

华润万象生活 (01209.HK)

资源能力兼备，商管物管同辉

买入

核心观点

公司是国内领先的物业管理及商业运营服务商:控股股东华润置地持股 72%，管理层基本是华润集团老将、经验丰富，公司业务发展至今已沉淀近 30 年住宅物管和近 20 年商业运营经验。截至 2023H1 末，公司物业总在管面积 3.25 亿 m²，合约建面 3.80 亿 m²；在管购物中心项目 88 个，在营建面 952 万 m²。

两大主营业务中，住宅物管是营收贡献主力，而商写运管是利润贡献主力:2023H1，公司总营收为 67.9 亿元，毛利率 33%。其中住宅物管和商写运营收入占比分别为 66%和 34%，但毛利润占比分别为 40%和 60%，主要因为商写运营毛利率 59%远超住宅物管毛利率 20%。细拆住宅物管，基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务收入占比分别为 77%、14%、9%，而毛利率分别为 15.6%、32.4%、39.2%。细拆商写运营，购物中心和写字楼收入占比分别为 61%和 39%，毛利率分别为 71.8%和 37.7%。从财务状况分析，近年外部环境并未影响公司业绩持续增长，利润水平也快速修复。公司轻资产模式优势凸显，负债率低、现金充裕，有实力在市场下行期收购估值合理的优质标的。

物管和商管行业发展前景良好:物管行业，国央企物管公司竞争优势凸显，预期 2030 年市场规模有望达到 3.2 万亿；商管行业，购物中心头部运营商强者恒强，轻资产领域尚是蓝海，预期 2030 年市场规模有望达到 4351 亿元。

核心优势: (1) 央企母公司托力强大。储备大量优质项目，保持每年超 10 座的新开业量，为公司规模增长提供坚实保障。(2) 商业运营实力过硬，手握稀缺重奢资源，高端商业护城河较深。截至 2023H1 末，公司在管购物中心 88 个，其中重奢项目 12 个，排名行业第 1。公司坚持深耕重点城市、提升管理效益，84%的项目零售额排名当地 Top3，完善的品牌梯队利于外拓议价，人才梯队建设保障管理团队输出。(3) 社区增值服务潜力巨大，2023H1 收入同比+73%，2023H1 同比+12%，渗透率 18%与头部同行相比提升空间充足。

估值与投资建议:公司资源能力兼备，商管物管同辉。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 31.4-35.5 港元，较当前股价有 5%-18%的空间。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.2/36.5/45.1 亿元，对应每股收益分别为 1.24/1.60/1.98 元，对应当前股价 PE 分别为 21.8/16.9/13.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:第三方外拓进展缓慢导致规模扩张不及预期；消费复苏缓慢导致购物中心经营业绩不及预期；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,875	12,016	15,216	18,173	21,235
(+/-%)	30.9%	35.4%	26.6%	19.4%	16.9%
净利润(百万元)	1725	2206	2821	3651	4514
(+/-%)	110.9%	27.9%	27.9%	29.4%	23.6%
每股收益(元)	0.76	0.97	1.24	1.60	1.98
EBIT Margin	21.0%	19.7%	22.1%	24.2%	25.8%
净资产收益率(ROE)	13.1%	15.7%	18.7%	21.7%	23.7%
市盈率(PE)	35.7	27.9	21.8	16.9	13.7
EV/EBITDA	35.0	28.1	20.3	16.0	13.2
市净率(PB)	4.44	4.32	3.89	3.45	3.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

房地产·房地产服务

证券分析师: 任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师: 王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

买入(首次评级)

31.40 - 35.50 港元

29.20 港元

66649/66649 百万港元

46.34/28.05 港元

74.16 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司：国内领先的物业管理及商业运营服务商	6
已沉淀近 30 年住宅物管和近 20 年商业运营服务经验.....	6
股权结构稳定，管理层经验丰富.....	7
住宅物管和商写运营两大主营业务齐头并进.....	8
行业概况：收入可持续，空间能增长，市占将提升	14
物业管理：“现金牛”安全稳健，国央企竞争优势日益凸显.....	14
商业运营：购物中心成线下消费场景王者，轻资产领域尚是蓝海.....	15
核心优势：央企母公司强托力，商业运营硬实力，社区增值高潜力	20
央企母公司托力强大，储备大量优质项目.....	20
商业运营实力过硬，手握稀缺重奢资源.....	22
社区增值服务潜力巨大，拉高住宅物管业务利润率.....	25
财务分析：经营稳健资金充裕，投资潜力可期	28
外部环境并未影响公司业绩持续增长，盈利能力迅速修复.....	28
负债率低、资产质量健康，资金充裕、投资潜力可期.....	30
盈利预测	32
假设前提.....	32
未来 3 年盈利预测.....	34
盈利预测的敏感性分析.....	34
估值与投资建议	35
绝对估值：每股价值为 31.4 港元，较当前股价有 5%的空间.....	35
相对估值：每股价值为 35.5 港元，较当前股价有 18%的空间.....	36
投资建议.....	37
风险提示	38
附表：财务预测与估值	40

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司战略规划.....	7
图 3: 公司股权架构（截至 2023 年 6 月末）.....	7
图 4: 公司历年物业总在管面积及同比.....	8
图 5: 公司历年各类别业务在管面积占比.....	8
图 6: 公司历年营业收入及同比.....	9
图 7: 公司历年两大主营业务类型收入占比.....	9
图 8: 公司历年各业务类型毛利率.....	9
图 9: 公司历年两大主营业务类型毛利润占比.....	9
图 10: 公司历年住宅物管业务收入及同比.....	10
图 11: 公司历年住宅物管在管面积及合约面积.....	10
图 12: 公司历年住宅物管业务各类别收入占比.....	10
图 13: 公司历年住宅物管业务各类别毛利率.....	10
图 14: 公司历年商写运管业务收入及同比.....	11
图 15: 公司历年商写运管业务各类别收入占比.....	11
图 16: 公司历年商写运管业务各类别毛利率.....	11
图 17: 公司历年商写运管业务各类别毛利润占比.....	11
图 18: 公司历年购物中心已开业面积及合约面积.....	12
图 19: 公司历年写字楼在管物管面积及合约面积.....	12
图 20: 公司购物中心各业务类别收入占比, 2023H1.....	12
图 21: 公司历年购物中心各业务类别毛利率.....	12
图 22: 公司写字楼各业务类别收入占比, 2023H1.....	13
图 23: 公司历年写字楼物管和运营业务在管建面.....	13
图 24: 恒生物业服务及管理指数走势 VS 恒生指数、恒生地产建筑业.....	14
图 25: 中国历年商品房销售面积及同比.....	14
图 26: 中国历年房屋竣工面积及同比.....	14
图 27: 全国购物中心和独立百货历年净增项目数量.....	16
图 28: 全国购物中心和独立百货历年存量项目建面.....	16
图 29: 全国购物中心存量项目建面及同比.....	16
图 30: 全国购物中心存量建面占商业累计竣工面积比重.....	16
图 31: 全国购物中心存量项目数量分城市能级占比.....	16
图 32: 全国购物中心存量项目数量分档次占比.....	16
图 33: 购物中心总租金收入需区分财产性收入和服务性收入.....	17
图 34: 购物中心运营商 2022 年新开业项目数量 Top10.....	18
图 35: 购物中心运营商近三年新开业项目数量市占率 Top10.....	18
图 36: 中国购物中心行业在管面积 Top5 历年市占率.....	18
图 37: 中国购物中心行业存量在管面积 CR5.....	18

图 38: 全国购物中心月度客流指数 (其中 2022 年 3-5 月客流数据剔除上海)	19
图 39: 重点 9 城 2020-2022 年各季度购物中心平均空置率	19
图 40: 重点 9 城各城市 2021-2022 年购物中心空置率	19
图 41: 公司物业总在管面积中各来源占比	20
图 42: 公司购物中心已开业面积中各来源占比	20
图 43: 华润置地历年营业收入及同比	20
图 44: 华润置地历年归母核心净利润及同比	20
图 45: 华润置地“十四五”战略规划	21
图 46: 华润置地历年开发物业销售金额及同比	21
图 47: 华润置地历年拿地金额及拿地强度	21
图 48: 华润置地历年投资物业租金收入及同比	22
图 49: 华润置地历年购物中心项目存量及增量	22
图 50: 公司历年购物中心已开业及合约项目数量	22
图 51: 公司历年购物中心已开业面积及合约面积	22
图 52: 公司未来三年购物中心拟开业计划	23
图 53: 公司未来三年购物中心拟开业面积	23
图 54: 中国社会消费品零售总额及同比	23
图 55: 中国境内个人奢侈品市场消费额及同比	23
图 56: 历年典型重奢商场租金收入 (单位: 亿元)	24
图 57: 历年典型重奢商场租金收入同比	24
图 58: 公司在管购物中心租售比	25
图 59: 公司在管购物中心运管费占比	25
图 60: 公司在管购物中心出租率及经营利润率	25
图 61: 公司在管购物中心零售额排名当地前三的项目数占比	25
图 62: 公司历年社区增值服务收入/基础物业服务收入	26
图 63: 公司历年社区增值服务毛利/基础物业服务毛利	26
图 64: 公司历年社区增值服务各子项收入占比	26
图 65: 公司历年社区增值服务各子项收入同比	26
图 66: 公司住宅物管在管面积 (亿 m ²) 同行对比, 2023H1	27
图 67: 公司在管面积同比同行对比, 2023H1	27
图 68: 公司历年社区增值服务收入及核心收入占比	27
图 69: 公司核心收入占比同行对比, 2023H1	27
图 70: 公司社区增值服务收入渗透率同行对比, 2023H1	27
图 71: 公司历年社区增值服务毛利率及核心毛利率	27
图 72: 公司社区增值服务毛利率同行对比, 2023H1	28
图 73: 公司核心毛利率同行对比, 2023H1	28
图 74: 公司历年营业收入及同比	28
图 75: 公司历年归母净利润及同比	28
图 76: 公司历年核心净利润及同比	29
图 77: 公司历年归母净利率、核心净利率、毛利率	29
图 78: 公司历年营业成本结构	29

图 79: 公司历年管理费率.....	29
图 80: 公司历年营销费率.....	30
图 81: 公司历年财务费率.....	30
图 82: 公司历年总资产及同比.....	30
图 83: 公司历年归母净资产及同比.....	30
图 84: 公司历年资产负债率及有息负债占比.....	31
图 85: 公司历年流动资产及货币资金占总资产比重.....	31
图 86: 公司历年货币资金及同比.....	31
图 87: 公司历年各类活动产生的净现金流.....	31
图 88: 公司历年资产周转率.....	31
图 89: 公司历年 ROE (加权)	31
图 90: 公司历年 PE-TTM 估值水平及 PE-Band.....	37
表 1: 公司主要董事及高管 (截至 2023 年 10 月末)	8
表 2: 未来十年物管行业空间测算 (不含非业主增值服务)	15
表 3: 公司未来三年各项业务预测表.....	33
表 4: 公司未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	34
表 5: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	34
表 6: 公司盈利预测假设条件.....	35
表 7: 资本成本假设.....	35
表 8: FCFF 现金流折算法计算简表 (单位: 百万元)	35
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	36
表 10: 在港上市物管及商管公司简介及主要财务指标 (单位: 亿人民币)	36
表 11: 同行公司估值比较.....	37

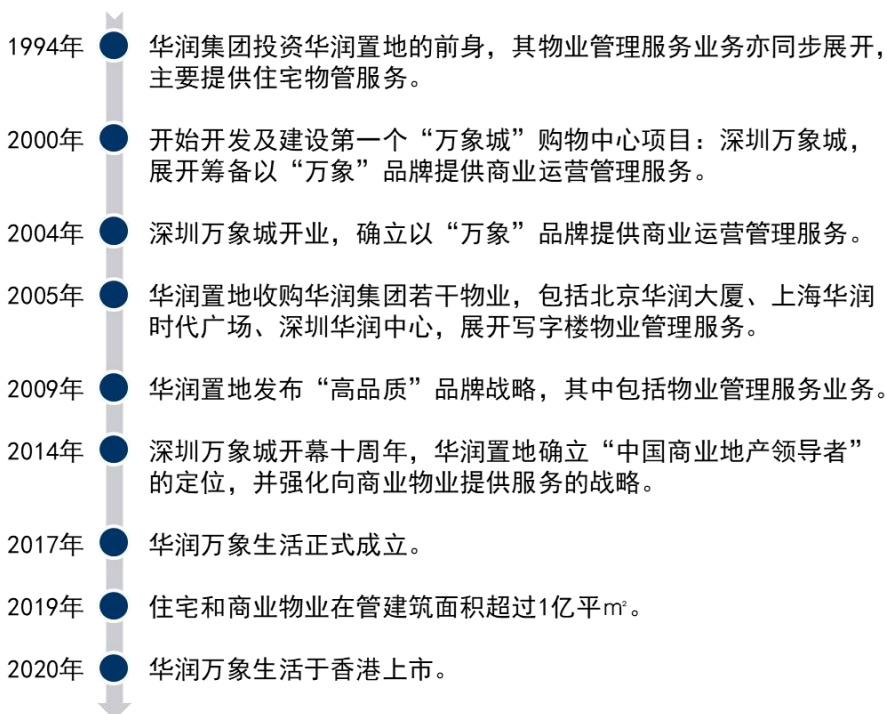
公司：国内领先的物业管理及商业运营服务商

已沉淀近 30 年住宅物管和近 20 年商业运营服务经验

华润万象生活是央企华润集团旗下华润置地的成员公司。公司业务源自华润置地的物业开发及投资业务，始于向华润置地开发或拥有的物业提供物业管理及商业运营服务。1994 年，住宅物管服务与集团地产业务同步开展。2004 年，商业运营服务伴随深圳万象城的开业正式开展。自此，公司向多种类型的物业提供全面服务，并成长为综合生活服务平台。2017 年，公司正式成立，并于 2020 年在香港上市。发展至今，公司已成为中国领先的物业管理及商业运营服务商。

- ◆ **物业管理：以“万象服务”为核心品牌，聚焦品质社区、城市公共空间、写字楼及产业园三大赛道，致力成为“中国最具影响力的措施空间运营服务商”。**截至 2023H1 末，公司物业管理在管建面约 3.25 亿 m²，合约建面约 3.80 亿 m²。其中社区生活空间在管建面约 2.28 亿 m²，城市公共空间在管建面约 0.85 亿 m²，办公产业空间（写字楼）在管建面约 0.12 亿 m²。
- ◆ **商业运营：以“万象城”、“万象汇”、“万象天地”为核心品牌，持续打造“中国商业运营管理第一品牌”。**截至 2023H1 末，公司在管的购物中心项目达 88 个，在营建面达 952 万 m²。其中，74 个项目零售额排名当地市场前三，占比高达 84%；12 个项目为重奢购物中心，公司重奢商场数量排名行业第一，商业高端市场护城河进一步加深。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司战略规划



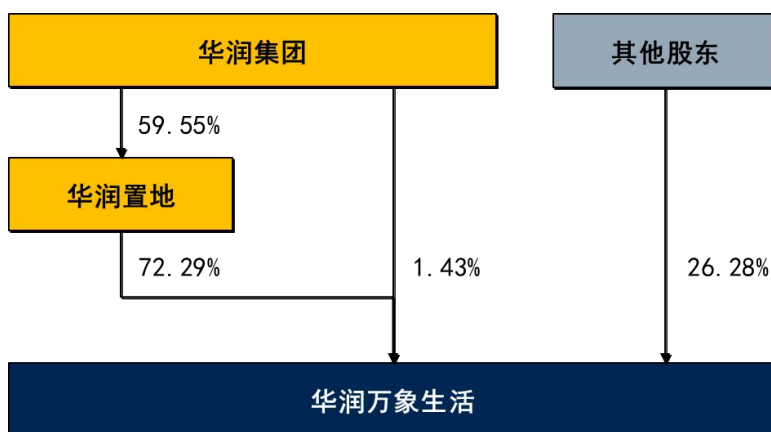
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，管理层经验丰富

自公司上市至 2023 年 6 月末，华润置地始终保持公司控股股东的地位，持有华润万象生活 72.29% 的股权。华润置地是央企华润集团旗下负责城市建设与运营的战略业务单元。此外，持有华润置地 59.55% 股权的央企母公司华润集团还直接持有华润万象生活 1.43% 的股权。

公司管理层基本都是在华润集团体系内工作超过 10 年的老将，拥有在住宅物管和商写运营业务端的丰富工作经验。大多数高管一路陪伴并见证了华润万象生活的成立与发展，我们相信这充分有利于公司战略规划制定与经营策略的执行。

图3：公司股权架构（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要董事及高管 (截至 2023 年 10 月末)

姓名	职位	年龄	加入华润集团时间	简介
李欣	董事会主席, 非执行董事	51 岁	1994 年	于 1994 年加入华润集团, 并于 2001 年加入华润置地。目前同时担任华润置地董事会主席, 执行董事。
喻霖康	执行董事, 总裁	51 岁	2004 年	拥有约 30 年地产投资、商业运营及企业管理经验。于 2004 年加入华润置地。自 2016 年起负责本集团业务。为重组之目的, 于 2020 年获委任为本集团总裁。
郭世清	非执行董事	53 岁	2001 年	拥有约 29 年财务管理经验。于 2001 年加入华润置地。于 2018 年起担任华润置地财务部总经理。目前同时担任华润置地首席财务官及董事会秘书。
王海民	执行董事, 副总裁	52 岁	2013 年	于 2013 年加入华润置地。自 2016 年起负责本集团物业管理业务。为重组之目的, 于 2020 年获委任为本集团副总裁。
魏小华	执行董事, 副总裁	54 岁	2003 年	于 2003 年加入华润深圳。于 2007 年起曾在华润置地担任多个职位。自 2016 年起负责本集团商业运营服务业务之管理等工作。于 2020 年获委任为本集团副总裁。
聂志章	执行董事, 首席财务官, 副总裁, 董事会秘书	40 岁	2008 年	于 2008 年硕士毕业后加入华润置地至今, 历任华润置地东北大区助理总经理 (分管财务、运营和投资工作)、华润置地华南大区助理总经理和副总经理等职务 (分管投资、营销和运营工作)。于 2023 年获委任为本集团首席财务官兼董事会秘书。
郭瑞锋	助理总裁, 首席人力资源官	45 岁	2003 年	于 2003 年硕士毕业后加入华润置地至今, 历任杭州万象城总经理、商业地产事业部华东大区副总经理、深圳万象城总经理。为重组之目的, 于 2020 年获委任为本集团助理总裁兼首席人力资源官。
罗冰	助理总裁, 首席战略官	45 岁	2004 年	于 2004 年加入华润深圳。于 2016 年调入华润置地, 自此主要负责本集团物业管理业务。为重组之目的, 于 2020 年获委任为本集团助理总裁及首席战略官。

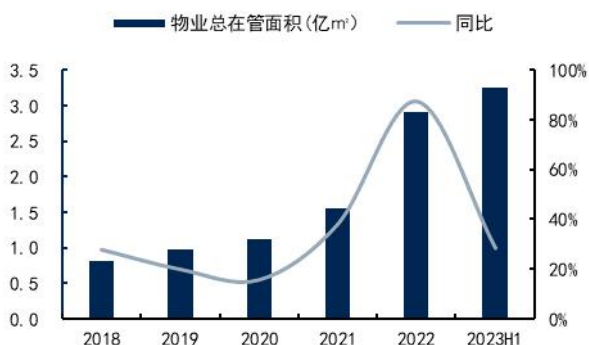
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

住宅物管和商写运管两大主营业务齐头并进

目前, 公司的两大主营业务为住宅物管和商写运管。住宅物管是公司在管规模和营业收入的贡献主力, 而商写运管虽然在管规模小, 却是公司利润的贡献主力。

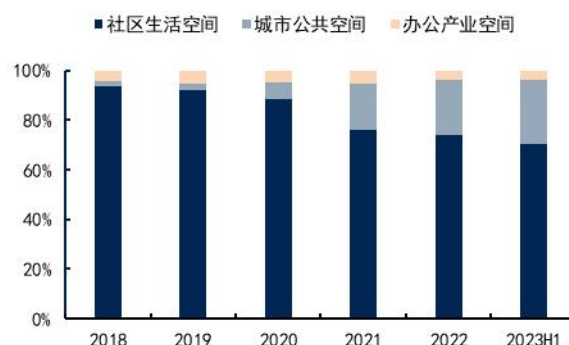
- ◆ **从管理规模看:** 截至 2023H1 末, 公司物业在管总建面约 3.25 亿 m^2 , 其中社区生活空间、城市公共空间、办公产业空间 (写字楼) 占比分别为 70%、26%、4%。鉴于住宅物管业务包括了社区生活空间、城市公共空间, 在管建面占比达 96%。而截至 2023H1 末, 商写运管业务除了写字楼在管建面 0.12 亿 m^2 以外, 购物中心在营建面 0.10 亿 m^2 , 相比之下管理规模非常小。
- ◆ **从业绩贡献看:** 2023H1, 公司总营收 67.9 亿元, 其中, 住宅物管业务的收入占比为 66%, 而商写运管业务收入占比为 34%; 但两类业务毛利率差异较大, 公司总毛利率为 33%, 其中住宅物管业务毛利率为 20%, 而商写运管业务毛利率高达 59%; 因此从毛利润维度看, 住宅物管业务和商写运管业务毛利润占比分别为 40% 和 60%。与收入相比, 商写运管业务的利润贡献突出, 主要是因为行业壁垒高、市场竞争弱、收费标准较高。

图4: 公司历年物业总在管面积及同比



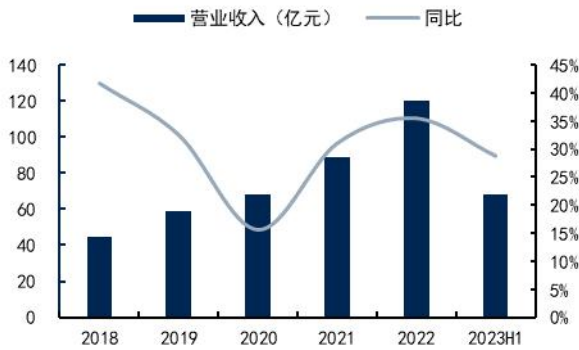
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年各类别业务在管面积占比



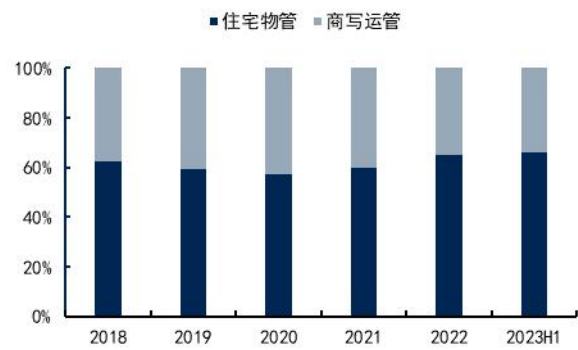
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年营业收入及同比



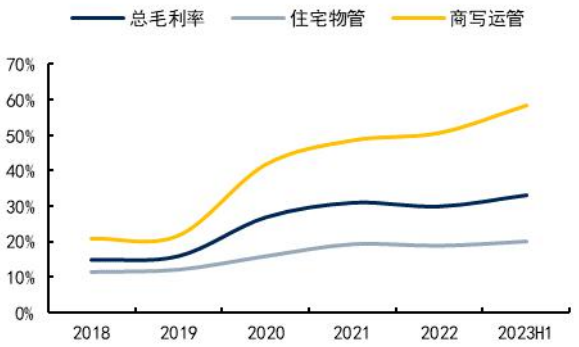
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年两大主营业务类型收入占比



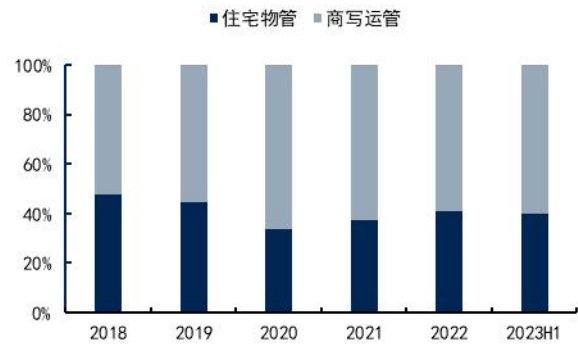
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司历年两大主营业务类型毛利润占比



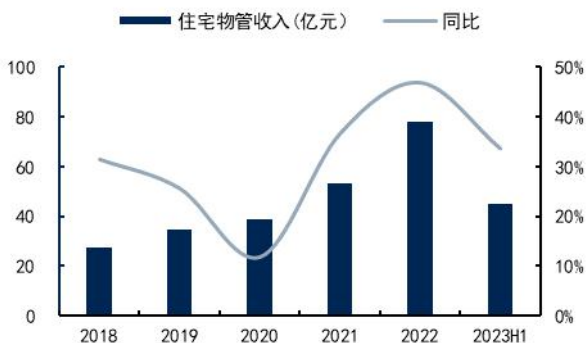
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2022年, 公司住宅物管业务收入为78亿元, 同比+47%; 2023H1, 住宅物管业务收入为45亿元, 同比+34%。截至2022年末, 公司住宅物管在管面积约2.80亿 m^2 , 同比+91%, 合约面积约3.35亿 m^2 , 同比+80%。

2022年公司管理规模的爆发式增长主要因为收并购成果卓越: (1) 2022年3月, 收购禹洲物业100%股权, 代价10.58亿元。(2) 2022年4月, 收购中南物业100%股权, 代价24.85亿元。(3) 2022年4月, 收购四川九洲51%股权, 代价3343.9万元。这三则收并购为公司新增在管面积7285万平方米, 占2022年新增面积的55%。但在2022年9月, 公司拟以10.37亿元收购祥生物业100%股权(扣除债务后, 预计最终支付现金代价不超过8.3亿元)的计划, 最终于2023年3月公告终止。公司持续以谨慎态度评估收并购标的的价值, 并不会为提升规模而冒进。

由于市场环境持续变化, 公司收并购节奏放缓, 住宅物管在管面积及合约面积的增速均收窄。截至2023H1末, 公司住宅物管在管面积约3.13亿 m^2 , 同比+28%; 而合约面积约3.66亿 m^2 , 同比+13%。

图10: 公司历年住宅物管业务收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年住宅物管在管面积及合约面积

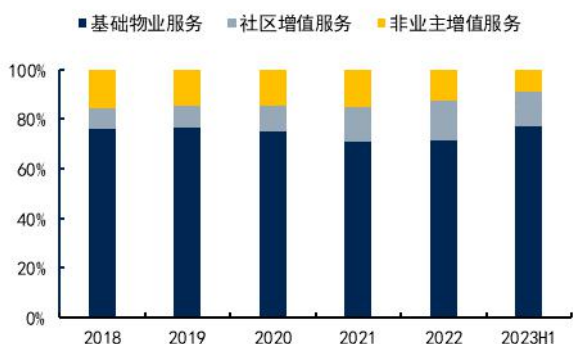


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

细拆住宅物管业务，按照服务内容可分为基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务 3 个类别。其中前两者是住宅物管面向社区的核心业务，具备存量耕耘属性。而面向开发商的非业主增值服务则无法脱离地产增量逻辑。**基础物业服务是住宅物管的收入基石，但毛利率水平远低于增值服务类别。**

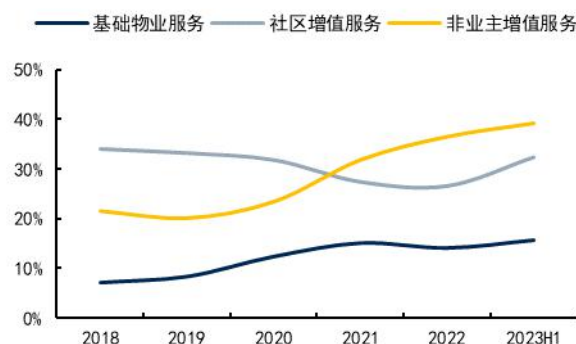
- ◆ **基础物业服务**: 为业主或住户提供秩序维护、清洁及绿化、维修及养护等服务。该服务按包干制收取费用。2023H1, 基础物业服务收入为 34.5 亿元, 同比+45%, 占住宅物管收入的比重为 77%, 毛利率为 15.6%。
- ◆ **社区增值服务**: 包括社区生活服务及经纪及资产服务。2023H1, 社区增值服务收入为 6.3 亿元, 同比+12%, 占住宅物管收入的比重为 14%, 毛利率为 32.4%。
- ◆ **非业主增值服务**: 针对开发商的顾问、前期筹备及交付前营销配合等服务。2023H1, 非业主增值服务收入为 4.1 亿元, 同比-1%, 占住宅物管收入的比重为 9%, 毛利率为 39.2%。

图12: 公司历年住宅物管业务各类别收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司历年住宅物管业务各类别毛利率

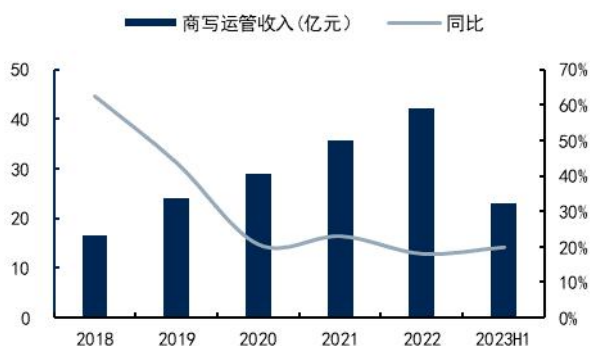


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2023H1，公司商写运管业务收入为 23.1 亿元，同比增长 20%，毛利率为 58.5%。细拆商写运管业务，按照服务对象不同可分为购物中心和写字楼两个类别，其中购物中心收入占比高，毛利率也高，对公司的利润贡献远远超过写字楼业务。且虽然购物中心当前在管面积略低于写字楼，但战略层面的储备面积远超其上。

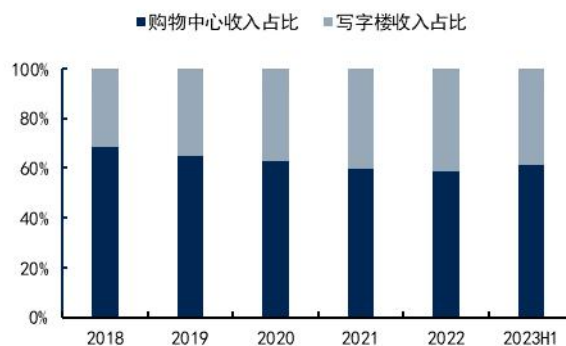
- ◆ **购物中心业务：**2023H1，购物中心收入为 14.1 亿元，同比+20%，占商写运管总收入的比重为 61%，毛利率为 71.8%，毛利润占比为 75%。截至 2023H1 末，购物中心已开业面积 914 万m²（不含分租），合约建面 1628 万m²，潜力巨大。
- ◆ **写字楼业务：**2023H1，写字楼收入为 9.0 亿元，同比+20%，占商写运管总收入的比重为 39%，毛利率为 37.7%，毛利润占比为 25%。截至 2023H1 末，写字楼业务在管物管面积达 1164 万m²高于购物中心业务，但合约建面 1414 万m²低于购物中心业务，因此写字楼业务的后续增量空间远低于购物中心。

图14: 公司历年商写运管业务收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年商写运管业务各类别收入占比



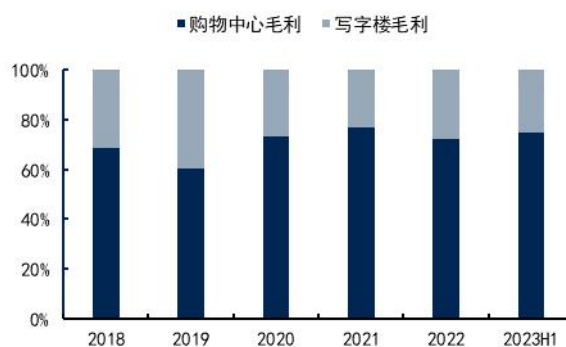
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年商写运管业务各类别毛利率



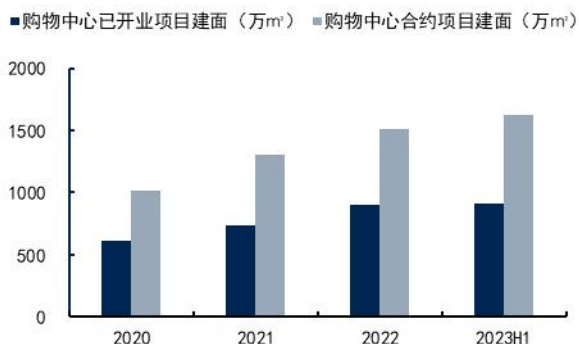
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 公司历年商写运管业务各类别毛利润占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 公司历年购物中心已开业面积及合约面积



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司历年写字楼在管物管面积及合约面积

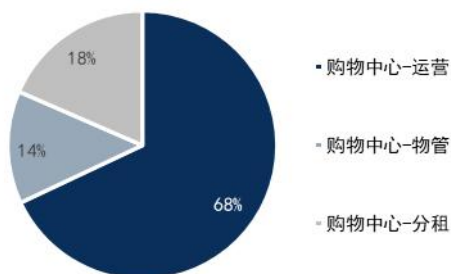


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

细拆购物中心业务, 商业运营服务最为核心, 进入门槛高且提价能力强。

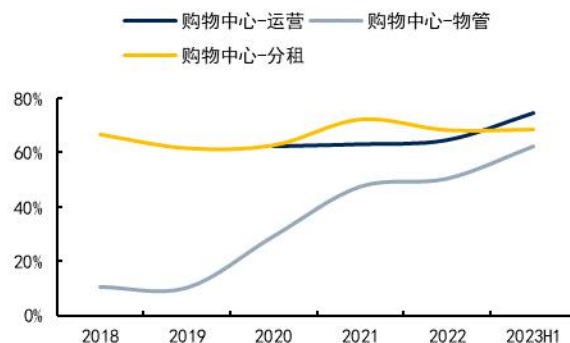
- ◆ **商业运营服务:** 包括开业前管理及运营管理服务, 该业务从 2020 年 1 月开始才作为独立创收业务分部确认收入, 自收取以来就成为核心收入来源。其中, 开业前管理服务按每平方米固定费率或月租或定额年费收取, 而开业后运营管理服务费一般按购物中心的租金收入、经营收入及/或营业利润的百分比计算。2023H1, 商业运营服务收入占购物中心收入的比重为 68%, 毛利率为 74.5%。
- ◆ **物业管理及其他服务:** 主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务。自 2020 年 7 月起, 该业务从按酬金制或包干制确认收入改为了仅按酬金制, 即按照每平方米固定费用计算收入, 由业主承担直接成本。2023H1, 物业管理及其他服务收入占比为 14%, 毛利率为 62.3%。
- ◆ **商业分租服务:** 将从业主承接的优质购物中心分租给零售店及超市等租户。2023H1, 商业分租服务收入占比为 18%, 毛利率为 68.5%。但这高毛利是建立在整租商场担负费用的高风险、高支出基础上的, 不如商业运营服务灵活。

图20: 公司购物中心各业务类别收入占比, 2023H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历年购物中心各业务类别毛利率

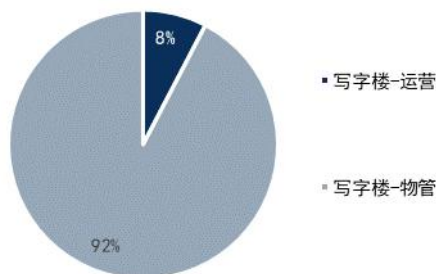


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

细拆写字楼业务，物业管理及其他服务占绝对主导，而商业运营服务虽然毛利率较高但因为其在管规模太少，所以当前对公司的贡献微小。

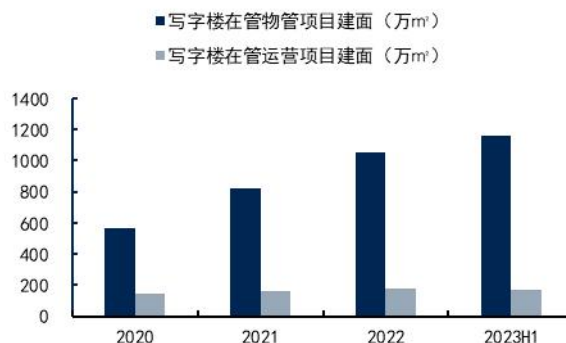
- ◆ **商业运营服务**：包括招商服务、资产管理与运营服务及开业筹备服务。该服务自 2020 年下半年起才开始提供，且发展缓慢。截至 2023H1 末，写字楼的运营服务在管项目建面仅 169 万^m、合约建面 203 万^m，均远远低于写字楼的物管服务在管项目建面 1164 万^m、合约建面为 1414 万^m。**2023H1，商业运营服务收入仅占写字楼业务收入的比重为 8%，毛利率为 77.8%。**
- ◆ **物业管理及其他服务**：主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务。该服务按包干制收取费用。**2023H1，物业管理及其他服务收入占写字楼业务收入的比重为 92%，毛利率为 34.4%。**

图22: 公司写字楼各业务类别收入占比, 2023H1



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: 公司历年写字楼物管和运营业务在管建面



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商写运管比住宅物管业务的盈利优势明显，在商业运营和物业管理上均有体现。

- ◆ **首先商业运营服务比技术含量低、可替代性强的住宅物管服务利润率高很多。**由于招商避免空置、管理维护商户是商业地产盈利的关键，不同于住宅物管的项目同质化，商业运营管理的项目差异化、管理难度更大、创新要求更高。且商业单体项目价值高，优秀的商业运营管理团队能显著提升业主收入，因此业主挑选运营方时，对招商实力和运营经验的要求较高，而对价格的敏感度较低。所以商业运营服务商的议价能力比住宅物管强很多。同时，伴随着经济增长、消费提振，商业地产收入势必提升，运营方且从租金或营业利润中抽成的收费方式也能保障利润的持续增长。
- ◆ **此外，商业地产即使是物业管理服务相比于住宅地产的物业管理，毛利率水平也更高。**除了酬金制和包干制的收支会计口径差异外，主要有以下几个原因：
 - (1) 商业地产所有权集中，只有一个业主，物业管理费谈判、提价更容易。而住宅物管想提价，需经过业委会、居民投票同意，成功率较低。
 - (2) 通常业主如果将商业地产委托给第三方运营，通常物管服务也由其代劳，形成绑定，因商业运营服务具备难以替代的高价值，物管服务存在少许溢价也无可厚非。
 - (3) 虽然商业地产的物管费明面上是向业主收取，但实际操作中运营商代表业主向商户与租金一并收取，收缴方便不容易产生拖欠。

行业概况：收入可持续，空间能增长，市占将提升

物业管理：“现金牛”安全稳健，国央企竞争优势日益凸显

物业管理行业从自身属性来说，先天具有“类收租”的商业模式、较高的收缴率和极低的资本开支等优势。行业内公司均具有良好的自由现金流，且不需承担再投资风险，加之其对经济波动的敏感性较低，是非常好的“现金牛”。短期内，物管行业还享受在管规模量价的双重增益。但2021年下半年以来，物业管理板块走势一路向下。

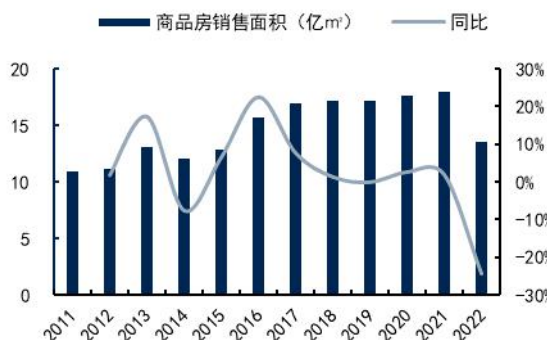
一方面，物业管理作为地产链下游，受到地产行业的拖累。2022年，全国商品房销售面积为13.6亿 m^2 ，同比-24%；房屋竣工面积为8.6万 m^2 ，同比-15%；多家百强房企在地产销售下行、预售资金监管趋严等多重压力下出现资金紧张，债务违约事件频频发生，部分地产公司的财务困境也牵连到关联物管公司。另一方面，曾被过度寄予美好期待的物业管理流量入口变现逻辑也逐渐降温，物管公司股票估值出现了大幅下滑。

图24：恒生物业服务及管理指数走势 VS 恒生指数、恒生地产建筑业



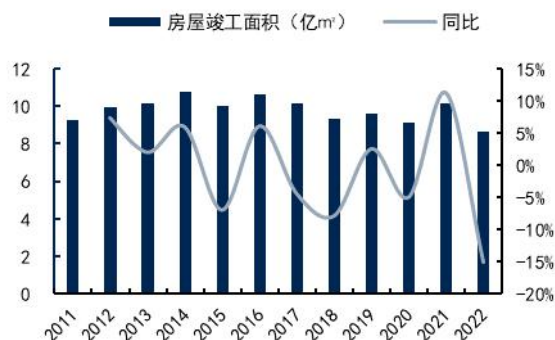
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：中国历年商品房销售面积及同比



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图26：中国历年房屋竣工面积及同比



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

但实际上，物业管理虽是一个也许没那么好、但绝对不差商业模式，物管公司业绩的稳健性也已得到证明，对地产的极度悲观，反而带来物业板块的投资良机。我们估算，2022至2030年，年均住宅需求仍有15亿平方米，远期亦不会低于9亿平方米。因此没有必要对物管行业的未来过度悲观。根据我们此前发布的报告《物业管理行业专题报告（二）：长期逻辑、并购分析与估值差异探讨》，2030年物管行业市场规模有望达到3.2万亿。

- ◆ **Step1:** 测算至2030年住宅总需求面积为131亿平方米，对应建筑面积为164亿平方米。假设住宅占总业态面积比始终保持76.7%，则未来十年全业态新增总建筑面积为213亿平方米。同时估计每年存量折旧率为2%，据此可以计算得出2030年末各业态存量面积为421亿平方米，假设存量面积的物管覆盖率不低于2019年末水平即83%，2030年末行业总在管面积为348亿平方米。
- ◆ **Step2:** 物管行业人力成本占比在60%以上（直接占比，若考虑分包可能更多），同时居住服务作为居民消费的构成部分，参考居民服务业平均工资增速与CPI增速，预计未来十年物业费年均增速为4%。估算2019年末平均基础物业费为4.06元/平方米/月（全业态），则2030年平均基础物业费为6元/平方米/月。
- ◆ **Step3:** 业主增值服务规模测算参考百强物管和头部公司。百强物管2019年平均业主增值服务收入为10111万元，达到基础物管收入的12.4%，相对2015年提升4.9pct，年均提升1pct。8家上市物管公司业主增值服务收入达到基础物管收入的22.8%，相对2015年提升14.2pct，年均提升2.8pct。综合来看，估测未来十年内，业主增值服务收入与基础物管收入的比例年均提升1.5pct，2030年此比例有望达到27.4%。

表2：未来十年物管行业空间测算（不含非业主增值服务）

	在管面积： 亿平方米	平均物业费： 元/平方米/月	基础物管收入规模： 亿元	业主增值服务/ 基础物管收入	业主增值服务规模： 亿元	合计： 亿元
2019	235	4.1	11562	12.4%	1434	12996
2030	348	6.0	25056	27.4%	6865	31921
同比：%	48.1%	46.3%	116.7%	/	378.9%	145.6%

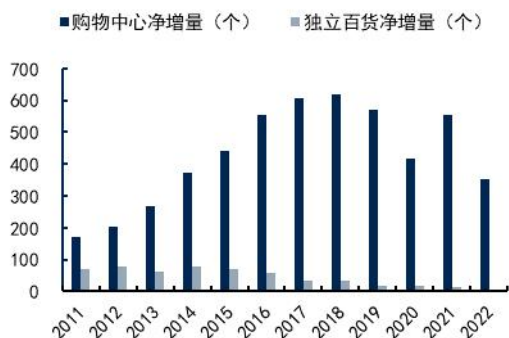
资料来源：国信证券经济研究所整理测算

从行业竞争格局考虑，大中型国央企地产开发商旗下的物管公司资源优势明显。首先，后危机时代的房地产行业正迎来格局重构，大部分国央企母公司在当前的地产困境中仍能保持较稳健的销售拿地节奏，能为物管公司提供自身开发建设的大量潜在合约项目资源。此外，国央企将作为“信用中介”托底行业，行业被动进入“国进民退”。尽管国央企开发商在收并购中不一定能够“占到便宜”，但其下属物管公司势必从新鲜项目资源中获益，可预见住宅物管会因接管母公司的大规模新楼盘迎来量价齐升。

商业运营：购物中心成线下消费场景王者，轻资产领域尚是蓝海
发展趋势：购物中心替代独立百货，占据当前线下消费场景的王者地位

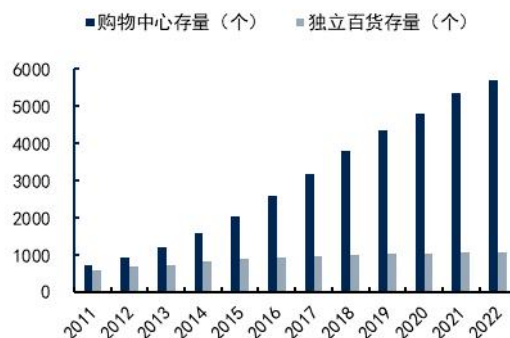
中国商业地产历史开发量较大，但随着线下消费场景的主体从沿街铺向百货商超再向购物中心变迁，低效参与者逐步被淘汰，行业更有序高效。自2011年以来，全国购物中心开业量开启爆发式增长，最高峰2017、2018年均新增超过600座，且呈三四线下沉和大众化趋势。而独立百货发展停滞。原本是旗鼓相当对手，2022年，3万m²以上的购物中心存量项目数为5685个，而3万m²以上的独立百货存量项目数为1058个。我们认为购物中心已占据当前线下消费场景的王者地位。

图27: 全国购物中心和独立百货历年净增项目数量



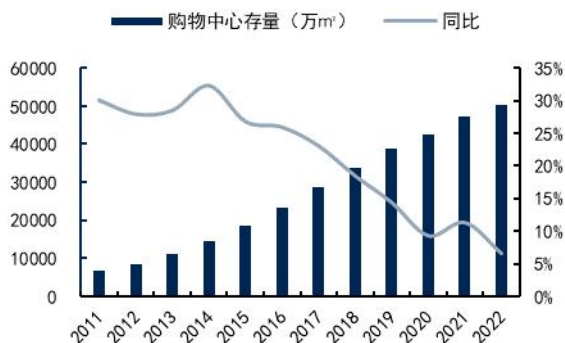
资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图28: 全国购物中心和独立百货历年存量项目建面



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图29: 全国购物中心存量项目建面及同比



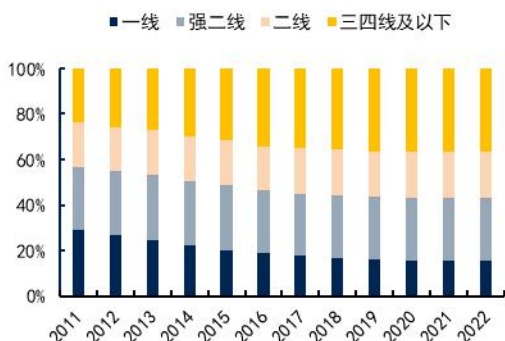
资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图30: 全国购物中心存量建面占商业累计竣工面积比重



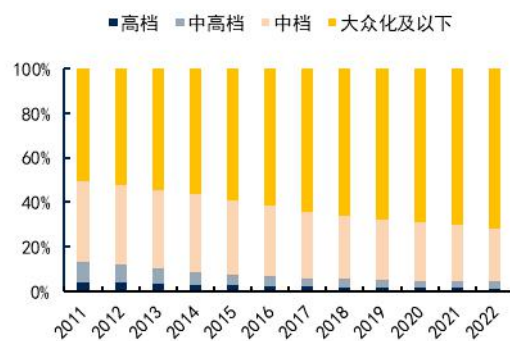
资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图31: 全国购物中心存量项目数量分城市能级占比



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

图32: 全国购物中心存量项目数量分档次占比



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

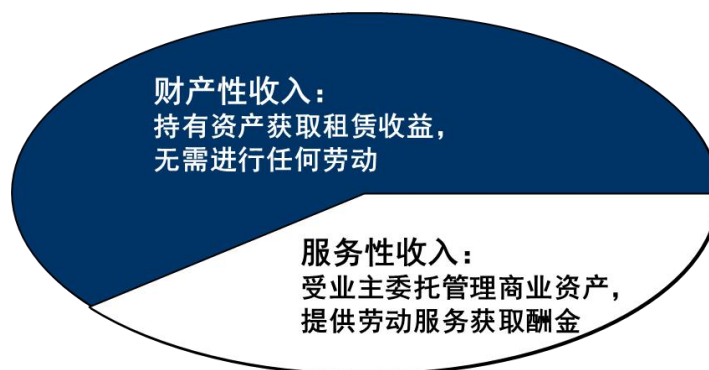
行业空间：2030 年购物中心商业运营服务市场规模有望达到 4351 亿元

购物中心的收入来源主要包括租金、运营收入/管理费、停车费和多种经营收入(如中岛柜出租收入、宣传广告费等)，广义上这些统称为总租金收入。根据我们此前发布的报告《商业地产行业专题报告(三)：轻重模式之辩：冒风险吃有限的肉还是凭实力喝多家的汤?》，购物中心行业空间的合理测算公式为行业总租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比。据此，我们测算 2030 年购物中心行业总租金收入有望达到 1.7 万亿元。

- ◆ **Step1:** 我们以 2022 年社零总额 44.0 万亿元为基数，以 5% 的年复合名义增速估算 2030 年社零总额为 61.9 万亿元。为避免遗漏健身、电影院、KTV、教育等服务类业态创造的租金收入增长空间，预估除餐饮以外的其他服务总额比照社零总额的系数为 25% 并加进社零总额中，即将社零&服务总额定为 1.25 倍的社零总额，则 2030 年社零&服务总额 $\approx 61.9 \times 1.25 = 77.3$ 万亿元。
- ◆ **Step2:** 以商业发展领先城市上海疫情前的购物中心渗透率水平为标杆。上海购物中心销售额对社零总额的渗透率在 2015/2016/2017/2018/2019 年分别为 13.5%/13.7%/13.9%/14.4%/14.9%，明显呈逐年提升的趋势。我们估算 2030 年全国购物中心销售额渗透率有望达到 15%。
- ◆ **Step3:** 以龙头房企旗下购物中心的租售比水平为标杆。虽然典型房企旗下各单体购物中心的销售额差异较大，但是租售比水平还是保持了相对一致，均在 15% 左右的合理水平。鉴于这几家房企在商业地产行业所处的龙头领先地位，具备较强的议价能力，我们估算 2030 年全国购物中心租售比有望实现 15%。
- ◆ **Step4:** 将参数估值代入公式，总租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比 $\approx 77.3 \times 15\% \times 15\% = 1.7$ 万亿元，2030 年购物中心行业有望达到 1.7 万亿元。

目前购物中心仍处于增量发展阶段，通常情况下，房企作为主要的开发商会自持并运营管理购物中心，因此兼具持有者和运营者身份，所获得的收入并未拆分，在财报上体现为总租金收入。但从严格意义上来说，要区分源于资产和源于服务的收入，即持有方的财产性收入，和运营方提供商业运营管理服务的服务性收入。

图33: 购物中心总租金收入需区分财产性收入和服务性收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

商业运营服务的独立开展即意味着将服务性收入从购物中心总租金收入中剥离，势必要明确运营方提供商业运营服务的收费标准，即牵扯到运营者与持有者之间如何分配收入的问题。我们推算，商业运营服务通常收取总租金收入的 25% 左右，据此，我们测算 2030 年购物中心商业运营服务市场规模有望达到 4351 亿元。

竞争格局：头部运营商强者恒强，轻资产赛道仍是广阔蓝海

购物中心行业当前的竞争格局为一超多强、集中度低。头部公司节点管控及招商筹备能力更强，强者恒强。不过，虽然在管面积 CR5 从 2017 年的 17.9% 提升到 2022 年的 21.0%，市场集中度仍处于较低水平。

- ◆ 从增量看，2022 年新开业数量前 5 名公司是万达商管、华润万象生活、龙湖集团、新城控股、爱琴海，市场份额分别为 15.6%、4.3%、4.0%、3.7%、3.1%。
- ◆ 从存量看，截至 2022 年末在管规模前 5 名公司是万达商管、新城控股、华润万象生活、印力、宝龙商业，市场份额分别为 12.5%、3.1%、2.4%、1.6%、1.5%。

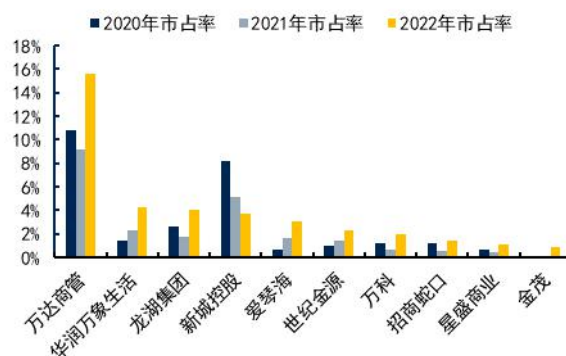
集中度低提升困难主要因为重资产模式下的规模扩张非常受制于公司可支配的资金数量及所储备的土地资源，运营能力强的房企顾虑现金流安全，无法发挥运营优势快速扩张规模。基于此，有运营实力的头部房企以轻资产模式拓展商业规模是双赢的解决方法。在商业 REITs 试点等资产证券化路径打通的预期下，重资产持有方也愿意委托轻资产运营商提升购物中心经营效率，后续轻资产运营商增长空间较大，也能帮助行业实现去芜存菁。

图34: 购物中心运营商 2022 年新开业项目数量 Top10



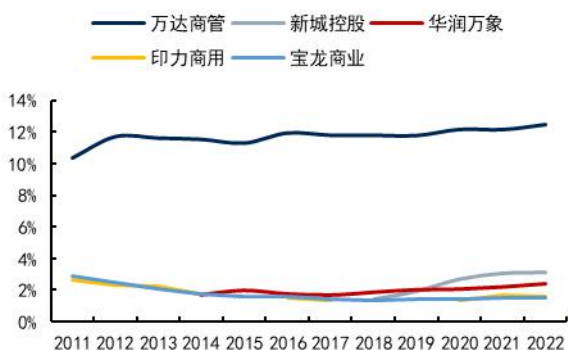
资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

图35: 购物中心运营商近三年新开业项目数量市占率 Top10



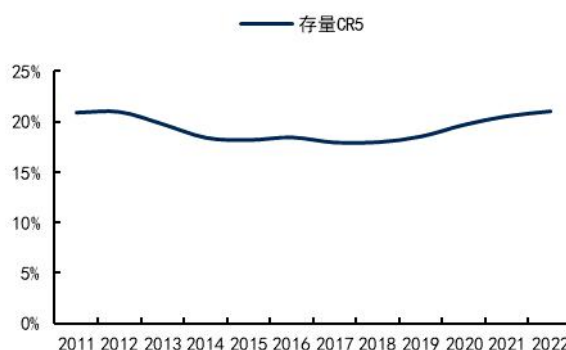
资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

图36: 中国购物中心行业在管面积 Top5 历年市占率



资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

图37: 中国购物中心行业存量在管面积 CR5



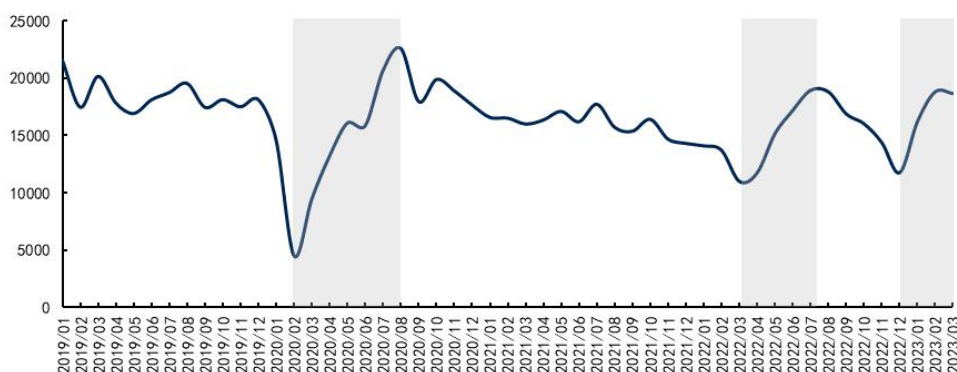
资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

经营表现：业绩回弹力较强，凛冬已过，暖春将至

购物中心的租金收入以客流给商户带来的经营收入为基础。近三年全国购物中心受疫情反复扰动的影响，客流指数持续震荡，但在疫情影响减小后都能快速回弹。随着 2022 年 12 月疫情防控政策优化，线下消费场景限制逐步解除，客流势必将快速恢复，2023 年以来客流指数已经显著回升。

而影响购物中心租金收入的另一大指标空置率，则表现一般滞后于客流 1 个季度到半年。2022 年全国重点 9 城的购物中心平均空置率达 9.7%，创近三年新高。从季度数据看，2022 年四季度，9 城平均空置率上升至 10.8%。分城市看，2022 年仅杭州、武汉空置率对比 2021 年有所下降。相信随着客流恢复，购物中心空置率也会降低，进而带来整体经营状况的好转。

图38: 全国购物中心月度客流指数（其中 2022 年 3-5 月客流数据剔除上海）



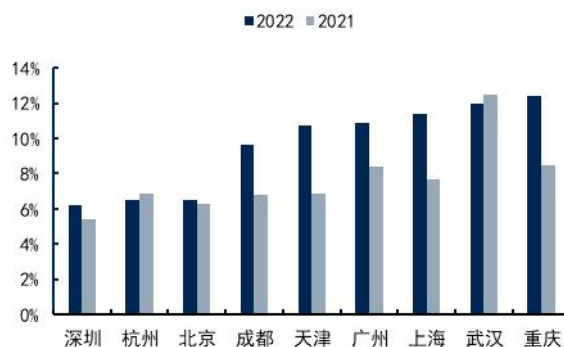
资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

图39: 重点 9 城 2020-2022 年各季度购物中心平均空置率



资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

图40: 重点 9 城各城市 2021-2022 年购物中心空置率



资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

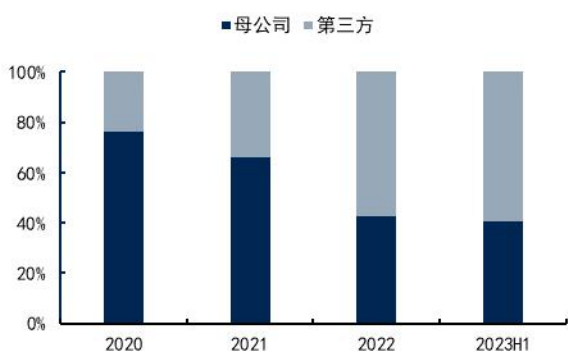
核心优势：央企母公司强托力，商业运营硬实力，社区增值高潜力

央企母公司托力强大，储备大量优质项目

从发展历程可看出，公司依托于母公司华润置地的业务发展而成长。自2020年分拆上市后，公司虽然在收并购及竞标直拓等方面展现了市场化发展能力，使得截至2023H1末的物业总在管面积中第三方占比增至59%，但母公司开发的高质量、高物业费的住宅项目仍是非常重要的规模来源。尤其是在商写运营业务端，公司购物中心已开业面积的86%依然是由母公司贡献。

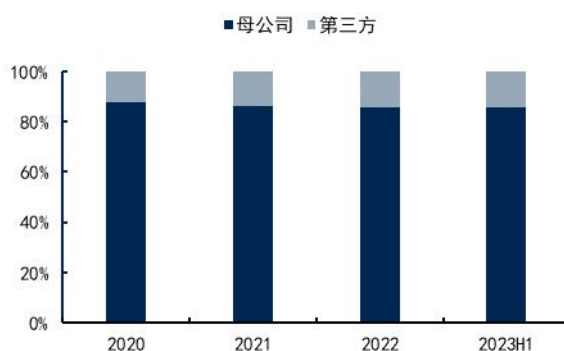
央企母公司的助力一直是公司最坚实的后盾，而华润置地经营稳健，给这份支持又加上了一层金剛罩。在市场寒冬下，华润置地2022年仍实现营业收入2071亿元，同比仅微降2.4%，而归母核心净利润270亿元，同比正增长1.5%。2023H1，仍实现营业收入730亿元，同比微增0.1%；归母核心净利润113亿元，同比+11%。战略端，华润置地确定“十四五”期间“3+1”一体化业务组合模式，将华润万象生活置于重要地位。

图41：公司物业总在管面积中各来源占比



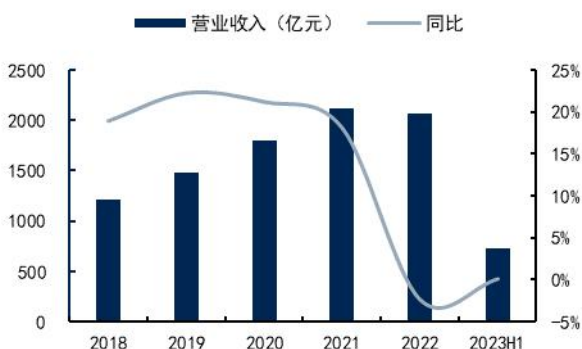
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：公司购物中心已开业面积中各来源占比



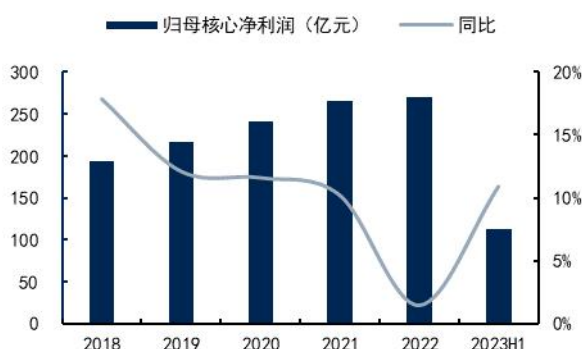
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43：华润置地历年营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44：华润置地历年归母核心净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45: 华润置地“十四五”战略规划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近年来华润置地保持稳健的销售增速和拿地力度，未来能更有力支持公司发展，公司未来住宅物管和商写运管规模增长的确定性有保障。

- ◆ 华润置地开发物业表现领先同行，资金充裕、拿地积极、竣工按时，有效托底：2021年7月以来的行业剧变，反而利好华润置地，2022年签约销售3013亿元，同比微降5%，远好于行业-30%的水平；2023H1销售金额1702亿元，同比+41%，强力回弹，销售排名保持第4，市占率持续提升至2.7%。华润置地还积极拿地，从长期助力公司管理规模增长。2022年，华润置地新增拿地金额1442亿元，以拿地金额/销售金额口径计算的投资强度维持48%；2023H1投资强度高达60%。根据克而瑞数据，2023H1华润置地新增土储价值和货值均排名行业第一。
- ◆ 华润置地投资物业持续投入且回报良好，奠定公司商业品牌口碑和外拓底气：2022年，华润置地投资物业租金收入170亿元，同比-2.4%，但剔除减租影响，实际同比增长10.5%。2023H1，投资物业收入107亿元，同比+41%，迅速修复；其中购物中心租金86亿元，占比维持81%。截至2023H1末华润置地在营购物中心有67个，超85%以上的项目位列当地零售额排名前三。考虑到项目储备充裕，预计2023年以后仍将保持每年10座以上的新开业量。华润置地保持良好的开业节奏和运营状态，充分保障了公司商写运管业务规模。

图46: 华润置地历年开发物业销售金额及同比



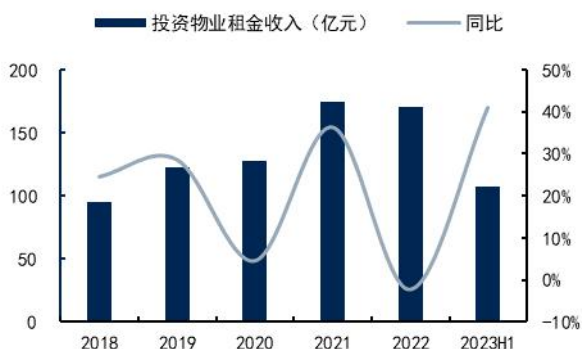
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图47: 华润置地历年拿地金额及拿地强度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48: 华润置地历年投资物业租金收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 华润置地历年购物中心项目存量及增量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

商业运营实力过硬，手握稀缺重奢资源

在管规模行业领先且储备充沛，坚持深耕重点城市提升管理效益

公司在管购物中心规模领先。从存量看，截至 2023H1 末，公司在管购物中心项目达 88 个（包括 3 个分租项目），面积达 952 万 m^2 ，在管面积规模排名行业第 3，仅次于万达商管和新城控股。从增量看，2022 年，公司新开业 15 个购物中心，排名行业第 2，仅次于万达商管。2023H1，公司新开业了 2 个购物中心，下半年计划再新开 10 个，持续扩大在管规模。

公司购物中心储备充沛，待开业量巨大。截至 2023H1 末，公司购物中心合约项目数量为 150 个，合约面积达 1628 万 m^2 。按照购物中心的建造周期为 3-4 年铺排，至 2026 年末储备项目基本建成开业，公司的在管规模至少为当前的 1.7 倍。

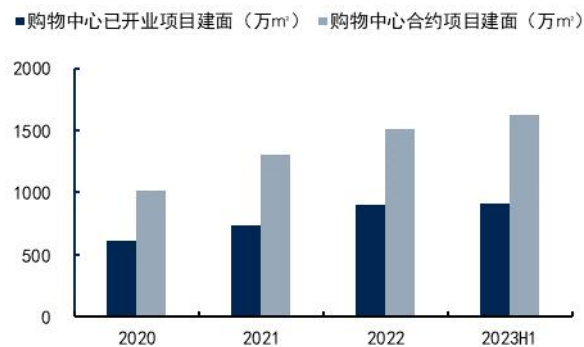
此外，公司坚持深耕重点城市，先发占据高潜地段并增强管理规模效益。2022 年，公司通过第三方外拓成功签约 13 个购物中心，其中一二线城市项目占比 100%。2023H1，公司通过第三方外拓又成功签约 7 个项目，均为一二线城市 TOD 项目。

图50: 公司历年购物中心已开业及合约项目数量



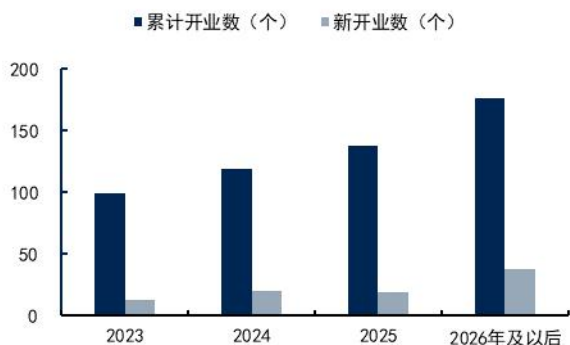
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 公司历年购物中心已开业面积及合约面积



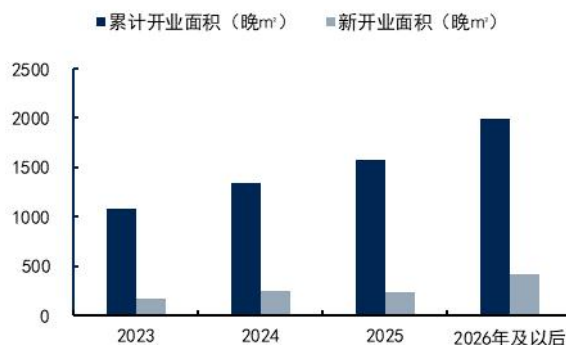
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 公司未来三年购物中心拟开业计划



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图53: 公司未来三年购物中心拟开业面积



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

手握稀缺重奢资源王牌, 品牌梯队完善利于外拓议价

公司手握重奢资源王牌, 高端商业护城河较深。截至 2023H1 末, 公司在营的重奢购物中心项目数量达 12 个, 排名行业第一; 合作国际奢侈品品牌数超过 115 个, 同比+10%; 合作店铺超 470 个, 同比+18%, 保持在行业第一。重奢品牌出于调性要求, 对合作商场的选择非常慎重, 且喜欢抱团入驻, 而公司是国内极少数能与国际顶尖奢侈品牌达成战略合作的开发商, 招商运营抗风险能力进一步提升。

相比大众商场, 重奢购物中心的租金收入增长天花板极高。随着高净值人群数量的快速增长, 中国境内个人奢侈品市场消费额与全国社零总额相比增长弹性更大。以 2012 年前开业的 5 家拥有重奢品牌的万象城为例, 包括深圳万象城 (2004 年开业)、杭州万象城 (2010 年开业)、沈阳万象城 (2011 年开业)、成都万象城 (2012 年开业)、南宁万象城 (2012 年开业), 开业多年来租金仍能不断上涨。

公司稀缺的重奢品牌资源可以转化为商管运营服务的议价能力。公司富有层次的“万象城”、“万象汇”、“万象天地”品牌梯度, 可以助力在管购物中心经营步入成熟期、所在市场的消费能级不断提升时, 循序渐进地引入重奢品牌, 发掘租金收入增长潜力。这一点能充分吸引购物中心持有方, 有助于开展外拓工作。

图54: 中国社会消费品零售总额及同比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图55: 中国境内个人奢侈品市场消费额及同比



资料来源: 贝恩, 国信证券经济研究所整理

图56: 历年典型重奢商场租金收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图57: 历年典型重奢商场租金收入同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

购物中心运营指标堪称业内标杆，人才梯队建设保障管理团队输出

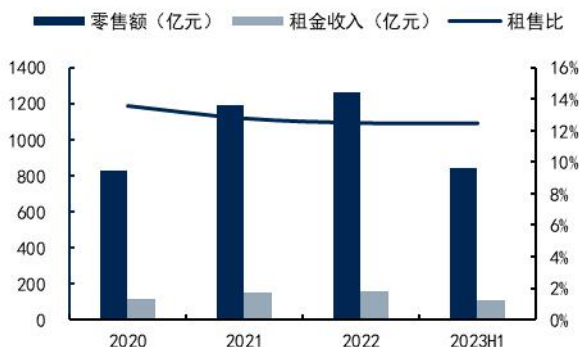
虽受疫情反复和消费疲软影响，全国购物中心经营承压，但公司旗下在管购物中心项目运营状况依旧良好：

- ◆ **租金增长并未过分压榨商户：**2023H1，公司在管购物中心总零售额同比+41%，业主端租金收入同比+52%，租售比为 12.5%，仍在商户可承受范围内。以公司收入/业主端租金收入计算的运营费占比为 13.4%，也在合理范围内。
- ◆ **较高的出租率是项目利润率的基础：**2023H1，公司在管购物中心平均出租率为 96.0%，仍维持在高位；公司在管项目经营利润率（EBITDA Margin）为 67.2%，较往年持续提升。
- ◆ **在管购物中心经营表现远超当地竞争对手：**2023H1，公司 88 个在营项目中，有 37 个项目零售额排名当地市场 Top1，占比 42%；74 个项目零售额排名当地 Top3，占比高达 84%。

如此靓眼的业绩，主要依赖公司过硬的运营实力。

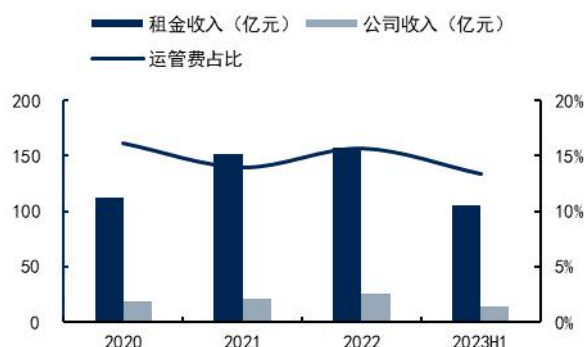
- ◆ **领先的会员管理体系：**公司于 2022 年 5 月发布大会员积分品牌“万象星”，实现置地内全业态、集团内主要业务单元以及外部合作伙伴间的积分通，丰富会员权益，实现跨业态交叉引流。截至 2023H1 末，万象星会员达 3990 万人，较上年末增长 17%。2023H1 万象星积分发放与兑换金额约 7.0 亿元，同比+79%。
- ◆ **商业数字化建设：**成立大数据及智能算法团队，建立数据服务体系，**通过数据驱动决策、管理标准化、客户精准服务**。在会员运营端，发布高净值会员运营关怀工具，探索打造内容社区；在商业经营端，搭建以经营决策为核心的数据平台，打造以用户画像、大数据底层、算法推荐为基础的营销画像平台产品。
- ◆ **人才梯队培养：**成立华润万象生活学习与创新中心，以关键岗位人才供应链建设、员工专业力建设、组织学习力建设为抓手，分层分级建设有梯度有厚度的人才队伍，充分保障规模增长、外拓输出所需的管理团队。商管人才梯队建设包括：门店店总后备培养项目、门店部门负责人后备培养项目、门店专业组长后备培养项目、商业校招生三年成长计划。

图58: 公司在管购物中心租售比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图59: 公司在管购物中心运管费占比



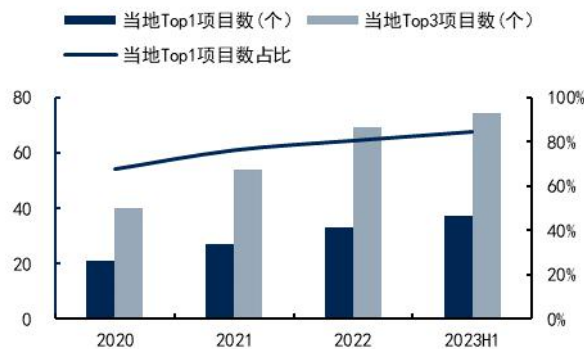
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图60: 公司在管购物中心出租率及经营利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图61: 公司在管购物中心零售额排名当地前三的项目数占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

社区增值服务潜力巨大，拉高住宅物管业务利润率

在传统住宅物管基础服务稳步开展的背景下，公司社区增值服务的渗透率提升，为公司既有在管规模带来了额外收益。2022年，社区增值服务收入达12.6亿元，同比+73%；2023H1，社区增值服务收入为6.3亿元，同比+12%，主要受一米租售业务下行的拖累。2023H1，社区增值服务收入与基础物管服务的收入比值为18%，较2022年23%有所下降；社区增值服务毛利与基础物管服务的毛利比值为38%，远高于收入比值，充分体现了增值服务的利润创造价值。

社区增值服务的成长依赖于高潜业务细分赛道的发力。从子项看，社区增值服务主要聚焦五大业务模块，分别是一米租售、一呼管家、懒人装修、润物直选以及芝麻空间，2023H1收入占社区增值服务总收入的比重分别为38%、18%、21%、11%、12%，较2022全年分别变动了-14%、+4%、+5%、+3%、+1个百分点。除一米租售业务以外，其他四项业务收入2023H1同比增速均较高。尤其是懒人装修业务，是社区增值服务业务发展的主引擎。

图62: 公司历年社区增值服务收入/基础物业服务收入



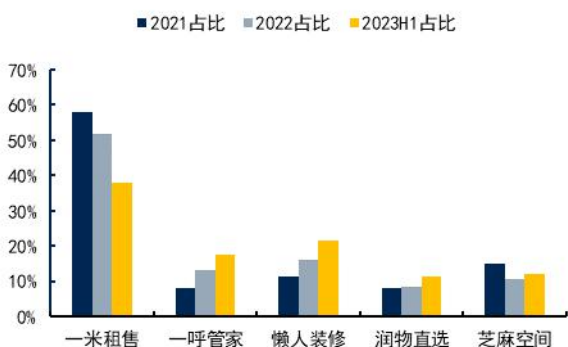
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司历年社区增值服务毛利/基础物业服务毛利



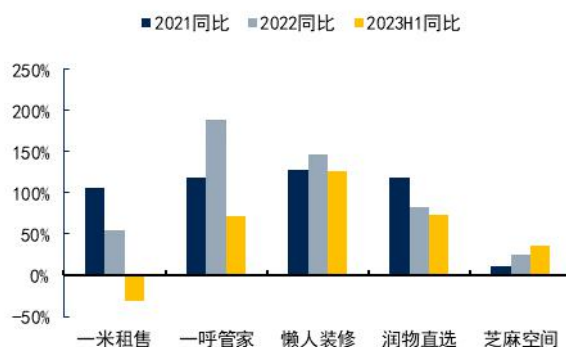
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图64: 公司历年社区增值服务各子项收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图65: 公司历年社区增值服务各子项收入同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

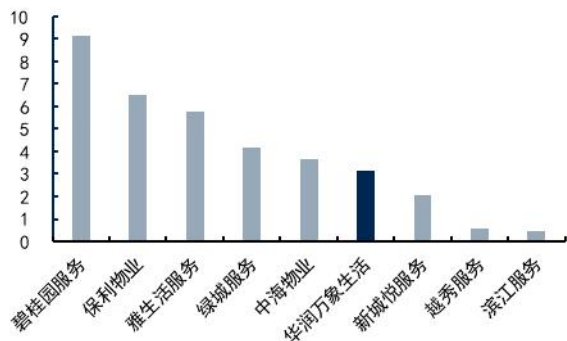
与头部同行相比, 公司住宅物管板块的在管面积规模目前处于中等规模, 但2023H1公司在管面积同比涨幅排名靠前, 考虑到公司资源优势, 发展后劲较足。

2023H1, 公司基础物管和社区增值服务占住宅物管板块收入的比重分别为77%和14%, 带动住宅物管板块的核心收入(即总收入剔除非业主增值服务收入)占比从2021年及以前的85%左右提升至2023H1的91%。公司核心收入占比在同行中排名第一, 充分说明公司不过度依赖增量开发业务, 收入的可持续性高。

此外, 2023H1公司社区增值服务收入/基础物业服务收入的比值(即渗透率)为18%, 虽已较以往年度有很大提升, 但与头部同行相比仍处于中等偏下水平。因此长期来看, 公司社区增值服务在住宅物管项目中的渗透率仍有较大的提升空间。

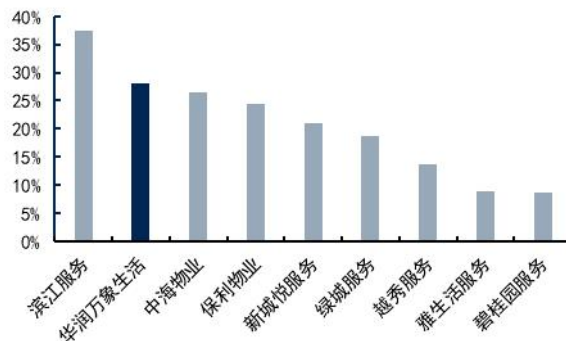
除收入贡献外, 公司社区增值服务的发展也带动住宅物管利润率的提升。与基础物管服务相比, 社区增值服务的毛利率明显高出一截, 因此随着收入占比的提升, 利润贡献也将更为突出。2023H1, 公司社区增值服务毛利率为32.4%, 基础物管服务毛利率为15.6%, 核心业务毛利率为18.2%。与同行相比, 公司社区增值服务毛利率和核心业务毛利率均有较大的提升空间。

图66: 公司住宅物管在管面积 (亿m²) 同行对比, 2023H1



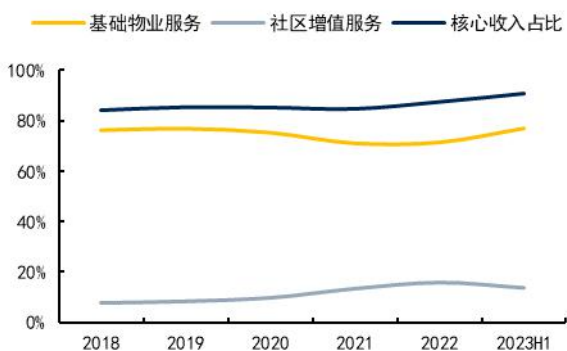
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图67: 公司在管面积同比同行对比, 2023H1



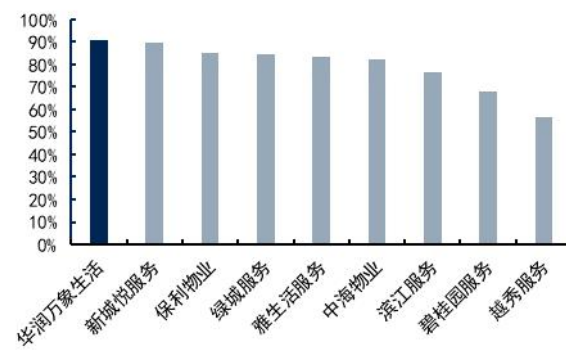
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图68: 公司历年社区增值服务收入及核心收入占比



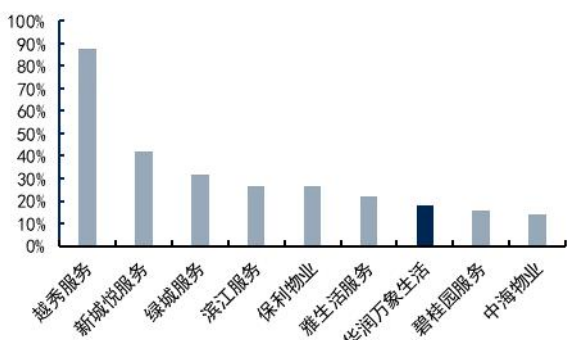
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图69: 公司核心收入占比同行对比, 2023H1



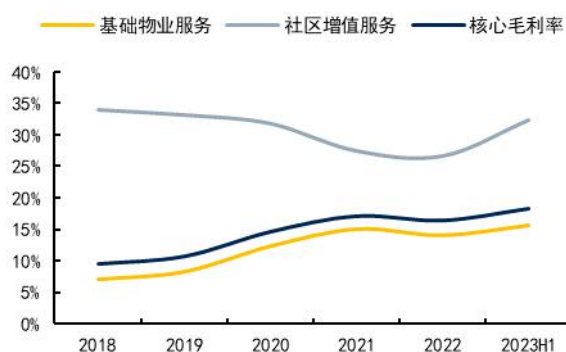
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图70: 公司社区增值服务收入渗透率同行对比, 2023H1



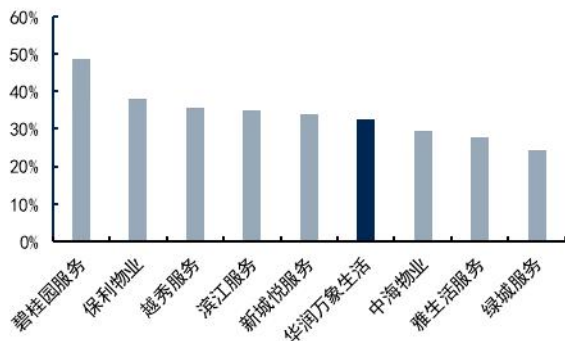
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图71: 公司历年社区增值服务毛利率及核心毛利率



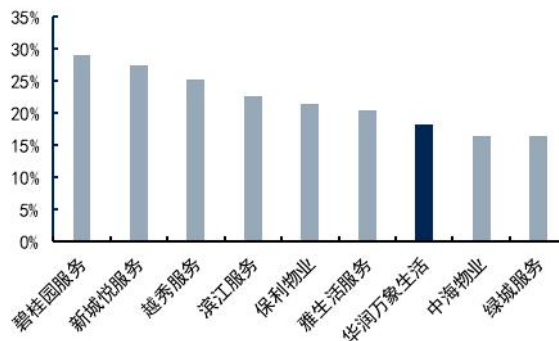
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图72: 公司社区增值服务毛利率同行对比, 2023H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图73: 公司核心毛利率同行对比, 2023H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析: 经营稳健资金充裕, 投资潜力可期

外部环境并未影响公司业绩持续增长, 盈利能力迅速修复

2022年, 即使在疫情扰动下, 公司仍取得了较好的业绩, 营业收入 120.2 亿元, 同比+35%; 归母净利润 22.1 亿元, 同比+28%; 核心净利润 22.3 亿元, 同比+31%。2023H1, 公司实现营业收入 67.9 亿元, 同比+29%; 归母净利润 14.0 亿元, 同比+36%; 核心净利润 14.2 亿元, 同比+37%, 在高基数基础上仍保持高增速。

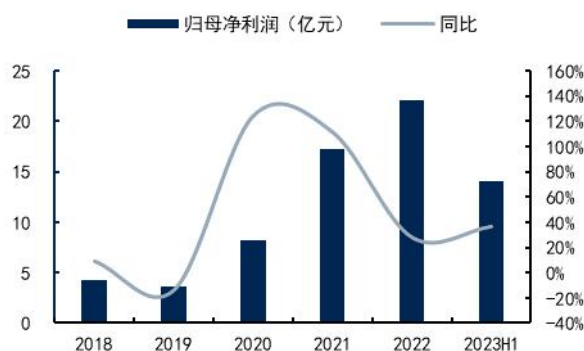
虽然 2022 年公司利润水平短暂受到冲击, 但在疫情结束后, 盈利能力迅速恢复。2023H1, 公司毛利率 33.2%, 较 2022 全年提升 3.1pct; 归母净利率为 20.6%, 较 2022 全年提升 2.3pct; 核心净利率为 20.9%, 较 2022 全年提升 2.4pct。

图74: 公司历年营业收入及同比



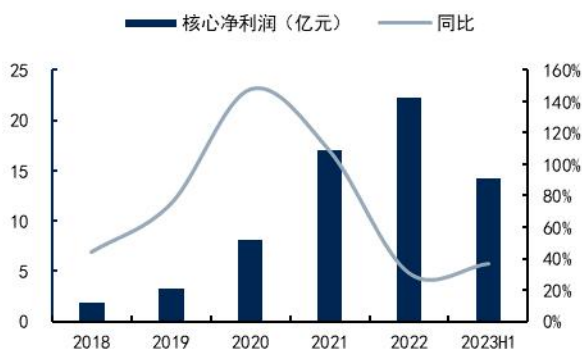
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图75: 公司历年归母净利润及同比



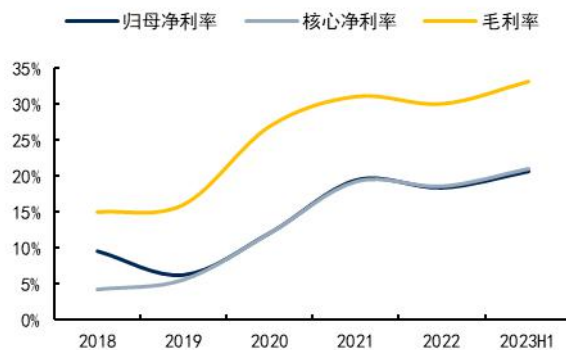
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图76: 公司历年核心净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图77: 公司历年归母净利率、核心净利率、毛利率



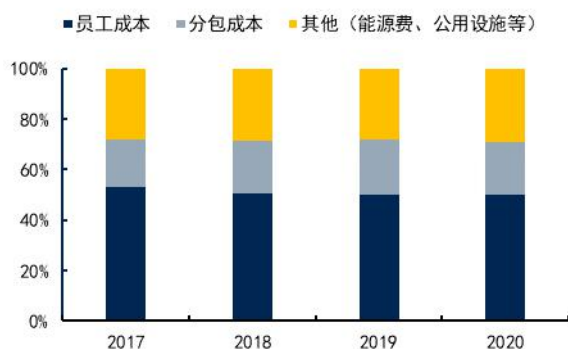
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的利润率主要受营业成本和三费的影响。虽然2021年之后的数据未披露,但从历史数据中能看出,公司的营业成本结构一直保持稳定,员工成本、分包成本和其他成本在营业成本中占比基本上稳定在50%、20%和30%,这是由公司主营业务支出以人力成本为主的经营模式决定。

此外,各项经营费用率的变动也影响了利润率水平,其中管理费用是最大的一项支出,而营销费用和财务费用较小。

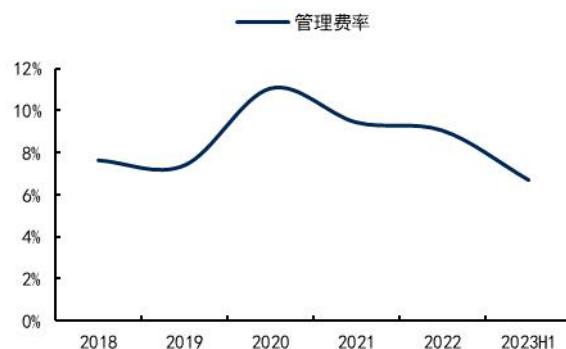
- ◆ **管理费率:** 2023H1, 公司管理费率为6.7%, 较2022全年下降2.4pct, 自2020年以来持续走低。虽然公司业务规模扩大, 但控费增效措施效果显著。
- ◆ **营销费率:** 2023H1, 公司营销费率为1.6%, 较2022全年微升0.3pct, 主要由于公司外拓力度加大, 市场拓展费用增加。
- ◆ **财务费率:** 2023H1, 公司财务费率为0.9%, 较2022全年微升0.2pct, 不过100%是租赁负债利息, 而无银行贷款利息等有息负债支出。

图78: 公司历年营业成本结构



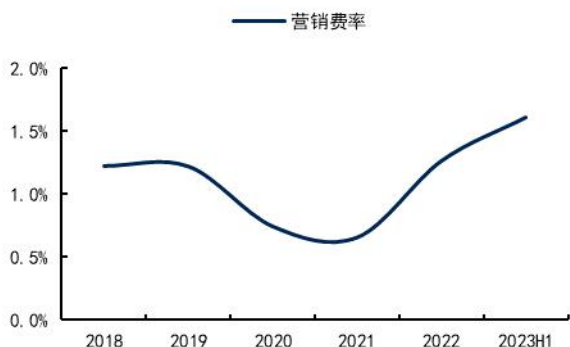
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图79: 公司历年管理费率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图80: 公司历年营销费率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图81: 公司历年财务费率



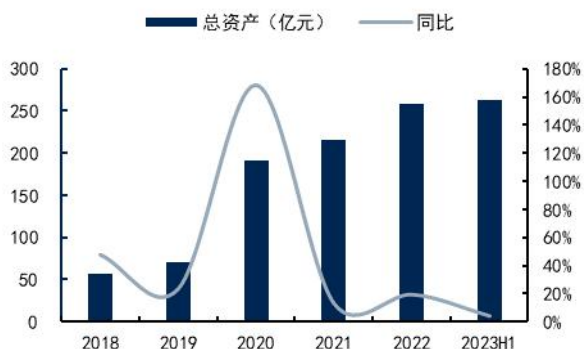
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

负债率低、资产质量健康，资金充裕、投资潜力可期

从资产负债结构看，公司轻资产模式优势凸显。截至 2023H1 末，公司总资产为 264 亿元，较 2022 年末增长 2%；归母净资产 149 亿元，较 2022 年末增长 5%。当然，2020 年的 IPO 融资仍是公司近年来资产跃升的最大助力。截至 2023H1 末，公司流动资产占比高达 71%，其中货币资金占总资产比重 48%，仍保持在超高水平，因此有实力在市场下行期收购估值合理的优质标的。截至 2023H1 末，公司的资产负债率为 43%，较 2022 年末下降 1 个百分点，且其中有息负债占比持续为 0%。

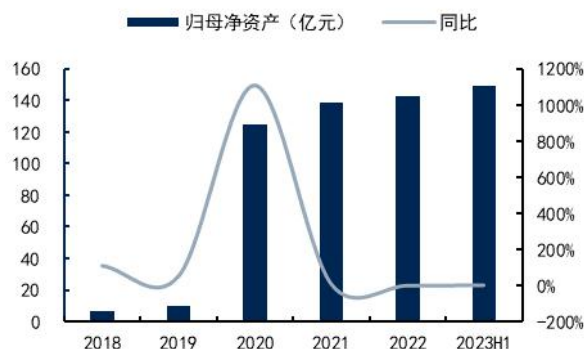
从经营指标看，公司经营健康，回报率高。截至 2023H1 末，公司货币资金为 127 亿元，与 2022 年末持平；2023H1，公司经营产生的净现金流为 10.2 亿元，持续为正；投资活动产生的净现金流为 -0.7 亿元，筹资活动产生的净现金流为 -8.9 亿元；2020 年的股权融资仍是公司历史上最靓丽的现金流入贡献。2023H1，资产周转率年化后为 52%，较往年保持稳定；加权 ROE 年化后为 19%，持续提升。

图82: 公司历年总资产及同比



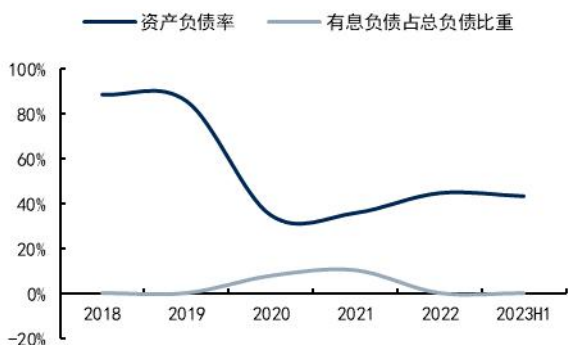
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图83: 公司历年归母净资产及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图84: 公司历年资产负债率及有息负债占比



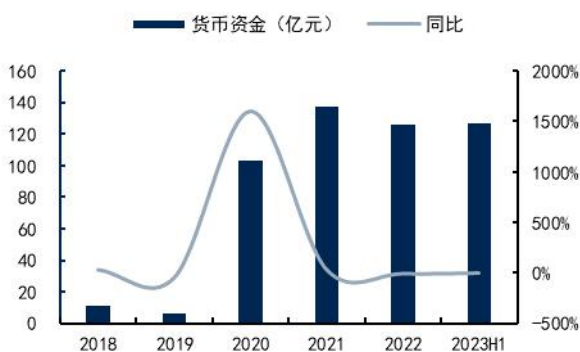
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图85: 公司历年流动资产及货币资金占总资产比重



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图86: 公司历年货币资金及同比



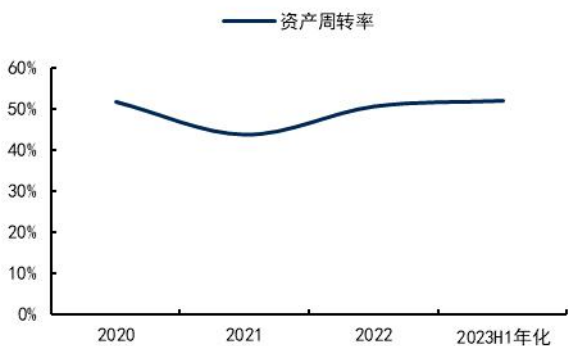
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图87: 公司历年各类活动产生的净现金流



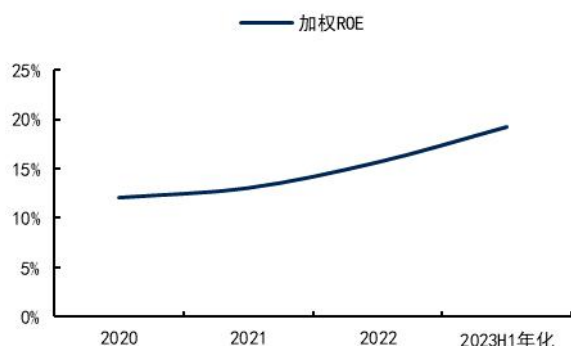
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图88: 公司历年资产周转率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图89: 公司历年ROE (加权)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、公司总营业收入=住宅物管收入+商写运管（购物中心）收入+商管运营（写字楼）收入。我们分别估算各项业务未来三年的收入，得到公司 2023-2025 年总营业收入分别为 152/182/212 亿元：

◆ **住宅物管业务：公司住宅物管业务收入=基础物业服务收入+社区增值服务收入+非业主增值服务。**假设未来三年，收并购项目推进顺利、来自母公司的项目交付节奏平稳、第三方项目投标拓展积极，则预期 2023-2025 年公司住宅物管在管面积为 3.44/4.06/4.67 亿 m²。①考虑到新增项目的收费水平差异，预期 2023-2025 年基础物业服务收入为 76/91/107 亿元。②假设社区增值服务收入与基础物业收入的渗透比例逐步提升，则 2023-2025 年社区增值服务收入为 15/19/24 亿元。③考虑到非业主增值服务与母公司房地产开发规模紧密相关，预期 2023-2025 年非业主增值服务收入稳定在 9.7/9.7/9.7 亿元。④将三项子业务收入加总，预期公司住宅物管业务 2023-2025 年收入为 101/120/141 亿元。

◆ **商写运管（购物中心）业务：公司商写运管（购物中心）收入=商业运营服务收入+物业管理及其他服务收入+商业分租服务收入。**假设未来三年来自母公司的购物中心项目开业节奏平稳、轻资产外拓项目推进积极，预期 2023-2025 年公司购物中心在管面积为 1086/1335/1570 万 m²。①考虑购物中心计划开业量和已开业购物中心的经营提升，预期 2023-2025 年商业运营服务收入为 22/28/35 亿元。②根据购物中心在管面积增速，预期 2023-2025 年物业管理及其他服务收入为 4.3/5.2/5.9 亿元。③考虑既有分租项目的经营改善，预期 2023-2025 年商业分租服务收入为 5.9/6.7/7.4 亿元。④将三项业务收入加总，预期公司商写运管（购物中心）业务 2023-2025 年收入为 32/40/48 亿元。

◆ **商写运管（写字楼）业务：公司商写运管（写字楼）收入=商业运营服务收入+物业管理及其他服务收入。**假设未来三年公司写字楼合约项目落成节奏平稳，同时运营面积/物管面积比例保持一定，则预期 2023-2025 年公司写字楼在管运营面积为 180/190/200 万 m²，在管物管面积 1200/1300/1400 万 m²。①根据在管运营面积增速，预期 2023-2025 年商业运营服务收入为 1.5/1.6/1.7 亿元。②根据在管物管面积增速，预期 2023-2025 年物业管理及其他服务收入为 18.3/19.8/21.4 亿元。③将两项子业务收入加总，预期公司 2023-2025 年商写运管（写字楼）收入为 19.8/21.5/23.1 亿元。

2、公司总毛利润=住宅物管毛利润+商写运管（购物中心）毛利润+商管运营（写字楼）毛利润。我们分别对各项业务的毛利率做出假设，得到公司 2023-2025 年毛利率分别为 32.2%/33.2%/34.1%，毛利润分别为 49/60/72 亿元：

◆ **住宅物管业务：**①伴随高毛利新楼盘的注入和管理效能的提升，预期基础物业服务毛利率将逐渐增长并向行业平均水平靠拢，预期 2023-2025 年分别为 15.0%/15.5%/16.0%。②随着社区增值服务渗透率的提升和管理经验的积攒，社区增值服务毛利率逐渐提高，预期 2023-2025 年分别为 32.0%/32.5%/33.0%。③预期 2023-2025 年非业主增值服务毛利率始终维持在 38%。④将三项子业务毛利润加总，则公司 2023-2025 年住宅物管毛利率分别为 19.8%/20.0%/20.4%，毛利润分别为 20/24/29 亿元。

- ◆ **商写运管（购物中心）业务：**①预期商业运营服务毛利率 2023-2025 年分别为 72.0%/74.0%/75.0%。②预期物业管理及其他服务毛利率 2023-2025 年分别为 60.0%/61.0%/62.0%。③预期商业分租服务毛利率未来三年稳定在 68.5%。④将三项子业务毛利润加总，则公司 2023-2025 年商写运管（购物中心）毛利率分别为 69.7%/71.4%/72.4%，毛利润分别为 22/28/35 亿元。
- ◆ **商写运管（写字楼）业务：**①预期商业运营服务毛利率 2023-2025 年分别为 75.0%/76.0%/77.0%。②预期物业管理及其他服务毛利率 2023-2025 年分别为 32.0%/33.0%/34.0%。③将两项子业务毛利润加总，则公司 2023-2025 年商写运管（写字楼）毛利率分别为 35.3%/36.2%/37.2%，毛利润分别为 7.0/7.8/8.6 亿元。

表3: 公司未来三年各项业务预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
基础物业服务收入：亿元	55.7	75.8	91.4	107.5
收入增速	47.7%	36.0%	20.7%	17.6%
基础物业服务毛利率	14.0%	15.0%	15.5%	16.0%
毛利润：亿元	7.8	11.4	14.2	17.2
社区增值服务收入：亿元	12.6	15.2	19.2	23.6
收入增速	73.3%	20.7%	26.7%	23.2%
社区增值服务毛利率	26.6%	32.0%	32.5%	33.0%
毛利润：亿元	3.3	4.8	6.2	7.8
住宅物管				
非业主增值服务收入：亿元	9.7	9.7	9.7	9.7
收入增速	19.7%	0.0%	0.0%	0.0%
非业主增值服务毛利率	36.5%	38.0%	38.0%	38.0%
毛利润：亿元	3.6	3.7	3.7	3.7
住宅物管总收入：亿元	78.0	100.7	120.4	140.9
总收入增速	46.9%	29.0%	19.6%	17.0%
住宅物管总毛利率	18.9%	19.8%	20.0%	20.4%
总毛利润：亿元	14.7	19.9	24.1	28.7
商写运管（购物中心）				
购物中心收入：亿元	24.8	31.7	39.9	48.4
收入增速	16.5%	27.7%	25.9%	21.2%
购物中心毛利率	62.4%	69.7%	71.4%	72.4%
毛利润：亿元	15.5	22.1	28.5	35.0
商写运管（写字楼）				
写字楼收入：亿元	17.3	19.8	21.4	23.1
收入增速	20.7%	14.3%	8.3%	7.8%
写字楼毛利率	34.1%	35.3%	36.2%	37.2%
毛利润：亿元	5.9	7.0	7.8	8.6
合计				
公司总收入：亿元	120.2	152.2	181.7	212.4
收入增速	35.4%	26.6%	19.4%	16.9%
公司总毛利率	30.1%	32.2%	33.2%	34.1%
毛利润：亿元	36.1	49.0	60.4	72.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

- 3、随着管理规模效益体现、数字化运营成效显现，预计公司管理费率逐年降低，预计公司 2023-2025 年管理费用/营业收入分别为 8.5%/7.5%/7.0%。
- 4、随着公司品牌声誉提升和外拓力度加大的对冲，预计公司营销费率逐年降低，预计公司 2023-2025 年营销费用/营业收入分别为 1.6%/1.5%/1.3%。
- 5、预计公司未来三年所得税税率均为 25.0%。

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件,我们得到公司 2023-2025 年营业收入分别为 152/182/212 亿元,2023-2025 年归母净利润分别为 28.2/36.5/45.1 亿元,对应每股收益分别为 1.24/1.60/1.98 元。

表4: 公司未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12016	15216	18173	21235
营业成本 (百万元)	8405	10315	12135	14004
管理费用 (百万元)	1091	1293	1363	1486
销售费用 (百万元)	151	243	273	276
营业利润 (百万元)	2771	3774	4884	6039
归母净利润 (百万元)	2206	2821	3651	4514
每股收益 (元)	0.97	1.24	1.60	1.98
ROE	15.7%	18.7%	21.7%	23.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司以物业管理和商业运营为主业,营收增速和利润水平决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 在乐观情况下,公司营收及利润水平均不同程度好于预期; 2) 在悲观情况下,公司营收及利润水平均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下,公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.2/36.5/45.1 亿元,对应每股收益分别为 1.24/1.60/1.98 元。

表5: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)

乐观预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8875	12016	15536	18857	22352
(+/-%)	30.9%	35.4%	29.3%	21.4%	18.5%
归母净利润 (百万元)	1725	2206	3326	4312	5363
(+/-%)	110.9%	27.9%	50.7%	29.7%	24.4%
每股收益 (元)	0.76	0.97	1.46	1.89	2.35
中性预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8875	12016	15216	18173	21235
(+/-%)	30.9%	35.4%	26.6%	19.4%	16.9%
归母净利润 (百万元)	1725	2206	2821	3651	4514
(+/-%)	110.9%	27.9%	27.9%	29.4%	23.6%
每股收益 (元)	0.76	0.97	1.24	1.60	1.98
悲观预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8875	12016	14896	17501	20155
(+/-%)	30.9%	35.4%	24.0%	17.5%	15.2%
归母净利润 (百万元)	1725	2206	2335	3031	3734
(+/-%)	110.9%	27.9%	5.9%	29.8%	23.2%
每股收益 (元)	0.76	0.97	1.02	1.33	1.64

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理股价区间。

绝对估值：每股价值为 31.4 港元，较当前股价有 5% 的空间

未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	35.4%	26.6%	19.4%	16.9%	14.2%	12.5%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%
营业成本/营业收入	69.9%	67.8%	66.8%	65.9%	65.8%	65.5%	65.5%	65.5%	65.5%	65.5%	65.5%
管理费用/营业收入	9.1%	8.5%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
销售费用/营业收入	1.3%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
所得税税率	23.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比率	45.8%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.08	T	25.00%
无风险利率	2.65%	Ka	10.21%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价（人民币）	27.00	Ke	10.21%
发行在外股数（百万）	2283	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万人民币)	61628	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万人民币)	0	WACC	10.21%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	0.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

根据公司轻资产、商业模式稳定、行业成熟可持续的业务特点，我们采用 FCFF 现金流折算法对公司进行估值。WACC 取 10.21%，永续增长率取 0.0%，其他相关数据见上文分析。据此估算出公司绝对估值为 646 亿元，折合每股价值为 28.3 元，对应 31.4 港元，较当前股价有 5% 的空间。

表8：FCFF 现金流折算法计算简表（单位：百万元）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	3364	4402	5468	6122	6970	7684	8313	8822	9181	9368	
所得税税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
EBIT*(1-所得税税率)	2523	3301	4101	4591	5228	5763	6234	6616	6886	7026	
折旧与摊销	292	312	335	363	396	432	471	514	561	611	
营运资金的净变动	494	605	581	780	583	472	325	155	-29	-218	
资本性投资	-200	-225	-250	-275	-300	-325	-350	-375	-400	-425	
FCFF	3109	3993	4767	5460	5906	6341	6681	6911	7018	6995	68508
PV(FCFF)	3109	3623	3925	4079	4004	3900	3728	3499	3224	2916	28560
FCFF 法计算结果											64567

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析：假设 WACC 上升至 12.0% 且永续增长率维持在 0.0%，公司绝对估值折合每股价值为 23.9 元，对应 26.6 港元，较当前股价有 -11% 的空间。假设 WACC 下降至 8.0% 且永续增长率提升至 1.5%，公司绝对估值折合每股价值为 41.2 元，对应 45.8 港元，较当前股价有 53% 的空间。

表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC			
		8.00%	9.00%	10.21%	12.00%
永续增长率	0.0%	36.4	32.2	28.3	23.9
	0.5%	37.8	33.2	29.0	24.4
	1.0%	39.4	34.4	29.8	24.9
	1.5%	41.2	35.7	30.7	25.4

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

相对估值: 每股价值为 35.5 港元, 较当前股价有 18%的空间

公司是市场稀缺的既有央企背书、商业规模大、产品定位高的物管兼商管标的。当前在港股上市的同行公司中, 物管公司包括保利物业、中海物业、万物云、绿城服务、碧桂园服务、新城悦服务等, 物管兼商管公司有宝龙商业, 纯商管公司有星盛商业。但放眼市场, 也难以找到母公司实力、经营规模、商业运营能力均能与公司匹敌的标的, 公司值得高于同行的估值水平。

- ◆ **股权背景:** 自 2021 年 7 月起, 多家民营房企陆续暴雷, 民企背景的物管公司受到母公司或者兄弟公司的拖累, 不免风波迭起。而国央企或者混合制背景的保利物业、中海物业、万物云、绿城服务则经营稳健, 也获得了市场的认可。华润万象生活将受益于行业格局改善, 市占率和利润率水平都有提升空间。
- ◆ **业务范围:** 根据我们上文中对物管和商管业务的分析, 纯物管公司的盈利能力不及商管公司。而除华润万象生活外, 目前已上市的商管公司宝龙商业、星盛商业均为民企, 商业经营规模均较小, 品牌梯队打造也较弱。而华润万象生活, 不仅收入利润规模全面碾压, 还手握稀缺重奢商场资源, 商管业务护城河较深。
- ◆ **经营规模:** 公司营业收入虽然当前弱于碧桂园服务、万物云、绿城服务和保利物业, 但净利润水平已经远超一众同行。考虑到储备项目充裕, 公司未来业绩增长的确性十足, 公司市值也遥遥领先于同行。

表10: 在港上市物管及商管公司简介及主要财务指标 (单位: 亿人民币)

公司代码	公司名称	公司简介	2022 年营业收入	2022 年毛利率	2022 年净利润	2022 年总资产总市值 (2023. 11. 16)	
6049. HK	保利物业	物管公司, 央企背景	136.9	18.8%	11.1	131.1	152.8
2669. HK	中海物业	物管公司, 央企背景	113.3	15.9%	11.4	90.4	205.0
2602. HK	万物云	物管公司, 混合制背景	301.1	14.1%	15.1	369.1	257.7
2869. HK	绿城服务	物管公司, 混合制背景	148.7	16.2%	5.5	168.5	93.5
6098. HK	碧桂园服务	物管公司, 民企背景	414.2	24.8%	19.4	700.8	229.7
1755. HK	新城悦服务	物管公司, 民企背景	51.9	25.8%	4.2	61.5	31.6
9909. HK	宝龙商业	物管&商管公司, 民企背景	25.6	32.7%	4.4	52.1	17.3
6668. HK	星盛商业	纯商管公司, 民企背景	5.8	55.7%	1.5	21.4	11.2
1209. HK	华润万象生活	物管&商管公司, 央企背景	120.4	30.1%	22.1	258.4	629.1

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上分析, 结合这些港股物管和商管上市公司当前股价及 2023-2025 年 Wind 一致预期口径的 EPS, 我们看到同为非民企背景的保利物业、中海物业、万物云、绿城服务明显能斩获较高的估值水平。考虑到华润万象生活兼具央企背景、管理规模、盈利优势, 在商管领域的不凡表现和业绩潜力值得更高的估值。

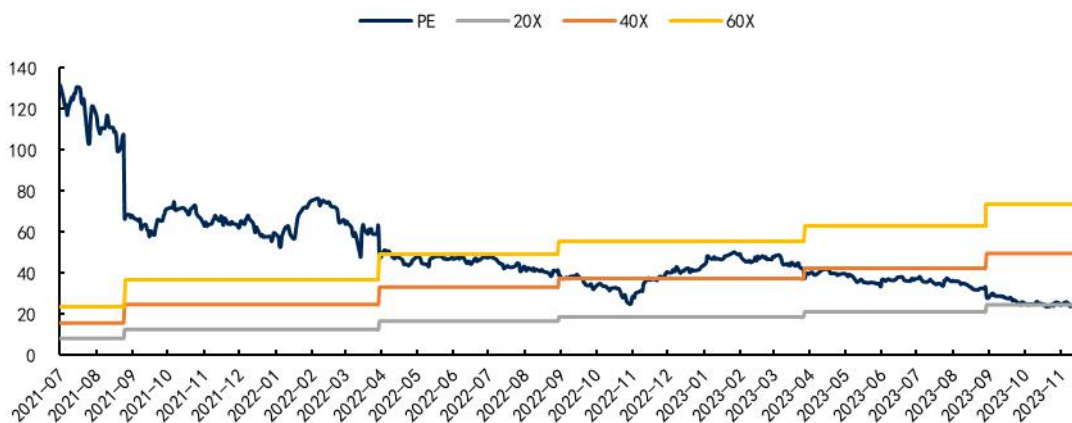
从公司历年 PE 走势及 PE-Band 看, 目前估值水平处于历史绝对低位。综合考虑公司的比较优势及业绩成长性, 假设公司 2024 年动态 PE 为 20 倍, 结合 2024 年 EPS 为 1.60 元, 公司每股价值为 32.0 元, 对应 35.5 港元, 较当前股价有 18%的空间。

表11: 同行公司估值比较

证券简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
保利物业	27.05	2.49	3.04	3.65	10.9	8.9	7.4
中海物业	6.11	0.47	0.60	0.75	13.1	10.2	8.1
万物云	21.42	1.65	2.05	2.51	13.0	10.4	8.5
绿城服务	2.84	0.22	0.27	0.32	13.0	10.5	8.8
碧桂园服务	6.73	1.08	1.23	1.38	6.3	5.5	4.9
新城悦服务	3.56	0.66	0.76	0.84	5.4	4.7	4.2
宝龙商业	2.64	0.76	0.83	0.89	3.5	3.2	3.0
星盛商业	1.08	0.18	0.21	0.24	6.0	5.2	4.5
剔除民企后的均值					12.5	10.0	8.2
华润万象生活	27.00	1.24	1.60	1.98	21.8	16.9	13.7

资料来源: Wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理预测

图90: 公司历年 PE-TTM 估值水平及 PE-Band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

公司资源能力兼备，商管物管同辉。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 31.4-35.5 港元，较当前股价有 5%-18% 的空间。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.2/36.5/45.1 亿元，对应每股收益分别为 1.24/1.60/1.98 元，对应当前股价 PE 分别为 21.8/16.9/13.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、永续增长率、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.65%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

2、永续增长率对公司估值有影响，我们在计算时假设永续增长率为 0.0%，可能存在所在行业整体规模收缩、竞争格局恶化等情况从而导致公司估值高估的风险；

3、我们在进行相对估值时选取了比当前港股物管和商管上市公司更高的估值水平作为参考，存在公司较同行实际优势不及预期从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、营业成本、管理费用、销售费用、研发费用等因素的假设。我们根据综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准的可能。

- ◆ 我们对公司营业收入增长率的假设，可能存在对市场回暖速度及业务恢复进展偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们对公司各项营业成本及费率的假设，可能存在对运营效率的提升偏乐观、进而低估成本支出导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司收并购项目能够顺利与公司管理体系融合，由于披露信息有限，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

- ◆ 市场环境风险：公司业务与中国宏观经济环境紧密相关。中国经济增速放缓或社会、政治及其他因素导致地产行业、消费市场下行或波动，可能对公司的业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。
- ◆ 规模扩张风险：公司的扩张计划依赖于增加现有及新市场所管理的物业面积，包括华润置地及华润集团或第三方开发商所开发的物业。然而，扩张计划未必顺利，与第三方的合作未必持久，且未必能收回相关的成本。
- ◆ 成本上涨风险：公司经营成本中员工成本及分包成本占比较高。平均工资上涨、员工人数增加等多项因素都会产生成本上涨的压力。倘无法实现对经营成本的管控，公司盈利能力和财务状况将受到冲击。
- ◆ 业务流失风险：已签约项目可能不续约。消费及投资此前受疫情扰动时间过长，部分商户或因经营资金压力退租，签约以及入驻办公楼的租户也可能减少。
- ◆ 应收账款回收风险：倘若业主或者租户的经营及流动资金状况恶化，公司可能面临住宅物管及商写运管业务应收账款的收款风险。
- ◆ 新业务拓展风险：公司拓展住宅物管社区增值服务业务的过程中，若新服务及产品类别的成本和开支超出预期而回报较低，可能给公司带来严重亏损。

- ◆ 品牌声誉风险：公司未必能继续成功维持、保护及提升品牌美誉度，任何关于公司管理、业务、合作伙伴、消费者满意度的负面报道均可能对公司的声誉、业务、经营业绩及增长造成重大不利影响。
- ◆ 财务风险：不排除因为财务管理不当导致公司存在流动性问题的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13698	12593	14735	17442	20599	营业收入	8875	12016	15216	18173	21235
应收款项	1965	2968	3335	3933	4538	营业成本	6117	8405	10315	12135	14004
存货净额	138	148	182	214	248	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	229	130	165	197	230	销售费用	58	151	243	273	276
流动资产合计	16030	15839	18416	21786	25614	管理费用	840	1091	1293	1363	1486
固定资产	527	569	596	628	662	财务费用	(301)	(337)	(410)	(483)	(571)
无形资产及其他	215	3377	3258	3140	3021	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	4819	6051	6051	6051	6051	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2	其他收入	85	65	0	0	0
资产总计	21592	25838	28323	31606	35349	营业利润	2246	2771	3774	4884	6039
短期借款及交易性金融负债	801	0	0	0	0	营业外净收支	90	135	0	0	0
应付款项	1100	1636	2032	2430	2846	利润总额	2337	2906	3774	4884	6039
其他流动负债	4178	6403	6936	7806	8642	所得税费用	610	693	943	1221	1510
流动负债合计	6079	8040	8968	10236	11488	少数股东损益	1	7	9	12	15
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1725	2206	2821	3651	4514
其他长期负债	1624	3473	3473	3473	3473						
长期负债合计	1624	3473	3473	3473	3473	现金流量表(百万元)					
负债合计	7703	11512	12440	13708	14960	净利润	1725	2206	2821	3651	4514
少数股东权益	1	46	51	58	66	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	13888	14280	15831	17840	20322	折旧摊销	122	235	292	312	335
负债和股东权益总计	21592	25838	28323	31606	35349	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(301)	(337)	(410)	(483)	(571)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1803)	2464	494	605	581
每股收益	0.76	0.97	1.24	1.60	1.98	其它	2247	(3014)	5	7	8
每股红利	0.28	0.44	0.56	0.72	0.89	经营活动现金流	2290	1891	3612	4575	5439
每股净资产	6.08	6.26	6.94	7.82	8.90	资本开支	(389)	(277)	(200)	(225)	(250)
ROIC	12%	12%	17%	21%	28%	其它投资现金流	3848	0	0	0	0
ROE	13%	16%	19%	22%	24%	投资活动现金流	1419	(1064)	(200)	(225)	(250)
毛利率	31%	30%	32%	33%	34%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	22%	24%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	22%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(628)	(1010)	(1270)	(1643)	(2031)
收入增长	31%	35%	27%	19%	17%	其它融资现金流	1138	(3716)	0	0	0
净利润增长率	111%	28%	28%	29%	24%	融资活动现金流	(322)	(1936)	(1270)	(1643)	(2031)
资产负债率	36%	45%	44%	44%	43%	现金净变动	3386	(1105)	2142	2707	3157
息率	1.0%	1.6%	2.1%	2.7%	3.3%	货币资金的期初余额	10312	13698	12593	14735	17442
P/E	35.7	27.9	21.8	16.9	13.7	货币资金的期末余额	13698	12593	14735	17442	20599
P/B	4.4	4.3	3.9	3.5	3.0	企业自由现金流	0	4226	3109	3993	4767
EV/EBITDA	35	28	20	16	13	权益自由现金流	0	767	3416	4355	5195

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032