

# 华润万象生活

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

## (01209.HK)

## 物管商管稳健增长,全年派息大幅提升

### 业绩简评

2024年3月26日,公司发布2023年全年业绩:实现营收147.67亿元,同比+22.9%,归母净利润29.29亿元,同比+36.5%;核心净利润为29.20亿元,同比+31.2%。

### 经营分析

收入略低于预期,归母净利润超预期。公司整体收入略低于预期,主因是住宅物管服务增速下滑及开发商增值服务负增长。归母净利润增速超预期主要因为毛利率提升,2023年公司整体毛利率同比提升1.7ppt至31.8%,其中商业管理航道毛利率大幅提升7.7ppt至58.4%。

物管规模增长,第三方占比提升。截至2023年末,公司合约面积4.25亿方,在管面积3.70亿方,分别同比+16.2%及+24.6%。合约面积第三方占比59.0%,在管面积第三方占比60.4%,分别较2022年底提升3pct和3.3pct。

社区增值多业务收入稳步增长。2023年公司通过提升产品力、运营力及服务力,带动社区增值整体收入分别同比+21.5%至15.26亿元,其中“懒人装修”收入同比+77.0%;“一呼管家”收入同比+77.7%;“润物直选”收入同比+59.7%;“芝麻空间”收入同比+19.1%。

商管进一步巩固行业领导者地位。截至2023年末,公司在营购物中心101个,其中重奢购物中心13个,排名行业第一。公司具备核心资源掌控力,平均出租率维持96.1%的高位,合作店铺及品牌数量均同比增加。同时公司积极把握消费复苏节奏,2023年累计零售额1812亿元,同比+43.3%,大幅优于社零总额增速。

积极回报股东,派息率及每股派息大幅提升。2023年全年公司派息率55.0%,同比提升10pct;每股股息0.704元人民币,同比+60.4%,其中末期股息每股0.481元人民币,同比+54.2%。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司商管业务表现较好,我们预计公司2024-26年归母净利润为36.5亿元、41.8亿元、47.5亿元,同比增速为+24.7%、+14.4%、+13.6%。考虑到公司在商管领域的强大竞争力及住宅物管服务、社区增值服务的稳健发展,维持“买入”评级,公司股票现价对应2024-26年PE估值为14.1x、12.3x和10.8x。

### 风险提示

华润置地销售表现不及预期;并购整合不顺;经济复苏不及预期。

房地产组

分析师:杜昊旻(执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

市价(港币):23.600元

相关报告:

- 《华润万象生活1H23点评:商管领导者地位稳固,物管有质增长》,2023.8.31
- 《华润万象生活港股公司点评:物管快速扩规模,商管逆势保持增长》,2023.3.29



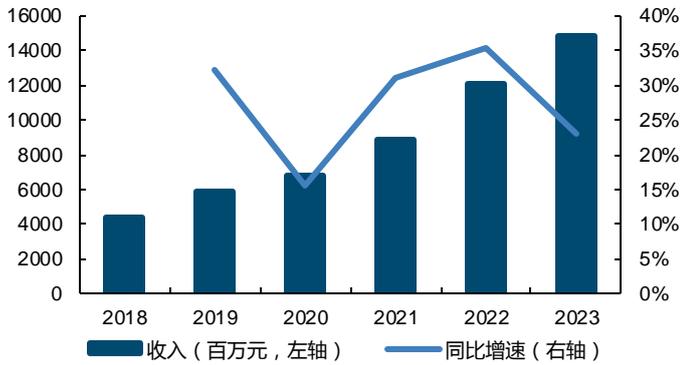
### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,016	14,767	17,828	20,568	23,463
营业收入增长率	35.39%	22.89%	20.73%	15.37%	14.08%
归母净利润(百万元)	2,206	2,929	3,651	4,177	4,747
归母净利润增长率	27.90%	32.76%	24.67%	14.41%	13.64%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.28	1.60	1.83	2.08
每股经营性现金流净额	0.83	1.28	2.17	2.25	2.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.45%	18.36%	20.77%	21.48%	22.01%
P/E	37.86	20.03	14.05	12.28	10.80
P/B	5.85	3.68	2.92	2.64	2.38

来源:公司年报、国金证券研究所

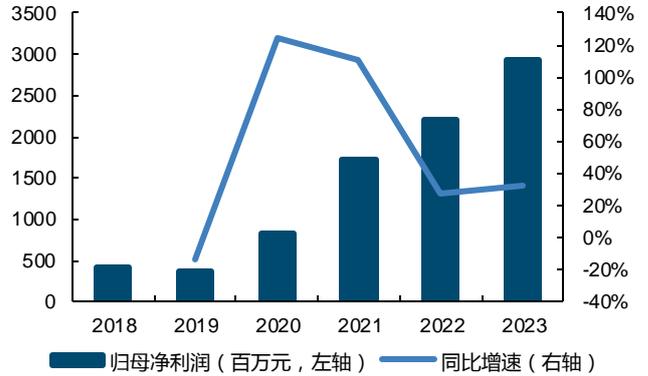
图表

图表1: 2018-2023 收入及同比增速



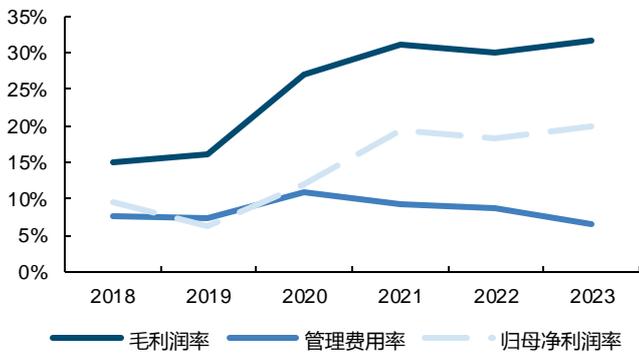
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 2018-2023 归母净利润及同比增速



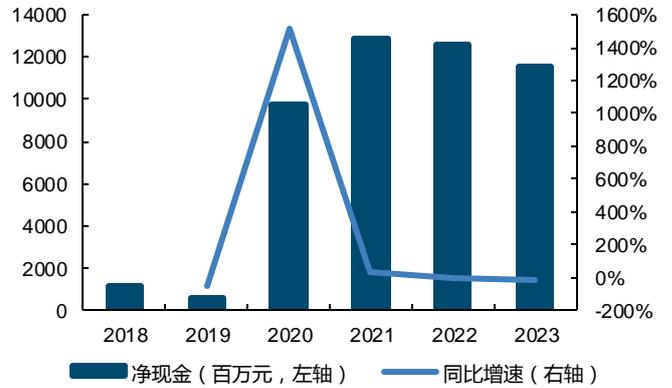
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 2018-2023 管理费用率、毛利率、归母净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 2018-2023 净现金



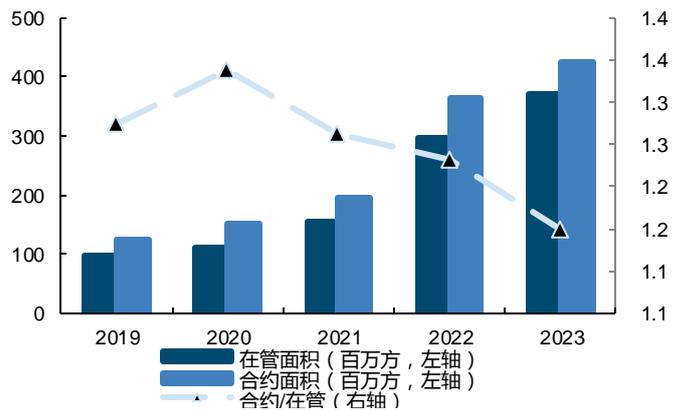
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 净现金=现金及现金等价物-短期借款-长期借款

图表5: 2018-2023 应收账款周转天数



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 应收账款取期末值, 天数取 365 天

图表6: 2019-2023 在管面积和合约面积走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,875</b>	<b>12,016</b>	<b>14,767</b>	<b>17,828</b>	<b>20,568</b>	<b>23,463</b>
增长率	30.9%	35.4%	22.9%	20.7%	15.4%	14.1%
主营业务成本	6,117	8,405	10,073	12,119	14,063	16,098
%销售收入	68.9%	69.9%	68.2%	68.0%	68.4%	68.6%
毛利	2,759	3,611	4,694	5,710	6,505	7,365
%销售收入	31.1%	30.1%	31.8%	32.0%	31.6%	31.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	50	58	151	178	195	211
%销售收入	0.6%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
管理费用	819	1,053	950	1,141	1,296	1,455
%销售收入	9.2%	8.8%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,901	2,521	3,624	4,390	5,014	5,699
%销售收入	21.4%	21.0%	24.5%	24.6%	24.4%	24.3%
财务费用	-301	-337	-278	-347	-427	-504
%销售收入	-3.4%	-2.8%	-1.9%	-1.9%	-2.1%	-2.1%
投资收益	26	1	54	54	54	54
%税前利润	1.1%	0.0%	1.4%	1.1%	1.0%	0.8%
营业利润	2,181	2,820	3,853	4,689	5,392	6,154
营业利润率	24.6%	23.5%	26.1%	26.3%	26.2%	26.2%
营业外收支						
税前利润	2,337	2,906	3,912	4,881	5,584	6,346
利润率	26.3%	24.2%	26.5%	27.4%	27.2%	27.0%
所得税	610	693	969	1,210	1,384	1,573
所得税率	26.1%	23.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	1,726	2,213	2,943	3,671	4,200	4,774
少数股东损益	1	7	14	20	23	26
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,725</b>	<b>2,206</b>	<b>2,929</b>	<b>3,651</b>	<b>4,177</b>	<b>4,747</b>
净利率	19.4%	18.4%	19.8%	20.5%	20.3%	20.2%

**现金流量表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,725	2,206	2,929	3,651	4,177	4,747
少数股东损益	1	7	0	20	23	26
非现金支出	-263	-313	0	-172	-169	-166
非经营收益						
营运资金变动	706	-237	0	1,041	680	950
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,290</b>	<b>1,891</b>	<b>2,929</b>	<b>4,957</b>	<b>5,127</b>	<b>5,973</b>
资本开支	-371	-121	0	-460	-460	-460
投资	1,476	0	0	0	0	0
其他	314	-943	-2,771	192	192	192
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,419</b>	<b>-1,064</b>	<b>-2,771</b>	<b>-268</b>	<b>-268</b>	<b>-268</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	196	-987	0	0	0	0
其他	-518	-948	-1,171	-2,019	-2,310	-2,625
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-322</b>	<b>-1,936</b>	<b>-1,171</b>	<b>-2,019</b>	<b>-2,310</b>	<b>-2,625</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,386</b>	<b>-1,105</b>	<b>-1,013</b>	<b>2,670</b>	<b>2,549</b>	<b>3,079</b>

**资产负债表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,698	12,593	11,580	14,250	16,799	19,878
应收款项	1,965	2,968	3,616	4,309	4,983	5,715
存货	138	148	203	219	270	290
其他流动资产	229	130	4,119	4,133	4,146	4,159
流动资产	16,030	15,839	19,518	22,911	26,198	30,042
%总资产	74.2%	61.3%	70.3%	73.4%	75.9%	78.3%
长期投资	0	2	4	4	4	4
固定资产	527	569	552	554	555	557
%总资产	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%
无形资产	215	3,377	3,586	3,607	3,627	3,644
非流动资产	5,562	9,999	8,265	8,288	8,309	8,328
%总资产	25.8%	38.7%	29.7%	26.6%	24.1%	21.7%
<b>资产总计</b>	<b>21,592</b>	<b>25,838</b>	<b>27,783</b>	<b>31,200</b>	<b>34,507</b>	<b>38,369</b>
短期借款	801	0	0	0	0	0
应付款项	839	1,339	1,546	1,925	2,103	2,508
其他流动负债	4,439	6,700	6,794	8,178	9,417	10,727
流动负债	6,079	8,040	8,340	10,104	11,521	13,235
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,624	3,473	3,408	3,408	3,408	3,408
负债	7,703	11,512	11,747	13,511	14,928	16,643
<b>普通股股东权益</b>	<b>13,888</b>	<b>14,280</b>	<b>15,948</b>	<b>17,580</b>	<b>19,447</b>	<b>21,569</b>
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	13,888	14,280	15,948	17,580	19,447	21,569
少数股东权益	1	46	88	108	131	157
<b>负债股东权益合计</b>	<b>21,592</b>	<b>25,838</b>	<b>27,783</b>	<b>31,200</b>	<b>34,507</b>	<b>38,369</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.76	0.97	1.28	1.60	1.83	2.08
每股净资产	6.08	6.26	6.99	7.70	8.52	9.45
每股经营现金净流	1.00	0.83	1.28	2.17	2.25	2.62
每股股利	0.28	0.44	0.70	0.88	0.88	0.88
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.42%	15.45%	18.36%	20.77%	21.48%	22.01%
总资产收益率	7.99%	8.54%	10.54%	11.70%	12.11%	12.37%
投入资本收益率	9.56%	13.40%	17.00%	18.67%	19.26%	19.73%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	30.93%	35.39%	22.89%	20.73%	15.37%	14.08%
EBIT增长率	75.29%	32.56%	43.78%	21.14%	14.20%	13.67%
净利润增长率	110.95%	27.90%	32.76%	24.67%	14.41%	13.64%
总资产增长率	13.19%	19.66%	7.53%	12.30%	10.60%	11.19%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.8	39.0	43.3	43.9	44.4	45.0
存货周转天数	9.8	6.1	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转天数	45.3	46.7	51.6	51.6	51.6	51.6
固定资产周转天数	16.0	16.4	13.7	11.2	9.7	8.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-81.17%	-63.66%	-50.96%	-61.30%	-68.40%	-75.81%
EBIT利息保障倍数	-6.3	-7.5	-13.0	-12.6	-11.7	-11.3
资产负债率	35.67%	44.56%	42.28%	43.31%	43.26%	43.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806