

华润万象生活 (1209 HK)

核心业务贡献占比持续提升，维持买入评级

公司购物中心板块已成为绝对利润支柱且持续展现远超同业的运营能力。1-9 月零售额同比增 20-25% (vs.社零 3.0%)，国庆期间零售额同比增 25% (vs.上海重点商圈+10.2%)。我们预计板块利润贡献占比将在 FY25 提高 5 个百分点至接近 60%，基于此我们将公司目标 PE 倍数提高 5%至 23x，同时将估值对应年份滚动至 26 年，带来目标价上调 18%至 51.84 港元，维持买入评级。

- **购物中心板块：运营能力远超同业。** 板块的毛利润贡献占比达 56.3% (1H25) 已经成为绝对利润支柱。公司购物中心运营能力远超同业，零售额方面，1-9M25 累计零售额同比增 20-25%，同店增 10-15%，重奢定位的 14 个购物中心同店增速高于整体，均远超同期社零增速的 3.0%；国庆期间，公司购物中心整体零售额同比增 25%，同店增速低双位数，重奢定位的 14 个购物中心同店增 20%，对比上海重点商圈销售额同比 10.2%的增速，显著更强。外拓方面，公司在 10 月底已落地 8 个项目，预计全年 10 个的目标将有序完成。新开业方面，截至 9 月，公司开业购物中心 10 个，预计全年 14 个的目标也将稳步达成。我们预估购物中心板块的收入/毛利润增速将在 25 年达 18%/27%，得益于毛利率显著提高 5.9 个百分点至约 78.5%，毛利贡献占比也进一步提升 5 个百分点至约 60%。
- **基础物管板块：三方外拓持续发力。** 公司全年三方外拓目标年化合同金额约 10 亿元，截至 9 月已完成近 8 亿元。基于今年公司依然属于处于低质项目退盘阶段 (1H25 退盘约 1,300 万方) 及当前经济环境下受到的收缴率挑战，我们预估全年综合在管面积增长约 6%。住宅板块收入及毛利润分别同比增 6.5/1.7%，毛利率主要受增值服务拖累。
- **100%派息。** 公司在 2023/2024/1H25 均维持 100%派息，预计全年将继续维持 100%派息，对应股息率达 4.4%，在央企中具备较高吸引力。
- **维持买入评级。** 上调目标价 18%至 51.84 港元，主要由于目标市盈率倍数上调 5%至 23x，且对应年份滚动到 2026 年。目标上调 5%主要由于公司估值更高的零售板块业务表现好于预期，将贡献更高的盈利占比。公司具备高于同业的盈利增速、多元化布局以及较有吸引力的股息率，在央企同业中优势凸显，维持买入评级。风险：1) 经济下行超预期；2) 三方拓展不及预期；3) 应收账款减值等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	14,767	17,043	18,154	19,698	21,172
同比增长 (%)	22.9	15.4	6.5	8.5	7.5
净利润 (百万人民币)	2,928.7	3,629.4	4,186.5	4,681.3	5,169.5
每股收益 (人民币)	1.28	1.59	1.83	2.05	2.26
同比增长 (%)	32.8	23.9	15.3	11.8	10.4
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	1.79	2.03	2.28
市盈率 (倍)	30.2	24.4	21.1	18.9	17.1
市净率 (倍)	5.5	5.4	6.2	6.0	5.8
股息 (%)	1.2	1.7	4.6	5.2	5.7
股本回报率 (%)	19.4	22.4	27.2	32.1	34.2

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	51.84 港元
(此前目标价)	43.86 港元)
潜在升幅	21.5%
当前股价	42.66 港元

中国物业服务

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	97,392.8
3 月平均流通量(百万港元)	208.7
52 周内股价高/低(港元)	46.12/27.30
总股本 (百万)	2283.0

资料来源：FactSet

股东结构

华润集团	72.3%
Free float	27.7%

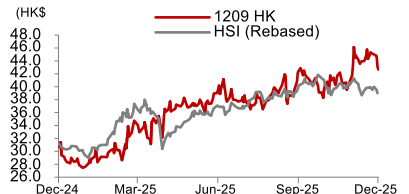
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	2.2%	6.6%
3 - 月	0.4%	3.0%
6 - 月	7.6%	1.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	12,016	14,767	17,043	18,154	19,698	21,172
销售成本	(8,405)	(10,073)	(11,433)	(11,636)	(12,447)	(13,200)
毛利	3,611	4,694	5,609	6,519	7,251	7,972
运营费用	(619)	(668)	(602)	(747)	(812)	(875)
销售费用	(151)	(285)	(291)	(210)	(226)	(240)
行政费用	(1,053)	(950)	(975)	(1,021)	(1,098)	(1,169)
其他	585	567	664	483	511	535
运营利润	2,992	4,027	5,008	5,772	6,439	7,097
其他收入	580	577	705	483	511	535
其他盈亏	5	(10)	(40)	0	0	0
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	1	3	3	3	3	3
净利息收入(支出)	(87)	(117)	(116)	(111)	(108)	(106)
其他	2,407	3,460	4,344	5,288	5,928	6,563
税前利润	2,906	3,912	4,895	5,664	6,334	6,994
所得税	(693)	(969)	(1,165)	(1,348)	(1,507)	(1,665)
税后利润	2,213	2,943	3,730	4,316	4,826	5,329
非控股权益	(7)	(14)	(101)	(130)	(145)	(160)
净利润	2,206	2,929	3,629	4,186	4,681	5,170
总股息	1,002	1,098	1,468	4,064	4,559	5,047

