

华润万象生活 (1209.HK) / 物业服务行业

证券研究报告/公司点评

2024年3月28日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 24.75 港元

分析师: 由子沛

执业证书编号: S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师: 李焱

执业证书编号: S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

分析师: 侯希得

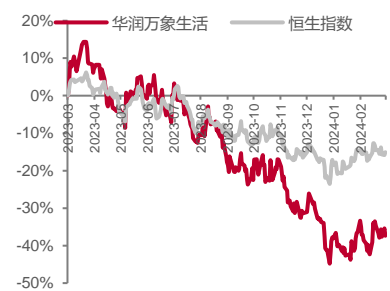
执业证书编号: S0740523080001

Email: houxd@zts.com.cn

基本状况

| | |
|------------|--------|
| 总股本(百万股) | 2,283 |
| 流通股本(百万股) | 2,283 |
| 市价(港元) | 24.75 |
| 市值(百万港元) | 56,492 |
| 流通市值(百万港元) | 56,492 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,037 | 14,798 | 18,067 | 21,690 | 25,601 |
| 增长率 yoy% | 35% | 23% | 22% | 20% | 18% |
| 净利润 (百万元) | 2,206 | 2,929 | 3,626 | 4,340 | 5,086 |
| 增长率 yoy% | 28% | 33% | 24% | 20% | 17% |
| 每股收益 (元) | 0.97 | 1.28 | 1.59 | 1.90 | 2.23 |
| 每股现金流量 | 0.83 | 1.47 | 2.11 | 2.36 | 2.73 |
| 净资产收益率 | 16% | 19% | 20% | 20% | 19% |
| P/E | 23.2 | 17.5 | 14.1 | 11.8 | 10.1 |
| P/B | 3.6 | 3.2 | 2.6 | 2.1 | 1.8 |

备注: 股价以 3 月 28 日收盘价为准

投资要点

- 2024年3月26日, 华润万象生活发布2023年全年业绩公告; 公司2023年实现主营业务收入147.67亿, 同比+22.9%, 核心净利润29.2亿, 同比+31.5%; 董事会决议期末派息每股人民币0.481元, 同比+54.2%, 派息率提升10%至55%。
- 营收快速增长, 盈利能力提升, 管理增效。报告期内, 公司主营业务收入147.67亿, 同比+22.9%, 主要因物业管理板块收并购公司财务并表及市场化外拓, 在管建筑面积增加带来的增长; 及在管购物中心规模和业绩提升, 另商业运营管理服务部分收入增加。盈利能力方面, 报告期内公司毛利率达到31.8%, 较去年同期提升1.7个百分点; 拆分业务看, 住宅物业管理业务毛利率17.5%较去年同期下降1.4个百分点, 主要由于增值服务收入占住宅物业管理服务(于本集团各分部中毛利率较高)收入的比例较过往期间下降所致; 但商业运营业务分部毛利率达到58.4%, 较去年同期上升7.7个百分点, 得益于商业运营服务经营杠杆效应加强, 收入持续增长带动板块毛利率提升。此外, 公司报告期内行政开支9.50亿, 同比减少9.8%, 主要因控费增效成果显著以及收并购整合后实现了管理效率的提升。
- 商业板块规模与效率齐升。截至报告期末, 公司在管购物中心已达101座, 2023年实现零售额人民币1812亿, 同比+43.3%, 其中定位轻奢购物中心13座, 位列行业第一; 项目储备方面, 2023年新签商业轻资产外拓项目14个, 购物中心总储备项目达83个; 在规模扩张的同时, 公司商业运营效率也在持续提升, 报告期内, 公司业主端经营利润率同比提升5个百分点至64.7%。此外, 公司写字楼业务继续深化「稳存量、拓增量」策略, 收入由2022年的17.32亿提升至2023年的19.28亿, 同时出租率逆市上扬, 较2022年底提升3.2个百分点至83.9%。
- 物业板块规模快速增长, 增值服务结构优化。截至报告期末, 公司来自物业管理服务的收入为72.45亿, 同比+30.0%, 占总收入49.1%, 收入的增长主要得益于收并购公司及市场化外拓所带来的在管建筑面积增加。截至报告期末, 公司在管住宅及其他非商业物业项目数1731个, 在管总建筑面积为3.55亿方, 较去年同期增加0.7亿方。增值服务方面, 针对开发商的增值服务期内实现收入8.29亿, 同比-14.8%, 主要因开发商整体开发及交付进度影响, 交付与营销服务收入下降; 社区增值服务期内实现收入15.26亿, 同比+21.5%, 主要因华润集团及华润置地优势产业资源, 向物业住户提供的装修服务、管家服务及润物直选业务的快速增长。
- 投资建议: 公司2023年收入和实现业绩高速增长, 拆分来看, 各项核心业务规模稳步增长、利润率持续提升, 我们认为这是由公司强大的开发商背景底蕴、稀缺的高端商管业态、高品质住宅商写项目、充足在手现金及高效率及高性价比并购落地共同带来。公司商管业态的优势有望长期保持, 同时账面充沛的资金也为后续扩张留有充足余地。此外, 公司考虑到宏观环境变化、房地产行业下行带来的影响我们小幅调整2024、2025年EPS至1.59、1.90元/股(前值1.67、2.16元/股), 引入2026年EPS预测2.23元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 房地产行业下行超预期、零售业客流及消费恢复不及预期、收并购项目整合不及预期、引用数据滞后或不及时。

图表：盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万人民币 | | | | | 单位:百万人民币 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 11,580 | 18,307 | 23,223 | 27,151 | 营业总收入 | 14,798 | 18,067 | 21,690 | 25,601 |
| 应收款项合计 | 3,616 | 4,111 | 4,933 | 5,821 | 主营业务收入 | 14,767 | 18,016 | 21,619 | 25,510 |
| 存货 | 203 | 368 | 442 | 523 | 其他营业收入 | 31 | 51 | 71 | 91 |
| 其他流动资产 | 4,119 | 1,643 | 2,024 | 2,476 | 营业总支出 | 11,356 | 13,701 | 16,426 | 19,388 |
| 流动资产合计 | 19,518 | 24,429 | 30,622 | 35,971 | 营业成本 | 10,073 | 12,251 | 14,744 | 17,423 |
| 固定资产净额 | 552 | 1,448 | 552 | 1,448 | 营业开支 | 1,283 | 1,450 | 1,682 | 1,964 |
| 权益性投资 | 4 | 5 | 5 | 6 | 营业利润 | 3,442 | 4,366 | 5,264 | 6,213 |
| 其他长期投资 | 3,990 | 4,290 | 4,690 | 5,190 | 净利息支出 | -278 | -300 | -340 | -370 |
| 商誉及无形资产 | 3,586 | 4,532 | 5,464 | 6,382 | 权益性投资损益 | 54 | 41 | 60 | 80 |
| 土地使用权 | 0 | 89 | 216 | 322 | 其他非经营性损益 | 39 | 50 | 50 | 50 |
| 其他非流动资产 | 133 | 140 | 147 | 154 | 非经常项目前利润 | 3,813 | 4,757 | 5,714 | 6,713 |
| 非流动资产合计 | 8,265 | 10,504 | 11,074 | 13,502 | 非经常项目损益 | 99 | 100 | 100 | 100 |
| 资产总计 | 27,783 | 34,933 | 41,696 | 49,473 | 除税前利润 | 3,912 | 4,857 | 5,814 | 6,813 |
| 应付账款及票据 | 1,546 | 1,715 | 2,064 | 2,439 | 所得税 | 969 | 1,214 | 1,453 | 1,703 |
| 短期借贷及长期借贷当期到 | 0 | 801 | 801 | 801 | 少数股东损益 | 14 | 17 | 20 | 24 |
| 其他流动负债 | 6,793 | 9,230 | 11,084 | 13,076 | 持续经营净利润 | 2,929 | 3,626 | 4,340 | 5,086 |
| 流动负债合计 | 8,339 | 11,746 | 13,949 | 16,316 | 非持续经营净利润 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借贷 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2,929 | 3,626 | 4,340 | 5,086 |
| 其他非流动负债 | 3,408 | 3,508 | 3,708 | 4,008 | 优先股及其他调整项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 3,408 | 3,508 | 3,708 | 4,008 | 归属普通股股东净利润 | 2,929 | 3,626 | 4,340 | 5,086 |
| 负债总计 | 11,747 | 15,254 | 17,657 | 20,324 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.28 | 1.59 | 1.90 | 2.23 |
| 归属母公司所有者权益 | 15,948 | 19,574 | 23,914 | 29,000 | | | | | |
| 少数股东权益 | 88 | 105 | 125 | 149 | | | | | |
| 股东权益总计 | 16,036 | 19,679 | 24,039 | 29,149 | | | | | |
| 负债及股东权益总计 | 27,783 | 34,933 | 41,696 | 49,473 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| 单位:百万人民币 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 3,353 | 4,823 | 5,380 | 6,236 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 2,929 | 3,626 | 4,340 | 5,086 | 营业收入增长率 | 22.9% | 22.0% | 20.0% | |
| 折旧和摊销 | 281 | 338 | 405 | 486 | 归属普通股股东净利润增长率 | 32.8% | 23.8% | 19.7% | |
| 营运资本变动 | 500 | 1,234 | 1,065 | 1,139 | 获利能力 | | | | |
| 其他非现金调整 | -357 | -374 | -430 | -476 | 毛利率 | 31.8% | 32.0% | 31.8% | |
| 投资活动现金流 | 1,953 | -3,507 | -3,607 | -3,708 | 净利率 | 19.8% | 20.1% | 20.1% | |
| 资本支出 | 0 | -3,200 | -3,200 | -3,200 | ROE | 19.4% | 20.4% | 20.0% | |
| 长期投资减少 | 1,932 | -300 | -400 | -501 | ROA | 10.9% | 11.6% | 11.3% | |
| 少数股东权益增加 | 28 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他长期资产的减少/(增加) | -7 | -7 | -7 | -7 | 资产负债率 | 42.3% | 43.7% | 42.3% | |
| 融资活动现金流 | 782 | 5,411 | 3,143 | 1,400 | 流动比率 | 2.3 | 2.1 | 2.2 | |
| 借款增加 | 0 | 801 | 0 | 0 | 速动比率 | 2.3 | 2.0 | 2.2 | |
| 股利分配 | -1,031 | -1,608 | -1,341 | -1,606 | 每股指标 (元) | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.28 | 1.59 | 1.90 | |
| 其他融资活动产生的现金流 | 1,813 | 6,217 | 4,484 | 3,006 | 每股经营现金流 | 1.47 | 2.11 | 2.36 | |
| | | | | | 每股净资产 | 6.99 | 8.58 | 10.48 | |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 17.5 | 14.1 | 11.8 | |
| | | | | | P/B | 3.2 | 2.6 | 2.1 | |

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

分析师承诺:
负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。