

华润万象生活 (01209.HK)

强烈推荐 (维持)

25H1 核心净利润增长 15%，首次中期实现派息率 100%

综合考虑 (1) 公司在商管领域具备的“先发优势”、“规模优势”及“资质优势”等将有助于公司维持稳定的第三方外拓节奏，为商业航道收入的持续增长提供支撑；(2) 公司及集团层面各业态综合运营经验丰富，有助于公司稳步推进城市空间服务，为物业航道收入创造新的增长点；(3) 首次中期实现派息率 100%，23-24 全年派息率 100%，结合在手货币资金充裕，以及当前环境下物管行业资本开支意愿较弱，判断较高的股东回报有望持续，假设全年派息率 100%，基于 25 年全年盈利预测计算对应当前股价股息率约 5.1%。考虑公司未来业绩仍具成长性以及具备吸引力的股东回报，预计 25E/26E/27E EPS 分别为 1.79/1.99/2.18 元/股 (同比分别+12%/+11%/+10%)，当前股价对应 PE 分别为 19.3/17.4/15.8，维持“强烈推荐”评级。

□ 25H1 核心净利润增长 15%，首次中期实现派息率 100%。25H1 实现营业收入/毛利润/归母净利润分别为 85.2 亿元/31.7 亿元/20.3 亿元，同比分别 +7%/+16%/+7%，核心归母净利润 (不考虑投资物业公允价值变动、或然代价公允价值变动以及无形资产摊销等) 20.1 亿元，同比+15%；(1) 营业收入增速主要由商业航道贡献，具体看，商业航道实现收入 32.7 亿元，同比 +15%，物业航道实现收入 51.6 亿元，同比+1%，生态圈业务实现收入 1.0 亿元；(2) 整体毛利率在商业航道 (高毛利率) 收入占比提升以及商业航道毛利率提升双重带动下进一步提高，具体看，整体毛利率提高 3.1pct 至 37.1%，其中商业航道毛利率提高 5.2pct 至 66.1%，物业航道毛利率下降 0.1pct 至 18.8%；(3) 归母净利润增速略低于毛利润增速主要受其他收入下滑影响，具体看，其他收入占营收比例下降 2.3pct 至 2.1%，主要是受或然代价确认损失以及利息收入下降影响，期间费用中销售费用率下降 0.6pct 至 1.1%，管理费用率下降 0.1pct 至 5.2%，财务费用率下降 0.1pct 至 0.7%，规模效应叠加持续控费增效推动公司整体费用率下行；(4) 股息方面，公司 25H1 股息核心净利分派率 60%，特别股息核心净利分派率 40%，首次在中期实现合计核心净利分派率 100%，假设全年派息率 100%，基于 25 年全年盈利预测计算对应当前股价股息率约 5.1%。

□ 商业航道方面：25H1 购物中心板块收入增长约 20%，规模效应带动板块毛利率进一步提升。分业态看：

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14798	17043	18689	20111	21387
同比增长	23%	15%	10%	8%	6%
营业利润(百万元)	3442	4263	5250	6002	6623
同比增长	44%	24%	23%	14%	10%
归母净利润(百万元)	2929	3629	4078	4532	4986
同比增长	33%	24%	12%	11%	10%
每股收益(元)	1.28	1.59	1.79	1.99	2.18
PE	26.9	21.7	19.3	17.4	15.8
PB	4.9	4.8	4.3	4.0	3.7

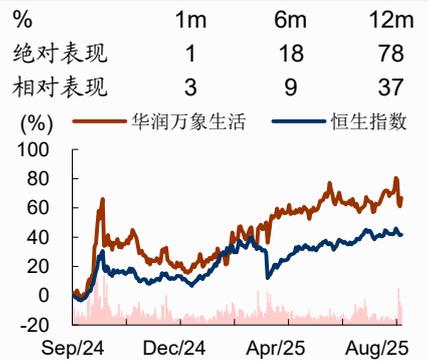
资料来源：公司数据、招商证券；备注：文字数据采用经重列基期口径；

周期/房地产  
目标估值：NA  
当前股价：38.74 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2283
香港股 (百万股)	2283
总市值 (十亿港元)	88.4
香港股市值 (十亿港元)	88.4
每股净资产 (港元)	6.8
ROE (TTM)	23.4
资产负债率	49.3%
主要股东	中国华润有限公司
主要股东持股比例	73.7203%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华润万象生活 (01209) — 24 年业绩增长超 20%，连续两年派息率 100%》2025-03-29
- 《华润万象生活 (01209) — 商业航道带动下 24H1 业绩维持高增，宣布特别股息进一步提升股东回报》2024-09-02
- 《华润万象生活 (01209) — 23 年业绩维持较高增速，外拓优势及规模效应下商业收入及利润率或持续双增》2024-04-08

李盛天 S1090524080003  
lishengtian@cmschina.com.cn  
赵可 S1090513110001  
zhaoke@cmschina.com.cn

(1) **购物中心**: 25H1 公司实现购物中心零售额 1220 亿元, 同比+21% (同店同比+10%), 其中重奢项目同比+13% (同店同比+10%), 非重奢项目同比+26% (同店同比+10%); 在零售额高增带动下, 25H1 购物中心板块实现收入 22.6 亿元, 同比+19.8%; 另在规模效应影响下, 购物中心板块毛利率进一步提高 6.2pct 至 78.7%。

运营规模方面, 25H1 年新开业项目 5 个 (去年同期 7 个), 截止 25H1 在营项目数增至 125 个 (其中母公司项目 94 个, 第三方项目 31 个), 总在管面积 1356 万方 (同比+14%); 拓展方面, 25H1 新拓展第三方项目 6 个 (去年同期 7 个), 截止 25H1 总合约面积 2031 万方 (同比+9%, 不考虑置地已获取但未签约项目); 往后看, 目前 25 年下半年计划开业项目 9 个, 全年合计开业项目 14 个 (去年开业 21 个);

(2) **写字楼**: 25H1 写字楼板块实现收入 10.0 亿元, 同比+4.5%, 毛利率下降 0.4pct 至 37.7%; 截止 25H1 总在管面积 1779 万方 (同比+17%), 总合约面积 2233 万方 (同比+15%); 25H1 出租率较 24 年末提高 0.5pct 至 74.1%; 在管规模稳健增长。

□ **物业航道方面: 社区空间业务退出部分亏损项目以及剥离低效业主增值业务, 整体收入下降但利润率回升, 城市空间业务持续发力。分业态看:**

(1) **社区空间**: 25H1 公司实现收入 42.1 亿元, 同比-2%, 主要受母公司销售规模下滑拖累非业主增值服务收入以及剥离部分低效业主增值业务影响; 具体看, 基础物业服务实现收入 35.0 亿元 (同比+9%), 非业主增值服务实现收入 2.2 亿元 (同比-35%), 社区增值服务实现收入 4.9 亿元 (同比-33%); 整体毛利率增加 0.2pct 至 19.8%; 截止 25H1 总在管面积 2.8 亿平 (同比+6.2%), 总合约面积 3.0 亿平 (同比-0.4%); 25H1 收缴率较 24 年末回升 1pct 至 76%;

(2) **城市空间**: 25H1 公司实现收入 9.5 亿元, 同比+15%, 为物业航道新的收入增长点; 具体看, 基础物业服务收入 9.1 亿元 (同比+19%), 增值服务收入 0.4 亿元 (同比-29%); 整体毛利率下降 0.9pct 至 14.2%; 截止 25H1 总在管面积 1.3 亿平 (同比+3%), 总合约面积 1.3 亿平 (同比+3%)。

□ **投资建议**: 综合考虑 (1) 公司在商管领域具备的“先发优势”、“规模优势”及“资质优势”等将有助于公司维持稳定的第三方外拓节奏, 为商业航道收入的持续增长提供支撑; (2) 公司及集团层面各业态综合运营经验丰富, 有助于公司稳步推进城市空间服务, 为物业航道收入创造新的增长点; (3) 首次中期实现派息率 100%, 23-24 全年派息率 100%, 结合在手货币资金充裕, 以及当前环境下物管行业资本开支意愿较弱, 判断较高的股东回报有望持续。虽然因在管规模扩大等业绩增速放缓, 中报业绩公告披露后公司股价存在波动, 但看好公司中长期的运营优势及外拓优势, 考虑公司未来业绩仍具一定成长性以及具备吸引力的股东回报, 预计 25E/26E/27E EPS 分别为 1.79/1.99/2.18 元/股 (同比分别+12%/+11%/+10%), 当前股价对应 PE 分别为 19.3/17.4/15.8, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示**: 第三方商业项目外拓不及预期、城市空间服务项目落地不及预期、中长期业绩增速不及预期等

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	19518	16256	18672	20656	22640
现金及现金等价物	11580	9571	11587	13219	14885
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	4053	2709	2736	2763	2791
应收账款及票据	1996	2366	2594	2792	2969
其它应收款	1621	1272	1395	1501	1597
存货	203	240	251	263	275
其他流动资产	67	99	108	116	124
<b>非流动资产</b>	8265	12652	12787	12920	13053
长期投资	3994	8640	8726	8814	8902
固定资产	552	614	629	641	651
无形资产	3586	3254	3286	3319	3352
其他	133	144	145	147	148
<b>资产总计</b>	<b>27784</b>	<b>28908</b>	<b>31459</b>	<b>33576</b>	<b>35693</b>
<b>流动负债</b>	8340	8828	9550	9943	10323
应付账款	1546	1656	1735	1819	1899
应交税金	387	552	557	563	568
短期借款	0	0	321	288	260
其他	6407	6621	6937	7273	7595
<b>长期负债</b>	3408	3359	3393	3427	3461
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3408	3359	3393	3427	3461
<b>负债合计</b>	<b>11747</b>	<b>12187</b>	<b>12943</b>	<b>13369</b>	<b>13783</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	15948	16525	18207	19772	21337
少数股东权益	88	196	309	435	573
归属于母公司所有者权益	15948	16525	18208	19772	21337
<b>负债及权益合计</b>	<b>27783</b>	<b>28908</b>	<b>31459</b>	<b>33576</b>	<b>35693</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3042	4259	4216	4900	5396
净利润	2929	3629	4078	4532	4986
折旧与摊销	275	356	246	252	256
营运资本变动	(120)	468	29	101	117
其他非现金调整	(42)	(195)	(137)	15	36
<b>投资活动现金流</b>	(1827)	(2964)	(149)	(284)	(298)
资本性支出	(582)	(392)	(271)	(273)	(276)
出售资产获得的现金	10	7	10	10	10
投资增减	1600	17442	146	147	149
其它	345	(2078)	258	127	117
<b>筹资活动现金流</b>	(2228)	(3306)	(2051)	(2984)	(3433)
债务增减	(170)	(261)	321	(32)	(29)
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	2090	3052	2396	2967	3422
其它筹资	32	7	24	16	18
其它调整	(4180)	(6104)	(4791)	(5935)	(6843)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1013)</b>	<b>(2009)</b>	<b>2016</b>	<b>1632</b>	<b>1666</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	14798	17043	18689	20111	21387
主营业务收入	14767	17043	18689	20111	21387
营业成本	10073	11433	11980	12559	13116
毛利	4694	5609	6709	7552	8270
营业支出	1283	1347	1458	1549	1648
营业利润	3442	4263	5250	6002	6623
利息支出	117	116	10	18	16
利息收入	395	0	85	99	112
权益性投资损益	54	3	3	4	4
其他非经营性损益	39	745	171	26	3
非经常项目损益	99	0	0	0	0
除税前利润	3912	4895	5500	6113	6725
所得税	969	1165	1309	1455	1601
少数股东损益	14	101	113	126	138
归属普通股股东净利润	2929	3629	4078	4532	4986
<b>EPS(元)</b>	<b>1.28</b>	<b>1.59</b>	<b>1.79</b>	<b>1.99</b>	<b>2.18</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	23%	15%	10%	8%	6%
营业利润	44%	24%	23%	14%	10%
净利润	33%	24%	12%	11%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.7%	32.9%	35.9%	37.6%	38.7%
净利率	19.8%	21.3%	21.8%	22.5%	23.3%
ROE	18.4%	22.0%	22.4%	22.9%	23.4%
ROIC	18.3%	22.8%	22.3%	22.8%	23.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.3%	42.2%	41.1%	39.8%	38.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.0%	0.9%	0.7%
流动比率	2.3	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	2.3	1.8	1.9	2.1	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	57.4	51.7	48.8	48.8	48.7
应收帐款周转率	4.5	4.7	4.9	4.9	4.8
应付帐款周转率	7.0	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.28	1.59	1.79	1.99	2.18
每股经营现金	1.33	1.87	1.85	2.15	2.36
每股净资产	6.99	7.24	7.98	8.66	9.35
每股股利	1.25	1.54	1.79	1.99	2.18
<b>估值比率</b>					
PE	26.9	21.7	19.3	17.4	15.8
PB	4.9	4.8	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	18.8	14.7	13.7	12.4	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。