

# 华润万象生活 (01209.HK)

## 商业航道保持优势，高派息率回馈股东

优于大市

### 核心观点

**核心净利润同比增长 20%，派息率 100%。**2024 年，公司实现营业收入 170 亿元，同比+15%；核心净利润 35 亿元，同比+20%；核心净利率 20.6%，同比提升 0.8pct，主要因为毛利率 32.9%，同比提升了 1.1pct。拆分业务结构，公司两大主营业务物业航道和商业航道，2024 年毛利率分别为 17.0%和 60.2%，同比分别变动了-0.5pct 和+1.8pct；商业航道的收入和毛利占比分别为 37%和 67%，较上年分别提升了 2pct 和 3pct；生态圈业务发展刚起步，尚未对公司营收利润有明显贡献。此外，得益于管理效率提升，公司 2024 年管理及销售费用率合计 7.4%，同比降低了 0.9pct。公司经营效率和资产回报率均持续提升，2024 年资产周转率 60%，同比提升 5pct；加权 ROE 为 22%，同比提升 2pct。公司重视股东回报，2024 年每股派息为 0.922 元，同时每股派发特别股息 0.614 元，合计 1.536 元/股，派息率 100%，同比持平。

**商业航道保持增速，购物中心表现亮眼。**2024 年，公司商业航道收入 63 亿元，同比+21%。细拆业务构成，2024 年购物中心收入为 42 亿元，同比+30%；毛利率为 72.6%，同比提升 0.7pct；在管项目出租率为 96.7%，同比提升 0.6pct；项目租售比 12%，运营费占比 16%，均保持合理水平。购物中心收入和毛利占比分别为 67%和 81%，均较上年提升了 4pct。而写字楼收入 21 亿元，同比+7%；毛利率 34.9%，同比降低 0.7pct；在营项目出租率 73.6%，同比降低 10pct，主要受新项目入市影响，可比出租率为 80.8%。截至 2024 年末，公司在营购物中心项目数为 122 个，管理面积 1314 万 m<sup>2</sup>，同比+20%；其中 50 个项目零售额排名当地市场第一，同比增加 10 个；86 个排名前三，同比增加 4 个。公司储备购物中心项目数量较多，收入潜在增量空间仍较大。

**物业航道增速放缓，核心业务占比提升。**2024 年，公司物业航道收入 107 亿元，同比+12%，增速放缓主要是高基数和弱市场背景下在管规模扩张降速，截至 2024 年末物管在管面积 4.13 亿 m<sup>2</sup>，同比+12%；毛利率 17.0%，同比下降 0.5pct。细拆物业航道构成，公司新增城市空间分类，但社区空间业务的收入和毛利占比分别为 83%和 87%，仍占主导地位。其中核心业务(基础物业服务 and 社区增值服务)的收入和毛利占比分别为 92%和 85%，连续三年提升。

**投资建议：**我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 40.8/45.6 亿元（原值为 42.1/46.9 亿元），对应每股收益分别为 1.79/2.00 元，对应当前股价 PE 为 18.8/16.8 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**物业航道规模扩张速度和新项目单价不及预期；消费景气度不及预期，拖累购物中心经营业绩；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,767	17,043	19,135	20,957	22,577
(+/-%)	22.9%	15.4%	12.3%	9.5%	7.7%
归母净利润(百万元)	2929	3629	4082	4562	4955
(+/-%)	32.8%	23.9%	12.5%	11.8%	8.6%
每股收益(元)	1.28	1.59	1.79	2.00	2.17
EBIT Margin	23.1%	25.0%	26.6%	27.5%	28.2%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	22.4%	24.7%	27.6%	30.0%
市盈率 (PE)	26.2	21.2	18.8	16.8	15.5
EV/EBITDA	24.0	19.5	16.7	15.0	14.1
市净率 (PB)	4.82	4.65	4.65	4.65	4.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 房地产 · 房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	36.60 港元
总市值/流通市值	83540/83540 百万港元
52 周最高价/最低价	38.78/20.19 港元
近 3 个月日均成交额	155.97 百万港元

#### 市场走势



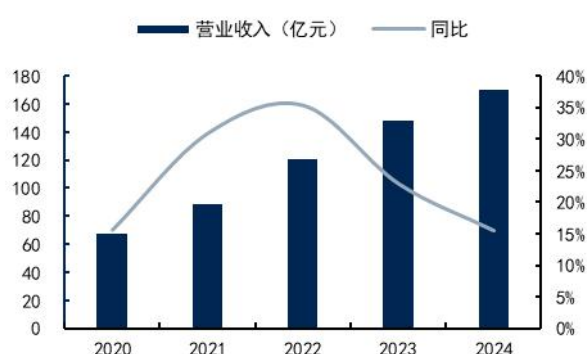
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《华润万象生活 (01209.HK) - 核心净利润同比增长 24%，派发特别股息》——2024-08-30
- 《华润万象生活 (01209.HK) - 全年业绩增长 31%，派息率提升至 55%》——2024-03-28
- 《华润万象生活 (01209.HK) - 在管购物中心突破百座，经营优势料将持续扩大》——2023-12-28
- 《华润万象生活 (01209.HK) - 资源能力兼备，商管物管同辉》——2023-11-20

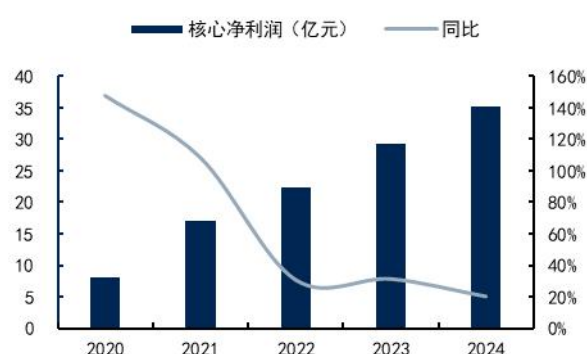
**核心净利润同比增长 20%，派息率 100%。**2024 年，公司实现营业收入 170 亿元，同比+15%；核心净利润 35 亿元，同比+20%；核心净利率 20.6%，同比提升 0.8pct，主要因为毛利率 32.9%，同比提升了 1.1pct。拆分业务结构，公司两大主营业务物业航道和商业航道，2024 年毛利率分别为 17.0%和 60.2%，同比分别变动了 -0.5pct 和+1.8pct；商业航道的收入和毛利占比分别为 37%和 67%，较上年分别提升了 2pct 和 3pct；生态圈业务发展刚起步，尚未对公司营收利润有明显贡献。此外，得益于管理效率提升，公司 2024 年管理及销售费用率合计 7.4%，同比降低了 0.9pct。公司经营效率和资产回报率均持续提升，2024 年资产周转率 60%，同比提升 5pct；加权 ROE 为 22%，同比提升 2pct。公司重视股东回报，2024 年每股派息为 0.922 元，同时每股派发特别股息 0.614 元，合计 1.536 元/股，派息率 100%，同比持平。

图1：公司历年营业收入及增速



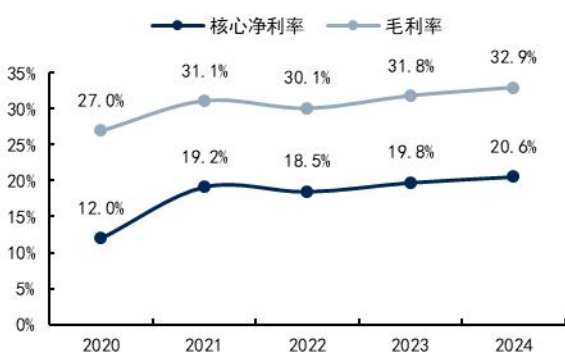
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司历年核心净利润及增速



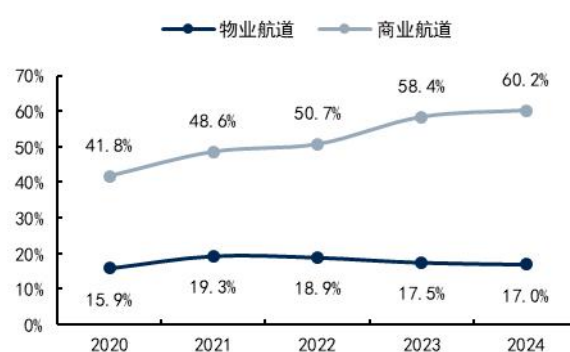
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司历年综合毛利率及核心净利率



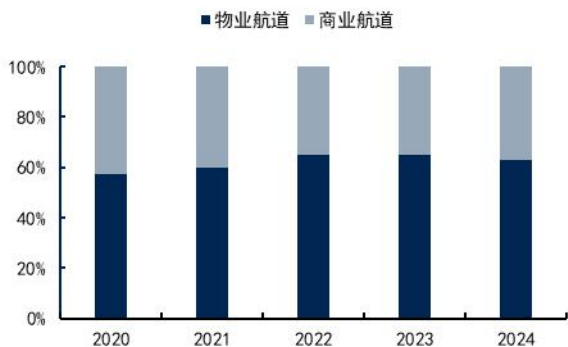
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司历年各业务类型毛利率



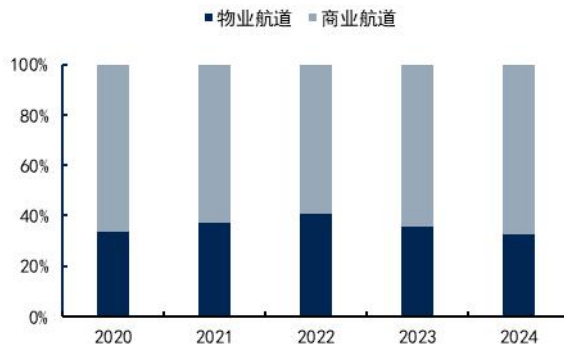
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年各业务类型收入占比



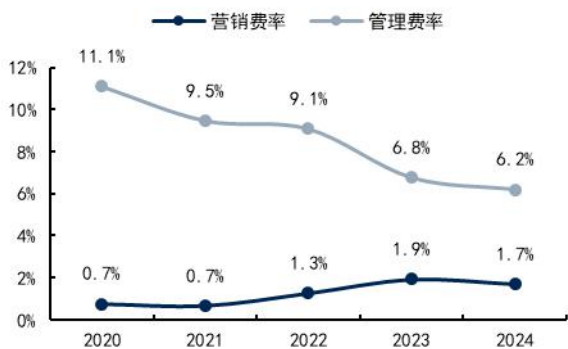
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年各业务类型毛利润占比



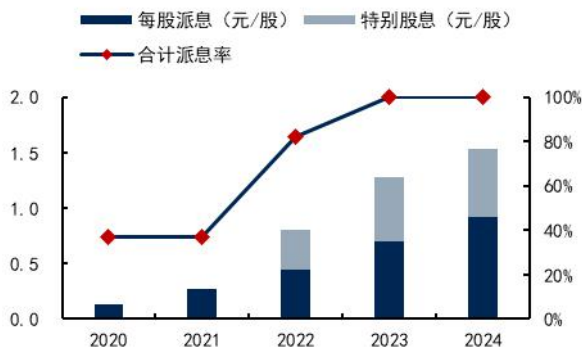
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年管理及销售费用率



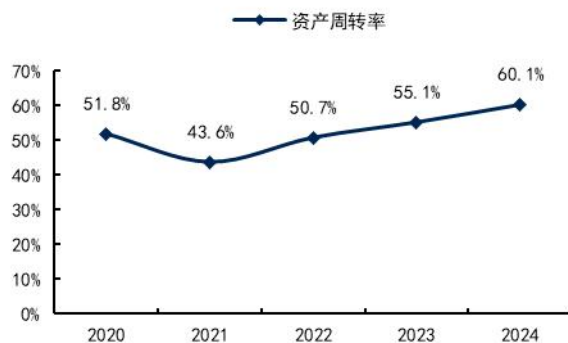
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年派息率



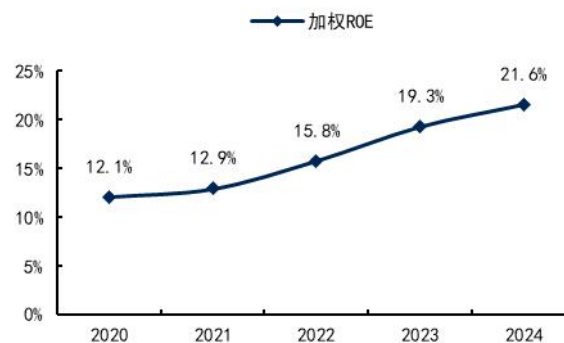
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司历年资产周转率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

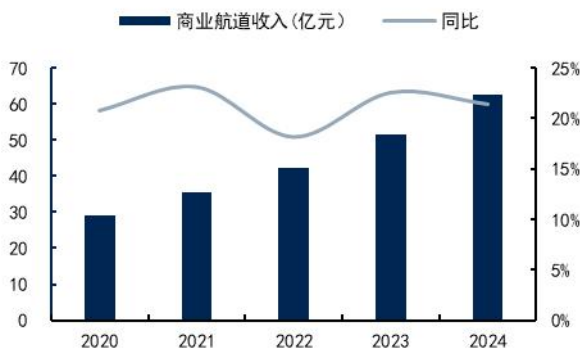
图10: 公司历年加权 ROE



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

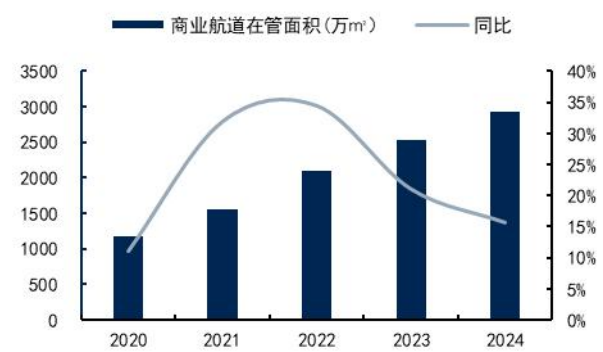
**商业航道保持增速，购物中心表现靓丽。**2024年，公司商业航道收入63亿元，同比+21%。细拆业务构成，2024年购物中心收入为42亿元，同比+30%；毛利率为72.6%，同比提升0.7pct；在管项目出租率为96.7%，同比提升0.6pct；项目租售比12%，运管费占比16%，均保持合理水平。购物中心收入和毛利占比分别为67%和81%，均较上年提升了4pct。而写字楼收入21亿元，同比+7%；毛利率34.9%，同比降低0.7pct；在营项目出租率73.6%，同比降低10pct，主要受新项目入市影响，可比出租率为80.8%。截至2024年末，公司在营购物中心项目数为122个，管理面积1314万m<sup>2</sup>，同比+20%；其中50个项目零售额排名当地市场第一，同比增加10个；86个排名前三，同比增加4个。公司储备购物中心项目数量较多，收入潜在增量空间仍较大。

图11：公司商业航道收入及同比



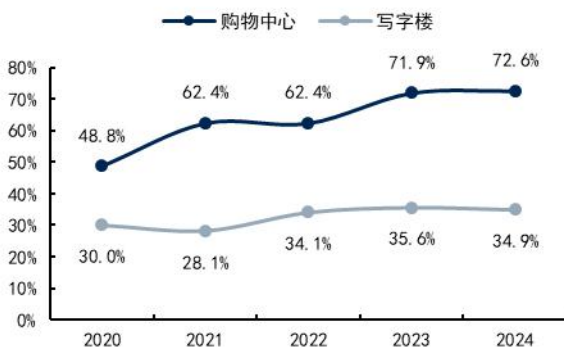
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：公司商业航道在管面积及同比



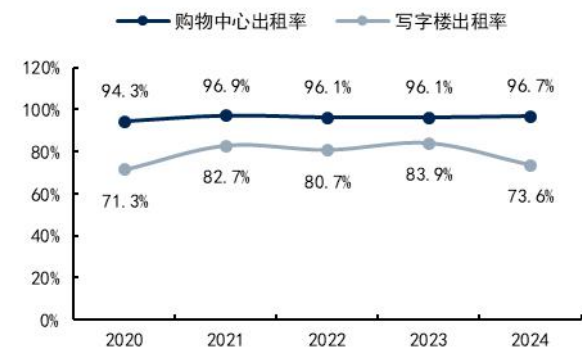
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13：公司商业航道各业务类型毛利率



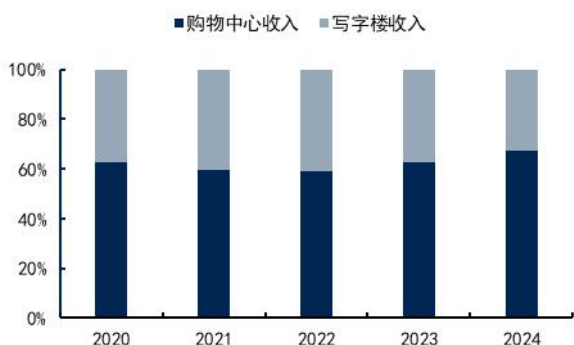
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14：公司商业航道各业务类型出租率



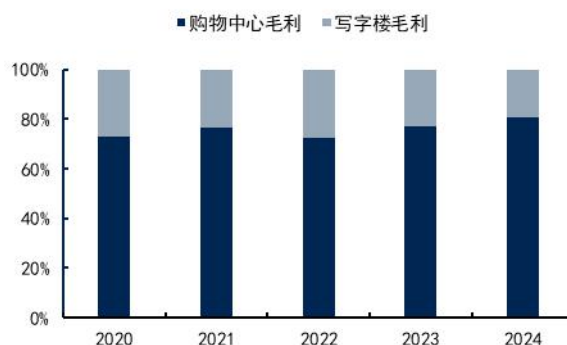
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司商业航道各业务类型收入占比



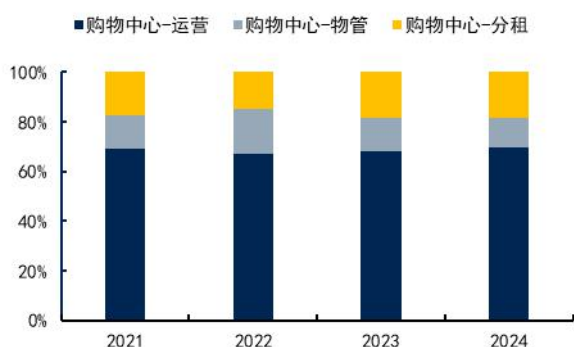
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司商业航道各业务类型毛利润占比



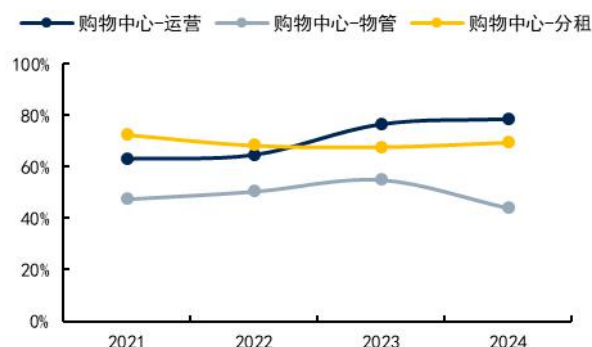
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司购物中心各业务类型收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司购物中心各业务类型毛利率



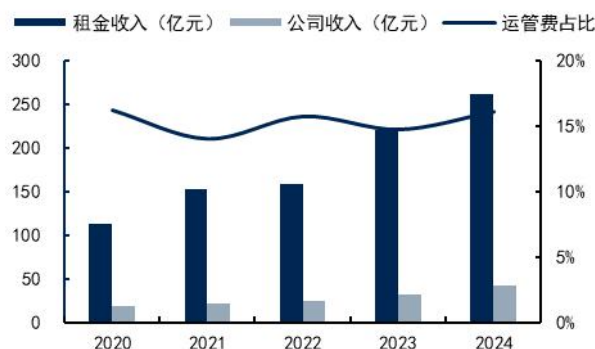
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 公司在管购物中心租售比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图20: 公司在管购物中心运管费占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 公司购物中心项目零售额当地排名



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图22: 公司购物中心已开业和合约项目数量



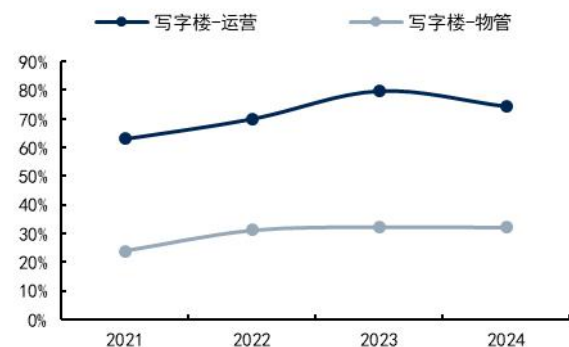
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图23: 公司写字楼各业务类型收入占比



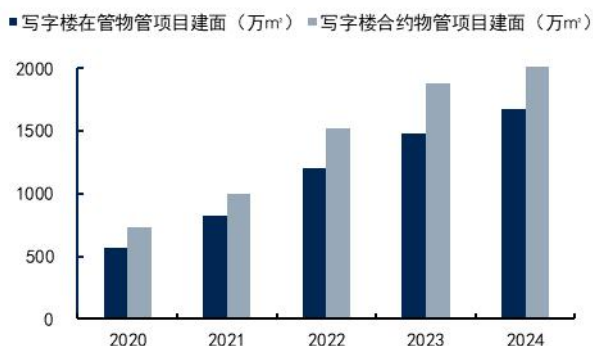
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图24: 公司写字楼各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 公司写字楼物管项目在管和合约建面



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

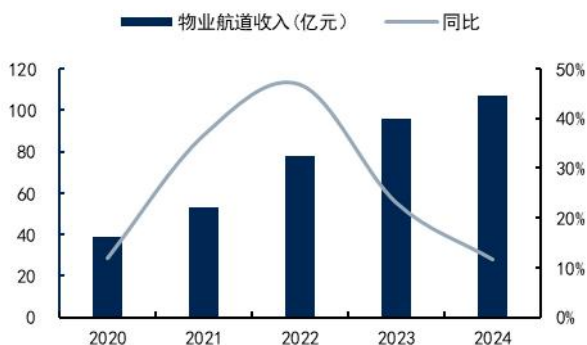
图26: 公司写字楼运营项目在管和合约建面



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

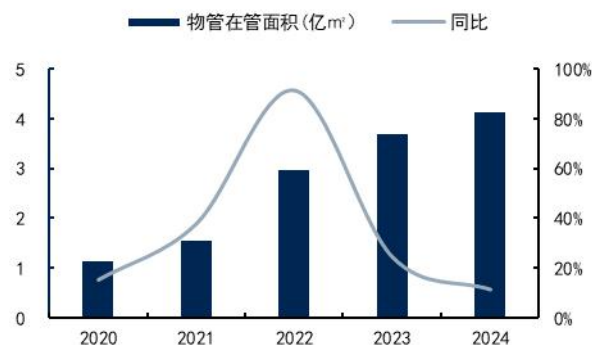
物业航道增速放缓，核心业务占比提升。2024年，公司物业航道收入107亿元，同比+12%，增速放缓主要是高基数和弱市场背景下在管规模扩张降速，截至2024年末，公司物管在管面积4.13亿 $m^2$ ，同比+12%；毛利率17.0%，同比下降0.5pct。细拆物业航道构成，公司新增城市空间分类，但社区空间业务的收入和毛利占比分别为83%和87%，仍占主导地位。其中核心业务（基础物业服务 and 社区增值服务）的收入和毛利占比分别为92%和85%，连续三年提升。

图27：公司物业航道收入及同比



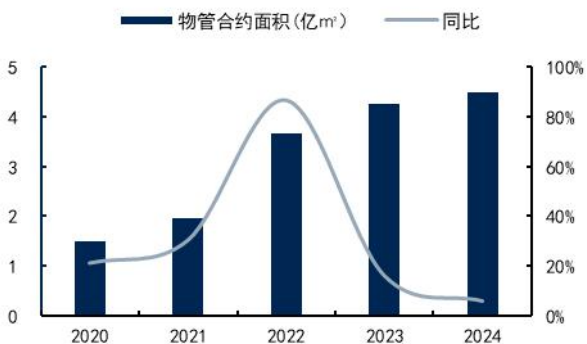
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图28：公司物业航道在管面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：公司物业航道合约面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图30：公司物业航道各业务类型在管面积



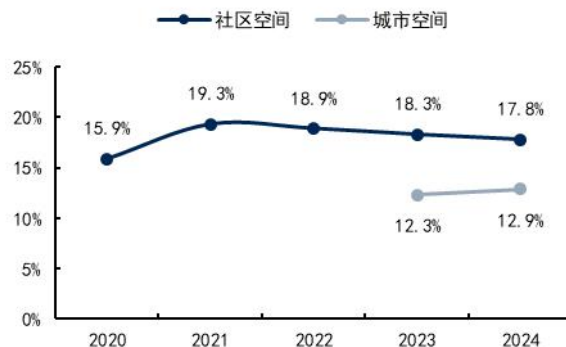
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：公司物业航道各业务类型收入占比



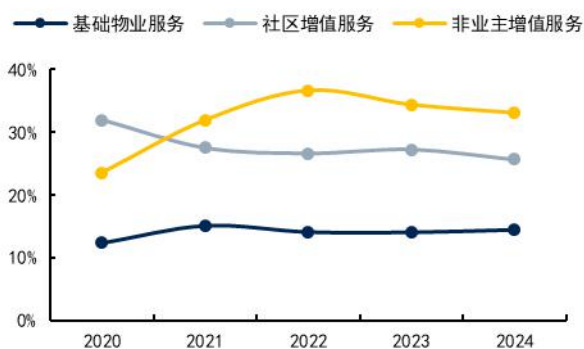
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图32：公司物业航道各业务类型毛利率



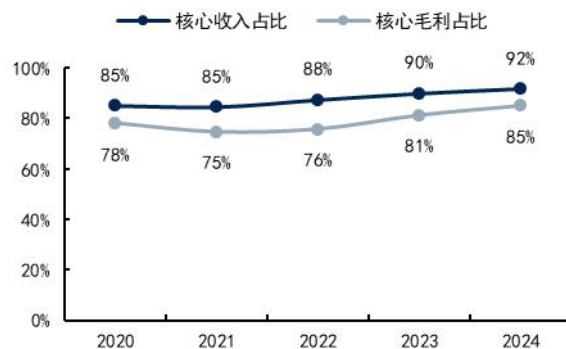
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图33：公司社区空间各业务类型毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图34：公司社区空间核心业务收入及毛利占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 40.8/45.6 亿元（原值为 42.1/46.9 亿元），对应每股收益分别为 1.79/2.00 元，对应当前股价 PE 为 18.8/16.8 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**物业航道规模扩张速度和新项目单价不及预期；消费景气度不及预期，拖累购物中心经营业绩；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。



## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11580	9571	10039	9109	8918	营业收入	14767	17043	19135	20957	22577
应收款项	3616	3638	4085	4474	4820	营业成本	10073	11433	12526	13530	14419
存货净额	203	240	263	285	303	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	67	99	111	121	131	销售费用	285	291	326	357	385
<b>流动资产合计</b>	<b>19518</b>	<b>16256</b>	<b>17207</b>	<b>18323</b>	<b>21107</b>	管理费用	999	1056	1186	1299	1399
固定资产	552	614	932	1255	1578	财务费用	(278)	116	(196)	(180)	(114)
无形资产及其他	3586	3254	3141	3028	2916	投资收益	0	0	4	4	4
投资性房地产	4123	8776	8776	8776	8776	资产减值及公允价值变动	0	0	300	300	300
长期股权投资	4	7	7	7	7	其他收入	124	748	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>27783</b>	<b>28908</b>	<b>30064</b>	<b>31390</b>	<b>34384</b>	营业利润	3813	4895	5596	6254	6792
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	659	3105	营业外净收支	99	0	0	0	0
应付款项	1933	2207	2425	2620	2792	<b>利润总额</b>	<b>3912</b>	<b>4895</b>	<b>5596</b>	<b>6254</b>	<b>6792</b>
其他流动负债	6407	6621	7559	8031	8408	所得税费用	969	1165	1399	1564	1698
<b>流动负债合计</b>	<b>8340</b>	<b>8828</b>	<b>9984</b>	<b>11310</b>	<b>14304</b>	少数股东损益	14	101	115	129	140
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2929</b>	<b>3629</b>	<b>4082</b>	<b>4562</b>	<b>4955</b>
其他长期负债	3408	3359	3359	3359	3359						
<b>长期负债合计</b>	<b>3408</b>	<b>3359</b>	<b>3359</b>	<b>3359</b>	<b>3359</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>11747</b>	<b>12187</b>	<b>13343</b>	<b>14669</b>	<b>17663</b>	净利润	2929	3629	4082	4562	4955
少数股东权益	88	196	196	196	196	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	15948	16525	16525	16525	16525	折旧摊销	275	300	295	315	339
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>27783</b>	<b>28908</b>	<b>30064</b>	<b>31390</b>	<b>34384</b>	公允价值变动损失	0	0	(300)	(300)	(300)
						财务费用	(278)	116	(196)	(180)	(114)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	1524	(4305)	674	246	175
每股收益	1.28	1.59	1.79	2.00	2.17	其它	(1686)	3506	0	0	0
每股红利	1.28	1.54	1.79	2.00	2.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>3042</b>	<b>3130</b>	<b>4750</b>	<b>4823</b>	<b>5169</b>
每股净资产	6.99	7.24	7.24	7.24	7.24	资本开支	(258)	(362)	(200)	(225)	(250)
ROIC	20%	25%	28%	33%	37%	其它投资现金流	(4053)	1344	0	(1625)	(2601)
ROE	19%	22%	25%	28%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1827)</b>	<b>(2524)</b>	<b>(200)</b>	<b>(1850)</b>	<b>(2851)</b>
毛利率	32%	33%	35%	35%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	25%	27%	28%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	27%	28%	29%	30%	支付股利、利息	(2920)	(3507)	(4082)	(4562)	(4955)
收入增长	23%	15%	12%	10%	8%	其它融资现金流	4413	4399	0	659	2445
净利润增长率	33%	24%	12%	12%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2228)</b>	<b>(2615)</b>	<b>(4082)</b>	<b>(3903)</b>	<b>(2509)</b>
资产负债率	43%	43%	45%	47%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>(1013)</b>	<b>(2009)</b>	<b>468</b>	<b>(930)</b>	<b>(191)</b>
息率	3.8%	4.6%	5.3%	5.9%	6.4%	货币资金的期初余额	12593	11580	9571	10039	9109
P/E	26.2	21.2	18.8	16.8	15.5	货币资金的期末余额	11580	9571	10039	9109	8918
P/B	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7	企业自由现金流	0	(1120)	4591	4664	5045
EV/EBITDA	24	20	17	15	14	权益自由现金流	0	3191	4738	5458	7576

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032