

**买入**

2024年4月2日

**物管+商管双赛道高质量发展，提升股东回报**

- **2023年核心净利润同比增长31.2%**：2024年公司收入录得147.7亿元，同比增长22.9%。整体毛利率为31.8%，同比提升1.7个ppt。核心净利润同比增长31.2%至29.2亿元，核心净利润率提升1.3个ppt至19.8%。全年股息每股0.704元，同比增长60.4%，派息率55.0%。截止2023年底，公司总合约面积约4.4亿方，总在管面积约3.8亿方，在管面积中第三方占比由2022年底的56.3%提升至2023年底的59.2%。
- **商管毛利率大幅提升，领导地位更加稳固**：期内商管航道收入为51.7亿元，同比增长22.6%。毛利率提升7.7个ppt至58.4%。零售额同比增长43.3%至1812亿元，同店可比增长30.9%，零售额增速大幅优于社会消费品零售总额增速。在营购物中心101个，首次“破百”，平均出租率维持在96%，进一步扩大高端市场领先优势。上半年租金收入同比增长38.8%至220亿元，NOI同比增长50.6%至142亿元，NOI Margin同比提升至64.7%。全年如期新开13座购物中心，开业率92%。写字楼物管业务加速拓展中，期内写字楼物业新增项目36个，在管写字楼项目195个，在管面积1480万平米。整体出租率提升3.2个ppt至83.9%。
- **物管规模有质量增长，第三方面积占比持续提升**：期内住宅物业管理服务收入增长28.1%至96亿元，毛利率下降1.4%至17.5%，主要由于品质提升投入及非业主增值服务收入占比降低。期末总合约面积4.25亿平米，总在管面积3.7亿平米，较2022年底分别增长16.2%及24.6%；第三方合约面积及在管面积占比分别为59%和60.4%，较2022年底分别提升3.0及3.3个百分点。期内新增第三方合约面积6406万平米，其中754万平米来自朗基收并购，5652万平米来自直拓及合资合作，68.7%位于一二城市，其中80.3%为城市空间服务业务面积。收并购整合效应显著，项目融合后的收缴率依然保持90%高位。
- **目标价43.2港元，维持买入评级**：公司跻身物管行业第一梯队企业，凭借强大的业绩韧性和经营能力，在管规模有质量稳定增长。依托华润集团及华润置地、物管和商管的全业态覆盖和业态间协同的三大优势将不断巩固其龙头地位，并得到长期稳步发展。我们预计公司2024年-2026年的归母净利润分别为36.6亿元、43.4亿元及50.0亿元，分别给予公司物管业务及商管业务2024年20倍及30倍市盈率，得出目标价为43.2港元，较现价有74.2%的上涨空间，维持买入评级。

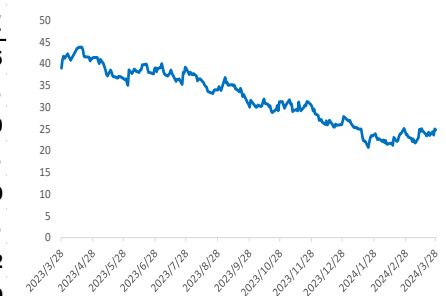
**罗凡环**
**852-25321962**
**Simon.luo@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业	物业管理
股价	24.75 港元
目标价	43.20 港元 (+74.2%)
股票代码	1209
已发行股本	22.82 亿股
总市值	565 亿港元
52 周高/低	43.9 港元/20.45 港元
每股净资产	7.03 元人民币
主要股东	华润置地 72.3%

**盈利摘要**

年结日: 31/12	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(千元)	12,016,179	14,766,952	18,853,769	21,985,516	25,130,845
变动(%)	35.4%	22.9%	27.7%	16.6%	14.3%
归母净利润(千元)	2,206,126	2,928,749	3,665,550	4,345,584	5,002,870
变动(%)	27.9%	32.8%	25.2%	18.6%	15.1%
每股盈利(元)	0.97	1.28	1.61	1.90	2.19
变动(%)	27.9%	32.8%	25.2%	18.6%	15.1%
市盈率@24.75港元	23.0	17.4	13.9	11.7	10.2
每股股息(元)	0.44	0.70	0.88	1.04	1.20
息率(%)	2.0%	3.2%	4.0%	4.7%	5.4%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


资料来源: 彭博

# 主要财务报表

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>12,016,179</b>	<b>14,766,952</b>	<b>18,853,769</b>	<b>21,985,516</b>	<b>25,130,845</b>	<b>增长率 (%)</b>					
住宅及其他非商业物业	7,802,054	9,600,612	12,229,237	14,456,450	16,579,064	收入	35.4%	22.9%	27.7%	16.6%	14.3%
商业运营及物业管理服务	4,214,125	5,166,340	6,624,532	7,529,066	8,551,781	毛利	30.9%	30.0%	25.1%	17.6%	14.7%
<b>服务成本</b>	<b>-8,405,245</b>	<b>-10,072,674</b>	<b>-12,979,875</b>	<b>-15,079,517</b>	<b>-17,210,494</b>	税前利润	24.4%	34.6%	25.2%	18.6%	15.1%
<b>毛利</b>	<b>3,610,934</b>	<b>4,694,278</b>	<b>5,873,894</b>	<b>6,905,999</b>	<b>7,920,351</b>	归母净利润	27.9%	32.8%	25.2%	18.6%	15.1%
投资物业公允价值变动的收益	43,260	39,353	39,353	39,353	39,353	<b>盈利分析 (%)</b>					
其他收入及收益	579,899	576,502	576,502	576,502	576,502	综合毛利率	30.1%	31.8%	31.2%	31.4%	31.5%
市场推广支出	-151,232	-284,707	-227,766	-227,766	-227,766	住宅及其他非商业物业毛利率	18.9%	17.5%	16.9%	17.2%	17.2%
行政开支	-1,052,763	-949,805	-1,200,789	-1,324,272	-1,460,399	商业运营及物业管理服务毛利率	50.8%	58.4%	57.4%	58.7%	59.3%
财务费用	-87,224	-117,202	-117,202	-117,202	-117,202	费用率	10.0%	8.4%	7.6%	7.1%	6.7%
<b>税前利润</b>	<b>2,906,153</b>	<b>3,912,124</b>	<b>4,897,693</b>	<b>5,806,315</b>	<b>6,684,541</b>	净利润率	18.4%	19.9%	19.5%	19.9%	20.0%
所得税开支	-692,905	-969,484	-1,213,723	-1,438,893	-1,656,531	<b>回报率 (%)</b>					
<b>净利润</b>	<b>2,213,248</b>	<b>2,942,640</b>	<b>3,683,970</b>	<b>4,367,421</b>	<b>5,028,010</b>	ROA	9%	11%	13%	13%	13%
少数股东权益	7,122	13,891	18,420	21,837	25,140	ROE	16%	19%	22%	24%	24%
<b>归属股东净利润</b>	<b>2,206,126</b>	<b>2,928,749</b>	<b>3,665,550</b>	<b>4,345,584</b>	<b>5,002,870</b>	派息率	81%	55%	55%	55%	55%
派息	1,793,600	1,606,846	2,011,089	2,384,187	2,744,804	<b>偿债能力</b>					
<b>未分配利润</b>	<b>412,526</b>	<b>1,321,903</b>	<b>1,654,461</b>	<b>1,961,398</b>	<b>2,258,066</b>	流动比率(倍)	2.0	2.3	1.9	2.5	2.4
<b>每股盈利 (元)</b>	<b>0.97</b>	<b>1.28</b>	<b>1.61</b>	<b>1.90</b>	<b>2.19</b>	资产负债率	45%	42%	48%	40%	40%

资产负债表						现金流量表					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12,592,832	11,580,159	14,684,156	16,387,295	17,999,252	税前利润	2,906,153	3,912,124	4,897,693	5,806,315	6,684,541
受限制现金	129,949	66,613	67,945	69,304	70,690	折旧及摊销	234,532	246,259	258,572	271,500	285,075
贸易及其他应收款	2,968,378	3,616,132	3,980,752	10,554,640	11,105,947	其他调整	-3,377,328	-4,845,497	-3,823,321	-11,527,642	-6,383,561
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	-	-	-	-	营运资金变动	2,778,612	3,809,007	4,806,889	5,728,439	6,620,240
物业及设备	569,133	551,857	662,228	794,674	953,609	支付税项	-650,936	-1,117,607	-1,229,501	-1,454,987	-1,672,947
投资物业	3,366,000	3,788,000	4,166,800	4,583,480	5,041,828	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,891,033</b>	<b>2,004,286</b>	<b>4,910,332</b>	<b>-1,176,375</b>	<b>5,533,348</b>
使用权资产	102,524	112,161	112,161	112,161	112,161	固定资产投资	-114,207	-96,282	-211,467	-238,596	-270,393
预付款项	1,451	15,595	16,375	17,193	18,053	合营联营公司投资	-	-	2	4	6
<b>总资产</b>	<b>25,837,842</b>	<b>27,783,482</b>	<b>27,872,490</b>	<b>36,896,236</b>	<b>39,884,142</b>	其他	-949,931	-1,309,058	420,992	5,507,067	-901,428
贸易及其他应付款项	5,990,412	5,667,196	7,279,555	8,300,250	9,329,078	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,064,138</b>	<b>-1,405,340</b>	<b>209,527</b>	<b>5,268,475</b>	<b>-1,171,815</b>
租赁负债	2,401,717	2,419,109	2,472,045	2,526,267	2,581,813	借贷变化	-846,463	-	-	-	-
合约负债	1,831,887	2,171,612	2,280,193	2,394,202	2,513,912	已付股息	-962,775	-1,606,846	-2,011,089	-2,384,187	-2,744,804
应付税项	117,507	235,088	239,790	244,586	249,477	上市所得净额	-	-	-	-	-
递延税负债	765,392	906,033	924,154	942,637	961,489	其他	-126,435	-4,773	-4,773	-4,773	-4,773
<b>总负债</b>	<b>11,512,110</b>	<b>11,747,432</b>	<b>13,416,866</b>	<b>14,629,072</b>	<b>15,856,901</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,935,673</b>	<b>-1,611,619</b>	<b>-2,015,862</b>	<b>-2,388,960</b>	<b>-2,749,577</b>
控股股东权益	14,279,729	15,948,236	17,591,602	19,545,322	21,799,014	<b>现金变动</b>	<b>-1,108,778</b>	<b>-1,012,673</b>	<b>3,103,997</b>	<b>1,703,140</b>	<b>1,611,957</b>
少数股东权益	46,003	87,814	106,234	128,071	153,211	初期现金	13,698,238	12,592,832	11,580,159	14,684,156	16,387,295
<b>权益合计</b>	<b>14,325,732</b>	<b>16,036,050</b>	<b>17,697,836</b>	<b>19,673,393</b>	<b>21,952,225</b>	<b>末期现金</b>	<b>12,592,832</b>	<b>11,580,159</b>	<b>14,684,156</b>	<b>16,387,295</b>	<b>17,999,252</b>

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。