



葉海燕, CFA, CESGA  
電話: +852 2533 3723  
電郵: evayip@sbichinacapital.com

建議	未評級
目標價(港元)	不適用
現價(港元)	1.21
52周最高價/最低價(港元)	1.56/1.05
市值(億港元)	12.28

資料來源: 彭博及軟庫中華

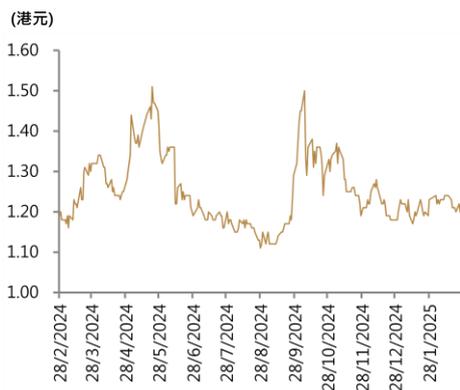
## 星盛商業(6668.HK)

### 公司交流紀要

星盛商業是大灣區領先的商管公司。公司通過專業管理的能力包括制訂運營策略、優化物業租戶以增加商用物業(主要為購物中心、購物街及商業綜合體)的客流量和出租率，為業主提升物業的價值。公司與業主簽署長期合約，業績穩定性較強。相對於傳統物管公司，星盛商業為業主提升物業的價值，額外利潤分成提高盈利空間。2024年6月末，公司手持現金人民幣14.66億元人民幣，未有銀行貸款。在手現金較其市值為高。現股息率11%。

- 深耕大灣區：星盛商業是大灣區領先的商管公司，以商業模式輸出及專注商業物業運營服務。公司已開業項目有29個，其中大灣區共有19座，當中11座在深圳。公司運營管理五大產品品牌系列包括COCO Park、COCO City、COCO Garden、iCO、第三空間，覆蓋多層次需求。城市型購物中心品牌“COCO Park”為星盛商業的旗艦品牌，目標為城中15-50歲消費者客群。公司通過專業管理的能力包括制訂運營策略、優化物業租戶以增加商用物業(主要為購物中心、購物街及商業綜合體)的客流量和出租率，為業主提升物業的價值。以深圳福田COCO Park為例，物業於2006年開業，至今仍保持較高出租率。深圳福田COCO Park項目近年以面向“港人北上”制定推廣策略，有效把握港客北上消費機遇，香港旅客佔周末人流約50%。公司去年上半年整體平均出租率為92.5%，同店客流同比增長16%，同店銷售為8%。
- 盈利能見度高、輕資產模式營運：星盛商業收入端為向業主收取運營服務費(保底及/或額外利潤提成)及/或向商戶收取租金以外的費用。盈利能見度高及現金流穩定。公司與業主簽署長期合約，業績穩定性較強。相對於傳統物管公司，星盛商業為業主提升商用物業的價值，額外利潤分成提高盈利空間。公司以輕資產模式下運營，並不開發及持有物業，不依賴資本投入拓展。公司關聯方為全國百強房企星河控股。截至2024年6月末，總已開業建築面積約為1.77百萬平方米，當中52.2%由星河控股及其聯繫人擁有。星河控股開發及擁有的商業物業均由公司運營，及一直以來為公司貢獻新增在管面積。星河控股穩健經營，為公司未來發展提供業務保障。
- 財務及估值：強勁的現金流下，公司維持高分紅股息政策。2023年全年派息比70%。去年上半年派息比50%。公司2021年上市集資款項淨額8.4億元人民幣，因內房行業下行，公司放慢併購步伐。2024年6月末，公司手持現金人民幣14.66億元人民幣，未有銀行貸款。在手現金較其市值為高。現股息率11%。星盛商業作為星河控股的唯一資本市場平台，相信大股東私有化機會不高。星盛商業為港股市場少數純商股標的，具稀缺性。彭博綜合預測，24年及25年預測市盈率分別為7.5及6.3倍，較行業均值折讓約50%。

### 股價表現



	1個月	3個月	12個月
股價變動	1.7%	1.7%	9.7%
相對恆指	-15.7%	-19.3%	-31.6%

資料來源: 彭博及軟庫中華

### 財務數據與估值

年結日：12月31日

(百萬人民幣)

	2020 (A)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)
收入	442.0	572.2	561.9	635.0
歸屬母公司淨利潤	126.8	184.9	154.3	171.1
每股盈利(人民幣)	0.17	0.18	0.15	0.17
同比	不適用	9.3%	-18.0%	11.2%
市盈率(倍)	6.6	6.1	7.4	6.7
股息率	5.4%	8.9%	9.4%	11.6%

資料來源：彭博及軟庫中華

## 公司簡介

公司是大灣區領先的商用物業運營服務供應商，專注於透過其專業管理的能力為業主改善商用物業(主要為購物中心、購物街及商業綜合體)的運營業績。公司根據三個運營模式提供商用物業運營服務，即委託管理服務模式、品牌及管理輸出服務模式以及整租服務模式。根據不同運營模式，公司於管理商用物業的參與程度有所不同，並向不同客戶群提供不同組合的服務。截至2024年6月30日，公司向54個商用物業項目提供服務，覆蓋中國21個城市，總合約建築面積約2.77百萬平方米，當中約47.8%由獨立第三方開發或擁有。其中，有29個已開業零售商業物業，總已開業建築面積約為1.77百萬平方米。

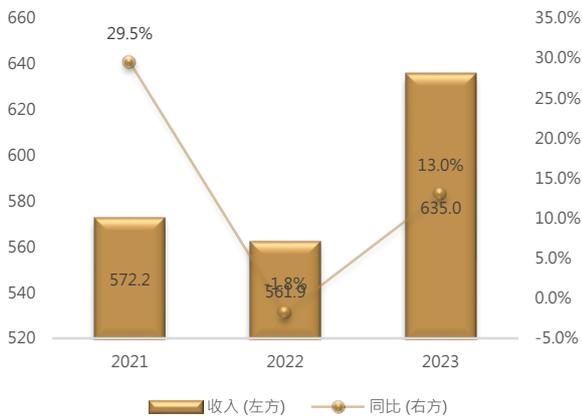
## 環境、社會和管治要點

- 聯合國17個可持續發展目標中，公司識別出兩個明確與其業務性質及願景最為相關的可持續發展目標——可持續城市和社區及體面工作和經濟增長。
- 可持續城市和社區目標：物管項目對城市和社區的可持續發展有著重要的作用，透過科技與數字化驅動精細化運營，持續提升運營質量。
- 體面工作和經濟增長目標：關愛員工，致力保障員工福利及在所有方面提供平等機會，並鼓勵和倡導員工多元化，以求建立一個和諧及積極的工作文化。
- 氣候相關風險：實體風險 — 氣候變化帶來了更為頻繁且強度更大的極端天氣事件，公司的正常運營可能會受到影響。轉型風險 — 面臨向低碳經濟轉型所引致的轉型風險。

## 風險

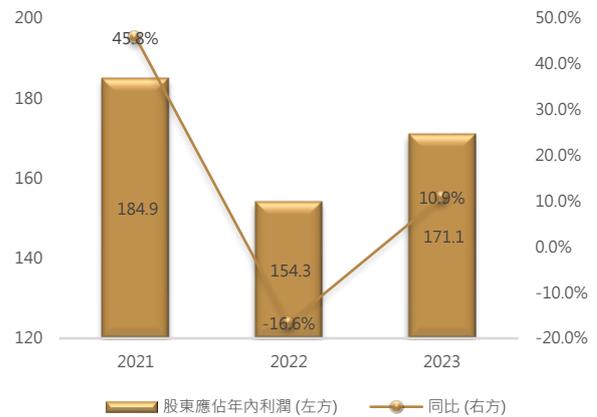
- 市場競爭加劇；
- 內地綫下消費不及預期；
- 營運成本急升；
- 第三方拓展不及預期。

### 收入(百萬人民幣)及同比變動



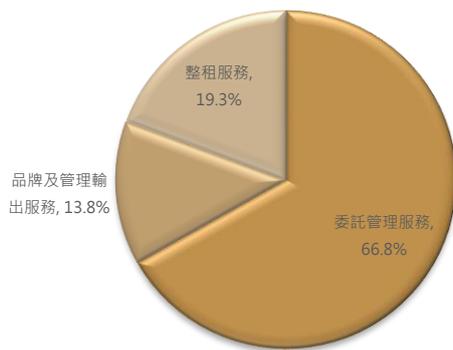
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 股東應佔利潤(百萬人民幣)及同比變動



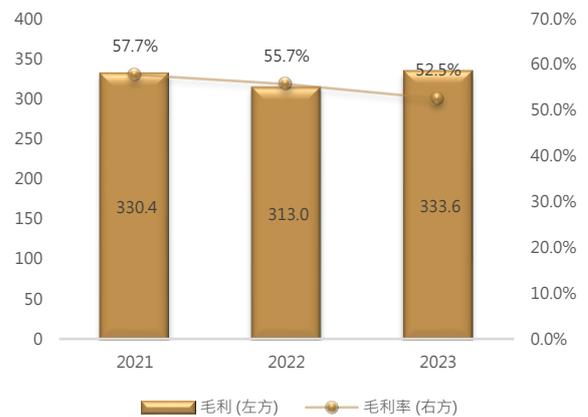
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 1H24 收入分佈



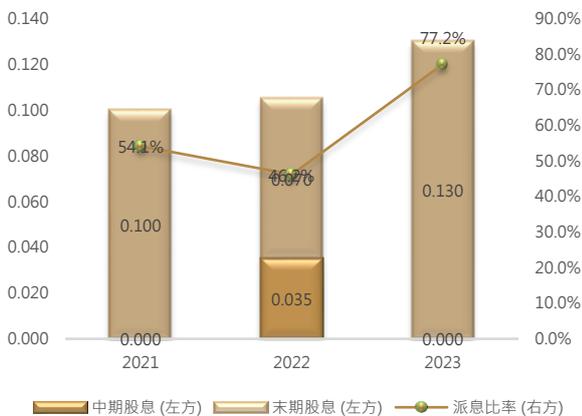
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 毛利及毛利率



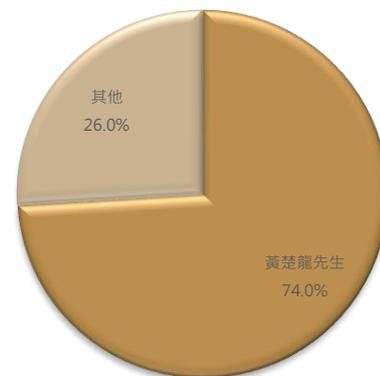
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 股息(港元)及派息比率



資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

### 股東結構



資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

## 財務報表及主要財務比率

### 損益表

年結日：12月31日 (百萬人民幣)	2020 (A)	2021 (A)	2022 (A)	2023(A)
收入	442.0	572.2	561.9	635.0
同比變動	14.1%	29.5%	-1.8%	13.0%
銷售成本	(193.3)	(241.8)	(248.8)	(301.5)
毛利	248.6	330.4	313.0	333.6
其他收入	12.4	31.1	55.5	7.7
經營開支	(81.8)	(103.3)	(116.0)	(86.2)
經營利潤	179.3	258.2	252.6	255.1
融資成本	-	-	-	-
合營及聯營企業損益	-	(2.0)	(20.9)	(16.1)
稅前盈利	175.1	252.4	208.3	238.8
所得稅開支	(47.5)	(68.5)	(59.5)	(76.5)
淨利潤	127.6	183.9	148.9	162.3
少數股東損益	(0.7)	1.0	5.4	8.8
歸屬母公司淨利潤	126.8	184.9	154.3	171.1
同比變動	49.9%	45.8%	-16.6%	10.9%
每股盈利(人民幣)	0.17	0.18	0.15	0.17
同比變動	不適用	9.3%	-18.0%	11.2%
每股股利(港元)	0.00	0.10	0.11	0.13
EBITDA	186.7	265.6	279.9	301.6

### 資產負債表

年結日：12月31日 (百萬人民幣)	2020 (A)	2021 (A)	2022 (A)	2023(A)
固定資產	7.9	4.5	4.5	1.6
無形資產	-	-	-	-
其他非流動資產	64.3	107.6	814.4	853.9
非流動資產	72.2	112.0	818.9	855.5
存貨	-	-	-	-
貿易應收款項	0.5	0.5	0.6	0.7
現金或現金等物	141.7	1,270.6	1,263.2	1,415.4
其他	226.8	49.2	59.1	53.0
流動資產	369.0	1,320.3	1,323.0	1,469.1
總資產	441.2	1,432.3	2,141.9	2,324.6
長期借貸	-	63.4	662.2	659.2
其他非流動負債	69.4	-	6.1	25.9
非流動負債	69.4	63.4	668.3	685.1
應付款項	-	-	-	-
短期貸款	-	5.4	28.3	36.2
其他流動負債	208.5	225.0	264.5	331.6
流動負債	208.5	230.3	292.8	367.8
總負債	277.9	293.7	961.2	1,053.0
股東權益	159.8	1,121.1	1,154.4	1,256.8
非控股權益	3.5	17.5	26.3	14.9
總負債及總權益	441.2	1,432.3	2,141.9	2,324.6

資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

**現金流量表**

 年結日：12月31日  
 (百萬人民幣)

	2020 (A)	2021 (A)	2022 (A)	2023(A)	財務指標	年結日：12月31日	2020 (A)	2021 (A)	2022 (A)	2023(A)
稅前利潤	175.1	252.4	208.3	238.8	收入同比變動		14.1%	29.5%	-1.8%	13.0%
折舊與攤銷	7.4	7.3	27.4	46.5	每股盈利同比變動		不適用	9.3%	-18.0%	11.2%
營運資金變動	(24.1)	(1.4)	(27.9)	78.6	毛利率		56.3%	57.7%	55.7%	52.5%
其他	(24.7)	(58.6)	(45.9)	(64.6)	經營利潤率		40.6%	45.1%	45.0%	40.2%
<b>經營活動現金流</b>	<b>133.7</b>	<b>199.8</b>	<b>161.9</b>	<b>299.3</b>	淨利潤率		28.7%	32.3%	27.5%	26.9%
					EBITDA 利潤率		42.2%	46.4%	49.8%	47.5%
資本開支	(1.9)	(17.2)	(4.1)	(54.7)	股本回報率		131.7%	28.9%	13.6%	14.2%
其他	(115.3)	(649.9)	(0.1)	(97.9)	資產回報率		34.6%	19.6%	8.3%	7.3%
<b>投資活動現金流</b>	<b>(117.2)</b>	<b>(667.1)</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(152.6)</b>	流動比率		177.0%	573.2%	451.8%	399.4%
					速動比率		177.0%	573.2%	451.8%	399.4%
權益變動	-	817.6	-	(4.9)	現金比率		67.9%	551.6%	431.4%	384.8%
淨借貸	-	-	-	-	負債權益比率		0.0%	6.1%	59.8%	55.3%
股息支出	-	(50.6)	(118.3)	(64.8)	庫存周轉天數		-	-	-	-
其他	(8.7)	5.0	0.1	(16.0)	應收款項周轉天數		0.4	0.3	0.4	0.4
<b>融資活動現金流</b>	<b>(8.7)</b>	<b>772.0</b>	<b>(118.2)</b>	<b>(85.7)</b>	應付款項周轉天數		38.8	33.7	33.3	29.1
淨現金變動	7.8	304.7	39.5	61.0	營運資金周轉天數		(38.4)	(33.4)	(32.9)	(28.7)
<b>公司自由現金流</b>	<b>131.8</b>	<b>182.5</b>	<b>157.8</b>	<b>244.7</b>	股息支付率		31.7%	44.9%	59.6%	69.8%

資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：  
*research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.*

### SBI研究評級

#### 軟庫中華金融的股票評級：

**建議強烈買入：**未來 12 個月絕對增長超過 50%

**建議買入：**未來 12 個月絕對增長超過 10%

**建議持有：**未來 12 個月絕對回報在 -10%至 +10%

**建議沽售：**未來 12 個月絕對下降超過 10%

**建議強烈沽售：**未來 12 個月絕對下降超過 50%

**披露：**投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

**分析員聲明：**本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

#### 免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在適用法律許可情況下，在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給特定客戶、專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。