

华润万象生活 (01209.HK)

核心净利润增长符合预期，中期派息率达 100%

业绩稳健增长，核心净利润 100%分派。公司 2025 年上半年实现营业收入 85.2 亿元，同比增长 6.5%；归母净利润 20.3 亿元，同比增长 7.4%；核心归母净利润 20.1 亿元，同比增长 15%，归母净利润增速低于核心归母净利润增速。核心净利润增速高于营收增速主要由于毛利率同比提升 3.1pct 至 37.1%。其中，购物中心/写字楼/物业航道业务收入分别为 22.6/10/51.6 亿元，同比分别增长 19.8%/4.5%/1.1%；毛利率分别为 78.7%/37.7%/18.8%，同比分别为+6.2pct/-0.4pct/-0.1pct。购物中心毛利率提升主要得益于前期数字化战略成效显著，运营成本下降，同时服务规模扩大使得经营杠杆效应发挥等原因；物业航道毛利率下降主要受到房地产市场调整使得非业主增值服务收入和盈利空间受挤压等影响。公司宣派中期股息每股 0.529 元，基础派息率提升 24pct 至 60%，此外宣派特别股息每股 0.352 元，合计实现核心净利润 100%分派，股东回报大幅提升。

商业航道：购物中心龙头地位稳固，零售额增速持续跑赢社消零。2025 年上半年，公司新开业购物中心 4 座，新签约轻资产外拓项目 6 个，在营购物中心数量增至 125 个，管理规模稳居行业第一梯队，且多数购物中心位于当地头部，其中 53 个项目零售额当地第一，104 个当地前三。上半年在营购物中心实现零售额 1220 亿元，同比增长 21.1%，可同比增长 9.7%，跑赢社消零总额增速（5%）；业主端租金收入 147 亿元，同比增长 17.2%；经营利润率 68.2%，同比提升 0.4pct，经营质效稳步提升。上半年公司写字楼提供运营服务的项目数量增至 27 个，出租率较上年末提升 0.5pct 至 74.1%。提供物业管理服务的项目数量增至 225 个，在管建筑面积同比增长 16.8%至 17.8 百万方。

物业航道：城市空间营收较快增长，社区空间因增值服务营收略降。社区空间服务方面，上半年实现营收 42.1 亿元，同比减少 1.6%，其中物业管理/业主增值服务/非业主增值服务营收分别为 35/4.9/2.2 亿元，同比分别为+8.8%/-32.7%/-34.6%。物业管理服务营收增长得益于社区空间在管建筑面积同比增长 6.2%至 2.76 亿平；非业主增值服务营收减少主要因为开发商拿地、交付项目缩减以及服务单价下行等；业主增值服务收入下降主要因为公司剥离了部分盈利能力较弱、增长潜力有限的业务。同时，公司社区空间管理能力提升，客户满意度较上年末提升 0.3 分至 92.06 分，助力收缴率同比提升 1pct 至 76%。城市空间方面，上半年营收 9.5 亿元，同比增长 15.1%，在管建筑面积 1.27 亿平，同比增长 3.2%，新获高价值项目拉动收入增速高于管理规模增速。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为商业地产行业领导者，商业航道购物中心待开业项目储备丰富，已开业项目经营质效稳步提升；物业航道内生外拓积极扩张，管理规模稳健增长。预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 191.9/212.1/232.6 亿元，归母净利润为 41.7/47.4/52.9 亿元，EPS 为 1.83/2.07/2.32 元/股，对应 PE 为 18.7/16.5/14.7 倍。考虑到公司是物管+商管的稀缺标的，商管经营模式壁垒强，物管背靠华润置地基本盘稳定，业绩增速表现优异，且坚持高分红回馈股东，维持公司“买入”评级。

风险提示：母公司华润置地住宅项目销售不及预期；第三方项目外拓进度不及预期；商业运营及市场环境风险。

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万人民币) | 14,767 | 17,043 | 19,186 | 21,214 | 23,258 |
| 增长率 yoy (%) | 22.9 | 15.4 | 12.6 | 10.6 | 9.6 |
| 归母净利润(百万人民币) | 2,929 | 3,629 | 4,171 | 4,736 | 5,285 |
| 增长率 yoy (%) | 32.8 | 23.9 | 14.9 | 13.5 | 11.6 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.28 | 1.59 | 1.83 | 2.07 | 2.32 |
| 净资产收益率 (%) | 18.4 | 22.0 | 23.4 | 24.6 | 25.4 |
| P/E (倍) | 26.6 | 21.5 | 18.7 | 16.5 | 14.7 |
| P/B (倍) | 4.9 | 4.7 | 4.4 | 4.0 | 3.7 |

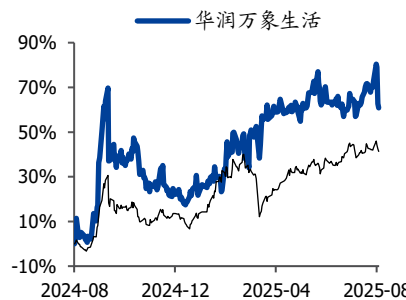
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

| | |
|-------------------|-----------|
| 行业 | 房地产 |
| 前次评级 | 买入 |
| 08 月 28 日收盘价 (港元) | 37.40 |
| 总市值 (百万港元) | 85,365.50 |
| 总股本 (百万股) | 2,282.50 |
| 其中自由流通股 (%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 4.10 |

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

1、《华润万象生活 (01209.HK)：商业运营龙头，资源壁垒与运营赋能共筑增长韧性》 2025-06-08

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 19518 | 16256 | 19074 | 20501 | 21774 |
| 现金 | 11580 | 9571 | 10564 | 10899 | 11248 |
| 应收票据及应收账款 | 1996 | 2366 | 2581 | 2889 | 3175 |
| 其他应收款 | 1621 | 1272 | 1930 | 2015 | 2095 |
| 预付账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 203 | 240 | 251 | 287 | 315 |
| 其他流动资产 | 4119 | 2808 | 3747 | 4412 | 4941 |
| 非流动资产 | 8265 | 12652 | 13513 | 14562 | 15794 |
| 长期投资 | 3990 | 8633 | 9931 | 11366 | 12939 |
| 固定资产 | 552 | 614 | 565 | 520 | 478 |
| 无形资产 | 3586 | 3254 | 2863 | 2520 | 2217 |
| 其他非流动资产 | 137 | 151 | 153 | 156 | 159 |
| 资产总计 | 27783 | 28908 | 32586 | 35063 | 37568 |
| 流动负债 | 8340 | 8828 | 11109 | 12077 | 12875 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1546 | 1656 | 1959 | 2132 | 2318 |
| 其他流动负债 | 6794 | 7172 | 9150 | 9945 | 10556 |
| 非流动负债 | 3408 | 3359 | 3359 | 3359 | 3359 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 3408 | 3359 | 3359 | 3359 | 3359 |
| 负债合计 | 11747 | 12187 | 14468 | 15436 | 16234 |
| 少数股东权益 | 88 | 196 | 290 | 376 | 497 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 15948 | 16525 | 17829 | 19251 | 20837 |
| 留存收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 15948 | 16525 | 17829 | 19251 | 20838 |
| 负债和股东权益 | 27783 | 28908 | 32586 | 35063 | 37568 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3042 | 4259 | 5701 | 5247 | 5485 |
| 净利润 | 2929 | 3629 | 4171 | 4736 | 5285 |
| 折旧摊销 | 275 | 356 | 440 | 389 | 344 |
| 财务费用 | 117 | 116 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | 54 | 3 | 43 | 71 | 53 |
| 营运资金变动 | -120 | 468 | 1360 | 552 | 420 |
| 其他经营现金流 | -213 | -313 | -313 | -502 | -617 |
| 投资活动现金流 | -1827 | -2964 | -1840 | -1598 | -1437 |
| 资本支出 | -582 | -392 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1935 | -4643 | -1298 | -1435 | -1573 |
| 其他投资现金流 | -3180 | 2071 | -542 | -163 | 136 |
| 筹资活动现金流 | -2228 | -3306 | -2869 | -3315 | -3700 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1669 | 577 | 1303 | 1422 | 1587 |
| 其他筹资现金流 | -3896 | -3883 | -4172 | -4737 | -5286 |
| 现金净增加额 | -1013 | -2009 | 993 | 334 | 349 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 14767 | 17043 | 19186 | 21214 | 23258 |
| 营业成本 | 10073 | 11433 | 12838 | 14188 | 15537 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 950 | 975 | 1209 | 1305 | 1409 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -278 | 116 | -191 | -211 | -218 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 139 | 745 | 320 | 446 | 631 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 54 | 3 | 43 | 71 | 53 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3442 | 4263 | 5068 | 5637 | 6216 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 3912 | 4895 | 5622 | 6366 | 7118 |
| 所得税 | 969 | 1165 | 1357 | 1543 | 1713 |
| 净利润 | 2943 | 3730 | 4265 | 4823 | 5406 |
| 少数股东损益 | 14 | 101 | 94 | 86 | 121 |
| 归属母公司净利润 | 2929 | 3629 | 4171 | 4736 | 5285 |
| EBITDA | 3909 | 5367 | 5870 | 6543 | 7244 |
| EPS (元/股) | 1.28 | 1.59 | 1.83 | 2.07 | 2.32 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 22.9 | 15.4 | 12.6 | 10.6 | 9.6 |
| 营业利润(%) | 44.0 | 23.8 | 18.9 | 11.2 | 10.3 |
| 归属母公司净利润(%) | 32.8 | 23.9 | 14.9 | 13.5 | 11.6 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | | | 33.1 | 33.1 | 33.2 |
| 净利率(%) | 19.8 | 21.3 | 21.7 | 22.3 | 22.7 |
| ROE(%) | 18.4 | 22.0 | 23.4 | 24.6 | 25.4 |
| ROIC(%) | 17.0 | 22.8 | 22.7 | 23.8 | 24.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.3 | 42.2 | 44.4 | 44.0 | 43.2 |
| 净负债比率(%) | -72.2 | -57.2 | -58.3 | -55.5 | -52.7 |
| 流动比率 | 2.3 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 速动比率 | 2.3 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 8.3 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 7.7 |
| 应付账款周转率 | 7.0 | 7.1 | 7.1 | 6.9 | 7.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.28 | 1.59 | 1.83 | 2.07 | 2.32 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.33 | 1.87 | 2.50 | 2.30 | 2.40 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.99 | 7.24 | 7.81 | 8.43 | 9.13 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.6 | 21.5 | 18.7 | 16.5 | 14.7 |
| P/B | 4.9 | 4.7 | 4.4 | 4.0 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 9.4 | 11.5 | 10.2 | 9.2 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com | 上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com |
| 南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com | 深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com |