

管理规模稳健增长，商管保持领先

投资要点

- 业绩保持增长，物管商管均跑赢大市。**2023年公司实现收入147.7亿元，同比增长22.9%，主要是收并购及市场化外拓业务，使物业管理在管建筑面积增加，带来显著的业绩增长，同时在管购物中心规模和业绩提升，商业运营管理服务收入增加；毛利率增加1.7pp至31.8%；归属股东核心净利润29.2亿元，同比增长31.2%；全年每股股息0.704元，同比增长60.4%，派息率为55%。分业务看，住宅物业管理服务板块收入96.0亿元，同比增长23.1%，毛利率同比下降1.4pp至17.5%；商业运营及物业管理服务板块收入51.7亿元，同比增长22.6%，毛利率同比增加7.7pp至58.4%，主要为经营杠杆效应加强，收入增长和降本增效共同带动毛利率提升。
- 物管规模持续增长，增值服务稳健发展。**截至2023年末，公司在管住宅及其他非商业物业项目数1731个，较上年新增262个；住宅及其他非商业物业合约面积达4.06亿平，总在管面积达3.55亿平，分别同比增长15.9%和24.6%，第三方在管面积占比提升3.3pp至60.4%。公司保持高品质服务，重塑服务分级体系，优化客户体验，客户满意度88分，保持行业领先，收缴率90%。公司积极发展城市空间运营业务，城市空间在管面积同比增长51.7%至1.04亿平，城市空间收入同比增长42.6%至13.4亿元，收缴率为87.9%。社区增值服务2023年实现收入15.3亿元，同比增长21.5%，主要由于物业管理规模增加，同时向社区住户提供的装修服务、管家服务及润物直选业务快速增长。
- 商管规模持续扩大，写字楼出租率逆市增长。**截至2023年末，新开业购物中心13座，已开业购物中心项目数量增至98个，总建筑面积达1059万平。公司夯实基础服务，强化特色服务，进阶高端服务，消费者满意度99分，万象星会员总量同比增长36.0%至4625万人，一点万象月活用户数提升52%，内容板块引流到店消费达2.6亿元；在营重奢购物中心数量增至13个，保持业内第一。全年累计零售额同比增长43.3%至1812亿元，82个项目零售额排名当地市场前三，占比81.2%。写字楼在管项目为195个，在管面积1482万平，其中期内新增项目数36个，新增在管面积282万平，已开业写字楼数量为26个，整体出租率提升3.2pp至83.9%。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年净利润复合增速为20.2%，考虑公司管理规模稳步提升，且是上市商管公司稀缺标的，维持“买入”评级。
- 风险提示：**在管面积增长或不及预期、商业运营发展或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	14767	17965	21510	25314
增长率	23%	22%	20%	18%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2929	3691	4358	5091
增长率	33%	26%	18%	17%
每股收益EPS	1.28	1.62	1.91	2.23
净资产收益率	18.36%	20.63%	21.42%	21.72%
PE	20.03	13.90	11.77	10.07

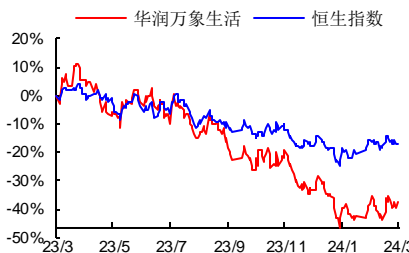
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	20.8-43.8
3个月平均成交量(百万)	4.14
流通股数(亿)	22.82
市值(亿)	570.62

相关研究

- 华润万象生活(1209.HK)：管理规模持续扩大，商业运营行业领先 (2023-08-31)
- 华润万象生活(1209.HK)：物管跻身第一梯队，商管优势领先 (2023-03-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司基础物业管理第三方拓展面积增长快速，助力管理规模持续扩大，预计公司 2024-2026 年基础物业管理收入预计增速分别为 25%/23%/20%；

假设 2：随着地产销售增速放缓，公司非业主增值服务增速将有所下滑，预计公司 2024-2026 年非社区增值服务收入增速分别为 5%/3%/3%；

假设 3：公司深耕社区增值服务五大赛道，预计公司 2024-2026 年社区增值服务收入增速分别为 20%/18%/15%；

假设 4：随着公司新增购物中心项目持续开业，出租率维持较高水平，预计公司 2024-2026 年购物中心运营收入增速分别为 25%/22%/20%；

假设 5：公司写字楼出租率维持较高水平，随着在管项目数量的增加，预计公司 2024-2026 年写字楼收入增速分别为 12%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
基础物业管理	营业收入	7,245	9,056	11,139	13,367
	增速	30%	25%	23%	20%
	毛利率	14%	13.5%	13.5%	13.5%
非社区增值服务	营业收入	829	870	897	923
	增速	-15%	5%	3%	3%
	毛利率	34.3%	34%	34%	34%
社区增值服务	营业收入	1,526	1,831	2,161	2,485
	增速	21%	20%	18%	15%
	毛利率	26.7%	27%	27%	27%
购物中心	营业收入	3,238	4,048	4,938	5,926
	增速	30%	25%	22%	20%
	毛利率	72%	72%	72%	72%
写字楼	营业收入	1,928	2,159	2,375	2,613
	增速	11%	12%	10%	10%
	毛利率	35.6%	35%	35%	35%
合计	营业收入	14,767	17,965	21,510	25,314
	增速	23%	22%	20%	18%
	毛利率	32%	32%	32%	31%

数据来源：Wind, 西南证券

风险提示

在管面积增长或不及预期、商业运营发展或不及预期。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
