房地产

2025 年 03 月 26 日

华润万象生活 (01209)

——商管标杆，业绩高增，全额派息

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2025 年 03 月 26 日
收盘价（港币）	34.50
恒生中国企业指数	8654.26
52 周最高/最低（港币）	39.55/20.85
H 股市值（亿港币）	787.46
流通 H 股（百万股）	2,282.50
汇率（人民币/港币）	1.0836

一年内股价与基准指数对比走势：

资料来源：Bloomberg

证券分析师
袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人
曹曼
(8621)23297818×
caoman@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **24 年归母净利润同比+24%、核心同比+20%，超市场预期，全年派息比例达 100%。**据公告，24 年公司实现营业收入 170 亿元，同比+15.4%；其中，住宅物管收入占比 63%，同比+12%，商业运营及物管收入占比 37%，同比+21%。毛利润 53.7 亿元，同比+18.7%，其中商管占比 70%、同比+25%；归母净利润 36.3 亿元，同比+23.9%；核心净利润 35.1 亿元，同比+20.1%；基本每股收益 1.59 元，同比+23.9%。公司第三方商场税前利润贡献占比 21.0%，同比+3.5pct。24 年，公司毛利率和归母净利率为 32.9%和 21.3%，分别同比+1.1pct 和+1.5pct；三费费率 8.1%，同比-1.0pct，其中管理、销售、财务费率分别同比-0.7pct、-0.2pct、-0.1pct。24 年贸易应收款项及应收票据 23.7 亿元，同比+18.6%；公司经营性净现金流/核心净利润同比提升 17pct 至 121%。此外，公司拟派发每股末期股息 0.643 元、同比+34%，特别股息 0.614 元，加上中期股息后对应 24 年每股股息为 1.536 元（中期特别股息提升 23 年派息率至 100%），24 年派息比例（占比核心净利润）100%，对应股息率（2025/3/26 收盘价）4.8%。

- **商管：24 年商管毛利同比+25%，商场销售额同比+19%、同店同比+5%。**据公告，至 24 年末，公司累计在管商场 122 个，其中来自置地 92 个；其中 86 个项目零售额排名当地市场前三。24 年新开业商场 21 个，其中西安万象城定义国内商业新标杆。24 年末在管面积 1,314 万平、同比+20%。预计 25 年末累计开业 137 个商场，其中置地 99 个；累计开业 1,481 万平，同比+12.7%。24 年商场零售额 2,150 亿元，同比+18.7%，同店同比+4.6%；其中重奢同比+5.6%、同店同比+1.8%；非重奢同比+27.1%、同店同比+6.4%。24 年商场租金收入 262 亿元，同比+19.1%；NOI 171 亿元，同比+19.8%；NOI 利润率 65.1%、同比+0.6pct。24 年公司商业运营收入 62.7 亿元，同比+21.4%；商场和写字楼分别占比总营收的 25%和 12%，收入分别同比+30%和+7%。商业运营毛利 37.8 亿元，同比+25.2%；毛利率 60.2%，同比+1.8pct；其中商场和写字楼毛利率分别为 72.6%和 34.9%，同比分别+0.7pct 和-0.7pct。

- **物管：24 年物管毛利同比+5%，合约/在管比 1.09 倍，城市空间收入占比提升至 17%。**据公告，24 年末公司住宅合约面积 4.5 亿平，同比+5.9%；在管面积 4.1 亿平，同比+11.6%；合约/在管比 1.09 倍，同比-0.06 倍。公司期内新增第三方合约面积 3,485 万平，82%位于一线城市，其中城市、社区及办公面积占比分别为 80%、15%及 5%。24 年公司住宅物管收入 107 亿元，同比+11.6%，占比总营收的 63%；其中物业管理/开发商增值服务/社区增值服务/城市空间服务分别占比 62%/7%/14%/17%，同比分别+11%/-12%/+6%/+36%；住宅物管毛利 15.8 亿元，同比+4.7%；毛利率为 14.8%，同比-1.0pct，其中物业管理/开发商增值服务/社区增值服务/城市空间服务分别为 14.4%/33.0%/25.6%/12.9%，同比分别+0.4 pct /-1.3 pct /-1.6 pct /+0.6pct。

