

【广发地产&海外】华润万象生活 (01209.HK)

奋楫笃行，万象生长

核心观点：

- **领先的物业管理及商业运营服务供应商。**公司于20年12月分拆赴港上市，控股股东为华润置地（持有股份73.72%）。23H1公司员工持股比例0.10%。公司“住宅服务+商管运营”双轮业务驱动，23H1营收67.9亿元，同比+29%；其中住宅：商业营收比例66%：34%；23H1毛利润22.5亿元，同比+35%，其中住宅：商业毛利40%：60%。23H1归母净利润14.2亿元，同比+36.5%。
- **住宅物业：23-25年预期年净增中枢规模在0.7亿方。**住宅物业分基础物管、业主增值及非业主增值三大业务，其中基础物管占住宅物业收入超70%。23H1住宅物业在管面积3.1亿方，净增规模0.3亿方，较22年末在管面积增速为12%。23-25年预期年净增中枢规模在0.7亿方，对应可带动在管面积在25年达到近5亿方的体量，预期23-25在管面积3年CAGR可达到20%。
- **商业物业：运营质量更能代表话语权。**(1)万象商场运营收费模式一般为营业收入的4%+经营利润的8%，平均抽佣率~9.2%，收费模式及抽佣率在业内具备竞争优势。(2)23H1万象系所管理商场零售额排名当地第一项目数达到37个(22年33个)，占总项目数42%，排名当地前三项目数74个(22年69个)，占总项目数84%；运营质量稳步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司23-25年营收156.1/187.6/220.5亿元，同比为+30%/+20%/+18%；归母净利润28.7/34.9/42.1亿元，同比分别为+30.1%、+21.6%、+20.6%。当前估值处于历史低位，具备性价比。给予24年PE=20X，对应合理价值768亿港元(汇率0.91)，每股合理价值33.7港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**应收款项减值风险，收并购业务整合或存风险，商管运营能力或受主力店或其他租户影响。

盈利预测：

人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,875	12,016	15,609	18,763	22,053
增长率(%)	30.9%	35.4%	29.9%	20.2%	17.5%
EBITDA(百万元)	2,064	2,668	3,553	4,369	5,280
归母净利润(百万元)	1,725	2,206	2,870	3,489	4,209
增长率(%)	110.9%	27.9%	30.1%	21.6%	20.6%
EPS(元/股)	0.76	0.97	1.26	1.53	1.84
市盈率(x)	28.7	22.4	17.2	14.2	11.7
ROE(%)	12.4%	15.4%	17.8%	19.0%	20.0%
EV/EBITDA(x)	17.0	13.7	9.7	7.4	5.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

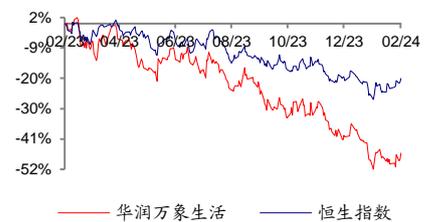
买入

当前价格	23.30 港元
合理价值	33.7 港元
报告日期	2024-02-22

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2282.50/2282.50
总市值/流通市值(百万港元)	53182.25/53182.25
一年内最高/最低(港元)	45.05/20.80
30日日均成交量/成交额(百万)	4.41/100.15
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-23.10/-29.54

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

张春娥



SAC 执证号：S0260521120001

SFC CE No. BOU062



021-38003622



zhangchune@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、领先的物业管理及商业运营服务供应商.....	5
(一) 卅载笃行，多业态布局.....	5
(二) 央系龙头，管理团队经验丰富.....	6
(三) 一点万象，两个业务三大业态.....	8
二、管理输出，参与物业运营现金流分配.....	13
(一) 住宅物业：提价难度大、成本刚性，增值业务是盈利水平核心变量.....	13
(二) 商业物业：相比 To C 的住宅业态，运营质量更能代表话语权.....	16
三、商业板块成长性良好，内生增长力有保障.....	23
(一) 关联方资源：在建/在营接近 1，在手资源充足.....	25
(二) 产品线：产品线结构比例相对均衡.....	26
(三) 运营能力：品牌资源多，重奢场子运营管控可比肩港资运营商.....	29
四、盈利预测和投资建议.....	36
五、风险提示.....	43

图表索引

图 1: 华润万象生活在 17 年之前主要作为华润置地的一部分经营相关业务, 17 年开始以独立主体运作, 20 年分拆.....	6
图 2: 华润万象生活控股股东为华润置地.....	7
图 3: 华润万象生活管理团队经验丰富.....	7
图 4: 华润万象生活人才供应链打造体系.....	8
图 5: 华润万象生活战略定位“城市品质生活服务平台”.....	9
图 6: 华润万象生活两大业务内容、三大业态布局.....	9
图 7: 华润万象生活营业收入稳健增长.....	10
图 8: 住宅物业&商业运营营收比重六四开.....	10
图 9: 华润万象生活整体毛利润稳健增长.....	10
图 10: 住宅物业&商业运营及服务毛利润比重四六开.....	10
图 11: 20 年毛利率大幅提升带动毛利润高成长性.....	11
图 12: 整体毛利率改善明显.....	11
图 13: 住宅物业-业务模式拆解.....	13
图 14: 主流企业物业管理收入占住宅物服收入比重.....	14
图 15: 在管面积体量渐大, 增速放缓是趋势.....	14
图 16: 17 家样本公司 2023 年预计新增在管面积(万方)及在管面积潜在增速.....	14
图 17: 样本企业 2022 年基础物管毛利率相较于 2021 年已出现不同幅度的下滑.....	15
图 18: 提价难度大、成本刚性, 伴随时间推移, 基础物管服务毛利率下行.....	15
图 19: 非业主增值服务毛利/关联方销售金额.....	15
图 20: 社区增值毛利坪效.....	15
图 21: 商业物业-业务模式拆解.....	17
图 22: 一般购物中心全口径收入结构拆解.....	18
图 23: 华润万象生活商业基础物管收入及增速.....	19
图 24: 主要商管公司商业基础物管比重.....	19
图 25: 华润万象生活商业基础物管毛利及增速.....	19
图 26: 华润万象生活商业基础物管收入占租金收入.....	19
图 27: 主要商管公司业务收费标准汇总.....	20
图 28: 华润万象生活商业物业运营收入及增速.....	20
图 29: 华润万象生活商业物业运营毛利及增速.....	20
图 30: 华润万象生活商业物业运营收入结构.....	21
图 31: 华润万象生活商业物业运营收入占租金收入.....	21
图 32: 购物中心是持续运营、吸引、匹配、促进成交的流量运营平台.....	24
图 33: 运营能力的培养需要过程.....	24
图 34: 华润万象生活购物中心在管面积及增速.....	25
图 35: 华润万象生活购物中心在管面积来源结构.....	25
图 36: 华润置地在营购物中心数量(个).....	26
图 37: 华润置地在营购物中心及在建购物中心面积.....	26

图 38: 华润置地购物中心零售额及增速.....	26
图 39: 华润置地同店零售额增速比较.....	26
图 40: 主要商业地产公司产品线结构比较.....	28
图 41: 主要公司开业商场单体量面积比较 (万方).....	29
图 42: 华润置地分产品线单体量比较.....	29
图 43: 万象系商场零售额排名当地第一项目数及占比.....	29
图 44: 万象系商场零售额排名当地前三项目数及占比.....	29
图 45: 杭州万象城历年零售额及重奢门店数变动情况.....	31
图 46: 杭州万象城发展历程.....	32
图 47: 奢侈品牌聚集效应明显, 且华润&太古为全品牌覆盖.....	33
图 48: 17 家奢侈品总门店的布局数华润占比 19%.....	33
图 49: 华润重奢场子数占所有重奢场子比重 16%.....	33
图 50: 典型万象城租户结构.....	34
图 51: 典型万象汇租户结构.....	34
图 52: 华润置地自营商场平均出租率近年来持续改善, 至 22 年略低于太古地产.....	35
图 53: 华润置地自营商场 22 年租金收入 138 亿元, 同比下降 1.3%, 扣除减租后租金收入增速 13.3%.....	35
图 54: 可比公司购物中心坪效 (元/平米/月).....	36
图 55: 华润万象生活 2023 年来 PE-band.....	42
表 1: 华润万象生活主要业务结构表现.....	11
表 2: 增值业务是平滑住宅物业毛利率的第二曲线.....	16
表 3: 不同运营模式下的收入来源及成本结构.....	17
表 4: 主要商管公司三种运营模式的参与情况.....	18
表 5: 可比公司商业业态布局情况.....	18
表 6: 首批 4 单 REITs 项目方及运营方比较.....	21
表 7: 主要商管公司业务拆解 (单位: 百万元).....	22
表 8: 主要商业地产公司购物中心产品线对比.....	27
表 9: 杭州主要商场信息表.....	31
表 10: 华润万象生活住宅业务合同面积及在管面积一览.....	37
表 11: 住宅业务盈利预测.....	38
表 12: 购物中心业务盈利预测.....	38
表 13: 写字楼盈利预测.....	39
表 14: 盈利预测汇总.....	40

一、领先的物业管理及商业运营服务供应商

（一）卅载笃行，多业态布局

华润万象生活（01209.HK）的业务最早可追溯到1994年，彼时华润集团投资北京华远房地产股份有限公司（华润置地前身）并开展物业开发、投资及管理服务业务，其后重组为华润置地，至此，华润万象生活作为华润置地的一部分，为华润置地所开发或所拥有的物业提供配套管理服务。

自1994年至今，公司业务发展大致可分为三个阶段：

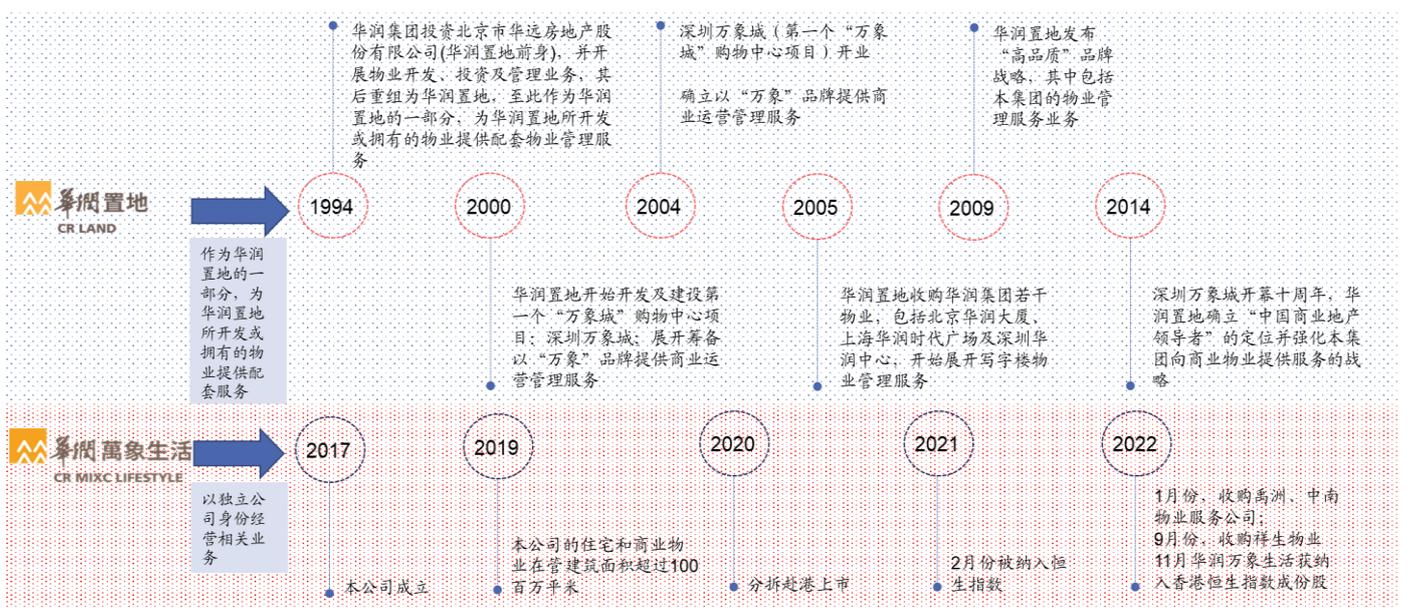
第一个阶段：1994年至2017年4月。作为华润置地的一部分，跟随华润置地的脚步拓展相关业务。2000年华润置地开发第一个万象城；2004年第一个“万象城”购物中心——深圳万象城开业，同时确立了以“万象”品牌开展商业运营管理服务，为公司在购物中心的运营服务积累经验。2005年华润置地收购华润集团包含上海华润时代广场等写字楼的若干物业，由此奠定了写字楼物业管理服务基础；至此，华润置地在住宅、购物中心、写字楼等领域的物业管理服务、商业运营服务业务版图初步形成。

第二阶段：2017年5月至2019年。这一阶段服务项目类型主要以华润置地或华润集团的物业组合为主，独立第三方占比不高。2017年5月，公司于开曼群岛注册成立为有限公司，由华润置地全资拥有，自此，公司作为华润置地的全资子公司，以独立主体的身份展开物业管理、运营服务等业务；2017年公司在管商业、住宅物业面积约为6603万方，但基本以华润置地或华润集团所属物业为主，独立第三方项目在管面积仅为282万方，占比不足5%。2018年公司在管总面积提升至8460万方，至2019年首次超过1亿方（其中，第三方占比不足20%）。

第三阶段：2020年至今。分拆上市以来公司规模快速扩张，独立第三方物业组合比重提升。2020年12月公司分拆赴港上市，成为为数不多的为“住宅+商管”提供物业管理及商业运营服务的领先服务供应商。自上市以来，公司在住宅物业领域的拓展以华润系内生增长+收购式外延扩张为主，分别于22年1月5日、1月20日公告收购禹洲物业服务、中南物业服务2家民营物业公司，2家民营企业合计带来合同增量面积约1.1亿方，占22年华润万象生活总合同面积3.35亿方的比重约为33%。

截止2023年上半年，华润万象生活住宅业态合同面积约为3.64亿方，较2022年末增长13.5%，较分拆前（2020年）增长156%；住宅业态在管面积约为3.34亿方，较2022年末增长28%，较分拆前在管面积增长194%。购物中心在管面积914万方，较2022年末增长15%，写字楼在管面积1053万方，同比增长28.2%。利润表层面，公司23H1实现营业收入67.9亿元，同比增长28.7%；实现归母净利润14亿元，同比增长36.5%。资产负债表层面，2023H1，公司总资产263.67亿元，其中现金约153.21亿元；净资产149.94亿元。

图 1: 华润万象生活在17年之前主要作为华润置地的一部分经营相关业务, 17年开始以独立主体运作, 20年分拆



数据来源: 公司官网, 公司招股说明书, 公司收并购公告, 广发证券发展研究中心

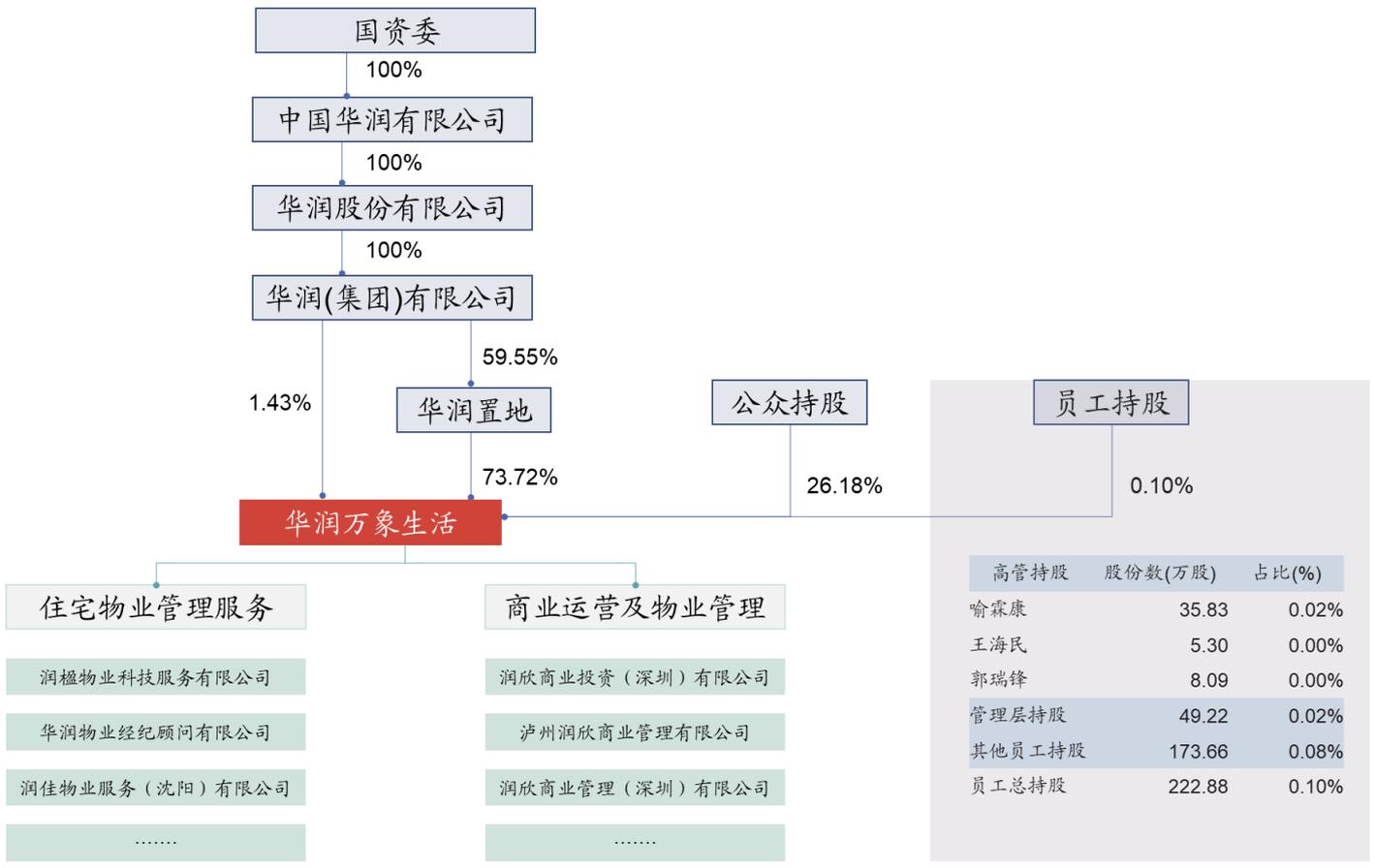
(二) 央系龙头, 管理团队经验丰富

公司控股股东为华润置地, 持有公司股份比例约**73.72%**; 间接控股股东为华润集团, 其中华润集团直接/间接持有公司股份比例约为**45.33%**(通过控股华润置地间接拥有公司股份比例约为**43.90%**, 直接拥有公司股份比例约为**1.43%**); 实际控制人国务院国资委。公司旗下主要有三个附属公司经营其主要业务, 分别为**润欣商业投资(深圳)有限公司(主要提供商业运营服务, 前称华润万象商业(深圳)有限公司)**、**润欣商业管理(深圳)有限公司(主要提供商业分租服务)**、**润楹物业科技服务有限公司(主要提供物业管理服务, 前称华润物业科技服务有限公司)**。

上市前, 公司在招股书披露雇员具备优先发售权; 上市后, 公司员工及附属公司董事合计持有公司股份**276.96**万股, 占公司股份比例约为**0.12%**。其中, 管理层持股股份总数约为**107.30**万股, 占公司总股份比例约为**0.05%**, 其他员工持股总数约为**169.66**万股, 占公司总股份比例约为**0.07%**。

从管理团队的配置看, 公司核心管理人员大多在公司有十年以上的经验, 且对于开发、运营、企业管理等具备丰富的经验。公司时任主席李欣先生自**1994**年**8**月加入华润集团, 至今在华润系履历接近**28**年, 在地产开发管理领域、企业管理领域拥有丰富的经验积累, 目前主要参与制定公司业务计划、战略及重大决策。总裁喻霖康先生于**2005**年加入华润置地, 曾任职华润置地高级副总裁, 负责商业运营服务业务板块, 自**2020**年**3**月起兼任物业总公司董事长, 持续管理本公司整体营运及业务。

图 2: 华润万象生活控股股东为华润置地



数据来源: 公司招股说明书, 港交所, 广发证券发展研究中心; 备注, 截止 2023H1

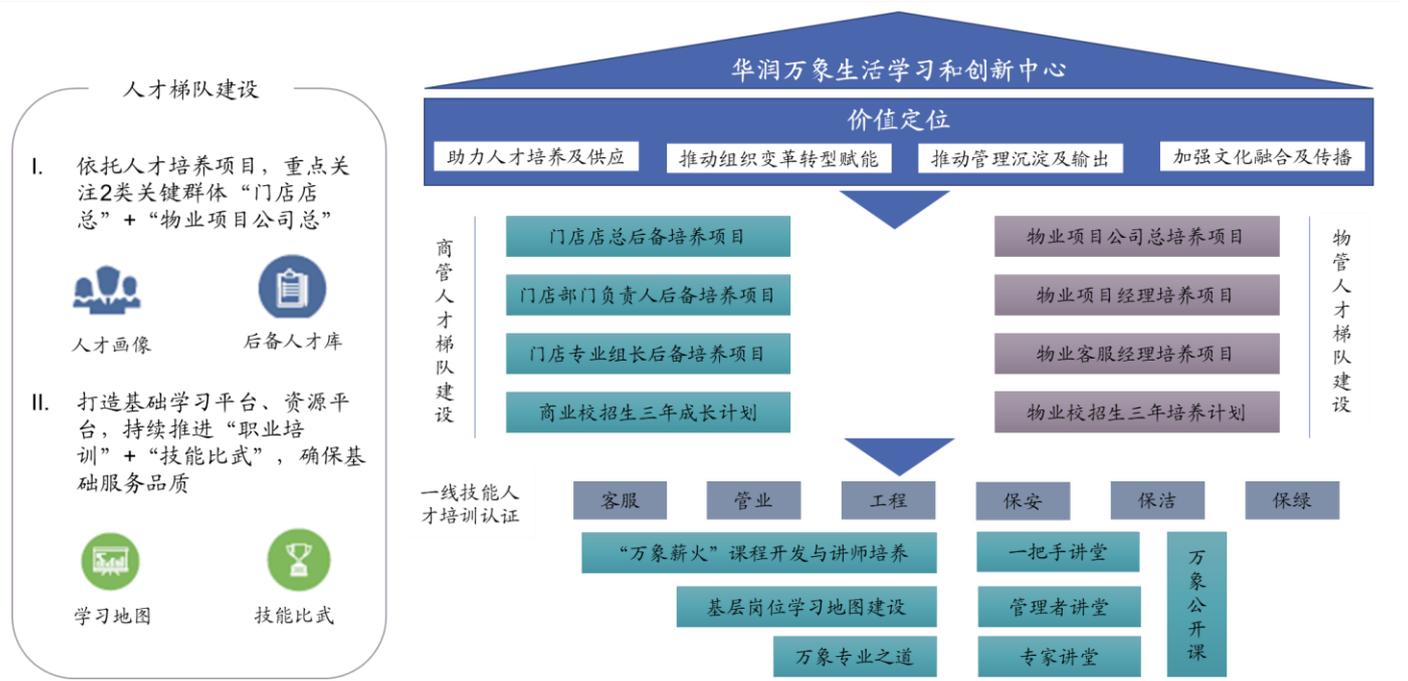
图 3: 华润万象生活管理团队经验丰富

 李欣 董事会主席 1972 2001 参与制定业务计划、 战略及重大决策	 郭世清 非执行董事 1970 2001 华润置地首席财务官	
 喻森康 总裁 1972 2005 整体营运及业务	 王海民 副总裁 1971 2013 整体管理及物业管理业务	 王磊 副总裁 1981 2002 商服事业部工作
 聂志章 首席财务官 1983 2008 整体财务管理	 罗冰 首席战略官 1978 2004 物业管理业务	 郭瑞锋 首席战略官 1979 2003 商业运营业务

数据来源: 公司招股说明书, 公司官网, 广发证券发展研究中心

此外，为支持公司业务快速发展，公司成立了“华润万象生活学习和创新中心”，分层分级建设有梯度有厚度的人才队伍，以关键岗位人才供应链建设、员工专业力建设，组织学习建设为抓手，帮助员工成长、促进业务发展、助力文化融合。

图 4：华润万象生活人才供应链打造体系



数据来源：公司业绩 PPT，广发证券发展研究中心

（三）一点万象，两个业务三大业态

公司坚持“城市品质生活服务平台”的战略定位，围绕“空间、客户、资源”的自身禀赋，着力构建物业管理、商业运营服务两大主营业务与大会员生态体系一体化发展的“2+1”业务模式。

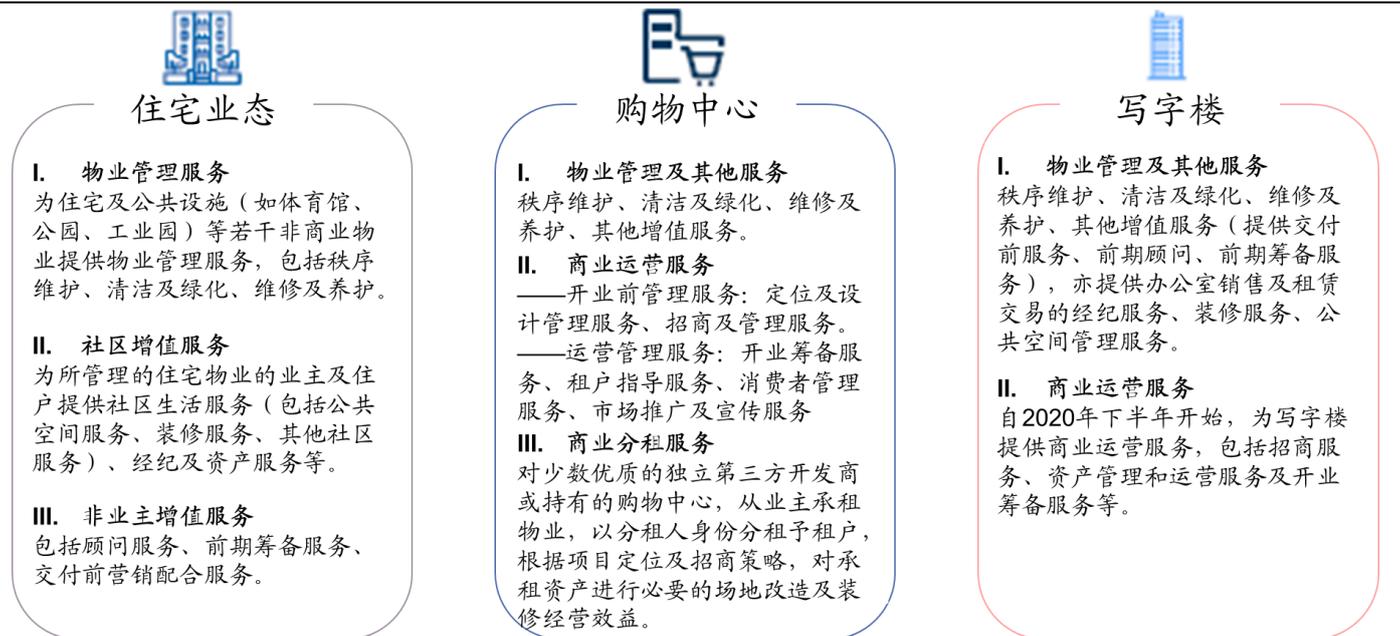
图 5：华润万象生活战略定位“城市品质生活服务平台”



数据来源：公司业绩 PPT，广发证券发展研究中心

公司主要有两大业务板块（住宅物业管理服务、商业运营及物业管理服务）、三大主要业态（住宅、购物中心、写字楼）。根据公司财报，截止2023H1，华润万象生活实现营业收入67.9亿元，同比增长28.7%。2017年至2022年，营业收入年复合增速为31%。分业务表现看，住宅物业服务在23H1实现营收44.8亿元，同比增长33.7%，2017年至2022年住宅物业服务年复合营收增速为30%；商业运营及服务23H1实现营收23.1亿元，同比增长20.1%；2017-2022年商业运营及服务年复合营收增速为33%。

图 6：华润万象生活两大业务内容、三大业态布局



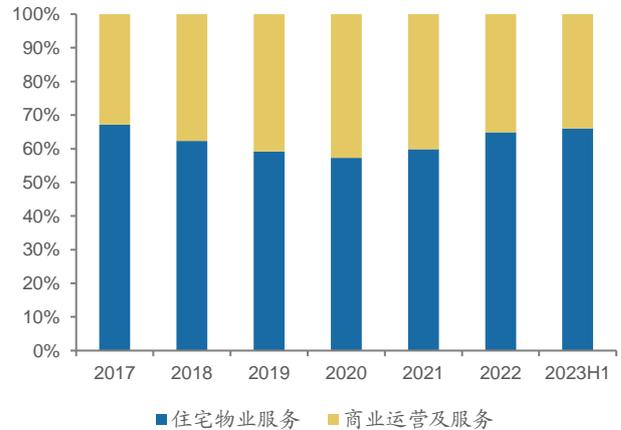
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 7：华润万象生活营业收入稳健增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

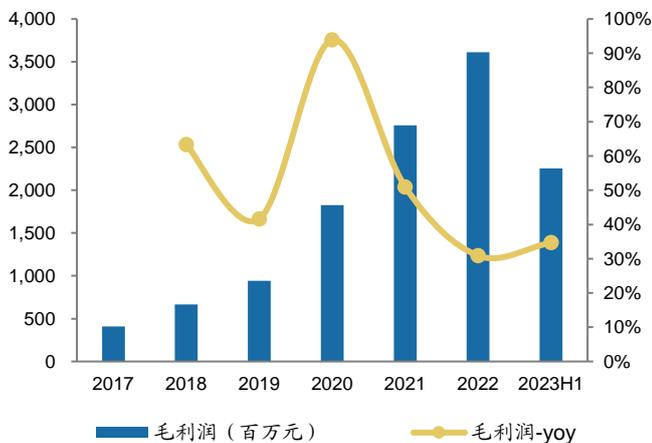
图 8：住宅物业&商业运营营收比重六四开



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

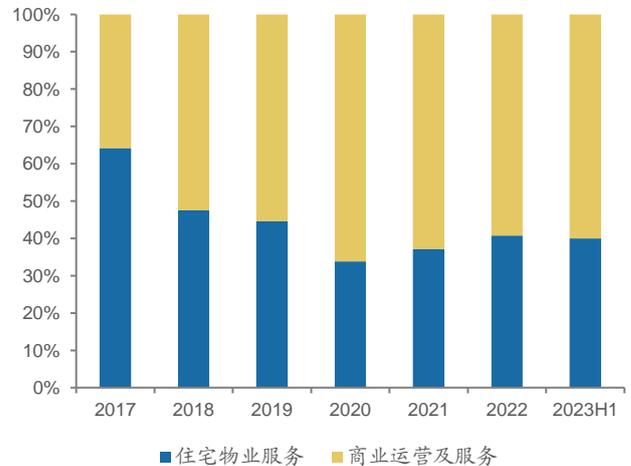
得益于近年来整体毛利率的持续改善，公司毛利润的成长性表现好于营业收入的成长性。根据公司财报，截止2023H1，公司实现整体毛利润22.53亿元，同比增长35%；2017-2022年，公司整体毛利润年复合增速约为55%，得益于区间内毛利率由17年的13%提升至22年的30%，23H1进一步提升至33%，公司整体毛利润年复合增速远高于营业收入年复合增速。分业务表现看，2023年H1，住宅物业服务毛利润约9.02亿元，同比增长28%（主要为收并购带来的基础物业服务的快速增加）；2017-2022年，住宅物业服务毛利润年复合增速为41%，略低于整体毛利润年复合增速。商业运营及服务在2023H1实现毛利润约为13.51亿元，同比增长40%；2017-2022年商业运营及服务毛利润年复合增速为71%。

图 9：华润万象生活整体毛利润稳健增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：住宅物业&商业运营及服务毛利润比重四六开



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11: 20年毛利率大幅提升带动毛利润高成长性

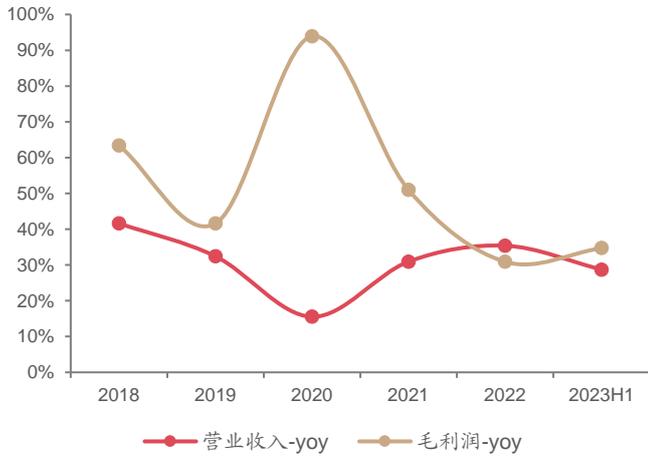
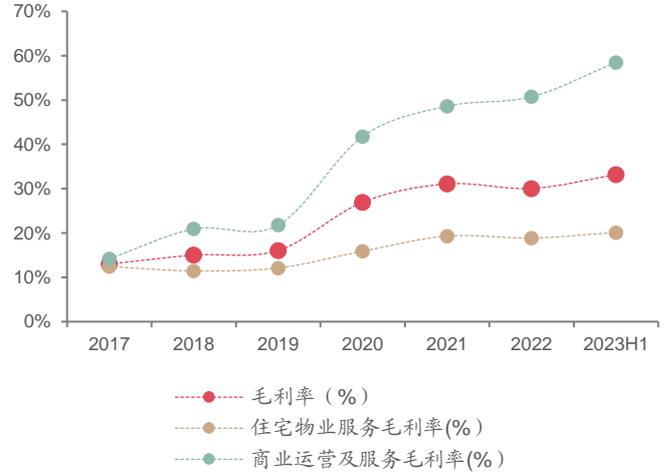


图 12: 整体毛利率改善明显



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表1: 华润万象生活主要业务结构表现

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入(百万元)	3,129	4,432	5,868	6,779	8,875	12,016	6,793
住宅物业服务收入(百万元)	2,101	2,763	3,472	3,884	5,310	7,802	4,484
基础物业服务(百万元)	1,644	2,106	2,667	2,923	3,772	5,573	3,450
业主增值服务(VAS, 百万元)	147	219	297	388	725	1,256	627
非业主增值服务(VAS, 百万元)	310	439	507	573	813	973	407
商业运营及服务收入(百万元)	1,028	1,668	2,397	2,895	3,565	4,214	2,310
购物中心(百万元)	717	1,143	1,558	1,812	2,130	2,482	1,410
写字楼(百万元)	311	525	838	1,083	1,435	1,732	900
毛利润(百万元)	407	665	942	1,827	2,759	3,611	2,253
住宅物业服务毛利(百万元)	261	316	420	617	1,025	1,473	902
基础物业服务(百万元)	134	147	219	359	567	783	539
业主增值服务(VAS, 百万元)	48	74	99	124	199	334	203
非业主增值服务(VAS, 百万元)	79	95	102	134	259	356	160
商业运营及服务毛利(百万元)	146	349	522	1,210	1,733	2,138	1,351
购物中心(百万元)	82	240	316	885	1,329	1,548	1,012
写字楼(百万元)	63	109	206	325	404	590	339
毛利率 (%)	13%	15%	16%	27%	31%	30%	33%
住宅物业服务毛利率 (%)	12%	11%	12%	16%	19%	19%	20%
基础物业服务 (%)	8%	7%	8%	12%	15%	14%	16%
业主增值服务(VAS, %)	32%	34%	33%	32%	27%	27%	32%
非业主增值服务(VAS, %)	26%	22%	20%	23%	32%	37%	39%
商业运营及服务毛利率 (%)	14%	21%	22%	42%	49%	51%	58%
购物中心 (%)	11%	21%	20%	49%	62%	62%	72%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

写字楼 (%)	20%	21%	25%	30%	28%	34%	38%
收入增速							
营业收入-yoy		42%	32%	16%	31%	35%	29%
住宅物业服务-yoy		32%	26%	12%	37%	47%	34%
基础物业服务-yoy		28%	27%	10%	29%	48%	45%
业主增值服务-yoy		48%	36%	31%	87%	73%	12%
非业主增值服务-yoy		41%	16%	13%	42%	20%	-1%
商业运营及服务收入-yoy		62%	44%	21%	23%	18%	20%
购物中心-yoy		59%	36%	16%	18%	17%	20%
写字楼-yoy		69%	60%	29%	32%	21%	20%
毛利增速							
毛利润-yoy		63%	42%	94%	51%	31%	35%
住宅物业服务-yoy		21%	33%	47%	66%	44%	28%
基础物业服务-yoy		9%	49%	64%	58%	38%	50%
业主增值服务-yoy		57%	33%	25%	61%	68%	9%
非业主增值服务-yoy		19%	8%	32%	93%	37%	0%
商业运营及服务收入-yoy		139%	50%	132%	43%	23%	40%
购物中心-yoy		191%	32%	180%	50%	16%	40%
写字楼-yoy		72%	88%	58%	24%	46%	38%
收入业务结构							
住宅物业服务	67%	62%	59%	57%	60%	65%	66%
基础物业服务	53%	48%	45%	43%	43%	46%	51%
业主增值服务	5%	5%	5%	6%	8%	10%	9%
非业主增值服务	10%	10%	9%	8%	9%	8%	6%
商业运营及服务	33%	38%	41%	43%	40%	35%	34%
购物中心	23%	26%	27%	27%	24%	21%	21%
写字楼	10%	12%	14%	16%	16%	14%	13%
毛利业务结构							
住宅物业服务	64%	48%	45%	34%	37%	41%	40%
基础物业服务	33%	22%	23%	20%	21%	22%	24%
业主增值服务	12%	11%	10%	7%	7%	9%	9%
非业主增值服务	20%	14%	11%	7%	9%	10%	7%
商业运营及服务	36%	52%	55%	66%	63%	59%	60%
购物中心	20%	36%	34%	48%	48%	43%	45%
写字楼	16%	16%	22%	18%	15%	16%	15%

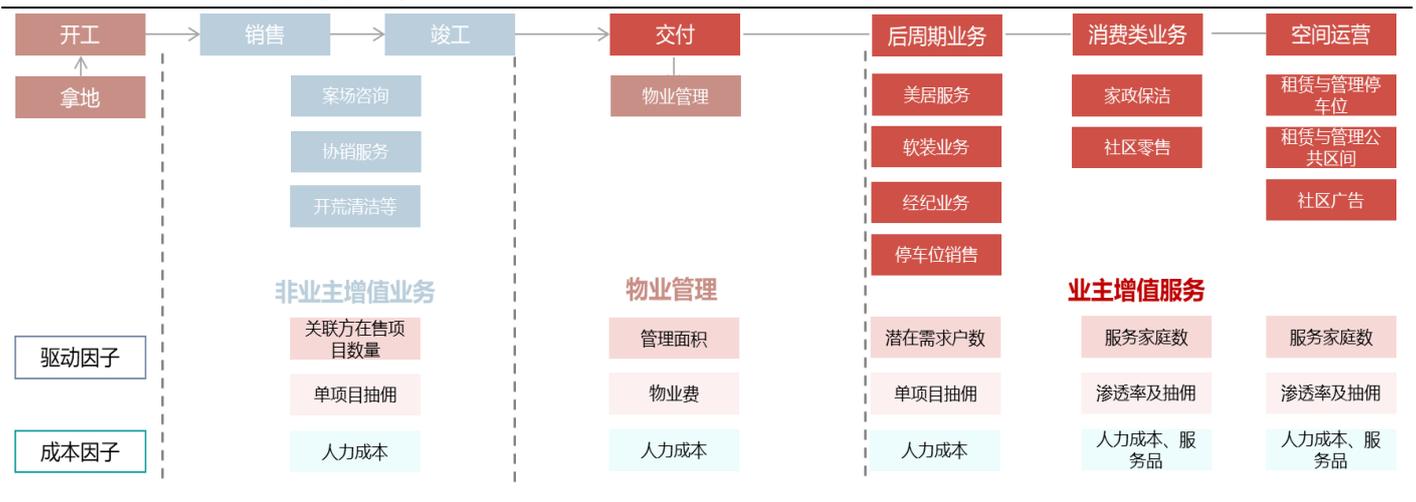
数据来源：公司年报，半年报，广发证券发展研究中心

二、管理输出，参与物业运营现金流分配

(一) 住宅物业：提价难度大、成本刚性，增值业务是盈利水平核心变量

住宅物业按照房地产项目建设进度大致可划分为三块，第一块为交付前业务（非业主增值服务），主要聚焦在销售到竣工周期内的服务，包括交付前营销配合服务、前期筹备服务、顾问服务等，这部分业务主要挂钩所服务的在售项目数量及单项目的抽佣情况。第二块业务主要为交付后的基础物管服务，贯穿整个交付后周期的物业管理业务，挂钩在管面积及物业费水平。第三块业务同样聚焦在交付后周期的服务处，但主要针对业主的增值服务，这类业务按照性质大致划分三类，其一为后周期业务，如美居服务、软装服务、经纪业务、停车位销售等；其二为消费类业务，如家政保洁、社区零售等；其三为空间运营业务，如租赁与管理停车位、租赁与管理公共区间、社区广告等。

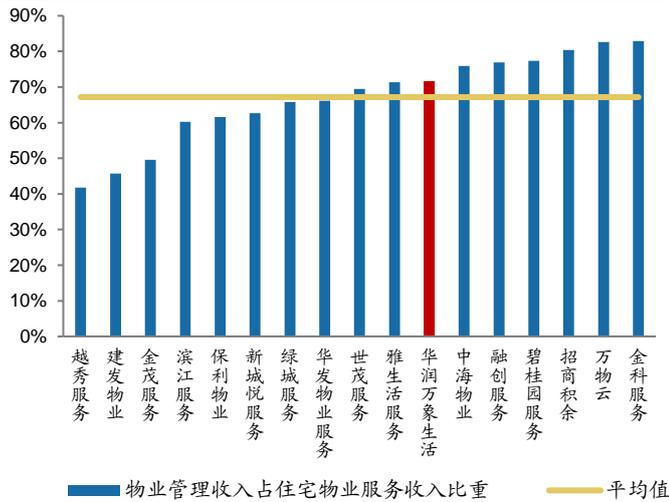
图 13：住宅物业-业务模式拆解



数据来源：广发证券发展研究中心

对于多数物管公司而言，基础物管服务收入占住宅物业服务收入（基础物管+非业主增值服务+业主增值服务）的比重基本超过65%，整体创收基石依赖于基础物管，但物业费提价较难，基础物管的增长空间更多依赖于在管面积的增长。我们所跟踪的上市物管公司财报数据显示，当前在管体量超过2亿方的已有12家企业，此外，结合各家物企2022年底的合约储备面积、合约储备转化率、外拓实力，我们对主要物企2023年的内生在管面积（不含收并购）增速做一个预测。从结果来看，2023年在管面积潜在增速最高的是低基数的强信用中小物企（增速平均26.2%，2022年增速为+39.5%），其次是龙头央企（增速平均17.9%，2022年增速为+27.8%），样本在管面积增速相较2022年已有较为明显的降速，未来在管面积增速放缓或是常态。

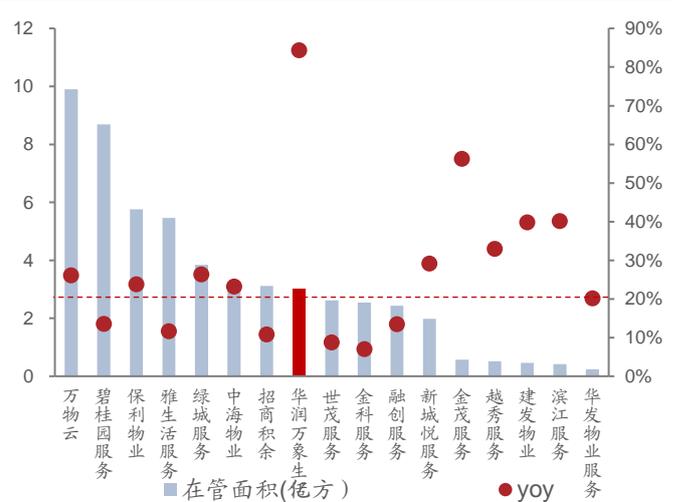
图 14: 主流企业物业管理收入占住宅物服收入比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 2022 年度数据

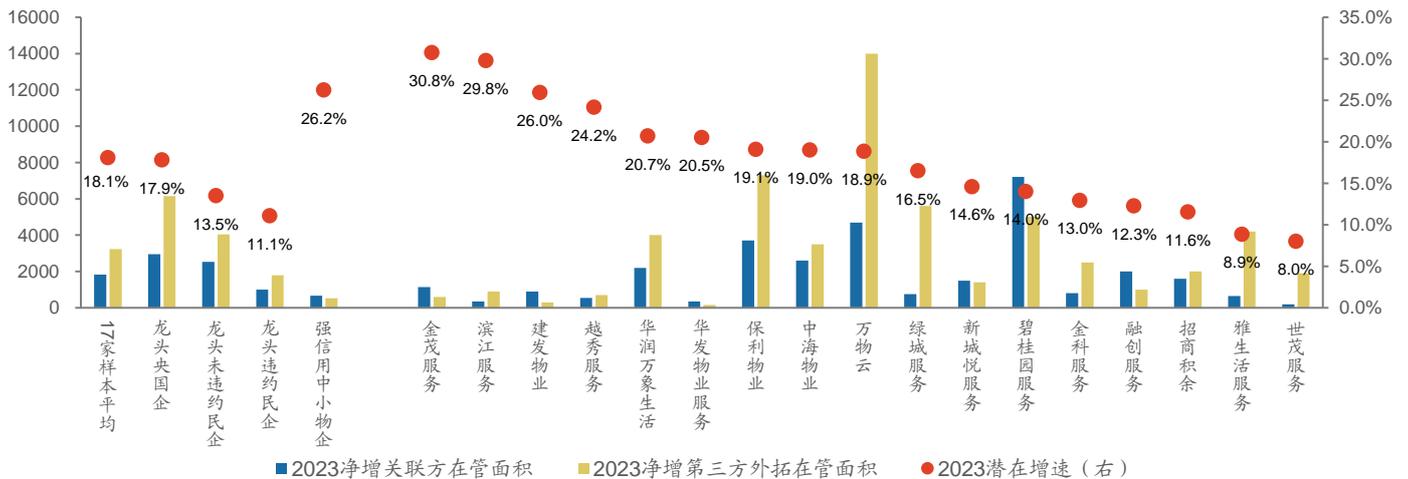
图 15: 在管面积体量渐大, 增速放缓是趋势



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 2022 年度数据

图 16: 17家样本公司2023年预计新增在管面积(万方)及在管面积潜在增速

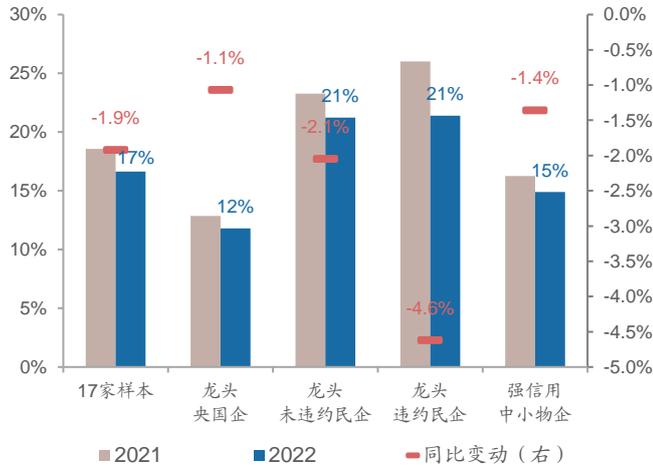


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 引用报告《广发证券-物业行业 2022 年报总结-铅华洗净, 珠玑不御》图 41

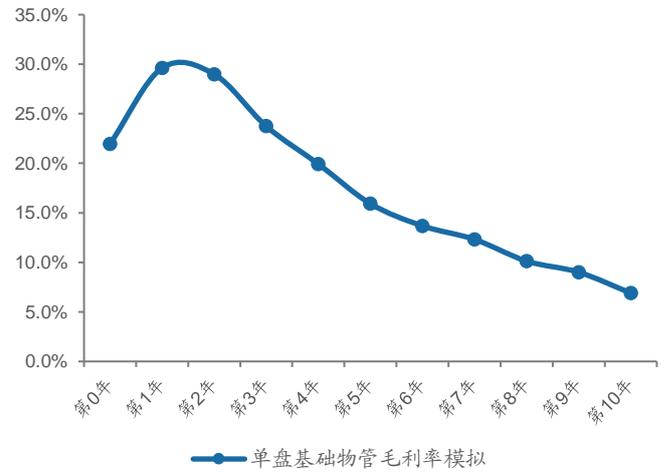
除却在管面积增速放缓之外, 基础物管业务所面临的第二大难题在于提价难度大, 但成本刚性, 随着管理时间的推移, 基础物管服务毛利率或有一定的下行压力。

图 17: 样本企业2022年基础物管毛利率相较于2021年已出现不同幅度的下滑



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 提价难度大、成本刚性, 伴随时间推移, 基础物管服务毛利率下行

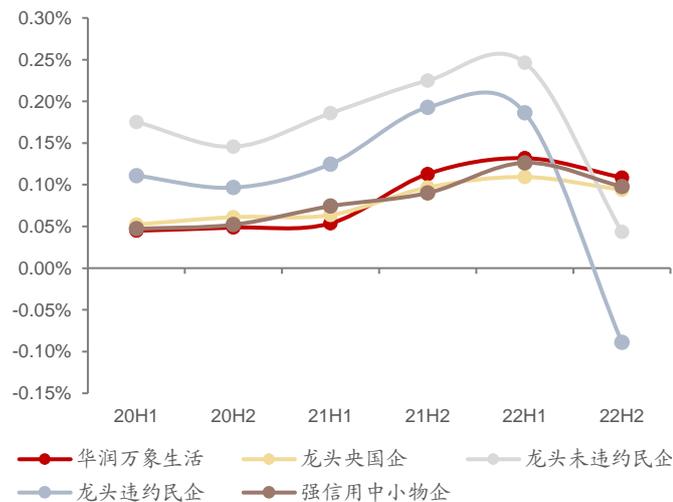


数据来源: 广发证券发展研究中心

增值服务主要分为非业主增值及社区增值服务。非业主增值挂钩房地产销售, 2022年来非业主增值毛利占关联方销售金额的比重不断下滑, 未来非业主增值的表现受限于房地产业务的景气度, 预估对收入或利润的贡献有限。

因此, 对于住宅物业服务业务而言, 社区增值服务成为其盈利水平的核心变量。我们设定(1)社区增值收入占住宅物业收入比重提升5%, (2)非业主增值收入占比不变, (3)基础物管收入占住宅物业收入比重下降5%, (4)各业务板块毛利率不变。在此设定下, 样本整体住宅物业毛利率预估可提升0.9pct。

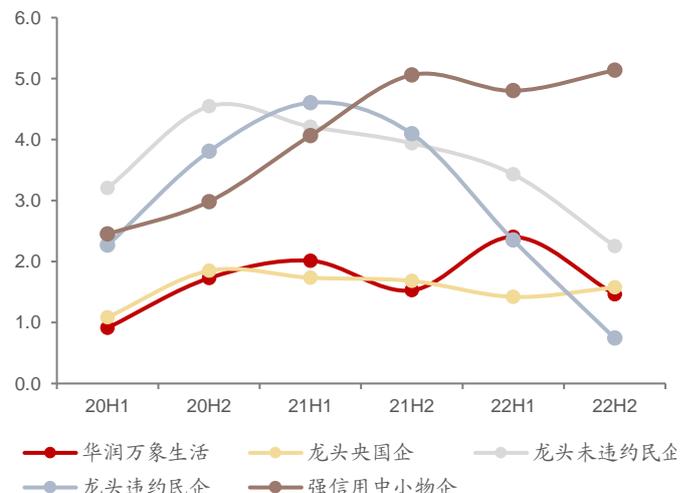
图 19: 非业主增值服务毛利/关联方销售金额



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 2022 年度数据

图 20: 社区增值毛利坪效



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 2022 年度数据

表2: 增值业务是平滑住宅物业毛利率的第二曲线

	住宅物 业收入: 亿元	整体毛 利率	基础物管 收入占 比:%	基础物 管毛利 率:%	非业主增 值收入占 比:%	非业主增 值毛利 率:%	社区增 值收入 占比:%	社区增 值毛利 率:%	社区增值比 重变化5%整 体毛利率	较初始整 体毛利率 变动
碧桂园服务	295.4	28.20%	77%	25.50%	9%	13.60%	14%	53.50%	29.60%	1.40%
中海物业	111.1	15.70%	76%	13.40%	17%	16.40%	7%	38.40%	16.90%	1.30%
华润万象生活	78	18.90%	71%	14.00%	12%	36.50%	16%	26.60%	19.50%	0.60%
金茂服务	24.4	30.10%	50%	16.80%	24%	46.30%	26%	40.40%	31.30%	1.20%
新城悦服务	48.3	26.50%	63%	24.50%	11%	24.60%	27%	32.20%	26.90%	0.40%
滨江服务	19.8	29.90%	60%	19.10%	27%	45.10%	13%	48.30%	31.30%	1.50%
建发物业	22.7	22.70%	46%	21.60%	33%	17.40%	21%	33.60%	23.30%	0.60%
万物云	270.6	12.70%	83%	10.60%	11%	13.90%	7%	36.10%	13.90%	1.30%
招商积余	125	10.60%	80%	9.80%	15%	16.30%	5%	6.00%	10.40%	-0.20%
金科服务	44.3	18.60%	83%	17.70%	10%	19.00%	8%	27.90%	19.10%	0.50%
保利物业	136.9	18.80%	62%	14.20%	16%	18.30%	22%	31.90%	19.70%	0.90%
越秀服务	19.4	25.80%	42%	16.40%	25%	32.10%	33%	32.90%	26.60%	0.80%
绿城服务	143.7	15.30%	66%	12.10%	14%	22.70%	20%	20.80%	15.80%	0.40%
世茂服务	72.6	24.30%	69%	22.30%	7%	21.40%	23%	31.10%	24.70%	0.40%
融创服务	69.8	21.50%	77%	23.00%	15%	6.20%	8%	35.80%	22.20%	0.60%
雅生活服务	140.6	22.30%	71%	19.10%	12%	24.40%	16%	34.20%	23.00%	0.80%
样本合计	1,638.50	19.50%	73%	16.60%	13%	19.60%	14%	34.40%	20.40%	0.90%
龙头央企	721.7	14.60%	76%	11.80%	14%	18.00%	10%	30.70%	15.50%	0.90%
龙头未违约民企	628	23.80%	72%	21.20%	11%	19.80%	17%	37.70%	24.60%	0.80%
龙头违约民企	186.7	21.90%	75%	21.40%	11%	12.90%	14%	31.70%	22.40%	0.50%
强信用中小物企	102.1	22.90%	52%	14.90%	27%	29.30%	21%	34.40%	23.90%	1.00%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

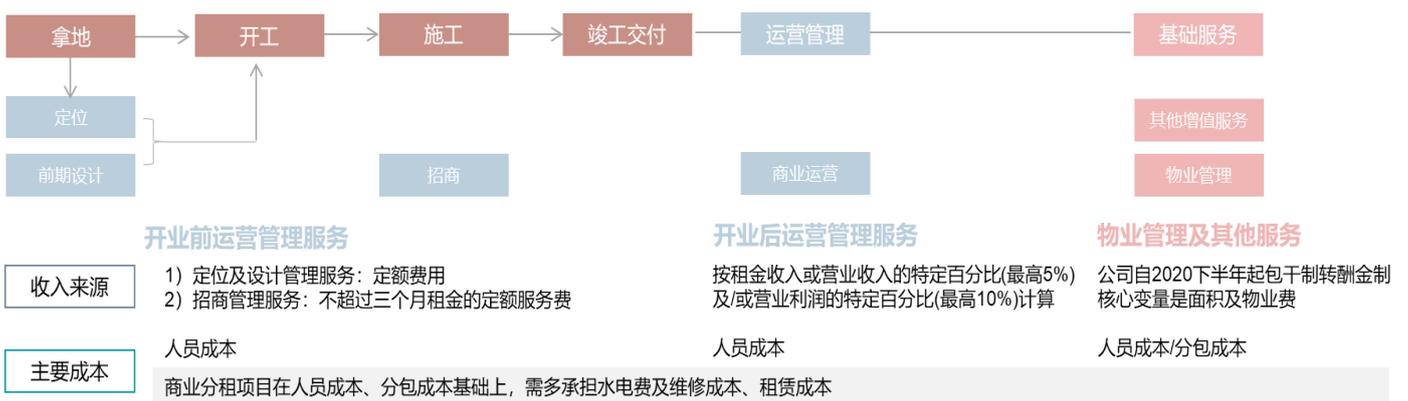
备注: (1) 比重变化5%的计算方式为, 假设总收入不变, 基础物管收入占比下降5%, 社区增值业务收入占比提升5%; 在各业务毛利率不变的情况下得到的整体毛利率水平。(2) 数据取值为2022年度数据

(二) 商业物业: 相比 To C 的住宅业态, 运营质量更能代表话语权

零售商业物业服务主要以购物中心及写字楼业态为主。业务分类看, 一般可分为三大业务, (1) 市场研究及定位、租户招揽及筹备, (2) 商业运营及管理服务; (3) 物业租赁服务业务。

从项目建设流程角度看, 商业物业的业务上, 基础物管服务同住宅物业的基础物管服务类似, 同样发生于交付后的生命周期内, 但运营管理服务最早可在拿地阶段介入, 并在开工前提供定位、前期设计等开业前运营服务, 在竣工交付前进行招商管理服务, 并于竣工交付后的运营阶段提供开业后的运营管理服务, 整个运营管理服务业务基本贯穿商业物业全生命周期。

图 21: 商业物业-业务模式拆解



数据来源: 广发证券发展研究中心

从运营模式看, 商业运营服务一般有三类模式, (1) 委托管理服务模式, 通过获取业主全权委托管理商业物业, 商管公司一般需委派整支管理团队, 包括项目总经理及功能性部门的成员; (2) 品牌及管理输出模式, 该模式下商管公司主要作为专业管理人为业主管理商业物业, 商管公司一般仅指派核心管理团队领导及监察业主委派的项目人员, 运营过程中大部分项目人员由业主负责委聘; (3) 整租服务模式, 该模式下商管公司作为商业物业租户业主, 并向租户分租商业物业内的商用空间, 全权负责商业物业的管理及经营业绩, 并委派项目的整支管理团队。目前, 华润万象生活主要涉及品牌及管理输出模式、整租服务模式; 宝龙商业、星盛商业三种业务模式均有涉及, 万达商管未涉及品牌及管理输出的业务模式。

表3: 不同运营模式下的收入来源及成本结构

分类	模式	服务内容	责任	客户	收入来源	成本结构
委托管理服务模式	获业主全权委托管理商用物业	定位、建筑咨询及租户招揽服务	委派整支管理团队, 包括项目总经理及功能性部门的成员	业主	收取固定费用	承担管理商用物业的运营成本
		运营管理服务		租户	业主端: 收入或利润的预定百分比或固定费用; 租户端: 收取管理费	
		增值服务		增值服务的 相关客户	收取公共空间使用费	
品牌及管理输出模式	作为专业管理人为业主管理商用物业	定位、建筑咨询及租户招揽服务	业主负责委聘绝大部分项目人员, 运营服务商指派核心管理团队领导及监察业主委派的项目人员	业主	向业主收取固定费用	仅承担项目有关的员工成本, 其中一部分由业主补偿; 业主承担管理商用物业的运营成本
		运营管理服务		业主	向业主收取收入或利润的预定百分比或固定费用	
整租服务模式	作为商业物业租户业主, 并向租户分租商用物业内的商用空间	物业租赁服务	全权负责商用物业的管理及经营业绩, 并委派项目的整支管理团队	租户	租户的租金	承担管理商用物业的运营成本, 并定期向业主支付租金
		运营管理服务		租户	向租户收取管理费	
		增值服务		增值服务的 相关客户	向相关客户收取公共空间使用费	

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表4: 主要商管公司三种运营模式的参与情况

分类	华润万象生活	龙湖智创生活	万达商管	宝龙商业	合景悠活	星盛商业	中骏商管
委托管理服务模式	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓
品牌及管理输出模式	✓	✓	-	✓	✓	✓	-
整租服务模式	✓	-	✓	✓	-	✓	-

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

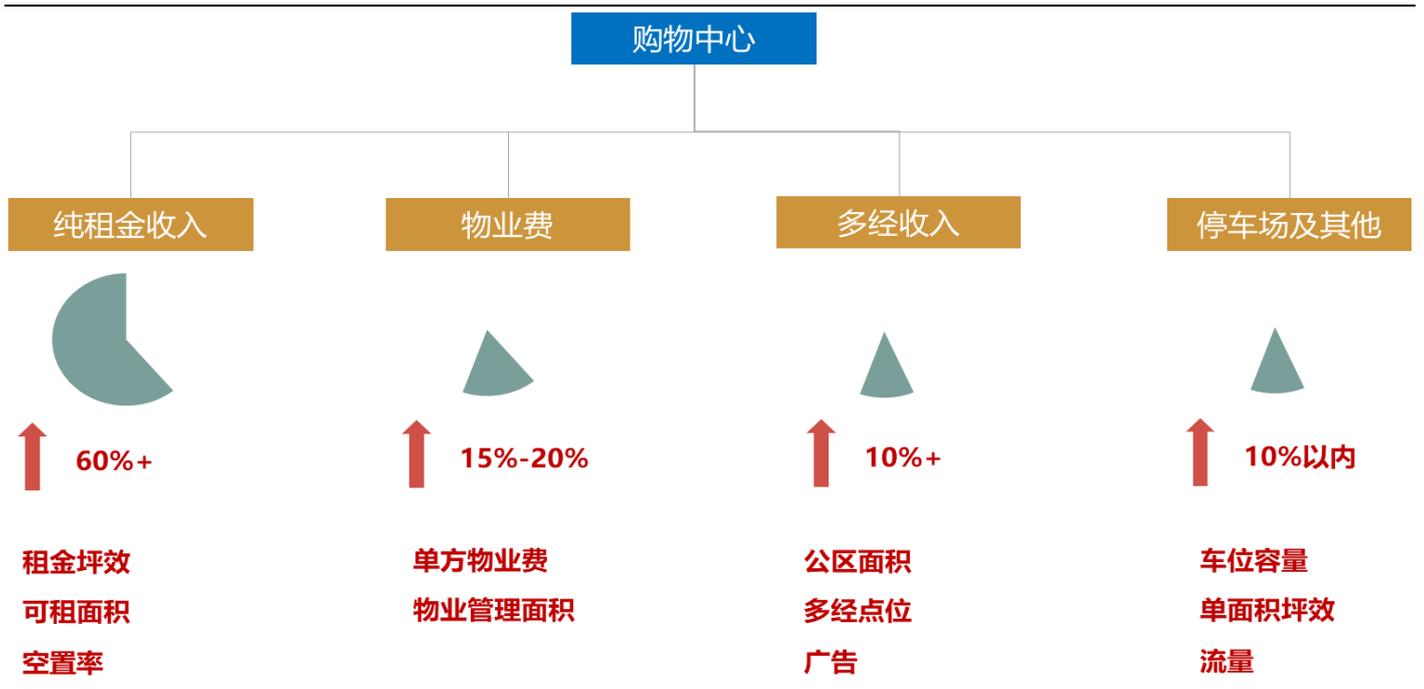
收费模式上, 零售商业的物业管理服务大部分以包干制为主, 华润万象生活自2020年下半年起, 购物中心的物业费逐步由包干制转为酬金制。切分比例上, 根据公司财报, 截止23H1, 华润万象生活商业基础物管收入占华润万象管理商场租金收入比重9%, 其中购物中心基础物管收入占购物中心租金收入比重为2%, 写字楼基础物管收入占写字楼租金收入比重为60%, 购物中心收费模式由包干制转为酬金制, 有一定的失真, 依据经验值(商业REIT招募书披露数据), 购物中心物管费切分全口径租金收入的比重约为15%-20%之间。

表5: 可比公司商业业态布局情况

	华润万象生活	龙湖智创生活	万达商管	宝龙商业	星盛商业	中骏商管
购物中心	✓	✓	✓	✓	✓	✓
写字楼	✓	✓	×	×	×	✓

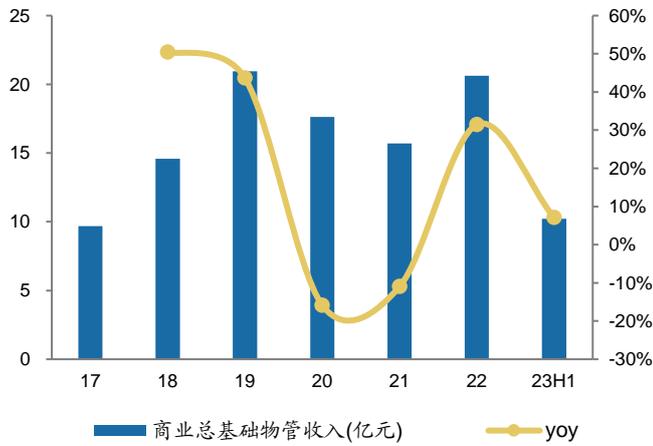
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 22: 一般购物中心全口径收入结构拆解



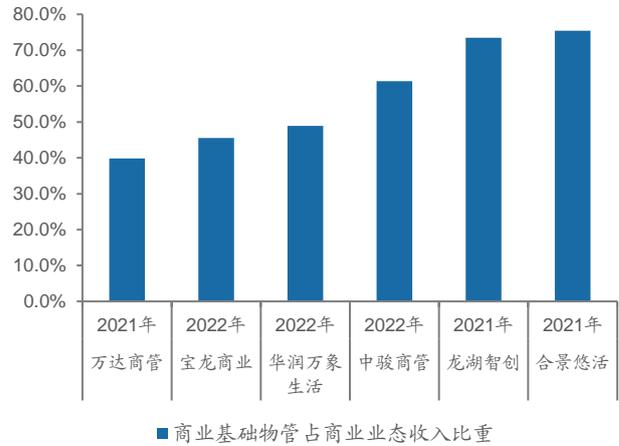
数据来源: 商业 REIT 招募书, 广发证券发展研究中心

图 23: 华润万象生活商业基础物管收入及增速



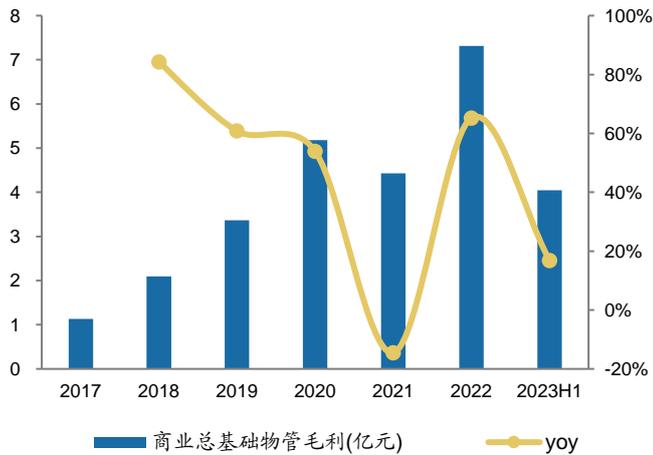
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 24: 主要商管公司商业基础物管比重



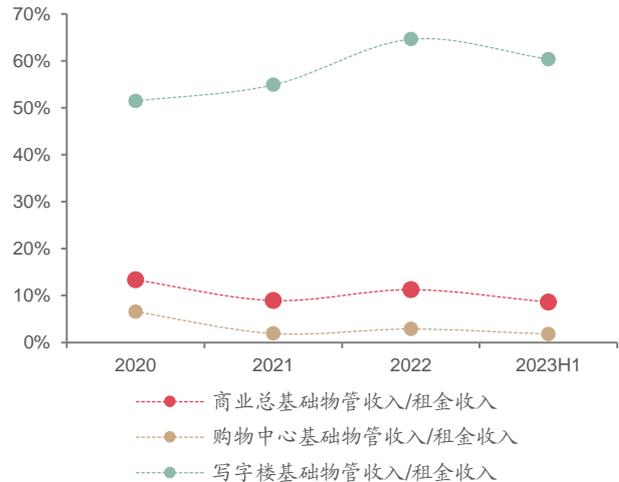
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 25: 华润万象生活商业基础物管毛利及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26: 华润万象生活商业基础物管收入占租金收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

开业前运营管理，如市场研究及定位一般收取固定服务费，客户招揽及筹备同样为收取固定服务费，但不同商管公司在收费计价条件上略有区别，根据公司招股书，华润万象生活一般以不超过3个月租金、龙湖智创生活及宝龙商业则为2个月租金为主。

开业后的商业运营服务的收费标准中，有个别商管公司以酬金制收取服务费，如宝龙商业、中骏商管、合景悠活，而龙湖智创生活及华润万象生活在这部分的收取上一般以佣金制为主，龙湖智创生活通常按占总物业收入（最高4%）及净物业收入（最高8%）的百分比计算，华润万象生活特定百分比相比龙湖智创生活更高，以租金收

入或营业收入的特定百分比(最高5%)及营业利润的特定百分比(最高10%)计算。

图 27: 主要商管公司业务收费标准汇总

大类	细分	主要客户	华润万象生活	龙湖智创生活	万达商管	宝龙商业	合景悠活	星盛商业	中骏商管
			收费标准						
市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务	市场研究及定位服务	业主、物业开发商	定额费用	固定费用(每平方米)	固定费用	单次固定服务费	一次定额	固定费用	固定服务费
	租户招揽服务	业主、物业开发商	不超过三个月租金的定额服务费	固定费用(约首两个月租金)	固定费用	固定服务费, 约为两个月租金	一次定额	与业主分占预定租金或按每平方米基准收取一次性固定费用	按竣工阶段计算固定费用
	筹备开幕服务	业主、物业开发商			固定费用	按每平方米基准的固定服务费	一次定额		按每平方米基准的一次性固定费用
商业运营及管理服务	零售商业物业管理服务	租户	自20年下半年起, 包干制转为酬金制	包干制	固定费用	按每平方米基准的固定费用	包干制或酬金制	向业主收入项目收入或利润而对预定百分比管理费或固定管理费	按月/季按每平方米计算固定费用
	租户管理及收租服务	业主	(1) 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%)或营业利润的特定百分比(最高10%)计算; (2) 其他固定费用如管理外包费及品牌授权费	佣金, 通常按占总收入或净物业收入(最高8%)的百分比计算	享有的项目层面净收益加承担的运营成本及费用	按酬金制的服务费	酬金制或按建筑面积定额	向租户按每平方米基准收取固定管理费	按租金收款计算酬金
	其他增值服务	业主、租户及消费者			按固定费用为基准收取服务费	按酬金制的服务费或经营收入	收费会员制度	按每月/每日或每平方米基准向相关客户收取公共空间使用费	按酬金制或租金收入计算费用
物业租赁服务	商业分租服务	租户	租金收入	租金收入	租金收入	租金收入	--	按每平方米基准向租户或预定每月或每日销售额分成收取租金	--

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

根据公司财报, 2023H1, 华润万象生活实现商业运营收入10.27亿元, 同比增长28%, 其中购物中心运营服务收入9.6亿元, 同比增长28%; 写字楼运营服务收入0.7亿元, 同比增长27%; 购物中心运营服务收入是整个商业运营收入的贡献大头, 占比基本在90%以上。

抽佣率角度, 华润万象生活商业运营收入占商业总租金收入比重(抽佣率概念)约8.6%, 20-23H1以来, 商业运营服务业务平均抽佣率约为8.7%。分业态表现看, 截止23H1, 购物中心运营服务抽佣率约为9.1%, 写字楼运营服务抽佣率约为5%; 20-23H1以来, 购物中心平均抽佣率约9.2%, 写字楼平均抽佣率约5.0%。

图 28: 华润万象生活商业物业运营收入及增速

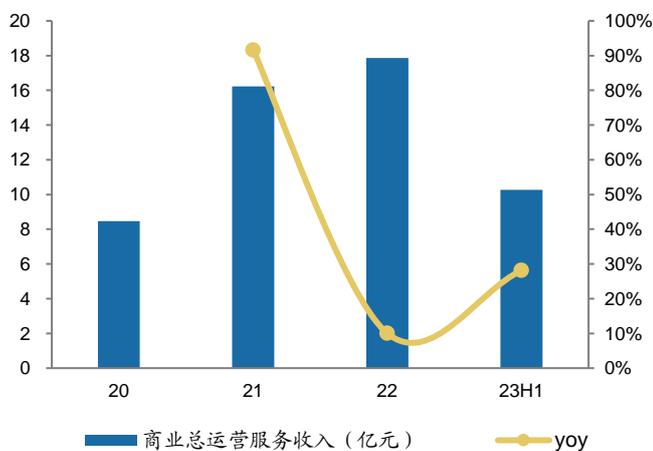
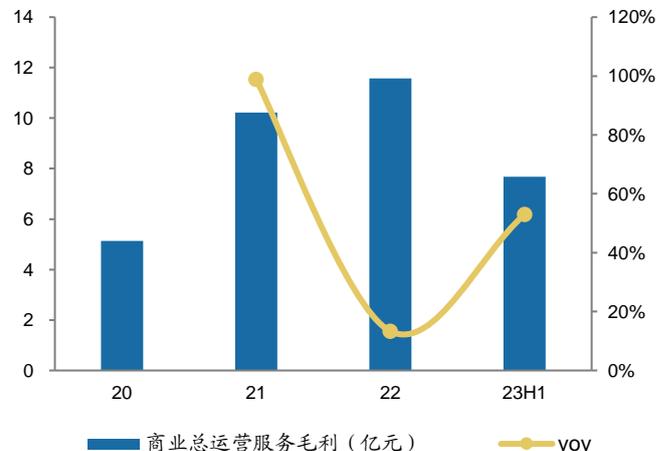


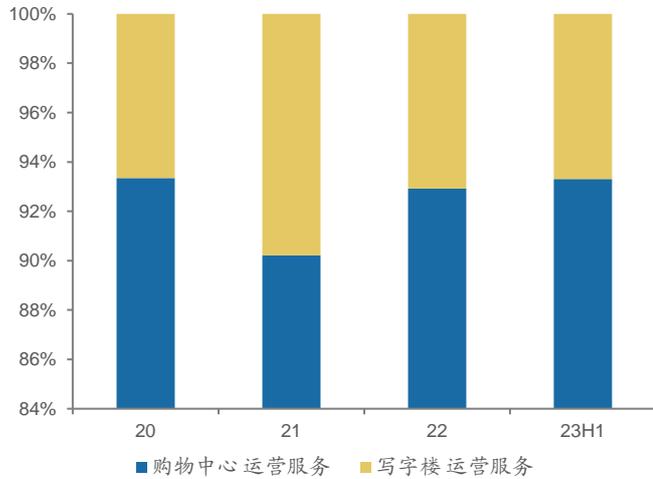
图 29: 华润万象生活商业物业运营毛利及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

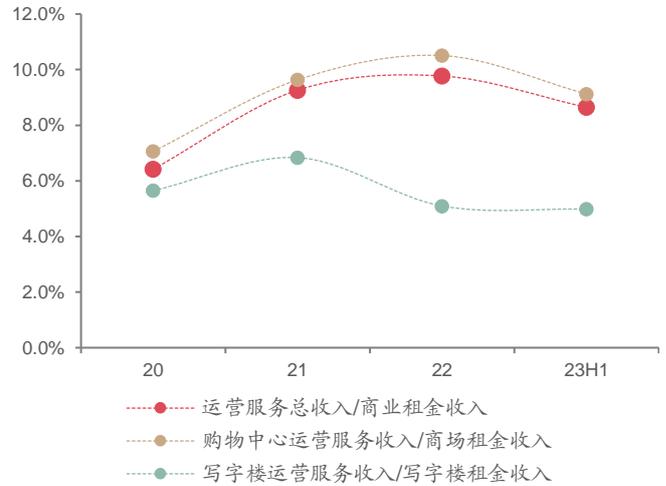
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 华润万象生活商业物业运营收入结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 华润万象生活商业物业运营收入占租金收入



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

华润万象生活的收费比例在行业内是否相对客观? 我们以购物中心业态为主, 并以首批四单REITS的运营收费标准做对比。四单收费模式并未完全标准化, 我们按照实际运营收益=目标运营收益的情况进行收费标准的统一。

假设: 购物中心大口径租金收入1亿元, 其中纯租金收入0.6亿元, 物管费0.2亿元, 停车场及其他多经收入0.2亿元, 经营利润为0.65亿元, 运营净收益为0.35亿元。

据此, 依次得到, 华润商业REIT运营收费约为营业收入的9.2%; 金茂REIT运营收费约为营业收入的11.2%; 印力REIT运营收费约为营业收入的7%; 物美REIT运营收费约为营业收入的4.0%。

直观上看, 物美REIT收费比例最低, 但主要跟物美所管理商业业态更偏百货相关。踢掉物美的影响外, 印力收费比例最低, 华润次之, 金茂最高。不过从收费挂钩的指标内容看, 印力商业的收费模式早涝保收, 以固定比例的营业收入比重为收费标准, 对管理方运营能力的考核挂钩偏弱, 华润跟金茂均兼顾了固定抽佣+浮动抽佣(激励部分), 抽佣模式可能更为客观。已有的收费模式比较看, 华润万象生活整体收费模式及抽佣率在业内具备竞争优势。

表6: 首批4单REITs项目方及运营方比较

基金名称	项目持有人/股东	企业性质	特殊处理	运营方	运营方是否上市	运营实施方收费
华夏华润商业REIT	华润置地	央企	综合体非商资产分离	华润万象生活	港股上市	营业收入的4%+经营利润的8%
华夏金茂购物中心	中国金茂	央企	重组部分非权益内资产	金茂商业	中国金茂旗下公司	基础管理费+激励管理费, 其中基础管理费=实际运营收益*32%, 激励管理费=(实际运营净收益-目标运营

REIT						净收益*N (N的区间在 0-20%)
中金印力消费 REIT	万科集团	混合制 国企	--	印力商业	万科旗下公司	营业收入的 7%
嘉实物美消费 REIT	物美科技	民企	酒店资产剥离	物美商业	21-22 年多次港股递表未通过	基础管理费+浮动管理费，其中基础管理费=运营收入*4%，浮动管理费根据净运营收入完成情况进行收取或扣减；举例：实际运营收益~目标运营收益的 110%，收取超额的 5%

数据来源：REIT 招募书，广发证券发展研究中心

另外，我们对主要商管公司商业运营及服务业务做业务细分拆解。其中，星盛商业商管收入主要为运营服务贡献，未涉及物业管理服务的收费；龙湖智创生活、中骏商管及合景悠活未涉及商业分租业务。公司财报数据口径，以2021年不同公司三大细分业务的收入贡献比重看（部分可比公司处于递表状态，无22年度、23H1数据，故选取21年数据），华润万象生活商业运营服务、物业管理服务、商业分租业务的收入比重分别为45.5%、44.0%、10.5%，业务以运营及物管为核心；万达商管在三块细分业务的比重结构类似华润万象，但万达商管商业分租已有体量，占总商管收入比重接近20%，较华润万象生活的商业分租比重而言有近8.5%的超额。龙湖智创生活及合景悠活的运营服务收入占比均较低，不足30%。

至毛利口径的业务贡献比重看，2021年，华润万象生活商业运营、商业分租、物业管理毛利润占比分别为57%、16%、27%，以商业运营贡献为主；龙湖智创生活商业运营服务毛利占比42%（但20年的时候该比重仅13%）。中骏商管及合景悠活以2020年完整年度的数据表现看，中骏商管在运营服务毛利的贡献达到74%，而合景悠活则在物业管理毛利贡献达到74%；中骏商管运营服务的贡献更多源于关联方项目开业前的服务。

表7：主要商管公司业务拆解（单位：百万元）

	华润万象生活		龙湖智创生活		万达商管		宝龙商业		星盛商业		中骏商管		合景悠活	
	21Y	22H1	20Y	21Y	21Y	22H1	21Y	22H1	18Y	19Y	19Y	20Y	18Y	19Y
收入	3,565	1,924	1,023	2,491	23,481	13,480	2,017	1,025	329	387	241	373	218	344
商业运营服务	1,624	801	138	661	9776	6451	895	407	320	375	122	249	67	85
增值服务	--	--	--	--	5895	3458	--	--	64	69	64	55	23	42
市场研究定位招揽	--	--	--	--	--	--	292	95	10	27	58	194	45	43
租户管理及运营	--	--	--	--	--	--	603	312	246	279	--	--	--	--
商业分租	373	168	--	--	4343	2087	196	75	9	12	--	--	--	--
物业管理	1,569	954	885	1829	9362	4942	926	543	--	--	120	124	151	260
商业运营服务占比	45.5%	41.6%	13.5%	26.5%	41.6%	47.9%	44.4%	39.7%	97.3%	96.9%	50.4%	66.9%	30.9%	24.6%
商业分租占	10.5%	8.8%	0.0%	0.0%	18.5%	15.5%	9.7%	7.3%	2.7%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

比														
物业管理占比	44.0%	49.6%	86.5%	73.5%	39.9%	36.7%	45.9%	53.0%	0.0%	0.0%	49.6%	33.1%	69.1%	75.4%
毛利	1,733	968	273	853	10,522	6,595	711	368	170	201	124	220	92	149
商业运营服务	991	501	36	356	--	--	--	--	--	--	68	162	30	39
增值服务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	32	29	10	20
市场研究定位招揽	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	36	133	20	19
租户管理及运营	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
商业分租	269	120	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
物业管理	473	346	237	497	--	--	--	--	--	--	56	58	62	110
商业运营服务占比	57.2%	51.8%	13.2%	41.7%	--	--	--	--	--	--	54.6%	73.7%	32.4%	26.0%
商业分租占比	15.5%	12.4%	0.0%	0.0%	--	--	--	--	--	--	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
物业管理占比	27.3%	35.8%	86.8%	58.3%	--	--	--	--	--	--	45.4%	26.3%	67.6%	74.0%
毛利率	48.6%	50.3%	26.7%	34.2%	44.8%	48.9%	35.2%	35.9%	51.7%	51.8%	51.3%	59.0%	42.3%	43.4%
运营服务毛利率	61.0%	62.6%	26.1%	53.8%	--	--	--	--	--	--	55.6%	65.0%	44.4%	46.0%
商业分租毛利率	72.1%	71.5%	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
物业管理毛利率	30.1%	36.3%	26.7%	27.2%	--	--	--	--	--	--	47.0%	46.9%	41.3%	42.5%

数据来源：公司年报/半年报，公司招股书，广发证券发展研究中心

三、商业板块成长性良好，内生增长力有保障

购物中心是基于地理位置下整合品牌和商品，通过持续运营吸引、匹配和促进成交的流量运营平台，本质上需要运营者促进和实现商品、服务与流量的有效匹配和交易转换。租金收入是运营者需要关注的首要指标，取得稳定的租金收入需要确保所引入的租户有稳定的营业收入，而租户的营业状况又取决于购物中心的选址、定位、活动、促销等一系列吸引终端顾客客流的服务，最终反映在购物中心的销售额指标。购物中心的运营需要权衡项目本身的属性、租户需求、辐射圈内的消费人群特征，精准把握项目定位，同时密切关注市场变化，不断推陈出新，举办各类推广活动，协助商户提高营业额。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/125024332014011112>