

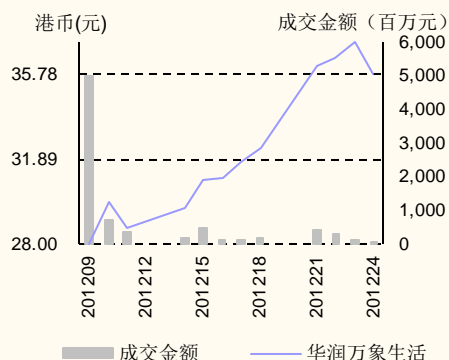
华润万象生活(01209.HK) 增持 (首次评级)

港股公司深度研究

市价(港币): 35.85 元
目标(港币): 36.57 元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 2,200.00
总市值(百万元) 78,870.00
年内股价最高最低(元) 37.250/28.000



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对

“物管+商管”稀缺标的，竞争站位突出

主要财务指标

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,440	5,876	7,119	9,265	12,091
营业收入增长率	41.66%	32.34%	21.17%	30.14%	30.50%
归母净利润(百万元)	423	365	645	1,395	1,788
归母净利润增长率	8.90%	-13.71%	76.81%	116.15%	28.21%
摊薄每股收益(元)	0.192	0.166	0.293	0.634	0.813
每股经营性现金流净额	0.52	0.21	0.35	0.66	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	63.44%	35.38%	4.69%	9.73%	11.64%
P/E	163.34	189.30	107.06	49.53	38.63
P/B	103.62	66.96	5.03	4.82	4.50

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“物管+商管”稀缺标的，竞争站位突出。**物业服务美誉度高，商管实力行业顶尖。依托于母公司华润置地强劲实力支持，以及轻资产商管能力输出，内生增长成长性、确定性高。IPO后在手现金充足，外延并购将助力增长。
- **物管机会与挑战并存，商管结构性机会突出。**1) **物管：**行业风口期，高增长、高回报、高分红、高现金储备；但，增长存在瓶颈，提价困难、盈利空间有限；增值服务成色一般，成熟模式待探索。依托于母公司的高增长难以为继。2) **商管：**存量不动产供过于求，同质化问题严重。优秀的主动管理能力能够拉开资产差距，稀缺性凸显，轻资产管理能力输出空间巨大。
- **全业态综合服务标杆，商管能力数一数二。**区别于传统住宅物管企业，公司具备国内最高品质的综合体物管与商管运营服务能力。物管美誉度高，收缴率、单方收费等指标优秀。商管能力卓越，旗下万象城是唯一能与港资匹敌的内资品牌，业绩出众、投资回报率远超行业平均水平；手握广泛且高端的租户资源网络，为众多高标准严要求的国际奢侈品所认可，能力护城河深。
- **母公司实力强劲，支撑高确定性成长。**三条红线出台背景下，房企规模增长放缓。母公司华润置地财务健康，项目优质，增长稳健，支撑公司高确定性成长。招股书显示，母公司未来3-4年将交付住宅物业、购物中心商管分别为3890万平方米、452万平方米；不考虑外拓，购物中心商管在管面积将接近翻倍。同时写字楼商管于2020H2开始计入营收，未来将成为新的增长极。
- **优质商管平台，模式佳，外拓潜力大。**1) **抗周期性。**商管业务为轻资产模式，避免商业资产价格波动带来的影响。2) **具备成长性。**对于购物中心商管服务，管理收入与购物中心零售额呈正相关，较物管成长性强。3) **扩张速度快。**轻资产模式，只要管理能力跟得上，扩张复制的速度快。行业大背景下，我们看好公司优质商管平台能力输出，三方外拓提供内生增长动能。

投资建议

- 我们预计公司2020-2022年EPS为0.30元、0.63元、0.81元。首次覆盖，给予“增持”评级，给予2022E年45xPE，对应目标价36.57港元。

风险提示

- 地产行业调控超预期、公司业务外拓进展不顺利、外拓项目侵蚀毛利率

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

内容目录

物业管理：行业风口期，机会与挑战并存	5
自上而下：行业风口期，回报高，想象空间广阔.....	5
自下而上：增长存在瓶颈，同质化竞争激烈.....	6
依托于地产母公司的在管面积高增长难以为继.....	7
商业运营服务：存量时代下的结构性机会	8
存量时代资产供过于求，业主流量焦虑.....	8
轻资产管理输出模式抗周期性强、成长性好.....	9
从资管的“轻”“重”之分，理解单独拆分运营管理业务的合理性.....	9
华润万象生活：“物管+商管”稀缺标的	10
业务简介.....	10
经营概况.....	12
物业管理服务：竞争站位突出，外拓成效初显	12
三条红线下，股东优势凸显，未来提供强劲支持.....	12
深耕一二线城市，物业服务品质优秀.....	14
综合体运营经验丰富，业态协同助力搭建生活服务平台.....	15
业绩高增长，住宅物业外拓成效初显.....	16
商业运营服务：能力卓越，管理输出潜力巨大	18
商业地产成功两大要素：资产优、管理好.....	18
管理能力与资源网络成就非凡自有品牌.....	19
会员体系与科技手段赋能生态圈.....	22
储备面积体量大，管理输出将成为新的利润增长极.....	23
盈利预测及估值讨论	26
投资建议	27
风险提示	28

图表目录

图表 1：物业管理公司 2020 年初至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）.....	5
图表 2：物业管理公司上市至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）.....	5
图表 3：2017-2020H1 上市物管公司总收入（百万元）及同比增长.....	6
图表 4：2017-2020H1 上市物管公司账上净现金（百万元）及同比增长.....	6
图表 5：2019 年上市物管公司 ROE.....	6
图表 6：2018-2019 年物管公司由开发商贡献的增值服务占所得收入比例.....	7
图表 7：2019-2020 年 IPO 募集资金总额以及用于同类型物管公司收并购的资金比例（截至 2020 年 11 月底）.....	7
图表 8：10 家样本物管公司在管面积增速预测.....	8
图表 9：商业营业用房新开工及竣工面积情况.....	8
图表 10：购物中心面积存量规模持续增长.....	8

图表 11: 全国甲级商办物业供需情况预测.....	9
图表 12: 典型城市 2020-2023 年新增供应情况 (万平方米)	9
图表 13: 日本经营性不动产的资产管理组织架构——以三菱地所为例	10
图表 14: 华润万象生活业务组合说明.....	10
图表 15: 公司架构.....	11
图表 16: 2017-2020H1 营业收入及增速.....	12
图表 17: 2017-2020H1 净利润及增速	12
图表 18: 2017-2020H1 营业收入构成	12
图表 19: 2017-2020H1 毛利润构成.....	12
图表 20: 2019 年销售额 Top50 房企资债指标情况	13
图表 21: 2019 年头部公司土地储备与在管面积 (万平方米)	14
图表 22: 部分头部物业公司的物业费收缴率.....	15
图表 23: 部分头部物业公司物业费比较.....	15
图表 24: “悦+”产品体系	15
图表 25: 不同业态间存在协同效应.....	16
图表 26: 2017-2020H1 住宅物业服务营业收入及增速.....	17
图表 27: 2020H1 住宅物业服务营业收入结构	17
图表 28: 2017-2020H1 分项业务毛利率.....	17
图表 29: 2020H1 分项业务毛利润构成.....	17
图表 30: 2017-2020H1 在管面积及增速.....	18
图表 31: 2017-2020H1 合约面积及增速.....	18
图表 32: 2017-2020H1 按城市能级在管面积占比.....	18
图表 33: 2017-2020H1 内生及外拓面积占比.....	18
图表 34: 优质运营管理能力塑造购物中心品牌优势.....	19
图表 35: 购物中心品牌产品线对比.....	20
图表 36: 2019 年销售额超 20 亿的购物中心中华润项目排名.....	20
图表 37: 2018-2019 年华润购物中心零售额 (百万) 及增速.....	21
图表 38: 2018-2019 年华润购物中心租金收入 (百万) 及增速.....	21
图表 39: 华润购物中心单项目平均零售额、租售比.....	21
图表 40: 2018-2019 年华润购物中心 YOC.....	21
图表 41: 2020 年购物中心零售额按月增长表现.....	21
图表 42: 2020 年购物中心租金增长按月表现.....	21
图表 43: 2019 年在管重奢购物中心数量排名.....	22
图表 44: 购物中心会员数量 (千万)	23
图表 45: 2017-2020H1 商业运营及物业管理营业收入及增速.....	24
图表 46: 2020H1 商业运营及物业管理营业收入结构.....	24
图表 47: 2017-2020H1 分项业务毛利率.....	24
图表 48: 2020H1 分项业务毛利润构成.....	24
图表 49: 2017-2020H1 购物中心下在管面积.....	25

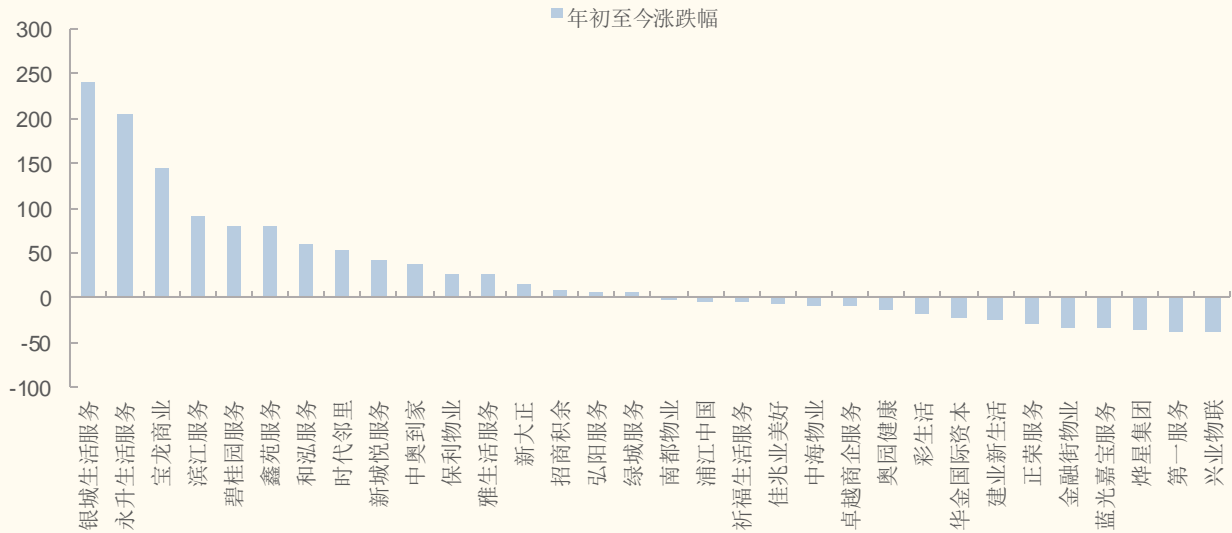
图表 50: 2017-2020H1 购物中心下合约面积.....	25
图表 51: 2017-2020H1 写字楼下在管面积与合约面积.....	25
图表 52: 公司购物中心和写字楼未来新增交付面积.....	25
图表 53: 2014-2024E 物管及商管市场规模.....	26
图表 54: 华润万象生活经营预测.....	27

物业管理：行业风口期，机会与挑战并存

自上而下：行业风口期，回报高，想象空间广阔

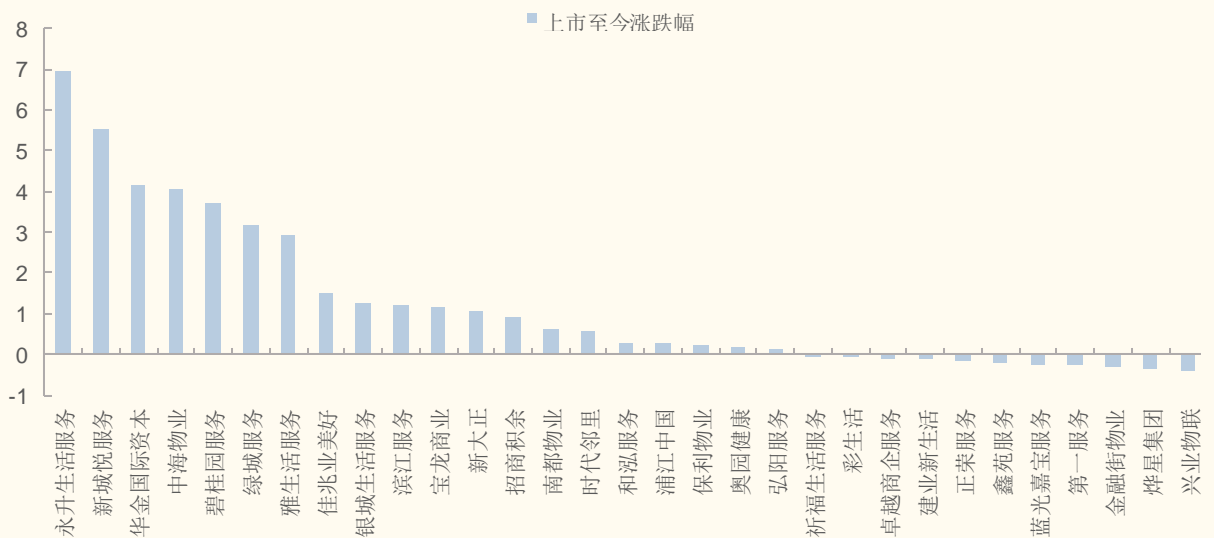
- 物管股上市至今股价平均回报率达到 111%，上市不满两年的永升生活服务、新城悦服务回报率分别高达 809%和 484%，是所有物管股中目前回报最高的。
- 物管股在疫情中表现出很好的防守性：尽管近期有所回调，物管股年初至今的平均回报率也高达 25%，高出恒生指数 32%。

图表 1：物业管理公司 2020 年初至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：物业管理公司上市至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）



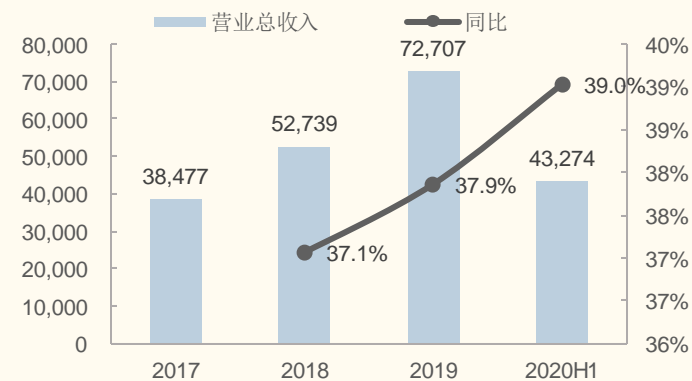
来源：wind，国金证券研究所

■ 物业板块具备四大特质，深受投资人追捧

- **高增长**：2020H1 上市物管公司平均营收增速为 40.9%，即使受到疫情影响营收增速仍然超过 2019 年全年水平。
- **高回报**：2019 年上市物管公司平均 ROE 水平为 25.8%，头部物管公司 ROE 可以达到 40%以上。

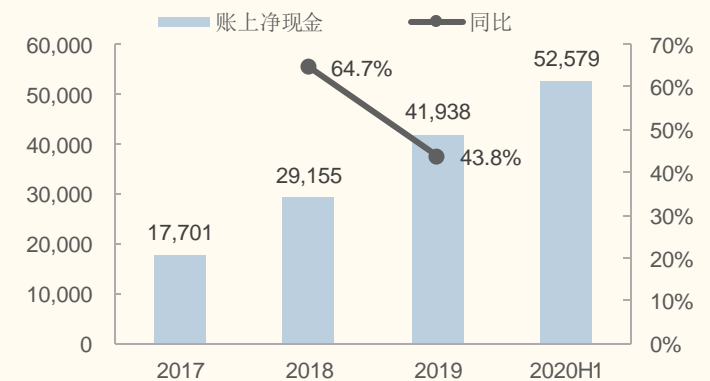
- **高分红**：2019 年底上市物管公司共 22 家全部分红，分红率高达 40.3%。
- **高现金储备**：2020H1 上市物管公司帐上共有现金 525 亿元，较 2019 年底增长 26.3%；增速降低主要是因为部分公司 2020H1 尚未包括上市募资额。2020H1 上市公司募资总额约为 146.2 亿元，高于净现金增长。

图表 3：2017-2020H1 上市物管公司总收入（百万元）及同比增长



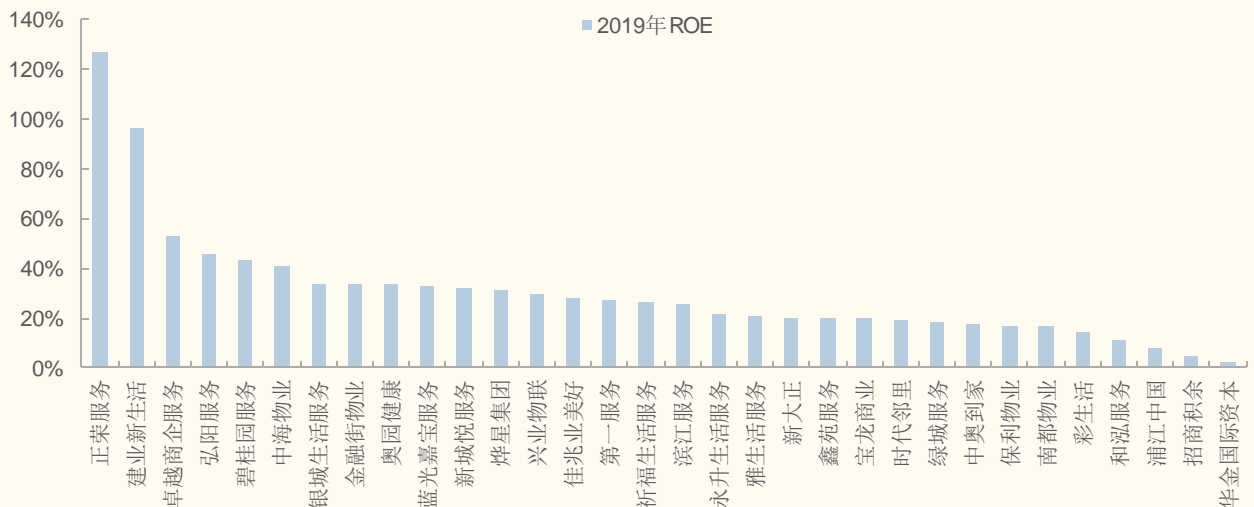
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2017-2020H1 上市物管公司账上净现金（百万元）及同比增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2019 年上市物管公司 ROE



来源：wind，国金证券研究所

- **“中国特色”物业行业，机会巨大**。我国“多高层”、“少独栋”，以及“有围墙”的小区模式，使得人口居住区集中度高，方便管理。存量地产市场蕴含了巨大的物管市场机会。国内外历史上并无简单的可对标中国物业的行业，行业未来的发展道路需要持续探索。自上而下看，庞大的存量资产和客户群体是机会，如何基于资产和客户提供更多服务，满足更多的诉求，仍然充满想象空间。

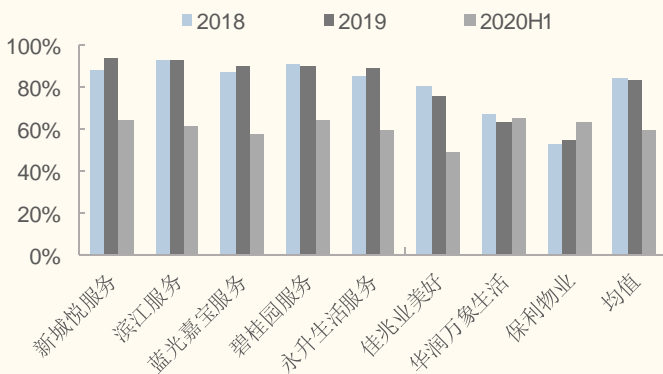
自下而上：增长存在瓶颈，同质化竞争激烈

- **规模不经济和物业费上涨困难制约板块毛利提升**。1) **规模效应差**：物业管理作为劳动密集型行业，员工薪酬上涨将持续增大营业成本压力，传统管理方式下规模化效应并不显著。2) **收费涨价难**：2016-2019 年上市物管公司每平方米收入水平未出现明显变化。各地政府物业管理费最高指导价存

在、住宅项目提价条件苛刻（需要成立业委会后由三分之二以上有投票权的业主同意）等因素使得提价异常困难。**3）升维管理模式很重要：**考虑到住宅物业合约期限通常较长，合约期内单方收费涨价难叠加人工成本上行，将导致合约越后期盈利空间越有限。未来，如何通过科技赋能等其他手段实现人员管理效率上的优化是非常重要的课题。

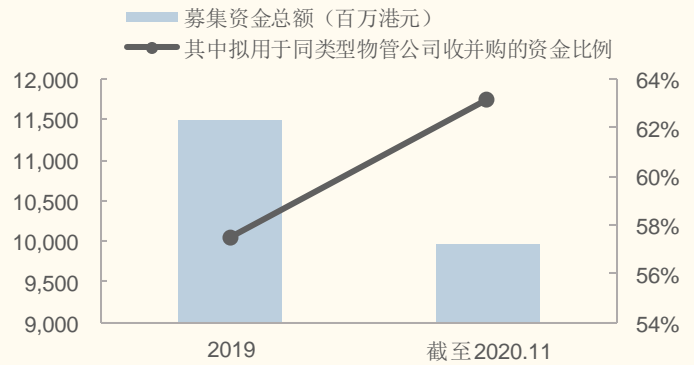
- **增值业务成色一般，发展路径仍在探索中。**已上市物管公司增值服务同质化竞争严重，并且与母公司关联交易占比大，由集团贡献的增值服务所得占增值服务营收比例均值高达 84%，而大部分不依托于母公司的增值业务还在试水阶段。自下而上看，无论是资产端的房产经纪、装修、广告等业务，还是住户端的社区团购、家政、保险等业务，对物业公司而言都是新的战场。行业的难题是，如何在保证客户满意度的情况下，提供超越竞争对手的服务，同时又能克服规模不足问题，实现盈亏平衡，最终跑通商业模式、提升 ARPU。
- **竞争者的涌入使得外拓成本越来越贵。**虽然想象空间很大，但物管行业目前逻辑依然是“规模为王”，已上市公司都希望通过上市募资收购同类型物管公司，加速规模扩张，在竞争愈发激烈的行业中抢占前排位置。据统计，2019 年上市公司 IPO 募集资金中 57.5%拟用于同类型物管公司收并购，这一比例在 2020 年 IPO 中已提升至 63.2%；二级市场的活跃带动一级市场收并购价格联动上涨，收并购变得越来越贵。

图表 6：2018-2019 年物管公司由开发商贡献的增值服务占所得收入比例



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：2019-2020 年 IPO 募集资金总额以及用于同类型物管公司收并购的资金比例（截至 2020 年 11 月底）

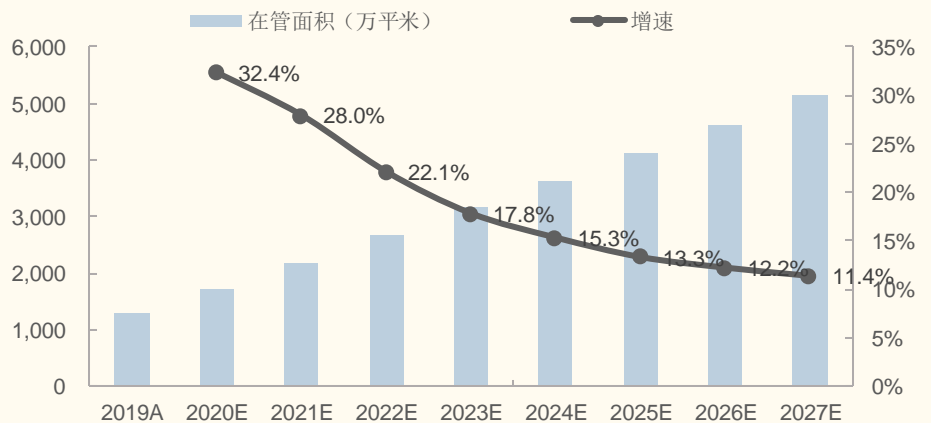


来源：wind，国金证券研究所

依托于地产母公司的在管面积高增长难以为继

- 我们取 10 家已上市的具有代表性的物业公司作为样本，假设：1、本年物业在管面积增加值为地产母公司两年前合约销售面积，加上外拓面积（外拓比例参考不同物业公司过往两年市场化拓展新项目比例，并随时间推移作出一定调整）；2、受三条红线的制约，样本地产公司销售面积增速平均为 5-10%左右。基于假设测算，我们得到未来几年样本公司整体在管面积变化以及增速。
- 通过计算可以发现，样本公司总体在管面积增速在 2022-2023 年左右滑落到 20%以下。长期来看，仅依赖母公司贡献，物管面积增速高于 20%的是不可持续的。

图表 8：10 家样本物管公司在管面积增速预测



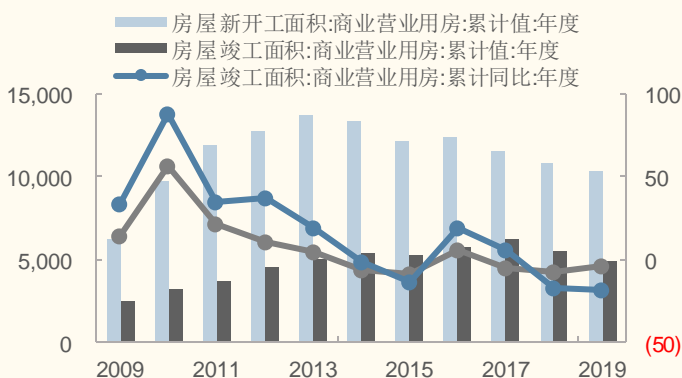
来源：公司公告，国金证券研究所

商业运营服务：存量时代下的结构性机会

存量时代资产供过于求，业主流量焦虑

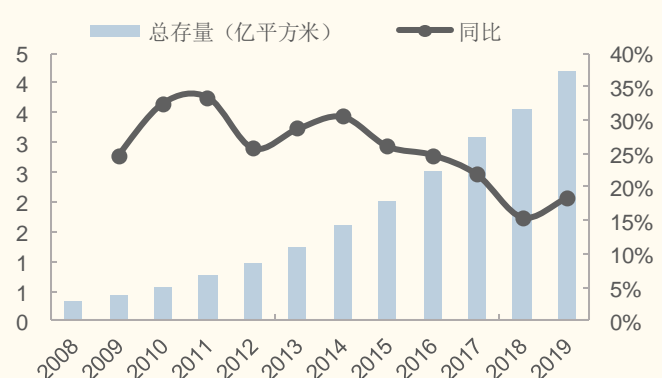
- **商业地产从“大开发时代”进入“存量管理”时代。**过去二十年，地产行业享受城市化与人口增长的双重红利，实现飞速发展，但如今市场已逐渐显现存量时代特征，供过于求、竞争激烈。
- **购物中心：**近年来，我国商业新开工面积及竣工面积逐步减少，购物中心面积存量规模增速整体呈下降趋势。目前我国购物中心存量规模 4.2 亿平方米，人均购物中心面积虽然仅为 0.3 平方米，但城镇人口口径人均购物中心面积接近 0.5 平方米，与日本 2017 年同口径接近。
- **写字楼：**全国甲级商办物业大量新增供给下空置率攀升，2012 年以来新增供应始终大于净吸纳量，一线城市如上海和深圳的供给过剩的压力也在逐渐增加。
- **购物中心流量焦虑，优秀运营服务商存在结构性机会。**受线上购物行为普及以及线下商场逐渐饱和的影响，线下零售日渐式微。近年来购物中心“购物职能”被弱化，“体验与社交职能”被强化，空间资源的重要性被内容超越，空间越来越依赖于优质内容引流，具备流量效应的头部连锁新零售或餐饮品牌成为购物中心争抢的对象。行业供给过剩，竞争日益激烈，购物中心业主对运营管理能力提出更高的要求。具备良好运营管理能力（如把握优质租户资源、高运营管理效率等）的商管公司可以通过轻资产输出去盘活其他企业更困难的重资产。

图表 9：商业营业用房新开工及竣工面积情况



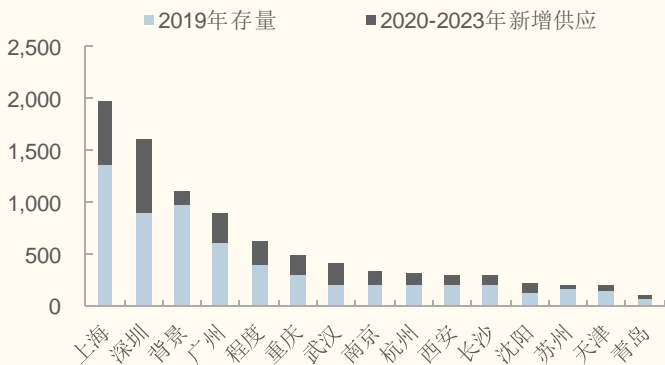
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：购物中心面积存量规模持续增长



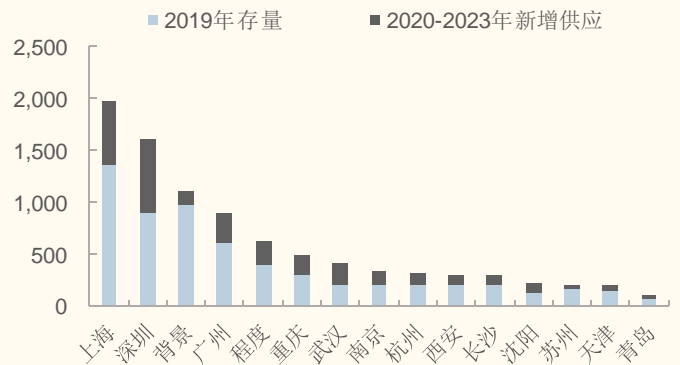
来源：赢商大数据，国金证券研究所

图表 11：全国甲级商办物业供需情况预测



来源：世邦魏理仕，国金证券研究所

图表 12：典型城市 2020-2023 年新增供应情况（万平米）



来源：仲量联行，国金证券研究所

轻资产管理输出模式抗周期性强、成长性好

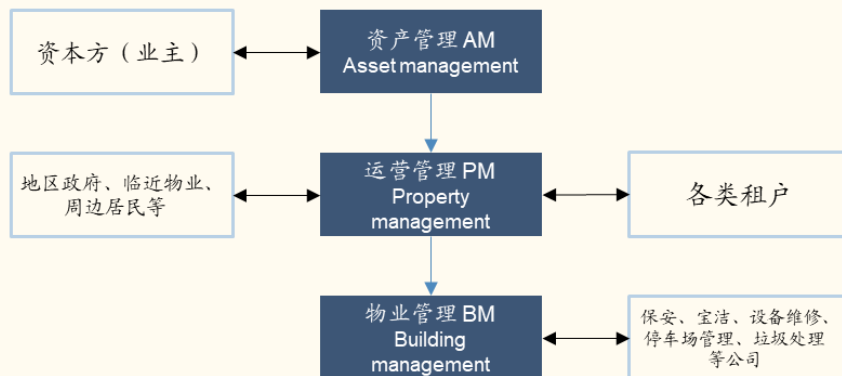
- **商业运营服务属于“轻资产”技术输出：**主要通过管理团队、技术团队的输出，为购物中心、写字楼等提供从前期定位设计、招商、筹备，到开业后租户、客户、营销等运营管理的全流程支持。
- **避免资产价格波动所产生的影响。**商业资产价格存在明显的周期性波动，资产估值模型中的分子容易受到周期的影响。长周期中，当经济周期下行时，NOI 同店同比负增长；中短周期中，由于建设周期的影响，新入市面积往往会滞后于行业基本面，最终集中上市导致供需失衡。而商业运营服务以提供管理服务为主，能够有效避免资产价格波动的影响，虽然当经济下行时，商业地产零售额下降会对公司的收入造成影响，但损失相对可控。
- **高端资产租产品品质高，抗风险能力强。**以新冠疫情为例，受疫情期间零售额的负面影响，内地中资商场的商户租金在一定程度上获得减免。而商户品质更高的境外及港资系的商场中，除了瑞安地产进行了适当减免以外，凯德、恒隆、新鸿基、嘉里、福侨芳草地等都未减租。
- **业务扩张速度快，同时具备成长性。**轻资产输出投入低，复制相对容易，只要管理能力能够跟得上，扩张速度较快。同时对于购物中心，运营管理收费通常基于零售额，能够随着零售额的增长而增长。这个特质使得其从本质上区别于物业管理业务，后者的营收通常增速较慢，盈利提升主要来源于成本压缩以及其他高毛利的增值服务。

从资管的“轻”“重”之分，理解单独拆分运营管理业务的合理性

- **从广义资产管理来理解运营服务。**广义的资产管理覆盖了一个资产“投”“融”“管”“退”全生命周期的管理过程。其中“管”包含了物业管理和运营服务。物业管理主要包括保安、保洁、维修等。运营服务直接面对客户，关注租金的实现和费用的管控，是实现资产增值的重要环节。除了“管”环节属于轻资产运营，“投”“融”“退”等环节偏重，需将运营服务创造的价值，通过合理的金融结构化安排兑现。
- **以三菱地所为例，看日本经营性不动产管理公司的管理架构。**三菱地所是日本排名第一的综合地产开发商，自 1998 年起在东京核心商务区大丸有地区进行都市改造，目前持有丸之内地区约 1/3（约 30 座）的写字楼。在三菱地所的三级架构中，其“资产管理-AM”作为业主（资本方）代表，主要负责与投资者沟通汇报，同时将投资者的财务要求转化为经营指标给到“运营管理-PM”。“运营管理-PM”作为实现经营指标的执行者，主要负责在运营层面将提升租金、提高出租率等具体举措落实到位。“物业管理-BM”，则主要负责保安、保洁、维修等物业层面的日常工作。

- 从业务逻辑的角度来说，运营管理属于资产管理的一部分。四大环节环环相扣，缺一不可。但目前上市的物管公司逐渐将运营管理业务单独切割出来。这种分割方式原先不多见，现在越来越多，部分原因在于地产行业受制，估值较低，切割轻资产上市被视为提升估值的一种手段。

图表 13：日本经营性不动产的资产管理组织架构——以三菱地所为例



来源：公司公告，国金证券研究所

华润万象生活：“物管+商管”稀缺标的

业务简介

- 公司成立于 2017 年，是华润置地下属子公司，凭借领先的品牌和丰富的管理经验，为全业态物业（住宅、购物中心及写字楼等）提供物业管理与商业运营服务，致力于打造围绕生活、购物及工作的生活服务平台。
- 公司业务包括华润置地的“物业管理+轻资产商业运营”业务。其中：
 - 住宅物业管理服务：主要包括物业管理服务、开发商增值服务和社区增值服务。其中物管服务主要为住宅及非商业物业（公用设施如体育馆、公园和工业园）等提供物管服务，开发商增值服务主要面对母公司华润置地，社区生活服务为社区内的住户引入各种增值服务。
 - 商业运营及物业管理服务：包括商业运营服务（商管）、物业管理服务、商业分租业务，主要服务于写字楼及购物中心。

图表 14：华润万象生活业务组合说明

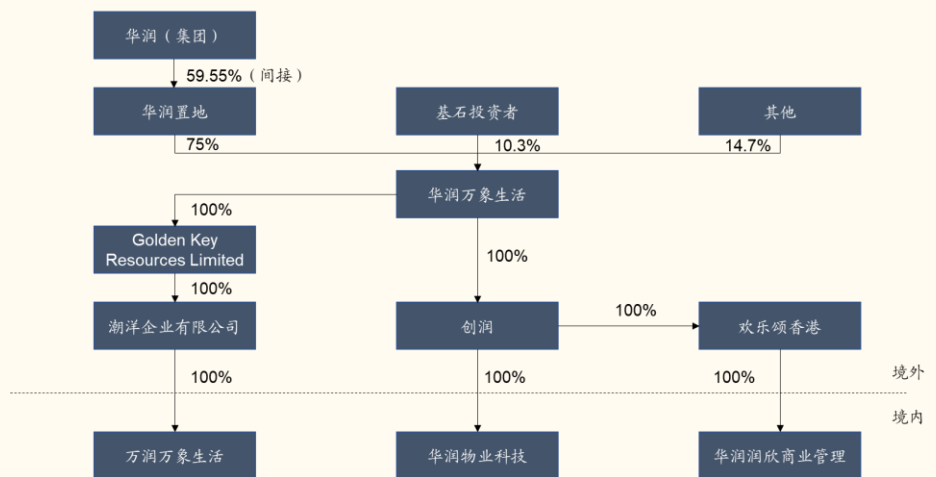
业务	分类	子类	业务说明
住宅物业管理服务	物业管理服务	住宅物业	为开发商提供秩序维护服务；清洁及绿化服务；维修及养护服务。
		其他非商业物业	为非商业物业（公用设施如体育馆、公园和工业园）等提供管理服务
	开发商增值服务	交付前营销配合服务	协助开发商进行市场推广活动和物业销售地点的现场工作。
		前期筹备服务	为开发商处理交付物业前的准备工作，包括施工现场监督、项目交接、制定物业管理计划和定价方案等。
		顾问服务	为开发商提供整体物业规划及设计的建议（公共区域规划、智能化物业设计等）和物业发展的咨询服务（确定物业管理模式和未来发展定位，制定成本估算）
	社区增值服务	社区生活服务	为开发商提供公共空间服务（经营和出租广告位等）；装修服务（全屋装修、家居宅配和旧屋翻新等）；其他社区服务（零

	服务		售及家居送货服务、经营小区会所等)。
		经纪及资产服务	为开发商提供经纪服务(二手房销售、新单位销售和房屋租赁);资产运营相关服务(协助出售、转租或承租停车位之类使用权资产)
商业运营及物业管理服务	购物中心	商业运营服务	为开发商提供开业前管理服务(确定购物中心的运营定位,挑选设计公司;制定招商策略,招揽目标租户);运营管理服务(制定宣传策略、预算规划;为经营不善的租户提供业务解决方案,满足租户的广告空间和设备养护等需求;建立会员体系,通过APP和微信小程序提供会员服务;协助租户的经营推广活动)
		物业管理及其他	为开发商提供秩序维护服务;清洁及绿化;维修及养护;其他增值服务(协助设计建筑图纸、挑选设备、项目交接等早期顾问和开业筹备服务)
		商业分租服务	从业主承租物业并以分租人身份转租给租户,根据需要进行场地改造和装修以提高经营效益(主要面向独立第三方开发商开发的购物中心)。
	写字楼	商业运营服务	提供招商服务、资产管理与运营服务和开业筹备服务等。
		物业管理及其他	为开发商提供秩序维护服务;清洁及绿化服务;维修及养护服务;其他增值服务(协助销售及营销活动;为租户提供销售和租赁的经纪业务、装修服务、公共空间管理等服务)。

来源:公司招股书,国金证券研究所

- 目前有三家附属公司经营主要业务,分别是:华润万象深圳(商业运营服务)、华润物业科技服务(物业管理)、华润润欣商业管理(商业分租业务)。
- 本次 IPO 发行新股 5.5 亿股,占行使超额配售权前发行后股本总额的 25.0%,定价 22.30 港元/股,基石投资者包括 GIC、高瓴资本、润晖投资、Matthews Funds、国调基金、GLP 等。上市后华润置地持股占比 75%,基石投资者持股比例 10.3%,员工持股约 6%。

图表 15: 公司架构

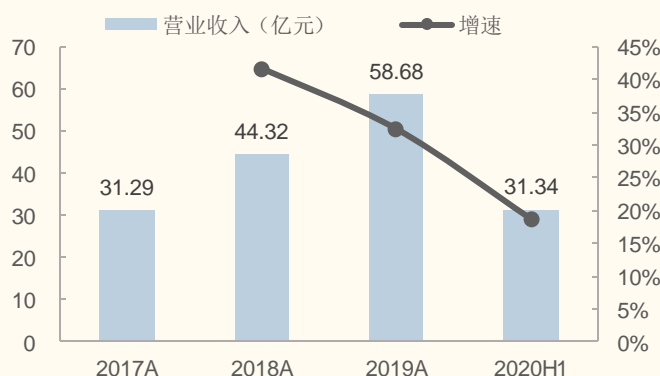


来源:公司公告,国金证券研究所

经营概况

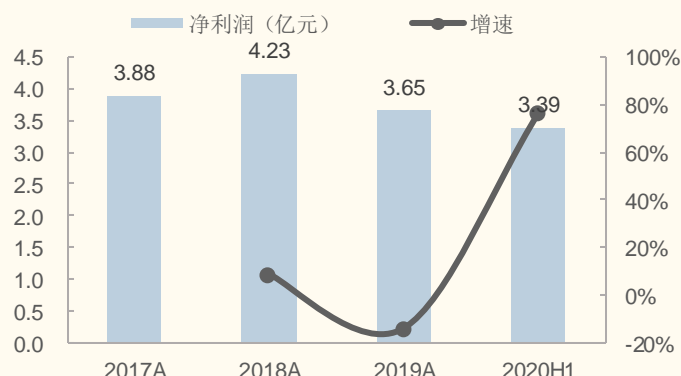
- 2019年，公司实现营收 58.68 亿元，同比+32.41%，实现净利润 3.65 亿元，同比-13.71%，主要由于公司商业分租项目深圳布吉万象汇公允价值收益减少所致；2020H1，公司实现营收 31.34 亿元，同比+18.70%，实现净利润 3.39 亿元，同比+76.14%；2017-2019 年营收 CAGR 达 36.94%，归母净利润 CAGR 达-3.06%。
- 截至 2020H1，物业管理服务（住宅）、增值服务、商业运营及物业管理服务营收占比 42%、12%、46%，分别贡献了公司 19%、12%、69%的毛利润。2017 年以来，商业运营及物业管理服务的营收占比持续提升，2020H1 首度将购物中心运营服务计入营收之后，占比再+5pct。同时于 2020H2 亦开始计入写字楼运营服务营收，将成为未来新的业绩增长点。
- 截至 2020H1，公司为中国 502 个住宅及其他非商业物业提供物业管理服务，在管面积为 97.5 百万平方米；同时，为 51 个购物中心提供商业运营服务，在管面积约 561 万方，为 31 个购物中心提供物业管理服务，在管面积约 395 万方。此外，公司也为写字楼提供物管服务，在管项目 73 个，在管面积约 514 万方。
- 按地域来看，管理的物业覆盖中国 27 个省级行政区 62 个城市，其中在管理面积的 73%的住宅物业和 78%的商业物业位于一二线城市。

图表 16：2017-2020H1 营业收入及增速



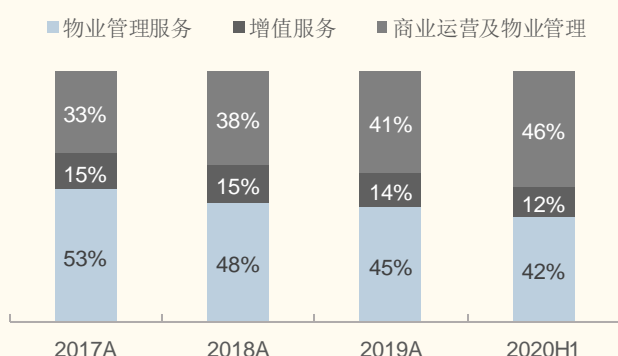
来源：wind，国金证券研究所

图表 17：2017-2020H1 净利润及增速



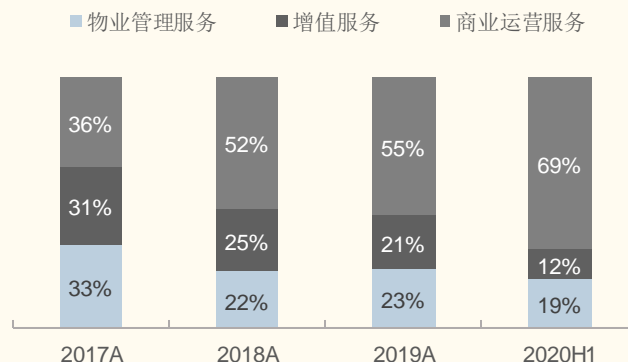
来源：wind，国金证券研究所

图表 18：2017-2020H1 营业收入构成



来源：wind，国金证券研究所

图表 19：2017-2020H1 毛利润构成



来源：wind，国金证券研究所

物业管理服务：竞争站位突出，外拓成效初显

三条红线下，股东优势凸显，未来提供强劲支持

- **三条红线压制下，母公司竞争优势凸显。**对于整个行业而言，三条红线会使得房企为满足整体资债指标，放缓规模增长，部分严重踩线的企业将受到非常大限制。母公司华润置地经营稳健，没有踩线，仍然可以保持稳定的增长，相对而言受政策的影响较小。
- **母公司开发体量将持续助力公司未来业绩增长。**今年前三季度华润置地全口径销售额和销售面积分别为中指排行榜中第 9 名和第 15 名。截至 2020H1，华润置地土储达 7,110 万平米，土储面积/物管合约面积比例达 67%，公司中长期的扩张仍然有保障。
- **受益于华润集团强大的协同效应。**母公司华润置地是华润集团旗下战略业务单元。华润集团作为国有大型集团、世界五百强企业（2020 年财富 500 强中排名第 79 位），在大消费、大健康、城市建设与运营、及科技及金融有广泛布局，可以为服务业主及用户的品质生活提供助力。

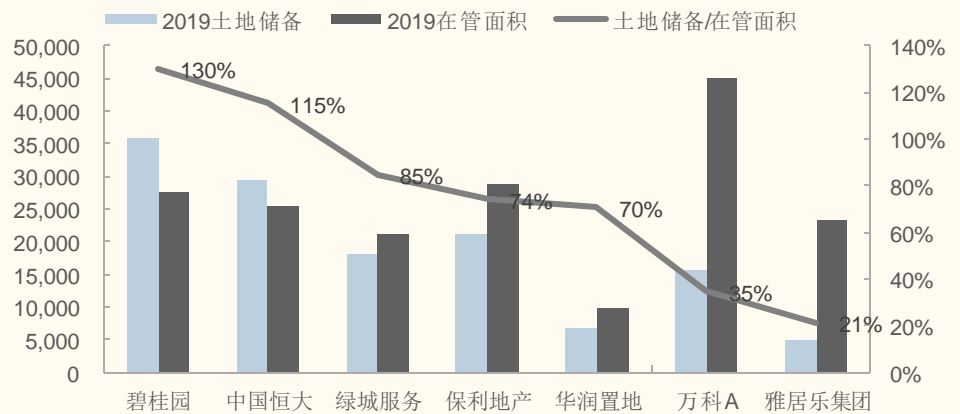
图表 20：2019 年销售额 Top50 房企资债指标情况

代码	企业简称	分子分母剔除预收款的资产负债率 (%)	净负债率 (%)	现金短债比	超过临界值指标个数
600048.SH	保利地产	67.5	56.9	2.1	0
0688.HK	中国海外发展	53.8	30.5	4.1	0
1109.HK	华润置地	56.4	32.5	3	0
0960.HK	龙湖集团	66.5	51.1	4.4	0
001979.SZ	招商蛇口	57.4	29.3	1.4	0
600383.SH	金地集团	67.2	57.7	1.3	0
3377.HK	远洋集团	69.9	80.6	3.4	0
002244.SZ	滨江集团	69.7	78.1	1.5	0
2007.HK	碧桂园	82.7	55.3	2.1	1
000002.SZ	万科 A	76.5	34.8	1.8	1
601155.SH	新城控股	76.6	6.4	2.6	1
0813.HK	世茂房地产	70.6	63.6	1.4	1
0884.HK	旭辉控股集团	75	69.1	2.7	1
0817.HK	中国金茂	68.1	83.1	0.9	1
6158.HK	正荣地产	76.2	97.5	1.4	1
3900.HK	绿城中国	73.5	63.2	1.5	1
3383.HK	雅居乐集团	72.7	96.6	1	1
3883.HK	中国奥园	81.9	74.9	1.6	1
601186.SH	中国铁建	75.8	14.7	1.9	1
600466.SH	蓝光发展	70.8	79.1	1.3	1
3380.HK	龙光地产	76.1	41.7	3.1	1
1813.HK	合景泰富	80.8	89.4	2.2	1
1966.HK	中骏集团控股	73.5	75.7	1.6	1
000069.SZ	华侨城 A	70.1	84.5	1.1	1
1233.HK	时代中国控股	74.4	76.7	1.4	1
2768.HK	佳源国际控股	71.7	96.1	1.2	1
1628.HK	禹洲地产	79.2	94.7	1.9	1
000671.SZ	阳光城	77.6	135	1.3	2
000961.SZ	中南建设	84	168.4	1.1	2
000656.SZ	金科股份	74.8	120.2	1.1	2
3301.HK	融信中国	73.2	115.9	1.8	2
1638.HK	佳兆业集团	75.9	162.2	1.1	2
002146.SZ	荣盛发展	73	83.2	0.9	2
3990.HK	美的置业	81.1	114.2	2.1	2

0137.HK	金辉集团	77.5	42.4	0.5	2
2868.HK	首创置业	74.6	159.3	1.1	2
1908.HK	建发国际集团	82.9	170	2	2
3333.HK	中国恒大	82.7	183.1	0.4	3
1918.HK	融创中国	84.2	214.2	0.9	3
600606.SH	绿地控股	82.8	155.6	0.8	3
2772.HK	中梁控股	80.8	120.9	0.7	3
600340.SH	华夏幸福	77.8	182.8	0.7	3
2777.HK	富力地产	79.5	218.3	0.4	3
2103.HK	新力控股集团	76	107.5	0.9	3
600376.SH	首开股份	75.4	169.8	1	3
600325.SH	华发股份	75.3	162.4	0.7	3
000732.SZ	泰禾集团	80.2	243.8	0.2	3

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 21：2019 年头部公司土地储备与在管面积（万平方米）

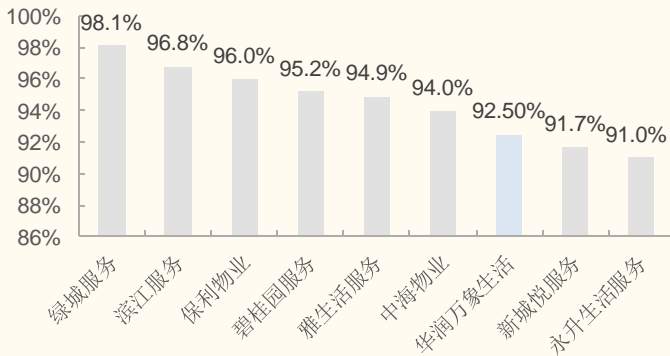


来源：公司公告，国金证券研究所

深耕一二线城市，物业服务品质优秀

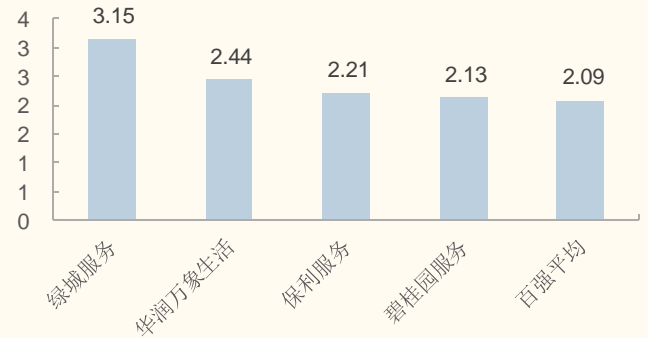
- 截至 2020H1，公司住宅物业管理服务中，一二线城市营收占比 79.4%，在管面积占比 72.7%。根据弗若斯特沙利文，2019 年公司来自一二线城市的物业管理服务收入在中国所有物业管理公司中位列第三。
- 2017-2019 年，公司住宅物业管理费收缴率分别为 90.9%、91.9% 及 92.5%，收缴率连年上升，处于行业较高水平；同时华润内部项目物业费分别达到 2.29 元/平、2.42 元/平和 2.44 元/平，高于行业平均 2.09 元/平，保持业内领先的收费水准。
- 公司最早制定了五大层级的物业服务梯度，从专业化、规范化的基础服务、行业领先的 500 个细节、乐意服务的满意员工、高层次的情感需求，到物业服务无边界。每个梯度间层层递进，从基础关怀到高层及的情感关怀，为业主提供全方位的服务体验和满足感。
- 2018 年，公司推出“悦+”战略品牌，将物业服务、资产托管、智慧物联（智慧社区）、平台创新（生活服务）四大战略业务板块重新整合为完整的产品体系——“悦服务”、“悦资产”、“悦智慧”、“悦生活”，着力于打造“平台型泛社区经济服务商”。同时发布了“悦家”、“悦心”两个 APP，分别面向业主端及员工端。

图表 22：部分头部物业公司的物业费收缴率



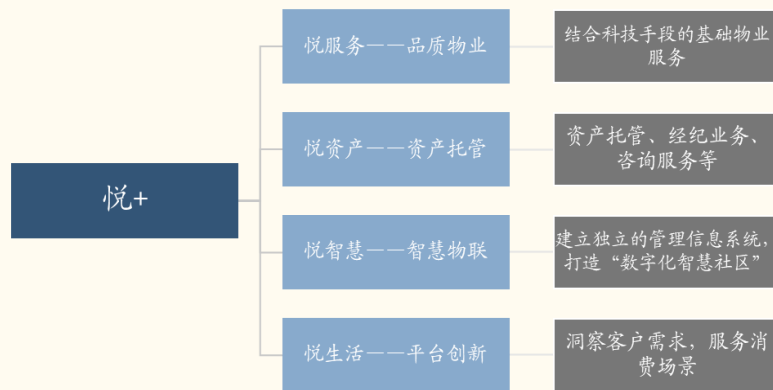
来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 23：部分头部物业公司物业费比较



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 24：“悦+”产品体系

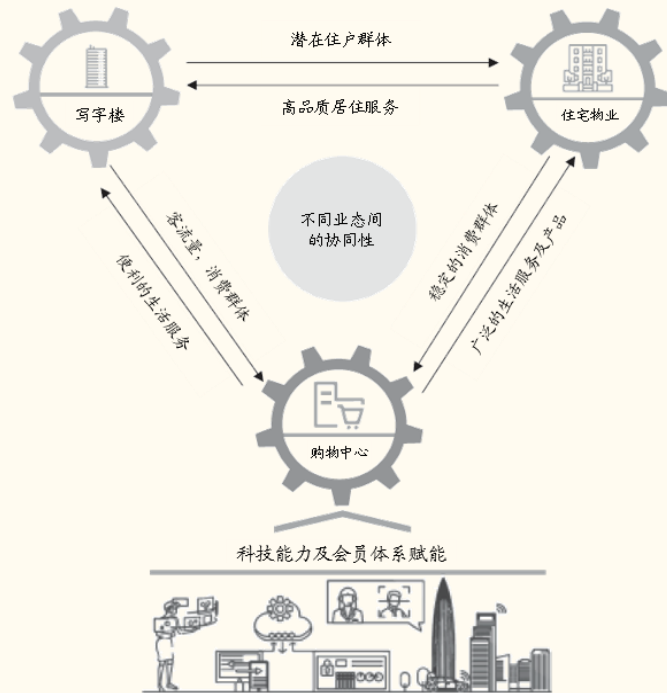


来源：国金证券研究所

综合体运营经验丰富，业态协同助力搭建生活服务平台

- 区别于传统仅专注于物业管理或商业运营服务的公司，公司在大型综合体管理上具备丰富管理经验，围绕“全业态”中“全客户”的生活需求提供“全服务”，构建“一体化的生态体系”，使得其充分受益于不同类型物业之间的协同效应，增加了所管理的住宅及商业物业的活力。
- 商业综合体内不同业态及空间之间存在天然的物理和商业联系，不同业态之间可以相互导流、相互促进，更加充分挖掘客户价值。公司建立起为生活、购物及工作提供全方位服务的生活服务平台：
 - 购物中心-住宅：购物中心为业主提供优质生活服务与产品，提升业主满意度；业主为购物中心提供稳定的客户基础，支持商户销售；
 - 购物中心-写字楼：购物中心提供各种的便捷服务为写字楼业主招租提供支持，写字楼的优质购买力的客流量反补购物中心；
 - 住宅-写字楼：品质住宅及物管服务为写字楼客户提供居住空间，提升写字楼吸引力；写字楼的大量优质租户及办公人群是住宅的潜在客户。

图表 25：不同业态间存在协同效应

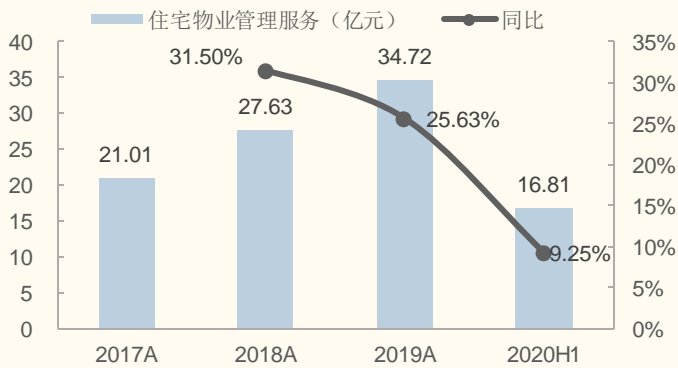


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

业绩高增长，住宅物业外拓成效初显

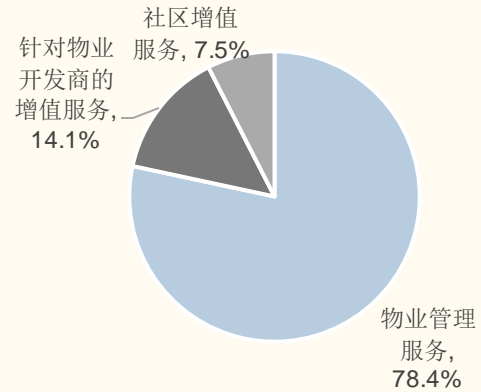
- 2019 年，公司住宅物业管理服务实现营收 34.72 亿元，同比+25.63%；2020H1，公司实现营收 16.81 亿元，同比+9.25%；2017-2019 年营收 CAGR 达 28.53%。
- 分业务来看，2019 年公司物业管理服务实现营收 26.67 亿元，同比+26.65%，占比 2019 年营收 76.8%；开发商增值服务营收达 5.07 亿元，同比+15.62%，占比 14.6%；社区增值服务营收达 2.97 亿元，同比+35.88%，占比 8.6%。其中：
 - 物业管理服务中：住宅物业营收 25.60 亿元，占比 96.0%；非商业物业（公用设施如体育馆、公园和工业园等）营收 1.07 亿元，占比 4.0%；
 - 开发商增值业务中：交付前营销配合服务营收 3.23 亿元，占比 63.7%；前期筹备服务收入 1.50 亿元，占比 29.6%；顾问服务收入 0.34 亿元，占比 6.7%；
 - 社区增值服务中：社区生活服务营收 1.45 亿元，占比 48.9%；经纪及资产服务营收 1.52 亿元，占比 51.1%。

图表 26：2017-2020H1 住宅物业服务营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

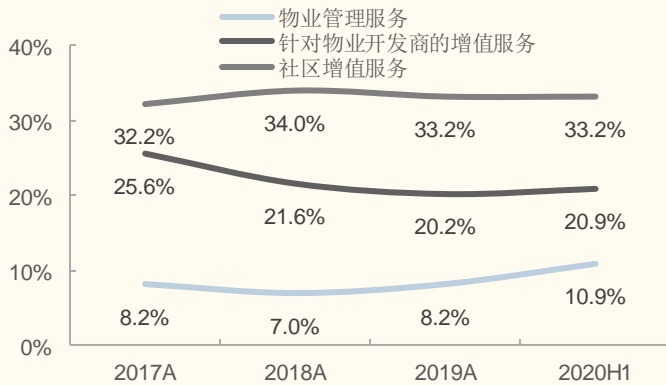
图表 27：2020H1 住宅物业服务营业收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

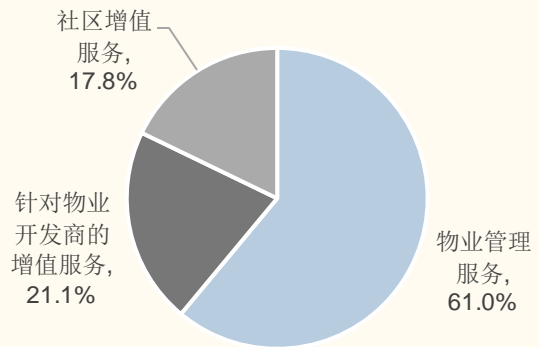
- 2019 年，公司住宅物业管理服务毛利润 4.20 亿元，毛利率 12.1%。分业务来看，2019 年物业管理服务毛利润 2.19 亿元，毛利率 8.2%，占比 52.2%；开发商增值服务毛利润达 1.02 亿元，毛利率 20.2%，占比 24.3%；社区增值服务毛利润达 0.99 亿元，毛利率 33.2%，占比 23.5%。

图表 28：2017-2020H1 分项业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：2020H1 分项业务毛利润构成

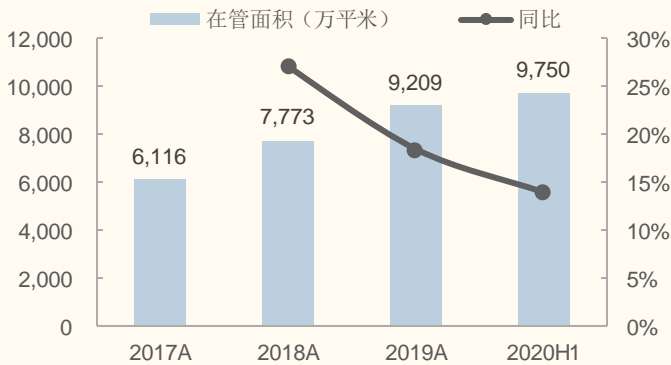


来源：公司公告，国金证券研究所

- 截至 2020H1，公司物业管理服务在管面积 9,750 万平方米，较 2019 年底 +5.87%；合约面积达 13,185 亿平方米，较 2019 年底+11.65%，合约面积覆盖管理面积达 1.35 倍。2017-2019 年，公司在管面积 CAGR 达 22.70%，合约面积 CAGR 达 32.85%，合约面积增速高于在管面积。其中：
 - 按城市能级来看，一线城市在管面积占比 17.6%，二线城市占比 55.1%，三四线占比 27.3%；一二线占比始终高于 70%。
 - 按区域分布来看，华北大区在管面积占比 21.9%，华南大区占比 11.5%，华西大区占比 18.3%，华东大区占比 16.5%，华中大区占比 19.5%，东北大区占比 12.3%；
 - 按客户类型来看，华润集团和华润置地在管面积占比 81.6%，独立第三方占比 18.4%。近几年来，独立第三方在管面积占比持续提升，较 2017 年提升 13.8pct。
- 根据招股书，预计 2020-2023 年之后物业管理服务总交付面积 3,890 万平方米，总项目个数 306 个，其中 70.5%来自于华润集团及华润置地。2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年及以后分别交付面积 576 万平方米、1,137 万平方米、1,008 万平方米、1,168 万平方米。依据现有合约面积，能保证 2020-2023 年在管面积 CAGR 达约 10%。

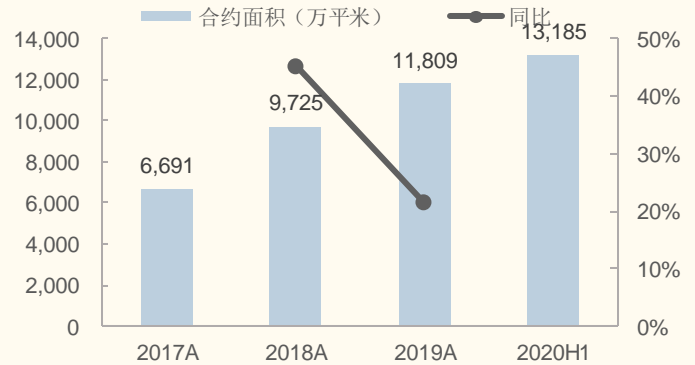
- 公司本次 IPO 募集资金中，预计 25%/27.5 亿港元将用于收购物业管理服务上，以 20 元/平估值来计算，可以完成约 1.4 亿平的项目收购。

图表 30：2017-2020H1 在管面积及增速



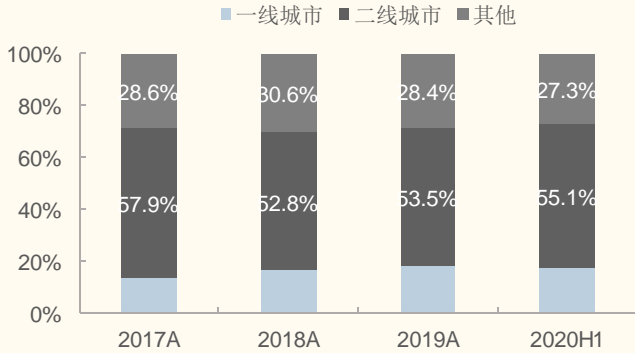
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：2017-2020H1 合约面积及增速



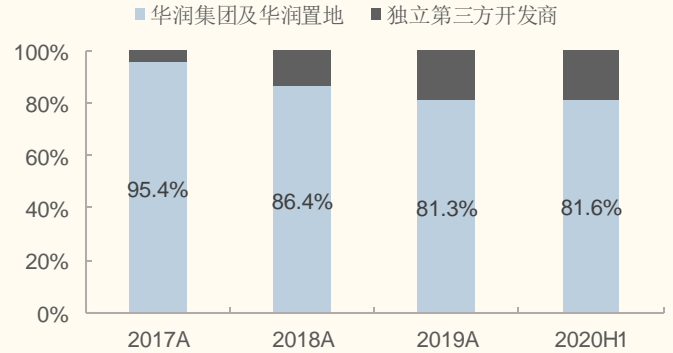
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：2017-2020H1 按城市能级在管面积占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：2017-2020H1 内生及外拓面积占比



来源：公司公告，国金证券研究所

商业运营服务：能力卓越，管理输出潜力巨大

商业地产成功两大要素：资产优、管理好

- **投资阶段奠定基础。**投资阶段的地段、资产定位、项目规划、退出机制设计与风险把控等奠定了项目的基础，对项目成败至关重要。尤其在供过于求的存量时代，地段核心、投资规模更大、建造和设计标准高、定位高端的核心资产往往能够赢得更高的回报率，而这些核心资产也拥有更稳定的收益表现和抗风险能力。
- **优秀的管理能力拉开资产差距，构筑品牌壁垒。**以购物中心为例，好的地段、设计、定位及运营能力能够吸引优质商户；优质商户带来客户流量、提升客单价，实现流量变现，购物中心获得成功；成功的项目不仅帮助企业获得商户的信任、从而建立长期稳定合作关系，也反哺企业、帮助其完善管理制度，进一步提升管理竞争力。因此我们可以看到，购物中心运营管理各环节之间环环相扣，相互促进。最终当标杆项目得以复制推广，企业品牌影响力逐渐扩大，将在长期形成自己的品牌壁垒。

图表 34：优质运营管理能力塑造购物中心品牌优势



来源：国金证券研究所

管理能力与资源网络成就非凡自有品牌

- **自有品牌万象城和万象汇享誉中国。**公司旗下三个产品系列，分别是万象城、万象汇/五彩城和万象天地。其中，万象城偏向于城市级高端大型综合体项目，规模体量大，自 2004 年首开深圳罗湖万象城取得巨大成功，已经走向全国，成为高端商业的典范，是唯一能与港资匹敌的内资品牌；万象天地属于年轻潮流的 Mall+街区模式，2019 年首开深圳万象天地广受好评；万象汇/五彩城则为中高端区域性商业中心，经常作为地产项目的配套设施。万象城/万象汇系列已经成为中国知名度最高、最受认可的购物中心品牌之一。
- 根据弗若斯特沙利文，按 2020 年上半年购物中心运营服务市场收入计算，公司在全国所有购物中心运营服务供应商中位居第二。同时公司 2019 年在管购物中心平均加权租金 291.4 元/平，处于行业领先水平，一方面说明旗下购物中心中高端定位，另一方面也反应公司强劲的运营服务能力。中国指数研究院授予公司 2019 年中国物业服务专业化运营领先品牌，品牌价值超过 70 亿元。

图表 35：购物中心品牌产品线对比

	产品线	产品定位	目标客户	选址布局
华润	万象城/万象天地	万象城城市级高端购物中心；万象天地偏时尚年轻	城市所有人员	万象城选择的城市能级相对更高；更多项目主要为住宅配套
	万象汇/五彩城	区域级购物中心，家庭和生活在两个主题	家庭消费群体	
龙湖	天街	区域级购物中心（偏时尚）	中等收入新兴家庭	深耕西南大本营重庆成都，同时聚焦成长性高的一线和长三角准一线城市
	星悦荟	社区级购物中心（偏餐饮）	中产阶级家庭	
	家悦荟	中高端家居购物中心		
大悦城	大悦城	城市级，偏向潮流、时尚品牌等目的性消费，迎合第二生活志趣	18-35岁新兴中产阶级	侧重一、二线城市核心商圈； 一线城市非核心商圈和二线城市核心商圈
	大悦春风里	区域级，主打高性价比、高频次消费业态，满足第一生活需求	25-45岁年轻及成熟中产阶级	
凯德	凯德广场/Mall	区域级购物中心	家庭消费、品质生活	聚焦5大城市群一二线及强三线城市，来福士布局在其中更核心地城市
	来福士	城市级“综合体”	全体人员，时尚购物	
	龙之梦	一站式购物中心		

来源：国金证券研究所

图表 36：2019 年销售额超 20 亿的购物中心中华润项目排名

城市	门店	年销售额	当地排名
重庆	重庆万象城	30 亿	3
西安	西安西咸万象城	23.6 亿	1
沈阳	沈阳万象城	55 亿	1
深圳	深圳万象城	90 亿	1
深圳	深圳万象天地	38.5 亿	3
青岛	青岛万象城	28 亿	1
南宁	南宁万象城	46 亿+	1
杭州	杭州万象城	45 亿	3
成都	成都华润万象城	29 亿	3
合肥	合肥万象城	20 亿左右	1

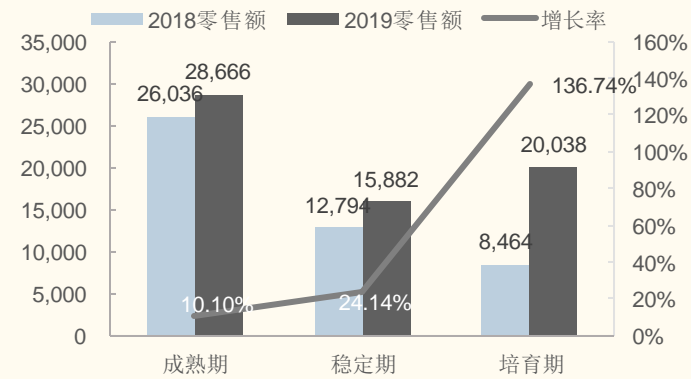
来源：新商网，鹏友会，国金证券研究所

- **运营管理能力业内顶尖。**公司具备为客户提供策划、设计、招商、品牌授权、运营管理等贯穿商业地产开发运营全流程的服务，管理能力为多年来业绩所证明。
- **经营维度：1) 同店同比增长稳。**2019 年已开业项目零售额同店同比增速高达 18%，租金收入增速 15%，客户流量同店同比 7%。年报显示，成熟期项目（开业>5 年）零售额和租金收入增长率超过 10%，稳定期项目（开业 3-5 年）零售额和租金收入的增速分别达到 24%和 17.5%。**2) 可持续发展性强。**公司单项目平均零售额（包含成熟期与非成熟期项目）逐年提升，租售比逐年下降，一方面体现为经营能力提升，出租率上升，另外一方面也体现公司与客户共同成长，租金增长的可持续性更强。**3) 疫情之后强势复苏。**公司购物中心 5-7 月零售

额同比增长 26%、14%和 29%，同店增长 17%，7%和 21%，租金收入同比增幅 18%，15%和 22%，租金收入同店增长 8%，6%和 13%。

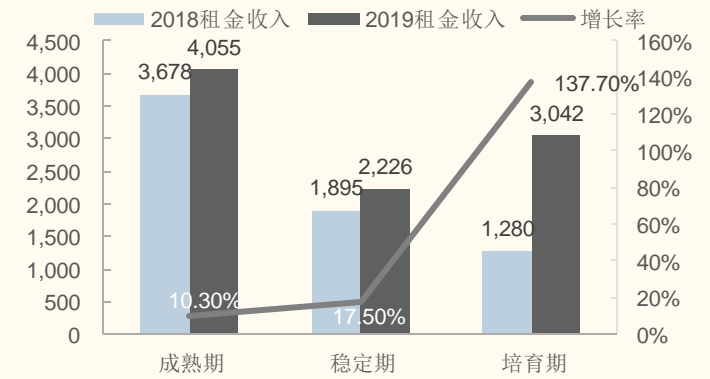
- **投资回报维度：**公司购物中心 YOC（基于成本的收入回报）保持在相当高的水平，若假设 70%利润率（商业、办公整体利润率约为 75%），则成熟期、稳定期和培育期购物中心的 NOI 率分别为 23.3%、16.9%和 10.2%，远高于市场平均 Cap Rate 水平 6%，资产投资回报率优秀。

图表 37：2018-2019 年华润购物中心零售额（百万）及增速



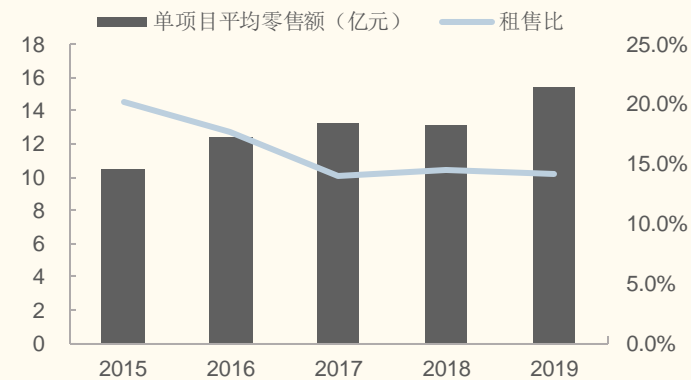
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：2018-2019 年华润购物中心租金收入（百万）及增速



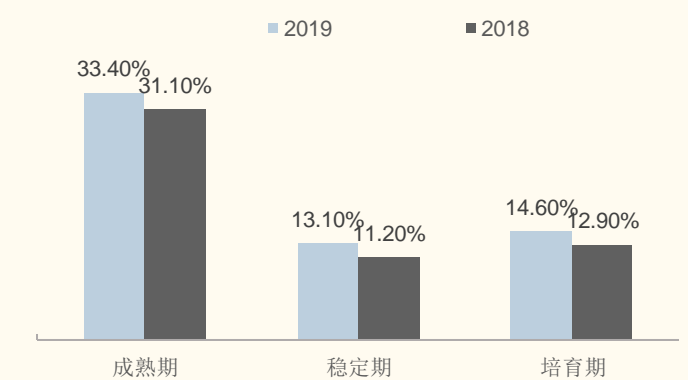
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：华润购物中心单项目平均零售额、租售比



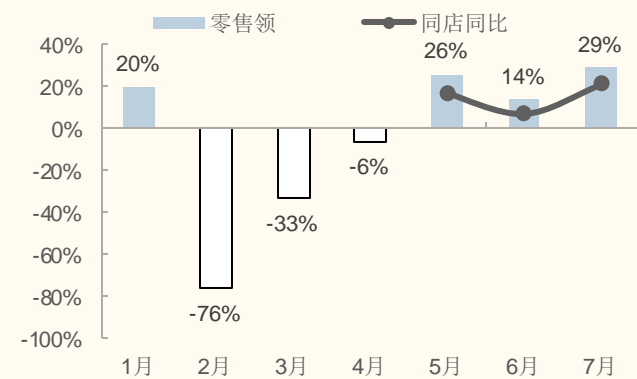
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：2018-2019 年华润购物中心 YOC



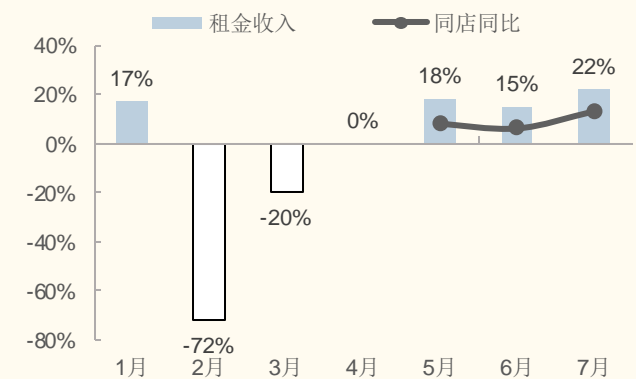
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：2020 年购物中心零售额按月增长表现



来源：公司公告，国金证券研究所

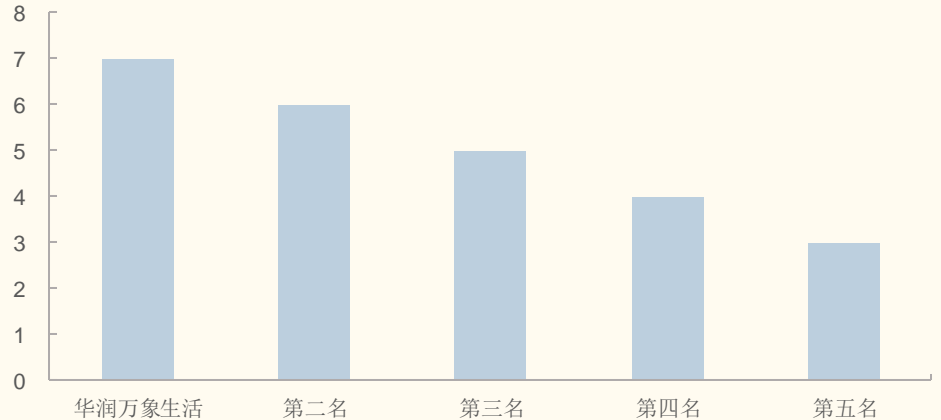
图表 42：2020 年购物中心租金增长按月表现



来源：公司公告，国金证券研究所

- **广泛且高端的租户资源网络巩固护城河。**公司建立横跨奢侈品、快时尚、餐饮、教育及娱乐在内的约 5,000 个全球及中国零售品牌网络，是国际品牌在国内最大合作方。尤其在奢侈品方面，华润万象城是国内为数不多的受到外资奢侈品青睐的品牌，2019 年公司在管重奢购物中心数量全国第一。这意味着对运营服务要求严苛的奢侈品牌商对公司资产和能力的认可，也为公司提升品牌影响力、获得更多租户资源奠定了坚实基础。公司手握优质租户，在无形中建立了护城河，构成了强大的竞争优势。

图表 43：2019 年在管重奢购物中心数量排名

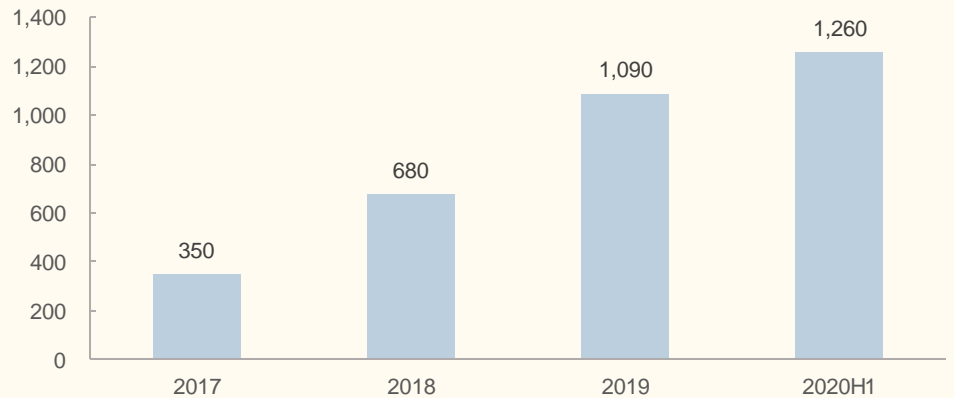


来源：公司公告，国金证券研究所

会员体系与科技手段赋能生态圈

- **建立针对多业态的会员体系。**公司现有会员体系包括购物中心“一点万象”会员体系、住宅物业“悦家”会员体系和写字楼“Officeasy”会员体系。截至 2020H1，“一点万象”体系拥有 1260 万会员，“悦家”拥有约 79 万个会员，“Officeasy”及其相关体系拥有约 6 万个租户会员。
- **线上线下有机结合，转用户被动为主动。**2016 年首次推出“一点万象”，是公司购物中心线上平台。作为购物中心与“互联网+”的结合，用户可以随时在线查询商家和货品的信息，获取购物中心最新活动资讯，查询停车位和在线寻车缴费，满足订餐订票、咨询服务、办理会员卡、开具发票、积分兑礼等诸多需求。一点万象将万象城、用户和租户有机结合，打通线上线下，转用户被动为主动，提高了客流量以及流量变现。同时为公司提供了更准确掌握消费者信息的渠道，对于商家也是额外的营销手段。
- **高端品牌的会员制度更具备长期价值。**作为重奢级购物中心，华润万象城黑金卡（即华润通黑金卡，同时也是一点万象的最高级别会员）赋予客户更多高端权益，如专属客户经理一对一陪同购物、专属立体停车楼、黑金私享休息区、新品优先选购免排队、定制化会员活动等。通过在华润购物中心消费更多，获得更高级别会员权益，会员获得的优越感是一般品牌所无法给予的。客户沉浸于优越感的同时，粘性也越来越高，品牌影响力也越来越大。

图表 44：购物中心会员数量（千万）



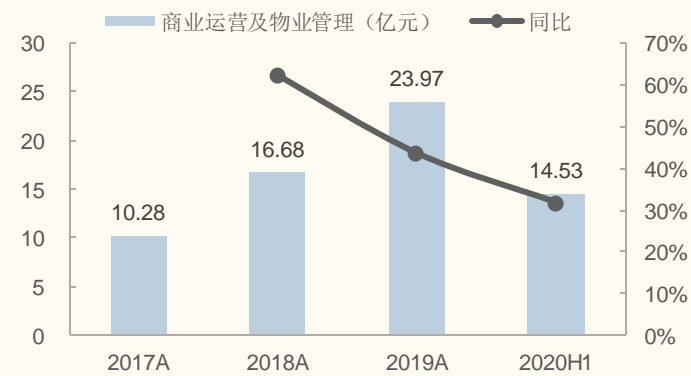
来源：公司公告，国金证券研究所

- **运用先进技术提升经营效率及用户体验。**公司遵循数字化、信息化和智能化策略，充分运用物联网、人工智能及大数据，实现自动化，减少对人工的依赖。
 - 2020 年，“一点万象”与支付宝合作，将“一点万象”搬进支付宝小程序，通过支付宝扩展获客渠道；同年与华为合作，推出 AR 地图，包括 AR 店铺、车位导航、AR 广告等服务，打造全场景智慧商圈。
 - 疫情期间，公司通过“一点万象”开启“云购物”模式，公司开发了“全域数字化销售配送智能系统”，开放线上消费和配送，同时为商户提供直播带货、KOL 带货入口，保证店铺持续经营和消费者正常购物。此外，“一点万象”还与微医、喜马拉雅等第三方合作，推出线上义诊、防疫电台等活动，丰富消费者生活。

储备面积体量大，管理输出将成为新的利润增长极

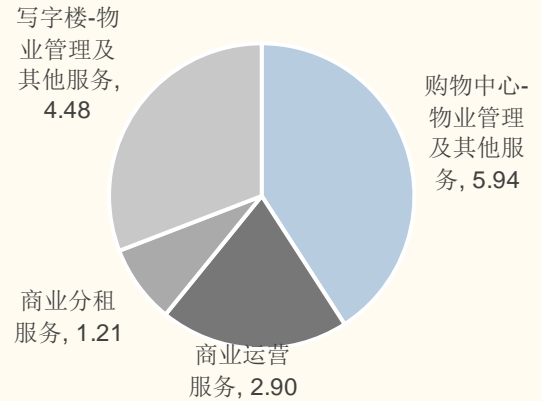
- 2019 年，公司**商业运营及物业管理**实现营收 23.97 亿元，同比+43.65%；2020H1，公司实现营收 14.53 亿元，同比+31.88%；2017-2019 年营收 CAGR 达 52.68%。
- 分业务来看，2019 年公司**购物中心**实现营收 15.58 亿元，同比+36.32%，占比 2019 年营收 65.00%；**写字楼**收入达 8.38 亿元，同比+35.60%，占比 35.00%。其中：
 - **购物中心：**物业管理及其他服务营收 12.57 亿元，占比 80.6%；商业分租服务营收 3.02 亿元，占比 19.4%（注：2020H1 新增商业运营服务；截至 2020H1，物业管理及其他服务营收 5.94 亿元，占比 59.1%；商业运营服务营收 2.90 亿元，占比 28.9%；商业分租服务营收 1.21 亿元，占比 12.0%）；
 - **写字楼：**物业管理及其他服务营收 8.38 亿元，占比 100%。

图表 45: 2017-2020H1 商业运营及物业管理营业收入及增速



来源: wind, 国金证券研究所

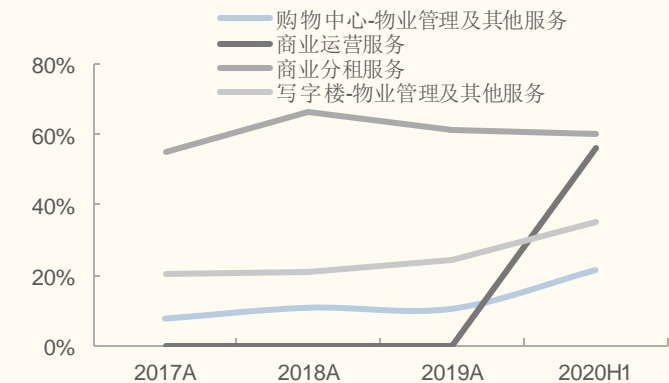
图表 46: 2020H1 商业运营及物业管理营业收入结构



来源: wind, 国金证券研究所

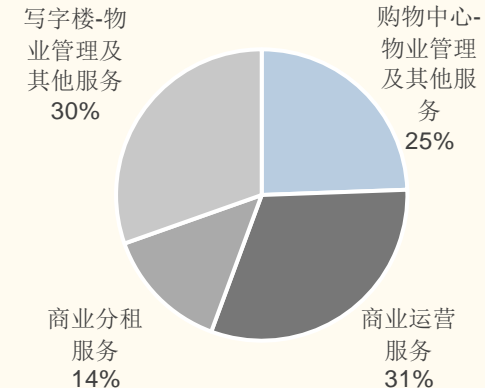
- 2019 年, 公司商业运营及物业管理毛利润 5.22 亿元, 毛利率 21.8%。分业务来看, 2019 年购物中心毛利润 3.16 亿元, 毛利率 20.3%, 占比 60.5%; 写字楼毛利润达 2.06 亿元, 毛利率 24.5%。其中:
 - 购物中心: 物业管理及其他服务毛利润 1.31 亿元, 毛利率 10.4%, 占比 41.3%; 商业分租服务 1.86 亿元, 毛利率 61.5%, 占比 58.7%;
 - 写字楼: 物业管理及其他服务毛利润 2.06 亿元, 毛利率 24.5%, 占比 100%。

图表 47: 2017-2020H1 分项业务毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 48: 2020H1 分项业务毛利润构成

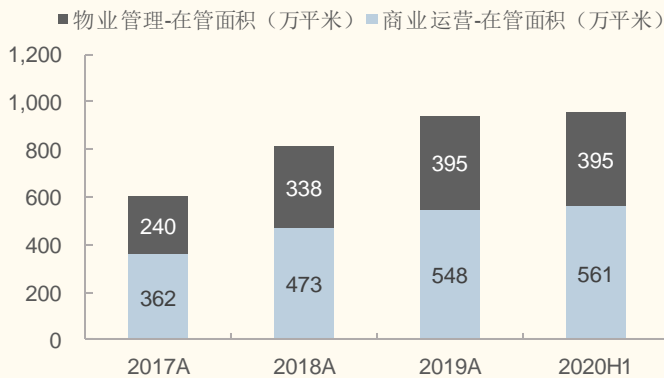


来源: wind, 国金证券研究所

- 截至 2020H1, 购物中心业务下, 公司商业运营服务在管面积/合约面积 561 万平方米; 物业管理及其他在管面积 395 万平方米, 同比+17.16%; 合约面积达 395 万平方米, 同比+17.16%。写字楼业务下, 公司物业管理及其他在管面积 514 万平方米, 同比+16.92%; 合约面积达 657 万平方米, 同比+12.11%。其中, 对于购物中心商业运营服务:
 - 按区域分布来看, 华北大区在管面积占比 30.7%, 华南大区占比 20.0%, 华西大区占比 9.6%, 华东大区占比 16.4%, 华中大区占比 9.9%, 东北大区占比 9.8%;
 - 按客户类型来看, 华润集团和华润置地合同面积占比 93.9%, 独立第三方占比 6.1%。
- 根据招股书, 未来商业运营服务板块的业绩增量主要来自于华润集团及华润置地, 其中购物中心商业运营在管面积将于 2024 年接近翻倍, 写字楼商业运营于 2020H2 开始亦是新的增长点;

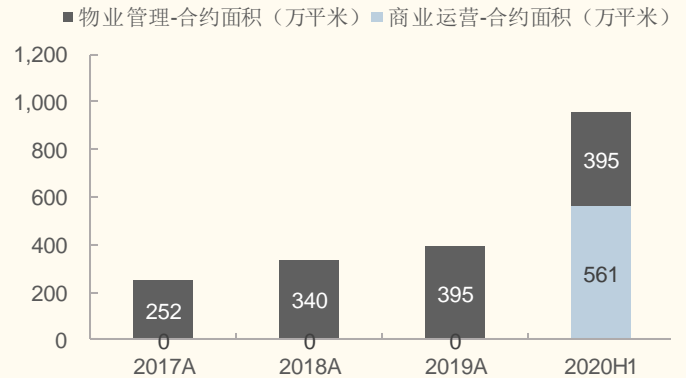
- **购物中心**：预计 2020 年底前-2024 年商业运营服务总交付面积 452 万平方米，总项目个数 48 个，其中 93.9%来自于华润集团及华润置地；预计 2020-2022 年物业管理及其他服务总交付面积 121 万平方米，总项目个数 13 个，其中 100%来自于华润集团及华润置地；
- **写字楼**：预计自 2020H2 起，2020-2023 年之后商业运营服务总交付面积 52 万平方米，总项目个数 10 个，其中 99.3%来自于华润集团及华润置地；物业管理及其他服务尚未交付面积 175 万平方米，总项目个数 16 个，其中 99.9%来自于华润集团及华润置地。

图表 49：2017-2020H1 购物中心下在管面积



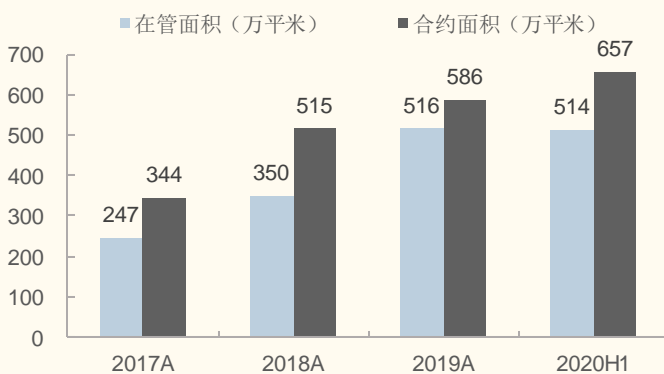
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：2017-2020H1 购物中心下合约面积



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：2017-2020H1 写字楼下在管面积与合约面积



来源：公司公告，国金证券研究所

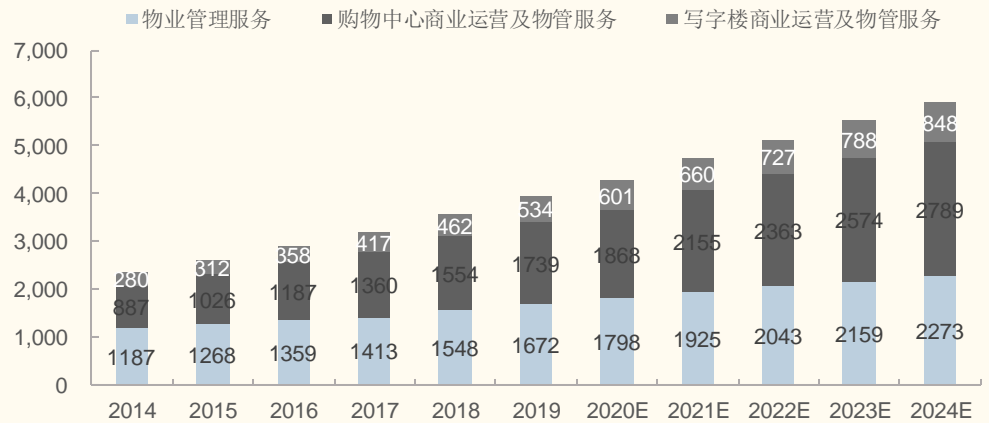
图表 52：公司购物中心和写字楼未来新增交付面积

业务	交付年度	交付面积 (万平方米)
购物中心		
商业运营服务	2020-2024 年	452
物业管理及其他	2020-2022 年	121
写字楼		
商业运营服务	2020-2023 年或之后	52
物业管理及其他	2020 年及以后	175

来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据弗若斯特沙利文，购物中心和写字楼商管及物管服务市场规模合计要大于住宅物业。而且不同于住宅物业的超长期合约，商业运营服务的合约通常是 3-5 年一签，到期之后可以更换服务商，租期更换频繁实际上给了管理能力突出的企业更多的机会。
- 依托于优质的综合体运营服务与物业管理能力，公司可以通过管理输出、承租经营、商管公司收并购等各种方式向外扩张，尤其是位于一二线城市的购物中心、写字楼、大型复杂综合体等。考虑到市场对高品质服务商的渴求以及近期市场对公司轻资产输出计划的报道，我们认为公司商业板块的外拓空间充满想象。

图表 53: 2014-2024E 物管及商管市场规模



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测及估值讨论

- 收入预测：**我们预计 2020-2022 年公司营业总营收分别为 71.2 亿元、92.7 亿元和 120.9 亿元，增速分别为 21.3%、30.1%和 30.5%。其中住宅物业管理服务营收分别为 42.0 亿元、56.4 亿元和 73.8 亿元，对应增速分别为 20.9%、34.4%和 30.8%；商业运营及物业管理服务营收分别为 29.2 亿元、36.2 亿元和 47.1 亿元，对应增速分别为 22.0%、24.0%和 30.1%。主要假设如下：
 - 物业管理服务（住宅）：**考虑到母公司华润置地每年稳定的交付面积，以及公司 IPO 后自 2021 年起通过第三方拓展和并购加速发展，预计在管面积增速较高，但并购及外接盘会导致毛利率受到一定影响。
 - 增值服务：**1) 开发商增值服务：三条红线压制下，房企增速放缓，开发商的增值服务营收增速将有所下降。2) 社区增值服务：考虑到公司未来在管面积增速较快，以及主要服务中高端楼盘，增值服务增长空间较大，未来仍然保持较高增长。
 - 商业运营及物业管理服务：**板块整体发展来自于母公司的交付和第三方管理输出，商业运营业务将提高公司整体毛利率。1) **购物中心：商业运营服务**于 2020H1 首次计入营收，毛利高，推动 2020 年净利润高速增长。2024 年前仅华润置地交付就高达 450 万平米，同时管理输出亦将带来增量，未来增速高；**物业管理及服务**自 2020H2 转包干制为酬金制收费，该转变将缩减业务整体营收（同时由于 2020 年基数相对高，将影响 2021 年营收增速），但提升整体毛利率；**商业分租方面**，兰州万象城预计于 2021 年开业，以及疫情恢复后深圳布吉万象城可能会有价值重估。2) **写字楼：**商业运营服务于 2020H2 首次计入营收，2021 年起将成为新的增长点；物业管理服采用包干制收费模式，随着业务扩张亦将有所贡献。
 - 预计华润万象生活 2020-2022 年归母净利润为 6.5 亿元、14.0 亿元和 17.9 亿元，给予 2022 年 45x PE，对应市值 806 亿港元，对应目标价 36.57 港元。**

图表 54：华润万象生活经营预测

经营模型预测 (百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,129	4,432	5,868	7,119	9,265	12,091
住宅物业管理服务	2,101	2,101	2,763	3,472	4,197	5,641
物业管理服务	1,644	2,106	2,667	3,166	4,400	5,927
开发商增值服务	310	439	507	659	758	872
社区增值服务	147	219	297	371	483	579
商业运营及物业管理服务	1,028	1,668	2,397	2,923	3,624	4,713
购物中心	717	1,143	1,558	1,908	2,178	2,954
写字楼	311	525	838	1,014	1,446	1,759
毛利率	13.0%	15.0%	16.1%	21.8%	25.6%	26.3%
住宅物业管理服务	12.4%	12.4%	11.4%	12.1%	13.0%	12.8%
8.2%	8.2%	7.0%	8.2%	9.5%	9.0%	9.2%
25.6%	25.6%	21.6%	20.2%	20.5%	21.5%	21.7%
32.2%	32.2%	34.0%	33.2%	30.0%	34.0%	34.2%
商业运营及物业管理服务	14.2%	20.9%	21.8%	34.3%	45.5%	47.8%
购物中心	11.5%	21.0%	20.3%	38.1%	53.0%	54.8%
写字楼	20.4%	20.8%	24.5%	27.1%	34.2%	36.1%

来源：国金证券研究所

投资建议

- **“物管+商管”稀缺标的，竞争站位突出。** 公司具备国内最高品质的综合体物管与商管运营服务能力，物业服务美誉度高，商管实力行业顶尖。依托于母公司华润置地强劲实力的支持，以及轻资产商管能力输出，内生增长确定，成长性高。同时本轮 IPO 后，在手现金充足，外延并购将助力增长。
- **物管机会与挑战并存，商管结构性机会突出。**
 - **物管：**自上而下看，行业风口期，高增长、高回报、高分红、高现金储备，同时想象空间巨大。但自下而上看，增长存在瓶颈：①规模不经济和物业费上涨困难制约板块毛利提升；②增值服务成色一般，缺乏竞争力，发展路径仍待探索；③竞争者涌入使得外拓成本越来越贵。
 - **商管：**存量不动产供过于求，同质化问题严重。线上对线下的冲击大，业主普遍存在流量焦虑的问题。优秀的主动管理能力能够拉开资产差距，稀缺性凸显。尤其在未来重资产可能普遍经营困难的情况下，具备良好商管能力的企业可以通过轻资产模式去盘活别家。
- **全业态综合服务能力标杆，能力护城河深。**
 - 区别于传统住宅物管企业，公司具备国内最高品质的综合体物管与商管运营服务能力。
 - 物管服务美誉度高，收缴率、单方收费等经营指标优秀。商管运营能力卓越，从品牌、经营指标、投资回报率等维度衡量均为行业标杆。投资回报率而言，我们估计华润置地旗下成熟期、稳定期和培育期购物中心的 NOI 率分别为 23.3%、16.9%和 10.2%，远高于市场平均 Cap Rate 水平 6%，资产投资回报率优秀。
 - 广泛且高端的租户网络构建了强大的竞争优势。公司建立了横跨奢侈品、快时尚、餐饮、教育及娱乐在内的约 5,000 个全球及中国零售品牌租户网络。尤其在奢侈品方面，华润万象城是国内为数不多的受到

外资奢侈品青睐的品牌，这意味着对运营服务要求严苛的奢侈品牌商对公司资产和能力的认可，也为公司提升品牌影响力、获得更多租户资源奠定了坚实基础。

■ **母公司实力强劲，支撑高确定性成长。**

- **三条红线下，母公司背景优势凸显。**对于整个行业，三条红线会使得房企为满足整体资债指标，放缓规模增长，部分严重踩线的企业将受到极大限制。母公司华润置地财务健康，项目优质，相对而言受政策的影响较小，仍可保持稳定增长，为公司发展持续提供助力。
- **来自母公司的内生增长确定性高。**根据招股书，公司 2020-2023 年之后交付住宅物业 3890 万平米，其中华润集团及华润置地贡献 70%；2020-2024 年交付购物中心运营服务 452 万平米，几乎来源于华润集团及华润置地，预计购物管理中心运营服务面积在未来四年内将接近翻倍。同时写字楼运营服务业务于 2020H2 开始计入营收，未来将成为新的增长点。

■ **优质商管平台，模式佳，外拓潜力大。**

- **商管服务的业务模式好。**1) **抗周期性。**商管业务为轻资产模式，避免商业资产价格波动带来的影响。虽然当经济下行时，商业地产零售额下滑会造成公司营收损失，但损失控制及抗风险能力要远好过重资产企业。2) **具备成长性。**对于购物中心商管服务，管理收入与购物中心零售额呈正相关，较物管成长性更强。3) **扩张速度快。**轻资产模式，只要管理能力跟得上，扩张复制的速度快。
- **三方外拓提供内生增长动能。**行业大背景下，我们看好公司优质商管平台能力输出。公司可以通过管理输出、承租经营、商管公司收并购等各种方式向外扩张，对象可以是位于一二线城市的购物中心、写字楼、大型复杂综合体等。
- **购物中心和写字楼商业运营服务扩大将有助于提升公司整体毛利率。**
- 我们预计公司 2020-2022 年，对应 EPS 为 0.30 元、0.63 元、0.81 元。首次覆盖，给予“增持”评级，给予 2022E 年 45x PE，对应目标价 36.57 港元。

风险提示

- 地产行业调控超预期、公司业务外拓进展不顺利、外拓项目侵蚀毛利率

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,134	4,440	5,876	7,119	9,265	12,091	货币资金	871	1,136	605	13,378	14,155	15,605
增长率	#DIV/0!	41.7%	32.3%	21.2%	30.1%	30.5%	应收账款	1,052	1,933	3,188	3,727	4,261	4,898
主营业务成本	2,722	3,766	4,926	5,570	6,894	8,907	存货	37	106	106	159	177	207
%销售收入	86.9%	84.8%	83.8%	78.2%	74.4%	73.7%	其他流动资产	5	185	724	819	1,001	1,221
毛利	407	665	942	1,549	2,371	3,184	流动资产	1,965	3,360	4,623	18,082	19,593	21,932
%销售收入	13.0%	15.0%	16.0%	21.8%	25.6%	26.3%	%总资产	50.6%	58.5%	65.1%	87.9%	88.3%	89.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	投资性房地产	1,733	2,168	2,218	2,189	2,263	2,263
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	133	180	203	234	264	292
销售费用	26	54	71	85	102	133	%总资产	3.4%	3.1%	2.9%	1.1%	1.2%	1.2%
%销售收入	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	无形资产	24	23	48	52	57	64
管理费用	205	335	432	591	686	895	非流动资产	1,915	2,382	2,478	2,485	2,594	2,629
%销售收入	6.5%	7.5%	7.4%	8.3%	7.4%	7.4%	%总资产	49.4%	41.5%	34.9%	12.1%	11.7%	10.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	3,881	5,742	7,101	20,567	22,187	24,561
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	177	280	443	869	1,579	2,150	应付款项	168	383	449	619	766	990
%销售收入	5.7%	6.3%	7.5%	12.2%	17.0%	17.8%	其他流动负债	2,083	3,302	4,189	4,770	5,652	6,771
财务费用	21	58	56	78	-96	-102	流动负债	2,250	3,685	4,637	5,389	6,418	7,761
%销售收入	0.7%	1.3%	1.0%	1.1%	-1.0%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,316	1,390	1,432	1,432	1,432	1,432
	0	0	0	0	0	0	负债	3,566	5,075	6,070	6,821	7,850	9,193
投资收益	360	350	109	78	204	157	普通股股东权益	314	667	1,032	13,746	14,337	15,368
%税前利润	69.7%	61.2%	22.0%	9.0%	10.8%	6.5%	其中：股本	0	0	0	550	550	550
营业利润	177	280	443	869	1,579	2,150	未分配利润	314	667	1,031	13,196	14,387	16,018
营业利润率	5.7%	6.3%	7.5%	12.2%	17.0%	17.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	3,881	5,742	7,101	20,567	22,187	24,561
税前利润	516	572	497	869	1,879	2,409							
利润率	16.5%	12.9%	8.5%	12.2%	20.3%	19.9%	比率分析						
所得税	128	149	132	224	484	621		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	24.8%	26.1%	26.5%	25.8%	25.8%	25.8%	每股指标						
净利润	388	423	365	645	1,395	1,788	每股收益	0.177	0.192	0.166	0.293	0.634	0.813
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	0.143	0.303	0.469	6.248	6.517	6.985
归属于母公司的净利润	388	423	365	645	1,395	1,788	每股经营现金流	0.240	0.519	0.207	0.351	0.664	0.938
净利率	12.4%	9.5%	6.2%	9.1%	15.1%	14.8%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	123.50%	63.44%	35.38%	4.69%	9.73%	11.64%
							总资产收益率	10.01%	7.37%	5.14%	3.14%	6.29%	7.28%
							投入资本收益率	10.13%	14.91%	22.75%	45.05%	81.81%	111.42%
							增长率						
							主营业务收入增长率	#DIV/0!	41.66%	32.34%	21.17%	30.14%	30.50%
							EBIT增长率	#DIV/0!	58.22%	58.25%	96.04%	81.61%	36.19%
							净利润增长率	#DIV/0!	8.90%	-13.71%	76.81%	116.15%	28.21%
							总资产增长率	#DIV/0!	47.95%	23.68%	189.63%	7.88%	10.70%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	22.3	34.8	36.6	44.5	44.0	43.5
							存货周转天数	5.0	10.3	7.8	10.4	9.4	8.5
							应付账款周转天数	22.5	37.1	33.3	40.6	40.6	40.6
							固定资产周转天数	15.5	14.8	12.6	12.0	10.4	8.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	141.33%	38.04%	80.15%	-86.90%	-88.74%	-92.22%
							EBIT利息保障倍数	8.5	4.8	7.9	11.1	-16.4	-21.2
							资产负债率	91.90%	88.39%	85.47%	33.17%	35.38%	37.43%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	388	423	365	645	1,395	1,788
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-246	-188	47	0	-300	-259
非经营收益						
营运资金变动	353	865	-10	65	295	454
经营活动现金净流	529	1,142	455	773	1,461	2,063
资本开支	-61	-81	-77	-98	-106	-114
投资	-139	-104	0	28	-674	-600
其他	-111	-542	-1,007	0	0	0
投资活动现金净流	-311	-727	-1,084	-70	-780	-714
股权募资	0	0	0	12,147	0	0
债权募资	-202	-516	-391	0	0	0
其他	194	366	489	-78	96	102
筹资活动现金净流	-8	-150	99	12,069	96	102
现金净流量	210	265	-531	12,772	777	1,450

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402