

房地产 | 公司研究

2024年03月26日

商场零售高增，高比例分红

华润万象生活 (01209.HK)

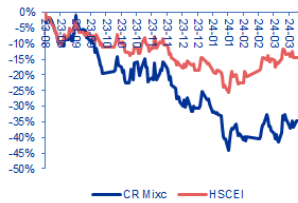
买入

维持

市场数据：2023年03月25日

收盘价 (港币)	24.35
恒生中国企业指数	5,755
52周最高/最低价 (港币)	43.8/20.8
H股市值 (亿港元)	556
流通H股 (百万股)	2,283
汇率 (人民币/港币)	1.10

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪
A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼
A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼
(8621)23297818 x 转
caoman@swsresearch.com

23年归母净利润同比+33%、核心同比+31%，略超市场预期，利润率高位提升。据公告，23年公司实现营业收入147.7亿元，同比+22.9%；其中，住宅物管收入占比65%，同比+23%，商业运营及物管收入占比35%，同比+23%。毛利润46.9亿元，同比+30.0%，其中商管占比65%、同比+5pct；归母净利润29.3亿元，同比+32.8%；核心净利润29.2亿元，同比+31.2%；基本每股收益1.28元，同比+32.7%。报告期内，毛利率和归母净利率为31.8%和19.8%，分别同比+1.7pct和+1.5pct；三费率9.2%，同比-1.6pct，其中销售、管理和财务费率分别为1.9%、6.4%和0.8%，同比分别+0.7pct、-2.3pct和+0.1pct。23年末贸易应收款项及应收票据20.0亿元，同比+28.1%；减值比例4.1%。23年公司经营现金流/核心净利润倍数达到104%，同比+19pct。此外，公司拟派发全年每股股息0.704元、同比+60%，对应分红比例（占比核心利润）55%、同比+10pct。

商管：23年商管毛利同比+41%，商场销售额同比+43%、同店同比21年+26%。据公告，至23年末，公司累计在管商场101个，其中来自置地78个；其中82个项目零售额排名当地市场前三、同比+13个，占比81%；其中重奢13个、行业第一。23年新开业商场13个，包括首个第三方重奢兰州万象城。23年新签约项目22个，其中来自第三方14个、均为TOD项目。23年末会员数量4,625万人，同比+36%；万象星积分发放总额8.9亿元，同比+56%；出租率96.1%，同比持平。23年末在管面积1,097万平、同比+19.2%；合约商场179个，面积2,045万平、同比+35.0%；合约/在管比1.86倍、同比+0.22倍。预计24年末累计开业125个商场，其中置地95个；累计开业1,360万平，同比+24%。23年商场零售额1,812亿元，同比+43.3%，同店同比22年+30.9%、21年+26.0%。23年商场租金收入220亿元，同比+39.2%；NOI142亿元，同比+50.6%；NOI利润率64.7%、同比+5pct。在营第三方项目平均NOI利润率52.7%，同比+11pct；第三方项目收入贡献26.0%，同比+3.2pct。23年公司商业运营收入51.7亿元，同比+22.6%；商场和写字楼分别占比总营收的22%和13%，收入分别同比+30%和+11%。商业运营毛利30.2亿元，同比+41.1%；毛利率58.4%，同比+7.6pct；其中商场和写字楼毛利率分别为71.9%和35.6%，同比分别+9.5pct和+1.6pct。

物管：23年物管毛利同比+14%，在管面积中第三方占比61%。据公告，23年末公司住宅合约面积4.06亿平，同比+15.9%；在管面积3.55亿平，同比+24.6%，其中第三方占比61%；合约/在管比1.14倍。公司年内落地朗基收购，新增合约面积754万平；通过竞标直拓及合资合作实现新增第三方合约面积5,652万平，69%位于一二线城市，其中城市、社区及办公面积占比分别为80.3%、14.2%及5.5%。23年公司住宅物管收入96.0亿元，同比+23.1%，占比总营收的65%；其中物业管理、开发商增值和社区增值服务分别占比75%、9%和16%；同比分别+30%、-15%和+22%；毛利率分别为13.6%、34.3%和26.7%，同比分别-0.4pct、-2.3pct和+0.0pct。23年住宅物管毛利16.8亿元，同比+13.9%；毛利率17.5%，同比-1.4pct。

投资分析意见：商场零售高增，高比例分红，维持“买入”评级。华润万象生活背靠央企华润置地，深耕于购物中心行业20年，实现全国化高品质扩张，打造了购物中心的商管龙头之一、重奢标杆。在购物中心快速发展的大背景下，考虑到华润置地赋予的内生成长、以及强商管品牌支撑的外拓发展，预计公司购物中心商管规模将加速扩张，再凭借优秀商管能力推动长期同店增长、以及具有强议价权的商管模式推动毛利率提升，预计公司业绩将进入加速成长期。公司维持十四五规划业绩CAGR40%，因此我们略上调2024年、下调2025年盈利预测分别为36.1/44.6亿元（原36.0/46.0亿元），并引入26年为53.6亿元，现价对应24年PE14X，维持“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期，消费修复不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,016	14,767	18,440	23,229	29,098
同比增长率 (%)	35.4	22.9	24.9	26.0	25.3
净利润 (百万元)	2,206	2,929	3,613	4,456	5,364
同比增长率 (%)	27.9	32.8	23.4	23.3	20.4
每股收益 (元)	0.97	1.28	1.58	1.95	2.35
毛利率 (%)	30.1	31.8	32.1	32.4	32.4
净资产收益率 (%)	15.4	18.4	25.2	36.2	54.2
市盈率 (倍)	23	17	14	11	9
市净率 (倍)	4	3	4	4	5

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

附表 1：资产负债表

资产负债表					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,593	11,580	14,460	18,216	22,819
应收账款及票据	2,968	3,616	4,516	5,688	7,126
存货	148	203	253	319	400
其他流动资产	130	4,119	3,494	4,379	5,486
流动资产合计	15,839	19,518	22,723	28,602	35,830
固定资产	569	552	535	517	500
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	3,366	3,788	4,263	4,797	5,399
土地使用权	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6,064	3,925	4,010	4,120	4,254
非流动资产合计	9,999	8,265	8,807	9,434	10,153
资产合计	25,838	27,783	31,530	38,036	45,984
短期借款	0	0	12,523	19,845	28,752
应付账款	1,339	1,546	1,922	2,409	3,019
应交税金	297	387	328	411	516
其他流动负债	6,403	6,407	(1,900)	(2,348)	(2,945)
流动负债合计	8,040	8,340	12,874	20,318	29,341
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,473	3,408	4,253	5,331	6,680
非流动负债合计	3,473	3,408	4,253	5,331	6,680
负债合计	11,512	11,747	17,127	25,648	36,021
归属母公司所有者权益	14,280	15,948	14,322	12,317	9,904
少数股东权益	46	88	80	71	59
所有者权益合计	14,326	16,036	14,402	12,388	9,963
负债和股东权益	25,838	27,783	31,530	38,036	45,984

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 2：利润表

利润表					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,016	14,767	18,440	23,229	29,098
营业成本	8,405	10,073	12,523	15,696	19,668
销售费用	151	285	356	448	561
管理费用	1,053	950	1,186	1,494	1,872
财务费用	87	117	146	184	231
公允价值变动收益	43	39	41	43	46
投资收益	1	3	3	3	3

营业利润	2,906	3,912	4,826	5,952	7,164
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	2,906	3,912	4,826	5,952	7,164
所得税	693	969	1,196	1,475	1,775
净利润	2,213	2,943	3,630	4,477	5,389
少数股东损益	7	14	17	21	25
归属母公司净利润	2,206	2,929	3,613	4,456	5,364
NOPLAT	2,256	3,018	3,733	4,615	5,572
EPS(摊薄) (元)	0.97	1.28	1.58	1.95	2.35

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 3：现金流量表

现金流量表					
单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,206	2,943	3,630	4,477	5,389
折旧与摊销	235	3,953	3,710	3,588	3,466
营运资本变动	(237)	(496)	(574)	(752)	(908)
其他经营活动现金流	(313)	75	102	138	183
经营活动产生的现金流量	1,891	6,475	6,869	7,451	8,129
资本性支出	121	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(955)	117	146	184	231
投资活动产生的现金流量	(1,064)	117	146	184	231
债务增加	308	(176)	5,035	7,915	9,614
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	963	1,153	5,239	6,460	7,777
其他筹资活动现金流	15	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	(1,936)	(11,595)	(3,509)	(4,765)	(4,866)
现金及现金等价物净增加额	(1,105)	(1,013)	2,880	3,756	4,603
现金及现金等价物期末余额	12,593	11,580	14,460	18,216	22,819

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。