



华润万象生活 (01209.HK): 手握稀缺重奢资源, 商管能力行业领先

2024年5月20日

推荐/首次

华润万象生活 公司报告

公司是中国领先的住宅物管及商写运营企业, 商写运营业务毛利率显著高于住宅物管业务。2023年营业收入为147.7亿元, 同比增长22.9%, 2020-2023年CAGR为29.6%。2023年住宅物管业务约占总收入的65%。2023年主营业务毛利润为46.9亿元, 同比增长30.0%, 2020-2023年CAGR为37.0%。2023年商写运营业务约占整体毛利润的64%。公司2023年毛利率为31.8%, 其中住宅物管业务毛利率为17.5%, 商写运营业务毛利率为58.4%。

住宅物管: 母公司持续提供高质量支持, 社区增值服务有明显提升空间

母公司华润置地为公司住宅在管面积的稳健增长提供长期支持。截至2023年底, 公司住宅物管业务在管面积3.55亿平, 其中, 来自华润置地的在管面积占比为38.6%。华润置地稳健的销售业绩和丰富优质的土地储备, 能为公司在管面积的稳健增长提供长期保障。

母公司华润置地的住宅项目主要位于一二线高能级城市, 产品定位偏向于中高端, 是公司住宅物管业务收入的重要保障。公司来自华润置地的在管项目物管服务单价远高于第三方项目, 这主要是由于华润置地项目布局以一二线高能级城市为主, 项目定位偏向中高端, 相应的物管收费水平也会比较高。

公司依托华润集团、华润置地优势产业资源, 做大做强社区增值服务, 不断延展增值服务边界。我们认为华润集团、华润置地在大健康、大消费、装修供应链等领域的优势产业资源和中高端的在管项目, 有利于公司充分挖掘客户价值, 持续提升社区增值服务的广度和深度。

公司社区增值服务毛利率有较大的提升空间。2023年公司社区增值服务毛利率为26.7%, 与头部同行相比处于偏低的水平。我们认为公司依托华润集团、华润置地的优势产业资源和中高端的在管项目, 社区增值服务的营收和毛利率都有较大的提升潜力。

商写运营: 重奢品牌资源与商业运营能力行业领先

华润置地持续强化重点城市布局, 为公司实现稳健的内生增长提供了重要支撑。从华润置地的购物中心开业计划来看, 购物中心项目仍然处在密集开业期, 预计2027年末, 在管购物中心将从2023年的76个增加至117个。聚焦核心城市的项目布局, 为购物中心的成功运营打下重要基础。

手握稀缺重奢资源是公司的重要壁垒, 因为重奢资源具有难以复制的稀缺性: 1) 重奢购物中心布局具有先发优势。2) 重奢品牌门店数量具有稀缺性。3) 重奢品牌运营能力具有稀缺性。4) 重奢购物中心租金体量大, 租金天花板高。

公司购物中心运营能力行业领先, 经营效率持续向好, 实现“业主、租户、运营商”三方共赢。公司2023年在管项目中40个项目零售额排名当地市场第一, 占比约40%; 82个项目零售额排名当地市场前三, 占比约80%。2023年在业主租金收入和经营利润率提升的同时, 租售比(租金收入/零售额)略微下降, 业主、租户、运营商三方实现了互利共赢。

公司管理的购物中心出租率整体处于行业较高水平, 重奢购物中心具有较高的

未来3-6个月重大事项提示:

2024-07-26 分红派息: 每股人民币0.481元。

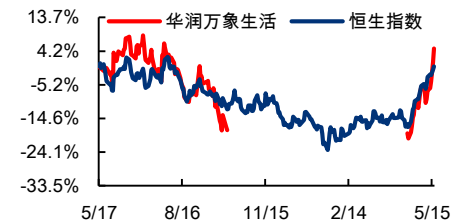
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(港元)	40.05-20.8
总市值(亿港元)	755.51
流通市值(亿港元)	755.51
总股本/流通股数(万股)	228,250/228,250
A股/B股(万股)	-/-
52周日均换手率	0.135

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 陈刚

021-25102897

chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521080001

租金坪效。我们选取了主流商业地产公司作为比较对象, 2023 年华润万象在营购物中心平均出租率为 96.1%, 整体处于较高水平; 其中华润置地旗下购物中心出租率 96.5%, 仅次于定位高端的太古的出租率。从租金坪效来看, 2023 年华润置地在营购物中心的租金坪效低于定位偏高端的恒隆, 优于定位偏中端的龙湖, 重奢购物中心较高的租金水平有效提升了公司的租金坪效。

公司盈利预测及投资评级:

结合绝对估值与相对估值分析, 我们认为公司的合理股价区间为 33.0~37.7 港元, 较当前 31.9 港元的股价有 3%~18% 的空间。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 34.7 / 39.2 / 44.9 亿元, 对应每股收益分别为 1.52 / 1.72 / 1.97 元, 当前股价对应 PE 分别为 19.3 / 17.1 / 14.9 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 经济与市场环境风险、规模扩张风险、并购整合风险、成本上涨风险、业务终止风险、应收账款减值风险、竞争加剧的风险、门店资源流失的风险、盈利预测的风险、估值高估的风险

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,016.18	14,766.95	17,557.83	19,560.79	21,386.57
增长率(YoY)	35.4%	22.9%	18.9%	11.4%	9.3%
归母净利润(百万元)	2,206.13	2,928.75	3,467.30	3,916.89	4,488.79
增长率(YoY)	27.9%	32.8%	18.4%	13.0%	14.6%
ROE	15.7%	19.4%	20.3%	20.2%	20.4%
每股收益(元)	0.97	1.28	1.52	1.72	1.97
PE	30.4	22.9	19.3	17.1	14.9
PB	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司概况：中国领先的物业管理及商业运营企业	6
1.1 发展历程：背靠华润置地，具有 30 年住宅物管和 20 年商业运营服务经验	6
1.2 组织管理：管理层经验丰富、重视人才梯队建设	7
1.3 业务概要：聚焦“2+1”业务模式，打造一体化生态，两大业务板块稳步增长	8
2. 住宅物管：母公司持续提供高质量支持，社区增值服务有明显提升空间	11
2.1 业务分析：母公司持续提供高质量物管项目，依托华润优势产业资源做大做强增值服务	11
2.2 同业对比：公司不过度依赖开发商的增量开发，社区增值服务毛利率有较大提升空间	14
3. 商写运营：重奢品牌资源与商业运营能力行业领先	15
3.1 业务分析：背靠华润保障内生增长，手握稀缺重奢资源，商业运营能力行业领先	15
3.2 同业对比：公司产品线完善，出租率与租金坪效较高，重奢资源处于领先地位	22
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1 收入预测	25
4.2 毛利预测	27
4.3 盈利预测	29
4.4 估值分析	30
4.5 投资建议	32
5. 风险提示	32
相关报告汇总	34

插图目录

图 1：公司控股股东为华润置地，实控人为华润(集团)有限公司(截至 2023 年报)	6
图 2：公司具有完善的培养体系和畅通的职业发展通道	8
图 3：公司“2+1”的业务模式，打造一体化生态体系	9
图 4：公司营业收入稳步增长，2023 年同比增长 22.9%	9
图 5：住宅物管营收占比 65%，商写运营营收占比 35%	9
图 6：住宅物管板块 2023 年营收同比增长 23.1%	10
图 7：商写运营业务 2023 年营收同比增长 22.6%	10
图 8：公司毛利润稳步增长，2023 年同比增长 30.0%	10
图 9：住宅物管毛利占比 36%，商写运营毛利占比 64%	10
图 10：公司 2023 年毛利率为 31.8%，2022 年为 30.1%	11
图 11：商写运营业务毛利率显著高于住宅物管业务	11
图 12：住宅物管业务中，2023 年基础物管服务收入占比 75.5%，社区增值服务收入占比 15.9%	12
图 13：公司 2023 年基础物管服务收入同比增长 30%，社区增值服务收入同比增长 21.5%	12
图 14：住宅物管业务中，2023 年基础物管服务毛利润占比 58.8%，社区增值服务毛利润占比 24.3%	12
图 15：住宅物管业务中，社区增值服务毛利率明显高于基础物管服务，开发商增值服务 2023 年毛利率显著下滑	12
图 16：住宅物管业务 2023 年在管面积同比增长 15.9%，合同面积同比增长 19.9%	13
图 17：2023 年来自华润置地的在管面积同比增长 14.9%，来自第三方的在管面积增速大幅放缓至 31.6%	13

图 18:	华润置地 2023 年合同销售面积 1307 万平, 2022 年合同销售面积 1425 万平	13
图 19:	华润置地 2023 年总土储面积 6250 万平, 其中开发销售型业务土储面积 5245 万平	13
图 20:	来自华润置地的在管项目物管服务单价远高于第三方项目	14
图 21:	华润置地项目布局以一二线高能级城市为主, 项目均价较高且提升趋势明显	14
图 22:	2023 年“懒人装修”及“一呼管家”合计收入占比提升 12.6 个百分点至 41.8%	14
图 23:	依托优势产业资源, 做大做强“懒人装修”及“润物直选”, 社区增值服务收入同比增长 21.5%至 15.26 亿元	14
图 24:	与同行头部公司相比, 公司核心收入占比较高, 不过度依赖开发商的增量开发	15
图 25:	与同行头部公司相比, 公司基础物管毛利率偏低	15
图 26:	与同行头部公司相比, 公司社区增值服务毛利率偏低	15
图 27:	样本企业中, 央企头部物管公司在管面积依然能保持较高增速, 民企降速明显	15
图 28:	商写运营业务中, 2023 年购物中心收入占比 62.7%, 写字楼收入占比 37.3%	17
图 29:	公司 2023 年购物中心收入同比增长 30.5%, 写字楼收入同比增长 11.3%	17
图 30:	商写运营业务中, 2023 年购物中心毛利润占比 77.2%, 写字楼毛利润占比 22.8%	17
图 31:	商写运营业务中, 购物中心毛利率显著高于写字楼	17
图 32:	2023 年购物中心合同项目 179 个, 在管项目 98 个; 2022 年合同项目 142 个, 在管项目 84 个	18
图 33:	来自华润置地的购物中心在管面积稳定增长, 2023 年同比增长 20.2%, 来自第三方的在管面积增速大幅放缓	18
图 34:	公司大部分购物中心项目来自华润置地, 2023 年在管面积占比进一步提升至 87.1%	18
图 35:	华润置地购物中心项目处在密集开业期, 预计 2027 年末, 在营购物中心将从 2023 年的 76 个增加至 117 个	18
图 36:	截至 2023 年末, 华润置地已经实现“一城多汇”、“多城多汇”布局的城市	18
图 37:	2022 年在营的 66 家购物中心, 9 家重奢购物中心建筑面积合计占比 19.2%	19
图 38:	2022 年在营的 66 家购物中心, 9 家重奢购物中心评估值合计占比 29.4%	19
图 39:	2022 年在营的 66 家购物中心, 9 家重奢购物中心租金收入合计占比 37.9%	20
图 40:	成熟的重奢购物中心购物中心, 租金水平高, 城市能级越高, 租金空间越大	20
图 41:	公司持续巩固行业领导者地位, 2023 年在营项目中 40 个项目零售额排名当地市场第一, 占比约 40%	20
图 42:	公司持续巩固行业领导者地位, 2023 年在营项目中 82 个项目零售额排名当地市场前三, 占比约 80%	20
图 43:	公司 2023 年在营购物中心平均出租率维持 96.1%高位, 经营利润率同比提升 5.0 个百分点至 64.7%	21
图 44:	公司 2023 年零售额同比大幅增长 43.3%, 业主端租金收入同比增长 38.8%, 租售比略微下降至 12.1%	21
图 45:	持续加深与核心品牌的合作广度与力度, 截至 2023 年, 合作店铺数超 20000 家, 合作品牌数量超 7400 个	22
图 46:	筑牢品牌资源护城河, 截至 2023H1, 国际奢侈品品牌合作数超 115 个, 合作店铺数超 500 个, 保持行业第一	22
图 47:	推动各业态会员交叉渗透, 2023 年万象星会员数量再创新高, 会员总量同比增长 36%至 4,625 万人	22
图 48:	科技赋能, 推动生产科技化和运营数字化, 提升全成本领先的竞争优势	22
图 49:	华润万象在营购物中心出租率整体处于较高水平, 其中华润置地旗下购物中心出租率行业领先	24
图 50:	华润置地在营购物中心的租金坪效低于定位偏高端的恒隆, 优于定位偏中端的龙湖	24
图 51:	华润万象生活 PE-Bands(EPS-TTM)	31

表格目录

表 1:	公司源自华润置地, 具有 30 年住宅物管和 20 年商业运营服务经验	6
表 2:	公司管理团队在物业管理、商业运营及房地产领域有丰富的经验	7
表 3:	住宅物业管理服务和商业运营及物业管理服务两大业务板块	8

表 4: 住宅物管业务包括物业管理服务、开发商物业增值服务和社区增值服务, 核心的基础物业服务采用包干制按月收费	11
表 5: 购物中心运营业务可以细分为商业运营服务、物业管理及其他服务和商业分租服务, 核心的运营管理服务按佣金制收取服务费, 物业管理按酬金制收费	16
表 6: 写字楼运营业务可以细分为物业管理及其他服务和商业运营服务, 核心的物业管理服务采用与住宅类似的包干制收费	16
表 7: 华润置地购物中心产品线非常全面, 与内资同行相比在顶奢资源上更具优势, 与港资同行相比产品线覆盖面更广 ...	23
表 8: 从四家核心奢侈品牌来看, 奢侈品牌聚集效应明显, 华润置地布局的商场数量和入驻的品牌门店数量明显领先	24
表 9: 华润万象生活住宅物管板块收入预测	26
表 10: 华润万象生活商写运营板块(购物中心)收入预测	27
表 11: 华润万象生活商写运营板块(写字楼)收入预测	27
表 12: 华润万象生活住宅物管板块毛利预测	28
表 13: 华润万象生活商写运营板块毛利预测	28
表 14: 华润万象生活未来三年盈利预测表	29
表 15: 华润万象生活盈利预测情景分析	30
表 16: 华润万象生活自由现金流折现计算简表(单位: 百万元 CNY)	30
表 17: 自由现金流折现模型相对 WACC 和永续增长率 g 的敏感性分析(单位: 港元/股)	31
表 18: 头部可比物管公司参考估值水平	31
附表: 公司盈利预测表	33

1. 公司概况：中国领先的物业管理及商业运营企业

1.1 发展历程：背靠华润置地，具有 30 年住宅物管和 20 年商业运营服务经验

公司历经近 30 年发展，已成为中国领先的物业管理及商业运营企业。公司历史可追溯至 1994 年，当时作为华润置地的一部分，提供住宅物业管理服务。2004 年开始以“万象城”为品牌提供商业运营服务。2005 年开始开展写字楼物业管理服务。2017 年，华润万象生活正式注册成立。2020 年，公司在港交所挂牌上市。目前，公司已成为积累了近 30 年的住宅物业管理和近 20 年商业运营服务经验的综合生活服务平台。

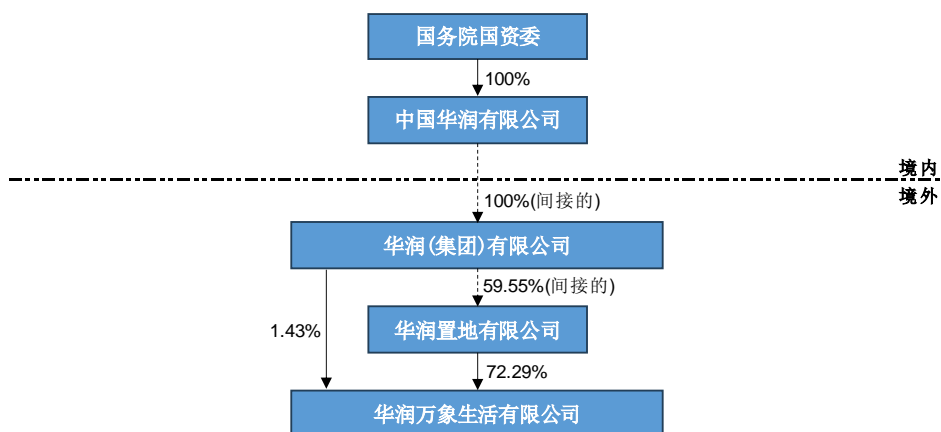
表1：公司源自华润置地，具有 30 年住宅物管和 20 年商业运营服务经验

年度	事件
1994 年	作为华润置地的一部分，提供住宅物业管理服务
2000 年	开发及建设第一个“万象城”项目深圳万象城，筹备以“万象城”品牌提供商业运营服务
2004 年	深圳万象城开业，确立以“万象城”品牌提供商业运营服务
2005 年	华润置地收购华润集团若干物业，公司开展写字楼物业管理服务
2009 年	华润置地发布“高品质”品牌战略，涵盖物业管理服务业务
2014 年	深圳万象城开业十周年，华润置地确立“中国商业地产领导者”的定位
2017 年	华润万象生活成立
2019 年	公司的住宅和商业物业在管建筑面积超过 100 万平方米
2020 年	华润万象生活在香港上市

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

截至 2023 年报，公司控股股东为华润置地，实控人为隶属于国务院国资委的华润(集团)有限公司。据官网介绍，华润集团作为国有重点骨干企业，业务覆盖五个主要业务领域：大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务以及科技及金融。华润置地是华润集团旗下负责城市建设运营的业务单元，是中国领先的城市综合投资开发运营商。公司受益于华润集团及华润置地强大的协同效应，在围绕生活、购物及工作的多业态综合服务方面具有显著的协同发展优势。

图1：公司控股股东为华润置地，实控人为华润(集团)有限公司(截至 2023 年报)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，同花顺 iFinD，东兴证券研究所

1.2 组织管理：管理层经验丰富、重视人才梯队建设

公司的管理团队基本都是在华润集团体系内工作多年的老将，在物业管理、商业运营及房地产领域有丰富的经验。我们认为这有利于公司有效整合集团上下游资源，把握市场机遇并持续优化公司战略。

表2：公司管理团队在物业管理、商业运营及房地产领域有丰富的经验

姓名	年龄	加入集团的日期	职位	主要职责	职业履历
李欣	52	2001年7月	非执行董事、董事会主席	参与制定集团业务计划、战略及重大决策	具有多年企业管理，地产开发管理方面的经验。1994年加入华润集团，2018年担任华润置地总裁
喻霖康	52	2005年10月	执行董事、总裁	负责集团整体管理	拥有约31年地产投资、商业运营及企业管理经验。1992年加入北京华润饭店、2004年担任华润深圳副总经理、2018年担任华润置地高级副总裁负责商业运营相关业务，2020年担任华润万象总裁。
郭瑞锋	45	2003年7月	执行董事、首席战略运营官	负责集团运营管理工作	具有多年房地产开发管理、商业地产运营管理、人力资源管理方面的经验。2003年硕士毕业加入华润置地，2016年起负责集团商业运营服务业务
王海民	53	2013年10月	执行董事、副总裁	负责集团整体管理及物业管理业务	具有多年地产及企业管理方面的经验。2013年加入华润置地，2016年起负责集团物业管理业务
王磊	43	2002年7月	执行董事、副总裁	负责商业运营业务	具有丰富的房地产开发管理、商业地产运营管理及公司运营管理方面的经验。2002年学士毕业后加入华润集团，2018-2020年，先后担任华润置地商服事业部助理总经理及副总经理，全面负责商服事业部工作。
聂志章	40	2008年7月	执行董事、董事会秘书、副总裁、首席财务官	负责财务管理、投资、运营等工作	具有丰富的财务、运营、营销及投资经验。2008年7月硕士毕业加入华润置地。2022年4月起先后担任华润置地华南大区助力总经理和副总经理，分管投资、营销和运营工作
娄可伟	40	2009年5月	首席人力资源官	负责集团人力资源管理	具有多年人力行政管理、党群工作方面的经验。2009年硕士毕业加入华润置地，2021年担任华润置地人力资源部助理总经理
许凡	43	2007年6月	副总裁	负责公司运营管理等工作	具有房地产开发管理、公司运营管理方面的经验。2007年硕士毕业加入华润置地。2018年至2021年获任为华润置地华南大区助理总经理、党委威严、兼任广州公司总经理。

资料来源：公司公告、公司官网、东兴证券研究所

公司具有完善的培养体系和畅通的职业发展通道，持续打造稳定、高素质的人才队伍，支撑公司未来业务发展。公司建立了覆盖商业、物业的人才培养机制，成立“华润万象生活学习与创新中心”，作为业务赋能平台、人才训练平台和创新驱动平台。通过开展万象公开课、“万象薪火”课程开发及讲师培养认证计划等项目，为员工提供全方位培训。公司推动干部管理体系化和专业化，助力人才梯队建设与发展，经理人队伍实现了年轻化发展。截至2022年，经理人平均年龄39.5岁，80后占比75%；其中商业经理人80后占比79.9%，物业经理人80后占比72.2%。

图2: 公司具有完善的培养体系和畅通的职业发展通道



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, 注: 员工占比数据截至 2022 年底

1.3 业务概要: 聚焦“2+1”业务模式, 打造一体化生态, 两大业务板块稳步增长

公司业务始于向华润置地开发和拥有的物业提供物业管理及商业运营服务, 目前主要分为住宅物业管理服务和商业运营及物业管理服务两大业务板块。对于住宅物业管理服务业务, 主要是为住宅及其他非商业物业提供物业管理服务, 也向开发商、业主和住户提供增值服务。对于商业运营及物业管理服务业务, 主要是为购物中心和写字楼提供相应服务。

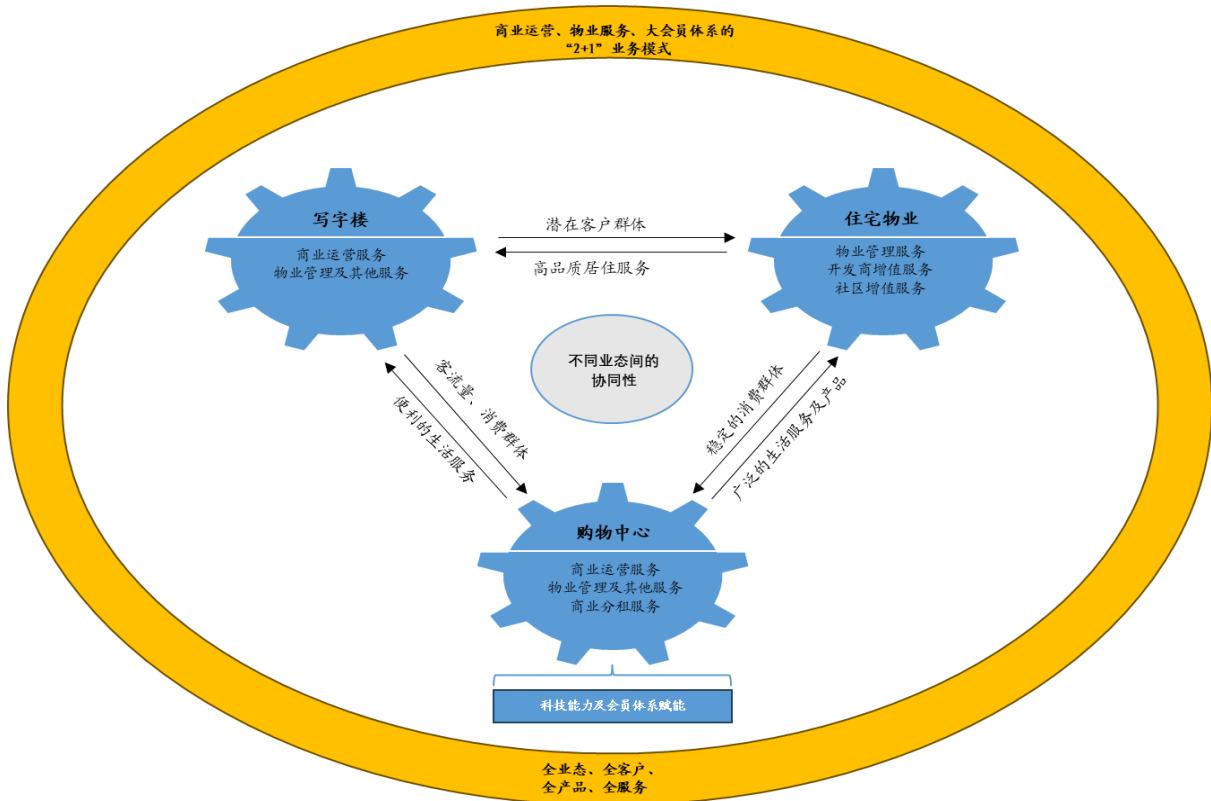
表3: 住宅物业管理服务和商业运营及物业管理服务两大业务板块

业务板块	业务分类	业务构成
住宅物业管理服务	物业管理服务	秩序维护、清洁及绿化、维修及养护等服务
	开发商增值服务	顾问、前期筹备及交付前营销配合服务
	社区增值服务	社区生活服务及经纪及资产服务
商业运营及物业管理服务	购物中心	商业运营服务: 开业前管理及运营管理服务
		物业管理及其他服务: 秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务
		商业分租服务: 承租若干优质购物中心, 分租给零售店及超市等租户
	写字楼	商业运营服务: 招商服务、资产管理与运营服务及开业筹备服务。
		物业管理及其他服务: 秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

公司聚焦于商业运营、物业服务、大会员体系的“2+1”业务模式, 致力于打造全业态、全客户、全产品、全服务的一体化生态体系。公司全业态的服务能力源于深厚的大型商业综合体管理资源和经验。大型商业综合体包括住宅物业、购物中心及写字楼等相临的多种业态及空间, 不同业态之间具有高度的协同性, 使得公司可以围绕生活、购物及工作的人群开展全方位的服务。

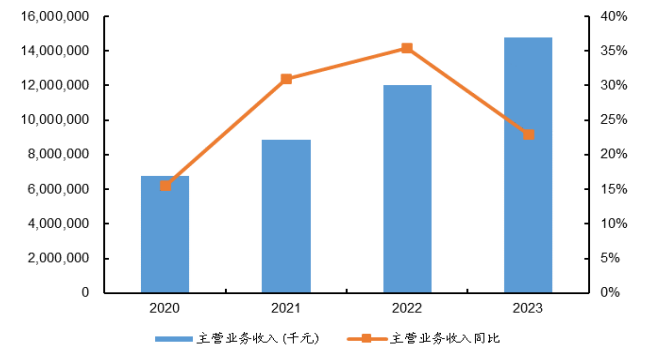
图3: 公司“2+1”的业务模式, 打造一体化生态体系



资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 东兴证券研究所

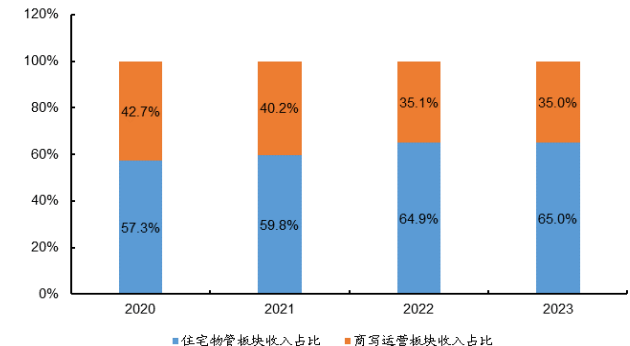
公司营业收入维持高增长, 住宅物管与商写运营两大业务齐头并进, 住宅物管业务营收占比 65%。公司 2023 年主营业务收入为 147.7 亿元, 同比增长 22.9%, 2020-2023 年 CAGR 为 29.6%。其中, 住宅物管业务 2023 年营收 96.0 亿元, 同比增长 23.1%, 2020-2023 年 CAGR 为 35.2%; 商写运营业务 2023 年营收 51.7 亿元, 同比增长 22.6%, 2020-2023 年 CAGR 为 21.3%。公司商业运营服务自 2020 年 1 月起才开始确认业务收入, 此前是华润置地综合商业物业开发及投资业务的一部分, 因此商写运营业务的历史营收从 2020 年起才更具可比性。从收入结构上看, 住宅物管业务收入占比更大, 2023 年约占总收入的 65%。

图4: 公司营业收入稳步增长, 2023 年同比增长 22.9%



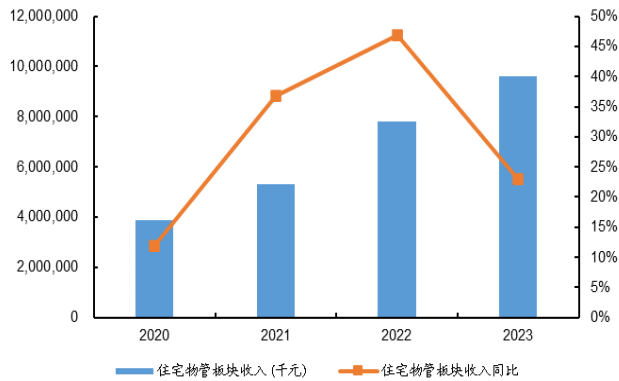
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图5: 住宅物管营收占比 65%, 商写运营营收占比 35%



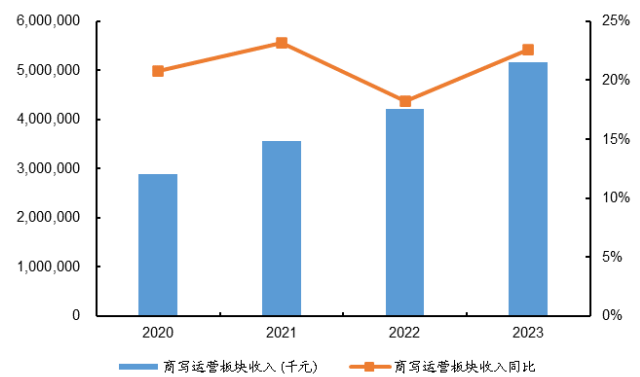
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 住宅物管板块 2023 年营收同比增长 23.1%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图7: 商写运营业务 2023 年营收同比增长 22.6%

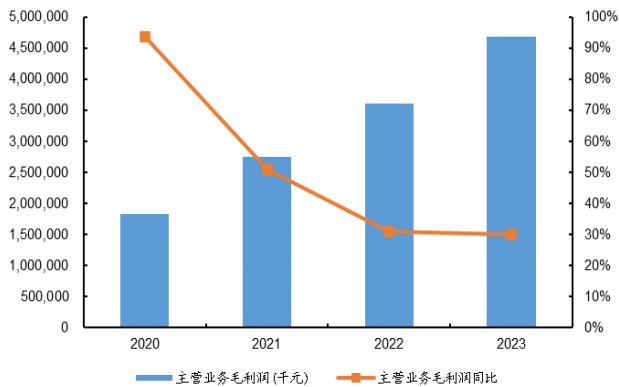


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司毛利润维持高增长, 商写运营业务毛利润占比约 64%。公司 2023 年主营业务毛利润为 46.9 亿元, 同比增长 30.0%, 2020-2023 年 CAGR 为 37.0%。其中, 住宅物管业务 2023 年毛利润 16.8 亿元, 同比增长 13.9%, 2020-2023 年 CAGR 为 39.6%; 商写运营业务 2023 年毛利润 30.2 亿元, 同比增长 41.1%, 2020-2023 年 CAGR 为 35.6%。从毛利润结构上看, 商写运营业务毛利润占比更大, 2023 年约占整体毛利润的 64%。

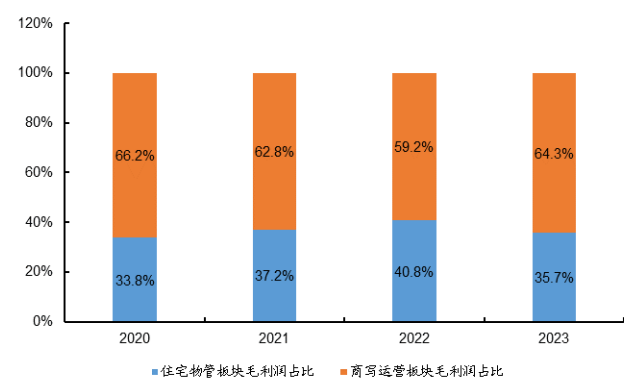
商写运营业务毛利率的显著回升, 带动公司毛利率改善。公司 2023 年毛利率为 31.8%, 2022 年为 30.1%。其中, 住宅物管业务 2023 年毛利率为 17.5%, 2022 年为 18.9%; 商写运营业务 2023 年毛利率为 58.4%, 2022 年为 50.7%。商写运营业务毛利率显著高于住宅物管业务。

图8: 公司毛利润稳步增长, 2023 年同比增长 30.0%

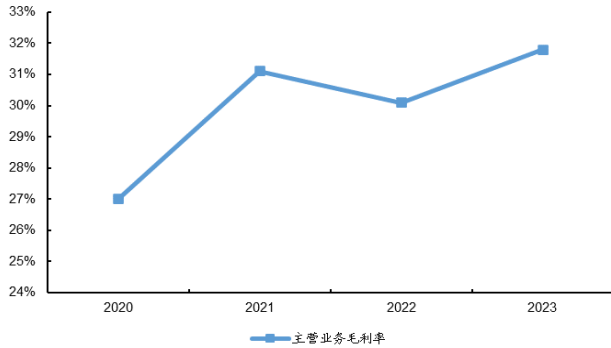


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

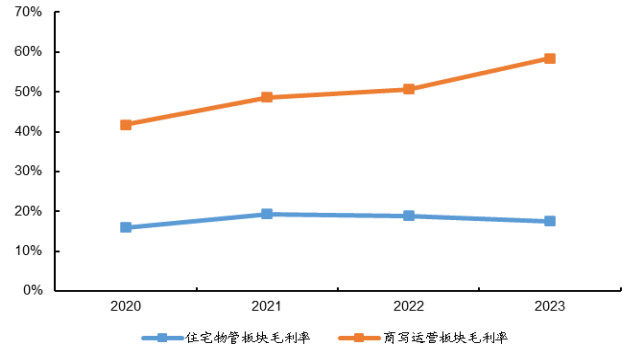
图9: 住宅物管毛利占比 36%, 商写运营毛利占比 64%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 公司 2023 年毛利率为 31.8%, 2022 年为 30.1%


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图11: 商写运营业务毛利率显著高于住宅物管业务


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 住宅物管: 母公司持续提供高质量支持, 社区增值服务有明显提升空间

2.1 业务分析: 母公司持续提供高质量物管项目, 依托华润优势产业资源做大做强增值服务

公司住宅物管业务主要是为住宅及公用设施提供管理服务, 业务可以细分为物业管理服务、开发商物业增值服务和社区增值服务, 核心的基础物业服务采用包干制按月收费。

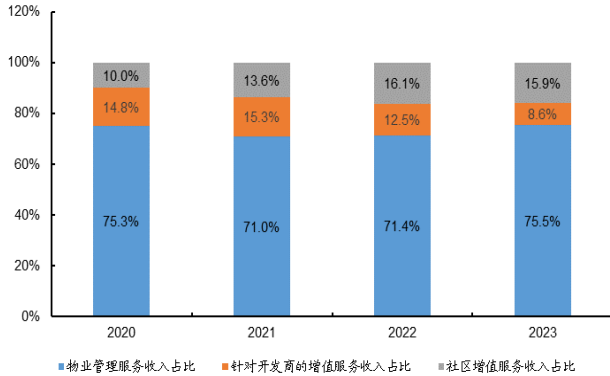
基础物管服务是公司住宅物管板块的核心业务, 营收占比超过七成, 毛利润占比接近六成。受益于在管面积的增加和华润的优势产业资源, 基础物管服务与社区增值服务持续增长且毛利率相对稳定, 2023 年基础物管服务收入同比增长 30%, 社区增值服务收入同比增长 21.5%。受房地产销售市场不景气和开发商交付进度的影响, 开发商增值服务收入显著下滑, 2023 年开发商增值服务同比下滑 14.8%, 毛利率也出现明显下滑。

表4: 住宅物管业务包括物业管理服务、开发商物业增值服务和社区增值服务, 核心的基础物业服务采用包干制按月收费

业务构成	服务范围	收入模式	定价考量	成本结构	主要客户	主要供应商
物业管理服务	秩序维护	包干制: 按月收取每平方米物业费	住宅物业的特点及地点; 业主及住户组合; 服务范围及标准; 估计成本及预算; 我目标利润率; 当地定价规定; 可比小区的物业管理费等	主要是自身员工的人力成本, 部分业务分包	物业开发商、业主、业主委员会及住户	提供清洁、绿化及若干维修保养服务的分包商以及公用服务供应商
	清洁及绿化					
	维修及养护					
开发商物业增值服务	顾问服务	包干制或固定费率	基于在管建筑面积及项目阶段计算, 同时考虑服务的性质与范围、部署的员工人数与职位以及所涉及物业的规模、位置及定位。	主要是自身员工的人力成本, 清洁服务分包	物业开发商	提供清洁服务的分包商
	前期筹备服务	包干制或固定费率				
	交付前营销配合服务	酬金制				
社区增值服务	社区生活服务: 公共空间服务、装修服务、其他社区服务	固定费用或固定费率	通常参考市场标准和竞争对手在同一地区的平均价格水平	主要是自身员工的人力成本和购买商品或服务	业主及住户	提供装修服务、广告及社区生活服务的第三方商家
	经纪及资产服务: 二手房及新房销售、房屋租赁、停车场运营管理	佣金或差价作为收入。				

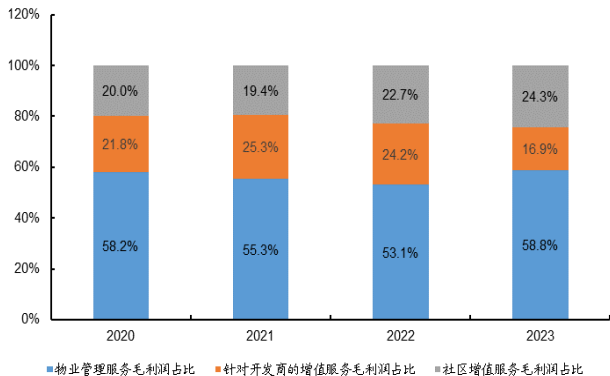
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图12: 住宅物管业务中, 2023 年基础物管服务收入占比 75.5%, 社区增值服务收入占比 15.9%



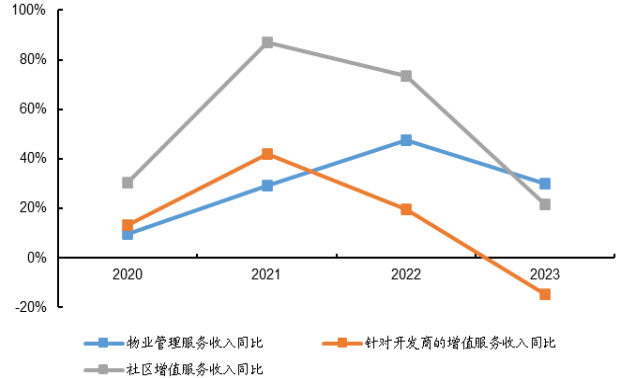
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图14: 住宅物管业务中, 2023 年基础物管服务毛利润占比 58.8%, 社区增值服务毛利润占比 24.3%



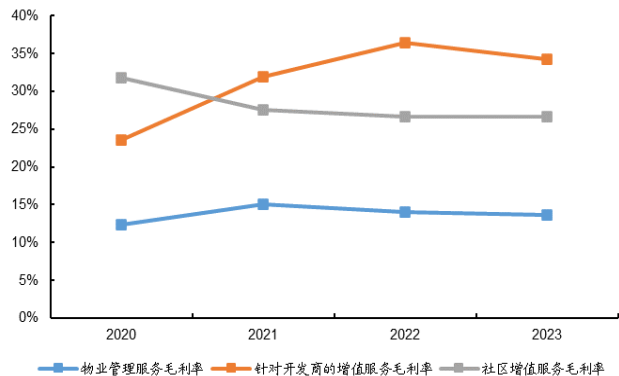
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图13: 公司 2023 年基础物管服务收入同比增长 30%, 社区增值服务收入同比增长 21.5%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

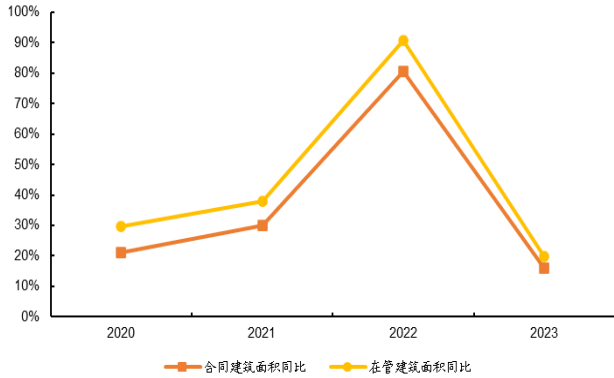
图15: 住宅物管业务中, 社区增值服务毛利率明显高于基础物业管理服务, 开发商增值服务 2023 年毛利率显著下滑



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

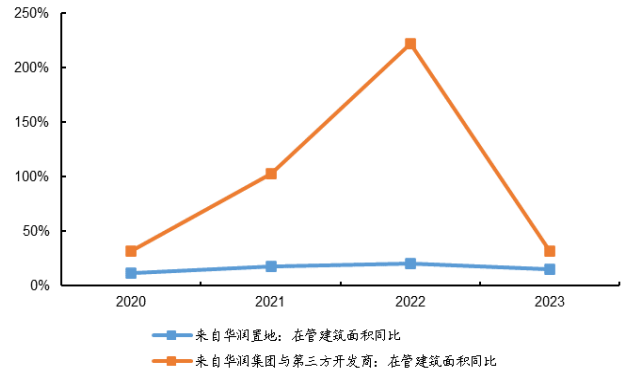
母公司华润置地为公司住宅在管面积的稳健增长提供长期支持。截至 2023 年底, 公司住宅物管业务在管面积 3.55 亿平, 同比增长 15.9%; 其中, 来自华润置地的在管面积同比增长 14.9%, 在管面积占比为 38.6%。根据华润置地公告, 2022-2023 年公司合计销售面积为 2733 万平, 2023 年底开发销售型业务土储面积 5245 万平, 华润置地稳健的销售业绩和丰富优质的土地储备, 能为公司在管面积的稳健增长提供长期保障。

图16: 住宅物管业务 2023 年在管面积同比增长 15.9%, 合同面积同比增长 19.9%



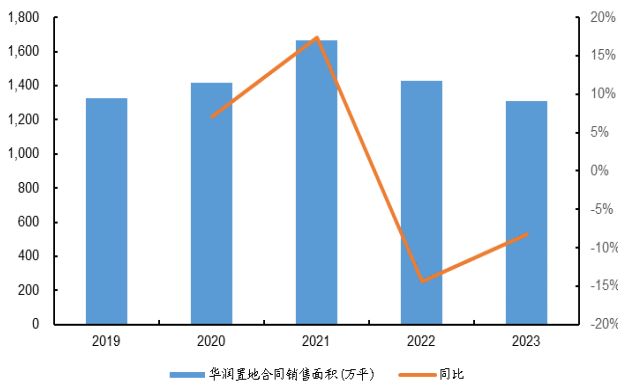
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图17: 2023 年来自华润置地的在管面积同比增长 14.9%, 来自第三方的在管面积增速大幅放缓至 31.6%



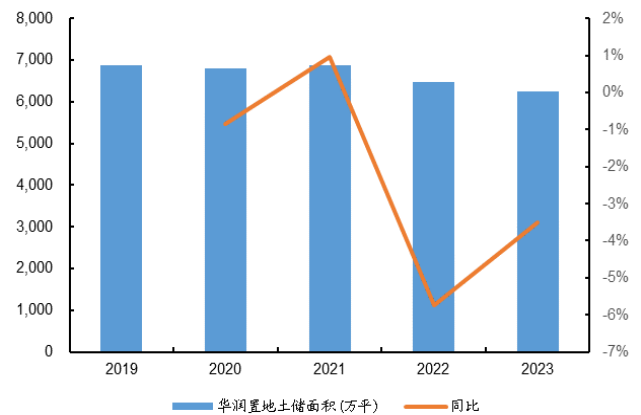
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图18: 华润置地 2023 年合同销售面积 1307 万平, 2022 年合同销售面积 1425 万平



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

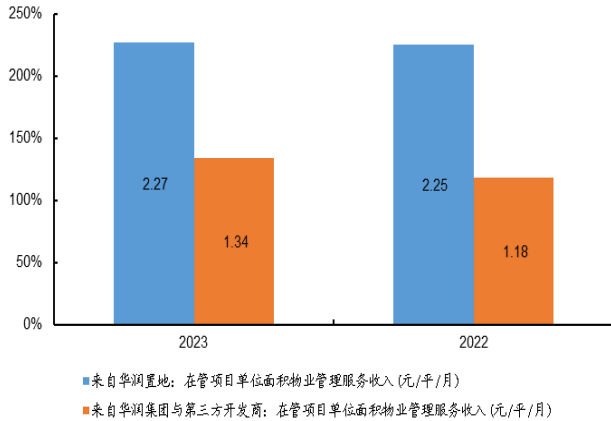
图19: 华润置地 2023 年总土储面积 6250 万平, 其中开发销售型业务土储面积 5245 万平



