

# 华润万象生活 (01209)

## 物管商管携手高增，数字化有望创新高增

### 事件：

3月26日公司发布2023年业绩公告，全年实现营业收入147.67亿元，同比增加22.9%；毛利率为31.8%，同比增加1.7pct；实现归母净利润29.29亿元，同比增加32.8%；董事会决议宣派末期股息每股0.481元。

#### ► 物管业务高增，社区增值业务增长稳健

2023年公司住宅物业管理服务实现营收96.01亿元，同比增长23.1%，其中物业管理服务营收72.45亿元，同比增长30.0%，社区增值服务营收15.26亿元，同比增长21.5%。物管业务在管建筑面积3.55亿平方米，同比增长24.6%；合同建筑面积4.06亿平方米，同比增长15.9%；在管住宅及其他非商业项目数1731个，较2022年增长262个。

#### ► 购物中心破百，写字楼业务逆势增长

2023年公司商业运营及物业管理服务实现营收51.66亿元，同比增长22.6%。新开业13个购物中心，新签约商业轻资产外拓项目14个。共101个开业购物中心，零售额1812亿元，同比增长43.3%，其中租金收入220亿元，同比增长38.8%，业务端经营利润率达64.7%，同比增长5pct。写字楼业务逆势增长，实现营收19.28亿元，同比增长11.3%，写字楼出租率达83.9%，同比增长3.2pct，在管项目195个，在管面积1482万平方米。

#### ► 会员规模高增，数字化建设加速推进

公司持续推进万象星大会员体系建设，截止2023年底，会员总量达4625万人，同比增长36.0%，累计发放积分8.9亿元，同比增长56%，累计兑换积分6.6亿元，同比增长61%。数字化平台方面，“一点万象”月活用户数提升52%，引流到店消费金额达2.6亿元，上线自研电商系统“朝昔商城”。

#### ► 盈利预测、估值与评级

考虑到房地产市场承压，收并购拉低平均物业费，但毛利率改善，费用率下降，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为178.05、207.92、241.29亿元，同比增速分别为20.6%、16.8%、16.1%，归母净利润分别为35.68、41.91、48.63亿元，同比增速分别为21.8%、17.5%、16.0%，EPS分别为1.56、1.84、2.13元/股，3年CAGR为18.4%。鉴于公司在商管业务具有稀缺性，物管业务竞争力强，作为行业龙头规模增速高于行业均值，参照可比公司估值，我们给予公司2024年20倍PE，目标价34.42港元（1港元=0.9084人民币），维持“买入”评级。

**风险提示：**公告业绩尚未经过审计，收并购整合风险，市场修复不及预期

| 财务数据和估值     | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）   | 12016 | 14767 | 17805 | 20792 | 24129 |
| 增长率（%）      | 35.4% | 22.9% | 20.6% | 16.8% | 16.1% |
| EBITDA（百万元） | 3228  | 4176  | 5584  | 6395  | 7274  |
| 归母净利润（百万元）  | 2206  | 2929  | 3568  | 4191  | 4863  |
| 增长率（%）      | 27.9% | 32.8% | 21.8% | 17.5% | 16.0% |
| EPS（元/股）    | 0.97  | 1.28  | 1.56  | 1.84  | 2.13  |
| 市盈率（P/E）    | 25.61 | 19.29 | 15.83 | 13.47 | 11.61 |
| 市净率（P/B）    | 3.96  | 3.54  | 3.01  | 2.55  | 2.17  |
| EV/EBITDA   | -3.55 | -2.50 | -3.07 | -3.45 | -3.80 |

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月28日收盘价

行业： 房地产/房地产服务  
 投资评级： 买入（维持）  
 当前价格： 24.75 港元  
 目标价格： 34.42 港元

### 基本数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 2,282.50/2,282.50 |
| 流通市值（百万港元）    | 56,491.88         |
| 每股净资产（元）      | 7.09              |
| 资产负债率（%）      | 43.13             |
| 一年内最高/最低（港元）  | 44.50/20.45       |

### 股价相对走势



### 作者

分析师：杨灵修  
 执业证书编号：S0590523010002  
 邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：姜好幸  
 邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《华润万象生活 (01209)：提质增效，业务规模稳健发展》2023.08.30  
 2、《华润万象生活 (01209)：商业管理行业领导者》2023.06.03

**财务预测摘要**

| 资产负债表              |       |       |       |       |       | 利润表            |       |       |       |       |       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元             | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | 单位:百万元         | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金               | 12723 | 11647 | 19008 | 24251 | 30157 | 营业额            | 8875  | 12016 | 14767 | 17805 | 20792 |
| 应收账款               | 1558  | 1996  | 2269  | 2649  | 3075  | 销售成本           | 6117  | 8405  | 10073 | 12121 | 14103 |
| 预付款项、按金及其他<br>应收款项 | 1410  | 1621  | 1965  | 2295  | 2663  | 其他费用           | 21    | 38    | 49    | 52    | 61    |
| 其他应收款              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 销售费用           | 58    | 151   | 285   | 320   | 353   |
| 存货                 | 148   | 203   | 244   | 283   | 328   | 管理费用           | 819   | 1053  | 950   | 1157  | 1310  |
| 其他流动资产             | 0     | 4053  | 0     | 0     | 0     | 财务费用           | 76    | 87    | 117   | (54)  | (76)  |
| 流动资产总计             | 15839 | 19518 | 23485 | 29478 | 36222 | 其他经营损益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资             | 2     | 4     | 4     | 4     | 4     | 投资收益           | (2)   | 1     | 3     | 0     | 0     |
| 固定资产               | 569   | 552   | 465   | 379   | 292   | 公允价值变动损益       | 30    | 43    | 39    | 0     | 0     |
| 在建工程               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业利润           | 1813  | 2326  | 3336  | 4207  | 5040  |
| 无形资产               | 1573  | 1686  | 1405  | 1124  | 843   | 其他非经营损益        | 523   | 580   | 577   | 560   | 560   |
| 长期待摊费用             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 税前利润           | 2337  | 2906  | 3912  | 4767  | 5600  |
| 其他非流动资产            | 7855  | 6023  | 7685  | 7182  | 6679  | 所得税            | 610   | 693   | 969   | 1188  | 1395  |
| 非流动资产合计            | 9999  | 8265  | 9560  | 8689  | 7818  | 税后利润           | 1726  | 2213  | 2943  | 3579  | 4205  |
| 资产总计               | 25838 | 27783 | 33044 | 38167 | 44040 | 归属于非控股股东<br>利润 | 1     | 7     | 14    | 10    | 12    |
| 短期借款               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司股东利<br>润 | 1725  | 2206  | 2929  | 3569  | 4193  |
| 应付账款               | 1339  | 1546  | 1818  | 2116  | 2448  | EBITDA         | 2534  | 3228  | 4029  | 5584  | 6395  |
| 其他流动负债             | 6700  | 6794  | 8929  | 10403 | 12055 | NOPLAT         | 1373  | 1805  | 2568  | 3118  | 3727  |
| 流动负债合计             | 8040  | 8340  | 10748 | 12519 | 14503 | EPS(元)         | 0.76  | 0.97  | 1.28  | 1.56  | 1.84  |
| 长期借款               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                |       |       |       |       |       |
| 其他非流动负债            | 3473  | 3408  | 3408  | 3408  | 3408  | 财务比率           |       |       |       |       |       |
| 非流动负债合计            | 3473  | 3408  | 3408  | 3408  | 3408  |                | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计               | 11512 | 11747 | 14155 | 15926 | 17911 | 成长能力           |       |       |       |       |       |
| 股本                 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营收额增长率         | 0.35  | 0.23  | 0.21  | 0.17  | 0.16  |
| 储备                 | 14280 | 15948 | 15948 | 15948 | 15948 | EBIT 增长率       | 0.24  | 0.35  | 0.17  | 0.17  | 0.16  |
| 留存收益               | 0     | 0     | 2843  | 6182  | 10057 | EBITDA 增长率     | 0.27  | 0.25  | 0.39  | 0.15  | 0.14  |
| 归属于母公司股东权<br>益     | 14280 | 15948 | 18791 | 22130 | 26006 | 税后利润增长率        | 0.28  | 0.33  | 0.22  | 0.17  | 0.16  |
| 归属于非控股股东<br>权益     | 46    | 88    | 98    | 110   | 124   | 盈利能力           |       |       |       |       |       |
| 权益合计               | 14326 | 16036 | 18889 | 22241 | 26130 | 毛利率            | 0.30  | 0.32  | 0.32  | 0.32  | 0.32  |
| 负债和权益合计            | 25838 | 27783 | 33044 | 38167 | 44040 | 净利率            | 0.18  | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |
|                    |       |       |       |       |       | ROE            | 0.15  | 0.18  | 0.19  | 0.19  | 0.19  |
|                    |       |       |       |       |       | ROA            | 0.09  | 0.11  | 0.11  | 0.11  | 0.11  |
|                    |       |       |       |       |       | ROIC           | 1.09  | 0.92  | 0.53  | 2.24  | 63.45 |
|                    |       |       |       |       |       | 估值倍数           |       |       |       |       |       |
|                    |       |       |       |       |       | P/E            | 25.61 | 19.29 | 15.83 | 13.47 | 11.61 |
|                    |       |       |       |       |       | P/S            | 4.70  | 3.83  | 3.17  | 2.72  | 2.34  |
|                    |       |       |       |       |       | P/B            | 3.96  | 3.54  | 3.01  | 2.55  | 2.17  |
|                    |       |       |       |       |       | 股息率            | 0.02  | 0.00  | 0.01  | 0.02  | 0.02  |
|                    |       |       |       |       |       | EV/EBIT        | -3.83 | -2.50 | -3.63 | -3.99 | -4.31 |
|                    |       |       |       |       |       | EV/EBITDA      | -3.55 | -2.50 | -3.07 | -3.45 | -3.80 |
|                    |       |       |       |       |       | EV/NOPLAT      | -6.36 | -3.93 | -5.49 | -5.92 | -6.29 |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 28 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                           |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   | 行业评级 | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|   |      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