

# 华润万象生活 (01209.HK)

## 在管购物中心突破百座，经营优势料将持续扩大

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 房地产 · 房地产服务

### ◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040006
证券分析师:	王粤雷	0755-81981019	wangyuele@guosen.com.cn	执证编码: S0980520030001
证券分析师:	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码: S0980522100002

### 事项:

根据公司官媒信息, 2023年12月24日, 华润万象生活运营的第100座购物中心——昆明万象城正式开业。至此, 历经近20年耕耘与发展, 华润万象生活正式迈入“百MALL”时代新里程。

**国信地产观点:** 1) 公司在管购物中心项目数量突破百座, 规模持续扩张为公司业绩增长提供强有力的保障。2) 公司在管购物中心运营状况良好, 经营端的比较优势将随着规模增长进一步放大。3) 维持盈利预测, 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18.8/14.5/11.8倍, 维持“买入”评级。4) 风险提示: 第三方外拓进展慢导致在管规模扩张不及预期; 消费复苏迟缓导致购物中心收入不及预期; 经营成本上涨导致利润率不及预期。

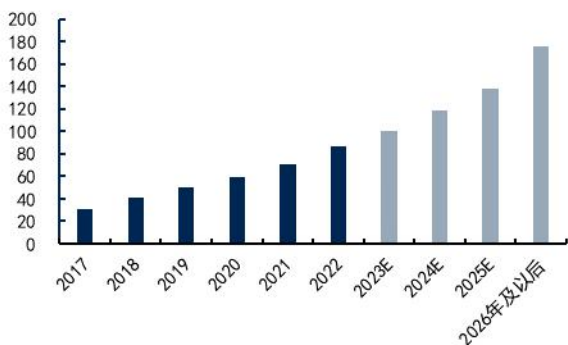
### 评论:

#### ◆ 公司在管购物中心项目数量突破百座, 规模持续扩张为公司业绩增长提供强有力的保障

随着昆明万象城的正式开业, 公司已累计进驻53城, 在营购物中心项目数量达到100座。单在2023年, 公司就新进入兰州、长春、宜宾、昆明4个城市, 新开购物中心12座。购物中心是公司的利润贡献主力, 收入提升将有效助力公司业绩增长。2023上半年, 公司总营收为67.9亿元, 其中购物中心收入占比为21%, 而毛利润占比高达45%, 主要因为购物中心毛利率为72%, 远超写字楼业务的38%和住宅物管的20%。

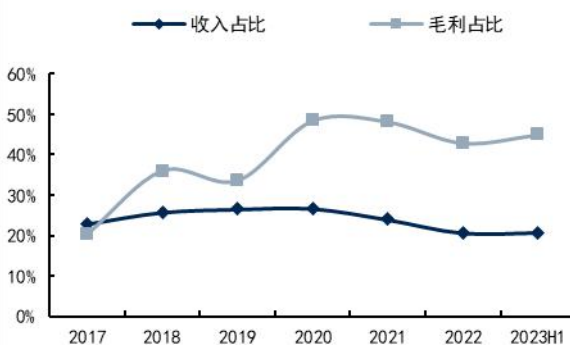
公司购物中心在管规模的快速扩张主要得益于储备资源充沛。截至2023上半年末, 公司购物中心合约项目数为150个, 按照已有储备项目及预期新拓项目的开业计划铺排, 至2026年末, 在管项目数量约为当前的1.8倍, 购物中心业务的运营收入和利润增长空间巨大。

图1: 公司在管购物中心项目数量 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司购物中心业务收入及毛利占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司在管购物中心运营状况良好，经营端的比较优势将随着规模增长进一步放大

虽受需求疲软影响，消费市场承压，但公司在管购物中心运营状况良好。考虑到公司 78% 的在管购物中心项目来自于母公司华润置地，2023 年 1-11 月，华润置地投资物业租金收入（2022 年加回减租）同比+22%，单月增速表现也始终优于全国社零总额同比。与同类型商业相比，2023 上半年，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%。

公司较强的经营实力不仅仅来自于手握稀缺重奢资源、高端商业护城河较深，因为截至 2023 年末，公司在管的 100 个购物中心中重奢项目只有 13 个（已排名行业第 1），大部分项目仍属于非重奢。我们认为，公司经营端的比较优势是基于近 20 年的商业管理经验逐渐形成的，包括坚持深耕重点城市提升管理效益、完善品牌梯队助力外拓议价、搭建人才梯队保障管理团队输出。随着在管规模的不断增长，公司购物中心的合作品牌更多、覆盖客群更广、运营经验越足、持有方认可度提高，形成良性循环。

图3: 全国社零总额单月值及当月同比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图4: 母公司华润置地投资物业收入单月值及当月同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

公司在管购物中心突破百座，经营优势料将持续扩大。维持此前的盈利预测，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 18.8/14.5/11.8 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

第三方外拓进展慢导致在管规模扩张不及预期；消费复苏迟缓导致购物中心收入不及预期；经营成本上涨导致利润率不及预期。

相关研究报告：

《华润万象生活（01209.HK）-资源能力兼备，商管物管同辉》——2023-11-20

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	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
<b>流动资产合计</b>	<b>16030</b>	<b>15839</b>	<b>18416</b>	<b>21786</b>	<b>25614</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>21592</b>	<b>25838</b>	<b>28323</b>	<b>31606</b>	<b>35349</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>2337</b>	<b>2906</b>	<b>3774</b>	<b>4884</b>	<b>6039</b>
其他流动负债	4178	6403	6936	7806	8642	所得税费用	610	693	943	1221	1510
<b>流动负债合计</b>	<b>6079</b>	<b>8040</b>	<b>8968</b>	<b>10236</b>	<b>11488</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1725</b>	<b>2206</b>	<b>2821</b>	<b>3651</b>	<b>4514</b>
其他长期负债	1624	3473	3473	3473	3473						
<b>长期负债合计</b>	<b>1624</b>	<b>3473</b>	<b>3473</b>	<b>3473</b>	<b>3473</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7703</b>	<b>11512</b>	<b>12440</b>	<b>13708</b>	<b>14960</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21592</b>	<b>25838</b>	<b>28323</b>	<b>31606</b>	<b>35349</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(301)	(337)	(410)	(483)	(571)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>2290</b>	<b>1891</b>	<b>3612</b>	<b>4575</b>	<b>5439</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1419</b>	<b>(1064)</b>	<b>(200)</b>	<b>(225)</b>	<b>(250)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(322)</b>	<b>(1936)</b>	<b>(1270)</b>	<b>(1643)</b>	<b>(2031)</b>
资产负债率	36%	45%	44%	44%	43%	<b>现金净变动</b>	<b>3386</b>	<b>(1105)</b>	<b>2142</b>	<b>2707</b>	<b>3157</b>
息率	1.2%	1.9%	2.4%	3.1%	3.8%	货币资金的期初余额	10312	13698	12593	14735	17442
P/E	30.8	24.1	18.8	14.5	11.8	货币资金的期末余额	13698	12593	14735	17442	20599
P/B	3.8	3.7	3.4	3.0	2.6	企业自由现金流	0	4226	3109	3993	4767
EV/EBITDA	31	25	18	14	12	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