

业绩表现良好，商管领跑地位巩固——2024 年年度业绩点评

核心观点

2024 年公司实现营收 170.4 亿元，同比增长 15.4%；实现归母净利润 36.3 亿元，同比增长 23.9%；实现核心净利润 35.1 亿元，同比增长 20.1%。业绩增速大于营收增速主要由于综合毛利率的提升和销售管理费用率的下降。物管板块公司保持较强的外拓力度，全年第三方外拓面积同比增长 64.4%至 5652 万方，其中八成来自城市公共空间业态；截至 2024 年年末公司物管合约面积 4.50 亿方，在管面积 4.13 亿方，合管比 1.09。公司继续巩固自身的商管龙头地位，在营购物中心数量达 118 个，2024 年零售额同比增长 18.7%至 2150 亿元。公司加大股东回馈力度，通过宣派特别股息，全年派息率达 100%，股息率高达 7.1%。

事件

公司发布 2024 年年度业绩，全年实现营业收入 170.4 亿元，同比增长 15.4%；实现归母净利润 36.3 亿元，同比增长 23.9%；实现核心净利润 35.1 亿元，同比增长 20.1%。

简评

业绩表现良好，盈利能力提升。2024 年公司实现营业收入 170.4 亿元，同比增长 15.4%；实现归母净利润 36.3 亿元，同比增长 23.9%；实现核心净利润 35.1 亿元，同比增长 20.1%。业绩增速大于营收增速主要由于：1) 盈利能力提升，综合毛利率较上年提升 1.1 个百分点至 32.9%，主要由于购物中心业务毛利率较上年提升 0.7 个百分点至 72.6%。2) 管理提效，销售管理费用率较上年下降 0.9 个百分点至 7.4%。

物管坚持深耕聚焦，社区增值服务维持快车道发展。2024 年公司物管板块营收 107.15 亿元，同比增长 11.6%；板块毛利率为 17.0%，较上年下降 0.5 个百分点，主要由于小区空间物业管理服务分部受开发商行业影响，具有较高毛利率的非业主增值服务收入占比降低所致。截至 2024 年，公司物管合约面积 4.50 亿方，同比增长 5.9%；在管面积 4.13 亿方，同比增长 11.6%，合管比为 1.09。全年第三方外拓面积 3485 万方，其中有 79.7%来自于城市公共空间业态。社区增值服务增速亮眼，五大业务中的一呼管家/芝麻空间/润物直选 2024 年营收增速分别达 28.3%/19.4%/18.7%。

商管行业龙头地位助力市场份额上行，购物中心出租率逆势提升。2024 年公司商管板块营收 62.7 亿元，同比增长 21.4%；板块毛利率 60.2%，较上年提升 1.8 个百分点，主要由于购物中心业务毛利率较上年提升 0.7 个百分点至 72.6%；购物中心业务毛利共 30.6 亿元，占公司总毛利 56.1 亿元的五成以上。公司在管购物中心数量较上年增加 20 个至 118 个，其中 86 个项目零售额排

华润万象生活(1209.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070013

发布日期：2025 年 03 月 26 日

当前股价：31.90 港元

目标价格 6 个月：42.15 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.76/8.94	13.32/-6.91	35.74/-9.14
12 月最高/最低价 (港元)		39.45/21.25
总股本 (万股)		228,250.00
流通 H 股 (万股)		228,250.00
总市值 (亿港元)		728.12
流通市值 (亿港元)		728.12
近 3 月日均成交量 (万)		381.41
主要股东		
华润置地有限公司		72.29%

股价表现



相关研究报告

【中信建投房地产服务】华润万象生活 (1209): 盈利保持高增长，业务均好优势明显 —— 2024 年中期业绩点评

名当地前 3。2024 年在营购物中心零售额 2150 亿元，同比增长 18.7%；业主端租金收入 262 亿元，同比增长 19.2%；购物中心整体出租率维持在 96.7% 的高位，同比提升 0.6 个百分点。2024 年年内公司在管写字楼数量增长 26 个至 221 个，提供运管服务的 27 个写字楼的出租率同比下降 2.7 个百分点至 80.8%。

加大股东回报，宣派特别股息，实现 2024 年核心净利润 100% 派息率。公司宣布派发末期股息 0.643 元/股，全年特别股息 0.614 元/股，全年共派息 1.536 元/股，对应核心净利润的派息率为 100%，以最新收盘价计算的股息率为 7.1%。

维持买入评级，上调目标价。我们预测公司 2025–2027 年 EPS 为 1.96/2.28/2.64 元（原预测 2025–2026 年 EPS 为 1.98/2.35 元）。公司持续发力第三方外拓，推动物管规模持续增长，商管龙头地位持续巩固。公司估值水平长期在行业内领先，其作为商管龙头的高成长性有望推动估值回升，参考过往估值情况，我们认为公司 2025 年对应的合理 PE 倍数为 20x，上调目标价至 42.15 港元（原目标价为 35.72 港元），维持买入评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,767.0	17,042.7	19,052.6	21,018.3	23,232.0
YoY(%)	22.9	15.4	11.8	10.3	10.5
归母净利润（百万元）	2,928.7	3,629.4	4,482.8	5,207.0	6,026.8
YoY(%)	32.8	23.9	23.5	16.2	15.7
核心净利润（百万元）	2,920.0	3,507.0	4,393.1	5,154.9	5,966.5
YoY(%)	31.2	20.1	25.3	17.3	15.7
EPS(摊薄/元)	1.28	1.59	1.96	2.28	2.64
P/E(倍)	24.28	19.59	15.86	13.65	11.80
P/B(倍)	4.46	4.30	3.87	3.47	3.10

资料来源：iFind，中信建投

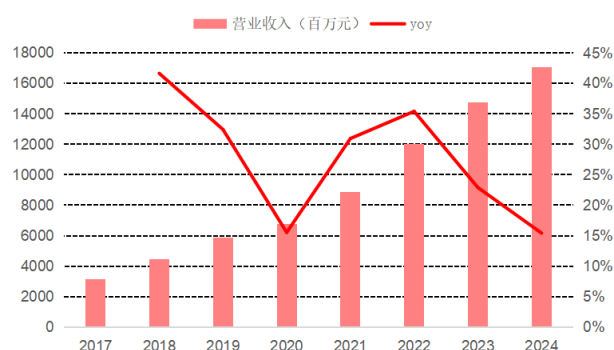
风险分析

1) 物管规模增长不及预期。物管业务方面，公司 2022 年在管规模取得大幅增长，主要来源于收并购，而市场上可供选择的优质标的数量有限，公司未来可能在与其它意向收购方竞争的过程中不占据优势；而当前地产开发销售规模下降的背景下，物管第三方外拓竞争压力加剧，公司第三方外拓可能受阻，从而导致物管规模可能无法持续快速增长。

2) 并购整合效果不及预期。公司凭借收并购快速实现物管规模扩张，在收并购项目的投后整合过程中可能存在收缴率不及预期、原有团队融合不畅等问题，导致收并购项目未来的营收及利润贡献可能不及预期。

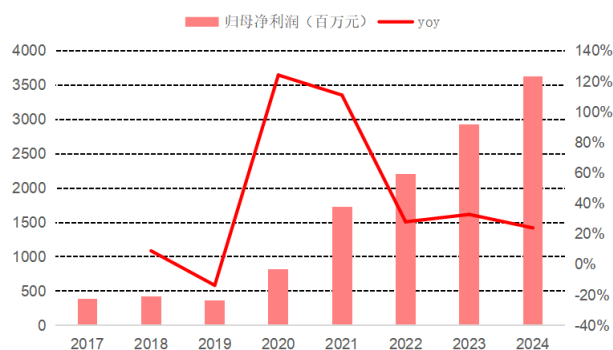
3) 在营商场经营效率不及预期。受经济形势波动影响，居民的收入水平及收入预期可能有所波动，从而可能影响线下消费热情，继而导致公司的在营购物中心经营效率不及预期，从而影响到公司商场的管理收入。

图 1: 2024 年营收 170.4 亿元，同比增长 15.4%



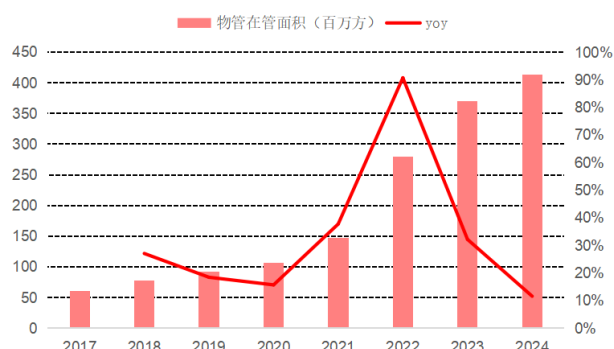
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2: 2024 年归母净利润 36.3 亿元，同比增长 23.9%



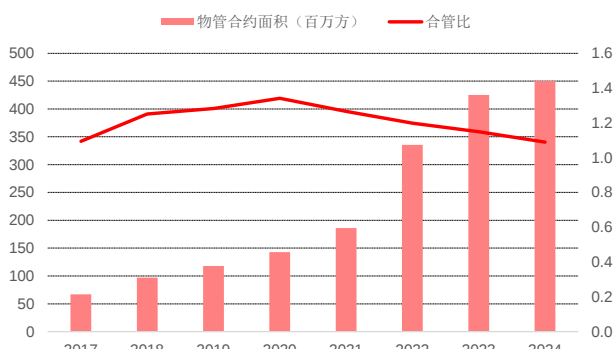
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3: 2024 年年末物管在管面积 4.13 亿方



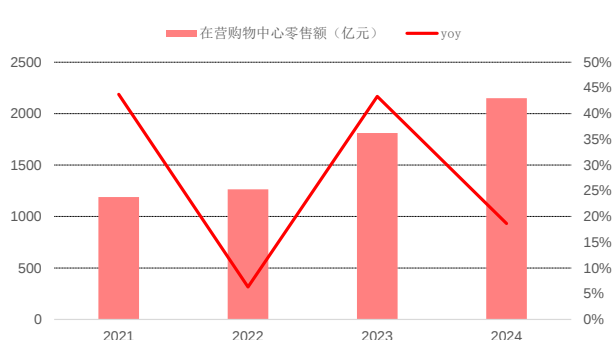
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4: 2023 年年末物管合约面积 4.50 亿方，合管比 1.09



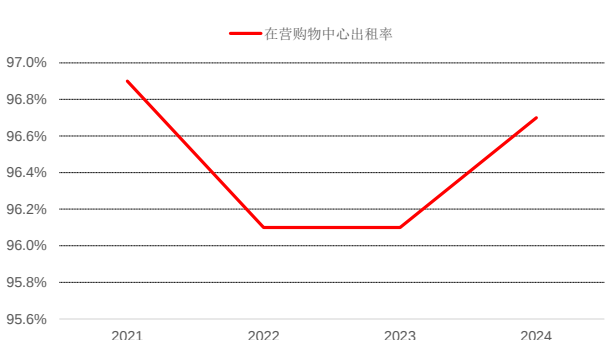
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 5: 2024 年在营购物中心零售额 2150 亿元



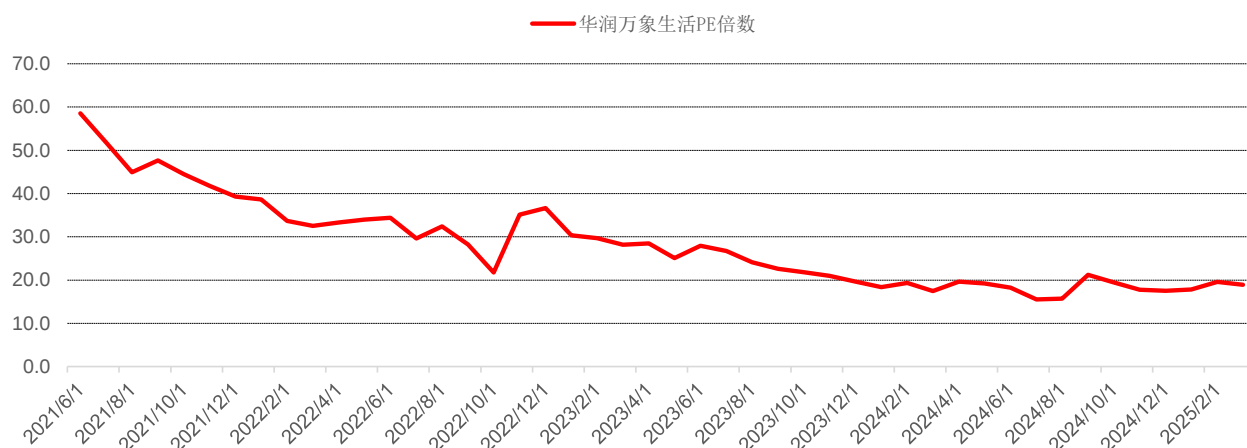
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6: 2024 年在营购物中心出租率 96.7%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 7:华润万象生活历史 PE 估值倍数



数据来源: Wind, 中信建投证券; 注: PE 倍数采用当期市值与当年公司的归母净利润进行计算; 2025 年公司业绩采用我们的预测值

风险分析

- 1) 物管规模增长不及预期。物管业务方面, 公司 2022 年在管规模取得大幅增长, 主要来源于收并购, 而市场上可供选择的优质标的数量有限, 公司未来可能在与其它意向收购方竞争的过程中不占据优势; 而当前地产开发销售规模下降的背景下, 物管第三方外拓竞争压力加剧, 公司第三方外拓可能受阻, 从而导致物管规模可能无法持续快速增长。
- 2) 并购整合效果不及预期。公司凭借收并购快速实现物管规模扩张, 在收并购项目的投后整合过程中可能存在收缴率不及预期、原有团队融合不畅等问题, 导致收并购项目未来的营收及利润贡献可能不及预期。
- 3) 在营商场经营效率不及预期。受经济形势波动影响, 居民的收入水平及收入预期可能有所波动, 从而可能影响线下消费热情, 继而导致公司的在营购物中心经营效率不及预期, 从而影响到公司商场的管理收入。

报表预测

资产负债表（百万）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,518	16,355	21,080	25,173	29,736
现金	11,647	9,669	13,574	16,899	20,599
应收票据及应收账款合	1,996	2,366	2,563	2,828	3,126
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1,621	1,272	1,917	2,114	2,337
存货	203	240	238	254	273
其他流动资产	4,053	2,808	2,789	3,077	3,401
非流动资产	8,265	12,652	11,776	10,901	10,026
长期投资	4	7	7	7	7
固定资产	552	614	518	422	326
无形资产	1,686	1,359	1,132	906	679
其他非流动资产	6,023	10,671	10,119	9,566	9,013
资产总计	27,783	29,007	32,857	36,074	39,761
流动负债	8,340	8,828	10,730	11,684	12,753
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合	1,546	1,656	1,853	1,983	2,127
其他流动负债	6,794	7,172	8,877	9,701	10,626
非流动负债	3,408	3,359	3,359	3,359	3,359
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,408	3,359	3,359	3,359	3,359
负债合计	11,747	12,187	14,089	15,043	16,112
少数股东权益	88	196	320	465	632
股本	0	0	1,000	2,000	3,000
资本公积	15,948	16,525	15,525	14,525	13,525
留存收益	0	0	1,824	3,942	6,393
归属母公司股东权益	15,948	16,525	18,349	20,467	22,919
负债和股东权益	27,783	28,908	32,758	35,975	39,663

现金流量表（百万）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3042	3042	6196	6044	6912
净利润	2943	3730	4607	5352	6194
折旧摊销	275	275	875	875	875
财务费用	117	116	109	107	114
其他经营现金流	-293	-1079	604	-289	-272
投资活动现金流	-1827	-1827	477	477	477
资本支出	646	630	0	0	0
其他投资现金流	-2473	-2457	477	477	477
筹资活动现金流	-2228	-2228	-2769	-3196	-3690
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2228	-2228	-2769	-3196	-3690
现金净增加额	-1013	-1013	3904	3326	3700

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,767	17,043	19,053	21,018	23,232
营业成本	10,073	11,433	12,145	12,999	13,943
营业税金及附加	49	81	69	76	84
销售费用	285	291	301	332	367
管理费用	950	975	1,057	1,167	1,289
研发费用	117	116	109	107	114
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	3	3	0	0	0
信用减值损失	39	41	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	39	41	0	0	0
投资净收益	3	3	0	0	0
营业利润	3,336	4,191	5,370	6,338	7,433
其他非经营损益	577	705	620	620	620
利润总额	3,912	4,895	5,990	6,958	8,053
所得税	969	1,165	1,383	1,606	1,859
净利润	2,943	3,730	4,607	5,352	6,194
少数股东损益	14	101	124	145	167
归属母公司净利润	2,929	3,629	4,483	5,207	6,027
EBITDA	4,304	5,286	6,975	7,940	9,043
EPS（元）	1	2	2	2	3

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	22.89	15.41	11.79	10.32	10.53
净利润(%)	32.96	26.76	23.51	16.16	15.74
获利能力					
毛利率(%)	31.79	32.91	36.25	38.16	39.98
净利率(%)	19.93	21.89	24.18	25.46	26.66
ROE(%)	18.36	21.96	24.43	25.44	26.30
ROIC(%)	91.55	55.41	48.13	70.80	94.63
偿债能力					
资产负债率(%)	42.28	42.01	42.88	41.70	40.52
净负债比率(%)	-72.63	-57.83	-72.71	-80.74	-87.47
流动比率	2.34	1.85	1.96	2.15	2.33
速动比率	1.83	1.51	1.68	1.87	2.04
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.59	0.58	0.58	0.58
应收账款周转率	7.40	7.20	7.43	7.43	7.43
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.59	1.96	2.28	2.64
每股经营现金流(最新摊)	1.33	1.33	2.71	2.65	3.03
每股净资产(最新摊薄)	6.99	7.24	8.04	8.97	10.04
估值比率					
P/E	24.28	19.59	15.86	13.65	11.80
P/B	4.46	4.30	3.87	3.47	3.10
EV/EBITDA	-2.34	-1.47	2.84	6.04	8.38

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

黄啸天

中信建投证券房地产&REITs 行业分析师，上海财经大学硕士。2018 年加入中信建投，深入覆盖房地产开发、物业管理、REITs 等领域。2020 年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020 年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2023 年 Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk