

## 商管领先优势扩大，业绩稳健增长

### 投资要点

- **业绩稳健增长，盈利能力提升。**2022年上半年公司实现营业收入52.8亿元，同比增长31.5%，实现核心净利润10.4亿元，同比增长33.5%；核心净利润率提升0.3个百分点至19.7%，还原租金减免影响，则核心净利润同比提升49.3%至11.63亿元，核心净利润率提升2.0个百分点至21.4%。物管总在管面积同比上涨61.4%，达2.6亿平方米，位于行业领先地位。
- **物管规模增长，第三方占比大幅提升。**截止2022年上半年总合约面积达3.3亿平方米，总在管面积达2.5亿平方米，期内新增第三方合约面积1.3亿平方米，同比上涨幅度高达650.1%，截至6月30日，物业管理面积中第三方占比57%，公司业务外拓能力展现。城市公共空间在管面积较2021年底增长82.0%至5330万平方米，占总在管面积比提升2.1个百分点至21.0%，期内获取以深圳罗湖区南湖街道、笋岗街道“物管城市”服务项目、潍坊市奎文区环卫项目等为代表的35个城市空间项目，年化合同金额达2.6亿元。2022年上半年客户满意度提升91，续约率99.1%，维持高位，中期收缴率提升0.7个百分点至84.4%，基础物业毛利率同比提升2.9个百分点至16.2%。社区增值服务中一呼管家、润物直选及懒人装修细分赛道收入同比增长均超100%，同比分别增长286%、129.9%和145%。
- **商管收入持续增长，领先优势不断扩大。**在期内实施租金减免计划导致收入损失1.7亿元的情况下，商管板块实现营收19.2亿元，同比增长18.5%。分业务来看，在管购物中心项目增长至74个，面积达816万平方米，超80%的项目零售额排名当地市场前三；在营重奢购物中心数量增至11个，排名行业第一；上半年平均出租率较2021年提升0.1个百分点至97.0%；期内新开3个重奢项目，除国际品牌外平均开业率达95%，新开非重奢项目3个，平均开业率达99%；成功获取7个优质购物中心项目，新签项目平均建面达8.8万平方米，TOD项目占比超85%，一、二线城市项目占比达80%。写字楼物业在管项目达128个，为24个项目提供运营管理服务，全国运营管理服务项目新签租赁，面积89,576平方米，整体出租率提升0.8个百分点至83.5%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2022-2024年净利润复合增速为28.4%，考虑公司管理规模稳步提升，且是上市商管公司稀缺标的，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。

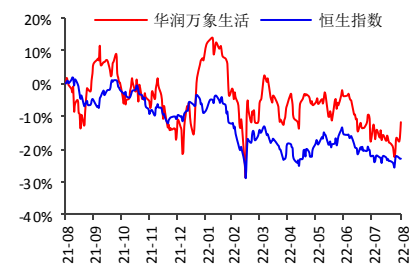
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元人民币)	8888	12212	16039	21024
增长率	31%	37%	31%	31%
归属母公司净利润(百万元人民币)	1725	2239	2860	3653
增长率	111%	30%	28%	28%
每股收益EPS	0.76	0.98	1.25	1.60
净资产收益率	12.42%	13.88%	13.06%	16.14%
PE	42.34	30.37	23.78	18.61

数据来源：公司公告，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：Wind

### 基础数据

52周区间(港元)	29.3-46.5
3个月平均成交量(百万)	2.14
流通股数(亿)	22.82
市值(亿)	814.85

### 相关研究

1. 华润万象生活(1209.HK)：商管龙头傲立，规模持续提升(2022-07-31)
2. 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)

### 关键假设:

假设 1: 2022H1 公司基础物业管理实现营业收入 23.82 亿元, 同比增长 37.2%, 营收增速较快, 毛利率差同比提升 1.8%, 第三方拓展面积增长快速, 公司 2022-2024 基础物业管理收入预计增速分别为 45%/35%/32%, 毛利率分别为 18%/17%/18%;

假设 2: 公司加速转型“城市空间运营服务商”, 2022H1 公司非社区增值服务实现营业收入 4.12 亿元, 同比增长 21.1%, 毛利率同比增长 12.8%, 公司 2022-2024 非社区增值服务收入预计增速分别为 25%/20%/20%, 毛利率分别为 38%/32%/32%;

假设 3: 2022H1 公司非社区增值服务实现营业收入 5.61 亿元, 同比增长 77.7%, 公司 2022-2024 社区增值服务收入预计增速分别为 80%/60%/60%, 毛利率分别为 28%/28%/28%;

假设 4: 2022H1 疫情下购物中心租金减免, 影响毛利率水平, 但租金收入仍有增长, 公司 2022-2024 购物中心收入预计增速分别为 20%/18%/18%, 毛利率分别为 60%/62%/62%;

假设 5: 2022H1 公司写字楼出租率达 83.5%, 公司 2022-2024 写字楼收入预计增速分别为 30%/25%/25%, 毛利率分别为 26%/28%/28%。

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: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
基础物业管理	营业收入	3,772	5,469	7,384	9,746
	增速	29%	45%	35%	32%
	毛利率	15%	18%	17%	18%
非社区增值服务	营业收入	813	1,016	1,220	1,463
	增速	42%	25%	20%	20%
	毛利率	32%	38%	32%	32%
社区增值服务	营业收入	725	1,305	2,088	3,341
	增速	87%	80%	60%	60%
	毛利率	28%	28%	28%	28%
购物中心	营业收入	2,130	2,556	3,016	3,559
	增速	18%	20%	18%	18%
	毛利率	62%	60%	62%	62%
写字楼	营业收入	1,435	1,866	2,332	2,915
	增速	32%	30%	25%	25%
	毛利率	28%	26%	28%	28%
合计	毛利率	8,875	12,212	16,039	21,024
	营业成本	31%	38%	31%	31%
	毛利率	31%	31%	30%	29%

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
<b>流动资产</b>	16,030	19,461	23,474	29,091	<b>营业总收入</b>	8,888	12,212	16,039	21,024
现金	13,698	16,347	19,382	23,726	营业成本	6,117	8,457	11,269	14,824
应收账款	1,043	1,357	1,782	2,336	销售费用	0	0	0	0
存货	138	169	225	296	管理费用	819	1,099	1,283	1,682
其他	1,151	1,588	2,085	2,733	财务费用	-301	-350	-360	-403
<b>非流动资产</b>	5,562	5,862	6,146	6,415	营业利润	1,873	2,656	3,487	4,519
固定资产	527	738	936	1,122	利润总额	2,337	3,032	3,873	4,948
无形资产	215	305	391	473	所得税	610	792	1,012	1,293
其他	4,819	4,819	4,819	4,819	<b>净利润</b>	1,726	2,240	2,861	3,655
<b>资产总计</b>	21,592	25,323	29,620	35,506	少数股东损益	1	1	1	2
<b>流动负债</b>	6,079	7,570	9,007	11,238	<b>归母净利润</b>	1,725	2,239	2,860	3,653
短期借款	801	500	500	500	EBITDA	2,053	2,705	3,553	4,600
应付账款	839	1,208	1,610	2,118	EPS (元)	0.76	0.98	1.25	1.60
其他	4,439	5,862	6,897	8,620					
<b>非流动负债</b>	1,624	1,624	1,624	1,624	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
租赁负债					营业收入	31.01%	37.41%	31.34%	31.08%
其他	1,624	1,624	1,624	1,624	营业利润	81.84%	41.79%	31.29%	29.61%
<b>负债合计</b>	7,703	9,194	10,631	12,862	归属母公司净利润	110.95%	29.81%	27.72%	27.75%
少数股东权益	1	2	3	5	<b>获利能力</b>				
股本	0	0	0	0	毛利率	31.08%	30.75%	29.74%	29.49%
留存收益	13,888	16,127	18,986	22,640	净利率	19.42%	18.34%	17.84%	17.38%
归母股东权益	13,888	16,127	18,987	22,640	ROE	12.42%	13.88%	15.06%	16.14%
<b>负债和股东权益</b>	21,592	25,323	29,620	35,506	ROIC	0.10	0.12	0.13	0.14
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	35.67%	36.31%	35.89%	36.22%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净负债比率	-0.93	-0.98	-0.99	-1.03
<b>经营活动现金流</b>	2,290	3,313	3,389	4,698	流动比率	2.64	2.57	2.61	2.59
净利润	1,725	2,239	2,860	3,653	速动比率	2.58	2.50	2.53	2.51
折旧摊销	122	50	66	81	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	1	1	1	2	总资产周转率	0.41	0.48	0.54	0.59
营运资金变动	442	1,023	462	962	应收账款周转率	8.51	9.00	9.00	9.00
<b>投资活动现金流</b>	1,419	-324	-324	-324	应付账款周转率	7.29	7.00	7.00	7.00
资本支出	-371	-350	-350	-350					
其他投资	1,790	26	26	26	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-322	-340	-30	-30	每股收益	0.76	0.98	1.25	1.60
借款增加	279	-301	0	0	每股经营现金	1.00	1.45	1.48	2.06
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	6.09	7.07	8.32	9.92
已付股利	-300	-39	-30	-30	<b>估值比率</b>				
其他	-301	0	0	0	P/E	42.34	30.37	23.78	18.61
<b>现金净增加额</b>	3,386	2,649	3,035	4,344	P/B	5.26	4.22	3.58	3.00

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn