

业绩稳健增长，首次中期全额派息

——2025 年中期业绩点评

核心观点

2025 年上半年公司实现营收 85.2 亿元，同比增长 6.5%；其中商业、物业航道营收分别同比增长 14.6%、1.1%。上半年实现核心净利润 20.1 亿元，同比增长 15.0%，业绩增速大于营收增速主要由于毛利率提升，这主要由于毛利率较高的商业航道收入占比提升、商业航道自身毛利率较上年同期实现增长。公司商管运营持续精进，上半年在营购物中心实现零售额 1220 亿元，同比增长 21.1%，同店增速达 9.7%，优于同期全国社零增速；公司合作品牌库进一步扩展、零售额排名当地第一的商场数量持续增长，商管龙头地位持续巩固。物管规模保持稳定，上半年收缴率较去年同期有所提升。公司首次在中期实现核心净利润的全额分派，滚动股息率达 6.3%，高股息特征明显。

事件

公司发布 2025 年中期业绩，上半年实现营业收入 85.2 亿元，同比增长 6.5%；实现归母净利润 20.3 亿元，同比增长 7.4%；实现核心净利润 20.1 亿元，同比增长 15.0%。

简评

业绩稳健增长，商业航道带动盈利水平提升。上半年公司实现营业收入 85.2 亿元，同比增长 6.5%；其中商业、物业航道分别实现营收 32.7、51.6 亿元，分别同比增长 14.6%、1.1%。上半年实现核心净利润 20.1 亿元，同比增长 15.0%，业绩增速大于营收增速主要由于毛利率提升，综合毛利率较上年同期提升 3.1 个百分点至 37.1%，主要由于毛利率较高的商业航道收入占比较上年同期增长 2.7 个百分点至 38.3%、商业航道自身毛利率较上年同期增长 5.2 个百分点至 66.1%。

商场运营持续精进，商管龙头地位进一步巩固。截至上半年末公司在营的购物中心共 125 个，较去年年底增加 3 个。上半年公司在营购物中心实现零售额 1220 亿元，同比增长 21.1%，同店增速达 9.7%，优于同期全国社零 5.0% 的增速；其中重奢项目与非重奢项目的同店增速分别达 9.6%、9.8%，均实现良好增长；上半年末在营购物中心总体出租率达 97.1%，较去年年底增长 0.4 个百分点。公司持续扩展合作品牌库，上半年末合作品牌超过 1.6 万个，较去年年底增加 1069 个。上半年在营购物中心零售额排名当地第一、前三的数量分别达 53、104 个，分别较去年年底增长 3、18 个，公司的商管龙头地位进一步巩固。

物管规模保持稳定，注重提质增效。截至上半年末，公司物管的在管面积与合约面积分别达到 4.2、4.5 亿平米，分别较去年年末增长 1.8%、0.4%，合管比为 1.08。公司积极发力公建物管外拓，上半年城市空间物管收入达 9.5 亿元，同比增长 15.1%。住宅物管注重提质增效，上半年的收缴率为 76%（半年度的收缴率一般会低于全年），较上年同期增长 1 个百分点。

首次在中期实现核心净利润全额分派，积极回馈股东。公司宣派相当于 60% 上半年核心净利润的中期股息，并宣派额外 40% 的特别股息，首次实现全额的中期派息。最新股价对应的滚动股息率为 6.3%，高股息特征明显。

华润万象生活(1209.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2025 年 08 月 29 日

当前股价：37.40 港元

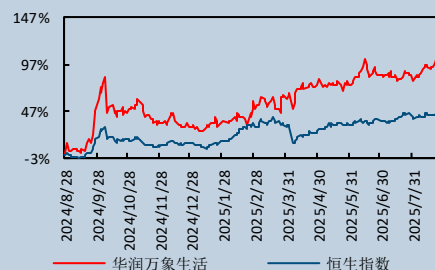
目标价格：42.15 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.35/-0.82	-0.13/-7.05	66.22/26.37
12 月最高/最低价（港元）		41.94/23.25
总股本（万股）		228,250.00
流通 H 股（万股）		228,250.00
总市值（亿港元）		853.66
流通市值（亿港元）		853.66
近 3 月日均成交量（万）		372.77
主要股东		
华润置地有限公司		72.29%

股价表现



相关研究报告

25.03.26	【中信建投房地产】华润万象生活(1209):业绩表现良好，商管领跑地位巩固——2024 年年度业绩点评
24.08.31	【中信建投房地产服务】华润万象生活(1209):盈利保持高增长，业务均好优势明显——2024 年中期业绩点评
24.03.27	【中信建投房地产】华润万象生活(1209):业绩优异，购物中心业务领先优势明显——2023 年年度业绩点评

下调盈利预测，维持买入评级和目标价不变。由于物业航道增速有所放缓，我们下调对公司的盈利预测，预测 2025-2027 年 EPS 为 1.83/2.04/2.23 元（原预测为 1.96/2.28/2.64 元）。公司商管龙头地位持续巩固，全额派息积极回馈股东，维持买入评级和 42.15 港元的目标价不变。

风险分析

1) 物管规模增长不及预期。物管业务方面，公司过往年份在管规模取得大幅增长，主要来源于收并购，而市场上可供选择的优质标的数量有限，公司未来可能在与其它意向收购方竞争的过程中不占据优势；而当前地产开发销售规模下降的背景下，物管第三方外拓竞争压力加剧，公司第三方外拓可能受阻，从而导致物管规模可能无法持续快速增长。

2) 并购整合效果不及预期。公司凭借收并购快速实现物管规模扩张，在收并购项目的投后整合过程中可能存在收缴率不及预期、原有团队融合不畅等问题，导致收并购项目未来的营收及利润贡献可能不及预期。

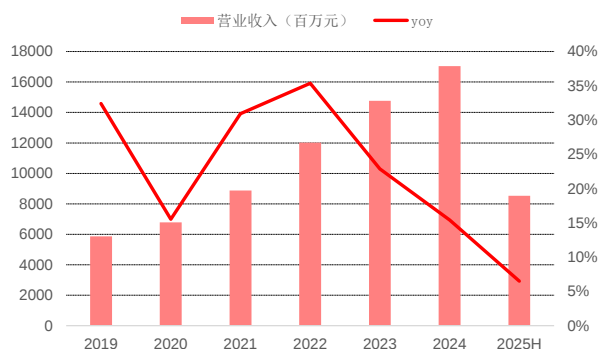
3) 在营商场经营效率不及预期。受经济形势波动影响，居民的收入水平及收入预期可能有所波动，从而可能影响线下消费热情，继而导致公司的在营购物中心经营效率不及预期，从而影响到公司商场的管理收入。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,766.95	17,042.66	18,415.20	19,836.33	21,131.54
YoY(%)	22.89	15.41	8.05	7.72	6.53
归母净利润（百万元）	2,928.75	3,629.38	4,165.93	4,665.87	5,090.89
YoY(%)	32.76	23.92	14.78	12.00	9.11
核心净利润（百万元）	2,920.0	3,507.0	4,124.3	4,619.2	5,040.0
YoY(%)	31.2	20.1	17.6	12.0	9.1
EPS(摊薄/元)	1.28	1.59	1.83	2.04	2.23
P/E(倍)	29.15	23.52	20.49	18.30	16.77
P/B(倍)	5.35	5.17	4.97	4.77	4.56

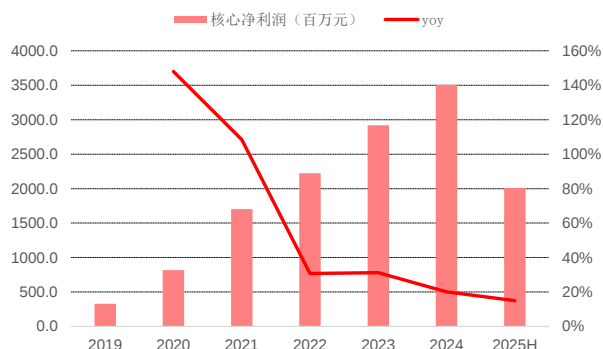
资料来源：iFind，中信建投

图 1: 2025 年上半年营收 85.2 亿元, 同比增长 6.5%



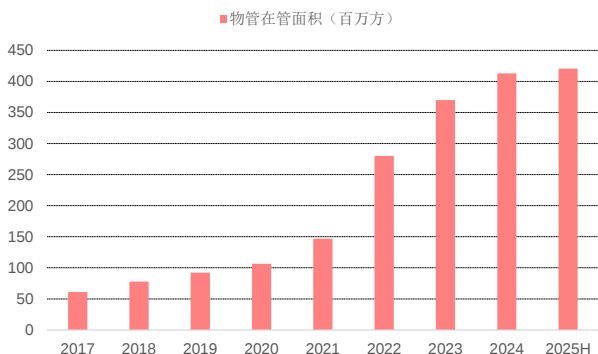
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2: 2025 年上半年核心净利润 20.1 亿元, 同比增长 15.0%



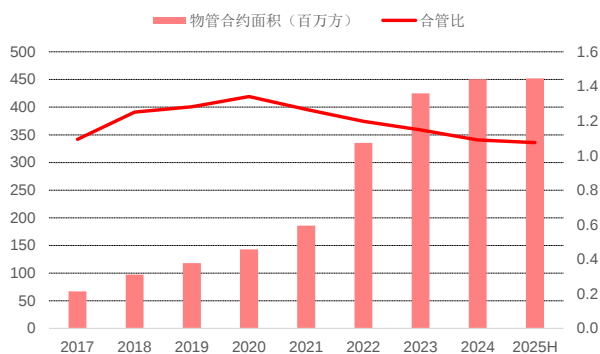
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3: 2025 年上半年末物管在管面积 4.21 亿方



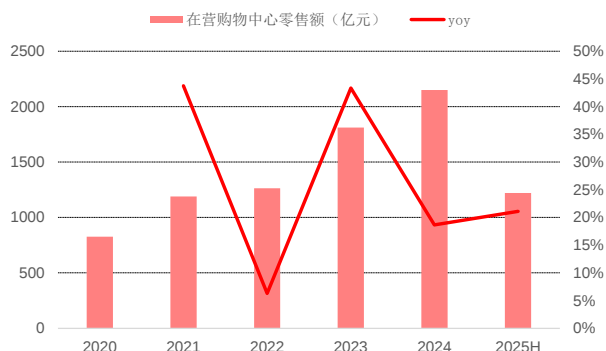
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4: 2025 年上半年末物管合约面积 4.52 亿方, 合管比 1.08



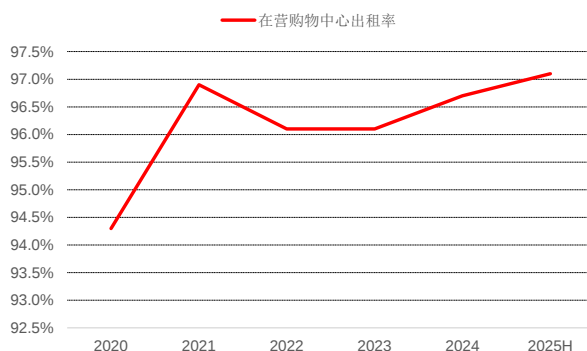
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5: 2025H 在营购物中心零售额 1220 亿元, 同比增长 21.1%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6: 2025 年上半年末在营购物中心出租率 97.1%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk