

港股研究 | 公司点评 | 华润万象生活 (1209.HK)

韧性发展，连续两年 100%派息回馈股东 ——华润万象生活 2024 年报点评

报告要点

兼具“好赛道”和“好公司”双重属性的长期投资标的。公司为稀缺的全业态龙头，优异的商业运营能力赋能购物中心业态稳健增长、有品质的物管能力推动规模与收入增长；连续 2 年 100%派息回馈股东，彰显资金实力，充裕的在手资金、灵活的决策机制有望推动“商管贵族”更好更长远的发展。预计 2025-2027 年归母净利 43.4/49.8/55.8 亿元，增速 19%/15%/12%，对应 P/E 为 17/15/13X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

华润万象生活（1209.HK）

韧性发展，连续两年 100%派息回馈股东 ——华润万象生活 2024 年报点评

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司公告，2024 年实现营收 170.4 亿（+15.4%），归母净利润 36.3 亿（+23.9%），核心股东应占净利 35.1 亿（+20.1%），综合毛利率 32.9%（+1.1pct），全年派息率 100%，股息率 4.7%。

事件评论

- **收入与业绩增长如期兑现，大手笔特别派息回馈股东。**2024 年营收 170.4 亿（+15.4%），住宅及其他非商/购物中心/写字楼业务占比 63%、25%、12%，分别同比增长 11.6%、30.0%、7.1%，收入增长主要来自在管购物中心规模与盈利能力提升、非商业业务在管面积增长。归母净利润增速（+23.9%）高于营收增速（+15.4%），主因综合毛利率同比提升 1.1pct 至 32.9%，其中商管航道毛利率同比增长 1.8pct 至 60.2%（购物中心 72.6%，写字楼 34.9%）；受收入结构影响，物管航道毛利率同比下降 0.5pct 至 17.0%。公司控本降费效果明显，两费费率同比下降 1.0pct 至 7.4%，毛利率提升、费率下滑助推核心净利率同比提升 0.8pct 至 20.6%。2024 年公司合计每股分红 1.536 元（中期固定股息 0.279+末期固定股息 0.643+末期特别股息 0.614 元），相对核心净利润的派息率达 100%，股息率达 4.7%。大手笔分红彰显公司资金实力，持续践行回馈股东的资本市场承诺。
- **购物中心：商业运营韧性增长，进一步巩固行业领导者地位。**公司依托多赛道组合优势和一体化能力，购物中心市场份额持续提升，业绩保持韧性增长。2024 年零售额同比增长 18.7%至 2150 亿（可同比增速 4.6%），优于社消零总额增速 3.5%。业主端租金收入 262 亿元（+19.2%），NOI 同比增长 20.0%至 171 亿，商管运营能力卓越，头部效应愈发显著。2024 年购物中心商业运营/分租业务营收分别同比增长 32%、29%至 29.2/7.8 亿，毛利率为 78.4%（+2.0pct）、69.4%（+1.7pct），盈利能力高位稳中有升。2024 年公司新开业 21 座购物中心，新开业量历年之最，截至年底累计开业 122 个购物中心（30 个为第三方项目），其中 14 个重奢商场，行业排名第一，进一步巩固高端市场的领导者地位。截至年底在手储备 77 个项目（39 个母公司+38 个第三方），有效支撑后期开业量。
- **住宅及其他非商业物业：规模扩张带动收入增长，城市空间业务持续发力。**2024 年末公司物管航道在管面积 4.13 亿方（+11.6%），社区生活/城市公共空间分别占比 66%、30%，同比增长 8.1%、19.8%，城市空间规模占比提升，盈利水平达标，回款质量优良。截至 2024 年底物管航道合约/在管面积=1.09X，后期规模增长仍有保障。2024 年物管收入 107.1 亿（+11.6%），规模扩张带动收入增长；毛利率 17.0%（-0.5pct），社区空间、城市空间毛利率分别同比-0.5pct、+0.6pct 至 17.8%、12.9%，社区空间业务毛利率下滑主因高毛利率的非业主增值服务收入下降、业主增值服务毛利率也同比下降 1.6pct 至 25.6%。
- **投资建议：兼具“好赛道”和“好公司”双重属性的长期投资标的。**公司为稀缺的全业态龙头，优异的商业运营能力赋能购物中心业态稳健增长、有品质的物管能力推动规模与收入增长；连续 2 年 100%派息回馈股东，彰显资金实力，充裕的在手资金、灵活的决策机制有望推动“商管贵族”更好更长远的发展。预计 2025-2027 年归母净利 43.4/49.8/55.8 亿元，增速 19%/15%/12%，对应 P/E 为 17/15/13X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、消费复苏低于预期，境外购物影响国内奢侈品消费。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价（HKD） 35.10

注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

相关研究

- 《业绩增长凸显经营韧性，特别派息重视股东回报——华润万象生活 2024 中报点评》2024-08-29
- 《商业运营具备强劲韧性，大手笔分红彰显资金实力——华润万象生活 2023 年报点评》2024-03-29
- 《业绩表现亮眼，商管贵族配置价值突显——华润万象生活 2023 中报点评》2023-09-04


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、**消费复苏低于预期，境外购物影响国内奢侈品消费**：受经济增长承压影响，国内消费复苏低于预期；奢侈品需求转移境外，境内购物中心重奢消费增速承压。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。