

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
房地产行业联席
首席分析师
S1010517050001



李金哲
房地产分析师
S1010520090001



联系人：李宗儒

核心观点

购物中心的运营管理，规模和效率是关键，而品牌优势是根本。行业的发展空间仍然广阔，由重到轻的运营模式嬗变处于现在进行时。基于品牌实力、运营规模和护城河，在重资产领域我们重点推荐龙湖集团，在轻资产领域则重点推荐华润万象生活。

■ **研究商管公司，可观察规模、效率和平台盈利能力的指标。**商管行业在招商、空间和会员多个层面都具备规模经济，故而建议详查购物中心数量、面积等规模指标。运营能力是商管公司发展根基，而单店人流量、GMV、租金、全口径收入等都是证明运营效率的证据。商管平台盈利，则是能剔除区位因素，观察轻资产运营价值的表征。

■ **商业地产发展空间仍然广阔。**目前我国的购物中心总建筑面积近 5.8 亿平方米。电商渗透率，至少在核心城市已经没有太大提升空间。我们认为，其中具备改造价值的购物中心数量高达数千，且每年新开业的购物中心量级近千，优秀商管公司具备广阔舞台。商管合同在签署后具有高度稳定性，业主方很难随意更改合同，合同会成为 10-20 年内贡献管理费收入的保障。

■ **由重到轻，品牌竞争初起步。**除了极个别龙头公司，2018 年之前行业罕有纯轻资产商管拓展。规模化重资产模式是树立品牌的唯一办法，没有第三方会信任毫无运营经验的品牌。基金化模式（小股）是海外常见的品牌拓展办法，而纯轻（委托管理）则是近几年面对中国购物中心数量多，经营能力差距较大所产生的新商业模式。2021 年起，重资产孵化的品牌已经日趋成熟，华润、龙湖、印力、新城、宝龙、大悦城等企业开始轻资产品牌竞争。

■ **风险提示：**商管品牌拓展竞争可能趋于激烈，部分二线品牌可能面临发展瓶颈。商管平台盈利占 NOI 的比例可能存在显著个体差异，且商管平台收费模式复杂，行业研究存在难度。

■ **品牌驱动，轻重皆可，看好华润万象和龙湖集团的投资机会。**我们认为，商管行业足以诞生出色的商业空间运营者，并可能基于商业空间链接客户居住办公空间和生活服务需求。我们认为，华润万象既具备第三方商管项目强拓展弹性，又具备单个商场运营盈利的向上弹性，我们继续维持推荐。龙湖集团以重资产巩固品牌，聚焦核心城市，并有打通商业空间和社区空间的可能性。长期而言，龙湖集团并不是一家房地产公司，而是可能服务上亿居民的空间营建、持有、运营和服务公司。我们认为，龙湖集团如今的估值并未充分体现其在综合空间服务方面的巨大成长空间。

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价	EPS（元）					PE			
		元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
龙湖集团	买入	38.42	3.08	3.71	4.27	4.94	12.5	10.4	9.0	7.8	
华润万象生活	买入	39.58	0.36	0.66	0.85	1.13	110.0	60.0	46.6	35.0	
绿城服务	买入	10.22	0.22	0.30	0.43	0.61	46.5	34.1	23.8	16.8	
招商积余	买入	19.99	0.41	0.66	0.84	1.01	48.8	30.3	23.8	19.8	
保利物业	买入	47.16	1.22	1.58	2.11	2.81	38.7	29.9	22.4	16.8	
金科服务	买入	53.44	0.95	1.70	2.84	4.61	56.3	31.4	18.8	11.6	

世茂服务	买入	18.40	0.29	0.57	0.96	1.50	63.5	32.3	19.2	12.3
融创服务	买入	21.10	0.19	0.40	0.66	0.93	113.3	52.6	31.8	22.8
新大正	买入	45.02	0.81	1.17	1.68	2.27	55.9	38.5	26.8	19.8
永升生活服务	买入	15.75	0.23	0.38	0.57	0.78	68.5	41.4	27.6	20.2
新城悦服务	买入	17.64	0.52	0.80	1.16	1.62	33.9	22.1	15.2	10.9
碧桂园服务	买入	64.26	0.91	1.42	2.24	3.26	70.6	45.3	28.7	19.7
中海物业	买入	7.63	0.21	0.27	0.37	0.49	36.3	28.3	20.6	15.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价，港币已转换为人民币

目录

商管行业观察什么指标.....	1
管理规模：即期、储备及第三方占比	1
底层资产运营能力	3
商管平台盈利能力	4
由重而轻，商管品牌竞争起步.....	5
商业地产空间不小，整体供求增长.....	6
商管合同的初代可拓和拓后稳定特征	7
三种经营模型的品牌竞争之路	8
从租金到空间综合运营收入.....	9
风险提示	10
品牌驱动，轻重皆可——推荐华润万象生活和龙湖集团	10
华润万象生活:多重弹性，深沟壁垒.....	10
龙湖集团:从空间出发，服务上亿城市居民	13
新城控股：进取的低线购物中心运营平台	15

插图目录

图 1：商管平台的单店规模和收入	3
图 2：商管平台的单店客流和 GMV	3
图 3：新城控股的商城分线城市布局	4
图 4：龙湖集团商业的商场分线城市布局	4
图 5：部分商管公司租金/GMV	5
图 6：我国购物中心建筑面积及增速	6
图 7：社会消费品零售总额累计值及累计同比	6
图 8：商品零售总额累计值及累计同比	6
图 9：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重	7
图 10：实物商品网上零售额累计同比	7
图 11：购物中心空置率结构	7
图 12：一二线城市购物中心空置率情况	7
图 13：龙湖集团和华润置地购物中心的回报率	9
图 14：龙湖集团和华润置地购物中心租金收入占（股息+利息）比重	9
图 15：购物中心中的共享充电宝	10
图 16：购物中心梯媒广告	10
图 17：深圳万象城	11
图 18：淄博万象汇	11
图 19：华润万象生活购物中心（含储备项目）开业计划	11
图 20：华润万象生活管理的购物中心来源	11
图 21：华润万象生活商业数字化战略	12
图 22：重庆金沙天街	14
图 23：重庆春森星悦荟	14
图 24：龙湖集团商场布局	14
图 25：一线城市购物中心的体验业态占比更高	14
图 26：合肥肥东吾悦广场	15
图 27：吾悦广场的商业版图	15
图 28：吾悦广场出租率和商业运营收入提升	16
图 29：吾悦广场的客流量和销售 GMV 提升	16
图 30：吾悦广场的已开业商场项目	16
图 31：吾悦广场的商业运营收益及增速	16

表格目录

表 1：商管行业观测指标	1
表 2：各商管平台的开业商场数量	1
表 3：2020 中国购物中心企业数量 Top 10	2
表 4：各公司第三方管理规模及占比	2
表 5：部分公司底层资产运营能力指标	3
表 6：三家轻资产商管公司的盈利水平	4
表 7：各商业管理公司的管理服务收费模式	5
表 8：商业管理行业估值的来源	5
表 9：商管公司的合同期限	8

