

公司研究

购物中心开业创新高，商管表现持续亮眼

——华润万象生活（1209.HK）2024年度业绩点评

要点

事件：公司2024年度营收同比+15%，归母净利润同比+24%。

公司2024年实现收入170亿元，同比+15.4%，其中商业板块收入62.7亿元，同比+21.4%；物业板块收入107.2亿元，同比+11.6%；实现毛利56.1亿元，同比+19.5%，毛利率为32.9%，同比+1.1pct，归母净利润36.3亿元，同比+23.9%；宣派末期股息每股0.643元人民币，特别股息每股0.614元人民币。

点评：购物中心经营出色，新增项目创近年新高，发力拓展城市服务，派息慷慨。

1) 购物中心经营出色，新增在管数量达到近五年新高，商管业绩高速增长。截至2024年末，公司为118个已开业购物中心提供商业运营服务（较2023年末增加20个，新增数量为近五年新高），2024年公司项目运营出色，旗下在管购物中心实现零售额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%，业主端经营利润率65.1%，同比提升0.4pct，出色的经营表现带动公司购物中心相关业务板块实现收入42.1亿元，同比增长30%，占总收入比重24.7%；毛利30.6亿元，同比增长31.2%，占总毛利比重为54.5%。

2) 关联方大力支持，发力拓展城市服务。截至2024年末，公司在管住宅项目1385个，在管面积2.7亿平，其中来自华润置地的项目面积占比55.6%，住宅物业管理收入中，来自华润置地交付的项目收入占比63.3%，华润置地交付的项目整体质量较高。

2024年公司开辟了城市服务板块，主要为街区、体育馆、公园河道、产业园提供运营管理服务，包括秩序维护、清洁绿化等传统的物管服务，以及顾问咨询、招商运营、场地租赁和赛事保障等增值服务，年内城市服务板块实现收入18.2亿元，同比增长36.3%，占总收入比重10.7%，截至2024年末，城市服务项目438个，在管面积1.2亿平，同比增加2060万平，增长较快。

3) 员工总数与人效同步提升，慷慨派息股息率具备吸引力。2024年末公司拥有42046名全职员工，较2023年末增加1069人，年度人均创收同比增长12.5%，人均创利同比增长20.8%，提升幅度较大。公司2024年度合计派息48亿元，以2025年4月1日收盘价计算公司股息率达到6.7%，具备较强吸引力。

盈利预测、估值与评级：公司是国内购物中心商管领域龙头，品牌定位高端；关联方华润置地经营稳健，住宅物管项目交付保障性强；鉴于公司人效持续提升，购物中心经营表现出色，且毛利率同比提升，我们调整公司2025-2026年归母净利润预测至39.9/44.6亿元，原预测39.4/43.5亿元，新增2027年预测为50亿元，当前股价对应PE为18/16/15倍，公司分红慷慨，股息率具备吸引力，投资价值凸显，维持“买入”评级。

风险提示：经济环境影响购物中心零售额与写字楼出租率；住宅外拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,767	17,043	19,128	21,319	23,554
营业收入增长率	22.9%	15.4%	12.2%	11.4%	10.5%
归母净利润（百万元）	2,929	3,629	3,993	4,463	5,001
归母净利润增长率	32.8%	23.9%	10.0%	11.8%	12.0%
EPS（元）	1.28	1.59	1.75	1.96	2.19
ROE（归母，摊薄）	18.3%	21.7%	21.7%	22.0%	22.3%
P/E	24.7	20.0	18.1	16.2	14.5
P/B	4.5	4.3	3.9	3.6	3.2

资料来源：同花顺，光大证券研究所预测，股价时间为2025-4-1；汇率：1港元=0.9226元人民币

买入（维持）

当前价：34.4 港元

作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

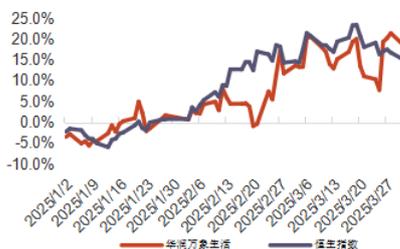
021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.83
总市值(亿港元):	785
一年最低/最高(港元):	20.58/38.68
近3月换手率:	11.14%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20240919 商管业绩持续高增，提质增效成果显著——华润万象生活（1209.HK）跟踪报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,767	17,043	19,128	21,319	23,554
营业成本	-10,073	-11,433	-12,712	-14,050	-15,414
毛利	4,694	5,609	6,416	7,269	8,140
管理费用	-950	-975	-999	-1,113	-1,230
市场推广开支	-285	-291	-326	-364	-402
折旧及摊销	-275	-303	-330	-363	-396
投资物业之公允价值变动	39	41	79	81	83
其他收入及收益净额	577	705	514	476	513
其他支出-经营	-49	-81	-94	-110	-126
EBITDA	4,302	5,311	5,921	6,601	7,374
营业利润 EBIT	4,027	5,008	5,591	6,238	6,978
财务费用	-117	-116	-119	-122	-125
税前利润	3,912	4,895	5,472	6,116	6,853
所得税	-969	-1,165	-1,368	-1,529	-1,713
净利润 (含少数股东权益)	2,943	3,730	4,104	4,587	5,139
净利润 (不含少数股东权益)	2,929	3,629	3,993	4,463	5,001
总股本 (百万股)	2,283	2,283	2,283	2,283	2,283
EPS(元, 人民币)	1.28	1.59	1.75	1.96	2.19
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	19,518	16,256	17,763	19,287	20,793
货币资金	11,580	9,571	10,528	11,475	12,393
应收款项-流动资产	1,996	2,366	2,656	2,959	3,264
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	1,621	1,272	1,444	1,625	1,813
受限制银行存款-流动资产	67	99	107	115	123
存货	203	240	264	290	319
非流动资产合计	8,265	12,652	13,324	13,901	14,500
固定资产-物业,厂房及设备	552	614	500	508	506
投资性房地产	3,788	4,160	4,239	4,320	4,403
无形资产	1,574	1,359	1,535	1,512	1,479
递延税项资产-非流动资产	117	143	160	178	197
有使用权资产-非流动资产	112	85	151	149	141
定期存款	202	4,473	4,920	5,412	5,953
资产总计	27,783	28,908	31,087	33,187	35,293
流动负债合计	8,340	8,828	9,349	9,442	9,317
应付账款	1,546	1,656	1,748	1,840	1,930
应计负债及其他应付款项	4,121	4,395	4,647	4,450	4,033
合同负债-流动负债	2,172	2,279	2,419	2,557	2,691
租赁-流动负债	152	133	146	161	177
应交税费	235	331	388	434	486
非流动负债合计	3,408	3,359	3,320	3,430	3,536
租赁-非流动负债	2,267	2,174	2,223	2,270	2,314
递延税项负债-非流动	906	1,024	1,086	1,149	1,209
其他负债	13	10	11	12	13
负债总计	11,747	12,187	12,669	12,872	12,853
股本金 (万元)	15	15	15	15	15
储备	15,948	16,525	18,202	20,077	22,177
少数股东权益	88	196	216	238	263
股东权益合计	16,036	16,721	18,418	20,315	22,440
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,042	4,375	4,332	4,452	4,809
投资活动现金流	(1,827)	(4,777)	1,443	(1,188)	(1,302)
融资活动现金流	(2,228)	(1,607)	(4,818)	(2,316)	(2,589)
净现金流	(1,013)	(2,009)	957	948	918

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, EPS 按最新股本测算, 2024 年度现金流量表未披露, 为预测值。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP