

依托母公司购物中心资源禀赋，商管业务 演绎逆势增长

——华润万象生活之商管篇

核心观点

- 核心看点：**母公司重资产持有大体量优质商场，华润万象轻资产商管享有空间卡位和规模优势，对商户具备强定价权，同店和规模成长驱动经营杠杆效用提升，未来商管业务的收入与盈利增长确定性强。
- 市场部分人习惯将万象系商场直接与龙湖集团的龙湖天街、新城控股的吾悦广场类比。虽然三者同为内资购物中心，但后两家开发持有和运营集中于同一主体，享有租金收入的同时需承担前期庞大资金沉淀、较长回报周期，以及苛刻的财务回报条件。而万象系商场由母公司华润置地开发持有，商管环节则被拆分出来由华润万象生活运营。因此，**公司轻资产模式无需庞大的资本投入，却可享母公司大体量且优质项目的运营红利，风险低、盈利能力高，经测算证明盈利向上弹性更强。**
- 公司商管核心竞争优势在于对商户不断强化的议价能力，这主要源于母公司稳定增长的、大体量优质购物中心的合约支持。**母公司是中国购物中心领域早期进入者，抢先布局关键地区市场占据核心地段，此外其数量稳居行业第一梯队，储备仍在有序增加，这为公司带来稀缺重奢资源、与品牌深度绑定的关系，以及调租换铺的强势话语权等，结合公司专业、有创造力的团队不断在动态的市场变化中找寻最优解，得以形成**客流-销售额-品牌吸引/更新的正反馈**，从而使得在管商场表现能够超越消费基本面，并且实现长期同店增长。
- 在万象系购物中心同店增长和规模扩张下，公司经营杠杆效应增强，商管运营的利润率有望继续提升。**在单个购物中心项目层面，大部分成本相对固定，或随通胀同步增长，因此同店租金的稳健增长能够带来 NOI Margin 的增长；在公司层面，随着母公司不断新建购物中心，总部的招商和营销人员可以管理更多项目，且经验与模式也能够适当迁移，劳动效率提升拉动利润率上行。

盈利预测与投资建议

- 结合公司最新财报，我们调整购物中心商管和物管的营收增速及毛利率，同时下调公司费率，调整后公司 25-26 年 EPS 预测为 1.73/2.12 元（25-26 年原预测值为 1.88/2.19 元），并引入 27 年预测值 2.44 元。我们采取 DCF 估值法，目标价 52.55 港元（1 港元=0.910 人民币），维持“买入”评级。

风险提示：消费基本面下行超预期的风险。母公司交付不及预期。第三方项目拓展不及预期。数据统计可能存在误差/变动。假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,767	17,043	18,723	20,900	22,596
同比增长(%)	22.9%	15.4%	9.9%	11.6%	8.1%
营业利润(百万元)	3,912	4,895	5,421	6,623	7,635
同比增长(%)	34.6%	25.1%	10.7%	22.2%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,929	3,629	3,956	4,833	5,572
同比增长(%)	32.8%	23.9%	9.0%	22.2%	15.3%
每股收益(元)	1.28	1.59	1.73	2.12	2.44
毛利率(%)	31.8%	32.9%	33.8%	35.8%	37.3%
净利率(%)	19.8%	21.3%	21.1%	23.1%	24.7%
净资产收益率(%)	19.4%	22.4%	24.6%	28.5%	28.2%
市盈率(倍)	32.4	26.2	24.0	19.7	17.1
市净率(倍)	6.0	5.7	6.1	5.2	4.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

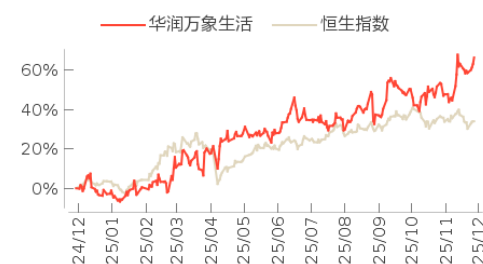
投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 27 日）	45.74 港元
目标价格	52.55 港元
52 周最高价/最低价	46.54/25.22 港元
总股本/流通 H 股（万股）	228,250/228,250
H 股市值（百万港币）	104,402
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 12 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.24	8.39	23.81	64.71
相对表现%	3.81	10.24	20.86	32.35
恒生指数%	0.43	-1.85	2.95	32.36



证券分析师

赵旭翔	执业证书编号：S0860521070001 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn 0755-82819271
刘洋	执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487 liuyang3@orientsec.com.cn 021-63326320
孙怡萱	执业证书编号：S0860525110002 sunyixuan@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

24H1 业绩高于预期，商管表现亮眼	2024-09-05
--------------------	------------

重大投资要素

我们区别于市场的观点

1) 市场部分人习惯将万象系商场直接与龙湖集团的龙湖天街、新城控股的吾悦广场类比。虽然三者同为内资购物中心，但后两家开发持有和运营集中于同一主体，享有租金收入的同时需承担前期庞大资金沉淀、较长回报周期，以及苛刻的财务回报条件。

而万象系商场由母公司华润置地开发持有，商业管理业务环节则被拆分出来由华润万象生活运营。**需要强调的是，华润万象轻资产模式无需庞大的资本投入，却可享母公司大体量且优质项目的运营红利，风险低、盈利能力高、向上弹性更强。**

2) 我们认为，公司商管核心竞争优势在于对商户不断强化的议价能力，这主要源于母公司**稳定增长的、大体量优质购物中心的合约支持**。母公司是中国购物中心领域早期进入者，抢先布局关键地区市场占据核心地段，此外其数量稳居行业第一梯队，储备仍在有序增加，这为公司带来稀缺重奢资源、与品牌深度绑定的关系，以及调租换铺的强势话语权等，结合公司专业、有创造力的团队不断在动态的市场变化中找寻最优解，得以形成客流-销售额-品牌吸引/更新的正反馈，从而使得在管商场表现能够超越消费基本面，并且实现长期同店增长。

关键假设

假设母公司未来购物中心储备有序增加（2025-2028年分别增加6、6、6、5个）；假设公司第三方签约项目2025-2027年每年为8-10个；公司商业运营服务费继续以业主方租金收入的4%-5%+EBITDA的8%-10%收取；我们对于未来消费基本面走势持审慎保守的判断，但我们认为公司将持续受益于行业马太效应，假设公司租金坪效未来三年维持正向增长。

股价上涨的催化因素

同店零售额增长超预期、新签第三方合约超预期、会员计划变现加速等。

估值和目标价格

结合公司最新财报，我们调整购物中心商管和物管的营收增速及毛利率，同时下调公司费率，调整后公司25-26年EPS预测为1.73/2.12元（25-26年原预测值为1.88/2.19元），并引入27年预测值2.44元。我们采取DCF估值法，目标价52.55港元（1港元=0.910人民币），维持“买入”评级。

风险提示

消费基本面下行超预期的风险。母公司交付不及预期。数据统计可能存在误差/变动。

目 录

1、母公司背负商场 Capex，公司轻资产模式享有低风险、高利润水平及弹性	6
2、强势议价权支撑同店增长，叠加规模扩张推动经营杠杆效应提升	8
2.1 依托万象系商场空间卡位和规模优势，公司对商户议价能力不断强化	8
2.1.1 先发布局高能级城市+核心区位，拉高商场经营天花板	8
2.1.2 母公司旗下大体量优质商场赋予规模优势	11
2.1.3 对品牌形成强议价权，助力客流-销售额-品牌吸引/更新的正反馈	12
2.2 同店和规模成长驱动经营杠杆效应增强，利润率有望继续提升	16
3、卓越的运营能力是支撑规模化发展的内核因素	17
3.1 专业、创造力的团队是公司打造商管运营能力的基础	17
3.2 超前理念、敏锐洞察与持续更新，团队在复杂且动态的行业中不断找寻最优解	19
4、盈利预测与投资建议	21
5、风险提示	21

图表目录

图 1：多数重资产购物中心，尤其是杠杆高的产生可观财务回报难度大	6
图 2：华润置地拆分轻资产管理板块成立华润万象生活，华润置地直接持有公司 72.29% 的股份（截至 2025 年 6 月 30 日）	7
图 3：购物中心轻资产管理输出方受商场运营影响的利润弹性较业主方更大	8
图 4：影响购物中心经营业绩的关键因素	8
图 5：同城中，华润系商场先发区位和地段优势显著	10
图 6：华润系租金水平显著高于其余内资购物中心（亿元）	10
图 7：华润系优质商场强者恒强，成熟期租金仍在升高（亿元）	10
图 8：母公司在营商场数量稳居行业第一梯队，且仍在有序提升	11
图 9：母公司华润置地为公司商管最重要的业主	11
图 10：2024 年华润万象在管购物中心数量稳居行业第一梯队	11
图 11：2024 年母公司购物中心布局较高能级城市	11
图 12：公司商管零售额及占全国社消零比例持续增长（亿元）	12
图 13：2024 年拥有 50 个零售额排名当地市场 TOP1 的优质项目	12
图 14：公司拥有庞大品牌资源库	13
图 15：公司在营品牌数逐年提升，2024 年末达到 7800 个	13
图 16：公司购物中心 2024 年重点品牌开店指标占比高，达到 34%	13
图 17：随着消费增长支点的位移，华润万象业态持续更迭	13
图 18：深圳万象城品牌持续更新，2023 年仍达到 34% 水平	14
图 19：深圳万象城国际品牌占比 2023 年提升至 40%	14
图 20：深圳万象城凭借市场洞察和品牌库资源，不断调租换铺抵御片区的衰退，销售额呈现稳步上升趋势	14
图 21：华润系购物中心同店可比零售额、租金保持正增（特殊情形除外）	15
图 22：以青岛万象城项目为例，NOI Margin 随着收入规模扩大而提升，规模效应显著（百万、%）	16
图 23：整体来看，华润系购物中心 NOI Margin 持续增长	16
图 24：华润置地持续新建购物中心，支撑公司在营项目数量提升	17
图 25：公司运营业务毛利率弹性较大，随着购物中心数量而抬升	17
图 26：公司商管人才梯队建设逻辑清晰	18
图 27：南京万象天地以云章公所为核心	19
图 28：义乌天地融合“鸡毛换糖”历史文化符号	19
图 29：华润万象生活购物中心零售额同店可比增速显著高于社零总额增速	20
表 1：不同于港/台资，华润系重奢商场布局关键区域市场，范围更广、数量更多	9

表 2：公司负责商管业务的高管拥有来自华润商业地产的丰富一线经验	17
表 3：DCF 估值假设参数	21
表 4：FCFF 目标价敏感性分析（单位：港元）	21

1、母公司背负商场 Capex，公司轻资产模式享有低风险、高利润水平及弹性

市场部分人习惯将万象系商场直接与龙湖集团的龙湖天街、新城控股的吾悦广场类比。虽然三者同为内资购物中心，但后两家开发持有和运营集中于同一主体，享有租金收入的同时需承担前期庞大资金沉淀、较长回报周期，以及苛刻的财务回报条件。而万象系商场由母公司华润置地开发持有，商业管理业务环节则被拆分出来由华润万象生活运营。需要强调的是，华润万象轻资产模式无需庞大的资本投入，却可享母公司大体量且优质项目的运营红利，风险低、盈利能力高、向上弹性更强。

持有兼运营购物中心的开发商，需要承担前期大规模资金沉淀、较长投资回报周期，以及苛刻的财务回报条件。以一座低能级城市的中档购物中心为例，假设总建筑面积 10 万 m^2 ，拿地成本 1000 元/ m^2 ，建安成本 5000-6000 元/ m^2 ，计算可得单个项目的期初投入 6-7 亿元；在例如杭州、成都等更高能级城市的单体购物中心投入可能高于 20 亿元；具备重奢性质的购物中心资金需求更大，普遍处于百亿级。

此外，重资产商场取得财务回报条件较为苛刻——NOI 持续增长以及足够低的融资成本是核心。然而，国内购物中心行业存在明显的头部效应，销售体量靠前的商场增长更加持续、增长率往往领先，大部分购物中心的增长潜力则较为有限。同时，国内融资成本较高，导致“算账”困难。在国内融资利率下降的背景下，2024 年房企平均融资成本已降至约 5%，而近几年开发商受到地价及消费额变化、运营能力等综合因素的制约，多数项目的投资回报率（即 NOI/总投资成本）很难超过 5%-6%，无法覆盖融资成本。仅部分央企和少数头部民企能够取得 2%-4%的低融资成本，“算账”结果能够长期培养和运营旗下购物中心。

我们测算典型一二线城市纯购物中心的投资回报率。假设项目体量 10 万 m^2 ，单方建安成本 10000 元/ m^2 ，平均地价 5500 元/ m^2 ，租金复合增速 1-4 年 10%，5-7 年 8%，8-10 年 5%，退出时资本化率 6.5%。则项目约在第 10 年才能达到 7%左右 NOI 率。假设开发商融资成本 4.8%，自有出资占比 30%，则全生命周期的无杠杆 IRR 回报率仅为 4.7%。可以看出，面对这样的回报率，仅有极少数的企业才能获得较好的财务回报，融资成本较高的普通开发商，经营利润甚至难以覆盖融资成本，带杠杆的 IRR 低于无杠杆 IRR。

图 1：多数重资产购物中心，尤其是杠杆高的产生可观财务回报难度大

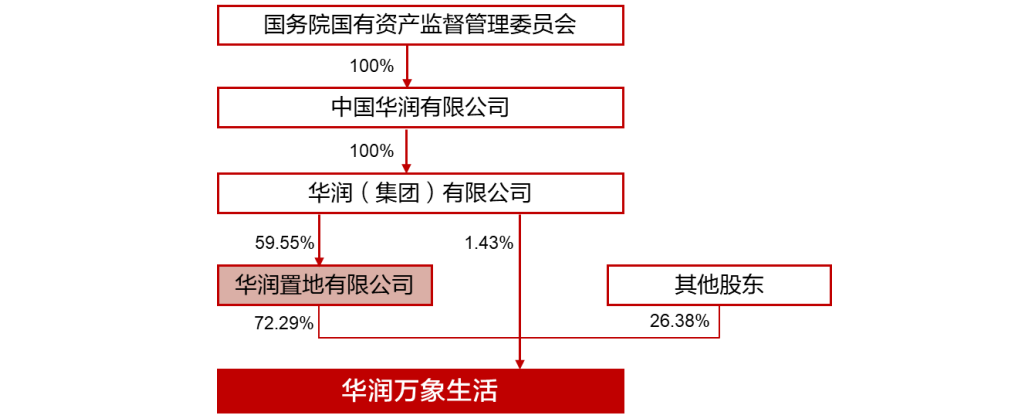
一个典型一二线城市商场的盈利测算

假设：													
总建面（万方）	10	退出时资本化率		6.50%									
地下建面（万方）	2	租金增速假设		1-4年年化10%，5-7年8%，8-10年5%									
地上（万方）	8	贷款比例假设		70%									
可租面积（万方）	6	加权融资成本		4.80%									
单方建安（元/平）	10,000	运营成本		40%									
分摊地价（元/平）	5,500	租金收入占比		80%									
总造价（万元）	155,000	租售比		13%									
现金流模拟：													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售坪效（元/月）				800	880	968	1,065	1,150	1,242	1,341	1,408	1,479	1,553
租金收入(万)				7,488	8,237	9,060	9,967	10,764	11,625	12,555	13,183	13,842	14,534
项目总收入（万）				9,360	10,296	11,326	12,458	13,455	14,531	15,694	16,478	17,302	18,167
(-)运营成本				3,744	4,118	4,530	4,983	5,382	5,812	6,277	6,591	6,921	7,267
NOI(万)				5,616	6,178	6,795	7,475	8,073	8,719	9,416	9,887	10,381	10,900
NOI/总造价				3.6%	4.0%	4.4%	4.8%	5.2%	5.6%	6.1%	6.4%	6.7%	7.0%
退出时价值（NOI/Cap Rate）													167,699
自有资金投入(万)	46,500												
贷款(万)	108,500												
(-)利息支出（万）		5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208	5,208
自由现金流：	(46,500)	(5,208)	(5,208)	408	970	1,587	2,267	2,865	3,511	4,208	4,679	5,173	64,892
不考虑资产退出现金流回正时间	10												
自有资金的IRR-带杠杆	4.5%												
自有资金的IRR-无杠杆	4.7%												

数据来源：东方证券研究所

不同于龙湖集团与新城控股的重资产商业地产模式，华润万象生活是由华润置地拆分出商管和物管成立的轻资产管理平台。截至 2025 年 6 月 30 日，控股股东华润置地直接持有公司 72.29%的股份，股权稳定集中，集团实力雄厚。母公司以及集团丰富的资源优势为公司提供强力支持。

图 2：华润置地拆分轻资产管理板块成立华润万象生活，华润置地直接持有公司 72.29%的股份（截至 2025 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告、iFind，东方证券研究所

华润万象轻资产模式优势在于其项目运营过程中理论上无需资本投入，却可共享项目运营红利，具有风险低、回报快、利润水平高且弹性强的特点。资产负债表端，由业主方华润置地承担资产负债表风险，包括前期大量资本投入和财务杠杆，以及商业资产价格的波动，而华润万象表内不沉淀资产与负债。利润表端，则由二者共担购物中心经营波动风险——华润万象商业运营收入由业主方租金收入叠加经营利润抽成组成；成本方面，华润万象主要承担商管运营人力成本，其自身利润空间较大（2024 年商业运营毛利率为 78.4%），但成本相对刚性；业主方则承担其他全部

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

运营成本，其中浮动部分（如房产税、营销投入等）占比高于万象生活，且需要承担项目维修等资本性开支。基于此，当购物中心经营出现波动，华润万象利润端向上或向下弹性理论上大于华润置地。

图 3：购物中心轻资产管理输出方受商场运营影响的利润弹性较业主方更大

假设该购物中心：无杠杆；NOI利润率为60%； 业主方租金收入占比75%；销管费用率为20%；折旧摊销、税金等占比合计约45% 轻资产管理输出方收入为(项目收入抽成5%+NOI抽成10%)；成本主要为人力成本，较为固定											
	base	scenario1	change %	scenario2	change %						
购物中心总收入	100	120	20%	80	-20%						
(-) 总成本	-40.0	-47	17%	-33	-18%						
NOI	60	73	22%	47	-21%						
	base	scenario1	change %	scenario2	change %		base	scenario1	change %	scenario2	change %
业主方						轻资产管理输出方					
租金收入	75	90	20%	60	-20%	运营业务收入	11.0	13.3	21%	8.7	-21%
其他收入	25	30	20%	20	-20%	(-) 成本（主要为人力）	-2.8	-2.8	0%	-2.8	0%
(-) 营业成本	-37.3	-44.1	18%	-30.1	-19%	销售管理费用分摊	-2.2	-2.7	21%	-1.7	-21%
(-) 商管运营费用支出	-11.0	-13.3	21%	-8.7	-21%	经营利润	6.1	7.9	31%	4.2	-30%
销售管理费用分摊	-20.0	-24.0	20%	-16.0	-20%	净利润	4.8	6.3	31%	3.4	-30%
经营利润	31.8	38.6	22%	25.2	-21%	净利率	44%	47%	3.5pct	39%	-5.2pct
净利润	17.5	21.2	22%	13.9	-21%						
净利率	17%	18%	0.2pct	17%	-0.1pct						

注：假设购物中心总收入为 100，按比例进行模拟计算

数据来源：东方证券研究所

2、强势议价权支撑同店增长，叠加规模扩张推动经营杠杆效应提升

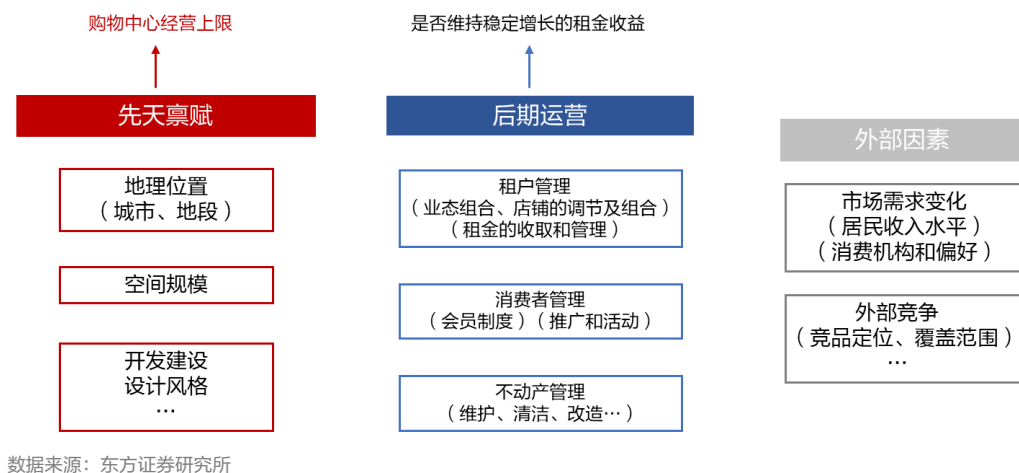
我们认为，公司商管核心竞争优势在于对商户不断强化的议价能力，这主要源于母公司稳定增长的、大体量优质购物中心的合约支持。母公司是中国购物中心领域早期进入者，抢先布局关键地区市场占据核心地段，此外其数量稳居行业第一梯队，储备仍在有序增加，这为公司带来稀缺重奢资源、与品牌深度绑定的关系，以及调租换铺的强势话语权等，结合公司专业、有创造力的团队不断在动态的市场变化中找寻最优解，得以形成客流-销售额-品牌吸引/更新的正反馈，从而使得在管商场表现能够超越消费基本面，并且实现长期同店增长。

2.1 依托万象系商场空间卡位和规模优势，公司对商户议价能力不断强化

2.1.1 先发布局高能级城市+核心区位，拉高商场经营天花板

购物中心成功与否的重要先决条件是选址，这决定了购物中心经营的上限。我们认为后期运营决定了购物中心是否能够产生稳定增长的租金收益，而经营业绩的天花板则很大程度上由购物中心的先天禀赋，包括落地位置、空间大小等决定——地理位置决定了项目的定位、人流以及消费力等，空间大小决定了项目能否有更丰富的租户组合和更强的集客力。而空间和核心地段的有限性，以及同类项目的排他性也使得购物中心先发卡位能够提升其市场防御能力，占据核心区位的购物中心往往演绎强者恒强的故事。

图 4：影响购物中心经营业绩的关键因素



母公司华润置地是中国购物中心领域较早进入者，抢先布局关键地区市场占据核心地段。与内资相比，公司先发卡位优势凸显；与港/台资相比，公司高端商场分布更广、数量更多。

20 世纪末，以香港恒隆、新鸿基、嘉里集团为代表的成熟港资进入中国购物中心领域，主要在上海、北京超核心地段打造重奢商场。华润置地于 2004 年以深圳万象城项目切入赛道，作为内地最早的商业地产开发商，同时拥有强大国资背景，大举布局高能级城市核心地段。与港/台资相比，除了一线城市之外，华润置地瞄准关键地区市场，例如杭州、沈阳、兰州、南宁等，当时尚未被充分挖掘同时具备虹吸效应的枢纽型城市。2011 年沈阳万象城开业，迅速确立其在沈阳及东北高端城市综合体的地位，在与后来者恒隆、K11 的竞争中经营业绩处于领先，其销售额于 2024 年达到 104 亿，在东北区稳居第一，在万象系中仅次于深圳万象城；华润置地与南宁市政府深度合作，拓荒新区建立万象城，2012 年开业成为华南西部第一家奢侈品购物中心，具备卡位优势。

表 1：不同于港/台资，华润系重奢商场布局关键区域市场，范围更广、数量更多

华润万象	恒隆集团	新鸿基	太古集团	九龙仓
深圳万象城	上海恒隆广场	上海国金中心	北京三里屯太古里	成都 IFS
深圳湾万象城	上海港汇恒隆广场	上海环贸广场	广州太古汇	重庆 SKP
杭州万象城	无锡恒隆广场	上海 ITC	成都太古里	长沙 IFS
沈阳万象城	大连恒隆广场	南京国金中心	上海前滩太古里	
南宁万象城	昆明恒隆广场			
重庆万象城	武汉恒隆广场			
厦门万象城	杭州恒隆广场			
天津万象城	沈阳恒隆广场			
武汉万象城				
福州万象城				
海口万象城				
兰州万象城				
长春万象城				
西安万象城				

数据来源：华润置地公众号、联商网、太古地产官网，九龙仓集团官网等，东方证券研究所

与后来的龙湖、万达等内资商场相比，万象城的重奢资源是其不具备的，**定位城市能级更高。从选址来看，华润系商场先发区位优势显著。**若一城入驻了华润、龙湖、万达等多个商场，华润置地一般占据超核心位置，享有更高客流量和更高资产附加值。

以沈阳为例：沈阳作为东北地区的经济重心，诸多商业地产玩家争相布局，阵容堪比一线城市——华润、恒隆、万达、大悦城、龙湖、新城等。华润置地相对更早进入东北市场，2011 年沈阳万象城于开业，落位于城市中轴金廊的青年大街超核心区域；2015 年铁西万象汇也落位于金廊沿线的铁西商圈，是沈阳唯一双地铁接驳的购物中心，项目“向心力”较强。与华润系在沈阳的“一城四汇”相比，万达落地了 7 座商场，横贯 5 个行政区，区位明显相对偏离。

图 5：同城中，华润系商场先发区位和地段优势显著



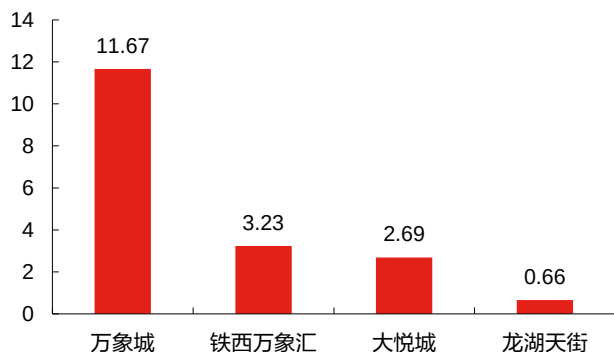
数据来源：百度地图，东方证券研究所

结合沈阳的典型案列，我们认为华润系购物中心的先发卡位争取的重奢资源和市场竞争力，以及坚持高能级城市布局不盲目下沉的战略，拉高了其购物中心的经营业绩上限，也意味着拉高了华润万象生活作为运营者的商管收入水平。

此外值得强调的是，**华润系商场马太效应强者恒强**，即使是较为成熟的项目，其经营业绩也在**不断突破上限**。我们用疫情前商场处于正常经营轨道的 2019 年与最新的 2024 年比较，尽管期间受到疫情的冲击，但这些已经开业 5-10 年成熟项目的租金收入平均 CAGR 达 12%，表明公司优质商场头部效应显著，经营业绩也在不断突破上限，未来租金收入、EBITDA Margin 以及公司运营期商管收费具有充足成长空间。

图 6：华润系租金水平显著高于其余内资购物中心（亿元）

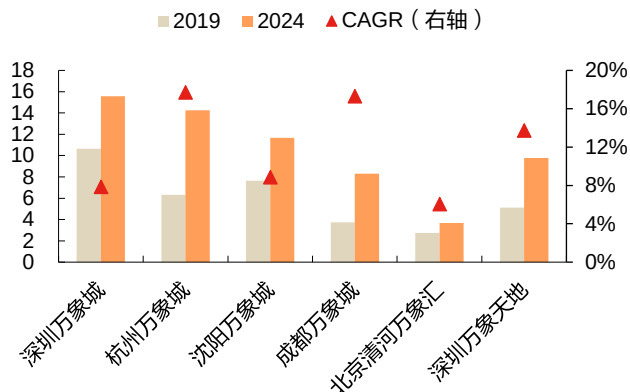
图 7：华润系优质商场强者恒强，成熟期租金仍在升高（亿元）



数据来源：赢商网，东方证券研究所

注：图中均特指沈阳的购物中心，沈阳万达的租金情况未披露

时间均为 2024 年，单位为亿元



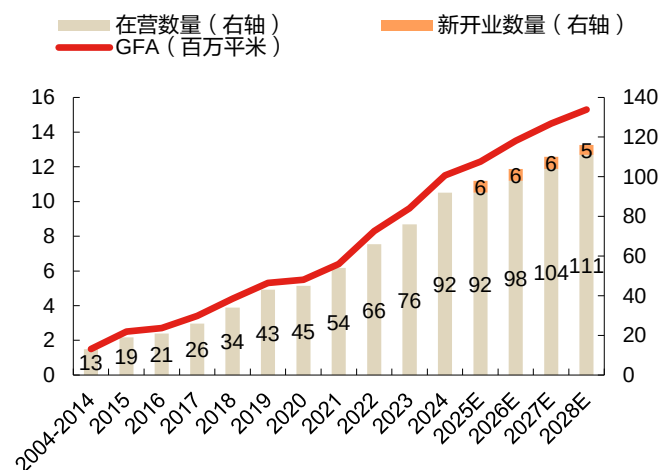
数据来源：华润置地年报，东方证券研究所

2.1.2 母公司旗下大体量优质商场赋予规模优势

母公司建造购物中心体量稳居行业第一梯队，并且储备仍在有序增加，为华润万象提供稳定、大体量且持续增长的合约。截至 2024 年末，华润置地在营购物中心数量达到 92 座，对应建筑面积 1072 万方，为华润万象生活商管最重要的业主，贡献项目数量/面积占比分别达到 78%/84%。

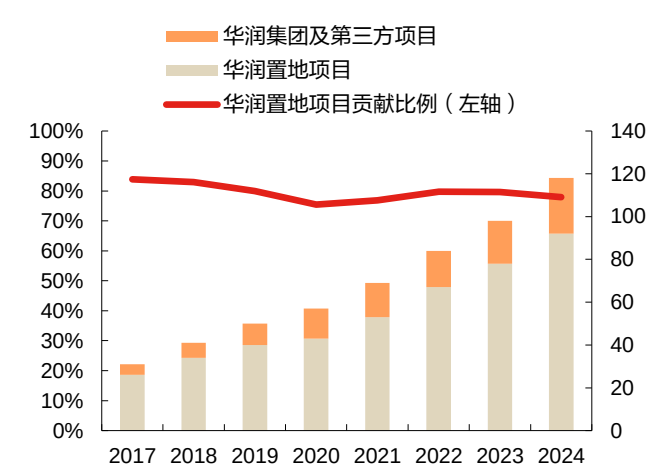
华润置地重资产持有储备仍在有序增加。从待开业（开发中）来看，截至 2024 年末，华润置地尚有 35 个购物中心在建，2019 年以来华润置地每年开发中的购物中心数量维持在较高水平，2028 年数量有望达到 116 个。

图 8：母公司在营商场数量稳居行业第一梯队，且仍在有序提升



数据来源：华润置地业绩发布材料，东方证券研究所

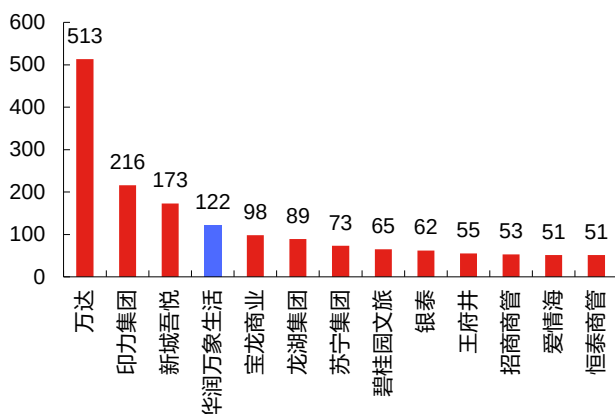
图 9：母公司华润置地为公司商管最重要的业主



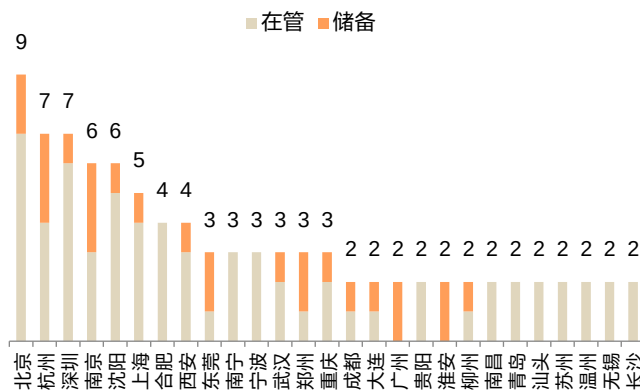
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 10：2024 年华润万象在管购物中心数量稳居行业第一梯队

图 11：2024 年母公司购物中心布局较高能级城市



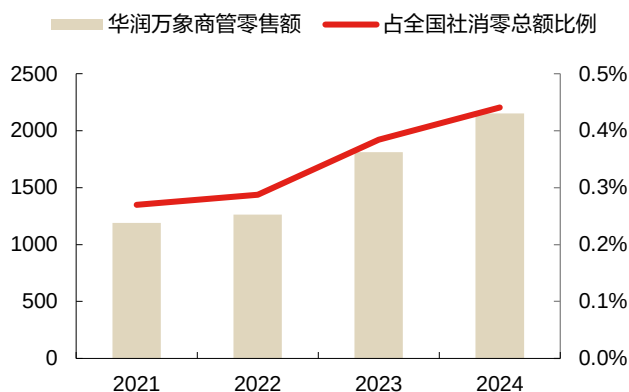
数据来源：中国连锁经营协会（CCFA），东方证券研究所
注：CCFA 2025 年 6 月 4 日发布



数据来源：华润置地业绩发布材料，东方证券研究所

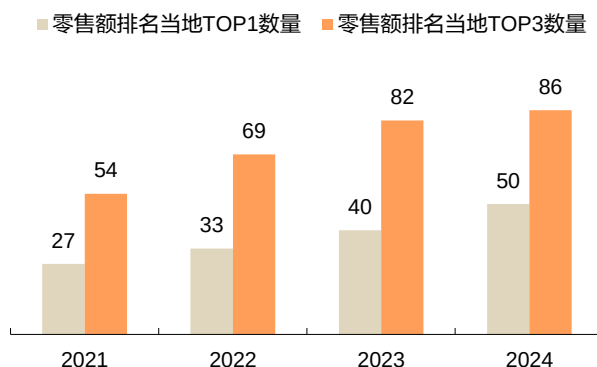
得益于母公司的先发卡位以及规模化布局，2024 年华润万象在管购物中心中，有 50 个零售额排名当地市场 TOP1 的优质项目，且仍在不断扩大队伍，行业影响力巩固提升。整体来看，公司商管业务于 2024 年实现零售额 2150 亿元，约占全国社会消费品零售总额的 0.44%；具体来看，122 个在营项目中，50 个项目零售额排名当地市场 TOP1，86 个项目零售额排名当地市场 TOP3，不断创下历史新高。结合新商网发布的 2024 年全国购物中心销售单店百强榜来看，华润以 14 座“万象系”项目蝉联入榜项目最多的企业，包括 12 座万象城，1 座万象天地，1 座万象汇。值得注意的是，这 14 个入榜项目年销售从 20+亿元到 100+亿元均有涉猎，贯穿整个榜单区间，坐实了华润不同定位的项目在市场当中的标杆地位，体现出华润万象不断扩大的市场份额以及行业影响力。

图 12：公司商管零售额及占全国社消零比例持续增长（亿元）



数据来源：公司业绩发布材料，东方证券研究所

图 13：2024 年拥有 50 个零售额排名当地市场 TOP1 的优质项目



数据来源：公司业绩发布材料，东方证券研究所

2.1.3 对品牌形成强议价权，助力客流-销售额-品牌吸引/更新的正反馈

规模优势为公司带来领先同行的品牌资源，是商户更新—吸引客流↑—零售额↑—租金↑—管理费↑的前提。高端奢侈领域，公司在管 14 座重奢万象城已形成一定的连锁规模，2024 年在营国际品牌数量达 130 个（同比增加 4 个），在营店铺数量 611 个（同比增加 33 个），是很多高端品牌在内地合作最多的规模化商管。非奢方面，截至 2024 年，公司已合作品牌数量近 15000 个，

在营品牌数量超 7800 个。年内重点品牌全国新开门店数占比 34%，其中主力店和生活方式品牌近半指标落于万象生活。

图 14：公司拥有庞大品牌资源库



15000+
已合作品牌数

7800+
在营品牌数

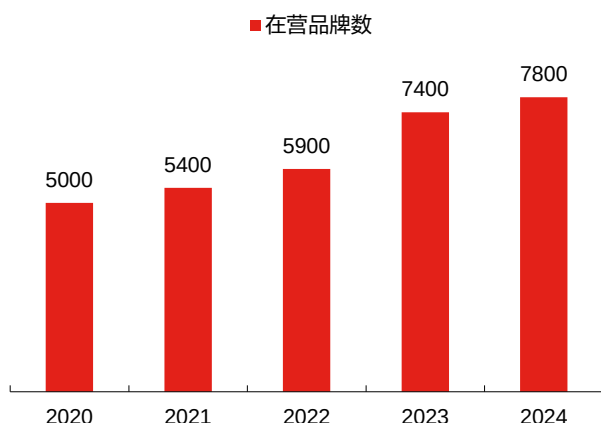
130+
在营国际品牌数

611+
在营国际品牌店铺数

数据来源：华润万象生活官网，东方证券研究所

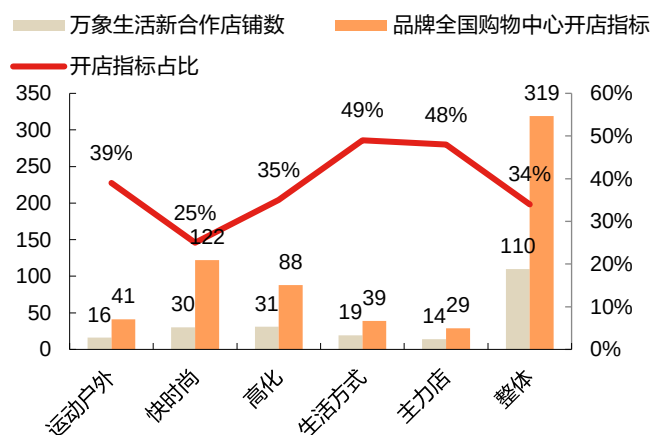
注：时间截至 2024 年 12 月 31 日

图 15：公司在营品牌数逐年提升，2024 年末达到 7800 个



数据来源：公司业绩发布材料，东方证券研究所

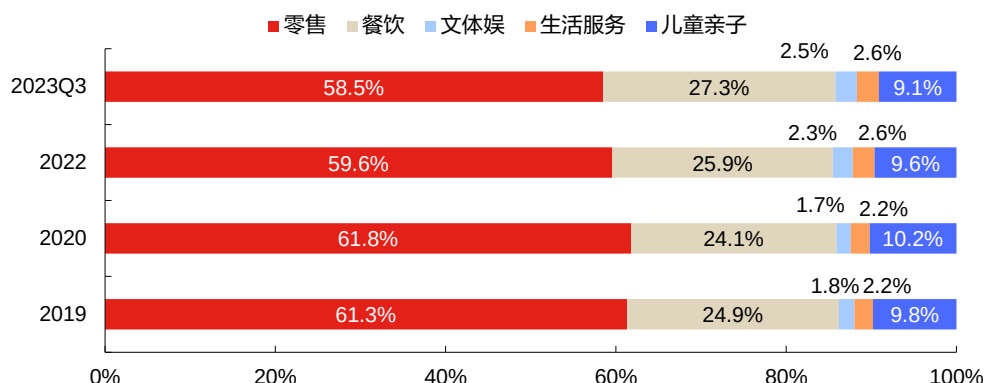
图 16：公司购物中心 2024 年重点品牌开店指标占比高，达到 34%



数据来源：公司业绩发布材料，东方证券研究所

除了庞大的品牌库，公司在换租调铺方面也具备较强的话语权。公司敏锐洞察市场趋势，凭借市场洞察和品牌资源库，持续推动业态迭代升级，餐饮作为流量入口和社交窗口，比例从 2019 年的 24.9% 提升至 2023Q3 的 27.3%，文体娱和生活服务的比例也明显上行。

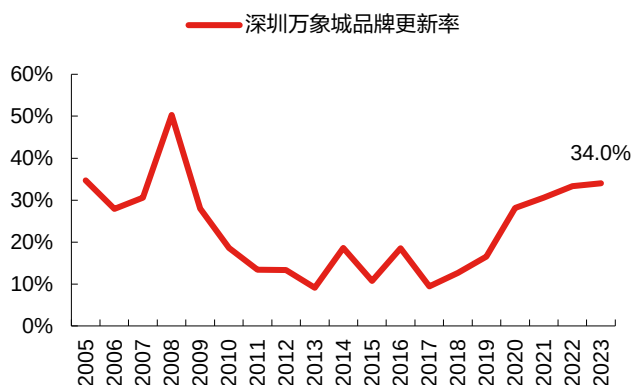
图 17：随着消费增长支点的位移，华润万象业态持续更迭



数据来源：《MIXC VIEWS》，东方证券研究所

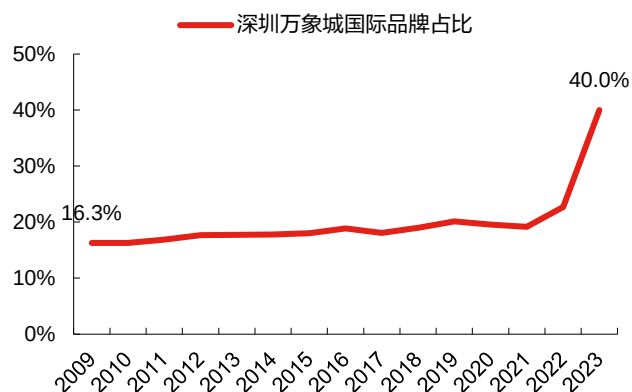
以最早的深圳万象城为例，从开业至今已过去 20 年，且所在的罗湖区已衰落，但是其零售额逆势呈现增长趋势，2024 年销售额达到近 130 亿，继续蝉联深圳商场榜首。除了难以复制的高奢护城河之外，保持高品牌更新率是关键因素——该商场每年平均调换近 25% 的品牌店铺，此外，国际品牌占比也提升至 40%，以贴合消费趋势演变、兼具新鲜感与更高国际化程度的品牌矩阵，持续保持商场吸引力。

图 18：深圳万象城品牌持续更新，2023 年仍达到 34% 水平



数据来源：《深圳万象城社区繁荣报告》，东方证券研究所

图 19：深圳万象城国际品牌占比 2023 年提升至 40%



数据来源：《深圳万象城社区繁荣报告》，东方证券研究所

图 20：深圳万象城凭借市场洞察和品牌库资源，不断调租换铺抵御片区的衰退，销售额呈现稳步上升趋势

所处罗湖区由盛转衰

深圳行政区	2004年社消零总量 (亿元)
1 罗湖区	284.2
2 福田区	281.7
4 宝安区	149.2
5 龙岗区	119.6
3 南山区	112.0
6 盐田区	15.6

口岸经济红利衰退、
土地资源瓶颈、
产业结构单一、规划滞后...



深圳行政区	2024年社消零总量 (亿元)
1 福田区	2343.9
2 宝安区	1633.9
3 南山区	1587.2
4 龙岗区	1537.3
5 龙华区	1405.9
6 罗湖区	1341.8
7 光明区	285.8
8 坪山区	249.2
9 盐田区	162.8
10 大鹏新区	54.6

数据来源：龙岗区政府在线、《深圳万象城社区繁荣报告》，东方证券研究所

罗湖区在变旧，万象城一直在更新

2008-2010 大幅扩充重奢阵容：Hermès、Burberry、Prada、Gucci、BVLGARI、Cartier、Fendi、Celine、Tiffany & Co.、Bottega Veneta、等超50家国际品牌入驻。

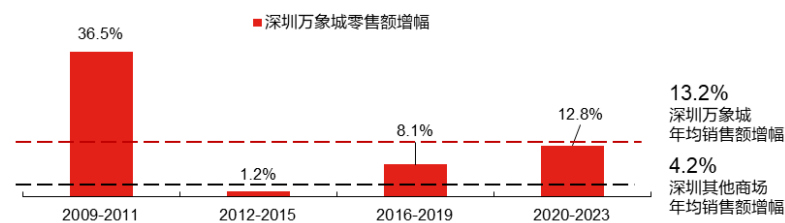
2011-2014 考虑到电商行业的冲击，引入众多体验型业态，最大的改变是提升了餐饮业态的比例。至2015年，深圳万象城以62亿元的销售额位居全国第三位。

2015-2017年 紧扣颜值经济，引入众多一线化妆品品牌及家居生活类品牌，如DIOR BACKSTAGE、FRESH、CLARINS以及Haviland、野兽派等。

围绕艺术话题，不定期举办大师级展览或大型创意营销活动，满足消费者对于商场公共文化空间的功能诉求。如大卫·格斯坦全球巡回艺术展。

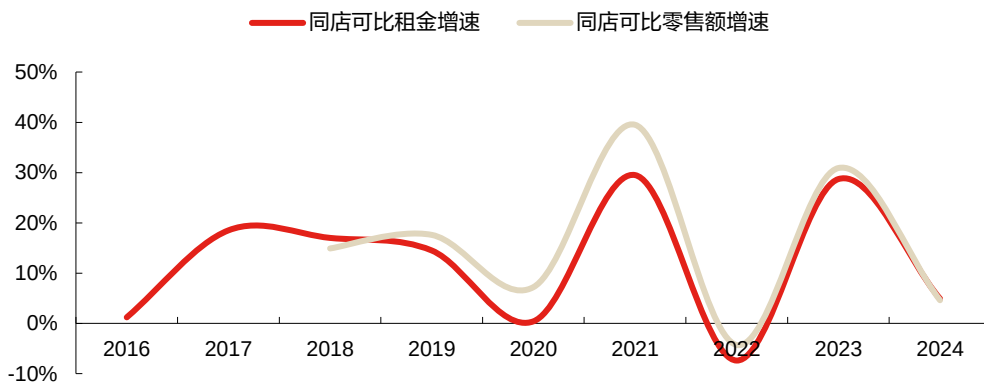
2018-2021年 新一轮品牌的调整，引入国际品牌全球/全国最新概念店及首店，比如GIVENCHY全球首家双层概念店、YohjiYamamoto（山本耀司）华南首店。

2023年 三期项目开业，以新世代为出发点，打造引领青年文化的潮流生活与社交发声地。



在华润系购物中心规模优势下，公司对于品牌商家的吸引力以及调租换铺话语权较强，形成客流-销售额-品牌吸引/更新的正反馈，为公司基于租金收入和经营利润的商管收费持续增长奠定基础。自 2016 年以来，公司在管项目可同比零售额和租金增速均保持正增，并且阶段性达到双位数增长(除 2020、2022 年受公共卫生事件给予免租)，2024 年即使开业 20 年的深圳罗湖万象城仍能实现租金增长，2013-2023 年期间租金复合增速仍达 5.3%，2010 年附近开业的沈阳、杭州、成都万象城 2019 年-2024 年复合增速也分别达到 8.9%、17.7%、17.3%。

图 21：华润系购物中心同店可比零售额、租金保持正增（特殊情形除外）



数据来源：华润置地业绩发布材料，东方证券研究所

注：2021-2024 年为华润万象口径数据，2016-2020 年为华润置地业主方口径数据

2.2 同店和规模成长驱动经营杠杆效应增强，利润率有望继续提升

在万象系购物中心同店增长和规模扩张下，公司经营杠杆强劲，商管运营的利润率有望继续提升。一方面是由业主端净运营收入（NOI）增长拉动，另一方面得益于该业务的主要成本——人力成本的效率随着在管规模扩大而提升。

在单个购物中心项目层面，大部分成本相对固定，或随通胀同步增长，因此项目租金收入的稳健增长能够带来 NOI Margin 的增长。以青岛万象城为例，根据华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金招募说明书，该项目的大部分成本相对固定，每年仅温和变动 2%-5% 左右。在 2020 年至 2023 年前三季度项目租金收入大幅提升，复合增长率约达到 20%，NOI 从 2020 年的 1.9 亿提升至 2023 年前三季度的 3.4 亿，复合增长率超越租金，约为 33%，NOI Margin 也提升了约 17 个百分点。

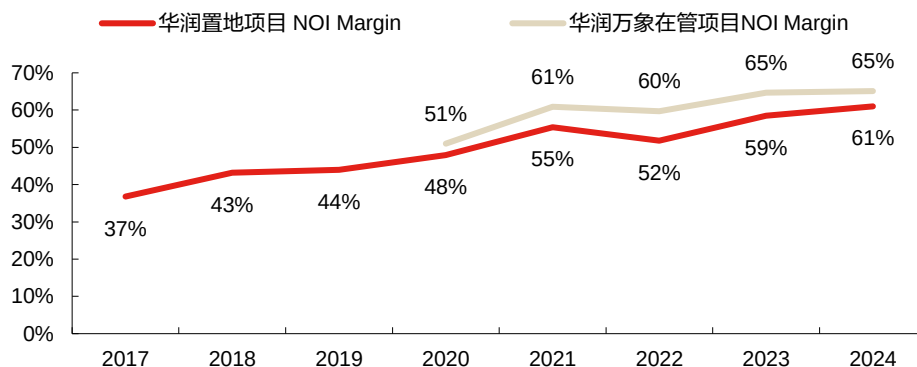
图 22：以青岛万象城项目为例，NOI Margin 随着收入规模扩大而提升，规模效应显著（百万元、%）

	2020	2021	2022	2023年1-9月
营业收入	382	526	508	502
物业管理费	-65	-55	-55	-43
能源费	-8	-14	-15	-14
房屋大修及系统改造	-5	-3	-5	-4
其他营业成本	-1	-2	-2	-2
管理费用	-46	-68	-59	-52
销售费用	-63	-74	-63	-46
NOI	193	311	310	341
NOI Margin	51%	59%	61%	68%

	2020	2021	2022	2023年1-9月
营业收入	100%	100%	100%	100%
物业管理费	-17%	-10%	-11%	-9%
能源费	-2%	-3%	-3%	-3%
房屋大修及系统改造	-1%	-1%	-1%	-1%
其他营业成本	0%	0%	0%	0%
管理费用	-12%	-13%	-12%	-10%
销售费用	-17%	-14%	-12%	-9%

数据来源：华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金招募说明书，东方证券研究所

图 23：整体来看，华润系购物中心 NOI Margin 持续增长

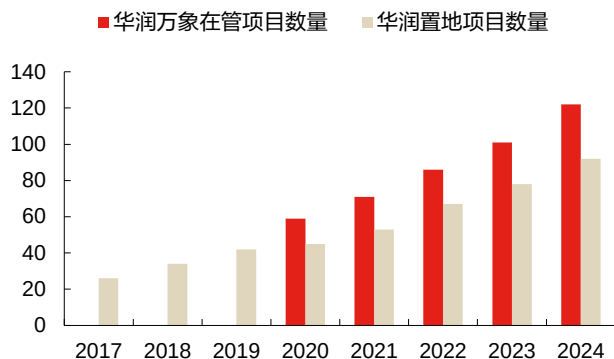


数据来源：华润置地业绩发布材料、华润万象生活业绩发布材料，东方证券研究所

在公司层面，购物中心运营业务的利润率随在营购物中心数量而提升。华润万象购物中心板块涵盖三项业务，其中物管毛利率缺乏向上弹性，分租规模效应相对较弱，而运营的毛利率持续随购物中心数量扩张而向上。主要由于项目层面的成本基本由业主承担，而运营的成本主要为总部的

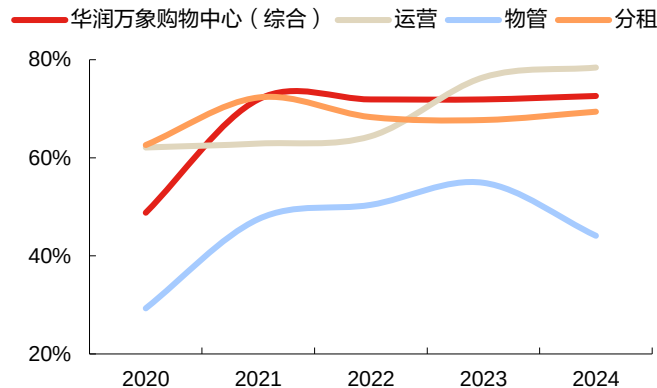
人力成本，包括招商、营销、行政等，因此随着母公司不断新建购物中心，总部的招商和营销人员可以管理更多项目，且经验与模式也能够适当迁移，劳动效率提升拉动利润率上行。

图 24：华润置地持续新建购物中心，支撑公司在管项目数量提升



数据来源：华润置地业绩发布材料、华润万象生活业绩发布材料，东方证券研究所

图 25：公司运营业务毛利率弹性较大，随着购物中心数量而抬升



数据来源：华润万象生活业绩发布材料，东方证券研究所

3、卓越的运营能力是支撑规模化发展的内核因素

3.1 专业、创造力的团队是公司打造商管运营能力的基础

商管运营的核心资源是人，公司从高管层面，到梯队建设、人才引入和培养，形成完整的人才组织体系；提供“低风险试错+高容错创新”的成长平台，打造具备专业性、创造力、执行力的多元化的团队。公司的“组织力+人才力”的双轮驱动，是在行业下行期仍能快速扩张的核心底层支撑。

公司负责商管业务的高管拥有来自华润商业地产的丰富一线经验。公司的核心管理团队基本来自于母公司华润置地或华润集团，拥有丰富的商管、物管行业经验。公司董事会主席李欣先生，兼任华润置地董事会主席，统筹制定公司战略，与母公司高效协同并进。总裁喻霖康先生长期分管华润置地商业地产业务，非执行董事郭瑞峰、副总裁王磊等高管在商管、商服行业长期深耕，拥有丰富的经验。

表 2：公司负责商管业务的高管拥有来自华润商业地产的丰富一线经验

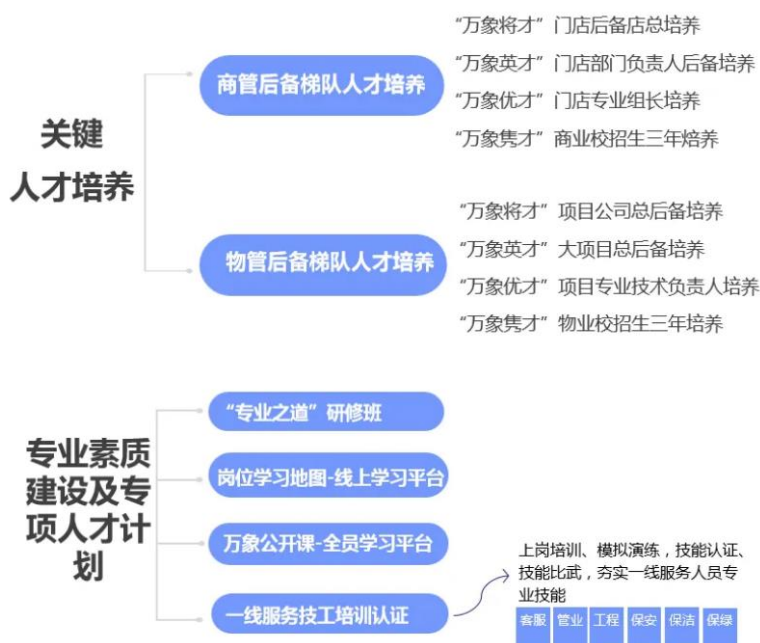
姓名	职位	主要履历
李欣	董事会主席、非执行董事	于 1994 年 8 月加入华润（集团），于 2018 年 12 月获委任华润置地总裁，于 2022 年 5 月获委任华润置地董事会主席，拥有企业管理、地产开发管理等方面的经验
喻霖康	执行董事、总裁	于 2004 年加入华润集团，曾担任商业地产总监、武汉区域总经理以及华润置地助理总裁。2016 年获委任为华润置地副总裁，负责商业运营服务业务；自 2020 年 3 月起兼任物业总公司董事长，持续管理本集团整体营运及业务。拥有约 30 年地产投资、商业运营及企业管理经验
赵伟	非执行董事	于 2025 年 9 月获委任为本公司非执行董事及审核委员会成员，在财务管理方面拥有逾二十年经验

郭瑞锋	非执行董事、 华润置地资产管理部总经理	2003 年加入华润置地，2016 年起负责本集团商业运营服务业务，其中在 2016 年至 2019 年任职公司商业地产事业部杭州万象城的总经理；于 2019 年任为公司商业地产事业部深圳万象城的总经理。2024 年 6 月起至今担任华润置地总部资产管理部总经理。拥有丰富的房地产开发管理、商业地产运营管理、资产管理、人力资源管理及公司运营管理方面的经验
王海民	执行董事、 副总裁	2013 年加入华润置地，2016 年持续管理集团业务，主要负责集团物业管理业务；富有地产及企业管理等方面的经验
王磊	执行董事、 副总裁	2002 年加入华润集团，曾任华润置地（山东）有限公司万象城项目总经理、2018 至 2020 年先后担任华润置地商服事业部助理总经理及副总经理，全面负责商服事业部工作；2020 年获委任为华润置地总部资产管理部总经理。拥有丰富的房地产开发管理、商业地产运营管理、公司运营管理方面的经验
聂志章	执行董事、 董事会秘书、 副总裁及首席 财务官	2008 年加入华润置地，曾任华润置地东北大区不同职务。2022 年调任至华润置地华南大区，先后担任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。拥有丰富的财务、运营、营销及投资经验

数据来源：华润万象生活官网，东方证券研究所

公司重视人才梯队的培养，为商管业务输送充足人才，确保业务扩张的可持续性。公司针对企业员工设计了“万象将才”、“万象英才”、“万象优才”和“万象隼才”四个等级的人才培育体系，覆盖到了包括“后备店总与物业项目总”、“门店负责人/物业项目负责人”、“商业与物业项目专业负责人”、“校招生”在内的头部、腰部与新晋人才，形成了清晰的梯队式培训逻辑。

图 26：公司商管人才梯队建设逻辑清晰



数据来源：赢商网，东方证券研究所

公司为人才构建“低风险试错+高容错创新”的成长平台，培育团队内在创新生长力量。鉴于购物中心前期大量资本投入，以及当下行业存量激增、同质化严重的背景下，运营团队的前瞻理念 and 创新能力对于购物中心的至关重要。华润万象真正地构造了容错创新环境，大胆启用新人。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

例子 1：在东莞万象滨海购物村项目中，作为公司第一个奥莱项目战略意义重大，而负责人则选用了加入公司不久，但拥有丰富国际大牌营销与大型奥莱项目经验的人员，他表示“公司体系管理有序却为新事物保留生长空间——既坚守商业底线，又鼓励突破创新。”

例子 2：广州白鹅潭万象城总经理时隔多年再度加入公司后，结合自己在港资和零售的经验，提出广州万象城需要更有故事感的展厅，该提议很快得到采纳并在未来实际落地。他表示“只要想法靠谱、路径清晰，公司愿为突破买单”。

3.2 超前理念、敏锐洞察与持续更新，团队在复杂且动态的行业中不断找寻最优解

从各个现象级、表现优异的万象商业中，我们尝试总结出不同项目的万象运营团队的共同点。我们认为超前理念、敏锐洞察与持续更新造就了公司强运营能力。

首先是商业空间和内容的创新。万象商业从商业载体到城市公共空间的探索中，不仅打破了与户外的边界，还引领探索商业空间和城市文化的融合，例如 2022 年先后开业的上海苏河湾万象天地、南京万象天地均探索了古建筑与商业的结合，上海苏河湾万象天地拥有天后宫、慎余里两处文保建筑，落地的活动以时尚、艺术、文化为主题；南京万象天地挖掘云锦和秦淮河的概念，将“云章公所”嵌入商业。2024 年开业的非标商业——义乌天地则融合了义乌国际商贸、当地社区文化、原创品牌、特色餐厅等元素，打造了一个欧洲小镇场景的商住共生空间，大型艺术装置羽毛和糖纸延续了义乌独特的“鸡毛换糖”的城市精神。

图 27：南京万象天地以云章公所为核心



数据来源：《MIXC VIEWS》，东方证券研究所

图 28：义乌天地融合“鸡毛换糖”历史文化符号

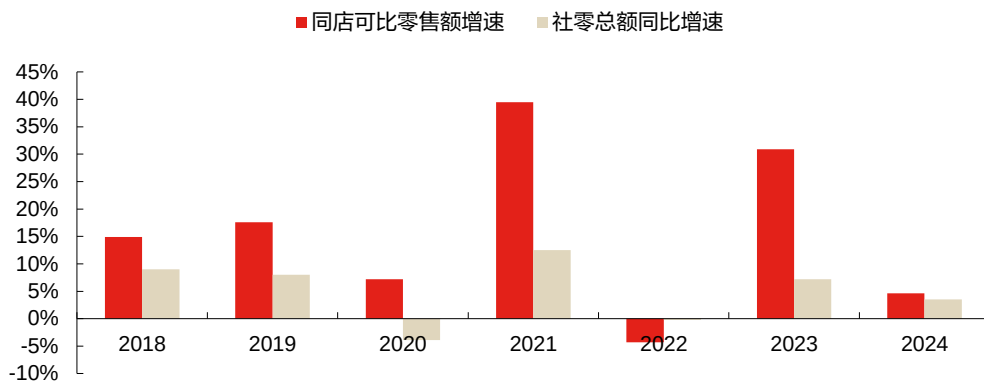


数据来源：《MIXC VIEWS》，东方证券研究所

在商业内容方面，团队敏锐洞察市场趋势，依托规模优势带来的庞大品牌库以及对品牌的议价能力，能够提前布局或不断调整流行趋势的业态或品牌。公司商管团队精准洞察中国消费行业发展态势及不断分化的消费群体，进而对消费支出、预期和品类结构进行分析判断，在此基础上公司挖掘具备潜力的细分赛道。例如，团队精准把握户外运动奢侈消费的趋势，早在 2021 年沈阳万象城就引入超 500 平方的始祖鸟阿尔法旗舰店；当下大多数商场能否获取当下“中产消费者”流量的一大决定性因素在于是否集齐“运动奢牌三件套”——ARC'TERYX、lululemon、SALOMON，根据相关调查统计，万象系商场的布点多；在专业跑鞋细分赛道中，万象商业也表现突出，12 座城市的 11 座万象城和 1 座万象天地均开设了 HOKA 和昂跑，引进其中之一的商场，更是涉及到万象生活旗下 33 座商场（27 座城市），处于断层领先状态。

通过存量运营精细化、精准调改与分类施策，持续获得客流量并转化成销售额，使得公司在营购物中心同店可比增速持续跑赢社零消费总额。

图 29：华润万象生活购物中心零售额同店可比增速显著高于社零总额增速



数据来源：公司业绩发布材料，东方证券研究所

4、盈利预测与投资建议

预计来自母公司大体量优质购物中心的存量合约持续，新增合约数量稳定增长；在公司对商户议价能力不断强化的支撑下，公司通过精细化运营保持同店长期增长，叠加规模扩张，预计商管运营毛利率延续上升趋势。结合公司最新财报，我们调整购物中心商管和物管的营收增速及毛利率，同时下调公司费率，调整后公司25-26年EPS预测为1.73/2.12元（25-26年原预测值为1.88/2.19元），并引入27年预测值2.44元。我们采取DCF估值法，目标价52.55港元（1港元=0.910人民币），维持“买入”评级。

表 3：DCF 估值假设参数

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率	25.00%	债务比率 D/(D+E)	0.0%
永续增长率 Gn	2.00%	权益比率 E/(D+E)	100.0%
无风险利率 Rf	1.80%	债务成本	3.50%
Beta	1.1683	WACC	9.91%
市场收益率 Rm	8.74%		
权益资本成本 Ke	9.91%		

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 4：FCFF 目标价敏感性分析（单位：港元）

FCFF 目标价敏感性分析						
每股价值：52.55		永续增长率 Gn(%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC	7.9%	58.17	62.46	68.22	76.31	88.54
	8.4%	54.98	58.61	63.37	69.90	79.38
	8.9%	52.16	55.25	59.24	64.58	72.09
	9.4%	49.64	52.30	55.67	60.09	66.15
	9.9%	47.39	49.68	52.55	56.26	61.21
	10.4%	45.35	47.35	49.81	52.94	57.05
	10.9%	43.51	45.25	47.38	50.05	53.49
	11.4%	41.84	43.36	45.22	47.51	50.42
	11.9%	40.31	41.65	43.27	45.25	47.74

注：采用 2025.11.27 汇率，1 港币=0.910 人民币

数据来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

消费基本面下行超预期的风险。购物中心零售额若受到消费乏力影响，出租率和管理收入可能有所下降，盈利能力可能承压。

母公司交付不及预期。公司商管业务高度依赖母公司华润置地，若母公司购物中心开业情况不及预期，可能影响公司商管业务增速。

第三方项目拓展不及预期。市场竞争较为激烈，公司第三方项目拓展存在不确定性，进展可能慢于预期，导致公司商管扩张不及预期。

数据统计可能存在误差/变动。部分数据源自第三方或公开渠道，其完整性、准确性可能受统计方法限制。

假设条件变化影响测算结果。由于市场环境和政策的动态变化，原有测算基于的假设条件可能发生变化，导致实际结果与预期产生偏差，从而影响对市场和企业表现的判断。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,580	9,571	11,271	14,139	17,437	营业收入	14,767	17,043	18,723	20,900	22,596
应收账款	3,616	3,638	3,894	4,275	4,584	营业成本	(10,073)	(11,433)	(12,390)	(13,416)	(14,177)
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	203	240	235	255	269	营业费用	(285)	(291)	(304)	(323)	(331)
其他	4,119	2,808	200	200	200	管理费用	(950)	(975)	(959)	(966)	(965)
流动资产合计	19,518	16,256	15,600	18,868	22,489	财务费用	(117)	(116)	(97)	(93)	(89)
长期股权投资	4	7	16	29	44	资产减值损失	(39)	(70)	(41)	(44)	(44)
固定资产	552	614	651	678	695	公允价值变动收益	39	41	45	50	54
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	3	3	5	5	6
无形资产	3,474	3,168	3,117	3,049	2,948	其他	567	693	441	510	585
其他	4,235	8,862	8,943	9,170	9,338	营业利润	3,912	4,895	5,421	6,623	7,635
非流动资产合计	8,265	12,652	12,726	12,927	13,024	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	27,783	28,908	28,326	31,795	35,513	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	3,912	4,895	5,421	6,623	7,635
应付账款	1,546	1,656	1,794	1,943	2,053	所得税	(969)	(1,165)	(1,355)	(1,656)	(1,909)
其他	6,794	7,172	7,442	8,079	8,721	净利润	2,943	3,730	4,066	4,967	5,727
流动负债合计	8,340	8,828	9,237	10,022	10,774	少数股东损益	14	101	110	134	155
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,929	3,629	3,956	4,833	5,572
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.28	1.59	1.73	2.12	2.44
其他	3,408	3,359	3,120	3,031	2,945	主要财务比率					
非流动负债合计	3,408	3,359	3,120	3,031	2,945		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	11,747	12,187	12,357	13,053	13,719	成长能力					
少数股东权益	88	196	306	440	594	营业收入	22.9%	15.4%	9.9%	11.6%	8.1%
股本	0	0	0	0	0	营业利润	34.6%	25.1%	10.7%	22.2%	15.3%
资本公积	11,002	11,002	11,002	11,002	11,002	归属于母公司净利润	32.8%	23.9%	9.0%	22.2%	15.3%
留存收益	4,946	5,523	4,661	7,300	10,198	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	31.8%	32.9%	33.8%	35.8%	37.3%
股东权益合计	16,036	16,721	15,969	18,742	21,794	净利率	19.8%	21.3%	21.1%	23.1%	24.7%
负债和股东权益	27,783	28,908	28,326	31,795	35,513	ROE	19.4%	22.4%	24.6%	28.5%	28.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.3%	42.2%	43.6%	41.1%	38.6%
净利润	3,912	4,895	3,956	4,833	5,572	净负债率	15.1%	13.8%	13.8%	11.3%	9.3%
折旧摊销	228	(356)	217	105	198	流动比率	2.3	1.8	1.7	1.9	2.1
财务费用	117	116	97	93	89	速动比率	2.3	1.8	1.7	1.9	2.1
投资损失	(3)	(3)	(5)	(5)	(6)	营运能力					
营运资金变动	(120)	468	130	304	355	应收账款周转率	8.3	7.8	7.7	8.0	8.1
其它	(1,093)	(862)	(69)	(83)	(138)	存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
经营活动现金流	3,042	4,259	4,326	5,247	6,071	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(582)	(392)	(237)	(243)	(227)	每股指标 (元)					
长期投资	(1,600)	(501)	2,604	(8)	(8)	每股收益	1.28	1.59	1.73	2.12	2.44
其他	355	(2,070)	(186)	0	0	每股经营现金流	1.33	1.87	1.90	2.30	2.66
投资活动现金流	(1,827)	(2,964)	2,181	(251)	(235)	每股净资产	6.99	7.24	6.86	8.02	9.29
债权融资	(170)	(261)	(99)	(95)	(91)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	32.4	26.2	24.0	19.7	17.1
其他	(2,058)	(3,045)	(4,707)	(2,033)	(2,447)	市净率	6.0	5.7	6.1	5.2	4.5
筹资活动现金流	(2,228)	(3,306)	(4,806)	(2,127)	(2,538)						
汇率变动影响	1	1	0	0	0						
现金净增加额	(1,013)	(2,009)	1,700	2,868	3,297						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。