- **投资分析意见：商管标杆，业绩高增，全额派息，维持“买入”评级。**华润万象生活背靠央企华润置地，深耕于购物中心行业 20 年，实现全国化高品质扩张，打造了购物中心的商管企业之一、重奢标杆。在购物中心快速发展的大背景下，考虑到华润置地赋予的内生成长、以及强商管品牌支撑的外拓发展，预计公司购物中心商管规模将加速扩张，再凭借优秀商管能力推动长期同店增长、以及具有强议价权的商管模式推动毛利率提升，预计公司业绩将进入加速成长期。我们下调 2025-26 年业绩预测分别为 40.8/45.5 元（原 44.6/53.6 亿元），并引入 27 年为 50.5 亿元，现价对应 25 年 PE18X，考虑到公司是行业优质商管运营龙头之一，并且近期科技突破或改善中高端人群收入预期从而提振消费，并且公司高分红股息率可观，目前股息率为 4.8%，维持“**买入**”评级。

- **风险提示：业务拓展不及预期，消费修复不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,767	17,043	19,120	21,590	24,443
同比增长率（%）	22.9	15.4	12.2	12.9	13.2
归母净利润（百万元）	2,929	3,629	4,075	4,548	5,048
同比增长率（%）	32.8	23.9	12.3	11.6	11.0
每股收益（元/股）	1.28	1.59	1.79	1.99	2.21
净资产收益率（%）	18.4	22.0	22.2	22.3	22.3
市盈率	25	20	18	16	14
市净率	5	4	4	4	3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

表 1：利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,767	17,043	19,120	21,590	24,443
营业成本	10,073	11,433	12,711	14,286	16,101
销售费用	285	291	326	368	417
管理费用	950	975	1,094	1,235	1,399
财务费用	117	116	130	147	166
公允价值变动损益	39	41	42	44	46
投资收益	3	3	3	3	3
营业利润	**3,912**	**4,895**	**5,496**	**6,134**	**6,809**
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	**3,912**	**4,895**	**5,496**	**6,134**	**6,809**
所得税	969	1,165	1,308	1,460	1,621
净利润	**2,943**	**3,730**	**4,188**	**4,674**	**5,188**
少数股东损益	14	101	113	126	140
归属母公司净利润	2,929	3,629	4,075	4,548	5,048
NOPLAT	3,018	3,802	4,272	4,774	5,305
EPS(摊薄)（元）	1.28	1.59	1.79	1.99	2.21

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,580	9,571	11,205	12,934	14,871
应收账款	3,616	3,638	4,082	4,609	5,218
存货	203	240	269	304	344
其他流动资产	4,119	2,808	2,094	2,353	2,653
流动资产合计	19,518	16,256	17,650	20,200	23,085
长期股权投资	552	614	677	739	801
固定资产	0	0	0	0	0
无形资产	3,788	4,160	4,569	5,017	5,510
投资性房地产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,925	7,878	8,441	9,111	9,885
非流动资产合计	8,265	12,652	13,686	14,867	16,196
资产合计	**27,783**	**28,908**	**31,336**	**35,068**	**39,282**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,546	1,656	1,841	2,069	2,332
预收款项	387	552	411	462	521
其他流动负债	6,407	6,621	8,063	9,115	10,329
流动负债合计	8,340	8,828	10,315	11,646	13,182
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	,	,	,	,	,

非流动负债合计	3,408	3,359	2,417	2,717	3,062
负债合计	**11,747**	**12,187**	**12,732**	**14,362**	**16,244**
归属母公司所有者权益	15,948	16,525	18,357	20,402	22,671
少数股东权益	88	196	247	303	366
所有者权益合计	**16,036**	**16,721**	**18,604**	**20,705**	**23,038**
负债和股东权益	**27,783**	**28,908**	**31,336**	**35,068**	**39,282**

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,929	3,730	4,188	4,674	5,188
折旧与摊销	275	5,594	3,538	3,850	4,162
营运资本变动	(120)	51	(287)	(334)	(386)
其他经营活动现金流	(42)	72	85	100	117
经营活动产生的现金流量	3,042	9,447	7,523	8,290	9,081
资本性支出	582	0	0	0	0
其他投资活动现金流	345	116	130	147	166
投资活动产生的现金流量	(1,827)	116	130	147	166
债务增加	0	280	500	1,351	1,560
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	2,090	1,608	2,243	2,504	2,779
其他筹资活动现金流	32	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	(2,228)	(10,260)	(5,305)	(6,967)	(7,609)
现金及现金等价物净增加额	(1,013)	(2,009)	1,635	1,729	1,937
现金及现金等价物期末余额	11,580	9,571	11,205	12,934	14,871

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。