

华润万象生活

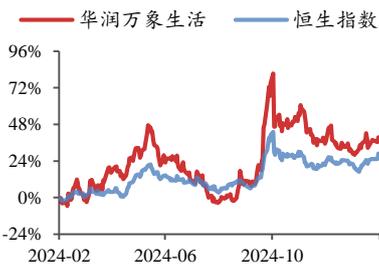
(01209.HK)

2025年02月06日

投资评级：买入（首次）

日期	2025/2/5
当前股价(港元)	29.550
一年最高最低(港元)	39.550/20.850
总市值(亿港元)	674.48
流通市值(亿港元)	674.48
总股本(亿股)	22.83
流通港股(亿股)	22.83
近3个月换手率(%)	10.28

股价走势图



数据来源：聚源

非凡万象，双轮共进，商管服务龙头业绩腾飞

——公司首次覆盖报告

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

杜致远（联系人）

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124070064

● 背靠华润，业绩亮眼，物管商管齐发力，给予“买入”评级

华润万象生活背靠华润集团，关联方华润置地销售及拿地市占率提升，项目储备优质，同时积极拓展城市空间赛道；商业管理赛道作为行业龙头，在管购物中心及写字楼运营效率提升，盈利能力保持稳健。我们预计2024-2026年归母净利润分别为35.0、41.2、47.2亿元，EPS分别为1.54、1.81、2.07元，当前股价对应PE为17.7、15.1、13.2倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 物管规模稳中有进，增值业务多元化布局

截至2024H1，公司在管面积为3.98亿平，合约面积为4.46亿平，较年初分别增长7.5%和4.9%，第三方占比分别为61.9%和60.2%，城市空间在管规模占比提升至31%。2024H1基础物管实现收入39.8亿元，同比+15.4%，其中关联方占比51.2%，城市空间占比20.6%，毛利率同比下降1.0pct至15.2%；社区增值和非社区增值业务收入同比分别+10%、-16%，毛利率同比分别下降1.9pct、1.4pct至30.9%、37.8%。

● 商管服务龙头，运营提质增效

公司商业航道主要包含购物中心和写字楼两大业态，其中商业在管面积1185万方，关联方占比82%；写字楼在管面积1523万方，受新项目入市影响出租率同比下滑2.6pct至77.1%。2024H1商业航道收入28.5亿元，同比+23.4%，其中购物中心和写字楼收入占比分别为66%和34%；毛利率达60.9%，同比增加2.4pct。

● 物管规模稳中有进，关联方储备面积充裕

公司2019年来收入利润保持增长，2024H1收入及归母净利润同比分别+17.1%、+36.0%；得益于商管毛利率边际提升，整体毛利率同比提升0.8pct至34.0%，毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列；管理费率同比下降1.3pct至5.1%，在头部物企处于较低水平。公司在手现金充裕，上半年经营性净现金流可覆盖净利润倍数同比提升至90%。

● **风险提示：**房地产行业加速下行，公司拓展不及预期、消费复苏不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,037	14,798	16,878	18,847	20,616
YOY(%)	35.4	22.9	14.1	11.7	9.4
净利润(百万元)	2,206	2,929	3,504	4,120	4,719
YOY(%)	27.9	32.8	19.6	17.6	14.5
毛利率(%)	30.0	31.7	33.0	34.5	35.6
净利率(%)	18.4	19.9	20.9	22.1	23.1
ROE(%)	15.4	18.4	28.2	30.5	32.7
EPS(摊薄/元)	0.97	1.28	1.54	1.81	2.07
P/E(倍)	28.2	21.2	17.7	15.1	13.2
P/B(倍)	4.3	3.9	5.0	4.6	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 华润旗下物业服务平台，物管商管齐发力	5
1.1、 大股东实力雄厚，股权集中	5
1.2、 业务分为两大核心航道，收入利润保持增长	6
2、 商管服务龙头，运营提质增效	8
2.1、 万象商业综合实力第一，购物中心经营逆势增长	8
2.2、 写字楼规模保持提升，出租率整体稳定	13
3、 物管规模稳中有进，增值业务布局多元	15
3.1、 在管规模保持增长，城市空间业态占比提升	15
3.2、 基础物管收入稳增，第三方收入占比提升	18
3.3、 关联方市占率提升，储备面积充裕	19
3.4、 社区增值发展稳健，整合资源满足客户多样化需求	20
4、 盈利能力显著提升，分红派息诚意十足	22
4.1、 上半年毛利率提升，管理费率显著压降	22
4.2、 在手现金充裕，分红比例较高	23
5、 盈利预测与投资建议	24
6、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 公司围绕三大要素构建协同循环的商业模式	5
图 2： 截至 2024H1，大股东华润置地对公司持股 72.29%	6
图 3： 公司业务主要分为商业航道和物业航道两部分	6
图 4： 2024H1 公司营业收入同比增长 17.1%	7
图 5： 2024H1 公司物业管理收入占比 64%	7
图 6： 公司 2021-2023 年物管收入增速较高	7
图 7： 2024H1 公司归母净利润同比增长 36.0%	7
图 8： 2024H1 公司核心净利润同比增长 24.2%	7
图 9： 2024H1 公司商业航道收入同比增长 23.4%	8
图 10： 2024H1 公司购物中心收入占比 66%	8
图 11： 万象商业拥有三大品牌	8
图 12： 2024H1 公司在管面积 1185 万方	9
图 13： 2024H1 公司在管面积来自管理关联方占比 82%	9
图 14： 2024H1 购物中心总收入同比增长 34%	10
图 15： 公司购物中心运营收入占比最高	10
图 16： 2024H1 购物中心毛利率为 72.5%	10
图 17： 2024H1 第三方项目收入贡献增至 27.5%	10
图 18： 2024H1 公司新拓展一二线城市 7 个第三方项目	10
图 19： 2024H1 公司购物广场零售额同比增长 19.7%	11
图 20： 2024H1 公司购物广场出租率维持 96.7% 高位	11
图 21： 2024H1 公司购物广场运营效率及盈利水平提升	11
图 22： 2024H1 公司在管商场的出租率行业领先	12

图 23: 2024H1 公司商管毛利率行业领先.....	12
图 24: 公司拥有较强的品牌合作及招商能力.....	12
图 25: 公司管理的青岛万象城出租率稳健提升.....	13
图 26: 2024H1 公司写字楼运营在管面积 174 万方.....	13
图 27: 2024H1 公司写字楼物管在管面积 1523 万方.....	13
图 28: 2024H1 公司写字楼收入同比增长 6.6%.....	14
图 29: 公司写字楼物管收入占比较高.....	14
图 30: 2024H1 公司写字楼物管收入关联方占比 65%.....	14
图 31: 2024H1 公司写字楼出租率下滑至 77.1%.....	14
图 32: 2024H1 公司写字楼毛利率提升至 38.1%.....	14
图 33: 公司写字楼品牌 Officeasy 由三大模块构成.....	15
图 34: 2024H1 公司合同面积较年初增长 4.9%.....	16
图 35: 2024H1 公司在管面积较年初增长 7.5%.....	16
图 36: 公司在管规模在主流物企处于第二梯队.....	16
图 37: 2024H1 公司在管住宅关联方占比降至 38%.....	16
图 38: 2024H1 公司新增第三方合约面积同比下降.....	16
图 39: 2024H1 城市空间在管面积较年初增长 18.2%.....	17
图 40: 2024H1 城市空间在管面积中产业园占比最高.....	17
图 41: 2024H1 公司客户满意度提升至 93.66 分.....	17
图 42: 2024H1 公司收缴率同比下降至 81%.....	17
图 43: 2024H1 公司基础物管收入同比增长 15.4%.....	18
图 44: 2024H1 公司基础物管收入关联方占比 51.2%.....	18
图 45: 2024H1 公司基础物管收入城市空间占比 20.6%.....	18
图 46: 2024H1 基础物管毛利率下降至 15.2%.....	18
图 47: 公司 2024H1 物管毛利率处于头部房企较低水平.....	19
图 48: 2024H1 华润置地销售金额有所下降.....	19
图 49: 2024H1 华润置地销售市占率维持 2.6%.....	19
图 50: 2021-2023 年华润置地销售均价稳步提升.....	20
图 51: 2023 年华润置地拿地面积有所增长.....	20
图 52: 华润置地 2020-2023 年结转面积均超过千亿平.....	20
图 53: 截至 2023 年末华润置地待结转资源充足.....	20
图 54: 公司社区增值业务包括五大多元板块.....	21
图 55: 公司社区增值业务中一米租售占比最高.....	21
图 56: 2024H1 公司社区增值业务收入同比增长 10%.....	21
图 57: 2024H1 公司社区增值业务毛利率降至 30.9%.....	21
图 58: 2024H1 公司非社区增值业务收入同比下降 16%.....	22
图 59: 2024H1 公司非社区增值业务毛利率降至 37.8%.....	22
图 60: 公司 2021 年以来毛利率均超 30%.....	22
图 61: 2024H1 公司净利率同比提升 3.4pct 至 24.1%.....	22
图 62: 公司 2024H1 毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列.....	23
图 63: 2024H1 公司管理费率同比下降 1.3pct 至 5.1%.....	23
图 64: 公司管理费率在头部物企处于较低水平.....	23
图 65: 2024H1 公司现金及现金等价物同比下降 21.0%.....	24
图 66: 2024H1 公司经营性净现金流可覆盖净利润倍数同比提升至 90%.....	24
图 67: 公司现金分红比例逐年提升.....	24

表 1: 万象商业连续四年蝉联克而瑞商业服务领先企业第一名.....	8
表 2: 华润置地购物中心开业单方租金贡献收入行业领先.....	9
表 3: 我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长.....	25
表 4: 公司 2024 年 PE 估值水平高于可比公司均值.....	26

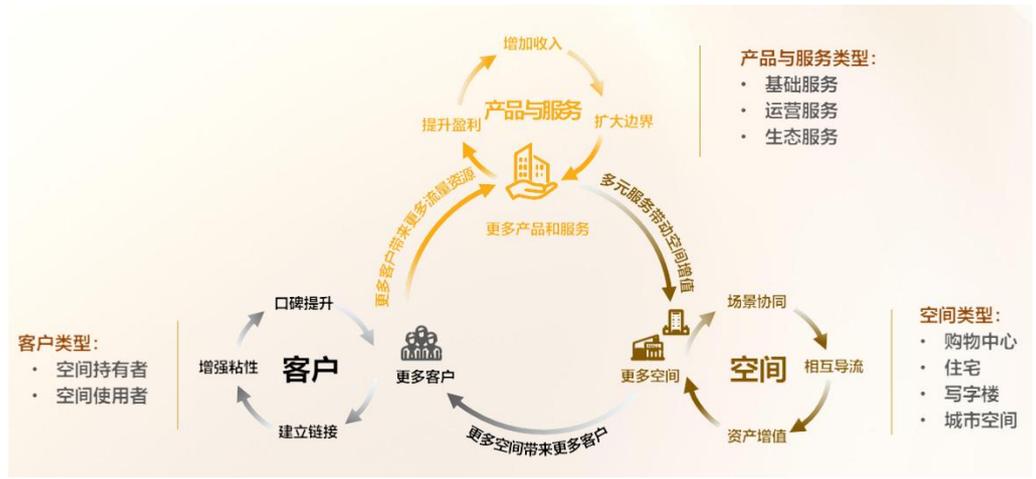
1、华润旗下物业服务平台，物管商管齐发力

1.1、大股东实力雄厚，股权集中

华润万象生活有限公司(以下简称“华润万象生活”、“公司”,股份代码01209.HK)是华润集团旗下、中国领先的物业管理及商业运营服务商。公司于2020年12月在港交所上市,2022年11月纳入中国香港恒生指数成分股,2023年入选国资委“双百企业”名单。

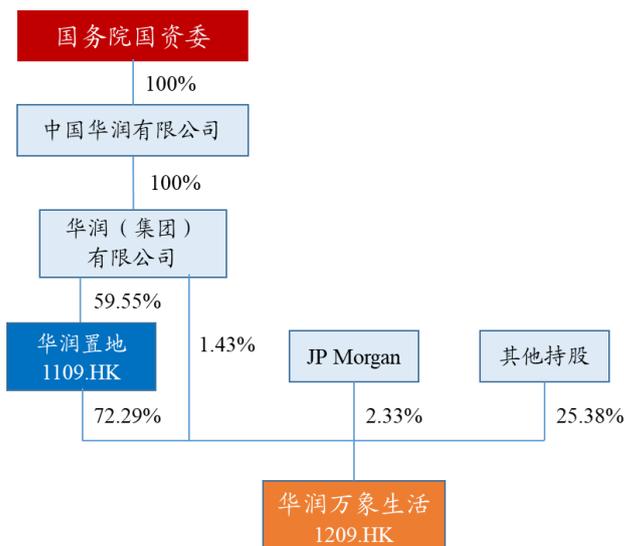
公司致力成为“最具影响力的城市空间运营服务商”,聚焦社区生活空间、办公生产空间、城市公共空间,通过城市生态圈一体化运营与服务,运用科技智慧平台,整合城市资源、运营城市空间、服务城市人民,为人们带来更非凡的城市生活体验。公司聚焦“空间”、“客户”及“产品与服务”三大关键要素,坚持涵盖商管航道、物管航道及大会员体系的一体化“2+1”业务模式,致力打造全业态、全客户、全产品、全服务一体化生态体系。

图1: 公司围绕三大要素构建协同循环的商业模式



资料来源: 公司官网

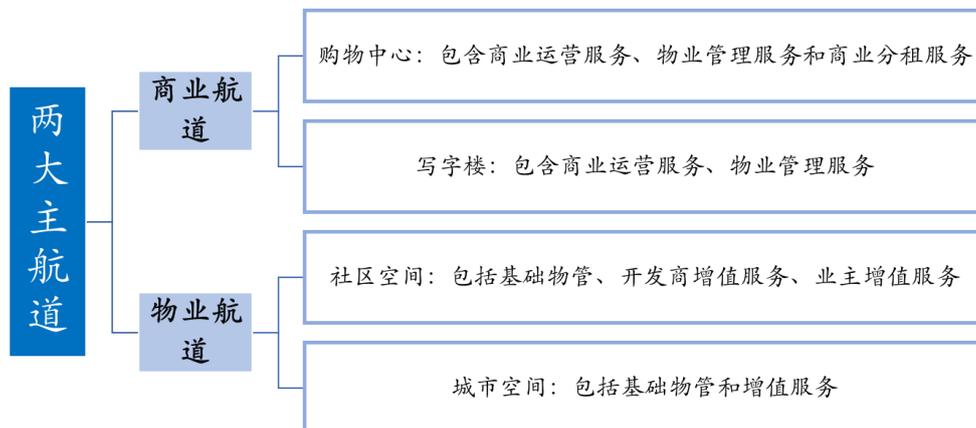
公司大股东华润置地为央企龙头房地产开发商,销售排名稳居行业前四。华润集团是国资委全资控股的大型央企,业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业6大领域,华润集团对公司直接持股1.43%,同时通过华润置地间接持股。截至2024H1,华润置地对公司持股72.29%,股权集中,保障了业绩决策的一致性。

图2：截至 2024H1，大股东华润置地对公司持股 72.29%


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、业务分为两大核心航道，收入利润保持增长

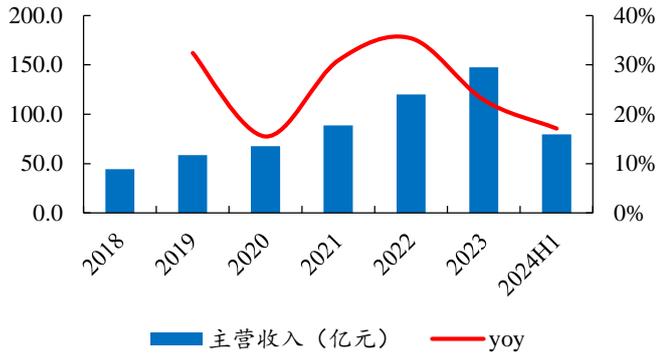
公司业务主要分为商业航道和物业航道两部分：其中商业航道包含购物中心和写字楼物业，物业航道包括住宅和城市空间物业管理服务，此外生态圈业务是基于两大核心业务的客户资源，进一步提供的包括化妆品自营和文化运营等业务。

图3：公司业务主要分为商业航道和物业航道两部分


资料来源：公司公告、开源证券研究所

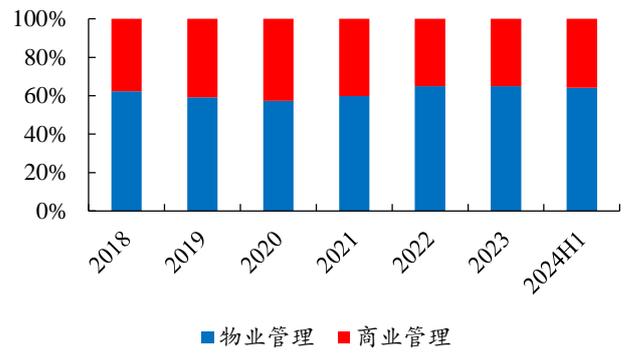
公司收入自 2018 年以来持续保持增长，2018-2023 年收入复合增速 27.2%，从收入构成上看 2021-2023 年主要得益于物管收入高速增长。2024H1，公司实现营业收入 79.6 亿元，同比增长 17.1%；其中物业管理和商业管理收入分别占比 64%和 36%，分别同比增长 13.8%和 23.4%；公司收入增长主要来自客户合同收入的增加，特别是物业管理业务的合同收入增长显著。

图4：2024H1 公司营业收入同比增长 17.1%



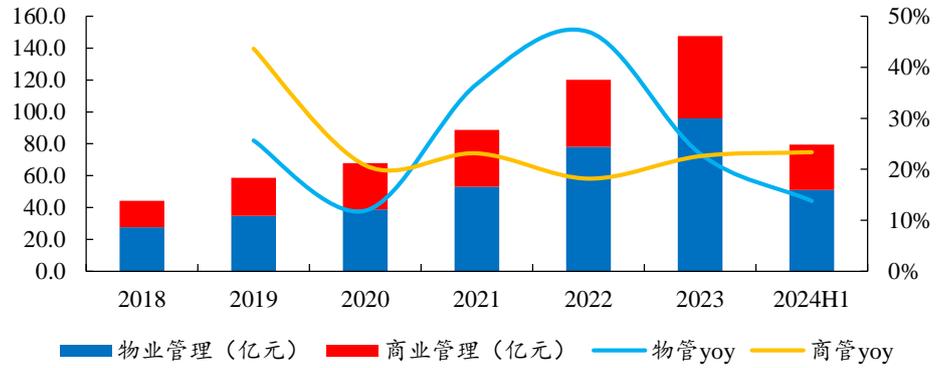
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024H1 公司物业管理收入占比 64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

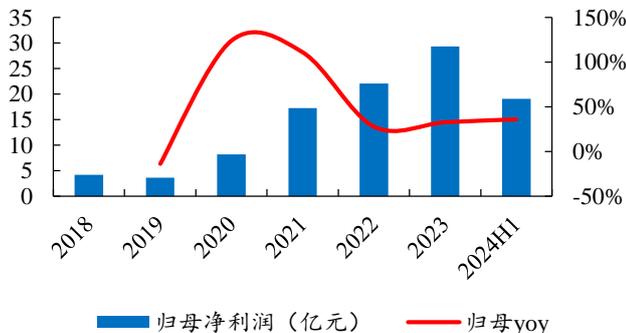
图6：公司 2021-2023 年物管收入增速较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

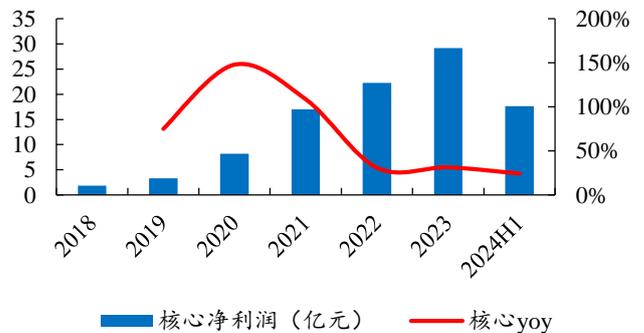
公司归母净利润自 2019 年以来保持增长，2019-2023 年复合增速 68.3%。2024H1 公司实现归母净利润 19.1 亿元，同比增长 36.0%；核心净利润 17.7 亿元，同比增长 24.2%，净利润的增长主要得益于毛利的提升和费用的有效控制，同时投资物业的公允价值变动收益大幅增长。

图7：2024H1 公司归母净利润同比增长 36.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024H1 公司核心净利润同比增长 24.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、商管服务龙头，运营提质增效

公司商业航道主要包含购物中心和写字楼两大业态，从收入端来看保持高速增长，2024H1 商业航道收入 28.5 亿元，同比增长 23.4%，其中购物中心和写字楼收入占比分别为 66%和 34%；毛利率达 60.9%，同比增加 2.4 个百分点。

图9：2024H1 公司商业航道收入同比增长 23.4%

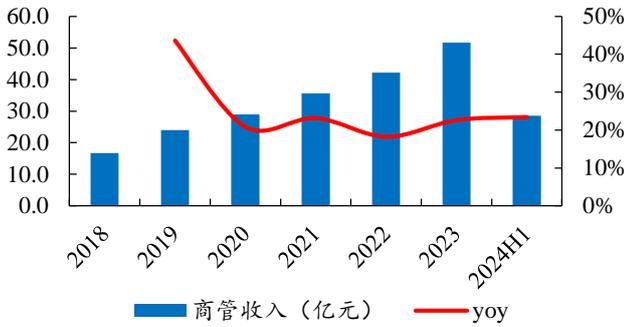
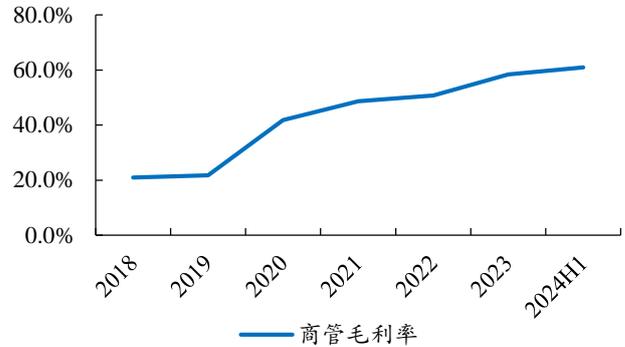


图10：2024H1 公司购物中心收入占比 66%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、万象商业综合实力第一，购物中心经营逆势增长

万象商业为购物中心开发运营提供全流程服务，即投资策划、产品定位、设计咨询、品牌招商、运营服务及其他服务组合。万象商业连续四年蝉联克而瑞商业服务领先企业第一名，截至 2024H1，公司在营购物中心 105 座，其中绝大部分由公司同时提供物管服务。此外公司拥有 1 个利润分成项目和 2 个租赁经营项目。

图11：万象商业拥有三大品牌



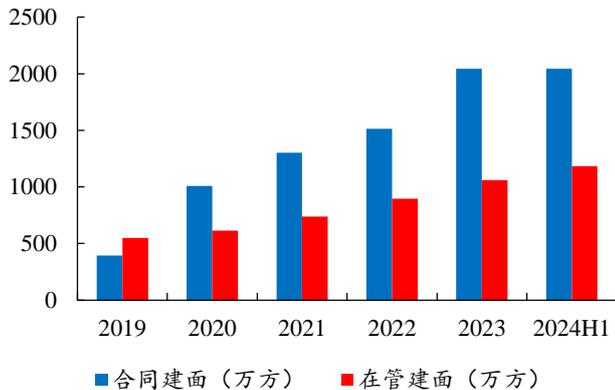
资料来源：公司官网

表1：万象商业连续四年蝉联克而瑞商业服务领先企业第一名

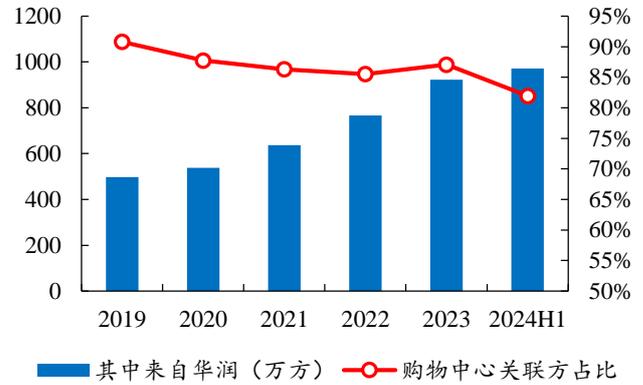
	2021	2022	2023	2024
1	华润万象生活	华润万象生活	华润万象生活	华润万象生活
2	龙湖智慧服务	保利物业	龙湖智创生活	保利物业
3	整容服务	宝龙物业	中海物业	龙湖智创生活
4	河南正弘物业	上海丰城物业	上海丰城物业	合景悠活
5	领悦物业	山东诚祥物业	金科智慧服务	深圳赛格物业

资料来源：克而瑞物管、开源证券研究所

从购物中心管理规模来看，公司 2019 年以来合同和在管规模均保持增长，截至 2024H1，公司在营项目 108 个，在管面积 1185 万方，其中来自关联方华润的在管面积 971 万方，占比 82%。

图12：2024H1 公司在管面积 1185 万方


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：2024H1 公司在管面积来自管理关联方占比 82%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司关联方华润置地拥有 82 座开业购物中心，开业面积达 1185 万方，且后续待开业资源充裕，2024 下半年至 2027 年末预计将开业 28 座购物中心，新增开业面积约 395 万方。对比关联方和商业重资产公司的经营情况，华润置地出租率稳健，开业单方租金贡献收入领先。

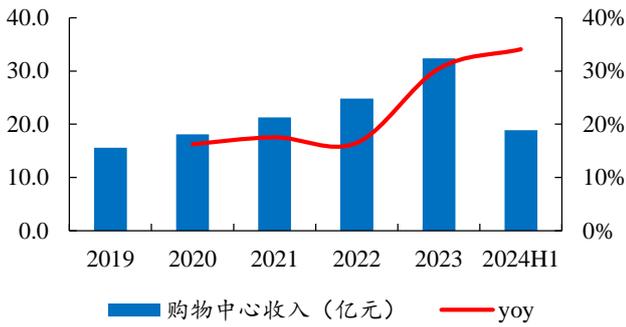
表2：华润置地购物中心开业单方租金贡献收入行业领先

购物中心	开业数量 (个)	开业面积 (万方)	租金收入 (亿元)	出租率	单方租金贡献 (元/平/月)
华润置地	82	1045	94.8	97.3%	76
新城控股	166	925	62.1	97.4%	56
龙湖集团	91	829	53.2	96.0%	53
印力集团	71	665	27.1	94.2%	34

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

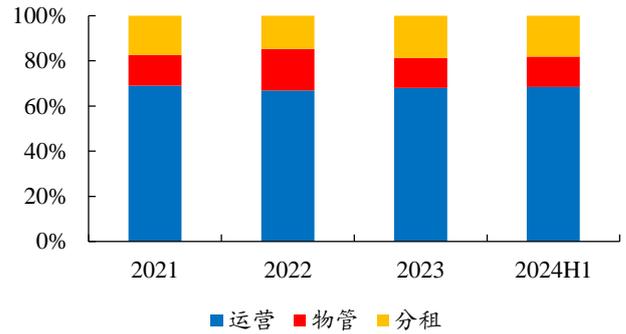
从购物中心收入情况来看，公司收入稳健增长，2024H1 购物中心总收入 18.9 亿元，同比增长 34%，其中运营、物管和分租收入占比分别为 69%、13%、18%。得益于在管面积的高速增长，在规模效应下，购物中心毛利率自 2019 年来稳步提升，2024H1 购物中心毛利率为 72.5%，其中运营、物管和分租业务分别为 78.6%、42.7% 和 71.5%。得益于包租及 REIT 项目业绩增长，第三方项目收入贡献较年初增长 1.5pct 至 27.5%，税前利润贡献增长 3.9pct 至 21.4%。

图14: 2024H1 购物中心总收入同比增长 34%



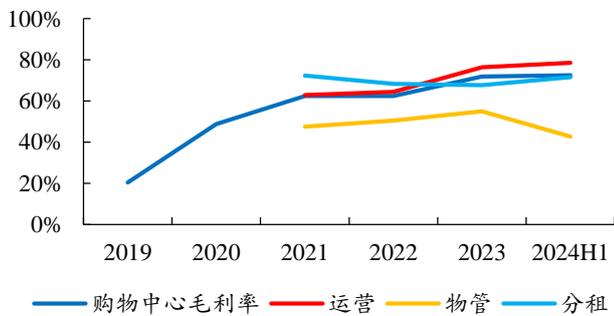
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 公司购物中心运营收入占比最高



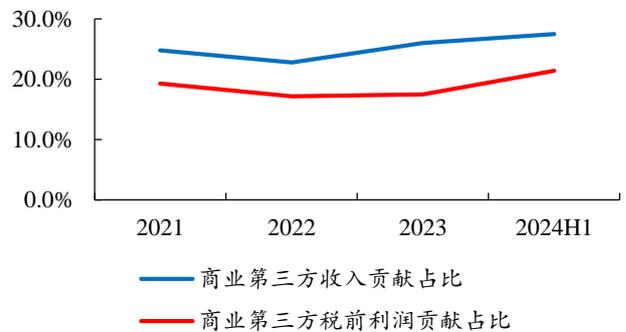
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 2024H1 购物中心毛利率为 72.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2024H1 第三方项目收入贡献增至 27.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司依托一体化能力和品牌影响力,近年来大力拓展第三方购物中心。2024H1新拓展7个第三方项目,均位于一二线城市,总建面77万方;截至2024H1,公司共拓展第三方购物广场项目46个,总建面442万方,其中一二线占比98%。

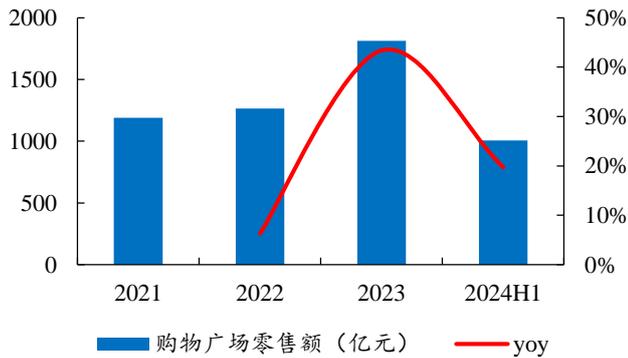
图18: 2024H1 公司新拓展一二线城市7个第三方项目



资料来源: 公司官网

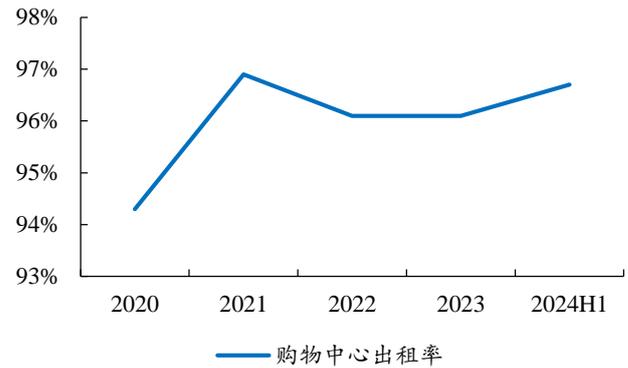
从经营效率来看，公司 2024 上半年零售额同比增长 19.7%，优于社消零总额增速（3.7%）。上半年 108 个在营项目，46 个项目零售额排名当地市场第一，85 个排名当地市场前三。公司购物中心上半年到访客流突破 6.4 亿人次，同比增长 25.0%，精耕会员运营，商业会员数量同比增长 30.4%。在营购物中心平均出租率维持 96.7% 高位，较 2023 年末提升 0.6 个百分点。

图19：2024H1 公司购物广场零售额同比增长 19.7%



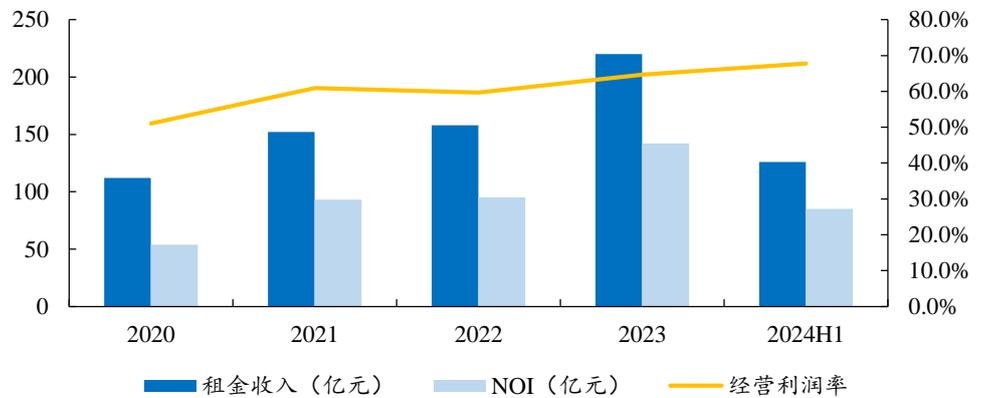
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：2024H1 公司购物广场出租率维持 96.7% 高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2024H1 公司购物广场运营效率及盈利水平提升



数据来源：公司官网、开源证券研究所

我们将公司和其他公开披露商业经营数据的商管物管服务商进行对比，公司在管商场的出租率和商管业务毛利率均行业领先。

图22：2024H1 公司在管商场的出租率行业领先

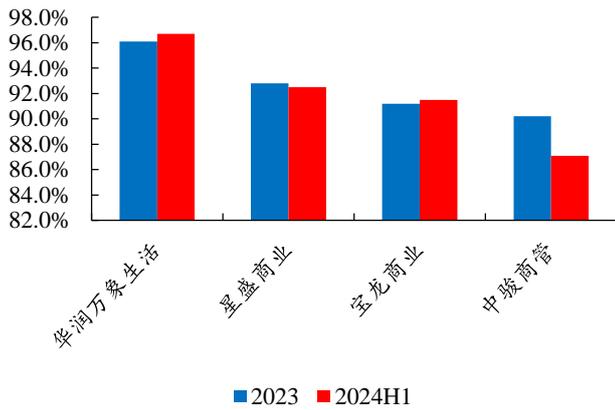
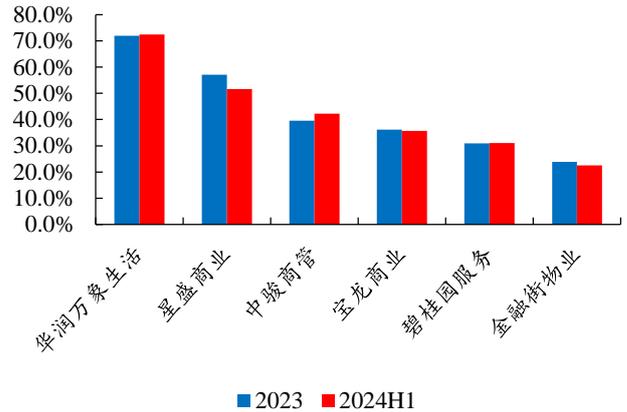


图23：2024H1 公司商管毛利率行业领先



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

公司拥有较强的品牌合作及招商能力，资源库品牌数量超 13000 个，在合作品牌数量超 7000 个，期内新合作品牌数量 1021 个，期内重点品牌全国新开门店数占比 25%。

图24：公司拥有较强的品牌合作及招商能力



7500+
合作品牌数

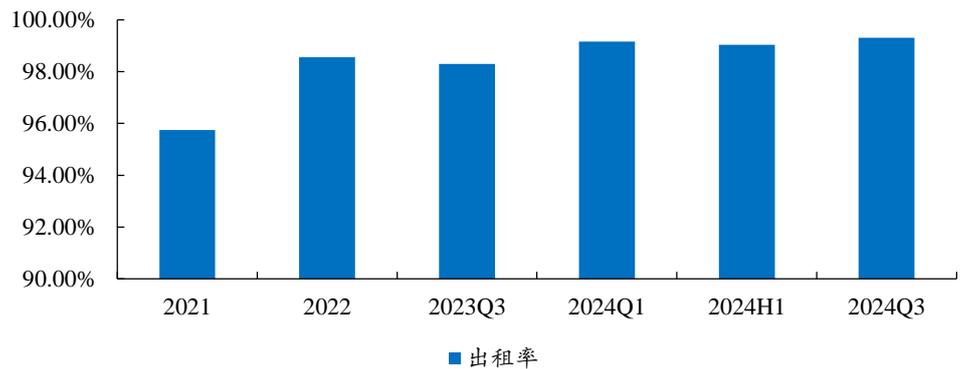
29000+
合作店铺数

120+
合作国际奢侈品牌数

520+
合作国际奢侈品牌店铺数

资料来源：公司官网

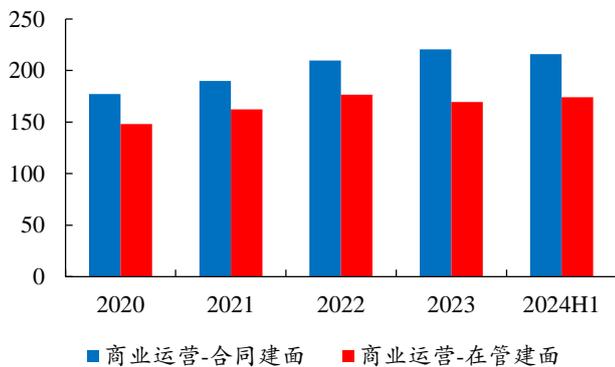
公司运营管理的青岛万象城于 2024 年 2 月成功发行华夏华润商业 REIT，截至三季度末出租率 99.3%，较招募书预测提升 1.8 个百分点，1-9 月客流同比增长 10.4%，会员数量超 139 万人，同比增长 25.0%，助力项目年化分派率实现 5.04%，超上市前预测 0.1 个百分点。

图25：公司管理的青岛万象城出租率稳健提升


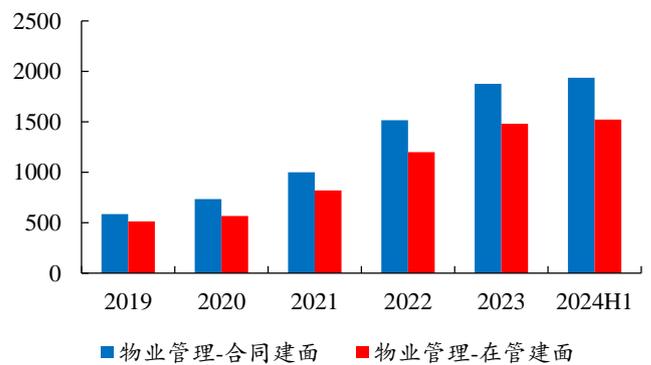
数据来源：公司官网、华夏华润 REIT 公告、开源证券研究所

2.2、写字楼规模保持提升，出租率整体稳定

公司写字楼运营服务起源于 1999 年建成的北京华润大厦，此后积极探索商务与生活、产品与服务之间的创新融合发展之路，为写字楼提供产品定位、前介工程、招商租赁、运营推广、物业管理及 IFM 业务等。截至 2024H1，公司写字楼物业在管项目 206 个，在管面积 1523 万方；合约项目 224 个，合约面积 1939 万方。

图26：2024H1 公司写字楼运营在管面积 174 万方


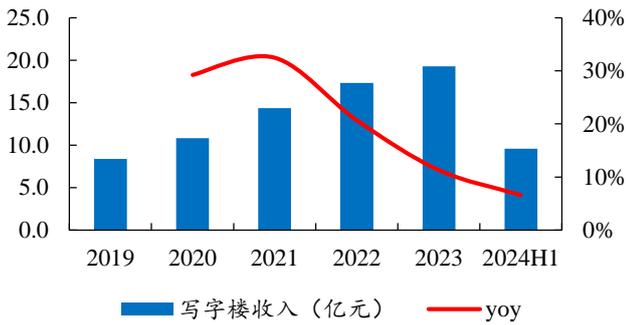
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2024H1 公司写字楼物管在管面积 1523 万方


数据来源：公司公告、开源证券研究所

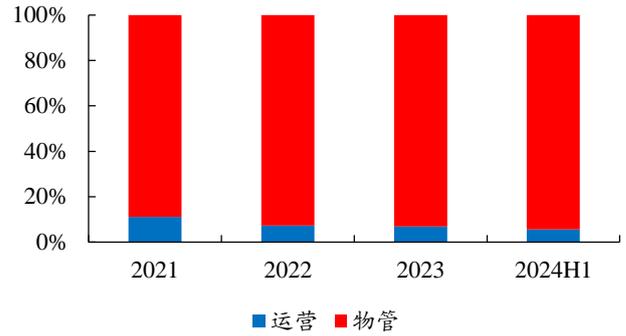
公司写字楼收入保持增长态势，2024H1 收入 9.6 亿元，同比增长 6.6%，其中写字楼物管收入占比 94%，关联方收入占比 65%；写字楼运营收入占比 6%，关联方收入占比 77%。2024H1 受新项目入市影响，写字楼出租率同比下滑 2.6pct 至 77.1%。

图28: 2024H1 公司写字楼收入同比增长 6.6%



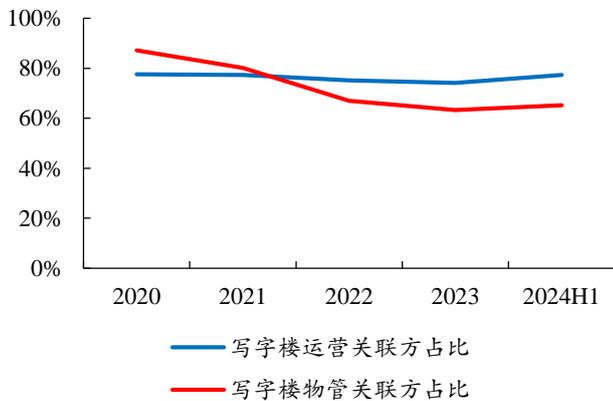
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图29: 公司写字楼物管收入占比较高



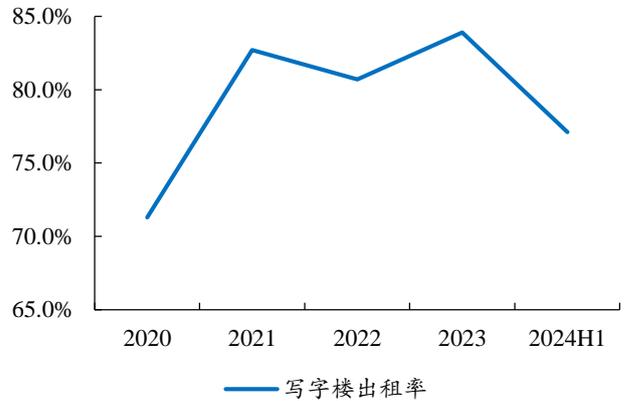
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 2024H1 公司写字楼物管收入关联方占比 65%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

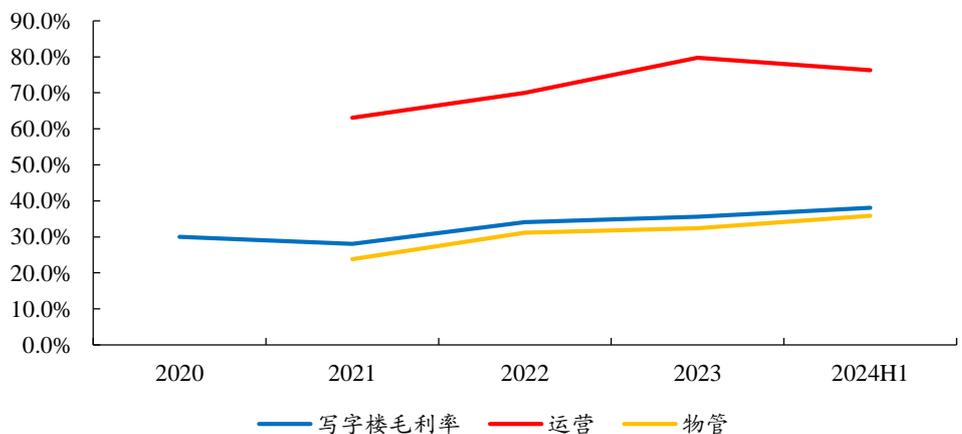
图31: 2024H1 公司写字楼出租率下滑至 77.1%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司写字楼业务毛利率自 2021 年以来呈稳步提升态势, 2024H1 写字楼毛利率提升至 38.1%, 其中写字楼物管和运营毛利率分别为 35.9%和 76.3%。

图32: 2024H1 公司写字楼毛利率提升至 38.1%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司写字楼品牌 Officeasy 由空间产品、智慧平台和多元服务三大模块构成，包含五大服务子品牌，以企业客户和白领员工需求为导向、以在管项目的空间产品和配套为依托、以智慧平台为联结工具、以多元服务为内容，致力于构建“快乐工作、优雅生活”的商务生活场景，促进商务场景智能化、便捷化、高效化、互动化。

图33：公司写字楼品牌 Officeasy 由三大模块构成



资料来源：公司官网

3、物管规模稳中有进，增值业务布局多元

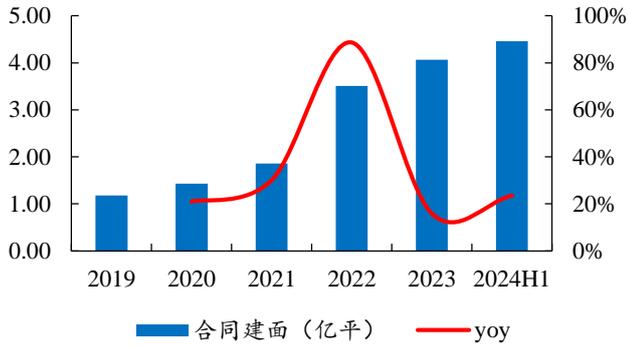
3.1、在管规模保持增长，城市空间业态占比提升

公司致力成为“最具影响力的城市空间运营服务商”，聚焦社区生活空间、办公生产空间、城市公共空间，通过城市生态圈一体化运营与服务，运用科技智慧平台，整合城市资源、运营城市空间、服务城市人民，为人们带来更非凡的城市生活体验。

公司于2022年收购了禹州物业、中南服务、长乐物业和九洲物业，2023年收购朗基生活服务，在管规模不断扩大。截至2024年6月末，万象服务在管面积为3.98亿平方米，合约面积为4.46亿平方米，较年初分别增长7.5%和4.9%；公司在管规模在主流物企处于第二梯队，与中海物业和招商积余等央企规模相当，在管同比增速处于中上水平。公司2024H1在管和合约面积中第三方占比分别为61.9%和60.2%，较年初分别提升1.5和1.2个百分点。

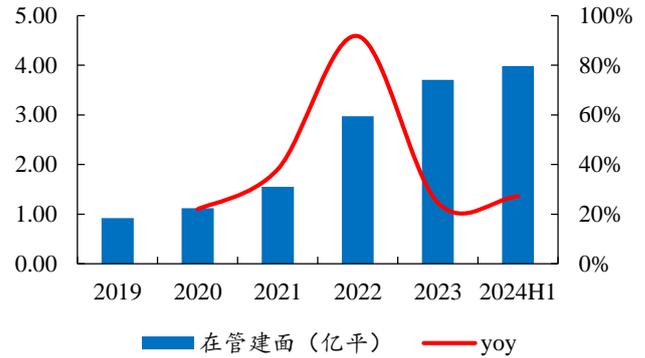
新签合同方面，公司2024H1新增第三方合约面积0.24亿平，同比有所下降，其中86%位于一二线城市。公司2024H1新增城市空间合约面积0.21亿平，占比88%，城市空间新签规模占比较高。

图34：2024H1 公司合同面积较年初增长 4.9%



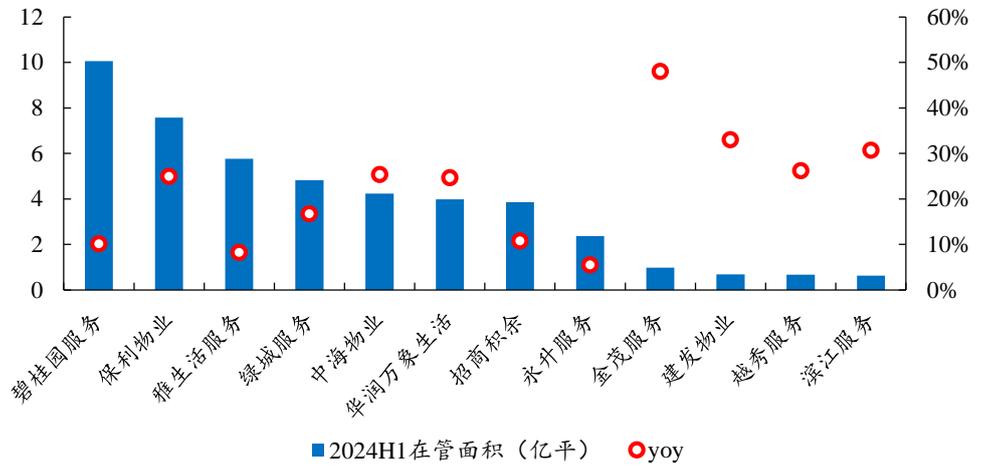
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2024H1 公司在管面积较年初增长 7.5%



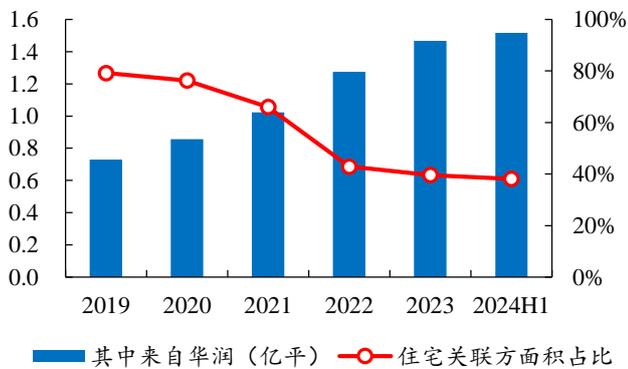
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：公司在管规模在主流物企处于第二梯队



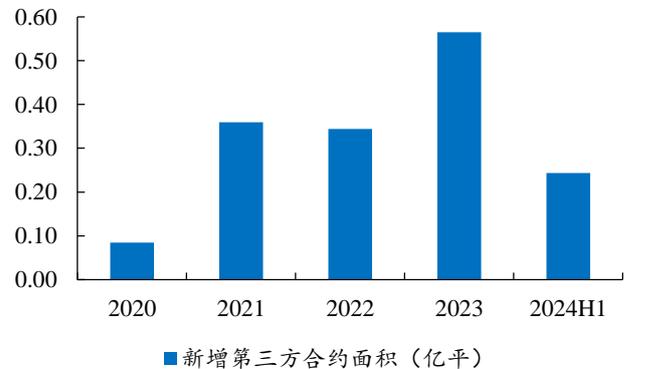
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图37：2024H1 公司在管住宅关联方占比降至 38%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：2024H1 公司新增第三方合约面积同比下降

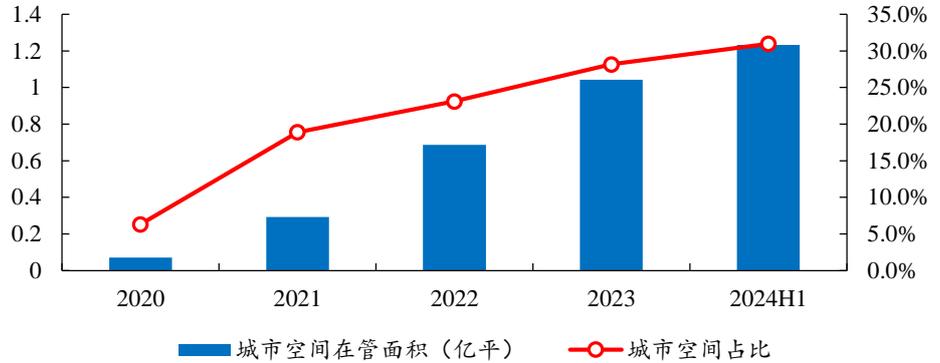


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司近年来城市空间业态在管规模和占比迅速提升，截至 2024H1 城市空间在管

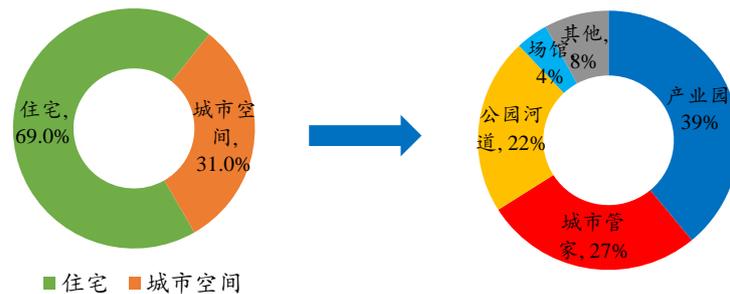
面积 1.23 亿平，较年初增长 18.2%，占比提升至 31.0%。从业态分布来看，产业园占比 39%、城市管家占比 27%、公园河道占比 22%。

图39：2024H1 城市空间在管面积较年初增长 18.2%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

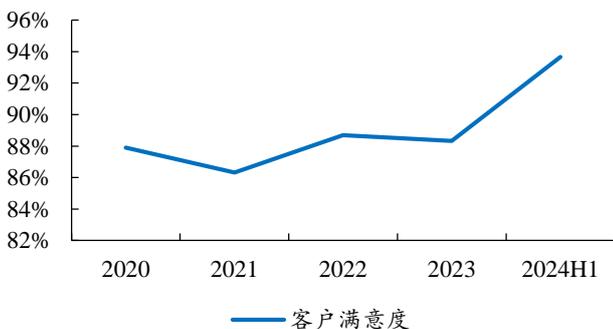
图40：2024H1 城市空间在管面积中产业园占比最高



数据来源：公司官网、开源证券研究所

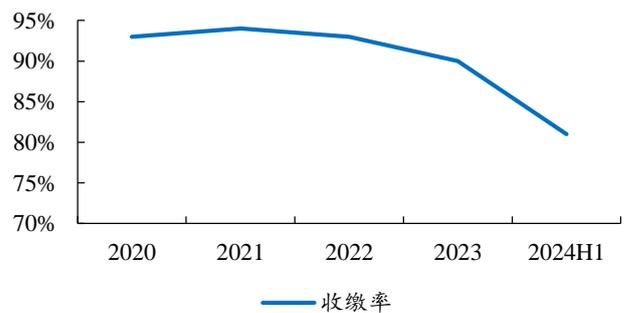
服务质量层面，公司上半年持续开展质提升、品牌建设、服务响应等系列行动，全面提升服务品质和能力，客户满意度提升至 93.66 分，保持行业领先。在行业竞争整体加剧的环境下，上半年公司收缴率同比下降 2 个百分点至 81%。

图41：2024H1 公司客户满意度提升至 93.66 分



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：2024H1 公司收缴率同比下降至 81%

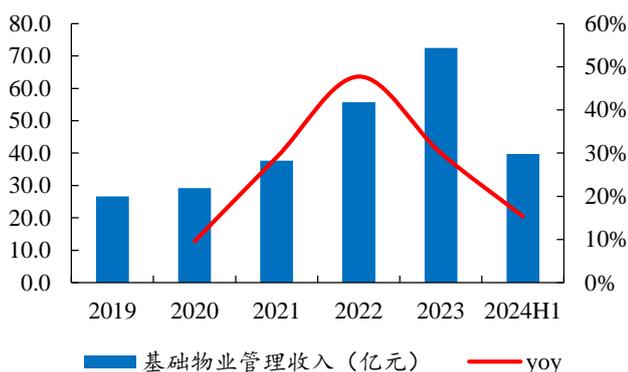


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、基础物管收入稳增长，第三方收入占比提升

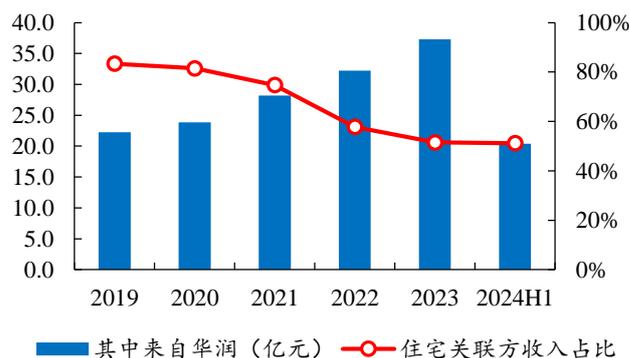
得益于在管面积的增长,公司物业管理服务收入保持高增,2024H1 实现收入 39.8 亿元,同比增长 15.4%;其中来自关联方华润置地的收入 20.4 亿元,占比 51.2%,第三方收入占比持续提升;其中城市空间收入 8.2 亿元,占比提升至 20.6%。毛利率来看,2024H1 社区空间基础物管毛利率同比下降 1.0 个百分点至 15.2%;城市空间基础物管毛利率同比提升 0.9 个百分点至 13.6%。

图43: 2024H1 公司基础物管收入同比增长 15.4%



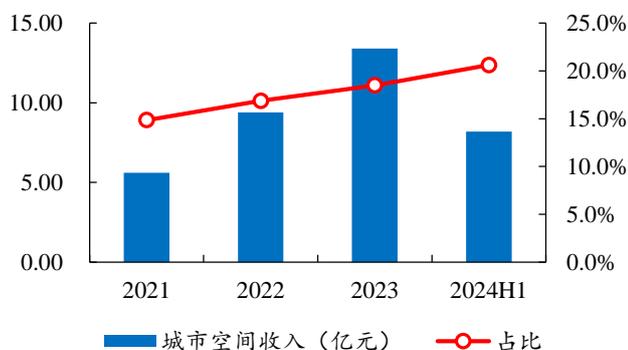
数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图44: 2024H1 公司基础物管收入关联方占比 51.2%



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图45: 2024H1 公司基础物管收入城市空间占比 20.6%



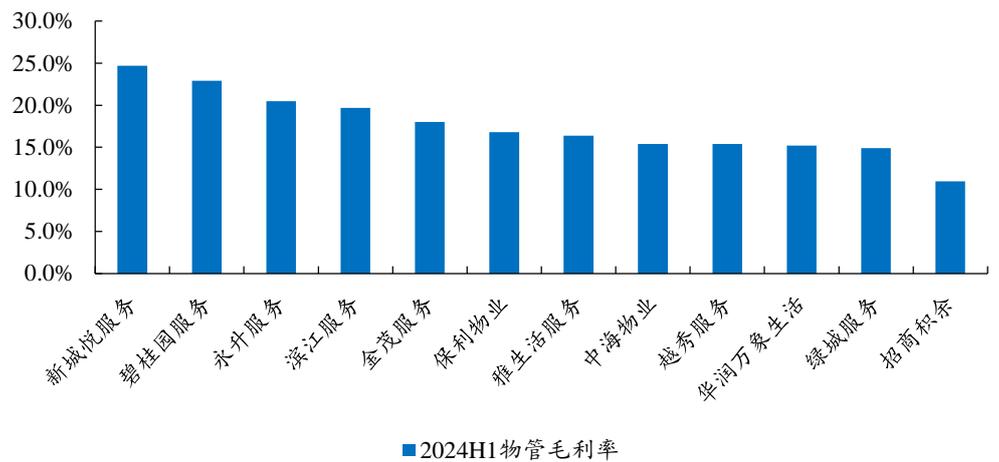
数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图46: 2024H1 基础物管毛利率下降至 15.2%



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

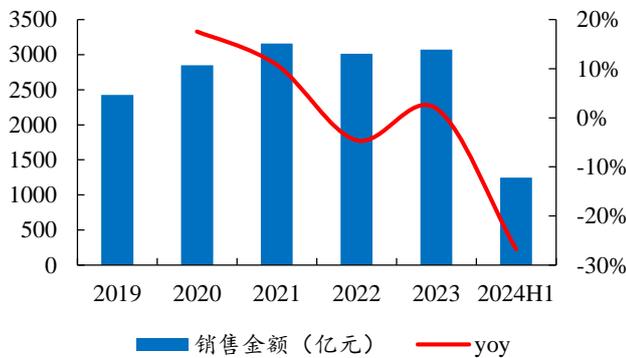
对比行业头部物企,公司 2024H1 物管毛利率处于较低水平,主要因为公司社区空间和城市空间服务业态物管收费标准均较低,不包含高毛利的商业和写字楼业态。

图47：公司 2024H1 物管毛利率处于头部房企较低水平


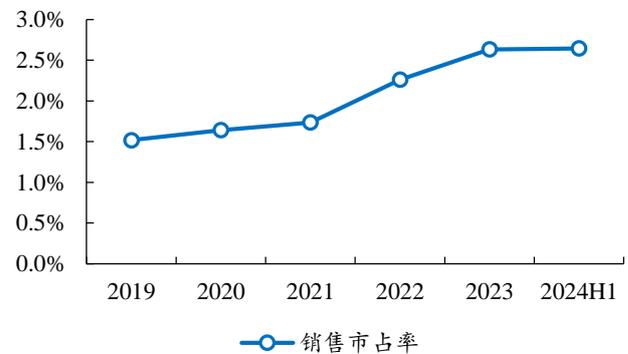
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.3、关联方市占率提升，储备面积充裕

公司关联方华润置地央企背景加持，销售稳健，市占率稳步提升，2021-2023 年销售金额超 3000 亿，销售市占率由 2019 年 1.15% 提升至 2023 年 2.6%，2024H1 销售金额有所下滑，但市占率仍维持 2.6%，销售规模维持行业前四。

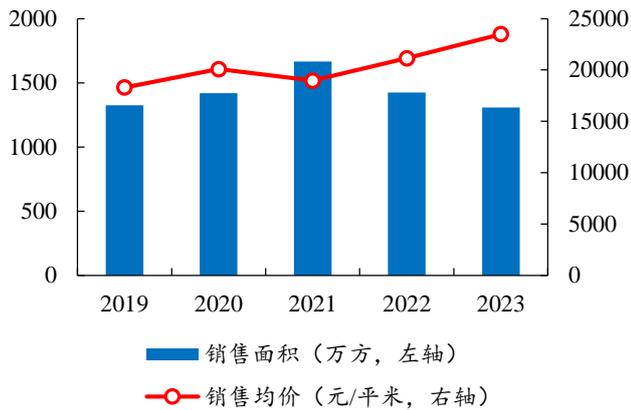
图48：2024H1 华润置地销售金额有所下降


数据来源：华润置地公告、开源证券研究所

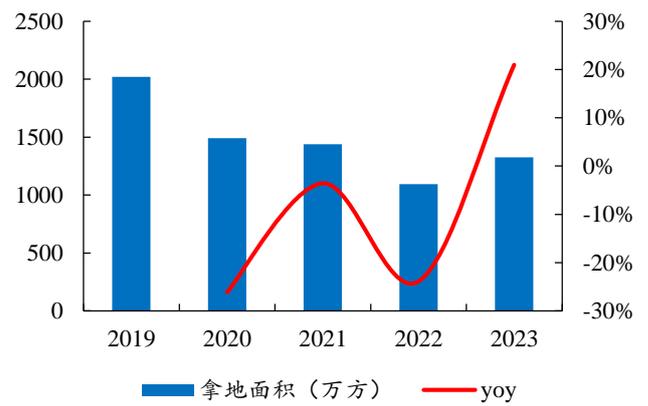
图49：2024H1 华润置地销售市占率维持 2.6%


数据来源：华润置地公告、开源证券研究所

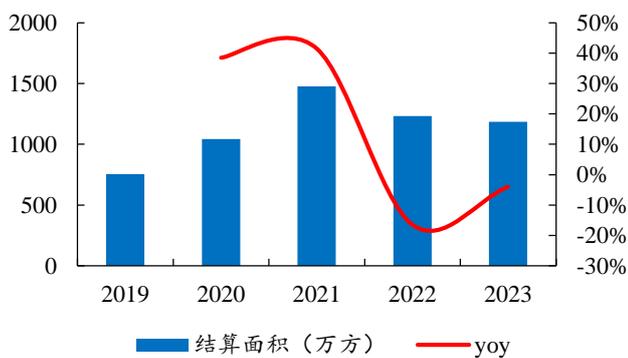
销售均价来看，华润置地 2019 年以来销售均价均超过 1.8 万元/平，为华润万象生活基础物管提高收费单价奠定基础。投资拿地层面，华润置地 2023 年拿地面积逆势提升；竣工结转层面，华润置地 2020-2023 年结转面积均超过千亿平，为华润万象提供了优质的在管面积；截至 2023 年末，已售未结转金额达 2841.5 亿元，待结转资源充足。

图50：2021-2023 年华润置地销售均价稳步提升


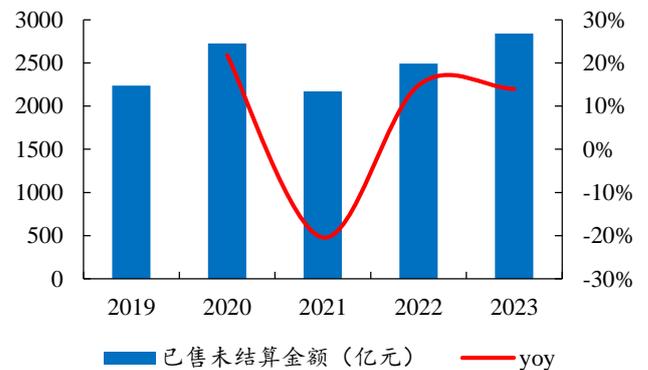
数据来源：华润置地公告、开源证券研究所

图51：2023 年华润置地拿地面积有所增长


数据来源：华润置地公告、开源证券研究所

图52：华润置地 2020-2023 年结转面积均超过千亿平


数据来源：华润置地公告、开源证券研究所

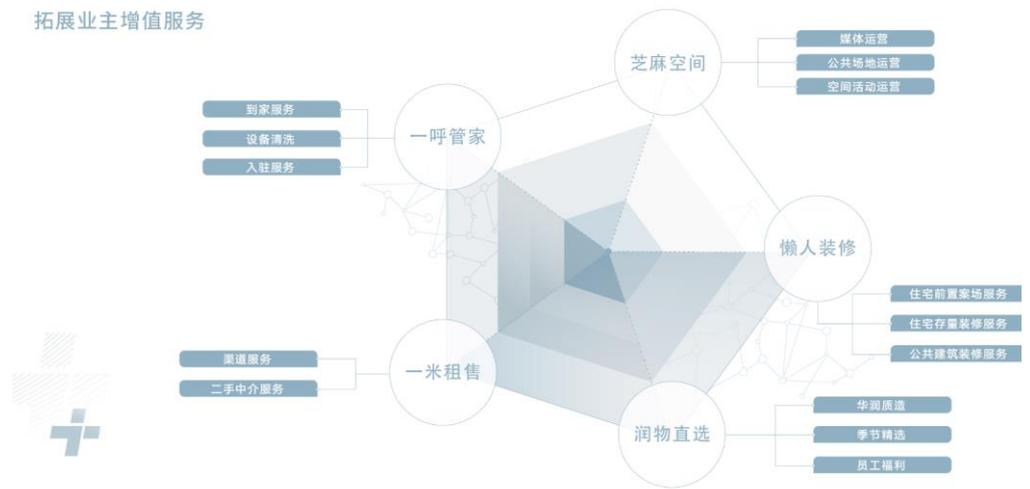
图53：截至 2023 年末华润置地待结转资源充足


数据来源：华润置地公告、开源证券研究所

3.4、社区增值发展稳健，整合资源满足客户多样化需求

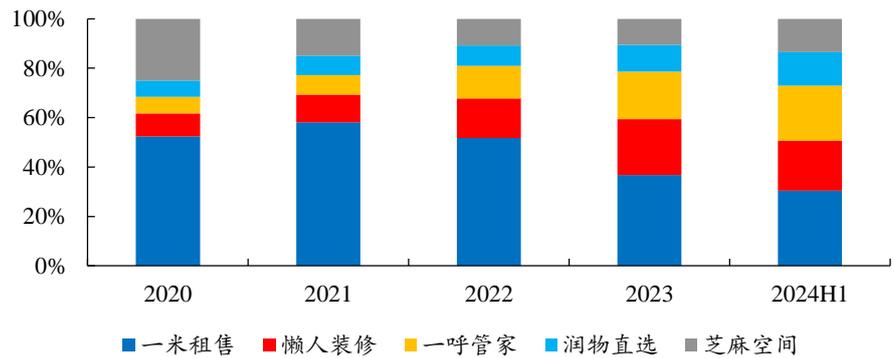
公司社区增值业务包括社区生活服务和经纪及资产管理服务，2020-2023 年收入复合增速高达 57.9%，2024H1 社区增值业务收入 7.2 亿元，同比增长 10%；包含城市空间增值服务的总收入达 7.8 亿元，同比增长 24.9%；通过“培育能力+整合资源+外链供方”，带动“一呼管家”收入同比提升 57.5%至 1.74 亿元、“润物直选”收入同比提升 49.6%至 1.06 亿元。盈利能力来看，2019 年来公司社区增值业务毛利率均维持在 26% 以上，2024H1 达 30.9%，同比下降 1.9 个百分点。

图54：公司社区增值业务包括五大多元板块



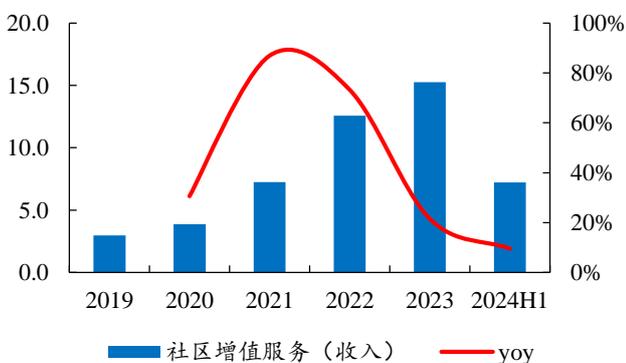
资料来源：公司官网

图55：公司社区增值业务中一米租售占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图56：2024H1 公司社区增值业务收入同比增长 10%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

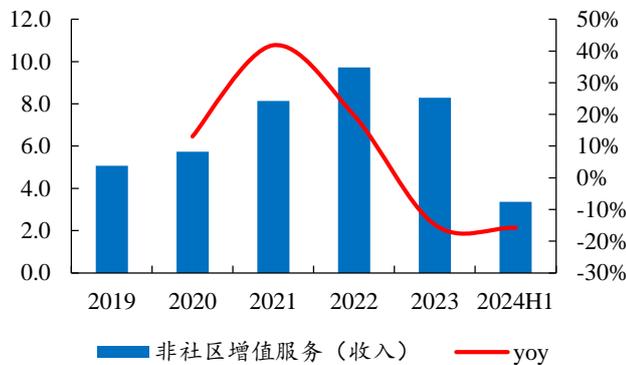
图57：2024H1 公司社区增值业务毛利率降至 30.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司非社区增值服务业务包括顾问、前期筹备及交付前营销配合服务。2024H1 非社区增值服务收入 3.4 亿元，同比下降 16%，毛利率同比下降 1.4 个百分点至 37.8%，主要受开发商增量项目获取及存量项目交付进度变缓影响，交付前筹备、营销服务、前期顾问咨询等业务收入有所下降。

图58：2024H1 公司非社区增值服务收入同比下降 16%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图59：2024H1 公司非社区增值服务毛利率降至 37.8%



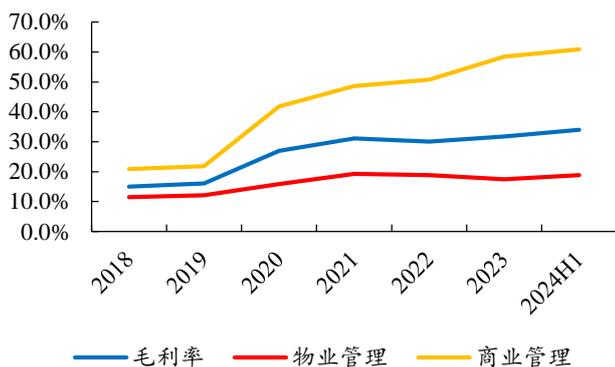
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利能力显著提升，分红派息诚意十足

4.1、上半年毛利率提升，管理费率显著压降

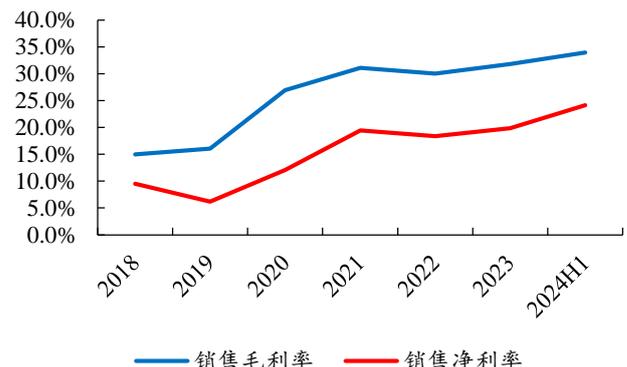
公司 2021 年以来毛利率均超 30%，盈利能力表现优秀。2024H1 得益于商管毛利率边际提升，整体毛利率同比提升 0.8pct 至 34.0%；2024H1 净利率同比提升 3.4pct 至 24.1%。公司毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列。

图60：公司 2021 年以来毛利率均超 30%

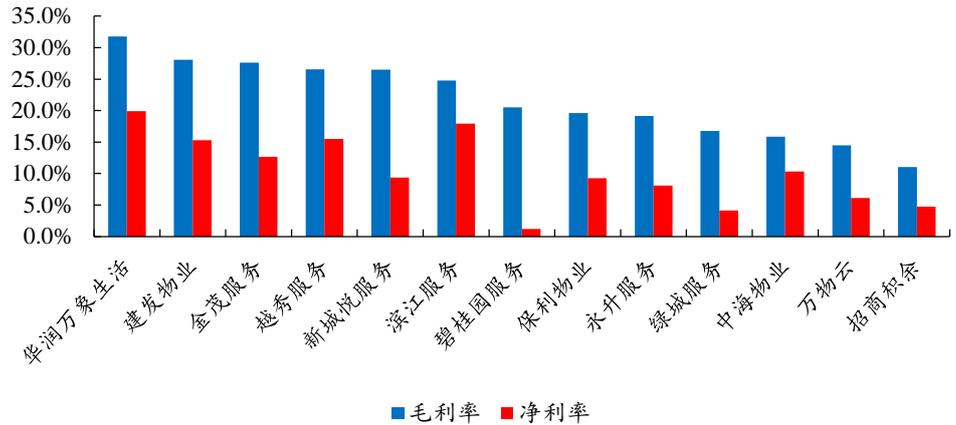


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图61：2024H1 公司净利率同比提升 3.4pct 至 24.1%

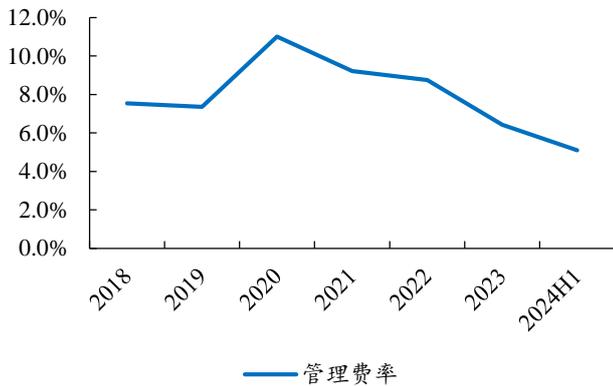


数据来源：Wind、开源证券研究所

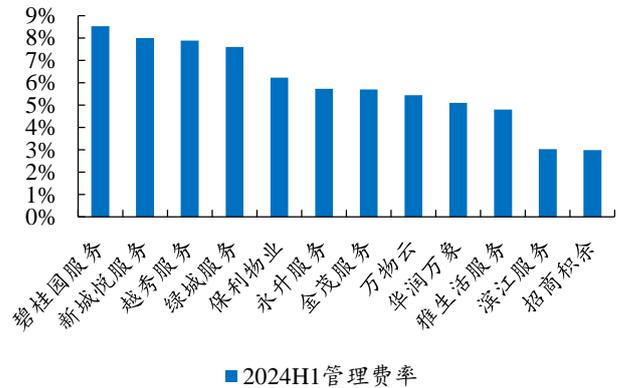
图62：公司 2024H1 毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列


数据来源：Wind、开源证券研究所

从管理费率来看，公司自 2020 年以来管理成本显著压降。2024H1 管理费率同比下降 1.3pct 至 5.1%，在头部物企处于较低水平。

图63：2024H1 公司管理费率同比下降 1.3pct 至 5.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

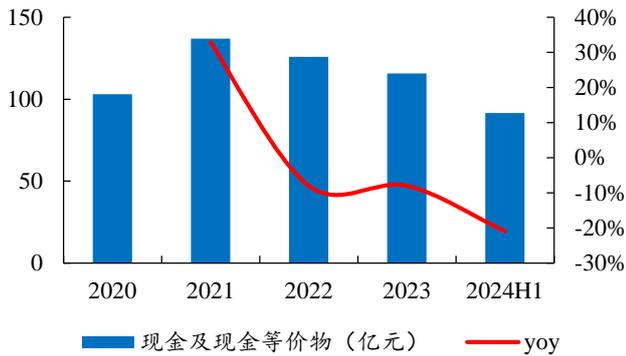
图64：公司管理费率在头部物企处于较低水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、在手现金充裕，分红比例较高

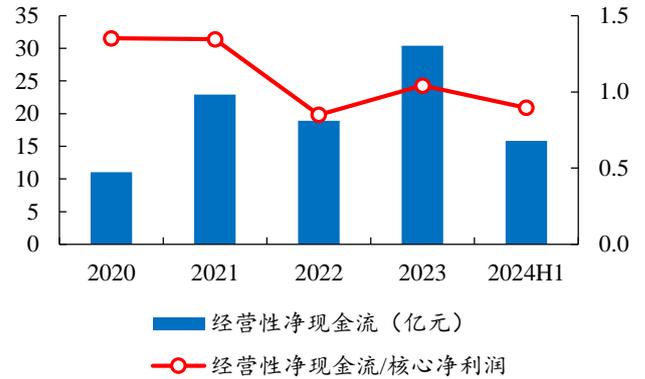
公司在手现金充裕，2020-2023 年均超 100 亿。2024H1 公司现金及现金等价物 91.47 亿元，同比下降 21.0%，应收账款同比增长。公司上半年实现经营性净现金流 15.82 亿元，可覆盖净利润倍数同比提升至 90%，整体保持行业前列。

图65：2024H1 公司现金及现金等价物同比下降 21.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

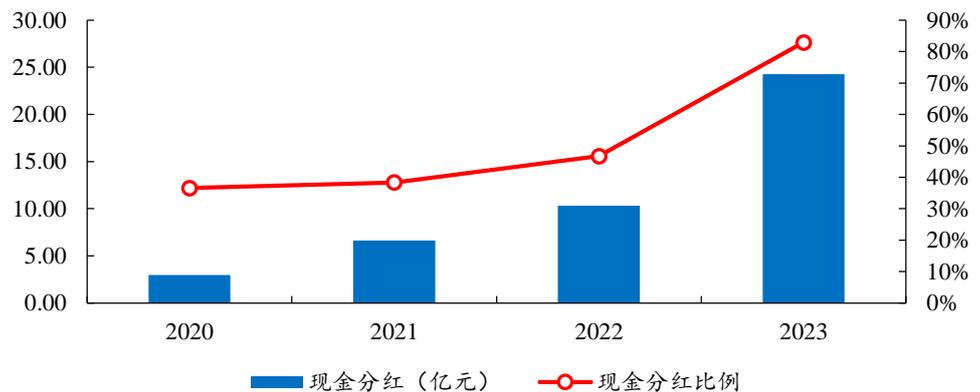
图66：2024H1 公司经营性净现金流可覆盖净利润倍数同比提升至 90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司近年来分红派息比例维持行业较高水平，2024H1 董事会宣布，将向所有股东分红每股 0.279 元，及特别分红每股 0.575 元，分红总额将达到 19.5 亿元，与上半年的净利润相当。

图67：公司现金分红比例逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成物业管理和商业管理两大板块进行预测，其中物业管理可分为基础物业、非社区增值和社区增值服务，商业管理可分为购物中心和写字楼两种业态。

物业管理：

基础物管得益于华润置地销售市占率持续提升，拿地稳健，在管及合同面积稳步增长，同时公司在城市空间业态拓展发力，新拓占比高企，后续增速可期。伴随公司成本管控能力提升，高毛利项目陆续交付，我们预计后续基础物管毛利率将保持稳定。

非社区增值业务由于开发商增值收入减少，收入端或将短暂承压，业务结构调整优化后毛利率将平稳修复。社区增值业务布局领域全面，收入和盈利能力或将稳步提升。

受房地产行业下行影响，我们预计 2024-2026 年物业管理板块综合收入增速将有所放缓，为 11.6%、9.7%、8.1%；预计 2024-2026 年物业管理板块综合毛利率为 17.6%、18.1%、18.6%。

商业管理：

公司拥有商管服务全价值链一体化能力和全产品线组合优势，2024H1 在管购物中心零售额及收入逆势增长，得益于在管面积及出租率的提升，我们预计公司购物中心运营及物管收入将保持高增，毛利率稳中有升。

2024 年以来办公楼市场相对低迷，叠加新项目入市影响，公司在管写字楼出租率有所下降，后续运营成熟后写字楼管理收入或将保持增长，盈利能力平稳修复。

我们预计 2024-2026 年商业管理板块综合收入增速为 19.3%、15.1%、11.5%；预计 2024-2026 年商业管理板块综合毛利率为 59.8%、61.5%、62.9%。

综上：我们预计公司 2024-2026 年收入增速为 14.1%、11.7%、9.4%，毛利率分别为 33.0%、34.5%、35.6%。

表3：我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	120.4	148.0	168.78	188.47	206.16
yoy	35.4%	22.9%	14.1%	11.7%	9.4%
物业管理	78.02	96.01	107.16	117.53	127.07
yoy	47%	23%	11.6%	9.7%	8.1%
基础物管	55.73	72.46	83.33	91.66	98.99
非社区增值服务	9.73	8.29	7.05	7.40	7.77
社区增值服务	12.56	15.26	16.79	18.46	20.31
商业管理	42.14	51.66	61.62	70.94	79.09
yoy	18%	23%	19.3%	15.1%	11.5%
购物中心	24.82	32.38	41.58	49.89	56.92
运营	16.6	22.04	28.65	34.38	39.54
物管	4.57	4.3	5.38	6.45	7.42
分租	3.65	6.04	7.55	9.06	9.97
写字楼	17.32	19.28	20.05	21.05	22.16
运营	1.27	1.32	1.19	1.25	1.37
物管	16.05	17.96	18.86	19.80	20.79
毛利率	30.1%	31.8%	33.0%	34.5%	35.6%
物业管理	18.9%	17.5%	17.6%	18.1%	18.6%
基础物管	14.0%	13.6%	14.5%	15.0%	15.5%
非社区增值服务	36.5%	34.3%	34.5%	35.0%	35.5%
社区增值服务	26.6%	26.7%	26.0%	27.0%	27.5%
商业管理	50.7%	58.4%	59.8%	61.5%	62.9%
购物中心	62.4%	71.9%	71.1%	71.8%	72.4%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
运营	64.4%	76.4%	75.0%	75.5%	76.0%
物管	50.4%	54.9%	52.0%	53.0%	54.0%
分租	68.3%	67.7%	70.0%	71.0%	72.0%
写字楼	34.1%	35.6%	36.3%	37.3%	38.5%
运营	70.0%	79.7%	72.0%	74.0%	76.0%
物管	31.2%	32.4%	34.0%	35.0%	36.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

华润万象生活背靠华润集团，关联方华润置地销售及拿地市占率提升，项目储备优质，同时积极拓展城市空间赛道；商业管理赛道作为行业龙头，在管购物中心及写字楼运营效率提升，盈利能力保持稳健。我们选取 2 家头部物企及 2 家港股头部商业重资产开发商与公司进行对比，公司 2024 年估值高于均值，主要由于公司较传统物管企业，拥有大体量、高盈利的商办资产运营经验，对公司利润贡献更大。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 35.0、41.2、47.2 亿元，EPS 分别为 1.54、1.81、2.07 元，当前股价对应 PE 为 17.7、15.1、13.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司 2024 年 PE 估值水平高于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值 亿人民币	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
1972.HK	太古地产	未评级	818.5	26.4	60.0	62.0	66.0	31.0	13.6	13.2	12.4
0004.HK	九龙仓集团	未评级	525.6	9.5	32.7	37.8	38.5	55.6	16.1	13.9	13.7
2669.HK	中海物业	未评级	142.4	13.4	15.7	18.1	20.9	10.6	9.1	7.9	6.8
2869.HK	绿城服务	买入	102.5	6.1	7.4	8.9	10.2	16.9	13.8	11.5	10.1
	平均值							28.6	13.2	11.6	10.7
1209.HK	华润万象生活	买入	621.1	29.3	35.0	41.2	47.2	21.2	17.7	15.1	13.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除绿城服务、华润万象生活来自开源证券研究所外，其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2025 年 2 月 27 日，汇率 1 港币=0.92 人民币。

6、风险提示

(1) 房地产行业加速下行：房地产销售去化节奏放缓，关联方销售规模收缩，公司合约面积转化为在管面积的过程减慢，影响公司收入规模增长。

(2) 公司拓展速度不及预期：受房地产拿地开工预期减弱影响，公司新拓合约面积下降，影响公司收入规模增长。

(3) 消费复苏不及预期：消费政策落地不及预期，公司购物中心营业额下降，出租率及管理收入下降，盈利能力承压。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,839	19,518	16,786	18,623	20,377
现金	12,593	11,580	11,815	13,193	14,431
应收账款	2,968	3,616	3,878	4,161	4,467
存货	148	203	213	224	235
其他流动资产	130	4,119	880	1,046	1,244
非流动资产	9,999	8,265	8,309	8,518	8,658
固定资产及在建工程	569	552	607	668	735
无形资产及其他长期资产	9,430	7,713	7,702	7,851	7,924
资产总计	25,838	27,783	25,095	27,142	29,036
流动负债	8,040	8,340	8,846	9,441	9,982
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付账款	1,339	1,546	1,752	1,931	2,098
其他流动负债	6,700	6,794	7,094	7,510	7,884
非流动负债	3,473	3,408	3,748	4,123	4,536
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	3,473	3,408	3,748	4,123	4,536
负债合计	11,512	11,747	12,594	13,564	14,518
股本	682	683	696	710	724
储备	13,598	15,266	11,737	12,793	13,714
归母所有者权益	14,280	15,948	12,433	13,503	14,438
少数股东权益	46	88	68	74	80
负债和股东权益总计	25,838	27,783	25,095	27,142	29,036

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,891	3,042	4,091	4,774	5,314
税前利润	2,906	3,912	4,695	5,549	6,356
折旧和摊销	235	275	330	396	475
营运资本变动	(237)	(120)	130	120	(27)
其他	(1,013)	(1,026)	(1,065)	(1,291)	(1,490)
投资活动现金流	(1,064)	(1,827)	(930)	90	11
资本开支	121	582	321	349	343
其他	(1,185)	(2,408)	(1,251)	(259)	(332)
融资活动现金流	(1,936)	(2,228)	(2,926)	(3,486)	(4,087)
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	-0	-0	-0	705	759
其他	(1,936)	(2,228)	(2,926)	(4,192)	(4,846)
汇率变动对现金的影响	3	1	1	1	1
现金净增加额	(1,105)	(1,013)	235	1,378	1,239
期末现金总额	12,593	11,580	11,815	13,193	14,431

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,037	14,798	16,878	18,847	20,616
营业成本	8,405	10,073	11,307	12,348	13,271
营业费用	151	285	287	283	268
管理费用	1,053	950	1,013	1,093	1,134
其他收入/费用	566	539	550	564	559
营业利润	2,993	4,029	4,822	5,687	6,502
净财务收入/费用	(87)	(117)	(127)	(138)	(146)
其他利润	(174)	(234)	(253)	(275)	(293)
除税前利润	2,906	3,912	4,695	5,549	6,356
所得税	693	969	1,174	1,387	1,589
少数股东损益	7	14	18	42	48
归母净利润	2,206	2,929	3,504	4,120	4,719
EBITDA	2,993	4,029	4,822	5,687	6,502
扣非后净利润	453	538	644	758	868
EPS(元)	0.97	1.28	1.54	1.81	2.07

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	35.4	22.9	14.1	11.7	9.4
营业利润(%)	24.1	34.6	19.7	17.9	14.3
归属于母公司净利润(%)	27.9	32.8	19.6	17.6	14.5
获利能力					
毛利率(%)	30.0	31.7	33.0	34.5	35.6
净利率(%)	18.4	19.9	20.9	22.1	23.1
ROE(%)	15.4	18.4	28.2	30.5	32.7
ROIC(%)	34.0	33.3	51.1	55.3	59.2
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	42.3	50.2	50.0	50.0
净负债比率(%)	82.3	78.1	92.7	92.3	92.3
流动比率	2.0	2.3	1.9	2.0	2.0
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.0
应收账款周转率	9.2	8.3	8.3	8.8	9.1
应付账款周转率	11.0	10.2	10.2	10.2	10.2
存货周转率	84.0	84.2	81.2	86.4	90.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.54	1.81	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	1.3	1.8	2.1	2.3
每股净资产(最新摊薄)	6.3	7.0	5.4	5.9	6.3
估值比率					
P/E	28.2	21.2	17.7	15.1	13.2
P/B	4.3	3.9	5.0	4.6	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn