

华润万象生活 (01209.HK)

核心净利润同比增长 24%，派发特别股息

优于大市

核心观点

核心净利润同比增长 24%，派发特别股息。 2024H1，公司实现营业收入 80 亿元，同比+17%；核心净利润 17.7 亿元，同比+24%；核心净利率 22.2%，同比提升 1.3 个百分点，一方面是因为毛利率 34.0%，同比提升了 0.8 个百分点。此外得益于管理效率提升，公司 2024H1 管理及销售费用率 6.5%，同比降低了 1.5 个百分点。拆分业务结构，公司两大主营业务物业航道和商业航道收入占比分别为 64%、36%，毛利占比分别为 36%、64%。公司重视股东回报，2024H1 派息 0.279 元/股，中期派息率 36%，同比持平，同时派发特别股息 0.575 元/股，相当于 2023 全年派息率 100%。

商业航道毛利率提升。 2024H1，公司商业航道收入为 28.5 亿元，同比+23%；毛利率 60.9%，同比提升了 2.4 个百分点。细拆构成，购物中心和写字楼的收入占比分别为 66%、34%，收入同比增速分别为 34%、7%，毛利率分别为 72.5%、38.1%，毛利占比分别为 79%和 21%。截至 2024H1 末，公司在营购物中心项目数为 108 个，管理面积 1185 万㎡，同比+24%；85 个项目零售额排名当地市场前三，占比 79%。公司商业航道储备开业购物中心项目数量较多，收入潜在增量空间仍较大。

物业航道收入稳步增长。 2024H1，公司物业航道收入 51 亿元，同比+14%；毛利率 18.9%，同比下降 1.2 个百分点。收入增长主要来自于在管规模的增长，截至 2024H1 末，公司物管在管面积为 3.98 亿㎡，同比+23%。细拆构成，基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务的收入占比分别为 78%、15%、7%，而毛利率分别为 14.9%、31.1%、37.8%。

投资建议：我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 36.2/42.1 亿元（原值为 36.5/44.1 亿元），对应每股收益分别为 1.59/1.84 元，对应当前股价 PE 为 13.8/11.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：规模扩张不及预期；消费景气度不及预期拖累购物中心经营业绩；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,016	14,767	17,631	20,163	22,462
(+/-%)	35.4%	22.9%	19.4%	14.4%	11.4%
归母净利润(百万元)	2206	2929	3623	4211	4687
(+/-%)	27.9%	32.8%	23.7%	16.2%	11.3%
每股收益(元)	0.97	1.28	1.59	1.84	2.05
EBIT Margin	19.7%	23.1%	23.1%	24.0%	24.4%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	19.4%	21.6%	22.7%	22.8%
市盈率 (PE)	22.7	17.1	13.8	11.9	10.7
EV/EBITDA	23.6	16.7	14.4	12.5	11.2
市净率 (PB)	3.50	3.13	2.84	2.57	2.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

房地产 · 房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.80 港元
总市值/流通市值	54324/54324 百万港元
52 周最高价/最低价	36.40/20.07 港元
近 3 个月日均成交额	102.65 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

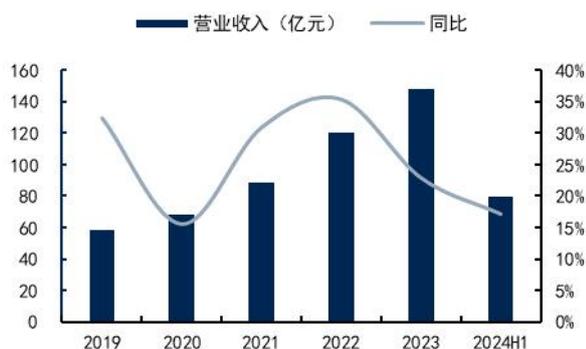
《华润万象生活 (01209.HK) - 全年业绩增长 31%，派息率提升至 55%》——2024-03-28

《华润万象生活 (01209.HK) - 在管购物中心突破百座，经营优势料将持续扩大》——2023-12-28

《华润万象生活 (01209.HK) - 资源能力兼备，商管物管同辉》——2023-11-20

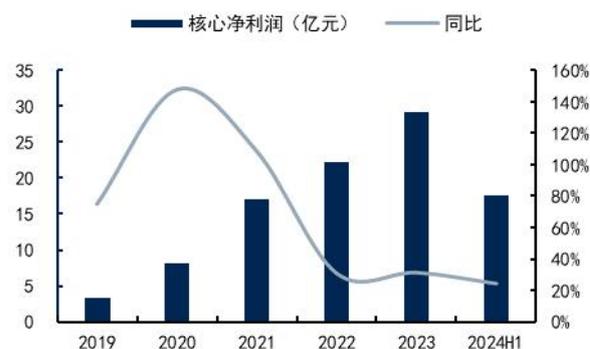
核心净利润同比增长 24%，派发特别股息。2024H1，公司实现营业收入 80 亿元，同比+17%；核心净利润 17.7 亿元，同比+24%；核心净利率 22.2%，同比提升 1.3 个百分点，一方面是因为毛利率 34.0%，同比提升了 0.8 个百分点。此外得益于管理效率提升，公司 2024H1 管理及销售费用率 6.5%，同比降低了 1.5 个百分点。拆分业务结构，公司两大主营业务物业航道和商业航道收入占比分别为 64%、36%，毛利占比分别为 36%、64%。公司重视股东回报，2024H1 派息 0.279 元/股，中期派息率 36%，同比持平，同时派发特别股息 0.575 元/股，相当于 2023 全年派息率 100%。

