

公司研究

经营利润高增，派息持续慷慨

——华润万象生活（1209.HK）跟踪报告

要点

事件：公司 2025H1 营收同比+6.5%，归母净利润同比+7.4%。

1、公司 2025H1 收入 85 亿元，同比+6.5%，其中商业板块收入 32.7 亿元，同比+14.6%；物业板块收入 51.6 亿元，同比+1.1%；毛利为 31.7 亿元，同比+16.3%；毛利率为 37.1%，同比提升 3.1pct；归母净利润为 20.3 亿元，同比+7.4%。

2、关联房企华润置地 8 月全口径销售额 132 亿元，同比-13.2%；1-8 月累计全口径销售额 1368 亿元（排名行业第 3），同比-12.0%。1-8 月，华润置地新增土地价值 461 亿元，排名行业第 5，新增土地面积 160 万方，排名行业第 7。

点评：购物中心经营出色，毛利率提升；经营利润高增，派息持续慷慨。

1) 经营业绩亮眼，购物中心毛利率提升。截至 2025 年 6 月 30 日，公司为 120 个购物中心及 27 个写字楼提供商业运营服务，承接 5 个购物中心分租项目。上半年，共计新开业购物中心 4 座，新签约优质商业轻资产外拓项目 6 个（4 个为 TOD 项目，2 个为存量在营项目），上半年公司旗下在营购物中心经营出色，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%，带动公司购物中心业务实现收入 22.6 亿元，同比增长 19.8%，毛利 17.8 亿元，同比增长 30.0%，毛利率 78.7%，同比提升 6.2pct。

2) 基础物管稳健，增值业务缩减。上半年公司物业板块收入不及预期，主要由于增值服务板块业务缩减，其中非业主增值收入同比下滑 34.6%至 2.2 亿元，由于母公司拿地项目与交付项目面积较往期缩减，同时项目交付前筹备、前期顾问咨询等业务的服务单价亦承压下行；业主增值收入同比下滑 32.7%至 4.9 亿元，公司剥离了部分盈利能力偏弱、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、轻资产化的模式转型，使得收入阶段性下降。但得益于物业管理规模扩张，物业管理业务收入同比增长 8.8%至 35 亿元。截至 6 月 30 日，公司总体社区在管面积 2.8 亿平，合约面积 3.0 亿平，具备一定规模优势。

3) 经营利润高增，派息持续慷慨。2025H1 公司经营利润（毛利-销售管理费）26.3 亿元，同比增长 20.2%，公司宣派中期股息及特别股息合计每股 0.881 元，占股东应占核心净利润 100%，派息慷慨。

盈利预测、估值与评级：商管龙头，购物中心经营业绩亮眼，关联方华润置地销售稳健，拿地积极，维持公司 25-27 年归母净利润预测为 39.9/44.6/50.0 亿元，当前股价对应 PE 为 22/19/17 倍，公司分红慷慨，股息率具备吸引力，投资价值凸显，维持“买入”评级。

风险提示：经济环境影响购物中心零售额与写字楼出租率；住宅外拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,767	17,043	18,267	20,375	22,534
营业收入增长率	22.9%	15.4%	7.2%	11.5%	10.6%
归母净利润（百万元）	2,929	3,629	3,989	4,460	5,002
归母净利润增长率	32.8%	23.9%	9.9%	11.8%	12.2%
EPS（元）	1.28	1.59	1.75	1.95	2.19
ROE（归母，摊薄）	18.3%	21.7%	23.3%	25.4%	27.7%
P/E	29.6	23.9	21.7	19.4	17.3
P/B	5.4	5.2	5.1	4.9	4.8

资料来源：同花顺，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-9-19；汇率：1 港元=0.9146 元人民币

买入（维持）

当前价：41.52 港元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

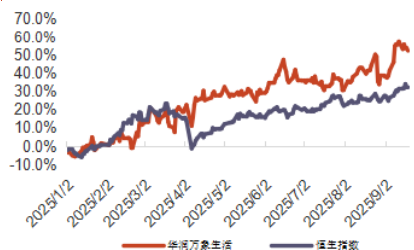
021-52523810

weiyongqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.83
总市值(亿港元):	948
一年最低/最高(港元):	23.71/42.88
近 3 月换手率:	11.07%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20250402 购物中心开业创新高，商管表现持续亮眼——华润万象生活（1209.HK）2024 年度业绩点评

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,767	17,043	18,267	20,375	22,534
营业成本	-10,073	-11,433	-11,885	-13,123	-14,392
毛利	4,694	5,609	6,381	7,252	8,142
管理费用	-950	-975	-954	-1,064	-1,177
市场推广开支	-285	-291	-312	-348	-384
折旧及摊销	-275	-356	-376	-411	-446
投资物业之公允价值变动	39	41	45	45	46
其他收入及收益净额	577	705	483	442	477
其他支出-经营	-49	-81	-60	-95	-126
EBITDA	4,302	5,363	5,960	6,643	7,424
营业利润 EBIT	4,027	5,008	5,583	6,232	6,978
财务费用	-117	-116	-117	-120	-123
税前利润	3,912	4,895	5,466	6,112	6,855
所得税	-969	-1,165	-1,367	-1,528	-1,714
净利润 (含少数股东权益)	2,943	3,730	4,100	4,584	5,141
净利润 (不含少数股东权益)	2,929	3,629	3,989	4,460	5,002
总股本 (百万股)	2,283	2,283	2,283	2,283	2,283
EPS(元, 人民币)	1.28	1.59	1.75	1.95	2.19
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	19,518	16,256	17,557	19,061	20,548
货币资金	11,580	9,571	10,528	11,475	12,393
应收款项-流动资产	1,996	2,366	2,526	2,816	3,110
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	1,621	1,272	1,373	1,547	1,727
受限制银行存款-流动资产	67	99	103	111	119
存货	203	240	264	290	319
非流动资产合计	8,265	12,652	12,965	13,445	13,945
固定资产-物业,厂房及设备	552	614	544	557	561
投资性房地产	3,788	4,160	4,205	4,250	4,296
无形资产	1,574	1,359	1,229	1,129	1,016
递延税项资产-非流动资产	117	143	153	170	188
有使用权资产-非流动资产	112	85	96	106	111
定期存款	202	4,473	4,920	5,412	5,953
资产总计	27,783	28,908	30,522	32,505	34,493
流动负债合计	8,340	8,828	10,135	11,559	12,937
应付账款	1,546	1,656	1,688	1,776	1,862
应计负债及其他应付款项	4,121	4,395	5,552	6,691	7,782
合同负债-流动负债	2,172	2,279	2,361	2,498	2,630
租赁-流动负债	152	133	146	161	177
应交税费	235	331	388	434	486
非流动负债合计	3,408	3,359	3,262	3,370	3,474
租赁-非流动负债	2,267	2,174	2,191	2,237	2,280
递延税项负债-非流动	906	1,024	1,060	1,122	1,181
其他负债	13	10	10	11	12
负债总计	11,747	12,187	13,397	14,929	16,411
股本金 (万元)	15	15	15	15	15
储备	15,948	16,525	16,924	17,370	17,870
少数股东权益	88	196	201	206	212
股东权益合计	16,036	16,721	17,125	17,576	18,082
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,042	4,259	5,318	5,795	6,319
投资活动现金流	-1,827	-2,964	457	-1,257	-1,387
融资活动现金流	-2,228	-3,306	-4,818	-3,590	-4,014
净现金流	-1,013	-2,011	957	948	918

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, EPS 按最新股本测算。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP