

# 【广发地产&海外】华润万象生活 (01209.HK)

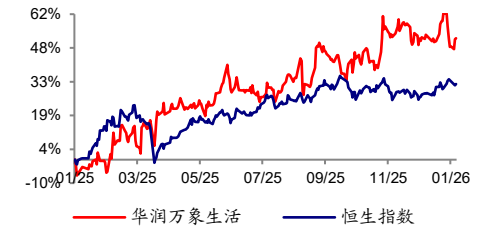
## 购物中心表现亮眼，规模与质量并行

### 核心观点：

- **年度经营情况：商业双位数增长，物管增速趋稳。**根据母公司华润置地经营公告，25年租金收入329.4亿元，同比+12.8%，租金增速保持平稳，轻资产管理和生态圈收入182.1亿元，同比-3.3%，二季度之后增速承压下行，基于最新数据，我们对25-27年盈利情况进行更新。
- **收入预测：25-27年预计收入分别+6%、+7%、+6%。**商业航道预计25-27年收入同比分别+12%、+11%、+11%，主要是购物中心拉动，预计25-27年购物中心零售额增长同比+23%、+17%、+14%（25同店双位数增长）。物业航道预计25-27年收入分别同比+1%、+3%、+3%，25年社区空间增速承压，城市空间板块或延续上半年双位数增长的趋势。
- **业绩预测：预计25年核心净利润39亿元。**购物中心收入高增长叠加盈利改善，带动整体毛利率上升，叠加费用率下降，预计25年核心净利润率21.7%，同比提升1.1pct，26-27年随着购物中心占比的提升，核心净利润率还将上升至22.6%、23.5%。预计25-27年公司整体核心净利润39、43、48亿元，同比分别+11.4%、+11.1%、+10.7%。如果25-26年维持100%派息率，26年派息对应当前市值股息率为5.0%。
- **盈利预测与投资建议。**未来五年，将是公司商业发展的重要窗口期，兼顾规模化与高质量。规模化在于新拓展与轻资产外拓并重；高质量在于大客流、大会员战略，占有私域流量并完成变现。合理价值方面，公司过去3年PE均值为24.4x，基于26年核心净利润，给予公司PE=23X，对应合理价值为998亿元人民币，参考汇率（港币兑人民币0.89779），对应港币每股合理价值为48.72港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**消费市场表现或低于预期；城市空间竞争加剧；应收款减值风险。

公司评级	买入
当前价格	43.44 港元
合理价值	48.72 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-22

### 相对市场表现



分析师：郭镇  
 SAC 执证号：S0260514080003  
 SFC CE No. BNN906  
 021-38003639  
 guoz@gf.com.cn

分析师：邢莘  
 SAC 执证号：S0260520070009  
 021-38003638  
 xingshen@gf.com.cn

请注意，邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

### 盈利预测：（除非特别注明，否则报告货币为人民币）

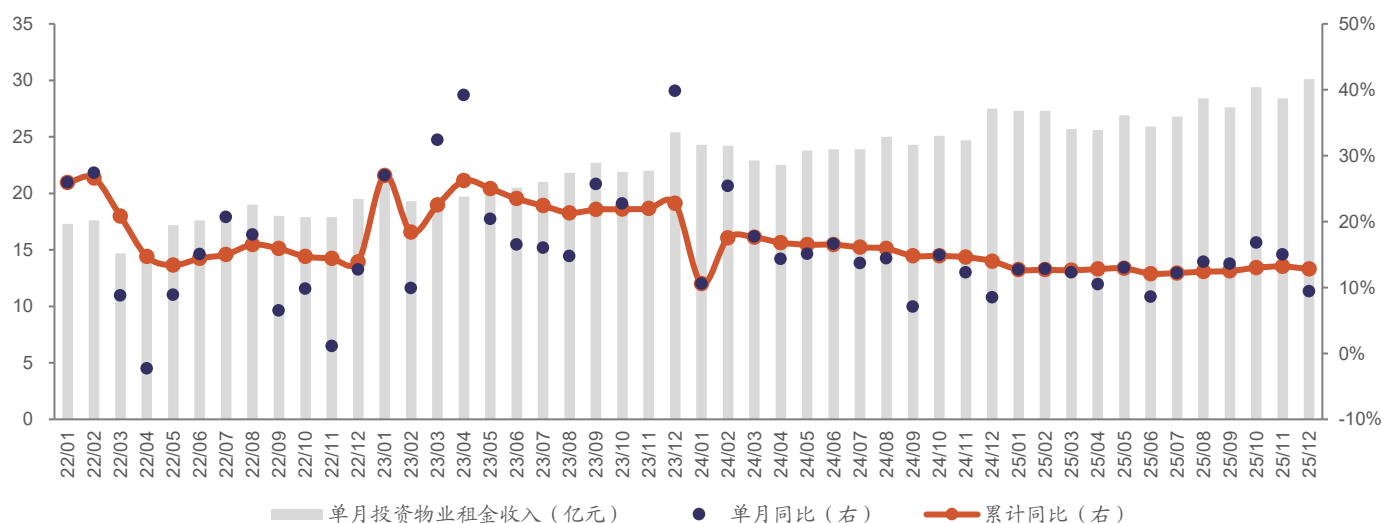
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	14,767	17,043	18,026	19,218	20,434
增长率 (%)	22.9%	15.4%	5.8%	6.6%	6.3%
EBITDA	4,304	5,367	5,754	6,349	6,985
归母净利润	2,929	3,629	3,928	4,361	4,824
增长率 (%)	32.8%	23.9%	8.2%	11.0%	10.6%
EPS (元/股)	1.28	1.59	1.72	1.91	2.11
市盈率 (P/E)	19.5	16.3	22.6	20.3	18.4
ROE (%)	18.4%	22.0%	23.8%	26.4%	29.1%
EV/EBITDA	10.6	9.2	13.7	12.4	11.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 一、年度经营情况：商业双位数增长，物管增速趋稳

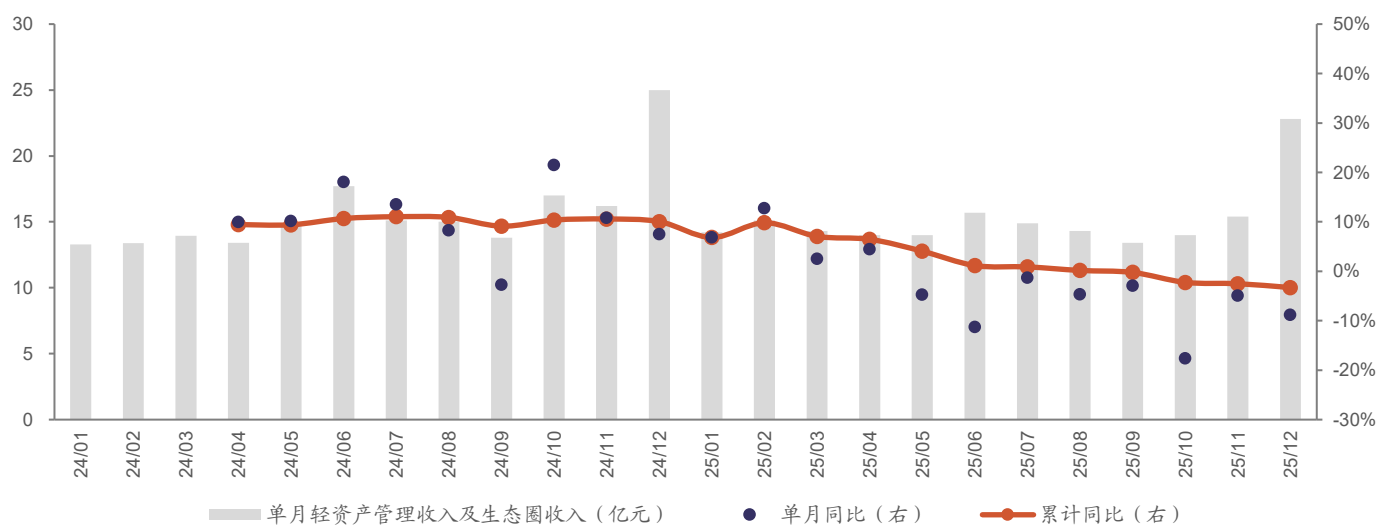
根据华润置地经营公告，25年全年经营性不动产业务租金收入329.4亿元，同比+12.8%，分季度来看，25Q1-Q4租金收入分别为80、78、83、88亿元，同比分别+12.5%、+11.7%、+13.1%、+13.7%，季度之间波动不大，整体租金增速保持平稳。

图 1：华润置地（母公司）投资物业租金收入及同比



数据来源：华润置地经营公告，广发证券发展研究中心

图 2：华润置地（母公司）轻资产管理收入及生态圈收入及同比



数据来源：华润置地经营公告，广发证券发展研究中心

根据华润置地经营公告,25年轻资产管理和生态圈收入182.1亿元,同比-3.3%,分季度来看,25Q1-Q4轻资产管理和生态圈收入分别为44、44、43、52亿元,同比分别+7.3%、-4.6%、-3.0%、-10.3%,二季度后承压下行。

从母公司置地披露的信息来看,华润万象生活25年全年商业航道收入端平稳增长,物业航道增速承压,全年收入增速较24年或有所收窄。

## 二、业绩：预计 25 年核心净利润 39 亿元，增长 11%

### （一）收入预测：25-27 年预计收入分别增长 6%、7%、6%

华润万象生活主要业务分为商业航道（购物中心、写字楼）、物业航道（社区空间、城市空间）、生态圈业务，我们对各部分收入情况分别进行预测。

第一，商业航道-购物中心板块。根据公司开业节奏，预计25、26、27年购物中心开业项目数量分别为136、147、160个，同比分别+11%、+8%、+9%；单店贡献零售额19、21、22亿元，同比分别+10%、+8%、+5%，由此得到25-27年零售额增速分别为23%、17%、14%。

从购物中心零售额到公司利润表收入有几个关键指标：租售比（业主端租金收入）、NOI Margin（NOI）、利润表购物中心收入（购物中心收入/NOI），在25-27年租售比有小幅下降的趋势（大客流战略），其他两个指标基本不变的情况下，可以得到25-27年商业航道购物中心收入分别为49.0、55.9、63.7亿元，同比分别+16.5%、+14.0%、+14.0%，购物中心收入增长趋势向好。

第二，商业航道-写字楼板块。写字楼收入以物管收入为主，根据写字楼合同见面与在管建面的关系，预计25-27年写字楼在管面积分别+15%、+10%、+10%（25H1+17%），预计25-27年单位面积物管收入同比分别-10%、-5%、-5%（25H1同比-10%），整体写字楼板块收入25-27年为21.3、22.2、23.2亿元，同比+3%、+4%、+4%，保持平稳。

表 1：华润万象生活收入预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入汇总（亿元）	88.8	120.2	147.7	170.4	180.3	192.2	204.3
同比	31%	35%	23%	15%	6%	7%	6%
1.商业航道-总收入（亿元）	35.7	42.1	51.7	62.7	70.4	78.1	86.9
同比	23%	18%	23%	21%	12%	11%	11%
购物中心零售额（亿元）	1189	1264	1812	2150	2636	3078	3517
同比	44%	6%	43%	19%	23%	17%	14%
购物中心开业项目数（个）	71	86	101	122	136	147	160

华润置地	53	67	78	92	98	103	110
集团/第三方	16	17	20	26	38	44	50
单店零售额 (亿元/座)	17	15	18	18	19	21	22
同比	19%	-12%	22%	-2%	10%	8%	5%
业主端租金收入 (亿元)	152	158	220	262	307	349	398
同比	36%	4%	39%	19%	17%	14%	14%
租售比	12.8%	12.5%	12.1%	12.2%	11.6%	11.4%	11.3%
NOI (亿元)	93	95	142	171	199	227	259
同比		2.2%	49.5%	20.4%	16.5%	14.0%	14.0%
NOI Margin	60.9%	59.7%	64.7%	65.1%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>1.1 商业航道-购物中心收入 (亿元)</b>	<b>21.3</b>	<b>24.8</b>	<b>32.4</b>	<b>42.1</b>	<b>49.0</b>	<b>55.9</b>	<b>63.7</b>
同比		16.5%	30.5%	30.0%	16.5%	14.0%	14.0%
购物中心收入/NOI	22.9%	26.1%	22.8%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
<b>1.2 商业航道-写字楼收入 (亿元)</b>	<b>14.4</b>	<b>17.3</b>	<b>19.3</b>	<b>20.7</b>	<b>21.3</b>	<b>22.2</b>	<b>23.2</b>
同比	32%	21%	11%	7%	3%	4%	4%
运营收入	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
物管收入	12.8	16.1	18.0	19.4	20.0	20.9	21.9
物管收入/面积 (元/平/年)	155	134	121	116	104	99	94
同比	-14%	-14%	-9%	-4%	-10%	-5%	-5%
写字楼物业管理建面 (万方)	821	1200	1482	1669	1919	2111	2322
同比	44%	46%	24%	13%	15%	10%	10%
<b>2. 物业航道收入 (亿元)</b>	<b>53.1</b>	<b>78.0</b>	<b>96.0</b>	<b>107.1</b>	<b>107.9</b>	<b>111.5</b>	<b>114.4</b>
同比	37%	47%	23%	12%	1%	3%	3%
<b>2.1 社区空间收入 (亿元)</b>	<b>47.5</b>	<b>68.6</b>	<b>82.6</b>	<b>88.9</b>	<b>86.9</b>	<b>89.5</b>	<b>91.2</b>
同比		44%	20%	8%	-2%	3%	2%
社区空间: 在管面积 (万方)	11750	22040	25103	27145	28502	29357	29944
同比	18%	88%	14%	8%	5%	3%	2%
社区空间收入/在管面积 (元/平)	40.4	31.1	32.9	32.8	30.5	30.5	30.5
同比		-23%	6%	0%	-7%	0%	0%
<b>2.2 城市空间收入 (亿元)</b>	<b>5.6</b>	<b>9.4</b>	<b>13.4</b>	<b>18.2</b>	<b>21.0</b>	<b>22.1</b>	<b>23.2</b>
同比		68%	42%	36%	16%	5%	5%
城市空间: 在管面积 (万方)	2933	6477	10431	12494	13118	13774	14463
同比	313%	121%	61%	20%	5%	5%	5%
城市空间收入/在管面积 (元/平)	19.1	14.5	12.8	14.6	16.0	16.0	16.0
同比		-24%	-12%	14%	10%	0%	0%
<b>3. 生态圈业务 (亿元)</b>				<b>0.53</b>	<b>2.00</b>	<b>2.50</b>	<b>3.00</b>

数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

第三, 物管航道-社区空间板块。25H1公司剥离部分盈利能力偏弱的业务导致社区空间增值服务增速承压, 非业主增值服务也因华润置地交付缩减, 因此整体社区空间25年增速承压, 预计25-27年收入分别为-2%、+3%、+2%。

第四, 物管航道-城市空间板块。城市空间是公司当前拓展的重点, 25H1收入增

长15%，预计全年延续这一趋势，25-27年预计城市空间收入分别+16%、+5%、+5%。

第五，生态圈业务，包括会员运营与营销服务、化妆品自营、咨询服务及文化运营服务，生态圈业务是公司潜在增长的重要赛道，25H1实现收入1.0亿元，高于24年全年收入的0.53亿元，预计25-27年这部分收入分别为2.0、2.5、3.0亿元。

根据以上预测，25-27年公司收入整体分别为180.3、192.2、204.3亿元，同比分别+6%、+7%、+6%，其中商业航道增速分别为+12%、+11%、+11%，物业航道增速分别为+1%、+3%、+3%，收入增长主要来自商业航道尤其是购物中心的拉动，物业航道收入结构发生调整优化，城市空间占比持续增加。

## （二）毛利率预测：基于上半年表现，预计 25 年毛利率同比回升 3pct

毛利率预测方面，25H1公司整体毛利率37.1%，同比+3.2pct，主要来自于商业航道毛利率的提升，同比+5.2pct，物业航道毛利率保持平稳，根据上半年业绩的表现，我们预计购物中心25-27年毛利率78.0%、写字楼毛利率34.0%、社区空间毛利率18.0%、城市空间毛利率12.0%、生态圈业务毛利率23.0%。

基于以上预测，公司整体25-27年毛利率预计为35.6%、36.7%、37.9%，毛利润规模64.1、70.5、77.5亿元，同比分别+14%、+10%、+10%。

表 2：华润万象生活毛利及毛利率预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入汇总 (亿元)</b>	88.8	120.2	147.7	170.4	180.3	192.2	204.3
<b>1.商业航道 (亿元)</b>	35.7	42.1	51.7	62.7	70.4	78.1	86.9
1.1 购物中心	21.3	24.8	32.4	42.1	49.0	55.9	63.7
1.2 写字楼	14.4	17.3	19.3	20.7	21.3	22.2	23.2
<b>2.物业航道 (亿元)</b>	53.1	78.0	96.0	107.1	107.9	111.5	114.4
2.1 社区空间	47.5	68.6	82.6	88.9	86.9	89.5	91.2
2.2 城市空间	5.6	9.4	13.4	18.2	21.0	22.1	23.2
<b>3.生态圈业务 (亿元)</b>				0.53	2.00	2.50	3.00
<b>毛利率</b>	31.1%	30.1%	31.8%	32.9%	35.6%	36.7%	37.9%
<b>1.商业航道</b>	48.6%	50.7%	58.4%	60.2%	64.7%	65.5%	66.3%
1.1 购物中心	62.4%	62.4%	71.9%	72.6%	78.0%	78.0%	78.0%
1.2 写字楼	28.1%	34.1%	35.6%	34.9%	34.0%	34.0%	34.0%
<b>2.物业航道</b>	19.3%	18.9%	17.5%	17.0%	16.8%	16.8%	16.8%
2.1 社区空间	19.3%	18.9%	18.3%	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
2.2 城市空间			12.3%	12.9%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>3.生态圈业务</b>				25.0%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>毛利润汇总 (亿元)</b>	27.59	36.11	46.94	56.09	64.12	70.50	77.49
<b>1.商业航道 (亿元)</b>	17.33	21.38	30.16	37.77	45.51	51.17	57.60

1.1 购物中心	13.29	15.48	23.29	30.56	38.26	43.61	49.72
1.2 写字楼	4.04	5.90	6.87	7.21	7.25	7.56	7.88
<b>2. 物业航道 (亿元)</b>	<b>10.25</b>	<b>14.73</b>	<b>16.78</b>	<b>18.19</b>	<b>18.16</b>	<b>18.75</b>	<b>19.21</b>
2.1 社区空间	10.25	14.73	16.78	15.84	15.63	16.10	16.42
2.2 城市空间				2.35	2.52	2.65	2.78
<b>3. 生态圈业务 (亿元)</b>				<b>0.13</b>	<b>0.46</b>	<b>0.58</b>	<b>0.69</b>

数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

### (三) 核心净利润预测：预计 25-27 年核心净利润 39、43、48 亿元，同比+11.4%、+11.1%、+10.7%

业绩层面，还需要考虑费用水平、其他收入、所得税及少数股东几方面的影响。

根据25H1的表现，销售费用有一定下降，管理及财务费用相对稳定，预计25-27年销售费用率1.4%、管理费用率5.8%、财务费用率0.7%，三费合计7.9%，较24年下降0.2pct。25H1其他收入及收益1.82亿元，同比-49%，假设这部分的贡献比例略有下调。

基于以上分析，预计公司除税前溢利25-27年分别为53.29、59.16、65.44亿元，归母净利润39.28、43.61、48.24亿元，核心净利润39.08、43.41、48.04亿元，核心净利润25-27年同比分别+11.4%、+11.1%、+10.7%。

派息方面，公司23、24、25H1分红/核心净利润比例均为100%（含特别股息），预计25年全年维持应派尽派的派息策略，积极回馈股东，按照100%核心净利润计算，25年派息39.07亿元、26年派息43.40亿元，26年派息规模对应当前市值股息率为5.0%（截至26年1月19日）。

表 3：华润万象生活归母及核心净利润预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入汇总 (亿元)</b>	<b>88.8</b>	<b>120.2</b>	<b>147.7</b>	<b>170.4</b>	<b>180.3</b>	<b>192.2</b>	<b>204.3</b>
同比	31%	35%	23%	15%	6%	7%	6%
<b>毛利润汇总 (亿元)</b>	<b>27.59</b>	<b>36.11</b>	<b>46.94</b>	<b>56.09</b>	<b>64.12</b>	<b>70.50</b>	<b>77.49</b>
同比	51%	31%	30%	19%	14%	10%	10%
<b>其他收入及收益 (亿元)</b>	<b>5.23</b>	<b>5.80</b>	<b>5.77</b>	<b>7.05</b>	<b>3.61</b>	<b>3.84</b>	<b>4.09</b>
占收入	5.9%	4.8%	3.9%	4.1%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>销售费用 (亿元)</b>	<b>0.58</b>	<b>1.51</b>	<b>2.85</b>	<b>2.91</b>	<b>2.52</b>	<b>2.69</b>	<b>2.86</b>
销售费用率	0.7%	1.3%	1.9%	1.7%	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>
<b>管理费用 (亿元)</b>	<b>8.19</b>	<b>10.53</b>	<b>9.50</b>	<b>9.75</b>	<b>10.45</b>	<b>11.15</b>	<b>11.85</b>
管理费用率	9.2%	8.8%	6.4%	5.7%	<b>5.8%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.8%</b>
<b>财务费用 (亿元)</b>	<b>0.76</b>	<b>0.87</b>	<b>1.17</b>	<b>1.16</b>	<b>1.26</b>	<b>1.35</b>	<b>1.43</b>
财务费用率	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>

除税前溢利 (亿元)		23.37	29.06	39.12	48.95	53.29	59.16	65.44
同比		105.9%	24.3%	34.6%	25.1%	8.9%	11.0%	10.6%
归母净利润 (亿元)		17.25	22.06	29.29	36.29	39.28	43.61	48.24
同比		110.9%	27.9%	32.8%	23.9%	8.2%	11.0%	10.6%
归母净利润率		19.4%	18.4%	19.8%	21.3%	21.8%	22.7%	23.6%
核心净利润 (亿元)		17.02	22.25	29.20	35.07	39.08	43.41	48.04
同比		108.6%	30.7%	31.2%	20.1%	11.4%	11.1%	10.7%
核心净利润率		19.2%	18.5%	19.8%	20.6%	21.7%	22.6%	23.5%
总分红 (亿元)			18.64	29.19	35.06	39.07	43.40	48.02
总分红/核心净利润			84%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

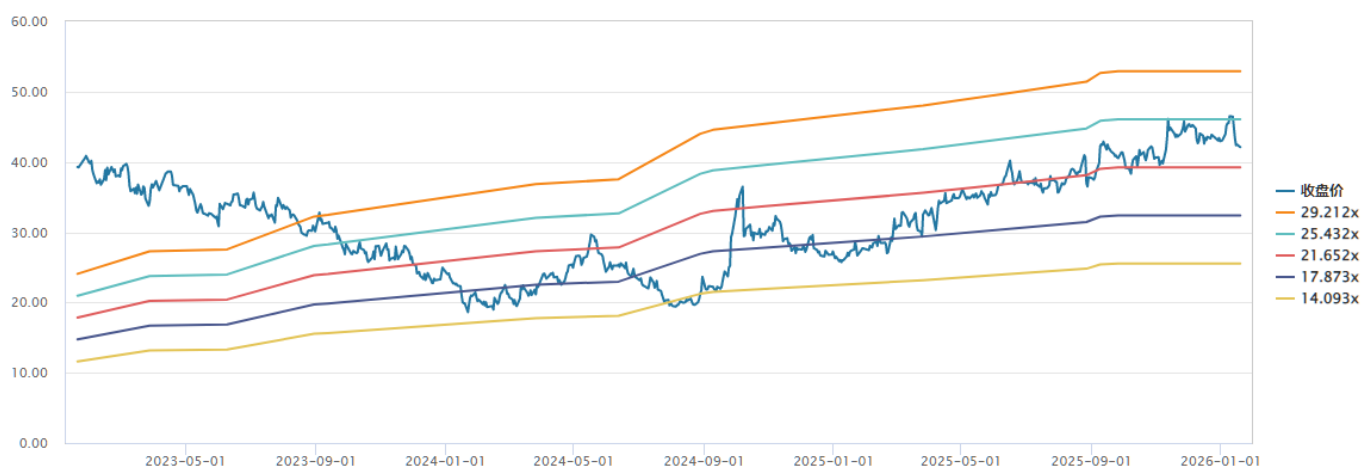
#### (四) 投资建议

未来五年，将是公司商业发展的重要窗口期，兼顾**规模化与高质量**。规模化在于新拓展与轻资产外拓并重；高质量在于大客流、大会员战略，占有私域流量并完成变现。

公司对于商业模式及自身优势的深入思考，叠加品牌能力、产品一致性、管理效率等方面的多年积累，目前进入一个即将裂变的状态，从标准场景向非标场景拓展，未来商管业务的增长模式将与过去完全不同。

合理价值方面，公司过去3年PE均值为24.4x，基于26年核心净利润，给予公司PE=23X，对应合理价值为998亿元人民币，参考26年1月21日汇率（港币兑人民币0.89779），对应港币每股合理价值为48.72港元/股，维持“买入”评级。

图 3：华润万象生活近三年PE-band（收盘价单位：港元/股）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

#### （一）消费市场表现或低于预期

公司商业航道购物中心零售额增长有比较明显来自与市场份额提升的贡献，也是公司发挥自身优势的体现，若未来消费市场整体疲软，或对公司经营情况产生一定压力。

#### （二）城市空间竞争加剧

公司物管领域在城市空间持续发力，竞争相对激烈或导致利润率承压，非住宅领域的能力建设至关重要。

#### （三）应收款减值风险

公司未必能够完全收回物业管理费、增值服务费、运营服务费或租金，因而可能导致贸易应收款项减值。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>19,518</b>	<b>16,480</b>	<b>16,543</b>	<b>16,779</b>	<b>17,020</b>
现金及现金等价物	11,580	9,599	9,758	9,830	9,906
应收账款及票据	1,996	2,383	2,303	2,456	2,611
存货	203	242	226	237	247
其他	5,740	4,257	4,257	4,257	4,257
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,265</b>	<b>12,659</b>	<b>12,659</b>	<b>12,659</b>	<b>12,659</b>
固定资产净值	552	615	615	615	615
长期投资	3,994	8,640	8,640	8,640	8,640
商誉及无形资产	3,586	3,261	3,261	3,261	3,261
其他	133	144	144	144	144
<b>资产总额</b>	<b>27,783</b>	<b>29,140</b>	<b>29,203</b>	<b>29,438</b>	<b>29,680</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,340</b>	<b>9,058</b>	<b>8,980</b>	<b>9,059</b>	<b>9,132</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,546	1,723	1,645	1,724	1,797
其他	6,794	7,335	7,335	7,335	7,335
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,408</b>	<b>3,386</b>	<b>3,386</b>	<b>3,386</b>	<b>3,386</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,408	3,386	3,386	3,386	3,386
<b>总负债</b>	<b>11,747</b>	<b>12,444</b>	<b>12,366</b>	<b>12,444</b>	<b>12,517</b>
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	15,948	16,500	16,520	16,542	16,561
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	15,948	16,500	16,520	16,542	16,561
少数股东权益	88	196	317	452	601
<b>股东权益合计</b>	<b>16,036</b>	<b>16,696</b>	<b>16,837</b>	<b>16,994</b>	<b>17,162</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>27,783</b>	<b>29,140</b>	<b>29,203</b>	<b>29,438</b>	<b>29,680</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>14,767</b>	<b>17,043</b>	<b>18,026</b>	<b>19,218</b>	<b>20,434</b>
营业成本	10,073	11,433	11,613	12,168	12,685
毛利	4,694	5,609	6,412	7,050	7,749
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	285	291	296	302	308
行政管理费用	950	975	1,045	1,115	1,185
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	49	81	83	84	86
<b>营业利润</b>	<b>3,411</b>	<b>4,263</b>	<b>4,988</b>	<b>5,548</b>	<b>6,169</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	117	116	125	133	142
权益性投资损益	3	3	3	3	3
其他非经营性损益	616	745	463	498	513
除税前利润	3,912	4,895	5,329	5,916	6,544
所得税	969	1,165	1,279	1,420	1,570
<b>合并净利润</b>	<b>2,943</b>	<b>3,730</b>	<b>4,050</b>	<b>4,496</b>	<b>4,973</b>
少数股东损益	14	101	121	135	149
<b>归母净利润</b>	<b>2,929</b>	<b>3,629</b>	<b>3,928</b>	<b>4,361</b>	<b>4,824</b>

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3,042</b>	<b>4,259</b>	<b>4,026</b>	<b>4,344</b>	<b>4,807</b>
合并净利润	2,943	3,730	4,050	4,496	4,973
折旧与摊销	275	356	300	300	300
营运资本变动	-69	468	17	-85	-92
其他非经营性调整	-93	-195	-341	-368	-374
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,827</b>	<b>-2,964</b>	<b>166</b>	<b>201</b>	<b>216</b>
处置固定资产收益	10	7	463	498	513
资本性支出	-582	-392	-300	-300	-300
投资资产支出	-1,600	-501	0	0	0
其他	345	-2,078	3	3	3
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-2,228</b>	<b>-3,306</b>	<b>-4,034</b>	<b>-4,473</b>	<b>-4,946</b>
长期债权融资	-170	-261	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	-2,090	-3,052	-3,909	-4,339	-4,805
其他	32	7	-125	-133	-142
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,013</b>	<b>-2,009</b>	<b>158</b>	<b>72</b>	<b>76</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>12,593</b>	<b>11,580</b>	<b>9,599</b>	<b>9,758</b>	<b>9,830</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>11,580</b>	<b>9,571</b>	<b>9,758</b>	<b>9,830</b>	<b>9,906</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	22.9%	15.4%	5.8%	6.6%	6.3%
营业利润增长率	42.7%	25.0%	17.0%	11.2%	11.2%
归母净利润增长率	32.8%	23.9%	8.2%	11.0%	10.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.8%	32.9%	35.6%	36.7%	37.9%
净利率	19.9%	21.9%	22.5%	23.4%	24.3%
ROE	18.4%	22.0%	23.8%	26.4%	29.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.3%	42.7%	42.3%	42.3%	42.2%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	1.8	1.8	1.9	1.9
利息保障倍数	34.4	43.3	43.5	45.3	47.2
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	43.3	46.2	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	6.3	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	51.6	51.5	51.0	51.0	51.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	1.28	1.59	1.72	1.91	2.11
每股净资产	7.03	7.31	7.38	7.45	7.52
每股经营现金流	1.33	1.87	1.76	1.90	2.11
<b>估值比率</b>					
PE	19.5	16.3	22.6	20.3	18.4
PB	3.6	3.6	5.4	5.4	5.4
EV/EBITDA	10.6	9.2	13.7	12.4	11.3

## 广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：资深分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。