、12.5%；EPS分别为0.93、1.05、1.19港元，当前股价对应PE为3.7、3.3、2.9倍，维持“买入”评级。

● 定位、成长、布局三位一体，商业运营能力行业领先

(1) 定位广：四类品牌分别为宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地，对应多层次客群。**(2) 成长佳：**2022年累计开业广场预计达99个；至2025年规划开业面积超1500万方，未来两年有近500万方的商业处于培育期。**(3) 布局精细化：**连续8年在长三角均有商场落成，2021年公司在长三角开业面积占比65%，商业运营服务收入占比70%。**(4) 盈利模式：管理赋能，运营变现。**公司商业运营服务分为三大部分：市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务，2021年单位面积的开业收费约376元/平米；2017-2021年物管费为14.95、17.04、19.00、21.01、21.56元/平米/月。

● 住宅物管面积成长可期，盈利持续改善

(1) 毛利率持续回升。2021年，公司物业管理服务收入达4.47亿元，同比增长25%；综合毛利率24.88%，较2020年全年提升1.72个百分点，近两年持续改善；**(2) 在管面积增长可期。**截至2021年，公司住宅合约管理面积达2995万平方米，同比增长29%；在管面积达1773万平方米，同比增长23%，目前住宅合管比高达1.69倍。

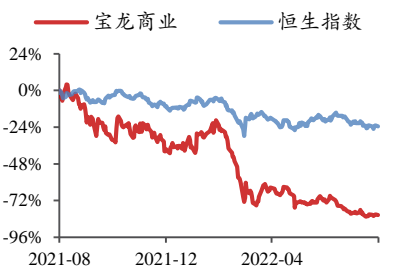
● **风险提示：**宏观环境风险、行业盈利恶化风险、行业成长性下滑风险、汇率波动风险、企业运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,921	2,464	2,829	3,267	3,718
YOY(%)	18.6	28.3	14.8	15.5	13.8
归母净利润(百万元)	305	438	516	583	656
YOY(%)	70.8	43.6	17.8	12.9	12.5
毛利率(%)	30.9	33.3	33.8	34.1	34.6
净利率(%)	16.0	17.8	24.7	24.8	25.2
ROE(%)	14.2	17.8	16.3	21.5	23.2
EPS(摊薄/港元)	0.55	0.79	0.93	1.05	1.19
P/E(倍)	6.3	4.4	3.7	3.3	2.9
P/B(倍)	1.1	0.9	0.7	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所（使用2022年8月15日汇率：1港币=0.86人民币）

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 宝龙商业：首屈一指的商业运营服务商.....	4
2、 商业运营名列前茅，运营能力首屈一指.....	5
2.1、 行业特性：购物中心发展空间较大，消费是拉动经济主基调.....	5
2.2、 公司定位：全生态服务，多品牌运营.....	6
2.3、 成长佳：内生为主，商场坪效稳步提升.....	8
2.3.1、 在管面积稳步提升，三年规划超 1500 万方.....	8
2.3.2、 业绩收入迅速增长，运营坪效持续提升.....	10
2.4、 布局精细化：长三角是区域重点.....	12
2.5、 盈利模式：管理赋能，运营变现.....	13
3、 住宅物管面积成长可期，盈利筑底改善.....	15
4、 科技赋能，纽扣计划助力智慧商业.....	17
5、 盈利预测与投资建议.....	19
6、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

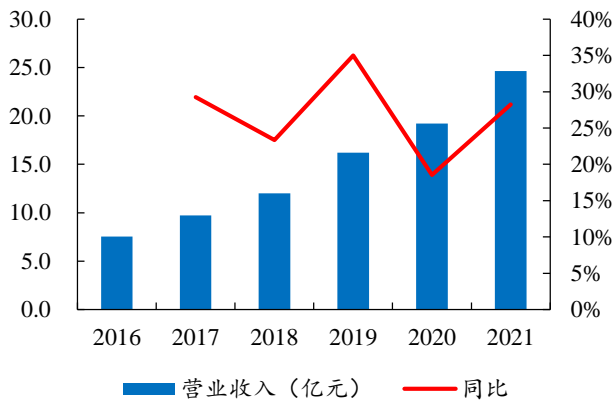
图 1： 宝龙商业 2021 年营收增速 28.3%.....	4
图 2： 宝龙商业 2021 年营收构成中 82%来自商业部分.....	4
图 3： 宝龙商业 2021 年毛利构成中 86%来自商业部分.....	4
图 4： 宝龙商业 2021 年归母净利润增速 43.6%.....	4
图 5： 控股股东宝龙地产持股占比 63%（截至 2022 年 5 月 12 日）.....	5
图 6： 三四线城市购物中心数量占比不断提升.....	5
图 7： GDP 累计同比贡献率中来自最终消费支出占比超 60%.....	6
图 8： 公司商业运营服务主要可分为三部分.....	6
图 9： 公司商业运营服务收入稳步增长.....	7
图 10： 公司商业运营服务收入主要分为三大类.....	7
图 11： 公司商业运营服务收入毛利率持续提升.....	7
图 12： 公司商业运营服务合约管理面积稳步增长.....	9
图 13： 公司 2022 年商业运营服务在管项目有望增长.....	9
图 14： 公司 2021 年商业在管面积及数量排名行业前列.....	9
图 15： 公司 2021 年商业运营服务集团项目占比 85%.....	9
图 16： 宝龙商业 2022 年预计开业项目 11 个.....	10
图 17： 2021 年公司商业运营服务收入增速超过面积口径增速.....	10
图 18： 公司商场平均出租率相较同行有进一步提升空间.....	11
图 19： 公司早期开业商场出租率均值超过 84%.....	11
图 20： 公司 2015 年后开业商场出租率接近 90%.....	11
图 21： 公司 2021 年商业运营收入中长三角占比 69.7%.....	12
图 22： 公司 2021 年商业运营面积中长三角占比 63%.....	12
图 23： 公司长三角区域商业运营服务收入、面积规模稳步提升.....	12
图 24： 长三角城市化比率高于全国水平.....	13
图 25： 长三角人均可支配收入高于全国水平（元）.....	13
图 26： 公司长三角区域商业运营服务毛利率好于其他区域情况.....	13

图 27: 公司委托管理的商场&商业街面积稳步提升.....	14
图 28: 公司单位面积产生的开业前筹备收入波动式提升.....	14
图 29: 公司商业物管费自 2017 年后持续提升.....	14
图 30: 2018 年后公司租户管理及收租服务、多经收入占纯租金收入提升.....	15
图 31: 公司住宅物管服务业务主要分为三部分.....	15
图 32: 公司住宅物业管理服务收入增速稳步提升.....	16
图 33: 2021 年公司住宅物业中物业管理服务收入占比达 67%.....	16
图 34: 2021 年公司住宅项目毛利率达 24.88%.....	16
图 35: 公司住宅合约面积和在管面积持续提升.....	17
图 36: 宝龙地产销售面积近四年稳步提升.....	17
图 37: 公司 2018 年住宅物管收入中来自集团占比 97%.....	17
图 38: 综合在线生态系统有效管理业务营运及改善消费者体验.....	18
图 39: 宝杨宝龙广场构建首个“智慧 MALL”.....	18
图 40: 未来 3 年公司两大业务营收预计持续增长 (亿元).....	20
图 41: 未来 3 年公司两大业务毛利率预计持续改善.....	20
图 42: 未来 3 年公司商业运营收入预计复合增速 12%.....	20
图 43: 未来 3 年住宅物业管理收入预计复合增速 24%.....	20
图 44: 未来 3 年商业在管面积预计持续提升.....	20
图 45: 未来 3 年商业管理费水平预计继续提升.....	20
图 46: 未来 3 年开业前一次性筹备收入预计继续提升.....	21
图 47: 商业运营费、多经收入占纯收入预计稳定在 26%.....	21
图 48: 公司住宅物管服务两大业务预计持续提升 (亿元).....	21
图 49: 2024 年公司住宅合约面积有望达 5100 万方.....	21
表 1: 宝龙商业运营管理产品多元化, 可覆盖各层级消费者需求.....	8
表 2: 浙江星汇主要产品线有四条.....	8
表 3: 公司商场整体出租率稳步上升.....	11
表 4: 公司长三角项目面积占比提升至 63%.....	12
表 5: 商业运营收入未来 3 年盈利预测.....	19
表 6: 住宅物业管理收入未来 3 年盈利预测.....	19
表 7: 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 14.4 倍.....	22

1、宝龙商业：首屈一指的商业运营服务商

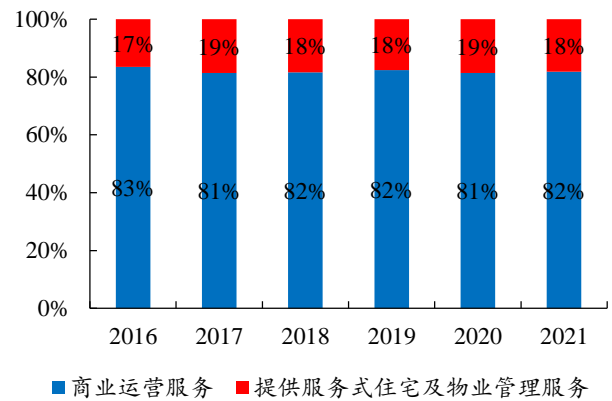
宝龙商业管理控股有限公司（以下简称“宝龙商业”）成立于1993年，其前身是中国领先地产开发商宝龙控股的物业管理平台，于2007年开始开展商业运营服务，在长三角及其他主要地区的同类公司中名列前茅。2021年，公司实现营业收入24.64亿元，同比增长28.3%；其中商业运营、物业管理收入占比分别为82%、18%；归母净利润4.38亿元，同比增长43.6%，整体经营业绩稳中向好。

图1：宝龙商业2021年营收增速28.3%



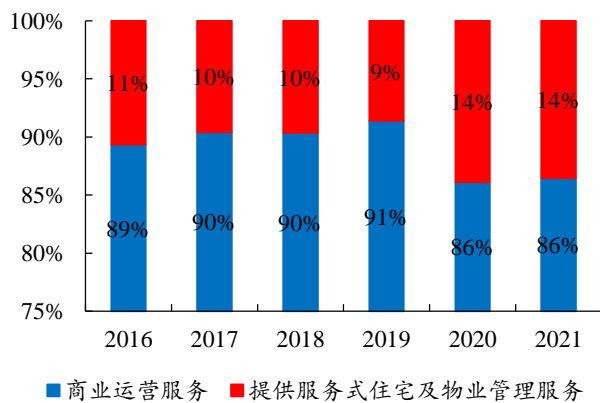
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：宝龙商业2021年营收构成中82%来自商业部分



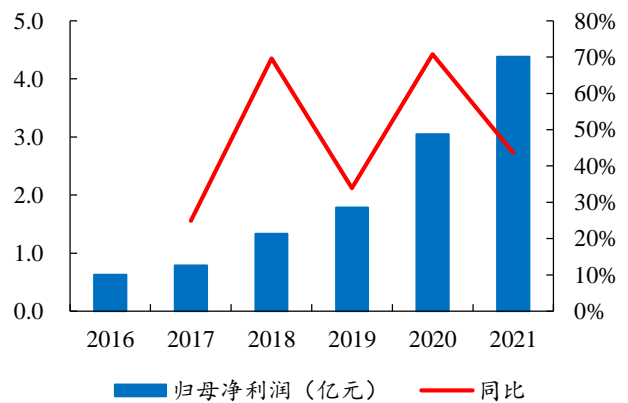
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：宝龙商业2021年毛利构成中86%来自商业部分



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：宝龙商业2021年归母净利润增速43.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

股权结构较为集中，控股股东为宝龙地产。截至2022年5月12日，宝龙地产持有公司63%的股份，董事局首席许健康先生是公司的实际控制人。宝龙商业董事兼控股股东许华芳于2022年5月12日增持100万股，使得持股比例达到7.23%，汇鸿管理有限公司持有公司6.99%的股份，为公司的第三大股东。

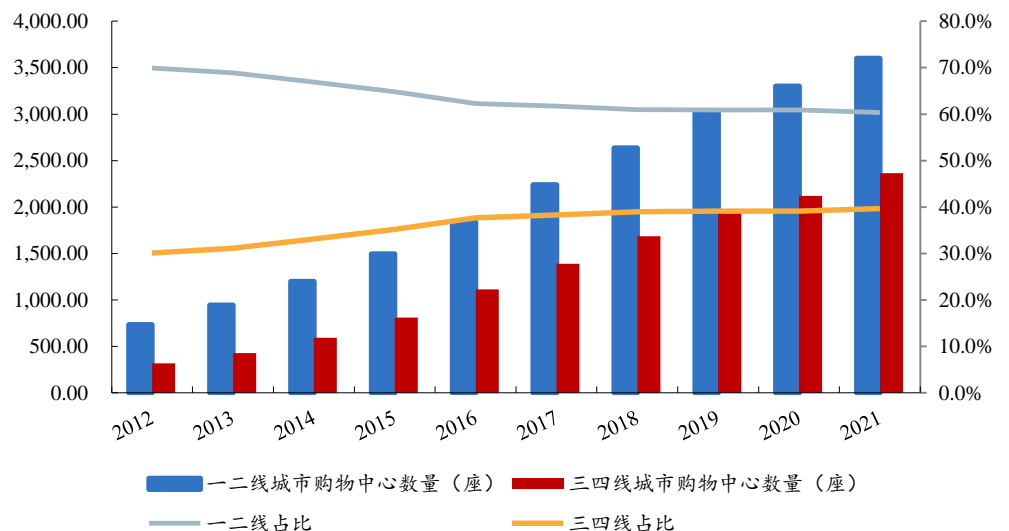
图5：控股股东宝龙地产持股占比 63%（截至 2022 年 5 月 12 日）


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、商业运营名列前茅，运营能力首屈一指

2.1、行业特性：购物中心发展空间较大，消费是拉动经济主基调

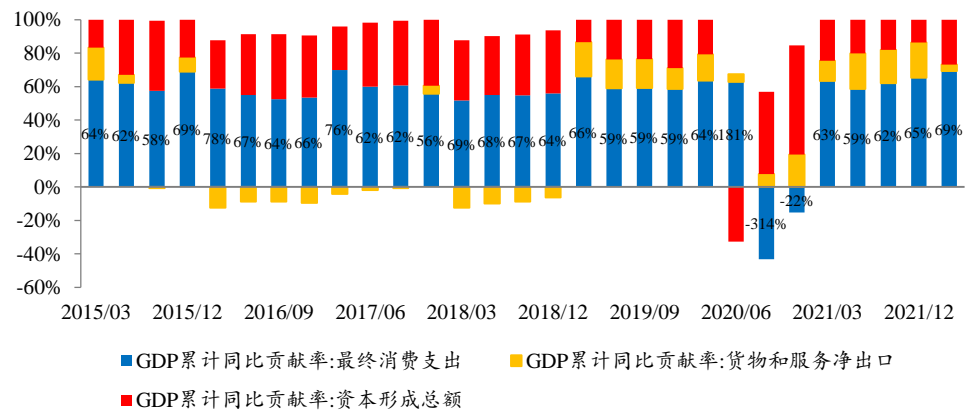
购物中心数量仍在提升，三四线城市发展潜力较大。购物中心在一线城市增量空间有限且竞争较激烈，各公司需不断地提高运营效率与运营水平来维持现有市场份额。从近十年购物中心数量变化趋势来看，购物中心下沉趋势十分明显，主要原因是低能级城市的城镇居民收入水平不断提高，消费升级趋势下沉。早期商业地产投资相对集中在一些中心城市，继二线城市商业中心崛起后，三四线及以下城市也逐渐摆脱以临街商铺、住宅底商和各种批发商城为主的商业地产模式，向一二线城市看齐，2021 年三四线城市购物中心占比已接近 40%。根据赢商网的统计，2021 年一线、二线和三四线的人均购物中心持有面积分别为 0.78、0.57 和 0.28 平方米，伴随消费结构升级和居民消费水平持续改善，三四线城市购物中心增长潜力可期。

图6：三四线城市购物中心数量占比不断提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

消费升级趋势不改,已成为拉动经济核心要素。根据国家统计局数据,截至2021年末我国城镇化比率达64.72%,城镇人均可支配收入达47412元,实际增长7.1%。2021年全国居民人均服务型消费占居民消费支出的比重为44.2%,服务消费全面升级已是大势所趋。对消费升级的需求将促进我国商业运营服务市场的发展。

图7: GDP累计同比贡献率中来自最终消费支出占比超60%

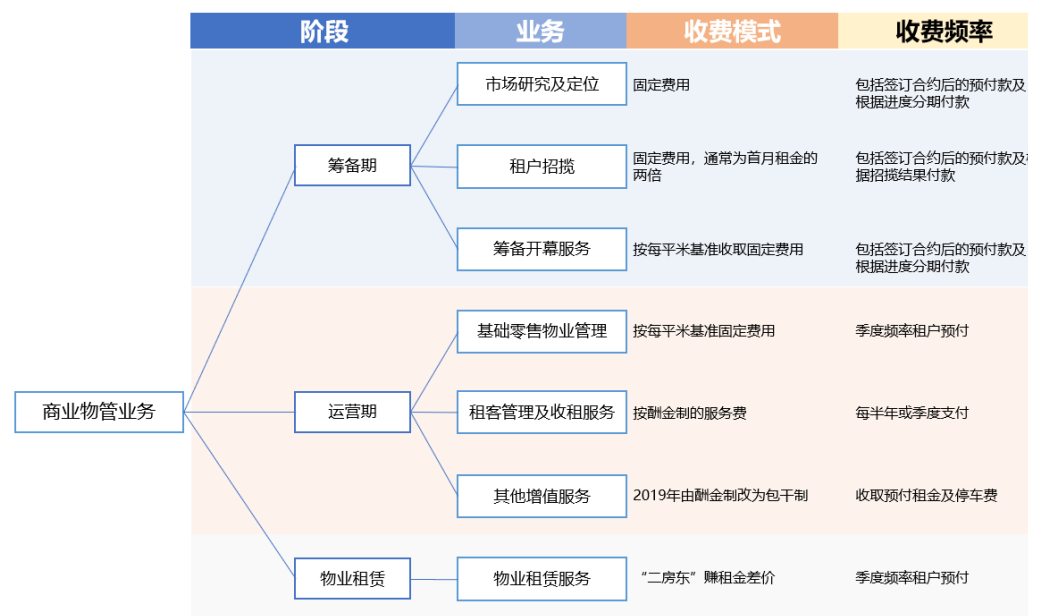


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、公司定位: 全生态服务, 多品牌运营

宝龙商业是国内首屈一指的商业运营服务供应商,公司商业运营服务可分为三部分,筹备期主要涵盖市场研究及定位、租户招揽、筹备开幕服务,运营期主要涵盖基础零售物业管理服务、租客管理及收租服务、其他增值服务,此外公司还有物业租赁服务,主要是向购物街单位及商场的业主租赁商场,再分租给租户,即以“二房东”模式展开。

