

购物中心稳健增长，慷慨分红回馈股东

—— 2025 年中期业绩点评

2025 年 8 月 27 日

- **事件：**公司发布 2025 年中期业绩，2025 年上半年公司实现营业收入 85.24 亿元，同比增长 6.5%；核心归母净利润 20.11 亿元，同比增长 15%。公司宣派中期股息每股 0.529 元和特别股息每股 0.352 元，实现期内核心归母净利润 100% 分派。
- **利润端双位数增长：**公司 2025 年上半年实现收入 85.24 亿元，同比增长 6.5%；核心归母净利润为 20.11 亿元，同比增长 15%。核心归母净利润增速快于收入增速，主要由于毛利率上升，2025 年上半年公司毛利率 37.1%，较去年同期提高 3.1pct，其中商业航道毛利率上升 5.2pct。费用管控看，2025 年上半年，公司销售费用率、管理费用率分别为 1.11%、5.22%，分别较去年同期下降 0.55pct、0.06pct。公司拓展策略优化、有效提升激励政策的精准性和有效性，并且深化管理有效管控费用，费用压降有成效。
- **购物中心业务稳健增长：**2025 年上半年，公司商业航道实现收入 32.67 亿元，同比增长 14.65%。**购物中心业务** 2025 年上半年实现收入 22.64 亿元，同比增长 19.82%；毛利率为 78.7%。2025 年上半年新开业购物中心 4 个；新签约外拓项目 6 个，其中 4 个为 30 个重点城市 TOD 项目、2 个为存量在营项目。2025 年上半年共在管 125 个购物中心，其中 120 个为商业运营服务、2 个为利润分成、3 个为租赁经营项目。从所有权看，120 个购物中心中的 94 个来自于母公司华润置地，对应的在管面积为 1105.7 万方，面积占比为 78.33%；来自于母公司的购物中心贡献收入为 15.70 亿元，贡献比例为 84.45%。公司旗下购物中心 2025 年上半年实现零售额 1220 亿元，同比增长 21.1%，业主端租金收入 147 亿元，同比增长 17.2%，表现公司在管购物中心卓越的运营能力。**写字楼业务** 2025 年上半年实现收入 10.02 亿元，同比增长 4.45%，毛利率为 37.7%。截至 2025 年上半年末，公司为 225 个写字楼提供物管服务。从所有权看，225 个写字楼中 106 个来自于母公司华润置地，建面规模 1019.2 万方，面积占比为 57.29%；来自母公司的写字楼收入贡献 6.85 亿元，贡献比例为 72.24%。写字楼业务以“招商+运营+物管”一体化能力建设推动业务发展，公司提供运营服务的 27 个项目出租率较 2024 年末提高 0.5pct 至 74.1%。
- **物管业务规模扩张：**2025 年上半年公司物业航道实现收入 51.56 亿元，同比增长 1.07%，毛利率 18.8%，较去年同期微降 0.1pct。**社区空间的物管服务** 2025 年上半年实现收入 35.01 亿元，同比增长 8.8%，对应的毛利率为 16.6%，较去年同期提高 1.4pct。截至 2025 年上半年末，公司社区空间在管面积 2.76 亿方。从项目来源看，来自母公司的项目建面为 1.53 亿方，占比为 55.62%；从收入贡献看，2025 年上半年来自母公司的项目收入为 22.89 亿元，占比为 65.38%。非业主增值服务和业主增值服务分别实现收入 2.2 亿元、4.87 亿元，分别同比下降 34.65%、32.71%。非业主增值服务受到母公司拿地项目与交付项目面积较往期缩减，同时项目交付前准备、前期顾问咨询等业务服务单价承压下行等因素影响。业主增值服务由于公司剥离部分盈利能力偏弱、库存成本高、增长潜力有限的业务，并着力推动核心业务向平台化、轻资产化的模式转

华润万象生活（股票代码：1209.HK）

推荐 维持评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

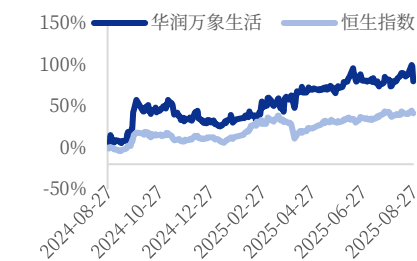
市场数据

2025-8-27

股票代码	1209.HK
H 股收盘价(港元)	37.84
恒生指数	23426.60
总股本(万股)	228250
实际流通 H 股(万股)	228250
流通 H 股市值(亿港元)	864

相对沪深 300 表现图

2025-8-27



相关研究

1. 【银河地产】二十载传承万物生，融汇商业新气象——华润万象生活首次覆盖

型，使得收入阶段性下降。**城市空间业务** 2025 年上半年实现收入 9.49 亿元，同比增长 15.13%。截至 2025 年上半年末，公司在管城市空间面积 1.27 亿方。2025 年上半年，公司拓展城市公共空间项目 37 个，获取温州龙岗市民中心、济南大学等项目，彰显公司坚持“有质量规模增长”的市场拓展策略。

- **大会员业务突破：**2025 年上半年，公司完成华润通的并购及会员资源整合。截至 2025 年上半年末，公司万象星会员总量达到 7237 万人，较 2024 年末增长 18.5%。公司的大会员业务取得突破，会员运营能力与数字化服务效能提升，进一步夯实“2+1”一体化业务模式竞争优势。
- **投资建议：**公司整体毛利率提高，核心归母净利实现双位数增长。公司作为商管龙头公司，在管购物中心规模进一步扩大，深耕核心城市。经营层面公司持续巩固市场竞争优势，有望凭借优秀的运营能力持续扩大市场份额。根据公司 2025 年半年度业绩以及毛利率上行，我们预测公司 2025-2027 年核心归母净利润为 39.97 亿元、45.09 亿元、50.71 亿元，对应 EPS 为 1.75 元/股、1.98 元/股、2.22 元/股，对应 PE 为 19.88X、17.62 X、15.67X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险、政策推进和实施不及预期的风险、房价大幅波动的风险、房屋销售和竣工不及预期的风险、第三方拓展不及预期的风险、应收账款不及预期的风险、汇率大幅波动给的风险。

主要财务指标预测（人民币）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17043	18412	20522	22261
收入增长率%	15.41%	8.03%	11.46%	8.47%
*核心归母净利润（百万元）	3507	3997	4509	5071
利润增速%	20.09%	13.97%	12.82%	12.47%
*EPS(元)	1.54	1.75	1.98	2.22
*PE	22.65	19.88	17.62	15.67

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：该表的核心归母净利润为归母净利润扣除投资物业的重估收益/亏损等项目影响调整后得来；

注：该表的*EPS、*PE 均根据核心归母净利润计算得来

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,256	18,171	24,164	30,668
现金	9,571	10,946	16,312	22,359
应收账款及票据	2,366	2,556	2,849	3,090
存货	240	249	274	292
其他	4,080	4,420	4,729	4,927
非流动资产	12,652	10,784	10,662	10,420
固定资产	614	615	599	589
无形资产	3,254	2,956	2,712	2,610
其他	8,784	7,213	7,350	7,221
资产总计	28,908	28,954	34,826	41,088
流动负债	8,828	9,467	10,532	11,384
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,656	1,718	1,895	2,016
其他	7,172	7,748	8,637	9,368
非流动负债	3,359	3,393	3,393	3,393
长期债务	0	0	0	0
其他	3,359	3,393	3,393	3,393
负债合计	12,187	12,859	13,924	14,777
普通股股本	0	0	0	0
储备	16,525	15,784	20,457	25,709
归属母公司股东权益	16,525	15,784	20,457	25,709
少数股东权益	196	311	445	602
股东权益合计	16,721	16,095	20,902	26,311
负债和股东权益	28,908	28,954	34,826	41,088

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,780	4,259	4,972	5,381
净利润	3,629	4,139	4,672	5,253
少数股东权益	101	115	135	157
折旧摊销	171	191	176	167
营运资金变动及其他	-122	-185	-11	-195
投资活动现金流	-2,457	2,106	504	774
资本支出	270	107	82	-55
其他投资	-2,727	1,999	422	828
筹资活动现金流	-3,163	-4,990	-110	-108
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-3,163	-4,990	-110	-108
其他	0	0	0	0
现金净增加额	-1,839	1,375	5,366	6,047

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,043	18,412	20,522	22,261
其他收入	0	0	0	0
营业成本	11,433	11,865	13,086	13,920
销售费用	0	285	322	352
管理费用	975	1,013	1,170	1,291
研发费用	0	0	0	0
财务费用	116	110	110	108
除税前溢利	4,895	5,672	6,409	7,213
所得税	1,165	1,418	1,602	1,803
净利润	3,730	4,254	4,807	5,409
少数股东损益	101	115	135	157
归属母公司净利润	3,629	4,139	4,672	5,253
EBIT	5,011	5,782	6,519	7,321
EBITDA	5,182	5,973	6,696	7,488
EPS (元)	1.59	1.81	2.05	2.30

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.41%	8.03%	11.46%	8.47%
归属母公司净利润	23.92%	14.04%	12.89%	12.42%
获利能力				
毛利率	32.91%	35.56%	36.24%	37.47%
销售净利率	21.30%	22.48%	22.77%	23.60%
ROE	21.96%	26.22%	22.84%	20.43%
ROIC	22.84%	26.94%	23.39%	20.87%
偿债能力				
资产负债率	42.16%	44.41%	39.98%	35.96%
净负债比率	-57.24%	-68.01%	-78.04%	-84.98%
流动比率	1.84	1.92	2.29	2.69
速动比率	1.80	1.88	2.26	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.64	0.64	0.59
应收账款周转率	7.82	7.48	7.59	7.50
应付账款周转率	7.14	7.03	7.24	7.12
每股指标 (元)				
每股收益	1.59	1.81	2.05	2.30
每股经营现金流	1.66	1.87	2.18	2.36
每股净资产	7.24	6.92	8.96	11.26
估值比率				
P/E	16.72	19.19	17.00	15.12
P/B	3.67	5.03	3.88	3.09
EV/EBITDA	9.86	11.47	9.43	7.62

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，5年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn