

# 商贸零售

## 万达商管：依托万达集团，加速第三方拓展，龙头地位持续强化

**基本情况：背靠万达，轻资产布局，打造国内最大商管提供商**

公司起源于万达集团，从事商业运营服务，涵盖商业管理服务、物业管理服务及增值服务。作为国内商管行业鼻祖，公司开创了国内市场轻资产运营模式的先河。截至 2021 年，公司在管项目数量及在管面积均位列行业首位，市占率达 8.5%。

**行业概况：轻资产运营具备竞争优势，商业物业增长推动行业规模扩张**

商业运营服务是一种轻资产商业模式，在商业物业整个生命周期内向业主、租户及消费者提供商业运营及管理服务，无需承担土地和建安成本，资金运营效率高。

增量商业广场稳定增长，存量商业广场运营承压，刺激商业运营服务需求。一方面，2021 年中国在管商业广场达 22,646 家，弗若斯特沙利文预计 2026 年将增至 30,068 家，2021-2026E 的 CAGR 为 5.8%；另一方面，线上购物对线下零售市场挤占，商场运营承压，出租率偏低。

2021 年，商业运营服务市场总收入达 9,226 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 10.8%。弗若斯特沙利文预计 2026 年将增至 13,638 亿元，2021-2026E 的 CAGR 为 8.1%。

**财务分析：业务稳定增长，毛利率、净利率高于行业平均，股本回报率高**

万达商管业务稳定增长，2021 年主营业务收入 234.8 亿元，2018-2021 三年 CAGR 为 28.7%，各业务板块均衡发展，公司拓展独立第三方业务效果显现。近年来，销售成本降低，收入来源增加，公司毛利润加速增长，毛利率处于行业较高水平。公司费用控制良好，规模效应显现，期间费用率近年逐步下降，净利率重回行业高位。公司经营性现金流健康，目前资金充沛。受疫情影响，应收账款周转天数、应付账款周转天数均有所上升，整体回款能力较好。公司股本回报率高，2022 年 H1 股本回报率为 117.5%。

**竞争优势：母公司持续支撑，第三方外拓能力强，优质合约长期稳定，运营管理生态系统强大**

**1) 母公司持续支撑+强大的第三方外拓能力，加速管理规模增长：**公司自 2002 年起为母公司开发的万达广场提供服务，母公司贡献的合约/在管面积比维持在 1.1 倍，对公司规模持续支撑。截止 2022H1，公司第三方商业广场数及独立第三方储备项目数均为行业第一，来自第三方的合约/在管面积比达 2.2 倍，规模增长潜力强大。

**2) 优质合约长期签订能力，与大客户保持密切长期合作，销售回款表现良好：**母公司持续输入优质项目，毛利率达到 55.9%，提供 25%以上收入来源，公司与母公司续约稳定维持。公司与独立第三方签约合约期较长于行业平均水平，长合约期项目给公司带来稳定收入。应收款项周转和销售回款表现良好，98.6%应收款项及应收票据账龄小于一年。

**3) 强大的运营管理生态系统持续吸引商户+消费者+业主，提升租金和管理费议价能力：**公司打造了一个强大的运营管理生态系统，包含科技化商业运营平台、万达会员平台、业主全产业链服务等，能够不断吸引优质商户入驻、吸引消费者进入，并吸引优质业主，进而形成良性循环，提升租金和管理费议价能力。2021 年，公司平均物管费达 21.8 元/月/㎡，平均租金及商管收入达 108 元/㎡。

**风险提示：**业务扩张不及预期风险、品牌形象受损风险、经营成本提高风险、经营业绩不确定风险、行业发展受阻风险、同业竞争风险

证券研究报告

2023 年 03 月 21 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《商贸零售-行业专题研究:高速扩张的水果新零售龙头，上游稳定优质供应+下游提升消费粘性助力品牌化优势建立》 2023-01-19
- 2 《商贸零售-行业点评:顶层设计多次提出扩内需促消费，看好 23 年重启场景，重启消费，重启经济》 2023-01-06
- 3 《商贸零售-行业研究简报:重点关注黄金珠宝的销售回补机会，板块复苏可期》 2022-11-30

## 内容目录

<b>1. 公司概况：背靠万达，轻资产战略打造国内最大商管提供商</b>	<b>5</b>
1.1. 发展历程：背靠万达，轻资产布局，成就国内最大商管提供商	5
1.2. 股权结构：创始人王健林控股比例高，持股平台激励绑定核心管理层	5
1.3. 管理层：管理团队稳定且具备丰富的行业经验	6
<b>2. 行业概况：轻资产运营具备竞争优势，商业物业增长推动行业规模扩张</b>	<b>7</b>
2.1. 行业概述：全生命周期商业服务，头部房企开启纯轻资产战略	7
2.1.1. 覆盖零售商业全生命周期的服务，收入来自租金提成+管理费	7
2.1.2. 境外房企最早布局轻资产，境内头部房企开启纯轻资产战略	8
2.2. 行业规模：商业广场市场规模稳定增长，刺激商业运营服务需求	9
2.3. 竞争格局：市场高度分散，万达商管稳居行业龙头	10
2.4. 发展趋势：存量商场刺激商管需求，马太效应提升市场集中度，多元化变现模式创造潜力	11
2.4.1. 存量商场运营承压，刺激专业商业运营服务需求	12
2.4.2. 头部企业马太效应显著，市场集中度有望提升	12
2.4.3. 变现模式多元化，增值服务潜力强劲	13
<b>3. 财务分析：业务规模和毛利润持续扩大，现金流保持健康</b>	<b>13</b>
3.1. 收入端：业务规模成长性强，各业务板块均衡发展	13
3.2. 盈利端：毛利润高速增长，毛利率稳定增长	14
3.3. 费用端：期间费用率下降，推动净利润增长	15
3.4. 净利润：恢复快速增长，重回行业高水平	16
3.5. 现金流：经营性现金流健康，现金及现金等价物不断增长	17
3.6. 周转能力：周转天数有所上升，销售回款表现较好	18
3.7. 股本回报率：表现良好，目前处于行业高水平	19
<b>4. 核心竞争优势：母公司持续支撑，第三方加强外拓，优质合约长期稳定，强大的运营管理生态系统</b>	<b>19</b>
4.1. 母公司持续支撑+强大的第三方外拓能力，加速管理规模增长	20
4.2. 优质合约长期签订能力，与大客户保持密切长期合作，提供稳定收入	22
4.3. 强大的运营管理生态系统持续吸引商户+消费者+业主，提升租金和管理费议价能力	24
4.3.1. 科技化的商业运营平台，吸引众多品牌成为万达广场的商户	24
4.3.2. 优质且多元的商户，吸引广大的消费者	25
4.3.3. 丰富的线下流量，吸引更多业主与企业合作	26
4.3.4. 管理费和租金议价能力较强	26
<b>5. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：背靠万达，轻资产布局，成就国内最大商管提供商	5
图 2：截至 2022 年 10 月 25 日，创始人王健林控股 52.68%，持股平台绑定核心管理层	6

图 3: 向业主+租户+消费者提供覆盖零售商业全生命周期的服务, 收入来自租金提成+管理费 .....	8
图 4: 境外房企最早布局轻资产, 境内头部房企开启纯轻资产战略 .....	8
图 5: 轻资产化程度: 品牌或管理输出 > 委托管理 > 租赁运营 .....	9
图 6: 中国在管商业广场数量持续增长 .....	10
图 7: 中国商业运营服务在管建筑面积稳定扩张 .....	10
图 8: 中国商业运营服务市场租金与服务收入双增长 .....	10
图 9: 2021 年中国商业运营服务市场 CR5 仅为 13.7% (按总在管建筑面积) .....	11
图 10: 截止 2021 年万达商管储备建筑面积位居第一 .....	11
图 11: 截止 2021 年万达商管第三方独立项目数量最多 .....	11
图 12: 截止 2021 年万达商管第三方储备项目数量最多 .....	11
图 13: 截止 2021 年万达商管在管项目数量最多 .....	11
图 14: 截止 2021 年万达商管在管建筑面积位居全球首位 .....	11
图 15: 线上购物比例不断增长 .....	12
图 16: 存量商业广场出租率低 .....	12
图 17: 头部企业马太效应显著 .....	12
图 18: 广告服务收入稳定增长 .....	13
图 19: 基于 SaaS 的云商服务收入增长迅猛 .....	13
图 20: 公司营业收入高速增长, 3 年 CAGR 为 28.7% .....	13
图 21: 万达集团项目为主要业务来源 .....	14
图 22: 委托管理模式为主要收入来源 .....	14
图 23: 公司在各地理区域均衡发展 .....	14
图 24: 三、四线城市收入占比 50% 以上 .....	14
图 25: 公司毛利润加速增长 .....	15
图 26: 公司毛利率处于行业较高水平 .....	15
图 27: 2018-2022H1 各期间费用率情况 .....	16
图 28: 净利润恢复快速增长 .....	16
图 29: 净利率波动较大 .....	17
图 30: 经营性现金流持续为正 .....	17
图 31: 现金及现金等价物不断累计 .....	17
图 32: 经营活动现金流增速与净利润增速差异较大 .....	18
图 33: 应收账款周转天数、应付账款周转天数均有所上升 .....	18
图 34: 销售回款率波动升高 .....	19
图 35: ROE 回到行业高水平 .....	19
图 36: 管理规模、长期稳定的优质合约以及运营能力是核心竞争优势 .....	20
图 37: 万达集团持续贡献项目数, 第三方在管商业广场数增长迅速 .....	20
图 38: 万达集团持续贡献在管面积, 第三方在管面积增长迅速 .....	20
图 39: 公司商业广场项目遍布全国 216 个城市 .....	21
图 40: 合约在管比高, 规模增长潜力大 .....	21
图 41: 母公司万达集团商业广场数占比近七成 .....	21
图 42: 母公司万达集团在管面积占比超七成 .....	21

图 43: 2022H1 第三方储备项目达 175 个 .....	22
图 44: 2022H1 第三方储备建筑面积达 20.6 百万平方米 .....	22
图 45: 委托管理模式下万达集团项目毛利率较高 .....	22
图 46: 租赁运营模式下独立第三方毛利率达 30% .....	22
图 47: 万达集团及其关联方的收入占比超 25% .....	23
图 48: 强大的运营管理生态系统持续吸引商户+消费者+业主, 提升租金和管理费议价能力 .....	24
图 49: 庞大的品牌组合 .....	25
图 50: 出租率达 99.3%, 高于同业 .....	25
图 51: 客流量超同业公司 .....	25
图 52: 会员平台注册会员超 9 千万 .....	25
图 53: 超 7 成体验业态, 吸引广大客流量 .....	26
图 54: 物管费议价能力较强 .....	26
图 55: 租金及商管收入超 100 元/m <sup>2</sup> .....	26
表 1: 核心管理层具备多年行业经验, 团队整体稳定 .....	6
表 2: 房企拆分的独立商管公司 .....	9
表 3: 第三方应收款项周转天数少于关联方 .....	18
表 4: 独立第三方合约有利于长期合作 .....	23
表 5: 98.6% 应收款项及应收票据账龄小于一年 .....	24
表 6: 商户实现业务规模效应, 加强稳定合作关系 .....	25

## 1. 公司概况：背靠万达，轻资产战略打造国内最大商管提供商

### 1.1. 发展历程：背靠万达，轻资产布局，成就国内最大商管提供商

珠海万达商业管理集团股份有限公司起源于万达集团的商业物业服务公司，迄今已深耕商管行业 20 年，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。

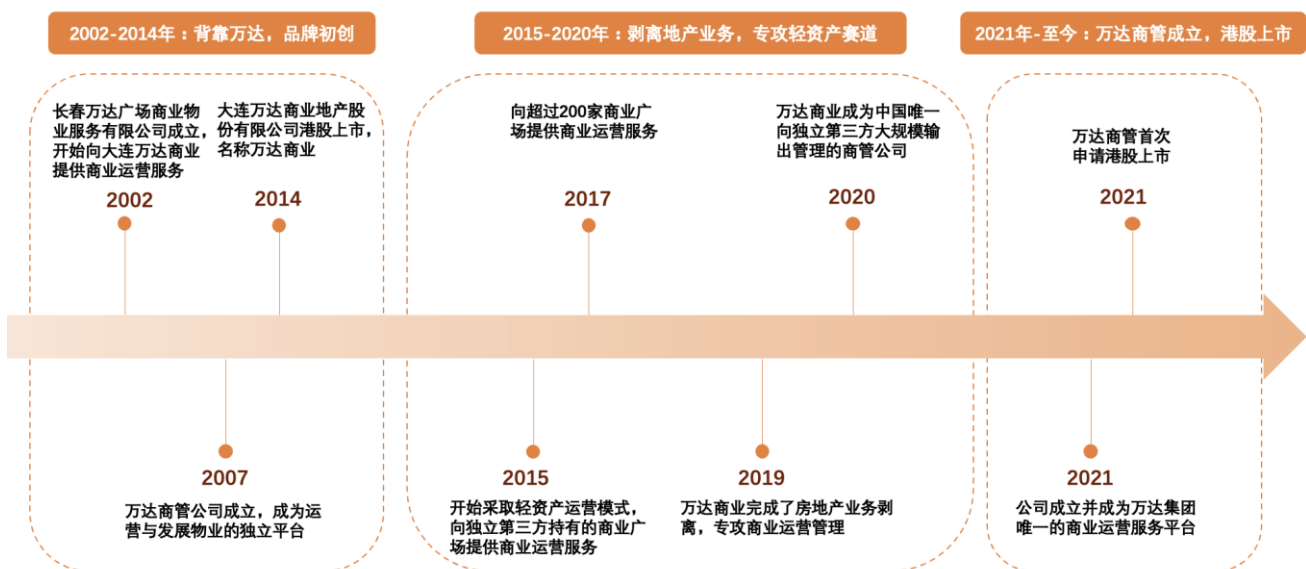
纵观公司发展历程，主要分为三个阶段：

**1) 2002-2014 年，背靠万达，品牌初创：**2002 年万达集团设立长春万达广场商业物业服务有限公司，开始向大连万达商业提供商业运营服务。2007 年，万达商管公司成立，成为运营与发展物业的独立平台。而后，规模迅速扩张，2014 年向超过 100 家商业广场提供商业运营服务。同年，大连万达商业地产股份有限公司港股上市。

