

商管物管万象生辉

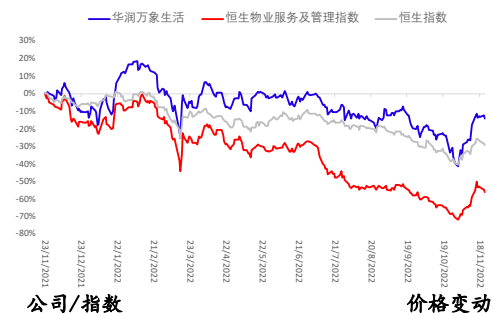
评级 强烈推荐

目标价	50.83 港元
当前价 (22/11/2022)	33.60 港元
市值	766.92 亿港元
股数 (百万)	2282.50
52 周价最高	46.50 港元
52 周价最低	23.00 港元

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	8,875	12,525	17,177	22,204
增长 (%)	30.93	41.12	37.14	29.27
每股盈利(元)	0.76	1.03	1.32	1.69
增长 (%)	110.95	35.87	28.36	27.99
ROE (%)	13.09	16.08	18.78	21.61
市盈率 (倍)	40.79	30.02	23.39	18.27
市账率 (倍)	5.07	4.61	4.20	3.73

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

华润万象生活一年股价变化



公司/指数	价格变动
华润万象生活 (1209 HK)	-14.18%
恒生物业及管理指数	-56.35%
恒生指数	-29.32%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析师

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

- **央企身份得天独厚，商管+物管两大增长逻辑。**在房地产下行的行业背景之下，身为央企的公司背靠经营稳健的华润置地，受母公司资金问题影响的机会较低，其未来业务发展具确定性，投资风险为行业最低，行业地位得天独厚。同时，公司并不只是一般的物管公司，业绩由商管+物管 2 大业务板块驱动，一方面持续维持高盈利的商管板块贡献大量毛利，另一方面虽毛利率较低，但规模持续增长的住宅物管板块贡献大量收入，2 大增长逻辑有别于同业，同业对比中出现的估值溢价亦可见市场将公司商、写、住宅多业态协同的独特经营模式，以及央企的稳健背景看高一线，彰显其投资价值。
- **商管实力强劲，盈利能力优秀。**公司以“万象城、汇、天地” 3 大高端品牌全方位打入购物中心商管运营市场，强大的运营能力从定位设计至租户沟通提供一站式的优质服务，**高端品牌形象**及出色的运营能力支持出租率、零售额、合作品牌等运营指标维持行业领先水平，1H22 运营的重奢购物中心数量为行业第一。同时购物中心项目一方面**背靠华润置地**稳定的输入，一方面以**轻资产**持续开发第三方市场，合同数目 3 年间上升 4 倍于 1H22 达到 133 个，外拓势成未来增长推动力。在管写字楼出租率亦在 1H22 逆市提升至 83.5%，较 2020 年大幅提升 12.2 个百分点。另外，1H22 商管板块毛利率高达 50.3%，**盈利能力高的业务性质**将持续贡献公司大量毛利。
- **住宅物管内生外延增规模，增值服务具发展空间。**公司住宅物管规模持续增长，1H22 在管面积为 245 百万平方米，同比增长 100.8%，2017-2021 年 5 年复合增长率为 19.1%，而且合同在管面积比维持在 1.3 倍以上的健康水平。这一方面归功于**母公司华润置地的稳定供应**，是公司的**稳重基石**，另一方面归功于公司**第三方外拓**，公司 1H22 连续收购禹洲物业、江苏中南、四川九州，并购项目占新增第三方面积 83%，预计**房地产行业的出清有利拥有央企性质的公司持续提升规模**。高品质的基础物管服务亦使客户满意度、续约率等维持高位，毛利率 1H22 同比提升 2.9 个百分点至 16.2%。另外，公司社区增值服务实现高增长，1H22 收入同比增长 77.7%，但行业**横向比较下增值服务仍有较大发展空间**，预计增值服务能够维持高速增长发展，毛利率较高的业务性质有望提升整体住宅物管板块毛利率。
- **投资建议：**公司作为市场罕见的商管+物管双赛龙头物企，成长性以及发展想象空间比同业的高，配合央企性质使公司在房地产行业出清的背景之下更受市场追捧，看好公司未来的业务发展。预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.03/1.32/1.69 元，当前股价对应 PE 为 30.02/23.39/18.27 倍。根据绝对估值法，**给予目标价 50.83 港元**，对应 2022/2023/2024 年 PE 为 45.41/35.38/27.64 倍，**首次覆盖给与“强烈推荐”评级。**
- **风险因素：**华润置地项目供应不及预期，公司商管拓展进展不及预期，物业管理外拓进度不及预期，新冠病毒持续影响中国经济。

## 内容目录

<b>1 公司简介</b>	<b>5</b>
1.1 公司背景：背靠央企，得天独厚	5
1.2 股权架构：股权架构稳定，明星基石坐镇	6
1.3 业务简介：市场罕见“商管+物管”双赛道龙头	7
1.4 经营概况：有利润的收入，有现金流的利润	9
<b>2 两大板块之一：商业运营及物业管理服务</b>	<b>12</b>
2.1 商业运营模式独特，进场门槛高	13
2.2 定位高端领跑同行，持续打造「中国商业运营管理第一品牌」	15
2.3 运营能力优秀，有质有量的发展	19
2.4 写字楼商管规模效率逆市增长	23
2.5 商管行业未来发展空间广阔	24
<b>3 两大板块之二：住宅物业管理服务</b>	<b>26</b>
3.1 收入毛利持续增长，高品质基础物管服务受客户认同	26
3.2 内生外延推动规模持续增长	27
3.3 增值服务具有发挥空间	31
3.4 发展规模受益于行业集中度提升	34
<b>4 盈利预测及估值</b>	<b>37</b>
4.1 盈利预测	37
4.2 估值	39
<b>5 投资建议</b>	<b>40</b>
<b>6 风险因素</b>	<b>41</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权架构	6
图 2: 公司主要业务形态	7
图 3: 公司不同业务之间的协同效应	8
图 4: 公司收入及同比	9
图 5: 公司归母净利润及同比	9
图 6: 公司毛利率及归母净利润率	9
图 7: 公司分业务毛利率	10
图 8: 公司收入结构	10
图 9: 公司毛利结构	10
图 10: 公司现金及现金等价物	11
图 11: 主要物企现金及现金等价物	11
图 12: 公司现金比率	12
图 13: 公司经营活动现金流/归母净利润比率	12
图 14: 商管 4 大业务板块	12
图 15: 商管 4 大业务板块 1H22 收入占比	13
图 16: 商管 2 大业态 1H22 毛利占比	13
图 17: 商业运营服务良性循环	15
图 18: 公司 11 个重奢购物中心列表	17
图 19: 2022 年上半年新增的 3 个重奢购物中心	17
图 20: 公司商管三大品牌	18
图 21: 杭州万象城	18
图 22: 沈阳铁西万象汇	18
图 23: 深圳万象天地	18
图 24: 公司购物中心地区分布	19
图 25: 商业运营及物业管理服务收入 (亿元)	19
图 26: 商业运营及物业管理服务毛利 (亿元) 及毛利率	19
图 27: 购物中心合同项目及已开业购物中心数目	20
图 28: 购物中心在管建筑面积 (千平方米)	20
图 29: 重奢购物中心项目数量	20
图 30: 购物中心零售额排名及占比	20
图 31: 合作国际奢侈品牌及品牌店铺数	21
图 32: 与公司合作的主要重奢品牌	21
图 33: 累计零售额 (亿元)	22
图 34: 1H22 零售额月度表现	22
图 35: 购物中心出租率	22
图 36: 购物中心租金收入	22
图 37: 购物中心 EBITDA Margin	22
图 38: 购物中心会员数量 (百万)	23
图 39: 购物中心会员消费占比	23
图 40: 一点万象 APP	23
图 41: 华润黑金卡会员专属权益	23
图 42: 写字楼收入、同比、毛利率	24
图 43: 写字楼合约、在管面积	24
图 44: 写字楼在管项目数量	24
图 45: 写字楼出租率	24
图 46: 2016 年至 2026 年 (估计) 中国购物中心运营服务市场在管总建筑面积	25
图 47: 2016 年至 2026 年 (估计) 中国购物中心运营服务提供商总收入	25
图 48: 中国居民人均可支配收入及消费支出	25
图 49: 各国每年人均家庭支出	25
图 50: 住宅物管 3 大业务板块 1H22 收入占比	26
图 51: 住宅物管 3 大业务板块 1H22 毛利占比	26
图 52: 住宅物管收入 (亿元) 及同比	26
图 53: 住宅物管毛利 (亿元) 及毛利率	26
图 54: 物业管理服务客户满意度	27
图 55: 物业管理服务续约率	27

2022-11-23

图 56: 物业管理服务收缴率	27
图 57: 物业管理服务毛利率	27
图 58: 基础物管合同在管面积	28
图 59: 基础物管合同在管面积比	28
图 60: 基础物管在管面积分布 (百万平方米)	28
图 61: 基础物管收入分布 (亿元)	28
图 62: 华润置地销售、土储面积 (百万平方米)	29
图 63: 1H22 房企融资成本	29
图 64: 基础物管在管面积分布占比	29
图 65: 基础物管收入分布占比	29
图 66: 1H22 新增第三方合约面积及同比	30
图 67: 1H22 新增第三方合约面积来源	30
图 68: 龙头物企 1H22 在管面积 (百万平方米)	30
图 69: 公司分业态在管面积	30
图 70: 公司分业态在管面积占比	30
图 71: ‘万象生活’物管品牌	31
图 72: 公司城市空间项目 - 成都驿马河公园	31
图 73: 针对开发商的增值服务、同比、占比	32
图 74: 针对开发商的增值服务毛利率	32
图 75: 1H22 主要物企非业主增值服务增速	33
图 76: 1H21/22 主要物企非业主增值服务毛利率及变动	33
图 77: 社区增值服务、同比、占比	33
图 78: 社区增值服务毛利率	33
图 79: 社区增值服务细分业务板块收入及同比	34
图 80: 主要物企社区增值服务/总收入占比	34
图 81: 社区增值服务 - 仲夏夜电影趴	34
图 82: 物业管理服务公司的在管总建筑面积 (中国), 2016 年至 2026 年估计	35
图 83: 物业管理服务公司的总收益 (中国), 2016 年至 2026 年估计	35
图 84: 百强物企合约、管理面积及市场份额	35
图 85: 十强物企管理面积及市场份额	35
图 86: 物企披露并购交易金额及数量	36
图 87: 物企披露并购交易金额及占比	36
表 1: 公司发展里程碑	5
表 2: 公司基石投资者	6
表 3: 物业管理的收费模式	11
表 4: 购物中心商业运营服务	13
表 5: 商业运营服务收费模式	14
表 6: 2019 年按中国购物中心物业管理服务收入划分的前五大中国购物中心运营服务公司	16
表 7: 2019 年中国在管购物中心加权平均租金排列的购物中心运营服务市场前五大公司	16
表 8: 2019 年在中国拥有重奢购物中心数目排列前五的购物中心运营服务供货商	17
表 9: 1H22 新签约第三方项目	21
表 10: 公司增值服务业务模式	31
表 11: 公司 2022 年已公布的并购内容	36
表 12: 公司盈利预测	38
表 13: 现金流折现表及对应估值	39
表 14: 敏感性分析表	39
表 15: 可比公司比较	41
表 16: 财务报表及盈利预测	42

# 1 公司简介

## 1.1 公司背景：背靠央企，得天独厚

**华润万象生活 (1209.HK)** (公司) 原为华润置地的一部分，是 2022 年《财富》世界五百强华润集团旗下的子公司，提供的服务包括住宅物业管理服务，以及商业运营及物业管理服务，是国内领先的高管+物管服务供应商。

**华润集团**的前身是于 1938 年在香港成立的“联和行”。1948 年联和进出口公司改组更名为华润公司。1952 年隶属关系由中共中央办公厅转为中央贸易部（现为商务部）。1983 年改组成立华润（集团）有限公司。1999 年 12 月，与外经贸部脱钩，列为中央管理。2003 年归属国务院国资委直接监管，被列为国有重点骨干企业。集团在 2022 年《财富》世界五百强位列第 70 位。

**华润置地 (1109.HK)** 前身为北京市华远房地产股份有限公司（华远），1994 华润集团投资华远并开展物业开发、投资及管理业务，其后重组成为华润置地，于 1996 年在香港联交所上市。自此以来，公司作为华润置地的一部分，一直为华润置地所开发及/或拥有的物业提供配套物业管理服务，第一个「万象城」购物中心项目（深圳万象城）在 2000 年开始开发及建设，2004 年开业并确立以「万象城」品牌提供商业运营服务。华润集团的业务规模与华润置地的物业开发及投资业务一起显著增长，公司成为中国领先的物业管理及商业运营服务供货商，并于 2020 年从华润置地分拆出来，成立**华润万象生活有限公司**于香港联交所主板成功上市，股票代码 1209.HK，并于 2022 年 11 月 18 日被纳入恒生指数成份股。

表 1: 公司发展里程碑

年度	事件
1994	华润集团投资华润置地的前身，其物业管理服务业务亦同步展开，主要提供住宅物业管理服务。
2000	开始开发及建设第一个「万象城」购物中心项目：深圳万象城。
	展开筹备以「万象城」品牌提供商业运营服务。
2004	深圳万象城（第一个「万象城」购物中心项目）开业。
	确立以「万象城」品牌提供商业运营服务。
2005	华润置地收购华润集团若干物业，包括北京华润大厦、上海华润时代广场及深圳华润中心，使得本集团得以展开其写字楼物业管理服务。
2009	华润置地发布「高质量」品牌战略，其中包括本集团之物业管理服务业务。
2014	深圳万象城开幕十周年，华润置地确立「中国商业地产领导者」的定位并强化本集团向商业物业提供服务之战略。
2017	公司正式成立。
2019	华润集团的住宅和商业物业在管建筑面积超过 100 百万平方米。
2020	公司从华润置地分拆出来，于香港联交所主板成功上市，股票代码 1209.HK。

2022-11-23

	公司为观点地产网中国商业地产 TOP100 榜单 第一名。
2021	公司为万商俱乐部商业不动产影响力企业 TOP100 第一名。
2022	公司被纳入恒生指数成份股。

数据来源：公司年报，公司官网，公司招股书，恒大证券研究中心

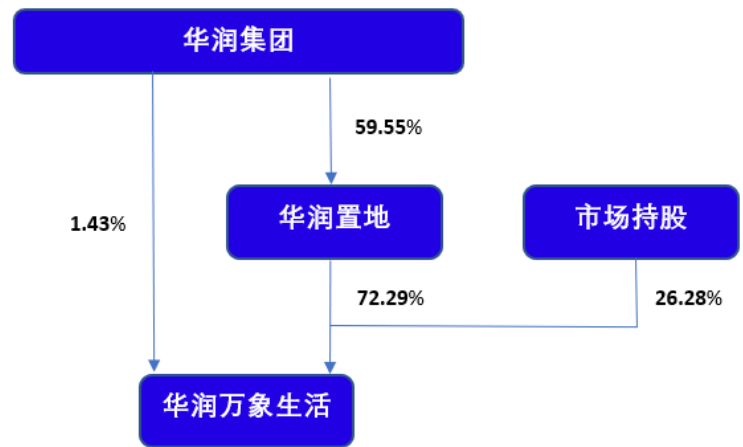
### 1.2 股权架构：股权架构稳定，明星基石坐镇

公司的股权架构稳定，身为中央企业的华润集团拥有公司的绝对控制权。截至1H22，华润集团直接持有公司1.43%股份，华润置地持有公司72.29%的股份，其余26.28%为市场持股；另外，公司于2020年在香港联交所上市时获得7间国际知名的投资机构投资作为基石投资者，包括GIC、高瓴资本、中国平安、润晖投资、国调基金及GLP，知名的基石投资者阵容证明了公司的投资价值。

表 2：公司基石投资者

图 1：公司股权架构\*

基石投资者	投资金额 (百万美元)
 GIC	150
 高瓴资本 Hillhouse Capital	120
 中国平安 PING AN	100
 润晖投资 CEPHEI INVESTMENTS	100
 Matthews Funds	80
 中国国有企业结构调整基金 CHINA STRUCTURAL REFORM FUND	50
 普洛斯 GLP	50



数据来源：公司招股书，恒大证券研究中心

数据来源：公司年报，恒大证券研究中心，\*截至30/06/2022

2022-11-23

### 1.3 业务简介：市场罕见“商管+物管”双赛道龙头

公司主要业务分为**商业运营及物业管理服务（商管）**和**住宅物业管理服务（住宅物管）**2大业务板块：

**1) 商业运营及物业管理服务：**公司管理的商业物业包括购物中心以及写字楼物业，具体包括：

(a) 购物中心

i) 商业运营服务：包括开业前管理及运营管理服务。

ii) 物业管理及其他服务：主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务。

iii) 商业分租服务：公司从业主承接若干优质购物中心，分租予零售店及超市等租户。

(b) 写字楼

i) 商业运营服务：包括招商服务、资产管理与运营服务及开业筹备服务。

ii) 物业管理及其他服务：主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务。

**2) 住宅物业管理服务：**公司为住宅物业以及公用设施（如体育馆、公园和工业园）等若干其他非商业物业提供管理服务。具体包括：

i) 基础物业管理服务：包括为物业的物业开发商在交付物业前及；已售及已交付物业的业主、业主委员会或住户提供的秩序维护、清洁及绿化、维修及养护等服务。

ii) 针对物业开发商的增值服务：包括顾问、前期筹备及交付前营销配合服务。

iii) 社区增值服务：包括社区生活服务及经纪及资产服务。

图2：公司主要业务形态



数据来源：公司招股书，恒大证券研究中心

**商、写、住宅多业态释出协同。**由于公司管理的物业包含多个互相类近的业态和空间例如住宅物业、购物中心、写字楼，不同物业之间存在着天然的物理及商业联系，因此公司能通过建立生活服务平台，为生活、购物及工作的人群提供全方位的服务，从而在这些联系着的物业之间释出协同效应，进一步提高公司品牌及平台的认可度以推动公司客户量：

**1) 购物中心与住宅物业的协同效应：**

- i) 公司管理及运营的购物中心为住宅物业的住户提供涵盖购物、餐饮、娱乐、教育等各类服务，有利于提升周边在管物业住户的整体满意度及忠诚度。
- ii) 公司管理的住宅物业为社区内公司管理的购物中心提供稳定客户基础，支持购物中心租户的销售。

**2) 购物中心与写字楼的协同效应：**

- i) 公司管理及运营的临近购物中心能提供各种便捷服务，为写字楼业主吸引更多优质租户。
- ii) 公司管理及运营的购物中心受益于公司所管理邻近写字楼带来的客流量及购买力较强的优质零售客户人群。

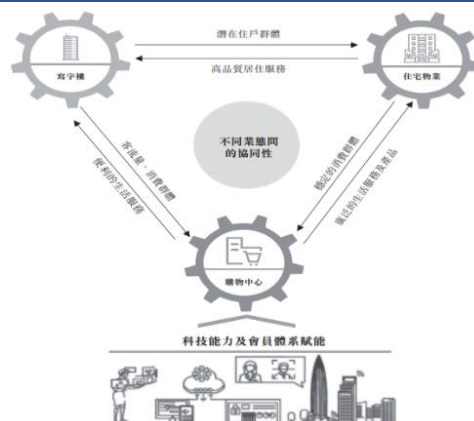
**3) 住宅物业与写字楼的协同效应：**

- i) 公司提供物业管理服务的住宅物业可为办公空间用户提供便捷住宿服务，从而提升公司所管理写字楼的吸引力及帮助留存办公租户。
- ii) 公司管理的写字楼吸引大量优质的租户及办公空间用户，该等人群是公司所管理住宅物业的潜在住户。

**4) 科技能力及会员体系赋能协同效应：**

公司通过发起联合营销活动、从在线平台（如一点万象、Officeasy 及悦家）上应用大数据分析，以及为用户提供会员及奖励计划，进一步促进不同类型物业之间的协同效应。另外，公司于1H22正式发布大会员积分品牌“万象星”，在商管及物管业态打通基础上，外延拓展母公司旗下营销、康养、长租、酒店、文体、影院六大业态，实现横向优质资源整合，1H22实现达3111万大会员数目。后续将继续丰富会员权益所能触达的产品与服务，实现跨业态交叉引流，形成“高频高黏性”的积分和权益组合，加快打造“空间、客户、资源”闭环商业模式。

图 3: 公司不同业务之间的协同效应





2022-11-23

数据来源：公司招股书，恒大证券研究中心

#### 1.4 经营概况：有利润的收入，有现金流的利润

收入稳定维持中高速增长。公司最新 1H22 收入达 52.8 亿元，同比增长 31.5%，收入增长主要由于商业运营持续发力以及住宅物管规模增加所致（可查阅我们对公司的业绩覆盖：[华润万象生活 \(1209.HK\) - 2022 中期业绩覆盖 商管行业领先，物管规模大增](#)），2017-2021 年收入由 31.3 亿元提升至 88.8 亿元，5 年复合增长率达 23.2%，保持稳定中高速增长。

业绩势能保持强劲。如图 5 所见，公司 2019 年的归母净利率同比下降 13.7%，主要因为 2018 年确认的深圳布吉万象汇项目公允价值变动收益高于 2019 年。2020 年公司开始商业化为购物中心提供的商业运营服务，大幅推动毛利率（由 16.1% 至 27.0%）及归母净利率（由 6.2% 至 12.1%）上升，2020 及 2021 年连续 2 年归母净利润同比增速超 100%，1H22 房地产波动及疫情肆虐底下仍能保持行业较高的 27.5% 同比增长，而且毛利率及归母净利率继续维持上升趋势，公司业绩势能保持强劲。

图 4：公司收入及同比

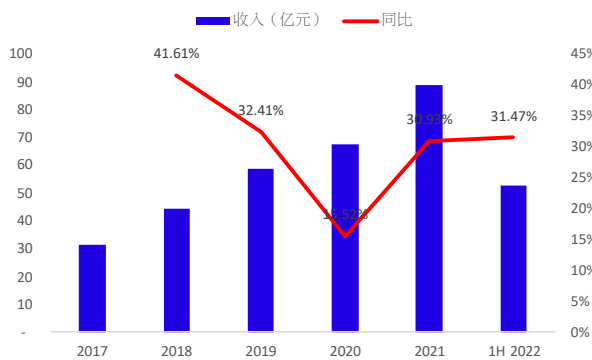
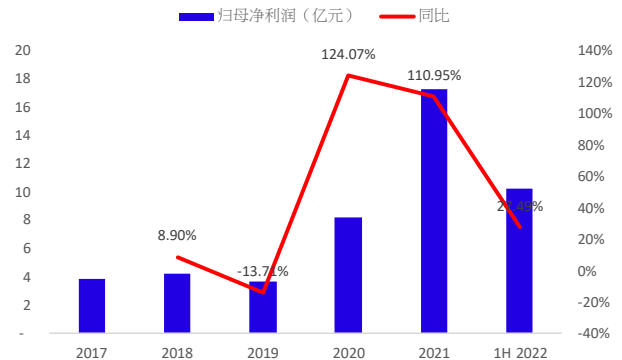


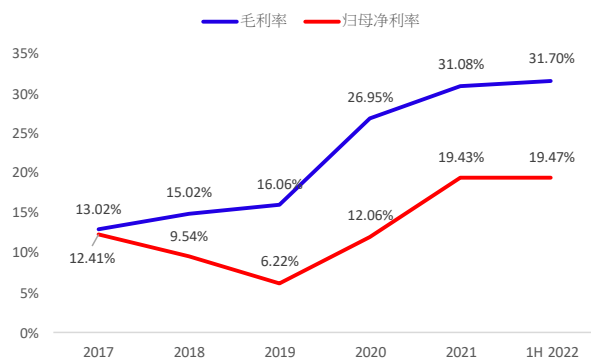
图 5：公司归母净利润及同比



数据来源：公司招股书，公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

数据来源：公司招股书，公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

图 6：公司毛利率及归母净利率

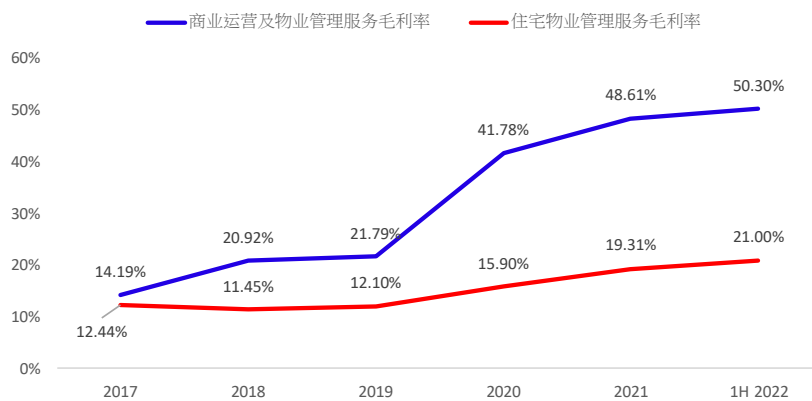


数据来源：公司招股书，公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

2022-11-23

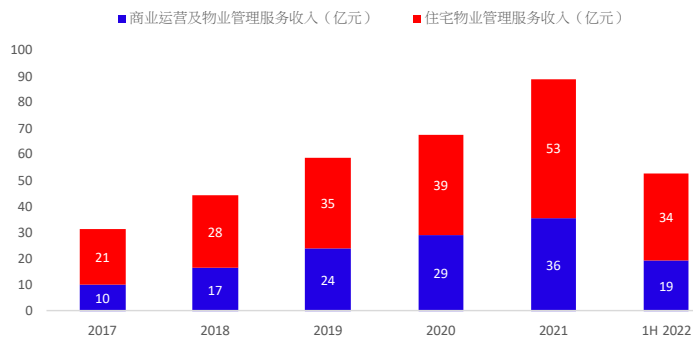
住宅物管为规模之首，商业管理为利润之王。收入结构上看，公司2大业务板块之中住宅物管的收入贡献自2017年起一直高于商管，1H22分别占总收入63.6%/36.4%，主要因为物管规模持续扩大，1H22公司合同/在管面积为3.2/2.5亿平方米，同比增长99.4%/100.8%；但从毛利结构上看，商管毛利贡献在2018年与住宅物管持平，2019年超越住宅物管，2020年继续扩大毛利贡献比率，截至1H22商管/住宅物管的毛利贡献分别为57.9%/42.1%。虽商管收入规模较少，但毛利较高的原因是商管的毛利率一直高于住宅物管，1H20/2H20分别开始就所提供的购物中心/写字楼商业运营服务进行收费，加上在2H20将购物中心物业管理服务的收入模式由包干制改为酬金制（见表3），使商管及住宅物管的毛利率差进一步拉阔，截至1H22商管服务的毛利率高达50.3%。

图7：公司分业务毛利率



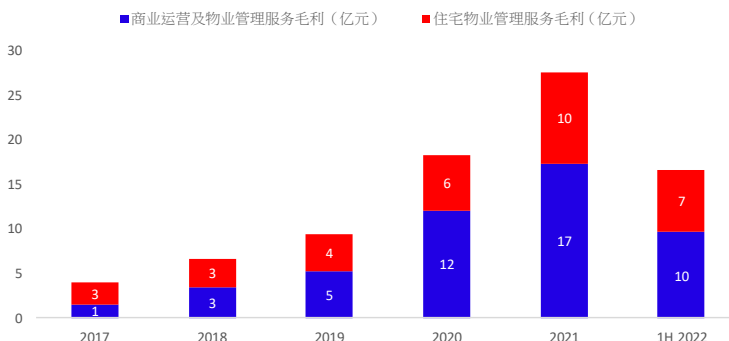
数据来源：公司招股书，公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

图8：公司收入结构



数据来源：公司招股书，公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

图9：公司毛利结构



数据来源：公司招股书，公司年报，公司公告，恒大证券研究中心

2022-11-23

表 3: 物业管理的收费模式

收费模式	简介	对利润影响
包干制	指由业主向物业服务企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业服务企业享有或者承担的物业服务计费方式。	提供物业管理服务产生若干直接成本由公司承担，承担所有销售成本，降低利润。
酬金制	指在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物业服务企业，其余全部用于物业管理服务合同约定的支出，结余或者不足均由业主享有或者承担的物业服务计费方式。	公司有了约定比例的收入，虽然失去了获取更大收入的可能，但提供物业管理服务产生若干直接成本由业主承担，降低销售成本，增加利润。

数据来源: 公司招股书, 恒大证券研究中心

**现金牛行业领头，有利后续扩大规模。**作为物业管理这现金牛行业的一员，公司的现金水平相当充裕，现金自 2020 年起维持超过 100 亿元水平，而且公司 2020 年上市后现金比率一直维持 1.5 倍以上较安全的位置。另外，根据统计，公司 1H22 128.5 亿元的现金水平为行业之首，比第二位的碧桂园服务高出 41 亿元，反映公司的在战略投资和收购方面的能力在行业中突出，助力公司持续扩大管理规模。

**有现金流的利润。**公司的经营活动现金流/归母净利润比率稳定保持在 1 倍以上水平，可见公司归母净利润提升的同时，现金流的水平也在提升，代表公司一直赚取有现金流的利润。

图 10: 公司现金及现金等价物

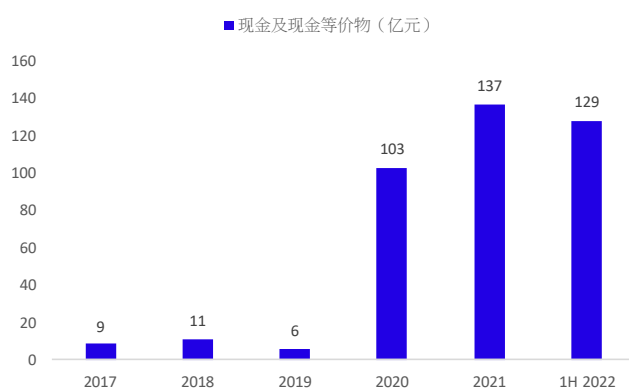
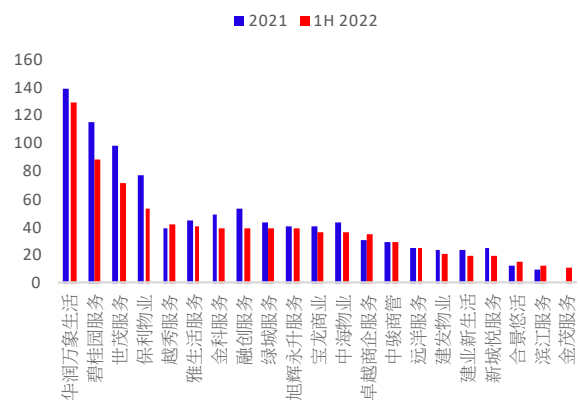


图 11: 主要物企现金及现金等价物

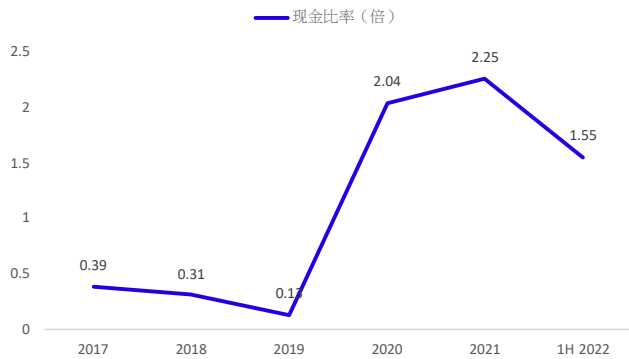


数据来源: 公司招股书, 公司年报, 公司公告, 恒大证券研究中心

数据来源: 彭博, 恒大证券研究中心

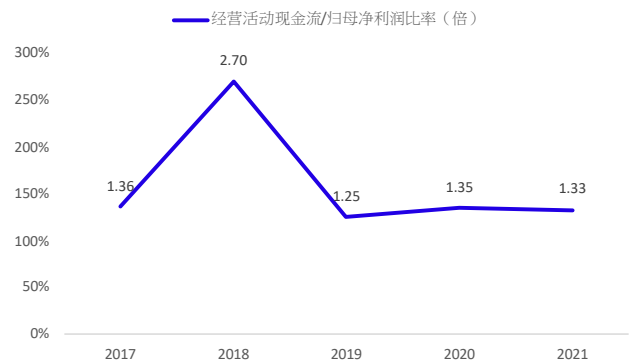
2022-11-23

图 12: 公司现金比率



数据来源: 公司招股书, 公司年报, 公司公告, 恒大证券研究中心

图 13: 公司经营活动现金流/归母净利润比率



数据来源: 公司招股书, 公司年报, 恒大证券研究中心

## 2 两大板块之一: 商业运营及物业管理服务

首先分析商管业务。公司商业运营及物业管理(商管)服务 1H22 总收入为 19.2 亿元, 同比增长 18.6%, 2017-2021 年 5 年复合增长率达 28.2%。如上文所说, 公司商管业务主要分为购物中心及写字楼 2 种业态, 截至 1H22 公司为 72 个已开业购物中心项目提供商业运营服务, 总建筑面积达 7.9 百万平方米, 当中为绝大部分购物中心同时提供物业管理服务; 为 24 个写字楼提供商业运营服务, 总建筑面积为 1.6 百万平方米, 为 128 个写字楼提供物业管理服务, 总建筑面积为 8.7 百万平方米。

购物中心及写字楼 2 大业态可进一步细分为 4 大业务板块: 1) 购物中心商业运营及物管服务, 2) 购物中心商业分租服务, 3) 写字楼商业运营服务, 4) 写字楼物管服务, 1H22 购物中心商业运营及物管服务/购物中心商业分租服务/写字楼商业运营服务/写字楼物管服务分别占商管收入的 52.2%/8.8%/2.8%/36.2%, 可见购物中心合计贡献商管收入的 61.0%, 而毛利贡献占比更达到 74.6%, 反映购物中心商业运营及物管服务高毛利率的特质。

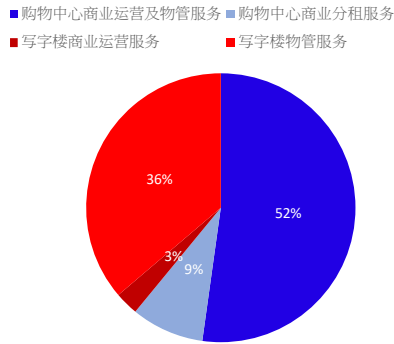
图 14: 商管 4 大业务板块



数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

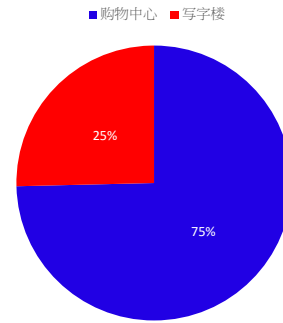
2022-11-23

图 15: 商管 4 大业务板块 1H22 收入占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 16: 商管 2 大业态 1H22 毛利占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

### 2.1 商业运营模式独特, 进场门槛高

商业运营服务提供全链条服务, 为购物中心增添价值。公司作为商业运营服务供应商, 为购物中心提供运营服务, 在整个购物中心的开发以及运营扮演着十分重要的角色。购物中心运营服务主要分为 2 个阶段: 1) 开业前管理服务, 当中细分为 2 项服务: i) 定位及设计管理服务、ii) 招商及管理服务; 2) 运营管理服务, 当中细分为 4 项服务: i) 开业筹备服务、ii) 租户指导服务、iii) 消费者管理服务、iv) 市场推广及宣传服务。

表 4: 购物中心商业运营服务

服务	内容
<b>开业前管理服务</b>	
定位及设计管理服务	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。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。
招商及管理服务	根据项目定位制订招商策略。协助物业开发商或业主物色及招揽目标租户。此外, 进行租户背景调查并与租户洽商。
<b>运营管理服务</b>	
开业筹备服务	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。
租户指导服务	通过与租户的日常沟通及管理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, 倘业务租户提出要求, 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。
消费者管理服务	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, 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。
市场推广及宣传服务	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。

数据来源: 公司招股书, 恒大证券研究中心

2022-11-23

表 4 可见，**开业前而言**，公司在最初的阶段就通过分析购物中心位置、对手等因素为购物中心进行定位，根据定位为中心安排适当的设计，然后再物色适合的租户，并与它们进行洽商。对于购物中心而言，开业前的定位相当关键，一定程度上决定了购物中心未来的运营成效，公司在开业前阶段时介入提供专业的定位服务为购物中心提供价值，而且最初阶段的不确定性最高，使定位服务有着相对较高的专业门槛；及后的良好的招商能力（包括调查能力、品牌联系等）能够为购物中心物色最适合的租户，不论是顾客人流还是租户租金方面均能够提升购物中心的未来回报，展现公司的核心竞争力。**开业后而言**，公司提供的运营管理服务主要通过优化租户的日常运营以及建构会员系统增加购物中心的人流，从而提高租户销售额以至增加购物中心业主的租金回报，例如为经营不善的租户提供建议解决方案、协助租户举办主题活动及通过「一点万象」app 为购物中心建立会员体系等。良好的商业运营服务能够为购物中心从最初阶段至持续运营阶段，从定位设计至租户沟通提供一站式的服务，全方位并持续地增加购物中心业主的回报，可见商业运营为购物中心带来的核心价值。

**收费模式形成良性循环。**表 5 可见，收费模式而言，开业前管理服务主要收取固定的费用，而运营管理服务则除了固定收费的部分，还有一部分为佣金制，服务费会按特定百分比例如租金收入的 5%或营业利润 10%计算，即代表购物中心的收入越多，公司得到的服务费就越多。因此，当公司提供了良好的运营服务增加购物中心的人流，正面影响租户的销售额，并使购物中心业主的租金收入因此而增加，最后公司能够按照佣金制增加从购物中心得到的服务费。可见提供良好运营服务增加人流的正面影响最后能够回到作为运营服务商之公司自身的收入，使公司有动力进一步提升运营服务素质，形成良性循环。

**表 5: 商业运营服务收费模式**

服务	收费模式
<b>开业前管理服务</b>	
定位及设计管理服务	定额费用
招商及管理服务	不超过三个月租金的定额服务费
<b>运营管理服务</b>	
	佣金制服务费，按租金收入或营业收入的特定百分比（最高 5%）及/或营业利润的特定百分比（最高 10%）计算
	其他固定费用：管理外包费及品牌授权费

数据来源：公司招股书，恒大证券研究中心

2022-11-23

图 17: 商业运营服务良性循环



数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

**轻资产模式有利头部企业快速拓展。**商管可以分为重资产和轻资产两种模式。在重资产模式之下, 商管公司既是购物中心持有方也是商业运营方, 会参与购物中心土地的投资、开发以及开业后的运营, 主要收入来自于租金; 在轻资产模式之下, 商管公司只担任购物中心的运营和管理的角色, 不参与购物中心土地最初阶段的开发, 主要收入来自于提供运营服务而得到的佣金。公司采用后者轻资产模式经营, 好处在于不用承担持有物业的风险, 而且不用每次开发投资新的土地与物业以作拓展, 能够实现快速拓展的效果。相对地, 由于没有物业的拥有权, 轻资产模式拓展对商管公司的运营能力有一定要求, 一般中小型运营商或开发商没有足够的商业运营经验, 因此难以抢占市场机会。可见轻资产的运营模式有一定的门槛, 也利好作为头部企业, 能力强大且经验丰富的领先购物中心运营商乃购物中心业主的首选, 利好拥有强大运营能力和品牌优势(见 2.3 部分)的公司, 实现快速扩张扩大市场规模。公司 2022 年上半年新签母公司商业运营项目 8 个, 而成功获取的优质第三方购物中心项目有 7 个, 意指公司每新增 1 个母公司项目就有能力取得差不多 1 个第三方项目, 可见公司在背靠央企华润提供项目之基础下有能力以轻资产模式拓展第三方市场, 持续扩大商业运营服务版图。

## 2.2 定位高端领跑同行, 持续打造「中国商业运营管理第一品牌」

**竞争力强劲, 保持行业领导地位。**在中国购物中心运营服务供货商的竞争格局中, 公司名列前茅。根据弗若斯特沙利文的资料, 按购物中心物业管理服务收入计, 前五大购物中心运营服务供货商约占 2019 年总收入的 23.4%, 其中公司排名第二, 市场份额达 4.3%, 进占市场头部位置。

2022-11-23

**表 6: 2019 年按中国购物中心物业管理服务收入划分的前五大中国购物中心运营服务公司**

排名	公司	市场份额
1	公司 J	13.1
2	华润万象生活	4.3
3	公司 K	2.4
4	公司 L	1.9
5	公司 M	1.7
总计		23.4

数据来源: 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

而且, 按 2019 年在管购物中心加权平均租金计, 公司排名第一, 每月加权平均租金为每平方米人民币 291.4 元。在管购物中心加权平均租金处于行业高位, 抛离第 2-5 位约起码 100 元, 反映公司购物中心运营服务的强劲实力足以支撑领先同行的租金水平, 以及领先市场的地位。

**表 7: 2019 年中国在管购物中心加权平均租金排列的购物中心运营服务市场前五大公司**

排名	公司	在管购物中心加权平均租金 (人民币元/平方米/月)
1	华润万象生活	291.4
2	公司 K	197.2
3	公司 L	181.6
4	公司 M	135.8
5	公司 J	111.3

数据来源: 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

领先同行的租金水平优势亦有赖于公司高端的定位, 2019 年按在管重奢购物中心数量计, 公司也在中国排名第一, 在管重奢购物中心有 7 个, 数量并继续提升到 2022 年上半年的 11 个, 其中 2022 年上半年密集地新增运营 3 个重奢项目, 继续维持市场第一。根据公司招股书, 重奢购物中心指位于市中心有多个国际重奢品牌入驻的购物中心, 品牌质量和价格都是最高档次的独特、稀缺且代表高质量生活的商品或服务品牌 (见 2.3 部分), 从重奢购物中心的数量可见公司持续巩固商业高端市场行业领导地位。



2022-11-23

表 8: 2019 年在中国拥有重奢购物中心数目排列前五的购物中心运营服务供货商

排名	公司	在管重奢购物中心数目
1	华润万象生活	7
2	公司 N	6
3	公司 O	5
4	公司 P	4
5	公司 Q	3

数据来源: 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

图 18: 公司 11 个重奢购物中心列表

11 座在营重奢购物中心, 国内排名首位



数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

图 19: 2022 年上半年新增的 3 个重奢购物中心



数据来源: 公司官网, 公司公告, 恒大证券研究中心

定位高端, 三大品牌全面深耕重点城市。公司运营的购物中心定位高端及中高端, 分为三大品牌, 分别为“万象城”、“万象汇”及“万象天地”。**万象城**是公司旗下的高端商业运营品牌, 定位“引领高品质风尚标杆”, 目标客户为中高端客户。万象城一般位于一线及二线城市的市中心或核心区域, 有多家旗舰店, 提供覆盖餐饮、服装及其他类别的优质服务及品牌(包括国际重奢品牌), 以满足消费者的生活品味追求。每个万象城购物中心均会定位成相关地区的地标购物中心。第一座万象城购物中心为 2004 年的深圳万象城, 是中国早期购物

2022-11-23

中心的典范之一，截至现在仍是全国最高端的购物中心之一，2021年销售额达130亿元，位列全国购物中心前十。**万象汇**主要面向年轻人和家庭，定位‘感受活力与热爱的聚集地’，是为优质生活提供服务的中高端商业中心。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，提供购物、餐饮、娱乐设施，为消费者提供活力生动的购物及社交胜地，品牌于2011年推出。**万象天地**是公司主打青春、潮流的品牌，定位‘融合城市文化的潮流策源地’，主要位于高能级城市核心地段。万象天地拥有更多的户外空间，以‘街区+mall’的独特空间规划及创新业态规划，构建了独特的消费体验。首个万象天地为2017年推出的深圳万象天地，拥有包括近300个店铺、逾1000个品牌、12座独栋品牌旗舰店，以及超过2000平米的室内儿童乐园和24小时不打烊的国际美食餐饮街，为深圳打造一处全新的“漫步式城市创作空间”。

图 20: 公司商管三大品牌



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 21: 杭州万象城



数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

图 22: 沈阳铁西万象汇



数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

图 23: 深圳万象天地



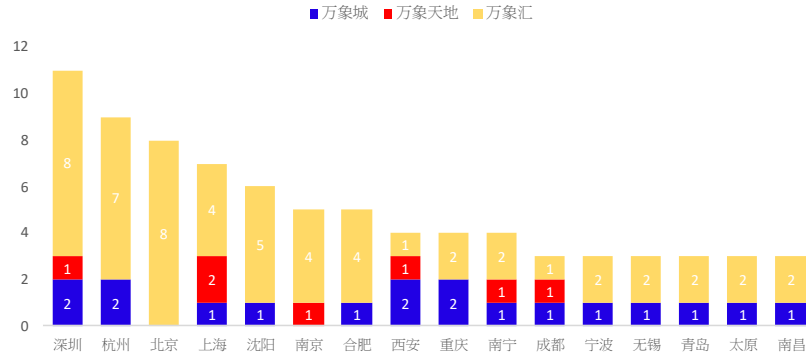
数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

地区布局上，公司坚持深耕重点城市，采用“一城一策”的拓展策略，制定轻重协调发展，布局一、二线城市的“多城多汇”，以万象城、汇、天地三大品牌继续全面拓展高端市场；以及二线或者其他省会城市的“一城多汇”城市布局规划，以万象城打造城市地标，再以不同定位的万象汇提供服务，积极参与城

2022-11-23

市更新项目和特色创新项目满足顾客需要。公司在一线、高能级二线城市的布局完善，深圳、杭州、北京、上海分别布局了11、9、8、7座购物中心，2022年上半年太原、成都、南昌、南宁、青岛5城新增进入“一城多汇”时代，累计16个城市实现“一城多汇”和“多城多汇”。

图 24：公司购物中心地区分布

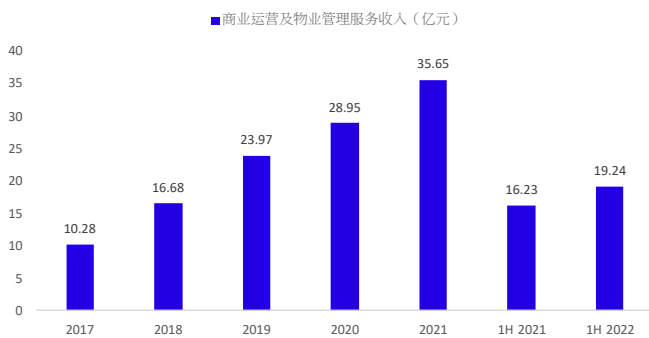


数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

### 2.3 运营能力优秀，有质有量的发展

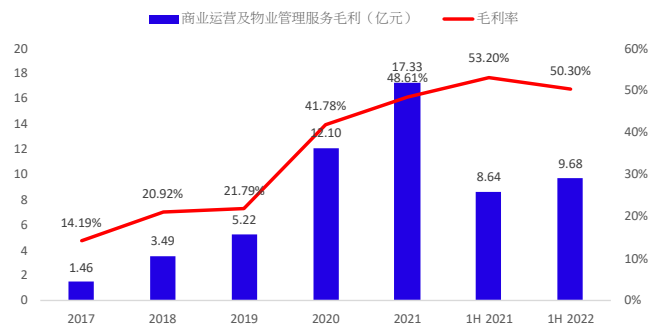
**收入规模扩大，同时毛利率上涨。**收入方面，公司商业营运及物业管理服务收入持续维持高速增长，由2017年的10.3亿元增长3.5倍至2021年的35.7亿元，5年复合增长率达28.3%，而且在疫情肆虐之下1H22同比仍然能保持接近两成的增长，可以归功于公司强大的运营能力，例如在管项目及面积持续增长，合作品牌日渐增加所致；毛利方面，公司的毛利增长更为出色，从2017年的1.5亿元增长11.9倍至2021年的17.3亿元，这亦有赖于毛利率的增长，正如上文所说，1H20/2H20公司分别开始就所提供的购物中心/写字楼商业运营服务进行收费，使商管的毛利率在2020年有爆炸性增长，其后公司在扩大商管规模的同时持续优化运营效率，1H22毛利率达50.3%，其中购物中心的毛利率高达61.6%。

图 25：商业运营及物业管理服务收入（亿元）



数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

图 26：商业运营及物业管理服务毛利（亿元）及毛利率

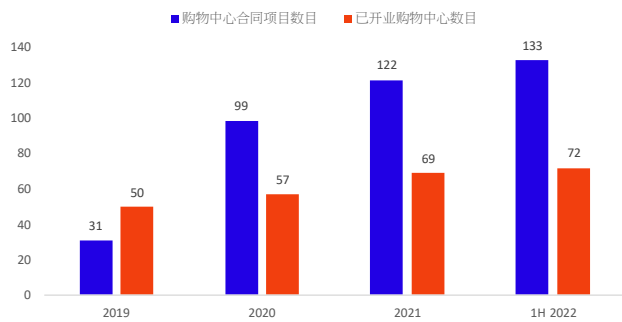


数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

2022-11-23

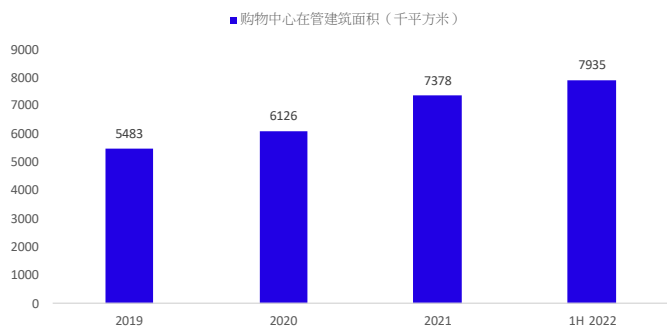
**商管项目的质与量双双提升。**公司持续扩大购物中心规模，合同数目由2019年的31个增加至1H22的133个，已开业的购物中心由50个增加至72个，购物中心在管面积亦由5.5百万平方米增至7.9百万平方米，分别增长329.0%/44.0%/44.7%；在量增长的同时，购物中心的质也在成长，重奢购物中心项目在1H22短短半年间大增3个，分别为武汉、海口及福州万象城（图18），重奢数目继续为行业之首。而且，公司1H22零售额排名当地市场第一/前三项目数量比2020年分别增加9/12个，零售额排名前三项目数量的市场占比亦增加16个百分点至83.8%，可见公司购物中心主导市场的地位。

图 27: 购物中心合同项目及已开业购物中心数目



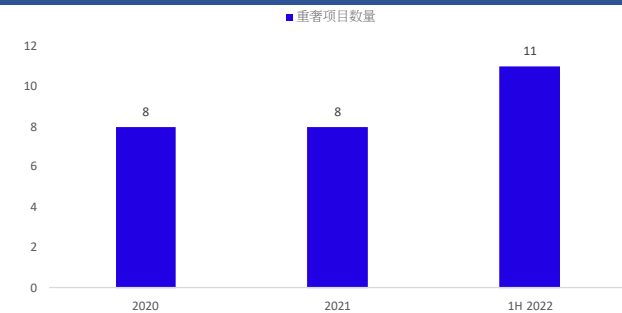
数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 28: 购物中心在管建筑面积 (千平方米)



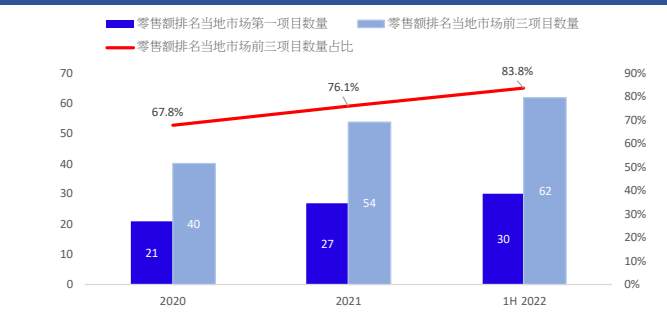
数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 29: 重奢购物中心项目数量



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 30: 购物中心零售额排名及占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

**外拓项目成未来发展一大亮点。**在背靠央企华润不断取得优质项目的同时，公司亦持续以轻资产模式输出业务发展第三方项目。公司在2021年开展商管轻资产拓展业务，首年先后在深圳、上海、杭州、沈阳等一二线城市获取11个优质的轻资产管理项目，运营能力得到第三方合作伙伴认可；1H22新签约的第三方购物中心项目有7个，总建筑面积达62万平方米，其中一、二线城市项目数量占比有80.0%，TOD项目占比82.8%。以1H22购物中心在管面积计算，公司的第三方占比现时只有大约10%，外拓效能仍然有广阔的优化空间，公司亦计划在“十四五”期间外拓购物中心数量达到50个。公司未来能够凭着领先市场的运营能力和品牌优势以轻资产模式持续外拓，第三方项目将有潜力成为公司商管项目的未来增长点。

2022-11-23

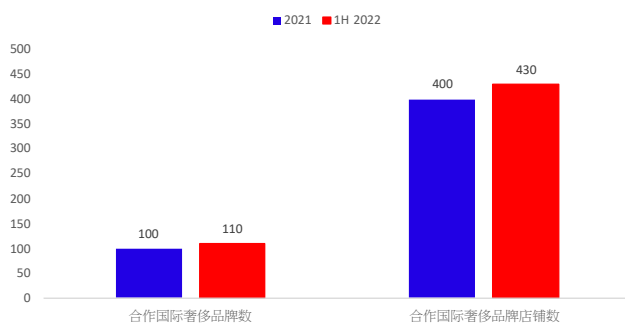
表 9: 1H22 新签约第三方项目

新签约第三方项目	
项目个数	7
总建筑面积 (万平方米)	62
单项目平均建筑面积 (万平方米)	8.8
TOD 项目数量占比	82.7%
一、二线城市项目数量占比	80.0%

数据来源: 公司官网, 恒大证券研究中心

**海量高端品牌带动运营效能。**公司拥有广泛、多元化的国内外品牌合作资源, 与近 5000 个国内外知名品牌达成战略合作, 其中因公司购物中心较高端的定位, 合作的 brand 中不乏名贵重奢品牌, 例如 LV、Gucci、Chanel 等, 1H22 合作的国际奢侈品牌数目达 110+, 店铺数目达 430+, 均较 2021 年增加并继续保持行业第一地位, 1H22 新开业重奢的福州万象城亦引入了 Cartier、Celine 等品牌。

图 31: 合作国际奢侈品牌及品牌店铺数



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 32: 与公司合作的主要重奢品牌

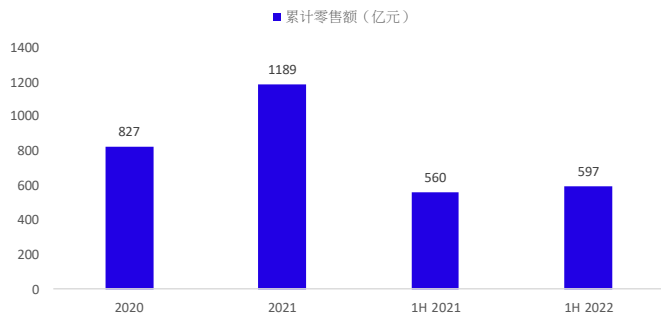


数据来源: 公开资料, 恒大证券研究中心

公司在管购物中心的运营效能亦能够受高端品牌阵容带动。公司在管购物中心 2021 年零售额首破十亿达 1189 亿元, 同比增长 43.8%, 其中多个万象城入选全国销售额前 50 位, 杭州/厦门/重庆万象城销售额同比增长达 56%/50%/47%。另外, 由于 1H22 疫情严重, 公司购物中心销售额曾经在 3/4 月出现负增长情况, 分别同比-11.0%/-17.4%, 但购物中心彰显强劲韧性马上回到正增长, 6 月同比增幅达 20.7%, 大幅跑赢社会消费品零售总额增速 17.6 个百分点, 1H22 零售额整体仍能保持增长势头, 同比增长 6.6%。同时, 公司的优质品牌组合彰显了抗风险能力, 1H22 购物中心平均出租率逆市增长 0.1 个百分点至 97% 的高水平位置; 还原租金减免影响后, 租金收入及经营利润率分别同比增长 16.7% 及 2.7%。

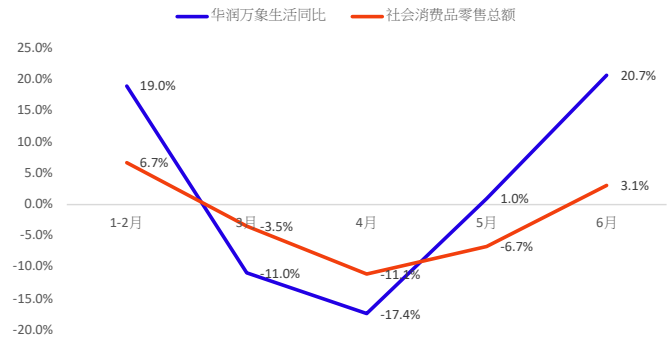
2022-11-23

图 33: 累计零售额 (亿元)



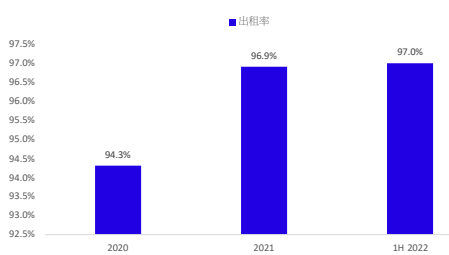
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 34: 1H22 零售额月度表现



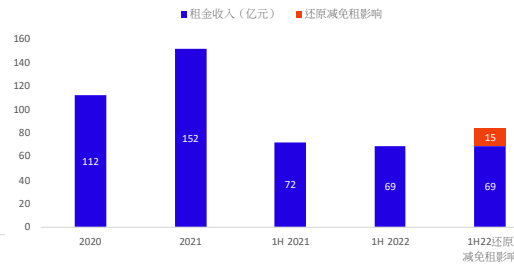
数据来源: 公开资料, 恒大证券研究中心

图 35: 购物中心出租率



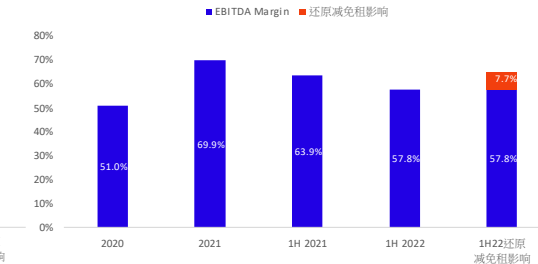
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 36: 购物中心租金收入



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 37: 购物中心 EBITDA Margin

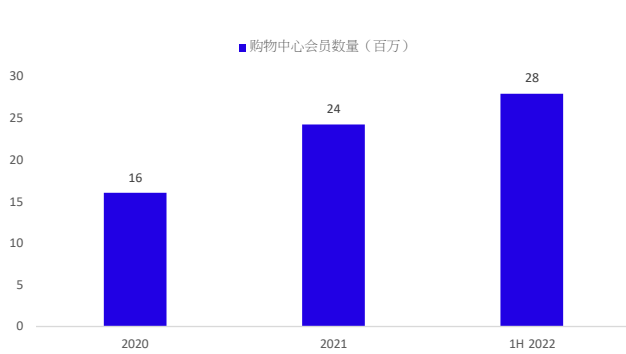


数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

会员系统释放价值, 数量、消费逆市增长。一点万象 APP 于 2016 年首次推出, 是公司提升消费者的购物体验而运营的官方在线客服服务平台, 平台具有线下找店、智能寻车缴费、自助积分、查询优惠活动及商品信息服务等核心功能, 一体化线上线下用户体验。同时, 公司亦能够透过平台数据更加了解消费者行为, 从而建议商户作出适当配合, 提升公司的运营实力。另外, 公司建立了全国统一的购物中心会员平台, 为会员提供了积分、优惠、商品兑换及其他会员权益。其中消费越多就能获得越高级的权益, 例如黑金卡 (最高等级) 会员可以私享黑金车区、专属客户经理一对一服务等独特体验, 大大提升会员购物体验: 持有黑金卡的优越感, 是其他定位较低端的购物中心没法取缔的体验。因此能够增加会员继续于华润购物中心消费以获取更高等级会员权益的倾向, 增加购物中心用户粘性, 并增强华润品牌的影响力。截至 1H22, 公司购物中心的会员数目达 2800 万, 较 2020 年提升 75%, 同时会员消费占比亦提高至 60%, 较 2020 年提升 12 个百分点, 领先的会员管理体系价值在逆市中进一步释放, 成为购物中心业绩“压舱石”。

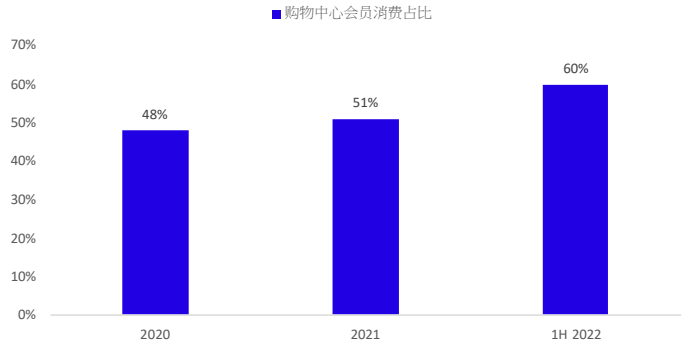
2022-11-23

图 38: 购物中心会员数量 (百万)



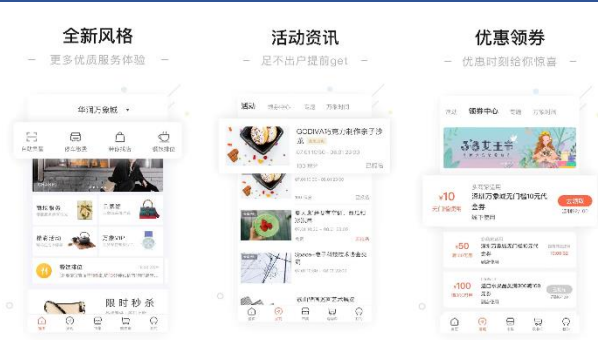
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 39: 购物中心会员消费占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 40: 一点万象 APP



数据来源: 公开资料, 恒大证券研究中心

图 41: 华润黑金卡会员专属权益



数据来源: 公开资料, 恒大证券研究中心

## 2.4 写字楼商管规模效率逆市增长

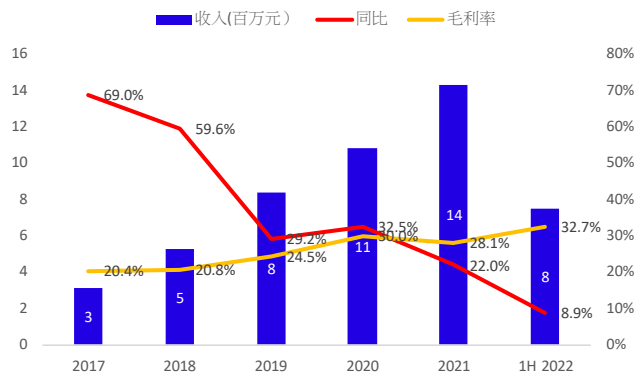
公司亦为写字楼提供商业运营及物管服务, 其中物管服务包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护等; 2020 年开始经营的商管服务提供包括招商服务、资产管理与运营服务及开业筹备服务。

**运营规模持续增长, 奠定增长基础。**截至 1H22, 公司写字楼收入达 8 亿元, 同比上升 8.9%, 2017-2021 年 5 年复合增长率达 35.8%, 毛利率亦随年攀升达到 32.7% 的高位; 写字楼的合约/在管面积达 11.3/8.7 百万平方米, 较 2020 年提升 54.8%/52.6%; 写字楼物业在管项目达 128 个, 其中为 24 个项目提供运营管理服务, 在管项目较 2020 年提升 54 个。

**运营效率逆市提升。**写字楼运营能力行业领先, 截至 2021 年, 写字楼项目 100% 位于一、二线城市, 服务企业数量达 1200+, 其中全球 500 强企业数量占 110+ 家, 年内客户满意度亦达到 99.3% 的高水平。出租率方面, 在 1H22 全国写字楼空置率持续走高的背景下, 公司在管写字楼出租率逆市提升至 83.5%, 较 2020 年大幅提升 12.2 个百分点。

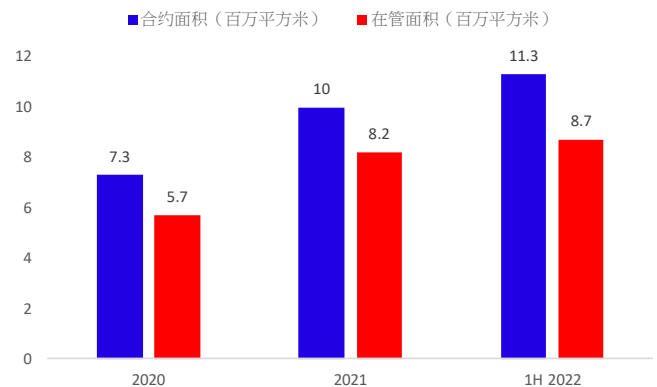
2022-11-23

图 42: 写字楼收入、同比、毛利率



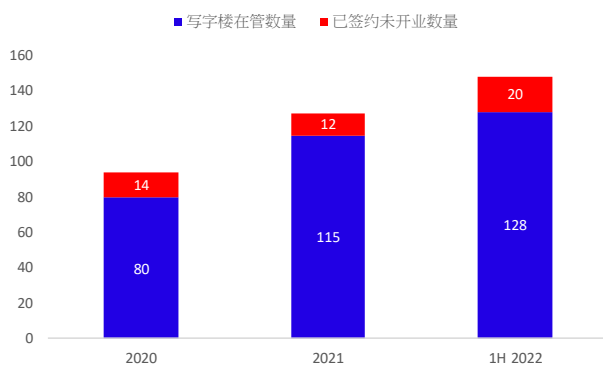
数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 43: 写字楼合约、在管面积



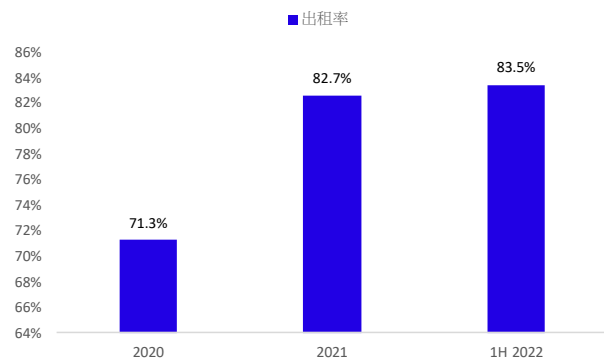
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 44: 写字楼在管项目数量



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 45: 写字楼出租率



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

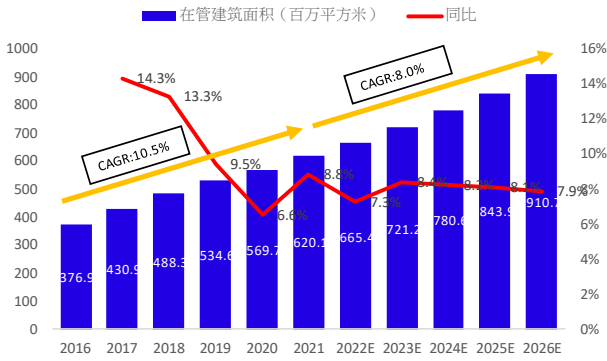
## 2.5 商管行业未来发展空间广阔

根据弗若斯特沙利文, 2016-2021 年购物中心运营服务市场在管总建筑面积由 376.9 百万平方米增至 620.1 百万平方米, 5 年复合年增长率为 10.5%, 2026 年在管总建筑面积预期将达到 910.7 百万平方米, 5 年复合年增长率为 8.0%; 2016-2021 年中国购物中心运营服务提供商总收入由人民币 1,187 亿元增至人民币 2,151 亿元, 5 年复合年增长率为 12.6%, 2026 年总收入预期将达到人民币 3,369 亿元, 2021 年至 2026 年的复合年增长率为 9.4%。而且, 中国人均可支配收入及消费支出不断上升, 但人均支出水平目前仍然处于全球主要国家较低位置, 未来消费水平的持续提升将能够成为购物中心新增量的推动力。由此可见, 未来市场仍然具有空间给予优秀的商管公司, 预期随着购物中心密度提升, 竞争将会愈渐激烈, 看好作为市场头部、拥有专业品牌形象的公司能够持续以优秀的全链条商业运营能力和丰富的高端品牌组合优势扩大商业管理规模, 抢占市场份额。



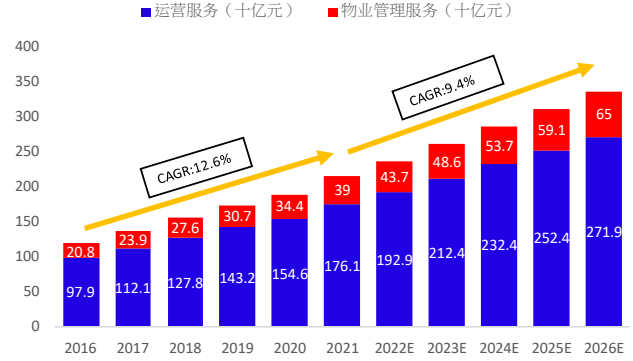
2022-11-23

图 46: 2016 年至 2026 年 (估计) 中国购物中心运营服务市场在管总建筑面积



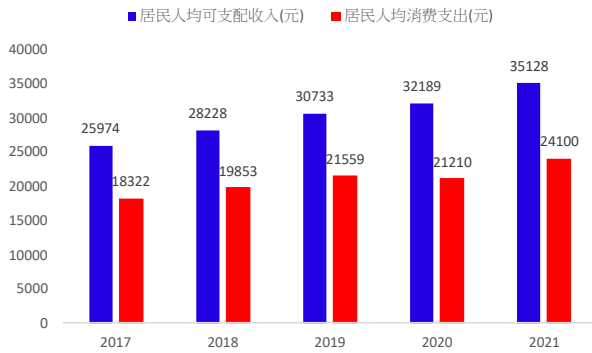
数据来源: 中国国家统计局, 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

图 47: 2016 年至 2026 年 (估计) 中国购物中心运营服务提供商总收入



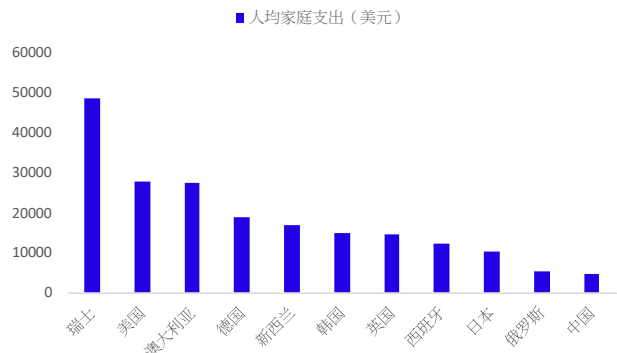
数据来源: 中国国家统计局, 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

图 48: 中国居民人均可支配收入及消费支出



数据来源: 中国国家统计局, 恒大证券研究中心

图 49: 各国每年人均家庭支出

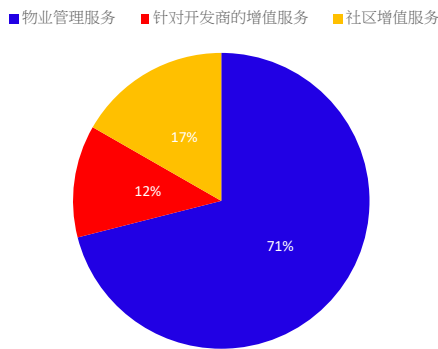


数据来源: CEIC, 恒大证券研究中心

### 3 两大板块之二：住宅物业管理服务

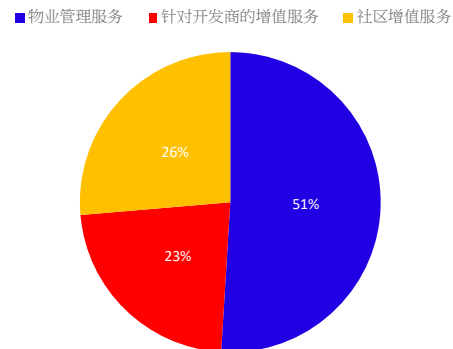
接着我们分析住宅物管业务。公司住宅物业管理服务（住宅物管）1H22 总收入为 33.5 亿元，同比增长 40.2%，2017-2021 年 5 年复合增长率达 20.4%。公司住宅物管业务主要分成 3 个部分：1) 基础物业管理服务、2) 针对开发商的增值服务、3) 社区增值服务。1H22 物业管理服务/针对开发商的增值服务/社区增值服务分别占住宅物管收入的 71%/12%/17%；占毛利的 51%/23%/26%。可见物业管理服务收入贡献明显较多，是住宅物管业务收入的压舱石；从毛利角度看，增值服务毛利率较高因此毛利贡献比收入的多，且未来仍有较大发展空间（见 3.3 部分）。

图 50：住宅物管 3 大业务板块 1H22 收入占比



数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

图 51：住宅物管 3 大业务板块 1H22 毛利占比



数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

#### 3.1 收入毛利持续增长，高品质基础物管服务受客户认同

**收入毛利稳定增长。**公司住宅物管 1H22 收入达 34 亿元，同比增长 40.2%，占公司收入的 63.6%，2017-2021 年 5 年复合增长率为 18.0%，2020 年增速较慢主要因为初次受到疫情影响，及后 2021 年及 1H22 恢复近四成增长，住宅物管收入持续上升主要由于在管面积不断增加（见 3.2 部分）。同时，公司毛利 1H22 毛利达 7 亿元，同比上升 64.2%，2017-2021 年 5 年复合增长率达 31.4%，毛利持续上升主要由于收入上升以及毛利率不断改善，毛利率由 2017 年的 12.4% 提升近 10 个百分点至 1H22 的 21.0%。

图 52：住宅物管收入（亿元）及同比

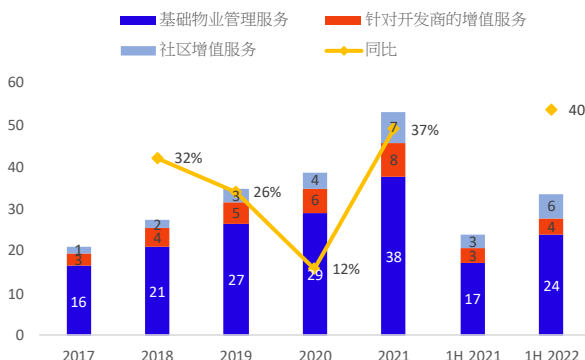
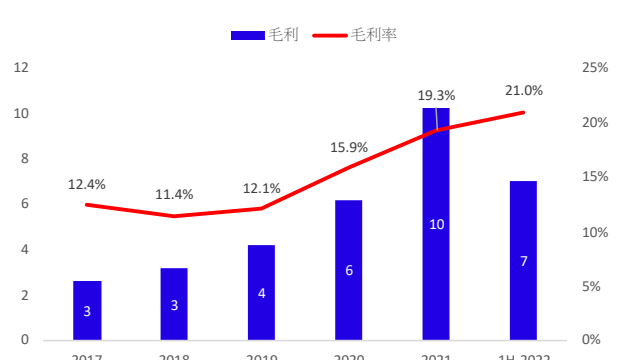


图 53：住宅物管毛利（亿元）及毛利率



2022-11-23

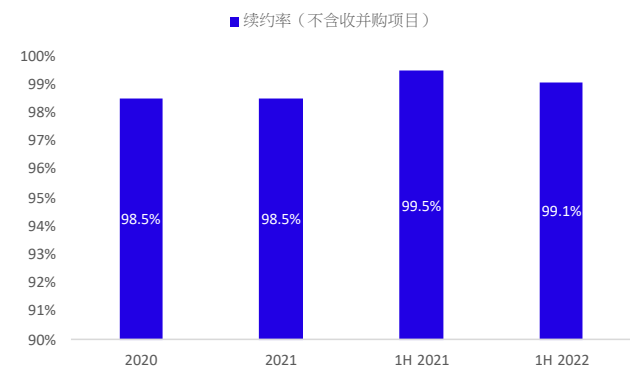
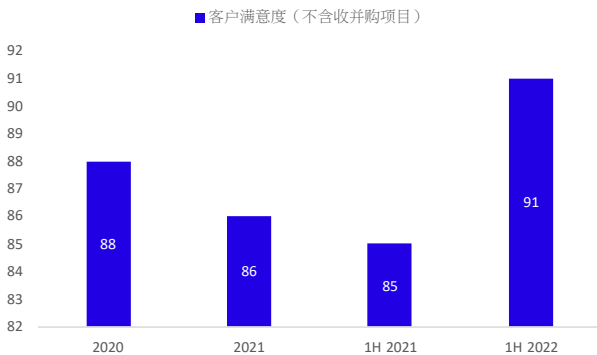
数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

**高品质基础物管服务备受认同。**在基础物业管理服务而言，公司的基础物管服务主要为提供秩序维护、清洁及绿化、维修及养护等服务。公司持续提供高品质的物业管理服务，推动各个效率指标全方位提升，1H22 公司基础物业管理服务的客户满意度达 91，为近年最高，保持行业领先水平；续约率 99.1%，维持高位水平；中期收缴率同期提升 0.7 个百分点至 84.4%。优秀的客户满意度、续约率及收缴率等持续推动业务毛利率上升，1H22 基础物业管理服务的毛利率同比提升 2.9 个百分点至 16.2%，较 2020 年提升了近 4 个百分点，助力推动住宅物管板块毛利率上升。

图 54：物业管理服务客户满意度

图 55：物业管理服务续约率

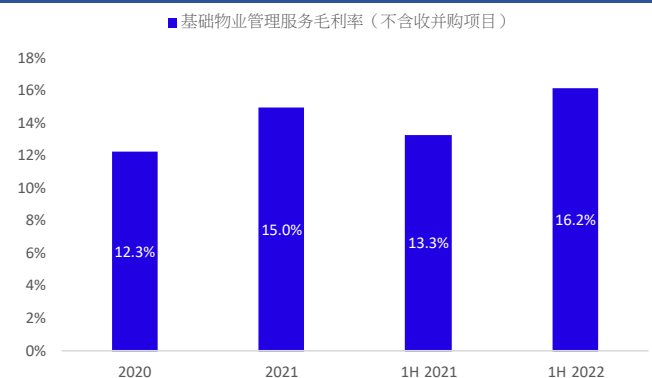
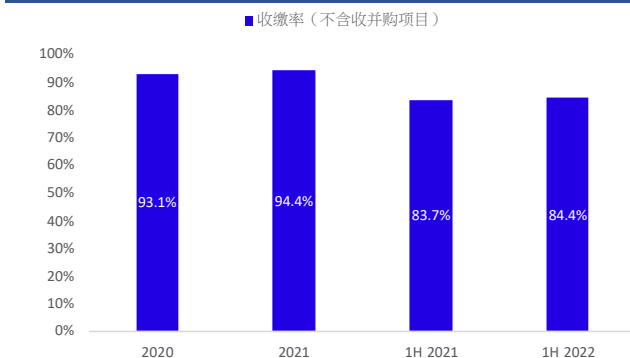


数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

图 56：物业管理服务收缴率

图 57：物业管理服务毛利率



数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

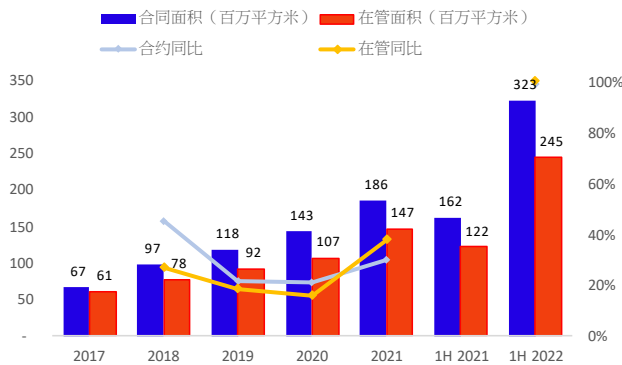
数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

### 3.2 内生外延推动规模持续增长

**管理规模稳定增长，合同在管比持续优化。**截至 1H22，公司合同面积为 323 百万平方米，同比增长 99.4%，2017-2021 年 5 年复合增长率为 22.7%；在管面积为 245 百万平方米，同比增长 100.8%，2017-2021 年 5 年复合增长率为 19.1%，公司的规模持续增长，而且 1H22 合同在管面积比达 1.32 倍，绝对值较 2017 年增长 0.23，储备面积稳步上升。

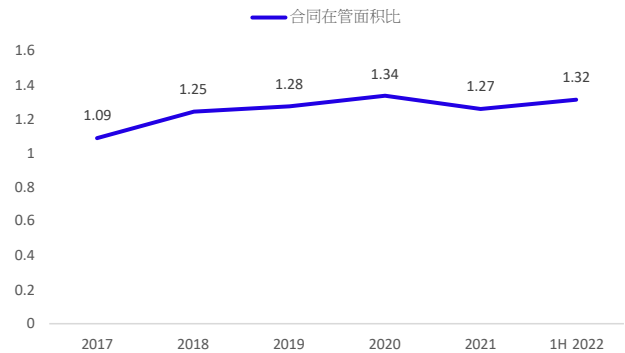
2022-11-23

图 58: 基础物管合同在管面积



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 59: 基础物管合同在管面积比

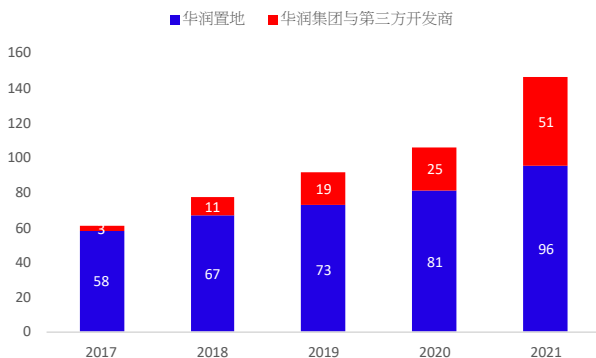


数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

母公司华润置地为稳重基石。公司收入的持续增长有赖在管规模的增加, 而在管规模的增加多年来主要归功于公司母公司华润集团和华润置地开发物业的支持, 1H22 以前公司基础物管在管面积和收入主要来至华润置地, 2021 年基础物管在管面积/收入占比达 65%/75%。

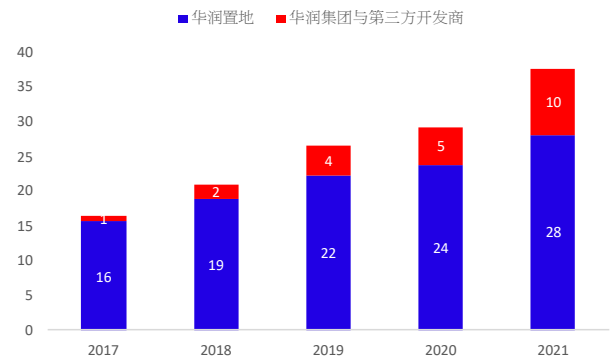
公司母公司华润置地是《财富》“世界 500 强”华润集团旗下负责城市建设运营的业务单元, 为中国行业领先的的城市投资开发运营商, 2017-2021 年销售面积由 10.2 百万平方米增加至 17.6 百万平方米, 5 年复合增长率为 11.5%, 同时总土地储备面积同期由 59.6 百万平方米增加至 68.7 百万平方米, 土地储备保持丰厚。另外, 华润置地销售数据长年于中国名列前茅, 2022 年 1-9 月销售额达 2021 亿元, 位列中指研究院排名中国房地产企业销售业绩排行榜第五名, 较 2020/2021 年上升 2/1 位。近年排名持续上升一定程度反映在中国房地产行业‘房住不炒’的背景下, 民营房企高杠杆不再并且出现资金问题, 图 60 可见 1H22 华润置地 3.8% 的平均融资成本同样在行业中名列前茅, 并显著低于民企水平。可见作为央企的华润置地拥有极具竞争力的融资成本优势, 能够持续稳健发展开发物业业务, 不断支持公司的住宅物管的物业, 在过去和将来都是公司住宅物管的稳重基石。

图 60: 基础物管在管面积分布 (百万平方米)



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 61: 基础物管收入分布 (亿元)



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

2022-11-23

图 62: 华润置地销售、土储面积 (百万平方米)

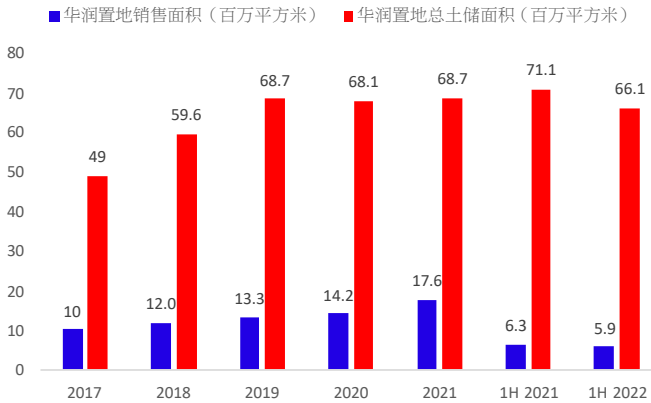
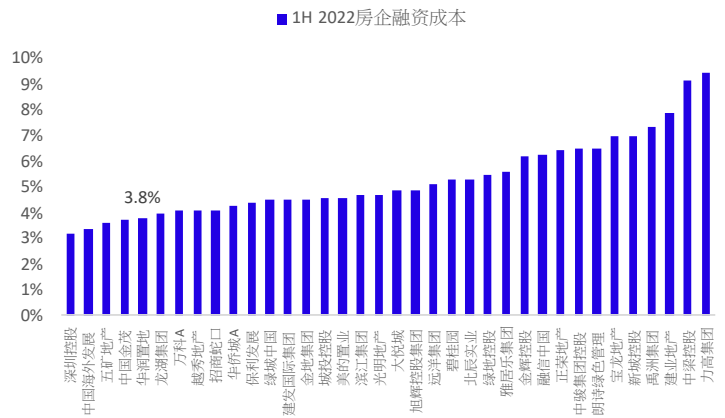


图 63: 1H22 房企融资成本



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 亿翰智库, 恒大证券研究中心

**第三方持续外拓成新增长点。**公司充分利用自身品牌、全业态以及运营能力强大的优势持续对外拓展, 公司基础物管来至第三方(非华润置地)的在管面积由 2017 年的 5% 占比提升到 1H22 的 59%, 第三方在管面积占比突破五成; 基础物管来至第三方(非华润置地)的收入由 2017 年的 5% 占比提升到 1H22 的 36%, 第三方收入贡献持续上升。另外, 1H22 年内新增第三方合约面积 1.32 亿平方米, 同比增长大增 650.1%, 收并购、合资合作及竞标直拓全渠道均有斩获, 其中并购项目占比 83%, 公司 1H22 收购禹洲物业、江苏中南、四川九州, 成为新增第三方面积的主要来源。然而, 以在管面积计算, 物管行业龙头包括碧桂园服务及万物云的在管面积达 8.4 亿及 6.7 亿平方米, 公司目前 2.5 亿的在管面积与行业第一梯队尚有改善空间, 管理层亦订立了十四五期间在管面积达到 4 亿平方米的目标。在达成 4 亿平方米的过程中, 预计持续优质收并购成将能够成为有效手段之一, 尤其在一些民企遇到资金压力而放慢收并购的步伐的情况之, 身为央企财务较稳健的公司预计未来将会有更多收并购机会。

图 64: 基础物管在管面积分布占比

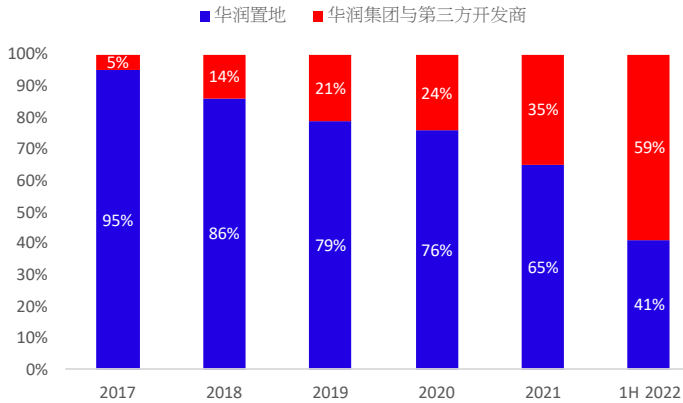
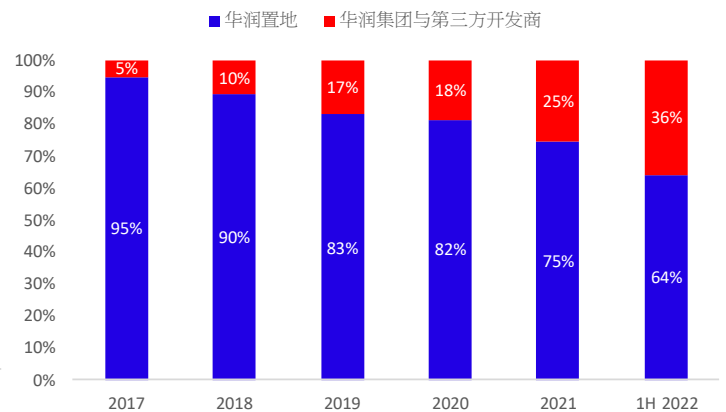


图 65: 基础物管收入分布占比

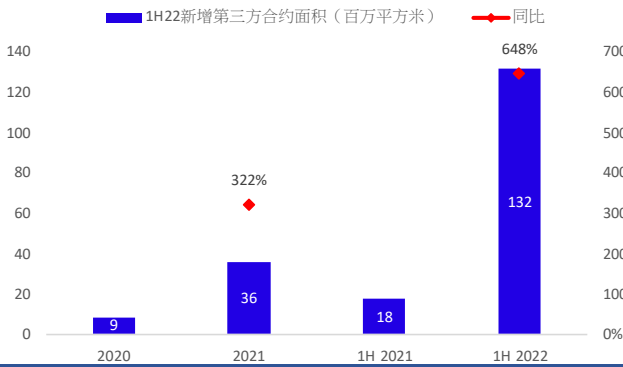


数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

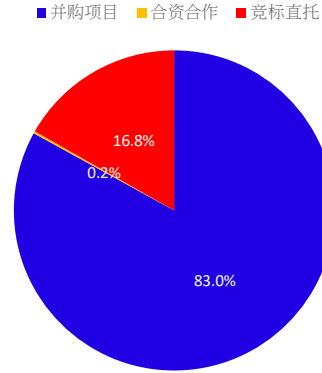
2022-11-23

图 66: 1H22 新增第三方合约面积及同比



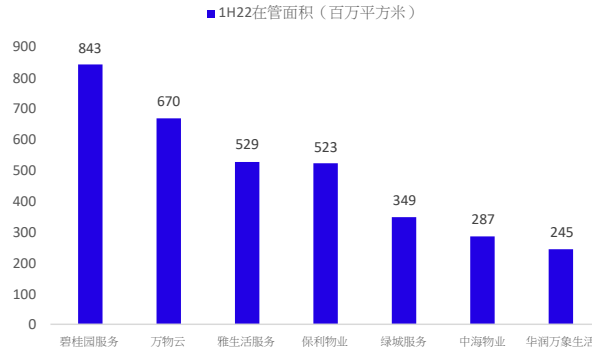
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 67: 1H22 新增第三方合约面积来源



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

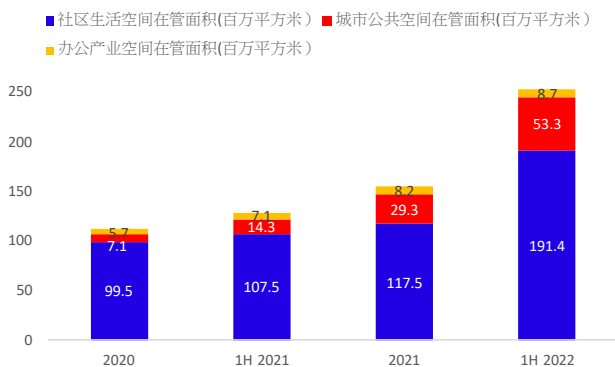
图 68: 龙头物企 1H22 在管面积 (百万平方米)



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心, 万物云数据截至 22Q1

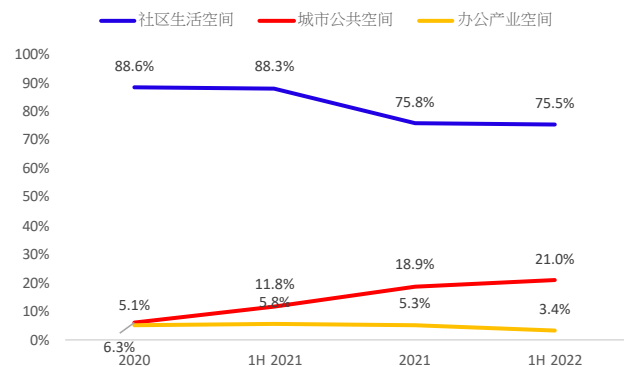
**重点发力城市公共空间业务。**公司在 2020 年开始进军城市服务, 为 2021 年推出的全新物管品牌“万象服务”3 大业务之一, 城市公共空间包含市政管道、交通枢纽、文体场馆、公共水域绿地等空间。1H22 城市公共空间在管面积达 53 百万平方米, 同比大增 273%, 占总在管面积比亦提升约 10 个百分点至 21%。1H22 期内公司获取以深圳罗湖区南湖街道、笋岗街道“物管城市”服务项目、潍坊市奎文区环卫项目等为代表的 35 个城市空间项目, 年化合同金额达 2.56 亿元, 加速向「城市空间运营服务商」转型。

图 69: 公司分业态在管面积



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 70: 公司分业态在管面积占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

2022-11-23

图 71: ‘万象生活’ 物管品牌



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 72: 公司城市空间项目 - 成都驛馬河公園



数据来源: 公司微信号, 恒大证券研究中心

### 3.3 增值服务具有发挥空间

住宅物管板块中, 除了基础物业管理之外, 公司还提供增值服务, 服务对象服务非业主 (针对开发商的增值服务) 以及业主 (社区增值服务)。针对开发商的增值服务有三大类: 1) 顾问服务、2) 前期筹备服务、3) 交付前营销配合服务; 社区增值服务有两大类: 1) 社区生活服务、2) 经纪及资产服务。

表 10: 公司增值业务模式

服务	客户	收费方式	内容
<b>针对开发商的增值服务</b>			
顾问服务	非业主	包干制或固定费率	为物业开发商提供顾问服务, 包括安装公共设施和设备、服务质量控制及提供物联网智能化物业管理等提供意见, 以优化物业设计和促进日常物业管理服务以解决彼等于物业开发早期阶段的任何需求。
前期筹备服务	非业主	包干制或固定费率	在开始提供物业管理服务之前会参与物业的前期筹备工作, 包括组织施工现场的监督, 辅助项目准备, 协调项目的交接工作。
交付前营销配合服务	非业主	酬金制	协助物业开发商于物业销售地点及展示单位的销售及市场推广活动, 提供接待访客、清洁、泊车、秩序维护、维修及其他客户服务等各种服务。向潜在物业买家创造良好品牌形象。
<b>社区增值服务</b>			
社区生活服务	业主	固定费用或按相关服务收入特定百分比收取费用	<p><b>公共空间服务:</b> 在业主同意下获授权代表业主经营及出租公共空间 (例如广告位) 而收取服务费, 亦利用所管理小区的公共空间 (例如户外公共场地) 组织文化活动并收取企业赞助费。</p> <p><b>装修服务:</b> 为业主及住户提供装修服务, 包括新单位的全屋装修、家具宅配及旧单位的翻新装修。公司一般与第三方商家合作, 收取定额或上述服务收入特定百分比金额作为服务费。</p> <p><b>其他社区服务:</b> 提供其他小区服务, 包括通过「悦家」移动应用程序和会员计划提供零售及家居送货服务, 并经营小区会所, 为住户提供社交、娱乐与运动的便利。</p>
经纪及资产服务	业主/非业主	佣金或	二手房销售、新单位销售及房屋租赁的经纪服务; 主要包括在公司所管理小区刊登物业广告、房屋信息咨询服务及协助租赁谈判与备案。

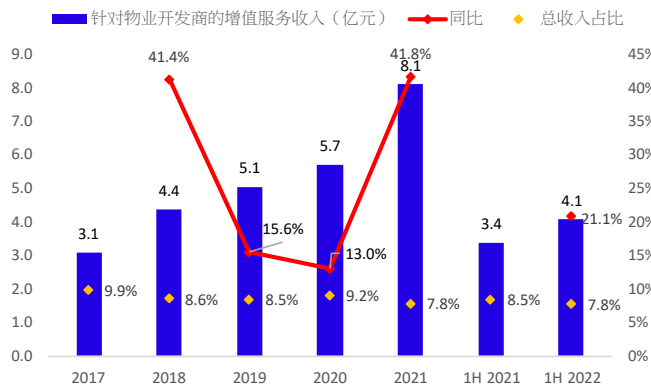
2022-11-23

	<p>通过赚取 转租或转 卖的差价 作为收入</p>	<p>资产运营及投资等资产相关服务： 协助物业开发商物色有意买家，并转让停车位、储物室及单位等物业所有权或使用权予该等买家； 购入物业（主要为停车场）并提供必要的运营及管理服务，然后转售予业主或住户； 为业主或物业开发商委托的空置房单位提供管理或分租服务。</p>
--	--	--

数据来源：公司招股书，恒大证券研究中心

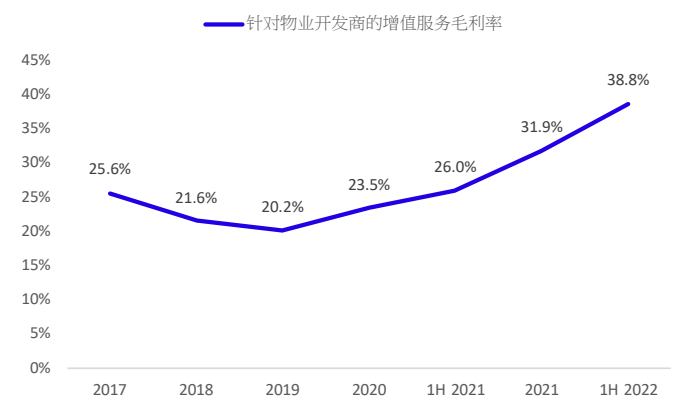
**针对开发商的增值服务：房地产下行更显背靠央企优势。**截至1H22，公司针对开发商的增值服务收入为4.1亿元，同比增长21.1%，占住宅物管收入的12.3%，占公司总收入的7.8%，1H22的增长主要来自收并购公司财务并表所带来的增量，该业务2017-2021年5年复合增长率为21.3%。另外，非业主增值服务（即公司的针对开发商的增值服务）是传统的母公司支持项目，受房地产行业调整影响，1H22部分物企的非业主增值服务因回款困难等因素放慢增长，甚至出现倒退，公司保持21%的增速高于行业平均水平。同时，公司该业务毛利率1H22达38.8%，同比大幅提升12.8个百分点，为历年新高，增幅亦为行业之最。可见在房地产销售下行、物企关连方流动性压力等因素影响的行业背景之下，部分物企因为母公司资金问题而使非业主增值服务出现不同程度的下降，公司拥有背靠经营稳健央企的绝对优势，持续受母公司支持，预期该业务未来将继续随母公司华润置地稳健发展。

图 73：针对开发商的增值服务、同比、占比



数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

图 74：针对开发商的增值服务毛利率

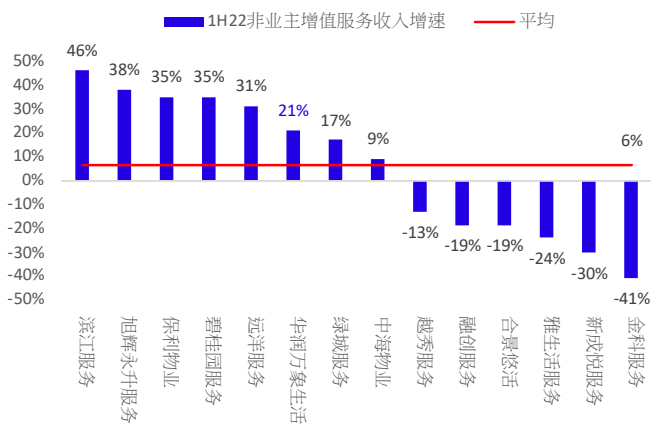


数据来源：公司年报，恒大证券研究中心



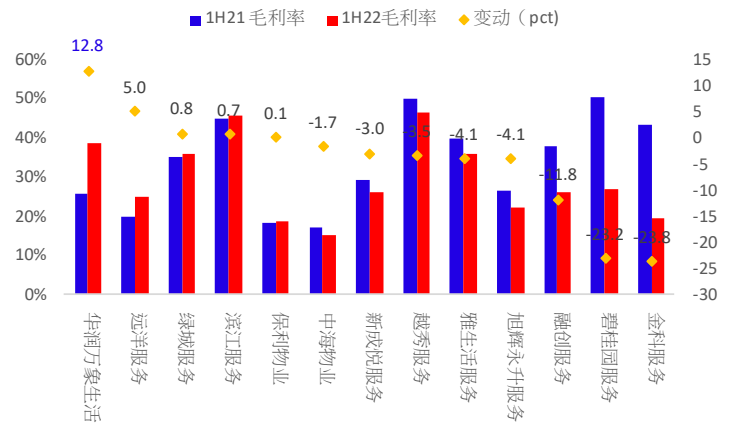
2022-11-23

图 75: 1H22 主要物企非业主增值服务增速



数据来源: 公司年报, 彭博, 恒大证券研究中心

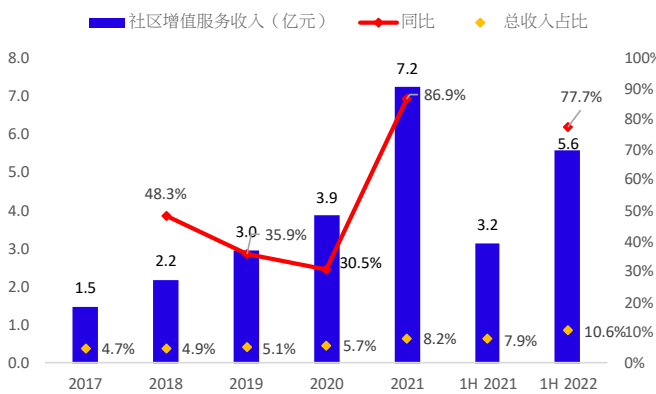
图 76: 1H21/22 主要物企非业主增值服务毛利率及变动



数据来源: 公司年报, 彭博, 恒大证券研究中心

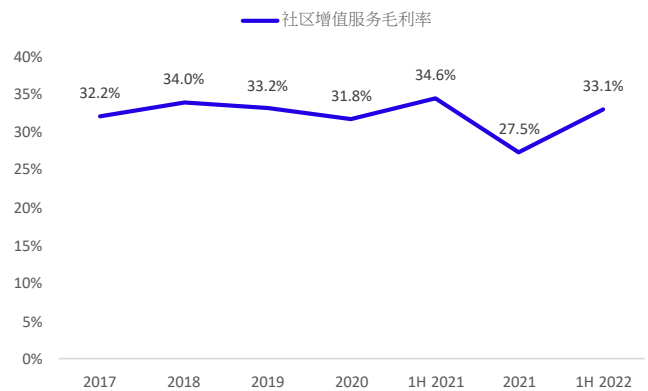
**社区增值服务: 实现高增长, 提升空间仍然广阔。**截至 1H22, 公司社区增值服务收入为 5.6 亿元, 同比增长 77.7%, 占住宅物管收入的 16.7%, 占公司总收入的 10.6%, 该业务 2017-2021 年 5 年复合增长率为 37.5%, 毛利率亦达稳定在 30% 以上。公司聚焦于社区增值服务五大业务板块 (一米租售、懒人装修、一呼管家、润物直选、芝麻空间), 持续推进标准化产品包开发及线上线下业务融合, 实现细分赛道高速增长, 其中 1H22 懒人装修、一呼管家、润物直选 1H22 同比增长均超过 100%。虽然公司社区增值服务能够维持高增长, 在横向对比下, 1H22 物管行业社区增值服务占总收入前三位新城悦服务、越秀服务、保利物业, 分别占比 25.3%、22.4%、21.7%, 公司 10.6% 的占比低于行业 15.0% 的平均, 位于行业中下游, 与头部尚有一定的距离, 公司社区增值服务具有较大提升空间。预计公司社区增值服务能够持续受益于公司在管规模持续增加而保持高增长, 持续提升收入贡献。

图 77: 社区增值服务、同比、占比



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

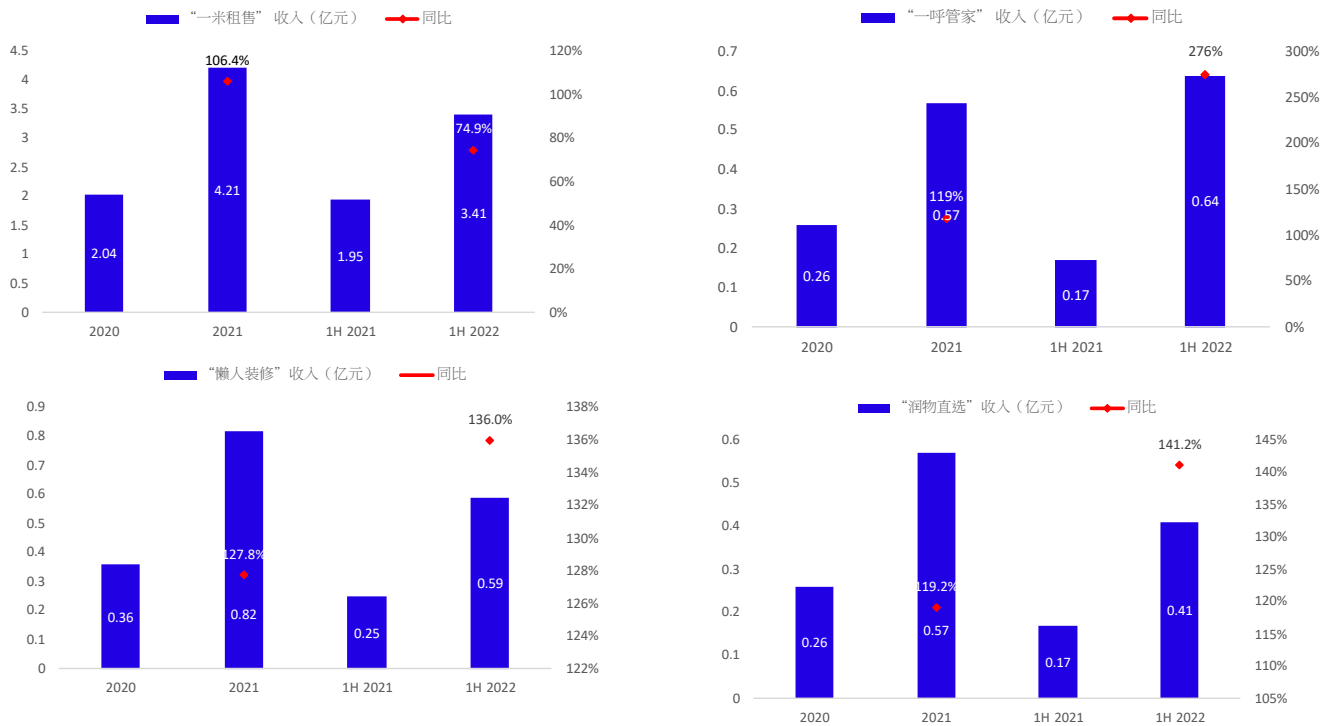
图 78: 社区增值服务毛利率



数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

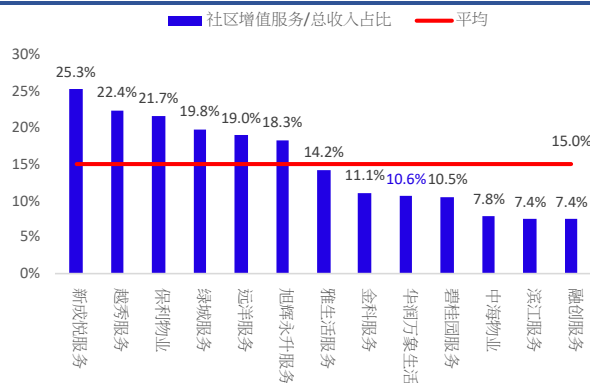
2022-11-23

图 79: 社区增值服务细分业务板块收入及同比



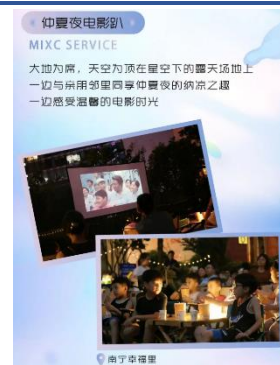
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 80: 主要物企社区增值服务/总收入占比



数据来源: 公司年报, 彭博, 恒大证券研究中心

图 81: 社区增值服务 - 仲夏夜电影趴



数据来源: 公司微信公众号, 恒大证券研究中心

### 3.4 发展规模受益于行业集中度提升

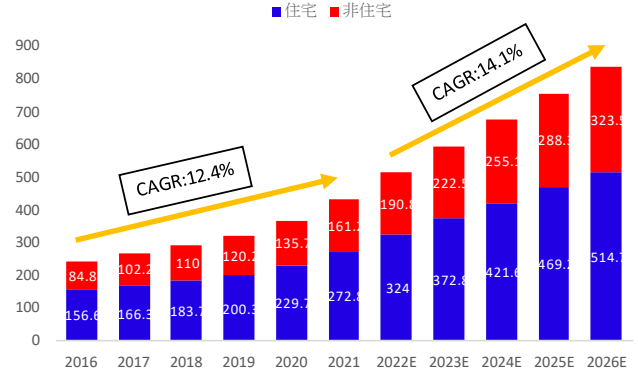
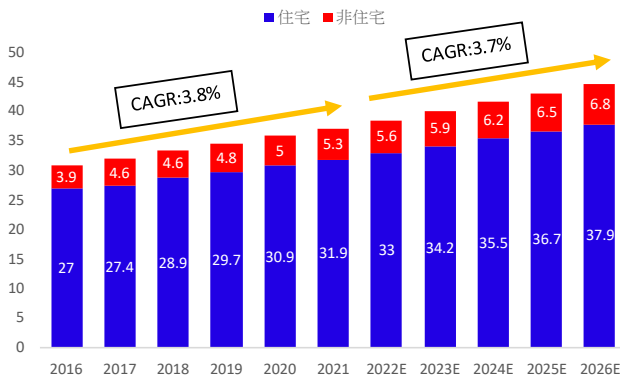
物管市场仍有发展空间。根据弗若斯特沙利文, 中国物业管理服务公司在管总建筑面积由 2016 年的 309 亿平方米增加至 2021 年的 372 亿平方米, 复合年增长率为 3.8%, 于 2026 年, 预期在管总建筑面积将达到 447 亿平方米, 2021 年至 2026 年的复合年增长率为 3.7%, 其中住宅物业的在管总建筑面积于 2026 年达到 379 亿平方米, 5 年复合年增长率为 3.5%; 同时, 中国物业管理服务公司 2016 年至 2021 年总收益由 2,414 亿元增加至 4,340 亿元, 复合年增长率为 12.4%。于 2026 年, 预期物业管理服务的总收益将

2022-11-23

达 8,382 亿元，2021 年至 2026 年的复合年增长率为 14.1%，其中住宅物业的总收益于 2026 年达到 5147 亿元，5 年复合年增长率达 13.5%。

图 82: 物业管理服务公司的在管总建筑面积 (中国), 2016 年至 2026 年估计

图 83: 物业管理服务公司的总收益 (中国), 2016 年至 2026 年估计



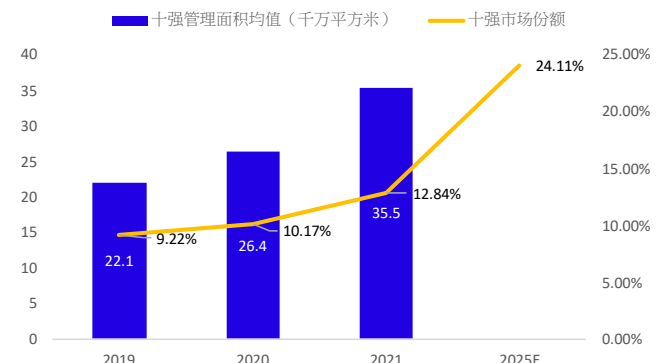
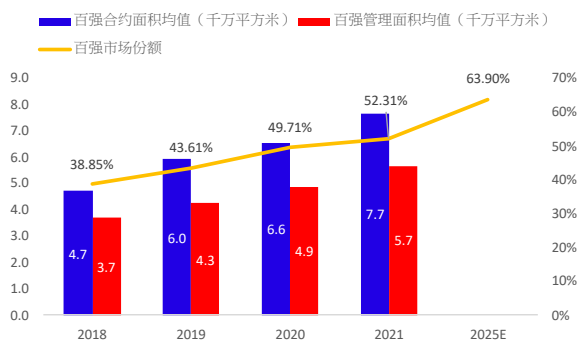
数据来源: 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

数据来源: 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

同时，行业集中度不断提升。根据中指研究院《2022 中国物业服务百强企业研究报告》，2021 年百强物企管理面积均值突破 5 千万平方米达 5.7 千万平方米，同比增长 16.67%，百强市场份额亦由 2018 年的 38.85%，上升至 2021 年过半数的 52.31%，预计 2025 年百强份额将达 63.90%。而且，行业的头部效应愈渐明显，2021 年十强物企的管理面积为 35.5 千万平方米，是百强物企的 6.2 倍，十强市场份额亦在 2021 年达到 12.84%，较 2019 年提升 3.62 个百分点，预计十强份额 2025 年将会翻倍提升到 24.11%。公司在 2019 年按收入划分的中国物业管理服务市场中的第五大物企，市场份额 1.8%，作为头部企业之一，预计公司将会受惠于不断提升的行业集中度，持续提升市场份额。

图 84: 百强物企合约、管理面积及市场份额

图 85: 十强物企管理面积及市场份额



数据来源: 中指研究院, 恒大证券研究中心

数据来源: 中指研究院, 恒大证券研究中心

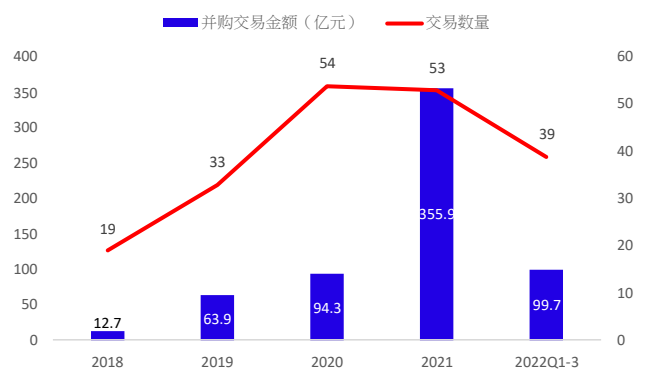
房地产行业的出清进一步推动物企行业集中度。房地产行业踏入调整周期，不少物企的母公司房企遇上资金问题，资金压力较大的房企可能将旗下物企出售，背靠稳健央企、现金水平充足（图 11）的公司可以把握收并购机

2022-11-23

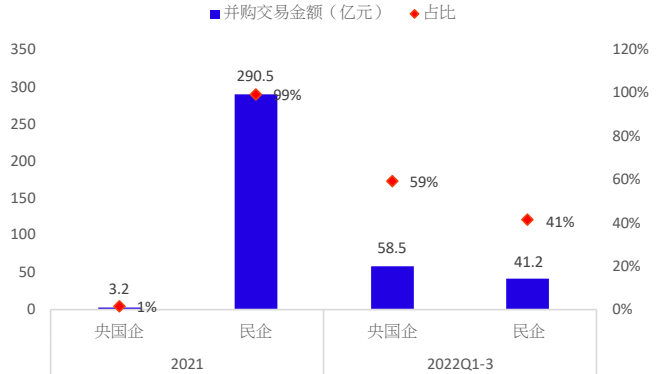
会。据统计，2022年前三季度并购交易金额为99.7亿元，其中公司连续并购禹洲物业、中南服务、九洲物业、祥生物业（9月公布），公司年初至今并购金额逼近46亿元，金额占并购市场总额近半。同时，从披露并购交易金额来看，2021年全年央国企披露并购交易金额仅3.2亿元，占比1%，数据在2022年前三季度大幅提升至58.5亿元，央国企披露并购交易金额占比近6成。由此可见，房地产行业的出清能够进一步推动物企的行业集中度，有利身为头部企业、背靠稳健央企的公司持续扩大规模。

图 86: 物企披露并购交易金额及数量

图 87: 物企披露并购交易金额及占比



数据来源: 公司年报, 克而瑞物管, 恒大证券研究中心



数据来源: 公司年报, 克而瑞物管, 恒大证券研究中心

表 11: 公司 2022 年已公布的并购内容

公布日期	并购目标	金额 (亿元)	目标公司简介及并购理由
2022/1/5	禹洲物业	10.58	目标集团于中国福建省、安徽省及浙江省拥有多项物业管理项目。董事会相信，收购事项将扩大集团的服务范围，加强集团于上述地区的物业管理组合，并透过提供更多物业管理服务获得额外收入来源。董事会认为，收购事项可透过结合目标的现有实力及经验与集团的业务产生协同效应。
2022/1/20	中南服务	24.85	目标集团于中国江苏省、山东省、浙江省及四川省等多个地区合计拥有 5,147 万平方米的在管面积，合约面积和在途面积共计 3,941 万平方米，预计五年内在管面积将达到 9,000 万平方米以上。董事会相信，收购事项将增加集团在上述地区的管理浓度，提高市场影响力，提升本集团区域协同价值。目标公司基于框架协议可使本集团享有框架协议项下目标公司物业管理项目的经济效益。
2022/9/28	祥生物业	10.37	目标集团于中国浙江省、安徽省及江苏省等多个地区分别拥有逾 23.5 百万、14.8 百万、1.1 百万平方米的在管面积、合约面积以及在途面积。董事会相信，收购事项将增加集团在上述地区的管理浓度，提高市场影响力，扩大服务范围，提升本集团区域协同价值。透过股权转让协议及框架协议，目标公司可使本集团享有股权转让协议及框架协议项下目标公司物业管理项目的经济效益。

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

盈利预测基于 3 大假设：

- 1) 物业管理行业不会发生重大结构性改变，国家继续推动‘放管服’，物业管理行业发展空间广阔；
- 2) 房地产行业逐渐停止下行并且一定程度回暖，母公司华润置地项目供应稳定；
- 3) 新冠疫情能够受控，对中国经济影响逐步减退，

预计公司 2022/23/24 年总收入为 125/171/222 亿元，同比增长

41.12%/37.14%/29.27%，毛利率为/31.50%/31.10%/31.06%，2 大业务板块盈利预测如下：

#### 住宅物业管理服务：

住宅物管分为 3 大板块：基础物管服务、针对开发商的增值服务、社区增值服务。预计基础物管服务能够受益于母公司华润置地的支持，以及公司持续的积极外拓，尤其在一些民企遇到资金困难时，身为稳健央企的公司能够抢占优质项目，手头充足的现金水平亦有助收并购，住宅物管规模将持续增长，保持较高的收入增速；预计针对开发商的增值服务会受房地产整体下行影响，增速将会下降，但公司拥有背靠稳健央企的优势，该业务仍然能够稳健增长；预计社区增值服务发展潜力十足，公司将继续拓展及深化各项社区增值服务，该业务将能够持续维持高增长。预计住宅物管 2022/23/24 收入增速将为

52.66%/44.33%/33.96%。

毛利率方面，预计住宅物管板块 2022/23/24 毛利率为 21.31%/21.55%/22.05%，其中基础物管服务得益于有效的成本控制及经营效率的提升，毛利率有望提升；针对开发商的增值服务受房地产整体下行影响，毛利率呈现波动、社区增值服务因需要持续发展新赛道，影响毛利率小幅下行。

#### 商业运营及物业管理服务：

商管分为 2 大板块：购物中心、写字楼。预计购物中心方面，公司能够受到母公司项目的持续稳定支持，同时亦能够利用高端品牌形象及强大运营能力以轻资产模式持续增加第三方运营项目，虽然收费模式由包干制转为佣金制意味公司不能最大化收入，但是能够有效节省成本从而提高利润率，同时购物中心收入仍然能够随着运营项目增加而保持中高增速；预计写字楼运营效率保持逆市增长势能，随着项目增加保持稳定增长。预计商管 2022/23/24 收入增速将为

23.92%/23.96%/19.23%。

2022-11-23

毛利率方面，预计商管板块 2022/23/24 毛利率为 50.20%/51.49%/52.70%，其中购物中心随着运营效率、表现提升以及租金减免规模下降，毛利率将会持续提升；写字楼毛利率有望跟随出租率稳中有升。

**表 12: 公司盈利预测**

盈利预测 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总收入</b>	<b>67.79</b>	<b>88.75</b>	<b>125.25</b>	<b>171.77</b>	<b>222.04</b>
<b>同比</b>	<b>15.52%</b>	<b>30.93%</b>	<b>41.12%</b>	<b>37.14%</b>	<b>29.27%</b>
<b>住宅物业管理服务:</b>	<b>38.84</b>	<b>53.10</b>	<b>81.06</b>	<b>117.00</b>	<b>156.74</b>
<b>同比</b>	<b>11.87%</b>	<b>36.73%</b>	<b>52.66%</b>	<b>44.33%</b>	<b>33.96%</b>
物业管理服务	29.23	37.72	58.62	84.56	110.95
同比	9.58%	29.07%	55.41%	44.24%	31.20%
针对开发商的增值服务	5.73	8.13	9.76	11.51	13.35
同比	13.01%	41.83%	20.00%	18.00%	16.00%
社区增值服务	3.88	7.25	12.68	20.93	32.44
同比	30.52%	86.87%	75.00%	65.00%	55.00%
<b>商业运营及物业管理服务:</b>	<b>28.95</b>	<b>35.65</b>	<b>44.18</b>	<b>54.77</b>	<b>65.30</b>
<b>同比</b>	<b>20.80%</b>	<b>23.15%</b>	<b>23.92%</b>	<b>23.96%</b>	<b>19.23%</b>
购物中心	18.12	21.30	26.67	32.85	38.76
同比	16.26%	17.58%	25.20%	23.16%	17.99%
写字楼	10.83	14.35	17.51	21.92	26.54
同比	29.25%	32.46%	22.02%	25.17%	21.10%
<b>总毛利率</b>	<b>26.95%</b>	<b>31.08%</b>	<b>31.50%</b>	<b>31.10%</b>	<b>31.06%</b>
<b>住宅物业管理服务:</b>	<b>15.90%</b>	<b>19.31%</b>	<b>21.31%</b>	<b>21.55%</b>	<b>22.05%</b>
物业管理服务	12.30%	15.04%	16.00%	17.00%	18.00%
针对开发商的增值服务	23.46%	31.86%	38.00%	36.00%	34.00%
社区增值服务	31.84%	27.45%	33.00%	32.00%	31.00%
<b>商业运营及物业管理服务:</b>	<b>41.78%</b>	<b>48.61%</b>	<b>50.20%</b>	<b>51.49%</b>	<b>52.70%</b>
购物中心	48.85%	62.40%	61.50%	63.50%	65.50%
写字楼	29.97%	28.14%	33.00%	33.50%	34.00%

数据来源：公司年报，恒大证券研究中心

2022-11-23

#### 4.2 估值

估值使用绝对估值法计算公司每股价值，现金流折现模型（DCF）中假设 WACC 为 11.45%，永续增长率为 3.00%，得出每股股价为 **50.83 港元**，对应 2022/23/24 年 PE 为 45.38/35.36/27.63 倍。

表 13: 现金流折现表及对应估值

现金折现流 (千元)				
第一阶段 (2022-2026 年)	18,827,885			
第二阶段 (2027-2031 年)	23,112,815			
第三阶段 (终值)	53,536,390			
企业价值	95,477,089			
负债	(1,892,366)			
现金	12,851,691			
非控股权益	(26,176)			
股本价值	106,436,414			
股本 (千股)	2,282,500			
每股价值 (人民币)	46.63			
<b>每股价值 (港元)</b>	<b>50.83</b>			
每股价值对应估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (港元)	0.82	1.12	1.44	1.84
PE	61.70	45.41	35.38	27.64
PB	7.66	6.97	6.35	5.64

数据来源: 恒大证券研究中心

表 14: 敏感性分析表

WACC	永续增长率							
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	
10.85%	48.94	50.72	52.71	54.95	57.50	60.41	63.79	
11.05%	47.84	49.52	51.40	53.51	55.90	58.62	61.76	
11.25%	46.78	48.37	50.15	52.13	54.38	56.93	59.86	
11.45%	45.76	47.27	48.95	<b>50.83</b>	52.94	55.33	58.07	
11.65%	44.79	46.22	47.81	49.59	51.57	53.82	56.38	
11.85%	43.86	45.22	46.72	48.40	50.28	52.39	54.79	
12.05%	42.96	44.26	45.68	47.27	49.04	51.03	53.28	

数据来源: 恒大证券研究中心

## 5 投资建议

**行业背景方面**，在房地产行业持续下行的背景之下，物企的估值在 2021 年的高峰迅速下降，部分民营物企母公司房企的资金压力过大已经大幅影响到自身的业绩。同时，市场忧虑房企的资金问题会直接影响旗下物企的发展空间，例如把房企可能使用旗下物企的资金影响物企发展，甚至将旗下物企出售从而迅速套现资金来填补资金空缺，为这些物企的发展未来增添巨大不确定性。华润置地作为央企，有着国家支持、经营稳健、资金充足、融资渠道畅通等等的优势，公司在背靠置地的背景下发生以上情况的可能性是行业最低的，市场对公司发展不确定性的担忧也是行业最低的。相反，华润置地更能够持续稳定地供应不同项目（例如购物中心、住宅物业）给予公司，是公司未来发展的稳定基石。由此可见，公司在房地产下行的行业背景之下有着得天独厚的优势。

同时，**在公司自身业务方面**，公司并不只是一般的物管公司，收入由**商业运营及物业管理服务**以及**住宅物业管理服务**2大业务板块驱动。**商业运营及物业管理服务方面**，高端的华润品牌形象以及强大的运营能力奠定公司购物中心商管的领跑地位，轻资产模式商管亦要求一定的运营能力，进场门槛较高，有利运营能力高、经营丰富的公司持续外拓，同时母公司能够持续稳定地供应着项目，而且写字楼项目亦稳定地贡献收入。再者，商管独特性质使它的盈利能力比传统住宅物管的高，虽然预计收入较住宅物管的低，但是看好公司商管板块能够持续贡献大量毛利。**住宅物业管理服务方面**，作为市场的头部物企，公司能够受惠于物业管理行业集中度的持续提升。同时作为稳健经营的央企，公司能够受惠于房地产行业出清而引发进一步的行业整合，例如把握更多的收并购外拓机会，配合母公司华润置地项目的稳定供应，看好公司的规模能够持续快速拓展，客户满意的优质基础物管服务亦能有助毛利率的上升。而且，公司的增值服务发展空间广阔，看好增值服务收入贡献增加，高毛利的业务性质亦有助提升物管板块的毛利率。同业对比中出现的估值溢价亦可见市场将公司商、写、住宅多业态协同的独特经营模式，以及央企的稳健背景看高一线，彰显其投资价值。

综合以上，公司作为市场罕见的商管+物管双赛龙头物企，成长性以及发展想象空间比同业的高，配合央企性质使公司在房地产行业出清的背景之下更受市场追捧，看好公司未来的业务发展。预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.03/1.32/1.69 元，当前股价对应 PE 为 30.02/23.39/18.27 倍。根据绝对估值法，给与目标价 50.83 港元，对应 2022/2023/2024 年 PE 为 45.41/35.38/27.64 倍，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。



2022-11-23

表 15: 可比公司比较

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (交易 货币)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
6098HK	碧桂园服务	575.46	15.72	1.28	1.57	1.88	2.37	12.28	10.04	8.38	6.62
2602HK	万物云	489.65	41.55	N/A	1.83	2.30	3.14	32.46	26.53	18.07	17.50
3319HK	雅生活服务	132.06	8.60	1.67	1.62	1.82	2.22	6.72	5.49	4.73	3.62
2869HK	绿城服务	156.97	4.58	0.26	0.28	0.36	0.44	3.58	2.92	12.90	1.93
2669HK	中海物业	259.33	7.69	0.30	0.39	0.51	0.64	6.01	4.91	15.23	3.24
6049HK	保利物业	232.40	40.90	1.55	1.94	2.44	3.07	31.95	26.12	16.76	17.23
1914HK	招商积余	160.54	15.05	0.48	0.61	0.78	0.96	11.76	9.61	19.42	6.34
<b>中位数</b>		<b>232.40</b>						<b>11.76</b>	<b>9.61</b>	<b>15.23</b>	<b>6.34</b>
1209HK	华润万象生活	766.92	33.60	0.76	1.03	1.32	1.69	40.79	30.02	23.39	18.27

数据来源: 彭博, 恒大证券研究中心

## 6 风险因素

华润置地项目供应不及预期, 公司商管拓展进展不及预期, 物业管理外拓进度不及预期, 新冠病毒持续影响中国经济。

**表 16: 财务报表及盈利预测**

损益表		人民币百万元				现金流量表		人民币百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>收益</b>	<b>8,875</b>	<b>12,525</b>	<b>17,177</b>	<b>22,204</b>	<b>經營活動現金流量</b>	<b>2,290</b>	<b>3,210</b>	<b>4,661</b>	<b>5,548</b>		
销售成本	(6,117)	(8,579)	(11,835)	(15,306)	归母净利润	1,725	2,344	3,008	3,850		
毛利	2,759	3,945	5,342	6,898	非现金调整	(255)	(326)	(279)	(235)		
市场推广支出	(58)	(82)	(120)	(167)	运营资金变动	820	1,192	1,931	1,933		
行政支出	(819)	(1,127)	(1,546)	(1,887)	<b>投資活動現金流量</b>	<b>1,419</b>	<b>(154)</b>	<b>(242)</b>	<b>(282)</b>		
其他收入/(支出)	126	138	110	95	资本支出	(371)	(457)	(545)	(585)		
经营利润	2,008	2,874	3,785	4,938	其他	1,790	303	303	303		
财务收入/(支出)	301	299	297	295	<b>融資活動現金流量</b>	<b>(322)</b>	<b>(630)</b>	<b>(787)</b>	<b>(1,038)</b>		
投资物业之公允价值变动收益	30	30	30	30	银行借贷	321	332	421	466		
应占于合营企业之亏损	(2)	0	0	0	已付股息	(300)	(856)	(1,098)	(1,406)		
税前利润	2,337	3,204	4,113	5,264	其他	(343)	(106)	(109)	(98)		
所得税支出	(610)	(859)	(1,102)	(1,411)	现金及现金等价物增加净额	3,387	2,427	3,632	4,228		
非控股权益	(1)	(2)	(2)	(3)	年初现金及现金等价物	10,312	13,698	16,125	19,757		
<b>归母净利润</b>	<b>1,725</b>	<b>2,344</b>	<b>3,008</b>	<b>3,850</b>	外币汇率变动影响净额	(2)	0	0	0		
					<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>13,698</b>	<b>16,125</b>	<b>19,757</b>	<b>23,986</b>		
资产负债表		人民币百万元				主要财务指标		人民币百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>非流动资产总值</b>	<b>5,562</b>	<b>6,040</b>	<b>6,613</b>	<b>7,153</b>	<b>增长率 (%)</b>						
物业、厂房及设备	527	862	1,226	1,610	收入	30.93	41.12	37.14	29.27		
投资物业	2,264	2,294	2,324	2,354	毛利	50.98	43.03	35.39	29.13		
无形资产	116	167	241	298	经营利润	68.67	43.17	31.68	30.47		
使用权资产	99	151	206	247	净利润	110.95	35.87	28.36	27.99		
其他非流动资产	2,555	2,567	2,616	2,643	<b>盈利能力 (%)</b>						
<b>流动资产总值</b>	<b>16,030</b>	<b>19,429</b>	<b>23,516</b>	<b>28,607</b>	毛利率	31.08	31.50	31.10	31.06		
现金及现金等价物	13,698	16,125	19,757	23,986	EBITDA	27.70	26.23	24.64	24.44		
贸易应收款项及应收票据	1,043	1,600	2,033	2,675	归母净利率	19.43	18.71	17.51	17.34		
存货	138	285	299	414	ROE	13.09	16.08	18.78	21.61		
其他流动资产	1,151	1,419	1,427	1,532	ROA	8.48	9.96	10.82	11.69		
<b>资产总值</b>	<b>21,592</b>	<b>25,469</b>	<b>30,129</b>	<b>35,759</b>	<b>偿债能力 (倍)</b>						
<b>流动负债总额</b>	<b>6,079</b>	<b>8,454</b>	<b>11,482</b>	<b>14,844</b>	现金比率	2.25	1.91	1.72	1.62		
应付账款	839	1,323	1,692	2,250	负债比率 (%)	48.05	52.51	56.81	59.03		
合同负债	1,417	2,004	2,834	3,775	流动比率	1.26	2.64	2.30	2.05		
租赁负债	81	113	155	198	速动比率	2.42	2.10	1.90	1.80		
其他流动负债	3,742	5,014	6,801	8,622	<b>营运能力 (天)</b>						
<b>非流动负债总值</b>	<b>1,624</b>	<b>1,748</b>	<b>1,878</b>	<b>2,042</b>	总资产周转率 (次)	0.44	0.53	0.62	0.67		
租赁负债	1,278	1,278	1,278	1,278	应收账款周转天数	38.35	38.50	38.60	38.70		
其他非流动负债	346	470	600	764	应付账款周转天数	45.93	46.00	46.50	47.00		
<b>负债总值</b>	<b>7,703</b>	<b>10,202</b>	<b>13,359</b>	<b>16,886</b>	存货周转天数	9.97	9.00	9.00	8.50		
<b>权益总值</b>	<b>13,889</b>	<b>15,267</b>	<b>16,769</b>	<b>18,874</b>	<b>每股指标 (人民币)</b>						
母公司拥有人应占权益	13,888	15,265	16,767	18,871	EPS	0.76	1.03	1.32	1.69		
非控股权益	1	2	2	3	每股净资产	6.08	6.69	7.35	8.27		
<b>负债及权益总值</b>	<b>21,592</b>	<b>25,469</b>	<b>30,129</b>	<b>35,759</b>							

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999