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

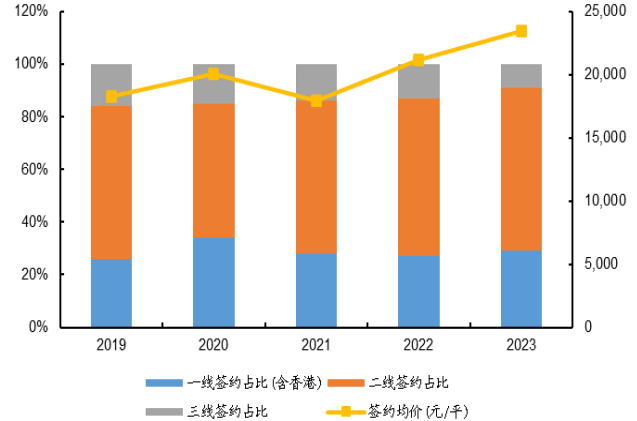
母公司华润置地的住宅项目主要位于一二线高能级城市, 产品定位偏向于中高端, 是公司住宅物管业务收入的重要保障。公司 2023 年住宅物管业务中, 来自华润置地的基础物管服务收入为 2.27 元/平/月, 远高于来自第三方的 1.34 元/平/月。来自华润置地的在管项目物管服务单价远高于第三方项目, 这主要是由于华润置地项目布局以一二线高能级城市为主, 项目定位偏向中高端, 相应的物管收费水平也会比较高。公司 2023 年一、二线城市签约金额占比达 91%, 销售均价达到了 23486 元/平。

图20: 来自华润置地的在管项目物管服务单价远高于第三方项目



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

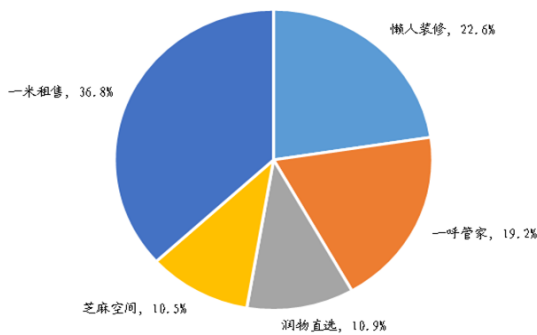
图21: 华润置地项目布局以一二线高能级城市为主, 项目均价较高且提升趋势明显



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

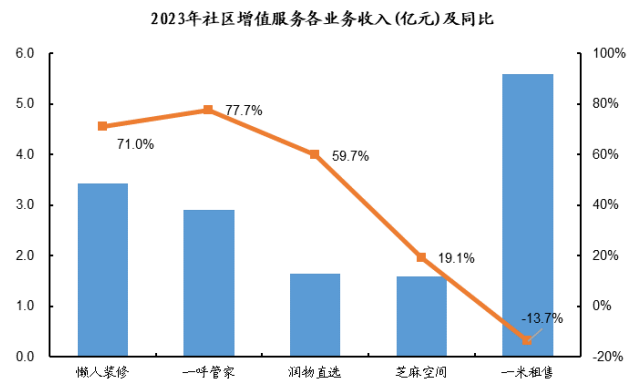
公司依托华润集团、华润置地优势产业资源, 做大做强社区增值服务, 不断延展增值服务边界。公司依托华润优势产业资源, 通过产品力、运营力和服务力的打造与提升, 带动2023年社区增值服务收入同比增长21.5%至15.26亿元。其中“懒人装修”收入同比增长71.0%至3.45亿元, “一呼管家”收入同比增长77.7%至2.93亿元, 两者合计收入占比提升12.6个百分点至41.8%。上线自研电商系统“朝昔商城”, 延伸数字化建设至多元化增值服务, 助力“润物直选”收入提升59.7%至1.66亿元。我们认为华润集团、华润置地在大健康、大消费、装修供应链等领域的优势产业资源和中高端的在管项目, 有利于公司充分挖掘客户价值, 持续提升社区增值服务的广度和深度。

图22: 2023年“懒人装修”及“一呼管家”合计收入占比提升12.6个百分点至41.8%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图23: 依托优势产业资源, 做大做强“懒人装修”及“润物直选”, 社区增值服务收入同比增长21.5%至15.26亿元



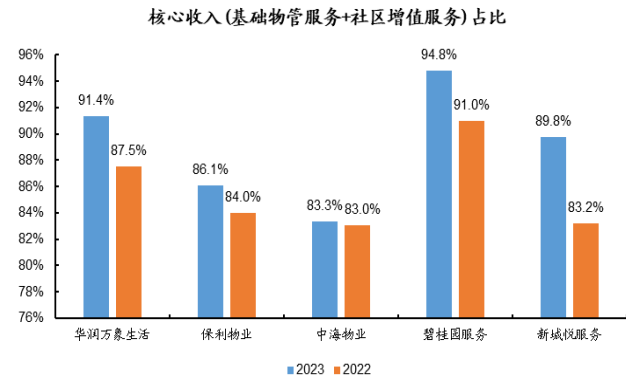
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 同业对比: 公司不过度依赖开发商的增量开发, 社区增值服务毛利率有较大提升空间

与同行头部公司相比, 公司核心收入占比较高, 不过度依赖开发商的增量开发带来的增值服务收入。公司住宅物管业务的核心收入(基础物管服务+社区增值服务)占比在2023年大幅提升至91.4%, 2022年该值为87.5%, 核心收入占比在同行中处于较高水平, 对开发商增值服务收入的依赖度相对较低。

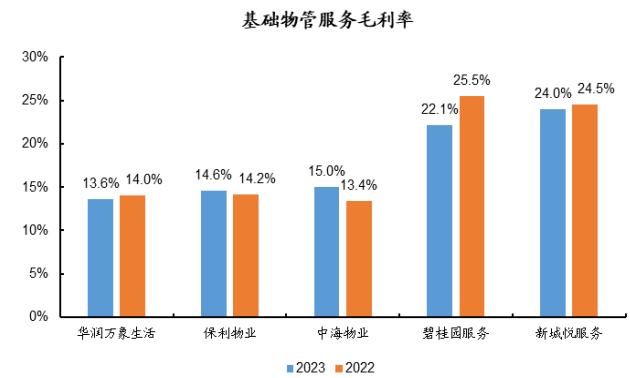
公司在管面积维持较高增速, 但核心服务毛利率偏低, 特别是社区增值服务毛利率有较大的提升空间。与基础物管服务相比, 社区增值服务毛利率较高, 是提升住宅物管业务盈利水平的核心变量。2023年公司社区增值服务毛利率为26.7%, 与头部同行相比处于偏低的水平。我们认为公司依托华润集团、华润置地的优势产业资源和中高端的在管项目, 社区增值服务的营收和毛利率都有较大的提升潜力。

图24: 与同行头部公司相比, 公司核心收入占比较高, 不过度依赖开发商的增量开发



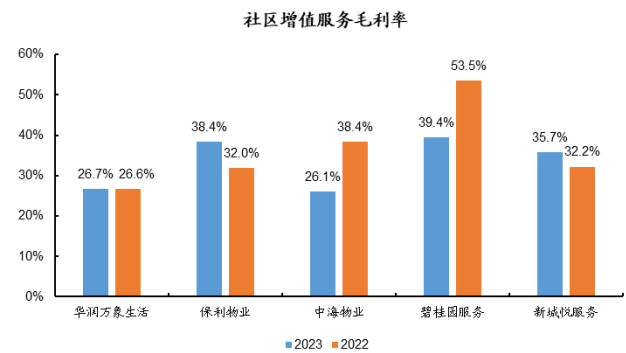
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图25: 与同行头部公司相比, 公司基础物管毛利率偏低



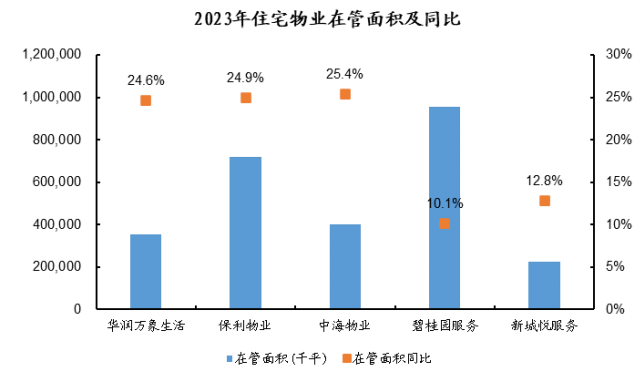
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图26: 与同行头部公司相比, 公司社区增值服务毛利率偏低



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图27: 样本企业中, 央企头部物管公司在管面积依然能保持较高增速, 民企降速明显



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 商写运营: 重奢品牌资源与商业运营能力行业领先

3.1 业务分析: 背靠华润保障内生增长, 手握稀缺重奢资源, 商业运营能力行业领先

公司商写运营业务主要是为商业物业提供商业运营与物业管理服务, 包括购物中心及写字楼。购物中心业务可以细分为商业运营服务、物业管理及其他服务和商业分租服务, 核心的运营管理服务按佣金制收取服务费, 物业管理按酬金制收费。写字楼业务可以细分为物业管理及其他服务和商业运营服务, 核心的物业管理服务采用与住宅类似的包干制收费。

表5: 购物中心运营业务可以细分为商业运营服务、物业管理及其他服务和商业分租服务, 核心的运营管理服务按佣金制收取服务费, 物业管理按酬金制收费

业务构成	服务范围	收入模式	定价考量	成本结构	主要客户	主要供应商
商业运营服务	开业前管理服务: 定位及设计管理服务、招商及管理服务	定额费用、不超过三个月租金的定额服务费	目标购物中心的定位及规模; 物业状况及设施的可用性; 同业竞争对手收取的费用	主要是自身员工的人力成本、业主承担管理商用物业的运营成本和商业物业管理服务直接成本	业主	提供活动策划、市场推广及客户关系服务的分包商
	运营管理服务: 开业筹备服务、租户指导服务、消费者管理服务、市场推广及宣传服务	佣金制服务费, 按租金收入或营业收入的特定百分比(最高5%)或营业利润的特定百分比(最高10%)计算。其他固定费用: 管理外包费及品牌授权费				
物业管理及其他服务	秩序维护、清洁及绿化、维修及养护	根据酬金制收入模式, 按每平方米基准收取固定酬金, 一般代业主先行支付运营过程中产生的支出和成本, 然后业主定期偿付	项目定位; 同类公司收费; 估计成本及利润率目标		业主及租户	提供清洁、绿化及若干维修养护服务的分包商
	其他增值服务: 早期顾问服务及开业筹备服务	基于实际成本计取酬金或按包干制收取				
商业分租服务	从业主承租物业并分租	向租户收取租金和物业管理费, 并向业主支付协定金额的租金或与业主按预定比例分享该分租物业的经营收入。	通常参考市场标准和竞争对手在同一地区的平均价格水平	承担管理商用物业的运营服务成本, 并定期向业主支付租金	租户	业主

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

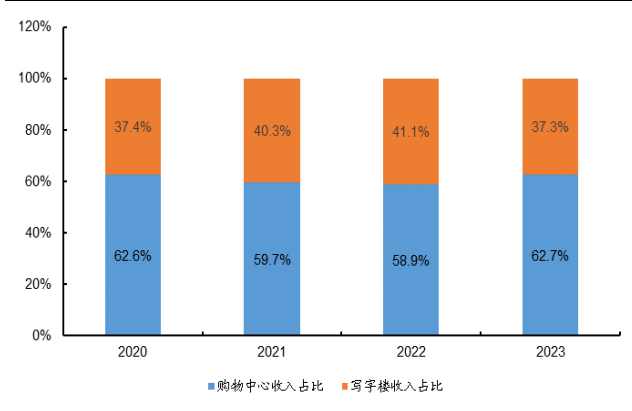
表6: 写字楼运营业务可以细分为物业管理及其他服务和商业运营服务, 核心的物业管理服务采用与住宅类似的包干制收费

业务构成	服务范围	收入模式	定价考量	成本结构	主要客户	主要供应商
物业管理及其他服务	秩序维护、清洁及绿化、维修及养护	包干制	物业类型、位置及周边设施; 业主及住户组合; 物业的基建设备; 建议服务范围及质量; 估计成本及利润率目标; 同类物业的定价	主要是自身员工的人力成本及分包成本	业主、物业开发商及租户	提供清洁、绿化及若干维修养护服务的分包商、提供服务的第三方商家
	其他增值服务: 对开发商提供交付前服务, 对租户提供经纪服务、装修服务、公共空间管理服务	通常收取固定费用或按相关服务收入特定百分比收取费用、收取佣金或通过赚取转租或转卖的差价作为收入	参考所提供服务类型、品牌溢价、项目情况、利润率及服务需求	主要是自身员工的人力成本, 清洁服务分包、购买商品或服务		
商业运营服务	招商服务、资产管理与运营服务及开业筹备服务	按服务性质收取服务费。对于运营管理服务费及品牌授权费, 一般一年收两次费用。	同类物业的定价	主要是自身员工的人力成本, 清洁服务分包	业主	提供活动策划、市场推广及客户关系服务的分包商

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

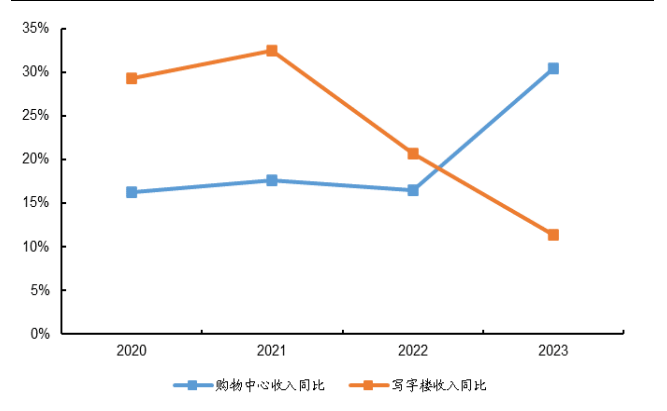
购物中心是商写运营业务的核心, 2023 年购物中心收入占比 62.7%, 毛利占比 77.2%。公司把握住消费市场复苏节奏, 2023 年购物中心收入和毛利率均实现了明显提升, 收入同比增长 30.5%, 毛利率提升至 71.9%。面对写字楼市场空置率攀升的艰难环境, 公司 2023 年的写字楼收入依然实现了 11.3% 的同比增长, 毛利率相对稳定。

图28: 商写运营业务中, 2023 年购物中心收入占比 62.7%, 写字楼收入占比 37.3%



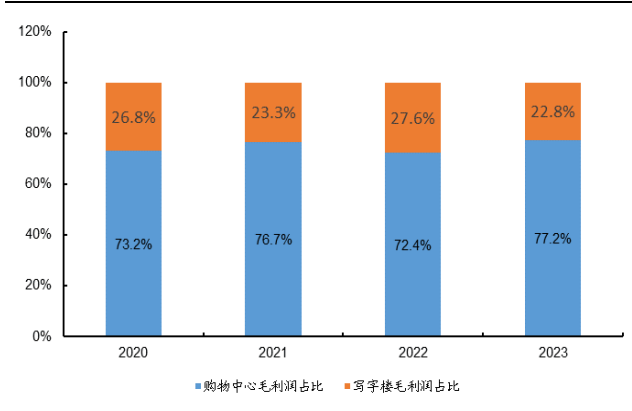
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图29: 公司 2023 年购物中心收入同比增长 30.5%, 写字楼收入同比增长 11.3%



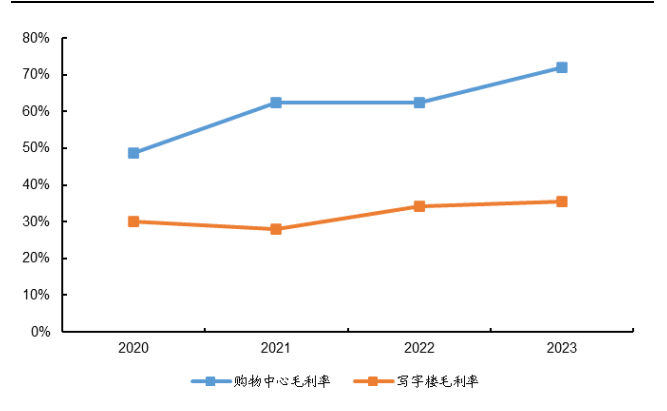
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图30: 商写运营业务中, 2023 年购物中心毛利润占比 77.2%, 写字楼毛利润占比 22.8%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

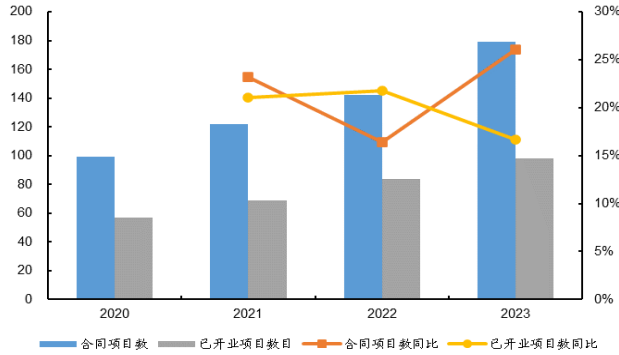
图31: 商写运营业务中, 购物中心毛利率显著高于写字楼



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

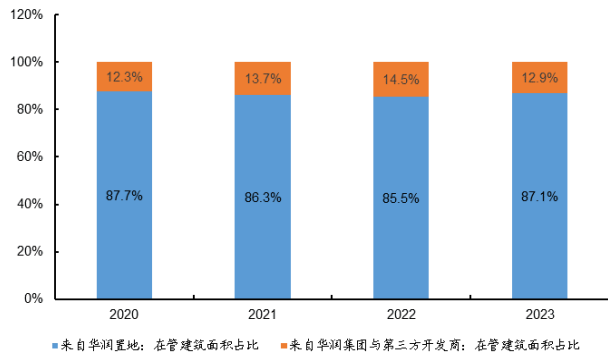
公司绝大部分商业项目都来自母公司华润置地, 华润置地持续强化重点城市布局, 为公司实现稳健的内生增长提供了重要支撑。公司大部分购物中心项目来自华润置地, 2023 年购物中心在管项目 98 个; 其中 78 个来自华润置地, 在管面积占比进一步提升至 87.1%。来自华润置地的购物中心在管面积稳定增长, 2023 年同比增长 20.2%, 来自第三方的在管面积增速大幅放缓。从华润置地的购物中心开业计划来看, 购物中心项目仍然处在密集开业期, 预计 2027 年末, 在营购物中心将从 2023 年的 76 个增加至 117 个。华润置地持续聚焦一二线及省会等核心城市, 落实“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略。聚焦核心城市的项目布局, 为购物中心的成功运营打下重要基础。

图32: 2023年购物中心合同项目179个,在管项目98个; 2022年合同项目142个,在管项目84个



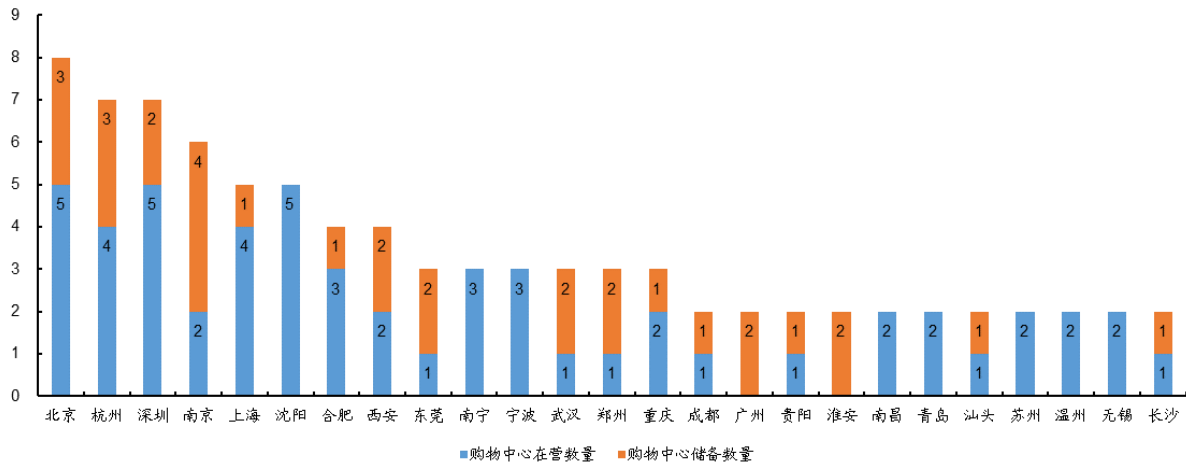
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图34: 公司大部分购物中心项目来自华润置地, 2023年在管面积占比进一步提升至87.1%



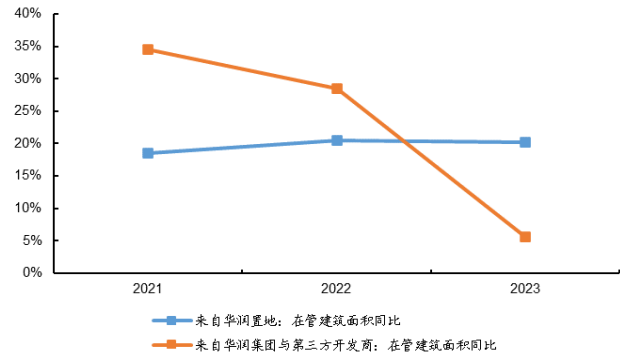
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图36: 截至2023年末, 华润置地已经实现“一城多汇”、“多城多汇”布局的城市



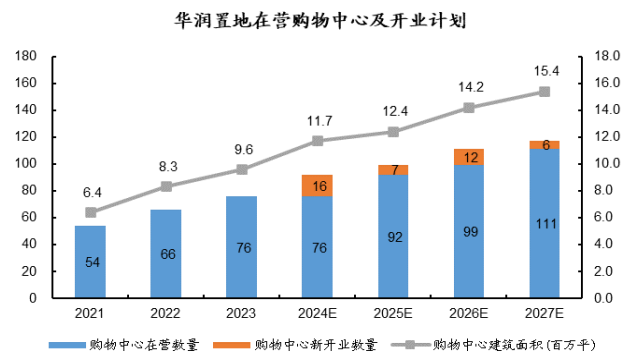
资料来源: 华润置地公告, 东兴证券研究所

图33: 来自华润置地的购物中心在管面积稳定增长, 2023年同比增长20.2%, 来自第三方的在管面积增速大幅放缓



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图35: 华润置地购物中心项目处在密集开业期, 预计2027年末, 在营购物中心将从2023年的76个增加至117个



资料来源: 华润置地公告, 东兴证券研究所, 注: 海口万象城与海口N次方公园合并计数

我们认为, 手握稀缺重奢资源是公司的重要壁垒, 因为重奢资源具有难以复制的稀缺性:

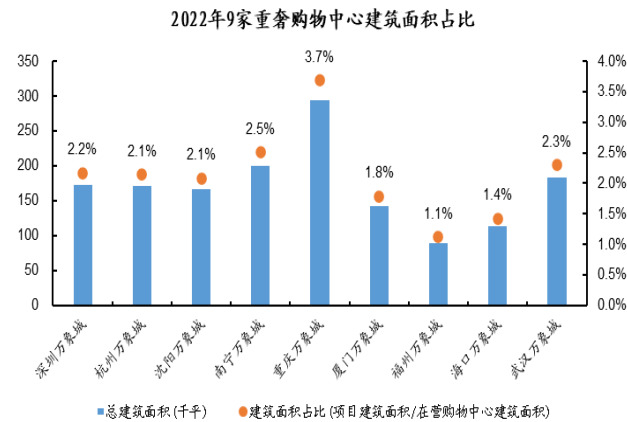
1) **重奢购物中心布局具有先发优势。**重奢购物中心需要足够数量的高净值客户作为支撑, 对于选址的要求较高, 一般都位于稀缺的城市核心地段, 占据先发优势的重奢商场往往能拥有较长时间的独占优势。万象城定位于城市商业制高点, 位于一二线城市的核心或潜力地段, 在定位布局上具有优势。

2) **重奢品牌门店数量具有稀缺性。**一方面, 有能力消费重奢产品的城市和消费者有限, 城市的开店数量存在天花板。另一方面, 重奢品牌为了维持稀缺性和高端定位, 在同一地区开店数量也较为有限。

3) **重奢品牌运营能力具有稀缺性。**奢侈品牌高度重视购物中心的品牌形象与运营能力, 在选择合作的商场方面非常慎重。公司从 2004 年开业的深圳万象城开始就持续布局重奢品牌, 万象城已经成为国内极少数能与重奢品牌达成长期合作的购物中心品牌。

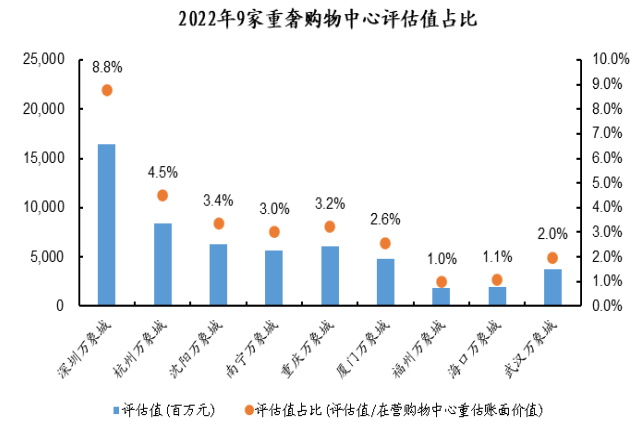
4) **重奢购物中心租金体量大, 租金天花板高。**截至 2023 年末, 公司在营重奢购物中心数量增至 13 个, 排名行业第一。2022 年在营的 66 家购物中心, 9 家重奢购物中心建筑面积合计占比 19.2%, 但租金收入占比高达 37.9%。成熟的重奢购物中, 租金水平极高, 比如南宁万象城 2022 年的单位建面租金收入达到了 293 元/平/月, 租金收入水平是公司目前在营购物中心均值的两倍有余。城市能级越高, 租金空间越大, 比如深圳万象城 2022 年的单位建面租金收入达到了 566 元/平/月, 租金收入水平接近公司在营购物中心均值的四倍。

图37: 2022 年在营的 66 家购物中心, 9 家重奢购物中心建筑面积合计占比 19.2%



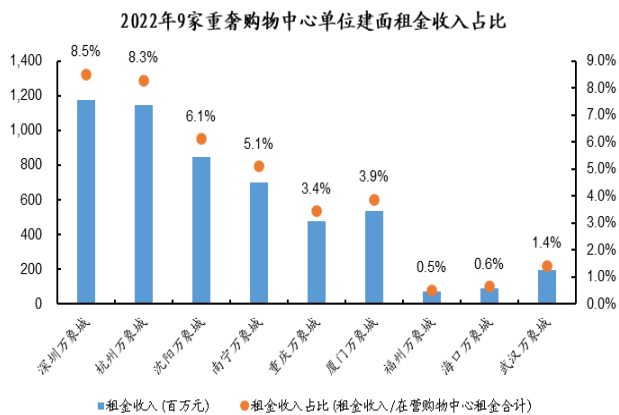
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图38: 2022 年在营的 66 家购物中心, 9 家重奢购物中心评估价值合计占比 29.4%



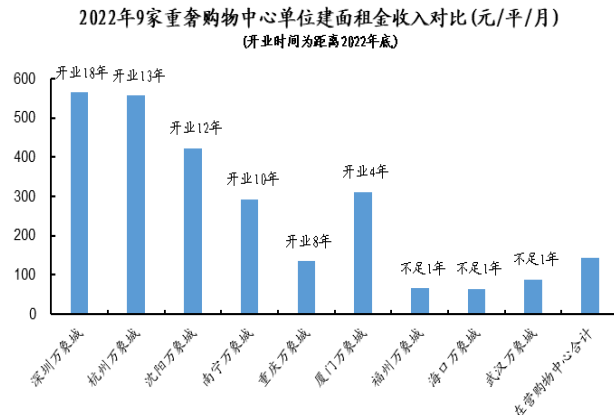
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图39: 2022年在营的66家购物中心, 9家重奢购物中心租金收入合计占比37.9%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

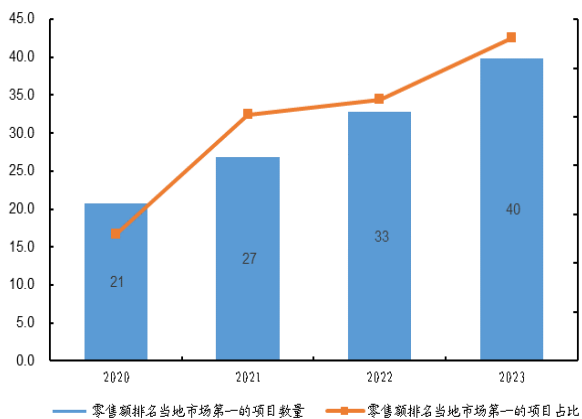
图40: 成熟的重奢购物中心购物中心, 租金水平高, 城市能级越高, 租金空间越大



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

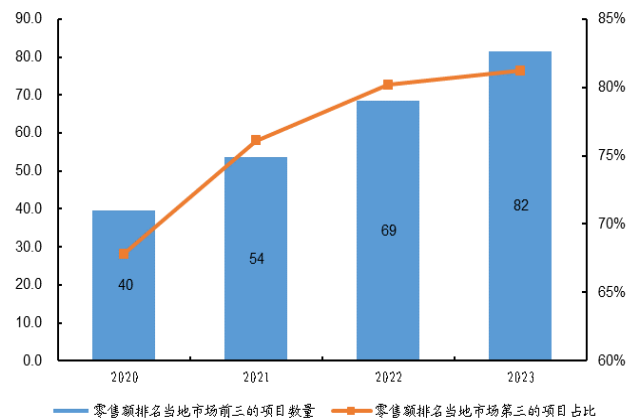
公司购物中心运营能力行业领先, 经营效率持续向好, 实现“业主、租户、运营商”三方共赢。公司持续巩固行业领导者地位, 2023年在营项目中40个项目零售额排名当地市场第一, 占比约40%; 82个项目零售额排名当地市场前三, 占比约80%。公司依托在商业零售与服务领域多年的专业沉淀, 持续精进专业化运营与服务体系, 实现高质量发展, 2023年在营购物中心平均出租率维持96.1%高位, 零售额同比大幅增长43.3%。较高的出租率和增长的零售额是提升项目利润的基础, 2023年业主端租金收入同比增长38.8%至220亿元, 经营利润率同比提升5.0个百分点至64.7%。业主租金收入和经营利润率提升的同时, 租售比(租金收入/零售额)略微下降至12.1%, 商户的租金压力并没有随着销售额的提升而增长, 业主、租户、运营商三方实现了互利共赢。

图41: 公司持续巩固行业领导者地位, 2023年在营项目中40个项目零售额排名当地市场第一, 占比约40%

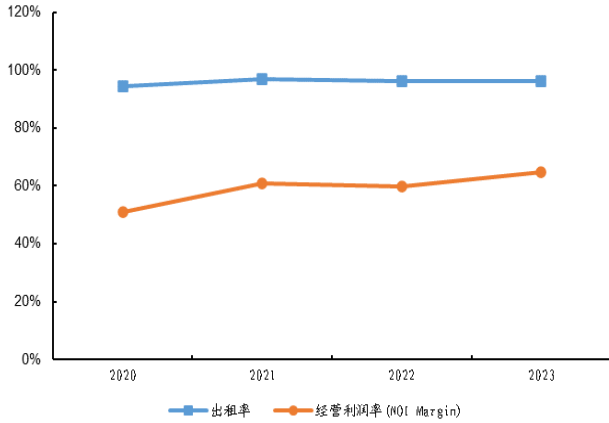


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

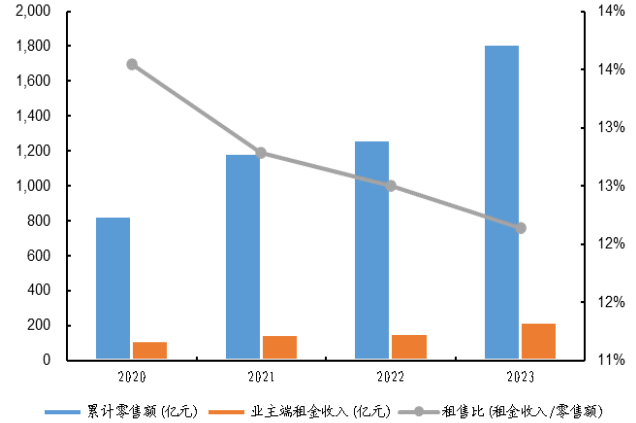
图42: 公司持续巩固行业领导者地位, 2023年在营项目中82个项目零售额排名当地市场前三, 占比约80%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图43: 公司 2023 年在营购物中心平均出租率维持 96.1%高位, 经营利润率同比提升 5.0 个百分点至 64.7%


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

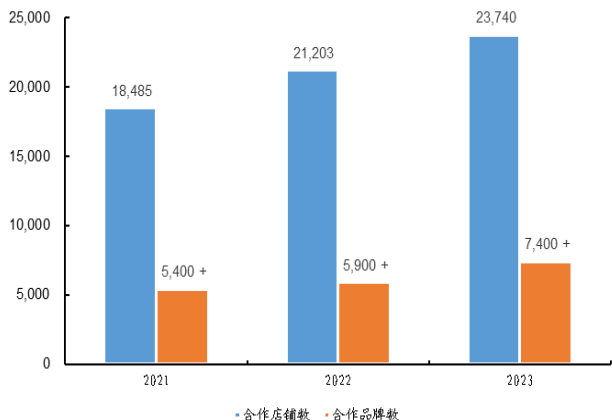
图44: 公司 2023 年零售额同比大幅增长 43.3%, 业主端租金收入同比增长 38.8%, 租售比略微下降至 12.1%


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为, 公司行业领先的运营能力主要源于以下几点:

- 1) 在商业零售与服务领域多年的专业沉淀, 构筑起深厚的品牌资源护城河。**公司持续加深与核心品牌的合作广度与力度, 截至 2023H1, 国际奢侈品品牌合作数超 115 个, 合作店铺数超 500 个, 保持行业第一; 截至 2023 年, 合作店铺总数超 20000 家, 合作品牌数量超 7400 个。
- 2) 推动各业态会员交叉渗透, 建立了领先的会员体系。**2022 年, 公司整合资源打通各业态会员系统, 发布自有积分品牌“万象星”, 涵盖营销、康养、长租、酒店、文体、影业、商业与物业等八大业态, 实现各业态客户的身份通、积分通和权益通, 持续提升会员满意度与消费贡献度。截至 2023 年底, 万象星会员总量同比增长 36%至 4,625 万人。
- 3) 顺应科技迭代和数字化转型趋势, 提升成本领先的竞争优势。**商管聚焦数字化业务提效, 大幅提升商业物业工单作业效率, 智能营销平台优化活动转化率, “良贾小程序”实现商户服务和管理全面在线, “一点万象 APP”带动月度活跃率增长 52%。
- 4) 夯实队伍建设, 优化分配机制。**为了匹配业务发展需要, 公司构建了高效支撑业务发展的人才供应链。成立“华润万象生活学习与创新中心”, 作为业务赋能平台、人才训练平台和创新驱动平台。优化分配, 强化一线人员激励, 根据公司业绩发布会的披露, 2023 年, 一线员工调薪 40%、人均调薪 9%, 比例最高。

图45: 持续加深与核心品牌的合作广度与力度,截至2023年,合作店铺数超20000家,合作品牌数量超7400个



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

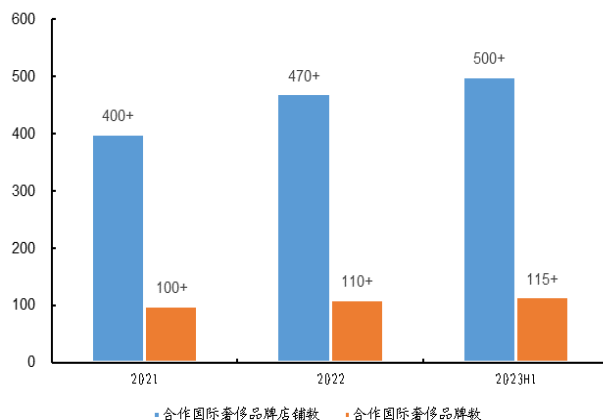
图47: 推动各业态会员交叉渗透,2023年万象星会员数量再创新高,会员总量同比增长36%至4,625万人

2023年大会员数4625万人,同比增长36.0%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图46: 筑牢品牌资源护城河,截至2023H1,国际奢侈品品牌合作数超115个,合作店铺数超500个,保持行业第一



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图48: 科技赋能,推动生产科技化和运营数字化,提升全成本领先的竞争优势

商管多专业运行效率提升

招商管理全流程线上化	工单响应 效率提升 70%	活动转化 率提升 20%
商业物业管理场景无纸化		
智能营销平台提升营销精细化水平		

租户服务与管理全面在线

实现商户服务和管理全面在线	33类 店务服务 线上化	报告制作 效率提升 80%
数据魔方帮助租户查询经营数据		
智能营销平台提升营销精细化水平		

消费者服务全面数字化

一点万象会员月活突破1,000万	注册用户 同比增长 30%	月活人数 同比增长 52%
客服、停车缴费等场景智能化提效		
通过电商能力拓展品牌、商品服务		

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 同业对比: 公司产品线完善,出租率与租金坪效较高,重奢资源处于领先地位

华润的购物中心产品线能够适应不同城市和区域的市场需求,既有面向中高端消费者的万象城,也有满足大众消费的万象汇,适应性强。相对于龙湖集团、大悦城等以中端和大众品牌为主要导向的购物中心,华润置地拥有稀缺的高端顶奢资源。相对于太古、恒隆等以高端奢侈品牌为主要导向的购物中心,华润置地的产品线更注重多元化和包容性,既能满足高端消费需求,也能有效对接大众市场,覆盖面更广。

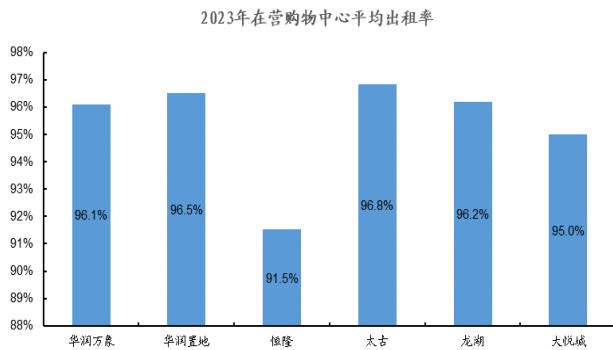
表7: 华润置地购物中心产品线非常全面, 与内资同行相比在顶奢资源上更具优势, 与港资同行相比产品线覆盖面更广

公司	核心产品	产品定位	目标客户	区位选址	设施业态	产品体量
华润置地	万象城	高端/中高端: 一般定位相关地区的地标购物中心	中高端客户	一般位于一线及二线城市的市中心或核心区域	有多家旗舰店商店, 提供覆盖餐饮、服装及其他类别的优质服务及品牌 (包括国际重奢品牌)	一般在 15 万平-25 万平
	万象天地	中高端: 定位城市潮流策源地、大型商业综合体	中高端客户、年轻人	一般位于高能级城市核心地段	有更大的户外空间面积, 集购物中心, 时尚步行街, 五星级酒店, 国际公寓, 写字楼等于一体	商业部分在 10 万平-20 万平
	万象汇	大众: 为消费者提供活力生动的购物及社交圣地	年轻人和家庭	一般位于一二线城市区域中心或三线城市的核心地段	提供购物、餐饮、娱乐设施	一般在 5 万平-15 万平
龙湖集团	天街	中端: 引领消费新趋势的区域及城市型购物中心	中等收入家庭	一般位于城市核心区或新兴发展区域	集购物、餐饮、休闲、娱乐等多业态的一站式商业综合体	一般在 15 万平-25 万平
	星悦荟	大众: 社区品质生活中心	社区家庭	中高档社区周边	提供灵活多样的商业配搭, 满足社区居民、商务白领的生活购物需求	一般在 3 万平-5 万平
大悦城	大悦城	中端: 城市级的大型时尚潮流购物中心	18-35 岁城市新生代	一线城市和二线发达城市的核心商圈	提供丰富的业态组合, 包括购物中心、酒店、写字楼、电影院、餐饮等	一般在 15 万平以上
	大悦汇	大众: 社区型或商务/社区型生活中心	城市新中产及家庭客群	城市主城区或城市副中心	业态偏重于满足日常所需, 如超市、餐饮、服装、儿童教育等	一般在 6 万平左右
太古地产	太古汇	高端: 汇聚一线奢侈品牌的五星级购物中心	高端客户	一二线城市的核心商业区或者新兴的高端商圈	提供一站式的高端购物、餐饮、休闲和商务活动场所	商业部分一般在 10 万平以上
	太古里	中高端: 部分顶奢与潮流结合的街区式购物中心	中高端客户、追求时尚潮流的年轻人	一二线城市的核心商业区或者新兴的高端商圈	一般是开放式街区街区、采用里巷交错式的建筑布局, 涵盖奢侈品、高端及潮流时装、餐饮及娱乐、生活品味、健康及艺术文化等	商业部分一般在 10 万平以上
恒隆地产	恒隆广场	高端/中高端: 一般为高端购物中心, 会根据不同城市的市场需求进行差异化定位	中高端客户	一二线城市的市中心或商业繁华区域	集购物、餐饮、娱乐、休闲于一体的一站式高端商场或城市综合体	商业部分在 6 万平-20 万平不等
凯德集团	来福士广场	中高端: 定位于城市地标和高端商业综合体	中高端客户	核心商务区或具有较强区域辐射力的新城中心	包含高端零售、精品购物, 还有五星级酒店、甲级写字楼、豪华公寓等多种业态的高端城市综合体	商业部分一般在 8 万平以上
	凯德 MALL、凯德广场	中端/大众: 城市中的时尚购物目的地、社区型的多功能购物中心	中产阶级和社区家庭	核心商圈、次级商圈以及潜力较大的区域	凯德 MALL 通常包含较多国际品牌零售、设计师品牌、高端餐饮、影院、健身房、儿童游乐设施等。凯德广场则更加实用和生活化, 包括超市、大众品牌零售、快餐与正餐、教育培训、家居用品等, 但部分凯德广场定位也与凯德 MALL 相似。	5 万平-15 万平不等

资料来源: 公司公告、公司官网、东兴证券研究所

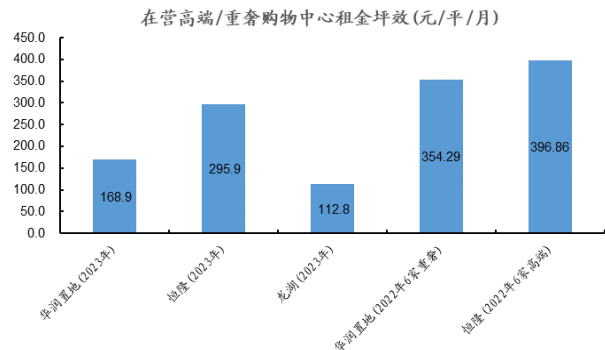
公司管理的购物中心出租率整体处于行业较高水平, 重奢购物中心具有较高的租金坪效。我们选取了主流商业地产公司作为比较对象, 2023 年华润万象在营购物中心平均出租率为 96.1%, 整体处于较高水平; 其中华润置地旗下购物中心出租率 96.5%, 仅次于定位高端的太古的出租率。从租金坪效来看, 2023 年华润置地在营购物中心的租金坪效低于定位偏高端的恒隆, 优于定位偏中端的龙湖, 重奢购物中心较高的租金水平有效提升了公司的租金坪效。

图49: 华润万象在营购物中心出租率整体处于较高水平, 其中华润置地旗下购物中心出租率行业领先



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, 注: 1. 太古与恒隆的平均出租率根据内地各商场的面积加权计算得来。2. 恒隆位于长三角以外的商场出租率不佳, 影响了整体出租率

图50: 华润置地在营购物中心的租金坪效低于定位偏高端的恒隆, 优于定位偏中端的龙湖



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所, 注: 1. 2023 租金坪效=期内租金收入/期初期末在营建面均值。2. 2023 恒隆数据根据内地在营零售物业计算。3. 2022 年租金坪效, 恒隆广场为上海、上海港汇、沈阳市府、无锡、大连、昆明, 华润万象城为深圳、杭州、沈阳、南宁、重庆、厦门

奢侈品牌聚集效应明显, 华润布局的重奢商场数量和入驻的品牌门店数量明显领先, 重奢资源处于行业顶尖水平。我们统计了 Hermès、Chanel、LV、Dior 四家头部奢侈品牌在内地的专卖店或精品店的门店开设情况, 发现奢侈品牌与高端商场密切绑定, 门店聚集效应明显。截至 2024 年 4 月 24 日, 根据品牌官网的数据, 四家奢侈品牌在中国内地开设有 165 家专卖店或精品店, 其中有 93 家都位于华润、恒隆、太古、新鸿基、九龙仓、华联六家开发商旗下的高端商场, 占比达 56%。其中, 华润万象城凭借领先的商场布局, 入驻的四大品牌店铺数量排名第一。

表8: 从四家核心奢侈品牌来看, 奢侈品牌聚集效应明显, 华润置地布局的商场数量和入驻的品牌门店数量明显领先

开发商	入驻商场	四家品牌入驻的商场数量	四家品牌合计店铺数量	爱马仕	香奈儿	路易威登	迪奥
华润置地	万象城	9	22	6	2	8	6
恒隆地产	恒隆广场	7	16	3	3	6	4
太古地产	太古里、太古汇	3	13	3	2	3	5
新鸿基地产	IFC、One ITC	3	9	1	3	3	2
九龙仓集团	IFS、时代广场	4	13	2	2	5	4
北京华联集团	SKP	4	20	2	1	11	6
武商集团	武汉国际广场、武商 MALL	2	3	0	0	2	1
卓展集团	卓展购物中心	3	6	1	1	3	1
中国国贸	国贸商城	1	5	1	2	1	1

杭州解百	杭州大厦	1	6	1	2	2	1
银泰集团	银泰中心、银泰 in77	2	3	1	0	2	0
其他			49	10	5	21	13
店铺总数			165	31	23	67	44

资料来源: 各品牌官网、东兴证券研究所。注: 1. 统计范围为官网标注的专卖店或精品店, 其中爱马仕和路易威登为官网专卖店, 迪奥为官网精品店, 香奈儿为官网精品、腕表与高级珠宝店铺。2. 此处按官网展示的店铺数计算, 未将同一商场内开设的多家店铺合并为一家。3. 统计日期截至 2024 年 4 月 24 日

4. 盈利预测与投资建议

4.1 收入预测

公司营业收入 = 住宅物管板块收入 + 商写运营板块 (购物中心) 收入 + 商写运营板块 (写字楼) 收入

我们分别估计各项业务未来三年的收入, 预计 2024-2026 年营业收入分别为 175.6 / 195.6 / 213.9 亿元, 同比增速分别为 18.9% / 11.4% / 9.3%。

- **住宅物管板块:** 预计 2024-2026 年营业收入分别为 115.0 / 130.0 / 140.2 亿元, 同比增速分别为 19.8% / 12.9% / 8.0%。

1) 基础物业管理服务: 分别测算华润置地项目、华润集团及第三方项目。

华润置地项目: 假定公司 100%接管华润置地的交付项目, 预计 2024-2026 年每年新增的华润置地项目面积等于华润置地当年的结算面积, 预计 2024-2026 年新增在管面积分别为 1496 / 1312 / 1258 万平。新增住宅一、二线城市占比提升带动整体物业收费小幅提升, 预计 2024-2026 年华润置地在管项目的基础物业管理服务收入分别为 41.8 / 45.8 / 49.6 亿元。

华润集团及第三方项目: 2022 年初快速落地禹洲、中南两单收并购项目, 并购新增在管面积 7248 万平方米, 合约面积 1.22 亿平方米。2023 年落地朗基收并购, 新增合约面积 754 万平, 合资合作和竞标直拓新增合约面积 5652 万平方米。我们预计公司 2024-2026 年继续大规模收并购的可能性较低, 假定 2024-2026 年通过收并购新增的合约面积为 0。综合考虑公司剩余并购面积的转化、结合竞标直拓及合资合作带来的在管面积增加, 我们预计公司 2024-2026 年新增在管面积分别为 5580 / 3850 / 2180 万平。2022 年-2023 年由于大规模并购带来了较多低收费的第三方在管项目, 我们预计后续新增项目中, 竞标直拓及合资合作项目占比的提升有望带动整体物业收费小幅提升, 预计 2024-2026 年华润集团及第三方在管项目的基础物业管理服务收入分别为 47.2 / 55.5 / 60.3 亿元。

基于上述在管面积及单位面积收入的预测, 预计 2024-2026 年基础物业管理服务收入分别为 89.0 / 101.3 / 110.0 亿元, 同比增速分别为 22.9% / 13.8% / 8.4%。

2) 社区增值服务:

根据上述在管面积预测, 并假定 2024-2026 年在管项目单位面积社区增值服务收入维持稳定, 预计 2024-2026 年社区增值服务收入分别为 18.3 / 20.5 / 22.0 亿元, 同比增速分别为 19.9% / 12.1% / 7.2%。

3) 针对开发商的增值服务:

根据华润置地销售面积的预测, 并假定 2024-2026 年开发商单位销售面积增值服务收入维持稳定, 预计 2024-2026 年开发商增值服务收入分别为 7.6 / 8.0 / 8.3 亿元, 同比增速分别为 -8.0% / 5.0% / 4.0%。

表9: 华润万象生活住宅物管板块收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
住宅物管板块收入(百万元)	5,310	7,802	9,601	11,498	12,987	14,020
住宅物管板块收入同比	36.7%	46.9%	23.1%	19.8%	12.9%	8.0%
物业管理服务收入(百万元)	3,772	5,573	7,245	8,905	10,135	10,987
针对开发商的增值服务收入(百万元)	813	973	829	763	801	833
社区增值服务收入(百万元)	725	1,256	1,526	1,830	2,052	2,200
物业管理服务收入同比	29.1%	47.7%	30.0%	22.9%	13.8%	8.4%
针对开发商的增值服务收入同比	41.8%	19.7%	-14.8%	-8.0%	5.0%	4.0%
社区增值服务收入同比	86.9%	73.3%	21.5%	19.9%	12.1%	7.2%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

- **商写运营板块(购物中心): 预计 2024-2026 年营业收入分别为 39.8 / 43.5 / 50.0 亿元, 同比增速分别为 23.1% / 9.2% / 14.9%。**

1) 商业运营及物业管理服务: 分别测算华润置地项目、华润集团及第三方项目。

华润置地项目: 根据华润置地开业计划, 2024-2026 年在管购物中心数量将分别达到 76 / 92 / 99 个, 每年新增在管面积分别为 199.4 / 72.8 / 167.4 万平。随着购物中心租金及零售额重回增长轨道, 预计未来 3 年在管项目收费水平将超越疫情前的水平, 并逐年小幅上升。预计 2024-2026 年华润置地在管项目的商业运营及物业管理服务收入分别为 30.5 / 33.2 / 38.7 亿元。

华润集团及第三方项目: 根据公司十四五规划, 2025 年在管购物中心约 150 个, 考虑到疫情对进度的影响, 假定 2026 年达成 150 个目标, 结合华润置地购物中心开业计划, 预计 2024-2026 年来自华润集团及第三方的购物中心数量分别达到 26 / 31 / 37。假定未来 3 年在管项目平均收费水平维持稳定, 外拓项目平均面积维持当前水平, 预计 2024-2026 年华润集团及第三方在管项目的商业运营及物业管理服务收入分别为 3.0 / 3.7 / 4.3 亿元。

基于上述预测, 预计 2024-2026 年购物中心的商业运营及物业管理服务收入分别为 33.5 / 36.9 / 43.0 亿元, 同比增速分别为 27.2% / 10.0% / 16.6%。

2) 商业分租及其他服务:

考虑分租模式不是公司业务重点, 截至 2023 年末, 仅深圳布吉万象汇、兰州万象城、深圳龙岗大运项目 3 处分租项目, 假定 2024-2026 年不新增分租项目, 收入小幅增长, 预计 2024-2026 年商业分租及其他服务收入分别为 6.3 / 6.6 / 7.0 亿元, 同比增速分别为 5% / 5% / 5%。

表10: 华润万象生活商写运营板块(购物中心)收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
购物中心收入(百万元)	2,130	2,482	3,238	3,985	4,353	4,999
购物中心收入同比	17.6%	16.5%	30.5%	23.1%	9.2%	14.9%
商业运营及物业管理服务收入(百万元)	1,527	1,761	2,117	2,635	3,351	3,687
商业分租及其他服务收入(百万元)	285	369	365	604	634	666
商业运营及物业管理服务收入同比	15.3%	20.2%	24.5%	27.2%	10.0%	16.6%
商业分租及其他服务收入同比	29.8%	-1.0%	65.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

- **商写运营板块(写字楼): 预计2024-2026年营业收入分别为20.7/22.2/23.7亿元, 同比增速分别为7.6%/7.1%/6.6%。**

考虑到当前写字楼行业整体空置率水平较高, 且关联方写字楼供应节奏存在不确定性。假设未来三年公司写字楼物业管理服务合约面积平稳转化为在管面积, 同时商业运营面积与物业管理面积的比例保持平稳。预计2024-2026年写字楼商业运营在管面积分别为176.8/184.2/191.6万平, 物业管理在管面积分别为1614.1/1746.3/1878.4万平。由于写字楼市场景气度偏低, 假定未来3年在管项目平均收费水平维持稳定, 预计2024-2026年写字楼的商业运营服务收入分别为1.38/1.44/1.49亿元, 物管服务收入分别为19.4/20.8/22.2亿元。

表11: 华润万象生活商写运营板块(写字楼)收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
写字楼收入(百万元)	1,435	1,732	1,928	2,075	2,221	2,368
写字楼收入同比	32.5%	20.7%	11.3%	7.6%	7.1%	6.6%
商业运营服务收入(百万元)	159	127	132	138	144	149
物业管理服务收入(百万元)	1,276	1,605	1,796	1,937	2,077	2,218
商业运营服务收入同比	179.4%	-20.4%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%
物业管理服务收入同比	24.3%	25.8%	11.9%	7.8%	7.3%	6.8%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

4.2 毛利预测

公司毛利润 = 住宅物管板块毛利 + 商写运营板块(购物中心)毛利 + 商写运营板块(写字楼)毛利

我们分别估计各项业务未来三年的毛利率, 预计2024-2026年公司主营业务毛利率为31.9%/31.9%/32.7%, 毛利润分别为56.1/62.3/70.0亿元, 毛利润同比增速分别为19.4%/11.2%/12.2%。

- **住宅物管板块: 预计2024-2026年毛利率分别为17.4%/17.8%/18.2%, 毛利润分别为20.0/23.1/25.6亿元, 毛利润同比增速分别为19.4%/15.4%/10.6%。**

1) 基础物业管理服务:

随着收并购项目的融合消化, 后续公司新增项目主要来自于华润置地交付的新盘和市场化外拓项目, 预计随着一、二线城市新盘的交付和公司管理效能的提升, 公司基础物管服务毛利率有望逐渐回升, 朝着行业

平均水平靠拢。预计 2024-2026 年基础物业管理服务毛利率分别为 14.0% / 14.5% / 15.0%，毛利润分别为 12.5 / 14.7 / 16.5 亿元。

2) 社区增值服务:

依托华润集团、华润置地的优势产业资源和中高端的在管项目, 公司有望持续提升社区增值服务的广度和深度, 预计社区增值服务毛利率将逐年提升。预计 2024-2026 年社区增值服务毛利率分别为 28.0% / 29.0% / 30.0%，毛利润分别为 5.1 / 6.0 / 6.6 亿元。

3) 针对开发商的增值服务:

考虑到近几年开发商销售规模和盈利能力走低, 预计开发商增值服务毛利率将有所降低。预计 2024-2026 年社区增值服务毛利率分别为 32.0% / 31.0% / 30.0%，毛利润分别为 2.4 / 2.5 / 2.5 亿元。

表12: 华润万象生活住宅物管板块毛利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
住宅物管板块毛利(百万元)	1,025	1,473	1,678	2,003	2,313	2,558
住宅物管板块毛利同比	66.1%	43.6%	13.9%	19.4%	15.4%	10.6%
物业管理服务毛利(百万元)	567	783	987	1,247	1,470	1,648
针对开发商的增值服务毛利(百万元)	259	356	284	244	248	250
社区增值服务毛利(百万元)	199	334	407	512	595	660
物业管理服务毛利同比	57.9%	37.9%	26.1%	26.3%	17.9%	12.2%
针对开发商的增值服务毛利同比	92.6%	37.3%	-20.2%	-14.0%	1.7%	0.6%
社区增值服务毛利同比	61.1%	68.1%	21.7%	25.9%	16.1%	10.9%
住宅物管板块毛利率	19.3%	18.9%	17.5%	17.4%	17.8%	18.2%
物业管理服务毛利率	15.0%	14.0%	13.6%	14.0%	14.5%	15.0%
针对开发商的增值服务毛利率	31.9%	36.5%	34.3%	32.0%	31.0%	30.0%
社区增值服务毛利率	27.5%	26.6%	26.7%	28.0%	29.0%	30.0%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

- 商写运营板块(购物中心): 假定 2024-2026 年毛利率维持稳定, 分别为 71.9% / 71.9% / 71.9%, 毛利润分别为 28.6 / 31.3 / 35.9 亿元, 毛利润同比增速分别为 23.0% / 9.2% / 14.9%。
- 商写运营板块(写字楼): 假定 2024-2026 年毛利率维持稳定, 分别为 35.6% / 35.6% / 35.6%, 毛利润分别为 7.4 / 7.9 / 8.4 亿元, 毛利润同比增速分别为 7.5% / 7.1% / 6.6%。

表13: 华润万象生活商写运营板块毛利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
商写运营板块毛利(百万元)	1,733	2,138	3,016	3,604	3,920	4,437
商写运营板块毛利同比	43.3%	23.4%	41.1%	19.5%	8.8%	13.2%
购物中心毛利润(百万元)	1,329	1,548	2,329	2,865	3,129	3,594
写字楼毛利润(百万元)	404	590	687	739	791	843
购物中心毛利润同比	50.2%	16.5%	50.4%	23.0%	9.2%	14.9%

写字楼毛利润同比	24.4%	46.0%	16.5%	7.5%	7.1%	6.6%
商写运营板块毛利率	48.6%	50.7%	58.4%	59.5%	59.6%	60.2%
购物中心毛利率	62.4%	62.4%	71.9%	71.9%	71.9%	71.9%
写字楼毛利率	28.1%	34.1%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

4.3 盈利预测

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 175.6 / 195.6 / 213.9 亿元, 同比增速分别为 18.9% / 11.4% / 9.3%。归母净利润分别为 34.7 / 39.2 / 44.9 亿元, 同比增速分别为 18.4% / 13.0% / 14.6%, 对应每股收益分别为 1.52 / 1.72 / 1.97 元。

- **管理费用率:** 随着公司管理规模和数字化水平提升, 预计管理费用率小幅将小幅下降。预计 2024-2026 年管理费用率维持分别为 6.30% / 6.20% / 6.10%。
- **销售费用率:** 随着公司第三关管理规模的提升, 带动公司外拓品牌力的提升, 结合公司历史销售费用率情况, 预计 2024-2026 年销售费用率将有所下降, 分别为 1.80% / 1.70% / 1.60%。
- **所得税率:** 假定 2024-2026 年所得税率均为 25.0%。

表14: 华润万象生活未来三年盈利预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,875	12,016	14,767	17,558	19,561	21,387
营业收入同比	30.9%	35.4%	22.9%	18.9%	11.4%	9.3%
毛利率	31.1%	30.1%	31.8%	31.9%	31.9%	32.7%
管理费用率	9.23%	8.76%	6.43%	6.30%	6.20%	6.10%
销售费用率	0.65%	1.26%	1.93%	1.80%	1.70%	1.60%
归母净利润(百万元)	1,725	2,206	2,929	3,467	3,917	4,489
归母净利润同比	110.9%	27.9%	32.8%	18.4%	13.0%	14.6%
EPS(元)	0.76	0.97	1.28	1.52	1.72	1.97

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

以前述盈利预测为中性情景进行分析, 将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 乐观情景下, 收入增速较中性情景+5%, 毛利率提升 5%, 费用率降低 5%。悲观情境下, 收入增速较中性情景-5%, 毛利率降低 5%, 费用率提升 5%。

