

扎根大湾持续优化结构，稳中向好剑指行业龙头

2025 年 03 月 03 日

➤ **深耕大湾区，未来发展确定性强。**星盛商业在粤港澳大湾区形成了“湾区双中心，一城双子星”的战略布局。截至 2024 年 6 月，公司合约管理项目覆盖全国 21 个城市，共有 54 个项目，其中 33 个部署在大湾区，占总数的 61.1%，根据公司口径，剔除 18 个咨询服务项目后，公司**合约总面积约 277 万㎡，开业面积约 177 万㎡，未开业面积 100 万㎡；已开业项目 29 个，筹备中项目 17 个**，扩张计划稳步推进，增长确定性较强。同时每年进行展望与工作计划，适时调整改进战略。

➤ **委托管理与整租服务为主，品牌服务及管理输出模式结构性优化。**公司业务包括委托管理服务模式、品牌及管理输出服务模式以及整租服务等三种业务模式。截至 2024H1，三类业务模式分别实现收入 2.10、0.43 和 0.61 亿元，同比 2023H1 增长 10.5%、-31.7%、74.3%。业务毛利率方面，2024H1 委托管理、品牌输出及整租服务三类业务毛利率分别为 57.9%、75.2%、12.7%，相较于 2023H1 的 58.3%、74.4%和 19.4%整体保持稳定，维持高位。

➤ **核心经营数据稳中向好。2023 年公司累计同店销售增长 18%，**全年月度同店销售额和社会消费品总销售额同比保持正增长。公司**商场累计同店客流提升 39%**。出租率较 2022 年底提升 0.3 个百分点至 92.8%；2023 年底收缴率同比提升 1.3 个百分点至 99.8%；合作商户数量进一步增至 5000 家。

➤ **营收与净利润受业务调整优化影响波动上升，毛利率保持较高水平。**公司 2023 年收入 6.35 亿元，同比增长 13.0%，截至 2024H1，公司实现收入 3.14 亿元，同比增长 8.8%。公司 2023 年整体毛利率为 52.5%，2024H1 整体毛利率为 51.6%，在商业运营赛道保持较高水平。

➤ **持续分红，高派息率回馈投资者。**公司自 2021 上市以来持续推出高股息方案，2023 年全年股息每股 0.12 元，同比增长 12.2%，派息率达到 70.0%。2024 年上半年，公司中期派息 0.04 元/股，持续回报投资者。

➤ **投资建议：**星盛商业 1) 深耕发展潜力较大的大湾区，背靠优质关联公司未来发展确定性强；2) 战略因时而变，灵活调整业务布局，持续优化项目结构，保障利润高质量增长；3) 商业运营实力雄厚，品牌知名度高，业务成熟，财务稳健，具备领先优势。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.50、1.55、1.59 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8、7、7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 商管行业恢复不及预期；3) 消费意愿恢复不及预期；4) 整租服务快速扩张对于公司管理能力的要求。5) 公司新项目推进不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	635	630	688	755
增长率 (%)	13.0	-0.7	9.1	9.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	171	150	155	159
增长率 (%)	10.9	-12.1	3.4	2.2
每股收益 (元)	0.17	0.15	0.15	0.16
PE	7	8	7	7
PB	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 2 月 28 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB，财年与自然年保持一致)

推荐

首次评级

当前价格：

1.21 港元


分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

分析师 徐得尊

执业证书：S0100524070011

邮箱：xudezun@mszq.com

目录

1 星盛商业：大湾区商业运营领军者	3
1.1 起步深圳，依托母公司星河控股发展确定性强	3
1.2 深耕大湾区，打造商管服务标杆	4
1.3 专业高管团队治理，股权架构稳定，持续激励分红	6
1.4 发展战略因时而变，回归商管价值，践行长期主义	8
2 商业运营实力雄厚，三大业务模式齐头并进	11
2.1 商业运营专业服务商，三大业务模式稳步发展	11
2.2 委托管理与整租为主，优化品牌及管理输出服务	12
3 多层次产品矩阵&优质市场战略赋能核心经营	18
3.1 拥有完整的品牌体系，精准定位多层次市场	18
3.2 核心经营数据稳中向好，打造升级多个标杆项目	18
3.3 打造全新会员体系，提升品牌力实现高品质服务	20
4 盈利优化财务稳健，公司话语权进一步增强	22
4.1 营收与净利润受业务调整优化影响波动上升	22
4.2 盈利能力较为稳定，销售净利率稳中有增	23
4.3 加强应收账款催收力度，应收款项有效减少	24
4.4 加强降本增效，经营性现金流明显改善	24
5 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测假设与业务拆分	26
5.2 估值分析	28
5.3 投资建议	28
6 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

1 星盛商业：大湾区商业运营领军者

1.1 起步深圳，依托母公司星河控股发展确定性强

1.1.1 轻资产商服上市第一股

星盛商业 (6668.HK) 自 2004 年于深圳起步发展，专注于为开发商和业主提供购物中心运营管理服务。2014 年起，通过轻资产的模式开始向第三方业主提供服务。公司经过多年发展，于 2021 年 1 月作为商服上市第一股在港交所上市。整体而言，公司发展经历了三个阶段：

1) 业务模式探索阶段 (2004-2014 年)：2004 年，星河苏活公园实业成立了专业团队，向福田星河 COCO Park 北区提供商业运营服务，是为公司前身。此后，公司团队先后为福田星河 COCO Park 和深圳星河第三空间的开业提供服务并负责日常的商业运营服务，积累了丰富的经验。

2) 品牌体系成型阶段 (2014-2018 年)：2014 年，公司新品牌 COCO City 开业面市，2015 年，公司迈出了品牌与管理输出的第一步，2016 年，COCO Garden 品牌诞生；2018 年，星河 COCO Park 自福田首店后再次落子龙岗，自此公司完成了品牌体系的立体化搭建，实现了从社区到全城范围的客户覆盖打法。

3) 全国化高速发展阶段 (2018 年至今)：公司于 2021 年 1 月 26 日正式登陆香港联交所，作为港股纯商业运营服务第一股，开始对华东与海西区域的核心城市进行布局，截至 2024 年上半年整租业务先后落子嘉兴、厦门和无锡。

图1：星盛商业发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

1.1.2 母公司星河控股提供坚强后盾

母公司星河控股提供坚实后盾，提供发展基石。星盛商业是深圳知名地产商星河控股集团关联的商管公司，实控人均均为黄氏家族。星河控股于 1988 年成立于深圳，已形成了以产业运营、地产开发、城市更新、商业管理、酒店服务、股权投资、物业服务等多轮驱动的自循环生态圈，业务范围遍布全国 30 余座城市。

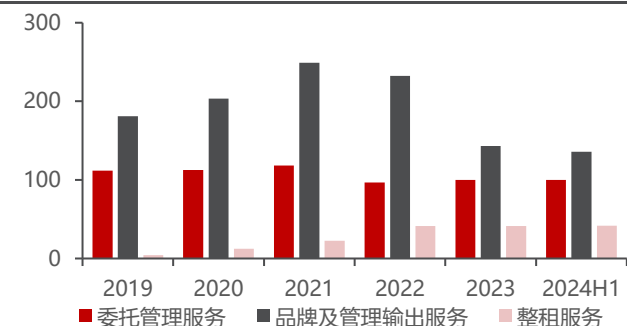
星河控股财务稳健，长期合作为公司贡献稳定利润及现金流。星河控股“三条红线”保持“常绿”，并于 2021 年-2023 年连续三年荣获 AAA 主体信用跟踪评

级，评级展望稳定。2023 年，星河控股地产板块下属的星河地产全年回款、销售额双双突破近 300 亿元。据克而瑞研究数据显示，星河地产在中国房地产企业榜单中操盘金额排第 44 位，权益金额排第 43 位。**星河控股开发及拥有的商业物业均由星盛商业运营。依托星河控股的长期稳定合作，星盛商业储备业绩充足，增长确定性较强。**

1.1.3 未来发展空间大，确定性强

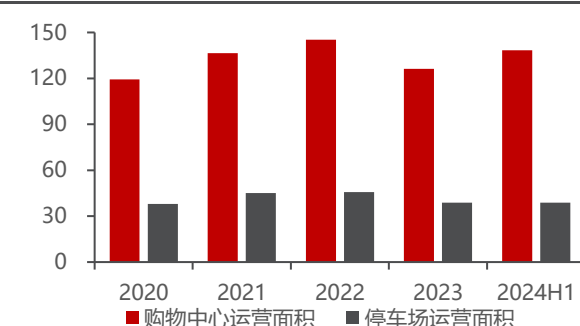
公司新项目计划稳健推进。背靠关联公司强劲实力和第三方外拓计划，截至 2024 年 6 月，星盛商业剔除咨询服务项目后的合约面积约 277 万 m^2 ，开业面积约 177 万 m^2 ，未开业面积 100 万 m^2 ；已开业项目 29 个，筹备中项目 17 个。公司秉持“做一个成一个，一个更比一个好”的良性发展原则，稳健推进扩张计划，为未来发展提供确定性。

图2：星盛商业各业务模式合约面积情况（万平方米）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：星盛商业已开业运营面积情况（万平方米）

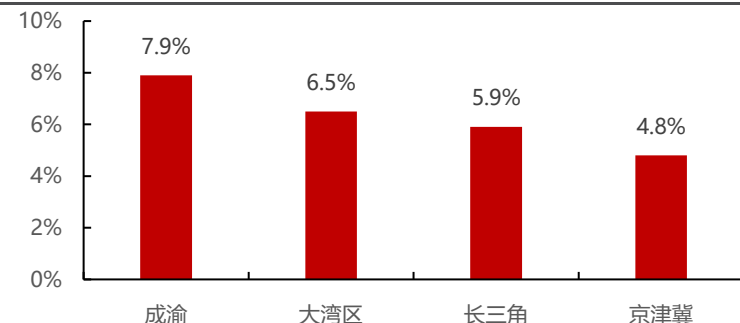


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 深耕大湾区，打造商管服务标杆

大湾区发展潜力较大。截至 2022 年 12 月，粤港澳大湾区常住人口达 8643.97 万人。经济发展、人口持续净流入、人均可支配收入增长使大湾区成为了轻资产热门“淘金地”。据赢商大数据统计，截至 2022 年 4 月底，全国四大城市群轻资产项目数量占全国近半。其中，大湾区轻资产项目共计 48 个（不完全统计），占比 11.94%，仅次于长三角；另外，从轻资产化程度（规定范围内轻资产项目数量/总项目数量）来看，大湾区达 6.46%，排位第二，略逊于成渝城市群。

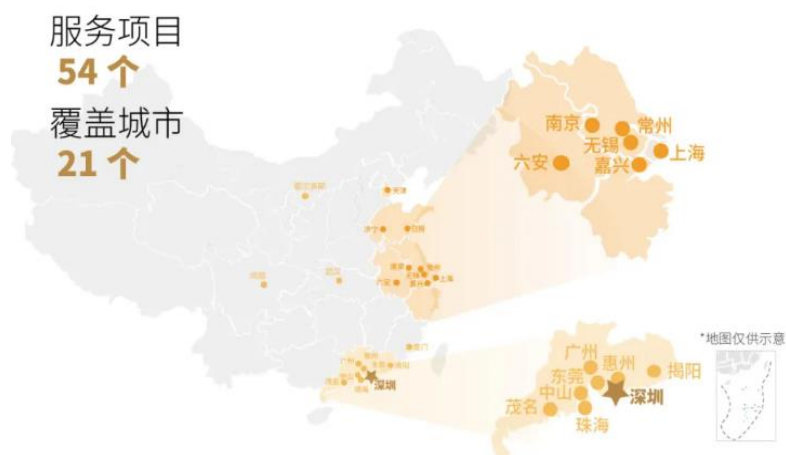
图4：截至 2022 年 4 月四大城市群轻资产化程度对比



资料来源：赢商大数据，民生证券研究院

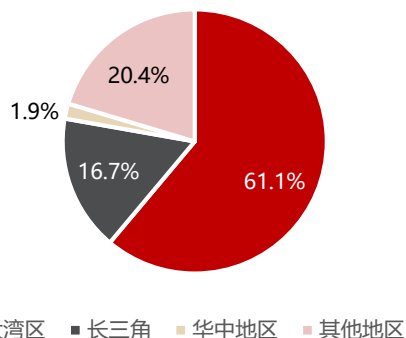
公司是大湾区的“资深玩家”，目前已经形成“湾区双中心，一城双子星”的布局。截至目前，星盛商业已经在深圳与广州，实现了 COCO Park 一城多点开花的发展格局，星盛商业也开启了“湾区双中心”的战略布局。2023 年，星盛商业旗舰产品 COCO Park 首次走出深圳，落子广州南沙和荔湾、并进军福建。截至 2024 年 6 月；公司所有合约项目中，公司合约管理的物业覆盖全国 21 个城市，共有 54 个项目，其中有 33 个部署在大湾区，占总数目的 61.1%，合约建筑面积 151.1 万平方米，占总数 277 万平方米的 54.5%。

图5：截至 2024H1 公司服务项目全国布局情况



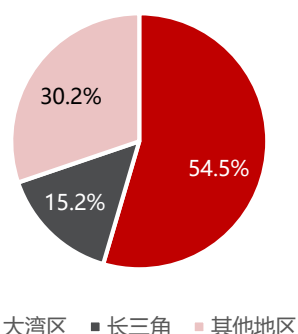
资料来源：星盛商业公众号，民生证券研究院

图6：2024 年 6 月公司总项目布局占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2024 年 6 月公司总合约建筑面积占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

深耕大湾区，巩固区位商管优势。截至 2024H1，公司已开业的 29 个项目中，在深圳的项目数量为 11 个，占比达 37.9%；大湾区的已开业项目为 19 个，占总数的 66.7%。已签约未开始商业运营的物业的 25 个项目中，有 15 个分布在大湾区，占总数的 60%。

表1：截至 2024H1 公司未开业运营商用物业项目所在地分布

地区	城市	数量	地区	城市	数量
大湾区	深圳	7	华中地区	武汉	1
	广州	3		天津	1
	珠海	1		鄂尔多斯	2
	惠州	2	其他地区	成都	1
	茂名	1		揭阳	2
长三角	南京	1		济宁	1
	常州	2	合计	13 城	25 座

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

同时，公司也已成为大湾区商管服务领军企业之一。公司荣登中购联“2023 年度商业管理公司卓越榜”和“2023 年度营销企划卓越榜”双榜单，2024 年 3 月，公司入选中指研究院 2024 中国商业地产运营十强企业。公司旗下商场深圳福田星河 COCO Park 入选“全国示范智能商店”名单并占据深港双向十大网红品牌榜首，厦门星河 COCO Park 也入选中购联购物中心行业“年度待开业购物中心星秀榜”。同时，公司的营销活动 IP 星盛商业第七届大抢节，也斩获时代传媒集团的时代营销盛典“2023 年度高质量创意奖”。

表2：公司 2023 年度所获奖项

获奖对象	荣誉
星盛商业	2023 年度商业管理公司卓越榜
	2023 年度营销企划卓越榜
	中国商业地产百强企业中第十三
深圳福田星河 COCO Park	全国示范智能商店
	深港双向十大网红品牌榜首
厦门星河 COCO Park	年度待开业购物中心星秀榜
星盛商业第七届大抢节	2023 年度高质量创意奖

资料来源：公司 2023 年年度报告，民生证券研究院；

1.3 专业高管团队治理，股权架构稳定，持续激励分红

1.3.1 高管团队从业多年，经验丰富战略清晰

公司管理团队专业能力出众。公司中高层管理均具有商业地产标杆或头部企业的多年从业背景，行业经验丰富。管理层以公司战略为导向，打造匹配市场化发展的组织管理体系：围绕公司 2023 年“1 件大事+2 个聚焦+3 个优化+4 个能力”的工作要求，持续优化人才梯队建设，引进行业优秀人才，提升核心板块业务能力，充分激发企业活力，以管理创造价值。

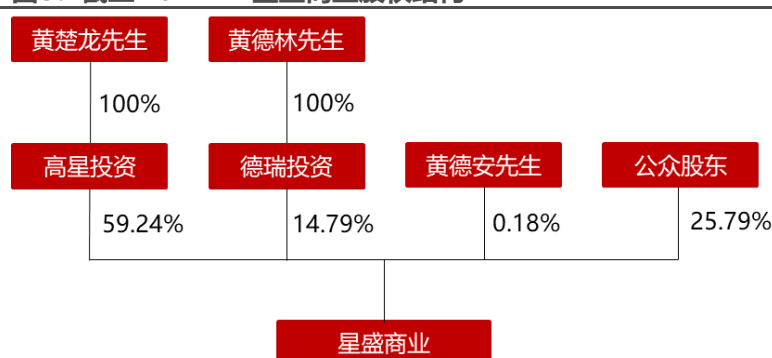
表3：公司管理层团队介绍

姓名	职务	经历
黄德林	执行董事兼董事会主席	●2016年7月取得北京大学汇丰商学院企业管理硕士学位。 ●2015年2月起，担任星河控股集团有限公司董事副总裁。
陈群生	行政总裁	●2000年7月获武汉大学经济学学士学位。 ●2000年7月-2017年9月受聘于华润置地有限公司及其关联公司。 ●2017年10月-2020年6月担任中国新天地商业管理有限公司执行董事以及丰诚物业有限公司董事长。 ●2021年6月-2023年4月任奈雪的茶控股有限公司独立非执行董事。
马超群	首席财务主管	●2012年6月获得华南理工大学工商管理硕士学位。 ●2005年7月-2023年4月受聘于美的集团股份有限公司及关联公司。 ●2016年6月-2021年1月担任广东铂美（前称广东美的物业管理股份有限公司）物业服务股份有限公司财务总监兼董事会秘书及执行总经理。
黄德安	非执行董事	●2008年2月-2023年1月担任星河控股常务副总裁，主要负责协助星河控股的整体运营管理。 ●2023年1月起担任星河控股总裁，全面主持星河控股日常工作。
刘军	非执行董事	●2019年7月-2020年3月担任荣盛房地产发展股份有限公司副总裁。 ●2020年3月-2021年2月担任实地地产集团有限公司副总裁。
张礼卿	独立非执行董事	●2008年12月-2015年4月出任中信建投证券独董。 ●2011年3月-2018年9月任职保利发展独董。
郭增利	独立非执行董事	●1992年7月-1994年3月于中国商业部科学研究院任职。 ●2008年4月起，担任北京中购联信息技术有限公司总经理
谢日康	独立非执行董事	●现任渤海银行、金辉控股、中国汇融金融控股有限公司任职独董。 ●2017年12月-2022年11月出任天彩控股有限公司的独董。

资料来源：公司 2023 年年度报告，民生证券研究院；

1.3.2 股权架构稳定，上市以来从未减持

黄氏家族绝对控股，上市以来坚定持有凸显信心。公司自 2021 年上市以来，黄氏家族的黄楚龙、黄德林与黄德安先生即通过高星投资与德瑞投资持有公司 73.49%的股份，经过大股东和管理层一系列增持与公司回购，截至 2024 年 6 月 30 日，黄氏家族持有公司 74.21%股份，持股份额不降反升，充分展现大股东对公司发展的坚定信心。

图8：截至 2024H1 星盛商业股权结构


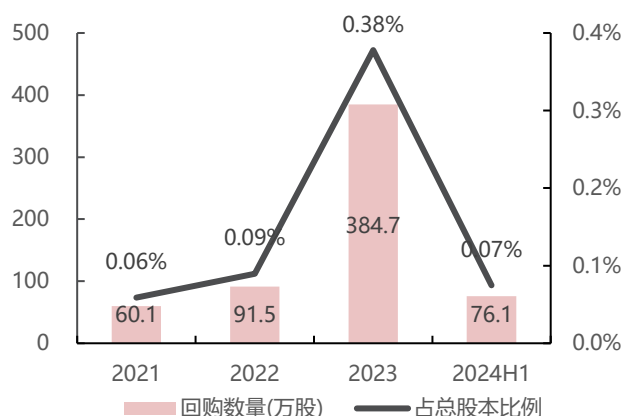
资料来源：公司 2024 年半年度报告，民生证券研究院

1.3.3 持续进行股权激励和高分红派息，切实回报股东

实控人持股 74.21%，公司持续进行股权激励和回购。截至 2024H1，大股东黄氏家族持有公司 74.21% 的股份，处于控股地位，战略延续性连贯性较强。**公司在 2021-2023 年分别回购 60.1 万股、91.5 万股、384.7 万股，2024 年 1-6 月公司累计回购 76.1 万股**，回购数量和比例持续上升。公司年度奖金激励与组织营收、利润强绑定，员工奖金激励与个人绩效强挂钩，奖优惩劣，及时激励，促进自驱，持有彰显公司业绩信心。

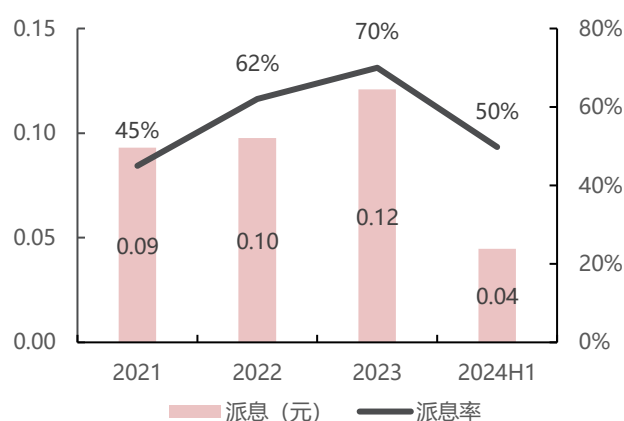
持续提升派息率，以现金回馈股东。公司自 2021 上市以来持续推出高股息方案，2023 年全年股息每股 0.12 元，同比增长 12.2%，派息率达到 70.0%。2024 年上半年，公司中期派息 0.04 元/股，带给股东丰厚的回报。

图9：公司股份回购和总股本占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：公司派息及派息率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 发展战略因时而变，回归商管价值，践行长期主义

定期更新年度展望，确立阶段性消费趋势。公司自 2021 年上市以来，每年均会综合上一年度的经营与市场情况，对当年进行年度展望，充分展现了公司对购物中心市场的洞察与研判能力，有利于在确定阶段性消费演化趋势后，针对性制定战略决策与战术调整。

表4：公司 2021-2024 年度展望

年份	展望关键词	展望内容
2021	拓规模	“巩固大湾区，发力长三角，拓展大西南，择机进入优质城市”多路并举高质量拓展，聚焦区域打造标杆项目；
	强运营	多维赋能高质量增长，标准化服务支撑规模化发展；加强产品创新和业态创新，推进品牌战略联发实质落地；全面推进数字化平台建设
	壮组织	推行集团化运作方针，加强高质量人才队伍建设；推行“总部做精、区域做实、项目做强”的集团化运作方针，做实三级管控体系，完善深圳区域、粤东区域、华南区域、华东区域及中西部区域的组织架构搭建；继续制订及推行多梯队人才队伍建设，优先引进商业行业标杆人才，及成长性高、适应性强、认同度高、创新性强的年轻化优秀人才
2022	危机感	大多数项目的体量都在 5-10 万平方米，要做的是“小而美”；此外需加大对标杆项目的打造力度
	公共卫生事件	对消费和消费者预期的影响较大，要做好一定准备
	求变	做到“三个要”：要敢想，要敢变，要敢做
2023	随消费者而动 “玩”创未来	要有“客户思维”，从消费者心态出发，顺应“Z 世代”消费主力军的趋势，深入挖掘客群喜好
	数据驱动，开放赋能	发力数字化运营、销售，构建智慧商场全场景数据链路
	持续运营 创造价值最大化	做好持续运营，减持韧性生长，在跨区域品牌协同上多项目联动
2024	长期主义深耕 铸就商业定力	一方面在专注于运营和品质提升的基础上基于项目扎根城市的文化和消费洞察，打造项目“在地化”的商业价值赋能；另一方面，通过与各业务场景的深度融合，提升数字化运营能力，提供高质量购物体验
	同情共绘 打造消费新场景	公司 2023 年全年客流同比增长近四成，反映了消费者回归线下的愿望，公司一方面对消费者洞察需求，研究行为，另一方面挖掘探索与消费者产品内容方面的共创，细分化产品定位和场景体验
	坚持科技赋能	坚持可量化、有回报的数智化战略，提升智慧零售能力
	推进数智化战略	

资料来源：公司年报，民生证券研究院；

公司战略因时而变，因势利导，定期根据行业与消费趋势变化调整战略与工作

计划。2021 年正值公司上市伊始且消费预期较高，公司战略较为积极，在市场拓展、数字化、人才梯队等多方面发力扩张；2022 年初受公共卫生事件影响，公司在外拓、开业、运营等方面逐渐强调有质量的发展；2023 年，考虑到公共卫生事件政策松绑，但消费者预期与需求尚待回暖，公司主动拥抱长期主义，积极打造运营年，并提出了“123 策略”，即“1 件大事—抓开业，2 个聚焦—战略聚焦、区域聚焦，3 项优化—优化核心资产、优化拓展模式、优化组织能力”；2024 年，公司在继续坚持“聚焦战略”的同时将“123 策略”拓展为“1234 策略”，加入了对产品力、资源力、数智力和创新力的要求，同时夯实核心产品线 COCO Park，回归商业价值本质。

表5：公司 2021-2024 年度战略与工作计划

年份	公司战略与工作计划
2021	进一步巩固大湾区的市场地位、专注于经济发达地区及扩展业务规模 升级资讯科技系统，提升服务质素及运营效率 拓展全价值链服务以提升服务能力 通过多个渠道继续拓展及寻找新增长动力 持续建立多梯级人才队伍及建立独特的企业文化
2022	在保证品质的前提下，有重点、有节奏的外拓，促进规模化扩张，“深耕大湾区、发展长三角、抢占中西部” 专业协同、合作共赢，确保筹备项目实现有质量的开业 夯实招商和运营能力，打造核心竞争力，以业绩为标尺，打造有出租率、有销售、有品质、有客流的“四有”购物中心 勇于探索、持续创新，紧跟消费和商业的发展趋势
2023H1	坚持长期主义，打造“运营年” 1.多举措稳商助商，提高项目出租率，目标不低于 95%；2.深挖消费者需求，夯实产品竞争力基础；3.回归经营本质，做好精细化运营 效率优先，合作共赢，做好“有质量开业”；计划完成 5-7 个项目的华彩开业 优化梳理城市梯队，拟定 4 个第一梯队的“突破型城市”、23 个第二梯队的“深耕型城市”和 8 个“储备型城市”
2023H2	1 件大事—抓开业，2 个聚焦—战略聚焦、区域聚焦，3 项优化—优化核心资产、优化拓展模式、优化组织能力 保障项目高质量开业，持续优化组织能力 坚持高质量拓展；做好区域聚焦，深耕大湾区、发展长三角 坚持高质量产品打造与高质量精细运营；1.多举措稳商助商，提高项目出租率；2.强化精细运营管理，提升顾客满意度
2024	继续坚持“聚焦战略”和“1234 策略”，即“1 件大事—保开业、稳经营，2 个聚焦—战略聚焦、区域聚焦，3 项优化—优化核心资产、优化拓展模式、优化组织能力，4 个能力—提升产品力、提升资源力、提升数智力、提升创新力” 提升产品组合品质，夯实 COCO Park 产品线 提升运营服务品质；优化管理及创新 提升拓展品质；1.坚持安全底线。遵循“五不做原则”；2.深耕优势区域，以“湾区双中心、发展长三角”为主要拓展方向，择优进驻厦门、山东等已布局重点城市

资料来源：公司年报，民生证券研究院；

灵活的战略变化与适时的方向调整均体现出公司管理层对商业物业的深刻理解与行业发展趋势的敏锐洞察，再次凸显出星盛商业在公司治理与战略决策方面的专业优势。

2 商业运营实力雄厚，三大业务模式齐头并进

2.1 商业运营专业服务商，三大业务模式稳步发展

公司自 2004 年团队组建以来，便一直专注于提供商业运营服务。商业运营服务包括四项内容：(1) **定位、建筑咨询及租户招揽服务**，按开业时间顺序可分为商业选址服务、市场定位及业务规划咨询服务、设计及建筑咨询服务和租户招揽服务等；(2) **运营管理服务**；(3) **物业租赁服务**；(4) **增值服务**。四项业务涵盖了购物中心从选址拿地、定位规划到开业筹备及开业后的日常运营与增值服务，充分展现了公司对商用物业的全生命周期服务能力。

表6：商业运营服务主要服务内容

分类	细项服务	服务内容
定位、建筑咨询及 租户招揽服务	商业选址服务	在选址阶段提供咨询、可行性研究及业务策划服务，并就土地收购事宜联络当地政府机关提供协助
	市场定位及业务规划咨询服务	进行可行性研究、项目定位以及产品及租户组合规划，将分析及评审结果以可行性研究报告及前期商业顾问报告的形式输出，为开发商与业主提供支持
	设计及建筑咨询服务	就项目设计的所有阶段提供建筑咨询服务，包括概念设计、建筑分析、设计图样审阅以及现场评估及评审，并以前期商业顾问报告，为开发商与业主提供支持
	租户招揽服务	按照项目定位和产品及租户组合制定租户招揽策略、物色租户、与潜在租户讨论初步商业条款、制定资源分配计划及安排签署租赁协议。开业后，我们将定期调整项目定位，继而透过进行相应租户招揽优化租户组合
运营管理服务	运营管理及收租服务	为在管项目设计运营与管理策略，包括营销及推广活动、停车场管理、租户管理服务（如装修监督）、培训租户雇员、租户商品品控、通过数据分析协助租户改善业绩及提供物业管理服务，提升客户的购物体验。同时委托管理模式下也代业主从租户处收取租金
物业租赁服务	物业租赁服务	向业主租赁购物中心，视情况装修或翻新购物中心，并将店铺分租给租户。整租服务模式向下管理的购物中心店铺提供物业租赁服务
增值服务	增值服务	管理客户可短期出租用作限定店及促销活动的购物中心公共空间；管理广告空间（如购物中心的 LED 显示屏以及内墙及外墙），主要服务购物中心的租户、外部供应商及广告商

资料来源：公司招股书，民生证券研究院；

运营模式方面，公司主要通过三类模式提供商业运营服务，即委托管理服务模式、品牌及管理输出服务模式以及整租服务模式。三类模式在服务内容、面向客户、收入来源与成本架构方面具有诸多不同，**委托管理服务模式**赋予了公司较高的自主权，更加有利于运营方完成目标运营业绩并增加收入，也是公司收入的主要来源，值得一提的是，关联公司星河控股的所有运营项目均交由星盛商业以委托管理服务模式进行，展现了大股东对公司的坚定支持与充分信任。**品牌输出及管理模式**以公司授权品牌输出及代业主管理为主，公司方主动性相对较强，无需大量资金和人力资源投入，毛利率较高，也是公司快速扩展的一种方式。**整租服务模式**下，公司先从业主方租下整个商业物业，定期支付固定租金，再分租物业内的店铺，并则根据租赁协议进行翻新或装修，该模式能最大化项目收入，但时间跨度较长且运营风险较高，因此只有高增长潜力的项目才适合整租。

表7：三种运营模式在服务、客户、收入来源与成本架构方面存在诸多差异

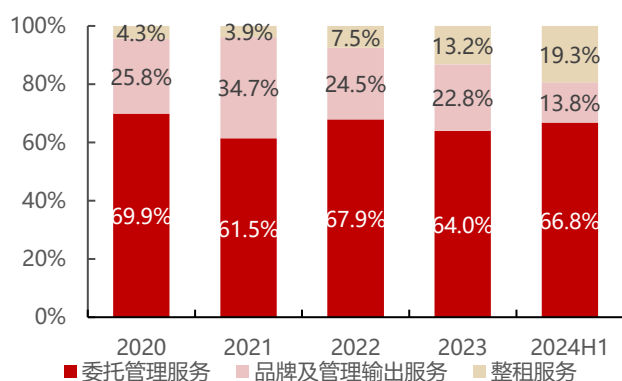
	委托管理服务	品牌及管理输出服务	整租服务
服务	1. 定位、建筑咨询及租户招揽服务； 2. 运营管理服务； 3. 增值服务；	1. 定位、建筑咨询及租户招揽服务； 2. 运营管理服务；	1. 物业租赁服务； 2. 运营管理服务； 3. 增值服务；
客户	业主、租户、增值服务的相关客户	业主	租户、增值服务相关客户
收入来源	定位、建筑咨询及租户招揽服务：向业主收取固定费用； 运营管理服务：1) 向业主收取收入或利润的预定百分比及或固定费用；2) 向租户收取管理费；增值服务：向相关客户收取公共空间使用费	定位、建筑咨询及租户招揽服务：向业主收取固定费用； 运营管理服务：向业主收取收入或利润的预定百分比或固定费用；	来自租户的租金； 运营管理服务：向租户收取管理费； 增值服务：向相关客户收取公共空间使用费；
成本架构	管理商用物业的日常运营成本，主要包括员工成本、保安及清洁服务的分包成本、水电费及商用物业的维修成本	与项目有关的员工成本	管理商用物业的日常运营成本，主要包括员工成本、保安及清洁服务的分包成本、水电费及商用物业的维修成本

资料来源：公司招股书，民生证券研究院；

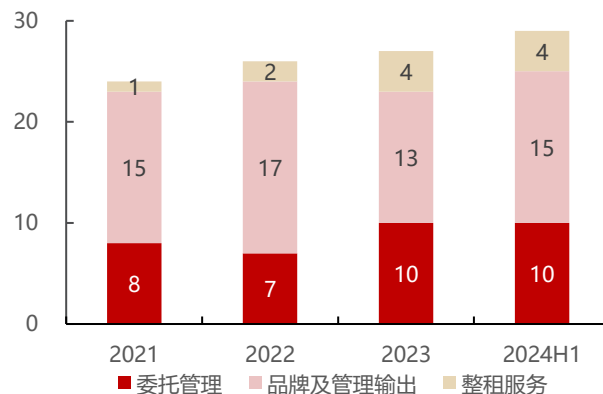
2.2 委托管理与整租为主，优化品牌及管理输出服务

公司在 2023 年持续优化项目和收入结构。截至 2024 年 6 月 30 日，公司 29 个运营项目中，委托管理服务项目有 10 个，整租服务项目有 4 个，品牌及管理输出服务有 15 个。

整租服务收入占比波动提升，委托管理服务收入占比较高，品牌及管理输出服务弹性较大。收入结构方面，委托管理服务收入自上市以来即占比超 6 成，截至 2024H1 占比达 66.8%，仍为收入贡献大头，整租服务占比从 2020 年的 4.3% 提升至 2023 年的 13.2%，进而增至 2024H1 的 19.3%，主要由于 2023 年 5 月及 12 月先后整租了厦门星河 COCO Park 和江阴星河 COCO City 项目，带来了增量收入。品牌及管理输出服务受公司战略方向和工作计划调整影响，项目数量波动较大，截至 2024H1 项目数达 15 个，收入占比收缩至 13.8%。

图11：三种运营模式收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2021-2024H1 各运营模式已开业项目数量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.1 委托管理服务：扎根深圳，全国拓展，毛利率稳中有升，

委托管理服务是公司最早形成的业务模式，构成公司在深圳的基本盘，2023 年公司在山东探索第三方委托管理服务模式。公司自 2006 年 9 月首个项目即为委托管理服务项目，直至 2008 年 4 月才发展出其他业务模式，截至 2024H1，委托管理服务模式已拥有 10 个项目，其中 8 个在大湾区，包含福田星河 COCO Park、深圳星河第三空间、龙岗星河 COCO Park 和龙华星河 COCO City 等代表性标杆项目，业主均为关联方星河控股，2023 年随着公司开辟山东市场，开始在日照、济宁等地对独立第三方项目提供委托管理服务。

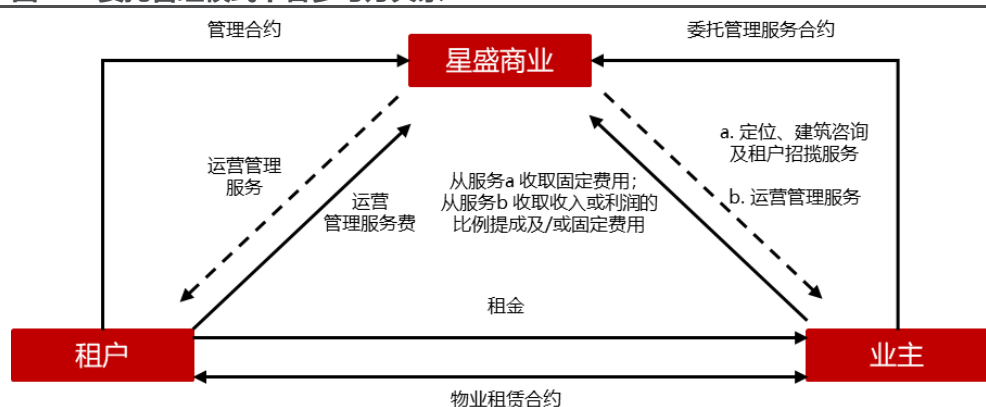
表8：截至 2024H1 委托管理服务项目具体情况（单位：平方米，年）

序号	商用物业	城市	区域	开业时间	业主方	购物中心	停车场	总建筑	年限
1	深圳福田星河 COCO Park (北区)	深圳	大湾区	2006.09	关联方	45987	21658	67645	18
2	深圳星河第三空间	深圳	大湾区	2007.05	关联方	27988	-	27988	17
3	深圳龙岗星河 COCO Park	深圳	大湾区	2012.09	关联方	79506	94871	174377	12
4	深圳龙华星河 COCO City	深圳	大湾区	2014.11	关联方	45183	123222	168404	10
5	深圳星河 WORLD · COCO Park	深圳	大湾区	2018.09	关联方	39721	-	39721	6
6	深圳福田星河 COCO Park (南区)	深圳	大湾区	2020.07	关联方	43239	-	43239	4
7	深圳龙华星河 COCO Garden	深圳	大湾区	2020.08	关联方	3618	-	3618	4
8	日照星河 iCO	日照	其他	2023.09	独立第三方	56611	-	56611	1
9	广州南沙星河 COCO Park	广州	大湾区	2023.12	关联方	96018	-	96018	1
10	济宁星河 iCO	济宁	其他	2023.12	独立第三方	66700	44919	111619	1
合计						504571	284670	789240	-

资料来源：公司 2024 年中报，民生证券研究院；

轻资产运营为主，管理自主权较高，收入主要由固定费用与提成两项构成。委托管理服务模式下，公司一方面为业主提供定位、建筑咨询与租户招揽服务，另一方面代业主对租户进行运营管理并收取一定费用，均为轻资产模式，灵活性较高。

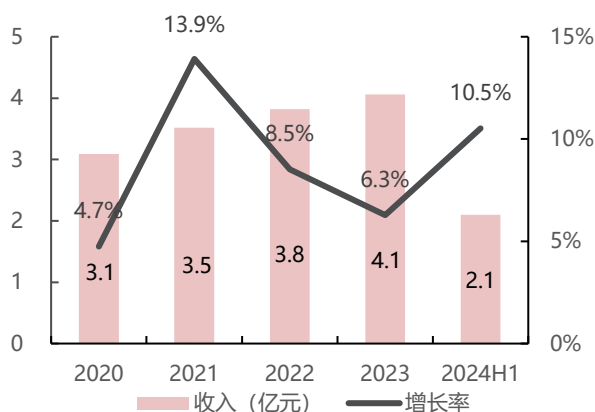
图13：委托管理模式各参与方关系



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

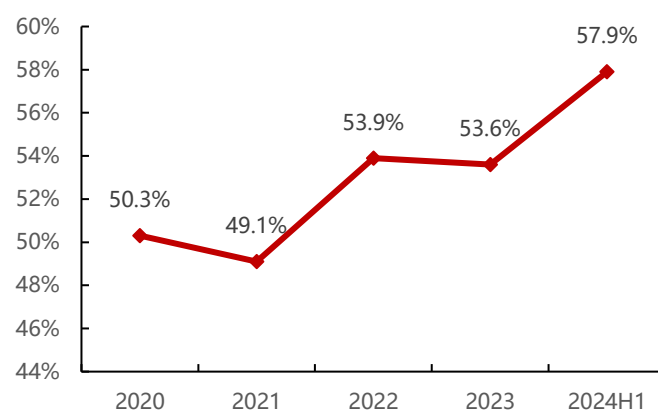
2020 年来收入与毛利率稳中有升。截至 2024H1，公司委托管理服务实现收入 2.1 亿元，同比增长 10.5%，占公司总收入约 66.8%。毛利率方面，由于公司在这一模式下无重资产投入，因此毛利率较高，趋势方面除 2021 年小幅下降外，自 2022 年逐步提升至 2024H1 的 57.9%，充分展现公司的业务实力。

图14：2020-2024H1 委托管理模式收入和同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：2020-2024H1 委托管理模式毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.2 整租服务：沉淀后拓展，2022 年布局加速，落子湾区外

公司的整租服务模式起步相对较晚，项目均不在大湾区，2022 年加速拓展。2016 年 8 月，公司自团队组建 12 年后，首次在常州开启整租服务的商业模式，入驻业主为关联方的常州武进湖塘星河 COCO City，此后经历 6 年打磨，于 2022 年 7 月、2023 年 5 月及 12 月分别在嘉兴、厦门和无锡布局整租项目。

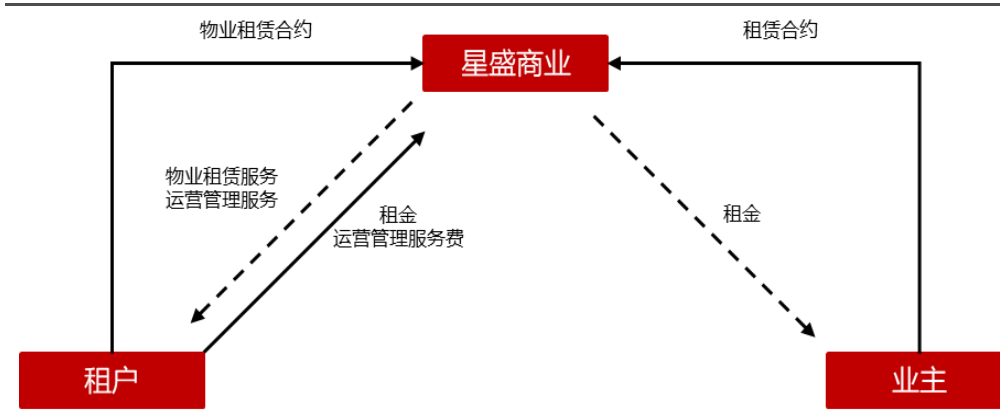
表9：整租项目具体情况（单位：平方米，年）

序号	商用物业	城市	区域	开业时间	业主方	购物中心	停车场	总建筑	年限
1	常州武进湖塘星河 COCO City	常州	长三角	2016 年 8 月	关联方	43632	-	43632	8
2	嘉兴星河 COCO City	嘉兴	长三角	2022 年 7 月	独立第三方	81504	-	81504	2
3	厦门星河 COCO Park	厦门	其他	2023 年 5 月	独立第三方	73507	28834	102341	1
4	江阴星河 COCO City	无锡	长三角	2023 年 12 月	关联方	51226	-	51226	1
合计						249869	28834	278703	-

资料来源：公司 2024 年中报，民生证券研究院；

资金存在刚性支出压力，管理自主权最高，收入主要由租金与运营管理服务费两项构成。整租服务模式下，公司先与业主签订租赁合同并定期支付租金，之后再将购物中心零售店铺分租给租户收取租金和运营管理服务费用，该模式下公司对购物中心有最高的自主权，但需完全承担空置率提升的风险，同时定期向业主给付租金也形成了固定的刚性支出，对公司的租户招揽能力和运营管理服务能力要求较高。

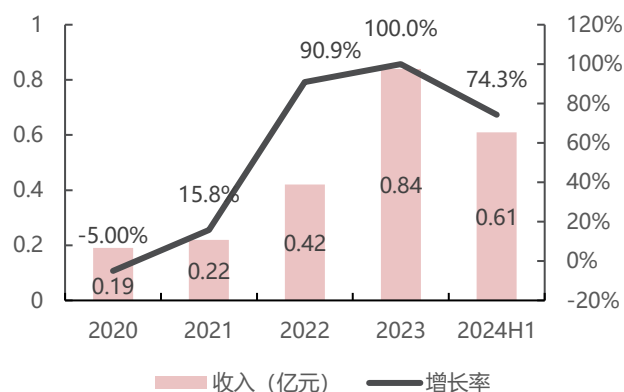
图16：整租模式下各参与方关系



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

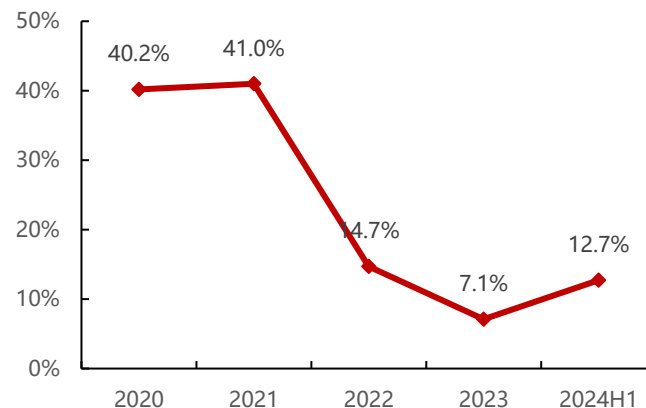
项目增加带来收入提升，2022-2023 年毛利率受新项目拓展影响出现一定下降，2024H1 企稳回升。2022 年之前，由于公司仅有常州武进一个项目，因此整租服务收入与毛利率均呈稳步增长态势，随着 2022-2023 年公司新拓嘉兴厦门无锡三个项目，整租收入快速增长，同比增速分别为 90.9%和 100.0%，截至 2024H1，公司整租服务实现收入 0.61 亿元，同比提升 74.3%。毛利率方面，由于新开业的整租项目给予商户一定的经营免租期，同时租赁成本相对固定，2022-2023 年出现阶段性下降，由 2021 年的 41.0%降至 2023 年的 7.1%，至 2024H1 企稳回升，达 12.7%。

图17：2020-2024H1 整租服务模式收入及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：公司 2020-2024H1 整租服务模式毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.3 品牌及管理输出服务：轻资产带来高毛利，是收入的重要补充

品牌及管理影响力外延，成为公司外拓的重要抓手。2008 年公司便开始借助自身在湾区积累多年的品牌优势，提供品牌及管理输出服务，经过 7 年的积累于 2015 年 12 月成功拓展首个独立第三方项目，此后，公司积极通过品牌及管理输出模式向外扩张，截至 2024H1，公司已开业 15 家品牌及管理输出服务项目，总建面达 54.9 万平（含停车场），值得注意的是，随着公司战略转向聚焦区域，2024H1 公司先后在广州和上海开业两个增量项目，也是公司 24 年至今唯二的新增项目。

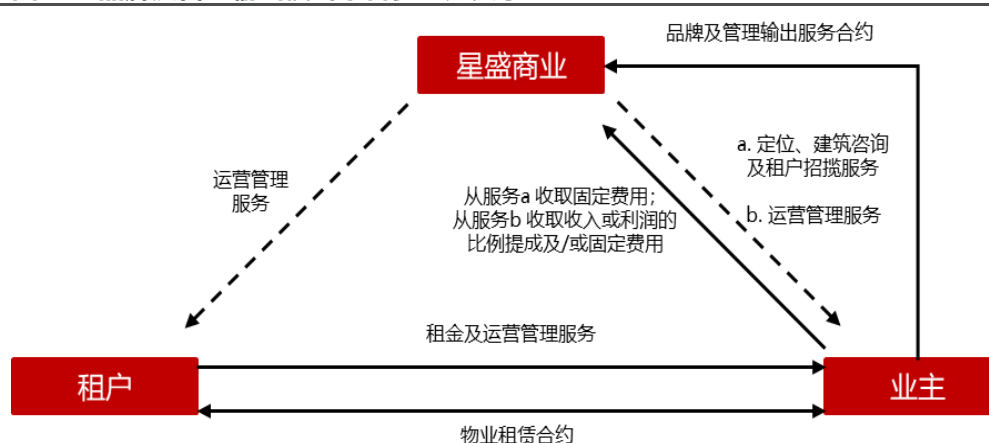
表10：品牌及管理输出服务项目具体情况（单位：平方米，年）

序号	商用物业	城市	区域	开业时间	业主方	购物中心	停车场	总建筑	年限
1	深圳星河中心	深圳	大湾区	2008.04	关联方	72605	-	72605	16
2	深圳龙华星河 Ico	深圳	大湾区	2015.12	独立第三方	54037	-	54037	9
4	常州星河国际三期项目	常州	长三角	2016.08	关联方	16990	-	16990	8
3	广州南沙金州星河 COCO Garden	广州	大湾区	2016.10	关联方	10812	-	10812	8
6	惠州星河 COCO Garden	惠州	大湾区	2017.09	关联方	32899	9135	42034	7
5	鄂尔多斯 COCO City	鄂尔多斯	其他地区	2017.10	独立第三方	81522	-	81522	7
8	深圳沙井星河 COCO Garden	深圳	大湾区	2020.08	独立第三方	8557	-	8557	4
7	中山天奕星河 COCO City	中山	大湾区	2020.11	独立第三方	86938	64790	151728	4
9	东莞星河 COCO Garden	东莞	大湾区	2021.10	关联方	10901	-	10901	3
10	广州南沙大涌 COCO Garden	广州	大湾区	2022.10	关联方	18029	-	18029	2
11	亚洲金融中心项目	广州	大湾区	2022.11	关联方	31301	937	32238	2
13	深圳星河 WORLD 产业园底商	深圳	大湾区	2023.04	关联方	7515	-	7515	1
12	山水奥莱·六安星河 COCO City	六安	长三角	2023.12	独立第三方	75692	-	75692	1
14	广州健康港星河 COCO Park	广州	大湾区	2024.01	独立第三方	115802	-	115802	1
15	上海浦东星河 COCO Garden	上海	长三角	2024.05	关联方	4500	-	4500	1
合计						473656	74862	548518	-

资料来源：公司 2024 年中报，民生证券研究院；

轻资产低成本运营，收入完全来自业主方，主要由固定费用与提成两项构成。

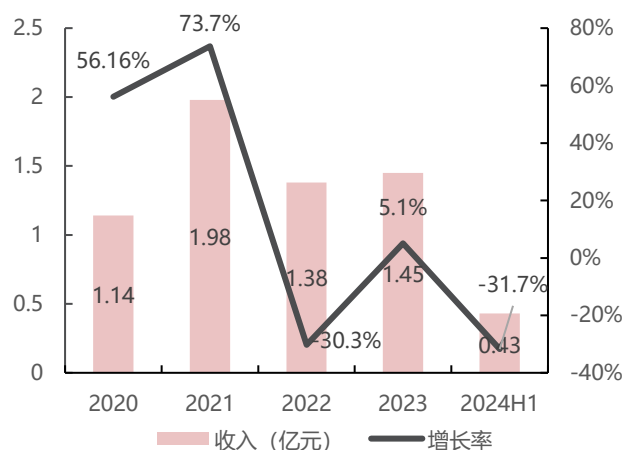
品牌及管理输出模式下，公司业务范围与委托管理服务基本一致，但由于只对业主服务，因此仅需负担项目人员成本，同时在项目的入驻与退出方面相对更为灵活，整体毛利率较高。

图19：品牌及管理输出模式下各参与方关系


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

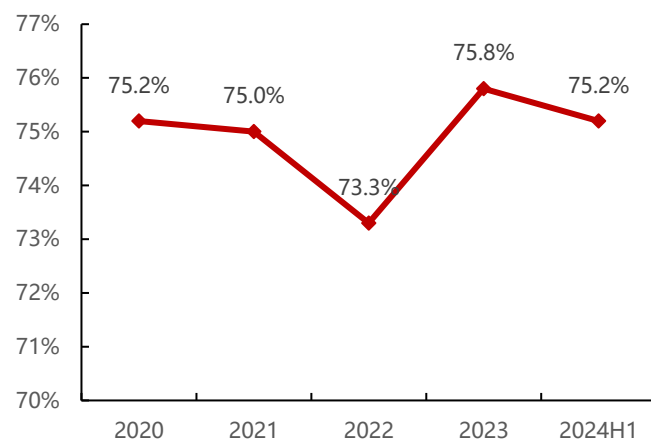
2022 年以来，受聚焦战略与高质量发展战略影响，公司积极优化存量项目，收入出现一定波动，毛利率整体维持高位。2022 年，公司年度展望从前一年的拓规模、壮组织转为危机感、求变，工作计划也开始强调高质量与区域聚焦，品牌及管理输出项目的合约项目相较 21 年减少了 18 个，叠加房地产市场影响下前期顾问咨询服务项目数量减少，当年收入增速为-30.3%，此后随地产市场与项目数量波动而波动，截至 2024H1，公司品牌及管理输出模式实现收入 0.43 亿元，同比下降 31.7%。毛利率方面，经过 2022 年公司大刀阔斧的项目质量优化，叠加 2023 年度新增项目相对高毛利的市场定位、建筑咨询及租户招揽服务收入增加，毛利率再次回升至 75%以上，为 75.8%，截至 2024H1，毛利率为 75.2%，保持平稳。

图20：2020-2024H1 品牌及管理输出模式收入/增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

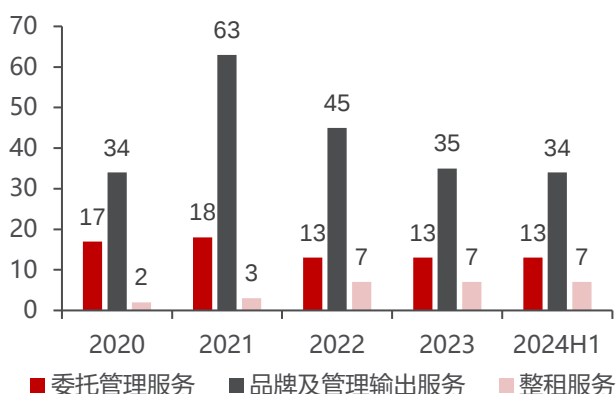
图21：2020-2024H1 品牌及管理输出模式毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

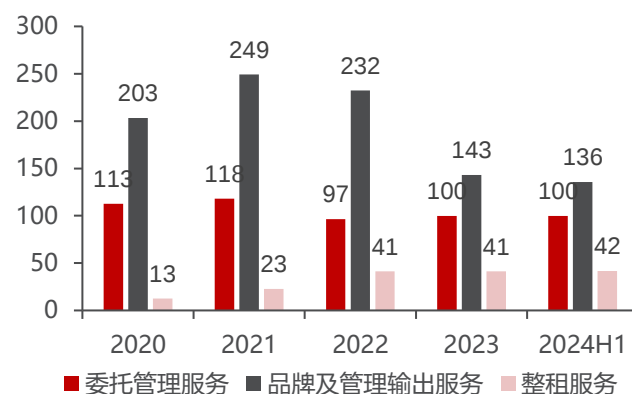
公司战略坚定落实，做高质量的增长。我们整理了公司自 2020 年至今的合约项目数量与合约建筑面积，可直观地看出 2020-2021 年公司拓规模战略下，合约项目数量和建筑面积均快速增长，特别是品牌及管理输出服务模式成为主要发力点，至 2022 年公司战略转向区域聚焦与高质量后，委托管理服务与品牌及管理输出服务业务均对运营与利润不及预期的项目进行了及时退出等操作，数量与面积均出现显著下降，充分展现了公司的战略决心与高效执行力。

图22：2020-2024H1 公司合约项目数量 (个)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：2020-2024H1 公司合约项目建筑面积 (万平)



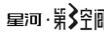
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 多层次产品矩阵&优质市场战略赋能核心经营

3.1 拥有完整的品牌体系，精准定位多层次市场

公司在“以商业智慧构筑城市繁荣”的理念下，建立了强大的综合运营实力和市场知名品牌，精准定位多层次市场，构建了四大产品种类五个品牌。包括：面向全城消费者的“COCO Park”、定位一二线城市核心，服务五公里范围内消费者的“COCO City”和“iCO”、定位邻近住宅小区，针对一至三公里内居民的“COCO Garden”，以及提供高档家居解决方案的“第三空间”。此外，公司还拥有涵盖家居、家庭、儿童、女性时装、运动健身、美食社交等主题的一系列主题馆品牌，依项目区位、体量和定位提供专业品牌输出。

表11：公司构建了面向各层次的产品矩阵

品牌	产品种类	定位	服务范围
	城市型购物中心	一线城市核心区域	全城 15-50 岁的消费者
	区域型购物中心	一线城市次核心区域及 二、三线城市核心区域	五公里范围消费者
			
	社区型购物中心	邻近住宅小区	一至三公里内消费者
	高端家居布置购物中心	提供高档家居解决方案	高端客户

资料来源：公司招股书，民生证券研究院；

3.2 核心经营数据稳中向好，打造升级多个标杆项目

公司核心经营数据稳中向好，2023 年每月销售额同比正增长，客流量高增。2023 年公司累计同店销售增长 18%，公司 2023 年全年月度同店销售额和社会消费品总销售额同比保持正增长。公司商场累计同店客流提升 39%。公司坚定践行与品牌共成长的经营理念，挖掘具有成长潜力的品牌，优质品牌组合抗风险能力进一步彰显。

公司出租率与合作商家数进一步提升。公司坚持至诚服务商户，搭建商户立体、无缝的服务沟通机制，统筹重点营销推广活动，挖掘商户重点营销资源，全面助力商户提升业绩。2023 年底出租率较 2022 年底提升 0.3 个百分点至 92.8%；合作商户数量进一步增至 5000 家，截至 2024H1，公司整体出租率为 92.5%，较 2022 与 2023 年保持稳定，合作商户数量较 2023 年进一步增至 5000 家以上。

表12：公司各品牌条线及整体平均出租率与已开业面积

品牌平均出租率	2020	2021	2022	2023	2024H1
COCO Park	96.4%	98.3%	96.0%	94.2%	93.0%
COCO City 和 iCO	92.3%	92.4%	91.1%	91.0%	91.3%
其他	96.5%	95.0%	94.8%	94.5%	94.7%
合计	94.3%	94.0%	92.5%	92.8%	92.5%
已开业面积(万平方米)	2021	2022	2023	2024H1	
COCO Park	20.8	20.8	37.8	49.4	
COCO City 和 iCO	93.9	97.6	64.3	64.3	
其他	21.8	26.8	24.1	24.6	
合计	136.5	145.2	126.2	138.3	

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

公司持续打造升级标杆项目。公司在 2018 年打造标杆商场深圳星河 WORLD·COCO Park。星河 WORLD·COCO Park 基于深圳星河 WORLD 园区 160 万平纯氧腹地项目和“都市漫游地”定位，实现快城漫游，方寸之间都是风景，输出四大属性漫游路线，即地标游、山水游、人文游、体验游，打造深圳轻旅 CityWalk 城市地标。

公司另一标杆深圳福田星河 COCO Park 于 2006 年开业，是全国首个公园情景式购物中心。福田星河 COCO Park 开业以来不断进行升级改造，灵活面对外部市场环境的快速变化和激烈竞争，把握市场机遇。2023 年，商场紧扣港客热潮，持续联动 WeChatpayHK 和 AlipayHK，打造三大中心：福田交通枢纽中心、便捷服务中心、新鲜事快报中心。商场化“流量”为“留量”展现出全新的项目活力。

图24：公司再造标杆——星河 WORLD·COCO Park


资料来源：公司公告，民生证券研究院

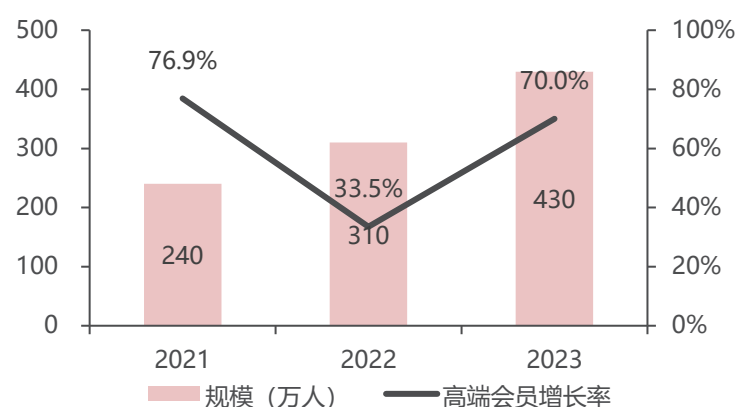
图25：公司标杆项目福田 COCO Park 迭代——打造港客第一目的地


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 打造全新会员体系，提升品牌力实现高品质服务

星盛商业打造全新会员体系，会员粘性增加助力运营。公司持续优化的“五大友好”顾客服务体系，创造了宠物友好、母婴友好、女性友好、便民友好、儿童友好的体验矩阵。公司依托于全面升级的会员体系和会员端数智系统，夯实精细化运营基础，大幅度提升会员运营能力和服务品质。2023年12月5日，星盛商业COCO Club焕新上线。2023年全年，公司重塑后的会员体系同比增加了30%的会员规模，其中，V卡会员增加38%，高端会员增加70%。公司从运营矩阵、拉新留存、精准营销等会员运营的各项维度制定具体目标和执行举措，增加了会员粘性和归属感。公司会员复购率同比增加41%，线上订单增加83%。

图26：公司会员规模及高端会员增长率



资料来源：公司2023年年度报告，民生证券研究院

公司坚持品质运营，提升品牌力，深挖业绩潜能。公司推行“大服务体系”的创新思考，从项目管理水平和服务水平提升的维度出发，致力于为顾客提供有温度的服务。公司在2023年8月18-22日打造的大抢节，以“商业×媒体×IP”超强跨界联名，让商业空间引发连锁转化，期间销售和客流分别提升28%、30%，且活动荣获“2023年度高质量创意奖”。2024年7月8-9日，公司打造的深圳首届草莓TOWN音乐节落地福田项目，两日客流高达40万人次，创造3000万元销售额，60家品牌销售冲刺至深圳Top1，45家品牌同比增长超100%。与此同时，借助港客北上消费潮流，公司打造包括“ChicHK 港·潮流”的多个项目，汇集超130家中国香港品牌，超100场活动落地，使福田COCO Park成为“港客消费目的地”

图27：公司 2023 年部分合作品牌



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司由独立第三方开发或拥有的项目发展强劲。公司于 2014 年开始向独立第三方物业发展商提供商用物业运营服务，更拓展至大湾区的其他主要城市及全国各地。多年来，公司建立了独立于星河控股，物色及把握第三方市场项目机会的能力，收获了市场认可与好评，为公司后续的发展提供保障。2023 年，凭借灵活的合作模式，突出的运营能力，公司多个第三方标杆项目运营表现持续向好。深圳龙华星河 iCO 于 2014 年签约，为公司首个签约的第三方项目。深圳龙华星河 iCO 女神节特别企划，围绕春天与时装的主题，将梦幻蓝色的花朵装点进秀场，上演了一场写满春意气息的春日时装大秀，同时，深圳龙华星河 iCO 还推出服装团券、满额赠礼等优惠活动，带动游客的消费热情。活动期间，场内客流同比 23 年提升 55%，较大地丰富了区域游客的消费体验；公司 23 年新开业项目厦门星河 COCO Park 引进近 40 家厦门首进品牌，开门招商签约率达到 92%。

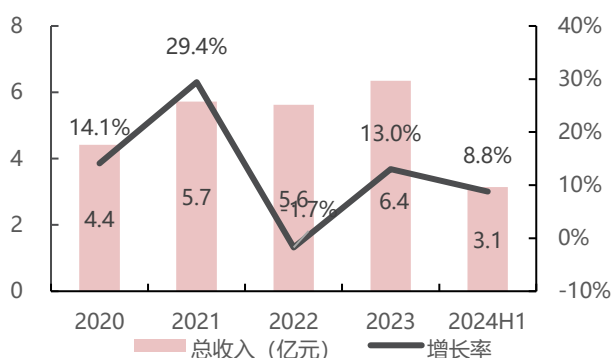
4 盈利优化财务稳健，公司话语权进一步增强

4.1 营收与净利润受业务调整优化影响波动上升

受公司战略变化影响，项目数量与收入、利润在 2022 年出现一定波动，2023 年后公司收入与归母净利润企稳回升。公司在 2021 年收入与归母净利润分别同比增长 29.4%和 45.7%后，由于战略调整，主动退出部分项目，收入出现一定下滑，至 2023 年结构性优化初显成效，收入与归母净利润增速转正，截至 2024H1，公司收入为 3.1 亿元，同比提升 8.8%，归母净利润实现 0.9 亿元，同比下降 8.1%，主要由于整租服务自 2023 年 5 月项目开业数量增加，新投入较多的同时收入相对固定，拉低整体毛利率所致。

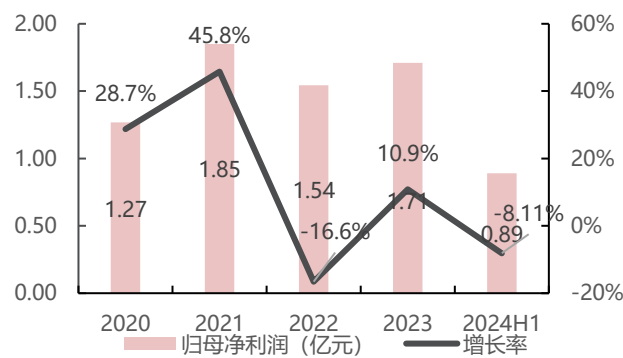
我们选取了截至 2024H1 商业运营业务占比较高、同样有“商服”属性且业内公认的头部商业运营企业九龙仓置业（商业运营收入占比 96.4%）、恒隆地产（商业运营收入占比 79.9%）、太古地产（商业运营收入占比 92.4%）作为可比公司进行财务比率的比较。近年来公司营业收入与归母净利润增速均在可比公司中位居前位。其中 2024H1 公司归母净利润同比增长为-8.11%，远高于同为商业运营头部企业的九龙仓置业（-158.3%）、恒隆地产（-55.68%）和太古地产（-19.21%），处于同行领先地位。

图28：公司 2020-2024H1 总收入及增长率



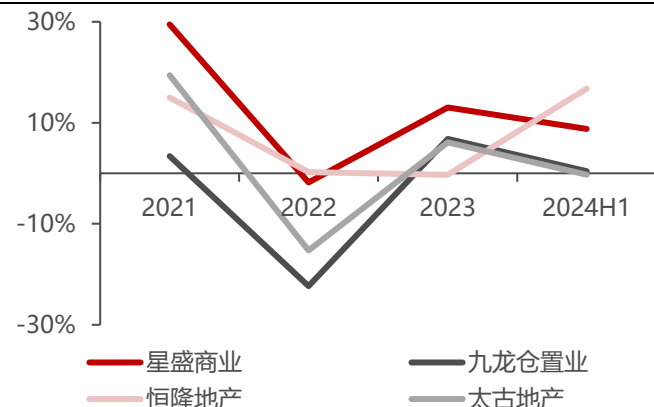
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：公司 2020-2024H1 归母净利润及增长率



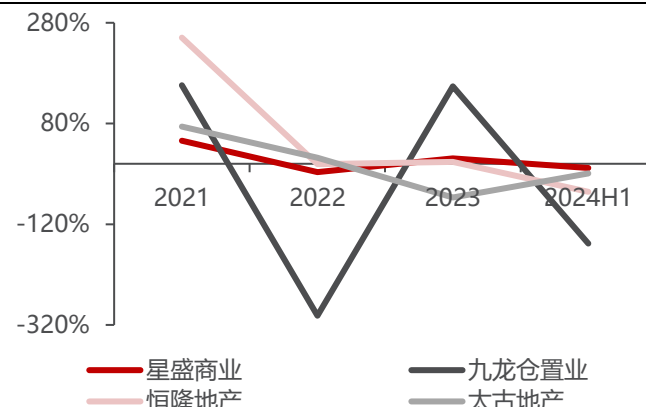
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：公司营业收入增速在可比公司中居于领先



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图31：公司归母净利润增速在可比公司中居于领先



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

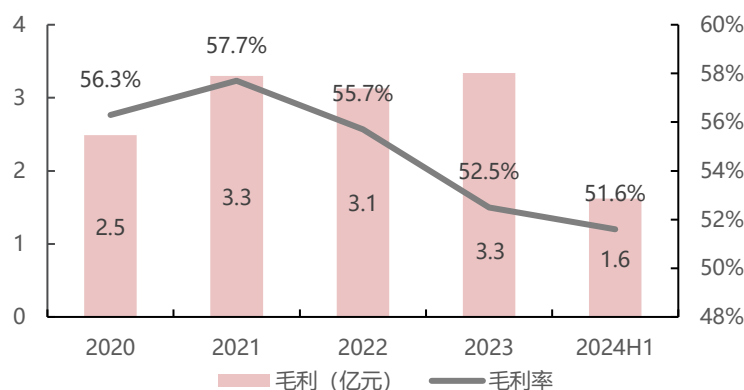
4.2 盈利能力较为稳定，销售净利率稳中有增

公司盈利能力整体较为稳定，销售净利率维持高位，高于 25%。2023 年公司毛利实现 3.34 亿元，同比增长 6.6%，2021-2023 年复合增速为 0.5%。公司 2023 年毛利率约为 52.5%，较 2022 年同期约 55.7%下降约 3.2 个百分点，主要由于整租服务新拓项目投入较高，拉低了整体毛利率，截至 2024H1，公司毛利率小幅下降至 51.6%，主要是因为来自毛利率较低的整租服务收入增长较高带来的结构性调整；销售净利率方面，公司 2021-2023 年分别为 32.1%、26.5%、25.6%，24H1 较 23H1 下降 3.9 个百分点至 27.6%。

公司毛利率和净利率在可比公司中稳定性强，2023 年以来销售净利率排名不断提升。得益于公司“轻资产”的“商服”属性和精细化的管理，公司在大湾区积累了良好的口碑和品牌影响力，这也使得公司 2022 年以来的毛利率和净利率相比可比公司波动较小，2020 年以来，毛利率均稳定在 50%以上。2023 年以来，公司净利率在可比公司中的排名逆势提升，至 2024H1 位居第一。

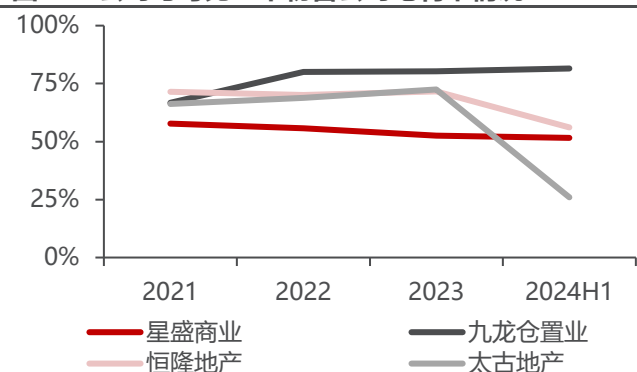
优质的公司治理影响业务表现进而传导到报表，带来高位稳定的盈利能力，是公司的优势。2021 年至今社会消费品零售总额增速波动较大，可比公司的毛利率特别是净利率波动较大，如太古地产毛利率从 2021 年的 66.2%增至 2023 年的 72.5%，再降至 2024H1 的 26%，2022-2024H1 九龙仓置业净利率分别为-69.4%、34.9%、-16.2%，恒隆地产 2022-2024H1 的净利率分别为 59.3%、18.7%、25.6%，相比之下，星盛商业 2021-2024H1 的毛利率始终在 50%以上，净利率持续高于 25%，公司能够保持较高的毛利率和净利率，表明在面对行业和消费的波动时，管理层能够适时调整战略且果断执行，如在 2022 年提出“深耕大湾区，发展长三角，枪战中西部”战略，率先将重心从拓展转向高质量聚焦，在 2023 年提出“回归经营本质”，强调精细化运营，在 2024 年进一步将战略拓展为“聚焦战略”和“1234 策略”，让公司得以在市场波动中保持较高的盈利能力。

图32：公司 2020 年以来毛利润及毛利率



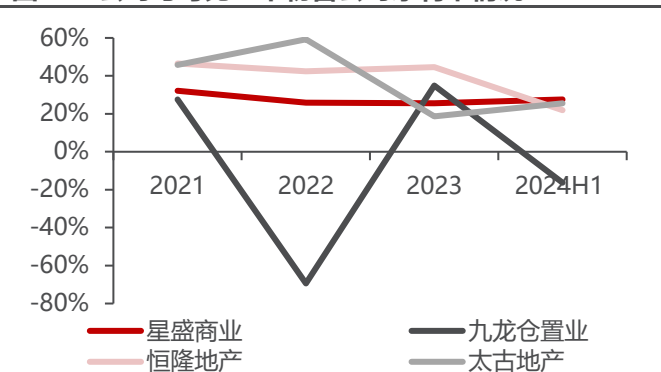
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：公司与可比上市物管公司毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图34：公司与可比上市物管公司净利率情况

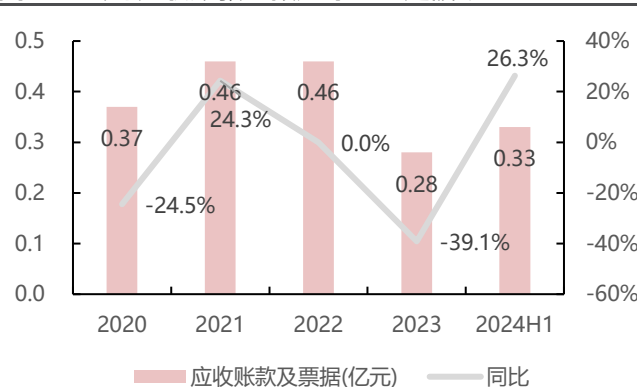


资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 加强应收账款催收力度，应收款项有效减少

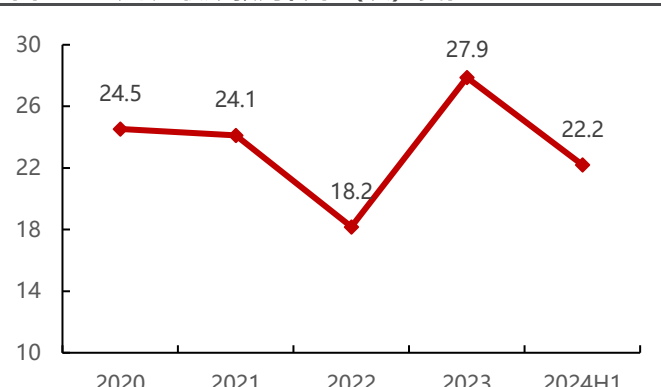
催收力度有所提升，轻资产项目应收款项有效减少。公司的贸易及其他应收款项主要来自购物中心、购物街及商业综合体内提供的运营管理服务。截至2023年12月31日，公司的贸易及其他应收款项流动部分约为0.28亿元，较2022年的0.46亿元，同比下降约39.1%，主要由于加强了对各项应收款项进行催收的力度，有效降低了贸易应收款项、应收账款周转率上升。截至2024H1，公司应收账款周转率降至22.2，主要受年中未到还账期以及业务规模增长、新项目投入较多所致。

图35：公司应收账款总额近年呈一定波动



资料来源：公司公告，民生证券研究院

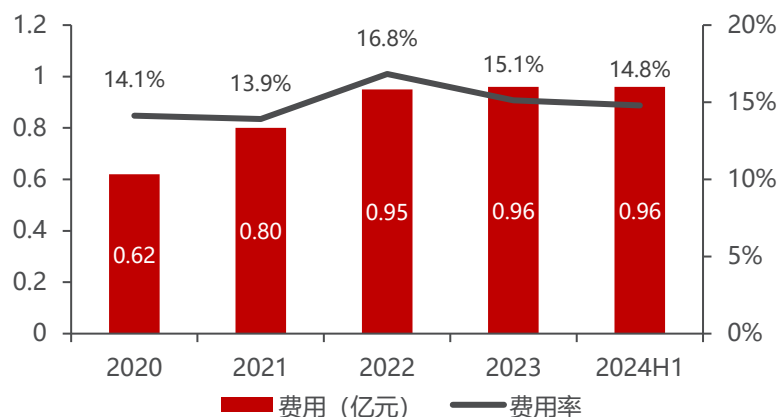
图36：公司应收账款周转率（次）变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

4.4 加强降本增效，经营性现金流明显改善

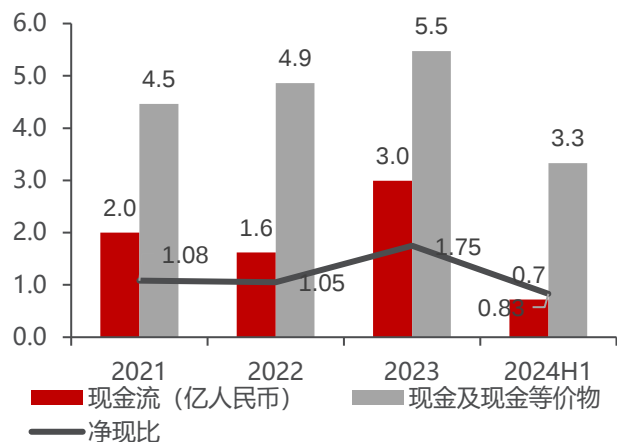
公司降本增效，费用管控能力得到提升。公司销售开支和行政开支费用率之和从2022年的16.8%，下降1.7个百分点至2023年的15.1%，2024年上半年，公司整租项目的筹备期费用减少，行政开支相对稳定，整体销售开支和行政开支费用率之和降至14.8%，表明公司费用管控能力持续提升。

图37：公司 2020-2024H1 销售开支和行政开支及费用率之和


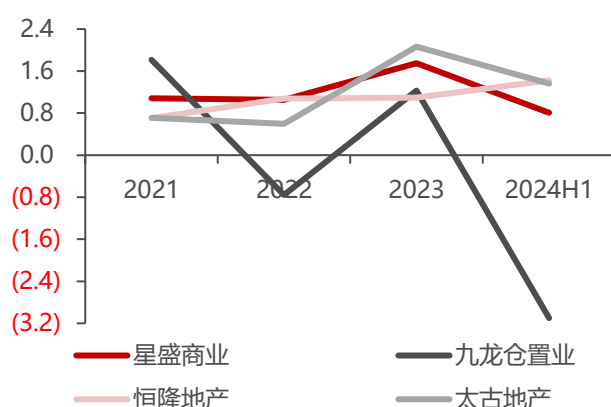
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的财务状况稳定，现金及现金等价物提升 12.2%。截至 2023 年 12 月 31 日，公司现金及现金等价物为 5.5 亿元，较 2022 年 12 月 31 日的 4.9 亿元增长 12.2%，截至 2024H1，公司现金及现金等价物为 3.3 亿元，主要由于公司基于资金效益管理，将较多闲置资金用于购买银行大额存单。

追求有现金流的利润，经营性净现金流充足，2021-2023 年净现比在可比公司中位居第二。2021-2023 年，公司经营性现金流持续覆盖净利润，净现比均大于 1，截至 2024H1，公司净现比出现小幅下降，但仍处于高位，达 0.83，主要由于公司在 24H1 支付了 23 年计提的年终奖及各类预提费用，减少了应付职工薪酬与应付费用，进而降低了经营性净现金流。与可比公司进行比较可知，公司 2021-2023 年净现比稳定位列第二，尽管 2024H1 排名出现下降，但随着公司在下半年的降本增效持续深化，2024 年全年净现比排名或将出现提升。

图38：公司现金及现金等价物（亿元）、经营性净现金流及净现比情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：星盛商业与可比公司净现比情况


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务包括委托管理服务、品牌及管理输出服务和整租服务三大分部，分别拆分预测，具体如下：

委托管理服务：在委托管理服务下，公司获业主委托全权管理商用物业。公司委聘整支管理团队，包括项目总经理及功能性部门的成员，提供定位、建筑咨询及租户招揽服务、运营管理服务和增值服务。公司 2023 年收入实现 4.06 亿元，同比增长 6.5%；公司 2024H1 收入实现 2.1 亿元，同比 2023H1 增长 10.53%。

委托管理服务是公司主要的收入来源，公司近年来保持稳定扩张，截至 2024H1 储备的已签约未经营面积约为 100 万平，我们预计随着经济的持续修复与房地产的止跌回稳，未来公司业务或将持续扩张，2025 年业务收入增速或将显著提升，公司委托管理服务业务收入 2024-2026 年分别为 4.31、4.64、5.00 亿元，同比增速分别为 6.02%、7.62%和 7.81%。毛利率方面，公司良好的项目管理及降本增效的共同作用日益凸显，因一线人力成本与管理费用增加导致的毛利率降幅有所放缓，2024-2026 年毛利率分别为 53.20%、52.90%、52.60%。

品牌及管理输出服务：此模式下，公司提供定位、建筑咨询及租户招揽服务及运营管理服务。公司仅委聘项目的核心管理团队，一般包括项目总经理及若干功能性部门的主管。业主负责委聘绝大部分项目人员。管理项目时，公司指派的核心管理团队将领导及监察业主委聘的项目人员。公司该业务 2021-2023 年收入分别为 1.98、1.38、1.45 亿元，同比分别为 73.7%、-30.5%和 5.2%。2024 年 H1 收入为 0.43 亿元，同比 2023 年 H1 减少 31.7%，主要由于公司近年来项目解约导致项目数量减少，以及咨询项目前期定位、建筑咨询及租户招揽服务收入减少所致。

公司近年持续优化品牌及管理输出服务项目，在消费结构持续变化，各地市场分化且总量波动的情况下，公司或将继续优化结构，将项目与收入规模保持在可控范围内，在新拓项目消化和项目结构优化的合力下，品牌及管理输出服务在经历 2024 年的阶段性调整后，未来业务收入或将止跌回升。2024-2026 年预计实现业务收入 1.05、1.12、1.21 亿元，同比增速分别为-27.29%、6.64%、7.26%。公司品牌及管理输出服务经验丰富，随着公司对业务的结构优化与经验整合持续深化，业务成本或将持续保持低位，带来毛利率稳步提升，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 76.6%、77.6%、78.6%。

整租服务：在整租服务下，公司提供物业租赁服务、运营管理服务；及增值服务。公司自业主租赁商用物业，并向租户分租商用物业内的商用空间，全权负责商用物业的管理及经营业绩。2021-2023 年公司整租模式分别实现收入 0.22、0.42、0.84 亿元，同比分别增长 15.8%、91.48%、97.89%。2024 年 H1 实现收入 0.61 亿元，同比 2023H1 增长 76.3%。

2022 年以来公司整租服务扩张力度加强，运营总建面从 2020 年的 4.3 万平方米提升至 2024H1 的 27.9 万平方米，收入也从 0.19 亿元增至 2024H1 的 0.61 亿元，我们预计随着经济的持续修复与房地产的止跌回稳，未来公司业务或将持续扩张，2025 年业务收入增速或将显著提升，2024-2026 年分别实现收入 0.94、1.12、1.34 亿元，同比增速分别为 12.58%、18.97%、19.88%。随着公司规模扩张，成本控制有所提升，毛利率保持稳定增长，2024-2026 年分别达到 10.90%、11.90%、12.90%。

综上预计公司 2024-2026 年总营业收入分别为 6.30、6.88、7.55 亿元，同比分别增长-0.73%、9.15%、9.68%，整体毛利率分别为 50.80%、50.26%、49.69%。

表13：公司主营业务拆分（亿元）

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	5.72	5.62	6.35	6.30	6.88	7.55
YOY	29.47%	-1.81%	13.02%	-0.73%	9.15%	9.68%
毛利率	57.70%	55.70%	52.50%	50.80%	50.26%	49.69%
委托管理服务	3.52	3.82	4.06	4.31	4.64	5.00
YOY	13.92%	8.55%	6.46%	6.02%	7.62%	7.81%
毛利率	49.10%	53.90%	53.60%	53.20%	52.90%	52.60%
品牌输出管理服务	1.98	1.38	1.45	1.05	1.12	1.21
YOY	73.70%	-30.53%	5.16%	-27.29%	6.64%	7.26%
毛利率	75.00%	73.30%	75.80%	76.60%	77.60%	78.60%
整租服务	0.22	0.42	0.84	0.94	1.12	1.34
YOY	15.80%	91.48%	97.89%	12.58%	18.97%	19.88%
毛利率	41.00%	14.70%	7.10%	10.90%	11.90%	12.90%

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；

公司费用预测：

1) 销售费用率：2021-2024H1 人工成本的上升使公司业务成本呈现上升趋势，2021 至 2024H1 公司销售费用率分别为 1.48%、2.13%、3.18%、4.42%，随着公司持续优化结构降本增效，同时聚焦大湾区，业务拓展团队基本成熟，我们预计 2024-2026 年销售费用率将稳中有降，分别为 3.68%、3.38%和 3.18%。

2) 管理费用率：2021-2024H1，受公共卫生事件与整租、委托服务规模扩张等因素的影响，公司管理费用率先增后降，分别为 12.43%、14.70%、11.94%、10.12%，随着公司持续优化组织架构，精简人员，我们预计 2024-2026 年管理费用率将稳中有降，分别为 10.12%、9.62%和 9.42%。

3) 财务费用率：公司属于物业板块中的商业运营赛道，现金流较为充沛，2021-2024H1 财务费用率分别-4.06%、-2.32%、0.03%和-0.2%，我们预计 2024-2026 年公司财务费用率相比 24H1 将有所下降，分别为-0.31%、-0.37%和-0.56%。

表14：费用预测表（亿元）

指标	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.48%	2.13%	3.18%	3.68%	3.38%	3.18%
管理费用率	12.43%	14.70%	11.94%	10.12%	9.62%	9.42%
财务费用率	-4.06%	-2.32%	0.03%	-0.31%	-0.37%	-0.56%

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；

5.2 估值分析

我们选取了截至 2024H1 商业运营业务占比较高、同样有“商服”属性且业内公认的头部商业运营企业九龙仓置业（商业运营收入占比 96.4%）、恒隆地产（商业运营收入占比 79.9%）、希慎兴业（商业运营收入占比 86.2%）作为可比公司，以 2025 年 2 月 28 日的收盘价计算，可比公司 2024-2026 年的 PE 均值分别为 12/9/9 倍（24 年均值不含希慎兴业）。我们预测星盛商业 2024-2026 年 PE 分别为 8/7/7 倍，低于可比公司均值，具备估值优势。

表15：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1997.HK	九龙仓置业	19.11	1.95	2.03	2.10	10	10	10
0101.HK	恒隆地产	6.12	0.46	0.63	0.6	14	10	11
0014.HK	希慎兴业	11.70	0.03	1.64	1.69	347	8	7
可比公司平均						12	9	9
6668.HK	星盛商业	1.13	0.15	0.15	0.16	8	7	7

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注 1：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价时间为 2025 年 2 月 28 日，汇率为 1HKD=0.93RMB

注 2：希慎兴业 EPS 由 23A 的 -0.83 增至 24A 的 0.03，扭亏为盈，但因 EPS 较低，因此 PE 倍数显著偏高，为 347 倍，为全面审慎考虑估值的可比性，我们在 24 年的可比公司 PE 均值计算中剔除希慎兴业。

5.3 投资建议

星盛商业 1) 深耕发展潜力较大的大湾区，背靠优质关联公司未来发展确定性强；2) 战略因时而变，灵活调整业务布局，持续优化项目结构，保障利润高质量增长；3) 商业运营实力雄厚，品牌知名度高，业务成熟，财务稳健，具备领先优势。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.50、1.55、1.59 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8、7、7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在房地产市场调整的情况下，商业管理运营行业的竞争变得更加激烈。市场上新兴竞争者和创新业务模式不断涌现，迫使传统公司不得不提升服务质量和效率。如果公司未能及时应对市场变化，可能会导致市场份额下降和租金收入减缓，最终影响盈利能力。公司可能需要降低租金或增加优惠来维持竞争力，从而压缩利润空间。

2) 商管行业恢复不及预期。商管行业的表现与房地产市场息息相关。如果房地产市场的恢复情况不及预期，将直接影响商业物业的需求和租金收入。开发商减少项目投资将使物业管理公司的相关业务受到冲击。市场的不确定性和需求下降可能导致公司的业务规模缩小，收入减少，公司需要灵活调整业务策略以应对市场变化。

3) 消费意愿恢复不及预期。消费意愿的恢复对商业物业的表现至关重要。如果消费者的消费信心恢复速度低于预期，商场和购物中心的客流量和租金收入可能会受到影响。公司需要通过提升购物体验和优化租户组合来吸引消费者，并加强市场营销活动，以促进消费需求和租金收入的增长。

4) 整租服务快速扩张对于公司管理能力的要求。整租服务的快速扩张对公司的管理能力提出了更高要求。大规模的整租项目需要更复杂的管理，包括租赁合同、物业维护和客户服务。如果公司管理不善，可能会影响服务质量和运营效率。

5) 公司新项目推进不及预期。公司在新项目推进过程中，会视当地消费信心与消费增长情况动态调整开店数量与具体开业时间，如果大湾区消费出现租金增速下降或客流量、客单价下降等情况，可能会影响公司的新项目推进节奏。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,469	1,476	1,558	1,650
现金及现金等价物	547	552	638	726
应收账款及票据	13	13	14	15
存货	0	0	0	0
其他	909	912	905	909
非流动资产合计	856	865	866	868
固定资产	2	2	3	4
商誉及无形资产	0	0	0	0
其他	854	863	863	864
资产总计	2,325	2,341	2,424	2,518
流动负债合计	368	383	419	460
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	29	30	33	37
其他	339	353	386	423
非流动负债合计	685	664	664	664
长期借贷	0	0	0	0
其他	685	664	664	664
负债合计	1,053	1,047	1,083	1,124
普通股股本	9	9	9	9
储备	1,248	1,279	1,329	1,379
归属母公司股东权益	1,257	1,287	1,337	1,387
少数股东权益	15	7	4	7
股东权益合计	1,272	1,294	1,341	1,395
负债和股东权益合计	2,325	2,341	2,424	2,518

现金流量表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	299	244	283	287
净利润	171	150	155	159
少数股东权益	-9	-8	-3	3
折旧摊销	47	50	50	50
营运资金变动及其他	91	52	81	76
投资活动现金流	-153	-80	-51	-51
资本支出	-16	-1	-1	-1
其他投资	-136	-79	-50	-50
筹资活动现金流	-86	-159	-145	-149
借款增加	-15	0	0	0
普通股增加	-5	0	0	0
已付股利	-65	-120	-105	-109
其他	-1	-39	-40	-40
现金净增加额	61	5	86	87

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	635	630	688	755
其他收入	2	0	0	0
营业成本	301	310	342	380
销售费用	20	23	23	24
管理费用	76	64	66	71
研发费用	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-3	-4
权益性投资损益	-16	0	0	0
其他损益	16	-19	-21	-23
除税前利润	239	216	238	262
所得税	77	74	86	100
净利润	162	143	152	162
少数股东损益	-9	-8	-3	3
归属母公司净利润	171	150	155	159
EBIT	239	214	236	257
EBITDA	286	264	285	307
EPS (元)	0.17	0.15	0.15	0.16

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	13.02	-0.73	9.15	9.68
归属母公司净利润	10.90	-12.11	3.39	2.16
盈利能力(%)				
毛利率	52.53	50.80	50.26	49.69
销售净利率	26.94	23.85	22.59	21.04
ROE	13.61	11.68	11.63	11.45
ROIC	12.77	10.92	11.24	11.43
偿债能力				
资产负债率(%)	45.30	44.72	44.66	44.62
净负债比率(%)	-43.01	-42.64	-47.59	-52.04
流动比率	3.99	3.85	3.72	3.59
速动比率	1.63	1.58	1.64	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.27	0.29	0.31
应收账款周转率	27.87	49.00	51.33	51.45
应付账款周转率	11.68	10.51	10.88	10.90
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.15	0.15	0.16
每股经营现金流	0.30	0.24	0.28	0.28
每股净资产	1.24	1.27	1.32	1.37
估值比率				
P/E	7	8	7	7
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.83	3.07	2.83	2.63

插图目录

图 1: 星盛商业发展历程	3
图 2: 星盛商业各业务模式合约面积情况 (万平方米)	4
图 3: 星盛商业已开业运营面积情况 (万平方米)	4
图 4: 截至 2022 年 4 月四大城市群轻资产化程度对比	4
图 5: 截至 2024H1 公司服务项目全国布局情况	5
图 6: 2024 年 6 月公司总项目布局占比	5
图 7: 2024 年 6 月公司总合约建筑面积占比	5
图 8: 截至 2024H1 星盛商业股权结构	7
图 9: 公司股份回购和总股本占比	8
图 10: 公司派息及派息率	8
图 11: 三种运营模式收入占比	12
图 12: 2021-2024H1 各运营模式已开业项目数量	12
图 13: 委托管理模式下各参与方关系	13
图 14: 2020-2024H1 委托管理模式收入和同比增速	14
图 15: 2020-2024H1 委托管理模式毛利率	14
图 16: 整租模式下各参与方关系	15
图 17: 2020-2024H1 整租服务模式收入及同比增速	15
图 18: 公司 2020-2024H1 整租服务模式毛利率	15
图 19: 品牌及管理输出模式下各参与方关系	16
图 20: 2020-2024H1 品牌及管理输出模式收入/增速	17
图 21: 2020-2024H1 品牌及管理输出模式毛利率	17
图 22: 2020-2024H1 公司合约项目数量 (个)	17
图 23: 2020-2024H1 公司合约项目建筑面积 (万平)	17
图 24: 公司再造标杆——星河 WORLD·COCO Park	19
图 25: 公司标杆项目福田 COCO Park 迭代——打造港客第一目的地	19
图 26: 公司会员规模及高端会员增长率	20
图 27: 公司 2023 年部分合作品牌	21
图 28: 公司 2020-2024H1 总收入及增长率	22
图 29: 公司 2020-2024H1 归母净利润及增长率	22
图 30: 公司营业收入增速在可比公司中居于领先	22
图 31: 公司归母净利润增速在可比公司中居于领先	22
图 32: 公司 2020 年以来毛利润及毛利率	23
图 33: 公司与可比上市物管公司毛利率情况	24
图 34: 公司与可比上市物管公司净利率情况	24
图 35: 公司应收账款总额近年呈一定波动	24
图 36: 公司应收账款周转率 (次) 变化	24
图 37: 公司 2020-2024H1 销售开支和行政开支及费用率之和	25
图 38: 公司现金及现金等价物 (亿元)、经营性净现金流及净现比情况	25
图 39: 星盛商业与可比公司净现比情况	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 截至 2024H1 公司未开业运营商用物业项目所在地分布	6
表 2: 公司 2023 年度所获奖项	6
表 3: 公司管理层团队介绍	7
表 4: 公司 2021-2024 年度展望	9
表 5: 公司 2021-2024 年度战略与工作计划	10
表 6: 商业运营服务主要服务内容	11
表 7: 三种运营模式在服务、客户、收入来源与成本架构方面存在诸多差异	12

表 8: 截至 2024H1 委托管理服务项目具体情况 (单位: 平方米, 年)	13
表 9: 整租项目具体情况 (单位: 平方米, 年)	14
表 10: 品牌及管理输出服务项目具体情况 (单位: 平方米, 年)	16
表 11: 公司构建了面向各层次的产品矩阵	18
表 12: 公司各品牌条线及整体平均出租率与已开业面积	19
表 13: 公司主营业务拆分 (亿元)	27
表 14: 费用预测表 (亿元)	28
表 15: 可比公司 PE 数据对比	28
公司财务报表数据预测汇总	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048