



## 二十载传承万物生，融汇商业新气象

### —— 商业系列报告二

2025 年 4 月 21 日

- **商业物业双航道并行：**华润万象生活成立于 2017 年，是我国领先的物业管理及商业运营服务提供商，是世界 500 强企业华润集团旗下公司。公司已形成商业、物业双航道并行的轻资产管理发展模式。2024 年，公司实现营业收入 170.43 亿元，核心归母净利润 35.07 亿元，核心净利润派息率 100%。
- **强运营打造龙头商管品牌：**公司的商管业务主要通过轻资产模式为购物中心和写字楼提供商业运营服务。1) 购物中心：公司拥有“万象城”、“万象汇”等产品线，并拥有丰富品牌库资源，具有强招商能力。在卓越的运营加持下，公司通过内生和外拓两种方式实现量增质优的规模扩张。2024 年购物中心业务共实现收入 42.09 亿元。2) 写字楼：近五年在管规模 CAGR 达到 30.86%。公司主要覆盖城市超高层地标、TOD 城市综合体等，因此得以维持较高的出租率和物业费。2024 年公司写字楼业务共实现收入 20.65 亿元。
- **构建多业态城市物管服务体系：**公司通过承接母公司交付项目及积极外拓实现高质量版图扩张，2024 年公司在管社区空间 2.71 亿方。凭借精细化运营管理的模式和资源整合能力，公司完成公园、学校、医院等城市业态的运营服务覆盖。2024 年，公司物业管理航道共实现收入 107.15 亿元。
- **大会员平台实现资源交互：**公司将各业态场景的会员体系打通，形成大会员体系。由于公司的商业航道购物中心规模庞大、服务业态种类丰富、住宅覆盖较多城市、与华润集团的多品牌实现协同，因此系统覆盖日益全面，2024 年公司万象星会员总量达到 6107 万，大会员体系逐渐系统化推进。
- **投资建议：**公司是我国轻资产商管龙头，凭借强运营能力实现量增质优的商业规模扩张，积极创新增值服务并构建多元的物业服务体系。基于公司的稀缺性，我们预测公司 2025-2027 年核心归母净利润分别为 41.09 亿元、48.01 亿元、54.81 亿元，PE 为 18.88X、16.16X、14.15X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险；政策推进和实施不及预期的风险；房价大幅波动的风险；房屋销售和竣工不及预期的风险；第三方拓展不及预期的风险；应收账款回款不及预期的风险；汇率大幅波动的风险。

#### 主要财务指标预测（人民币）

|              | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)    | 17042.66 | 19552.57 | 22069.56 | 24402.76 |
| 收入增长率%       | 15.41%   | 14.73%   | 12.87%   | 10.57%   |
| 核心归母净利润（百万元） | 3506.68  | 4109.10  | 4800.85  | 5480.57  |
| 利润增速%        | 20.09%   | 17.18%   | 16.83%   | 14.16%   |
| 核心摊薄 EPS(元)  | 1.54     | 1.80     | 2.10     | 2.40     |
| P/E*         | 17.68    | 18.88    | 16.16    | 14.15    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，以 4 月 11 日股价和核心 EPS 计算 P/E\*

#### 华润万象生活（股票代码：01209.HK）

**推荐** 首次评级

#### 分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

#### 市场数据

2025-4-13

|               |          |
|---------------|----------|
| 股票代码          | 1209.HK  |
| 收盘价(港元)       | 36.15    |
| 恒生指数          | 20914.69 |
| 总股本(万股)       | 228250   |
| 实际流通 H 股(万股)  | 228250   |
| 流通 H 股市值(亿港元) | 825      |

#### 相对恒生指数表现图

2025-4-11



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 1.【银河地产】张江高科(600895)深度报告\_产投为矛地产为盾，科技园区新篇章
- 2.【银河地产】行业深度\_房地产 2025 年度策略：收储城改齐发力，行业迈向新周期
- 3.【银河地产】2024 年度策略报告\_增量的下半程，存量的新征程

## 目录

## Catalog

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、概览：全国领先的商业服务和物业管理公司 .....    | 3  |
| （一）出发二十载，商管领头羊 .....           | 3  |
| （二）股权稳定，管理专业 .....             | 4  |
| （三）收入持续增长，商业快步向前 .....         | 6  |
| 二、商管：强运营打造龙头品牌 .....           | 9  |
| （一）量增：内生与外拓双管齐下 .....          | 11 |
| （二）质优：多产品线聚焦核心 .....           | 14 |
| （三）运营：支撑快速发展的内核因素 .....        | 17 |
| （四）写字楼：业务规模稳定提升 .....          | 20 |
| 三、物管：构建多元城市服务体系 .....          | 24 |
| （一）内生：高质量的版图扩张 .....           | 25 |
| （二）外拓：规模提升的中流砥柱 .....          | 26 |
| （三）增值服务：积极探索创新业务 .....         | 27 |
| （四）城市空间：多业态精细化运营 .....         | 29 |
| 四、会员：规模效应实现资源交互 .....          | 31 |
| （一）大会员平台：各业态互联互通 .....         | 31 |
| （二）规模效应：范围广全业态是充分条件 .....      | 32 |
| 五、购物中心：新兴消费的载体 .....           | 35 |
| （一）行业趋势：消费待复苏，购物中心市场庞大 .....   | 35 |
| （二）定位优势：高端消费具有重要地位 .....       | 36 |
| （三）发展方向：体验式消费全业态布局支撑服务消费 ..... | 37 |
| 六、财务：现金牛与高分红 .....             | 39 |
| （一）盈利：高毛利高分红 .....             | 39 |
| （二）管理：现金流快周转 .....             | 40 |
| 七、投资建议：盈利预测与估值 .....           | 42 |
| （一）盈利预测：业绩稳健提高 .....           | 42 |
| （二）估值：轻资产商管龙头标的 .....          | 44 |
| 八、风险提示 .....                   | 46 |

## 一、概览：全国领先的商业服务和物业管理公司

华润万象生活，全称华润万象生活有限公司，成立于 2017 年，是我国领先的物业管理及商业运营服务提供商，是世界 500 强企业华润集团旗下公司。公司已形成商业、物业双航道并行发展的轻资产管理发展模式。截至 2024 年末，公司商业航道在营购物中心 122 座、物业航道在管面积 4.13 亿平方米。2024 年，公司实现营业收入 170.43 亿元，核心归母净利润 35.07 亿元，每股派息 0.922 元，核心净利润派息率 100%。

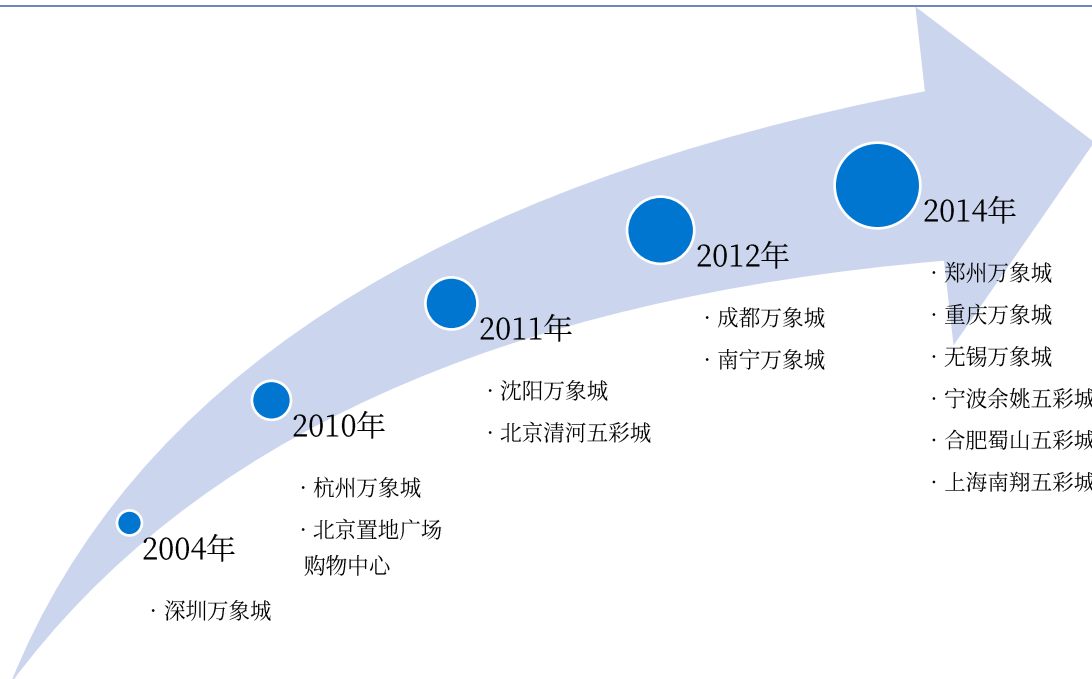
### （一）出发二十载，商管领头羊

1994 年，华润集团投资北京市华远房地产股份有限公司（华润置地前身）并开展物业开发、投资及管理业务，并同步展开物业管理服务业务。2000 年，华润置地开始开发及建设第一个“万象城”购物中心项目——深圳万象城，2004 年深圳万象城开业，公司确立以“万象城”品牌提供商业运营服务。2005 年，华润置地陆续收购华润集团的物业，包括北京华润大厦、上海华润时代广场、深圳华润中心，为本公司开展写字楼物业管理服务奠定基础。

2009 年，华润置地发布“高品质”品牌战略，其中包括本公司的物业管理服务业务。2014 年，深圳万象城开业十周年，华润置地确立“中国商业地产领导者”的定位，并强化本公司向商业物业提供服务的战略。

2017 年，华润万象生活正式成立。2000~2017 年，华润置地已开业“万象城”和“万象汇”共 25 座，其中 2004 年深圳万象城开业、2010 年杭州万象城开业、2014 年沈阳万象城开业、2015 年青岛万象城开业、2017 年深圳万象天地开业。截至 2017 年末，共有 15 家万象城在营（包括万象天地）。2019 年，公司的住宅和商业物管总在管建面超过 1 亿方，物管公司中公司的物管服务收入排名第五，荣获中国物业服务特色运营领先品牌企业的荣誉。

图1：2017 年前华润置地旗下购物中心开业时间线



资料来源：华润置地公告，中国银河证券研究院

2020 年 12 月，公司成功在港交所上市，2020 年公司的住宅物管在管面积突破 1 亿平方米，已开业 57 个购物中心，覆盖城市数量达到 40 个；2020 年公司荣获观点地产网商业不动产影响力企业 TOP100 榜单第一名。2021 年，公司的住宅物管面积突破 1.5 亿平方米，合同建面近 2 亿平方米；商业运营上，购物中心在营项目 71 个，并首次尝试购物中心运营业务的市场化拓展，并在当年外拓 12 个项目，建面规模达到 124 万方；2021 年，观点指数研究院评选的中国商业地产 TOP100 榜单第一名。

2022 年，公司的住宅物管在管面积近 3 亿平方米，购物中心运营上，在营购物中心数量达到 86 座；2022 年收购多个物管公司，包括中南服务、禹洲物业等标的，为公司的住宅物管规模贡献增量；2022 年发力城市空间运营业务。2022 年，观点网评选 2022 年度商业地产企业表现第一名。2023 年，住宅物管在管面积突破 3.5 亿平方米，合同建面超过 4 亿平米；2023 年赢商网评选零售商业地产行业 TOP1。2024 年，以公司管理的青岛万象城作为底层资产的华夏华润商业 REIT 于 3 月上市。

图2：华润万象生活发展阶段



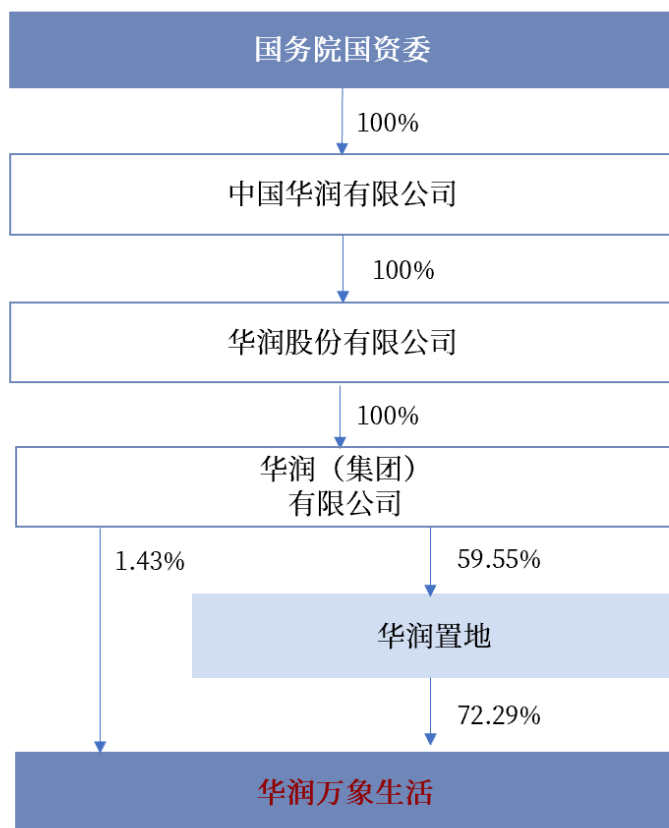
资料来源：公司招股说明书，公司公告，中国银河证券研究院

## （二）股权稳定，管理专业

华润万象生活是世界 500 强华润集团旗下的公司，由华润置地持股 72.29%，若考虑股权穿透，华润集团共持股 73.72%。母公司华润置地于 1994 年改组成立，是华润集团有限公司旗下负责城市建设运营的业务单元，经过超过 30 年的发展，已布局内地及香港等境内外 85 座城市，是综合实力

领先的城市投资开发运营商。穿透股权关系后，华润万象生活的实控人是国务院国资委，公司股权关系稳定集中，利于公司开展业务。

图3: 华润万象生活股权架构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，华润置地公告，中国银河证券研究院

公司董事长是李欣先生，李先生 1994 年 8 月加入华润（集团），并于 2001 年 7 月加入华润置地，拥有丰富的行业经验。2001 年 7 月-2013 年 7 月历任华润置地企业发展部总经理、华润（大连）有限公司总经理、华润置地副总裁及沈阳区域总经理等职位。2013 年 6 月起任华润置地高级副总裁，同时兼任沈阳区域总经理，负责东北地区业务发展。2016 年 7 月担任华润置地联系总裁，并兼任华东大区董事长，负责华润置地华东地区业务发展；2017 年 4 月起，担任华润置地执行董事，随后 2018 年 12 月担任华润置地总裁，2022 年 5 月担任华润置地董事长。

公司执行总裁是喻霖康先生，喻先生拥有 30 年地产投资、商业运营及企业管理经验。2018 年 11 月起，喻先生担任华润置地高级副总裁，并于 2020 年 3 月起担任物业总公司董事长，持续管理华润万象生活的整体运营及业务。喻先生在商业地产领域经验丰富并获得业内好评，曾获中国商业地产行业年度奖项评委会办法的 2018 年及 2020 年商业地产领军人物奖。

表1：华润万象生活部分董事及高管履历

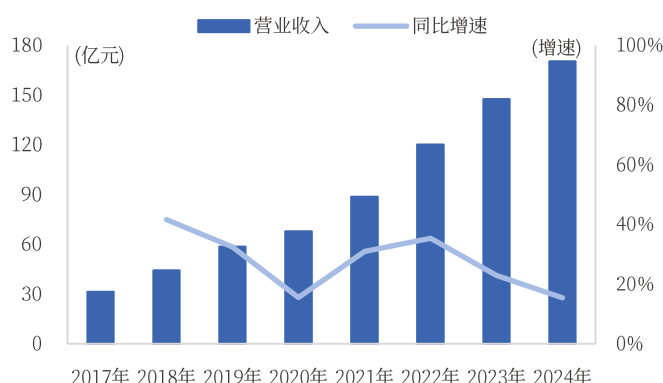
| 职务              | 姓名  | 履历                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 董事长             | 李欣  | 2001年7月加入华润置地，拥有丰富的行业经验。2001年7月-2013年7月历任华润置地企业发展部总经理、华润（大连）有限公司总经理、华润置地副总裁及沈阳区域总经理等职位。2013年6月起任华润置地高级副总裁，同时兼任沈阳区域总经理，负责东北地区业务发展。2016年7月担任华润置地联系总裁，并兼任华东大区董事长，负责华润置地华东地区业务发展；2017年4月起，担任华润置地执行董事，随后2018年12月担任华润置地总裁，2022年5月担任华润置地董事长。                                                                                                                                             |
| 总裁              | 喻霖康 | 1992年8月-1996年9月任职北京华润饭店，并先后担任餐饮部副经理及经理。2004年11月-2011年5月担任华润深圳副总经理，2011年5月-2013年8月担任深圳区域副总经理。2013年8月-2016年7月，担任商业地产总裁、武汉区域总经理以及华润置地助力总裁。2016年7月，担任华润置地副总裁，负责与华润万象生活相关的业务，尤其商业运营服务业务。2018年11月起，喻先生担任华润置地高级副总裁，并于2020年3月起担任物业总公司董事长，持续管理华润万象生活的整体运营及业务。喻先生在商业地产领域经验丰富并获得业内好评，曾获中国商业地产行业年度奖项评委会办法的2018年及2020年商业地产领军人物奖。                                                               |
| 副总裁             | 王海民 | 2013年10月起加入华润置地至今历任多个职务，包括由2013年10月至2015年5月担任沈阳区域华润置地（沈阳）有限公司副总经理、由2015年5月至2016年12月担任沈阳区域营销管理部总经理；自2016年12月起，持续管理本集团业务，主要负责本集团物业管理业务之管理等工作，其中包括由2016年12月至2019年8月担任东北大区大连公司总经理，期间亦由2017年8月至2019年8月担任东北大区助理总经理；自2019年8月起为华润置地总部运营管理部总经理至2020年8月。出于为重组目的，王先生于2020年8月获委任为本集团副总裁，继续领导本集团之业务，并不再于华润置地担任职务。                                                                              |
| 副总裁             | 王磊  | 2002年7月加入华润集团，2007年于华润置地任职。2011年5月-2012年12月任华润置地（山东）有限公司万象城项目总经理，2012年12月-2014年10月任华润置地（威海）有限公司助理总经理及副总经理，2014年10月-2016年8月任职华润置地总部工程管理部副总经理，2016年8月-2018年1月任华润置地商服事业部的华润置地商业管理服务（深圳）有限公司副总经理，2018年1月-2020年10月，先后担任华润置地商服事业部助力总经理及副总经理，全面负责商服实业部工作。2020年10月担任华润置地总部资产管理部总经理。                                                                                                       |
| 董事会秘书、副总裁及首席财务官 | 聂志章 | 2008年7月加入华润置地，2008年7月-2013年10月历任华润置地沈阳公司财务部住主管、助理经理、副经理，2013年10月-2017年9月任华润置地沈阳大区财务管理部副经理、助理总经理、副总经理。2017年9月-2019年6月担任华润置地东北大区财务部总经理，分管法律、审计工作，2019年6月-2020年1月担任华润置地东北大区财务部纵筋施工，营销管理部总经理，2020年1月-2020年8月担任华润置地东北大区助理总经理、财务部总经理、营销管理部总经理、投资管理部总经理，2020年8月-2022年1月担任华润置地东北大区助力总经理、营销管理部总经理，2022年1月-2022年4月担任华润置地东北大区助力总经理，分管财务、运营合投资工作。2022年4月起任华润置地华南大区助理总经理合副总经理等职务，分管投资、营销和运营工作。 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）收入持续增长，商业快步向前

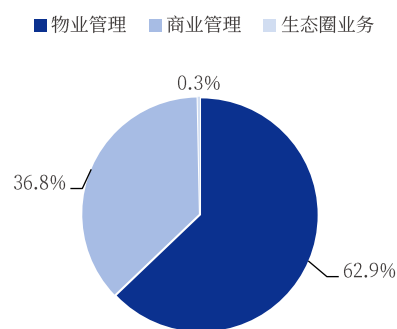
公司2024年，公司实现营业收入170.43亿元，同比增长15.41%。按照业务类型分类，主要包含商业航道、物业航道、生态圈业务三类。2024年，商业航道实现收入62.74亿元，占公司营业收入的36.8%；物业航道实现收入107.15亿元，占公司营业收入的62.9%；生态圈业务实现收入5400万元，占公司营业收入的0.3%。

图4：华润万象生活 2017 年-2024 年营业收入及同比增速



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图5：华润万象生活 2024 年各主营业务收入占比



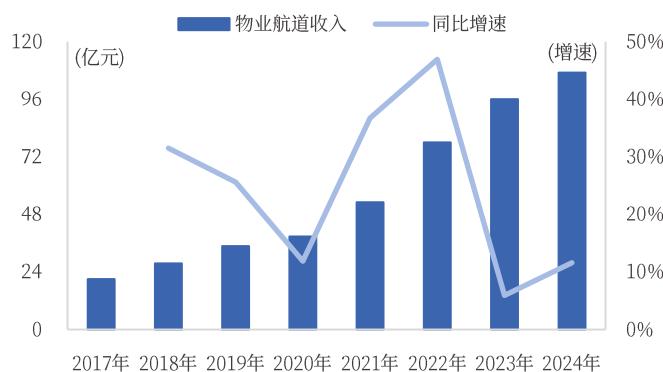
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### 1. 物业航道

物业管理航道主要包含社区空间和城市空间，城市空间涉及基础物业服务、增值服务等两项业务。2024 年，公司物业管理航道共实现收入 107.15 亿元，同比增长 11.61%。其中社区空间和城市空间分别实现收入 88.94 亿元、18.21 亿元。社区空间涉及住宅基础管理、非业主增值服务、业主增值服务等三项业务，2024 年这三项业务分别实现收入 66.60 亿元、7.18 亿元、15.16 亿元，占社区空间收入的比例分别为 74.88%、8.08%、17.04%。

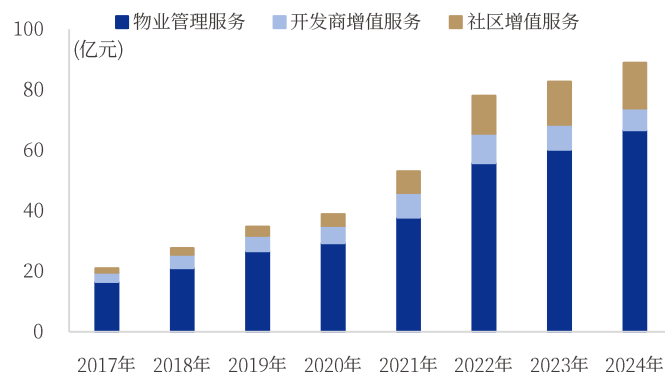
城市空间业务主要聚焦城市管家、公园河道、场馆及产业园等细分赛道，充分发挥公司在城市空间运营服务一体化的优势，为美好城市运营生态。

图6：华润万象生活 2017 年-2024 年物业航道收入及增速



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图7：华润万象生活 2017 年-2024 年社区空间各业务收入占比



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### 2. 商业航道

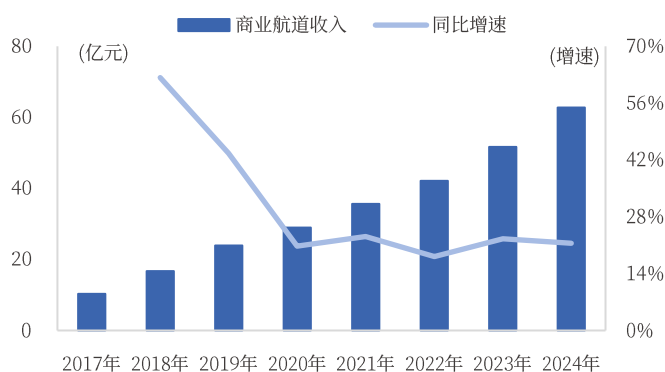
商业航道主要针对购物中心和写字楼两个业态开展业务。2024 年，公司商业航道实现收入 62.74 亿元，同比增长 21.45%

2024 年，购物中心业态共实现收入 42.09 亿元，主要涉及运营、物管和分租业务，其中运营业务随着公司于 2020 年单独分离，因此 2020 年前公司的购物中心业务收入中，尚不包含运营服务业务。2024 年，运营服务、物管、分租业务分别实现收入 29.2 亿元、5.09 亿元、7.8 亿元，分别占购物中心业态收入的 69.38%、12.09%、18.53%。

2024 年，写字楼业务共实现收入 20.65 亿元，主要涉及物管、运营管理等业务，与购物中心类似，运营服务于 2020 年单独分离，因此 2020 年前公司的写字楼业务中同样尚不包含运营服务。

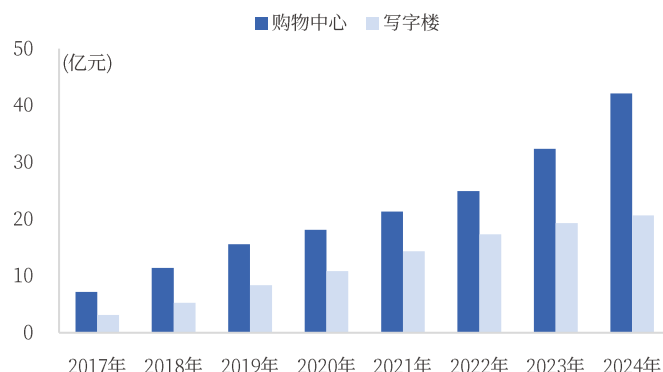
2024年,物管和运营管理业务分别实现收入19.35亿元、1.3亿元,分别占写字楼业态收入的93.7%、6.3%。

图8: 华润万象生活 2017 年-2024 年商业航道业务收入及增速



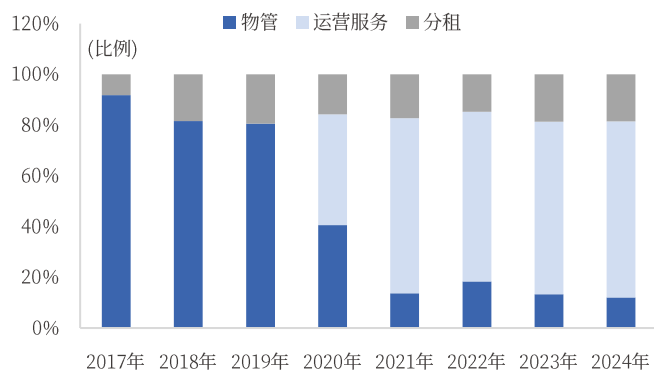
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图9: 华润万象生活 2017 年-2024 年商业航道各业务收入



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

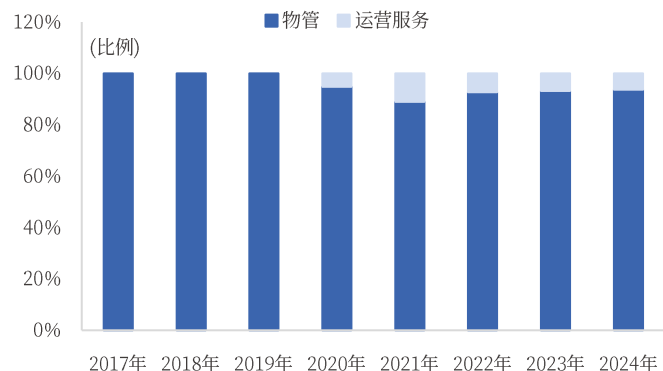
图10: 华润万象生活 2017 年-2024 年购物中心业态各收入占比



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

注: 运营服务于2020年单独分列

图11: 华润万象生活 2017 年-2024 年写字楼业态各收入占比



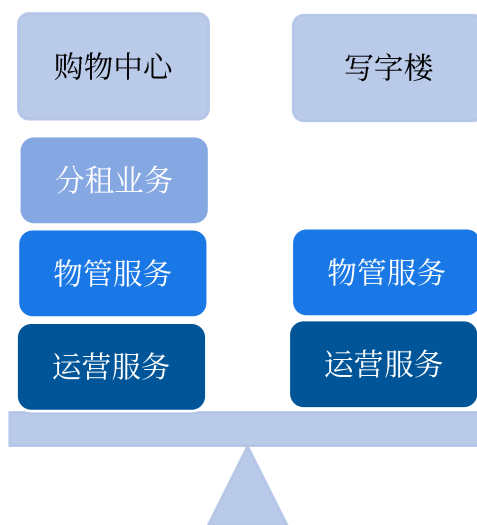
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

注: 运营服务于2020年单独分列

## 二、商管：强运营打造龙头品牌

公司的商管业务主要通过轻资产模式为商业地产提供商业运营服务，其中商业地产主要以购物中心和写字楼为主。从商业地产的业主方看，公司提供商管服务的商业地产主要源自华润置地（公司母公司）、第三方。公司的商管业务主要包括：开业前的管理服务（包括定位及设计管理服务、招商及管理服务等）、开业后的运营管理（包括开业筹备服务、消费者管理服务、市场推广及宣传服务等）；物业管理服务（包括秩序维护、维修保养等）；分租服务：对于少数优质的独立第三方开发或持有的购物中心，公司进行分租业务。

图12：华润万象生活商业航道架构

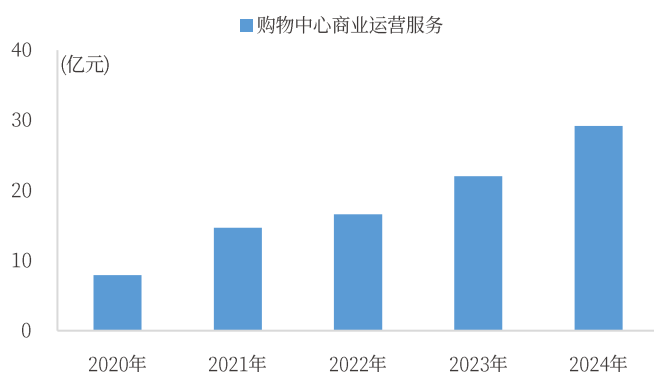


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

购物中心的运营管理：公司作为轻资产管理输出方，主要为业主方（购物中心资产所有者）提供针对购物中心的开业前管理服务、运营管理服务、物业管理服务。2024 年，公司购物中心赛道共实现收入 42.09 亿元，毛利率为 72.60%。

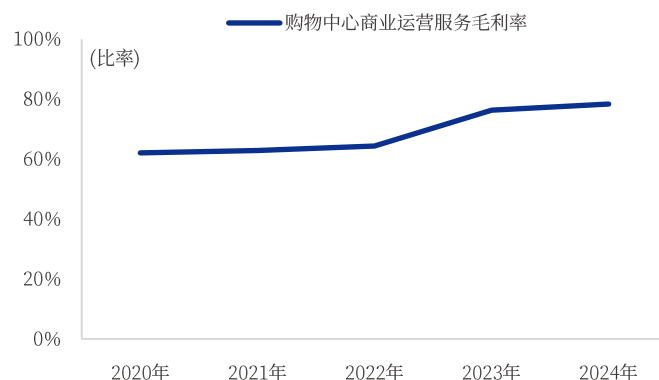
1) 购物中心的运营服务主要包括定位设计、招商管理服务、开业筹备服务、租户指导服务、消费者管理服务、市场推广及宣传服务等。2024 年，公司购物中心的运营服务共实现 29.2 亿元营业收入，对应的毛利率为 78.40%。

图13：截至 2024 年购物中心赛道商业运营服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

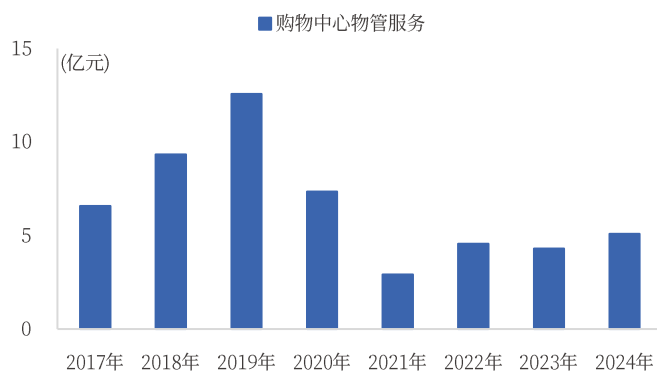
图14：截至 2024 年购物中心赛道商业运营服务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

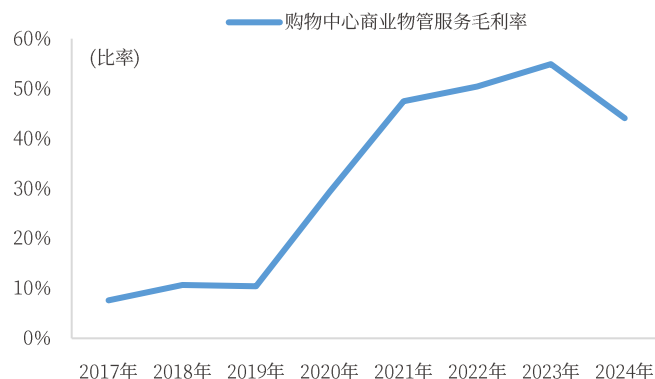
2) 购物中心的物业管理业务主要包括秩序维护、清洁绿化、维修保养、增值服务等。2024 年，购物中心物业管理服务共实现 5.09 亿元，对应的毛利率为 44.10%。由于 2024 年期内新开业购物中心数量增多，导致开业前物管服务收入占比提升，间接导致购物中心赛道物管毛利率下滑。

图15：截至 2024 年购物中心赛道物管服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

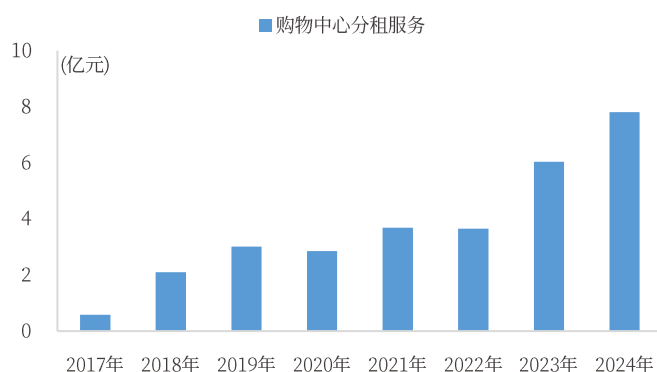
图16：截至 2024 年购物中心赛道物管服务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

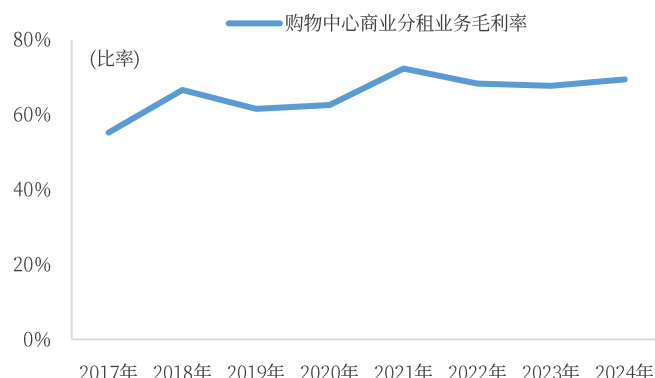
3) 购物中心的分租业务主要为公司整租业主的购物中心并进行分租实现收入：对于少数优质的独立第三方开发商开发或持有的购物中心，公司从业主承租物业，以分租人身份分租给租户。公司会针对每个商业分租项目的定位和招商策略，并且为了提高经营效益，公司会对一些所承租的资产进行必要的场地改造及装修。2024 年，购物中心分租业务共实现收入 7.8 亿元，对应的毛利率为 69.40%。

图17：截至 2024 年购物中心赛道分租服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：截至 2024 年购物中心赛道分租服务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：购物中心赛道业务列表

| 服务类型   | 服务内容                                                                                                                                |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 运营服务   | <b>定位及设计管理服务。</b> 公司开展市场调查，根据对购物中心地理位置、营商环境、竞争对手、客户需求及地区文化确定购物中心之服务和运营的定位。公司根据项目定位协助物业开发商挑选设计公司，并提供设计咨询及管理服务。                       |
|        | <b>招商及管理服务。</b> 公司根据项目定位制订招商策略。公司协助物业开发商或业主物色及招揽目标租户。此外，我们会进行租户背景调查并与租户洽商。                                                          |
|        | <b>开业筹备服务。</b> 在购物中心的开业筹备期间提供一系列管理服务，包括制订宣传策略、成本控制及预算规划以及物业管理规划，亦会安排开幕式和推广活动。                                                       |
|        | <b>租户指导服务。</b> 通过与租户的日常沟通及管理服务协助租户提升业务表现，积极响应租户的广告空间分配及设备养护等需求。协助租户的日常运营，倘租户提出要求，可就经营不善的业务提供建议解决方案。提供购物中心管理制度、店面陈设、客户关系及客户招揽等方面的培训。 |
|        | <b>消费者管理服务。</b> 为购物中心建立了一体化的会员体系，会员可享受相对一致的服务及福利。对于不同层级的会员，我们提供差异化的权益和服务。通过例如「一点万象」app、微信小程序等在线媒体或移动应用程序提供服务。                       |
|        | <b>市场推广及宣传服务。</b> 协助租户的经营推广活动，如新品发布、节日促销及主题活动。                                                                                      |
| 物业管理服务 | <b>秩序维护。</b> 提供的秩序维护服务包括交通管理、停车场管理、巡逻、大型活动管理、应急响应、出入控制及防火安全。主要由本身员工提供秩序维护服务，亦透过分包商于若干项目提供停车管理及秩序维护服务。                               |
|        | <b>清洁及绿化。</b> 为公共区域提供一般清洁及卫生维护服务，公共区域包括外墙、楼梯间、大堂、停车场、地下室及花园。我们亦提供修剪、施肥及灭虫等绿化服务。主要透过分包商提供清洁及绿化服务。                                    |
|        | <b>维修及养护。</b> 一般负责确保电梯系统、供配电系统、给排水系统、消防及空调系统以及其他设施和设备正常运作。亦安排场地改造工程。一般由本身员工提供维修及养护服务，而通常将电梯及消防系统、场地改造以及高空作业外包予分包商。                  |
|        | <b>其他增值服务。</b> 向物业开发商提供早期顾问服务及开业筹备服务。物业建设期间，协助审阅设计及建筑图纸、挑选设备、进行实地视察及在开业前促进项目交接。                                                     |
| 分租业务   | 对于少数优质的独立第三方开发商开发或持有的购物中心，从业主承租物业，以分租人身份分租予租户。根据每个商业分租项目的定位和招商策略，会对一些承租资产进行必要的场地改造及装修以提高经营效益。                                       |

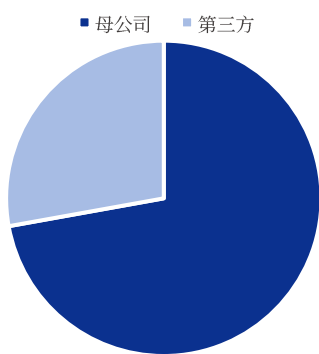
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

公司的商管业务实现规模的快速增长主要源于强运营能力下的量增和丰富的产品线带来的品牌效应。

## （一）量增：内生与外拓双管齐下

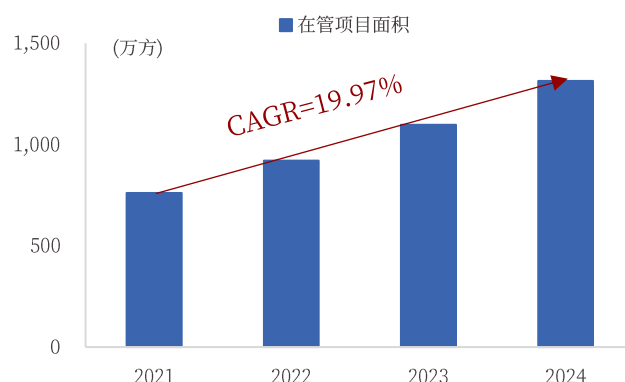
截至 2024 年末，公司共在管 122 个在营项目，管理面积 1314 万方。从公司在管的购物中心所有权看，122 个在营项目中，92 个项目来自于母公司，对应的面积为 1072 万方，30 个项目为第三方项目，对应的面积为 242 万方。从占比看，母公司项目在管面积占比维持在 80%以上，收入占比持续维持在 70%以上。2021 年至 2024 年末，公司的在管面积 CAGR 为 19.97%。母公司购物中心数量稳定增长和公司品牌输出外拓扩张共同支撑公司在管购物中心规模持续提升。

图19：2024 年公司商业航道购物中心收入贡献占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：2021 年-2024 年公司在管购物中心面积

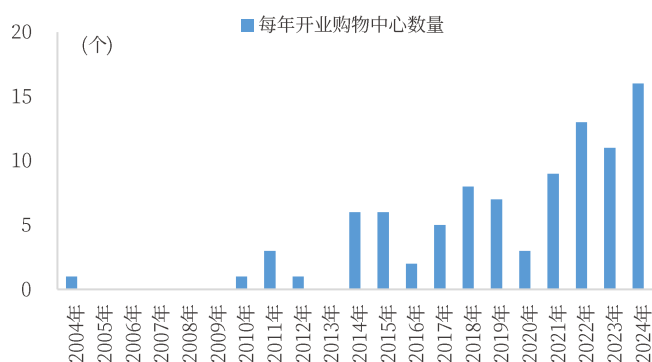


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 1. 母公司关联购物中心稳定增长

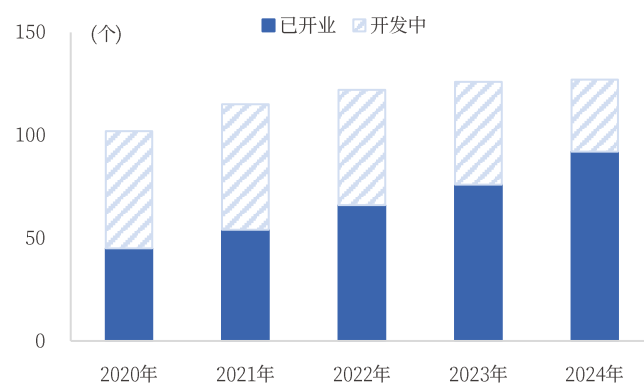
母公司华润置地的购物中心等业务自 2004 年发展至今已有超过 20 年的经验，其购物中心的综合实力达到行业第一。截至 2024 年末，华润置地已开业购物中心 92 个（仅考虑万象城、万象汇、万象天地、五彩城等），2021-2024 年每年分别开业 9、13、11、16 个购物中心。从待开业（开发中）购物中心看，截至 2024 年末，华润置地尚有 35 个购物中心在建，2019 年以来华润置地每年开发中的购物中心数量维持在较高水平，2027 年的在营购物中心数量有望达到 110 个，为公司的购物中心业务贡献稳定增量。

图21：截至 2024 年华润置地每年新开业购物中心数量



资料来源：华润置地公告，中国银河证券研究院

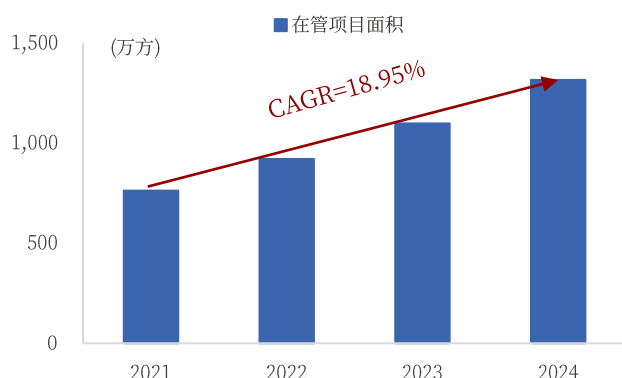
图22：2020 年-2024 年华润置地已开业和开发中购物中心数量



资料来源：华润置地公告，中国银河证券研究院

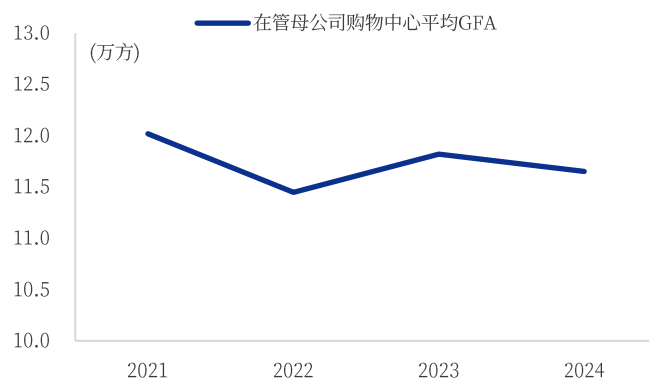
从购物中心体量看，截至 2024 年公司在管母公司购物中心为 1072 万方，2019 年至 2024 年的规模增长较快，CAGR 为 18.95%。从平均体量看，母公司购物中心平均 GFA 维持在 11 万方以上，为中等偏大的购物中心，整体在管规模持续提升。

图23: 截至 2024 年公司在管母公司购物中心规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图24: 2021 年-2024 年公司在管母公司购物中心平均 GFA

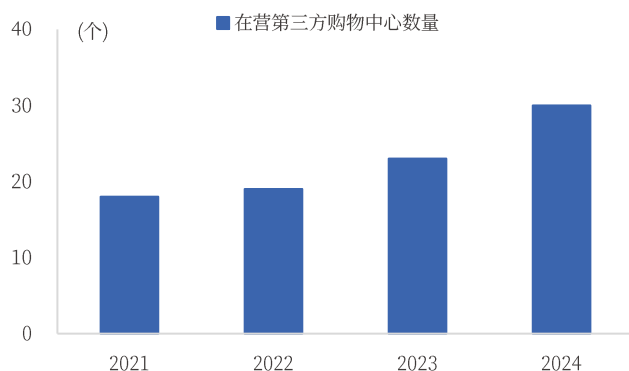


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 2. 外拓获得的商场数量快速增加

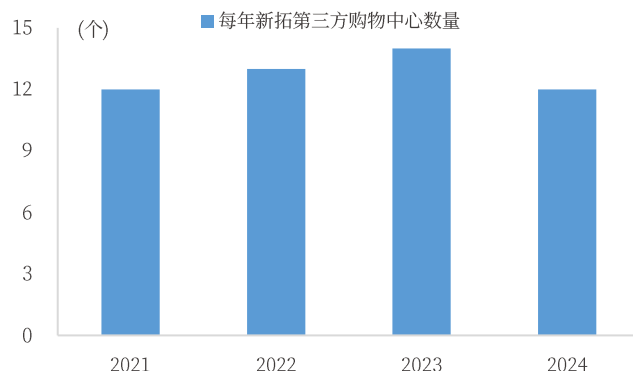
2021 年公司开始尝试市场化拓展, 依托公司一体化能力和品牌影响力, 公司的第三方项目数量迅速提升。截至 2024 年末, 公司第三方外拓项目共达 68 个。2021 年-2024 年, 公司分别新增外拓项目 12 个、13 个、14 个、12 个, 维持快速拓张的战略。截至 2024 年末, 公司在营的第三方外拓项目共 30 个, 仍有 38 个第三方项目储备项目待开业, 为公司规模提升奠定坚实基础。

图25: 截至 2024 年公司在营第三方购物中心数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

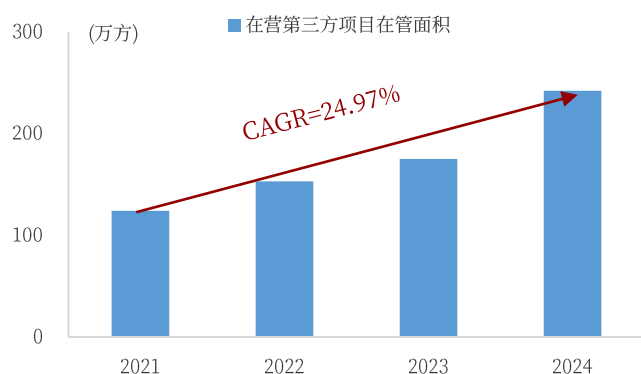
图26: 2021 年-2024 年公司每年新拓第三方购物中心数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

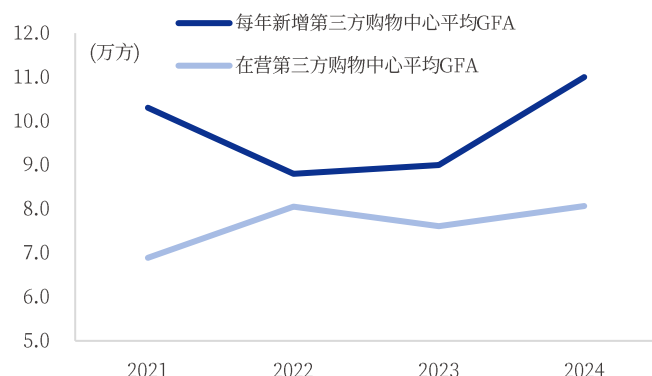
从购物中心体量看, 2021 年-2024 年, 公司在管第三方购物中心面积由 124 万方提升至 242 万方, CAGR 为 24.97%, 增速显著高于源自母公司的购物中心面积增速; 从单项目体量看, 截止 2024 年末, 第三方外拓的购物中心平均 GFA 为 8.07 万方, 其中 2024 年新拓 12 个第三方项目的平均 GFA 为 11.0 万方以上, 单项目体量提升。

图27：截至 2024 年公司在管第三方购物中心规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28：2021 年-2024 年公司第三方购物中心平均 GFA



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

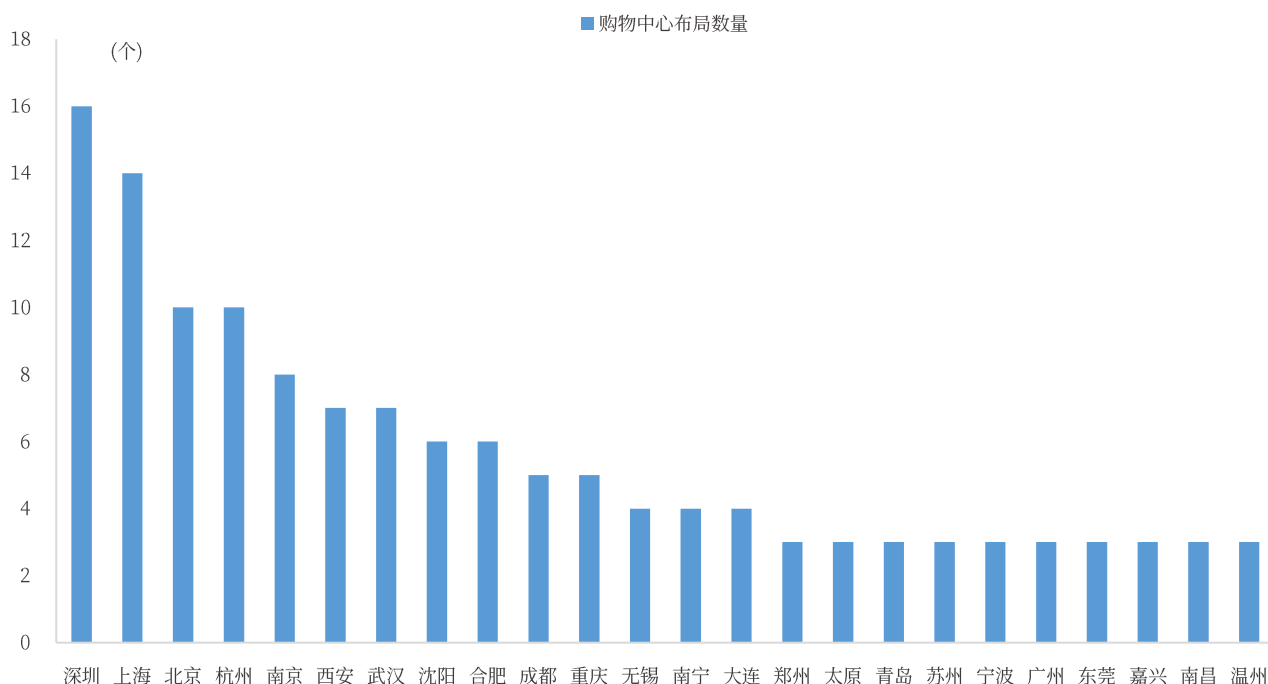
## （二）质优：多产品线聚焦核心

公司在管购物中心的质量高，城市能级以一二线城市为主，并且具有丰富的产品线定位，如母公司购物中心共有万象城、万象汇、万象天地等产品线，满足各类消费需求。

### 1. 聚焦核心城市

截至 2024 年末，公司在全国 24 个重点城市实现“一城多汇”和“多城多汇”布局。这 24 个城市的购物中心项目 136 个（包含母公司项目和第三方拓展项目），其中 43 个位于一线城市、77 个位于省会城市及计划单列市（深圳归类为一线城市）、16 个位于其他经济发达城市。从城市布局看，购物中心数量在 10 个以上（包含）的城市 4 个、7 个省会及计划单列市内的购物中心数量在 5 个以上（包含），体现出公司聚焦核心，保持高能级城市深耕的策略。

图29：截至 2024 年公司实现“一城多汇”和“多城多汇”布局的城市及项目数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以母公司购物中心为例，截至 2024 年末，公司在管的母公司购物中心 92 个，其中 16 个位于一线城市，53 个位于省会及计划单列市（深圳归类为一线城市），25 个位于其他经济发达城市，如苏州、无锡等地。

表3：公司母公司各年开业购物中心列表

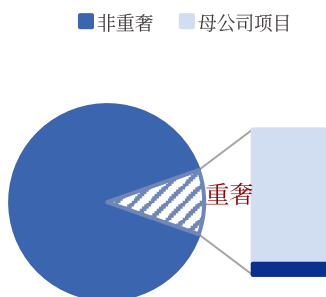
| 年份     | 当年开业购物中心                                                                                                   |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004 年 | 深圳万象城                                                                                                      |
| 2005 年 | -                                                                                                          |
| 2006 年 | -                                                                                                          |
| 2007 年 | -                                                                                                          |
| 2008 年 | -                                                                                                          |
| 2009 年 | -                                                                                                          |
| 2010 年 | 杭州万象城                                                                                                      |
| 2011 年 | 沈阳万象城、南宁万象城、北京清河五彩城                                                                                        |
| 2012 年 | 成都万象城                                                                                                      |
| 2013 年 | -                                                                                                          |
| 2014 年 | 郑州万象城、重庆万象城、无锡万象城、合肥蜀山五彩城、上海南翔五彩城、宁波余姚五彩城                                                                  |
| 2015 年 | 青岛万象城、合肥万象城、赣州万象城、山东淄博万象汇、沈阳铁西万象汇、长沙星沙万象汇                                                                  |
| 2016 年 | 温州万象城、山东日照万象汇                                                                                              |
| 2017 年 | 西安西线万象城、上海万象城、泰州万象城、深圳万象天地、北京密云万象汇                                                                         |
| 2018 年 | 太原万象城、南通万象城、柳州万象城、石家庄万象城、厦门万象城、深圳湾万象城、杭州萧山万象汇、重庆弹子石万象汇                                                     |
| 2019 年 | 苏州吴江万象汇、苏州昆山万象汇、济南万象城、临沂万象汇、哈尔滨松北万象汇、桂林万象城、合肥庐阳万象汇                                                         |
| 2020 年 | 宁波钱湖万象汇、沈阳长白万象汇、成都万象城二期                                                                                    |
| 2021 年 | 宁波万象城、重庆大渡口万象汇、南昌万象汇、西安万象天地、南宁五象万象汇、汕头万象城、烟台万象汇、万象前海、贵阳万象汇                                                 |
| 2022 年 | 南宁中山路万象汇、北京姚家园万象汇、沈阳皇姑万象汇、武汉万象城、福州万象城、海口万象城、青岛崂山万象汇、东莞松山湖万象汇、深圳笋岗万象食家、南京万象天地、南昌万象城、上海苏河湾万象天地、大连华南万象汇       |
| 2023 年 | 北京西三旗万象汇、重庆万象城、长春万象城、宜宾万象汇、杭州城北万象城、沈阳三台子万象汇、杭州中心、南京城北万象汇、温州滨江万象城、昆明万象城、无锡滨湖万象汇                             |
| 2024 年 | 邯郸万象汇、武汉武昌万象城、合肥包河万象汇、常州万象城、北京西北旺万象汇、桐乡万象汇、贵阳万象城、义乌天地、北京通汇万象汇、绍兴天地、济宁万象汇、西安万象城、深圳啤酒小镇、长沙万象城、汕头万象汇、南京雨花万象天地 |

资料来源：华润置地，中国银河证券研究院

2.产品线丰富

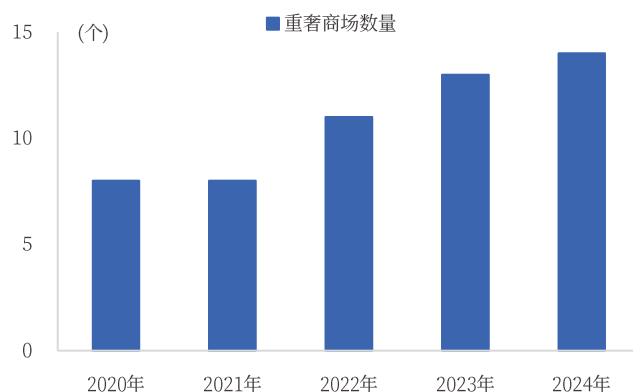
公司在管的购物中心具有多个产品线，其中包括重奢商场、非重奢商场。截至 2024 年末，公司在管的购物中心中，共有重奢商场 14 个，占公司在管商场数量的 11.48%。14 个重奢商场中，13 个为母公司项目，1 个为第三方项目。整体管理规模大，截至 2023 年末，公司在管重奢商场数量全行业第一。

图30: 截至 2024 年公司在管重奢商场数量占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图31: 2021 年-2024 年公司在管重奢商场数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司重奢商场以万象城产品线为主，位于一二线城市的核心或潜力地段。2023 年公司首个第三方重奢项目兰州万象城开业，标志着公司在全国主要区域均有重奢商场布局。

公司具备众多国际品牌资源，截至 2024 年末，公司在营的国际品牌数量为 130 个，同比增加 4 个，在营店铺 611 个，同比增加 33 个，巩固国际品牌合作数量最多的伙伴关系。丰富的下游品牌资源为公司的重奢购物中心在全国各区域布局起吸引客流、树立区域标杆项目的作用。

公司的非重奢购物中心包括万象汇及部分万象城购物中心。万象汇主要位于一二线城市区域中心或三线城市的核心地段。截至 2024 年末，公司在管非重奢购物中心 108 个，如沈阳铁西万象汇、昆山万象汇、贵阳万象汇等。在部分重点城市，公司持续深耕，在同一城市不同区域布局万象汇等非重奢购物中心，多点辐射市域居民形成聚合效应。以沈阳市为例，沈阳共开业在营 5 个母公司万象系列购物中心，分别为沈阳万象城（2010 年开业，位于沈阳市和平区）、沈阳铁西万象汇（2015 年开业，位于沈阳市铁西区）、沈阳长白万象汇（2020 年开业，位于沈阳和平区）、沈阳皇姑万象汇（2022 年开业，位于沈阳皇姑区）、沈阳三台子万象汇（2023 年开业，位于皇姑区），形成“一城多汇”的布局全面覆盖沈阳市区大范围的消费区域。

图32: 截至 2025 年 3 月沈阳市部分万象系列购物中心布局



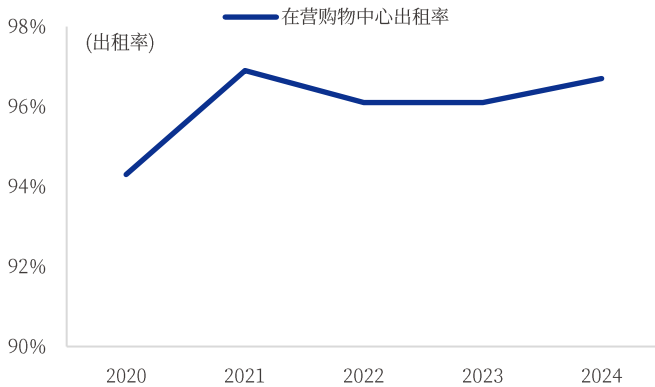
资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

注: 不包含第三方拓展项目

### （三）运营：支撑快速发展的内核因素

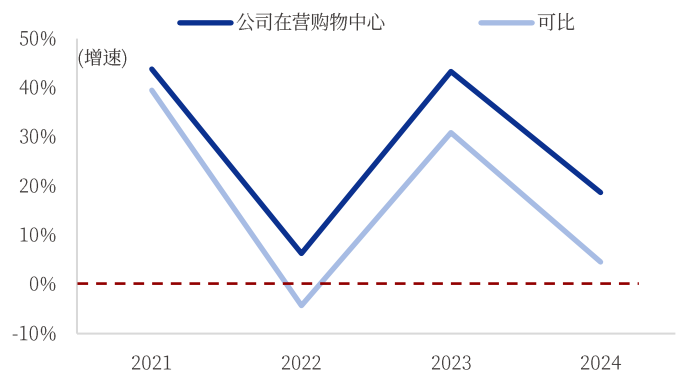
优秀的运营能力是支撑公司购物中心管理业务量增质优发展的核心原因。公司在管的购物中心出租率维持高位，截至 2024 年末，公司在管购物中心平均出租率维持 96.7% 高位，2021 年以来维持在 96% 以上，彰显公司强运营能力。从商场零售额看，公司在管购物中心零售额的同比表现持续优于可比。

图33：截至 2024 年公司在管购物中心出租率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图34：2021 年-2024 年公司在管购物中心零售额同比表现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 公司的强运营能力主要依托于如下四个因素：

##### 1. 擅长产品定位，放大购物中心独有优势吸引客流

购物中心作为商业地产的代表性资产，具有地点的独特性，即地点对购物中心具有较大的影响。优秀的购物中心运营方擅长利用购物中心独有的地理资源吸引客流。以武汉武昌万象城为例，武汉武昌万象城坐落于武汉市武昌区和平大道附近，位于武昌区一环核心区域，是继武汉万象城后华润置地在武汉落地的第二座万象城。武昌万象城毗邻长江，具有独特的区位优势，因此购物中心设计规划融合城市稀缺江景与自然生态，打造“落日剧场”、“微醺山谷”等景点，吸引客流前往。在内部设计上，武昌万象城结合城市稀缺性景观——长江与武昌万象城牧野公园、艺术连廊、落日剧场构成的艺术人文空间构建艺文展览，吸引宾客参与观赏。

图35：武汉武昌万象城地理位置



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

图36：武汉武昌万象城内部

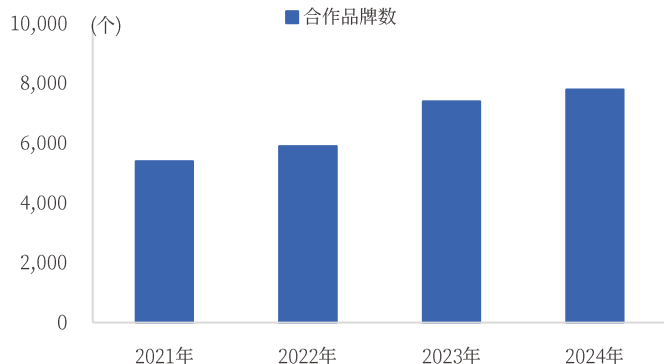


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## 2.品牌库资源丰富，招商能力领先

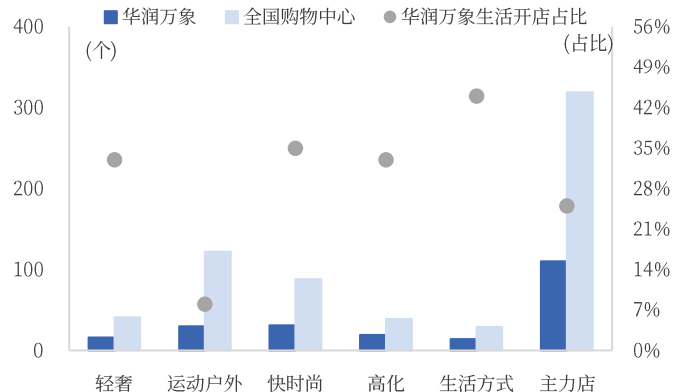
购物中心的租户以零售品牌为主。公司与品牌紧密合作，已积累庞大的品牌资源，已成为众多国际、国内著名品牌进一步拓展中国市场的首选之地和优良载体，不断为业主和租户创造价值。截至2024年末，公司资源库共有近15000个品牌，公司在合作品牌数量超过7800个。

图37：2021-2024年公司在合作品牌数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图38：2024年公司购物中心各业态开店情况

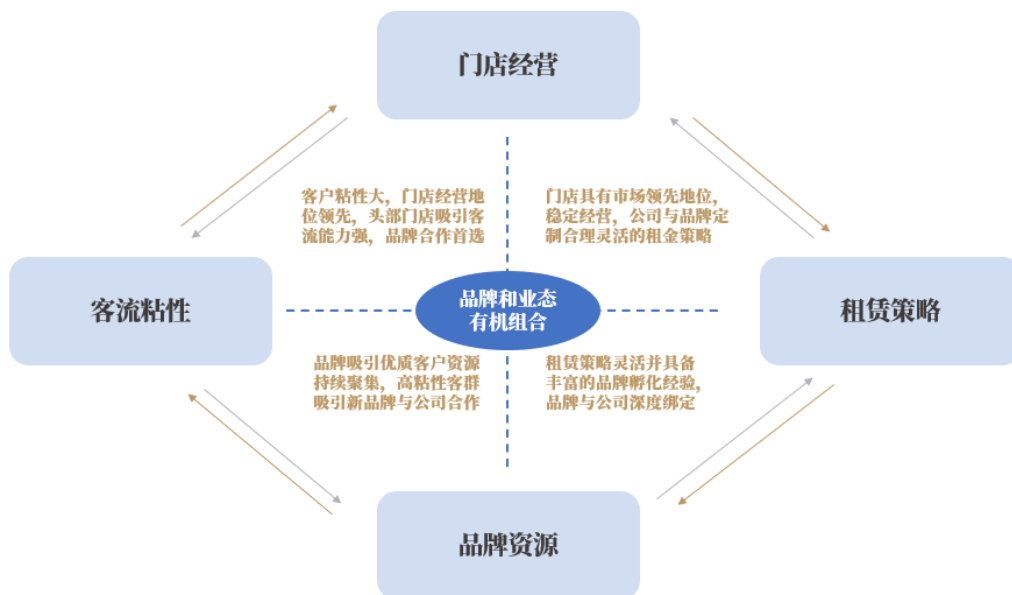


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在强大的品牌库加持下，公司在管购物中心的业态及品牌有机组合：

- 在优质品牌资源加持下，公司与品牌深度绑定，广泛合作；
- 品牌和购物中心的定位吸引优质客流持续聚集，品牌和客流对购物中心的粘性增强；
- 持续稳定的客流使得购物中心的零售门店经营能力提升，进一步吸引新入驻品牌与公司产品合作；
- 在充足的品牌资源和高粘性的零售客流下，公司可与品牌定制合理灵活的租金策略，并具备丰富的品牌孵化经验，品牌与公司的绑定进一步深入。

图39：公司招商能力形成机制



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3.适时空间改造，零售再升级

购物中心是长期运营的商业地产，随着时间的推移购物中心或需要重新装修、品牌升级、空间改造、动线调整，并存在拓展延申的可能。2024 年，公司陆续针对沈阳万象城、合肥万象城、青岛万象城进行升级改造，实现零售额、坪效快速提升、客流量增长、租金提高等效果。公司通过改造空间实现释放存量资产价值，挖掘潜在的增长来源，实现共赢。

表4：华润万象生活 2024 年改造部分购物中心

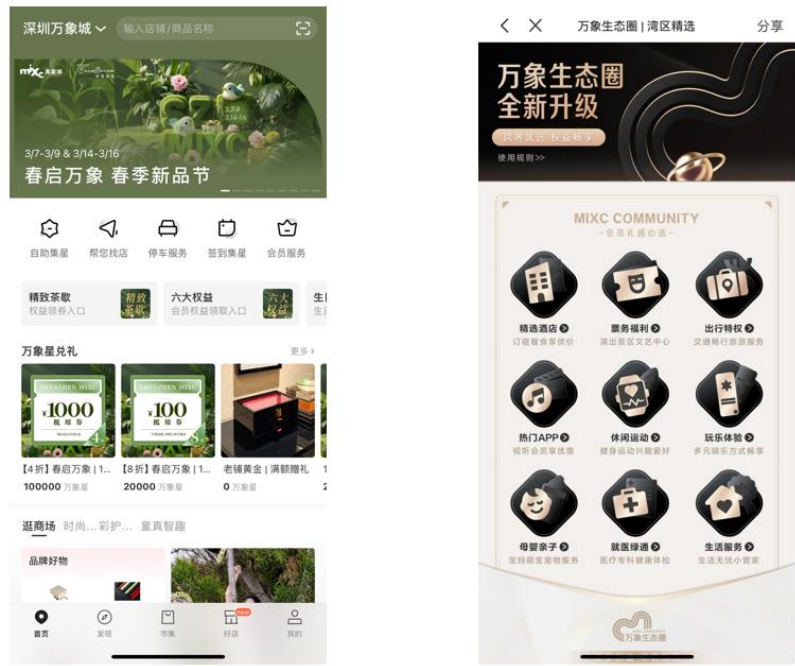
| 时间         | 购物中心  | 改造效果                           |
|------------|-------|--------------------------------|
| 2024 年 3 月 | 沈阳万象城 | 月均零售额增长近 18 倍；月均租金增长近 8 倍      |
| 2024 年 6 月 | 合肥万象城 | 月度新增零售额 1600 万；月度新增客流 90 万人次   |
| 2024 年 6 月 | 青岛万象城 | 预计月均零售额坪效增长 17 倍；月均租金坪效增长 14 倍 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4.擅用会员体系，实现流量转化

公司精耕会员运营，截至 2024 年末，公司旗下商业用户会员数量已达 5703 万人，同比增长 27.1%，其中消费会员人数同比增长 26.2%。会员精细化运营提高客户消费体验，如会员可在数字化产品和平台进行积分抵扣，通过“一点万象”数字化平台，可积分、停车缴费，通过智能客服、内容社区打造 7\*24 小时全天候服务，会员价值进一步释放，提高会员消费粘性。

图40：“一点万象” app



资料来源：一点万象 app，中国银河证券研究院

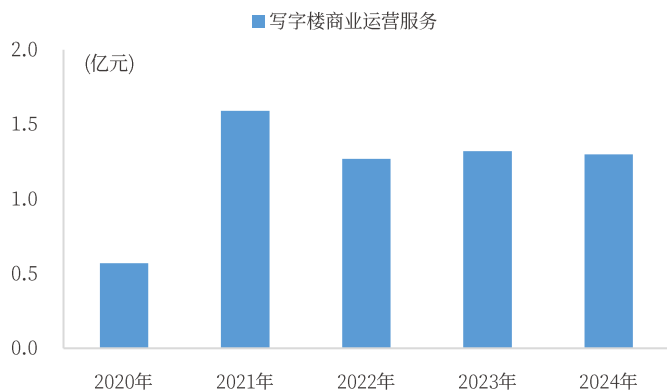
会员的交易场景更加丰富，有助于会员交易转化率提升，以及会员的积分抵扣率上升。会员的交易数据在会员体系中得以沉淀，精准挖掘用户群体画像，助力会员运营人效和项目营业收入提升。另外公司可通过数字化管理提升商场经营能力，提升管理效率（数字化内容请参考后文大会员体系部分）。

#### (四) 写字楼：业务规模稳定提升

公司主要针对写字楼资产提供商业运营服务、物业管理及其他服务等。2024 年，公司写字楼业务共实现收入 20.65 亿元，同比增长 7.1%，毛利率为 34.9%。

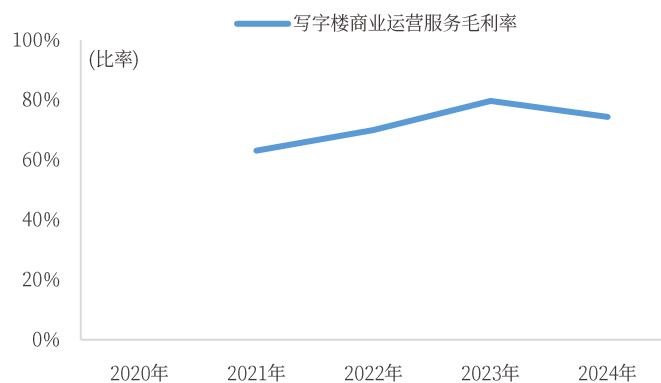
1) 写字楼的运营服务主要包括招商服务、运营服务、开业筹备服务等。2024 年，公司写字楼的运营服务共实现 1.3 亿元营业收入，对应的毛利率为 74.4%。

图41：截至 2024 年写字楼赛道商业运营服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

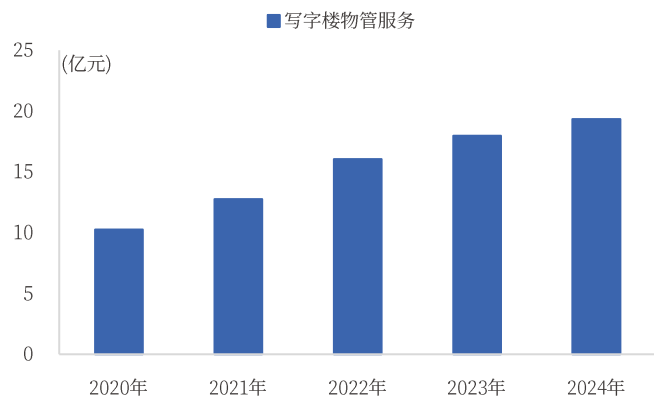
图42：截至 2024 年写字楼赛道商业运营服务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

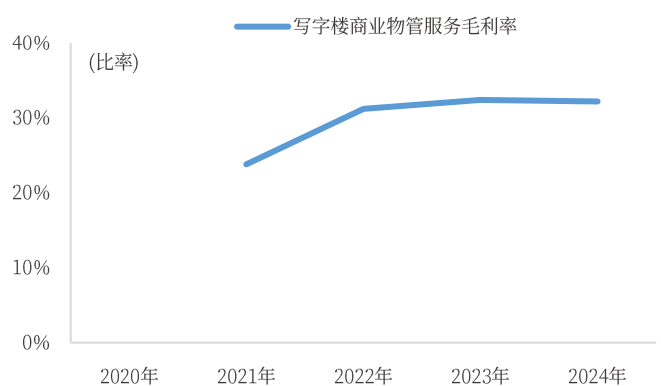
2) 写字楼的物管服务主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护、其他增值服务等。2024 年上半年，公司购物中心的物管服务共实现 19.35 亿元营业收入，对应的毛利率为 32.2%。

图43：截至 2024 年写字楼赛道物管服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图44：截至 2024 年写字楼物管服务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表5：华润万象生活写字楼赛道物管业务服务类型

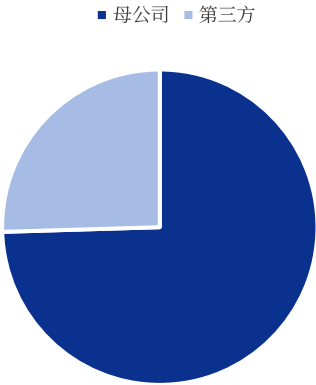
| 服务类型   | 服务内容                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 秩序维护   | 我们提供的秩序维护服务主要包括巡逻、电子门禁控制、有人值守的警卫站、视频监控、停车场管理、访客管理及应急响应。我们一般由本身员工提供秩序维护服务。                                                                                                                                                                 |
| 清洁及绿化  | 我们提供一般清洁、处置废物、灭虫、绿化及园艺服务。我们的清洁及绿化服务主要通过分包商提供                                                                                                                                                                                              |
| 维修及养护  | 我们物业维修及养护服务的范畴通常涵盖(i)公共空间设备及设施，如电梯、自动扶梯及中央空调系统；(ii)消防安全设施，如灭火器及火警警报系统；(iii)水电设施，如供电系统及给排水系统；及(iv)其他楼宇以及配套设施和设备。我们一般由本身员工提供维修及养护服务，而通常将电梯、消防系统及高空作业外包予专业及合资格分包商。                                                                           |
| 其他增值服务 | 我们亦向物业开发商及业主提供增值服务。对于物业开发商，我们提供交付前服务，协助物业开发商的销售及营销活动，向潜在物业买家营造良好品牌形象。营业纪录期间，我们一般按佣金方式收费。我们亦提供前期顾问、前期筹备服务，以满足物业开发商在物业开发项目早期的需要，并在我们开始提供物业管理服务前协助完成主要前期筹备工作。对于租户，我们提供(i)办公室销售及租赁交易的经纪服务；(ii)装修服务；及(iii)公共空间管理服务，主要为出租停车位、广告位及其他公共空间，并分享所得收入 |

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

1.规模：快速增长

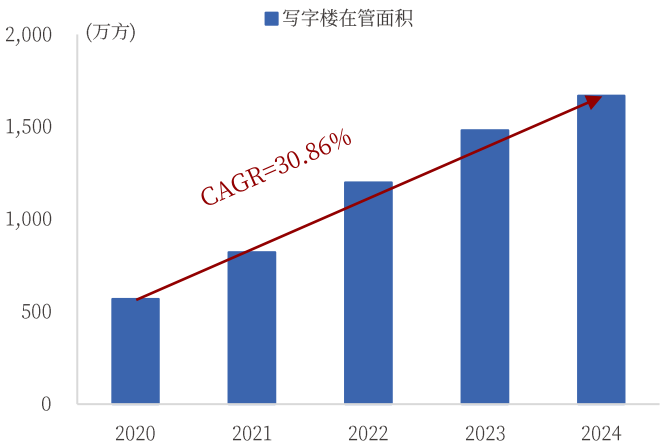
公司写字楼业务规模保持增长。截至 2024 年末，公司在管写字楼物业项目 221 个，在管面积 1669 万方。从公司在管的写字楼所有权看，221 个在营项目中，105 个项目来自于母公司，对应的面积为 1018.3 万方，116 个项目为第三方项目，对应的面积为 650.3 万方。从占比看，母公司项目在管面积占比为 61.03%，收入占比持为 74.53%；尽管母公司所有的写字楼数量少于第三方，但母公司写字楼贡献收入体量远大于第三方，主要由于母公司写字楼的平均单项目体量较大。2020 年至 2024 年末，公司写字楼在管面积 CAGR 为 30.86%，其中第三方写字楼快速增长和母公司单项目体量维持高水平。

图45：2024 年公司商业航道写字楼收入贡献占比



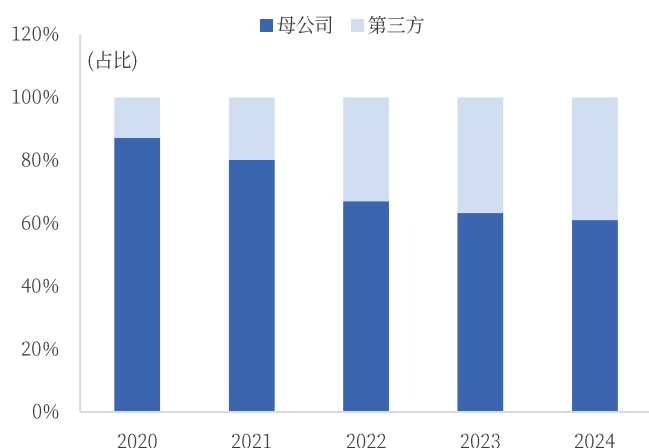
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图46：2021 年-2024 年公司在管写字楼面积



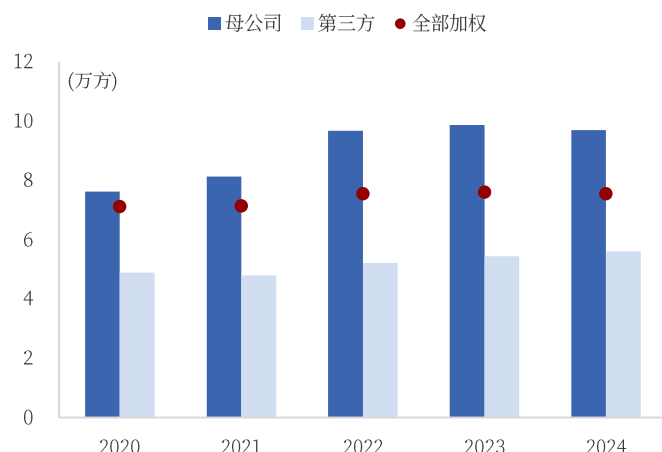
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：2024 年公司商业航道写字楼在管面积占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图48：2021 年-2024 年公司在管写字楼平均面积

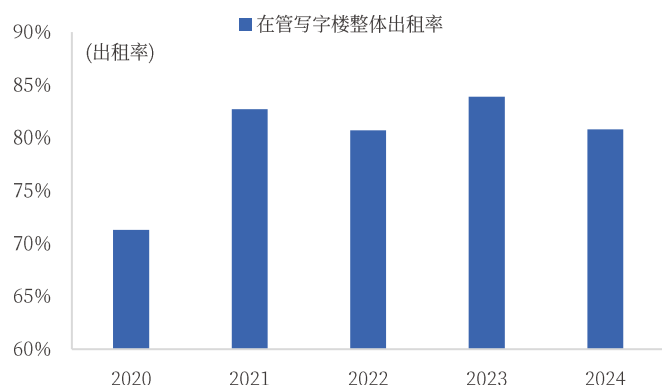


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2.运营：出租率维持、物业费高

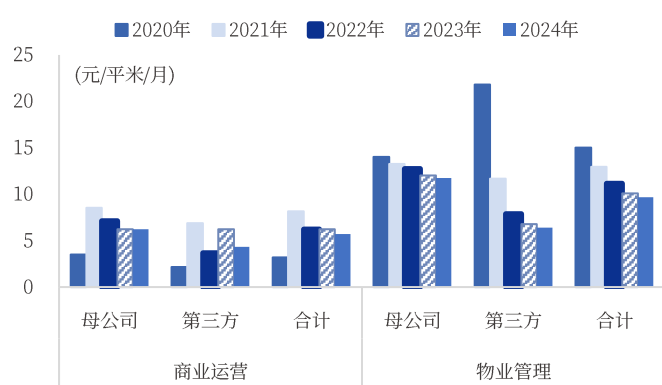
在写字楼整体空置率高企的环境下，公司通过提高服务品质提升客户体验，出租率整体维持较高水平，截至2023年末，公司写字楼整体出租率83.9%；由于新项目入市，截至2024年末，公司写字楼出租率下降至80.80%。在单位租金和单位物业费上，2022~2023年整体租金水平（单位面积获得的商业运营收入）维持平稳，物业管理费逐年下降，绝对水平依然维持高位。

图49：2024 年公司商业航道写字楼整体出租率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

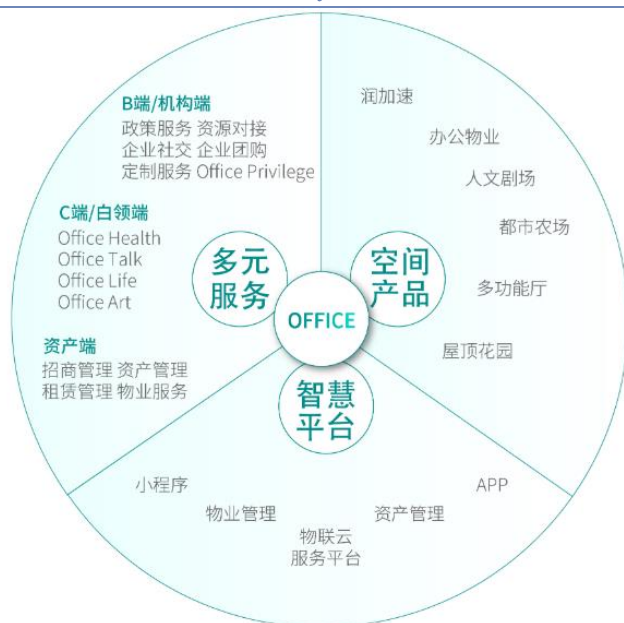
图50：2020 年-2024 年公司在管写字楼单位面积实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司维持较高的租金水平、物业费水平和出租率，受益于公司写字楼业务覆盖城市超高层地标、TOD城市综合体、高端商务园区等全线商务产品。从产品线看，Officeasy为公司旗下写字楼服务品牌，由空间产品、智慧平台和多元服务三大模块构成，共有5个服务子品牌进行多元服务，分别针对办公生活、关注健康、知识传递、人文艺术、企业专享等方向。从服务对象看，公司写字楼业务主要服务世界500强、独角兽、高端专业服务企业等超过1200个塔尖租户。截至2023年末，公司在管写字楼运营覆盖全国8个省级行政区9个城市，共有120余家世界500强企业入住。

图51：公司写字楼运营 Officeeasy 智慧平台



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图52：公司写字楼运营部分服务租户



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### 三、物管：构建多元城市服务体系

公司为住宅物业及公用设施（包括体育馆、公园、产业园等）非商业物业提供管理服务，主要为社区家庭住户提供服务，包括物管服务、开发商增值服务、社区增值服务，为城市空间物业提供城市空间运营服务等。从空间分类看，主要包括住宅、市政道路、交通枢纽、文体场馆、景区等。

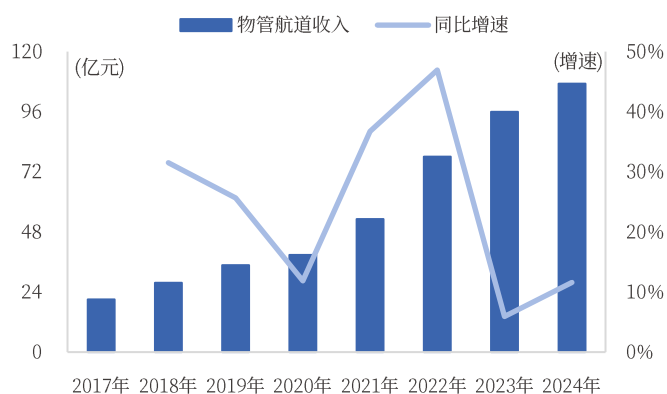
图53：公司物业航道业务



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

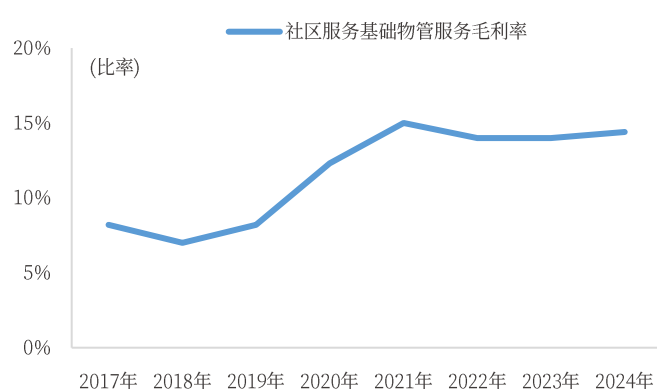
截至 2024 年末，公司物业管理业务在管规模共计 4.13 亿方，较 2023 年末增加 11.6%。社区空间的物管收入主要以社区运营为触点，以社区空间为载体，将服务场景化，为业主提供服务。基础物管服务主要包括针对业主的秩序维护、清洁及绿化、维修、养护等服务。2024 年，公司基础物管服务共实现收入 66.6 亿元，占社区物管服务收入的 74.9%，同比增长 10.7%。2024 年基础物管服务的毛利率为 14.4%，较 2023 年整体提高 0.4pct。

图54：截至 2024 年物业航道基础物管服务实现收入



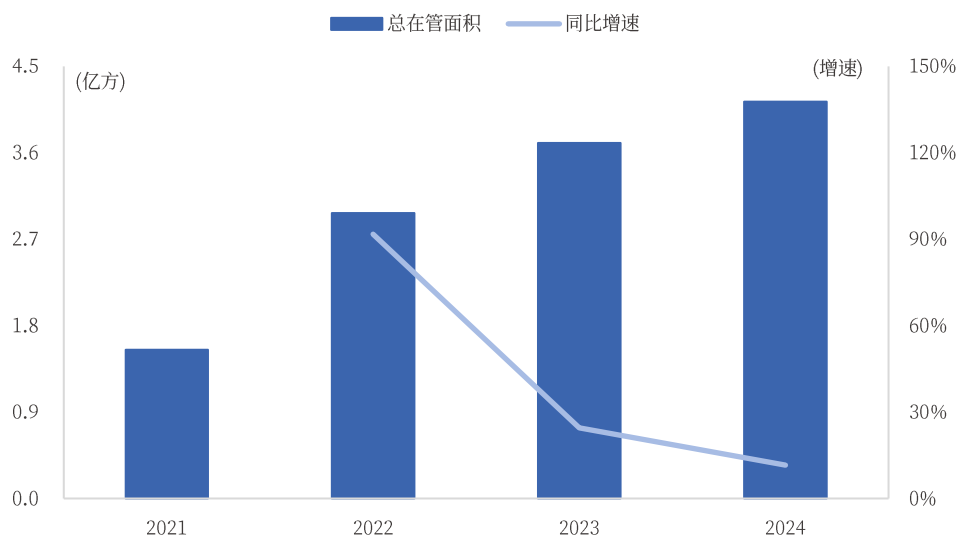
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图55：截至 2024 年物业航道基础物管服务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图56：公司物业航道在管面积及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

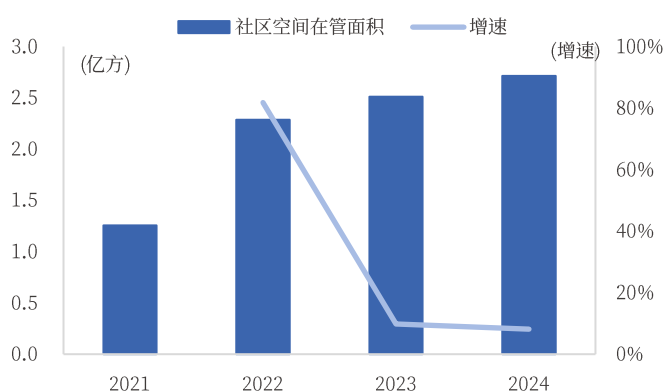
注：2023、2024年物业航道总在管面积包含社区空间及城市空间

## （一）内生：高质量的版图扩张

### 1. 规模增长

公司从华润置地承接当年交付项目的物业管理。截至2024年末，公司在管的2.71亿方社区空间建面中，55.55%源自母公司华润置地。根据克而瑞榜单，华润置地的2024年销售规模位列全行业第四（全口径销售面积口径），连续三年维持全行业前五。从交付规模看，按照结算口径，华润置地2024年共结算1065.28万方住宅物业，2021~2024年交付规模维持在1000万方以上。背靠头部房企，公司在管规模稳定增长。

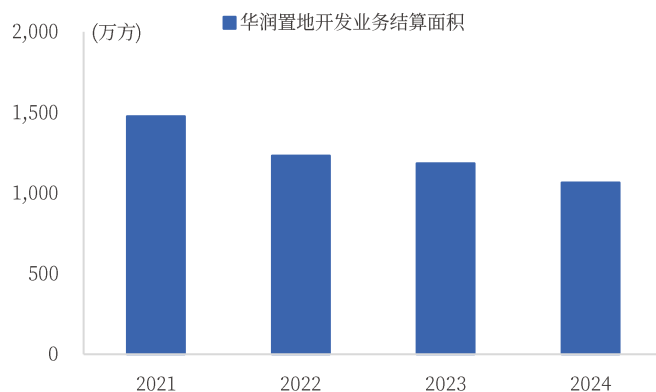
图57：截至2024年物业航道社区空间在管面积



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2021-2022年数据未剔除城市空间

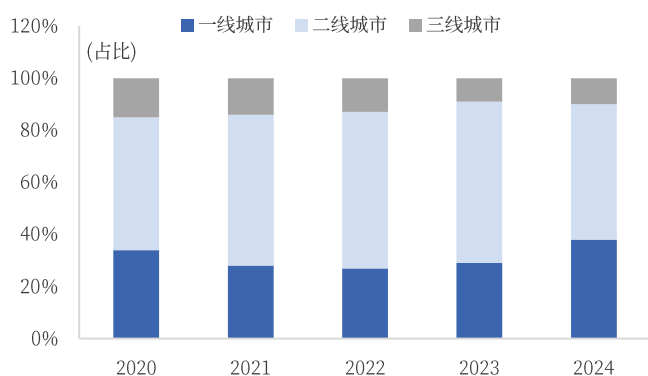
图58：截至2024年华润置地开发业务结算规模



资料来源：华润置地公告，中国银河证券研究院

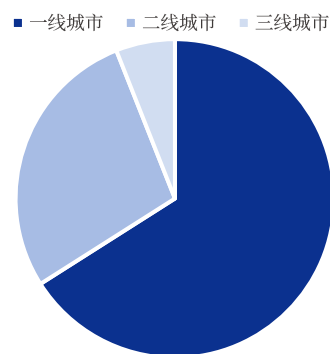
从覆盖的城市能级看，母公司华润置地的开发业务销售占比以一、二线城市为主，2024年华润置地销售面积中一、二线城市占比达到90%（含香港）；在手的土地储备中，一、二线城市占比达到94%。

图59：截至 2024 年华润置地销售面积能级占比



资料来源：华润置地公告，中国银河证券研究院

图60：截至 2024 年华润置地土储规模分布



资料来源：华润置地公告，中国银河证券研究院

## 2.质量上乘

由于母公司项目主要位于核心城市，华润置地的住宅项目以中高端定位为主，因此物业费率相对较高，质量上乘。

图61：华润置地住宅产品系列

### 瑞系



### 悦系



### 润系



### 时光系

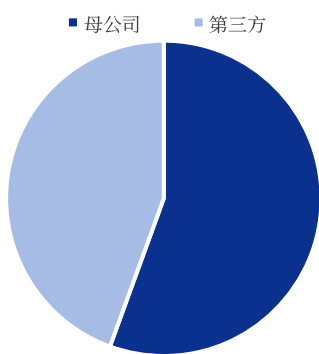


资料来源：华润置地官网，中国银河证券研究院

## (二) 外拓：规模提升的中流砥柱

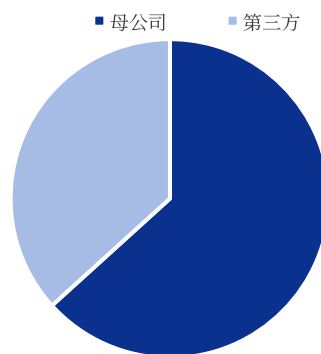
公司大力外拓，截至 2024 年末，在社区空间的在管面积中，来自非母公司（包括华润集团及第三方）的项目在管面积达到 1.21 亿方，占社区在管面积的 44.45%，略低于 2023 年所占比例。从收入占比看，2024 年非母公司的社区空间物管业务贡献收入 24.46 亿元，占社区空间物管收入的 36.72%。非母公司外拓支撑公司在管规模和物管收入持续扩张。

图62：2024 年公司社区空间在管面积占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图63：2024 年公司社区空间物管收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司于 2022 年实现大规模并购，完成中南服务、禹洲物业、九洲物业的交割，管理规模显著抬升。2022 年禹洲物业、中南服务共为公司贡献并表收入 14.40 亿元，净利润 1.04 亿元。公司通过收并购实现规模扩张，并逐步实现战略融合。

图64：华润万象生活完成中南服务、禹洲物业的收并购



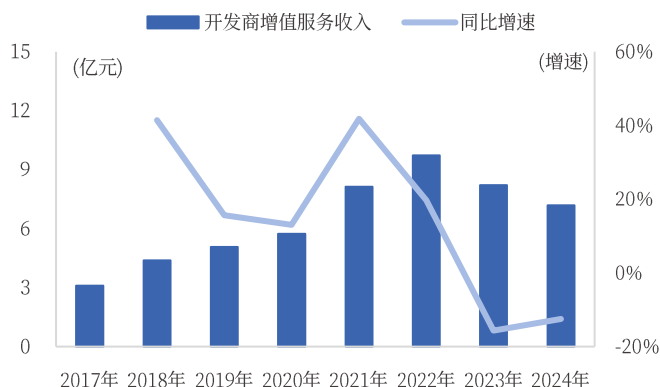
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）增值服务：积极探索创新业务

#### 1. 开发商增值服务

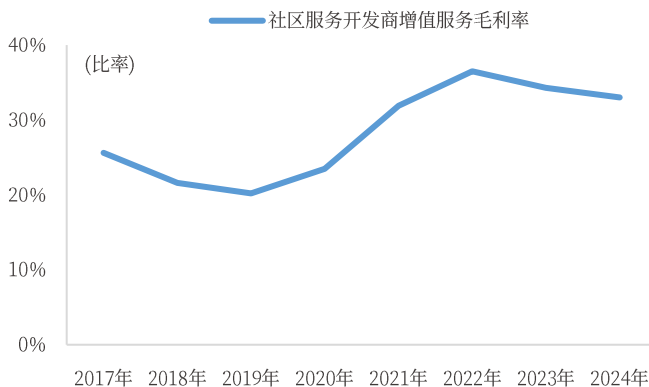
公司为物业开发商提供增值服务，包括顾问、前期筹备及交付前营销配合服务。2024 年，公司针对开发商的增值服务共实现收入 7.18 亿元，占住宅物管服务收入的 8.08%，同比下滑 12.50%。受到地产行业整体影响，开发商增值服务收入增长承压。2024 年，公司开发商增值服务的毛利率为 33.0%，较 2023 年整体下降 1.3pct。

图65：截至 2024 年物业航道开发商增值服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图66：截至 2024 年物业航道开发商增值服务毛利率

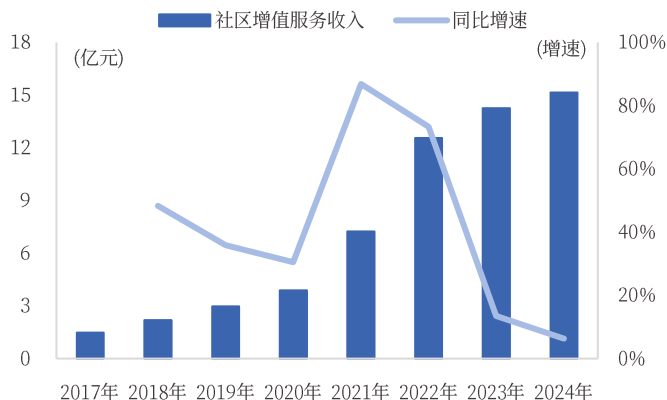


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2. 增值服务

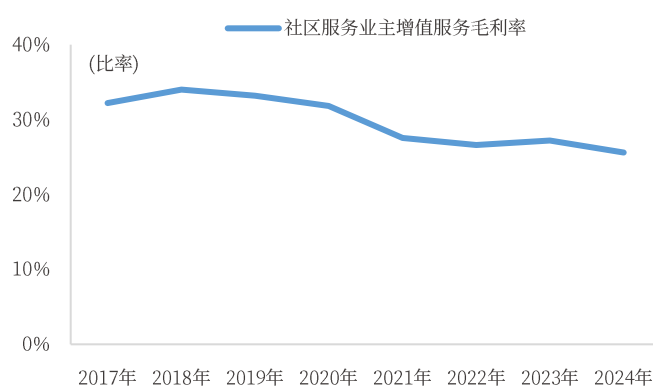
公司为社区空间内的居民提供社区生活服务及经纪、资产服务。2024 年，公司业主增值服务共实现收入 15.16 亿元，同比增长 6.32%，占社区空间收入的 17.04%。对应的毛利率为 25.60%，较 2023 年整体下降 1.6pct。

图67：截至 2024 年物业航道业主增值服务实现收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图68：截至 2024 年物业航道业主增值服务毛利率

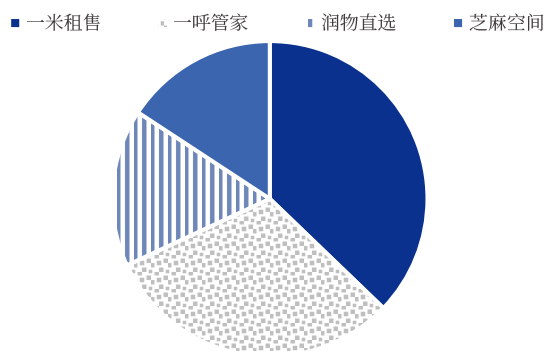


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司的增值服务主要包括四项。

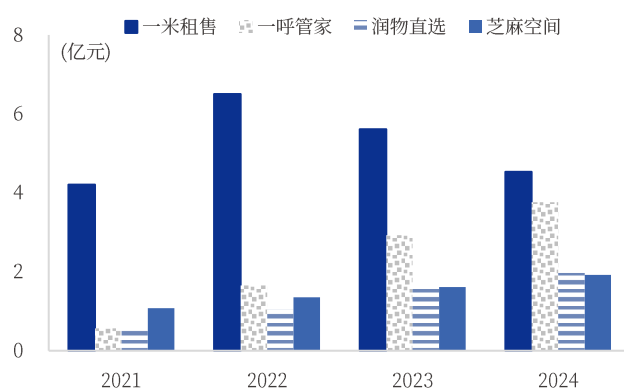
- 1) 一米租售：给予业主渠道服务并提供二手中介服务，2024 年共实现收入 4.53 亿元，同比下降 19.25%，占业主增值服务收入的 29.99%；
- 2) 一呼管家：为业主提供到家服务、清洗、入驻服务等，2024 年共实现收入 3.76 亿元，同比增长 28.33%，占业主增值服务收入的 24.80%；
- 3) 润物直选：主要提供华润质造物品，并在 2023 年上线自研电商系统“朝昔商城”，2024 年共实现收入 1.97 亿元，同比增长 18.67%，占业主增值服务收入的 12.99%；
- 4) 芝麻空间：主要为媒体运营业务、公共场地运营、控制活动运营业务，2024 年共实现收入 1.92 亿元，同比增长 19.25%，占业主增值服务收入的 12.66%。

图69：2024 年物业航道增值服务各业务收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

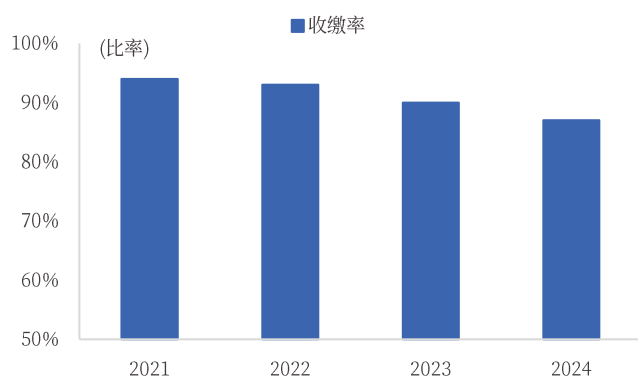
图70：2021 年-2024 年物业航道增值服务各业务收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

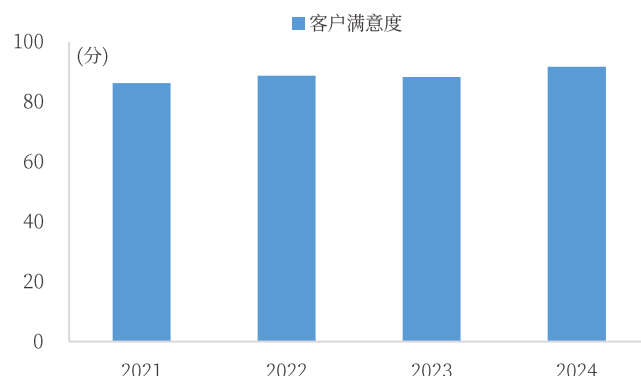
在持续承接母公司交付项目和外拓项目持续扩张下，公司的物业管理质量保持高水平，客户满意程度较高。2024 年公司在管社区项目的收缴率为 87%，截至 2024 年末客户满意度为 91.76 分。公司凭借稳定的收缴率、通过增值服务渗透、持续增长的外拓实现社区空间业务高品质扩张。

图71：截至 2024 年物业航道社区空间收缴率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图72：截至 2024 年物业航道社区空间客户满意度



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司成立工程服务公司，实现轻资产运营服务平台的实体化运营，主要定位“成为行业领先的工程全生命周期工程服务商”。工程服务公司主要聚焦六大主营业务，围绕建筑本体全生命周期（从设计规划阶段、建造准备阶段、现场施工阶段、投入运维阶段、拆除报废阶段）提供前介咨询、设施设备运维、装饰装修一体化输出方案、智能化改造与能源管理。2024 年内公司搭建完成全品类工程供应链整合平台。

表6：华润万象生活工程服务公司业务

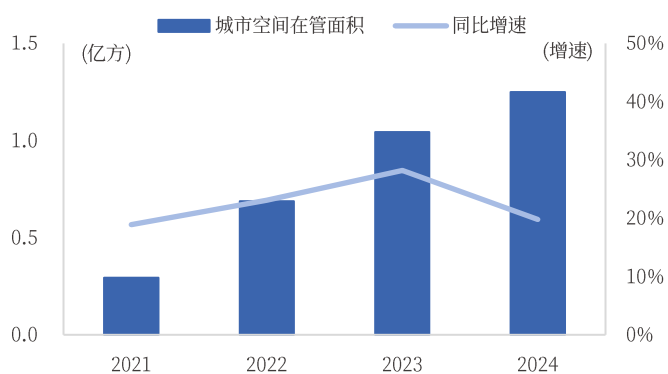
| 业务类型     | 业务内容                                                    |
|----------|---------------------------------------------------------|
| 前介咨询业务   | 把控项目交付风险，提升客户体验，节降开发及运营维护成本                             |
| 地产保修业务   | 沿用华润置地房修管理体系，提升交付品质及维护满意度，助推地产服务溢价                      |
| 设施设备维保业务 | 通过搭建设备设施运维管理平台，对工程相关设施设备、人员效率、成本、空间等逐步实现精细化管理           |
| BG 工改业务  | 从设计至交付维保，实行一站式全程服务，旨在增值客户资产，优化运营效率，并强化市场竞争力             |
| C 端装修业务  | 为物业 C 端客户提供的全周期装修加载服务，实现从建筑到室内设计的统一风格，为客户带来省市、省心的愉悦装修体验 |
| 创新科技业务   | 通过新技术的应用、新产品的开发和新模式的探索，帮助客户达成提质降本增效目标                   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### （四）城市空间：多业态精细化运管

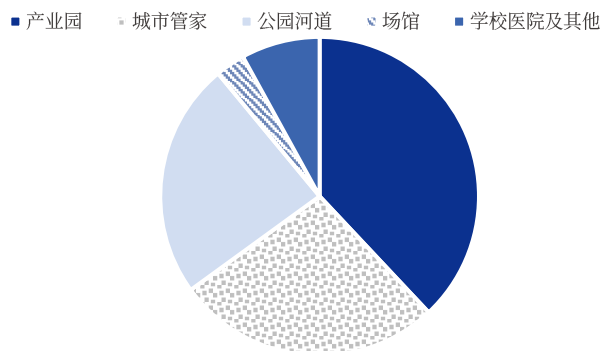
公司以精细化运营管理的模式，完成河道、公园、体育场、会展中心、机场、学校、医院等城市业态管理及片区综合统筹运营服务。2024 年，公司城市空间实现收入 18.21 亿元，同比增长 36.3%；截至 2024 年末，城市空间在管面积 1.25 亿方，较 2023 年末增长 19.8%，其中 38% 为产业园、27% 为城市管家、24% 为公园河道。城市空间管理主要通过公司强运营能力整合资源实现多业态运营，进而提升在管空间的价值，充分挖掘空间潜能释放社会价值，实现美好城市的运营生态。

图73：2024 年物业航道城市空间在管面积及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图74：截至 2024 年物业航道各业态在管面积占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图75：公司物业航道城市空间业务体系



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 四、会员：规模效应实现资源交互

### （一）大会员平台：各业态互联互通

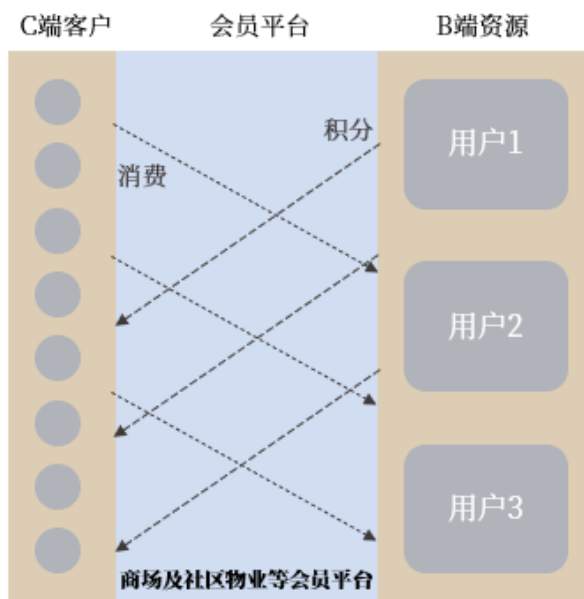
公司为购物中心建立一体化的会员体系,会员可享受服务和福利,并提供差异化的权益和服务,如通过“一点万象”app、微信小程序等提供服务,微客户定期发布有关促销、服务更新及其他购物中心活动的报道及最新咨询。通过线上平台“一点万象”消费者的购物体验得以提升。截至2024年末,公司商业会员总量达到5703万。

随着公司在管住宅的范围和规模逐渐扩大,公司早年推出“悦家”app,集物业管理和增值服务为一体的智能物业管理平台,主要提供生活服务,住户可以在平台上支付物业管理费和水电费等。在写字楼场景中,公司通过 Officeasy,服务于入驻办公产业空间的企业客户和员工,促进商务场景的智能化、便捷化、高效化及互动化。

目前公司已针对购物中心、写字楼、住宅社区、学校、医院、公园街道等多个业态进行服务。凭借着拥有大量可触及多业态的C端客户的优势,公司将各场景的会员体系打通,形成大会员体系。由于C端客户具备大体量、多重身份的特点,大会员体系具有将各业态场景有机融合的能力,二者可以相辅相成的做大公司的会员体系——既整合公司各业态的B端业务资源,又可凭借多触角的会员体系吸引更多的C端客户。

图76：传统会员平台中C端客户与B端资源协同

传统会员平台中C端与B端协同



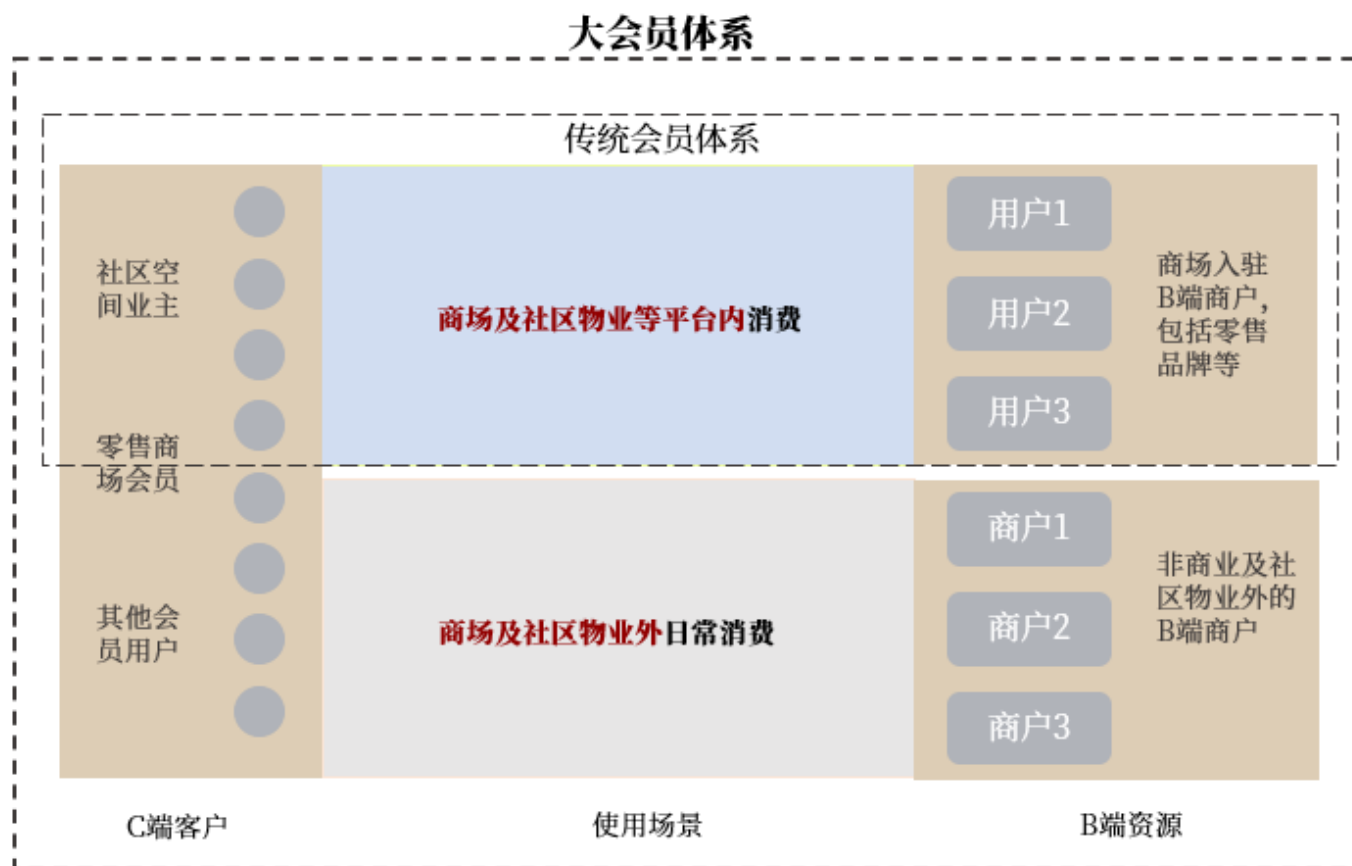
资料来源：中国银河证券研究院

1) 从C端客户看,由于C端客户具有多重身份,即同一位C端客户是公司住宅社区业态业主客户的同时,同样可为商业购物中心的积分会员,因此可通过会员体系将日常积分消费在其他用途中,如在会员平台中用积分兑换日用品。

2) 从 B 端客户看，由于 B 端客户或以商场租户的身份入驻平台，可在会员平台上发布相应的营销活动，吸引 C 端客户消费。B 端客户亦有可能以写字楼租户的身份入驻平台，可在会员平台吸引 C 端客户，如金融行业公司可在该平台上鼓励 C 端客户优先选择该公司的产品作为支付方式。

3) 从 C 端和 B 端客户结合看，公司的会员体系平台有望实现 B 端客户与 C 端客户的打通，将 C 端客户在平台中消费的产品由商场相关的产品扩大到日常多消费场景下的产品，既实现资源打通，又增加各类客户对平台的黏性。

图77：大会员平台体系的 C 端客户与 B 端资源协同

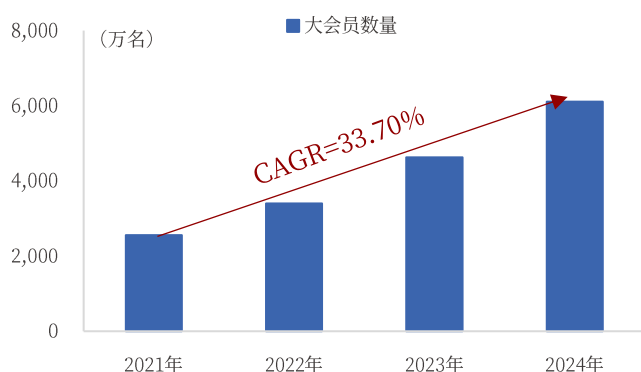


资料来源：中国银河证券研究院

## （二）规模效应：范围广全业态是充分条件

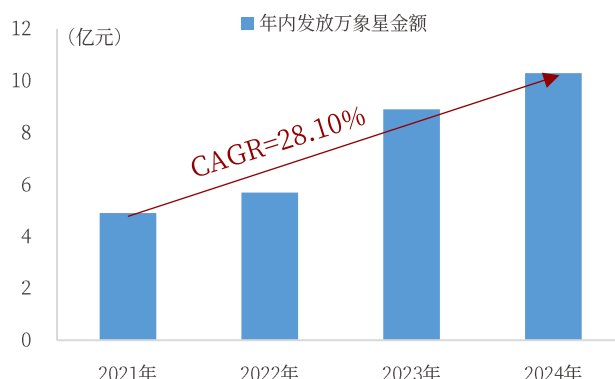
公司大会员体系逐渐系统化推进，2024 年公司万象星会员总量达到 6107 万，较 2023 年末增长 32%，自 2021 年至 2024 年复合增速为 33.70%，会员数量增长迅速。从消费积分发放看，2024 年万象星积分发放总额 10.3 亿元，同比增长 15.7%，2021 年~2024 年复合增速为 28.1%。公司会员数量持续快速增长，万象星积分总额提升对应会员积分兑换规模较大。

图78：2021年-2024年公司大会员数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图79：2021年-2024年公司购物中心在年内发放万象星金额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司大会员体系具有大量的C端客户和互联搭建主要源自于1) 公司商业航道购物中心数量较大，覆盖城市范围广泛、2) 公司商业管理覆盖业态种类较多、3) 公司在管住宅覆盖城市较多、4) 华润集团多个品牌实现协同。

图80：公司大会员体系框架



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

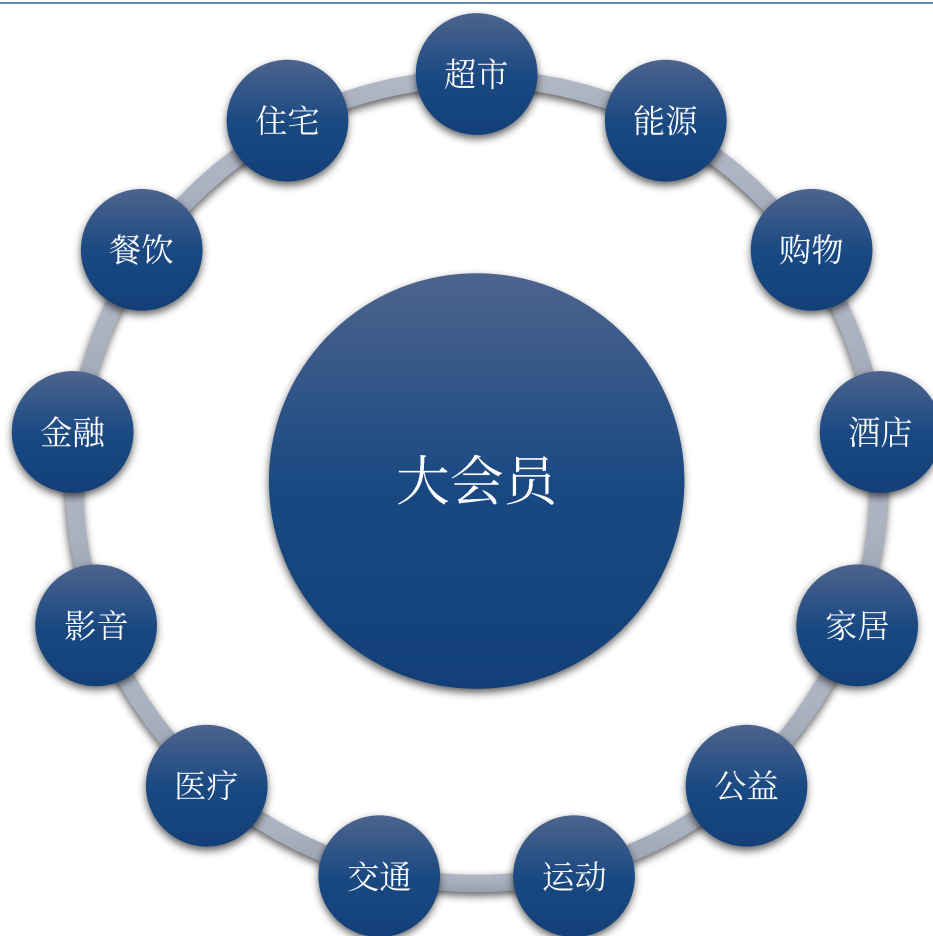
1) **商业航道购物中心数量大、覆盖范围广**：截至2024年末，公司在营的商业航道购物中心数量已达到122个，公司的商业购物中心产品线“万象城”和“万象汇”定位清晰，目前已有24个城市实现多产品线覆盖，即“一城多汇”和“多城多汇”。（参考上文第二部分商管业务内容）

2) **商管业态种类多**：公司运营和管理业务已覆盖购物中心、写字楼、学校、医院、公园、产业园、酒店等业态，完成消费生态的全覆盖，会员生态逐渐完善，客户消费可基本在大会员体系中完成。2024年，公司大会员体系中跨业态兑分人数达到15万人。

3) **住宅覆盖城市多**：公司母公司华润置地，销售规模排名稳居行业前五，辐射至全国各省份，一、二线城市覆盖程度，为大会员体系贡献大量的C端客户。

4) **华润集团内部多品牌协同效应**：公司所在的华润集团在多个行业均有建树，已涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技、新型产业等领域，华润的零售、啤酒、燃气、制药、医疗等领域经营规模在行业位居前列，如雪花、怡宝、999、双鹤、东阿阿胶、江中等是享誉全国的知名品牌，支撑大会员体系的消费场景全覆盖。

图81：大会员体系生态全覆盖



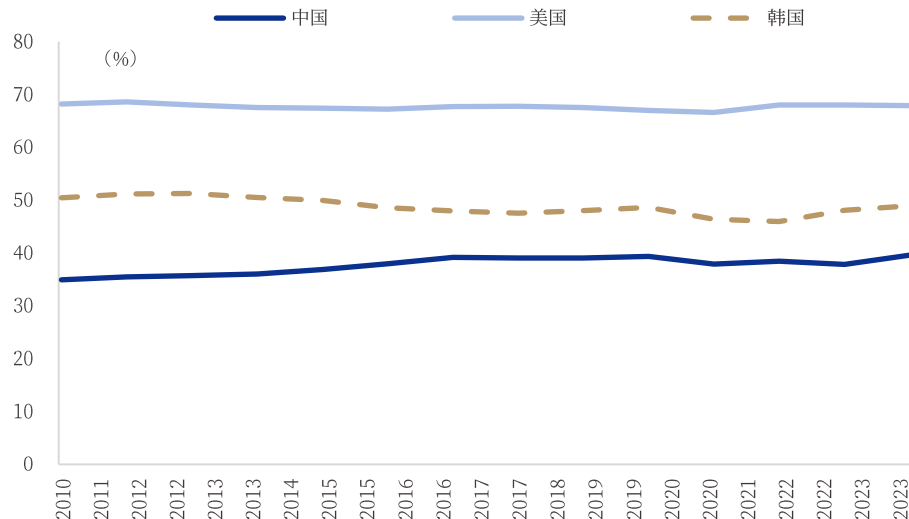
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五、购物中心：新兴消费的载体

### （一）行业趋势：消费待复苏，购物中心市场庞大

2023 年我国社零总额 47.15 万亿元，当年消费率为 56.8%，居民消费对 GDP 的贡献比例为 39.7%，远低于同期美国的 67.90%，与韩国同期 48.93% 同样具有一定的差距。从居民消费占比看，我国的居民消费具有较大的发展潜力。

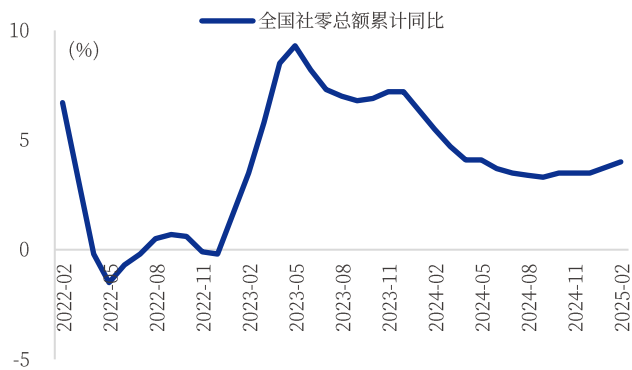
图82：2010 年-2023 年我国与美国、韩国的居民消费对 GDP 贡献比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

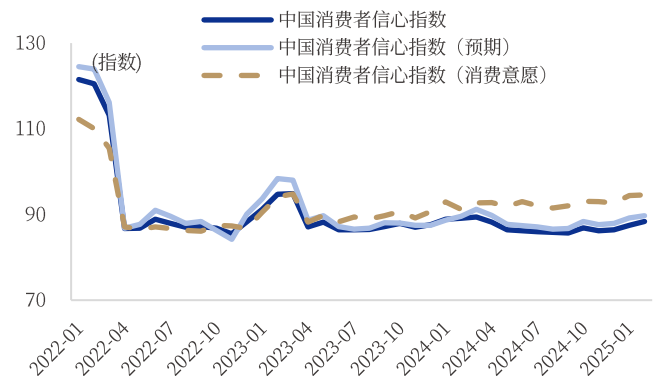
作为商业管理的头部品牌，公司旗下管理的购物中心经营成效与中高端消费关联度较高。2024 年以来，随着刺激消费的政策陆续出台，服务类消费（餐饮）、商品类消费（零售品）均有望改善。2025 年 2 月，全国社会消费品零售总额累计同比增长 4%；2025 年 2 月消费者信心指数（消费意愿）修复至 94.60，整体呈现逐渐修复趋势。2025 年 3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》中提到“全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿”。随着各项政策落地（如各地“消费券”逐步发放），消费意愿有望进一步提振。

图83：截至 2025 年 2 月全国社零累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图84：截至 2025 年 1 月消费者信心指数



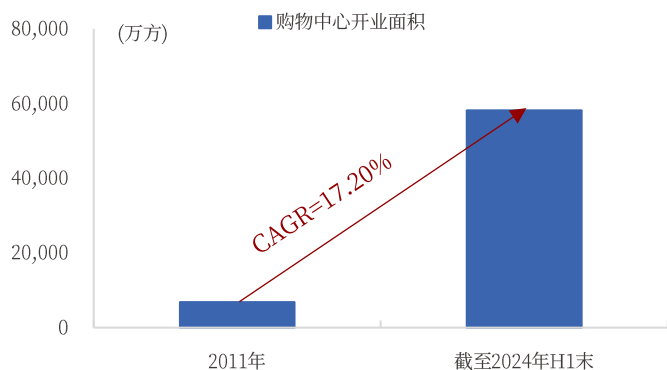
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

根据赢商大数据统计，我国购物中心数量从 2011 年的 800 家增长到 2023 年的 5827 家，2024

年 H1 共开业集中式商业项目 130 个，假设无单一购物中心闭店，则截至 2024 年 H1 末我国共有 5957 家购物中心，近 13 年来商业行业发展迅速。行业规模迅速发展，2011 年购物中心体量为 6818.75 万方，2023 年为 5.71 亿方，2024 年 H1 新开店体量约为 1037 万方，即经粗略计算，截至 2024 年 H1 末我国购物中心体量约为 5.27 亿方，CAGR 为 17.20%。购物中心存量市场庞大。

从增量看，2024 年 H1 新开业 130 个购物中心，对应的开业体量为 1037 万方。纵向对比下，2024 年 H1 新开业商业数量为 2021 年以来同期最低，但绝对值表现依然在 100 个以上，对应的建面维持在 1000 万方以上，增量市场依然可观。新开业商场彰显潜在待释放的消费需求，在消费刺激政策逐渐落地的背景下，消费陆续复苏值得期待。

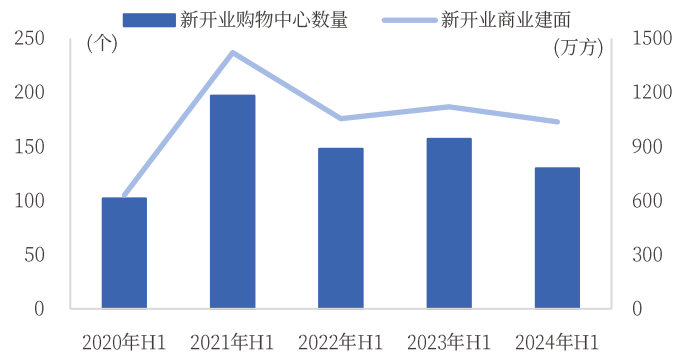
图85：2011 年~2024 年 H1 全国购物中心开业面积



资料来源：华夏华润商业 REIT 招募说明书，赢商网，中国银河证券研究院

注：假设 2024 年 H1 无购物中心闭店

图86：2020 年 H1~2024 年 H1 新开业购物中心数量及规模

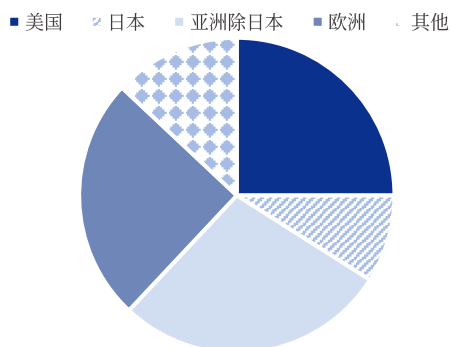


资料来源：赢商网，中国银河证券研究院

## (二) 定位优势：高端消费具有重要地位

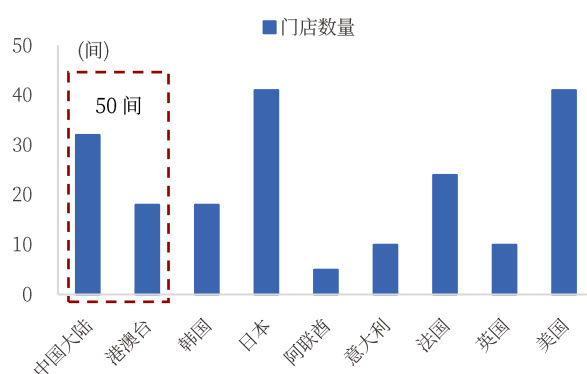
公司主要布局服务于中高端的消费购物中心。在中高端消费领域，我国市场在全球市场中的所占比例较大，是国际知名品牌重点布局的区域之一。以全球奢侈品头部公司路威酩轩集团为例，2024 年路威酩轩在全球各主要地区均有销售收入，其中我国所在的亚洲市场（剔除日本）占公司收入的 28%，在所有区域中占比最高。以某知名国际时尚精品品牌为例，其在我国大陆地区共开设 32 间精品店，在港澳台区域开设 18 间精品店，在美国和日本均分别开设 41 间精品店。我国已成为该品牌开设门店最多的区域之一。从品牌开设门店数量的角度看，我国的高端消费市场在全球市场举足轻重。

图87：2024 年路威酩轩各区域贡献收入比例



资料来源：LVMH，中国银河证券研究院

图88：全球主要区域某高端品牌门店数量



资料来源：该品牌官网，中国银河证券研究院

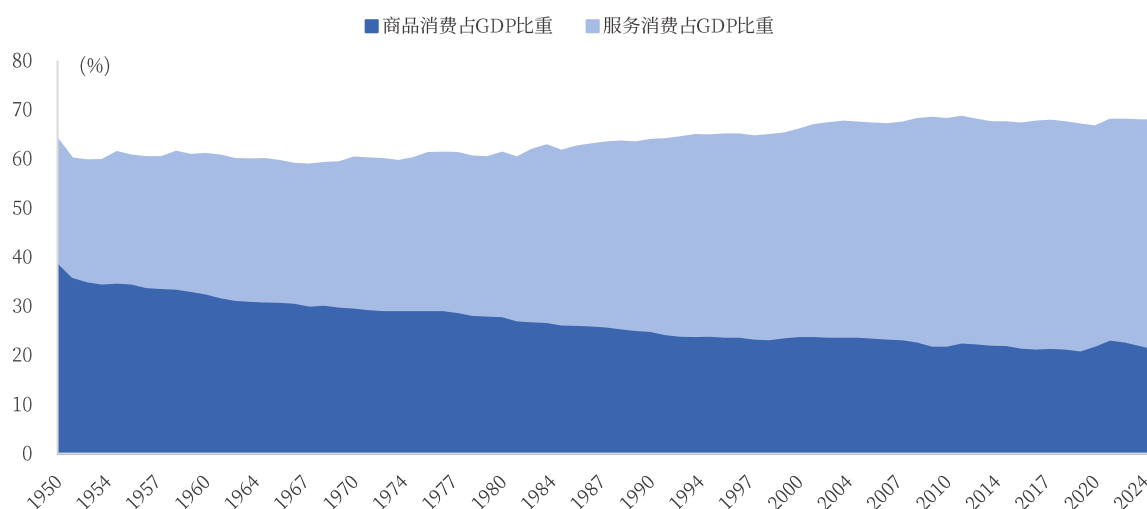
注：数据截至 2025 年 3 月 26 日

尽管 2024 年个人奢侈品市场销售额下降，但个别品牌在逆势中保持增长，表现优质的产品依旧在我国重奢市场有较强的吸引力。另外，部分消费者消费地点转移，由境内消费转至境外消费。根据贝恩咨询，部分品牌存在 10%~20% 的价格差，在个别区域汇率波动的背景下，价差可高达 30%。较大的价格差异对于价格敏感型消费具有较大的吸引力。部分品牌或通过店内限购、全球统一调价平衡区域间价差，冲抵汇率波动产生的影响。在此背景下，境内消费的外溢或因此受到遏制。

### （三）发展方向：体验式消费全业态布局支撑服务消费

服务类消费有望成为消费赛道的增量。以美国为例，2023~2024 年，美国个人消费占 GDP 比重维持在 67.9%。我们根据消费物品将居民消费拆分，2024 年美国个人商品类消费支出和服务类消费支出占 GDP 比重分别为 21.40%、46.50%。从发展趋势看，服务类消费支出占比自 1970 年开始超过商品类消费支出占比。服务有望成为支撑我国消费增长的重要组成部分。

图89：美国个人消费中商品和服务分别占 GDP 比重

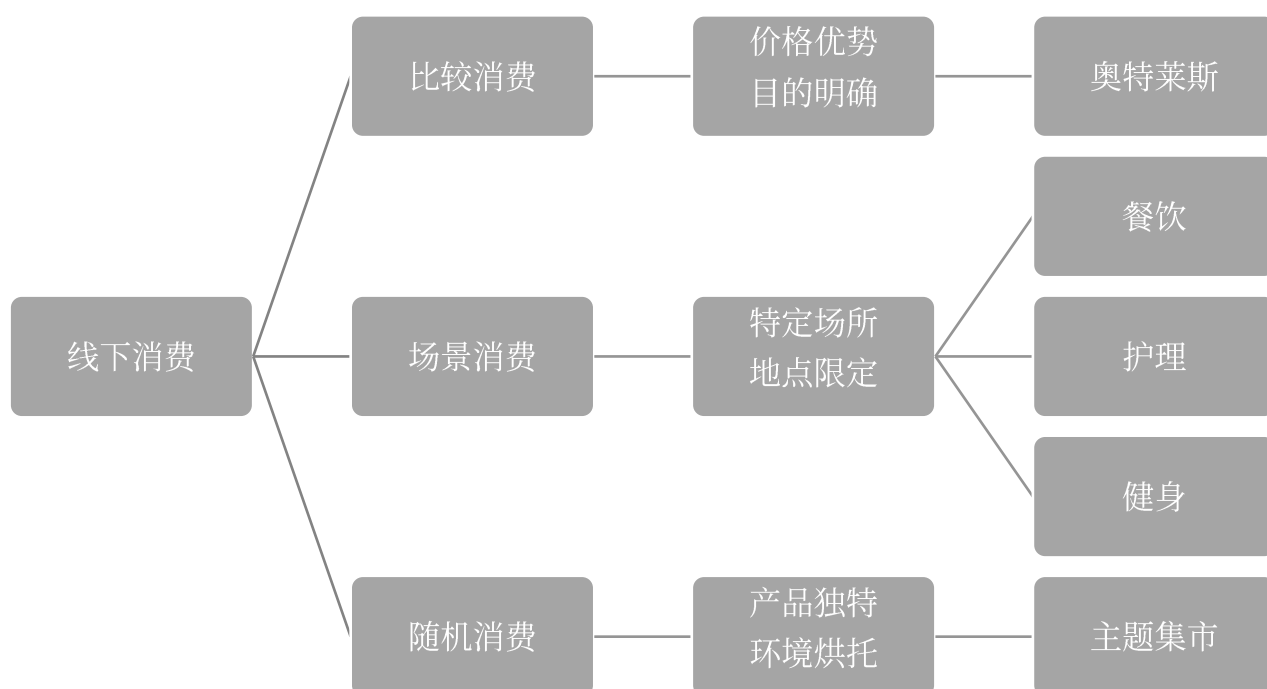


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

服务类消费主要包括消费者为非商品提供的消费体验支付相应的价格，包括健康服务、休闲服务等，具有无形性。这与线上消费具有较强的互补性。线下商品消费受到线上实物消费更加便利、价格优势的冲击，近年来的线下社零消费表现相对较弱，线下服务消费则可有效弥补线上消费附加服务不足、消费者无法获得身临其境购物体验的缺陷。作为居民消费的主要场所之一，全业态购物中心可为消费者提供商品和体验消费相结合的购物体验，如在原有的服饰、鞋帽、餐饮、茶咖等业态的基础上布局影院、康养、护理、健身等业态。

服务消费还有望吸引消费者进行场景类消费和随机消费。购物中心既可通过服务类业态吸引客流，消费者在购物中心体验服务过程中或介绍服务体验后，或产生餐饮消费。部分购物中心利用空间优势打造体验式景点，如利用色彩设计打造“打卡地”、定期安排主题展览等，吸引客群前往，消费者或同样产生随机性消费（如购买展览文创）或场景类消费（如就餐、购买茶咖等）。

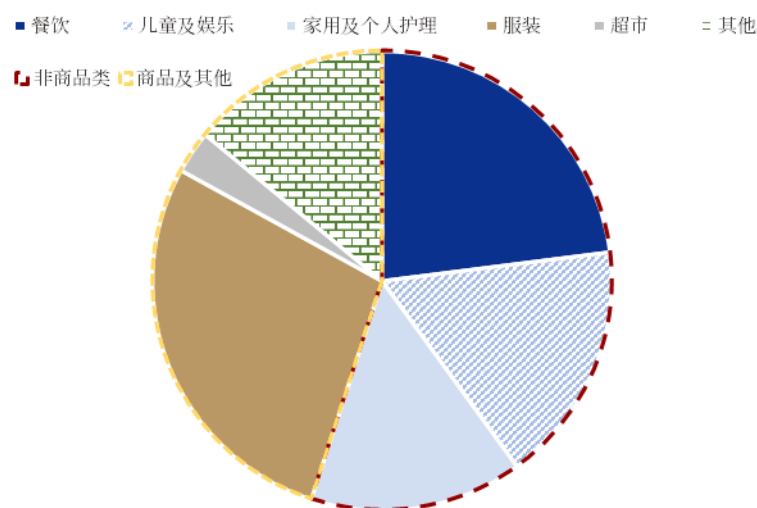
图90：线下消费分类



资料来源：中国银河证券研究院

公司旗下购物中心多业态布局。根据 2023 年数据，深圳万象城中非商品类租户占比为 49%，主要包括餐饮（24%）、儿童及娱乐（13%）、家用及个人护理（12%）；杭州万象城非商品类租户占比为 56%，主要包括餐饮（27%）、儿童及娱乐（16%）、家用及个人护理（13%）。公司旗下购物中心通过打造多元体验，将传统的“购物”转化为“购物+服务”，该类商业运营理念有望助力公司在消费趋向商品和非商品相结合的阶段进一步稳固市场领先地位。

图91：2023 年深圳湾万象城租户 GFA 占比



资料来源：华润置地，中国银河证券研究院

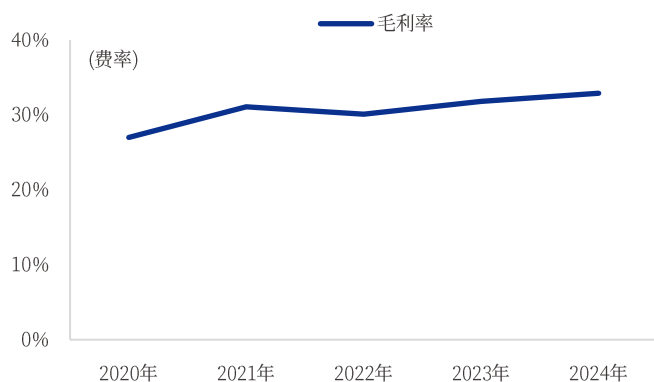
## 六、财务：现金牛与高分红

### （一）盈利：高毛利高分红

公司注重高质量扩张，毛利率持续提升。2024 年，公司整体毛利率为 32.9%，在高毛利率水平业务持续发展的加持下，公司整体盈利水平持续上行。由于公司经营杠杆效应增强，高毛利业务增长和成本优化有望共同带动公司毛利率水平进一步提升。

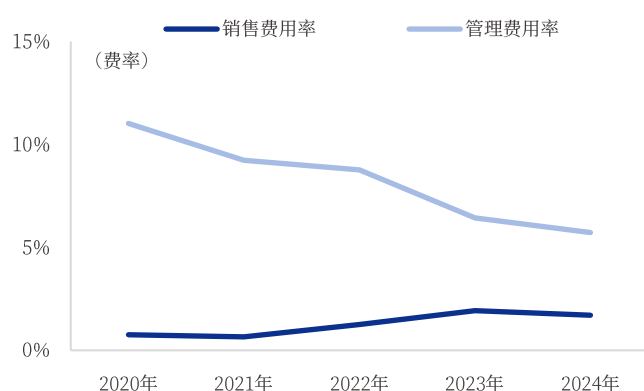
公司在规模扩张的同时注重高效，强调费用管控。2024 年，公司销售费用率和管理费用率分别为 1.71%、5.72%。尽管公司持续开业新商业项目，但公司的市场推广开支占收入比例持续下降。公司持续深化控费增效以及中后台职能共享建设，管理集约提效显著，管理费用占收入比例持续下行。

图92：2020 年-2024 年公司整体毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

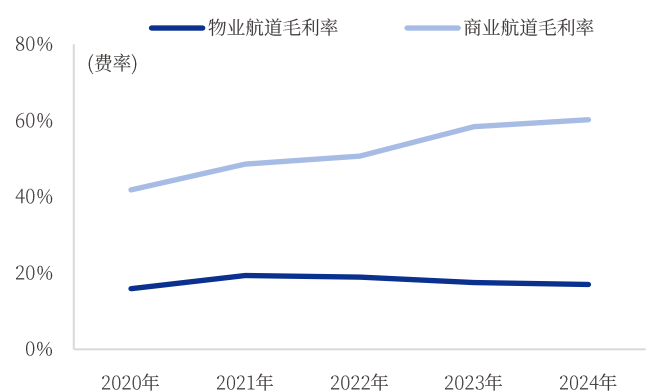
图93：2020 年-2024 年公司费用率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

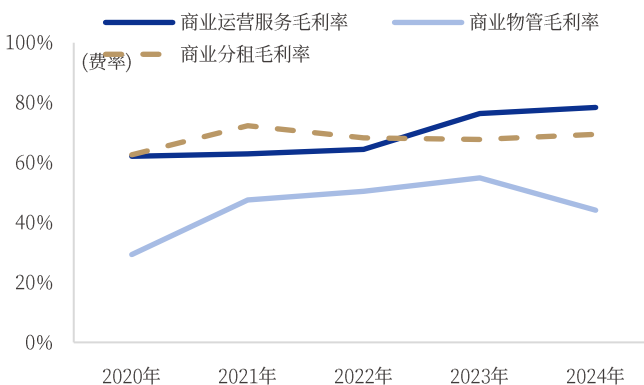
由于公司商业航道占比逐渐提升，商业航道凭借运营、分租等业务具有更高的盈利能力，支持公司整体毛利率持续提高。

图94：2020 年-2024 年公司物业和商业航道毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

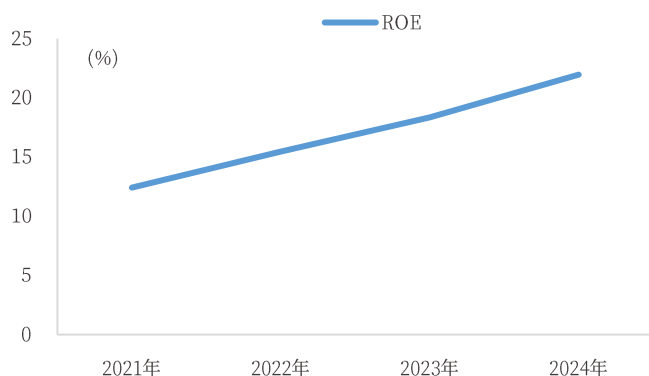
图95：2020 年-2024 年商业航道购物中心各业务毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

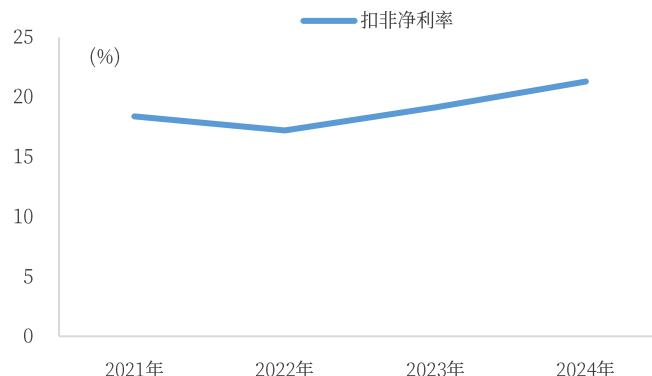
受益于持续提高的业绩规模和稳定提高的毛利率和有效的费用管控，公司 ROE 近年来持续提高，2024 年 ROE 为 21.96%，核心净利率为 21.30%。

图96：2020 年-2024 年公司 ROE 变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

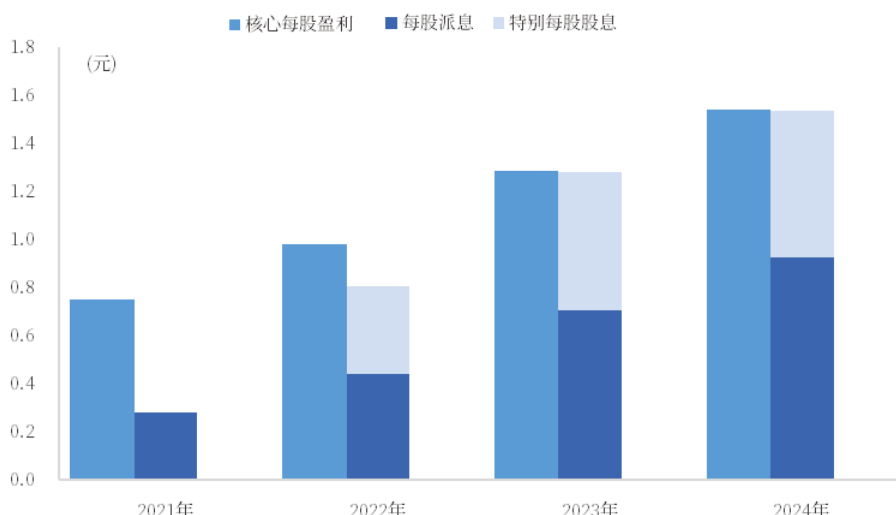
图97：2020 年-2024 年扣非后净利率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司始终以股东价值最大化为价值导向。2024 年，公司宣派每股 0.643 元，固定派息率为 60.03%，持续提高固定派息率；公司已连续三年宣派特别股息，2024 年特别股息每股 0.922 元。将固定派息和特别派息加和，即公司 2023-2024 年连续两年派息率 100%，持续回馈股东。公司上市以来累计派息 91.89 亿元，占同期核心净利润的 82.3%，公司慷慨派息，积极回馈市场。

图98：2021 年-2024 年公司归母核心每股盈利和每股股息

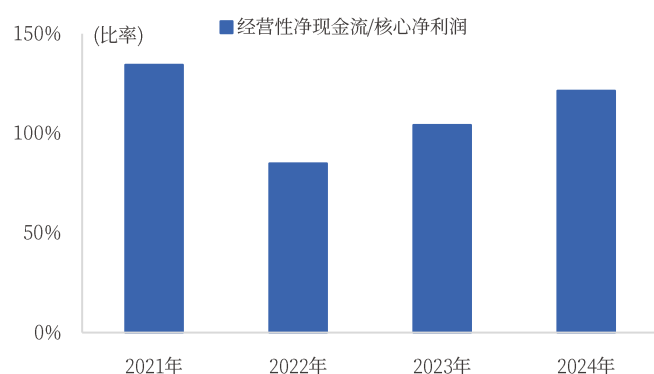


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）管理：现金流快周转

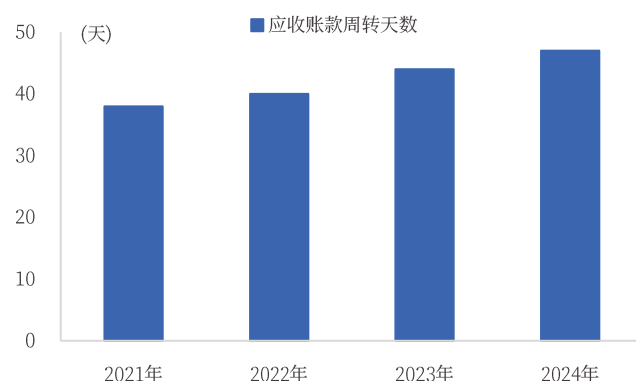
公司轻资产业务具有现金牛的特点。2024 年公司经营性现金流/核心净利润为 1.21 倍，并且连续两年实现经营性净现金流覆盖核心净利润，彰显公司利润质量高。从现金周转看，2024 年应收账款周转天数为 47 天，同比小幅提升，但周转效率依然较高。

图99：2020 年-2024 年公司经营性现金流覆盖利润情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

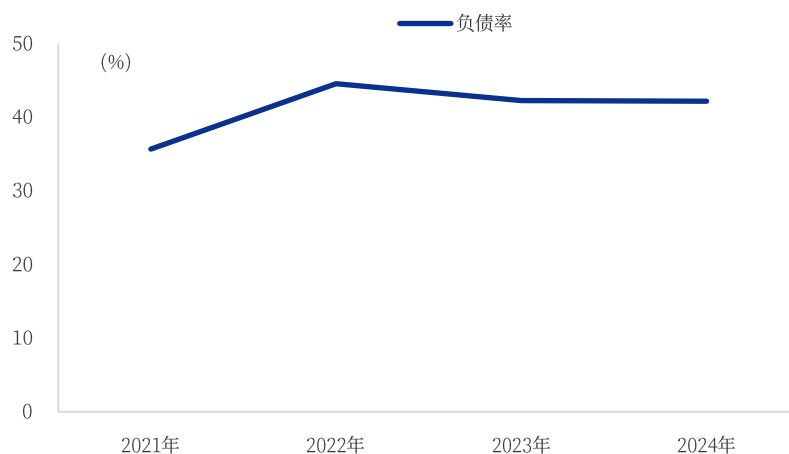
图100：2020 年-2024 年公司应收账款周转天数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司保持轻资产运营的优势，保持低杠杆率，2024 年资产负债率为 42.2%，负债率维持低位。从流动性看，公司流动资金保持充分，2024 年末公司在手银行存款和现金总额（包括受限银行存款）为 96.69 亿元，公司通过集中资金管理，保持合理和充足的现金水平。

图101：2021 年-2024 年公司负债率水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 七、投资建议：盈利预测与估值

### （一）盈利预测：业绩稳健提高

我们根据公司业务分别进行盈利预测。

商业航道上，2024 年公司商业航道共实现收入 62.74 亿元，同比增长 21.45%，我们按照业态分别预测购物中心和写字楼实现收入。

1) 购物中心业态，2024 年实现 42.09 亿元，同比增长 29.98%，考虑到公司持续承接母公司新开购物中心并且大力拓展第三方管理项目，因此我们预测 2025 年-2027 年购物中心业态分别实现收入 53.84 亿元、65.44 亿元、76.21 亿元，对应的同比增速分别为 27.91%、21.55%、16.45%。由于高毛利率的运营业务收入占比提升，对应的购物中心业态毛利率持续提高，2025 年-2027 年购物中心毛利率分别为 73.50%、73.90%、74.62%。

表7：公司 2024 年-2027 年（E）购物中心业务预测

| 单位：百万元人民币 | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 购物中心业务收入  | 4209.20 | 5383.95 | 6544.44 | 7620.77 |
| yoy       | 29.98%  | 27.91%  | 21.55%  | 16.45%  |
| 毛利率       | 72.60%  | 73.50%  | 73.90%  | 74.62%  |
| 其中：商业运营收入 | 2920.00 | 3818.51 | 4724.96 | 5593.31 |
| yoy       | 32.49%  | 30.77%  | 23.74%  | 18.38%  |
| 毛利率       | 78.40%  | 79.00%  | 79.00%  | 79.50%  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2) 写字楼业态，2024 年公司写字楼业务实现收入 20.65 亿元，同比增长 7.11%，考虑到写字楼物管业务规模扩大，我们预测公司写字楼业务 2025 年-2027 年收入分别为 21.99 亿元、22.99 亿元、23.56 亿元，同比增速分别为 6.47%、4.55%、2.51%，对应的毛利率分别为 35%、35.11%、35.21%。

表8：公司 2024 年-2027 年（E）写字楼业务预测

| 单位：百万元人民币 | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 写字楼业务收入   | 2065.00 | 2198.70 | 2298.71 | 2356.32 |
| yoy       | 7.11%   | 6.47%   | 4.55%   | 2.51%   |
| 毛利率       | 34.90%  | 35.00%  | 35.11%  | 35.21%  |
| 其中：物业管理收入 | 1935.07 | 2068.32 | 2166.91 | 2221.69 |
| yoy       | 7.75%   | 6.89%   | 4.77%   | 2.53%   |
| 毛利率       | 32.20%  | 32.50%  | 32.70%  | 32.80%  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

因此，我们预测商业航道 2025 年-2027 年实现收入 75.83 亿元、88.43 亿元、99.77 亿元，同比增速分别为 20.85%、16.62%、12.82%，对应的毛利率分别为 62.33%、63.82%、65.31%。其中购物中心收入占比持续提升。

表9：公司 2024 年-2027 年（E）商业航道业务预测

| 单位：百万元人民币 | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 商业航道收入    | 6274.31 | 7582.65 | 8843.14 | 9977.09 |
| yoy       | 21.45%  | 20.85%  | 16.62%  | 12.82%  |
| 毛利率       | 60.20%  | 62.33%  | 63.82%  | 65.31%  |
| 其中：购物中心收入 | 4209.20 | 5383.95 | 6544.44 | 7620.77 |
| 占比        | 67.09%  | 71.00%  | 74.01%  | 76.38%  |
| 其中：写字楼收入  | 2065.00 | 2198.70 | 2298.71 | 2356.32 |
| 占比        | 32.91%  | 29.00%  | 25.99%  | 23.62%  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

物业航道上，公司 2024 年实现收入 107.15 亿元，同比增长 11.61%。

1) 社区空间，由于来自于母公司项目在管面积持续提升，公司社区空间管理规模持续扩大。在房地产行业整体承压的背景下，公司背靠母公司行业领先的地位，在管规模有望稳步提升，并有望在住宅物管第三方外拓上持续推进。因此我们预测公司 2025 年-2027 年社区空间收入分别为 94.70 亿元、100.79 亿元、106.77 亿元，对应的同比增速分别为 6.47%、6.43%、5.92%，对应的毛利率分别为 17.60%、17.37%、17.30%。

2) 城市空间，公司在产业园、城市管家、公园河道等业态具有较强的运营优势，考虑到目前城市空间业务基数相对较低，我们预测公司城市空间业务 2025 年-2027 年收入分别为 24.44 亿元、30.88 亿元、36.87 亿元，同比增速分别为 34.22%、26.37%、19.39%，对应的毛利率分别为 13.37%、13.44%、13.52%。

表10：公司 2024 年-2027 年（E）物业航道业务预测

| 单位：百万元人民币 | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 物业航道收入    | 10714.95 | 11913.84 | 13167.54 | 14363.84 |
| yoy       | 11.61%   | 11.19%   | 10.52%   | 9.09%    |
| 毛利率       | 17.00%   | 16.73%   | 16.45%   | 16.33%   |
| 其中：社区空间收入 | 8894.06  | 9469.81  | 10079.14 | 10676.66 |
| yoy       | 7.60%    | 6.47%    | 6.43%    | 5.93%    |
| 毛利率       | 17.80%   | 17.60%   | 17.37%   | 17.30%   |
| 其中：城市空间收入 | 1820.89  | 2444.03  | 3088.40  | 3687.18  |
| yoy       | 36.29%   | 34.22%   | 26.37%   | 19.39%   |
| 毛利率       | 12.90%   | 13.37%   | 13.44%   | 13.52%   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

综上，我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 195.53 亿元、220.70 亿元、244.03 亿元，对应的同比增速分别为 14.73%、12.87%、10.57%，对应公司毛利率分别为 34.44%、35.46%、36.39%。结合公司较强的费用管控能力，我们预计公司 2025 年-2027 年核心归母净利润分别为 41.09 亿元、48.01 亿元、54.81 亿元，同比增速分别为 17.18%、16.83%、14.16%。

表11：公司 2024 年-2027 年（E）收入与核心归母净利润预测

| 单位：百万元人民币 | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 17042.66 | 19552.57 | 22069.56 | 24402.76 |
| yoy       | 15.41%   | 14.73%   | 12.87%   | 10.57%   |
| 毛利率       | 32.90%   | 34.44%   | 35.46%   | 36.39%   |
| 核心归母净利润   | 3506.68  | 4109.10  | 4800.85  | 5480.57  |
| yoy       | 20.09%   | 17.18%   | 16.83%   | 14.16%   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 估值：轻资产商管龙头标的

公司作为轻资产商业地产管理龙头公司，具有稀缺性和溢价性，因此其他的物业公司与公司的 P/E 较难类比，因此我们选择两种绝对估值法给予公司估值。

1.FCFE

考虑到公司现金牛的特点，我们选择 FCFE 进行分段估值。我们假设第一成长阶段为 3 年，增速为 7%，第二成长阶段为 7 年，增速为 3%；取 beta 值 1.29，对应的 WACC 为 9.45%，得到合理的每股价值约为 42.07 元/股。在公司 WACC 正负波动 0.5%、永续增长率正负波动 0.5%时，公司股价波动区间为人民币（37.51，48.15）元/股。

表12：公司 FCFE 法估值预测（人民币）

|            |          |           |       |
|------------|----------|-----------|-------|
| 第一阶段成长期（年） | 3        | 增长率       | 7%    |
| 第二阶段成长期（年） | 7        | 增长率       | 3%    |
| beta       | 1.29     | WACC      | 9.45% |
| 股权价值（百万）   | 96026.41 | 每股价值（元/股） | 42.07 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图102：公司 FCFE 绝对估值法敏感性分析（人民币）

| WACC \ g | 8.33% | 8.83% | 9.33% | 9.83% | 10.33% | 10.83% | 11.33% |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 1.50%    | 46.46 | 43.00 | 39.99 | 37.35 | 35.02  | 32.94  | 31.08  |
| 2.00%    | 48.79 | 44.93 | 41.61 | 38.72 | 36.19  | 33.94  | 31.95  |
| 2.50%    | 51.52 | 47.18 | 43.47 | 40.28 | 37.51  | 35.07  | 32.91  |
| 3.00%    | 54.77 | 49.80 | 45.63 | 42.07 | 39.01  | 36.34  | 34.00  |
| 3.50%    | 58.69 | 52.92 | 48.15 | 44.14 | 40.72  | 37.78  | 35.22  |
| 4.00%    | 63.51 | 56.69 | 51.15 | 46.57 | 42.72  | 39.43  | 36.60  |
| 4.50%    | 69.60 | 61.32 | 54.77 | 49.45 | 45.05  | 41.35  | 38.19  |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2.股利贴现

公司自上市来持续为股东慷慨分红，2022 年、2023 年、2024 年公司核心归母净利润分红率分别为 82.36%、100%、100%。考虑到公司业务为资产经营，各业务均具有现金流充沛的特点，因此我们认为公司未来有望持续为股东分红。我们假设公司 2028 年-2032 年成长速率逐渐降至 4%，2033 年起公司永续增长 3%。我们假设公司在 2024 年-2026 年的分红率为 90%，随后 2028 年-2030 年，在公司成长速率维持双位数的基础上，公司的分红率为 95%；2031 年开始，公司分红率为 100%。我们得到 2025 年末公司股利贴现值为 40.58 元/股，考虑到 2025 年同样分红，为了得到更加准确的结果，我们将 2025 年股利和 2025 年末股利贴现值再次贴现至当前时点，得到合理股价为 39.34 元/股。该值在如上方法 1 所测合理人民币价格区间范围（37.51，48.15）内。

表13：公司 2025 年（E）末股利贴现法预测（人民币）

|                      | 2026E  | 2027E  | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E 及以后 |
|----------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| EPS（元）               | 2.10   | 2.40   | 2.69  | 2.96  | 3.19  | 3.39  | 3.52  | 3.63      |
| yoy                  | 16.83% | 14.16% | 12%   | 10%   | 8%    | 6%    | 4%    | 3%        |
| 分红率                  | 90%    | 90%    | 95%   | 95%   | 95%   | 100%  | 100%  | 100%      |
| 股利（元）                | 1.89   | 2.16   | 2.55  | 2.81  | 3.04  | 3.39  | 3.52  | 3.63      |
| 贴现率                  | 0.91   | 0.83   | 0.75  | 0.69  | 0.63  | 0.57  | 0.52  | 0.47      |
| 每股股利贴现值(2025 年末)（元）  | 1.72   | 1.79   | 1.93  | 1.93  | 1.90  | 1.93  | 1.83  | 27.55     |
| 每股股利贴现加和（2025 年末）（元） | 40.58  |        |       |       |       |       |       |           |

资料来源：中国银河证券研究院

注：以上均为人民币计价

表14：公司 2025 年 4 月末股利贴现法估值预测（人民币）

| 2025E  |        |     |         | 2026E 及以后            |      | 每股股利贴现值（元）<br>（2025 年 4 月末） |
|--------|--------|-----|---------|----------------------|------|-----------------------------|
| EPS（元） | yoy    | 分红率 | 每股股利（元） | 2026E 及以后的每股股利贴现值（元） | 贴现率  |                             |
| 1.80   | 17.18% | 90% | 1.62    | 40.58                | 0.93 | <b>39.34</b>                |

资料来源：中国银河证券研究院

注：以上均为人民币计价

综合以上两种绝对估值法，公司的合理市值区间为人民币（856，1099）亿元，对应港币（911，1169）亿港元，目前公司市值低于该区间，因此我们给予“推荐”评级。

## 八、风险提示

宏观经济不及预期的风险：由于公司主营业务为购物中心管理、写字楼管理、住宅物业管理等。若宏观经济发展不及预期，则居民消费释放不足，购物中心零售额表现不及预期，对应的购物中心所收取的租金及公司对应的运营管理收入不及预期，因此对公司的经营产生较大的影响。

政策推动和实施不及预期的风险：由于近期自上而下持续加大力度刺激消费的政策，若此类政策推动不及预期，则居民消费或将释放不足，因此购物中心零售额表现不及预期，或导致公司的运营管理收入不及预期，因此对公司的经营产生较大的影响。

房价大幅波动的风险：由于居民的部分资产为房地产，若房价大幅波动，则居民的财产价值或受影响，若房价下跌，或将引起居民消费释放不足，因此或将导致购物中心零售额表现不及预期，对应或将影响公司的经营。

房屋销售和竣工不及预期的风险：公司的社区空间管理业务的主要管理对象为住宅，公司的主要新增在管项目主要为母公司交付项目及公司拓展项目。若房屋销售和竣工不及预期，则新项目的交付或受影响，因此或将导致公司新增管理的社区空间规模不及预期。

第三方拓展不及预期的风险：目前公司在管项目中，部分项目来自第三方，若第三方拓展不及预期，则公司在管规模的扩大或受影响，对应或影响公司的营收和利润规模。

应收账款回款不及预期的风险：公司的派息主要为现金分红的方式，若公司的应收账款回款不及预期，则公司的在手现金或受影响，对应或影响公司的派息分红。

汇率大幅波动的风险：由于公司在管部分购物中心定位高端，其中包含部分进口品牌，若汇率大幅波动，则对应的进口品牌商品的价格或在全球范围内出现价差，或将导致部分消费者选择境外消费，因此或将导致购物中心的零售额不及预期，对应或影响公司运营管理收入。

## 图表目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2017 年前华润置地旗下购物中心开业时间线 .....                | 3  |
| 图 2: 华润万象生活发展阶段 .....                            | 4  |
| 图 3: 华润万象生活股权架构（截至 2024 年 6 月 30 日） .....        | 5  |
| 图 4: 华润万象生活 2017 年-2024 年营业收入及同比增速 .....         | 7  |
| 图 5: 华润万象生活 2024 年各主营业务收入占比 .....                | 7  |
| 图 6: 华润万象生活 2017 年-2024 年物业航道收入及增速 .....         | 7  |
| 图 7: 华润万象生活 2017 年-2024 年社区空间各业务收入占比 .....       | 7  |
| 图 8: 华润万象生活 2017 年-2024 年商业航道业务收入及增速 .....       | 8  |
| 图 9: 华润万象生活 2017 年-2024 年商业航道各业务收入 .....         | 8  |
| 图 10: 华润万象生活 2017 年-2024 年购物中心业态各收入占比 .....      | 8  |
| 图 11: 华润万象生活 2017 年-2024 年写字楼业态各收入占比 .....       | 8  |
| 图 12: 华润万象生活商业航道架构 .....                         | 9  |
| 图 13: 截至 2024 年购物中心赛道商业运营服务实现收入 .....            | 9  |
| 图 14: 截至 2024 年购物中心赛道商业运营服务毛利率 .....             | 9  |
| 图 15: 截至 2024 年购物中心赛道物管服务实现收入 .....              | 10 |
| 图 16: 截至 2024 年购物中心赛道物管服务毛利率 .....               | 10 |
| 图 17: 截至 2024 年购物中心赛道分租服务实现收入 .....              | 10 |
| 图 18: 截至 2024 年购物中心赛道分租服务毛利率 .....               | 10 |
| 图 19: 2024 年公司商业航道购物中心收入贡献占比 .....               | 12 |
| 图 20: 2021 年-2024 年公司在管购物中心面积 .....              | 12 |
| 图 21: 截至 2024 年华润置地每年新开业购物中心数量 .....             | 12 |
| 图 22: 2020 年-2024 年华润置地已开业和开发中购物中心数量 .....       | 12 |
| 图 23: 截至 2024 年公司在管母公司购物中心规模 .....               | 13 |
| 图 24: 2021 年-2024 年公司在管母公司购物中心平均 GFA .....       | 13 |
| 图 25: 截至 2024 年公司在营第三方购物中心数量 .....               | 13 |
| 图 26: 2021 年-2024 年公司每年新拓第三方购物中心数量 .....         | 13 |
| 图 27: 截至 2024 年公司在管第三方购物中心规模 .....               | 14 |
| 图 28: 2021 年-2024 年公司第三方购物中心平均 GFA .....         | 14 |
| 图 29: 截至 2024 年公司实现“一城多汇”和“多城多汇”布局的城市及项目数量 ..... | 14 |
| 图 30: 截至 2024 年公司在管轻奢商场数量占比 .....                | 16 |
| 图 31: 2021 年-2024 年公司在管轻奢商场数量 .....              | 16 |
| 图 32: 截至 2025 年 3 月沈阳市部分万象系列购物中心布局 .....         | 16 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 33: 截至 2024 年公司在管购物中心出租率 .....         | 17 |
| 图 34: 2021 年-2024 年公司在管购物中心零售额同比表现 ..... | 17 |
| 图 35: 武汉武昌万象城地理位置.....                   | 17 |
| 图 36: 武汉武昌万象城内部.....                     | 17 |
| 图 37: 2021-2024 年公司在合作品牌数量.....          | 18 |
| 图 38: 2024 年公司购物中心各业态开店情况.....           | 18 |
| 图 39: 公司招商能力形成机制.....                    | 18 |
| 图 40: “一点万象” app.....                    | 19 |
| 图 41: 截至 2024 年写字楼赛道商业运营服务实现收入.....      | 20 |
| 图 42: 截至 2024 年写字楼赛道商业运营服务毛利率.....       | 20 |
| 图 43: 截至 2024 年写字楼赛道物管服务实现收入.....        | 20 |
| 图 44: 截至 2024 年写字楼物管服务毛利率.....           | 20 |
| 图 45: 2024 年公司商业航道写字楼收入贡献占比.....         | 21 |
| 图 46: 2021 年-2024 年公司在管写字楼面积.....        | 21 |
| 图 47: 2024 年公司商业航道写字楼在管面积占比.....         | 22 |
| 图 48: 2021 年-2024 年公司在管写字楼平均面积.....      | 22 |
| 图 49: 2024 年公司商业航道写字楼整体出租率.....          | 22 |
| 图 50: 2020 年-2024 年公司在管写字楼单位面积实现收入 ..... | 22 |
| 图 51: 公司写字楼运营 Officeasy 智慧平台 .....       | 23 |
| 图 52: 公司写字楼运营部分服务租户 .....                | 23 |
| 图 53: 公司物业航道业务 .....                     | 24 |
| 图 54: 截至 2024 年物业航道基础物管服务实现收入 .....      | 24 |
| 图 55: 截至 2024 年物业航道基础物管服务毛利率 .....       | 24 |
| 图 56: 公司物业航道在管面积及增速 .....                | 25 |
| 图 57: 截至 2024 年物业航道社区空间在管面积 .....        | 25 |
| 图 58: 截至 2024 年华润置地开发业务结算规模 .....        | 25 |
| 图 59: 截至 2024 年华润置地销售面积能级占比 .....        | 26 |
| 图 60: 截至 2024 年华润置地土储规模分布 .....          | 26 |
| 图 61: 华润置地住宅产品系列.....                    | 26 |
| 图 62: 2024 年公司社区空间在管面积占比 .....           | 27 |
| 图 63: 2024 年公司社区空间物管收入占比 .....           | 27 |
| 图 64: 华润万象生活完成中南服务、禹洲物业的收并购.....         | 27 |
| 图 65: 截至 2024 年物业航道开发商增值服务实现收入.....      | 27 |
| 图 66: 截至 2024 年物业航道开发商增值服务毛利率 .....      | 27 |
| 图 67: 截至 2024 年物业航道业主增值服务实现收入 .....      | 28 |
| 图 68: 截至 2024 年物业航道业主增值服务毛利率 .....       | 28 |
| 图 69: 2024 年物业航道增值服务各业务收入占比.....         | 28 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 70: 2021 年-2024 年物业航道增值服务各业务收入 .....           | 28 |
| 图 71: 截至 2024 年物业航道社区空间收缴率 .....                 | 29 |
| 图 72: 截至 2024 年物业航道社区空间客户满意度 .....               | 29 |
| 图 73: 2024 年物业航道城市空间在管面积及同比增速 .....              | 30 |
| 图 74: 截至 2024 年物业航道各业态在管面积占比 .....               | 30 |
| 图 75: 公司物业航道城市空间业务体系 .....                       | 30 |
| 图 76: 传统会员平台中 C 端客户与 B 端资源协同 .....               | 31 |
| 图 77: 大会员平台体系的 C 端客户与 B 端资源协同 .....              | 32 |
| 图 78: 2021 年-2024 年公司大会员数量 .....                 | 33 |
| 图 79: 2021 年-2024 年公司购物中心在年内发放万象星金额 .....        | 33 |
| 图 80: 公司大会员体系框架 .....                            | 33 |
| 图 81: 大会员体系生态全覆盖 .....                           | 34 |
| 图 82: 2010 年-2023 年我国与美国、韩国的居民消费对 GDP 贡献比较 ..... | 35 |
| 图 83: 截至 2025 年 2 月全国社零累计同比增速 .....              | 35 |
| 图 84: 截至 2025 年 1 月消费者信心指数 .....                 | 35 |
| 图 85: 2011 年~2024 年 H1 全国购物中心开业面积 .....          | 36 |
| 图 86: 2020 年 H1~2024 年 H1 新开业购物中心数量及规模 .....     | 36 |
| 图 87: 2024 年路威酩轩各区域贡献收入比例 .....                  | 36 |
| 图 88: 全球主要区域某高端品牌门店数量 .....                      | 36 |
| 图 89: 美国个人消费中商品和服务分别占 GDP 比重 .....               | 37 |
| 图 90: 线下消费分类 .....                               | 38 |
| 图 91: 2023 年深圳湾万象城租户 GFA 占比 .....                | 38 |
| 图 92: 2020 年-2024 年公司整体毛利率变化趋势 .....             | 39 |
| 图 93: 2020 年-2024 年公司费用率变化趋势 .....               | 39 |
| 图 94: 2020 年-2024 年公司物业和商业航道毛利率变化趋势 .....        | 39 |
| 图 95: 2020 年-2024 年商业航道购物中心各业务毛利率变化趋势 .....      | 39 |
| 图 96: 2020 年-2024 年公司 ROE 变化趋势 .....             | 40 |
| 图 97: 2020 年-2024 年扣非后净利率变化趋势 .....              | 40 |
| 图 98: 2021 年-2024 年公司归母核心每股盈利和每股股息 .....         | 40 |
| 图 99: 2020 年-2024 年公司经营性现金流覆盖利润情况 .....          | 41 |
| 图 100: 2020 年-2024 年公司应收账款周转天数 .....             | 41 |
| 图 101: 2021 年-2024 年公司负债率水平 .....                | 41 |
| 图 102: 公司 FCFE 绝对估值法敏感性分析（人民币） .....             | 44 |
| 表 1: 华润万象生活部分董事及高管履历 .....                       | 6  |
| 表 2: 购物中心赛道业务列表 .....                            | 11 |

表 3: 公司母公司各年开业购物中心列表 ..... 15

表 4: 华润万象生活 2024 年改造部分购物中心 ..... 19

表 5: 华润万象生活写字楼赛道物管业务服务类型 ..... 21

表 6: 华润万象生活工程服务公司业务 ..... 29

表 7: 公司 2024 年-2027 年 (E) 购物中心业务预测 ..... 42

表 8: 公司 2024 年-2027 年 (E) 写字楼业务预测 ..... 42

表 9: 公司 2024 年-2027 年 (E) 商业航道业务预测 ..... 43

表 10: 公司 2024 年-2027 年 (E) 物业航道业务预测 ..... 43

表 11: 公司 2024 年-2027 年 (E) 收入与核心归母净利润预测 ..... 44

表 12: 公司 FCFE 法估值预测 (人民币) ..... 44

表 13: 公司 2025 年 (E) 末股利贴现法预测 (人民币) ..... 45

表 14: 公司 2025 年 4 月末股利贴现法估值预测 (人民币) ..... 45

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表（百万元） | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 16,256 | 20,844 | 27,285 | 34,461 |
| 现金         | 9,571  | 13,349 | 19,069 | 25,649 |
| 应收账款及票据    | 2,366  | 2,714  | 3,064  | 3,388  |
| 存货         | 240    | 269    | 299    | 326    |
| 其他         | 4,080  | 4,512  | 4,853  | 5,099  |
| 非流动资产      | 12,652 | 10,769 | 10,647 | 10,406 |
| 固定资产       | 614    | 615    | 599    | 589    |
| 无形资产       | 3,254  | 2,956  | 2,712  | 2,610  |
| 其他         | 8,784  | 7,199  | 7,336  | 7,207  |
| 资产总计       | 28,908 | 31,613 | 37,932 | 44,867 |
| 流动负债       | 8,828  | 10,085 | 11,351 | 12,518 |
| 短期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款及票据    | 1,656  | 1,856  | 2,063  | 2,248  |
| 其他         | 7,172  | 8,228  | 9,288  | 10,270 |
| 非流动负债      | 3,359  | 3,359  | 3,359  | 3,359  |
| 长期债务       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | 3,359  | 3,359  | 3,359  | 3,359  |
| 负债合计       | 12,187 | 13,444 | 14,710 | 15,877 |
| 普通股股本      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 储备         | 16,525 | 17,900 | 22,852 | 28,499 |
| 归属母公司股东权益  | 16,525 | 17,900 | 22,852 | 28,499 |
| 少数股东权益     | 196    | 269    | 370    | 491    |
| 股东权益合计     | 16,721 | 18,170 | 23,223 | 28,991 |
| 负债和股东权益    | 28,908 | 31,613 | 37,932 | 44,867 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 3,780  | 4,632  | 5,274 | 5,843 |
| 净利润        | 3,629  | 4,244  | 4,952 | 5,647 |
| 少数股东权益     | 101    | 73     | 101   | 121   |
| 折旧摊销       | 171    | 191    | 176   | 167   |
| 营运资金变动及其他  | -122   | 124    | 44    | -92   |
| 投资活动现金流    | -2,457 | 2,126  | 556   | 846   |
| 资本支出       | 270    | 107    | 82    | -55   |
| 其他投资       | -2,727 | 2,019  | 474   | 900   |
| 筹资活动现金流    | -3,163 | -2,980 | -110  | -108  |
| 借款增加       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 普通股增加      | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 已付股利       | -3,163 | -2,980 | -110  | -108  |
| 其他         | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 现金净增加额     | -1,840 | 3,778  | 5,720 | 6,580 |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

注：以上均为人民币

| 利润表（百万元） | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 17,043 | 19,553 | 22,070 | 24,403 |
| 其他收入     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业成本     | 11,433 | 12,818 | 14,244 | 15,523 |
| 销售费用     | 291    | 334    | 377    | 417    |
| 管理费用     | 975    | 1,118  | 1,262  | 1,396  |
| 研发费用     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用     | 116    | 110    | 110    | 108    |
| 除税前溢利    | 4,895  | 5,741  | 6,720  | 7,670  |
| 所得税      | 1,165  | 1,424  | 1,666  | 1,902  |
| 净利润      | 3,730  | 4,317  | 5,053  | 5,768  |
| 少数股东损益   | 101    | 73     | 101    | 121    |
| 归属母公司净利润 | 3,629  | 4,244  | 4,952  | 5,647  |
| EBIT     | 5,011  | 5,852  | 6,829  | 7,779  |
| EBITDA   | 5,182  | 6,042  | 7,006  | 7,945  |
| EPS（元）   | 1.59   | 1.86   | 2.17   | 2.47   |

| 主要财务比率    | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力      |         |         |         |         |
| 营业收入      | 15.41%  | 14.73%  | 12.87%  | 10.57%  |
| 归属母公司净利润  | 23.92%  | 16.94%  | 16.68%  | 14.03%  |
| 获利能力      |         |         |         |         |
| 毛利率       | 32.91%  | 34.44%  | 35.46%  | 36.39%  |
| 销售净利率     | 21.30%  | 21.71%  | 22.44%  | 23.14%  |
| ROE       | 21.96%  | 23.71%  | 21.67%  | 19.81%  |
| ROIC      | 22.84%  | 24.22%  | 22.11%  | 20.18%  |
| 偿债能力      |         |         |         |         |
| 资产负债率     | 42.16%  | 42.53%  | 38.78%  | 35.39%  |
| 净负债比率     | -57.24% | -73.47% | -82.11% | -88.47% |
| 流动比率      | 1.84    | 2.07    | 2.40    | 2.75    |
| 速动比率      | 1.80    | 2.03    | 2.37    | 2.72    |
| 营运能力      |         |         |         |         |
| 总资产周转率    | 0.60    | 0.65    | 0.63    | 0.59    |
| 应收账款周转率   | 7.82    | 7.70    | 7.64    | 7.57    |
| 应付账款周转率   | 7.14    | 7.30    | 7.27    | 7.20    |
| 每股指标（元）   |         |         |         |         |
| 每股收益      | 1.59    | 1.86    | 2.17    | 2.47    |
| 每股经营现金流   | 1.66    | 2.03    | 2.31    | 2.56    |
| 每股净资产     | 7.24    | 7.84    | 10.01   | 12.49   |
| 估值比率      |         |         |         |         |
| P/E       | 17.09   | 18.28   | 15.66   | 13.74   |
| P/B       | 3.75    | 4.33    | 3.39    | 2.72    |
| EV/EBITDA | 10.12   | 10.63   | 8.35    | 6.53    |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**胡孝宇**，房地产行业分析师，4年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                            | 评级   | 说明                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，中国香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|                                                                                                                                 |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|                                                                                                                                 |      | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
|                                                                                                                                 | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|                                                                                                                                 |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|                                                                                                                                 |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|                                                                                                                                 |      | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn