

向阳生长，花开有期


东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **发展历程：弯道超车，商业物管领头羊。**公司为宝龙集团旗下中国领先的商业运营服务供应商。2019年12月30日，公司在香港上市，成为港股首家商管公司。公司2020年实现营业收入19.2亿元，同比增速为18.8%；毛利润和净利润分别为5.9亿元、3.1亿元，同比增速分别为38.8%、72.1%，毛利率、净利率提升至30.9%、16.0%。商管和住宅物业两大核心业务中，商业运营服务营收占比超过8成，毛利占比接近9成，是绝对的主导业务。
- **行业点睛：行业进入整合期，优秀公司输出的黄金时代。**商业地产总体过剩，但零售物业将领跑商业地产细分领域。未来三到五年，大量商业地产项目将面临运营困境，这意味优秀的商管公司，正在迎接轻资产输出的黄金时代。
- **战略回顾：擅长把握比较优势，向阳生长。**公司拥有宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地四大产品线，具备多维度运营能力。分散发展期后，公司选择聚焦长三角，项目占比提升至71%。2020年7月，公司收购浙江星汇60%股权，预计21年业绩增厚10%，该平台也成为轻资产扩张桥头堡之一。
- **未来优势：五大核心能力构建企业护城河。**未来三年公司致力于持续提升经营管理能力，树标杆、领行业。母公司交付和外拓并举，目前商业在管面积857万方，住宅1440万方，预计三年规模翻番；坚持“1+1+N”战略，深耕长三角，网络效益逐渐体现；存量调整和增量培育齐头并进，2018-2020年在管项目平均出租率从83.5%提升至89.9%，未来有望提升至95%；2020年6月，陈德力先生加盟出任总裁，全面统筹集团商业板块的运作，并建立梯度人才培养计划；公司联手腾讯打造“纽扣”计划，继续挖掘数字平台潜力。

财务预测与投资建议

- **首次覆盖给予买入评级，目标价38.49港元。**我们预测2021-2023年每股收益为0.73/1.04/1.38元。公司具有全产品线的优势以及清晰的战略打法，具有长期持续增长的潜力，是商管赛道中的优质标的。可比公司2021年的平均估值为44X，对应目标价38.49港元（1港元=0.8345人民币）。

风险提示

- 疫情反复影响开业节奏。出租率提升不及预期。外拓进展不及预期。

公司主要财务信息

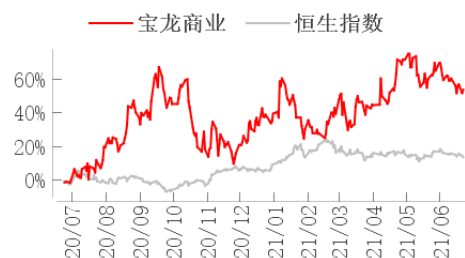
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,620	1,921	2,753	3,832	5,095
同比增长	35.0%	18.6%	43.3%	39.2%	33.0%
营业利润（百万元）	279	434	684	953	1,244
同比增长	23.9%	55.2%	57.8%	39.3%	30.5%
归属母公司净利润（百万元）	179	305	473	670	887
同比增长	33.7%	70.8%	55.2%	41.6%	32.3%
每股收益（元）	0.30	0.47	0.73	1.04	1.38
毛利率	26.4%	30.9%	32.4%	32.6%	32.1%
净利率	11.0%	15.9%	17.2%	17.5%	17.4%
净资产收益率	19.7%	16.3%	20.4%	24.6%	27.2%
市盈率（倍）	69.1	43.5	28.0	19.8	15.0
市净率（倍）	7.8	6.1	5.2	4.4	3.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月22日)	27.15 港元
目标价格	38.49 港元
52周最高价/最低价	31.44/17.01 港元
总股本/流通H股(万股)	64,400/64,400
H股市值(百万元港币)	17,485
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2021年06月23日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.31	-3.95	6.54	53.55
相对表现	1.76	-3.43	7.2	39.89
恒生指数	-0.45	-0.52	-0.66	13.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003
香港证监会牌照：BQJ931

联系人 吴尘染
wuchenran@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

1. 发展历程：弯道超车，商业物管领头羊.....	5
1.1 由物业转向运营，商业物管领头羊.....	5
1.2 汇聚行业优秀人才，集合多元管理经验	6
1.3 商管成为核心驱动，利润率持续攀升	7
2. 行业点睛：行业进入整合期，优秀公司输出的黄金时代	11
2.1 商业地产：过剩存量消化接近尾声，结构性机会仍存	11
2.2 商业管理：轻重并举，优秀商管公司的黄金时代	13
3. 战略回顾：擅长把握比较优势，向阳生长	15
3.1 打造全产品线，建设多维度运营能力	15
3.2 聚焦最肥沃增量市场，水大鱼大	17
3.3 试水存量市场，初步建立轻资产拓展路径	19
4. 未来优势：五大核心能力构建企业护城河	20
4.1 项目拓展能力：母公司交付和外拓并举，保障高速发展	20
4.2 选址布局能力：坚持“1+1+N”战略，网络化布局	22
4.3 场地经营能力：存量调整和增量培育齐头并进	24
4.4 人才培养能力：明星经理人牵头，建立梯度人才培养计划	27
4.5 数字化生态化能力：联手腾讯，挖掘数字平台潜力.....	28
盈利预测与投资建议	30
盈利预测：2021-2023 年 EPS 为 0.73/1.04/1.38 元.....	30
投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 38.49 港元	31
风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权架构.....	6
图 3：公司 2020 年营业收入同比增长 18.6%.....	7
图 4：公司 2020 年毛利润同比增长 38.8%.....	7
图 5：公司 2020 年净利润同比增长 72.1%.....	8
图 6：公司 2020 年毛利率、净利率提升至 30.9%、16.0%.....	8
图 7：公司商业运营服务和物业管理服务营收比例.....	8
图 8：公司商业运营服务和物业管理服务毛利比例.....	8
图 9：公司商业运营服务板块各业务营收占比.....	9
图 10：公司住宅物业管理服务板块各业务营收占比.....	9
图 11：2020 年公司资产负债率为 52.1%.....	10
图 12：2020 年扣除合约负债资产负债率为 45.2%.....	10
图 13：公司应收贸易账款周转天数稳定.....	10
图 14：公司三项费用率持续下降.....	10
图 15：2008-2020 年 100 大中城市商服用地土地供应数量（宗）.....	11
图 16：2008-2020 年 100 大中城市商业用地和住宅用地供应面积之比.....	12
图 17：重点城市优质写字楼物业空置率 2020 年再次走高.....	12
图 18：重点城市优质零售物业空置率较写字楼偏低.....	12
图 19：重点城市核心商圈人均购物中心商业面积（ m^2 ）.....	13
图 20：重点城市核心商圈首层平均租金（元/ $\text{m}^2 \cdot \text{天}$ ）.....	13
图 21：2013-2023 年估计商业运营服务商总在管建筑面积（百万方）.....	13
图 22：2013 年至 2023 年估计商场总数（中国）.....	14
图 23：实物商品网上零售额占比不断提升.....	14
图 24：商业地块平均楼板价不断上升.....	14
图 25：各产品线已开业面积（万方）及占比.....	16
图 26：各产品线项目出租率对比.....	16
图 27：厦门宝龙一城.....	16
图 28：滨江宝龙城.....	16
图 29：台商宝龙广场.....	17
图 30：淮安宝龙天地.....	17
图 31：长三角城市群内部交通联系紧密.....	18
图 32：2013 年至 2023 年长三角地区估计商场总数.....	19
图 33：公司三年发展规划.....	20

图 34：宝龙地产历年销售面积和金额.....	21
图 35：公司商业在管项目来源	22
图 36：公司商业项目合约和在管面积.....	22
图 37：公司住宅项目合约和在管面积.....	22
图 38：公司全国布局图	23
图 39：各区域已获取项目数量和比例.....	23
图 40：公司住宅项目合约和在管面积.....	23
图 41：城市深耕，南京底价连落八子.....	24
图 42：平均出租率指标	25
图 43：2015 年后开业的项目出租率.....	25
图 44：购物中心平均单店客流统计（单位：万人）	25
图 45：购物中心平均单店营业额统计（单位：万元）	25
图 46：公司“纽扣”计划示意图	28
表 1：公司核心管理层	6
表 2：宝龙商业主要产品线	15
表 3：三大城市群指标对比	17
表 4：公司第三方外拓列表	19
表 5：2020 年公司新增合约项目列表	21
表 6：2020 年新项目开业情况	25
表 7：宝龙商业人才培养体系	27
表 8：可比公司估值	31

1. 发展历程：弯道超车，商业物管领头羊

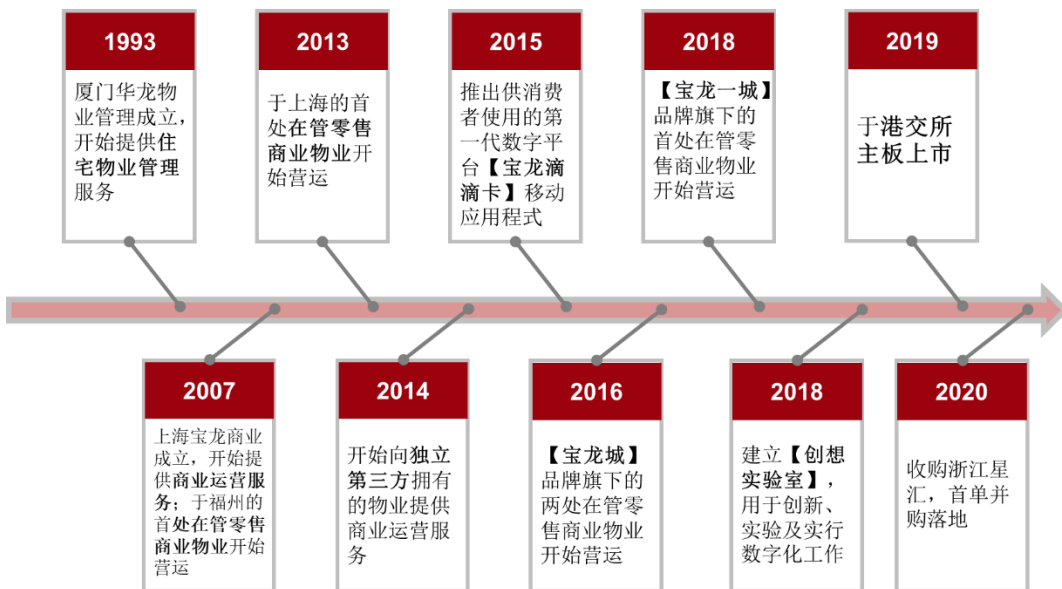
公司为宝龙集团旗下物业管理及商业运营平台，立足长三角向全国三大经济圈辐射，现已成为中国领先的商业运营服务供应商。公司通过旗下宝龙一城、宝龙城、宝龙广场及宝龙天地四个品牌为业主、商户、消费者提供专业的商业运营服务。2019年12月30日，宝龙商业管理控股有限公司在香港联合交易所主板成功上市，股票代码 HK.9909，成为港股市场第一家商业管理公司，并获纳入“MSCI 中国小型股指数”及港股通名单。

1.1 由物业转向运营，商业物管领头羊

宝龙旗下服务商，商业物管领头羊。宝龙商业于1993年开始向集团提供配套住宅物业管理服务。2007年，公司开始向零售商业物业的开发商、租户及业主提供商业运营服务，是为数不多拥有管理多元化零售商业物业组合专长及能力的中国商业运营服务供应商之一。目前公司旗下已经形成了宝龙一城、宝龙城、宝龙广场及宝龙天地四个品牌，为业主、商户、消费者提供专业的商业运营服务。2019年12月30日，宝龙商业在香港联合交易所主板成功上市，成为港股市场第一家商业管理公司，并获纳入“MSCI 中国小型股指数”及港股通名单。

截至2020年12月31日，公司及旗下公司已获取管理商业项目总数118个，其中在营管理项目68个；已签约商业管理面积超1130万平方米。宝龙商业亦向住宅物业、办公大楼及服务式公寓提供物业管理服务，已签约住宅物业管理面积超2200万平方米。公司被中指院评选为中国商业地产5强企业。

图 1：公司发展历程

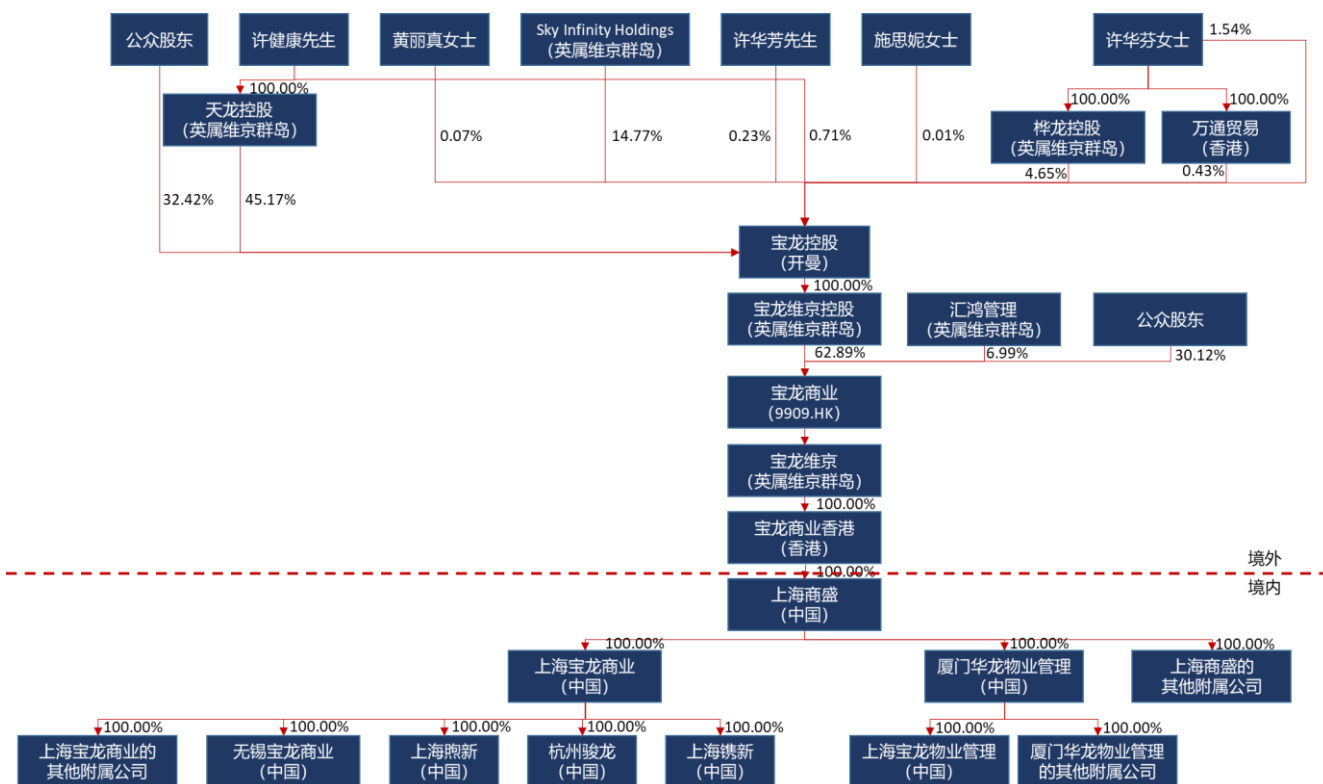


资料来源：招股说明书、公司官网、东方证券研究所

1.2 汇聚行业优秀人才，集合多元管理经验

宝龙控股为公司第一大股东，实际控制人为许健康家族。2019 年 12 月公司在香港 IPO，公开发售获超额认购 52 倍国际配售获覆盖超 10 倍，经超额配售权行使，形成总股本 6.23 亿股，2020 年 10 月公司公告向陈德力先生配售及奖励股份 0.2 亿股，目前公司总股本 6.44 亿股，其中宝龙控股为第一大股东，持股比例 62.89%。许健康家族通过宝龙控股间接持有宝龙商业约 44.83% 的股份，为实际控制人。

图 2：公司股权架构



数据来源：招股说明书、Wind、东方证券研究所

公司董事和管理层在行业长期供职、经验丰富。公司现任董事会主席及执行董事是许华芳先生，2013 年加盟宝龙商业担任总裁，于房地产行业拥有超过 18 年经验，自 2007 年、2009 年分别担任宝龙控股的执行董事及行政总裁。两位执行董事中，张云峰先生任首席财务官，负责公司业务策略的制定与运营预测分析；陈德力先生任行政总裁，兼任宝龙地产控股有限公司联席总裁，负责协助处理集团商业业务。

表 1：公司核心管理层

姓名	职务	职责	主要经历
许华芳	董事会主席 执行董事 总裁	负责监督本集团的业务发展、制定及实施业务策略	曾任宝龙集团发展副总裁，兼任宝龙控股的执行董事及行政总裁
张云峰	执行董事	负责制定及实施本集团的权	曾任万达物业管理有限公司的

	首席财务官	责系统、业务策略及运营目标，进行运营预测分析	集团副总经理及财务部总经理
陈德力	执行董事 行政总裁	负责集团相关业务整合事宜及协助公司总裁处理集团的业务运营管理	曾任新城控股集团股份有限公司董事兼联席总裁，兼任宝龙地产控股有限公司联席总裁

资料来源：招股说明书、Wind、东方证券研究所

1.3 商管成为核心驱动，利润率持续攀升

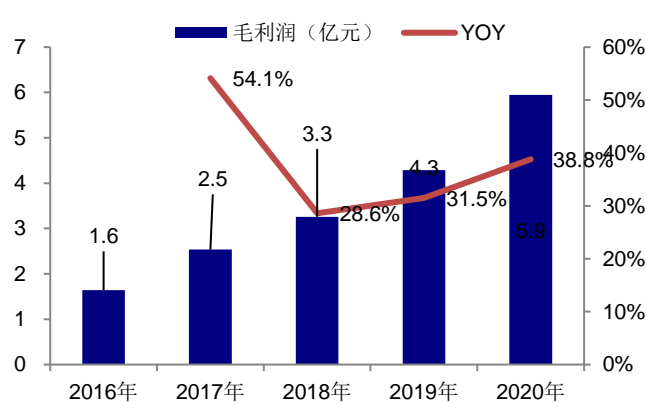
业绩稳步增长，盈利能力持续提升。公司 2020 年实现营业收入 19.2 亿元，同比增速为 18.8%；2020 年毛利润和净利润分别为 5.9 亿元、3.1 亿元，同比增速分别为 38.8%、72.1%。公司营收业绩稳步增长归功于同集团宝龙地产优质土储的输送支持与公司商管运营能力持续攀升。2020 年，公司继续提高运营效率和质量，同时积极开展增值业务，物业管理和商业运营利润率大幅提升，其中物业管理的毛利率由 12.9% 提升至 23.1%，商业运营毛利率由 29.3% 提升至 32.8%，公司综合毛利率和净利率分别增长至 30.9%、16.0%。

图 3：公司 2020 年营业收入同比增长 18.6%



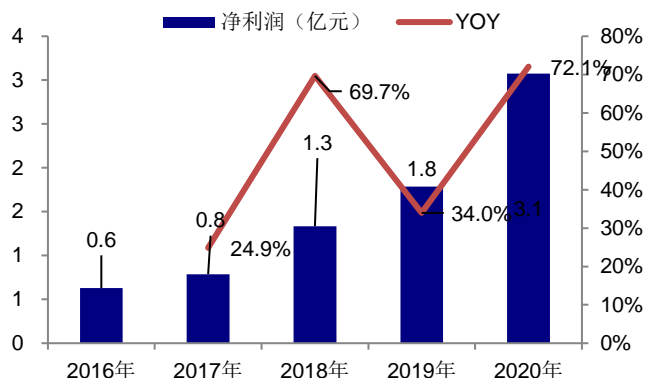
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 4：公司 2020 年毛利润同比增长 38.8%



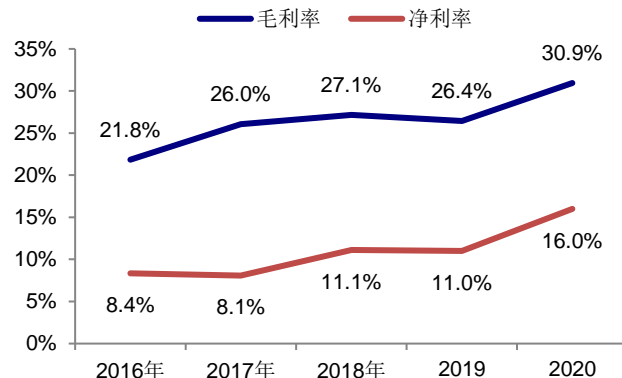
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 5：公司 2020 年净利润同比增长 72.1%



资料来源：Wind、东方证券研究所

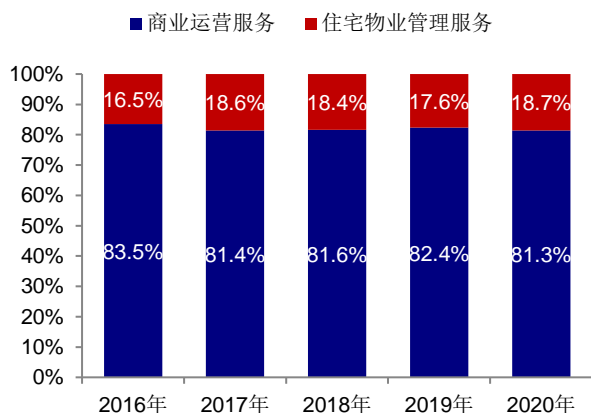
图 6：公司 2020 年毛利率、净利率提升至 30.9%、16.0%



资料来源：Wind、东方证券研究所

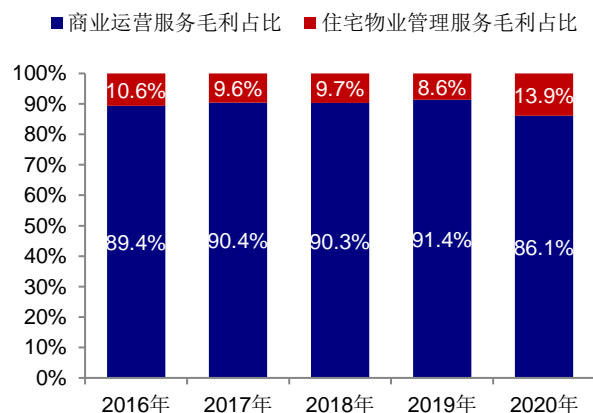
公司的主要业务是商业运营服务和住宅物业管理服务。其中商业运营服务主要包括于零售商业物业开业前的筹备阶段向物业开发商或者业主提供市场研究及定位、租户招揽及筹备开业活动；于零售商业物业运营阶段，向业主或租户提供商业运营及管理服务；及向购物街及商场的单位提供物业租赁服务。住宅物业管理服务包括为业主提供安保、清洁、园艺及维修维护等物业管理服务；为物业开发商提供预售管理服务，及非业主增值服务；以及为业主提供的区域管理、车位管理等业主增值服务。从营收结构来讲，商业运营服务占比超过 8 成，由于商业管理服务毛利较高，毛利占比接近 9 成，公司绝对的主导业务。

图 7：公司商业运营服务和物业管理服务营收比例



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：公司商业运营服务和物业管理服务毛利比例



资料来源：Wind、东方证券研究所

商业服务以运营管理业务为核心，住宅服务以基础服务为主。区别于其他多数上市物业管理公司，宝龙商业集团的产品系列精准定位不同等级的细分市场，宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地

分别对应（超）高端、中高端、中端及购物街系列产品，标的具有全面覆盖性。公司以运营服务为核心，商业运营管理服务营收占商管板块营收的 75%，主要包括了物业管理服务、租户管理和收租服务以及其他增值服务；住宅物业管理业务仍以基础服务为主，但是增值服务的比重也在逐渐抬升。

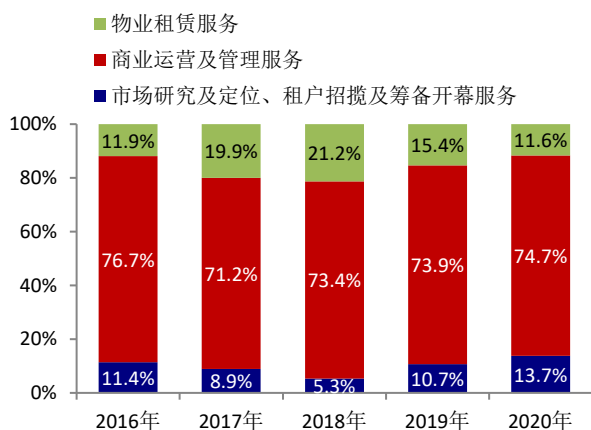
具体而言，公司的商管业务提供三种不同的模式，以委托经营为主，占比超过八成。

委托经营管理：业主将零售商业物业全权委托本集团经营管理，项目运营成本由本集团承担。业主获得商铺租金，及部分多种经营和停车场运营收入。本集团向业主收取：（1）项目开业前咨询顾问收入；（2）项目运营阶段租金管理费，即以一定比例的租金抽成；及（3）品牌使用费（仅限非宝龙地产开发的项目）。本集团向商户及消费者收取：（1）项目运营阶段运营管理服务费（2）多种经营收入（3）停车费。

咨询顾问：业主聘请本集团担任零售商业物业的管理咨询顾问，项目运营所有收入和成本均有业主承担。本集团向业主收取：（1）项目开业前咨询顾问收入及（2）项目运营期一定比例的咨询服务费。

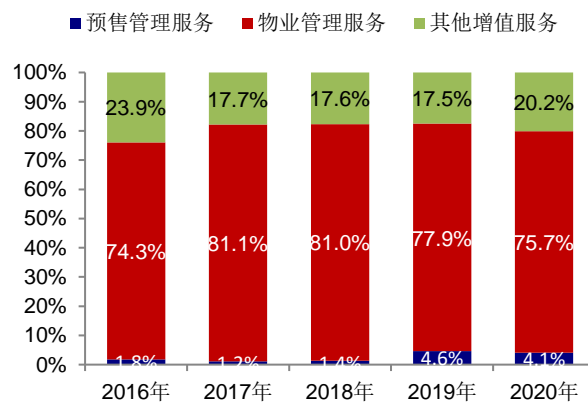
整租服务：业主按一定价格将零售商业物业整体出租给本集团，项目运营所有收入及成本均由本集团承担。本集团向商户及销售者收取（1）项目租金收入（2）项目运营阶段运营管理服务费（3）多种经营收入（4）停车费。

图 9：公司商业运营服务板块各业务营收占比



资料来源：Wind、东方证券研究所

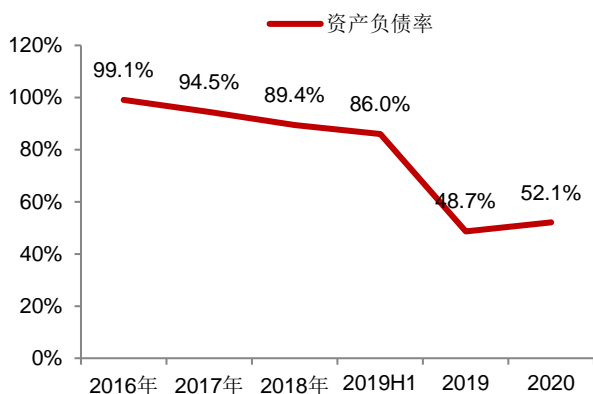
图 10：公司住宅物业管理服务板块各业务营收占比



资料来源：Wind、东方证券研究

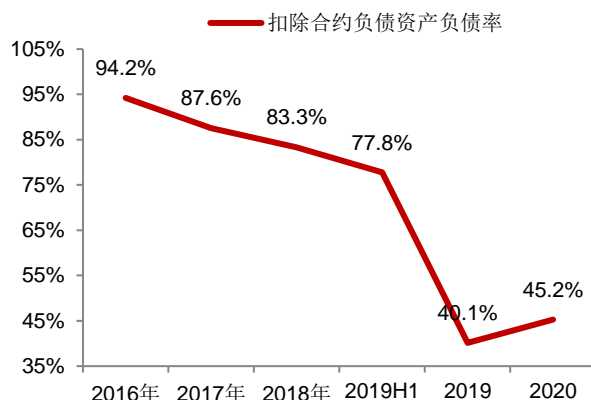
负债率持续下降，2020 年扣除合约负债后为 45.2%。公司的资产负债率近三年持续下降，2020 年上半年小幅回升至 50.5%。物业公司的合约负债即预收的物业管理费，虽然计入流动负债科目，但实际应理解成待划转的营业收入，并非公司真实负债，因此如果考虑扣除合约负债后的资产负债率则为 45.2%，合约负债保持较低占比。

图 11: 2020 年公司资产负债率为 52.1%



资料来源: Wind、招股说明书、东方证券研究所

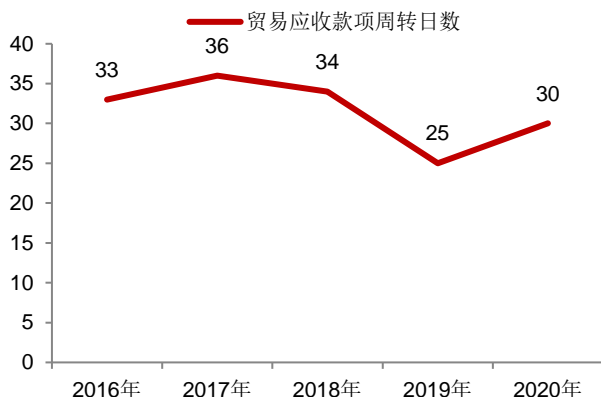
图 12: 2020 年扣除合约负债资产负债率为 45.2%



资料来源: Wind、招股说明书、东方证券研究所

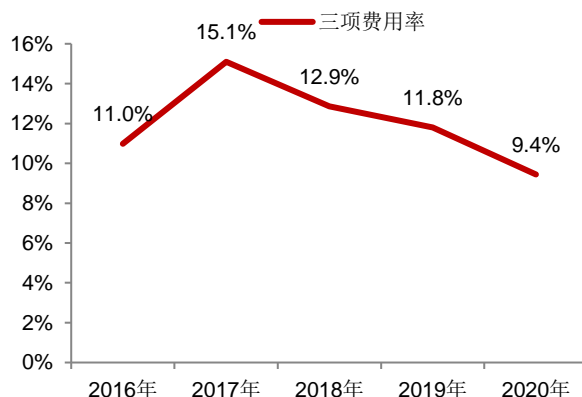
应收贸易账款周转较快，三项费用率持续下降。伴随业务扩张公司应收贸易账款有所增加，由 2017 年 0.8 亿元增加至 2020 年 1.9 亿元。2020 年受疫情及季节性影响，应收账款周转天数从 2019 年的 25 天左右上升至 30 天左右水平，但总体仍维持在较低水平，周转速度较快。公司期间费用率持续下降，由 2017 年 15.1% 降至 2019 年 11.8%，其原因除了公司在成本端的改善，也与公司逐渐清偿有息债务降低财务费用有关。受疫情影响，2020 年销售费用大幅下降，三项费用进一步下降至 9.4%。

图 13: 公司应收贸易账款周转天数稳定



资料来源: Wind、招股说明书、东方证券研究所

图 14: 公司三项费用率持续下降



资料来源: Wind、招股说明书、东方证券研究所

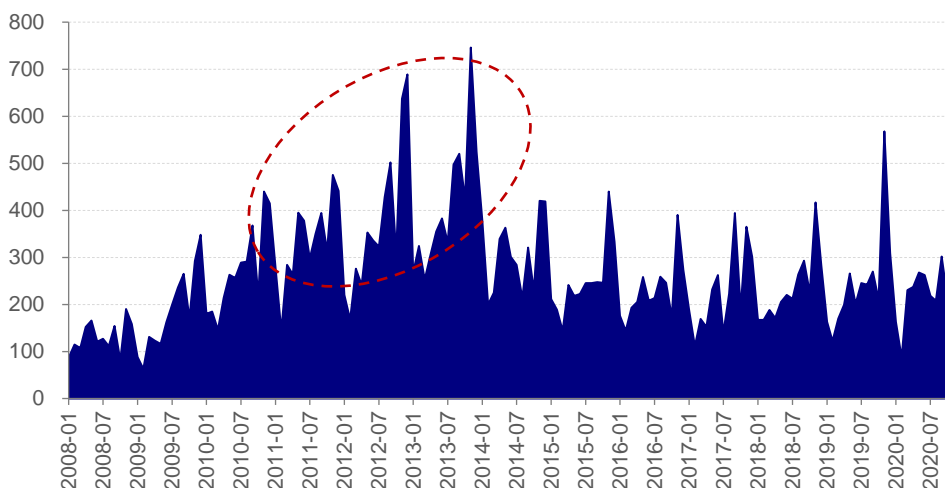
2. 行业点睛：行业进入整合期，优秀公司输出的黄金时代

商业地产总体过剩，上一轮存量甫消化完毕，下一轮增量又将涌现。我们预计零售物业相较于写字楼和酒店均有更好的表现，领跑商业地产细分领域。商管行业仍然处于快速发展阶段，然而未来三到五年，大量入市的商业地产项目将面临运营的困境，这意味对于优秀的商管公司，正在迎接轻资产输出的黄金时代。

2.1 商业地产：过剩存量消化接近尾声，结构性机会仍存

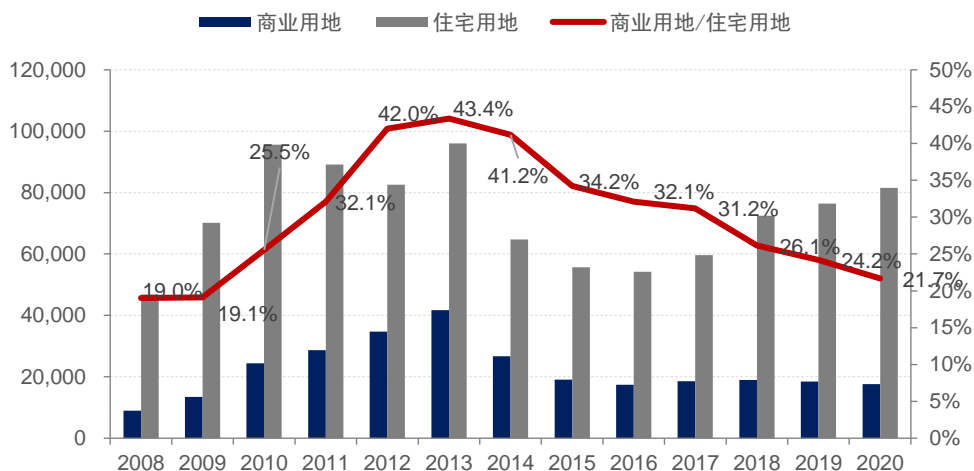
上一轮周期中，地方政府对综合开发的偏好使得开发商被动配置大量商业地产。相比较一次性销售的商品住宅，运营良好的商业地产可以创造持续性的收入和就业，并且能够提升区域配套，提升周边的房价地价。基于此，地方政府倾向于发展商业地产，并且对混合用地综合开发给予一定的地价折让。受土地政策对商业地产的偏好影响，2010-2014 年之间，地产开发商配合住宅业务被动配置了大量商业地产。尽管 2017 年以后，商业营业用房投资增长率出现明显下降，但商业地产存量仍然较大。但基于近年来土地出让结构等数据，我们认为上一轮商业地产建设高潮带来的存量消化已经接近尾声。

