

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001

核心观点

公司是全国领先的物业管理及商业运营品牌，住宅物业管理规模大、能级高、品质佳；商业运营品质高、口碑好、极具稀缺性。我们首次覆盖，给予“买入”的评级，目标价 39.65 港元。

■ **全国领先的物业管理及商业运营商。**华润万象生活分拆自华润置地。2019 年，华润万象生活实现营业收入 58.7 亿元，同比增长 32%，自 2017 年以来年复合增速 37%。公司业务主要划分为两个板块，分别为住宅物业管理板块和商业运营及物业管理板块，2020 年上半年两个板块的收入分别为 16.7 亿元和 14.5 亿元，分别占 53.6%和 46.4%。

■ **商业运营高口碑、高品质，极具稀缺性。**公司是市场稀有的全国性、高定位、高品质的购物中心管理公司。拥有多年经验以及品牌壁垒铸成的强大护城河，公司在管购物中心品牌优质，能力输出条件成熟。

■ **万象品牌进入扩张加速期，轻资产复制开始成熟。**公司预计 2020 年之后将有约 56 座的购物中心开业，届时将有共约 12.4 百万平米的开业 GFA，也就是说未来几年华润置地购物中心数量和在建面积将接近翻倍。在母公司华润置地购物中心扩张极高确定性的基础之上，公司亦开始尝试经验输出项目，再次确认未来规模增长强度。

■ **住宅物业规模大、能级高、品质佳。**公司住宅物业区位能级高，有 73%位于一二线城市。高能级物业叠加科技系统的运用为将来单盘毛利提升和增值服务拓展打开增长空间。同时母公司确定性大规模供给和公司本身的三方外拓能力确保未来高确定性规模增长。因此，相较于可比公司，我们认为公司住宅物业板块没有理由成为市场担忧的估值负面因素。

■ **风险提示：**外拓不及预期的风险；商业运营长期来看有成长天花板的风险。

■ **公司作为中国最好的商业管理公司，标的具有稀缺性。**我们预计公司 2020/2021/2022 的归母净利润分别为 7.66/13.57/18.42 亿元，公司作为优质的商管品牌应享有更高的溢价，我们给予公司 2022 年 40x PE 估值，目标价 39.65 港元/股，首次覆盖并给予“买入”评级。

华润万象生活	01209.HK
评级	买入（首次）
当前价	22.30 港元
目标价	39.65 港元
总股本	2, 200 百万股
港股流通股本	2, 200 百万股
52 周最高/最低价	32.90/27.25 港元
近 1 月绝对涨幅	25.56 %
近 6 月绝对涨幅	25.56 %
近 12 月绝对涨幅	25.56 %

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,431.7	5,868.1	7,194.2	9,346.8	12,325.6
YoY	41.61%	32.41%	22.60%	29.92%	31.87%
归母净利润（百万元）	422.9	364.9	765.9	1,356.7	1,841.8
YoY	8.90%	-13.71%	109.88%	77.14%	35.75%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.17	0.35	0.62	0.84
毛利率	15.02%	16.06%	23.95%	26.77%	27.06%
ROE	63.44%	35.38%	6.31%	10.20%	12.44%
每股净资产（元）	0.30	0.47	5.51	6.04	6.73
PE	121.2	147.6	69.5	38.9	28.9
PS	13.9	10.5	8.6	6.6	5.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价 2020 年 12 月 9 日收盘价

目录

公司概况：全国领先的物业管理及商业运营品牌.....	4
住宅物业管理：聚焦一二线，稳步外拓	7
定位中高端，集中于一二线.....	7
储备资源确定，内外并进保障增速.....	9
增值服务增长仍有较高弹性空间	11
商业运营及物管：优质标杆品牌，释放能力输出.....	14
专业化、全周期、高价值的轻资产管理	15
公司购物中心品牌优质，能力输出条件成熟	18
万象品牌进入扩张加速期，轻资产复制开始成熟	24
写字楼业务有望成为短期利润增长点	26
风险提示	29
盈利预测与投资评级	29

插图目录

图 1：发行完成后公司的股权结构	4
图 2：公司营收及同比	5
图 3：公司整体毛利率	5
图 4：版块业务占比（2020 年上半年）	5
图 5：版块业务营收	5
图 6：公司营业收入在行业中的排名地位（2019 年）	6
图 7：公司在商业地产运营中的排名地位（2020 年）	6
图 8：住宅物业板块待交付面积	6
图 9：购物中心商业运营待交付面积	6
图 10：购物中心物业管理待交付面积	7
图 11：写字楼商业运营待交付面积	7
图 12：住宅物业板块营收及增速	7
图 13：住宅物业板块下住宅物业和其他物业在管面积	7
图 14：住宅物业板块在管面积分线城市	8
图 15：住宅物业板块在管面积分线城市结构（2020 年上半年）	8
图 16：公司住宅物业管理区域分布	8
图 17：公司住宅物业费	9
图 18：独立第三方盘源占比	9
图 19：住宅物业合同保留率	9
图 20：住宅物业收款率	9
图 21：住宅物业板块在管面积净新增及在管面积增速	10
图 22：住宅物业板块待交付面积	10
图 23：住宅物业板块在管面积增长情况	10
图 24：九河两库项目几乎涵盖整个深圳市核心区	11
图 25：公司增值服务营收及增速	11
图 26：公司增值服务营收结构（2020H1）	11
图 27：公司增值服务营收结构	12
图 28：公司住宅及其他物业增值服务毛利率	12
图 29：行业业主增值服务 APRU 值对比	12
图 30：“悦+”产品体系构成	13
图 31：悦+守护为老年业主进行健康检测	13
图 32：悦+JO 游记南京站	13
图 33：悦家 APP	14
图 34：悦+智慧社区数据大屏	14
图 35：华润万象购物中心商管/物管业务收入结构（2020 年中）	15
图 36：公司商业运营及物业管理服务板块历年收入（百万元）	15
图 37：开业前商业运营服务流程	16
图 38：招商环节流程示意	16
图 39：开业服务	17
图 40：全国购物中心存量	18
图 41：2019 年部分城市零售地产空置率及租金增速	18
图 42：深圳万象城	19

图 43: 淄博万象汇	19
图 44: 华润置地旗下购物中心引进的首进品牌	19
图 45: 中国重奢购物中心在管数量排名	20
图 46: 深圳万象城业态分布（按面积）	21
图 47: 一点万象期末会员数量	21
图 48: 杭州万象城会员 x 支付宝无感积分功能	21
图 49: 沉浸式 AR 体验	22
图 50: 公司完善的商业地产运营模式	22
图 51: 公司购物中心出租率	23
图 52: 公司成熟项目历年租金收入合计	23
图 53: 各公司购物中心租金收入/商场零售额比	23
图 54: 各公司购物中心的平均租金水平	23
图 55: 华润置地在营购物中心及未来开业计划	24
图 56: 购物中心开业计划	25
图 57: 公司商业运营在管 GFA 和华润置地在营购物中心 GFA	25
图 58: 公司商业运营在管项目数量	25
图 59: 分拆前华润置地的部分管理输出项目	26
图 60: 购物中心物业管理及其他服务营收及增速	27
图 61: 购物中心物业管理在管面积	27
图 62: 写字楼物业管理合同面积和在管面积	28
图 63: 写字楼物业管理在管项目和合同项目	28
图 64: 写字楼第三方来源及占比	28
图 65: 写字楼中来自华润和第三方的物业费	28

表格目录

表 1: 华润万象生活基石投资者一览	4
表 2: 公司部分高管简况	4
表 3: 九河两库项目打造四大主题	10
表 4: 公司住宅物业增值服务	12
表 5: 悦+智慧社区构成	14
表 6: 华润万象生活商业运营及物业管理业务涵盖内容	15
表 7: 持续经营服务内容	17
表 8: 万象城和万象汇定位区别	18
表 9: 奢侈品牌在各城市万象城门店数量/在该城市门店数量	20
表 10: 部分购物中心在当地大型商场中的排名	20
表 11: 万象城与支付宝打造的数字商场，实现从进入商场到离开商场的全场景覆盖	21
表 12: 2019 年公司购物中心分类回报情况	24
表 13: 商业分租业务详情	26
表 14: 购物中心物业管理服务范围	27
表 15: 包干制与酬金制区别	27
表 16: 公司经营假设模型	29
表 17: 公司盈利预测与估值表	30
表 18: 物管龙头公司估值表	30

■ 公司概况：全国领先的物业管理及商业运营品牌

华润万象生活分拆自华润置地，而华润置地是中国最重要的，具备商业综合体运营经验的一线开发企业。

华润万象生活分拆上市前为华润置地全资子公司，分拆后华润置地持股 75%。分拆后，公司间接全资拥有三家子公司，华润万象深圳、华润物业科技服务有限公司和华润润欣商业管理有限公司，分别负责公司商业运营服务、物业管理服务和商业分租服务。

12 月 9 日，公司正式登陆港股市场。在之前的 IPO 募股过程当中，华润万象获得资本市场高度认可，在招股区间上限发行，并获得顶级投资者领投。公司也借此完成了员工持股，实现了员工配套激励。

表 1：华润万象生活基石投资者一览（百万美元）

认投机构	认购份额	背景介绍
GIC	150	新加坡政府投资公司，全球最大的主权基金之一
高瓴资本	120	中国领先的私募股权机构投资者
平安资管	100	中国领先的保险资管机构投资者
润晖投资	100	中国领先的私募股权机构投资者
Matthews Funds	80	国际知名机构投资者
国调基金	50	国资委旗下的国有企业结构调整基金
GLP	50	普洛斯中国，中国最大的物流地产开发及运营商

资料来源：华润万象生活招股说明书，中信证券研究部

图 1：发行完成后公司的股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司管理层均来自于华润置地母公司，加入集团时间长，继承多年沉淀的宝贵经验。

表 2：公司部分高管简况

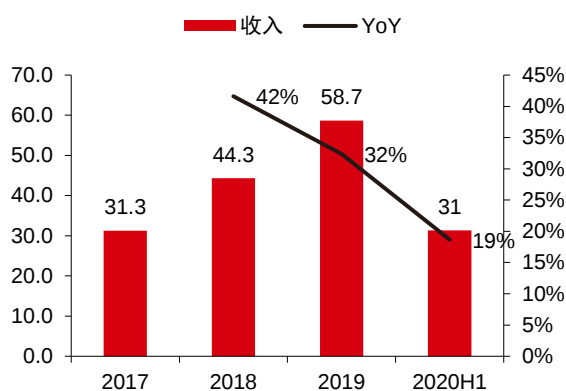
姓名	年龄	职位	历任华润集团职位	加入集团日期
喻霖康	48	执行董事兼总裁	曾任华润置地副总裁，物业总公司董事长，也曾负责商业运营服务	2005 年 10 月
王海民	50	执行董事兼副总裁	曾任华润置地总部营运管理部总经理，主要负责物业管理业务	2013 年 10 月

姓名	年龄	职位	历任华润集团职位	加入集团日期
魏小华	41	执行董事兼副总裁	曾任华润置地商业地产事业部总经理	2007 年 10 月
杨红霞	41	执行董事兼首席财务官	曾任华润置地华南大区助理总经理、财务部副总经理、人事行政部总经理	2004 年 7 月

资料来源：公司公告，中信证券研究部

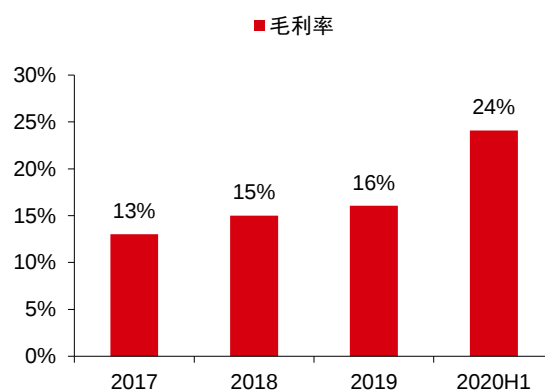
2019 年，公司实现营业收入 58.7 亿元，同比增长 32%，自 2017 年以来年复合增速 37%。2019 年净利润 3.6 亿元，同比下降 13.7%，自 2017 年以来年复合增速-3.1%。2019 年净利润同比下降的主要原因是公司于 2017 年 7 月下旬获得深圳布吉万象汇的分租权时及装修完成后于 2018 年 4 月开业时确认的投资物业公允价值变动收益较高。除去投资物业公允价值变动收益影响，公司 2019 年核心利润增幅达 75%。

图 2：公司营收及同比（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

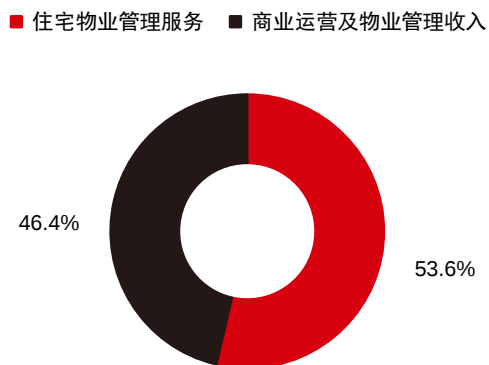
图 3：公司整体毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部（2020 年上半年购物中心商业运营服务开始计费，该部分毛利率较高）

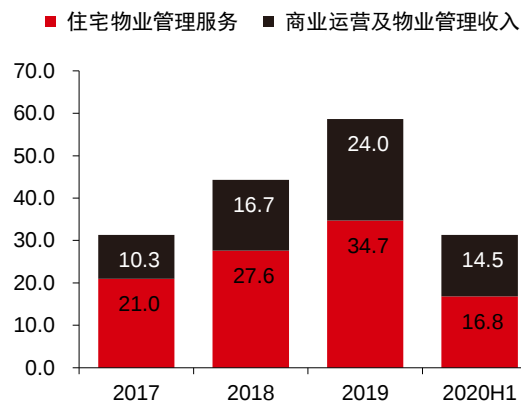
公司拆分后业务主要划分为两个板块，分别为住宅物业管理板块和商业运营及物业管理板块，分别负责住宅物业管理业务及购物中心和写字楼的商业运营及物业管理业务。2020 年上半年两个板块的收入分别为 16.7 亿和 14.5 亿，分别占 53.6%和 46.4%。

图 4：版块业务占比（2020 年上半年）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：版块业务营收（亿元）

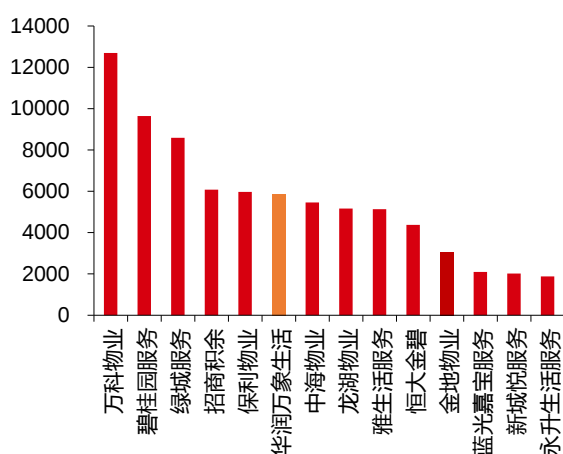


资料来源：公司公告，中信证券研究部

截至 2020 年 6 月 30 日,华润万象生活提供的住宅及商业物业管理服务建筑面积 1.07 亿平方米,提供商业运营服务的购物中心建筑面积 5.6 百万平方米。其中住宅及其他非商业物业管理面积 9749.9 万平方米,自 2017 年以来年复合增速达到 17%;购物中心物业管理面积 395.4 万平方米,年复合增速 18%;写字楼物业管理面积 514.1 万平方米,年复合增速 28%。

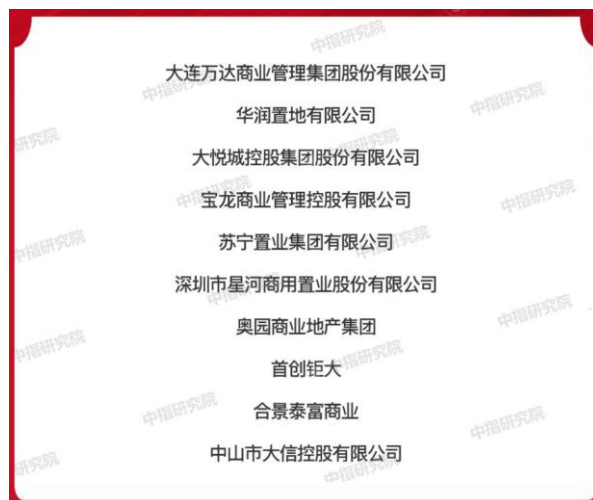
多年经验积累已经打造了领先的品牌地位。根据中指院 2020 年百强物业排行榜,华润物业科技服务有限公司排名第 11 位,旗下万象城、万象汇等品牌已经成为全国范围的优质口碑品牌,公司在中指院 2020 年商业地产运营十强中排名第二。

图 6: 公司营业收入在行业中的排名地位 (2019 年)



资料来源:公司公告,中信证券研究部

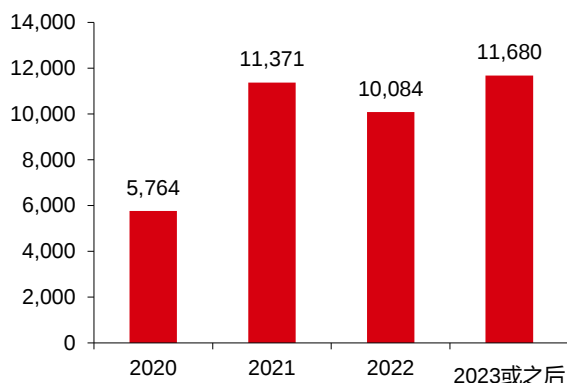
图 7: 公司在商业地产运营中的排名地位 (2020 年)



资料来源:中国指数研究院,中信证券研究部

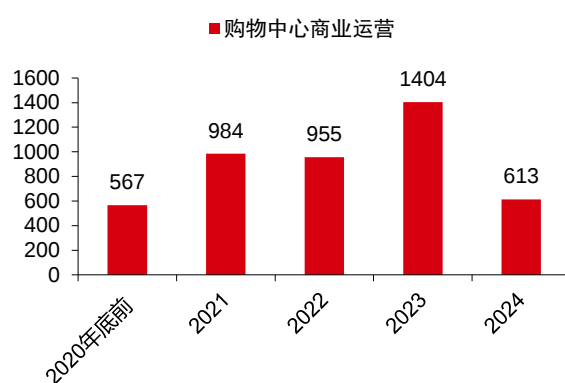
公司储备面积充沛,可保证未来几年发展。住宅物业方面,公司目前有 306 个项目合计 3.9 千万平方米待交付。商业运营方面,公司签订 48 个购物中心项目合计 452 万平方米以及 10 个写字楼项目合计 52 万平方米的前期合同。商业物业管理方面,公司签订了 13 个购物中心项目合计 120 万平方米以及 16 个写字楼项目合计 175 万平方米的前期合同。

图 8: 住宅物业板块待交付面积 (千平方米)



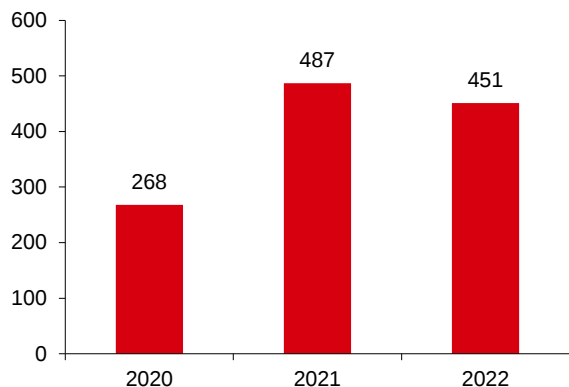
资料来源:公司公告,中信证券研究部

图 9: 购物中心商业运营待交付面积 (千平方米)



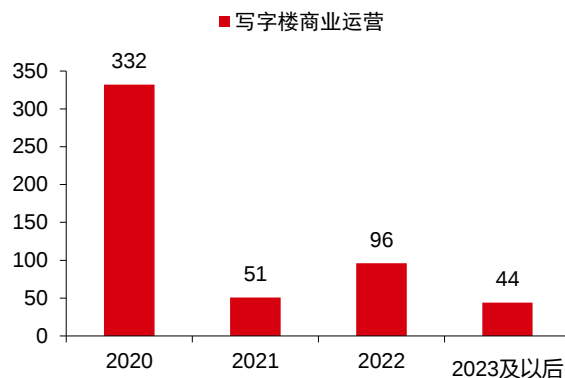
资料来源:公司公告,中信证券研究部

图 10：购物中心物业管理待交付面积（千平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：写字楼商业运营待交付面积（千平方米）

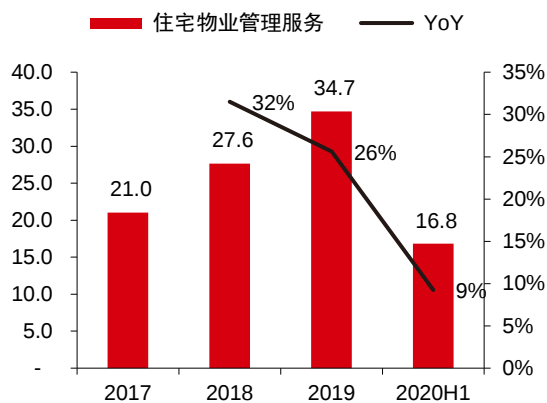


资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 住宅物业管理：聚焦一二线，稳步外拓

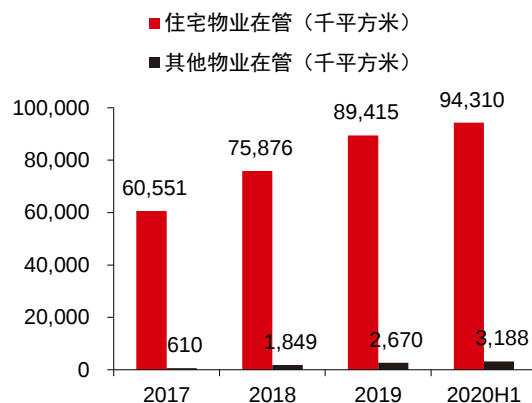
公司住宅物业管理部门在拆分之前主要为其母公司华润置地开发的楼盘提供物业管理服务，截至 2020 年 6 月 30 日住宅物业部门旗下在管面积 9749.8 万平方米，其中住宅物业 9430 万平方米，其他物业（体育馆、公园、工业园等）218.8 万平方米。

图 12：住宅物业板块营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 13：住宅物业板块下住宅物业和其他物业在管面积（千平方米）



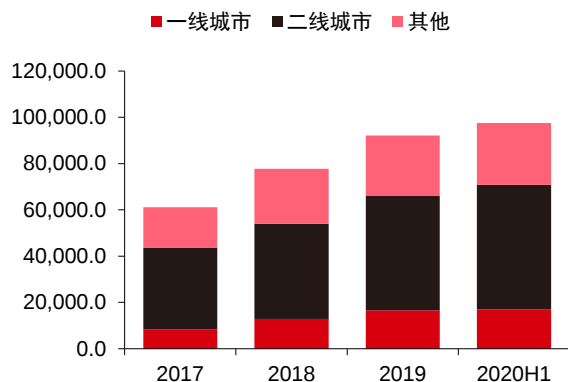
资料来源：公司公告，中信证券研究部

收入高速增长，2019 年住宅物业板块收入 34.7 亿元，增速 26%。2020 年上半年收入 16.8 亿元，增速 9%，占总营收的 53.6%。

定位中高端，集中于一二线

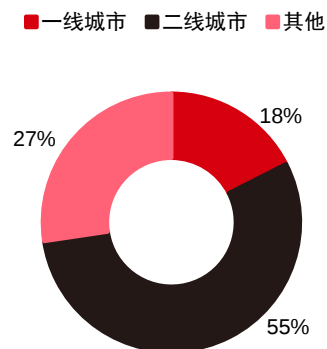
从品质来说，公司更加集中于一二线城市。公司住宅物业区位能级高，品质佳。按在管面积看，公司在管住宅物业及非商业其他物业中有 73%位于一二线城市。

图 14：住宅物业板块在管面积分线城市（千平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 15：住宅物业板块在管面积分线城市结构（2020 年上半年）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

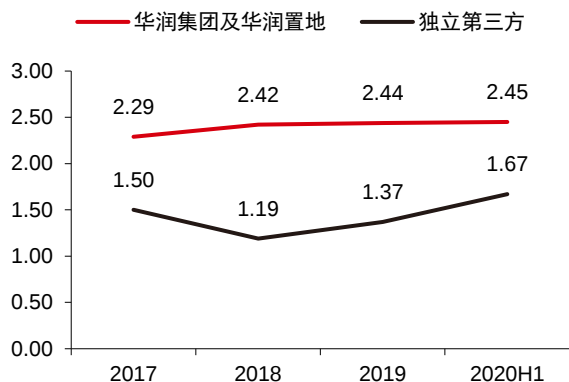
图 16：公司住宅物业管理区域分布



资料来源：公司公告

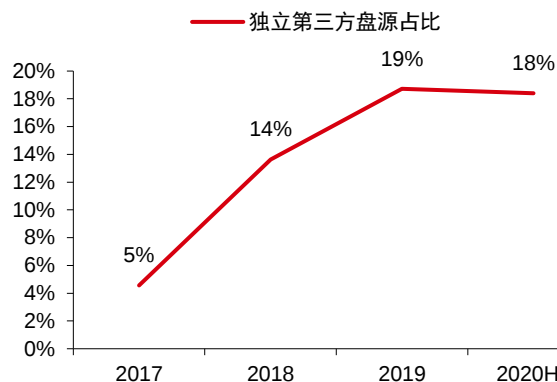
2020 年上半年，公司住宅物业费单价经测算为 2.31 元，其中母公司盘源价格为 2.45 元/平方米/月，高于第三方盘源的 1.67 元/平方米/月，主要是由于公司所管理的母公司盘源主要为中高档住宅物业，提供具有较高费率水平的服务，而独立第三方开发商所开发的在管住宅物业主要为中档物业，主要提供基本服务。

图 17：公司住宅物业费（按开发商，元/平米/月）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

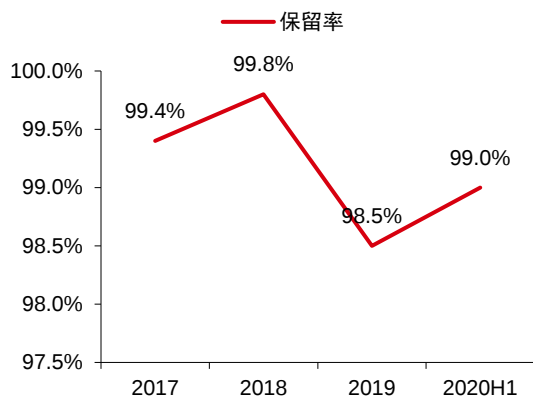
图 18：独立第三方盘源占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部，注：包括住宅和其他非商业物业

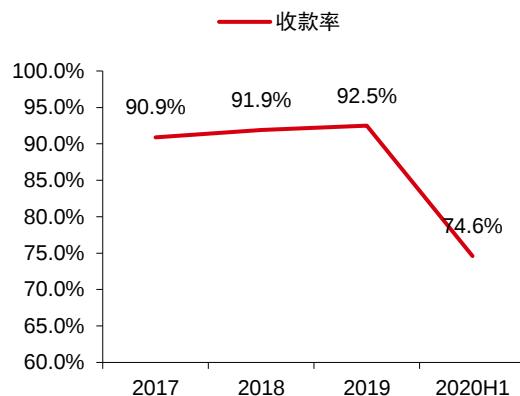
公司积极提升服务品质，凭借优质服务打造客户忠诚度。近年来物管合同保留率均超 98%，物业收款率均超过 90%。

图 19：住宅物业合同保留率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 20：住宅物业收款率

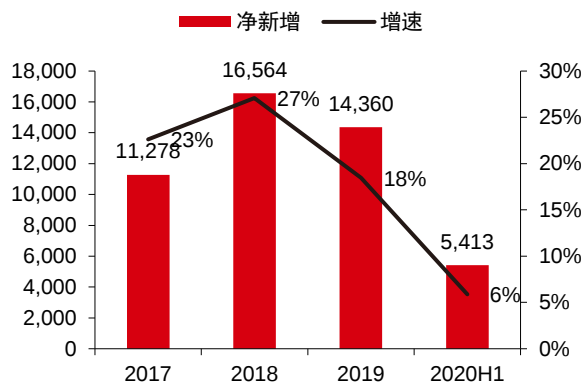


资料来源：公司公告，中信证券研究部（2020 年上半年收款率较低是因为公司一般在下半年更多集中收款）

储备资源确定，内外并进保障增速

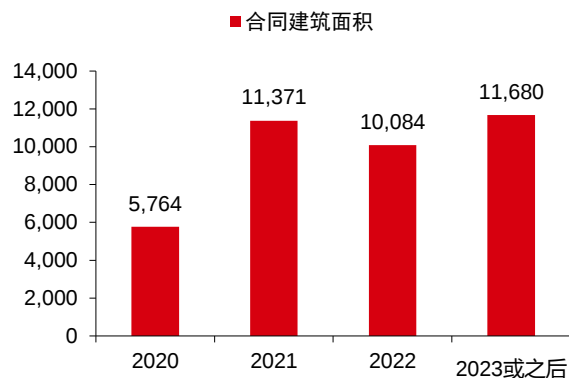
公司在管面积保持高速净增加，2019 年净增加 1.4 千万平方米，在管面积增速 18%。现有储备面积仍能保障未来 3 年保持每年超过一千万平方米的新增面积，按现有待交付面积看，可以至少保障公司在管面积 2020-2022 年的复合增速保持在 15%以上。

图 21：住宅物业板块在管面积净新增及在管面积增速（千平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

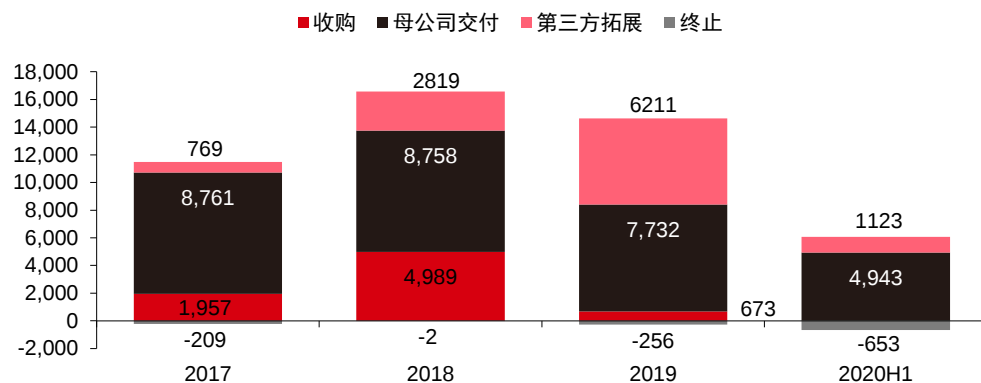
图 22：住宅物业板块待交付面积（千平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

母公司提供高确定性来源，尝试第三方外拓。2017-2019 年，母公司能够稳定供给华润万象 770-870 万平方米左右的在管面积，预计未来母公司将继续保持确定性、大规模供给。除母公司供给外，公司也积极进行第三方外拓尝试，2019 年第三方外拓规模 621 万平方米。

图 23：住宅物业板块在管面积增长情况（千平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司亦在加速布局物业管理业态，进军城市运营服务新领域。2020 年 7 月，公司与深圳市水务局和福州鼓楼区签约，分别提供“深圳河湾支流运维管养项目（九河两库）”及“鼓楼智慧城市运营项目”，标志着公司向城市管理及运营做出了新的尝试。

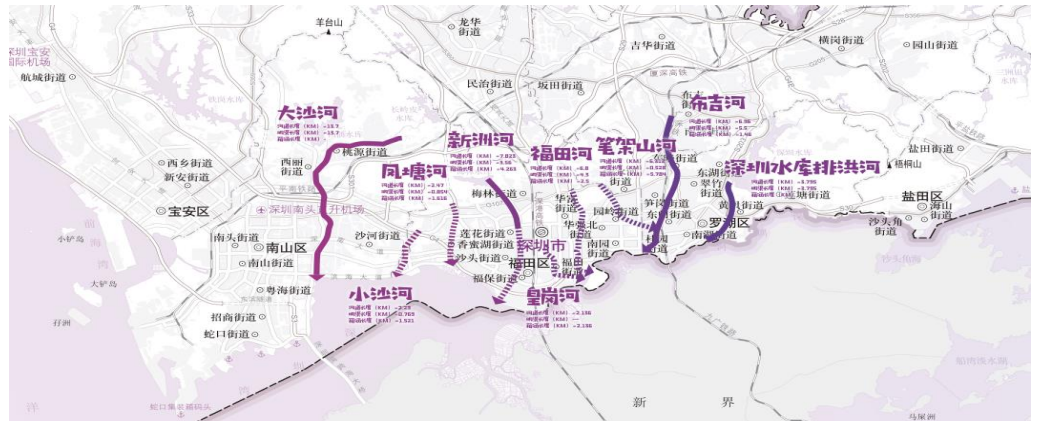
表 3：九河两库项目打造四大主题

主题	具体内容
智慧管养	通过智慧安防监控系统、自动水位观测器、智能土壤感应灌溉系统、无人驾驶船等一系列科技治理手段提高河道管理精细度，24 小时安全保障并实时监控，赋能生态，守护清水绿岸；
专属形象	参考城市商业物业管理经验，根据深圳河道的公共属性，建立一整套形象识别系统，包括导视系统等，在提升河道作为城市公共空间的整体形象之外，同时为市民提供更多的便利；
生态恢复	沿岸建立水质监测点，通过水质检测手段及时解决水质问题，通过环境专业人员因地制宜解决生态入侵问题，选取合适地点打造不同主题的生态示范段，建立生态环境观察点，恢复本

主题	具体内容
地生态环境；	
亲水社区	中标河域流经深圳万象城、深圳湾万象城、万象天地、幸福里、悦府、润府等华润项目，将水文化融入在管项目社群主题活动，推动华润存量客户及水域沿岸社区搭建水文化宣传平台，开展水文化公益活动。

资料来源：公司官方公众号，中信证券研究部

图 24：九河两库项目几乎涵盖整个深圳市核心区

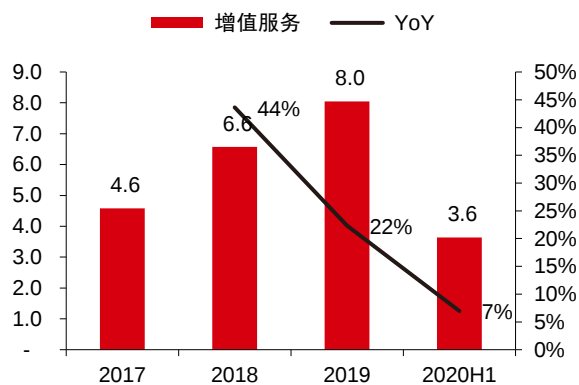


资料来源：公司官方公众号，中信证券研究部

增值服务增长仍有较高弹性空间

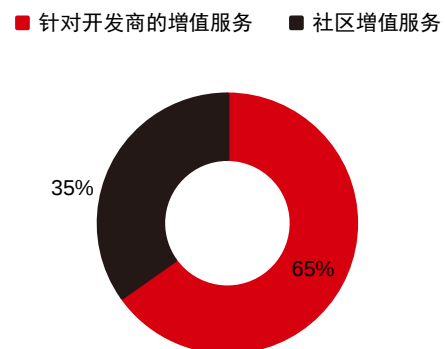
公司积极探索业主及非业主增值服务，2019 年公司增值服务营收 8 亿元，同比增长 22%，在住宅物业板块中收入占比为 23.8%。增值服务中，针对开发商的增值服务和社区增值服务分别占比 65%和 35%。

图 25：公司增值服务营收及增速（亿元）



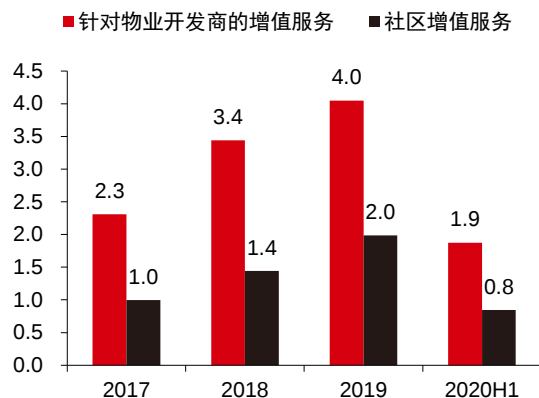
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 26：公司增值服务营收结构（2020H1）



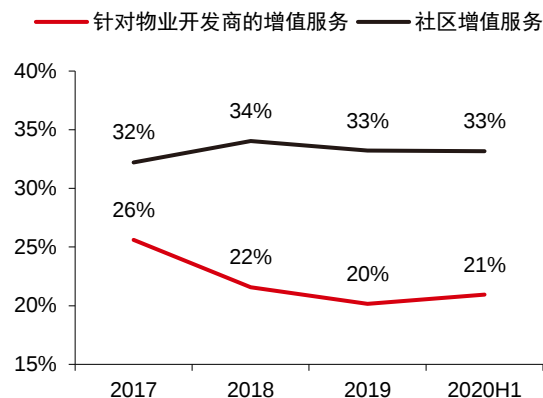
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：公司增值服务营收结构（亿元）



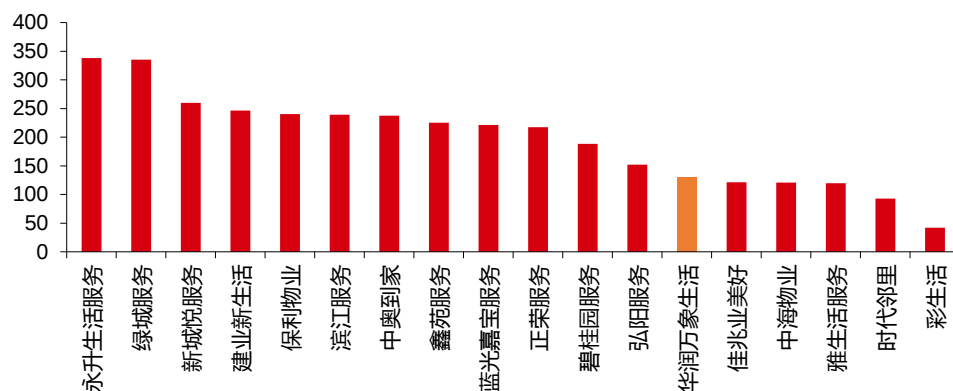
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：公司住宅及其他物业增值服务毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：行业业主增值服务 APRU 值对比（元/户·年）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

针对非业主的服务主要包括顾问服务、前期筹备服务及交付前营销服务。针对业主的社区生活服务主要包括公共空间服务、装修服务、其他社区服务和经纪及资产服务。

表 4：公司住宅物业增值服务

业务类型	业务	具体内容
针对物业开发商的增值服务	顾问服务	为物业规划设计提供意见、就市场定位进行分析
	前期筹备服务	组织施工现场的监督、辅助项目准备、制定物业管理计划
	交付前营销配合服务	协助销售和市场推广活动
社区增值服务	社区生活服务	公共空间、装修以及其他社区服务
	经纪及资产服务	二手房销售、新房销售及房屋租赁提供经纪服务，购入其他物业（停车场）并转售于业主

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司 2018 年推出“悦+”品牌，打造以智慧科技为载体，集品质物业服务、资产托管运营、智慧物联管理为一体的“平台型泛社区经济服务商”。对于增值服务，公司主要以“悦资产”为品牌，致力于发展成为全价值链资产增值服务专家。

图 30：“悦+”产品体系构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年 4 月，在现有悦+品牌战略体系的基础之上，公司还升级发布了社区公益便民服务品牌“悦+守护”及首个社区主题活动“悦+JO 游记”。其中“悦+守护”旨在以关爱和守护为主题开展针对业主群体的感恩和陪伴公益便民活动；“悦+JO 游记”则为公司首个面向业主的社区主题活动品牌，以“为生活+1 分美好”为活动口号，未来计划覆盖全国 84 座城市，900 余个项目。

图 31：悦+守护为老年业主进行健康检测



资料来源：公司官方公众号

图 32：悦+JO 游记南京站



资料来源：公司官方公众号

公司以智慧社区解决方案打造物业品牌核心竞争力。在 2018 年提出智慧社区方案后，公司智慧社区运营已经取得比较好的运营成果，除在深圳建成 8 个试点项目外，截至 2020

年 10 月，华润物业科技成都公司全部 32 个项目均上线了悦+智慧社区方案，实现了成都地区的全覆盖。

智慧社区目前主要围绕收费系统、客服系统、物联网系统和 APP 实现。2018 年公司就完成了“悦+”客服系统、悦心 APP(员工端)全国所有中心城市公司部署,总计上线项目 244 余个,覆盖业主超过 40 万人,直接使用员工 6,000 人,综合满意度达到 99.98%。

同时,面对今年突如其来的疫情,悦家 APP(业主端)也在全国开始推广工作。目前已实现 259 个在管住宅项目的精准化全面覆盖,总注册用户数突破 25 万。悦家 APP 可帮助业主实现品质化物业服务 and 便捷化物业缴费,提升业主满意度。

表 5: 悦+智慧社区构成

悦+客服系统	实现项目基础信息与客户信息的统一管理,为物业服务提供及时、准确的数据支持
悦+收费系统	为客户提供更智能和快捷的缴费服务,随着住宅项目的全覆盖,物业主要收入已全部通过“悦+”收费系统完成。
悦心 App	通过与“悦+”客服系统完美结合,实现流程化闭环管理,员工可随时随地通过手机端完成各项信息查询、工单处理、代客录单等日常工作任务,工作效率显著提升。
社区互联网	包含核心业务系统、设施设备管理体系、出入口管理体系、环境管理体系、EHS 安全管理体系、智能家居体系。同时成功落地智慧社区内实地场景应用,包含 8 个基础场景以及 2 个共享场景,覆盖智能收费、客服系统、智慧环境等。
悦家 APP	为小区业主量身打造的一站式社区生活服务平台,是一个与业主日常生活密切相关的综合智慧社区平台。拥有全新的物业生态管理方式,集智能物业功能于一体,提升服务品质的同时,更为业主提供快捷舒适的生活体验。

资料来源:公司公告,中信证券研究部

图 33: 悦家 APP



资料来源:公司微信公众号

图 34: 悦+智慧社区数据大屏



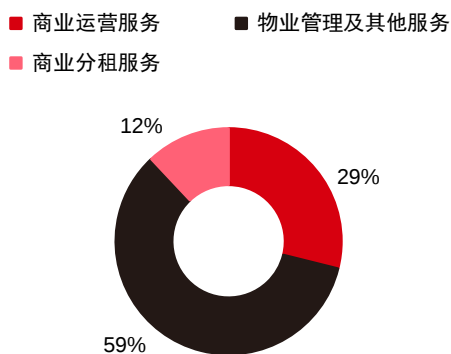
资料来源:公司公告

商业运营及物管: 优质标杆品牌, 释放能力输出

公司商业板块是市场稀缺的商业管理业务标的。公司商业板块主要为商业物业提供商

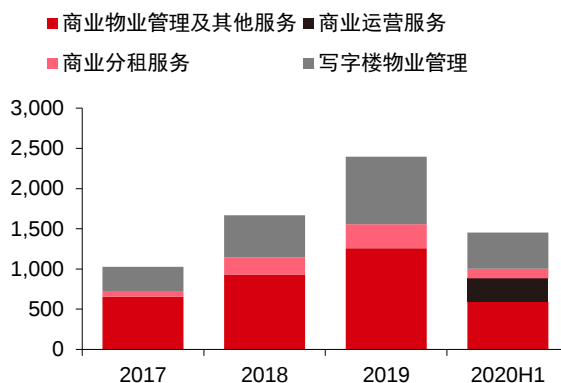
业运营与物业管理服务，包括购物中心及写字楼。截至 2020 年 6 月，公司向 51 座购物中心提供商业运营服务，总建筑面积为 5.6 百万平方米，向 21 座购物中心提供物业管理服务，总建筑面积为 4.0 百万平方米，向 73 栋写字楼项目提供物业管理服务，在管总建筑面积为 5.1 百万平方米。

图 35：华润万象购物中心商管/物管业务收入结构（2020 年中）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：公司商业运营及物业管理服务板块历年收入（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

在分拆之前，公司商业运营服务属于华润置地商业物业开发及投资业务的一部分，以跨部门形式提供商业运营服务，并不收取费用。2020 年 1 月以来，该部门逐渐独立，并开始确认收入。

专业化、全周期、高价值的轻资产管理

单就商业管理业务来说，其模式独特，创造的经济附加值极高。商业管理不仅仅涉及购物中心的日常运营，而且在物业建筑规划之前就有介入。从物业的定位选址、规划设计、施工、招商到开业和持续经营，商业管理都扮演着赋予物业商业属性的关键角色。

表 6：华润万象生活商业运营及物业管理业务涵盖内容

商业运营服务	开业前管理服务	定位及设计管理服务、招商及管理服务
	运营管理服务	开业服务、租户指导服务、消费者管理服务、市场推广及宣传
商业分租服务	商业分租服务	对优质物业进行承租，再分租给商家
物业管理服务	基础物业服务	秩序维护、警戒及绿化、维修及养护
	其他增值服务	向开发商提供早期顾问服务及开业筹备服务

资料来源：华润万象生活公告，中信证券研究部

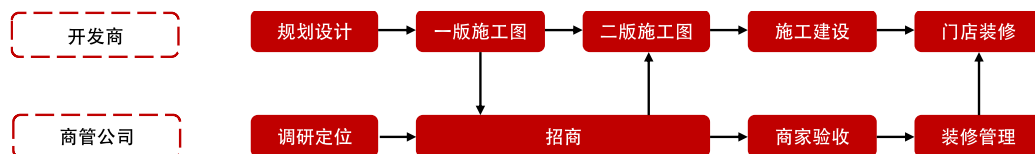
开业前：以规划定位奠基，以招商营销为核心

开业前商管公司主要与开发商和商家对接，做好不动产建设的指导和招商工作是开业前商管公司工作内容的核心。

开业前服务一般包括定位咨询、建筑设计咨询和招商服务等，该项服务虽然在总收入中占比不高，但对于商业物业，特别是新建商业物业是至关重要的，其重要程度并不亚于

后续持续经营中的管理服务。一个合理的定位规划和富有成效的招商可以为购物中心日后客流量奠定好的基础。

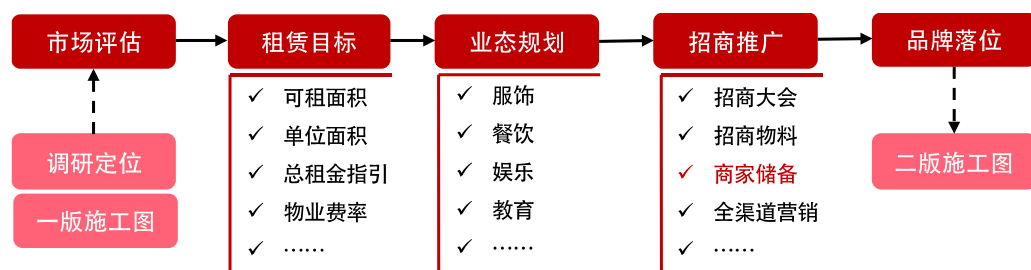
图 37：开业前商业运营服务流程



资料来源：中信证券研究部绘制

在开业前阶段，公司还应提供招商服务。招商工作是开业前，乃至后续经营中最重要的环节之一，是直接体现商管公司能力高低的所在，一家商管公司的招商能力和品牌资源在一定程度上能够形成这家公司的核心竞争力和护城河。

图 38：招商环节流程示意



资料来源：中信证券研究部绘制

开业前招商工作是一项系统性工作，从前期调研定位，到市场评估、建立租赁目标、进行业态规划、招商营销、品牌落位直到商家进场的各个环节都需要高效有序的进行。开业前招商一般在拿到第一版施工图后，根据施工图上大致的业态区位进行招商，并在二版施工图前完成重点业态的招商工作，因为部分业态如餐饮、电影院等对于商铺的建筑技术要求比较特殊，需要提前制图并与施工方进行技术对接。

在完成开业前准备后，商管公司一般还会负责购物中心开业的运作，包括帮助商家和购物中心进行营业准备、进行开业前营销和策划及组织开业活动等。例如华润万象生活提供的开业服务就包括在购物中心的开业期间提供的一系列管理服务，包括制订宣传策略、成本控制及预算规划、物业管理规划，也会安排开幕式和推广活动。

图 39：开业服务



资料来源：中信证券研究部绘制

持续经营：以销售额为指引，营造良好的消费环境

商管公司的最终目标是帮助业主实现资产增值，手段是让租户更好的赚钱（销售额）。因为一个漂亮的销售额数据可以吸引更多商家入驻，提升入住率和续约率。更重要的是，通常租金都是与销售额挂钩的。

商管公司在持续经营方面主要起到两个作用，一个是以商业视角出发对特定租户进行指导和辅助，包括经营指导、店面形象辅导、营销辅助等；另一个主要以商场物业运营者的身份为整个购物中心的所有店铺创造良好的营商环境，包括美陈装饰、消费者服务、物业服务等。

表 7：持续经营服务内容

类型	特点
制定目标及策略	制定客流量、营业额及租金目标；制定经营策略和计划
租户管理及指导	监控日常经营活动并对租户进行经营指导
市场推广	组织季节性或节日专题活动、组织促销或其他体验式活动
商业环境	进行美陈装饰、指导商家进行店铺外观美化
消费者服务	会员服务、投诉中心、客服中心、消费者调研等
商家服务	营运辅助、辅助商家进行营销等
物业服务	保修、保安、保洁、绿化、维护等物业服务

资料来源：中信证券研究部

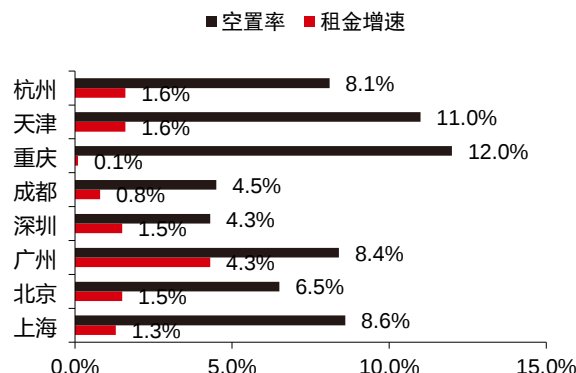
而另一方，由于购物中心涉及税收、就业，过去地方政府的商业用地出让比例不低，以致目前购物中心的存量供给是不小的。

图 40：全国购物中心存量



资料来源：联商网（含预测），中信证券研究部

图 41：2019 年部分城市零售地产空置率及租金增速



资料来源：Savills，中信证券研究部

较大的存量供给，也是在倒逼运营方面的能力差异化。购物中心较之其他业态更有赖于运营，而购物中心的运营也最早成熟起来。

公司购物中心品牌优质，能力输出条件成熟

定位高端，品牌稀缺

历经 16 年打磨，公司购物中心品牌“万象”系列，已经成为国内高品质、高口碑、高定位的稀缺品牌。相比竞争对手（例如龙湖天街，大悦城），公司的品牌定位（尤其是万象城）更加高端，奢侈品商家更多。

表 8：万象城和万象汇定位区别

	万象城（万象天地）	万象汇（五彩城）
定位	高端品牌	提供优质生活方式
目标客户	中高端客户	年轻人和家庭
选址	一二线城市的市中心或核心区域	一二线城市区域中心或三线城市的核心地段
品牌推出时间	2004	2013

资料来源：公司公告，中信证券研究部

自 2004 年第一座万象城在深圳建成开业以来，公司持续轻重结合扩张商业版图。目前公司旗下已有 62 个购物中心开业，其中 42 个自持项目、20 个轻资产项目，成功将万象品牌扩展至全国。

图 42：深圳万象城



资料来源：公司公告

图 43：淄博万象汇

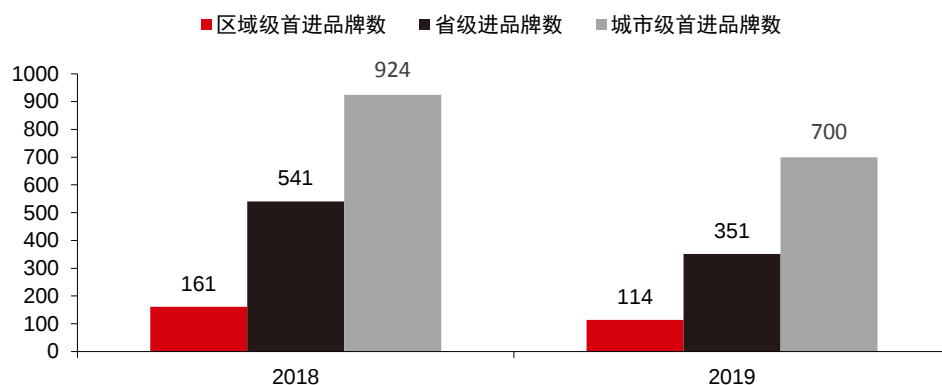


资料来源：公司公告

高端定位是需要时间积累的，国际品牌往往群体行动，很难出现新的奢侈品购物中心。作为全国范围的中高端购物中心品牌，公司积累了丰富的品牌资源和用户资源。这种定位方面的优势，既和公司运营管理战略有关，也和公司拿地相对位置较好，商业购物中心规模体量较大有关。

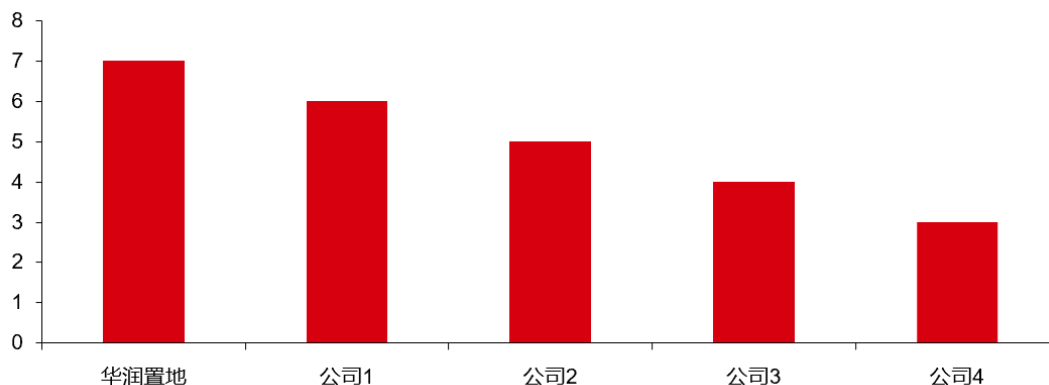
目前，公司合作品牌近 4800 个，是大量品牌进入当地市场的首选，亦是国际品牌在国内最大的合作伙伴。公司也是境内管理重奢购物中心最多的公司，与多个重奢品牌具有长期合作关系，也是奢侈品 LV（路易斯威登）在境内合作最多的开发商。在深圳、杭州、重庆、沈阳、厦门等城市，万象城都是国际一线奢侈品牌的首选入驻目标。

图 44：华润置地旗下购物中心引进的首进品牌



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 45：中国重奢购物中心在管数量排名



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自公司招股说明书），中信证券研究部

表 9：奢侈品牌在各城市万象城门店数量/在该城市门店数量

	LV	爱马仕	Burberry
深圳	1/1	1/1	1/3
杭州	1/3	0/2	1/3
广州	1/1	0/1	0/1
重庆	1/2	1/1	1/1
沈阳	1/2	1/1	1/1
天津	1/1	0/0	1/2
厦门	1/1	1/1	1/1
南宁	0/1	0/0	1/1

资料来源：各品牌官网，中信证券研究部

表 10：部分购物中心在当地大型商场中的排名

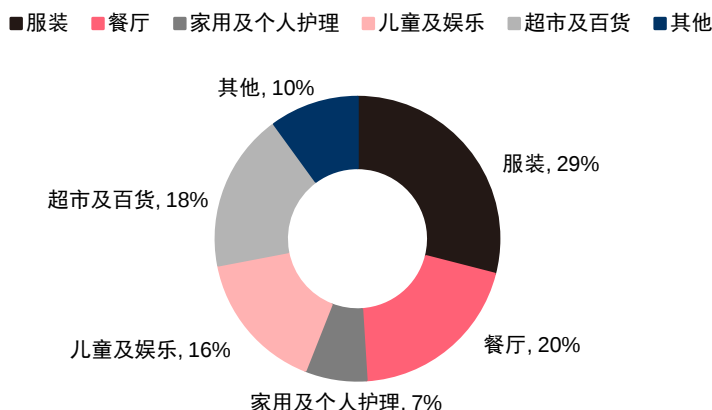
购物中心	城市	2019 销售额	当地排名
上海万象城	上海	26	6
深圳罗湖万象城	深圳	90	1
深圳万象天地	深圳	38.5	3
杭州万象城	杭州	45	5
成都万象城	成都	29	4
重庆万象城	重庆	30	3
合肥万象城	合肥	20+	1
沈阳万象城	沈阳	52	1

资料来源：联商网&商业地产志（不完全统计），中信证券研究部

我们认为，高端的品牌定位是公司商业地产价值领先于同行的关键原因。在轻奢时尚和体验式消费受到疫情冲击的今天，奢侈品销售反而受益于境外消费的回流，国际品牌日渐重视中国市场，收窄境内外定价差异，销售呈现上扬的趋势。

面对电商冲击，公司亦注重体验类业态的布局。以万象城为代表的商业综合体可以提供不可替代的体验，集购物、餐饮和娱乐为一身。

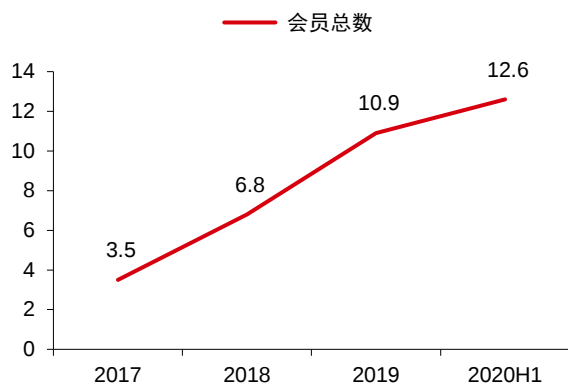
图 46：深圳万象城业态分布（按面积）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

另外，公司也积极拥抱互联网，以数字化连接更多客户，以会员等方式增加用户粘性。公司开发“一点万象”APP 作为购物中心商业运营的线上延伸，提升消费者的购物体验 and 粘性。公司还积极与支付宝等线上机构联名合作，推出“支付宝支付无感积分”消费体验，打造数字商场。截至 2020 年 6 月，一点万象已有约 12.6 百万会员。

图 47：一点万象期末会员数量（百万）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 48：杭州万象城会员 x 支付宝无感积分功能



资料来源：一点万象 APP，支付宝 APP，中信证券研究部

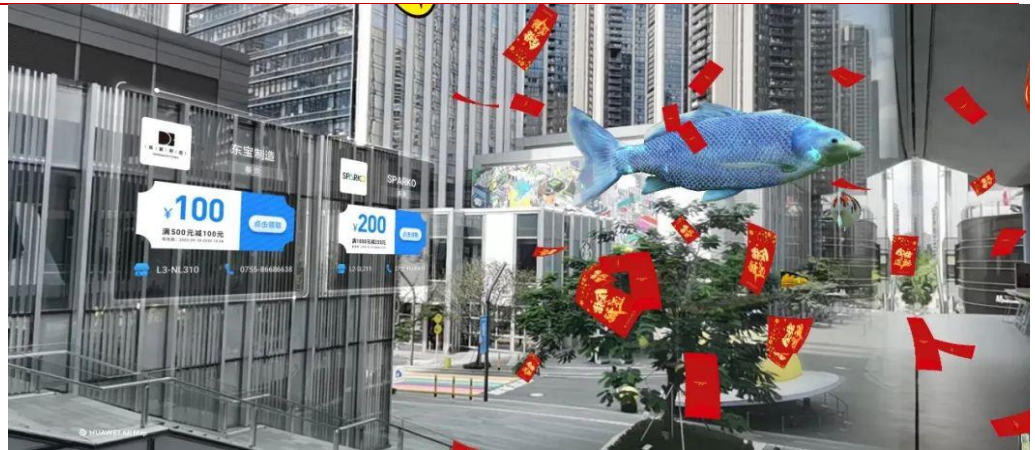
表 11：万象城与支付宝打造的数字商场，实现从进入商场到离开商场的全场景覆盖

实现功能	操作方式
购物信息	开车进商场，附近推荐
门店导览	打开商场支付宝小程序
线上买，线下取	小程序内购物
省钱实惠	进店前小程序内领券领券
支付即积分	到店消费用支付宝付款
一边看一边买	观看商场直播
停车无感支付	购物结束，离开商场

资料来源：中信证券研究部

除利用线上工具外,公司也积极利用其它数字智能工具提升用户消费体验。9月22日,公司与华为联合发布万象天地沉浸式AR项目,是公司在数字化创新中的一大重要突破。通过该项目,用户可以利用华为AR地图在商场中实现店铺AR导航、AR寻找车位等功能,还能够利用AR浏览店铺信息、参与活动优惠等。

图 49: 沉浸式 AR 体验

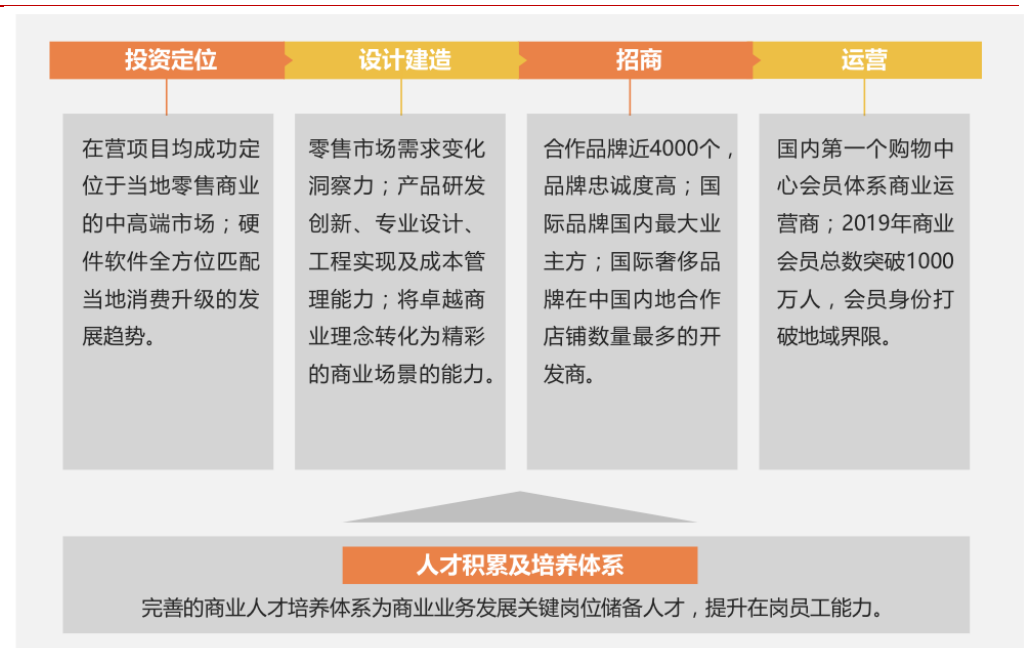


资料来源: 公司官方公众号

未来,预计公司将继续联合各方打造零售数字化新体验,结合移动技术,从数据共享、体验升级、生态共建和会员互通等领域开展更多合作,加速人、货、场数字化升级。

目前,公司已形成行业领先的全价值链专业能力,在“投资定位—设计建造—招商—运营—人才培养”的专业体系支持下,资产回报持续提升。

图 50: 公司完善的商业地产运营模式



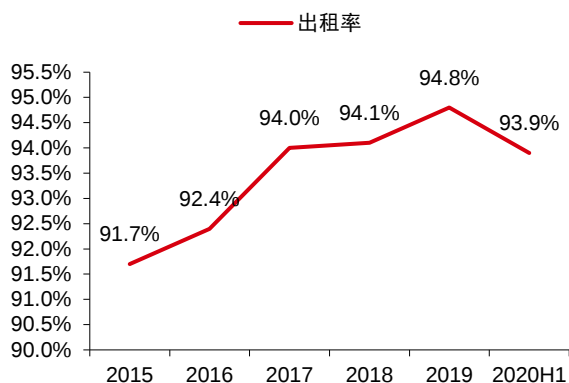
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

管理完备，能效领先

购物中心的管理的能效，反映在数据上就是零售额、出租率和租金。公司在管购物中心零售额常年保持高增长，2019 年同比增长 18%，2020 年上半年受疫情影响同比下降 7.9%。

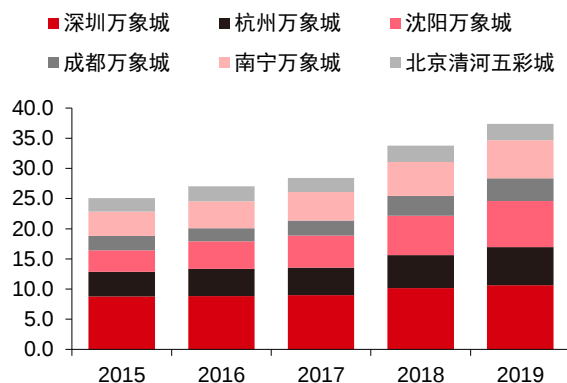
出租率方面，公司租户定位中高端，抗风险能力较强，比较平稳，2020 年上半年受疫情影响仅下降 1 个百分点。而收入端来看，公司经营项目的租金逐年亦有上涨。2015 年-2019 年，6 个开业在 2012 年以前的成熟期项目年均复合租金增速达到 10.51%，处于行业领先水平。

图 51：公司购物中心出租率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 52：公司成熟项目历年租金收入合计（亿元）

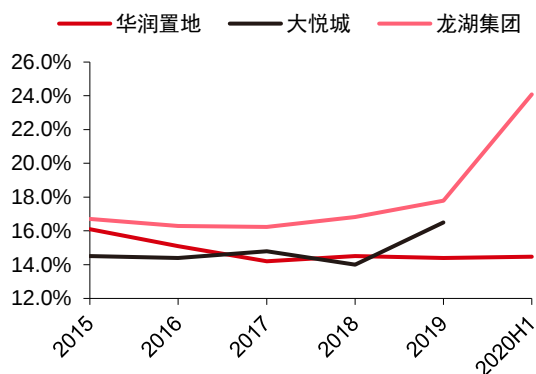


资料来源：公司公告，中信证券研究部

同时更为难得的是，公司的租金收入增长不以增加商户成本为代价。公司在管购物中心的租金收入逐年上涨，单平方米的租金亦逐年上涨。而租售比（租金收入/商场零售额）却在 2019 年达到 14.40%，创 5 年新低，同时处于行业较低水平。

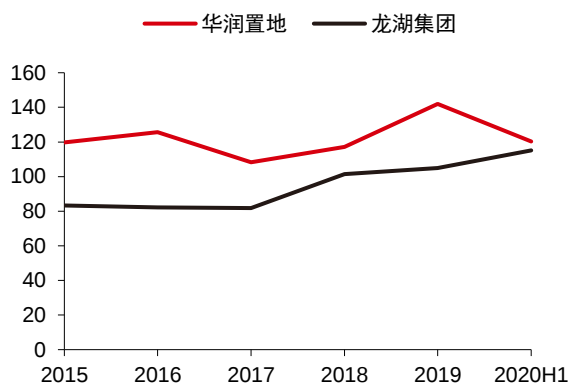
商户与购物中心是互利共生的关系，购物中心的业绩增长来自于商业运营的整体效率提升，而不是一味挤压商户利润，这种增长更显质量，也更为持久。

图 53：各公司购物中心租金收入/商场零售额比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 54：各公司购物中心的平均租金水平（元/月·平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

正是因为公司购物中心的品牌实力和高效运营，公司在营项目均有较高回报率。2019年，培育期的购物中心平均成本回报率即可达到 14.6%，这无疑为购物中心的持续开发和资本运作铺垫了完善基础。

表 12：2019 年公司购物中心分类回报情况

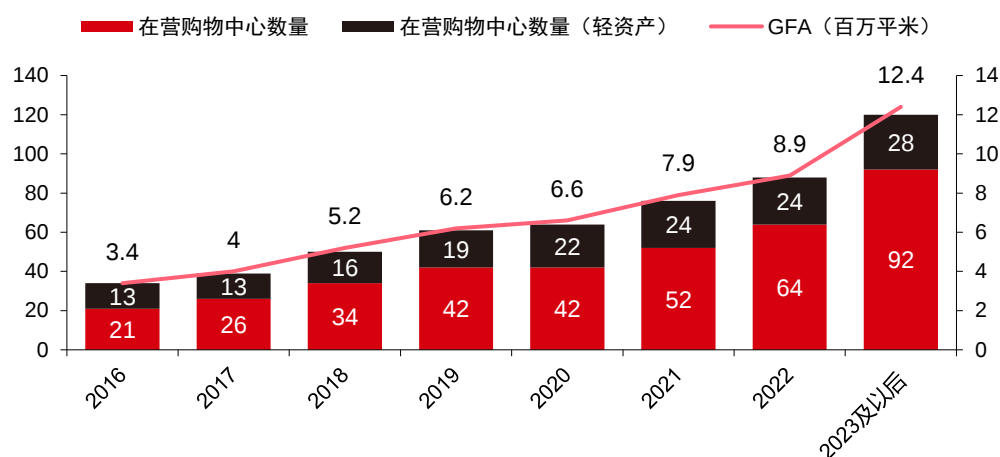
	成熟期	稳定期	培育期
开业时间	5 年以上	3-5 年	1-2 年
资产组成	6 万象城+4 万象汇	6 万象城+4 万象汇	13 万象城+9 万象汇
平均出租率	96.0%	95.1%	94.1%
平均成本回报率	33.4%	13.1%	14.6%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

万象品牌进入扩张加速期，轻资产复制开始成熟

根据华润置地的购物中心开业计划，预计 2020 年之后将有约 56 座的购物中心开业，届时将有共约 12.4 百万平米的开业 GFA。而根据公司计划，2020 年末开业的购物中心数量是 64 个，开业 GFA6.6 百万平米。也就是说未来几年华润置地购物中心数量和在营面积将接近翻倍。

图 55：华润置地在营购物中心及未来开业计划



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部

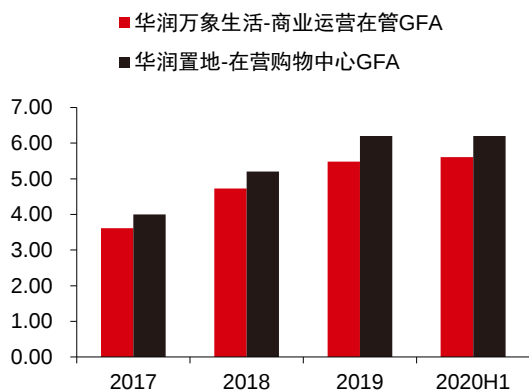
图 56：购物中心开业计划



资料来源：华润置地公告，中信证券研究部，注：黄色为轻资产项目

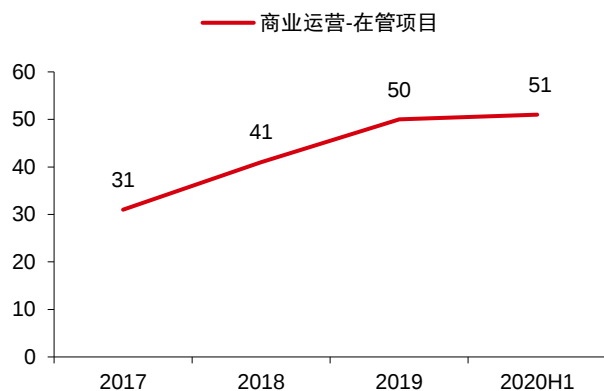
公司在分拆前主要为华润置地旗下商业项目提供服务，目前独立分拆后得以实现多数项目的在管运营，截至 2020 年 6 月 30 日，公司管理 22 个万象城旗下购物中心和 26 个万象汇旗下的购物中心。

图 57：公司商业运营在管 GFA 和华润置地在营购物中心 GFA（百万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 58：公司商业运营在管项目数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

经验积累成型，品质输出为公司带来新的增长引擎。公司在分拆之前就积累了丰富的输出经验。2019 年公司有 19 个在管管理输出项目，不断探索不同类型购物中心的经营模式、积累项目改造经验，实现了项目回报的提升。

图 59：分拆前华润置地的部分管理输出项目



福州仓山万象里 改造前后

厦门思明万象里 改造前后

资料来源：公司公告，中信证券研究部

对于少数优质的独立第三方开发商开发或持有的购物中心，公司会考虑以商业分租业务板块对该物业进行承租，再以分租人的身份进行出租。截至 2020 年 6 月，公司已有两个购物中心分租项目开业，分别是泸州万象汇和布吉万象汇，分别位于泸州和深圳。另外，公司已于 2020 年 8 月与兰州万象城业主签订商业分租协议，预计 2021 年下半年开业。

表 13：商业分租业务详情

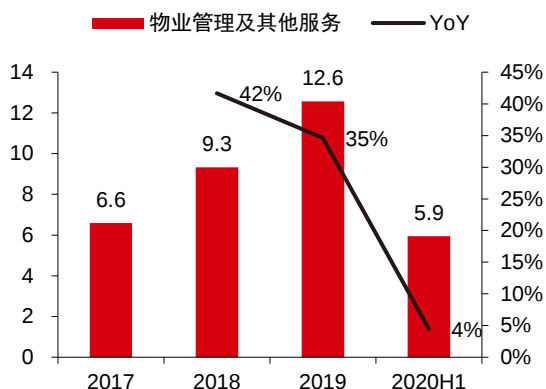
	开业日期	合同有效期	出租率	可出租面积（千平方米）
泸州万象汇（一期）	2015 年 11 月	18 年	97%	53
布吉万象汇（深圳）	2018 年 4 月	25 年	94%	68
兰州万象城	2021 年 H2			157（建筑面积）

资料来源：公司公告，中信证券研究部

写字楼业务有望成为短期利润增长点

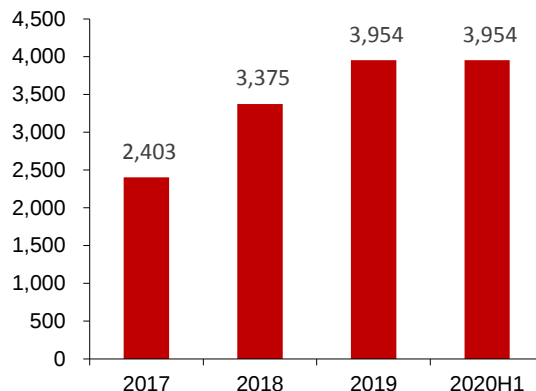
除商业运营服务外，公司也为购物中心提供物业管理等服务，截至 2020 年 6 月 30 日，在管项目 31 个，涉及在管建筑面积 395.4 万平方米。2020 年上半年公司针对购物中心的物业管理服务收入 5.9 亿元，占商业运营及物管板块的 40.9%。公司为购物中心提供的物业管理服务包括秩序维护、清洁、绿化、维修及养护以及针对开发商的顾问、筹备等其他增值服务。

图 60：购物中心物业管理及其他服务营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 61：购物中心物业管理在管面积（千平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 14：购物中心物业管理服务范围

秩序维护	交通管理、停车场管理、巡逻、大型活动管理、应急响应、出入控制及防火安全
清洁及绿化	对公共区域提供一般清洁及卫生养护服务和绿化服务
维修及养护	负责确保电梯系统、供配电系统、给排水系统、消防及空调系统以及其他设施和设备正常运作
其他增值服务	向物业开发商提供早期顾问服务及开业筹备服务

资料来源：公司公告，中信证券研究部

在以往经营中，公司按照包干制收取购物中心的物业管理费用，自 2020 年下半年起，公司将逐步把收费模式转换为酬金制（住宅及其他、写字楼仍为包干制）。

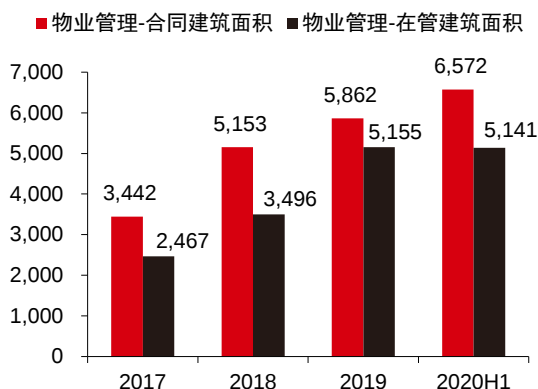
表 15：包干制与酬金制区别

包干制	酬金制
固定物业费收入	按物业服务资金的一定比例抽取佣金
物业企业自负盈亏	资金盈余或不足均由业主承担

资料来源：中信证券研究部

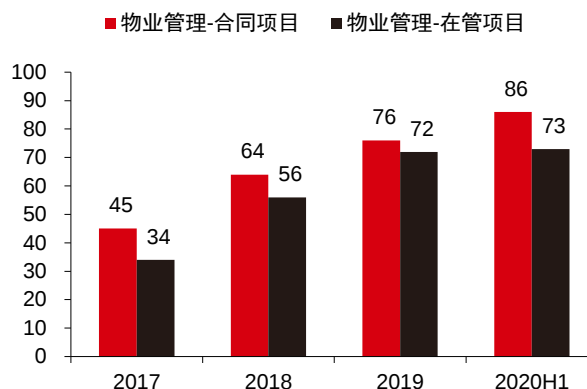
除购物中心外，公司还为写字楼提供物业服务。目前公司所管理的写字楼主要位于一、二线城市及大湾区、长三角及经济技术其他有强劲经济潜力的城市。截至 2020 年 6 月，公司写字楼在管 73 个项目，在管面积 514.1 万平方米。

图 62: 写字楼物业管理合同面积和在管面积 (千平方米)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

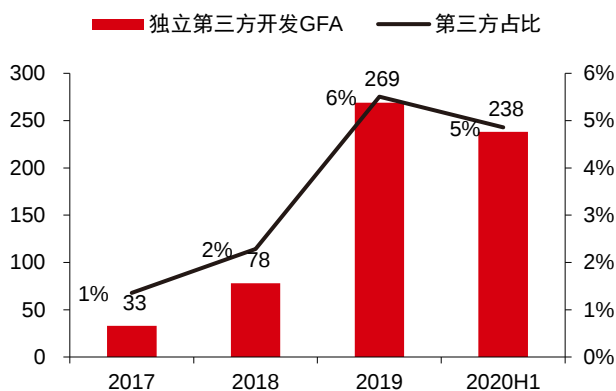
图 63: 写字楼物业管理在管项目和合同项目



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

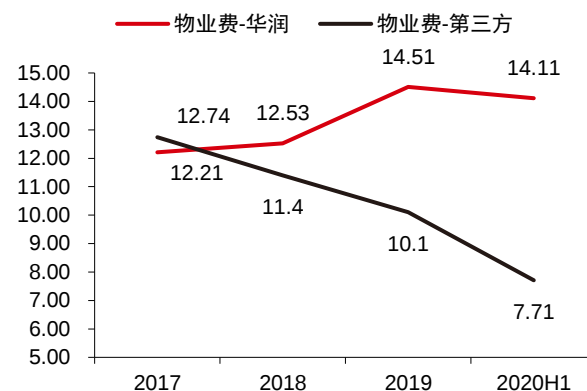
目前公司的写字楼项目绝大多数都来自于母公司, 按在管面积, 有 95.5% 都来源于华润集团及华润置地开发的写字楼。来自于独立第三方开发商的写字楼项目共有 5 个, 在管面积占比从 2017 年的 1.3% 升至 2019 年的 5.2%, 公司预计将进一步扩展提供予第三方的服务。

图 64: 写字楼第三方来源及占比 (千平方米)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 65: 写字楼中来自华润和第三方的物业费 (人民币/平米/月)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 (第三方物业费下降的原因为公司新管理的写字楼区位能级较弱)

公司为写字楼提供的物业管理服务包括秩序维护、清洁、绿化、维修及养护、针对开发商的交付前服务以及针对租户的装修服务等。

华润置地写字楼物业土储丰厚, 未来将继续保障公司写字楼业务的增长。截至 2020 年年中, 华润置地共有 230 万平方米的写字楼物业土储面积, 可保障公司未来几年充分增长。

自 2020 年下半年以来, 公司也开始向写字楼提供商业运营服务, 该业务尚未在最新公告中确认收入, 但预计有较大潜力和发展空间。目前, 公司已经与 29 个项目的 175.7 百

万平方米签订了商业运营服务合同。服务内容包括招租服务、资产管理与运营服务、开业服务等。

■ 风险提示

公司外部拓展不及预期的风险；公司商业运营产品线长期来看有成长天花板的风险。

■ 盈利预测与投资评级

我们参照过去业绩，对公司未来经营做出盈利假设。主要假设如下：1.公司住宅面积增长依赖于华润置地交付及第三方新拓，随着公司新盘的交付，基础服务毛利率缓步上升；2.公司社区增值服务获得充足资金后，在 2021 年以后将快速发展，但毛利率随着品类增多而下降；3.商业运营及物业管理板块，因为商业运营业务的单列、新增和购物中心物管改为酬金制记账，故而账面收入增长受到影响相对较慢，而业务的毛利率出现大幅度跃升。

表 16：公司经营假设模型（百万元）

科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,432	5,868	7,194	9,347	12,326
YoY	42%	32%	23%	30%	32%
毛利率	15.02%	16.06%	23.95%	26.77%	27.06%
住宅物业管理服务					
收入	2,763	3,472	4,299	5,665	7,434
YoY	32%	26%	24%	32%	31%
毛利率	11.4%	12.1%	13.1%	13.8%	14.2%
物业管理服务	2,106	2,667	3,333	4,447	5,882
YoY	28%	27%	25%	33%	32%
毛利率	7.0%	8.2%	9.5%	10.5%	11.0%
针对开发商的增值服务	439	507	602	719	863
YoY	41%	16%	19%	19%	20%
毛利率	21.6%	20.2%	21.9%	22.0%	22.9%
社区增值服务	219	297	364	499	689
YoY	48%	36%	23%	37%	89%
毛利率	34.0%	33.2%	31.0%	31.0%	31.0%
商业运营及物业管理					
收入	1,668	2,397	2,895	3,681	4,891
YoY	62%	44%	21%	27%	33%
毛利率	20.92%	21.79%	40.12%	46.79%	46.55%
购物中心	1,143	1,558	1,750	2,056	2,662
YoY	59%	36%	12%	17%	29%
毛利率	21.0%	20.3%	46.7%	56.1%	56.2%
写字楼	525	838	1,145	1,625	2,230
YoY	69%	60%	37%	42%	37%
毛利率	20.8%	24.5%	30.0%	35.0%	35.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

我们预计公司 2020/2021/2022 的归母净利润分别为 7.66/13.57/18.42 亿元，IPO 发行价 22.30 港元，对应 21 年 30.68 倍 PE。

表 17：公司盈利预测与估值表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,431.7	5,868.1	7,194.2	9,346.8	12,325.6
YoY	41.61%	32.41%	22.60%	29.92%	31.87%
归母净利润（百万元）	422.9	364.9	765.9	1,356.7	1,841.8
YoY	8.90%	-13.71%	109.88%	77.14%	35.75%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.17	0.35	0.62	0.84
毛利率	15.02%	16.06%	23.95%	26.77%	27.06%
ROE	63.44%	35.38%	6.31%	10.20%	12.44%
每股净资产（元）	0.30	0.47	5.51	6.04	6.73
PE	121.2	147.6	69.5	38.9	28.9
PS	13.9	10.5	8.6	6.6	5.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 12 月 9 日收盘价

住宅物业方面，公司住宅物业规模大、能极高、品质佳，叠加科技系统的运用为将来单盘毛利提升和增值服务拓展打开增长空间。同时母公司确定性高规模供给和公司本身的第三方外拓能力确保未来高确定性规模增长。因此，相较于可比公司，我们认为公司住宅物业板块没有理由成为市场担忧的估值负面因素。

公司作为上市商管公司中的稀缺标的，是目前上市公司中唯一的全国性、高口碑、高品质的购物中心管理公司。多年经验以及品牌壁垒打造更强大的护城河，其高端的定位亦是其商业价值领先于同行的关键原因。同时，在母公司极高确定性的供给之上，公司亦开始尝试经验输出项目，再次确认未来规模增长强度。高规模、高质量和高确定性增长的优势下，我们认为公司商管板块应当享受更高的溢价。

我们认为，公司的商业运营具有竞争对手中短期几乎无可逾越的护城河，这种护城河不仅体现为公司高端定位良好运营，也反映在公司所运营商场良好的人流和销售额表现。在所有空间服务相关的细分赛道，以时间形成的如此宽广的护城河，都是极为罕见的。因此，我们建议给予公司更高的估值。我们给予公司 2022 年 40x PE 估值，即 39.65 港元/股，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 18：物管龙头公司估值表

公司名称	评级	当前价 (人民币)	EPS(人民币元/股)								PE
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
绿城服务	买入	7.69	0.15	0.23	0.31	0.39	51.3	33.4	24.8	19.7	
招商积余	买入	24.03	0.27	0.61	0.84	1.10	89.0	39.4	28.6	21.8	
新大正	买入	51.08	0.97	1.19	1.88	2.49	52.7	42.9	27.2	20.5	
永升生活服务	买入	11.74	0.13	0.24	0.36	0.53	90.3	49.6	32.3	22.3	
碧桂园服务	买入	40.16	0.61	0.89	1.22	1.61	65.8	45.1	32.9	24.9	
平均							69.8	42.1	29.2	21.9	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 12 月 8 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,432	5,868	7,194	9,347	12,326
营业成本	(3,766)	(4,926)	(5,471)	(6,845)	(8,990)
毛利率	15.02%	16.06%	23.95%	26.77%	27.06%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(54)	(71)	(94)	(117)	(155)
营业费用率	1.22%	1.22%	1.31%	1.25%	1.26%
管理费用	(335)	(432)	(641)	(749)	(928)
管理费用率	7.55%	7.37%	8.91%	8.01%	7.53%
财务费用	(68)	(64)	(49)	93	135
财务费用率	1.54%	1.09%	0.68%	-1.00%	-1.10%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	517	419	978	1,774	2,429
营业利润率	11.66%	7.15%	13.60%	18.98%	19.71%
营业外收入	55	77	54	62	64
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	572	497	1,032	1,836	2,493
所得税	(149)	(132)	(266)	(479)	(651)
所得税率	-	-	-	-	-
	26.06%	26.50%	25.77%	26.11%	26.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	423	365	766	1,357	1,842
净利率	9.54%	6.22%	10.65%	14.52%	14.94%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,321	1,330	12,621	13,787	15,498
存货	106	106	115	161	198
应收账款	1,933	3,188	3,153	4,416	5,973
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	3,360	4,623	15,890	18,364	21,669
固定资产	180	203	355	482	583
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1	2	2	2	2
其他长期资产	2,201	2,274	2,323	2,373	2,422
非流动资产	2,382	2,478	2,680	2,856	3,007
资产总计	5,742	7,101	18,569	21,220	24,677
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,898	3,739	3,930	5,126	6,671
其他流动负债	787	899	1,075	1,364	1,773
流动负债	3,685	4,637	5,005	6,491	8,444
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,390	1,432	1,432	1,432	1,432
非流动性负债	1,390	1,432	1,432	1,432	1,432
负债合计	5,075	6,070	6,437	7,923	9,877
股本	667	1,032	12,132	13,297	14,800
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	667	1,032	12,132	13,297	14,800
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	667	1,032	12,132	13,297	14,800
负债股东权益总计	5,742	7,101	18,569	21,220	24,677

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	572	497	1,032	1,836	2,493
所得税支出	-149	-132	-266	-479	-651
折旧和摊销	6	1	51	76	101
营运资金的变化	31	-72	385	173	353
其他经营现金流	681	161	9	-137	-177
经营现金流合计	1,142	455	1,211	1,469	2,120
资本支出	-185	-77	-203	-203	-203
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-542	-1,007	-2	-2	-2
投资现金流合计	-727	-1,084	-205	-205	-205
发行股票	0	0	10,335	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	-191	-339
其他融资现金流	-150	99	-49	93	135
融资现金流合计	-150	99	10,285	-98	-204
现金及现金等价物净增加额	265	-531	11,291	1,165	1,712

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	41.61%	32.41%	22.60%	29.92%	31.87%
营业利润增长率	5.99%	-	133.29%	81.36%	36.91%
净利润增长率	8.90%	-	109.88%	77.14%	35.75%
		13.71%			
毛利率	15.02%	16.06%	23.95%	26.77%	27.06%
EBITDA Margin	4.78%	2.89%	6.97%	11.20%	11.58%
净利率	9.54%	6.22%	10.65%	14.52%	14.94%
净资产收益率	63.44%	35.38%	6.31%	10.20%	12.44%
总资产收益率	7.37%	5.14%	4.12%	6.39%	7.46%
资产负债率	88.39%	85.47%	34.67%	37.34%	40.02%
所得税率	26.06%	26.50%	25.77%	26.11%	26.13%
股利支付率	0.00%	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 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和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。