

港股研究 | 公司点评 | 华润万象生活 (1209.HK)

# 业绩稳健增长，100%派息重视股东回报 ——华润万象生活 2025 中报点评

## 报告要点

兼具“好赛道”和“好公司”双重属性的长期投资标的。公司为稀缺的全业态龙头，优异的商业运营能力赋能购物中心业务韧性增长、有品质的物管能力推动规模与收入平稳增长；虽物业航道短期承压，但公司积极优结构、提质增效，推动有质量的发展。公司高度重视股东回报，首次中期通过固定与特别派息合计 100%派息，充裕的在手资金、灵活的决策机制有望推动“商管贵族”更好更长远的发展。

## 分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

华润万象生活 (1209.HK)

2025-08-31

# 业绩稳健增长，100%派息重视股东回报

## ——华润万象生活 2025 中报点评

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

### 事件描述

公司公告，2025H 实现营收 85.2 亿 (+6.5%)，归母净利润 20.3 亿 (+7.4%)，核心净利润 20.1 亿 (+15.0%)，综合毛利率 37.1% (+3.1pct)。中期固定派息每股 0.529 元，并派发特别股息 0.352 元，相对核心净利的派息率 100%，中期分红对应的股息率 2.6%。

### 事件评论

- 业绩稳健增长，首次中期 100% 分红重视股东回报。**2025H 公司营收 85.2 亿 (+6.5%)，分结构来看，物业航道/购物中心/写字楼占比 60%、27%、12%，分别同比增长 1.1%、19.8%、4.5%，购物中心收入维持高增，写字楼与物业航道增速放缓。2025H 综合毛利率 37.1% (+3.1pct)，其中购物中心毛利率同比提升 6.2pct 至 78.7%，写字楼与物业航道毛利率同比下降 0.4pct、0.1pct 至 37.7%、18.8%。公司持续控费提效，2025H 销管费用率同比下降 0.6pct 至 6.3%，收入与毛利率齐升助推归母业绩稳健增长。公司重视股东回报，2025H 固定派息每股 0.529 元，特别股息 0.352 元，相对核心净利的派息率 100%。
- 购物中心：运营赋能商业增长，进一步巩固行业领导者地位。**公司精准把握消费趋势，优质运营赋能内生增长，2025H 零售额同比增长 21.1% 至 1220 亿（可同比+9.7%），全面跑赢社零增速 5.0%；其中重奢项目同比增长 13.2%，可同比增长 9.6%；非奢项目同比增长 26.4%，可同比增长 9.8%。业主端租金收入 147 亿 (+17.2%)，NOI 率 68.2% (+0.4pct)，彰显商管龙头的运营韧性。2025H 购物中心业务营收 22.6 亿 (+19.8%)，毛利率 78.7% (+6.2pct)，规模增长与效率进步共同促进毛利率高位攀升。2025H 新开业 4 个项目，外拓 6 个第三方项目，截至 2025H 在管 125 个购物中心，管理规模稳居行业第一梯队；储备项目 75 个（母公司 35 个+第三方 40 个），储备充裕保障未来开业量。
- 物业航道：规模维持平稳，蓄力提质发展。**2025H 公司合约和在管面积为 4.5、4.2 亿方，较 2024 年末增长 0.4%、1.8%，其中城市空间在管面积较去年末增长 1.8% 至 1.27 亿平，在管面积与收入占比提升至 30.2%、18.4%。2025H 公司新增第三方合约面积 1432 万方，67% 位于一二线城市，71% 为城市空间业态，整体规模维持平稳增长。2025H 物管营收 51.6 亿 (+1.1%)，其中城市空间业务同比增长 15.1% 至 9.5 亿，社区空间同比下降 1.6% 至 42.1 亿，主因产品及服务渗透率下降、低质低效业务退出，业主与非业主增值服务收入同比阶段性下降 32.7%、34.6% 至 4.9、2.2 亿。2025H 物管毛利率同比下降 0.1pct 至 18.8%，其中城市空间业务同比下降 0.9pct 至 14.2%；社区空间中，基础物业/业主增值服务分别增长 1.4pct、9.5pct 至 16.6%、40.4%，非业主增值服务同比下降 11.8pct 至 26.0%。
- 投资建议：兼具“好赛道”和“好公司”双重属性的长期投资标的。**公司为稀缺的全业态龙头，优异的商业运营能力赋能购物中心业务韧性增长、有品质的物管能力推动规模与收入平稳增长；虽物业航道短期承压，但公司积极优结构、提质增效，推动有质量的发展。公司高度重视股东回报，首次中期通过固定与特别派息合计 100% 派息，充裕的在手资金、灵活的决策机制有望推动“商管贵族”更好更长远的发展。预计 2025-2027 年归母净利润 41.5/45.5/49.5 亿元，增速 14%/10%/9%，对应 P/E 为 19/17/16X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、消费承压，购物中心零售额增速不及预期；
- 2、物业费下行、收缴率下降拖累物业航道。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价 (HKD)	37.40
------------	-------

注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

### 相关研究

- 《韧性发展，连续两年 100% 派息回馈股东——华润万象生活 2024 年报点评》2025-03-31
- 《业绩增长凸显经营韧性，特别派息重视股东回报——华润万象生活 2024 中报点评》2024-08-29
- 《商业运营具备强劲韧性，大手笔分红彰显资金实力——华润万象生活 2023 年报点评》2024-03-29



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、**消费承压，购物中心零售额增速不及预期**：社零增速放缓，公司在管购物中心零售额与租金增速承压。
- 2、**物业费下行、收缴率下降拖累物业航道**：物业费下行导致物业航道毛利率承压，收缴率下降拖累现金回款。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。