图 15：2008-2020 年 100 大中城市商服用地土地供应数量（宗）



数据来源：Wind，东方证券研究所

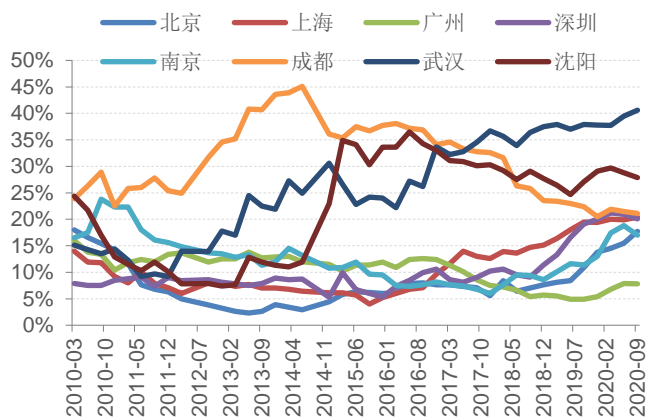
图 16：2008-2020 年 100 大中城市商业用地和住宅用地供应面积之比



数据来源：Wind，东方证券研究所

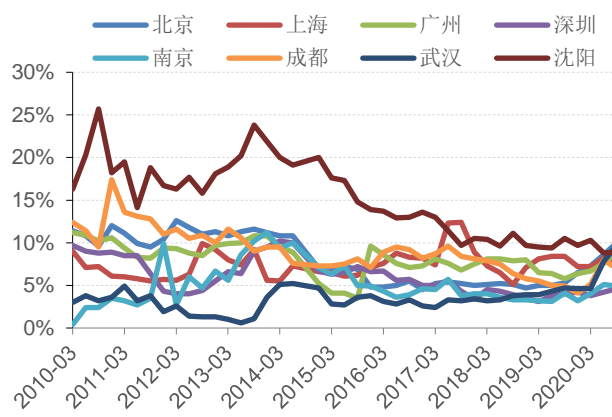
从空置率水平和租金贡献水平来看，我们预计零售物业相较于写字楼和酒店均有更好的表现，领跑商业地产细分领域。

图 17：重点城市优质写字楼物业空置率 2020 年再次走高



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 18：重点城市优质零售物业空置率较写字楼偏低



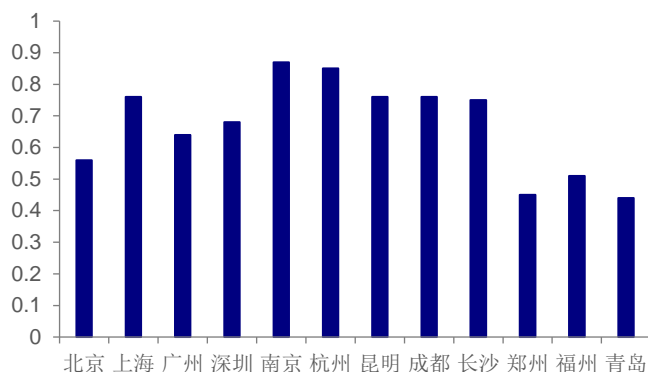
数据来源：Wind、东方证券研究所

当下结构需求差异主要表现为不同等级城市中零售物业发展情况的差异，二三线城市零售物业仍有增量提升空间，一线城市主要机会是存量更新。

首先，二线城市人口流入和消费能力正在提高。以二线城市聚集的中西部为例，六普数据显示流入中西部的流动人口约占全国流动人口总量的 40.0%，较往年有所提高；2018 年以来，二线城市的人均可支配收入快速上升，年同比增速跑赢一线城市。这共同证明二线城市的整体购买力正在上升，零售物业仍有发展空间。

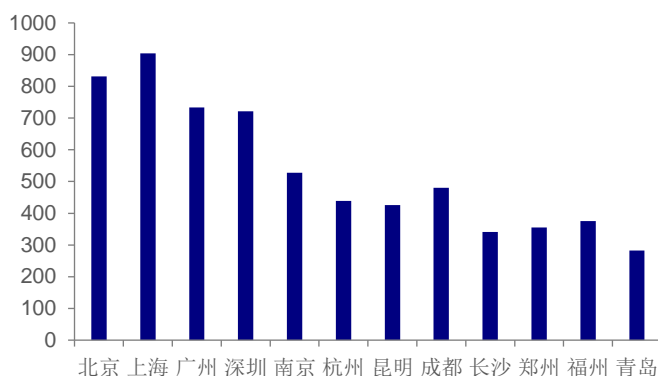
与国际情况对比，我国二三线城市人均购物中心商业面积较美国仍有较大差距。据赢商网，美国当前人均购物中心面积为 2.20 m^2 /人，如果将独立商场、小型购物中心以及数量庞大的街铺面积也纳入计算，据 CoStar 推算，2007 年全美排名前 59 位的主要市人均零售商业面积即达到了 4.06 m^2 ，最高的西南佛罗里达 6.89 m^2 ，底特律 3.05 m^2 ；其次，从租金水平看，二线城市零售物业租金水平总体较一线城市也有较大差距，保持在弱稳的水平，说明其运营水平较低，仍在粗放式管理的阶段。

图 19：重点城市核心商圈人均购物中心商业面积（ m^2 ）



数据来源：赢商大数据、东方证券研究所

图 20：重点城市核心商圈首层平均租金（元/ m^2 ·天）

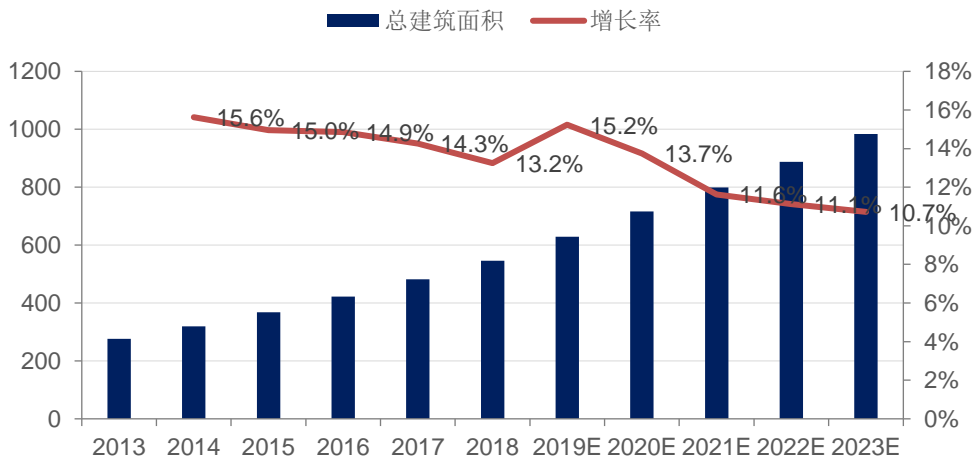


数据来源：赢商大数据、东方证券研究所

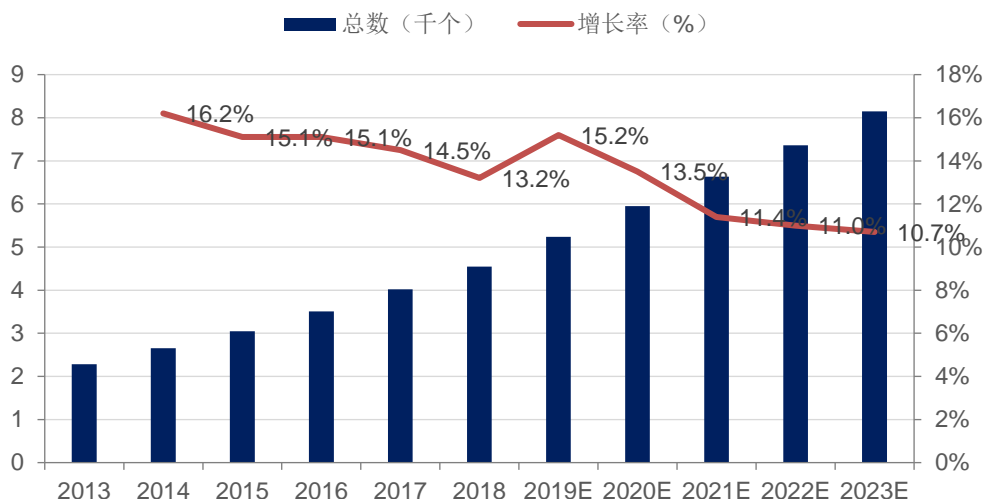
2.2 商业管理：轻重并举，优秀商管公司的黄金时代

未来三年商业管理面积和商场数量的增速，仍将保持两位数以上的增长。随着城市人口的继续扩张以及居民收入水平的提升，对于销售的需求仍在扩张之中。据弗若斯特沙利文预测，至 2023 年我国商业运营服务商在管建筑面积接近 10 亿方，商场总数超过 8000 个，2021-2023 年的复合增速超过 11%，是一个保持较快增长的千亿级市场。

图 21：2013-2023 年估计商业运营服务商总在管建筑面积（百万方）

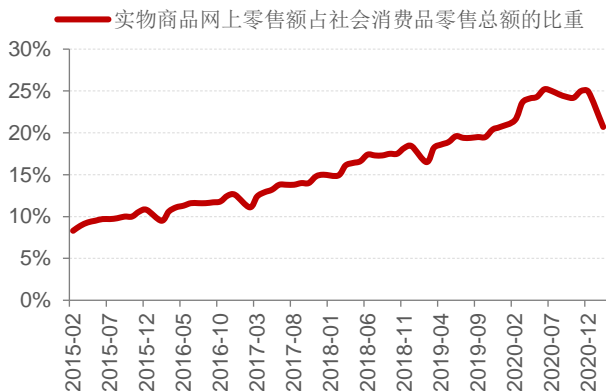


数据来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

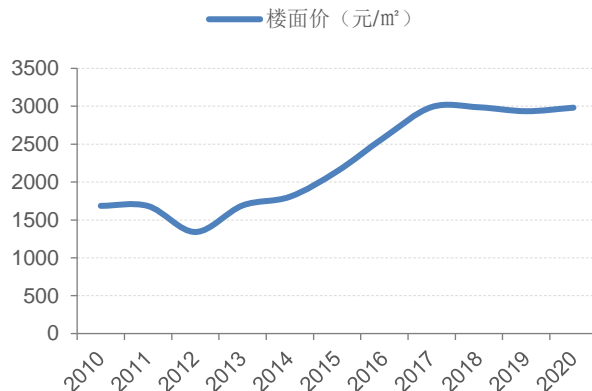
图 22：2013 年至 2023 年估计商场总数（中国）


数据来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

商场运营难度增加，优秀商管公司进行轻资产输出的黄金时代。另一方面，我们看到线上购物的比例不断增加，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重从 2015 年的 8% 上升至 25% 左右，尽管疫情后线下实物商品消费有所复苏，但总体而言，线下消费也在往体验类业态不断倾斜。同时，近 10 年来，商业地产的平均楼板价近乎翻番，成本端的不断增加，愈加考验商场的运营能力。特别是因为土地配套条件配置的一些社区级商业，因为规模较小，较难容纳多业态经营，对于消费者的吸引力的不断下降。我们认为未来三到五年，大量入市的商业地产项目将面临运营的困境，这意味对于优秀的商管公司，正在迎接轻资产输出的黄金时代。

图 23：实物商品网上零售额占比不断提升


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：商业地块平均楼板价不断上升


数据来源：Wind、东方证券研究所

3. 战略回顾：擅长把握比较优势，向阳生长

公司通过宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地四大产品线，对高端、中高端、中端及社区系列市场实现精准定位，建设多维度运营能力。在经历早期分散发展期后，宝龙商业选择了聚焦长三角的战略规划。2020 年 7 月，公司收购浙江星汇 60% 股权，进一步打开浙江市场，收购完成后，公司将利用母公司资源帮助星汇平台加快其拓展速度。

3.1 打造全产品线，建设多维度运营能力

以宝龙广场为旗舰，打造全产品线。与行业先行者万达、新城类似，宝龙也是以中端区域型购物中心为主打产品，该类型购物中心的特色是标准化可复制，商业模式较为成熟。公司亦依托宝龙广场的经验，进入了高端市场，推出宝龙一城和宝龙城品牌。其中宝龙城是宝龙广场的升级版，而宝龙一城则瞄准高端消费者，通常位于一二线城市的市中心，设有多家品牌旗舰店，设计成所在区域地标。由此，宝龙商业集团的产品系列实现不同等级的细分市场的精准定位，宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地分别对应高端、中高端、中端及社区系列产品。此外，2020 年 7 月，公司收购浙江星汇 60% 股权，丰富了商业街产品，形成了全产品线。

表 2：宝龙商业主要产品线

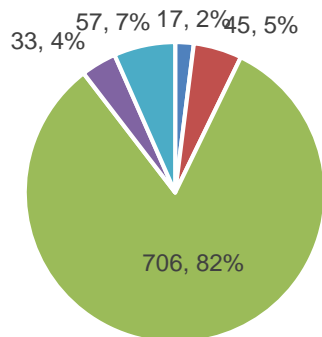
购物中心品牌名称	已开业数量	品牌定位和客群
宝龙一城	1	公司 高端品牌 ， 瞄准高端消费者 ，通常位于一二线城市的市中心。设有多家旗舰店，设计成所在区域地标。
宝龙城	2	瞄准中高端市场 ，位于一二线城市主要商业区。提供多品牌店铺。是宝龙广场的高端版。
宝龙广场	51	旗舰品牌宝龙广场 ，面积一般在 3 万-20 万方之间。设计为社区、区域或城市内集购物、餐饮、娱乐为一体的多用途场所。社区级宝龙广场一般在 3-5 万方，地区级面积在 5-8 万方，城市级面积大于 8 万方。
宝龙天地	6	社区购物街， 瞄准附近和社区住户 ，提供悠闲的购物体验，并迎合有关社区的特定需要。
宝龙星汇	8	收购 浙江星汇 得到的项目。 主打商业街产品 ，与宝龙商业主打购物中心的产品线形成互补

资料来源：公司公告，东方证券研究所

截止 2020 年 12 月，公司在运营商场 68 个，其中宝龙一城仅开业厦门宝龙一城，该项目开业面积 17.1 万方，出租率达 96.5%；宝龙城项目 2 个，总面积 44.6 万方，平均出租率 91.6%；旗舰产品宝龙广场 51 个，总面积 706.2 万方，平均出租率 89.9%；社区商业宝龙天地 6 个，总面积 32.8 万方，平均出租率 87.5%；商业街宝龙星汇 8 个，总面积 56.6 万方，平均出租率 88.1%。

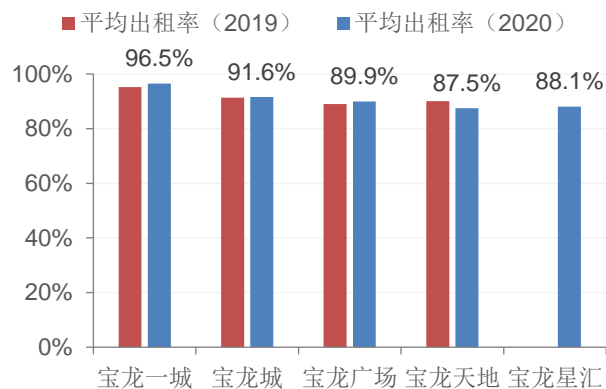
图 25：各产品线已开业面积（万方）及占比

■ 宝龙一城 ■ 宝龙城 ■ 宝龙广场 ■ 宝龙天地 ■ 宝龙星汇



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 26：各产品线项目出租率对比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：厦门宝龙一城



数据来源：公开资料、东方证券研究所

图 28：滨江宝龙城



数据来源：公开资料、东方证券研究所

图 29：台商宝龙广场



数据来源：公开资料、东方证券研究所

图 30：淮安宝龙天地



数据来源：公开资料、东方证券研究所

3.2 聚焦最肥沃增量市场，水大鱼大

在经历早期分散发展期后，宝龙商业选择了聚焦长三角的战略规划。从经济基本面来说，长三角地区是全国人口最多，经济总量最大，综合发展程度最高的地区。长三角坐拥江浙沪徽三省一市，以全国 3.7% 的土地，16.2% 的人口，创造了 24.1% 的 GDP，经济总量和活力在三大城市群中居首。

表 3：三大城市群指标对比

相关指标	长三角地区	京津冀地区	粤港澳大湾区
城市数量	41	14	11
核心城市	上海、杭州、南京	北京、天津	广州、深圳、香港
占地面积（万平方公里）	35.8	21.5	5.6
2019 年总人口（万人）	22620	11270	7265
2019 年 GDP（万亿元）	24.5	8.46	9.3
人均 GDP（万元/人）	10.8	7.5	12.8
占地面积占全国面积比重	3.7%	2.2%	0.6%
人口占全国总人口比重	16.2%	8.0%	5.2%
GDP 占全国 GDP 比重	24.1%	8.3%	9.2%

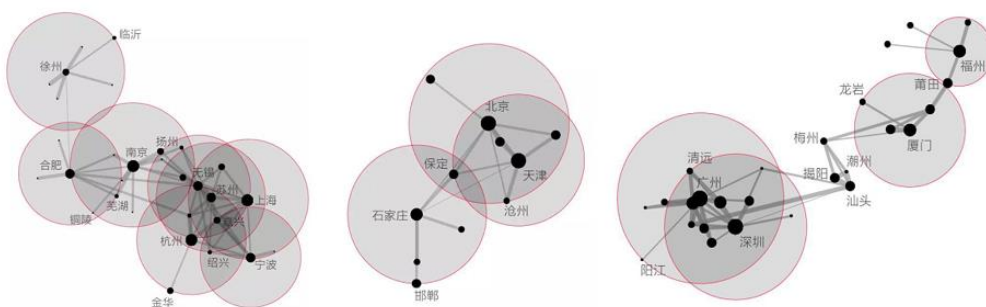
资料来源：公开资料，东方证券研究所

长三角腹地广阔，城市人口阶梯化发展。既有上海这样城区人口超过 1000 万的超大型城市，也有南京、杭州这样的特大城市以及苏州、合肥、宁波这样的区域中心都市。长三角城市群本身腹地广

阔，再加上这些二级城市可以顺利承接上海溢出的产业和人口，使得整个长三角城市群发展梯次完整，发展韧性足。

长三角内连通性更佳，2 小时交通圈覆盖城市数最多。国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出，“重要城市群核心城市间、核心城市与周边节点城市间实现 1-2 小时通达。”根据新一线城市研究所公布的数据，长三角的 2 小时交通圈覆盖城市数达到了 24 个，京津冀为 8 个，粤港澳大湾区为 11 个。长三角城市群内，交通圈重合交集多，联系紧密。京津冀重叠度不高，相对割裂。粤港澳大湾区交通圈呈现向北扩张的特点，但交通圈数量较少。

图 31：长三角城市群内部交通联系紧密

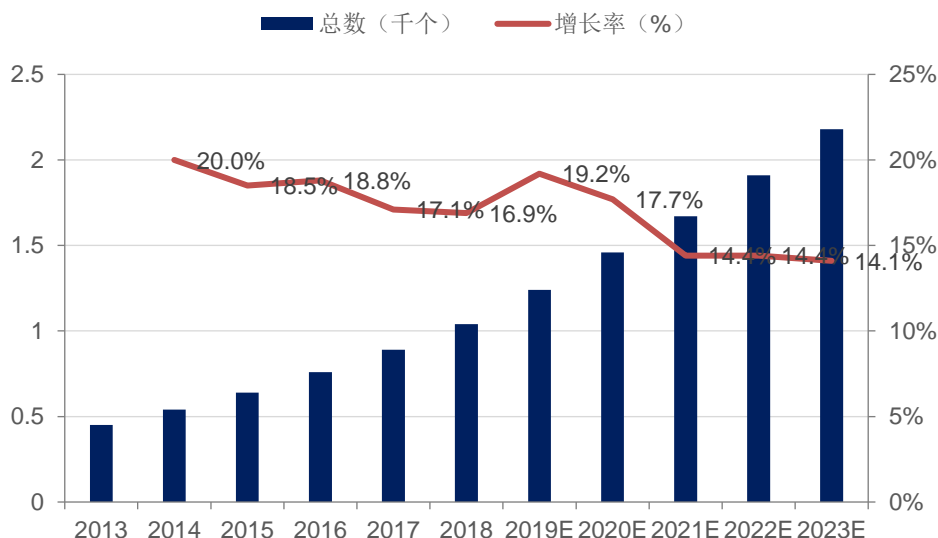


数据来源：新一线城市研究所，东方证券研究所

购物中心具有网络效应，水大鱼大。长三角地区阶梯化发展和密切的经济联系，人口对多样化商品的需求较高，非常适合宝龙商业这种具有全产品线公司的发展。同时，购物中心这种业态具有很明显的网络效益，区域内购物中心可以实现共享品牌、渠道和资源，商场浓度越高，商家和客户的粘性越强。

截止 2020 年底，公司已布局的 121 个项目中，有 86 个位于长三角，项目占比达 71%。据弗若斯特沙利文预测，至 2021-2023 年，长三角地区平均每年开业商场 240 个，年化增速 14.3%，较全国平均增速 11.1%快 3.3 个百分点，是全国最肥沃增量市场。按 10%左右的增量市场份额估算，公司在长三角地区一年可拓展项目数量可以达到 20-30 个（包括轻资产项目）

图 32：2013 年至 2023 年长三角地区估计商场总数



数据来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

3.3 试水存量市场，初步建立轻资产拓展路径

公司外拓主要有两种类型，一是第三方外拓，二是收并购。第三方外拓以宝龙广场为旗舰承接业主为第三方的项目，截止 2020 年底，公司已经获取轻资产项目 7 个，其中 3 个是委托管理项目，4 个是整租项目，整租项目面向的对象主要是政府。

表 4：公司第三方外拓列表

第三方项目列表	产品线	开业时间	管理模式	总建面（万方）
义乌佛堂宝龙广场	宝龙广场	2017 年 11 月	委托管理	9.1
重庆涪陵宝龙广场	宝龙广场	2017 年 12 月	委托管理	11.4
江油宝龙广场	宝龙广场	2018 年 11 月	委托管理	9.1
绍兴柯桥宝龙广场	宝龙广场	2020 年 11 月	整租	10.0
苏州星韵宝龙广场	宝龙广场	2020 年 12 月	整租	4.1
杭州青山湖宝龙广场（二期）	宝龙广场	2020 年 12 月	整租	11
杭州下沙宝龙天地	宝龙天地	2014 年 11 月	整租	3.9
嘉善星悦城	宝龙星汇	2014 年 10 月	整租	3.5
宁波星街坊	宝龙星汇	2016 年 12 月	咨询顾问	5.3
星悦·西城广场	宝龙星汇	2017 年 10 月	整租	3.8
宁波宏泰广场	宝龙星汇	2018 年 2 月	咨询顾问	10
金沙码头奥莱公园	宝龙星汇	2018 年 4 月	咨询顾问	13.4
安吉·恒隆大道	宝龙星汇	2018 年 9 月	咨询顾问	5.5
星悦·绣湖里	宝龙星汇	2019 年 5 月	咨询顾问	6.3
宁波中体城	宝龙星汇	2019 年 6 月	咨询顾问	8.8

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2020 年公司首单收购落地，进一步扩大在浙江的影响力。2020 年 7 月，公司公告收购第三方浙江星汇商业管理有限公司 60% 股权，股权对价 4060 万元，自 2020 年 9 月起并表。截止 2020 年底，浙江星汇共管理 15 处零售项目，均位于浙江省，总建面 86 万方，其中已开业项目 8 个，储备项目 7 个。浙江星汇 2020 年实现扣非归母净利润 650 万元，承诺 2021-2023 年扣非归母净利润不低于 770、980、1260 万元，3 年复合增速约 24.7%。收购完成后，公司将利用母公司资源帮助星汇平台加快其拓展速度。

4. 未来优势：五大核心能力构建企业护城河

2020 年新冠疫情对整个商业地产行业产生了巨大的冲击，面对严峻的形势公司制定了三年发展计划，并圆满完成了 2020 年保开业、去空铺、调架构的目标。未来三年公司致力于进一步提升经营管理能力，树立标杆，引领行业。我们认为公司有五大核心能力帮助构建企业护城河，分别是项目拓展能力、选址布局能力、场地经营能力、人才培养能力和数字化生态化能力。

图 33：公司三年发展规划

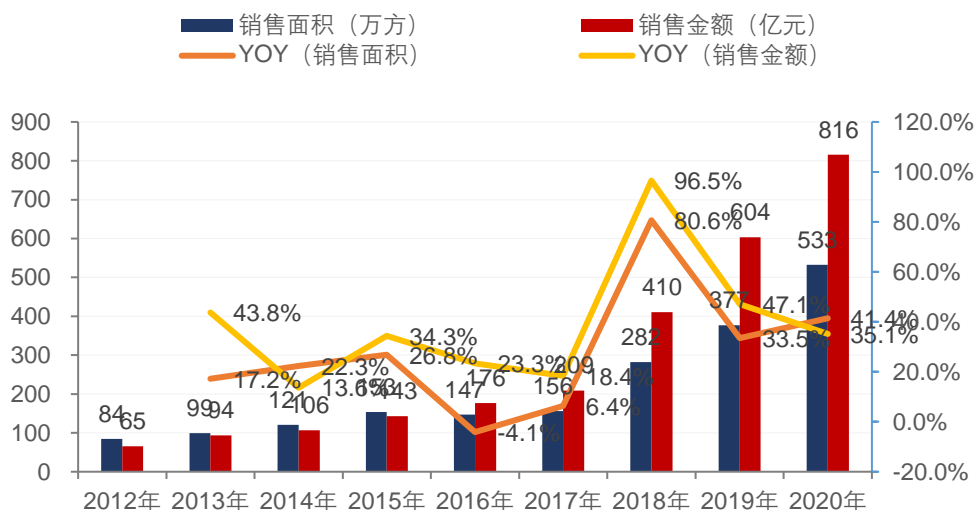


数据来源：公司公告、东方证券研究所

4.1 项目拓展能力：母公司交付和外拓并举，保障高速发展

公司母公司宝龙地产经历五年五倍的跨越式增长，保障充足的物业交付。从 2015 年到 2020 年，宝龙地产销售金额从 143 亿元爆发性增长至 816 亿元，销售面积从 153 万方增长至 533 万方。2020 年公司持续补充土储，新增项目 39 幅，计容总面积 940 万方，新增商场 15 家，规划建筑面积 113 万方。母公司的支持为宝龙商业的发展提供了充分的保障。

图 34：宝龙地产历年销售面积和金额



数据来源：宝龙地产公告，东方证券研究所

核心商管业务拓展能力不断增强。在疫情影响下，公司 2020 年商管对外拓展进度依然喜人。2020 年公司新增合约项目 33 个，其中 14 个来自于宝龙地产，4 个来自于独立第三方外拓，15 个来自于收购的宝龙星汇，拓展总建面达 248 万方。我们认为，在外拓持续布置和首单收购落地后，公司外拓能力继续夯实，预计 2021 年外拓将进一步提速。

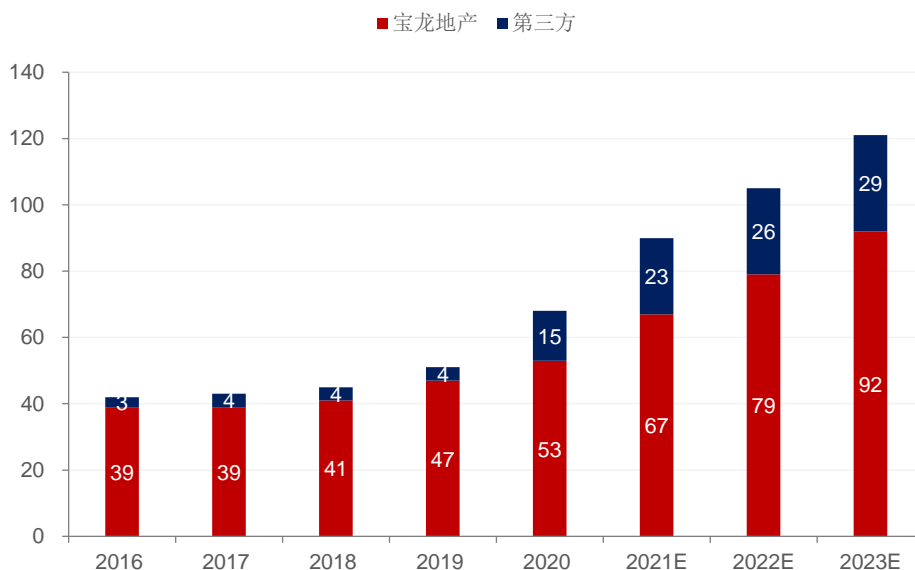
表 5：2020 年公司新增合约项目列表

	项目数	总建筑面积
宝龙地产	14 个	133 万方
独立第三方	4 个	29 万方
宝龙星汇	15 个	86 万方
合计	33 个	248 万方

资料来源：公司公告、东方证券研究所

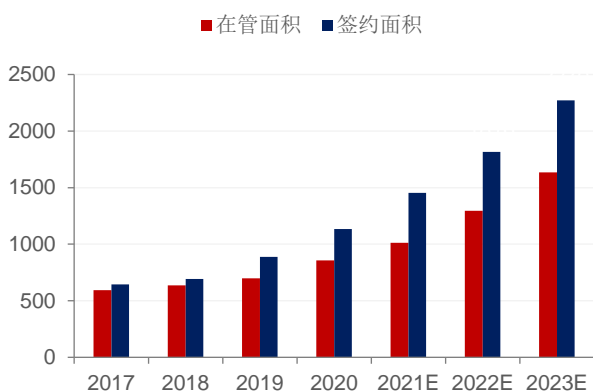
对外输出加速，合约面积转化顺畅。我们预计 2021-2023 年合约面积将持续增长，至 2023 年预计商业项目合约面积达 2270 万方，住宅合约面积 4935 万方，继续领先在管面积。商业在管面积增长至 1634 万方，住宅在管面积 3006 万方，第三方在管项目数量达 29 个，在管面积和数量较 2020 年翻番，保障业绩高速发展。

图 35：公司商业在管项目来源



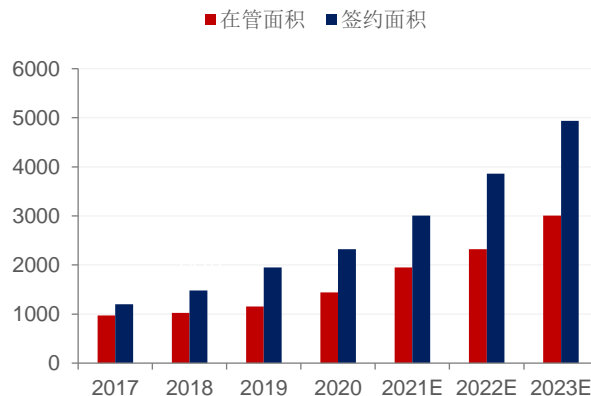
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：公司商业项目合约和在管面积



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 37：公司住宅项目合约和在管面积

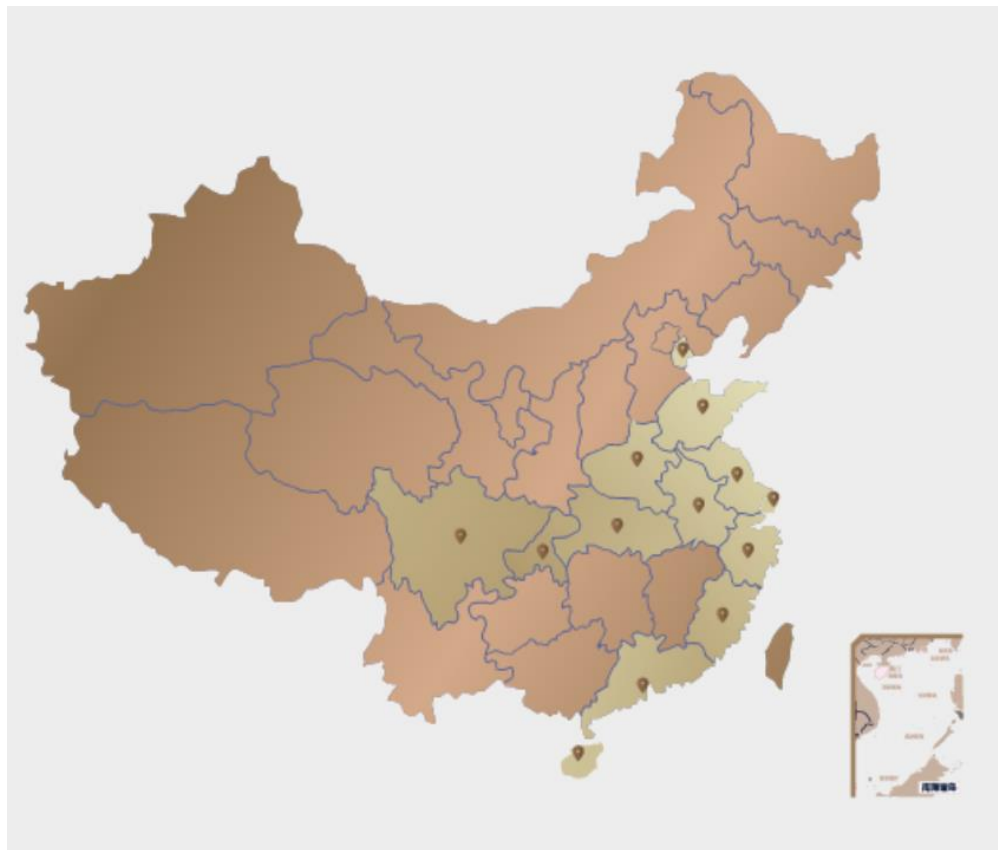


数据来源：Wind、东方证券研究所

4.2 选址布局能力：坚持“1+1+N”战略，网络化布局

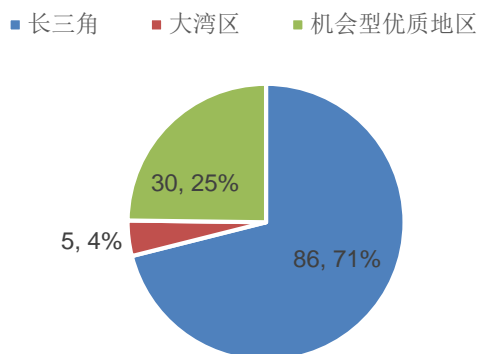
2020 年，宝龙确定了“1+1+N”的战略，即深耕长三角+大湾区+一二线机会型地块，坚持网络化布局。从各区域合约项目数来看，长三角地区共有 86 个签约项目，占比达 71%，大湾区共有 5 个项目，占比 4%，机会型优质地区共有 30 个项目，占比 25%。从重点城市来看，上海、杭州、宁波都有超过两位数项目布局。

图 38：公司全国布局图



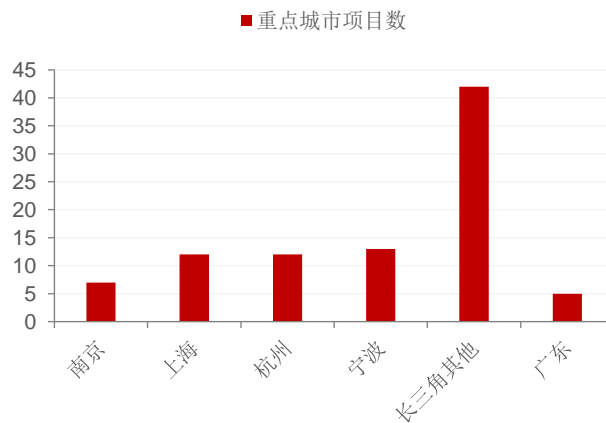
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 39：各区域已获取项目数量和比例



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：公司住宅项目合约和在管面积



数据来源：公司公告、东方证券研究所

宝龙打法清晰，快速落子提升重点城市项目浓度，网络效益显著。以南京为例，宝龙 2007 年进入南京市场，2020 年前仅开业高淳宝龙广场一个项目。2020 年到 2021 年上半年，宝龙地产抓住机遇在南京鼓楼、玄武、雨花、江宁、栖霞、高淳六大区域底价连落 8 子，其中多个项目均为质地较好的地铁上盖项目，其中六个项目包含自持商业。宝龙能够在单个重点城市连续获取项目，无疑体现了公司对城市深耕战略的坚持，也展现了商业板块在集团体系内的地位。从经营角度来讲，提升城市项目浓度也有助于共享资源渠道、提升品牌认知度，这种区域深耕网络化布局能力将成为公司核心竞争力之一。

图 41：城市深耕，南京底价连落八子

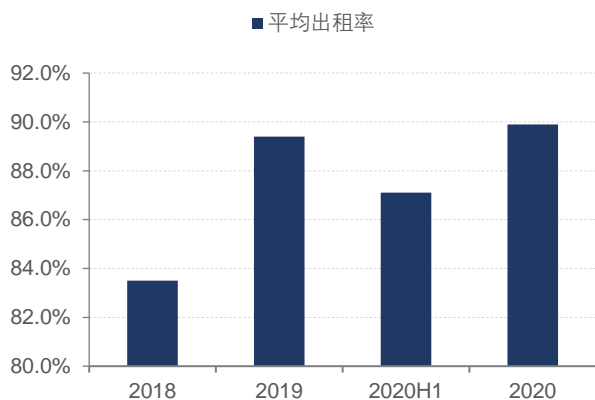


数据来源：宝龙地产公告、东方证券研究所

4.3 场地经营能力：存量调整和增量培育齐头并进

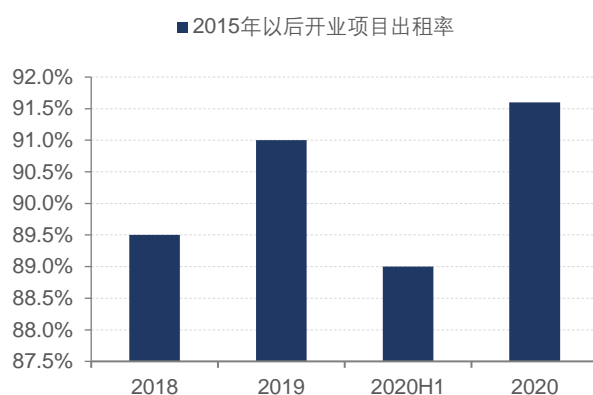
平均出租率阶级攀升，新开业项目出租率不断提高。公司 2018 年平均出租率仅 83.5%，与竞争对手相比优势不大，2019 年平均出租率提升至 89.4%，受新冠疫情影响，2020 年上半年出租率回落至 87.1%，但下半年出租率重新上升至 89.9%。从新开业项目的出租率来看，新开业项目出租率从 2018 年的 89.5% 提升至 2020 年的 91.6%，公司项目经营能力不断提升。

图 42：平均出租率指标



数据来源：公司公告、东方证券研究所

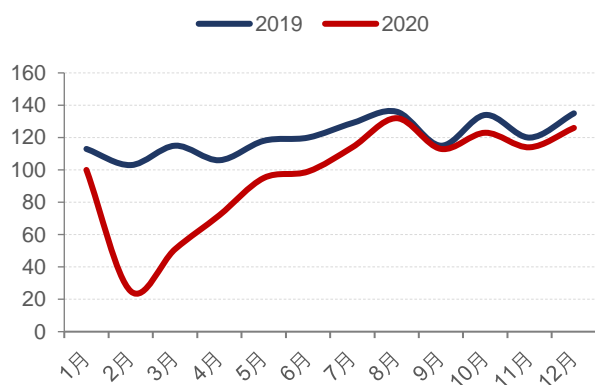
图 43：2015 年后开业的项目出租率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

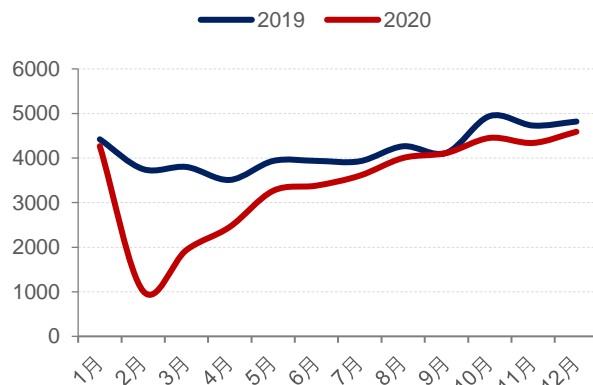
单店客流和营业额基本恢复，新开业项目涌现多个爆款，圆满完成 2020 年“保开业、去空铺”的战略目标。从单月购物中心的平均客流和营业额来看，2020 年上半年疫情影响，两项指标均大幅下降，但是下半年随着社会经济的逐渐恢复，经营指标基本上恢复到 2019 年疫情前的水准。从 2020 年新开业项目来看，青山湖宝龙广场一期、永康宝龙广场、杭州大江东宝龙广场、绍兴柯桥宝龙广场多个项目以接近满租的状态开业，其中既有宝龙自有项目，也有第三方委管项目，圆满完成 2020 年“保开业、去空铺”的战略目标，我们认为 2021 年单店经营效益还将继续提升。

图 44：购物中心平均单店客流统计（单位：万人）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 45：购物中心平均单店营业额统计（单位：万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 6：2020 年新项目开业情况

项目名称	项目图	面积	开业时间	开业情况
------	-----	----	------	------

青山湖宝龙广场一期



19.0 万 m² 2020 年 10 月 01 日

出租率：99.3%
当日客流：15.0 万人

永康宝龙广场



9.0 万 m² 2020 年 11 月 20 日

出租率：99.3%
当日客流：17.2 万人

绍兴柯桥宝龙广场*



10.0 万 m² 2020 年 11 月 28 日

出租率：96.7%
当日客流：13.5 万人

杭州大江东宝龙广场



9.5 万 m² 2020 年 11 月 28 日

出租率：100%
当日客流：12.8 万人

苏州星韵宝龙广场*



4.1 万 m² 2020 年 12 月 06 日

出租率：96.7%
当日客流：8.1 万人

泉州台商宝龙广场



14.9 万 m² 2020 年 12 月 19 日

出租率：97.1%
当日客流：17.4 万人

漳州龙文宝龙广场



6.6 万 m² 2020 年 12 月 19 日

出租率：95.2%
当日客流：18.5 万人

青山湖宝龙广场二期*


 11.0 万 m² 2020 年 12 月 31 日

 出租率：67.6%
 当日客流：6.0 万人

盐城城东宝龙广场


 13.6 万 m² 2020 年 12 月 19 日

 出租率：83.0%
 当日客流：13.2 万人

备注：带*为外拓项目

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.4 人才培养能力：明星经理人牵头，建立梯度人才培养计划

明星经理人牵头，宝龙发展迈入新台阶。2020 年 6 月，陈德力先生加盟宝龙，任职宝龙商业行政总裁、宝龙地产联席总裁。陈德力先生在商业地产领域有丰富的从业经验。2020 年 8 月至 2016 年 7 月，陈先生任职于万达，先后担任万达商业地产股份有限公司商业管理运营中心常务副总经理、大连万达商业管理集团股份有限公司副总裁兼招商中心总经理、常务副总裁兼运营中心总经理、大连万达商业地产股份有限公司副总裁兼商管公司常务副总裁、综合管理中心总经理等职务。2016 年 8 月至 2020 年 3 月，陈先生担任新城控股董事兼联席总裁。陈先生加盟宝龙后，公司的战略更加明晰，商业板块在集团的地位显著提升。

公司较早建立人才培养计划，实现人才梯度化培养。公司已经建立潜龙计划、飞龙计划、臻龙计划和蛟龙计划，分别针对初级雇员、中层管理人员、高级管理人员、博士雇员等不同层级的员工，提供不同维度的培养计划，以满足业务发展的需求。随着商业地产发展进入深水区，未来市场对于专业人才的需求越来越旺盛。我们认为，作为后期之秀，在明星经理人的带领下，宝龙完善的人才培养机制将为公司提供持续的竞争力。

表 7：宝龙商业人才培养体系

项目名称	针对层级	培养方案
潜龙计划	初级雇员	提供入门课程包括商业运营及物业管理服务市场的常规知识、差异化的客户服务以及服务性质等，旨在推广企业形象及影响力；对于和公司有共同核心价值的年青人员加以培训；提供系统化培训，为公司持续训练人才；及优化管理团队
飞龙计划	中层管理人员	提供的高级课程包括有关零售商业物业管理个案研究、介绍公司的数字化工作、企业文化及人力资源管理、商场运营管理

有关分析师的申明，见本报告最后部分，其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

臻龙计划	高级管理人员	本项目旨在扩宽视野，以便加强公司的整体管理质素
蛟龙计划	博士雇员	提供多个课程以加强专业知识及管理能力，参加者将可通过在不同部门轮流学习和接受不同挑战，发展全面技能

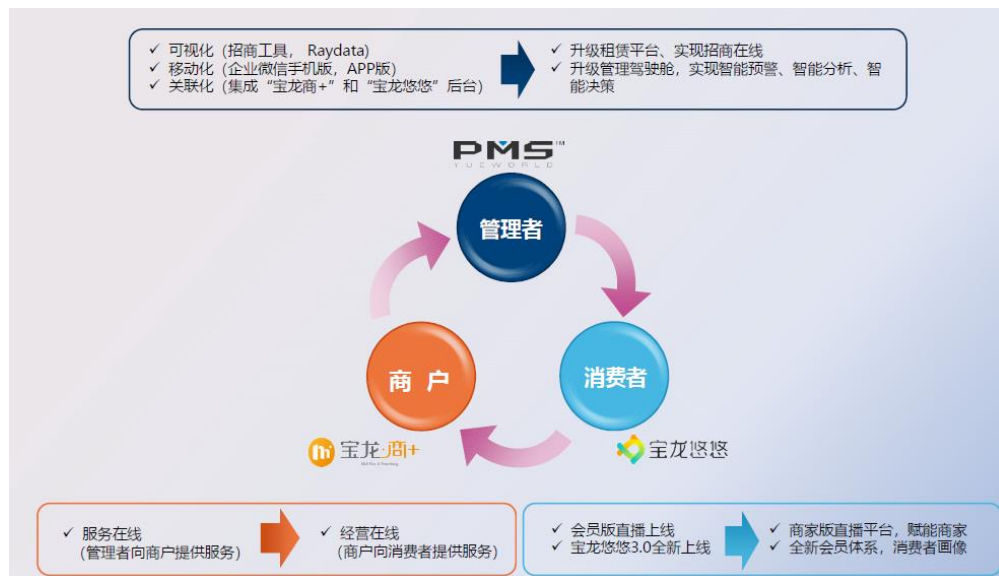
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

4.5 数字化生态化能力：联手腾讯，挖掘数字平台潜力

宝龙较早关注数字化管理和运营体系的建设。2016 年，公司推出 PD 平台，2018 年进一步升级为 PM 系统，以整合财务管理及业务运营职能，包括了项目管理子系统、租户招揽及租赁管理子系统、运营及市场营销子系统、工程规划及管理子系统以及成本管理及招标子系统。2015 年 9 月，公司推出宝龙滴滴卡程序，消费者可以通过该平台获取商场的基本信息，排队、停车、查询、投诉等。

宝龙数字化生态化的里程碑是与腾讯合作，打造纽扣计划。2019 年公司与腾讯合作，共同发布“纽扣”计划，该计划基于微信小程序的新会员体系“悠悠”，在微信团队的支持下，整合了无感支付、反向寻车、智能核销、电子发票、刷脸支付、LBS 位置技术，是一款集顾客、商户、运营者服务为一体的新商业小程序，可以提升体验、增强社交，强化触达，无缝连接引流渠道，并实现会员数据、互联网数据、商业运营数据、资产管理数据统一连接分析，从而实现宝龙商业用户端的互联网升级。

图 46：公司“纽扣”计划示意图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1. 消费者产品

全面优化“宝龙悠悠”会员体系，推出全新积分体系，丰富会员权益，实行会员关爱计划；截止 2020 年 12 月 31 日，已陆续在 50 家宝龙广场上线运营，实现新增会员超过 150 万人，会员活跃率及消费占比提升明显。疫情期间，迅速推出直播购物“悠秀”功能，6 家试点商场累计直播 30 余场，累计销售金额近千万元。

2. 经营者产品

截止 2020 年 12 月 31 日，基于微信为场内商户量身定做的“宝龙商”小程序，已经实现在全国近 50 家宝龙商场上线，目前该应用主要为商户提供了线上服务功能，涵盖了在线报修、在线查询缴费、在线开具电子发票及商户投诉等日常事务，在极大地给予商户便利的同时也提升了商业公司的管理效率。

3. 管理者产品

2020 年公司对宝龙商业管理者系统进行了升级，通过统一后台的开发理念，在管理端应用中集成了“宝龙悠悠”和“宝龙商”的后台程序，实现了初步的人货场数据联通，同时推出了手机版 APP 与企业版微信，实现了移动化管理，极大的提升了工作效率。

4. 智能硬件产品

截止 2020 年 12 月 31 日，公司已经在 3 家宝龙广场上线运行“多用途精密客流系统”，借助腾讯人脸识别技术，精准识别消费者画像，洞悉消费者场内轨迹；透过重新定义会员标签，对会员进行精准画像从而尝试精准营销的探索。

我们认为商管公司建立数据平台的核心有二：一是提高管理水平，二是充分挖掘数据价值，提升招商运营能力。在物业管理层面，商业物业管理面临的场景更复杂，服务产品更加非标准化，服务要求的响应速度更快，因此，建立线上数字运营平台有助于提高管理水平，提升用户体验。在场地运营方面，由于公司项目布局相对集中于长三角地区，网络效益较墙，借助大数据分析，有助于刻画用户画像，充分挖掘客户价值。对于品牌管理、租金定价、提升用户粘性、构建生态具有积极的意义。

盈利预测与投资建议

盈利预测：2021-2023 年 EPS 为 0.73/1.04/1.38 元

我们对公司 2021-2023 年盈利预测作如下假设：

- 1) 商管业务仍是未来公司增长最确定方向，包括商业运营及管理服务、市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务以及物业租赁服务。

商业运营及管理服务：公司目前已开业项目 68 个，总项目储备 121 个，将在未来三年陆续开业，我们预计 2021-2023 年公司在管项目数增加至 90/105/121 个，管理面积分别增加至 1011/1294/1634 万方；公司从分散布局调整为重仓市场条件最好的长三角，预计出租率和单方管理费有所增加，我们预计 2021-2023 年出租率提升至 93%/94%/95%，对应单方营收增速为 8.4%/11.1%/11.1%，对应总营收增速为 27.9%/42.2%/40.3%；

市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务：此项收入产生于项目筹备期间，与新开业面积相关性强，我们预计单方新开业面积平均收入将保持稳定，增长主要来源于新开业面积增长，对应营收增速为-6.8%/83.7%/20.4%；

物业租赁服务：2020 年底开业新开业多个项目均为整租项目，我们预计 2021 年该项业务营收将显著增加，预计 2021-2023 年对应商管服务的营收增速为 192.2%/30.3%/11.1%；

综合到高毛利的物业租赁服务业务比重有所增加，我们认为 2021-2023 年的商管毛利率应略有提升至 34.5%/34.2%/33.6%。

- 2) 物业管理服务是公司另一主营业务，宝龙地产销售的扩张为公司带来充足的项目储备，我们预计 2021-2023 年在管住宅面积达到 1953/2320/3006 万方，考虑到公司逐渐开展毛利较高的增值服务，单方收入逐渐增长至 2.26/2.34/2.52 元/平*月，同时毛利率逐渐提升至 23.7%/24.5%/25.2%。
- 3) 公司 2021-2023 年销售费用率为 2.0%/2.0%/2.0%，管理费用率为 7.0%/7.0%/7.0%。
- 4) 公司 2021-2023 年的所得税率维持 25.0%。

收入分类预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
商业运营服务					
销售收入（百万元）	1,335	1,563	2,223	3,181	4,187
增长率	36.3%	17.1%	42.2%	43.1%	31.6%
毛利率	29.3%	32.8%	34.5%	34.2%	33.6%
物业管理服务					
销售收入（百万元）	285	358	530	651	908
增长率	29.3%	25.6%	47.9%	22.8%	39.5%
毛利率	12.9%	23.1%	23.7%	24.5%	25.2%
合计					
总营业收入（百万）	1,620	1,921	2,753	3,832	5,095

增长率	35.0%	18.6%	43.3%	39.2%	33.0%
综合毛利率	26.4%	30.9%	32.4%	32.6%	32.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 38.49 港元

首次覆盖给予买入评级，目标价 **38.49 港元**。商管赛道最终收益来源于商业租金，是具有抗通胀特性的优质消费赛道。与竞争对手相比，公司具有全产品线的优势以及清晰的战略打法，是商管赛道中的优质标的。我们选取典型的商管公司和龙头物业管理公司（华润万象生活、星盛商业、新大正、碧桂园服务、永升生活服务）等作为公司的可比公司进行估值。可比公司 2021 年的平均估值为 44X，对应目标价 38.49 港元（1 港元=0.8345 人民币）。

表 8：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2021/6/22	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华润万象生活	1209.HK	39.57	0.48	0.63	0.87	1.15	82	63	46	35
星盛商业	6668.HK	4.38	0.11	0.18	0.27	0.37	40	24	16	12
新大正	002968.SZ	44.24	1.22	1.12	1.57	2.09	36	40	28	21
碧桂园服务	6098.HK	63.84	0.96	1.26	1.90	2.90	67	51	34	22
永升生活服务	1995.HK	15.36	0.24	0.37	0.55	0.78	64	42	28	20
		最大值					82	63	46	35
		最小值					36	24	16	12
		平均数					58	44	30	22
		调整后平均					57	44	30	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

疫情反复影响开业节奏。商场竣工周期较长且开业需要较高的人流量，如果疫情有所反复可能对项目开业进度及开业效果产生不利影响。

出租率提升不及预期。受疫情影响 2020 年项目出租率提升较为缓慢，目前整体出租率较同行比较低，如果出租率提升不及预期，则影响业主租金收入，进而影响公司分成。

外拓进展不及预期影响中长期增速。公司目前项目储备充足，近期业绩无忧，未来公司规模扩张对轻资产输出依赖加剧，随着行业竞争的增加，外拓进展不及预期可能影响公司中长期增速。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,616	3,450	4,210	5,528	7,001	营业收入	1,620	1,921	2,753	3,832	5,095
应收账款	114	162	231	296	361	营业成本	(1,192)	(1,327)	(1,861)	(2,583)	(3,458)
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	营业费用	(42)	(36)	(55)	(77)	(102)
其他	94	107	158	218	288	管理费用	(117)	(134)	(193)	(268)	(357)
流动资产合计	2,824	3,719	4,599	6,042	7,650	财务费用	(32)	(11)	(13)	(5)	7
长期股权投资	0	3	3	3	3	资产减值损失	(7)	(23)	(1)	(8)	(11)
固定资产	7	10	13	16	20	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	0	(3)	0	0	0
无形资产	0	26	26	26	25	其他	17	33	41	57	76
其他	260	763	670	577	485	营业利润	247	420	671	948	1,251
非流动资产合计	267	801	712	622	533	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	3,091	4,520	5,311	6,664	8,183	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	247	420	671	948	1,251
应付账款	791	1,076	1,358	1,984	2,588	所得税	(69)	(113)	(168)	(237)	(313)
其他	523	613	762	979	1,223	净利润	179	307	504	711	938
流动负债合计	1,313	1,689	2,121	2,963	3,811	少数股东损益	0	(2)	(30)	(41)	(52)
长期借款	0	3	0	0	0	归属于母公司净利润	179	305	473	670	886
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.30	0.47	0.73	1.04	1.38
其他	190	659	663	663	663	主要财务比率					
非流动负债合计	190	663	663	663	663		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,504	2,355	2,783	3,626	4,473	成长能力					
少数股东权益	0	13	43	84	136	营业收入	35.0%	18.6%	43.3%	39.2%	33.0%
股本	1,237	1,479	1,644	1,644	1,644	营业利润	23.9%	55.2%	57.8%	39.3%	30.5%
资本公积	22	42	66	66	66	归属于母公司净利润	33.7%	70.8%	55.2%	41.6%	32.3%
留存收益	328	632	774	1,243	1,864	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	26.4%	30.9%	32.4%	32.6%	32.1%
股东权益合计	1,587	2,166	2,527	3,038	3,710	净利率	11.0%	15.9%	17.2%	17.5%	17.4%
负债和股东权益	3,091	4,520	5,311	6,664	8,183	ROE	19.7%	16.3%	20.4%	24.6%	27.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	48.7%	52.1%	52.4%	54.4%	54.7%
净利润	247	420	671	948	1,251	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	104	98	96	96	97	流动比率	2.1	2.2	2.2	2.0	2.0
财务费用	32	33	13	5	(7)	速动比率	2.1	2.2	2.2	2.0	2.0
投资损失	7	23	1	8	11	营运能力					
营运资金变动	224	271	313	673	668	应收账款周转率	16.5	13.9	14.0	14.5	15.5
其它	(81)	(51)	(198)	(241)	(331)	存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动现金流	534	795	896	1,489	1,689	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(6)	(9)	(6)	(7)	(8)	每股指标（元）					
长期投资	(5)	0	(0)	(0)	(0)	每股收益	0.3	0.5	0.7	1.0	1.4
其他	282	0	0	0	0	每股经营现金流	0.9	1.2	1.4	2.3	2.6
投资活动现金流	702	(8)	(6)	(7)	(8)	每股净资产	2.6	3.4	3.9	4.7	5.8
债权融资	170	(364)	(36)	(3)	0	估值比率					
股权融资	1,277	407	30	41	52	市盈率	69.1	43.5	28.0	19.8	15.0
其他	(620)	1	(122)	(202)	(259)	市净率	7.8	6.1	5.2	4.4	3.6
筹资活动现金流	827	44	(128)	(164)	(208)						
汇率变动影响	0	(0)	0	0	0						
现金净增加额	2,063	831	763	1,318	1,473						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>