图1：公司历年营业收入及增速



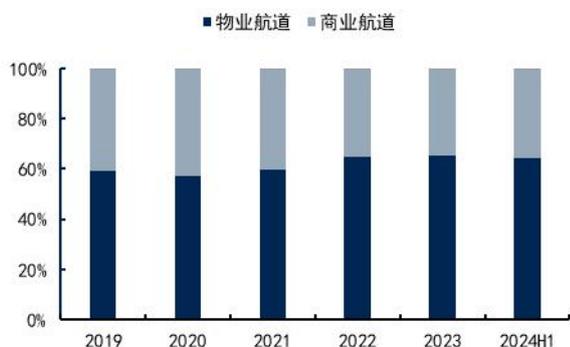
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司历年核心净利润及增速



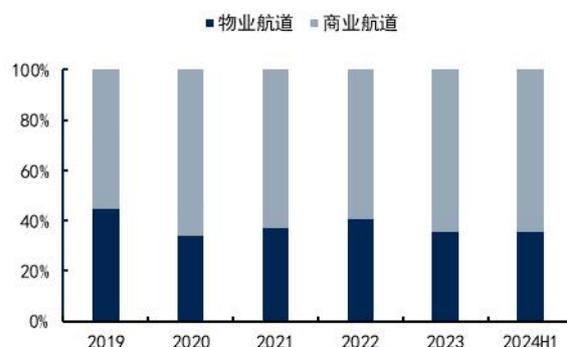
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司历年各业务类型收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司历年各业务类型毛利润占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年综合毛利率及核心净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

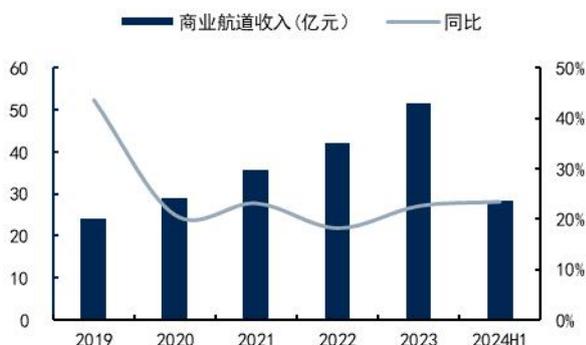
图6: 公司历年管理及销售费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

商业航道毛利率提升。2024H1, 公司商业航道收入为 28.5 亿元, 同比+23%; 毛利率 60.9%, 同比提升了 2.4 个百分点。细拆构成, 购物中心和写字楼的收入占比分别为 66%、34%, 收入同比增速分别为 34%、7%, 毛利率分别为 72.5%、38.1%, 毛利占比分别为 79%和 21%。截至 2024H1 末, 公司在营购物中心项目数为 108 个, 管理面积 1185 万 m^2 , 同比+24%; 85 个项目零售额排名当地市场前三, 占比 79%。公司商业航道储备开业购物中心项目数量较多, 收入潜在增量空间仍较大。

图7: 公司历年商业航道收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年商业航道各业务类型收入占比



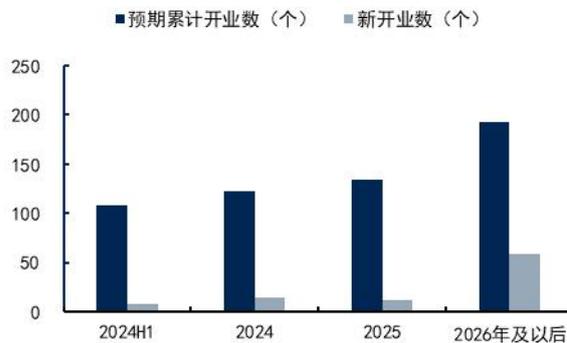
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司历年商业航道各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

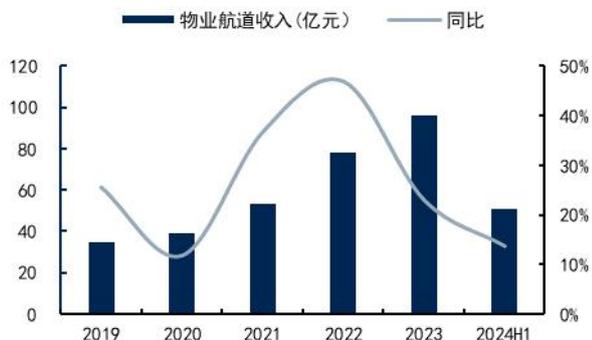
图10: 公司未来购物中心开业计划



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

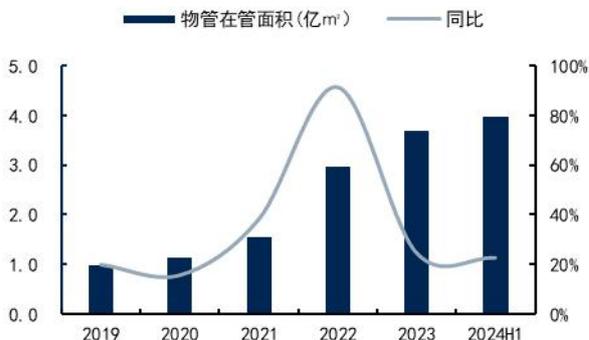
物业航道收入稳步增长。2024H1, 公司物业航道收入 51 亿元, 同比+14%; 毛利率 18.9%, 同比下降 1.2 个百分点。收入增长主要来自于在管规模的增长, 截至 2024H1 末, 公司物管在管面积为 3.98 亿 m^2 , 同比+23%。细拆构成, 基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务的收入占比分别为 78%、15%、7%, 而毛利率分别为 14.9%、31.1%、37.8%。

图11: 公司物业航道收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司物业航道在管面积及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 公司物业航道各业务类型收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司物业航道各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 我们基本维持此前的盈利预测, 预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 36.2/42.1 亿元 (原值为 36.5/44.1 亿元), 对应每股收益分别为 1.59/1.84 元, 对应当前股价 PE 为 13.8/11.9 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 规模扩张不及预期; 消费景气度不及预期, 拖累购物中心经营业绩; 业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12593	11580	13788	13660	12218	营业收入	12016	14767	17631	20163	22462
应收款项	2968	3616	4309	4927	5489	营业成本	8405	10073	12018	13676	15227
存货净额	148	203	242	276	308	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	130	67	80	91	101	销售费用	151	285	340	343	337
流动资产合计	15839	19518	22471	25439	28491	管理费用	1091	999	1192	1311	1415
固定资产	569	552	763	980	1198	财务费用	(337)	(278)	(317)	(343)	(323)
无形资产及其他	3377	3586	3457	3327	3198	投资收益	0	0	64	73	82
投资性房地产	6051	4123	4123	4123	4123	资产减值及公允价值变动	0	0	181	181	181
长期股权投资	2	4	4	4	4	其他收入	65	124	0	0	0
资产总计	25838	27783	30818	33874	37015	营业利润	2771	3813	4644	5431	6069
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	135	99	210	210	210
应付款项	1636	1933	2312	2635	2937	利润总额	2906	3912	4854	5641	6279
其他流动负债	6403	6407	7424	8253	8973	所得税费用	693	969	1213	1410	1570
流动负债合计	8040	8340	9736	10888	11909	少数股东损益	7	14	17	20	22
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2206	2929	3623	4211	4687
其他长期负债	3473	3408	3408	3408	3408						
长期负债合计	3473	3408	3408	3408	3408	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	11512	11747	13144	14296	15317	净利润	2206	2929	3623	4211	4687
少数股东权益	46	88	96	105	115	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14280	15948	17579	19474	21583	折旧摊销	235	275	299	319	343
负债和股东权益总计	25838	27783	30818	33874	37015	公允价值变动损失	0	0	(181)	(181)	(181)
						财务费用	(337)	(278)	(317)	(343)	(323)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	2464	1524	652	488	418
每股收益	0.97	1.28	1.59	1.84	2.05	其它	(3014)	6	8	9	10
每股红利	0.44	0.70	0.87	1.01	1.13	经营活动现金流	1891	4734	4400	4845	5276
每股净资产	6.26	6.99	7.70	8.53	9.46	资本开支	(277)	(258)	(200)	(225)	(250)
ROIC	12%	20%	26%	33%	40%	其它投资现金流	0	(4053)	0	(2432)	(3891)
ROE	16%	19%	22%	23%	23%	投资活动现金流	(1064)	(4313)	(200)	(2657)	(4141)
毛利率	30%	32%	32%	32%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	23%	23%	24%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(1002)	(1607)	(1993)	(2316)	(2578)
收入增长	35%	23%	19%	14%	11%	其它融资现金流	(3733)	1781	0	0	0
净利润增长率	28%	33%	24%	16%	11%	融资活动现金流	(1936)	(1434)	(1993)	(2316)	(2578)
资产负债率	45%	43%	43%	43%	42%	现金净变动	(1105)	(1013)	2208	(127)	(1442)
息率	2.0%	3.2%	4.0%	4.6%	5.2%	货币资金的期初余额	13698	12593	11580	13788	13660
P/E	22.7	17.1	13.8	11.9	10.7	货币资金的期末余额	12593	11580	13788	13660	12218
P/B	3.5	3.1	2.8	2.6	2.3	企业自由现金流	0	4107	3812	4207	4623
EV/EBITDA	24	17	14	12	11	权益自由现金流	0	6097	4049	4464	4865

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032