2024 年, 公司营业收入在乐观情景 / 中性情景 / 悲观情景下分别为 183.0 / 175.6 / 168.2 亿元, 同比增速分别为 23.9% / 18.9% / 13.9%; 归母净利润分别为 38.8 / 34.7 / 30.8 亿元, 同比增速分别为 32.3% / 18.4% / 5.2%; 对应每股收益分别为 1.52 / 1.72 / 1.97 元。

表15: 华润万象生活盈利预测情景分析

	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	乐观情景			中性情景			悲观情景		
营业收入(百万元)	18,296	21,298	24,351	17,558	19,561	21,387	16,819	17,897	18,673
营业收入同比	23.9%	16.4%	14.3%	18.9%	11.4%	9.3%	13.9%	6.4%	4.3%
毛利率	33.5%	33.5%	34.3%	31.9%	31.9%	32.7%	30.3%	30.3%	31.1%
管理费用率	5.99%	5.89%	5.80%	6.30%	6.20%	6.10%	6.62%	6.51%	6.41%
销售费用率	1.71%	1.62%	1.52%	1.80%	1.70%	1.60%	1.89%	1.79%	1.68%
归母净利润(百万元)	3,875	4,557	5,439	3,467	3,917	4,489	3,081	3,340	3,672
归母净利润同比	32.3%	17.6%	19.4%	18.4%	13.0%	14.6%	5.2%	8.4%	9.9%
EPS(元)	1.70	2.00	2.38	1.52	1.72	1.97	1.35	1.46	1.61

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所, 注: 1. 乐观: 收入增速较中性情景+5%, 毛利率提升5%, 费用率降低5%。2. 悲观: 收入增速较中性情景-5%, 毛利率降低5%, 费用率提升5%

4.4 估值分析

结合绝对估值(自由现金流折现模型)和相对估值(可比公司法), 并参考公司的历史估值水平来估算公司的合理股价区间。结合绝对估值与相对估值分析, 我们认为公司的合理股价区间为 33.0~37.7 港元。

绝对估值: 由于公司轻资产且商业模式成熟稳定, 采用自由现金流折现模型对公司进行绝对估值。基于中性条件下的盈利预测, 采用自由现金流折现模型测算, WACC 取 10.0%, 永续增长率 g 取 1.0%。公司 2024 年末合理市值约为 790 亿元, 对应每股价值约为 34.7 元, 汇率 0.92, 对应港币是市值约为 860 亿港元, 对应每股价值约为 37.7 港元。

表16: 华润万象生活自由现金流折现计算简表(单位: 百万元 CNY)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	17,558	19,561	21,387	23,181	24,485	25,775	27,331	28,605	29,862	31,430
毛利率	31.9%	31.9%	32.7%	33.1%	32.7%	32.3%	32.4%	32.0%	31.7%	31.9%
销售费用率	1.80%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
管理费用率	6.30%	6.20%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3,484	3,935	4,510	4,980	5,230	5,488	5,861	6,118	6,387	6,794
UFCF	3,759.0	3,983.2	4,358.1	4,773.8	4,920.8	5,078.5	5,375.3	5,524.6	5,682.4	6,004.0
UFCF 现值		3,797.9	3,777.5	3,761.7	3,525.0	3,307.3	3,182.3	2,973.4	2,780.3	2,670.6
终值	67,379									
终值的现值	29,970									
估算股权价值	79,164									
股价(港元/股)	37.7									

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所, 注: WACC=10%, 永续增长率 $g=1.5%$, 假定 UFCF 在当年平均产生

绝对估值敏感性分析: 假设 WACC 上升至 12.0%且永续增长率降低至 0.5%, 公司绝对估值折合每股价值为 29.4 元, 对应 31.9 港元。假设 WACC 下降至 8.0%且永续增长率提升至 1.5%, 公司绝对估值折合每股价值为 44.0 元, 对应 47.8 港元。

表17: 自由现金流折现模型相对 WACC 和永续增长率 g 的敏感性分析(单位: 港元/股)

		WACC		
		8.0%	10.0%	12.0%
永续增长率	0.5%	44.5	36.9	31.9
	1.0%	46.0	37.7	32.4
	1.5%	47.8	38.6	33.0

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所, 注: 假定汇率 0.92

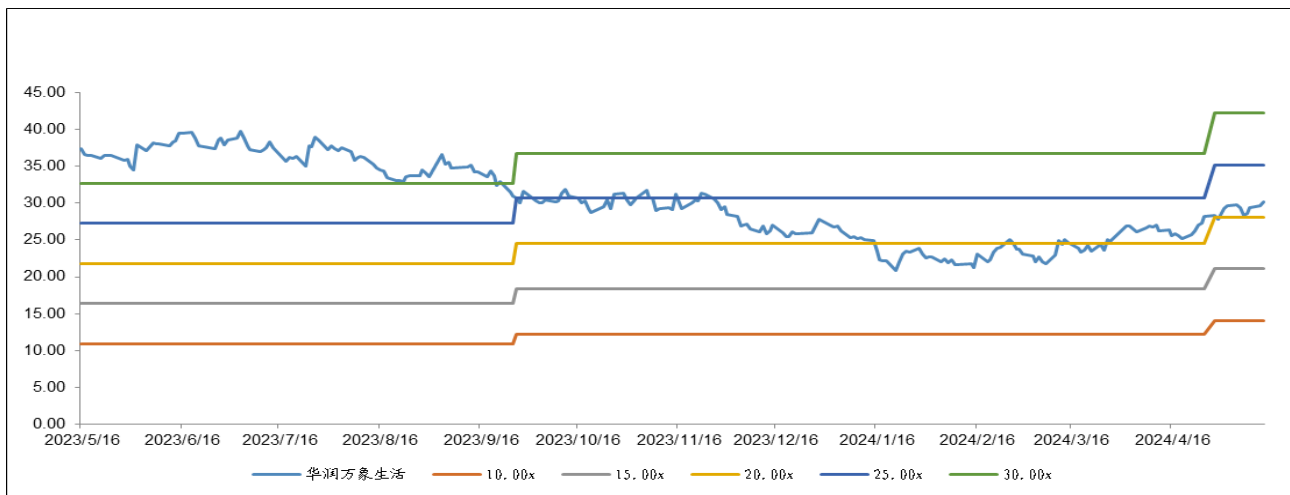
相对估值: 可比公司 2024 年对应的 PE 均值为 13.5 倍。可比公司业务主要为门槛较低的住宅物管, 而公司主要的盈利来源为高壁垒的商业运营管理。考虑公司的央企背景和商管领域的稀缺优势, 参考历史估值水平, 假设公司合理 2024PE 为 20 倍, 对应每股价值约为 30.4 元, 汇率 0.92, 对应每股价值约为 33.0 港元。

表18: 头部可比物管公司参考估值水平

证券代码	公司简称	EPS (元/股)				PE		
		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
2602.HK	万物云	2.09	2.43	2.82	12.2	10.5	9.1	
2669.HK	中海物业	0.52	0.62	0.69	10.2	8.6	7.7	
6049.HK	保利物业	2.91	3.34	3.79	11.4	9.9	8.7	
2869.HK	绿城服务	0.23	0.27	0.31	19.0	16.1	13.9	
001914.SZ	招商积余	0.83	0.99	1.16	14.9	12.5	10.7	
	平均				13.5	11.5	10.0	

资料来源: 同花顺 iFinD、东兴证券研究所, 注: 盈利预测来自同花顺 iFinD 一致性预期 (3 个月同步指标), 时间为 2022/5/16 收盘

图51: 华润万象生活 PE-Bands(EPS-TTM)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

4.5 投资建议

结合前述绝对估值与相对估值分析, 我们认为公司的合理股价区间为 33.0~37.7 港元, 较当前 31.9 港元的股价有 3%~18% 的空间。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 34.7 / 39.2 / 44.9 亿元, 对应每股收益分别为 1.52 / 1.72 / 1.97 元, 当前股价对应 PE 分别为 19.3 / 17.1 / 14.9 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

经济与市场环境风险: 公司业务与整体经济情况、商业消费市场、住宅市场及商业地产市场紧密相关。经济疲软或衰退、利率上升、财政或政治不确定、商业消费市场波动、住宅或商业房地产需求下降、房地产价格下降, 都可能对公司的经营造成重大不利影响。

规模扩张风险: 公司业务扩张依赖于来自华润置地及华润集团或第三方的物业, 受房地产市场下行、住宅物管和商写运营市场竞争日趋激烈、项目进度放缓等的影响, 公司在管规模的扩张可能不及预期。

并购整合风险: 公司 2022 年落地禹洲、中南两单收并购项目, 2023 年落地朗基收并购。收并购项目在整合过程中存在不确定性风险, 例如业务整合遭遇困难, 项目交付不及预期, 具有潜在的财务风险, 项目盈利能力较低等, 都可能对公司的经营产生不利影响。

成本上涨风险: 公司维持或提升现有盈利水平的能力取决于能否控制经营成本, 特别是员工成本及分包成本。物管业务属于劳动密集型行业, 若无法通过管理效率、涨价等手段对冲人工成本刚性上涨的影响, 公司物管利润率可能承压。若公司购物中心和写字楼的商业运营表现不及预期, 也将影响公司盈利能力。

业务终止风险: 大量服务合同终止或不续期会对公司的业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。

应收账款减值风险: 公司未必能收回物业管理费、增值服务费、运营服务费或租金, 这可能导致应收账款发生减值风险。

竞争加剧的风险: 公司业务竞争对手众多, 竞争激烈, 竞争加剧可能导致对公司的业务、财务状况、经营业绩及前景产生不利影响。电子商贸业务和免税店的快速发展, 可能对购物中心的运营有不利影响, 因而损害公司商业运营及商业分租服务的盈利能力。

门店资源流失的风险: 部分主力店或其他主要租户可能影响公司购物中心的运营能力, 如果面临主力店或核心租户流失, 可能对购物中心的运营产生不利影响。

盈利预测的风险: 我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上, 包括对公司业务规模扩张, 收并购项目整合进度、毛利率、管理费用、销售费用、投资, 融资等因素的假设。我们给出了相对合理的假设, 但无法排除部分假设不够准确, 从而导致盈利预测高于或低于实际值的风险。

估值风险: 我们采用绝对估值 (自由现金流折现模型) 和相对估值 (可比公司法) 的方法推测出公司的合理估值。在绝对估值中, 加权资本成本 (WACC) 和永续增长率 g 对公司估值影响非常大, 可能存在对 WACC 取值偏低或者 g 取值偏高, 导致公司估值高估的风险。在相对估值中, 我们选取了比同行更高的估值水平作为参考, 可能存在一定的高估风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	15,839	19,518	23,289	26,911	30,669	营业收入	12,016	14,767	17,558	19,561	21,387
货币资金	12,723	11,647	14,700	17,802	21,121	营业成本	8,405	10,073	11,951	13,328	14,391
应收账款及票据	1,558	1,996	2,373	2,643	2,890	销售费用	151	285	316	333	342
预付款项	1,410	1,621	1,923	2,144	2,315	管理费用	950	1,106	1,213	1,305	1,414
存货	148	203	241	268	290	财务费用	-337	-278	-312	-409	-512
其他流动资产	-	4,053	4,053	4,053	4,053	公允价值变动收益	43	39	44	45	45
非流动资产合计	9,999	8,265	8,210	8,178	8,165	投资收益	1	3	3	5	8
长期股权投资	2	4	8	13	21	其他收益	117	132	100	100	100
固定资产	569	552	554	567	588	税前利润	2,906	3,912	4,645	5,247	6,013
使用权资产	103	112	129	146	161	所得税	693	969	1,161	1,312	1,503
无形资产	1,470	1,574	1,452	1,340	1,237	净利润	2,213	2,943	3,484	3,935	4,510
其他非流动资产	7,855	6,023	6,067	6,112	6,158	少数股东损益	7	14	16	19	21
资产总计	25,838	27,783	31,499	35,089	38,833	归属母公司净利润	2,206	2,929	3,467	3,917	4,489
流动负债合计	8,040	8,340	9,851	10,952	11,848						
短期借款	-	-	-	-	-						
应付账款	1,339	1,546	1,834	2,046	2,209						
合同负债	1,832	2,172	2,582	2,877	3,145	主要财务比率					
其他非流动负债	4,868	4,622	5,435	6,030	6,494		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	3,473	3,408	3,434	3,461	3,488	成长能力					
长期借款	-	-	-	-	-	营业收入增长	35.4%	22.9%	18.9%	11.4%	9.3%
其他非流动负债	3,473	3,408	3,434	3,461	3,488	归属于母公司净利润增长	27.9%	32.8%	18.4%	13.0%	14.6%
负债合计	11,512	11,747	13,286	14,414	15,337	获利能力					
少数股东权益	46	88	98	110	123	毛利率(%)	30.1%	31.8%	31.9%	31.9%	32.7%
归属母公司股东权益合计	14,280	15,948	18,116	20,565	23,373	净利率(%)	18.4%	19.9%	19.8%	20.1%	21.1%
负债和所有者权益	25,838	27,783	31,499	35,089	38,833	ROE(%)	15.7%	19.4%	20.3%	20.2%	20.4%
现金流量表	单位:百万元					偿债能力					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率(%)	44.6%	42.3%	42.2%	41.1%	39.5%
经营活动现金流	4,476	2,212	4,103	4,243	4,591	流动比率	197.0%	234.0%	236.4%	245.7%	258.8%
投资活动现金流	-4,464	-2,413	-83	-104	-123	速动比率	177.6%	212.2%	214.4%	223.7%	236.9%
筹资活动现金流	-1,216	-875	-967	-1,038	-1,150	营运能力					
现金净增加额	-1,204	-1,076	3,054	3,102	3,319	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	9.2	8.3	8.0	7.8	7.7
						应付账款周转率	7.7	7.0	7.1	6.9	6.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.0	1.3	1.5	1.7	2.0
						每股净资产(最新摊薄)	6.3	7.0	7.9	9.0	10.2
						估值比率					
						P/E	30.4	22.9	19.3	17.1	14.9
						P/B	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	房地产周报 20240513: 销售降幅扩大, 杭州、西安全面取消限购—	2024-05-13
行业普通报告	房地产行业基金持仓 2024Q1: 地产股持仓占比继续降低, 基金继续低配地产行业—	2024-04-24
行业普通报告	房地产周报 20240422: 二手房销售降幅收窄, 长沙全面放开限购—	2024-04-22
行业普通报告	房地产统计局数据点评: 3月销售维持弱势, 开发投资同比跌幅扩大—	2024-04-16
行业普通报告	房地产周报 20240415: 销售降幅略微收窄, 北京广州提升公积金贷款额—	2024-04-16
行业普通报告	房地产周报 20240408: 新房销售继续下行, 郑州推进住房“卖旧买新、以旧换新” —	2024-04-08
行业普通报告	百强房企 1-3 月销售数据点评: 百强房企销售金额同比下滑 49%, 市场需求持续低迷—	2024-04-02
行业普通报告	房地产周报 20240401: 新房及二手房销售继续走弱, 北京取消离婚限购政策—	2024-04-02

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陈刚

清华大学金融硕士, 同济大学土木工程本科, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526