

2023-8-31

华润万象生活(1209.HK) 1H23 业绩覆盖 商管物管量质皆升，业绩继续领跑同业

评级 **强烈推荐(维持)**

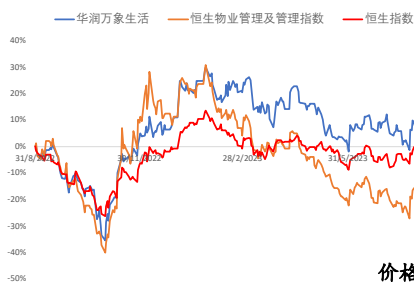
当前价 (30/8/2023)	34.35 港元
目标价 (维持)	50.40 港元
市值	784.04 亿港元
股数 (百万)	2,282.50
52 周价最高	46.35 港元
52 周价最低	23.00 港元

主要财务数据

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万 元)	12,016	16,586	21,323	26,126
增长(%)	35.39	38.03	28.56	22.52
每股盈利 (元)	0.97	1.22	1.49	1.81
增长(%)	27.90	25.94	22.55	21.49
ROE	15.66	18.60	21.12	23.89
市盈率 (倍)	31.17	24.75	20.20	16.63
市账率 (倍)	4.82	4.41	4.13	3.83

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	变动
华润万象生活 (1209 HK)	-3.78%
恒生物业管理及管理指数	-22.44%
恒生指数	-7.37%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

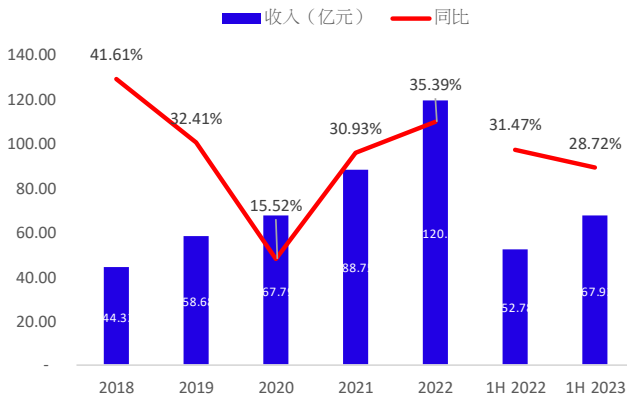
852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

- 事件:** 华润万象生活于 2023 年 8 月 30 日公布 2023 年 6 月 30 日止的业绩。公司 1H23 收入为 67.93 亿元，同比上升 28.72%；毛利率为 33.16%，同比上升 1.46 个百分点；归母净利润为 14.02 亿元，同比上升 36.48%，派中期股息每股 0.223 元，同比上升 75.59%，1H23 业绩 30%+ 增长符合预期。1H23 公司继续取得领跑同业的出色业绩，主要由于 1) 商、物管业务继续为公司增长双引擎，1H23 双双获中高速增长、2) 毛利率同比提升 1.46 个百分点达 33.16%，主要由于商管毛利率同比上升 8.16 个百分点至 58.50%、3) 归母净利润率同比上升 1.17 个百分点至 20.64%，主要由于公司精益化费用管控，销售、一般及行政开支同比下降 1.1 个百分点至 8.0%。
- 商管维持龙头地位，毛利上扬。** 1H23 商业营运及物业管理服务收入同比上升 20.05% 至 23.10 亿元，主要由于购物中心项目持续增长。1H23 在管项目同比增加 13 个至 85 个，新开业购物中心 3 座，旗下重奢项目增至 12 座，位列行业第一，显示公司购物中心龙头地位稳固；新签约轻资产外拓项目 7 个，均为一二线城市大型 TOD 项目，反映公司外拓能力优秀；写字楼业务出租率持续逆市上扬，较 2022 年提升 3.1 个百分点至 83.8%。另外，商管 1H23 毛利率同比上升 8.16 个百分点至 58.50%，主要因为公司得益于经营杠杆效应加强推动成本效率，收入持续增长带动毛利率提升，其中购物中心毛利率高达 71.77%，进一步彰显商管业务管线的优胜之处。
- 物管展现外拓整合能力，增值业务优化结构。** 1H23 住宅物业管理服务收入同比上升 33.69% 至 44.84 亿元，主要由于收并购及外拓带动公司物管在管规模持续增加。1H23 在管面积同比上升 28.00% 至 3.313 亿平方米，公司已全面完成中南服务、禹洲物业收并购项目管理融合，展现公司整合能力，外拓收入占比提升至 47.84% 的新高，反映公司在母企稳定供应下持续外拓发展，有效扩大管理规模；增值服务方面，在宏观不及预期背景下，受惠「润物直选」增长，社区增值收入仍同比增长 11.84%，显示华润系的资源优势，非业主增值收入同比下降 1.03%，收入占比续降至 6.00%，符合行业发展大趋势。
- 应收管理优秀，派息比率提高。** 1H23 应收账款周转天数同比下降 6 日，贸易及其他应收款项同比上升 11.33%，增速明显低于收入，显示公司应收管理能力优秀。同时，1H 现金及现金等价物为 126.53 亿元，跟去年底基本持平处于健康水平，公司提高中期派息比率 8.10 个百分点至 36.32%，显示公司重视股东回报，亦体现其作为物管公司现金水平充裕的特征。
- 投资建议:** 1H23 再度领跑同业的业绩显示公司商管龙头优势以及物管外拓整合能力得到验证。维持此前盈利预测，预计公司 2023/24/25 年 EPS 为 1.22/1.49/1.81 元，当前股价对应 PE 为 24.75/20.20/16.63 倍，维持目标价 50.40 港元，对应 2023/24/25 年 PE 为 36.32/29.64/24.40 倍，维持“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，并购项目商誉减值风险。

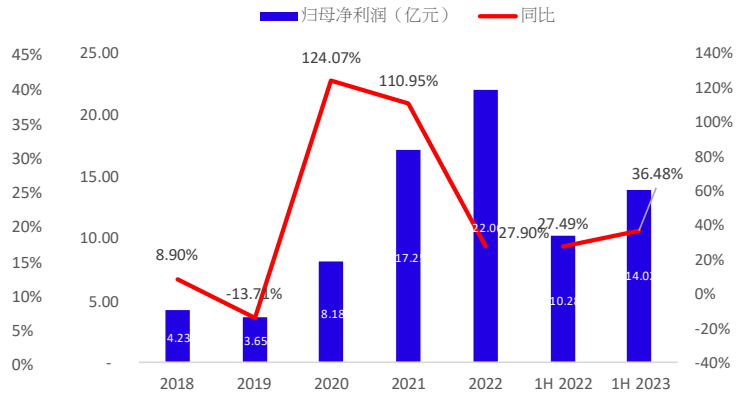
2023-8-31

图 1: 公司收入及同比



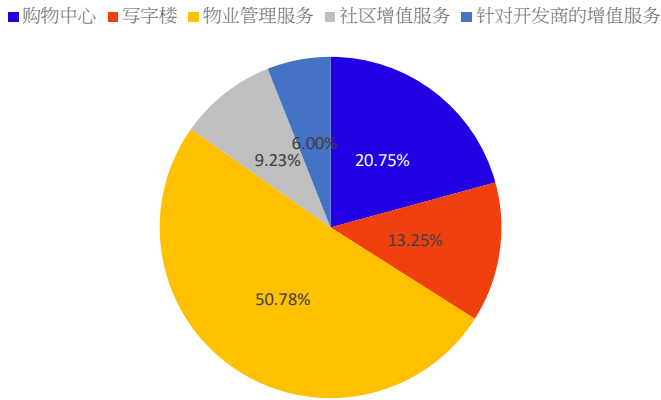
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 2: 公司归母净利润及同比



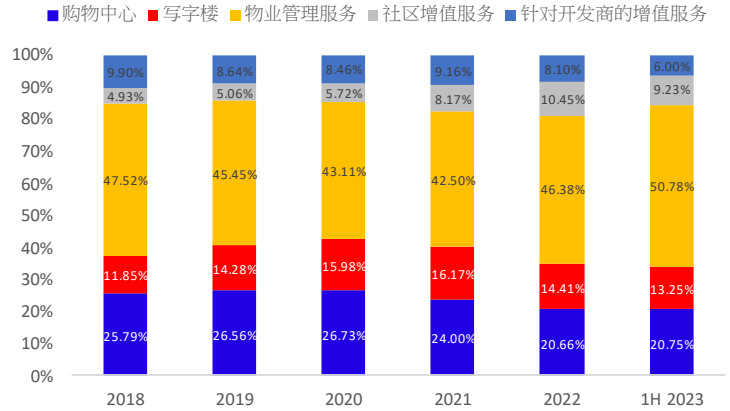
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 3: 2022 年公司收入结构



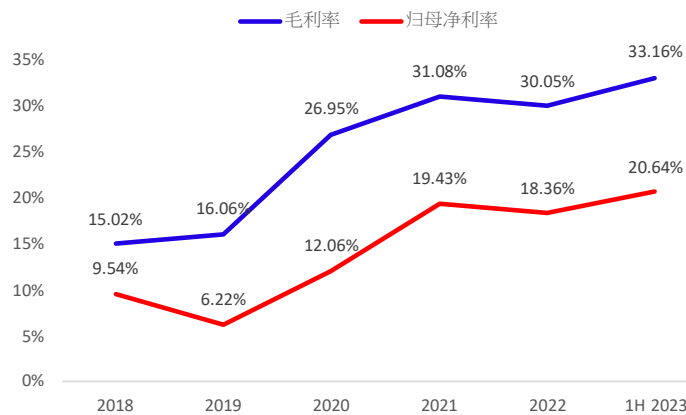
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 4: 公司历年收入结构



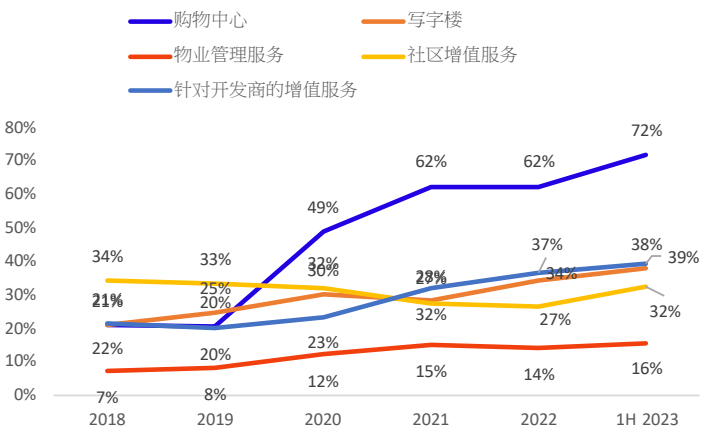
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 5: 公司毛利率及归母净利率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

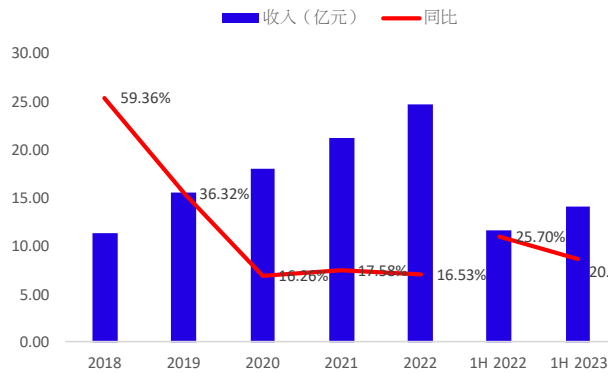
图 6: 分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

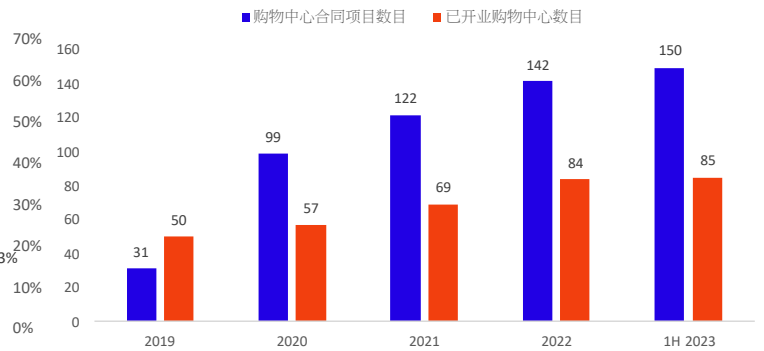
2023-8-31

图7: 购物中心收入及同比



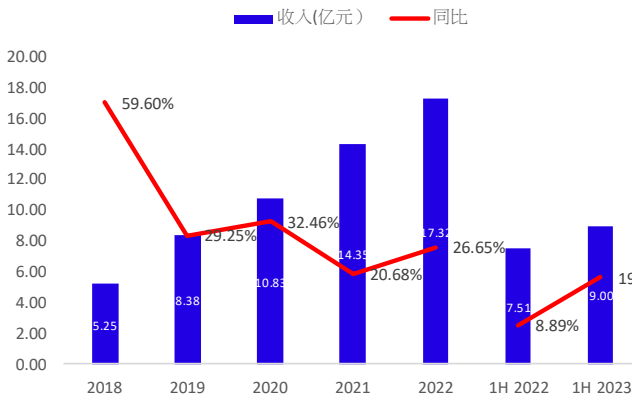
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图8: 购物中心项目数目



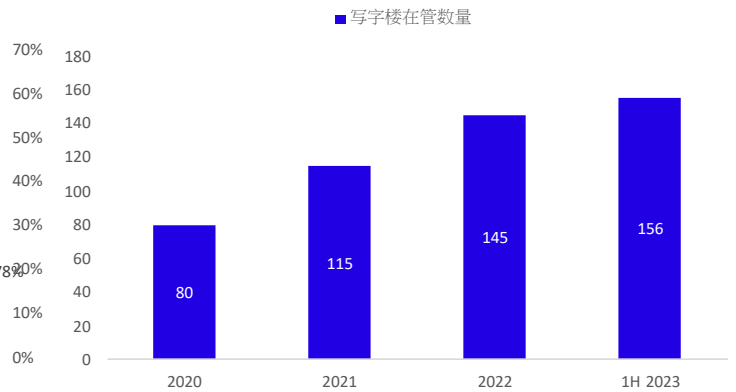
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图9: 写字楼收入及同比



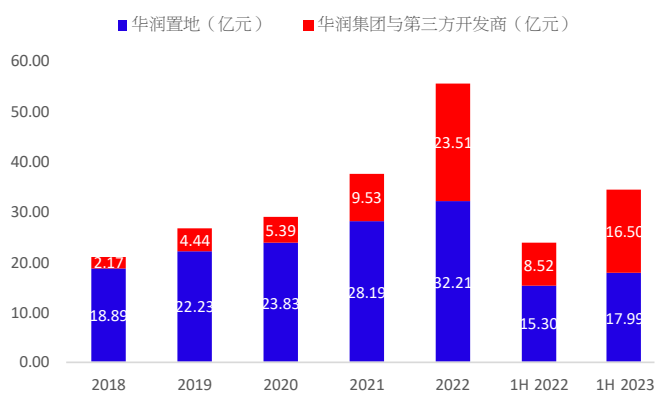
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图10: 写字楼项目数目



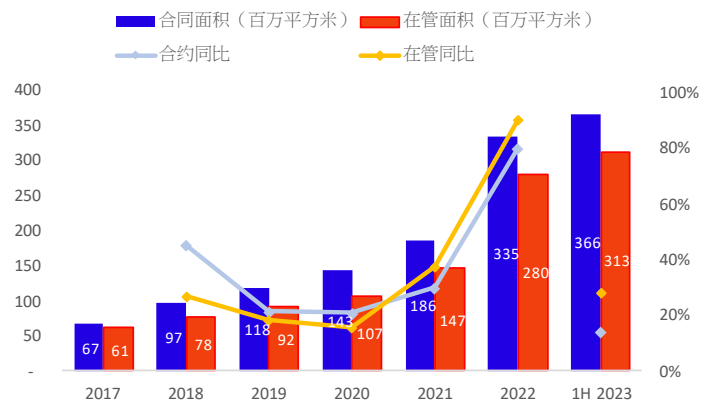
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图11: 基础物管收入结构



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图12: 合同、在管面积及合同在管比率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

2023-8-31

图 13: 社区增值服务收入及同比

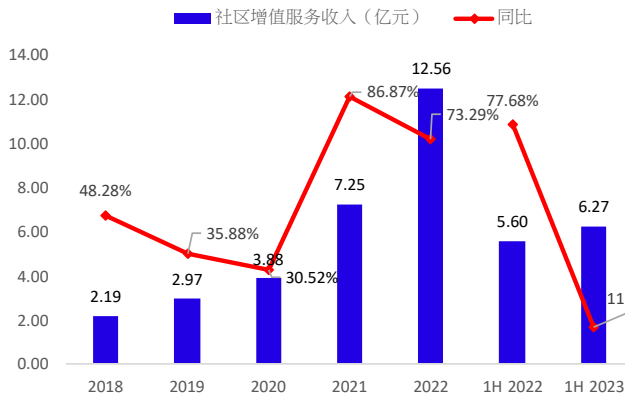
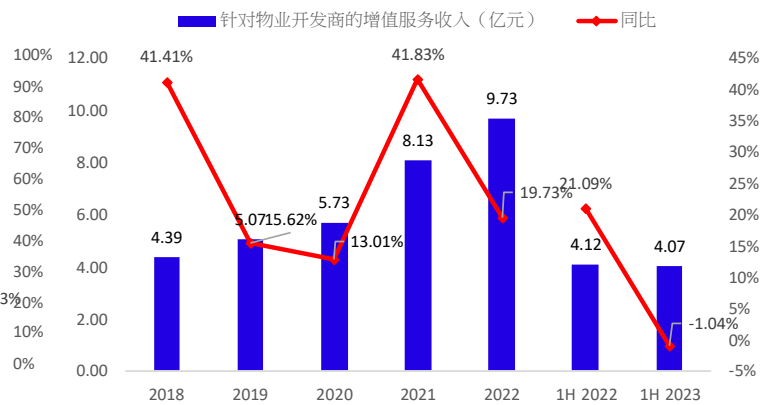


图 14: 针对物业开发商的增值服务收入及同比



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

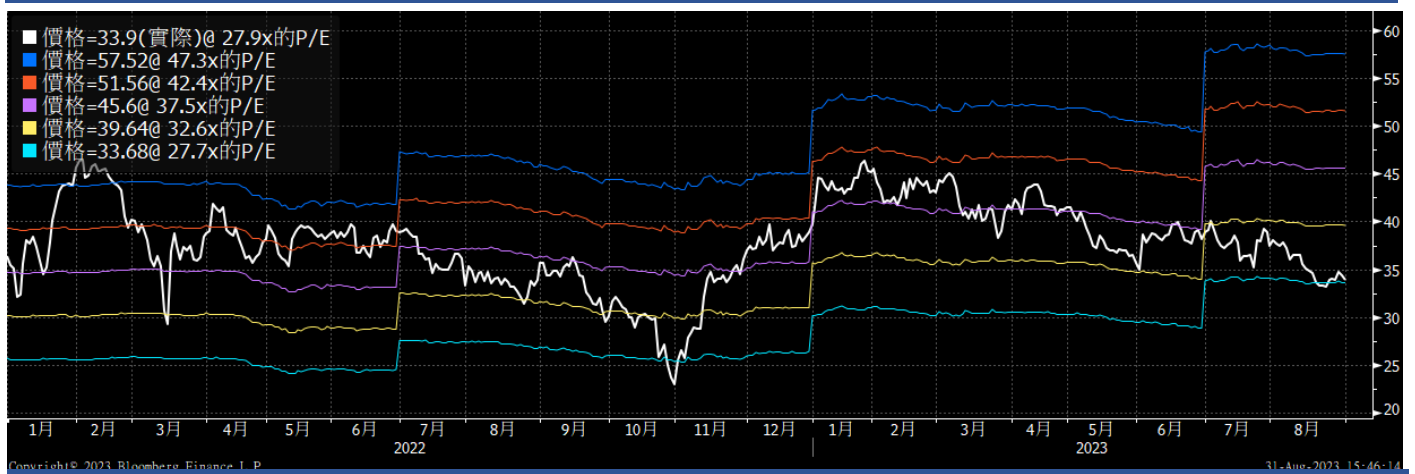
表 1: 1H23 业绩总汇

	收入 (亿元)	同比	毛利率	毛利率同比
商业运营及物业管理服务	23.10	20.05%	58.50%	+8.16pct
购物中心	14.10	20.23%	71.77%	+10.16pct
写字楼	9.00	19.78%	37.70%	+5.00pct
住宅物业管理服务	44.84	33.69%	20.11%	-0.89pct
物业管理服务	34.50	44.83%	15.62%	+0.55pct
社区增值服务	4.07	-1.03%	32.39%	-0.74pct
针对开发商的增值服务	6.27	11.84%	39.23%	+0.43pct
	67.93	+28.72%	33.16%	+1.46pct
	(亿元)			同比
毛利	22.53		34.70%	
归母净利润	14.02		36.48%	
	(%)			同比
毛利率	33.16		+1.46pct	
归母净利率	20.64		+1.17pct	

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-8-31

图 15: 华润万象生活 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-8-31

表 2: 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			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
收益	12,016	16,586	21,323	26,126	經營活動現金流量	1,891	4,541	5,569	6,918		
销售成本	(8,405)	(11,751)	(15,209)	(18,762)	归母净利润	2,206	2,778	3,405	4,136		
毛利	3,611	4,835	6,114	7,364	非现金调整	(127)	(239)	(217)	(206)		
市场推广支出	(151)	(166)	(192)	(209)	运营资金变动	(188)	2,002	2,382	2,988		
行政支出	(1,053)	(1,410)	(1,812)	(2,090)	投資活動現金流量	(1,064)	115	132	109		
其他收入/(支出)	117	49	21	25	资本支出	(121)	(207)	(194)	(221)		
经营利润	2,524	3,308	4,131	5,090	其他	(943)	323	326	330		
财务收入/(支出)	337	309	311	316	融資活動現金流量	(1,936)	(1,695)	(2,077)	(2,550)		
投资物业之公允价值变动收益	43	43	43	43	银行借贷	(846)	0	0	0		
应占于合营企业之溢利/(亏损)	1	0	0	0	已付股息	(963)	(1,212)	(1,486)	(1,805)		
应占于联营公司的投资之溢利/(亏损)	1	0	0	0	其他	(126)	(483)	(591)	(745)		
税前利润	2,906	3,660	4,485	5,449	现金及现金等价物增加净额	(1,109)	2,961	3,625	4,478		
所得税支出	(693)	(873)	(1,069)	(1,299)	年初现金及现金等价物	13,698	12,593	15,554	19,179		
非控股权益	(7)	(9)	(11)	(13)	外币汇率变动影响净额	3					
归母净利润	2,206	2,778	3,405	4,136	年末现金及现金等价物	12,593	15,554	19,179	23,657		
资产负债表					主要财务指标						
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
非流动资产总值	9,999	10,186	10,345	10,530	增长率 (%)						
物业、厂房及设备	569	654	741	826	收入	35.39	38.03	28.56	22.52		
投资物业	3,366	3,409	3,453	3,496	毛利	30.90	33.91	26.45	20.44		
无形资产	1,470	1,455	1,411	1,378	经营利润	25.73	31.05	24.87	23.22		
使用权资产	103	160	204	247	净利润	27.90	25.94	22.55	21.49		
商誉	1,805	1,805	1,805	1,805	盈利能力 (%)						
其他非流动资产	2,686	2,702	2,732	2,778	毛利率	30.05	29.15	28.67	28.19		
流动资产总值	15,839	19,617	23,947	28,926	EBITDA	25.30	22.88	21.74	21.49		
现金及现金等价物	12,593	15,554	19,179	23,657	归母净利率	18.36	16.75	15.97	15.83		
贸易应收款项及应收票据	1,558	2,077	2,713	3,013	ROE	15.66	18.60	21.12	23.89		
存货	148	271	254	373	ROA	9.30	9.99	10.62	11.22		
其他流动资产	1,540	1,715	1,801	1,884	偿债能力 (倍)						
资产总值	25,838	29,803	34,292	39,456	现金比率	1.57	1.43	1.36	1.34		
流动负债总值	8,040	10,881	14,069	17,654	负债比率 (%)	72.68	72.19	73.36	74.00		
应付账款	1,339	1,719	2,281	2,705	流动比率	1.97	1.80	1.70	1.64		
合同负债	1,832	2,737	3,625	4,572	速动比率	1.76	1.62	1.56	1.51		
租赁负债	100	149	190	233	营运能力 (天)						
其他流动负债	4,769	6,276	7,973	10,144	总资产周转率 (次)	0.51	0.60	0.67	0.71		
非流动负债总值	3,473	3,280	3,498	3,751	应收账款周转天数	39.50	40.00	41.00	40.00		
租赁负债	2,302	2,302	2,302	2,302	应付账款周转天数	47.30	47.50	48.00	48.50		
其他非流动负债	1,171	978	1,196	1,449	存货周转天数	6.21	6.50	6.30	6.10		
负债总值	11,512	14,161	17,567	21,405	每股指标 (人民币)						
权益总值	14,326	15,642	16,726	18,051	EPS	0.97	1.22	1.49	1.81		
母公司拥有人应占权益	14,280	15,587	16,660	17,972	每股净资产	6.26	6.83	7.30	7.87		
非控股权益	46	55	66	79							
负债及权益总值	25,838	29,803	34,292	39,456							

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

2023-8-31

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予投资银行业务；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，需在允许的范围内使用，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号万通保险中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999