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	15,839	19,518	16,480	14,128	15,064	15,999
现金与现金等价物	12,593	11,580	9,599	9,809	10,398	11,003
限定用途现金	130	67	2,707	99	99	99
应收账款	1,558	1,996	2,383	2,520	2,734	2,939
存货	148	203	242	244	261	277
预付款项	1,410	1,621	1,449	1,355	1,470	1,581
以公允价值计入损益的资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产	9,999	8,265	12,659	12,861	13,064	13,267
物业及厂房及设备 (净额)	569	552	615	837	1,059	1,282
使用权资产	103	112	87	87	87	87
递延税项	125	117	143	143	143	143
合资及联营公司投资	2	4	7	7	7	7
无形资产	1,470	1,574	1,364	1,344	1,324	1,304
其他非流动资产	3,367	3,804	4,161	4,161	4,161	4,161
总资产	25,838	27,783	29,140	26,989	28,128	29,266
流动负债	8,040	8,340	9,058	9,084	9,720	10,316
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	1,339	1,546	1,723	1,685	1,803	1,912
应付税款	118	235	331	331	331	331
租赁负债	100	152	133	133	133	133
合同负债	1,832	2,172	2,302	2,428	2,634	2,832
应计费用	4,651	4,121	4,534	4,473	4,784	5,074
非流动负债	3,473	3,408	3,386	3,386	3,386	3,386
融资租赁承担	2,302	2,267	2,175	2,175	2,175	2,175
递延收入	14	13	10	10	10	10
其他非流动负债	765	906	1,024	1,024	1,024	1,024
总负债	11,512	11,747	12,444	12,470	13,106	13,701
股东权益总额	14,280	15,948	16,500	14,323	14,827	15,368
少数股东权益	46	88	196	196	196	196
总负债和股东权益	25,838	27,783	29,140	26,989	28,128	29,266

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	2,906	3,912	4,895	5,664	6,334	6,994
折旧摊销	235	275	356	120	120	120
税款	(651)	(735)	(974)	(1,348)	(1,507)	(1,665)
营运资金变化	(237)	(120)	468	(20)	289	265
其他	(362)	(291)	(486)	0	0	0
净经营现金流	1,891	3,042	4,259	4,416	5,235	5,715
投资现金流						
资本开支	(121)	(582)	(392)	(380)	(380)	(380)
其他	0	0	(2,541)	0	0	0
净投资现金流	(1,064)	(1,827)	(2,964)	(114)	(87)	(63)
融资现金流						
已支付股息	(963)	(2,090)	(3,052)	(4,064)	(4,559)	(5,047)
净借贷	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	28	0	0	0
净融资现金流	(1,936)	(2,228)	(3,277)	(4,064)	(4,559)	(5,047)
净现金流变动						
年初现金	13,698	12,593	11,580	9,571	9,809	10,398
汇率变动	3	1	1	0	0	0
年末现金	12,593	11,580	9,599	9,809	10,398	11,003
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	35.4%	22.9%	15.4%	6.5%	8.5%	7.5%
毛利润	30.9%	30.0%	19.5%	16.2%	11.2%	9.9%
经营利润	23.9%	34.6%	24.4%	15.3%	11.6%	10.2%
净利润	27.9%	32.8%	23.9%	15.3%	11.8%	10.4%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	30.1%	31.8%	32.9%	35.9%	36.8%	37.7%
营业利润率	24.9%	27.3%	29.4%	31.8%	32.7%	33.5%
股本回报率	15.7%	19.4%	22.4%	27.2%	32.1%	34.2%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	2.0	2.3	1.8	1.6	1.5	1.6
应收账款周转天数	6.4	7.3	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转天数	47.3	49.3	50.7	50.7	50.7	50.7
应付账款周转天数	58.2	56.0	52.9	52.9	52.9	52.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	40.1	30.2	24.4	21.1	18.9	17.1
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	6.2	5.5	5.4	6.2	6.0	5.8
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	1.1	1.2	1.7	4.6	5.2	5.7
企业价值	14,279.7	15,948.2	16,500.4	14,323.5	14,826.7	15,368.5
企业价值 / 销售额	1.2	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。