**2) 2015-2020 年，剥离房地产业务，专攻轻资产赛道：**大连万达商业自 2015 年起转向轻资产运营模式，向独立第三方持有的商业广场提供商业运营服务。2019 年，万达商业剥离了房地产业务，专攻商业运营管理，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。

**3) 2021 年-至今，公司成立，港股上市：**2021 年，公司成立并成为万达集团唯一的商业运营服务平台。同年 10 月，万达商管首次提交港股上市申请。

图 1：背靠万达，轻资产布局，成就国内最大商管提供商



资料来源：万达商管招股说明书，赢商网，企查查，天风证券研究所

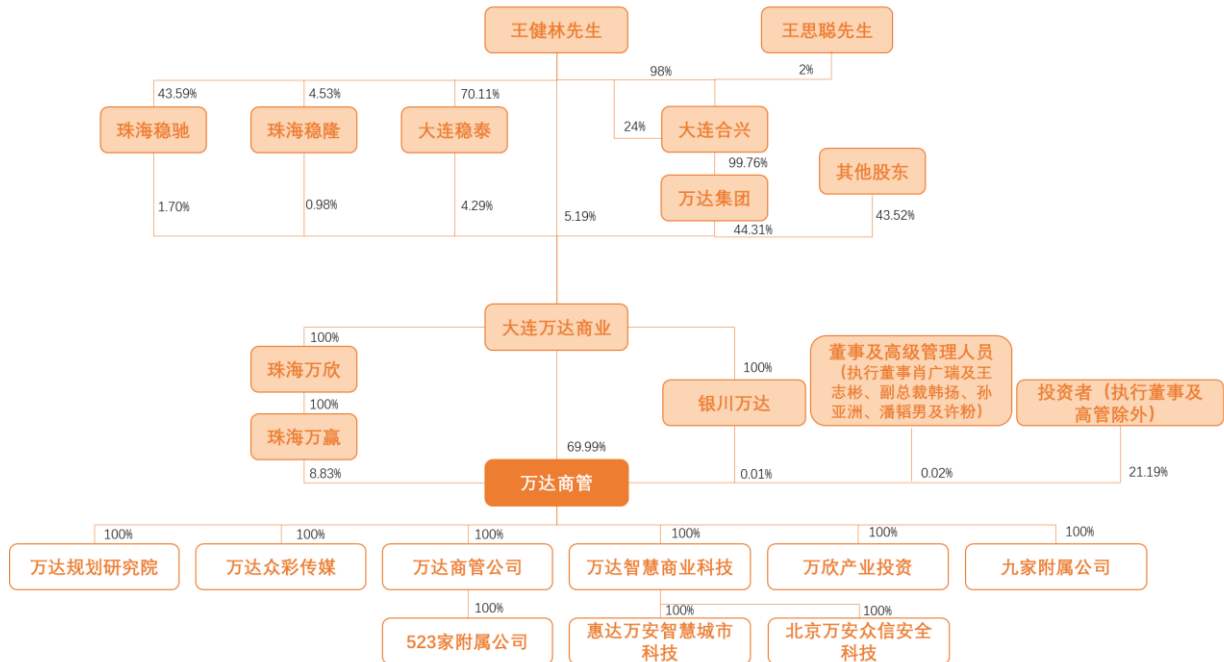
### 1.2. 股权结构：创始人王健林控股比例高，持股平台激励绑定核心管理层

**创始人王健林控股比例高，股权集中稳定：**公司由大连万达商业管理集团股份有限公司控股，截至 2022 年 10 月 25 日，大连万达共持有 78.83% 的股份，公司的实际控制人王健林共持有大连万达 52.68% 的股份，其中包括（i）直接持有的 5.19% 股份、（ii）通过万达集团间接持有的 44.31% 股份、（iii）配偶林宁直接持有的 3.18% 股份。同时，王健林之子王思聪通过持有大连合兴剩余 2% 的股份，间接持股大连万达。

**股权激励绑定核心员工，激励制度完善：**珠海稳驰、珠海稳隆和大连稳泰系公司对员工实施股权激励的持股平台。截至 2022 年 10 月 25 日，公司董事齐界、王志彬、黄国斌及韩旭，高管韩扬，分别持有大连稳泰约 5.14%、0.82%、0.82%、0.82% 和 0.82% 股份，监事侯鸿军和高管许承宁，分别持有珠海稳驰 1.04% 股份。



图 2：截至 2022 年 10 月 25 日，创始人王健林控股 52.68%，持股平台绑定核心管理层



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 管理层：管理团队稳定且具备丰富的行业经验

**核心管理层具备多年行业经验，团队整体稳定。**公司核心管理人员均加入公司多年，拥有丰富的公司管理经验，团队整体相对稳定，有利于业务的推进与执行。其中，董事长齐界先生在 2000 年便已加入万达集团，深耕行业多年，拥有丰富的运营管理经验。董事肖广瑞在 2001 年加入万达集团，在人力资源部门及运营部门均有任职，拥有丰富的人力资源及企业管理经验。

表 1：核心管理层具备多年行业经验，团队整体稳定

姓名	职位	职责	加入万达集团日期	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	加入集团后，担任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	加入集团后，担任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	加入集团后，担任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	加入集团后，担任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、大连万达商业总裁助理兼南区项目管理中心副总经理、高级总裁助理兼南区项目管理中心副总经理、计划部

孙亚洲	副总裁	负责南区公司的日常管理及运营	2008 年 11 月	<p>总经理、高级总裁助理兼工程物业中心总经理、副总裁兼东区公司总裁</p> <p>加入集团后，担任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。</p>
潘韬男	副总裁	负责西区公司的日常管理及运营	2014 年 6 月	<p>加入集团后，担任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。</p>
许粉	副总裁	负责北区公司的日常管理及运营	2007 年 4 月	<p>加入集团后，担任万达集团附属公司、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。</p>
许承宁	财务总监	负责公司财务管理及运营	2011 年 5 月	<p>加入集团后，担任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。</p>

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

## 2. 行业概况：轻资产运营具备竞争优势，商业物业增长推动行业规模扩张

### 2.1. 行业概述：全生命周期商业服务，头部房企开启纯轻资产战略

#### 2.1.1. 覆盖零售商业全生命周期的服务，收入来自租金提成+管理费

**覆盖零售商业全生命周期的商业运营服务。**商业运营服务是指在零售商业物业（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业主（关联房企/第三方）、租户（品牌方）及消费者提供的服务，帮助业主确定商业物业的定位及设计、优化商户及品牌组合、物色商户、提升业务表现、提供专业物业管理服务、提升日常管理水平并降低运营风险。

**收入来源于租金提成+管理费。**商业管理公司的收入主要来自于向业主、租户及消费者提供服务收取的租金提成及管理费。

图 3：向业主+租户+消费者提供覆盖零售商业全生命周期的服务，收入来自租金提成+管理费



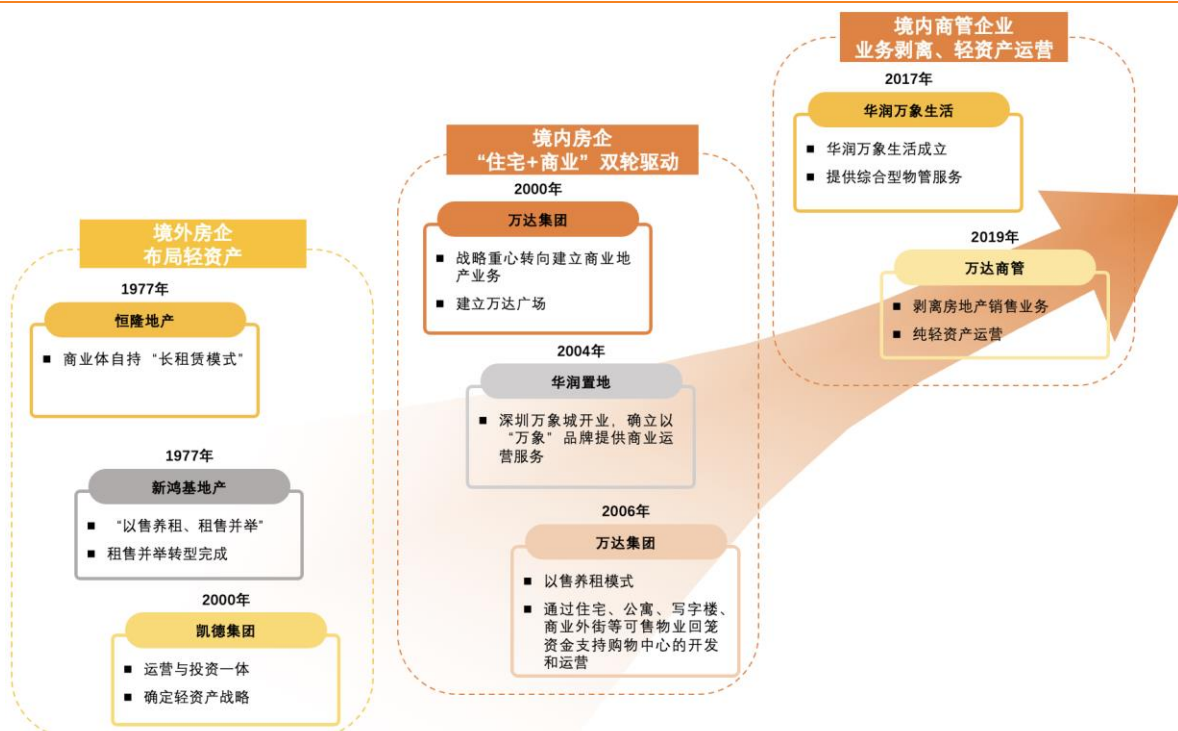
注：中骏商管同为商业物管公司，流程绘制中部分商业物管结构描述参考中骏商管运营模式，仅供参考

资料来源：万达商管招股说明书，中骏商管招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.2. 境外房企最早布局轻资产，境内头部房企开启纯轻资产战略

境外房企最早布局轻资产，境内万达、华润等头部房企开启纯轻资产战略。商业地产经历了由最初的重资产运营到“住宅+商业”双轮驱动的模式，再到业务剥离、轻资产运营三个阶段。①**境外的房企较早通过商业体自持运营布局轻资产运营**。恒隆地产采取商业体自持“长租赁模式”，新鸿基地产则采取“以售养租、租售并举”策略，凯德集团采用运营与投资一体的轻资产模式。②**境内房企中万达开创商业管理行业先河**。起初房企采取的是“以售养租”为核心的“住宅+商业”双轮驱动模式，以万达为例，通过住宅、公寓、写字楼、商业外街等可售物业回笼资金，支持购物中心的开发和运营。③**房企分拆独立商管企业**。随着房市政策收紧，“以售养租”的模式中住宅端去化速度减慢，住宅销售的现金流难以支撑商业物业的开发运营。因此部分房企剥离业务，采用轻资产运营模式成立独立的商管公司。

图 4：境外房企最早布局轻资产，境内头部房企开启纯轻资产战略



资料来源：万达商管招股说明书，华润万象生活官网，克而瑞地产研究等，天风证券研究所



表 2：房企拆分的独立商管公司

成立日期	独立商管公司	母公司
2017/5/18	华润万象生活	华润集团
2019/3/25	宝龙商业	宝龙地产
2019/8/20	中骏商管	中骏集团
2020/1/13	卓越商企	卓越集团
2021/3/23	万达商管	万达集团
2021/8/13	华纯商管	华侨城房地产
2022/1/4	龙湖智创生活	龙湖集团
2022/4/18	华锦商管	华侨城房地产

资料来源：iFinD，天风证券研究所

**轻资产模式下，商管公司提供商业运营及管理服务，无需承担土地和建安成本。**在轻资产模式下，商管公司无须投入资金进行土地购买或零售商业物业开发，而是专注于零售商业物业的运营及管理，从而降低商管公司持有或收购资产的财务负担、提高其资金运营效率、优化资源分配。

**轻资产化程度：品牌或管理输出 > 委托管理 > 租赁运营。**轻资产运营模式主要包括委托管理模式、租赁模式（收益型/传统型）、品牌或管理输出模式，其收入来源、成本等略有差异。①**在委托管理模式下**，公司主要提供管理团队及运营人员，没有租金成本，只有运营管理费等收入，没有租金收入，实现完全的轻资产运营。②**传统型与收益分成型的租赁运营模式**均是向业主租赁零售商业物业，然后出租给商户，但在传统型下，收入只有固定比例的租金收入和物业管理、咨询等费用，没有商场经营收入分成；而在收益分成型下，公司与业主根据项目净收益分成，实现业主与商业运营服务提供商之间的利益一致。③**品牌或管理输出模式下**，公司提供管理团队或向业主授予品牌使用权，同时收取一定的品牌许可费及运营管理费。

图 5：轻资产化程度：品牌或管理输出 &gt; 委托管理 &gt; 租赁运营

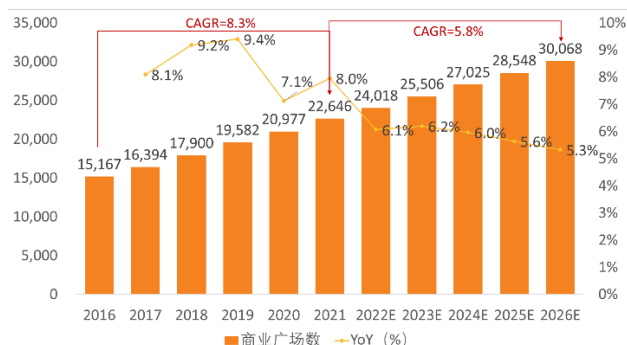
收入&成本	委托管理模式	租赁运营模式 (收益分成型)	租赁运营模式 (传统型)	品牌或管理输出模式
 开业前咨询服务费 物业管理费 增值服务费	√	√	√	×
 品牌许可费	×	×	×	√
 运营管理服务费	√	×	×	×
 商户租金收入	×	√	√	×
 员工及运营成本	√	√	√	√
 支付业主的项目净 收益分成	×	√	×	×
 支付业主的租金	×	×	√	×
 品牌评估和维护费	×	×	×	√

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 行业规模：商业广场市场规模稳定增长，刺激商业运营服务需求

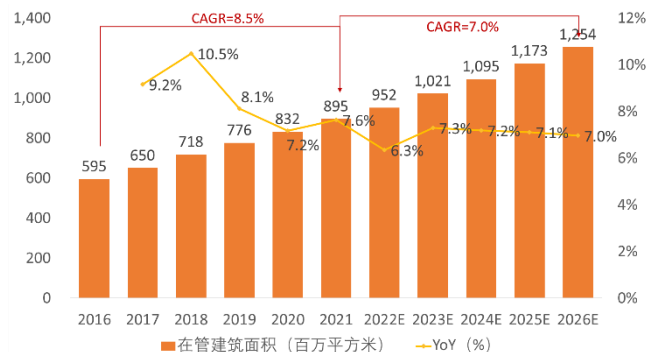
商业物业市场规模持续增长，在管广场数量和在管面积稳定扩张。①根据弗若斯特沙利文统计，中国在管商业广场总数由 2016 年的 15,167 家增加至 2021 年的 22,646 家，CAGR 为 8.3%，预期到 2026 年进一步增长至 30,068 家，2021-2026 年 CAGR 为 5.8%。②中国在管零售商业物业总建筑面积由 2016 年的近 6 亿平方米增长至 2021 年的 9 亿平方米，CAGR 为 8.5%，预期于 2026 年将达到 12.5 亿平方米，CAGR 为 7.0%。

图 6：中国在管商业广场数量持续增长



资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

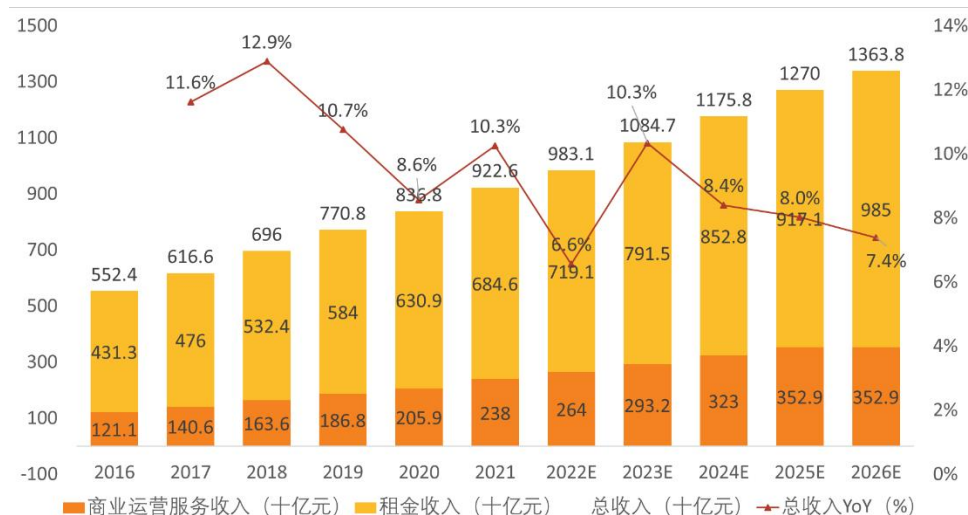
图 7：中国商业运营服务在管建筑面积稳定扩张



资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

商业运营服务市场规模扩大，租金与服务收入双增。①根据弗若斯特沙利文统计，2016-2021 年，中国商业运营服务市场总收入由 5,524 亿元增长至 9,226 亿元，CAGR 达 10.8%。其中，来自商业运营服务的收入由 2016 年的 1,211 亿元增长至 2021 年的 2,380 亿元，CAGR 达 14.5%；来自租金的收入由 2016 年的 4313 亿元增长至 2021 年的 6,846 亿元，CAGR 达 9.7%。②预计到 2026 年，商业运营服务市场总收入将达到 13,638 亿元，CAGR 为 8.1%，其中来自商业运营服务的收入将达到 3,788 亿元，CAGR 为 9.7%，来自租金的收入将达到 9,850 亿元，CAGR 为 7.5%。

图 8：中国商业运营服务市场租金与服务收入双增长



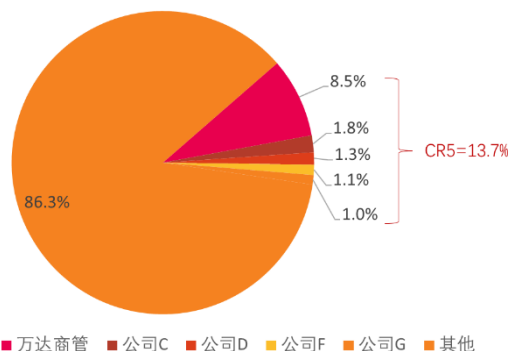
资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 2.3. 竞争格局：市场高度分散，万达商管稳居行业龙头

行业竞争格局分散，公司稳居行业龙头。根据弗若斯特沙利文统计，2021 年中国商业物业

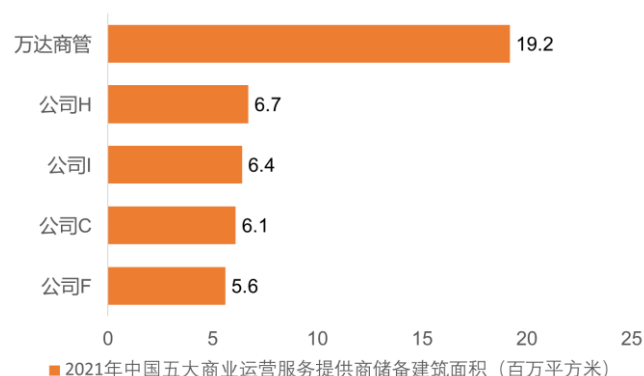
管理行业 CR5 为 13.7%，行业竞争格局分散，其中万达商管市占率为 8.5%，位居行业龙头。截至 2021 年末，公司在管项目数量 417 个，在管项目面积 5,900 万平方米，均位列全球首位。公司在管建筑面积在中国超过第 2 名至第 10 名的总和。截至 2022 年 6 月 30 日，储备建筑面积 2302 万平方米，储备项目 196 个，均远高于同行业公司。

图 9：2021 年中国商业运营服务市场 CR5 仅为 13.7%（按总在管建筑面积）



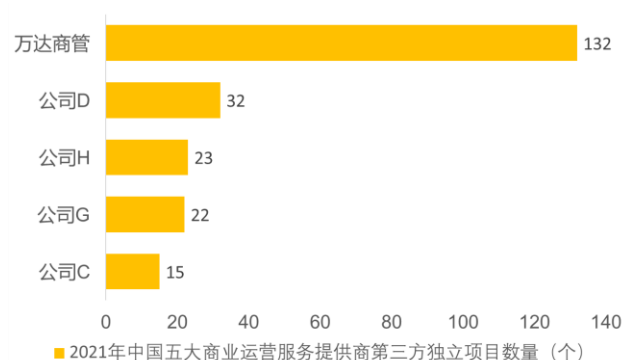
资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 10：截止 2021 年万达商管储备建筑面积位居第一



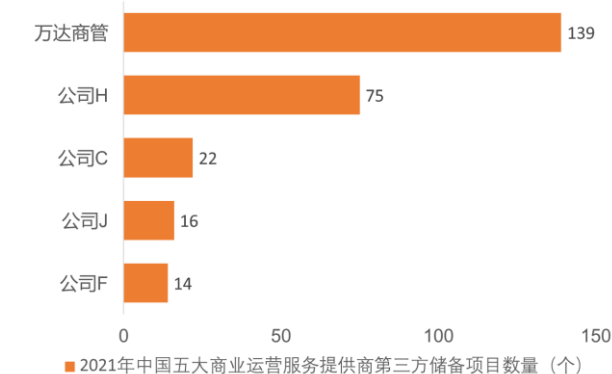
资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 11：截止 2021 年万达商管第三方独立项目数量最多



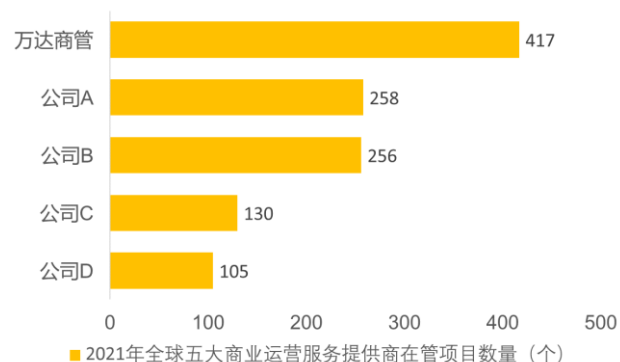
资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 12：截止 2021 年万达商管第三方储备项目数量最多



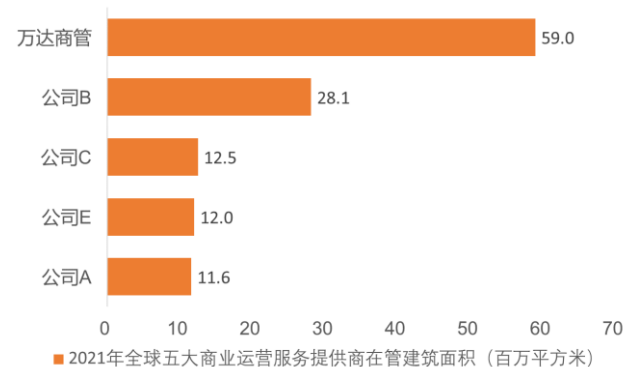
资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 13：截止 2021 年万达商管在管项目数量最多



资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 14：截止 2021 年万达商管在管建筑面积位居全球首位



资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

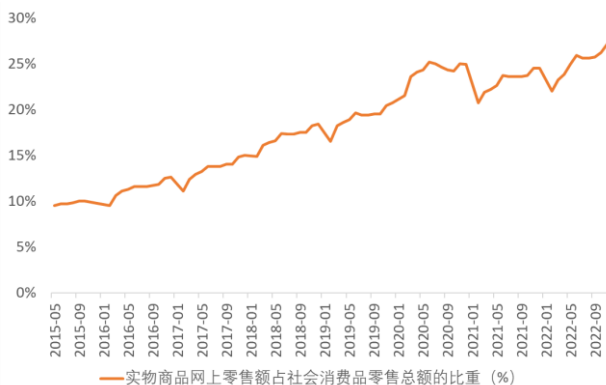
## 2.4. 发展趋势：存量商场刺激商管需求，马太效应提升市场集中度，多元化

## 变现模式创造潜力

### 2.4.1. 存量商场运营承压，刺激专业商业运营服务需求

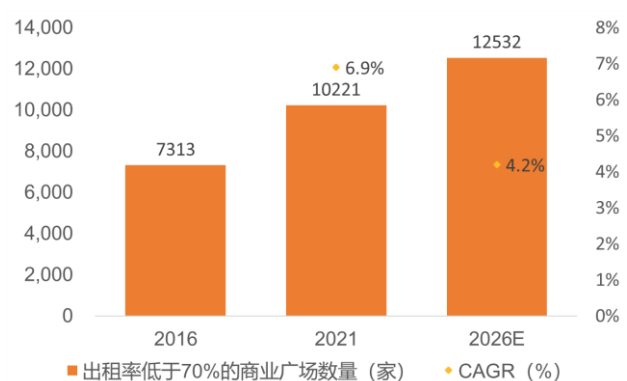
存量商场运营承压，刺激业主对专业商业运营服务的需求。①线上购物的比例不断增长，实物商品网上零售额占社会消费品零售额比重由2016年11月的12.5%增长至2022年11月的27.1%，不断挤占线下实物商品消费空间。②存量商场出租率低。根据弗若斯特沙利文统计，2016年至2021年，中国出租率低于70%的商业广场数量由7,313家增加至10,221家，CAGR为6.9%。估计到2026年，中国出租率低于70%的商业广场数量将达到12,532家，2021年至2026年的CAGR将达到4.2%。因此，预期业主对专业商业运营服务的需求也将增长。

图 15：线上购物比例不断增长



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 16：存量商业广场出租率低

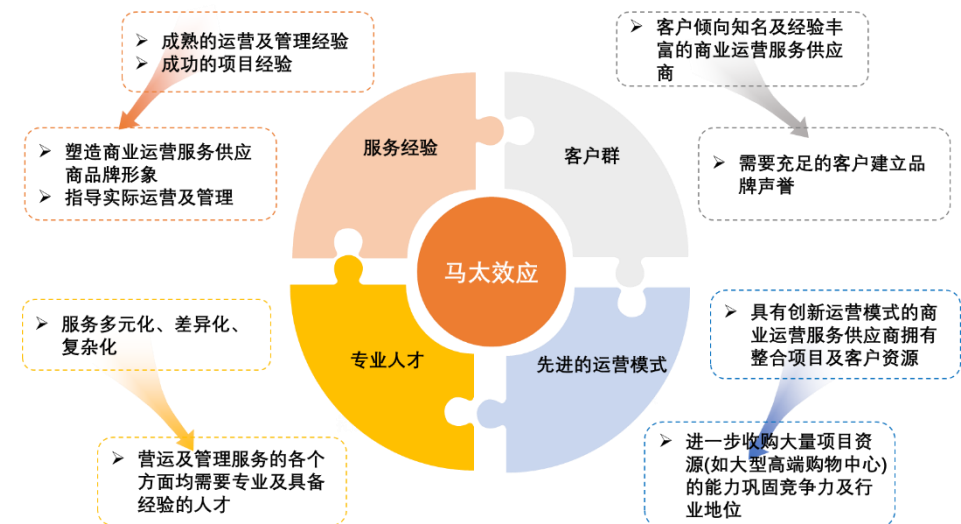


资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 2.4.2. 头部企业马太效应显著，市场集中度有望提升

头部商管具备多方面竞争优势，行业马太效应将进一步提升市场集中度。一方面，存量商场运营承压，对于专业团队需求更高，而头部商管受益于知名度、精细化管理、总部赋能、科技优化成本、全方位服务等优势，形成行业壁垒；另一方面，头部商管多为商业物业开发商的附属运营商，关联开发者的商业开发项目有利于其规模扩大。因此，头部商管企业马太效应显著，市场集中度或将进一步提升。

图 17：头部企业马太效应显著

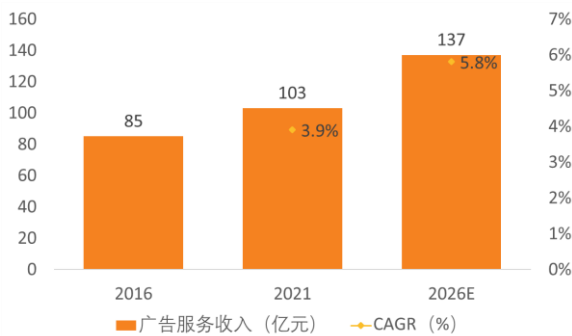


资料来源：宝龙商业招股说明书，天风证券研究所

### 2.4.3. 变现模式多元化，增值服务潜力强劲

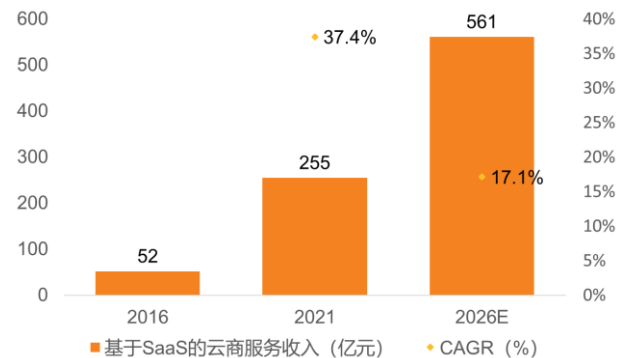
- ① **广告服务成为新的变现方式**，由于其他商业运营商少有提供广告服务，收入从 2016 年的 85 亿元增长到 2021 年的 103 亿元，CAGR 3.9%，预计 2026 年广告服务收入将达到 137 亿元，CAGR 达到 5.8%。② **基于 SaaS 的云商服务需求增长迅猛**，收入从 2016 年的 52 亿元增加到 2021 年的 255 亿元，CAGR 高达 37.4%。预计到 2026 年，市场规模将进一步增长到 561 亿元，CAGR 达 17.1%。③ **公共空间利用和提供付费会员模式**。利用公共空间提供相关服务能为公司带来额外收益。此外，商业广场付费会员数量持续增加，会员相关的权益和服务能提升会员消费频率，从而打造新的收入模式。

图 18：广告服务收入稳定增长



资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 19：基于 SaaS 的云商服务收入增长迅猛



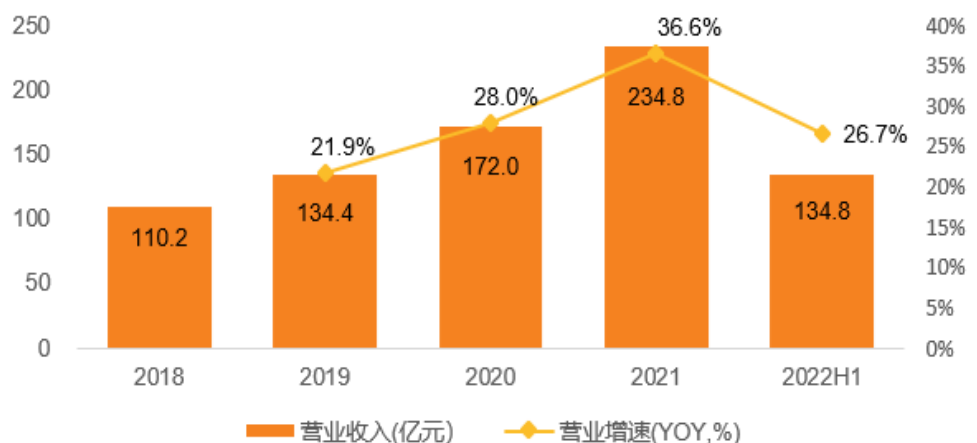
资料来源：弗若斯特沙利文，万达商管招股说明书，天风证券研究所

## 3. 财务分析：业务规模和毛利润持续扩大，现金流保持健康

### 3.1. 收入端：业务规模成长性强，各业务板块均衡发展

公司过去几年业绩稳步增长，主营业务收入从 2018 年 110.2 亿元增长至 2021 年 234.8 亿元，3 年 CAGR 为 28.7%，2022 仅半年实现营收 134.8 亿元，同比增长 26.7%。2018-2022H1 分别实现净利润 20.2 亿元、12.5 亿元、11.1 亿元、35.1 亿元、40.5 亿元，21 年和 22H1 的净利润快速增长，分别为 215.99%、517.31%，主要由于业务增长以及毛利率提高。

图 20：公司营业收入高速增长，3 年 CAGR 为 28.7%

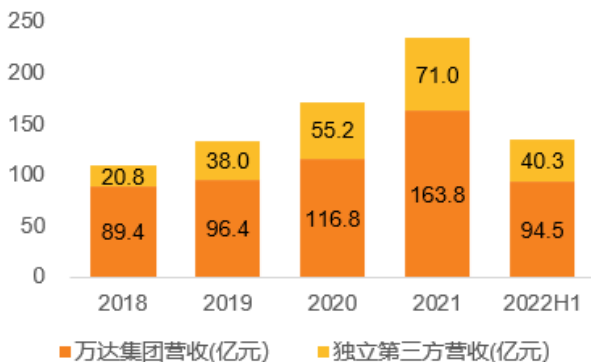


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所



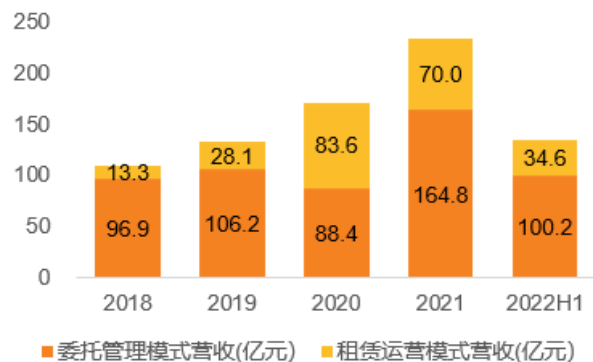
公司收入主要来源于委托管理模式和万达集团项目。租赁运营模式是公司的新业务模式，是公司向外扩展的主要业务，大部分第三方商业广场以租赁运营模式管理，所以二者增长相辅相成。2020 年开始，公司拓展独立第三方业务效果显现，来源于独立第三方收入占比有所增加，2018-2022H1 独立第三方项目收入占比分别为 18.9%、28.3%、32.1%、30.2%、29.9%。公司于 2021 年 3 月将 56 个万达集团商业广场的营运模式转变为委托管理模式，导致 2021 年租赁运营模式收入占比有所减少，作出该调整是为了统一万达集团项目的运营模式，使得租赁运营模式只应用于独立第三方商业广场。2018-2022H1 租赁运营模式收入占比分别为 12.1%、20.9%、48.6%、29.8%、25.6%。

图 21：万达集团项目为主要业务来源



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

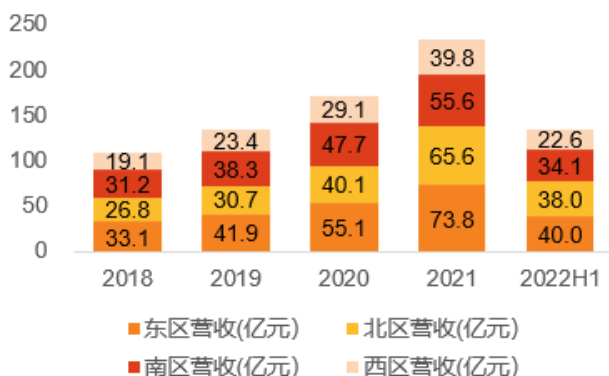
图 22：委托管理模式为主要收入来源



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

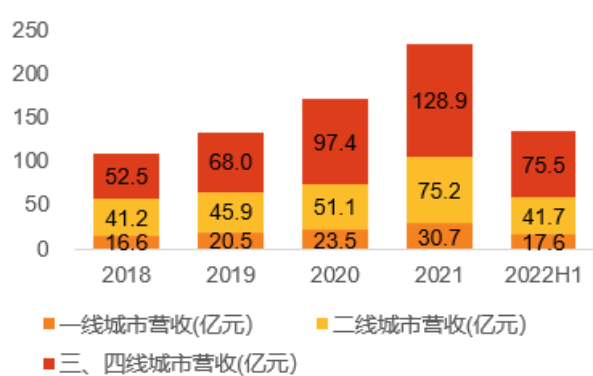
收入地理区域差异不明显，主要收入来源三、四线城市。公司在各地理区域收入分布较为均衡，2022H1 各地理区域收入占比分别为东区 29.7%、北区 28.2%、南区 25.3%、西区 16.8%。2021-2022H1，北区收入增速较快，增速分别为 63.4%和 31.9%，其他区域增速持平或略有下降，总体各区均衡发展。自 2019 年起，三、四线城市收入占比超 50%，且保持较高增速，2019-2022H1 营收增速分别为 29.5%、43.3%、32.3%、26.6%。

图 23：公司在各地理区域均衡发展



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 24：三、四线城市收入占比 50%以上



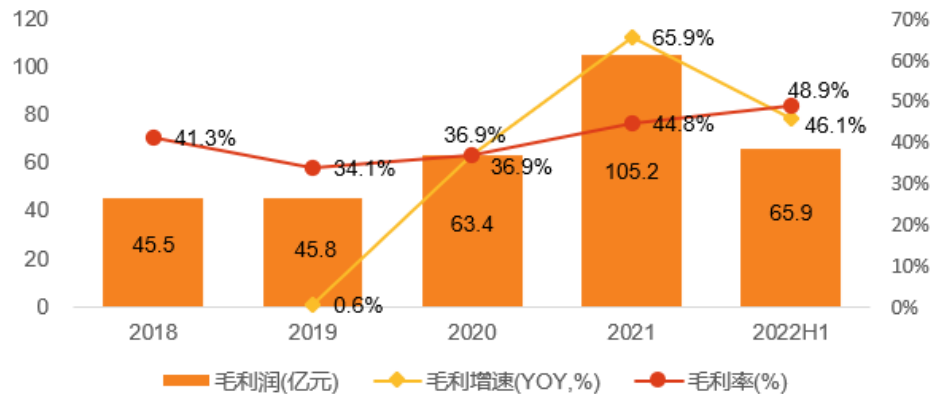
资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 盈利端：毛利润高速增长，毛利率稳定增长

销售成本降低，收入来源增加，公司毛利润加速增长。近年来公司毛利润随营业收入规模

增长较快。2020-2021 年毛利润大幅增长，主要原因是 2021 年 5 月起公司开始就委托管理模式收取运营管理服务，且疫情期间公司给予商户的物业管理费减免在 2020 年已经结束。2018-2022H1 毛利率分别为 41.3%、34.1%、36.9%、44.8%、48.9%。2018-2019 年毛利率有所下降，主要原因是 2019 年公司停止使商户分摊输电过程中的损耗费用，公司能源费用大幅增加。

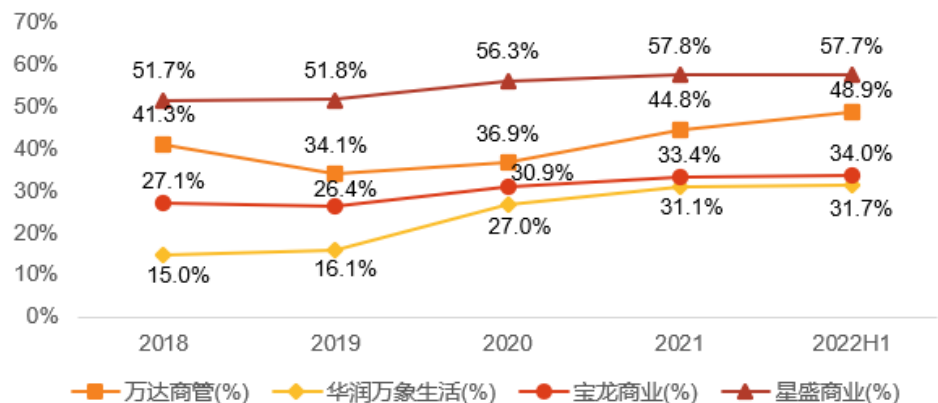
图 25：公司毛利润加速增长



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

公司毛利率水平处于行业较高水平。2022 年 H1 星盛商业收入中品牌及管理输出服务毛利率高达 73%，委托管理服务毛利率为 53.7%，整体毛利率处于行业高水平。华润万象拥有超过 30% 的收入来源于住宅物业管理服务，该类服务毛利率较低，宝龙商业也拥有超过 10% 的收入来源于该类服务，万达商管未有此类业务。

图 26：公司毛利率处于行业较高水平



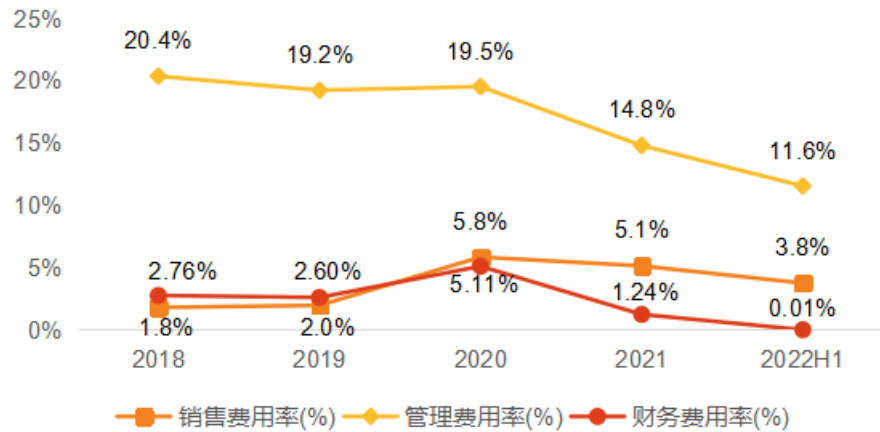
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 费用端：期间费用率下降，推动净利润增长

期间费用率近年逐步下降，管理费用缩减明显。公司销售费用自 2018 年 1.99 亿元增长至 2021 年 12.06 亿元，公司从 2020 年开始增加了优惠券促销开支和宣传推广开支。公司管理费用自 2018 年 22.45 亿元增至 2021 年 34.74 亿元，管理费用随着业务增长而持续增加，但整体增速弱于收入增速。管理费用率呈逐步下降趋势，管理费用率从 2018 年 20.4% 下降

至 2022H1 11.6%，规模效应逐步显现。2018-2022H1 财务费用率分别为 2.76%、2.60%、5.11%、1.24%、0.01%，2020 年的财务费用增长主要由于公司在租赁运营模式固定或最低租金安排下的商业广场数量由 2019 年末的 8 个增加至截至 2020 年末 23 个，令租赁负债利息由 2019 年的 326.7 百万元增加至 2020 年的 807.6 百万元。

图 27：2018-2022H1 各期间费用率情况

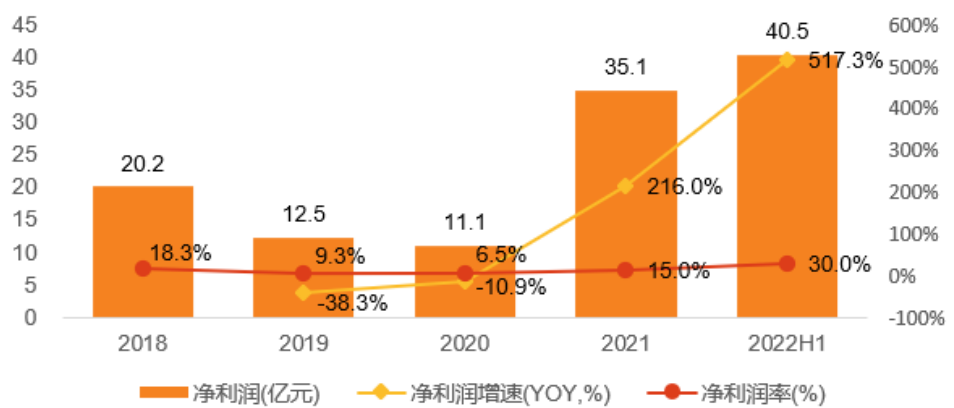


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 3.4. 净利润：恢复快速增长，重回行业高水平

**净利润恢复快速增长，净利率涨幅明显。**公司在 2019 年由于投资物业公允价值变动的影响和毛利率下降的影响，净利润缩减，2020 年净利润进一步减少的原因是，购物优惠促销活动的开展导致销售费用增加，以及租赁负债利息的增加。2021 以及 2022H1 净利润开始恢复增长，主要由于毛利率提高以及财务费用的减少。2018-2022H1 公司净利率分别为 18.3%、9.3%、6.5%、15.0%、30.0%。

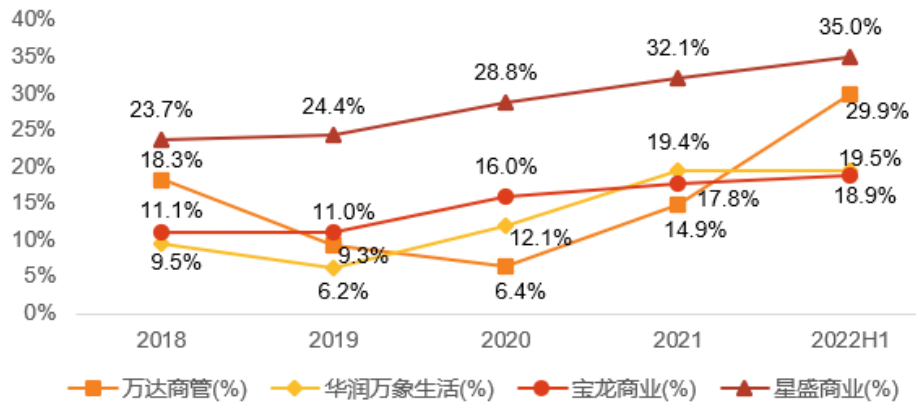
图 28：净利润恢复快速增长



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

**万达商管利润率重回行业高水平**，公司由于上述原因，净利率在 2019-2021 年处于行业较低水平，2022 年 H1 由于毛利率提高以及财务费用减少、其他支出减少，目前净利率回到行业较高水平，且高于 2018 年水平，符合行业利润率整体提高的趋势。

图 29：净利率波动较大

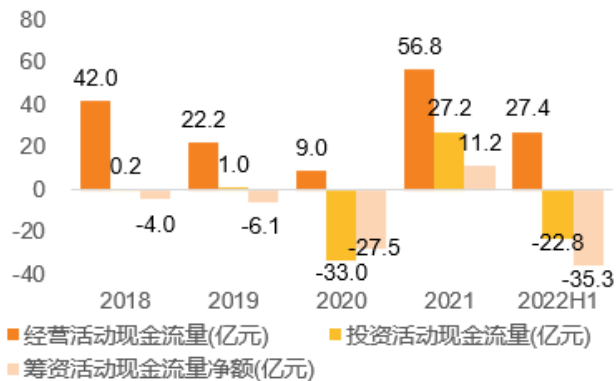


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.5. 现金流：经营性现金流健康，现金及现金等价物不断增长

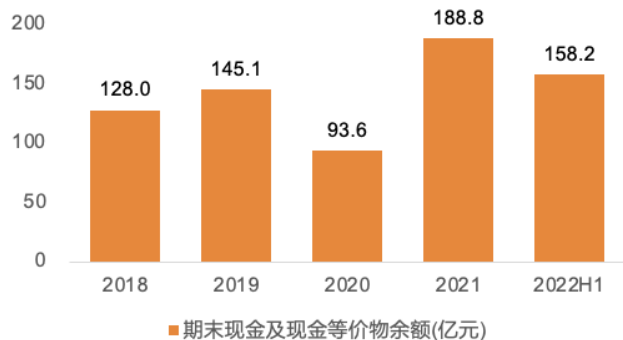
经营性现金流持续为正，公司目前资金充沛。近年来公司业务规模不断扩大，经营性现金流持续为正，2018-2022H1 经营性现金净额分别为 42.0、22.2、9.0、56.8、27.4 亿元，与净利润增长趋势一致。投资活动现金流波动较大，主要由于投资物业的公允价值变动以及贷款变动。2018-2022H1 现金及其现金等价物分别为 127.99、145.11、93.64、188.83、158.24 亿元，公司目前资金充沛。

图 30：经营性现金流持续为正



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

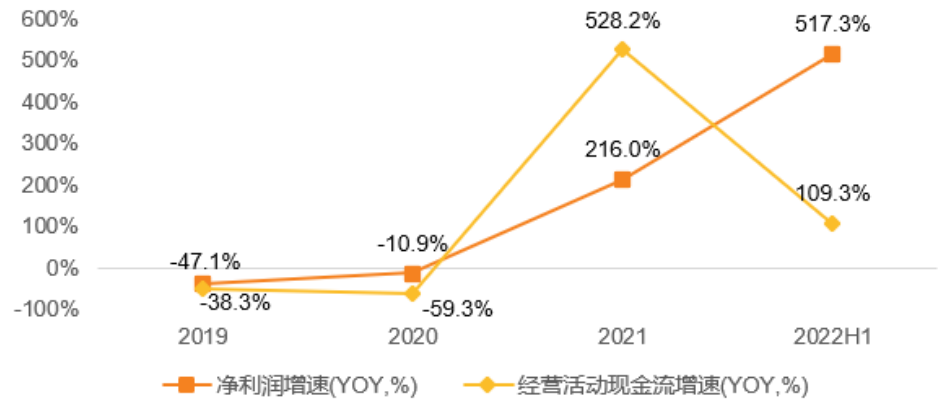
图 31：现金及现金等价物不断累计



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

经营活动现金流与净利润的变化差异主要受母公司划拨、贷款影响。2019-2022H1 公司经营活动现金流入增速分别为 -47.11%、-59.28%、528.17%、109.29%，与净利润变化方向一致，变化幅度差异较大。2019 年净利润与经营活动现金流量变化幅度相似，2020 年经营活动现金流减少幅度较大，主要原因是其他应收款的增加，因向母公司划拨款增加，以及向母公司提供贷款，导致现金流出。2021 年经营活动现金流增速远超净利润，主要原因是 2020 年产生的其他预付款项减少，预付能源费及预付商业广场改造款项已结转，且当年未发生向关联方拨款以及向同系附属公司的贷款等其他应收款，经营活动现金流增加。2022 年 H1 经营活动现金流增速低于净利润增速，我们认为主要或由于其他应付款项及应计费用中合约负债和应付员工薪酬的结转。目前产生的划拨款以及贷款于 2021 年期末已经结清，不会对后续现金流造成影响。

图 32：经营活动现金流增速与净利润增速差异较大

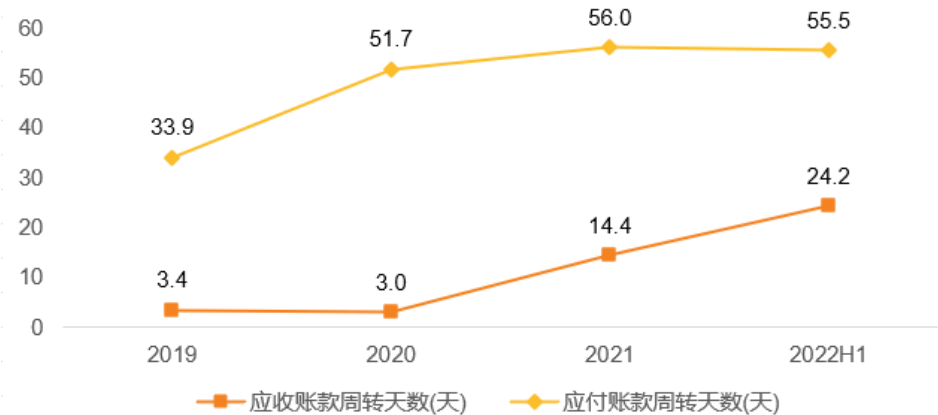


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 3.6. 周转能力：周转天数有所上升，销售回款表现较好

应收账款周转天数、应付账款周转天数均有所上升。2020 年以来受疫情影响，与上、下游结算效率均有所下降，应收账款周转天数、应付账款周转天数均有所上升，2022H1 应收账款周转天数上升至 55.45 天，应付账款周转天数上升至 24.15 天，随着公司业务规模不断扩大市场议价能力形成，整体账期具备优化空间。关联方应收贸易款项周转天数明显长于独立第三方，主要是由于关联方商户租金根据其每月销售额的预先协定百分比计算，需要较长时间确定收益分成。2021-2022H1 款项周转天数增加，主要由于公司自 2021 年 5 月起根据委托管理模式收取运营管理服务费，该部分费用尚未到期偿付。独立第三方应收账款周转天数目前为 3 天，由此可以判断公司在第三方中拥有较强议价能力。

图 33：应收账款周转天数、应付账款周转天数均有所上升



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

表 3：第三方应收款项周转天数少于关联方

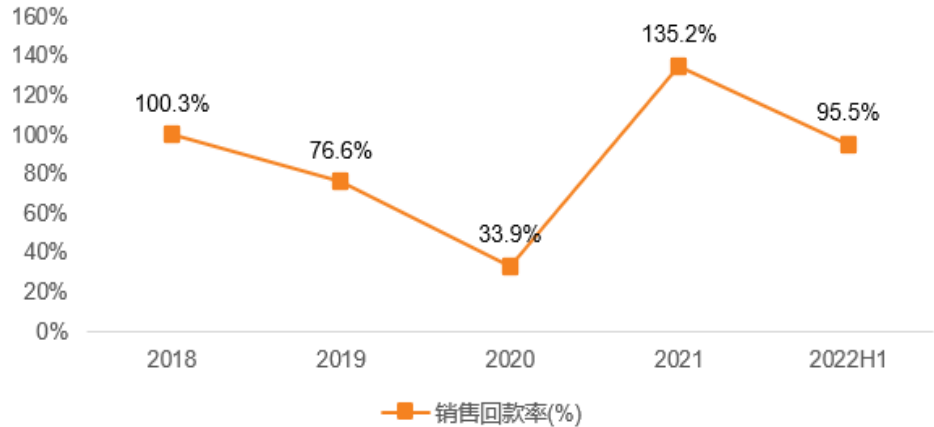
贸易应收款项周转天数(天)	2018	2019	2020	2021	2022H1
整体	9	3	4	15	25
关联方	38	24	24	62	88
第三方	5	1	2	2	3

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所



销售回款能力表现较好，2018-2022H1 销售回款率分别为 100.3%、76.6%、33.9%、135.2%、95.5%。2019 年的销售回款率下降主要原因是公司向关联方的划拨款增加，2020 年销售回款率进一步下降的原因是增加向关联方的划拨款以及向母公司提供贷款。

图 34：销售回款率波动升高

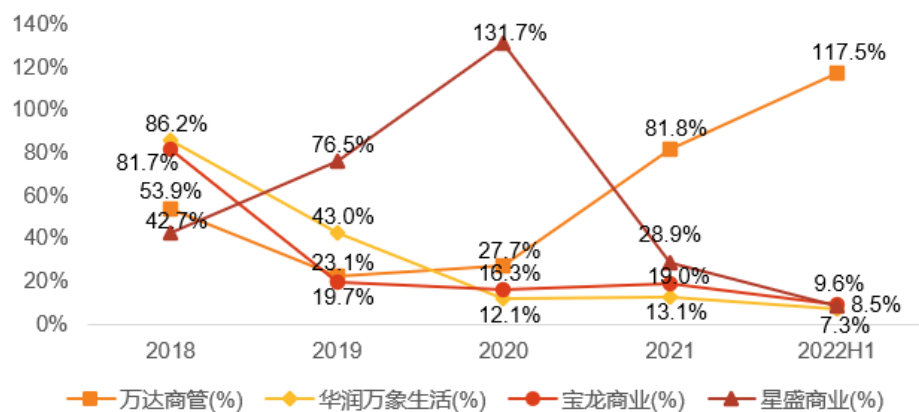


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

### 3.7. 股本回报率：表现良好，目前处于行业高水平

公司股本回报率表现良好，目前处于行业高位，2018-2022H1 公司股本回报率分别为 53.9%、23.1%、27.7%、81.8%、117.5%。2019 年 ROE 下降主要归因于净利润减少，以及累积保留盈利导致权益总额增加。股本回报率由 2019 年的 23.1% 上升至 2020 年的 27.7%，主要是由于股息付款使得权益减少。2021 年开始的增长，主要原因是对委托管理模式运营管理服务进行收费，以及业务从疫情影响中恢复带动净利润增加。

图 35：ROE 回到行业高水平



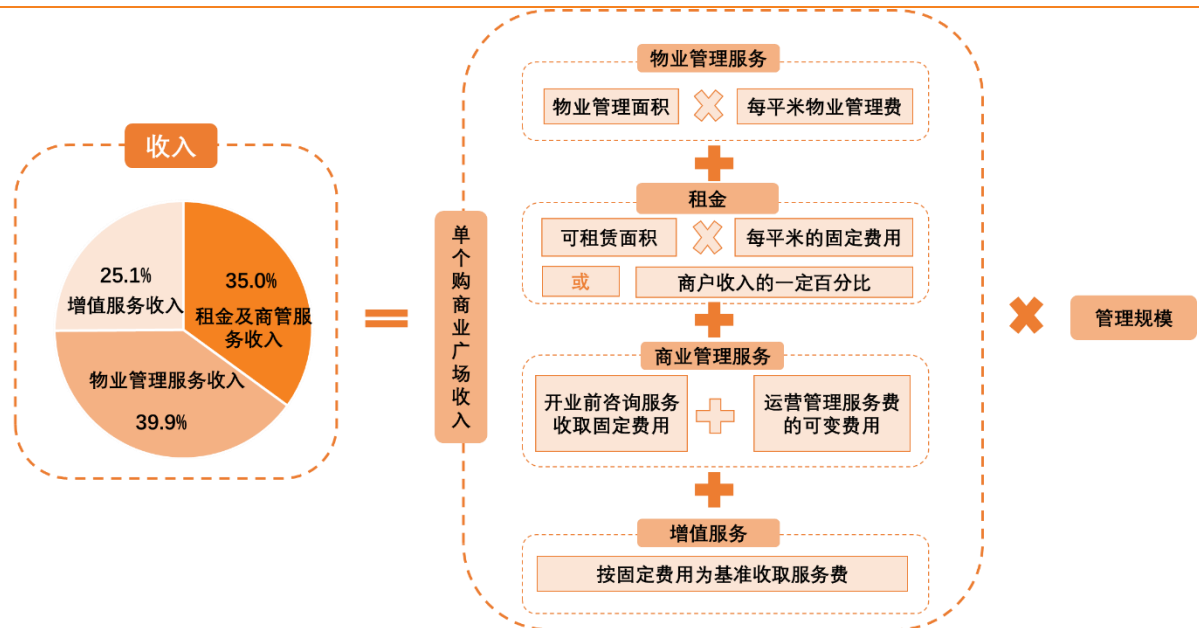
资料来源：Wind，万达商管招股说明书，天风证券研究所

## 4. 核心竞争优势：母公司持续支撑，第三方加强外拓，优质合约长期稳定，强大的运营管理生态系统

管理规模、长期稳定的优质合约以及运营能力是核心竞争优势。物业管理费及租金收入为公司主要收入来源，2021 年的收入构成中，物业管理费占 39.9%，商业管理及租金收入占

35%（主要为租金收入）。通过进一步拆分收入的影响因素，管理规模、长期稳定的优质合约以及运营能力是公司的核心竞争优势。

图 36：管理规模、长期稳定的优质合约以及运营能力是核心竞争优势

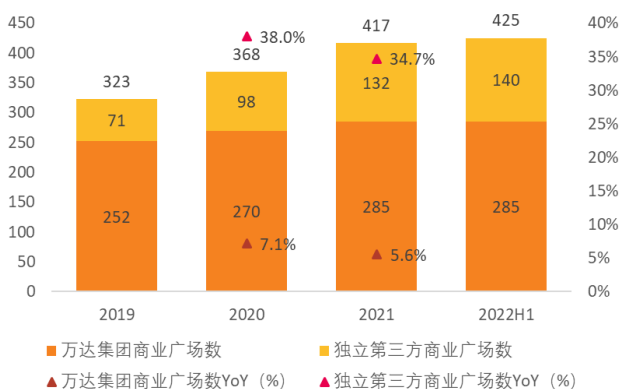


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

#### 4.1. 母公司持续支撑+强大的第三方外拓能力，加速管理规模增长

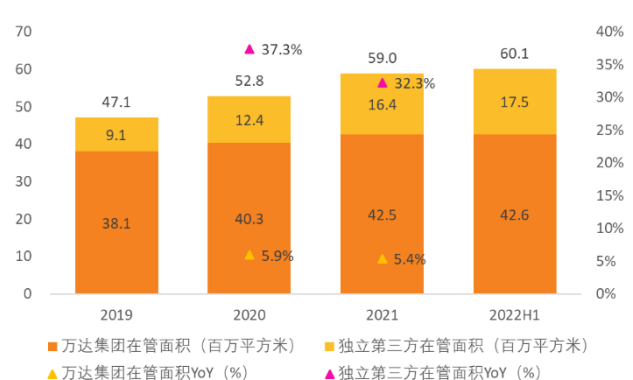
**管理规模位居全球首位。**公司自 2002 年起为母公司开发的万达广场提供商业管理服务，积累了丰富的运营经验，管理规模迅速扩张。从 2019 年至 2022H1，公司的在管商业广场数量由 323 个增加至 425 个，在管面积由 47.1 百万平方米增加至 60.1 百万平方米，位列全球首位。公司覆盖了中国所有的省、自治区、直辖市；及 216 个地级及以上的城市（覆盖了 60.0% 以上的地级市）。公司 2022H1 合约面积/在管面积之比达 1.4 倍，规模增长潜力大。

图 37：万达集团持续贡献项目数，第三方在管商业广场数增长迅速



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 38：万达集团持续贡献在管面积，第三方在管面积增长迅速



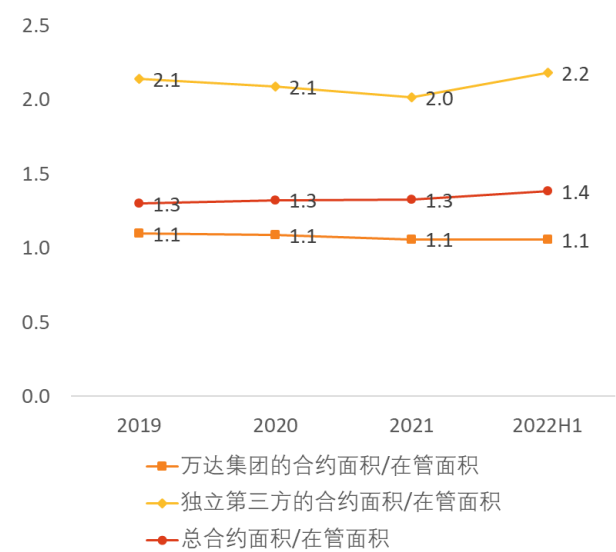
资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 39：公司商业广场项目遍布全国 216 个城市



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

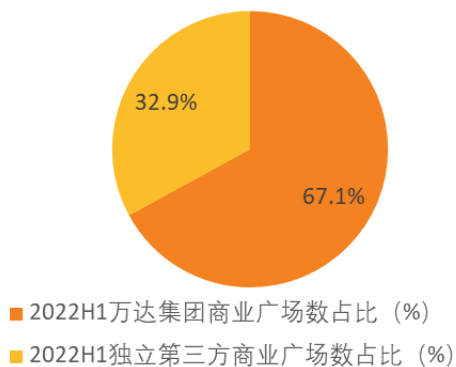
图 40：合约在管比高，规模增长潜力大



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

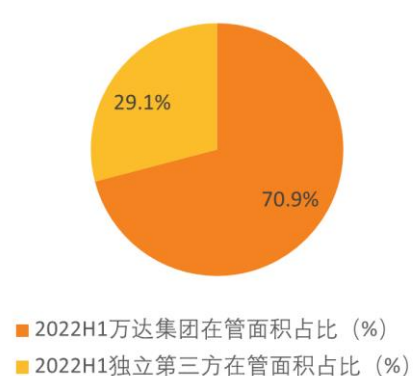
**母公司万达集团持续支撑。**公司为母公司万达集团开发的万达广场提供服务，万达集团储备项目充足，有助于公司规模的持续增长。截止 2022H1，公司来自万达集团的商业广场数量达 285 个，占比 67.1%；来自万达集团的在管面积为 42.6 百万平方米，占比 70.9%；2022H1 万达集团有 21 个储备项目。公司来自万达集团的合约面积/在管面积之比维持在 1.1 倍，后续有望保持规模增长。

图 41：母公司万达集团商业广场数占比近七成



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

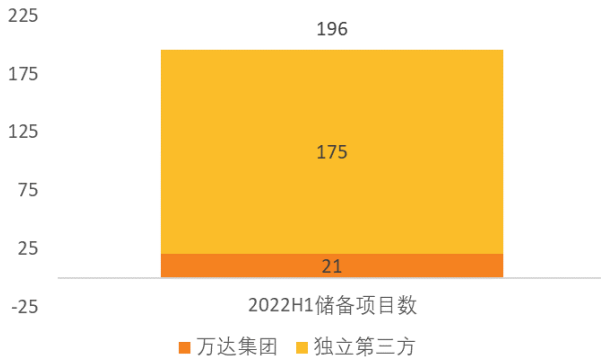
图 42：母公司万达集团在管面积占比超七成



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

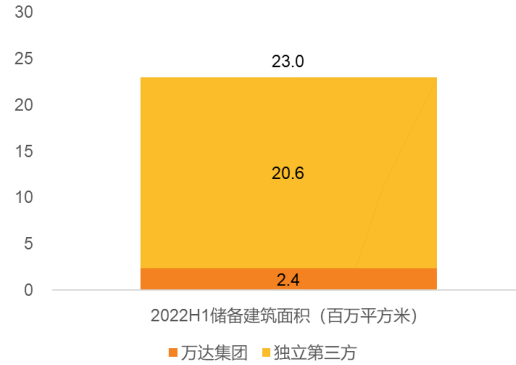
**强大的第三方拓展能力。**自 2015 年起，公司开始向独立第三方商业广场提供服务。截止 2021 年，公司是全国唯一向独立第三方大规模输出管理的商业运营服务提供商，第三方商业广场数及独立第三方储备项目数均位列第一。从 2019 年至 2022H1，公司独立第三方商业广场的数量由 71 个增加至 140 个，2019-2021 年 CAGR 为 36.4%；独立第三方在管面积由 9.06 百万平方米增加至 16.45 百万平方米，2019-2021 年 CAGR 为 34.8%。截至 2022 年 H1，公司 196 个储备项目中有 175 个独立第三方项目，储备建筑面积为 20.6 百万平方米，合约面积/在管面积之比达 2.2 倍，规模增长潜力强大。

图 43：2022H1 第三方储备项目达 175 个



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 44：2022H1 第三方储备建筑面积达 20.6 百万平方米

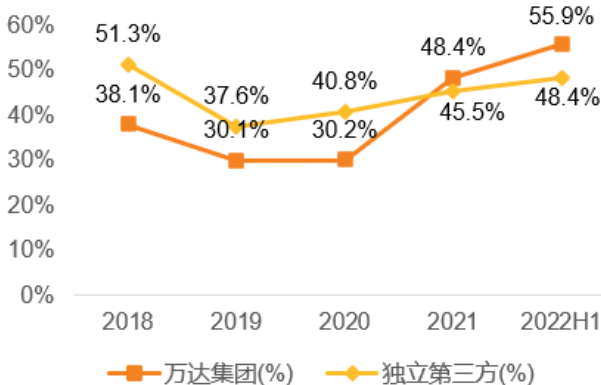


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

#### 4.2. 优质合约长期签订能力，与大客户保持密切长期合作，提供稳定收入

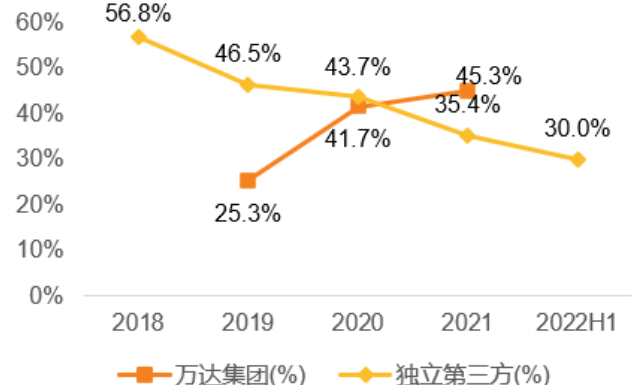
万达集团持续向公司输入优质项目，拥有较高毛利率。经过 2021 年的业务调整，一方面统一对万达集团商场进行委托管理服务，另一方面增加了委托管理模式下的运营管理服务费，2022H1 万达集团项目毛利率达到 55.9%，高于独立第三方项目，委托管理模式独立第三方项目毛利率为 48.4%，租赁运营模式下独立第三方项目毛利率为 30.0%。

图 45：委托管理模式万达集团项目毛利率较高



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 46：租赁运营模式下独立第三方毛利率达 30%



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

合约分成比例介于 20%-40%，独立第三方合约期限最少 20 年。万达集团项目净收益分成按照基础比例加超额比例，总计介于 20%-40%，分成比例上限较高，合约期限通常为其三年，但我们认为公司与母公司及其附属公司关系良好，续约或能稳定维持。独立第三方项目净收益分成部分同万达集团项目采用一致分成方式，部分采用固定比例 30%。公司与独立第三方合约期限在委托管理模式通常至业主的土地使用权到期为止，在租赁运营模式下一般为 20 年。合约期限长，稳定性好，能为双方提供长期发展的合作关系。行业中独立第三方商业广场的平均合同期间一般为 3-15 年，长合约期项目给公司带来稳定收入。

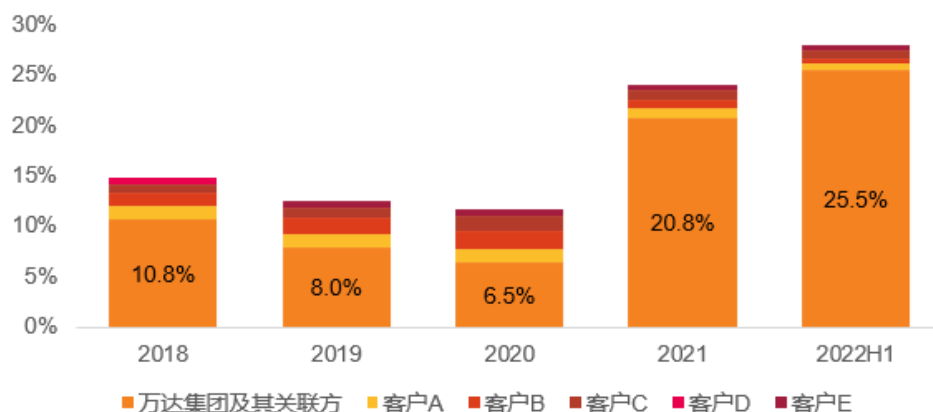
表 4：独立第三方合约有利于长期合作

	委托管理模式万达集团项目的合约	委托管理模式独立第三方的合约	租赁运营模式下独立第三方的合约
向业主收费标准	开业前咨询服务收取固定费用 项目净收益分成：基础比例加超额比例，总计介于 20%-40%	开业前咨询服务收取固定费用 项目净收益分成：比例通常不超过 30%	开业前咨询服务收取固定费用 项目净收益分成：固定比例 30%，或基础比例加超额比例，总计介于 20%-40% 其余项目净收益交给业主作为租金
向商户收费标准	物业管理服务按每月每平方米收取固定费用 公用区域管理服务及广告空间管理服务收取一次性费用或按每月每平方米收取固定费用		其他管理服务费用与委托管理模式收费一致 按每月每平方米的固定费用或按商户收入的一定百分比计算的可变费用向我们支付租金
合约期限	通常为三年	通常直至业主的土地使用权到期为止	一般为 20 年，到期可续约，直至业主的土地使用权到期为止

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

公司前 5 大客户收入占比逐年提升，合作更加密切。万达集团及其关联方一直以来为第一大客户，2018-2022H1 来自万达集团及其关联方的收入占比分别为 10.8%、8.0%、6.5%、20.8%、25.5%。公司与前 5 大客户均保持长期良好的关系，能够提供稳定的营业收入，前 5 大客户中独立第三方客户的收入占比减少主要是由于公司营业收入的大幅增加。

图 47：万达集团及其关联方的收入占比超 25%



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

销售回款表现良好，账期绝大多数控制在一年内。独立第三方应收款项周转天数为 1-5 天，万达集团项目由于租金需要根据其每月销售额的预先协定百分比计算，关联方商户需要较长时间确定月租，因此关联方应收贸易款项周转天数明显长于独立第三方。从应收款项及应收票据账龄角度分析，关联方不存在一年以上账龄的应收款项，整体 98.6% 的账龄控制在一年内，销售回款能力良好。



表 5：98.6%应收款项及应收票据账龄小于一年

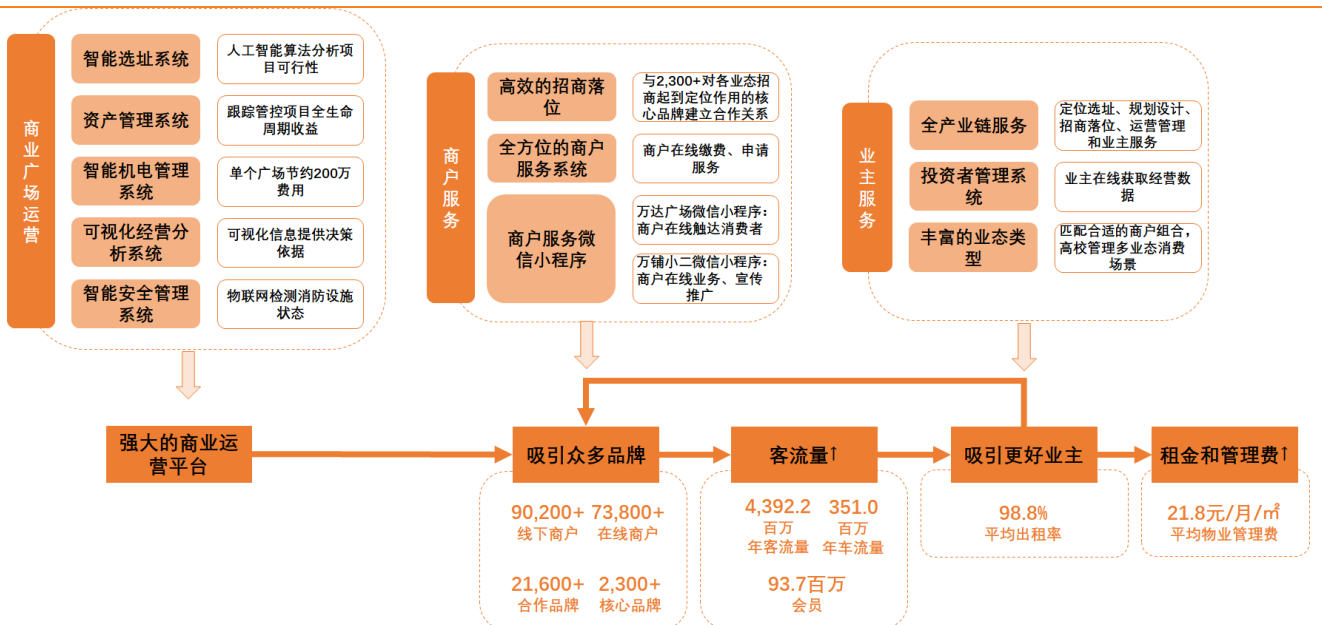
2022 减值前贸易应收款项及应收票据(百万)	一年内	一至两年	两年以上
关联方	1795.7	0.0	0.0
第三方	139.2	21.6	5.4
占应收比例	98.6%	1.1%	0.3%

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

#### 4.3. 强大的运营管理生态系统持续吸引商户+消费者+业主，提升租金和管理费议价能力

强大的运营管理生态系统持续吸引商户+消费者+业主，提升租金和管理费议价能力。在当前行业商业广场运营难度增加的背景下，公司打造了一个强大的运营管理生态系统，能够不断吸引优质商户入驻，吸引消费者进入，并吸引优质业主，进而形成良性循环，提升租金和管理费议价能力。

图 48：强大的运营管理生态系统持续吸引商户+消费者+业主，提升租金和管理费议价能力



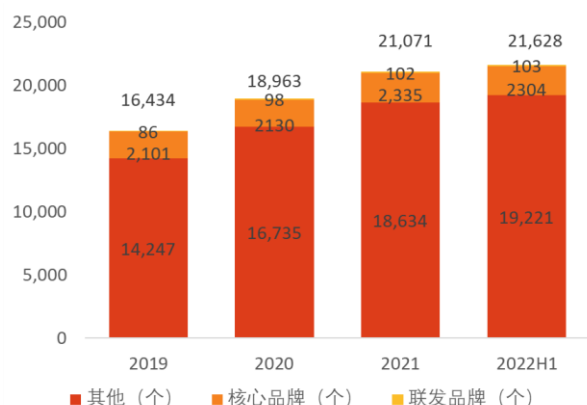
注：数据截至 2022 年 6 月 30 日

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

##### 4.3.1. 科技化的商业运营平台，吸引众多品牌成为万达广场的商户

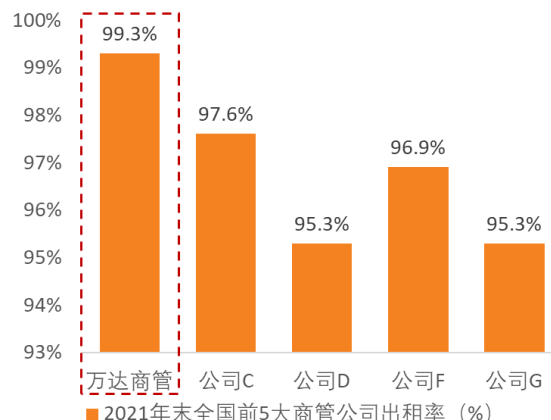
构建科技化的商业运营平台，吸引众多品牌成为万达广场的商户。①**科技化商业运营平台：**公司构建了包含智能选址系统、资产管理系统、智能机电管理系统、可视化经营分析系统以及智能安全管理系统的科技化商业运营平台，赋能运营管理，吸引众多品牌成为万达广场的商户。②**商户及品牌数持续增长：**截至 2022H1，进驻万达广场的线下商户超过 90,200 家，在线商户超过 73,800 家，合作品牌合计超过 21,600 个，核心品牌超过 2,300 个。③**同品牌开设多家门店：**截止 2022H1 在公司管理的多个商业广场中开设门店数超过 10-50 家的商户达 777 家，不仅有助于商户实现规模效应，也加强了与公司的稳定合作关系。④**高出租率：**2021 年，万达广场的平均出租率达 99.3%，高于同业公司。

图 49：庞大的品牌组合



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 50：出租率达 99.3%，高于同业



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

表 6：商户实现业务规模效应，加强稳定合作关系

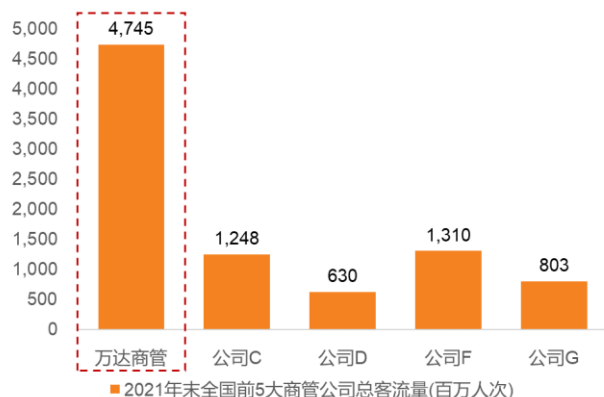
门店数量	截止 2022H1 同一品牌的商户数量
已开设门店 10 家或以下	20,655
已开设门店 10 家以上，50 家以下(包含 50 家)	777
已开设门店 50 家以上，100 家以下(包含 100 家)	93
已开设门店 100 家以上，300 家以下(包含 300 家)	87
已开设门店 300 家以上	16
总计	21,628

资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

#### 4.3.2. 优质且多元的商户，吸引广大的消费者

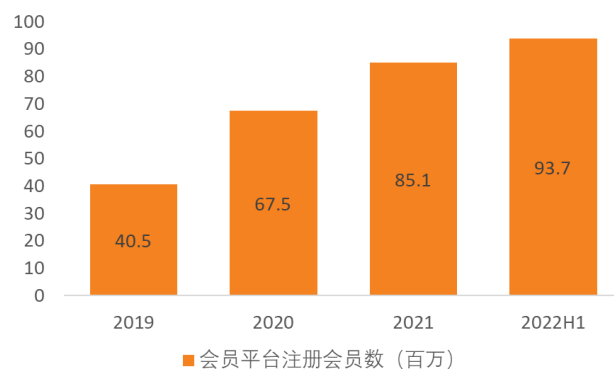
优质且多元的商户，吸引了广大的消费者。①**线下流量方面**，2021 年公司客流量达 4,745 百万人次，远高于同行业公司。截止 2022 年 H1 公司实现 4,392.2 百万年客流量，351.0 百万年车流量。②**线上流量方面**，2018 年，公司推出会员平台，赋予会员停车优免权益、商户会员权益、积分折扣、消费解锁权益以及各类会员专享活动。2022 年 H1，公司微信小程序的访问量达到 686.9 百万人次，新增注册会员数超过 8.5 百万，发放折价券 10.4 百万张，引流至店铺消费超过 5.7 百万人次，并帮助商户于截至 2022H1 实现在线交易 931.4 百万元。

图 51：客流量超同业公司



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

图 52：会员平台注册会员超 9 千万

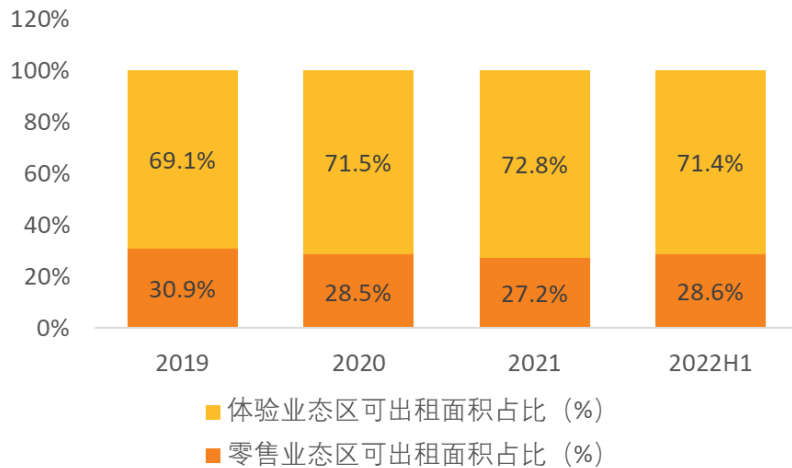


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

#### 4.3.3. 丰富的线下流量，吸引更多业主与公司合作

丰富的线下流量，吸引更多的业主与公司合作。①公司建立了业主全产业链服务，通过强大的科技系统及标准化管理流程，为业主提供从定位选址、规划设计、招商落位到运营管理和业主服务的全方位服务。②投资者管理系统可以帮助业主在线获取经营数据。③公司拥有丰富的业态类型，不仅能够帮助业主匹配合适的商户组合，而且能够高效地管理多业态的消费场景。除了零售，公司还对多种体验业态具有深厚的管理经验。体验业态是商业广场吸引客流的基础。从2019年至2022H1，公司的体验业态在可租赁总面积占比从69.1%增长至71.4%。

图 53：超 7 成体验业态，吸引广大客流量

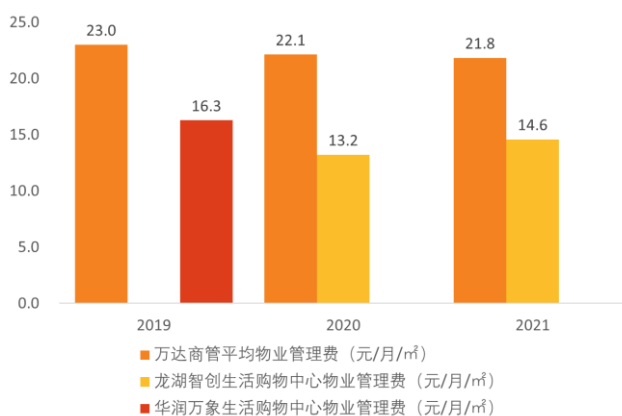


资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

#### 4.3.4. 管理费和租金议价能力较强

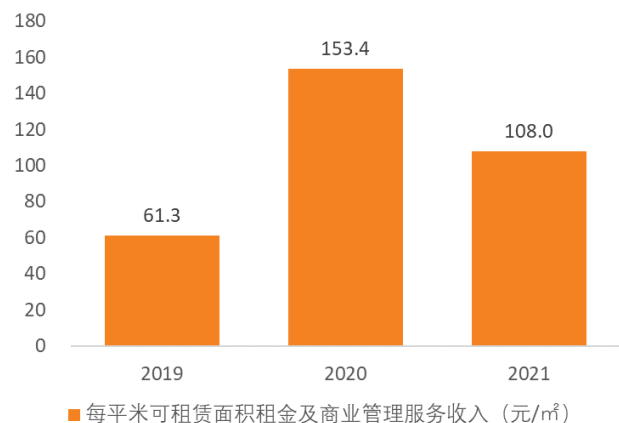
商业物业的租金和管理费更加市场化，优质运营能力带来较强议价能力。①单平米物管费高于同业：2019-2021 年，公司的平均物业管理费均在 21 元/月/㎡以上，高于同业商管公司华润万象生活和龙湖智创生活。②租金及商管收入超 100 元/㎡：2021 年，公司每平米可租赁面积的租金及商管收入（主要为租金收入）达 108 元。

图 54：物管费议价能力较强



资料来源：万达商管招股说明书，龙湖智创生活招股说明书，华润万象生活公告，天风证券研究所

图 55：租金及商管收入超 100 元/㎡



资料来源：万达商管招股说明书，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**业务扩张不及预期风险。**公司近年的业务扩张主要来源于万达集团商业广场项目的输入和独立第三方业务的拓展。随着商业广场在全国的快速渗透，可能存在若干城市商业广场供大于求的情况，以及三、四线城市人口消费力不足的情况，导致业务扩展速度受限。另外，公司大部分项目来源于万达集团，该等项目不受公司控制，万达集团业务的不利发展可能影响公司的业务拓张。

**品牌形象受损风险。**“万达广场”品牌享受美誉和知名度，能够吸引独立第三方业主。公司所管理的商业广场统一冠以“万达广场”的名称，如品牌在使用过程中出现负面事件，可能导致对公司在管项目的不利影响。

**经营成本提升风险。**经营成本的控制影响公司在扩张过程中盈利能力的维持和提高，公司的主要成本为员工薪酬、分包成本以及能源费用。近年来，市场平均工资有所上涨，导致员工薪酬、分包成本上升。能源费用也可能因为能源政策以及市场供给发生变化。经营成本控制效果影响公司的盈利能力。

**经营业绩不确定风险。**经营业绩受各种不可控因素的影响，包括国内外政治经济的变化、消费者偏好的变化、新消费形式的出现等，可能导致公司现有商业广场客流量不及预期、出租率降低，经营业绩存在不确定性。

**行业发展受阻风险。**中国电子商务的快速发展，可能导致消费者的购物习惯进一步发生变化，减少线下商业广场购物活动，导致商业广场客流量减少，可能影响商业运营服务的盈利能力。

**同业竞争风险。**中国商业运营服务市场仍较为分散，公司的主要竞争对手包括全国性及区域性的商业运营服务提供商，随着现有竞争对手的服务升级、市场拓展，或者新公司进入市场，可能会影响到公司的市场地位，对公司的业务前景带来不利影响。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com