表 10：三种不同的商业地产运营模式.....	8
表 11：大悦城的购物中心资产及其权益比例	9
表 12：奢侈品牌在各城市万象城门店数量/在该城市门店数量	11
表 13：华润万象生活估值表	12
表 14：龙湖集团 C2 赛道发展历程	13
表 15：龙湖集团估值表	14

■ 商管行业观察什么指标

以华润万象上市为标志，商管（购物中心的运营和管理）彻底成为一个独立的行业。这个行业和物管有协同也有区别。我们不能套用物管的研究方法论去研究商管公司。

表 1：商管行业观测指标

类别	指标	解释
规模指标	单店规模	体现不同商场的产品特性
	全国布局	商管行业具有规模效应
	储备项目	反应商场的未来潜在开业增速
	第三方管理规模	对轻资产平台尤为重要，体现市场认同和定价公允
底层资产运营能力	单店收入	包括租金收入、管理费和多种经营收入等
	单店人流量	单店每年的客流量
	单店 GMV	单店每年的销售额
	单店收入/单店规模	坪效指标，体现运营效率
	单店 GMV/单店客流量	体现商场的客流转换能力
轻资产平台盈利指标	单店轻资产管理毛利	单店毛利体现轻资产管理的盈利能力
	单店毛利/单店租金收入	体现轻资产平台的定价能力以及提价空间
	商业管理费/租金	体现轻资产商管平台对业主方的议价能力
	租金/GMV	体现商户与商业管理方的议价能力，两者为共生关系。租金的提价空间，也是轻资产平台的提价空间

资料来源：中信证券研究部

管理规模：即期、储备及第三方占比

在我们统计的范围（已上市轻资产商管和重资产企业），2020 年开店数目最多的是新城控股，2020 年开业店数达到 95 家（另有未计入业绩的 5 家轻资产项目）。

中期目标来看，宝龙和华润万象都计划达到 150 家左右的开业规模，大悦城和星盛商业未来的计划开业规模则相对小于前者。新城控股的开业节奏处于快速发展的阶段，2019-2020 年开业了 32 家购物中心（另有 5 家未计入业绩），预计 2021 年还将开业 30 家左右，而龙湖、华润和宝龙近两年则基本为每年 10-20 家左右的开店节奏。

表 2：各商管平台的开业商场数量

	2019	2020	2021E	中期目标	中期时间点
龙湖集团	39	49	60	103	当前管道中项目
新城控股	63	100	130	163	当前管道中项目
宝龙商业	51	68	90	150	2025 年
华润万象	50	59	75	150	2025 年
星盛商业	18	22	-	53	2020 年合约项目
大悦城	13	15	21	43	2023 年

资料来源：各公司公告，中信证券研究部，注：由于披露口径的问题，各大公司的中期规模展望时间点来看并不可比。各大公司所运营的商业本身规模不可比。

表 3：2020 中国购物中心企业在营数量 Top 10

企业名称	主要购物中心品牌	在营购物中心	总建筑面积 (万平)	单店规模 (万平)
万达商业管理集团	万达广场	368	5282	14.4
新城商业管理集团	吾悦广场	100	940	9.4
世纪金源商业管理	世纪金源、方圆荟	85	1000	11.8
印力商用置业	印象城、印象汇、印象里	79	830	10.5
宝龙商业地产	宝龙城、宝龙广场、宝龙天地	68	857	12.6
华润万象生活	万象城、万象汇、万象天地、五彩城	59	610	10.3
龙湖集团	天街、星悦荟、家悦荟	49	481	9.8
凯德（中国）商用	凯德 MALL、来福士、凯德广场	44	470	10.7
金地集团	金地广场、金地中心	36	300	8.3
银泰商业管理	银泰城、银泰 in、银泰荟	32	388	12.1

资料来源：中国连锁经营协会，中信证券研究部

商管行业具有规模效应。这种规模效应体现在：

1) 品牌的布点。凭借其网络化优势来引进品牌。招商意味着可以通过一线城市的强势店铺来捆绑三线城市的弱势店铺出租给相应品牌，换句话说，在一线城市一些品牌有对优秀店面位置的需求，而在三线城市店面有对一些优秀品牌入驻的需求，网络化的布局可以将二者有机结合。

2) 规模先发和卡位优势。定位越高端的商场卡位优势越强，城市能级越低的城市卡位优势越强。奢侈品品牌只会在一个城市开限定的店面数量。中端的体验业态，亦没有而从区位上来说，即便是中低端商业，地区的消费能力也有限，例如一个四线城市对购物中心的容量可能极为有限。

3) 庞大会员数量的增值服务机会。规模所形成的会员数量积累，不仅是一种量的积累，也可能带来质的变化。上千万，甚至上亿的商业会员数量，有可能成为多种新业务的起点。此外，商住两个业态的混业协同可能是大势所趋，而更大的规模、更广的布点和更多的会员数量无疑会为混业底层数据拉通后提供更深的挖掘潜力。

在管规模中的第三方占比也值得关注。第三方管理的规模不仅意味着市场对其管理水平的认可，一定程度上也可以反应其定价的公允水平。优秀的重资产品牌都具备轻资产拓展项目的潜力，不少品牌的第三方拓展才刚刚开始。

表 4：各公司第三方管理规模及占比

	2020 年累计开业	其中第三方项目	第三方项目占比
龙湖集团	49	-	0%
新城控股	100	7	7%
宝龙商业	68	15	22%
华润万象	59	3	5%
大悦城	15	3	20%
星盛商业	22	6	27%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部，注：华润万象生活的第三方项目中不含华润集团的项目

底层资产运营能力

我们当然不能只关注规模指标，更需要关注运营能力指标。商管公司的运营能力是其生存发展的基础。

观测底层资产（购物中心）的运营能力，重点关注指标包括单店人流量、GMV、全口径收入（即轻资产和重资产商场的租金收入，加上管理费和多种经营收入等）。绝大多数上市轻资产公司的第三方拓展项目占比很少，商管的第三方拓展远晚于物管，故而我们今天观察关联方（如华润置地）的单店租金水平，的确是能清楚反映商管企业（如华润万象）的底层资产经营情况的。

在考察单店指标时，应注意单店人流量和单店 GMV 等单店指标对当年新开店的数量非常敏感，如去年上半年疫情原因，很多商场选择在年末开业，会导致低估了新开店较多的真实单店客流和单店 GMV，因此计算单店采用 2019 年和 2020 年的平均开业店铺相较而言更为可比。

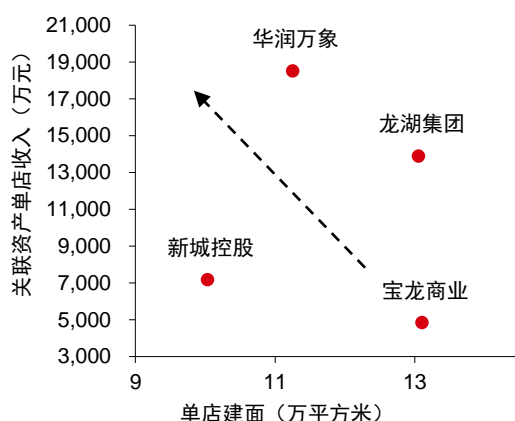
表 5：部分公司底层资产运营能力指标（2020 年）

公司	2020 年累计开业	单店建面（万平方米）	全口径收入（亿元）	全口径单店收入（万元）	关联资产全口径收入（亿元）	关联资产单店收入（万元）	客流量（亿人次）	单店客流（万人次）	GMV（亿元）	单店 GMV（亿元）
龙湖集团	49	13	61	138,886	61	13,889	6	1,253	305	7
新城控股	100	10	58	73,581	57	7,177	7	829	319	4
宝龙商业	68	13	-	-	29	4,837	-	1,196	-	4
华润万象	59	11	-	-	101	18,514	6	1,009	827	15
大悦城	15	-	-	-	29	20,857	2	1,121	185	13

资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算

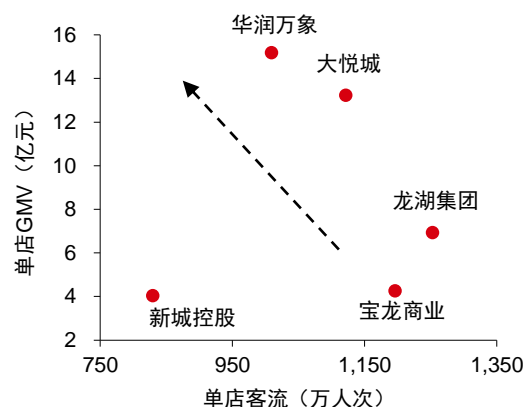
单店收入和单店 GMV 本身代表了商场的运营效率，而结合单店建面和收入、单店 GMV 和客流量可以考察商场的运营转换能力（即从面积转化成租金的能力，和从客流转换成销售的能力），如下二图中，越靠上说明商场的运营效率越高，而越靠近左上角的说明商场的转换效率越高。

图 1：商管平台的单店规模和收入（2020 年）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 2：商管平台的单店客流和 GMV（2020 年）

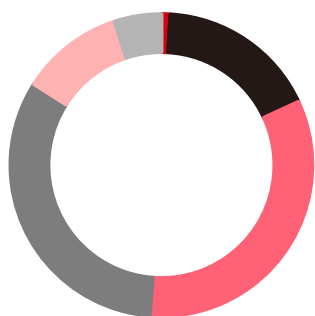


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

这里不同商场的运行效率差异主要来自于：1) 商场的定位，定位越高的商场越容易维持较高的运营效率，坪效和客流转化都较高。2) 商场的布局，如龙湖集团的商场主要聚焦在一二线，而新城控股的商场主要布局于三四线，因此龙湖集团单店收入和单店 GMV 都高于新城控股的数字。3) 商管运营的能力，由于商管需要多年经验和品牌资源的积累，运营能力本身足以形成一家商管公司的护城河。4) 不同公司的商场面积不同。5) 统计口径的差异，如新城控股 2020 年末开业店面较多，真实的单店客流应大于图中的数字，即在图中向右平移，且不同公司的建面、GMV、客流数字统计口径和误差可能各异。

图 3：新城控股的商场分线城市布局

■ 一线 ■ 新一线 ■ 二线 ■ 三线 ■ 四线 ■ 五线



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：龙湖集团商业的商场分线城市布局

■ 一线 ■ 新一线 ■ 二线



资料来源：公司公告，中信证券研究部

商管平台盈利能力

购物中心的成功，既可以说是区域位置的成功，资源价值的体现，也可以说是运营的成功，是日常经营管理的体现。严格来说，运营和资源之间的区隔，只有第三方项目的商管平台收费可以证明。简单而言，我们可以观察商管平台的单场毛利。

有的项目采用酬金制、有的项目采用包干制，收入口径的比较意义不如毛利口径。从单场轻资产毛利来讲，平均每管理一个商场可以为华润万象生活和星盛商业带来 1,622 万元、1,250 万元的毛利，为宝龙商业带来 860 万元的毛利，从轻资产毛利与商场租金收入的比值上说，宝龙商业为 14%，华润万象生活为 7%。华润万象生活较低的数字，也说明其有一定的提价空间。当然，华润万象的单场毛利是不低的，万象比较强的底层资产运营能力，使得其“提成比例”显得比较低。

表 6：三家轻资产商管公司的盈利水平（2020 年）

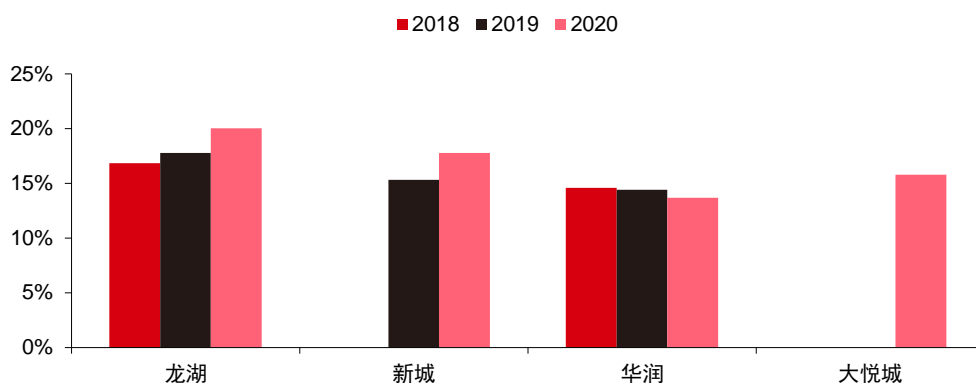
	2020 年累计 开业	轻资产管理毛利 (亿元)	单场轻资产毛利 (万元)	单场的商管毛利/商场 租金收入
宝龙商业	68	5	860	14%
华润万象生活	59	9	1,622	7%
星盛商业	22	3	1,250	-

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

轻资产商业管理收入的背后是租金，租金的背后是商场的 GMV。租售比（租金

/GMV) 越低的公司, 未来租金提价的潜在幅度越高。

图 5: 部分商管公司租金/GMV



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

表 7: 各商业管理公司的管理服务收费模式

公司名称	具体收费模式
宝龙商业	向独立第三方提供的租户管理及收租服务收取每月租金的 5-30% 向集团物业提供的租户管理及收租服务收取每月租金的 3-5%
奥园健康	按年内经营利润的 15-20%收取服务费
华润万象生活	租金收入或营业收入的特定百分比 (3-5%) 及/或营业利润的特定百分比 (8-10%) 计算, 另有管理外包费或品牌授权费等固定费用
星盛商业	租金的 3%-5%, 或 租金收入的 3%或 5%及停车场收入的 60%; 或 收入总额的 1.2%至 4%及经营利润的 2.4%至 7%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 由重而轻, 商管品牌竞争起步

商管行业轻资产运营的特点, 商管合同的稳定性, 空间运营新的增长点, 产业链的核心位置, 都成为推高商管估值的理由。好的商管公司较之物管公司更为稀缺。

表 8: 商业管理行业估值的来源

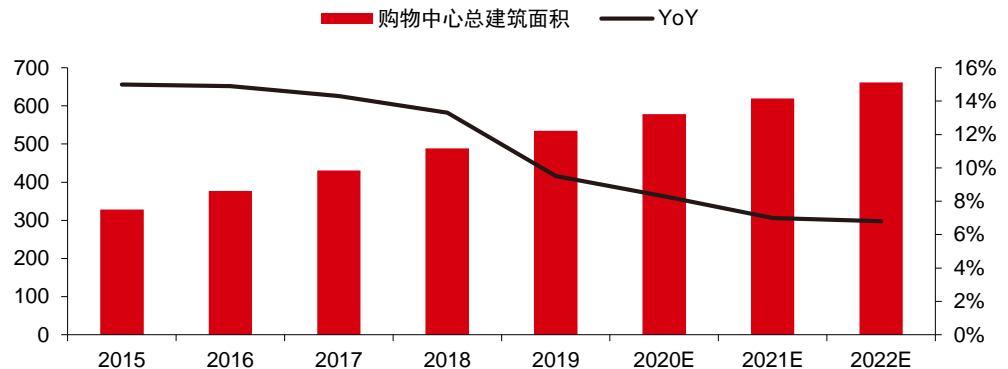
原因	详情
产业链议价能力强	商业地产底层资产供给充足, 竞争激烈。商场的运营成功依赖于轻资产的运营能力, 因而轻资产运营方在产业链利润分配上占据主导权。
轻资产经营	轻资产输出管理能力, 财务负担较小, 无重资产的杠杆风险和资产折价风险。且资本开支小, 现金流稳定。
高增长确定性	商业管理的第三方输出处于起步阶段, 龙头公司集中度较低。且龙头公司计划开业项目排布清晰, 在管项目短期增长确定性强。
消费属性	商业管理具有强消费属性, 稳定性强。且运营优秀的商场, 零售额、租金增长幅度均可跑赢通胀。
科技赋能	科技应用提升运营效率, 降低运营成本。
增值服务/流量变现	龙头公司年客流量数以亿计, 服务商户以万计, 购物中心也是城市居民娱乐、消费、会客的重要场所, 存在增值服务发展空间。

资料来源: 中信证券研究部

商业地产空间不小，整体供求增长

供给层面，2020 年我国有存量购物中心 5.8 亿平方米，同比增加 8%。我国过去几年购物中心都维持着较高的增长，预计未来几年，我国购物中心面积每年还将以超过 6% 的增速稳定增长，每年开业的购物中心面积约 4000-6000 万平方米。

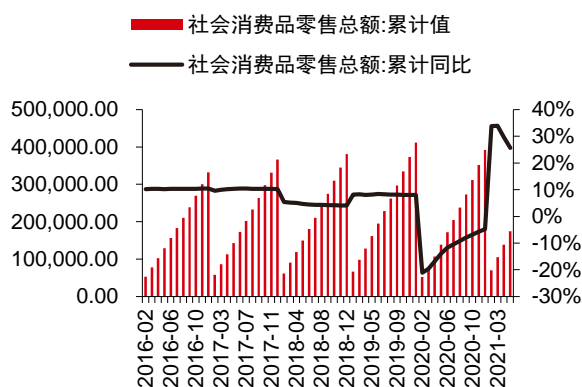
图 6：我国购物中心建筑面积及增速（百万平方米）



资料来源：华润万象生活招股书（含预测），中信证券研究部

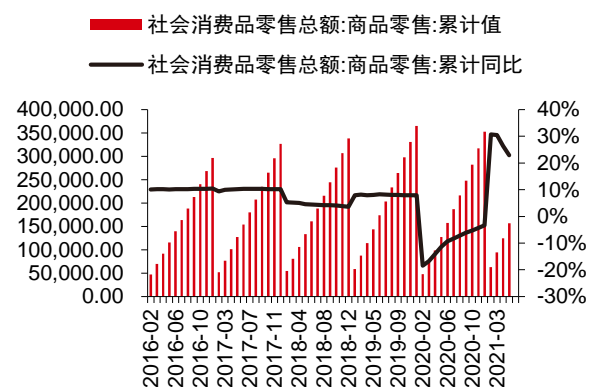
我们并不十分担心购物中心市场出现严重的供给过剩问题。需求层面，截至 2021 年 5 月，全国社会消费品零售总额达到 17.4 万亿，同比增长 26%，两年平均增长 3.9%。其中，商品零售总额实现 15.7 万亿，同比增长 23%，两年平均增长分别为 4.3%。

图 7：社会消费品零售总额累计值及累计同比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

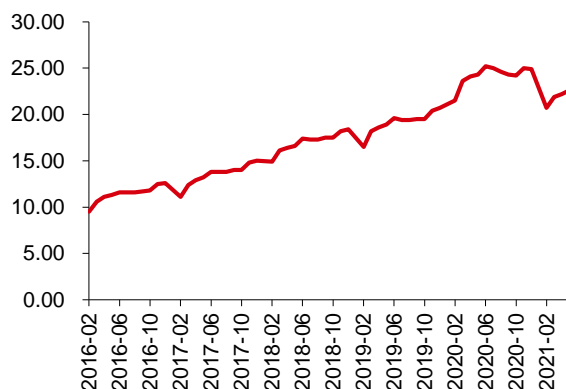
图 8：商品零售总额累计值及累计同比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

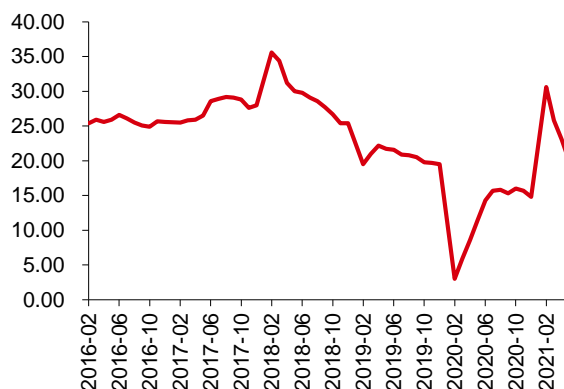
电商渗透率大幅提升，线上购物持续取代线下消费的阶段已经结束。从需求侧，稳定的奢侈品消费、体验式消费、社交型消费和大众化消费都会在线下稳定展开。购物中心的空间总需求有稳定增长的潜力，故而经营良好的购物中心仍有可能成为优质资产。

图 9：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：实物商品网上零售额累计同比（%）



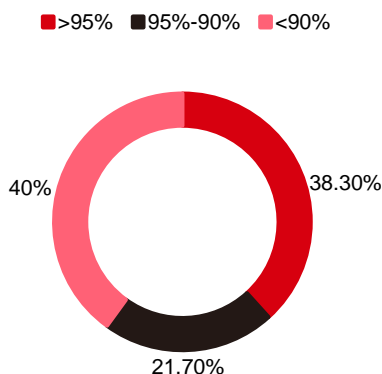
资料来源：Wind，中信证券研究部

供求大致走稳，保证了商场不至于成为劣质资产，商管不至于成为一个周期下行的行业。结构性分化严重，则对商管公司的运营能力提出了较高的要求，商场不至于鸡犬升天，商业用地本身的价值需要优秀管理才能实现。在海外，轻重结合上市平台是主流，在中国，轻资产商管公司可能是主流——这和我国商业地产发展阶段有关。

商管合同的初代可拓和拓后稳定特征

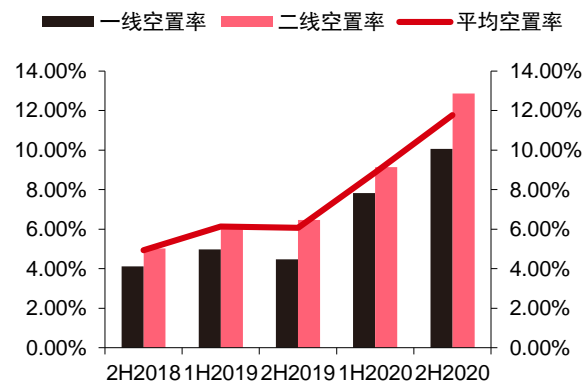
中国的确还有大量的可供改造的商场。截至 2020 年下半年，我国购物中心有四成出租率低于 90%，虽有部分疫情影响，但其中确实是有大量的商城是可供改造和提升的（在硬件和软件层面）。而优秀商管公司的切入，无疑能够为其提供一个更加解决方案，毕竟只需花费一定的管理费用就可以享受更高的资产回报。

图 11：购物中心空置率结构



资料来源：赢商网，中信证券研究部，截至 2020 年下半年

图 12：一二线城市购物中心空置率情况



资料来源：赢商网，中信证券研究部

但是，这种商管合同一旦签署，未来想要更改服务提供方相当困难。一方面，购物中心的合同期限往往较长，通常超过 10 年。另外，购物中心合同一般附有高额的违约金，在一定条件的情况下甲方难以随意更换合同，加之一些前期改造的成本，更换合同成本较高。

表 9：商管公司的合同期限

公司	购物中心管理合同期限
华润万象生活	一般为 1-5 年，也有部分会超过 10 年
宝龙商业	10-20 年，或无固定期限
奥园健康	10-20 年
星盛商业	5-20 年，多数在 15 年左右
中骏商管	3-20 年

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

所以我认为，商管行业的竞争中，先发优势比物管更为重要一些。物管行业的存量拓展是普遍可能存在的，但商管行业在初代拓展之后，难以开展存量拓展（除非某商管平台出现经营崩溃的迹象）。

三种经营模型的品牌竞争之路

目前看，轻资产平台的第三方竞争才刚刚开始，大多数公司的第三方管理占比并不高。除了极个别头部公司外，绝大多数商管平台在 2019 年之前并没有第三方外拓经验（正如绝大多数品牌物业管理公司在 2018 年之前没有刻意开展第三方外拓）。

购物中心的运营，市场上共存三种模式，分别为重资产模式、基金化模式和轻资产第三方模式，这三种模式由重至轻，基金化模式和轻资产模式孰优孰劣还需等待时间的证明。海外来看，基金化模式（小股模式）的确更为常见，但我国的确也存在轻资产商管业务不断壮大的可能性。重资产模式发展受到资金约束，但产权的存在也的确令管理权最为稳定——如果企业持有的商场位置较佳，亦不失为稳健之选。更重要的是，所有轻资产业务的品牌，都来自于重资产的积累。离开了重资产的营建，轻资产的商管无从开始，没有第三方业主愿意信任毫无经验的商管品牌。

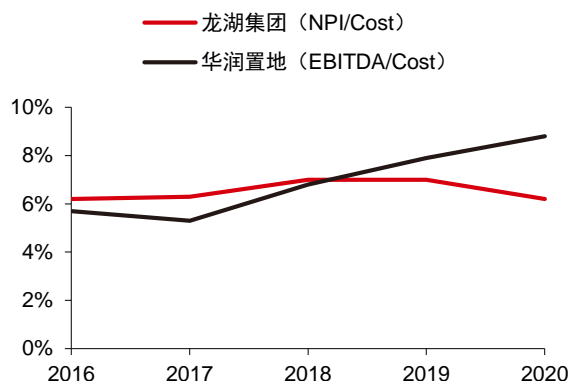
表 10：三种不同的商业地产运营模式

	重资产模式	基金化模式（小股模式）	轻资产第三方模式
收入	租金收入、物业管理费收入和其他多种经营收入	租金收入分成、管理费收入和其他多种经营收入	管理费收入和其他多种经营收入
成本	开发成本、管理成本	分担开发成本、管理成本	管理成本
资金沉淀	较多	较少	无
优点	对于商场更加可控，特别是选址定位上对于商场的运营结果会起到关键作用；稳定期后能收到较大规模的现金流入。	利益绑定，使得被管理方更加信任管理方，有效避免利益不一致问题，且优秀的管理能力也能带来良好的投资回报。	完全轻资产的模式，几乎不需要任何的投资支出，毛利率高，ROE 高。
缺点	资金沉淀高、回笼慢、投资回报低	仍需要进行一部分投资，很难撇开投资因素分析管理平台的能力优劣	利益绑定较少，非常依赖公司的管理水平

资料来源：中信证券研究部

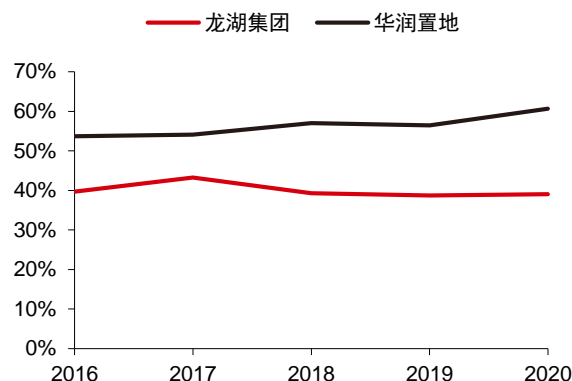
重资产模式目前是商业地产运营的最常见的模式。好的经营性业务，能为地产公司提供稳定的现金流入，一定程度上覆盖每年利息和股息的支出。

图 13：龙湖集团和华润置地购物中心的回报率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14：龙湖集团和华润置地购物中心租金收入占（股息+利息）比重



资料来源：公司公告，中信证券研究部

基金化模式（小股模式），即轻重结合，由管理平台出少部分资金的模式。这种模式主要旨在解决管理平台和业主利益绑定的问题，同时这一小部分出资也能得到不错的资产回报，或实现资金回流。如大悦城地产与 GIC、中国人寿、高和资本等专业机构分别成立了大悦城核心基金、大悦城并购改造基金以及区域型并购改造基金，将资产出表，从重资产模式转换为小股模式。

表 11：大悦城的购物中心资产及其权益比例

城市	出租项目名称	权益比例 (%)	可出租面积 (万平米)
北京	西单大悦城	30.39	5.33
北京	朝阳大悦城	27.35	12.11
天津	天津南开大悦城	30.39	8.83
沈阳	沈阳大悦城	59.59	9.55
上海	上海静安大悦城	30.39	6.62
烟台	烟台大悦城	30.39	7.60
成都	成都大悦城	59.59	9.03
上海	上海长风大悦城	21.67	5.49
杭州	杭州大悦城	32.77	7.36
西安	西安大悦城	17.33	6.16
北京	北京祥云小镇	51	7.51
北京	北京大兴春风里	29.80	5.18

资料来源：公司公告，中信证券研究部

轻资产第三方模式依托品牌，由于几乎不需要前期投入，就能收到长期稳定的现金流入（业主方会负担装修改造的开销）。有的优秀企业在 2015 年就规划了轻资产转型框架，其后华润、宝龙、大悦城等公司也纷纷开始涉及。龙湖集团也在 2021 年起开始发力轻资产项目。整体来看，轻资产市场的竞争已经开始了。

从租金到空间综合运营收入

空间的综合利用，也是商管平台关注的重点内容。因为购物中心的公共空间具备优秀的商业价值，一方面，活跃的商业活动和优秀的布景设计可以帮助吸引客流、提升转

换，增加营收，另一方面，对美学的要求本身也是购物中心品牌的一部分。

购物中心的公共空间价值显著，例如在公共空间（中庭等）周围的店铺，往往是最早被租赁的区域，租金也会有一定的溢价，且广告收益和商业活动的承载，也可以为商管公司带来可观的收益，公共空间本身也是可租的。当然，对空间的综合利用不仅包含这些传统的多经收入，也包括赞助权、冠名权（类比体育场的冠名权）等等。

图 15：购物中心中的共享充电宝



资料来源：TechWeb

图 16：购物中心梯媒广告



资料来源：腾讯网

长期来看，一个购物中心的综合全口径收入不等于租金收入，多种经营收入可能占比达到全口径收入的 10% 以上。

■ 风险提示

商管品牌的拓展竞争刚起步，未来可能更加激烈，这可能导致部分二线品牌未来发展困难。

商管平台收入占 NOI（或 NPI，租金，EBITDA）的比例尚无行业惯例，且各家公司的计算方式多有区别，行业的营业收入和利润确认需要进一步时间沉淀，行业研究存在难度。

■ 品牌驱动，轻重皆可——推荐华润万象生活和龙湖集团

华润万象生活：多重弹性，深沟壁垒

华润万象生活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。

图 17：深圳万象城



资料来源：公司公告

图 18：淄博万象汇



资料来源：公司公告

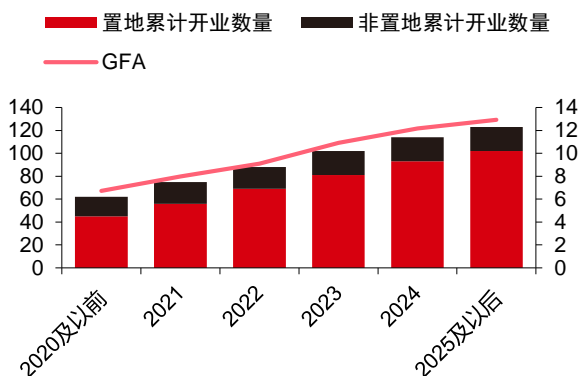
表 12：奢侈品牌在各城市万象城门店数量/在该城市门店数量

	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

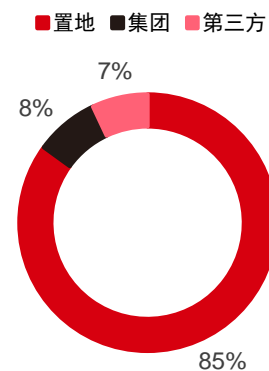
商管增长路径十分清晰。在商业运营领域，公司依托行业第一的品牌优势，既稳步协同置地购物中心开业，亦加强品牌输出。目前，公司经营 57 个商场的商业运营业务和 2 个商场的商业分租服务。公司预计 2025 年在管购物中心将达 150 个，其中外拓 50 个。万象品牌目前进入扩张加速期，华润置地和华润集团相关的新购物中心开业计划明确（至 2025 年，已有明确的 61 个项目）。此外，公司还希望在 2021 年外拓 10 个第三方购物中心，已经落地石家庄高新万象汇项目。

图 19：华润万象生活购物中心（含储备项目）开业计划



资料来源：公司公告，中信证券研究部

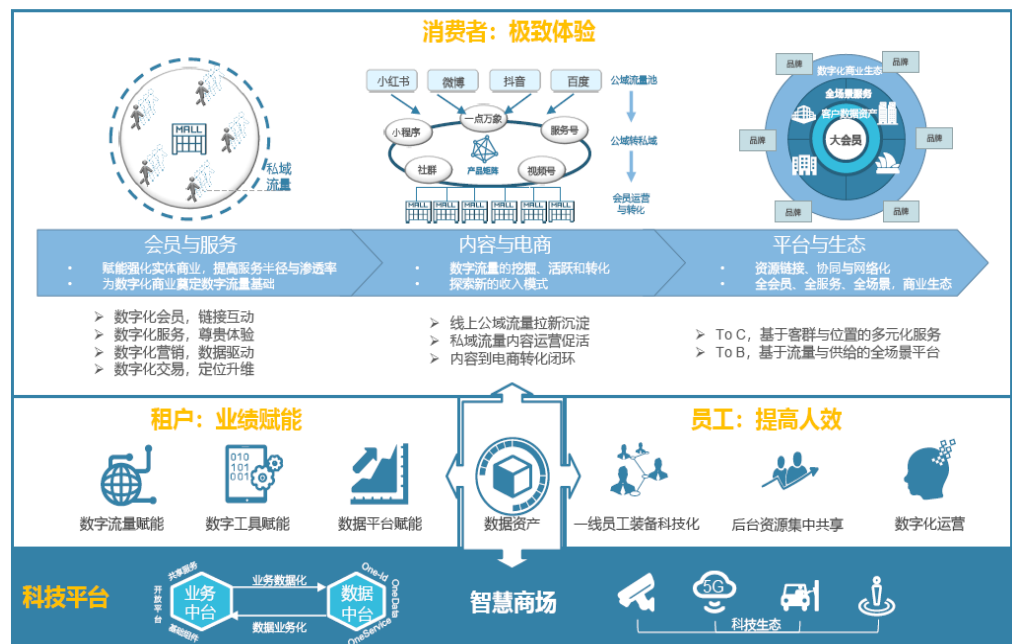
图 20：华润万象生活管理的购物中心来源



资料来源：公司公告，中信证券研究部

持续增长背后是强劲的底层资产运营增值能力。公司的护城河本质上来自公司在重奢和高端购物中心底层资产运营增值能力。在线下零售受极大冲击的 2020 年，公司管理的购物中心总零售额仍同比+14%，高于总营业额的增长。公司的这种运营能力从重奢地标型商业的管理运营历史积累起步，又向着有科技加持的大会员生态体系进发——这既维持了公司价值的底线，又打开了公司发展的空间。

图 21：华润万象生活商业数字化战略



资料来源：公司公告

商管平台具备多重弹性有待释放。公司管理的商场 2020 年租售比仅为 14%，在众多优秀商管公司中排名最后，说明其商场租金增长具有弹性，而单店轻资产毛利仅占租金的 7%，既体现了其强大的运营能力，也说明未来运营管理的提成还有上升空间。此外，公司目前大多数商场来自关联方，公司品牌的“杠杆效应”杠杆起步。我们预计公司凭借强势品牌，第三方外拓的机遇庞大。我们甚至判断，在相当长的时间内，在商管的第三方拓展领域，都是公司挑选项目，而不是争取项目。我们维持公司 2021/2022/2023 年 EPS 预测 0.66/0.85/1.13 元/股，考虑到公司业绩的强确定性和稀缺性，我们维持公司 2023 年 43 倍 PE 估值，维持 57.16 港元/股的目标价，维持“买入”评级。

表 13：华润万象生活估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,868	6,779	9,006	12,077	16,382
营业收入增长率 YoY	32.4%	15.5%	32.9%	34.1%	35.6%
归母净利润（百万元）	365	818	1,505	1,942	2,578
净利润增长率 YoY	-13.7%	124.1%	84.1%	29.0%	32.7%
每股收益（基本）（元）	0.16	0.36	0.66	0.85	1.13
每股净资产（元）	0.45	5.46	5.99	6.59	7.41
毛利率	16.1%	27.0%	29.4%	30.1%	30.0%
净利率	6.2%	12.1%	16.7%	16.1%	15.7%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净资产收益率	35.4%	6.6%	11.0%	12.9%	15.2%
PE	256.97	117.19	64.94	50.34	37.92

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测, 注: 股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价

风险提示: 公司物管板块第三方拓展能力有待提升, 并购机会有待把握, 其发展存在不确定性。

龙湖集团: 从空间出发, 服务上亿城市居民

长期自律, 开发业务具备可持续增长潜力。公司 2020 年底可售货值达到 9750 亿元, 相当于 2020 年销售额 3.6 倍以上。公司 2020 年扭转了拿地面积相对销售面积比例不断下降的趋势, 权益拿地规模首次突破 1000 亿元。长期克制自律所带来的良好信用, 将逐渐体现为资金灵活调度的优势。我们预计公司 C1 航道市占率持续稳步提高。

运营和服务(C2-C6)航道进入高速增长期。公司自持商业等经营性收入预计每年有 30% 以上的持续增长, 商业和长租的运营效率在行业中领先, 物业管理则实现规模和品质的均衡快速发展。总体来看, 我们预测公司运营和服务板块业务 (即 C2-C6) 收入有望持续实现 30%-40% 的高速增长, 2025 有望达到 800 亿元。

龙湖集团购物中心聚焦一二线城市。2020 年底, 公司开业商场达到 49 座, 规划中和在建商场超过 50 座, 每年保持 10 个左右的商场开业速度。2020 年底, 公司已经开业的商场集中在 11 个大城市, 商场总体 GMV 的 5 年复合增长率达到 27%。到 2021 年 5 月, 公司开业了 52 座购物中心。

表 14: 龙湖集团 C2 赛道发展历程

	开业项目 (个)	开业面积 (万平米)	单个项目 规模 (万平)	在建项目 (个)	在建面积 (万平米)	租金收入 (亿元)	单个租金 (亿元)	销售额 (亿元)	租售比	日均客流 (万人/ 日)
2014	15	124.5	8.3	7	86.4	8.8	0.58			
2015	17	148.6	8.7	9	114.9	14.2	0.83			
2016	21	193.8	9.2	14	152	19.1	0.91	117.0	16.4%	67.0
2017	26	258.2	9.9	14	145.5	25.3	0.97	156.0	16.2%	87.0
2018	29	295.8	10.2	21	208.9	36.0	1.24	214.0	16.8%	125.0
2019	39	377	9.7			47.5	1.22	267.0	17.8%	154.0
2020	49	481	9.8	29	297.0	58.2	1.19	305.0	19.1%	151.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部, 注: 除了在建项目, 公司更有规划中项目

图 22：重庆金沙天街



资料来源：公司公告

图 23：重庆春森星悦荟



资料来源：公司公告

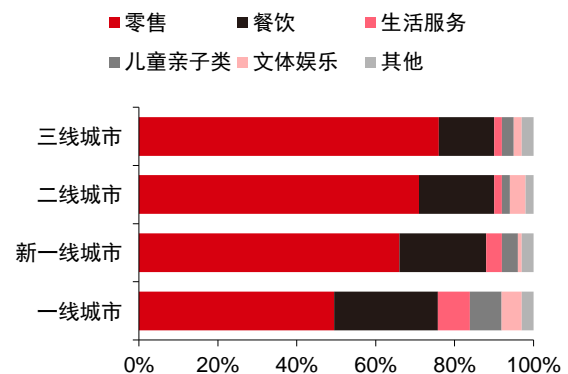
较高定位、体验业态的商业运营者。我们认为，公司在产品定位上要高于新城、宝龙等公司。一二线城市电商渗透更加充分，体验式商业发育更完全，购物中心更多作为一种社交场所而存在，未来受互联网冲击的可能性反而更低。

图 24：龙湖集团商场布局



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：一线城市购物中心的体验业态占比更高



资料来源：万商俱乐部，中信证券研究部

公司具备长跑基因。公司前两大股东股份合计占比超过 60%，且股东尊重管理团队的专业能力。公司限制性股票激励计划，在未来三年可能迎来归属员工的高峰期。延迟满足特征保证了中高层管理队伍的稳定性，又凝聚了行业一流的人才。在文化上，公司强调关爱而不宠坏，平衡工作效率和员工凝聚力，有效避免了“家文化”和“过度狼性”的误区。以此为基础，公司具备长期战略定力，成为了时间的朋友。

好公司的好时点，看好龙湖集团的未来。公司的资产负债表并无风险，且基于长期战略定力，具备胜过一般同业的终局价值。我们维持公司 2021/2022/2023 年核心 EPS 预测 3.71/4.27/4.94 元/股。给予公司 2021 年 20 倍 PE，维持 83.01 港元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

表 15：龙湖集团估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	151,026	184,547	241,348	302,083	354,761

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率 YoY	30.4%	22.2%	30.8%	25.2%	17.4%
经营性收入（百万元）	10,948	15,481	20,762	28,650	41,874
经营性收入增长率（YoY）	48.9%	41.4%	34.1%	38.0%	46.2%
毛利率	33.6%	29.3%	28.2%	27.3%	26.8%
核心净利润（百万元）	15,550	18,690	22,486	25,871	29,956
核心净利润增长率	21.0%	20.2%	20.3%	15.1%	15.8%
核心净利润率	10.3%	10.1%	9.3%	8.6%	8.4%
每股净资产（元）	15.5	17.9	21.0	24.5	28.2
核心净利润每股收益（基本）（元）	2.56	3.08	3.71	4.27	4.94
PE(核心)	15.7	13.4	11.2	9.7	8.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，注：股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价

风险提示：公司当前商业运营业务偏向重资产，因而资产积累比较缓慢，轻资产商管拓展进展则慢于竞争对手的风险。

新城控股：进取的低线购物中心运营平台

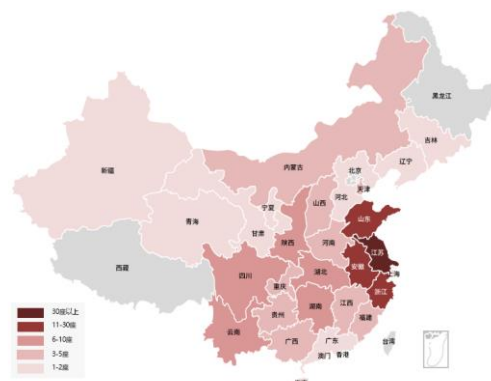
商业运营全国化布局基本完成，规模跻身行业前列。公司的吾悦广场品牌采用各线城市全面布局的方式，二线和三四线同步发展，挖掘并获取城市功能升级和消费升级的红利。截至 2021 年 3 月 28 日，公司已经布局 163 座吾悦广场，进驻 28 个省份、98 个地级市初步完成全国化布局，且在规模方面也跻身全国前列。

图 26：合肥肥东吾悦广场



资料来源：公司公告

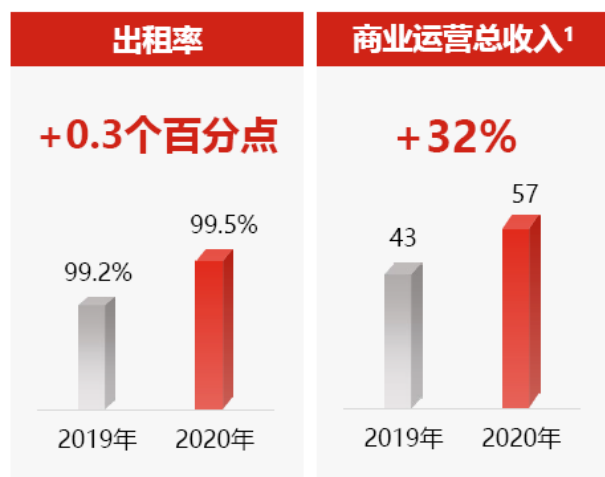
图 27：吾悦广场的商业版图



资料来源：公司公告

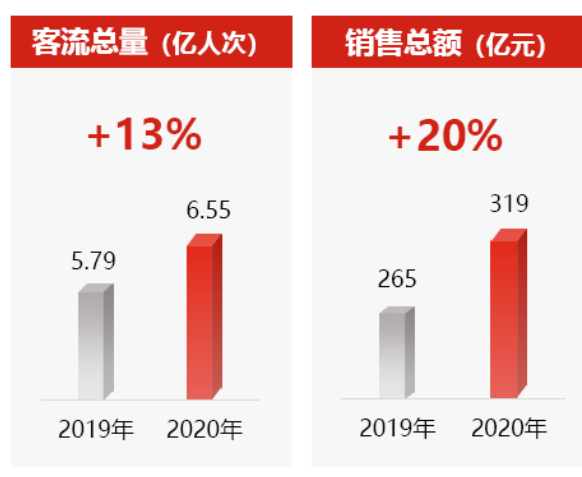
公司购物中心管理能力优异。2020 年即便疫情影响下也实现各项经营指标的提升。2020 年吾悦广场实现商业运营总收入即含税租金收入 56.70 亿元，吾悦广场开业面积超 940 万平方米，平均出租率达 99.54%；客流总量达 6.55 亿人次，同比增长 13%；销售总额达 319 亿元，同比增长 20%；会员人数达 983 万，较 2019 年末增长 73%。

图 28：吾悦广场出租率和商业运营收入提升



资料来源：公司公告

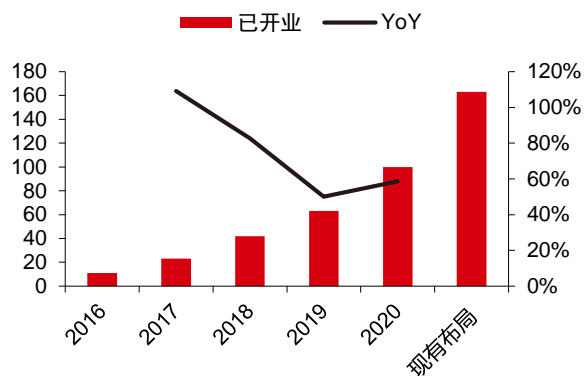
图 29：吾悦广场的客流量和销售 GMV 提升



资料来源：公司公告

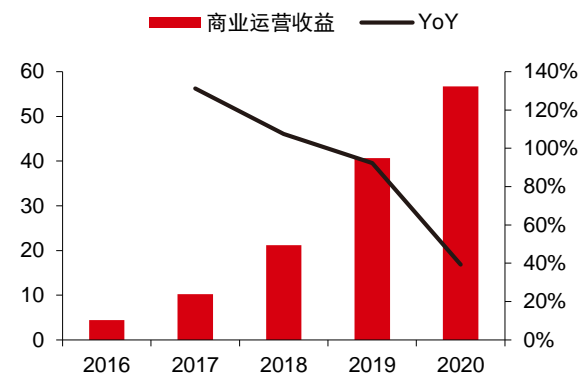
吾悦广场是目前扩张速度最快的品牌之一。公司商场数量从 2016 年的 11 个迅速扩张到 2020 年的 100 个（含 5 个未计入 2020 年业绩的轻资产项目），4 年时间扩张近十倍，2020 年疫情之下还开业了 37 座商场。商业运营收益也从 2016 年的 4.4 亿元增长到 2020 年的 56.7 亿元，年复合增速达到 89%，随着近两年大量新商场的成熟，预计后续其商业运营收益还将保持较高的增速。

图 30：吾悦广场的已开业商场项目



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：吾悦广场的商业运营收益及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

投资开发回归正轨，商业板块发展不俗。公司力图增加经营性收入，以较低的净负债率降低融资成本，并构建更加稳健的盈利模型。年报来看，公司绝对有息负债规模和融资成本都没有下降，但我们对公司长期稳定前景充满期待，建议投资者保持重点关注。

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 Dalalal 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 IN2000001735，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会员）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 由荷兰金融市场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 2021 版权所有。保留一切权利。