

华润万象生活 (01209.HK)

强烈推荐 (维持)

24年业绩增长超20%，连续两年派息率100%

综合考虑(1)公司在商管领域具备的“先发优势”、“规模优势”及“资质优势”等将有助于公司维持稳定的第三方外拓节奏，为商业航道收入的持续增长提供支撑；(2)公司及集团层面各业态综合运营经验丰富，有助于公司稳步推进城市空间服务，为物业航道收入创造新的增长点；(3)公司过去两年派息率100%，结合在手货币资金充裕，以及当前环境下物管行业资本开支意愿较弱，判断较高的股东回报有望持续。考虑公司未来业绩的增长潜力以及具备吸引力的股东回报，预计25E/26E/27E EPS分别为1.85/2.12/2.36元/股(同比分别+16%/+15%/+12%)，当前股价对应PE分别为17.5/15.3/13.7，给予目标价36.95元/股，对应40.05港元/股(25PE=20X)，维持“强烈推荐”评级。

□ 24年业绩增长超20%，连续两年派息率约100%，折算当前股息率约5%。

24年实现营业收入/毛利润/归母净利润分别为170.4亿元/56.1亿元/36.3亿元，同比分别+15%/+19%/+24%，核心归母净利润35.07亿元，同比+20.1%。

(1)营业收入增速主要由商业航道贡献，具体看，商业航道实现收入62.7亿元，同比+21%，物业航道实现收入107.2亿元，同比+12%，生态圈业务(包含文化运营、自营高化业务等)实现收入0.5亿元；(2)整体毛利率在商业航道(高毛利率)收入占比提升以及商业航道毛利率提升双重带动下进一步提高，具体看，整体毛利率提高1.1pct至32.9%，其中物业航道毛利率下降0.5pct至17.0%，商业航道毛利率提高1.8pct至60.2%；(3)归母净利润增速高于毛利润增速主要受益于三费下降，具体看，期间费用中销售费用率下降0.2pct至1.7%，管理费用率下降0.7pct至5.7%，财务费用率下降0.1pct至0.7%，规模效应叠加持续控费增效推动公司整体费用率下行；(4)股息方面，公司24年全年股息核心净利分派率60%，特别股息核心净利分派率40%，合计核心净利分派率100%(连续两年派息比例100%)；对应当前股价(3月26日)估算股息率为4.8%。

□ 商业航道方面：24年购物中心板块收入增长约30%，规模效应带动板块毛利率进一步提升。分业态看：

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14798	17043	18801	20602	22351
同比增长	23%	15%	10%	10%	8%
营业利润(百万元)	3442	4263	5032	5854	6634
同比增长	44%	24%	18%	16%	13%
归母净利润(百万元)	2929	3629	4217	4831	5396
同比增长	33%	24%	16%	15%	12%
每股收益(元)	1.28	1.59	1.85	2.12	2.36
PE	25.2	20.4	17.5	15.3	13.7
PB	4.6	4.5	4.0	3.7	3.4

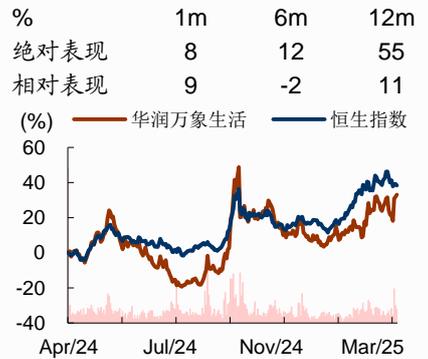
资料来源：公司数据、招商证券

总量研究/房地产
目标估值：40.05 港元
当前股价：35.1 港元

基础数据

总股本(百万股)	2283
香港股(百万股)	2283
总市值(十亿港元)	79.3
香港股市值(十亿港元)	79.3
每股净资产(港元)	7.2
ROE(TTM)	22.0
资产负债率	42.2%
主要股东	华润
主要股东持股比例	73.7203%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华润万象生活(01209)——商业航道带动下24H1业绩维持高增，宣布特别股息进一步提升股东回报》2024-09-02
- 《华润万象生活(01209)——23年业绩维持较高增速，外拓优势及规模效应下商业收入及利润率或持续双增》2024-04-08
- 《华润万象生活(01209)——品质生活“做市商”，资产价值“塑造者”》2023-07-31

李盛天 S1090524080003

lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

(1) 购物中心: 24 年公司实现购物中心零售额 2150 亿元, 同比+18.7%, 其中同店同比+4.6%; 在上述零售额稳增基础上, 期内开业项目较多亦贡献较高开业前收入, 两因素作用下, 24 年购物中心板块实现收入 42.1 亿元, 同比+30%; 另在规模效应影响下, 购物中心板块毛利率进一步提高 0.7pct 至 72.6%。

运营规模方面, 24 年新开业项目 21 个 (去年 15 个), 其中母公司项目 14 个, 第三方项目 7 个, 截止 24 年末在营项目数增至 122 个 (其中母公司项目 92 个, 第三方项目 30 个), 总在管面积 1314 万方 (同比+20%); 拓展方面, 24 年新增合同签约项目 18 个 (其中新拓展第三方项目 12 个), 截止 24 年末总合约面积 1938 万方 (同比+13%, 不考虑置地已获取但未签约项目); 往后看, 目前 25 年计划开业项目 15 个, 在管规模仍有望维持两位数增速;

(2) 写字楼: 24 年写字楼板块实现收入 20.7 亿元, 同比+7%, 毛利率下降 0.7pct 至 34.9%; 截止 24 年末总在管面积 1669 万方 (同比+13%), 总合约面积 2140 万方 (同比+14%); 24 年出租率 (剔除撤场及新开项目) 可同比下降 3pct 至 81%; 在管规模稳健增长, 出租率下滑对板块收入增速及毛利率形成一定压力。

□ 物业航道方面: 社区空间业务稳健发展, 城市空间业务持续发力打造新的收入增长点。分业态看:

(1) 社区空间: 24 年公司实现收入 88.9 亿元, 同比+8%, 主要是母公司销售规模下滑拖累非业主增值服务收入, 具体看, 基础物业服务实现收入 66.6 亿元 (同比+11%), 非业主增值服务实现收入 7.2 亿元 (同比-13%), 社区增值服务实现收入 15.2 亿元 (同比+6%); 整体毛利率下降 0.5pct 至 17.8%, 主要是高毛利率的非业主增值服务收入占比降低所致; 截止 24 年末总在管面积 2.7 亿平 (同比+8%), 总合约面积 3.0 亿平 (同比+0.4%); 24 年收缴率较 23 年下降 2pct 至 87%;

(2) 城市空间: 24 年公司实现收入 18.2 亿元, 同比+36%, 为公司新的收入增长点, 具体看, 基础物业服务收入 16.7 亿元 (同比+36%), 增值服务收入 1.6 亿元 (同比+44%), 整体毛利率上升 0.6pct 至 12.9%; 截止 24 年末总在管面积 1.2 亿平 (同比+20%), 总合约面积 1.3 亿平 (同比+20%)。

□ 投资建议: 综合考虑 (1) 公司在商管领域具备的“先发优势”、“规模优势”及“资质优势”等将有助于公司维持稳定的第三方外拓节奏, 为商业航道收入的持续增长提供支撑; (2) 公司及集团层面各业态综合运营经验丰富, 有助于公司稳步推进城市空间服务, 为物业航道收入创造新的增长点; (3) 公司过去两年派息率 100%, 结合在手货币资金充裕, 以及当前环境下物管行业资本开支意愿较弱, 判断较高的股东回报有望持续。考虑公司未来业绩的增长潜力以及具备吸引力的股东回报, 预计 25E/26E/27E EPS 分别为 1.85/2.12/2.36 元/股 (同比分别+16%/+15%/+12%), 当前股价对应 PE 分别为 17.5/15.3/13.7, 给予目标价 36.95 元/股, 对应 40.05 港元/股 (25PE=20X), 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 第三方商业项目外拓不及预期、城市空间服务项目落地不及预期、中长期业绩增速不及预期等

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	19518	16256	18782	21233	23661
现金及现金等价物	11580	9571	11664	13673	15670
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	4053	2709	2736	2763	2791
应收账款及票据	1996	2366	2610	2860	3103
其它应收款	1621	1272	1404	1538	1669
存货	203	240	260	279	300
其他流动资产	67	99	109	119	129
非流动资产	8265	12652	12787	12920	13053
长期投资	3994	8640	8726	8814	8902
固定资产	552	614	629	641	651
无形资产	3586	3254	3286	3319	3352
其他	133	144	145	147	148
资产总计	27784	28908	31569	34153	36714
流动负债	8340	8828	9517	10209	10910
应付账款	1546	1656	1792	1930	2069
应交税金	387	552	557	563	568
短期借款	0	0	0	0	0
其他	6407	6621	7167	7716	8273
长期负债	3408	3359	3393	3427	3461
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3408	3359	3393	3427	3461
负债合计	11747	12187	12909	13635	14370
股本	0	0	0	0	0
储备	15948	16525	18347	20071	21747
少数股东权益	88	196	313	447	597
归属于母公司所有者权益	15948	16525	18347	20071	21747
负债及权益合计	27783	28908	31569	34153	36714

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3042	-	4207	4832	5455
净利润	2929	-	4217	4831	5396
折旧与摊销	275	-	246	252	256
营运资本变动	(120)	-	284	277	297
其他非现金调整	(42)	-	(539)	(528)	(495)
投资活动现金流	(1827)	-	248	249	228
资本性支出	(582)	-	(271)	(273)	(276)
出售资产获得的现金	10	-	10	10	10
投资增减	1600	-	146	147	149
其它	345	-	655	660	643
筹资活动现金流	(2228)	-	(2362)	(3073)	(3686)
债务增减	(170)	-	0	0	0
股本增减	0	-	0	0	0
股利支付	2090	-	2396	3107	3721
其它筹资	32	-	34	34	34
其它调整	(4180)	-	(4791)	(6214)	(7441)
现金净增加额	(1013)	-	2093	2009	1997

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	14798	17043	18801	20602	22351
主营业务收入	14767	17043	18801	20602	22351
营业成本	10073	11433	12377	13325	14286
毛利	4694	5609	6424	7276	8065
营业支出	1283	1347	1392	1422	1431
营业利润	3442	4263	5032	5854	6634
利息支出	117	116	0	0	0
利息收入	395	0	85	101	117
权益性投资损益	54	3	3	4	4
其他非经营性损益	39	745	568	557	523
非经常项目损益	99	0	0	0	0
除税前利润	3912	4895	5688	6516	7279
所得税	969	1165	1354	1551	1733
少数股东损益	14	101	117	134	150
归属普通股股东净利润	2929	3629	4217	4831	5396
EPS(元)	1.28	1.59	1.85	2.12	2.36

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	23%	15%	10%	10%	8%
营业利润	44%	24%	18%	16%	13%
净利润	33%	24%	16%	15%	12%
获利能力					
毛利率	31.7%	32.9%	34.2%	35.3%	36.1%
净利率	19.8%	21.3%	22.4%	23.4%	24.1%
ROE	18.4%	22.0%	23.0%	24.1%	24.8%
ROIC	18.3%	22.8%	23.2%	24.2%	24.8%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	42.2%	40.9%	39.9%	39.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	2.3	1.8	1.9	2.1	2.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	57.4	51.7	49.6	49.4	49.3
应收帐款周转率	4.5	4.7	4.9	4.9	4.9
应付帐款周转率	7.0	7.1	7.2	7.2	7.1
每股资料(元)					
每股收益	1.28	1.59	1.85	2.12	2.36
每股经营现金	1.33	-	1.84	2.12	2.39
每股净资产	6.99	7.24	8.04	8.79	9.53
每股股利	1.25	1.54	1.85	2.12	2.36
估值比率					
PE	25.2	20.4	17.5	15.3	13.7
PB	4.6	4.5	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	17.6	14.8	12.5	11.0	9.8

资料来源：公司数据、招商证券；备注：2024年现金流量表当前还未披露

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。