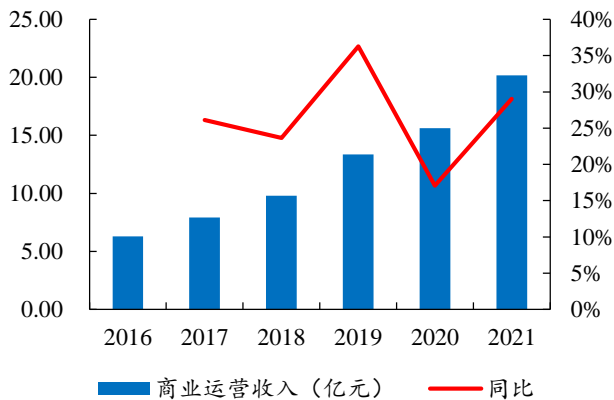
图8: 公司商业运营服务主要可分为三部分



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

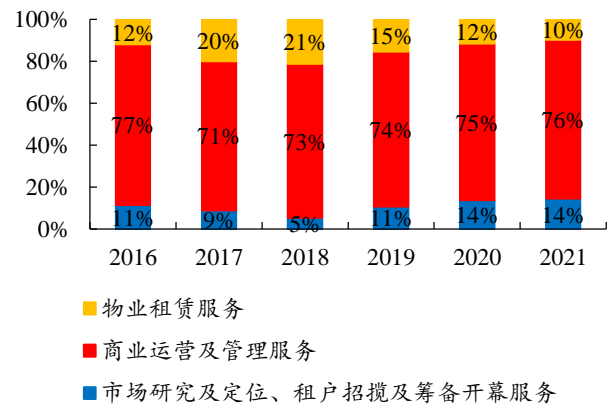
从收入构成看，2021年公司商业运营收入达20.17亿元，同比增长29.05%，疫情情况缓解后收入增速有所回升，受疫情影响商场同店坪效增长缓慢，同时开业数量有所回落；从中长期看公司商业运营收入增长较为稳健。公司商业运营及管理服务的收入占比持续提升至76%左右。

图9：公司商业运营服务收入稳步增长



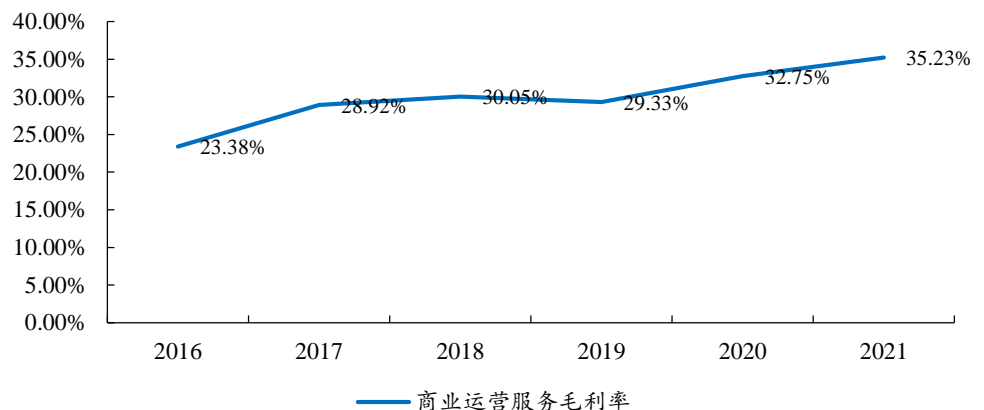
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司商业运营服务收入主要分为三大类



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司商业运营服务收入毛利率持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

截至2021年，公司已签约商业项目合约面积1406万平方米，同比增长24%；在管零售项目88个，在管面积993万平方米。按目标消费者、物业位置及面积以及物业类型计算，公司是为数不多拥有管理多元化零售商业物业组合专长及能力的商业运营服务供货商之一。

多元品牌全覆盖各层级消费者需求。公司商业运营服务业态主要为零售购物广场及购物街，主要有四类品牌：宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地，分别对应为（超）高端、中高端、中端及购物街系列产品。

此外，公司于2020年6月收购浙江星汇60%股权，总收购价款4055万元（股权转让款2160万元、投资款1895万元），这是公司商管物业的首单并购项目。浙江

星汇是特色主题商业全程运营商，主打商业街产品，可以与宝龙商业主打购物中心的产品线形成互补。浙江星汇主要布局在浙江省区域 8 个城市，位列浙江省轻资产商业管理公司 TOP 1，符合公司长期深耕长三角、做大做强长三角区域的总体战略布局。截至 2021 年底，公司开业宝龙星汇 12 个，开业面积 74.39 万平方米。

表1：宝龙商业运营管理产品多元化，可覆盖各层级消费者需求

	宝龙一城	宝龙城	宝龙广场	宝龙天地	宝龙星汇	合计
2021 年底在管面积（万平米）	17.1	44.6	706.2	32.8	56.6	857.3
2021 年项目数	1(厦门)	2（上海和杭州）	51	6	8	68
目标客户	高端消费者	中高端消费者	中产阶级的消费市场	社区住户	中产阶级的消费市场	-
定位	一、二线城市地标式商场	一、二线城市主要商业区	销售型物业，非主要产品	商业街产品		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：浙江星汇主要产品线有四条

产品线	定位	介绍	展示
星悦城	购物中心	一站式创新体验型购物中心，定位为城市级区域型商业	
星街坊	社区商业	为消费者创建一个集中型、开放式的创新体验场所	
青年小镇	主题街区	升级大学生青年小镇概念，造出一个自成生态体系的青年乐活社区	
舍狸公社	创意市集	集休闲互动和情景体验式空间的创意集合店	

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

2.3、成长佳：内生为主，商场坪效稳步提升

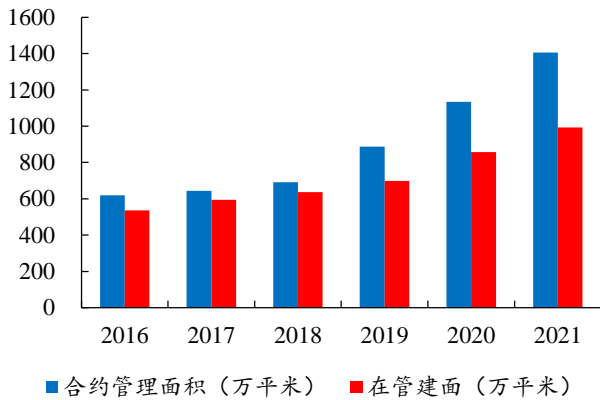
2.3.1、在管面积稳步提升，三年规划超 1500 万方

在管面积稳步提升，整体规模行业前五。公司近年在管面积及数量稳步提升，2021 年在管面积 993 万平方米，在管数量 88 个（包含 12 个宝龙星汇），三年时间实现在管数量翻倍，在管商业规模排名行业第四。2022 年公司预计新开业 1 个宝龙城、7 个宝龙广场、3 个宝龙天地，届时累计在管项目将达 99 个，将进一步攀升。

公司商管业务的成长仍主要来自母公司开设的宝龙广场。2021 年，公司已开业

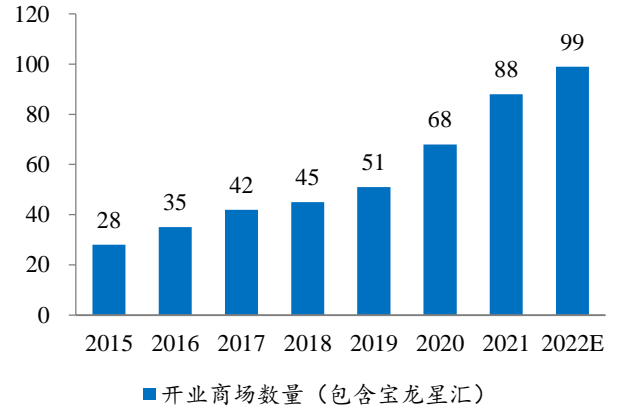
商业运营在管 88 个项目中有 66 个来自于宝龙地产，在管面积占比达 85%；公司储备 33 个项目中有 23 个来自宝龙地产，储备面积占比 82%，公司规模快速扩张和业绩的稳步提升离不开母公司的助益。同时，公司将继续保持三年发展规划，2022 年争取将公司整体出租率超过 96%。

图12：公司商业运营服务合约管理面积稳步增长



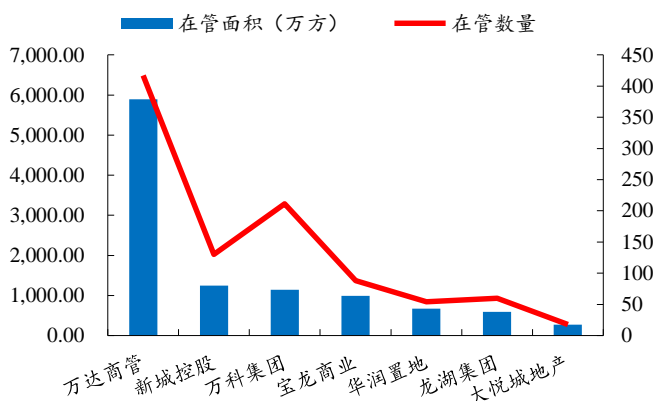
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：公司 2022 年商业运营服务在管项目有望增长



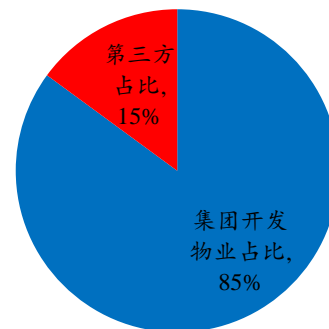
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：公司 2021 年商业在管面积及数量排名行业前列



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：公司 2021 年商业运营服务集团项目占比 85%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

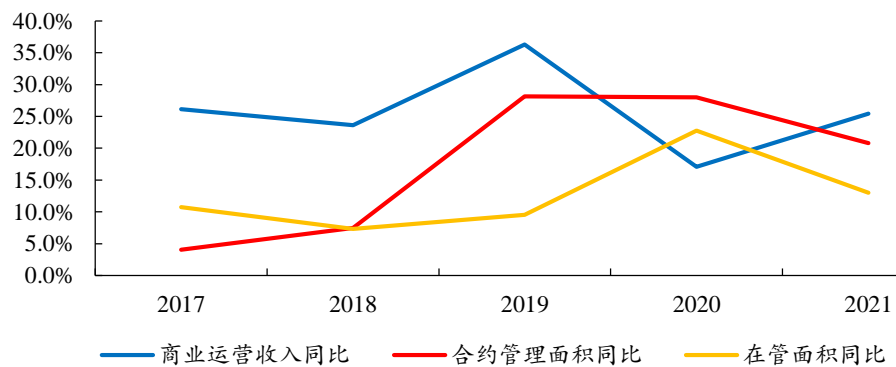
图16: 宝龙商业 2022 年预计开业项目 11 个

宝龙城 1个	台州椒江宝龙城 开业时间: 2022年7月 GFA: 14.95万 m ²			
宝龙广场 7个	余姚宝龙广场 开业时间: 2022年8月 GFA: 6.59万 m ²	杭州科技城宝龙广场 开业时间: 2022年12月 GFA: 9.58万 m ²	景德镇宝龙广场 开业时间: 2022年12月 GFA: 11.00万 m ²	金华金义宝龙广场 开业时间: 2022年12月 GFA: 9.00万 m ²
	厦门同安宝龙广场 开业时间: 2022年12月 GFA: 8.80万 m ²	绍兴金帝宝龙广场*^① 开业时间: 2022年9月 GFA: 8.60万 m ²	德兴雨帆宝龙广场*^② 开业时间: 2022年12月 GFA: 4.59万 m ²	
宝龙天地 3个	上海嘉定宝龙天地 开业时间: 2022年12月 GFA: 2.16万 m ²	厦门园博苑宝龙天地^③ 开业时间: 2022年12月 GFA: 1.47万 m ²	厦门塘边宝龙天地^④ 开业时间: 2022年12月 GFA: 2.85万 m ²	

资料来源: 2021 年业绩会报告

2.3.2、业绩收入迅速增长，运营坪效持续提升

公司商业运营及管理服务收入提升迅猛。2017-2021 年公司商业运营服务收入复合增速为 26%，超过同期在管面积复合增速 13%。我们认为，这主要源于公司商场运营经验丰富，坪效稳步提升。区别于住宅物业，商业运营管理费提升相对容易，同时随着商业物业的逐渐成熟，出租率提升是一个长期持续性过程，在管面积会逐渐向可租售面积靠拢。

图17: 2021 年公司商业运营服务收入增速超过面积口径增速


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

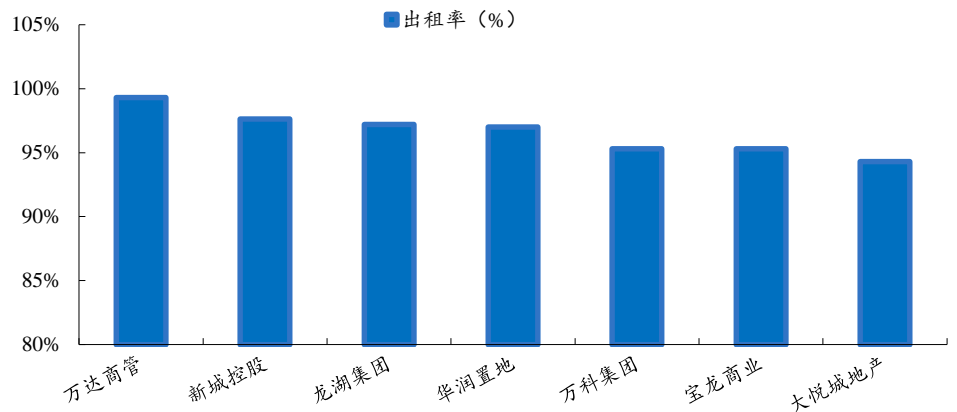
过渡期、成熟期公司出租率均在提升，且新开业商场运营成效优于老商场情况。公司自 2018 年开始提升商场的运营效率，各商场的出租率明显提升，近四年出租率提升约 12 个百分点，近两年疫情期间仍保持增长态势，虽然相较万达商管、华润万象城等同行仍有进一步提升空间，伴随公司持续优化管理，出租率未来优化可期。区别于住宅，商业广场开业初期有 1-3 年左右过渡期，过渡期公司商业出租率有望进一步提升。此外，宝龙商业具备多年的商业运营管理经验，在对老项目的持续改造、

提升上成效显著，因此成熟期商业的出租率水平也在稳步提升。我们使用公司在2009-2015年开业的商场为样本，这部分商场在2016年后逐渐进入成熟阶段，我们观察到这部分成熟商场的出租率在持续提升，由2016年的84%提升至2019H1的87%。此外，集团从2015年后开始注重商场运营能力的提升，在项目选址、布局、品牌引进上倾注更多精力，因此整体来看，2015年后的项目进入成熟期的出租率优于2015年前开业项目情况。

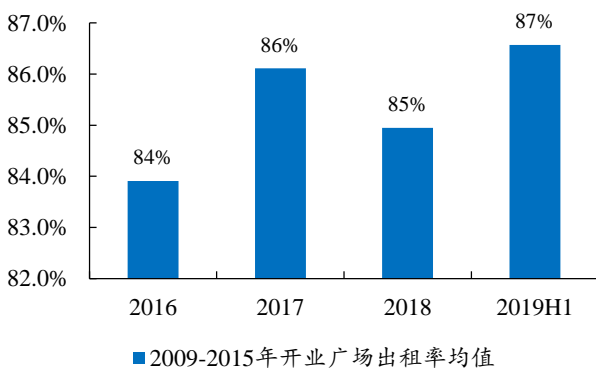
表3：公司商场整体出租率稳步上升

出租率	2018	2019	2020	2021
宝龙一城	97.9%	95.2%	96.5%	99.1%
宝龙城	91.3%	91.3%	91.6%	100.0%
宝龙广场	83.3%	89.0%	89.9%	95.0%
宝龙天地	65.5%	90.1%	87.5%	94.3%
合计	83.5%	89.4%	89.9%	95.3%

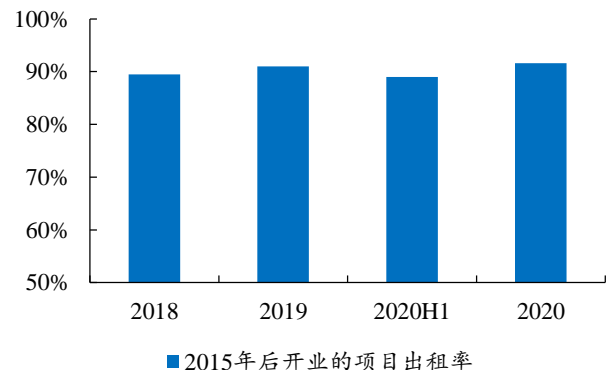
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司商场平均出租率相较同行有进一步提升空间


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：公司早期开业商场出租率均值超过84%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

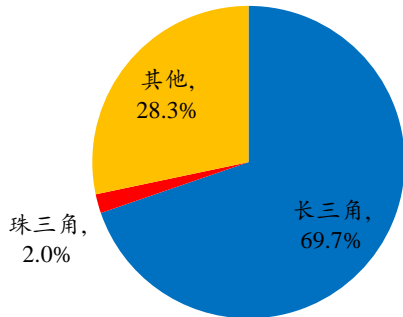
图20：公司2015年后开业商场出租率接近90%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、布局精细化：长三角是区域重点

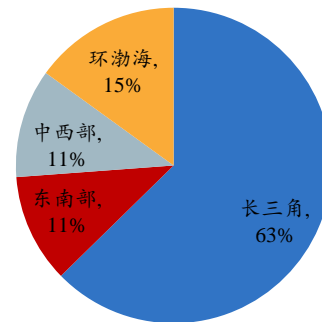
长三角布局持续加大，连续8年均有商场落成。2021年，长三角区域商业运营服务收入占比高达69.7%。截至2021年末，公司在长三角、西南、环渤海在管面积分别占比63%、11%、11%、15%，长三角项目面积占比从2007年的12%持续提升至目前的63%；且从未来发展态势看，长三角合约面积/在管面积比例高达1.5倍，远高于其他区域，长三角区域依然是未来公司商业发展的重心。

图21：公司2021年商业运营收入中长三角占比69.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：公司2021年商业运营面积中长三角占比63%



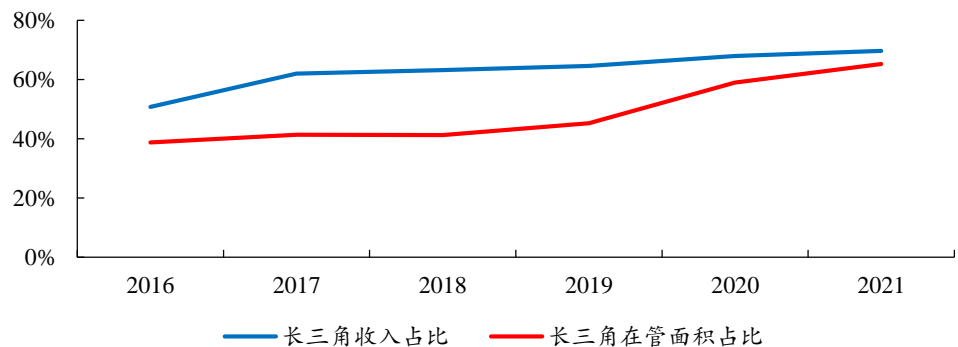
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：公司长三角项目面积占比提升至63%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
长三角	12%	12%	2%	14%	24%	22%	22%	23%	32%	39%	41%	41%	45%	59%	63%
东南部	88%	88%	15%	18%	12%	10%	17%	15%	11%	9%	9%	11%	10%	11%	11%
中西部	0%	0%	47%	38%	31%	34%	30%	31%	29%	23%	22%	22%	20%	11%	11%
环渤海	0%	0%	36%	29%	34%	34%	30%	31%	27%	29%	28%	26%	25%	19%	15%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

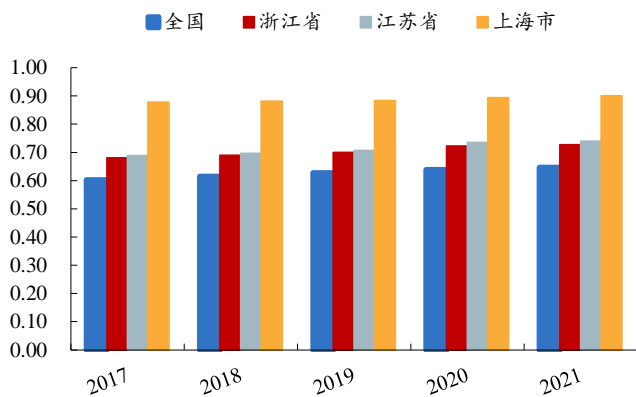
数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：阜阳项目2021年划分至长三角区域）

图23：公司长三角区域商业运营服务收入、面积规模稳步提升

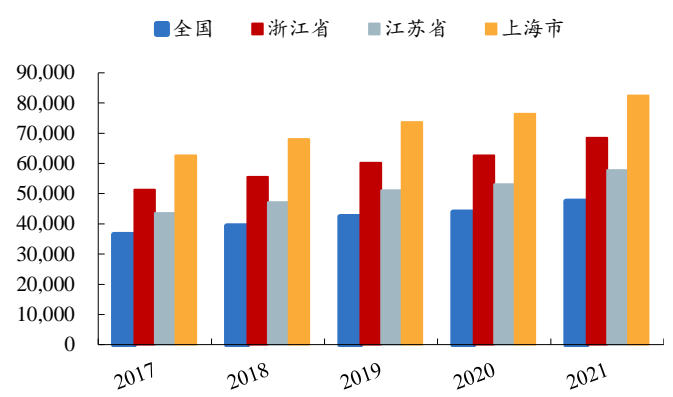


数据来源：公司公告、开源证券研究所

从城市化进程及人均可支配收入看，长三角地区均有更强的消费需求和能力。2021年全国城市化率水平64.72%，同期长三角两省一市城市化率均超过70%；从人均可支配收入看，2021年全国城镇居民人均可支配收入47412元，同期长三角两省一市均值达69553元，高于全国水平。

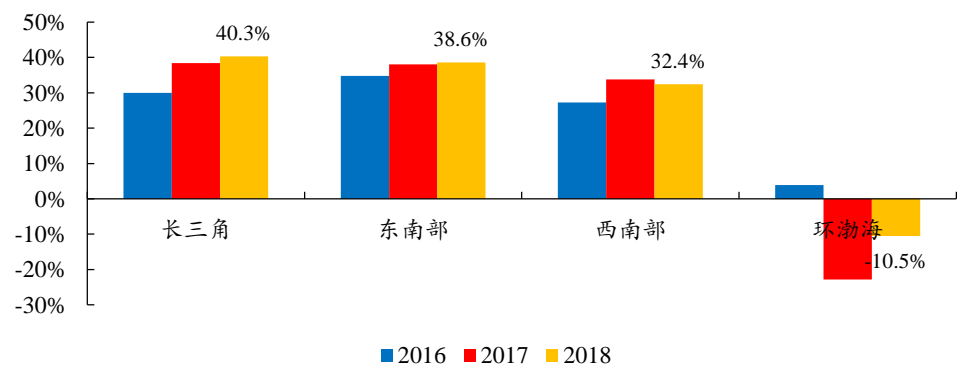
图24：长三角城市化比率高于全国水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：长三角人均可支配收入高于全国水平（元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

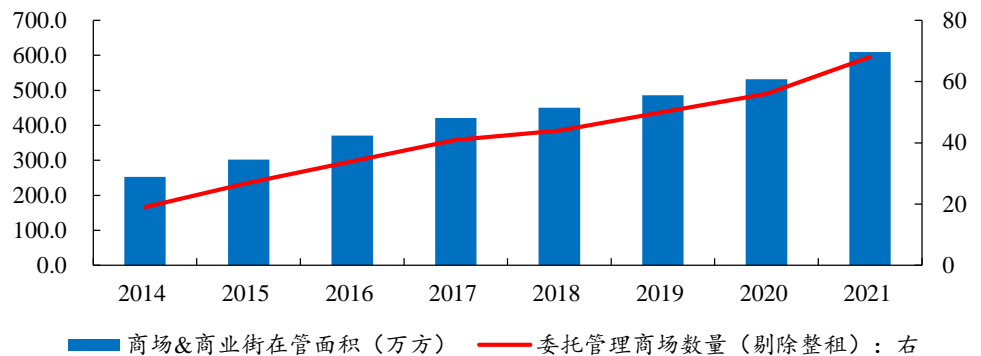
从实际运营效益看，长三角项目盈利能力更强。公司商业运营服务毛利率持续提升，长三角项目具备较好的盈利能力，2018年在区域毛利率超过40%，高于其他三大区域，环渤海区域仍存在亏损情况。公司扩大长三角区域的战略布局，利于商业运营服务业务盈利的持续改善。

图26：公司长三角区域商业运营服务毛利率好于其他区域情况


数据来源：公司公告、开源证券研究所（此处计算毛利率时，未计入总部的服务成本）

2.5、盈利模式：管理赋能，运营变现

我们分别从公司业务结构去拆解各分部的运营情况。考虑到公司管理项目中以委托管理模式为主，此外还有整租项目。我们将整租项目剔除，同时将2021年收购的浙江星汇项目剔除掉（2020年9月并表，考虑收入体量相对较少，先忽略不计），发现2021年公司委托管理的项目68个，委托在管面积609.4万方（剔除停车场面积）。

图27：公司委托管理的商场&商业街面积稳步提升


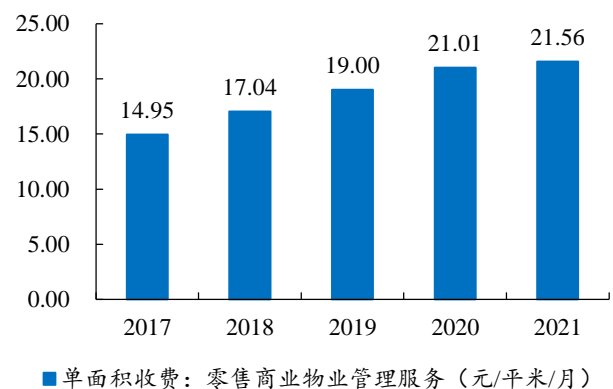
数据来源：公司公告、开源证券研究所（剔除整租、星汇项目，以及停车场面积）

(1) 市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务：该业务主要包括市场研究及定位、租户招揽、筹备开幕服务，是开业时的一次性收费为主，该业务单位面积收费基准逐渐提升，2021年单位面积的开业收费高达376元/平米。

(2) 商业物管费：我们使用T期商业物业管理服务/（T-1）期委托管理面积，同时假设可租售面积/总建面为65%，则2017-2021年物管费为14.95、17.04、19.00、21.01、21.56元/平米/月，物管费持续提升。

图28：公司单位面积产生的开业前筹备收入波动式提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：公司商业物管费自2017年后持续提升


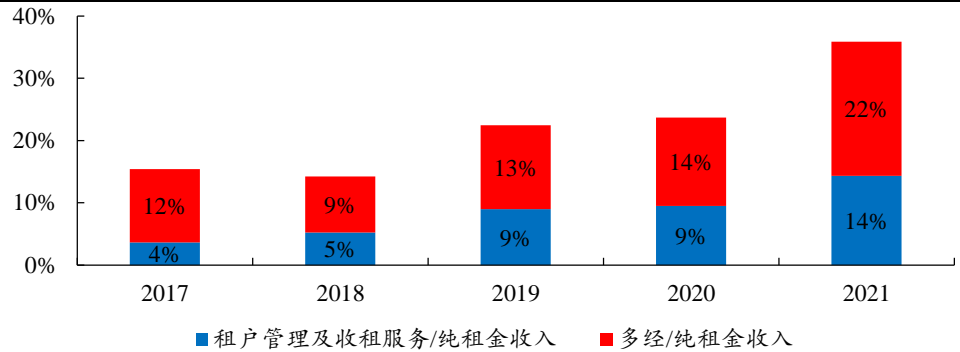
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 租户管理及收租服务：即物业运营业务，服务内容包括调整优化租户结构、处理租户投诉等事宜，是持续运营阶段的核心业务，该业务以酬金制模式收取服务费，与商场租金收入呈正向关系。我们使用宝龙地产2017年以来的纯租金收入，计算该项运营收入与纯租金收入的比例关系。最终发现，2017-2021年租户管理及收租服务/纯租金收入的比例分别为4%、5%、9%、9%、14%（考虑到宝龙地产收取租金的广场项目与宝龙商业在管项目不完全匹配，测算存在较小误差）。

(4) 其他增值服务：包含停车场、公共区域及广告位管理服务，是传统意义上的多经业务；具体来看，停车场业务主要与停车场面积相关、公共区域及广告位服

务主要与商场、商业街面积相关。但考虑到停车费、广告费等多经收入也会随着整体商场零售额、租金收入的提升持续增长，因此我们使用宝龙地产的纯租金收入衡量发现：2017-2021年其他增值服务/纯租金收入比例分别在12%、9%、13%、14%、22%。2019年开始该比例提升明显，主要源于该业务从酬金制改成包干制。

图30：2018年后公司租户管理及收租服务、多经收入占纯租金收入提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

整体而言，公司商业运营服务主要分为三大部分：（1）市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务，2021年单位面积的开业收费约376元/平米。（2）商业物业费：2017-2021年物管费为14.95、17.04、19.00、21.01、21.56元/平米/月。（3）租户管理及收租服务、多经业务：2017-2021年该业务占纯租金收入比例分别为12%、9%、13%、14%、22%。

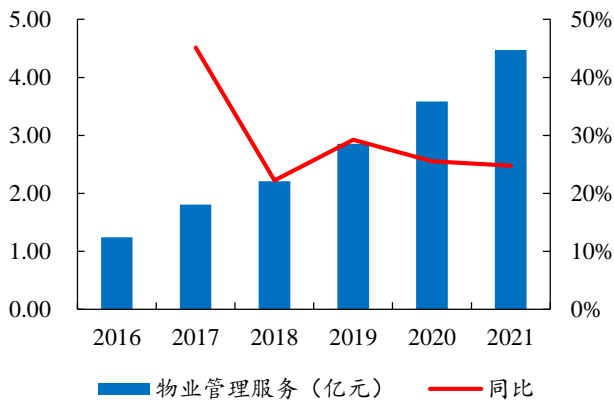
3、住宅物管面积成长可期，盈利筑底改善

公司住宅物业管理收入保持稳定增长。2021年，公司物业管理服务收入达4.47亿元，同比增长25%。从业务内容看，公司住宅物业管理主要分为预售管理服务、物业管理服务、其他增值服务三大部分，收入占比分别为12%、67%、21%。受合约面积快速增长影响，预售管理服务收入占比从2020年的4%提升至2021年的12%。

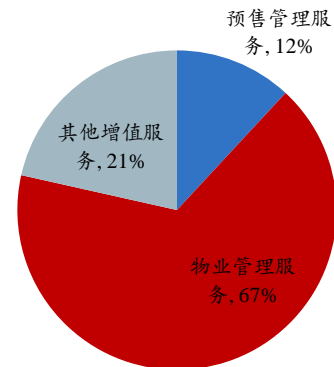
图31：公司住宅物管服务业务主要分为三部分



资料来源：公司公告、开源证券研究所

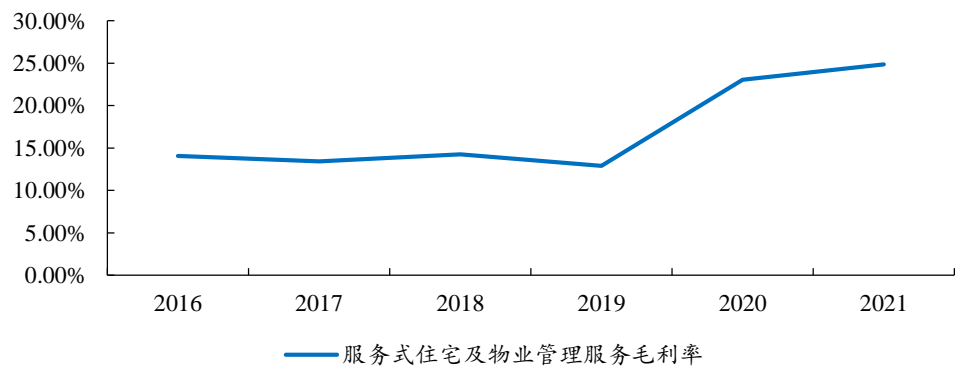
图32：公司住宅物业管理服务收入增速稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：2021年公司住宅物业中物业管理服务收入占比达67%


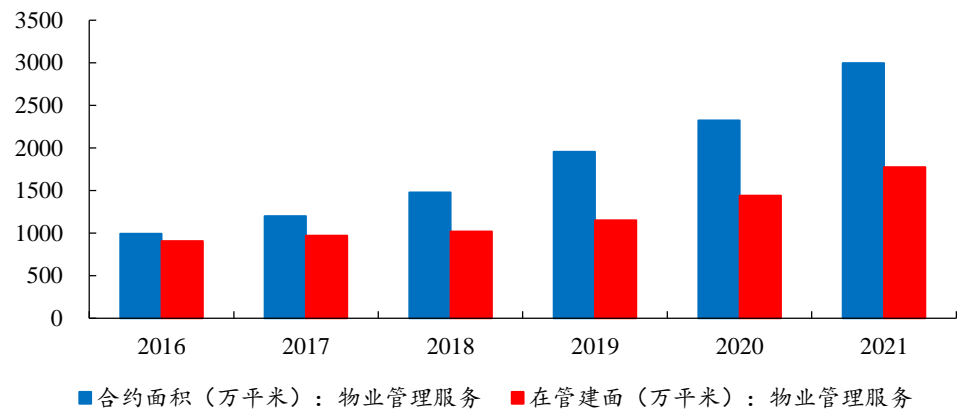
数据来源：公司公告、开源证券研究所

住宅项目毛利率持续改善。2021年，公司住宅项目综合毛利率24.88%，较2019年提升11.97个百分点，较2020年提升1.82个百分点，毛利率不断改善，主要源于收入结构出现调整，毛利率更高的预售管理服务和增值服务收入占比持续提升。

图34：2021年公司住宅项目毛利率达24.88%


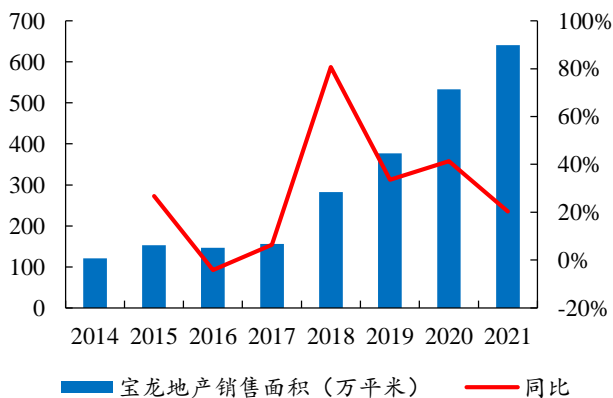
数据来源：公司公告、开源证券研究所

合管比高位，未来业绩确定性强。截至2021年，公司住宅合约管理面积达2995万平方米，同比增长29%；在管面积达1773万平方米，同比增长23%，目前住宅合管比高达1.69倍。未来随着项目交付进入集中期，公司在管面积增长可期。2022年，公司将注重住宅物业管理服务的运营、品质和效能提升，进一步提升宝龙服务质量和市场影响力。

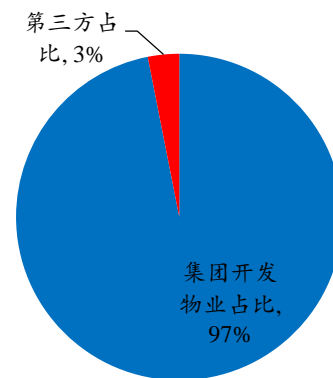
图35：公司住宅合约面积和在管面积持续提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

物管业务主要来自宝龙地产，未来保增长模式有望延续。从合同管理项目构成看，集团开发项目仍是主要部分，但合资及第三方项目占比在缓慢提升，随着公司上市后在手资金增多，第三方拓展部分有望持续提升。从宝龙地产近几年销售数据看，公司在2018年前销售规模相对稳定，2018年开始宝龙地产销售规模增长迅猛，2021年全年实现销售面积641万平方米，同比增长20%，过去5年复合增速高达42%，因此公司住宅物业合同管理面积高增长态势有望延续。

图36：宝龙地产销售面积近四年稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：公司2018年住宅物管收入中来自集团占比97%


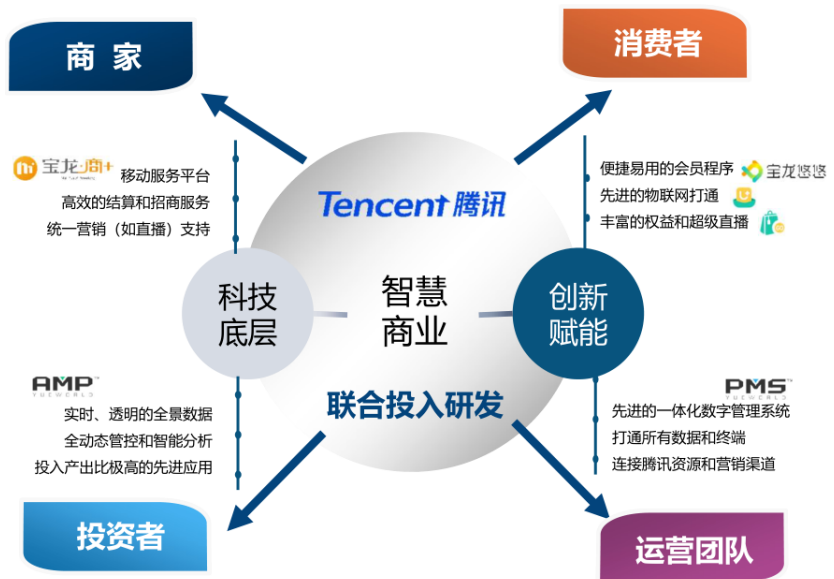
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、科技赋能，纽扣计划助力智慧商业

公司持续通过开展数字化计划降低对劳动力的依赖，提升整体经营效益。公司早在2006年就推出PD平台，其后整合多个业务运营范围，包括租户招揽、物业租赁及项目管理；2015年推出宝龙滴滴卡移动应用程序；2018年将PD系统提升至PM系统，整合财务管理及业务运营职能；同时与腾讯控股子公司腾闻结为战略合作伙伴，成立合资公司宝申科技，推出“纽扣计划”，共同开发“宝龙悠悠”、“宝龙商+”微信小程序。公司根据PM系统建立线上生态系统，通过宝龙悠悠连接消费者、通

过宝龙商+连接租户、通过 AMP 系统连接业主。2021 年，“纽扣计划”再度升级，携手腾讯再度投资人民币 5000 万元，全力打造人货场闭环生态，引领商业数智化。

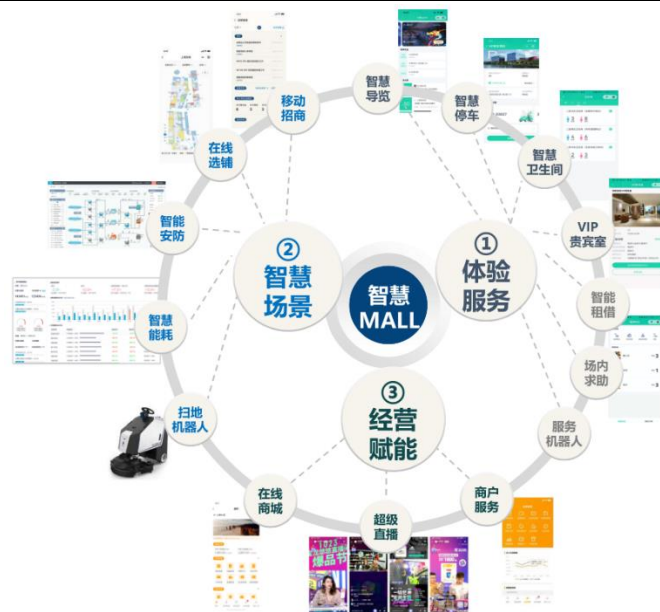
图38：综合在线生态系统有效管理业务营运及改善消费者体验



资料来源：2021 年业绩会报告

公司在上海宝杨宝龙广场构建了首个“智慧 MALL”，聚焦消费者服务、场景智能化和经营赋能，打造上百项创新项目，实践验证，以具有性价比的灵活策略推广。一方面，通过提升体验感的小程序与大会员紧密联系，另一方面通过与腾讯打造集团化直播平台，创造流量助力商户提升经营。

图39：宝杨宝龙广场构建首个“智慧 MALL”



资料来源：2021 年业绩会报告

5、盈利预测与投资建议

宝龙商业业务主要分为商业运营服务、提供服务式住宅及物业管理服务两大类：

(1) 商业运营业务：公司商业运营可分为三项业务，我们认为市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务主要为开业前的一次性费用，收入增长与未来开业商场数量相关。商业运营及管理服务是在运营期产生的持续运营收入，与商业在管面积密切相关，同时单位面积可获得的运营收入随着商场零售额增长而稳步提升。2021年整租商业数目增多，我们预计公司2022-2024年物业租赁服务收入增速分别为12.7%、13.3%、10.9%。

表5：商业运营收入未来3年盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商业运营收入（亿元）	15.63	20.17	22.73	25.76	28.58
同比	17.1%	29.1%	12.7%	13.3%	10.9%
其中：市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕（亿元）	2.15	2.92	2.84	1.26	1.44
商业运营及管理服务（亿元）	11.67	15.29	15.43	18.10	19.14
物业租赁服务（亿元）	1.81	1.96	3.14	4.70	5.83
星汇收入（亿元）	0.81	1.04	1.33	1.70	2.17
毛利率	32.75%	35.23%	35.53%	36.03%	36.53%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

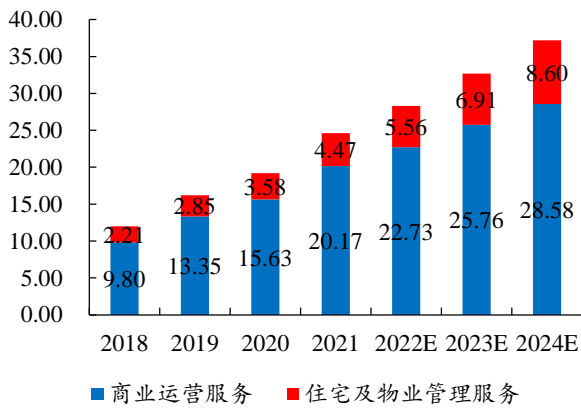
(2) 住宅物业管理服务：可分为两项业务，我们认为，宝龙地产近年来销售规模稳定增长，推动公司预售管理服务业务未来三年保持一定增速；此外，物业管理服务受益于量价齐升逻辑，增长较为稳健；量价齐升推动住宅物业管理服务收入增长，我们预计公司2022-2024年住宅物业管理收入增速分别为24.3%、24.4%、24.5%。

表6：住宅物业管理收入未来3年盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
住宅物业管理服务（亿元）	3.58	4.47	5.56	6.91	8.60
同比	25.6%	56.7%	24.3%	24.4%	24.5%
其中：预售管理服务（亿元）	0.15	0.53	0.64	0.77	0.92
物业管理服务（亿元）	2.71	2.98	3.77	4.76	6.03
其他增值服务（亿元）	0.72	0.96	1.15	1.38	1.66
毛利率	23.06%	24.88%	25.58%	26.58%	27.58%

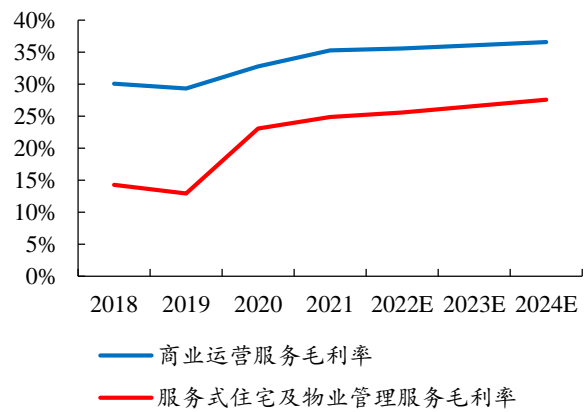
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：未来3年公司两大业务营收预计持续增长(亿元)



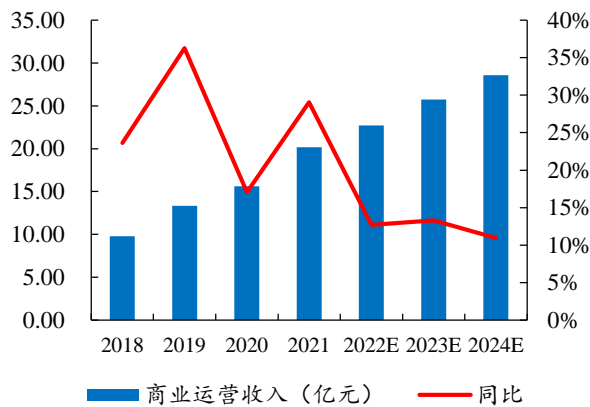
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：未来3年公司两大业务毛利率预计持续改善



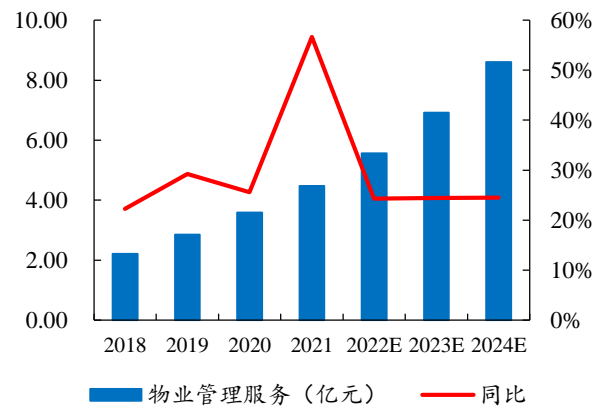
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：未来3年公司商业运营收入预计复合增速12%



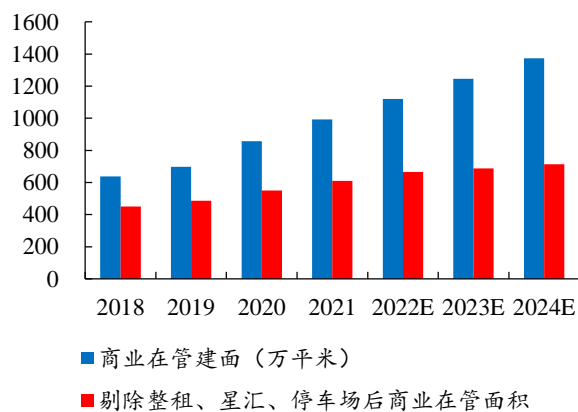
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43：未来3年住宅物业管理收入预计复合增速24%



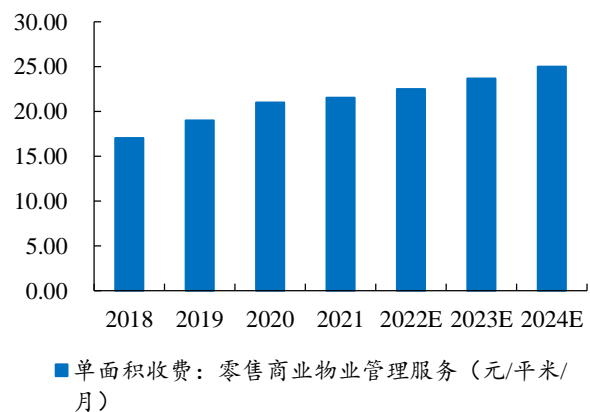
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图44：未来3年商业在管面积预计持续提升



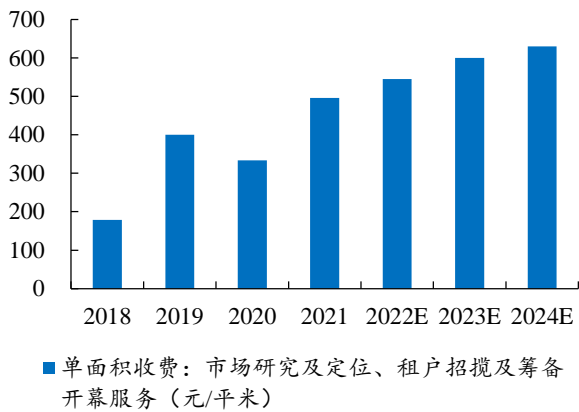
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：未来3年商业管理费水平预计持续提升



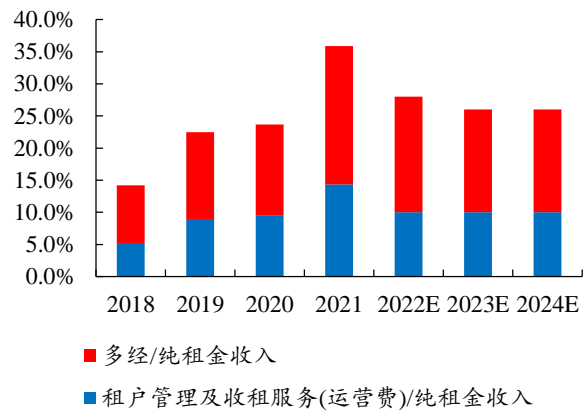
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46: 未来3年开业前一次性筹备收入预计继续提升



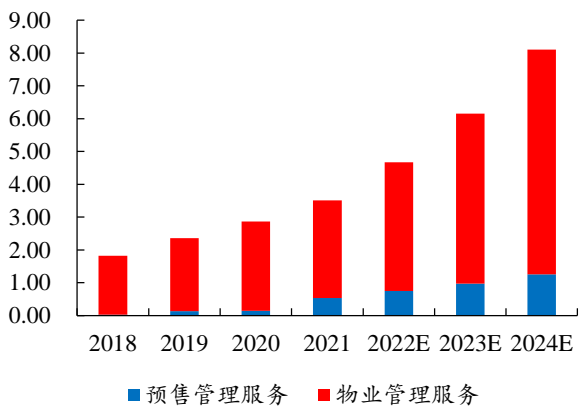
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 商业运营费、多经收入占纯收入预计稳定在26%



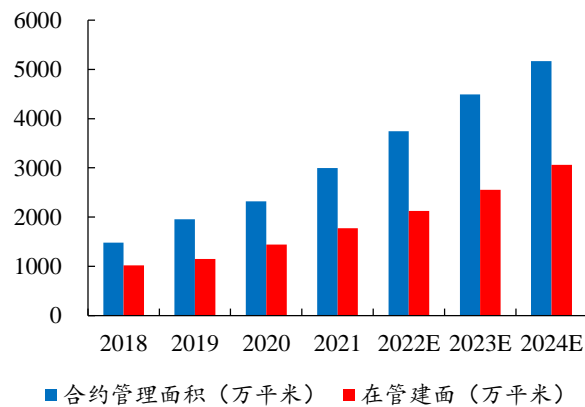
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图48: 公司住宅物管服务两大业务预计持续提升(亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图49: 2024年公司住宅合约面积有望达5100万方



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

宝龙商业是国内一家领先的商业运营服务供应商, 公司商业运营为主, 住宅物管为辅, 盈利能力改善空间大; 集团内生增长强劲, 叠加行业空间可观、整合空间大, 公司后续外延拓展具备较大优势; 同时公司持续调整区域布局, 长三角为公司重点布局区域。受到疫情及地产行业下行影响, 我们将公司2022-2023年预测归母净利润由6.24、8.57亿元调整至5.16、5.83亿元, 并新增2024年公司归母净利润预计为6.56亿元, 同比增长17.8%、12.9%、12.5%; EPS分别为0.93、1.05、1.19港元, 当前股价对应PE为3.7、3.3、2.9倍。与可比公司相比, 公司估值略低于行业平均; 考虑到公司是商管类平台, 与住宅物管平台相比其类消费属性更强, 运营效益突出, 规模效应可观, 维持“买入”评级。

表7：主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 14.4 倍

代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
1516.HK	融创服务	未评级	12.8	17.4	22.7	27.8	6.5	4.7	3.6	3.0
3319.HK	雅生活服务	未评级	23.1	27.5	32.2	37.0	4.5	3.8	3.2	2.8
2869.HK	绿城服务	未评级	8.5	10.6	13.5	17.4	21.6	17.2	13.5	10.5
2669.HK	中海物业	未评级	8.0	11.2	14.8	19.4	27.8	20.0	15.1	11.5
3316.HK	滨江服务	未评级	3.2	4.5	6.2	8.5	15.0	10.7	7.7	5.7
1209.HK	华润万象生活	未评级	17.2	22.5	29.2	36.8	38.8	29.7	22.9	18.2
均值			12.1	15.6	19.8	24.5	19.0	14.4	11.0	8.6
9909.HK	宝龙商业	买入	4.4	5.2	5.8	6.6	4.4	3.7	3.3	2.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：未评级公司预测使用 Wind 一致预期，日期截至 2022 年 8 月 15 日，汇率为：1 港币=0.86 人民币）

6、风险提示

- （1）宏观环境风险：宏观经济不景气，居民可支配收入低迷，支付能力有所下降，影响行业收缴率水平；
- （2）行业盈利恶化风险：人工成本持续上行，物管费提价较难，行业毛利空间持续压缩；
- （3）行业成长性下滑风险：市场竣工持续处于低位，物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长；
- （4）汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大；
- （5）企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,719	4,262	5,083	5,116	5,897
现金	3,449	1,977	2,606	2,721	3,353
应收账款	269	271	404	380	514
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	1	2,015	2,073	2,015	2,029
非流动资产	801	810	873	746	820
固定资产及在建工程	10	16	18	20	21
无形资产及其他长期资产	792	794	855	727	799
资产总计	4,520	5,072	5,956	5,862	6,717
流动负债	1,689	1,885	2,027	2,078	2,397
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付账款	120	126	157	170	202
其他流动负债	1,568	1,759	1,870	1,908	2,195
非流动负债	666	716	752	1,053	1,474
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	666	716	752	1,053	1,474
负债合计	2,355	2,602	2,779	3,130	3,871
股本	668	715	787	865	952
储备	1,484	1,740	2,371	1,850	1,877
归母所有者权益	2,153	2,456	3,158	2,715	2,829
少数股东权益	13	15	19	17	17
负债和股东权益总计	4,520	5,072	5,956	5,862	6,717

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	795	971	641	547	601
税前利润	420	609	906	1,051	1,217
折旧和摊销	98	104	125	150	180
营运资本变动	271	286	50	(133)	(171)
其他	6	(27)	(440)	(520)	(625)
投资活动现金流	(8)	(2,082)	209	(366)	(219)
资本开支	9	11	7	8	9
其他	(17)	(2,093)	202	(374)	(228)
融资活动现金流	44	(362)	(222)	(67)	250
股权融资	416	-0	-0	-0	-0
银行借款	-0	-0	117	318	679
其他	(372)	(362)	(339)	(385)	(429)
汇率变动对现金的影响	2	1	1	1	1
现金净增加额	833	(1,472)	629	115	632
期末现金总额	3,449	1,977	2,606	2,721	3,353

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,921	2,464	2,829	3,267	3,718
营业成本	1,327	1,642	1,874	2,153	2,431
营业费用	36	44	71	82	93
管理费用	134	206	57	65	74
其他收入/费用	10	13	-0	-0	-0
营业利润	434	585	828	967	1,120
净财务收入/费用	(11)	22	50	52	64
其他利润	(24)	45	128	136	161
除税前利润	420	609	906	1,051	1,217
所得税	113	170	208	242	280
少数股东损益	2	1	181	227	281
归母净利润	305	438	516	583	656
EBITDA	431	587	856	999	1,152
扣非后净利润	305	438	516	583	656
EPS(港元)	0.55	0.79	0.93	1.05	1.19

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	28.3	14.8	15.5	13.8
营业利润(%)	55.2	35.0	41.4	16.9	15.8
归属于母公司净利润(%)	70.8	43.6	17.8	12.9	12.5
获利能力					
毛利率(%)	30.9	33.3	33.8	34.1	34.6
净利率(%)	16.0	17.8	24.7	24.8	25.2
ROE(%)	14.2	17.8	16.3	21.5	23.2
ROIC(%)	15.4	11.9	10.9	14.3	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	51.3	46.7	53.4	57.6
净负债比率(%)	64.0	63.0	57.3	65.6	70.8
流动比率	2.2	2.3	2.5	2.5	2.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
应付账款周转率	18.3	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.79	0.93	1.05	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	1.76	1.16	0.99	1.09
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.44	5.71	4.91	5.12
估值比率					
P/E	6.3	4.4	3.7	3.3	2.9
P/B	1.1	0.9	0.7	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所（使用2022年8月15日汇率：1港币=0.86人民币）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn