

华润万象生活(01209)

报告日期: 2025年03月05日

多元驱动发展, 稳握全业态领跑权

——华润万象生活深度报告

投资要点

□ 领先物业管理及商业运营服务商, 多元业务板块协同增效

华润万象生活坚持以“空间”、“客户”及“产品与服务”三大关键要素为核心, 采用涵盖商业管理、物业管理及大会员体系的一体化“2+1”业务模式。随着市场需求增加和规模扩张, 华润万象生活的收入由2017年的31.29亿元增至2023年的147.67亿元, CAGR约30%。与此同时, 公司通过优化成本结构实现较优的盈利能力, 2021-2023年公司平均毛利率/净利率/ROE约31%/19%/15%。

□ 多元业态驱动增长, 商业运营竞争优势显现

预计2028年市场规模超9500亿元, 购物中心板块驱动增长。2014年至2023年, 全业态物业管理及商业运营市场总收入由2828亿元增长至7146亿元, CAGR为10.8%。未来, 随着房地产市场和购物中心运营服务市场的进一步发展, 预计2028年总收入将达到9554亿元, 2023-2028年CAGR为6.0%。

2023年, Top10龙头企业占市场容量约11%, 行业集中度持续提升。在中国, 同时提供物业管理服务、购物中心运营服务及城市服务的公司数量有限, 行业集中加速中。2023年, 在中国的全业态物业管理、商业运营及城市服务市场中, 前十大公司占市场总收入约10.9%。

未来增长依托高品质定制+数字化, 推动行业稳健扩张。住宅物业管理服务核心竞争力在于多样化增值服务和规模化运营; 购物中心运营服务的核心竞争力体现在全生命周期服务覆盖和多元化增值模式; 写字楼运营服务的竞争优势则在于高品质定制化服务和数字化技术与效率的结合。

□ 凭借多元业务协同、核心区域布局和优质品牌资源等优势, 实现了显著高于行业的增长。2017-2023年, 公司收入CAGR达25%。展望未来, 随着购物中心和写字楼市场的持续增长, 以及数字化转型的推进, 公司有望继续保持稳健增长。

2024年上半年, 新增合约面积超80%集中于一二线城市, 核心区域布局推动高速增长。公司新增的第三方合约面积中, 86%位于一线和二线城市, 充分利用了核心区域的稀缺资源优势。

2024年上半年, 购物中心零售额超1000亿元, 约50个项目市场排名第一。公司购物中心零售额同比增长19.7%, 达1007亿元, 其中46个项目市场排名第一, 展现了公司在市场中的领导力与品牌资源的稀缺性。

2024年上半年, 物业航道第三方业务占比62%, 在管面积达3.98亿平方米彰显市场化拓展成效。华润集团在城市更新与TOD项目上的支持, 使在管面积达到3.98亿平方米, 第三方项目贡献突出, 公司业务独立性的不断增强。

2024年上半年, 一体化运营模式推动收入增长约25%。公司通过一体化运营推动城市空间运营收入同比增长24.9%, 数字化平台的应用进一步提升了运营效率。

□ 盈利预测与估值

公司是中国领先的物业管理及商业运营服务商, 我们预计2024-2026年将实现营业收入174.5/199.3/225.8亿元, 归母净利润分别为34.40/39.75/45.85亿元, 华润万象生活对应PE分别为20x/18x/15x。考虑到华润万象生活的运营能力强、市场占有率高、在国内市场具有较大的发展潜力, 我们认为公司可享估值溢价, 首次覆盖, 我们给予华润万象生活“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧风险; 依赖核心区域和优质品牌资源风险; 市场需求变化风险; 母公司支持的依赖性风险; 轻资产运营模式的的风险; 第三方数据准确性风险。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 杨凡
执业证书号: S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

分析师: 钟烨晨
执业证书号: S1230523060004
zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$32.80
总市值(百万港元)	74,866.00
总股本(百万股)	2,283.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14767	17453	19932	22577
(+/-) (%)	23%	18%	14%	13%
归母净利润	2929	3440	3975	4585
(+/-) (%)	33%	17%	16%	15%
每股收益(元)	1.28	1.51	1.74	2.01
P/E	24	20	18	15

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司介绍：战略创新与生态体系协同开创行业新高度	6
1.1 公司概况：全业态生态体系引领物业管理与商业运营发展	6
1.2 公司历史：战略演进、规模增长与创新服务驱动公司成长	6
1.3 经营情况：多元业务板块协同增效，盈利能力持续提升	7
1.4 管理团队：经验丰富的高层团队推动公司战略优化与行业资源整合	10
1.5 股权架构：华润置地控股确保利益一致，人才吸引战略增强公司竞争力	11
2 行业情况：多元业态驱动增长，商业运营竞争优势显现	12
2.1 行业规模：全业态物业管理及商业运营市场稳步增长，购物中心成主力驱动力	12
2.1.1 中国住宅物业管理服务市场：市场规模超 3100 亿元，未来增长逐步放缓	12
2.1.2 中国购物中心运营服务市场：市场规模超 2400 亿元，未来有望维持高个位数增长	13
2.1.3 写字楼运营服务市场：市场规模超 660 亿元，未来有望维持高个位数增长	13
2.2 行业格局：全业态物业管理与商业运营市场竞争加剧，龙头企业持续扩展市场份额	14
2.3 竞争优势：全业态协同整合与多元化服务是物业管理及商业运营行业的制胜关键	15
3 公司优势：多航道协同发力，资源整合与卓越运营驱动高质量增长	16
3.1 核心区域与优质品牌资源塑造稀缺性竞争优势	16
3.2 母公司背书与战略协同赋能多航道核心竞争力	16
3.3 卓越运营能力驱动多领域高质量增长	17
4 盈利预测与估值	19
4.1 营业收入预测	19
4.1.1 住宅板块营收预测	19
4.1.2 购物中心板块营收预测	19
4.1.3 写字楼板块营收预测	20
4.2 毛利预测	21
4.2.1 住宅板块毛利预测	21
4.2.2 购物中心板块毛利预测	21
4.2.3 写字楼板块毛利预测	22
4.3 费用支出及归母净利润预测	22
4.4 估值	22
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 华润万象生活发展历程.....	6
图 2: 华润万象生活营业收入(百万元).....	7
图 3: 华润万象生活分业务板块营业收入及增速(百万元).....	7
图 4: 华润万象生活商业航道分服务营业收入及增速(百万元).....	7
图 5: 华润万象生活物业航道分服务营业收入及增速(百万元).....	7
图 6: 华润万象生活各项业务占比(%)及变动情况.....	8
图 7: 华润万象生活住宅业务各分项占比(%)及变动情况.....	8
图 8: 华润万象生活购物中心业务各分项占比(%)及变动情况.....	8
图 9: 华润万象生活写字楼业务各分项占比(%)及变动情况.....	8
图 10: 华润万象生活净利润(百万元)、净利润率(%)及净资产收益率(%)情况.....	9
图 11: 华润万象生活毛利(百万元)和毛利率(%)情况.....	9
图 12: 华润万象生活分业务板块毛利率情况(%).....	9
图 13: 华润万象生活商业航道分服务毛利率情况(%).....	9
图 14: 华润万象生活物业航道分服务毛利率情况(%).....	10
图 15: 华润万象生活费用率情况(%).....	10
图 16: 华润万象生活股权结构.....	11
图 17: 全业态物业管理及商业运营市场规模(十亿元)及增速(%).....	12
图 18: 中国住宅物业管理服务市场在管总建筑面积(十亿平方米)及增速(%).....	13
图 19: 中国住宅物业管理服务市场规模(十亿元)及增速(%).....	13
图 20: 中国购物中心运营服务市场总建筑面积(百万平方米)及增速(%).....	13
图 21: 中国购物中心运营服务市场规模(十亿元)及增速(%).....	13
图 22: 中国写字楼运营服务市场总建筑面积(百万平方米).....	14
图 23: 中国写字楼运营服务市场规模(十亿元).....	14
图 24: 华润万象生活新增第三方合约面积城市能级分布(%).....	16
图 25: 华润万象生活购物中心零售额(亿元).....	16
图 26: 华润万象生活合作品牌.....	16
图 27: 华润万象生活总在管面积(百万平方米).....	17
图 28: 华润万象生活购物中心在营项目(个).....	17
图 29: 深圳万象天地.....	17
图 30: 长沙万象城.....	17
图 31: 华润万象生活城市空间运营收入(亿元).....	18
图 32: 北京西北旺万象汇.....	18
图 33: 常州万象城.....	18
表 1: 华润万象生活管理层和高管介绍.....	10
表 2: 华润万象生活住宅板块营收预测(百万元).....	19
表 3: 华润万象生活购物中心板块营收预测(百万元).....	20
表 4: 华润万象生活写字楼板块营收预测(百万元).....	20
表 5: 华润万象生活住宅物管板块毛利率(%)和毛利(百万元)预测.....	21
表 6: 华润万象生活购物中心板块毛利率(%)和毛利(百万元)预测.....	21
表 7: 华润万象生活写字楼板块毛利率(%)和毛利(百万元)预测.....	22
表 8: 费用及利润预测(百万元).....	22

表 9: 华润万象生活可比公司估值 (注: 总市值和股价为 2025 年 3 月 5 日收盘价)	23
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 公司介绍：战略创新与生态体系协同开创行业新高度

1.1 公司概况：全业态生态体系引领物业管理与商业运营发展

华润万象生活有限公司（简称华润万象生活）是中国领先的物业管理及商业运营服务商，致力于打造全业态、全客户、全产品、全服务一体化的生态体系。公司坚持以“空间”、“客户”及“产品与服务”三大关键要素为核心，采用涵盖商业管理、物业管理及大会员体系的一体化“2+1”业务模式，为最大的住宅物业组合之一提供物业管理及增值服务，同时管理并运营包括购物中心和写字楼在内的多种不断扩大的商业物业组合。

1.2 公司历史：战略演进、规模增长与创新服务驱动公司成长

华润万象生活是中国领先的物业管理及商业运营服务供应商。回顾华润万象生活的历史发展，公司的成长大致可分为四个阶段：

1) 1994-2000 年：初创，专注物业管理。1994 年，华润集团投资华润置地的前身，其物业管理服务业务亦同步展开，主要提供住宅物业管理服务。2000 年，开始开发及建设第一个“万象城”购物中心项目：深圳万象城，展开筹备以“万象城”品牌提供商业运营服务。

2) 2000-2010 年：全国化扩张，建设品牌。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，包括北京华润大厦、上海华润时代广场及深圳华润中心，使得本集团得以展开其写字楼物业管理服务。2009 年，华润置地发布“高品质”品牌战略，其中包括本集团之物业管理服务业务。

3) 2011-2019 年：定位商业地产领导者，强化服务战略。2014 年，深圳万象城开幕十周年，华润置地确立了“中国商业地产领导者”的定位，集团的“向商业物业提供服务”战略也随之强化，进一步巩固了其在商业地产领域的领先地位。2017 年，公司正式注册成立。

4) 2020 至今：坚持质量发展，坚定实施数字化转型。2020 年 12 月 9 日公司于港交所上市，2022 年 11 月 18 日获纳香港恒生指数成份股，2023 年入选国资委“双百企业”名单。截至 2024 年上半年，在管面积 3.98 亿平方米，合约面积 4.46 亿平方米，覆盖全国 164 个城市。同时，公司坚定实施数字化转型，通过科技赋能提升业务效率，包括生产科技化、运营数字化、空间智能化和数据资本化。

图1：华润万象生活发展历程

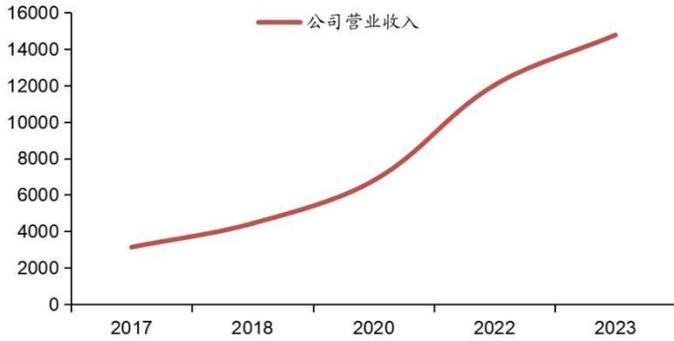


资料来源：公司招股说明书、公司 2024 年中期报告，浙商证券研究所

1.3 经营情况：多元业务板块协同增效，盈利能力持续提升

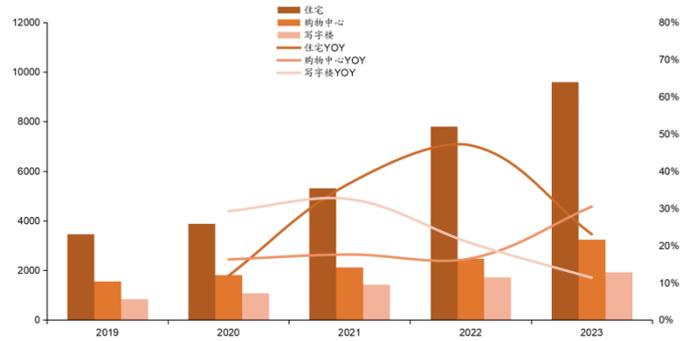
收入持续攀升，购物中心增速亮眼。华润万象生活的收入由 2017 年的 31.29 亿元增至 2023 年的 147.67 亿元，CAGR 约 30%。住宅业务作为核心驱动力，2019-2023 年收入 CAGR 约 29%，2022 年增速约 47%。购物中心和写字楼业务表现稳定，2019-2023 年实现 CAGR 为 20%和 23%，其中购物中心 2023 年增速提升至 30%，展现强劲增长潜力。

图2： 华润万象生活营业收入（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 华润万象生活分业务板块营业收入及增速（百万元）

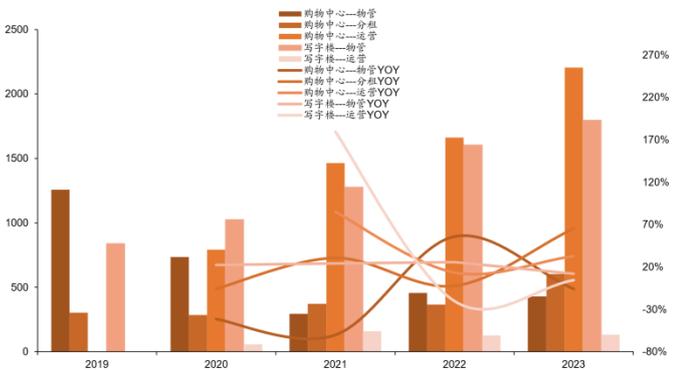


资料来源：Wind，浙商证券研究所

商业航道收入稳步增长，尤其在写字楼物管和运营领域表现突出。2023 年，写字楼物管收入达 17.96 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 21%，保持稳定增长。而购物中心的运营收入也表现强劲，2023 年达 22.04 亿元，展现出快速增长的势头。购物中心的分租业务增长更为显著，2023 年收入达到 6.04 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 19%。

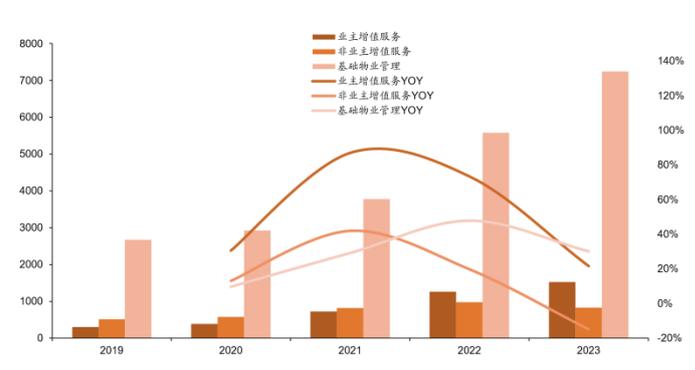
物业航道收入持续增长，尤其是在业主增值服务和基础物业管理方面。2023 年，业主增值服务收入已达 15.26 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 51%，增长迅猛，成为收入的重要组成部分。基础物业管理业务也表现稳健，2023 年收入为 72.45 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 28%。非业主增值服务则面临增速放缓，2023 年收入为 8.29 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 13%。

图4： 华润万象生活商业航道分服务营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 华润万象生活物业航道分服务营业收入及增速（百万元）

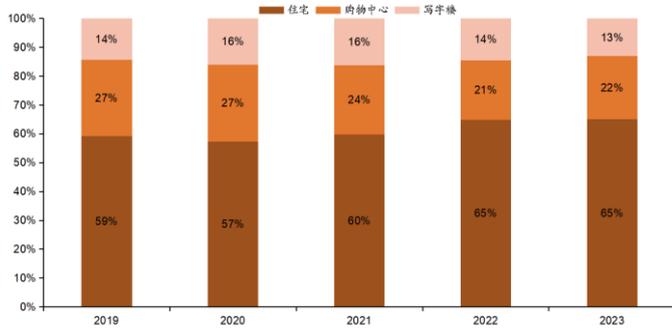


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司各项业务板块在收入构成上呈现出差异化发展趋势，其中住宅业务的稳健增长和购物中心业务的结构调整尤为显著，写字楼业务则保持了稳定的收入贡献，整体反映了公司在多元化经营战略下的积极进展和市场适应能力。

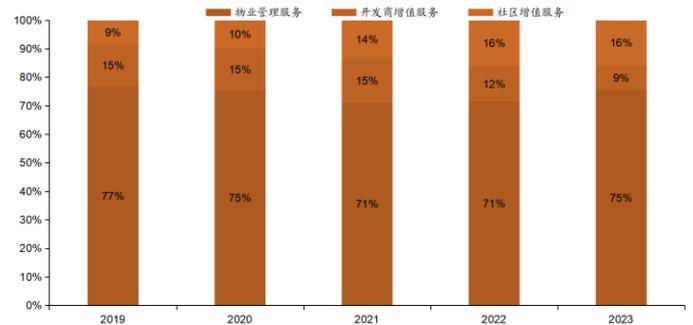
在住宅业务方面，收入占比稳步增长，2023 年占比保持在 65%，较 2019 年增长了 6 个百分点。住宅板块中，物业管理服务收入占比稳定在 70%以上，从 2019 年的 77%下降到 2023 年的 75%。相比之下，开发商增值服务和社区增值服务的收入占比在住宅业务中分别降至 9%和 16%。

图6： 华润万象生活各项业务占比 (%) 及变动情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

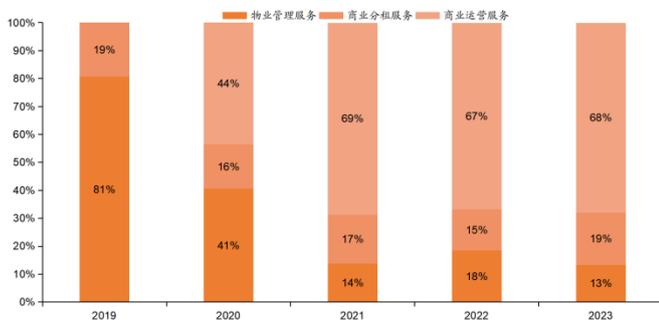
图7： 华润万象生活住宅业务各分项占比 (%) 及变动情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

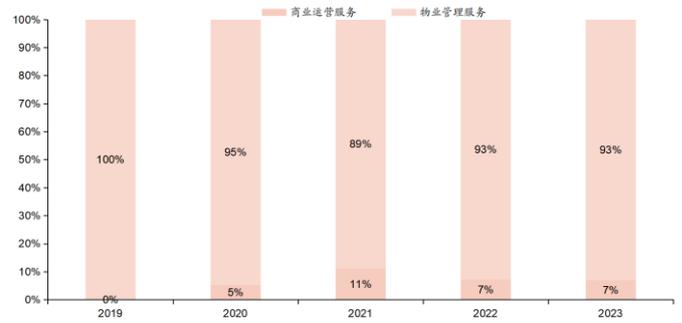
在购物中心业务中，物业管理服务和商业分租服务的收入占比呈现较大波动。物业管理服务占比大幅下降，从 2020 年的 81%降至 2023 年的 13%，而商业分租服务略微增长，2023 年收入占比为 19%。商业运营服务则表现强劲，收入占比从 2020 年的 44%增加至 2023 年的 68%，显示出该业务板块的快速增长。

图8： 华润万象生活购物中心业务各分项占比 (%) 及变动情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 华润万象生活写字楼业务各分项占比 (%) 及变动情况

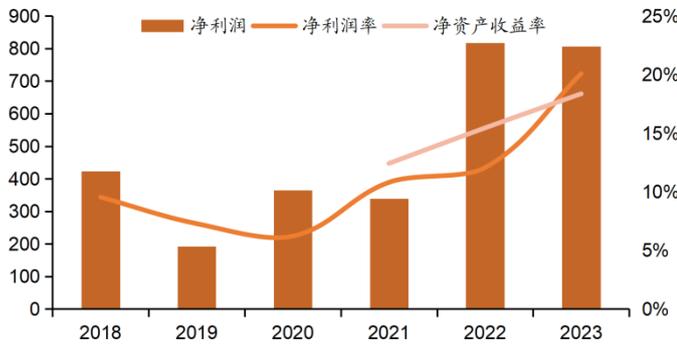


资料来源：Wind，浙商证券研究所

在写字楼业务中，整体营收占比相对稳定，略微下降，从 2019 年的 14%降至 2023 年的 13%。写字楼板块中，物业管理服务收入占比相对稳定，始终维持在 93%左右，而商业运营服务的收入占比有所增加，从 2020 年的 5%增至 2023 年的 7%。整体来看，写字楼业务的收入贡献保持在相对稳定的水平。

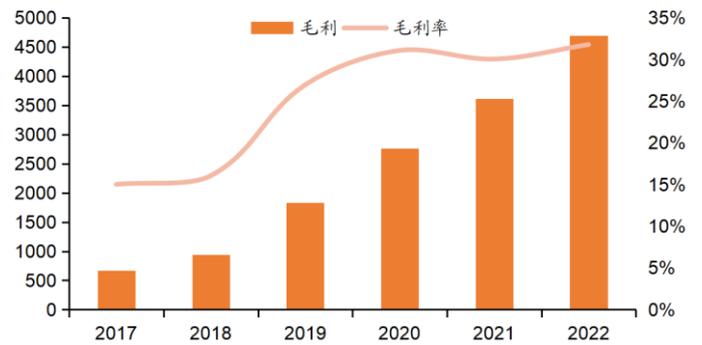
公司的财务表现较为稳健，盈利能力显著提升，2023 年 ROE 约为 18%。2019-2023 年，公司净利率和 ROE 水平整体呈现逐步上升趋势，显示出盈利能力的持续增强。2020-2023 年，公司净利率从 6%逐步提升至 20%，反映出经营效率和盈利质量的显著改善。ROE 自 2021 年起持续增长，平均水平超过 15%，整体盈利能力表现良好。

图10: 华润万象生活净利润(百万元)、净利率(%)及净资产收益率(%)情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

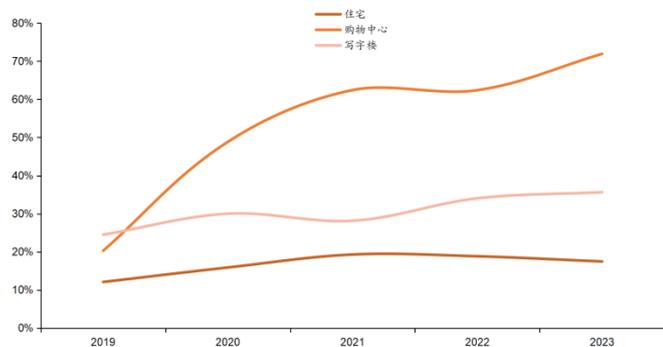
图11: 华润万象生活毛利(百万元)和毛利率(%)情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

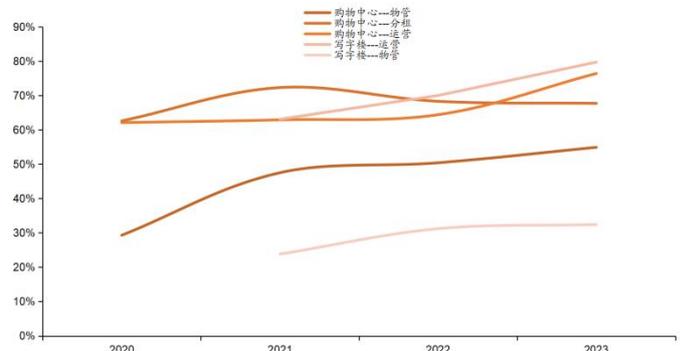
公司购物中心板块毛利高, 多板块协同增利。公司的盈利能力稳步提升, 2023年毛利达46.94亿元, 毛利率升至32%。分业务板块看, 购物中心毛利率由2019年的20%快速增长至2023年的72%, 成为主要驱动力; 写字楼毛利率稳步上升至36%; 住宅板块毛利率维持在17%-19%之间。各板块协同推动盈利能力持续增强。

图12: 华润万象生活分业务板块毛利率情况(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 华润万象生活商业航道分服务毛利率情况(%)

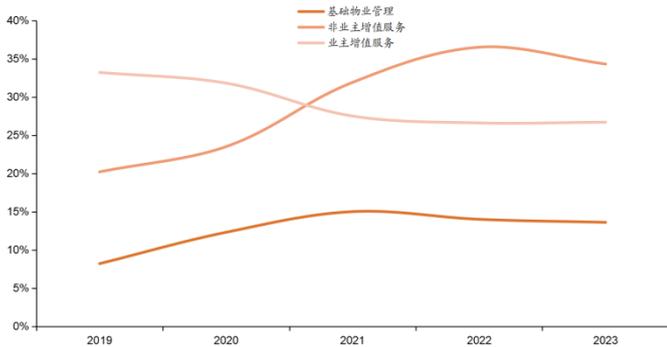


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

商业航道毛利率表现强劲, 尤其是写字楼运营和购物中心运营, 显示出盈利能力的显著提升。2023年, 购物中心物管毛利率达到55%, 购物中心分租毛利率保持在68%, 购物中心运营毛利率进一步提升至76%。写字楼运营毛利率也持续增长, 2023年达到80%, 而写字楼物管毛利率则从2021年的24%增至2023年的32%。

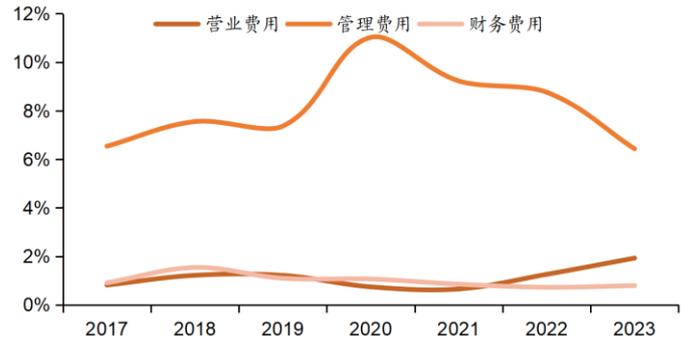
物业航道毛利率稳定, 非业主增值服务毛利率的提升为公司盈利贡献较大。2023年, 基础物业管理毛利率保持在14%; 非业主增值服务毛利率从2019年的20%稳步上升至2022年的37%, 但在2023年小幅回落至34%; 业主增值服务毛利率维持在27%左右, 表现稳定。

图14: 华润万象生活物业赛道分服务毛利率情况(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 华润万象生活费用率情况(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司整体费用管控良好,未对盈利能力产生较大压力。管理费用率在2020年略有上升后逐年下降,2023年降至6%,反映出成本控制的成效。营业费用率和财务费用率始终维持在较低水平,分别为2%和1%。

1.4 管理团队: 经验丰富的高层团队推动公司战略优化与行业资源整合

华润万象生活的董事和高层管理人员曾在控股股东担任重要职位,在物业管理、商业运营及房地产领域有平均超过15年经验。他们深刻的行业洞察和丰富的管理经验对公司十分宝贵,有助于公司把握市场机遇并优化战略规划。他们的背景及过往经验亦将有助于公司整合行业价值链的上下游资源。

表1: 华润万象生活管理层和高管介绍

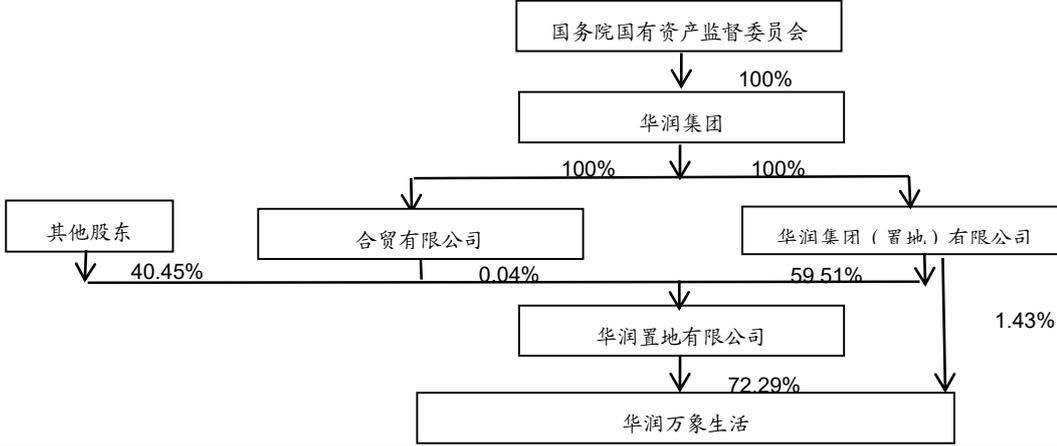
姓名	职务	履历
喻霖康	执行董事兼总裁	自2020年7月起担任本公司董事,并于2020年8月获委任为执行董事兼本公司总裁,拥有约30年地产投资、商业运营及企业管理经验。喻先生于2004年11月至2011年5月担任华润(深圳)有限公司(「华润深圳」)(自2005年10月起成为华润置地的附属公司)副总经理,期间自2008年12月至2011年5月同时担任华润深圳湾发展有限公司总经理。他于2011年5月至2013年8月担任深圳区域副总经理。自2018年11月起,获委任为华润置地高级副总裁,而他并自2020年3月起兼任物业总公司董事长,持续管理公司整体营运及业务。为重组之目的,喻先生于2020年8月获委任为公司总裁,继续领导及管理公司业务,并不再于华润置地担任职务。喻先生获中国商业地产行业年度奖项评委会颁发的2018年及2020年商业地产领军人物奖。
郭瑞锋	副总裁兼首席战略运营官	于2024年1月获委任为执行董事兼首席战略运营官。郭先生自2003年加入华润置地,历任企业发展部主管、华润置地(合肥)有限公司合同管理部经理、营销管理部总监、武汉区域营销管理部总经理等职。2016年起,负责集团商业运营服务业务,历任杭州万象城总经理、华东大区副总经理、深圳万象城总经理。2020年8月,获委任为集团助理总裁兼首席人力资源官,2022年8月任首席运营官,2023年12月任副总裁。郭先生在房地产开发、商业地产运营及公司管理方面拥有丰富经验。
王海民	执行董事兼副总裁	于2020年8月获委任为执行董事兼公司副总裁,富有地产及企业管理等方面的经验。于2013年10月加入华润置地至今,历任多个职务。自2019年8月起为华润置地运营管理部总经理,直至2020年8月。为重组之目的,王先生于2020年8月获委任为公司副总裁,继续领导公司之业务,并不再于华润置地担任职务。
王磊	执行董事兼副总裁	于2024年1月获委任为执行董事兼公司副总裁。他拥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。王先生自2002年7月学士学位毕业后加入华润集团至今,于2020年10月获委任为华润置地总部资产管理部总经理。
聂志章	执行董事、董事会秘书、副总裁及首席财务官	于2023年8月获委任为公司执行董事、董事会秘书、副总裁及首席财务官。他拥有丰富的财务、运营、营销及投资经验。聂先生于2008年7月获中国东北大学颁授硕士学位之后加入华润置地。聂先生于2022年4月调任至华润置地华南大区,2022年4月起先后担任华润置地华南大区助理总经理和副总经理等职务,分管投资、营销和运营工作。

资料来源: Choice, 浙商证券研究所

1.5 股权架构：华润置地控股确保利益一致，人才吸引战略增强公司竞争力

华润万象生活的大股东为华润置地有限公司，持有公司约 72.29% 的股份，确保了公司管理层与股东利益的高度契合。作为大股东，华润置地对公司拥有较强的控制权，能够在战略决策和运营管理方面施加重要影响。此外，华润万象生活计划以具市场竞争力的薪酬待遇及良好的公司文化与声誉吸引人才，定期组织由资深员工及外聘顾问举办的培训。公司亦继续加强薪酬计划及制定员工激励机制，使得员工的利益更好地与公司利益相符合。

图 16： 华润万象生活股权结构



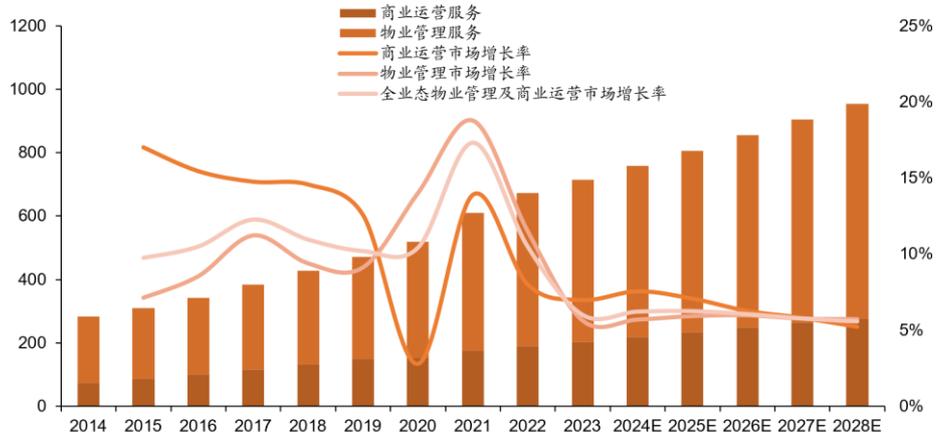
资料来源：华润万象生活 2023 年年报，浙商证券研究所

2 行业情况：多元业态驱动增长，商业运营竞争优势显现

2.1 行业规模：全业态物业管理及商业运营市场稳步增长，购物中心成主力驱动力

中国全业态物业管理及商业运营市场增长稳健，尽管增速放缓，但未来仍具发展潜力。2014年至2023年，市场总收入由2828亿元增长至7146亿元，CAGR为10.8%。未来，随着房地产市场和购物中心运营服务市场的进一步发展，预计全业态物业管理及商业运营总收入将持续增长。2028年，预计总收入将达到9554亿元，2023-2028年的CAGR预期为6.0%。

图17：全业态物业管理及商业运营市场规模（十亿元）及增速（%）



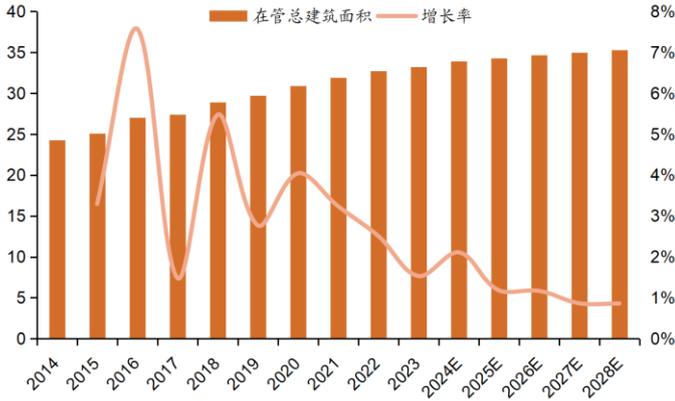
资料来源：公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

从细分市场来看，住宅物业管理、购物中心运营和写字楼运营三大领域均稳步扩张，其中购物中心运营服务的增长动能最为强劲，收入和运营服务表现突出。尽管整体市场增速有所放缓，但随着行业向高质量发展阶段迈进，未来依然具备显著的增长潜力，特别是在购物中心领域，预计将继续推动市场的扩展。

2.1.1 中国住宅物业管理服务市场：市场规模超3100亿元，未来增长逐步放缓

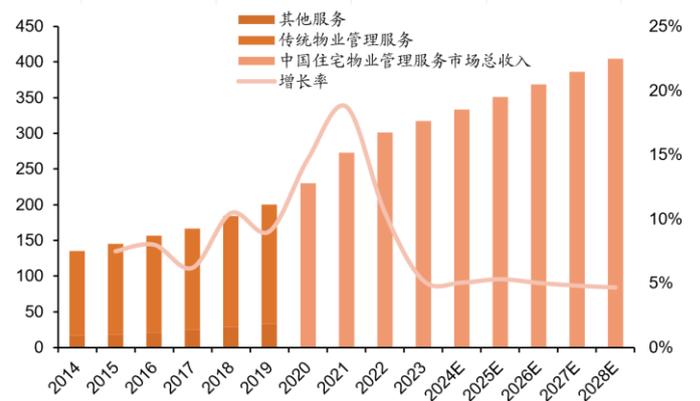
中国住宅物业管理服务市场规模稳步扩大，但增长逐步放缓，行业进入成熟发展阶段。在管总建筑面积由2014年的243亿平方米增加至2023年的332亿平方米，CAGR为3.5%。2028年，中国住宅物业管理服务市场的在管总建筑面积预期将达353亿平方米，2023-2028年的CAGR为1.2%。

图18: 中国住宅物业管理服务市场在管总建筑面积(十亿平方米)及增速(%)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图19: 中国住宅物业管理服务市场规模(十亿元)及增速(%)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

住宅物业管理服务市场的总收入由2014年的1349亿元增长至2023年的3172亿元, CAGR为10.0%。预计到2028年, 住宅物业管理服务市场的总收入将达到4043亿元, 2023-2028年的CAGR为5.0%。

2.1.2 中国购物中心运营服务市场: 市场规模超2400亿元, 未来有望维持高个位数增长

中国购物中心运营服务市场保持较高增速, 未来收入增长动能向运营服务倾斜。2014-2023年, 购物中心运营服务市场在管总建筑面积由2014年的285.2百万平方米增加至2023年的690.6百万平方米, CAGR为10.3%。未来, 购物中心运营服务市场的在管总建筑面积预计将持续增长, 预计将在2028年达到886.0百万平方米, 2023-2028年的CAGR为5.1%。

图20: 中国购物中心运营服务市场总建筑面积(百万平方米)及增速(%)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图21: 中国购物中心运营服务市场规模(十亿元)及增速(%)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

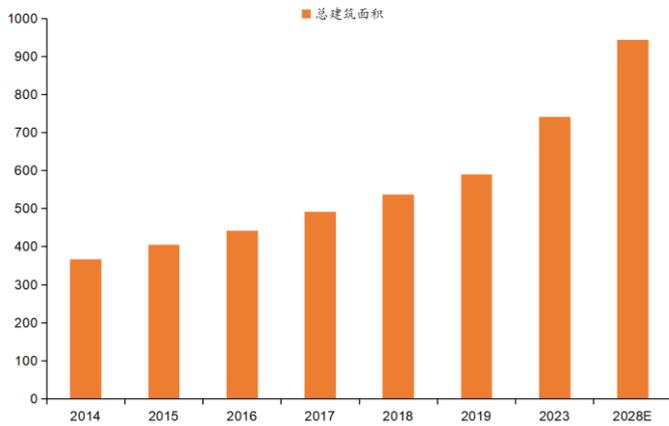
2014-2023年, 中国的购物中心运营服务提供商总收入由887亿元增加至2488亿元, CAGR为12.1%; 其中, 购物中心的物业管理服务及运营服务的收入分别以10.2%及9.2%的CAGR增长。预计到2028年, 购物中心运营服务市场的总收入预计达到344.3亿元, 2023-2028年的CAGR预计为6.7%; 其中, 物业管理服务及运营服务的收入预计分别达到66.9亿元及277.4亿元, 2023-2028年的CAGR分别为8.1%及6.4%。

2.1.3 写字楼运营服务市场: 市场规模超660亿元, 未来有望维持高个位数增长

写字楼运营服务市场稳步扩张, 预计规模与增长率均保持良好态势。2014-2023年, 中国写字楼运营服务市场在管总建筑面积从366.4百万平方米增加至741.5百万平方米,

CAGR 为 8.1%。展望未来，随着商业地产行业的进一步发展，预计 2028 年在管写字楼总建筑面积将达到 943.7 百万平方米，2023-2028 年 CAGR 为 4.9%。

图22: 中国写字楼运营服务市场总建筑面积(百万平方米)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图23: 中国写字楼运营服务市场规模(十亿元)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

2014-2023 年，中国写字楼运营服务市场总收入由 280 亿元增至 668 亿元，CAGR 为 10.1%。预计到 2028 年，中国写字楼运营服务市场总收入将达到 936 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 7.0%。

2.2 行业格局: 全业态物业管理与商业运营市场竞争加剧, 龙头企业持续扩展市场份额

在中国，同时提供物业管理服务、购物中心运营服务及城市服务的公司数量有限，行业集中加速中。根据弗若斯特沙利文的资料，中国全业态物业管理及商业运营服务市场十大公司占 2019 年市场总收入约 15.3%，而华润万象生活排名第七，占市场份额 1.2%。2023 年，在中国的全业态物业管理、商业运营及城市服务市场中，前十大公司占市场总收入的约 10.9%。预计未来此市场的领先参与者将通过政府支持、品牌化、母公司支持、全方位服务、技术驱动及并购，不断提升核心竞争力，巩固市场份额，扩大服务范围。例如，政府可能选择能够提供专业及优质服务的大型物业管理服务提供商参与城市服务项目。

近年来，我国物业管理行业取得快速发展。中国物业管理行业协会数据显示，截至 2023 年，我国物业服务企业超过 20 万家，从业人员近千万，管理物业面积约 370 亿平方米，市场规模达 1.4 万亿元。预计到 2025 年，物业服务市场规模将达到 2 万亿。中国住宅物业管理服务市场分散且竞争激烈，大多数领先的市场参与者都隶属于房地产开发商。根据弗若斯特沙利文的资料，2019 年十大公司占传统物业管理服务总收入约 19.5%，其中华润万象生活的市场份额为 1.5%，排名第七。

中国购物中心运营服务市场竞争激烈且分散。随着城市化步伐加快及消费水平的提升，消费者对购物中心的需求持续增长。2019-2023 年，中国运营中的购物中心总数由 5,077 家增加至 6,808 家，CAGR 为 7.6%。未来，预计中国运营中的购物中心数量将于 2028 年达到 8,822 家，2023-2028 年的 CAGR 为 5.3%。

越来越多的中国物业管理公司的业务范围延伸至写字楼运营服务。领先的供应商有望获得更多写字楼开发商或业主的认可，因而进一步提升领先供应商的市场外拓能力，市场的竞争力以及市场份额不断提高。提供写字楼运营服务（尤其是为高端写字楼所提供）的主要市场参与者为国际房地产公司。根据弗若斯特沙利文的资料，按 2019 年写字楼运营服务收入计，中国前五大市场参与者主要为国际房地产服务企业，占市场份额合计约 42.6%。

2.3 竞争优势：全业态协同整合与多元化服务是物业管理及商业运营行业的制胜关键

在全业态物业管理及商业运营市场中，协同效应和全产业链整合是企业占据市场优势的重要策略。1) 依托全产业链模式，企业通过整合住宅、商业、写字楼等多种物业类型的管理服务：形成覆盖多区域、多业态的协同效应，这种整合不仅降低了单一业态风险，还提高了资源利用效率，有助于企业实现更稳定的收入增长；2) 领先企业通过技术赋能建立数字化管理平台：优化服务流程，大幅降低管理成本并提升服务质量，从而保持在市场中的竞争优势；3) 品牌知名度和母公司支持也是重要的支撑点：这些资源使企业能够有效开拓市场，并在竞争激烈的环境中保持领先地位。

住宅物业管理服务市场的核心竞争力在于多样化增值服务和规模化运营能力。1) 通过提供社区增值服务（如家装、资产管理和空间运营等）：企业实现收入来源的多元化，并提升了整体毛利率；2) 得益于政府的支持政策，企业将线下服务与数字化服务相结合：积极推动智慧社区建设，以满足居民日益增长的多样化需求；3) 企业通过持续扩张在管建筑面积，发挥规模效应：进一步降低了单位运营成本，在平均物业管理费提升的背景下，这种模式将为企业实现长期的盈利增长提供有力保障。

在购物中心运营服务市场中，全生命周期服务覆盖和多元化增值模式是核心竞争力的重要体现。1) 企业提供从开业前的定位设计到日常运营管理的全方位服务：帮助购物中心业主优化品牌组合并吸引消费者，从而提升综合盈利能力；2) 依托会员体系，精准广告投放和 SaaS 解决方案：企业通过创新收入模式实现服务多样化，为购物中心提供更加精细化的运营支持；3) 轻资产运营模式的推广：降低了企业的资本支出压力，使其能够专注于提升管理能力和客户满意度，为在行业中保持领先地位奠定基础。

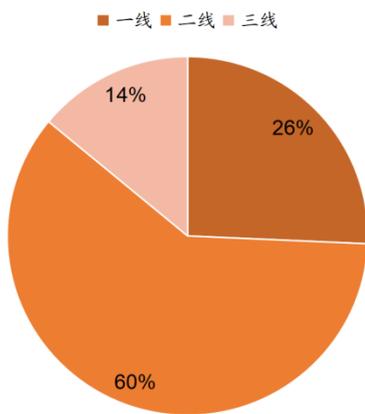
写字楼运营服务市场的竞争优势在于高品质定制化服务和数字化技术与效率的结合。1) 通过为高端客户提供资产管理、企业支持等定制化服务：企业能够深度满足客户的多样化需求；2) 依托信息技术的应用，企业进一步优化管理流程：提高资源整合效率，从而降低了运营成本，在竞争加剧的市场环境下，这种结合不仅帮助企业在服务质量上保持领先，也为其建立了良好的客户粘性；3) 领先企业通过集中管理资源：不断拓展市场份额，进一步巩固了其在行业内的标杆地位。

3 公司优势：多航道协同发力，资源整合与卓越运营驱动高质量增长

3.1 核心区域与优质品牌资源塑造稀缺性竞争优势

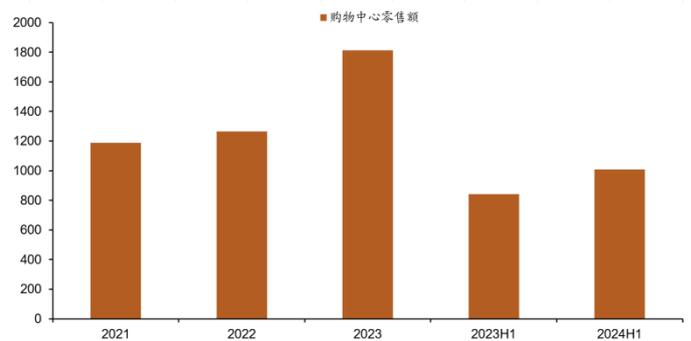
从物业航道角度来看，核心区域布局与公共空间管理能力凸显竞争力。首先，2024年上半年，新增第三方合约面积86%位于一线和二线城市，公司可以充分利用核心区域的稀缺资源优势。其次，公司城市公共空间管理能力突出，2024年上半年在管面积同比增长18.2%至1.23亿平方米，项目覆盖优质城市公共领域（如深圳虹桥公园、成都世界科幻馆等），提升城市资源的综合利用价值。

图24： 华润万象生活新增第三方合约面积城市能级分布（%）



资料来源：华润万象生活 2024 年中期业绩发布会，浙商证券研究所

图25： 华润万象生活购物中心零售额（亿元）



资料来源：华润万象生活 2024 年中期业绩发布会，浙商证券研究所

从商业航道角度来看，市场领导力与品牌资源稀缺性彰显优势。首先，2024年上半年，公司购物中心零售额同比增长19.7%达到1007亿元，其中46个项目零售额排名当地市场第一，优质商业资源稀缺性凸显。其次，截至2024年上半年，公司的商业资源库拥有超过13000个品牌，合作品牌超过7000个，为项目招商与运营提供独特竞争力。

图26： 华润万象生活合作品牌



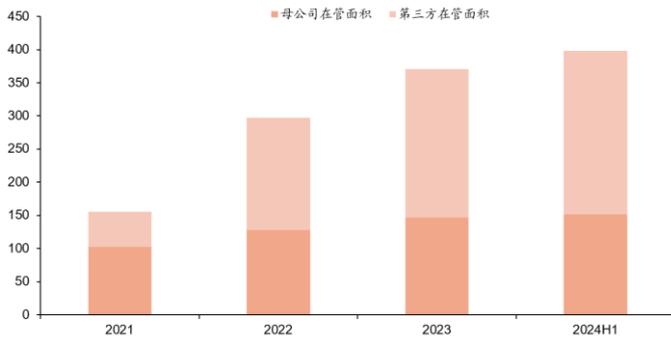
资料来源：华润万象生活官网，浙商证券研究所

3.2 母公司背书与战略协同赋能多航道核心竞争力

从物业航道角度来看，母公司支持与战略协同助力规模拓展。首先，华润集团在城市更新与TOD项目上的支持，使公司能够在核心城市和优质地段持续扩展管理规模，如2024年上半年，在管面积已达3.98亿平方米，较2023年末增长7.5%，其中母公司在管面积约

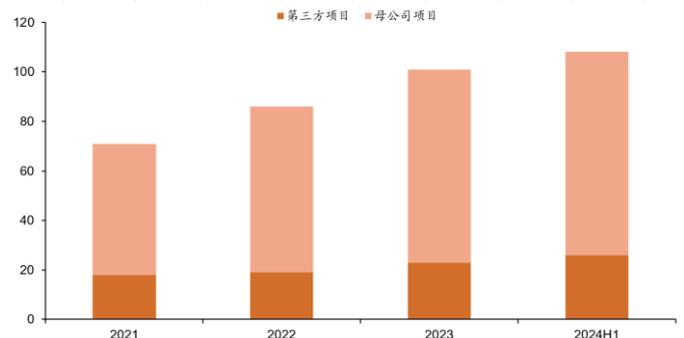
占 38%。其次，作为母公司旗下重要业务板块，公司在全国范围的物业管理和城市空间运营中获得了强大的战略资源协同。

图27: 华润万象生活总在管面积 (百万平方米)



资料来源: 华润万象生活 2024 年中期业绩发布会, 浙商证券研究所

图28: 华润万象生活购物中心在营项目 (个)



资料来源: 华润万象生活 2024 年中期业绩发布会, 浙商证券研究所

从商业航道角度来看，品牌背书与租户绑定提升竞争壁垒。首先，作为众多优质品牌的第一大业主，公司与租户的深度绑定进一步降低了品牌的离场率，增强行业竞争壁垒。2024 年上半年，在营项目较 2023 年末增长 7 个至 108 个，其中母公司项目约占 76%。其次，华润置地为购物中心提供强大的品牌背书和资金支持，使公司在轻资产运营和项目拓展上具有显著优势。

图29: 深圳万象天地



资料来源: 华润万象生活官网, 浙商证券研究所

图30: 长沙万象城

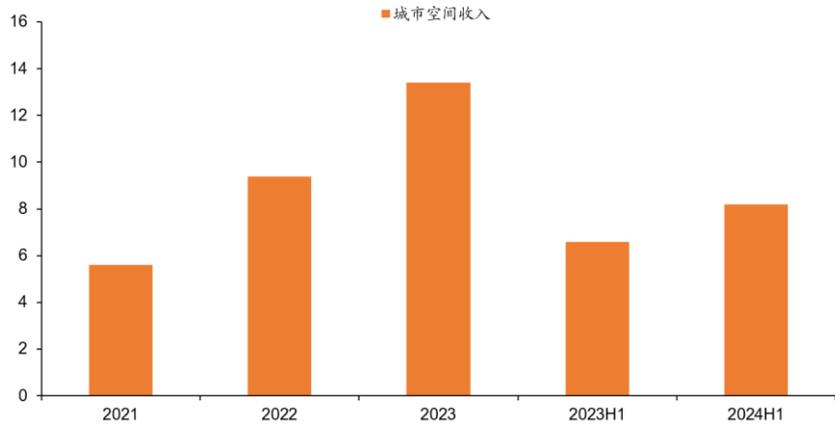


资料来源: 华润万象生活官网, 浙商证券研究所

3.3 卓越运营能力驱动多领域高质量增长

从物业航道角度来看，第三方拓展与一体化运营彰显优势。首先，2024 年上半年，公司在管面积较 2023 年末增长 7.5%，其中第三方在管面积占比达 61.9%，显示了公司在第三方市场中的强大运营能力。其次，公司城市空间运营收入同比增长 24.9%，通过“一体化运营”模式深度挖掘存量资产价值，如温州龙港市民中心项目。

图31: 华润万象生活城市空间运营收入 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、国家统计局、弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

从商业航道角度来看, 卓越运营效率与数字化赋能驱动高质量增长。首先, 新开购物中心如北京西北旺万象汇、常州万象城等项目综合开业率超 90%, 开业后迅速成为城市消费地标。其次, 公司通过“一点万象”等数字化平台实现租户与消费者的全面在线化管理, 数字化营销能力显著提升。2024 年上半年, 日均活跃人数突破百万人, 同比增长 44%。

图32: 北京西北旺万象汇



资料来源: 华润万象生活官网, 浙商证券研究所

图33: 常州万象城



资料来源: 华润万象生活官网, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 营业收入预测

华润万象生活营业收入可以分成住宅、购物中心和写字楼三大板块。我们分别预估了各板块 2024-2026 年的收入，预计 2024-2026 年营业收入分别为 174.5/199.3/225.8 亿元，同比增速分别是 18.2%/14.2%/13.3%。

4.1.1 住宅板块营收预测

我们分别预估了基础物业管理、社区增值服务和开发商增值服务板块 2024-2026 年的收入，预计 2024-2026 年住宅板块营收为 108.3/123.7/139.9 亿元，同比增速为 12.8%/14.2%/13.2%。

1) **基础物业管理板块营收预测**：假设公司全面承接华润置地所负责的开发及销售业务中的基础物业服务工作，预计 2024-2026 年在管面积分别为 167/188/210 百万平方米；预计 2024-2026 年第三方在管面积分别为 257/296/340 百万平方米。因此预计 2024-2026 年基础物业管理服务收入分别为 83.8/96.5/109.7 亿元，同比增速分别是 15.6%/15.2%/13.7%。

2) **社区增值服务营收预测**：基于对在管面积的预估，并假设 2024-2026 年期间，每个在管项目的单位面积所能产生的社区增值服务收益增速将提高。预计 2024-2026 年社区增值服务的收入将分别为 17.6/20.2/23.2 亿元，同比增速分别是 15.0%/15.0%/15.0%。

3) **开发商增值服务营收预测**：受地产影响，预计在 2024-2026 年期间，开发商从每单位销售面积中获得的增值服务收入下降。预计 2024-2026 年，开发商的增值服务收入将分别达到 7.0/7.0/7.0 亿元，同比增速分别是 -15.9%/0%/0%。

表2： 华润万象生活住宅板块营收预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
住宅物业管理板块营收（百万元）	9601	10829	12365	13993
YOY	23.05%	12.79%	14.19%	13.16%
基础物业管理营收（百万元）	7245	8376	9649	10974
YOY	30.02%	15.61%	15.20%	13.73%
社区增值服务营收（百万元）	1526	1755	2019	2321
YOY	21.53%	15.00%	15.00%	15.00%
开发商增值服务营收（百万元）	829	698	698	698
YOY	-14.85%	-15.85%	0.00%	0.00%

资料来源：浙商证券研究所

4.1.2 购物中心板块营收预测

我们分别预估了运营及物业管理和分租板块 2024-2026 年的收入，预计 2024-2026 年购物中心板块营收为 43.7/50.9/59.1 亿元，同比增速为 34.9%/16.5%/16.1%。

1) **运营及物业管理营收预测**：根据华润置地的购物中心开业计划，2024-2026 年，预计每年在营的购物中心数量分别为 92 个、97 个和 104 个；根据非华润置地的开业计划，

2024-2026年，预计每年在营的购物中心数量分别为30/37/46个。因此，购物中心运营及物业管理收入2024-2026年分别为36.4/42.9/50.5亿元，同比增速分别是15.6%/15.2%/13.7%。

2) 分租营收预测：截至2024年上半年，公司有三个商业分租项目。根据公司2024年中报，在营购物中心数量为108个；根据华润置地以及非华润置地的购物中心开业计划，预计从2024到2026年，购物中心的数量将达到122个。因此，这一扩展将直接推动收入增长。预计商业分租收入将分别达到7.3/8.0/8.6亿元，每年增长率在20.0%/10.0%/8.0%。

表3：华润万象生活购物中心板块营收预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
购物中心板块营收（百万元）	3238	4367	5089	5910
YOY	30.45%	34.87%	16.52%	16.14%
商业运营及物业管理服务（百万元）	2665	3643	4292	5049
YOY	30.02%	15.61%	15.20%	13.73%
商业分租服务（百万元）	604	725	797	861
YOY	65.48%	20.00%	10.00%	8.00%

资料来源：浙商证券研究所

4.1.3 写字楼板块营收预测

我们分别预估了商业运营服务和物业管理服务板块2024-2026年的收入，预计2024-2026年写字楼板块营收为22.5/24.7/26.6亿元，同比增速为16.5%/9.8%/7.9%。

1) 商业运营服务营收预测：考虑到当前写字楼市场的低迷状况，预计公司在未来三年中将将对写字楼商业运营服务的在管面积增长采取更为审慎的策略，预计2024-2026年写字楼商业运营建筑面积分别为1.7/1.8/1.9百万平。因此，预计2024-2026年写字楼的商业运营服务收入分别为1.4/1.5/1.5亿元，同比增速分别为5.1%/5.1%/5.1%。

2) 物业管理服务营收预测：预计2024-2026年物业管理建筑面积分别为17.0/18.4/19.5百万平。因此，预计2024-2026年写字楼的物管服务收入分别为21.1/23.2/25.1亿元，同比增速分别为17.3%/10.2%/8.1%。

表4：华润万象生活写字楼板块营收预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
写字楼板块营收（百万元）	1928	2245	2466	2662
YOY	11.33%	16.46%	9.84%	7.94%
商业运营服务（百万元）	132	139	146	153
YOY	4.47%	5.06%	5.06%	5.06%
物业管理服务（百万元）	1796	2106	2321	2509
YOY	11.87%	17.30%	10.16%	8.12%

资料来源：浙商证券研究所

4.2 毛利预测

华润万象生活毛利可以分成住宅、购物中心和写字楼三大板块。我们分别预估了各板块 2024-2026 年的毛利，预计 2024-2026 年毛利分别为 59.2/68.3/77.7 亿元，同比增速分别是 26.1%/15.4%/13.9%。

4.2.1 住宅板块毛利预测

我们分别预估了基础物业管理、社区增值服务和开发商增值服务板块 2024-2026 年的收入，预计 2024-2026 年住宅板块毛利率分别为 18.8%/18.6%/18.6%，而相应的毛利润预计将分别增至 20.3/23.0/26.0 亿元。

1) **基础物业管理服务毛利预测**：由于一、二线城市在管面积占比高，公司的基础物业管理服务毛利率可能逐年增长。预计 2024-2026 年，基础物业管理服务的毛利率将分别为 14.9%/14.9%/14.9%，而相应的毛利润预计将达到 12.5/14.4/16.3 亿元。

2) **开发商增值服务毛利预测**：由于开发商在销售规模和盈利能力方面面临的下滑趋势，假设未来三年开发商增值服务的毛利率保持不变。预计 2024-2026 年，社区增值服务的毛利率将分别为 34.3%/34.3%/34.3%，而对应的毛利润预计将分别为 2.4/2.4/2.4 亿元。

3) **社区增值服务毛利预测**：借助于母公司提供的丰富资源，公司预期将不断扩大和深化社区增值服务的范围和质量，从而实现毛利率增长。预计 2024-2026 年，社区增值服务的毛利率将分别达到 31.1%/31.1%/31.1%，而相应的毛利润预计将分别增至 5.5/6.3/7.2 亿元。

表5： 华润万象生活住宅物管板块毛利率（%）和毛利（百万元）预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
住宅板块毛利率	17.47%	18.77%	18.64%	18.55%
住宅板块毛利	1677	2033	2304	2596
物业管理服务毛利率	13.60%	14.89%	14.89%	14.89%
物业管理服务毛利	985	1247	1437	1634
开发商增值服务毛利率	34.30%	34.30%	34.30%	34.30%
开发商增值服务毛利	284	239	239	239
社区增值服务毛利率	26.70%	31.13%	31.13%	31.13%
社区增值服务毛利	408	546	628	723

资料来源：浙商证券研究所

4.2.2 购物中心板块毛利预测

借助于母公司提供的丰富资源，公司预期将不断扩大和深化商业运营的范围和质量，从而实现毛利率增长。因此，预计 2024-2026 年，购物中心板块毛利率分别为 69.1%/70.2%/70.3%，毛利润将分别为 30.2/35.8/41.6 亿元。

表6： 华润万象生活购物中心板块毛利率（%）和毛利（百万元）预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
购物中心板块毛利率	71.92%	69.08%	70.18%	70.32%
购物中心板块毛利	2329	3017	3572	4156

资料来源：浙商证券研究所

4.2.3 写字楼板块毛利预测

考虑到当前写字楼市场的低迷状况，预计公司在未来三年中将对写字楼商业运营服务的在管面积增长采取更为审慎的策略，因此毛利增速放缓，**预计 2024-2026 年，写字楼板块毛利率分别为 38.4%/38.3%/38.2%，毛利润将分别为 8.6/9.4/10.2 亿元。**

表7: 华润万象生活写字楼板块毛利率(%)和毛利(百万元)预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
写字楼板块毛利率	35.64%	38.40%	38.29%	38.23%
写字楼板块毛利	687	862	944	1018

资料来源: 浙商证券研究所

4.3 费用支出及归母净利润预测

伴随市场竞争的加剧和公司内部效率的提升，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 33.9%/34.2%/34.4%。营业费用率方面，由于品牌宣传的需要，公司营业费用率会有所提升，我们预计 2024-2026 年营业费用率分别为 1.9%/1.9%/1.9%。在管理费用率方面，我们预计随着公司管理规模的扩大和数字化管理水平的提升，公司的运营效率将得到增强，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 6.4%/5.9%/5.4%。财务费用方面，随着公司不断扩大和深化商业运营及物业管理，我们预计 2024-2026 年财务费用率分别为 0.8%/0.8%/0.8%。**因此，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 34.4/39.8/45.9 亿元，归母净利率分别为 19.7%/19.9%/20.3%。**

表8: 费用及利润预测(百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.78%	33.90%	34.24%	34.43%
营业费用率	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
管理费用率	6.43%	6.43%	5.93%	5.43%
财务费用率	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%
归母净利率	19.83%	19.71%	19.94%	20.31%
归母净利润	2929	3440	3975	4585

资料来源: 浙商证券研究所

4.4 估值

我们选取了 3 家 H 股物业管理及商业运营企业，包括万物云、恒隆地产和绿城服务作为可比公司。可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 16x/13x/12x，华润万象生活对应 PE 分别为 20x/18x/15x。**考虑到华润万象生活的运营能力强、市场占有率高、在国内市场具有较大的发展潜力，我们认为公司可享估值溢价，首次覆盖，我们给予华润万象生活“增持”评级。**

表9: 华润万象生活可比公司估值(注:总市值和股价为2025年3月5日收盘价)

股票代码	股票简称	当前市值(亿港元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2602.HK	万物云	285	18	21	24	15	13	11
2869.HK	绿城服务	131	7	9	10	17	14	12
0101.HK	恒隆地产	316	22	30	29	14	10	10
	平均值					16	13	12
1209.HK	华润万象生活	749	34	40	46	20	18	15

资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 除华润万象生活外, 其余盈利预测源于 wind 一致预期。

5 风险提示

- 1) **行业竞争加剧的风险:** 行业内企业的快速发展和技术创新可能导致公司面临更强的市场竞争压力,尤其是在核心区域和优质品牌资源稀缺性上,可能会面临市场份额被侵蚀的风险。
- 2) **依赖核心区域和优质品牌资源的风险:** 若核心城市面临经济增速放缓或政策调整,公司可能面临增速放缓或收入下滑的风险。此外,优质品牌资源的稀缺性也使公司在品牌拓展和招商方面存在一定的风险。
- 3) **市场需求变化的风险:** 随着消费者需求的快速变化,尤其是在购物中心和写字楼等领域的需求转变,公司可能面临服务模式、运营效率或技术不适应市场需求变化的风险。
- 4) **母公司支持的依赖性风险:** 过度依赖母公司资源可能限制了公司的独立运营空间。若母公司战略调整或资源配置变化,可能会对公司的扩展和运营产生不利影响。
- 5) **轻资产运营模式的风险:** 公司在购物中心等项目中采用轻资产运营模式可能导致公司在市场波动期间,尤其是在经济下行或消费者支出收缩时,面临较高的经营风险。
- 6) **第三方数据准确性风险:** 本文所引用的部分数据来源于第三方机构,可能存在与实际情况不符的偏差。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,518	21,143	22,739	20,553	营业收入	14,767	17,453	19,932	22,577
现金	11,580	10,994	10,146	4,890	其他收入	31	0	0	0
应收账款及票据	1,996	2,359	2,694	3,051	营业成本	10,073	11,537	13,107	14,803
存货	203	232	264	298	销售费用	285	337	384	435
其他	5,740	7,558	9,636	12,313	管理费用	950	1,123	1,182	1,226
非流动资产	8,265	8,473	8,074	7,295	财务费用	117	139	158	179
固定资产	552	514	477	444	其他费用	49	0	50	45
无形资产	3,586	3,245	2,935	2,656	除税前溢利	3,912	4,608	5,325	6,142
其他	4,127	4,714	4,661	4,195	所得税	969	1,152	1,331	1,536
资产总计	27,783	29,616	30,813	27,847	净利润	2,943	3,456	3,994	4,607
流动负债	8,340	9,894	12,069	13,205	少数股东损益	14	16	19	22
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,929	3,440	3,975	4,585
应付账款及票据	1,546	1,771	2,012	2,272	EBIT	3,634	4,319	5,050	5,888
其他	6,794	8,123	10,058	10,933	EBITDA	3,909	4,734	5,428	6,231
非流动负债	3,408	3,276	3,084	2,841	EPS (元)	1.28	1.51	1.74	2.01
长期债务	0	0	0	0					
其他	3,408	3,276	3,084	2,841					
负债合计	11,747	13,170	15,153	16,046	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
普通股股本	0	0	0	0	成长能力				
储备	15,948	16,342	15,536	11,657	营业收入	22.89%	18.19%	14.20%	13.27%
归属母公司股东权益	15,948	16,342	15,537	11,657	归属母公司净利润	32.76%	17.45%	15.55%	15.34%
少数股东权益	88	104	123	145	获利能力				
股东权益合计	16,036	16,446	15,660	11,801	毛利率	31.79%	33.90%	34.24%	34.43%
负债和股东权益	27,783	29,616	30,813	27,847	销售净利率	19.83%	19.71%	19.94%	20.31%
					ROE	18.36%	21.05%	25.58%	39.33%
					ROIC	17.05%	19.70%	24.19%	37.42%
现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	3,042	4,452	5,790	5,303	资产负债率	42.28%	44.47%	49.18%	57.62%
净利润	2,929	3,440	3,975	4,585	净负债比率	-72.21%	-66.85%	-64.79%	-41.44%
少数股东权益	14	16	19	22	流动比率	2.34	2.14	1.88	1.56
折旧摊销	275	416	377	343	速动比率	2.31	2.09	1.85	1.52
营运资金变动及其他	(176)	580	1,419	354	营运能力				
投资活动现金流	(1,827)	(1,992)	(1,857)	(2,094)	总资产周转率	0.55	0.61	0.66	0.77
资本支出	(582)	(37)	(31)	(30)	应收账款周转率	8.31	8.02	7.89	7.86
其他投资	(1,245)	(1,956)	(1,827)	(2,064)	应付账款周转率	6.98	6.96	6.93	6.91
筹资活动现金流	(2,228)	(3,047)	(4,782)	(8,466)	每股指标(元)				
借款增加	(170)	0	0	0	每股收益	1.28	1.51	1.74	2.01
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	1.33	1.95	2.54	2.32
已付股利	(2,090)	(3,047)	(4,782)	(8,466)	每股净资产	6.99	7.16	6.81	5.11
其他	32	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(1,013)	(586)	(848)	(5,255)	P/E	23.81	20.27	17.54	15.21
					P/B	4.37	4.27	4.49	5.98
					EV/EBITDA	14.88	12.41	10.98	10.41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>