

【广发地产&海外】华润万象生活 (01209.HK)

十四五完美收官，十五五增长动能充足

核心观点:

- **业绩超预期，连续三年 100%派息。**根据 25 年度业绩公告，公司营收 180.2 亿元，同比+5.1% (重述后，下同)，毛利润 64.06 亿元，同比+13.3%，归母净利润 39.69 亿元，同比+10.3%，核心净利润 39.5 亿元，同比+13.7%，分红 39.51 亿元，相对于核心净利润派息率 100%。
- **利润率持续改善。**25 年整体毛利率提升 2.5pct 至 35.5%，商业航道、物业航道毛利率分别为 63.1%、18.0%，同比提升 2.9、1.0pct，其中购物中心毛利率提升 3.3pct 至 75.9%，高毛利业务占比提升也有贡献，25 年公司核心净利润率为 21.9%，同比提升 1.6pct。
- **收入预测：26-28 年预计收入分别+10%、+10%、+9%。**商业航道预计 26-28 年收入同比分别+14%、+13%、+12%，主要是购物中心拉动，预计 26-28 年零售额增长同比+18%、+16%、+13%。物业航道预计 26-28 年收入分别同比+6%、+7%、+6%，城市空间是物管发力重点。
- **业绩预测：预计 26-28 年核心净利润 44、49、55 亿元。**购物中心收入高增长叠加盈利改善，带动整体毛利率上升，预计 25 年核心净利润率 22.3%，同比提升 0.4pct，27-28 年随着购物中心占比的提升，核心净利润率还将上升至 22.8%、23.4%。预计 26-28 年公司整体核心净利润 44、49、55 亿元，同比分别+12%、+12%、+12%。
- **盈利预测与投资建议。**十五五将是公司商业发展的重要窗口期，兼顾规模化与高质量。合理价值方面，公司近三年 PE 均值为 23x，公司 26 年以来 PE 均值为 25x，考虑到公司业绩表现超预期，且属于“消费+高股息”稀缺标的，基于 26 年核心净利润，给予公司 PE=25X，对应合理价值为 1103 亿元人民币 (港币兑人民币 0.87945)，对应港币每股合理价值为 54.95 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**消费市场表现低迷；城市空间竞争加剧；应收款减值风险。

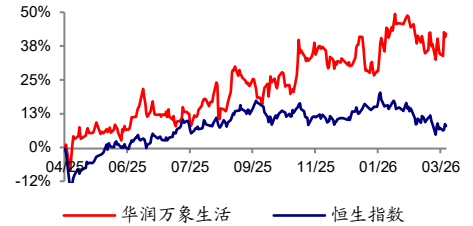
盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	17,043	18,022	19,780	21,679	23,584
增长率 (%)	15.4%	5.7%	9.8%	9.6%	8.8%
EBITDA	5,367	5,464	6,424	7,130	7,875
归母净利润	3,629	3,969	4,432	4,960	5,533
增长率 (%)	23.9%	9.4%	11.7%	11.9%	11.6%
EPS (元/股)	1.59	1.74	1.94	2.17	2.42
市盈率 (P/E)	16.0	21.7	21.2	19.0	17.0
ROE (%)	22.0%	25.7%	28.6%	32.0%	26.3%
EV/EBITDA	9.0	14.8	13.8	12.4	10.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	46.84 港元
合理价值	54.95 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-07

相对市场表现



分析师: 郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师: 邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发地产&海外】华润万象生活 (01209.HK): 购物中心表现亮眼, 规模与质量并行 2026-01-22

表 1: 华润万象生活年度业绩及经营情况

财务数据	2021	2022	2023	2024	2025
收入汇总 (亿元)	88.8	120.2	147.7	170.4	180.2
同比	31%	35%	23%	15%	5.1%
1.商业航道-总收入 (亿元)	35.7	42.1	51.7	62.7	69.1
同比	23%	18%	23%	21%	10%
1.1 商业航道-购物中心收入 (亿元)	21.3	24.8	32.4	42.1	47.7
同比		16.5%	30.5%	30.0%	13.3%
1.2 商业航道-写字楼收入 (亿元)	14.4	17.3	19.3	20.7	21.4
同比	32%	21%	11%	7%	3%
2.物业航道收入 (亿元)	53.1	78.0	96.0	107.1	108.5
同比	37%	47%	23%	12%	1%
2.1 社区空间收入 (亿元)	47.5	68.6	82.6	88.9	88.1
同比		44%	20%	8%	-1%
2.2 城市空间收入 (亿元)	5.6	9.4	13.4	18.2	20.4
同比		68%	42%	36%	12%
3.生态圈业务 (亿元)				0.53	2.69
毛利率	31.1%	30.1%	31.8%	32.9%	35.5%
1.商业航道	48.6%	50.7%	58.4%	60.2%	63.1%
1.1 购物中心	62.4%	62.4%	71.9%	72.6%	75.9%
1.2 写字楼	28.1%	34.1%	35.6%	34.9%	34.5%
2.物业航道	19.3%	18.9%	17.5%	17.0%	18.0%
2.1 社区空间	19.3%	18.9%	18.3%	17.8%	19.0%
2.2 城市空间			12.3%	12.9%	13.4%
3.生态圈业务				25.0%	36.9%
三费费用 (亿元)	9.53	12.91	13.52	13.82	14.69
三费费用率	10.7%	10.7%	9.2%	8.1%	8.2%
除税前溢利 (亿元)	23.37	29.06	39.12	48.95	53.53
同比	105.9%	24.3%	34.6%	25.1%	9.4%
所得税 (亿元)	-6.10	-6.93	-9.69	-11.65	-12.70
税率	-26.1%	-23.8%	-24.8%	-23.8%	-23.7%
少数股东损益 (亿元)	0.01	0.07	0.14	1.01	1.15
占比	0.1%	0.3%	0.5%	2.7%	2.8%
归母净利润 (亿元)	17.25	22.06	29.29	36.29	39.69
同比	110.9%	27.9%	32.8%	23.9%	10.3%
归母净利润率	19.4%	18.4%	19.8%	21.3%	22.0%
归母-核心净利润 (亿元)	0.23	-0.19	0.09	1.22	0.19
核心净利润 (亿元)	17.02	22.25	29.20	35.07	39.50
同比	108.6%	30.7%	31.2%	20.1%	13.7%
核心净利润率	19.2%	18.5%	19.8%	20.6%	21.9%
总分红 (亿元)	6.30	18.64	29.19	35.06	39.51
1.一般分红	6.30	10.10	16.07	21.04	23.69
2.特别股息		8.53	13.12	14.01	15.82

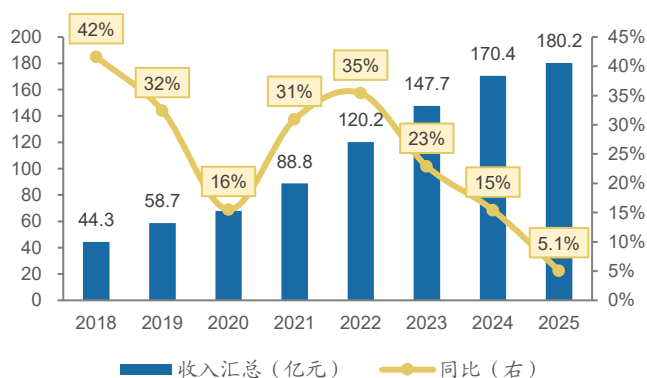
总分红/核心净利润	37%	82%	100%	100%	100%
年均市值 (亿元)	807	739	759	564	775
股息率	0.8%	2.5%	3.8%	6.2%	5.1%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

一、业绩超预期，连续三年 100%派息

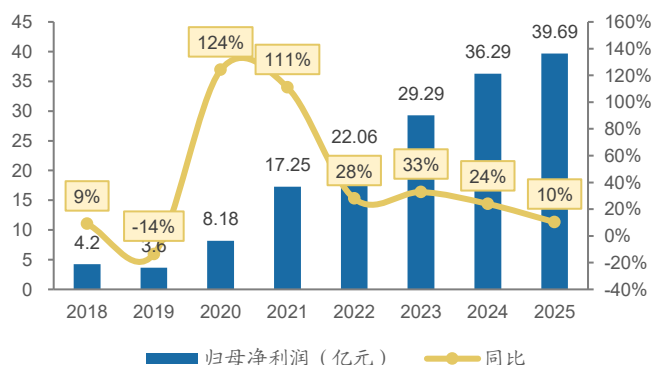
业绩超预期。25年公司实现营收180.2亿元，同比+5.1%，毛利润64.06亿元，同比+13.3%，归母净利润39.69亿元，同比+10.3%，核心净利润39.5亿元，同比+13.7%，全年总分红39.51亿元，相对于核心净利润派息率100%（连续三年）。

图 1：华润万象生活营收及增速



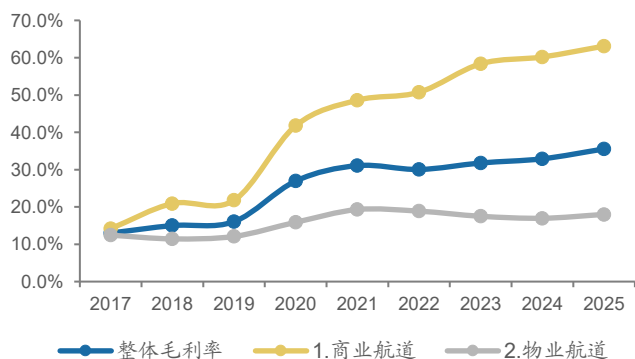
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：华润万象生活归母净利润及增速



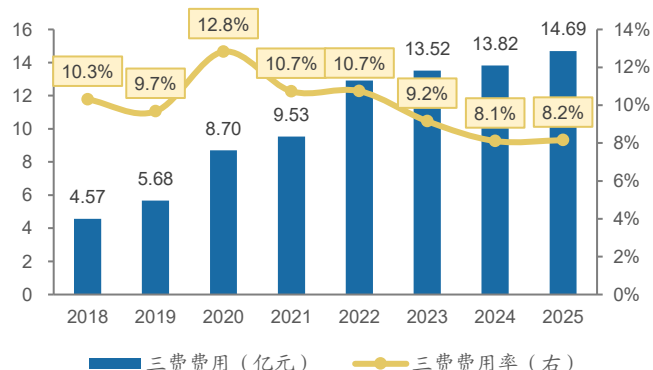
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：华润万象生活毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4：华润万象生活三费费用率

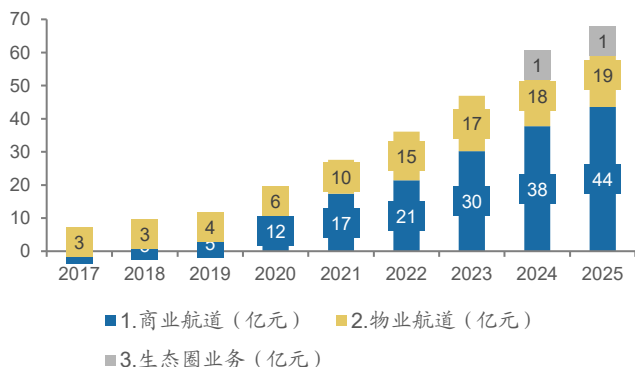


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

22-25年公司收入同比分别增长35%、23%、15%、5%，其中22-25年商业航道收入分别同比+18%、+23%、+21%、+10%，物业航道22-25年分别同比+47%、+23%、+12%、+1%，物业航道增速放缓明显，公司十五五从社区空间转型城市空间服务商转型。

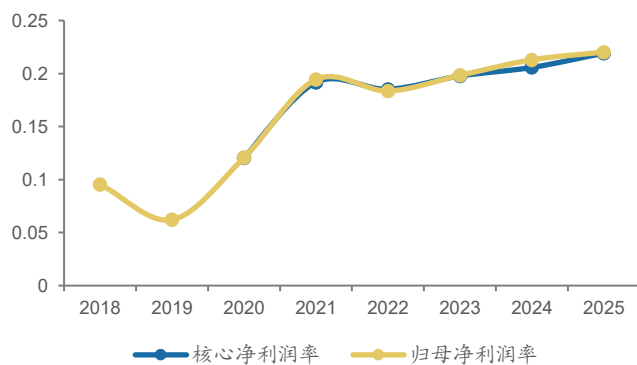
利润率持续改善。25年整体毛利率35.5%，较24年提升2.5pct，商业航道、物业航道毛利率分别为63.1%、18.0%，同比提升2.9、1.0pct，其中购物中心毛利率提升3.3pct至75.9%，写字楼毛利率下降0.4pct至34.5%，社区空间提升1.2pct至19.0%，城市空间提升0.5pct至13.4%，生态圈提升1.2pct至36.9%，除写字楼外均在改善。费用方面，公司当期销售、管理费用率分别为1.6%、5.9%，较24年分别-0.3pct、持平。25年公司核心净利润率为21.9%，同比提升1.6pct。

图 5：华润万象生活分业务毛利润



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：华润万象生活利润率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、商业航道：25年零售额同店增长12.2%

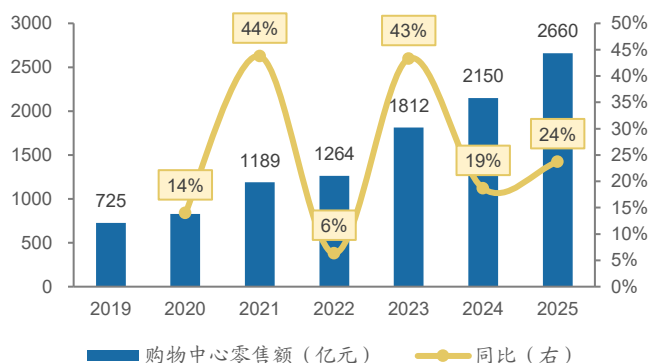
商业航道分为购物中心、写字楼两部分。

首先看购物中心，25年购物中心收入47.68亿元，同比+13.3%，占商业航道收入比重提升至69%（提升2pct），其中运营/物管/分租分别32.8/4.3/10.6亿元，同比分别+12%/-15%/+36%，物管收入下降与新开数量减少，开业前（包干制）收入占比降低有关。

25年购物中心客流20.4亿人次，同比+32.7%，会员7488万人，同比+31.3%，零售额25年2660亿元，同比+23.7%，可同比+12.2%，其中：重奢零售额+18.5%，可同比+15.3%（重奢品类可同比+5.6%，非奢可同比+22.7%）；非奢项目同比+26.9%，可同比+10.4%。

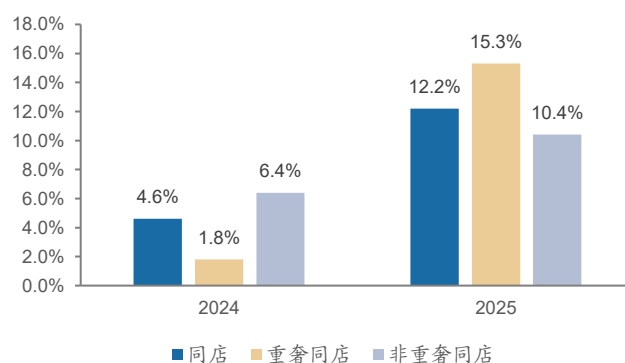
25年业主端租金307亿元，同比+17%，租售比11.5%，同比回落0.7pct，NOI为201亿元，同比+18%，NOI Margin上升0.6pct至65.7%。

图 7：华润万象生活购物中心零售额及增速



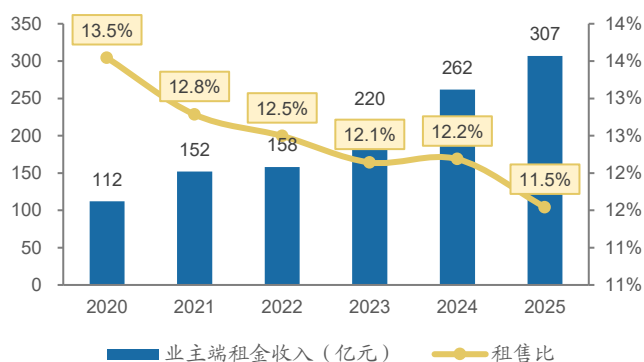
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：华润万象生活购物中心零售额同店增速



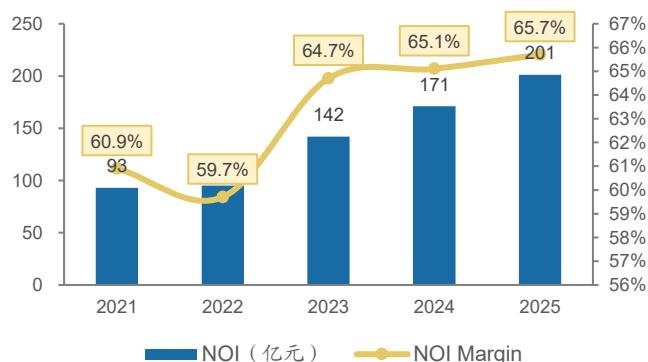
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 9：华润万象生活购物中心业主租金及增速



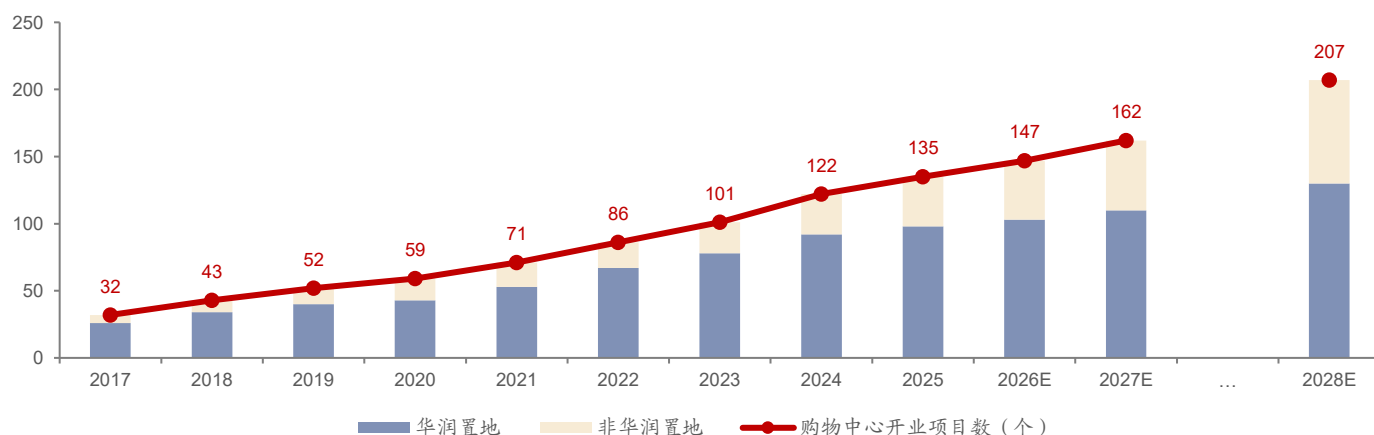
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 10：华润万象生活购物中心NOI及NOI Margin



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 11：购物中心开业项目数（个）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心；注：2028E 为 2028 年及以后

购物中心预测方面，预计26、27年购物中心开业数量增至147、162个，21-27年平均每年新增15个，假设28年新增12个至174个，单店零售额26-28年同比分别+8%、+5%、+5%，由此得到26-28年零售额同比增长18%、16%、13%。

25年业主端租金收入307亿元，同比+17%，租售比回落0.7pct至11.5%，假设26-28年维持租售比不变，NOI Margin维持在65.5%的水平，那么26-28年NOI分别为236、274、313亿元，运营成本分别为125、144、165亿元，华润万象生活购物中心收入/运营成本在23-25年比重分别为41.5%、46.3%、45.0%，假设26-28年维持45%不变，那么对应商业航道购物中心收入56.1、64.9、74.2亿元，同比分别+17.6%、+15.7%、+14.3%。

表 2：华润万象生活商业航道收入预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
1.商业航道-总收入(亿元)	35.7	42.1	51.7	62.7	69.1	78.8	89.1	99.9
同比	23%	18%	23%	21%	10%	14%	13%	12%
购物中心零售额(亿元)	1189	1264	1812	2150	2660	3128	3620	4082
同比	44%	6%	43%	19%	24%	18%	16%	13%
购物中心开业项目数(个)	71	86	101	122	135	147	162	174
华润置地	53	67	78	92	98	103	110	115
集团/第三方	18	19	23	30	37	44	52	59
单店零售额(亿元/座)	17	15	18	18	20	21	22	23
同比	19%	-12%	22%	-2%	12%	8%	5%	5%
业主端租金收入(亿元)	152	158	220	262	307	361	418	478
同比	36%	4%	39%	19%	17%	18%	16%	14%
租售比	12.8%	12.5%	12.1%	12.2%	11.5%	11.5%	11.5%	11.7%
NOI(亿元)	93	95	142	171	201	236	274	313
同比		2.2%	49.5%	20.4%	18%	17.6%	15.7%	14.3%
NOI Margin	60.9%	59.7%	64.7%	65.1%	65.7%	65.5%	65.5%	65.5%
运营成本(亿元)	59	63	78	91	106	125	144	165
运营成本/收入	38.8%	39.9%	35.5%	34.7%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
1.1 商业航道-购物中心收入(亿元)	21.3	24.8	32.4	42.1	47.7	56.1	64.9	74.2
同比		16.5%	30.5%	30.0%	13.3%	17.6%	15.7%	14.3%
购物中心收入/运营成本	36.1%	39.4%	41.5%	46.3%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
1.2 商业航道-写字楼收入(亿元)	14.4	17.3	19.3	20.7	21.4	22.7	24.2	25.7
同比	32%	21%	11%	7%	3%	6%	6%	6%
运营收入	1.6	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
物管收入	12.8	16.1	18.0	19.4	20.2	21.6	23.0	24.6
物管收入/面积(元/平/年)	155	134	121	116	111	108	105	102
同比	-14%	-14%	-9%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%
写字楼物业管理建面(万方)	821	1200	1482	1669	1815	1997	2196	2416
同比	44%	46%	24%	13%	9%	10%	10%	10%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

写字楼方面，25年公司写字楼收入21.4亿元，同比+3%，其中运营/物管分别1.2/20.2亿元，同比分别-11%/+4%，期末管理面积1815万方，同比+9%，单位面积管理费-4%，25年写字楼出租率提升3.6pct至77.2%。

预测方面，写字楼收入以物管收入为主，根据写字楼合同建面与在管建面的关系，预计26-28年写字楼在管面积分别+10%、+10%、+10%，预计26-28年单位面积物管收入同比分别-3%、-3%、-3%，整体写字楼板块收入26-28年为22.7、24.2、25.7亿元，同比+6%、+6%、+6%。

结合购物中心、写字楼收入预测，商管航道26-28年收入分别为78.8、89.1、99.9亿元，预计同比分别+14%、+13%、+12%。

三、物业航道：城市空间 25 年收入增长 12%

物业航道分为社区空间和城市空间。

第一，社区空间。25年收入88.1亿元，同比-1%，其中基础物管/业主增值/非业主增值规模71.7/11.2/5.2亿元，同比分别+8%/-26%/-28%，业主增值服务减少与剥离部分盈利弱的业务有关，其中出售货物车位收入同比减少2.2亿元，非业主增值服务减少与置地拿地交付面积减少有关。期末社区空间在管项目1437个，面积2.8亿平，同比+3%，合同数量1519个，合同面积3.0亿平，同比+0.2%。

第二，物业航道-城市空间：25年收入20.4亿元，同比+12%，城市空间在物业航道收入占比提升2pct至19%，其中基础物业/增值服务分别为19.11亿/1.29元，同比+15%/-17%。25年在管项目437个，在管面积1.28亿平，同比+2.3%，主要为第三方拓展。

表 3：华润万象生活物业航道收入及毛利率分拆

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
物业航道收入 (亿元)	38.84	53.10	78.02	96.01	107.15	108.47
社区空间	38.84	53.10	78.02	82.65	88.94	88.07
基础物管服务	29.23	37.72	55.73	60.18	66.60	71.71
业主增值服务	3.88	7.25	12.56	14.26	15.16	11.17
非业主增值服务	5.73	8.13	9.73	8.21	7.18	5.20
城市空间				13.36	18.21	20.40
基础物业服务				12.28	16.66	19.11
增值服务				1.08	1.55	1.29
物业航道收入同比	12%	37%	47%	23%	12%	1.1%
社区空间	12%	37%	47%	6%	8%	-1.1%
基础物管服务	10%	29%	48%	8%	11%	7.5%

业主增值服务	31%	87%	73%	14%	6%	-26.3%
非业主增值服务	13%	42%	20%	-16%	-12%	-27.7%
城市空间					36%	12.0%
基础物业服务					36%	15%
增值服务					44%	-17%
物业航道毛利润 (亿元)	6.17	10.25	14.73	16.78	18.19	19.49
社区空间	6.17	10.25	14.73	16.78	15.84	16.77
基础物管服务	3.59	5.67	7.83	9.87	9.59	11.40
业主增值服务	1.24	1.99	3.34	4.07	3.88	4.09
非业主增值服务	1.34	2.59	3.56	2.84	2.37	1.28
城市空间					2.35	2.74
基础物业服务					2.03	2.45
增值服务					0.31	0.30
物业航道毛利率	15.9%	19.3%	18.9%	17.5%	17.0%	18.0%
社区空间	15.9%	19.3%	18.9%	18.3%	17.8%	19.0%
基础物管服务	12.3%	15.0%	14.0%	14.0%	14.4%	15.9%
业主增值服务	31.8%	27.5%	26.6%	27.2%	25.6%	36.6%
非业主增值服务	23.5%	31.9%	36.5%	34.3%	33.0%	24.7%
城市空间				12.3%	12.9%	13.4%
基础物业服务				11.7%	12.2%	12.8%
增值服务				19.6%	20.1%	22.9%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

整体来看，物管整体（含购物中心）25年总在管面积4.41亿平，同比+3.5%，总合同面积4.84亿平，同比+3.4%。

表 4：华润万象生活在管面积、合约面积

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总合同建面 (万方)	12791	16036	20892	38059	44007	46830	48440
同比		25.4%	30%	82%	16%	6%	3.4%
社区空间	11809	14292	18590	35064	40649	30232	30278
城市空间			-	-	-	12678	13823
购物中心	395	1010	1301	1477	1480	1780	2080
写字楼	586	734	1000	1518	1878	2140	2252
总在管面积 (万方)	10272	11838	16242	30614	38075	42580	44080
同比	-	-	37%	88%	24%	12%	3.5%
社区空间	9209	10656	14683	28517	35534	27145	28026
城市空间			-	-	-	12494	12779
购物中心	548	613	738	897	1059	1269	1432
写字楼	516	569	821	1200	1482	1669	1815

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

物管航道预测方面，首先社区空间预计在管面积增速放缓，预计26-28年同比增长3%，单位面积收入26年下降1%，27-28年维持持平，社区空间收入26-28年分别为89.8、92.5、95.3亿元，同比+2%、+3%、+3%。

城市空间，是公司十五五物管保持高增长的主要驱动力，预计26-28年收入同比26%、21%、16%，其中面积分别同比+20%、+15%、+10%，单位面积收入分别同比+5%、+5%、+5%。

物管航道26-28年总收入分别为115.5、123.5、131.1亿元，同比分别+6%、+7%、+6%，当然如果有理想并购机遇，为公司带来额外增量，收入增速或能达到双位数。

表 5：华润万象生活物业航道及总收入预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
1.商业航道-总收入 (亿元)	35.7	42.1	51.7	62.7	69.1	78.8	89.1	99.9
同比	23%	18%	23%	21%	10%	14%	13%	12%
1.1 商业航道-购物中心收入 (亿元)	21.3	24.8	32.4	42.1	47.7	56.1	64.9	74.2
同比		16.5%	30.5%	30.0%	13.3%	17.6%	15.7%	14.3%
1.2 商业航道-写字楼收入 (亿元)	14.4	17.3	19.3	20.7	21.4	22.7	24.2	25.7
同比	32%	21%	11%	7%	3%	6%	6%	6%
2.物业航道收入 (亿元)	53.1	78.0	96.0	107.1	108.5	115.5	123.5	131.1
同比	37%	47%	23%	12%	1%	6%	7%	6%
2.1 社区空间收入 (亿元)	47.5	68.6	82.6	88.9	88.1	89.8	92.5	95.3
同比		44%	20%	8%	-1%	2%	3%	3%
社区空间：在管面积 (万方)	11750	22040	25103	27145	28026	28866	29732	30624
同比	18%	88%	14%	8%	3%	3%	3%	3%
社区空间收入/在管面积 (元/平)	40.4	31.1	32.9	32.8	31.4	31.1	31.1	31.1
同比		-23%	6%	0%	-4%	-1%	0%	0%
2.2 城市空间收入 (亿元)	5.6	9.4	13.4	18.2	20.4	25.7	31.0	35.8
同比		68%	42%	36%	12%	26%	21%	16%
城市空间：在管面积 (万方)	2933	6477	10431	12494	12779	15335	17635	19399
同比	313%	121%	61%	20%	2%	20%	15%	10%
城市空间收入/在管面积 (元/平)	19.1	14.5	12.8	14.6	16.0	16.8	17.6	18.5
同比		-24%	-12%	14%	10%	5%	5%	5%
3.生态圈业务 (亿元)				0.53	2.69	3.49	4.19	4.82
收入汇总 (亿元)	88.8	120.2	147.7	170.4	180.2	197.8	216.8	235.8
同比	31%	35%	23%	15%	5%	9.8%	9.6%	8.8%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、生态圈业务：高速增长长期

生态圈业务，包括会员运营与营销服务、化妆品自营、咨询服务及文化运营服务，生态圈业务是公司潜在增长的重要赛道。

25年公司内收购华润网络，扭亏为盈，华润网络25年实现收入1.1亿元，毛利7671万元，会员总数8300万，同比+36%，重点业务三加一（会员积分运营、数字化交易、线上生产+数字营销）。

25年生态圈业务2.69亿元，同比（重列后）增长72%，预计26-28年处于高速发展通道，收入分别为3.5、4.2、4.8亿元，同比+30%、+20%、+15%。

五、盈利预测和投资建议

十五五是公司规模发展重要窗口，兼顾规模化与高质量。规模化在于新拓展与轻资产外拓并重；高质量在于大客流、大会员战略，占有私域流量并完成变现。

基于上面三部分业务的分析，我们预测26-28年华润万象生活收入同比分别为197.8、216.8、235.8亿元，同比+10%、+10%、+9%。

毛利率方面，25年公司整体毛利率35.5%，较24年有明显回升，这里面既有结构性因素（高毛利业务占比提升）的影响，也有商管、物管、生态圈三类业态毛利率同步改善的影响。随着公司高毛利的购物中心贡献不断提升，预计26-28年还会维持这样的趋势，预计26-28年整体毛利率分别为36.3%、36.9%、37.7%。

25年归母和核心净利润的差异为：核心净利润39.5亿元=归母净利润39.69亿元-投资物业的重估及递延税项1.61亿元+0.7亿无形资产摊销及递延税项+0.76亿元公允价值变动-0.04亿元无形资产处置及对应所得税，假设差异在26-28年保持不变。公司费用率水平、所得税比例相对平稳，预计26-28年公司归母净利润44.3、49.6、55.3亿元，核心净利润44.1、49.4、55.1亿元，同比分别+12%、+12%、+12%。

表 6：华润万象生活盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入汇总 (亿元)	88.8	120.2	147.7	170.4	180.2	197.8	216.8	235.8
同比	31%	35%	23%	15%	5%	9.8%	9.6%	8.8%
1.商业航道-总收入 (亿元)	35.7	42.1	51.7	62.7	69.1	78.8	89.1	99.9
同比	23%	18%	23%	21%	10%	14%	13%	12%
2.物业航道收入 (亿元)	53.1	78.0	96.0	107.1	108.5	115.5	123.5	131.1
同比	37%	47%	23%	12%	1%	6%	7%	6%
3.生态圈业务 (亿元)				0.53	2.69	3.49	4.19	4.82

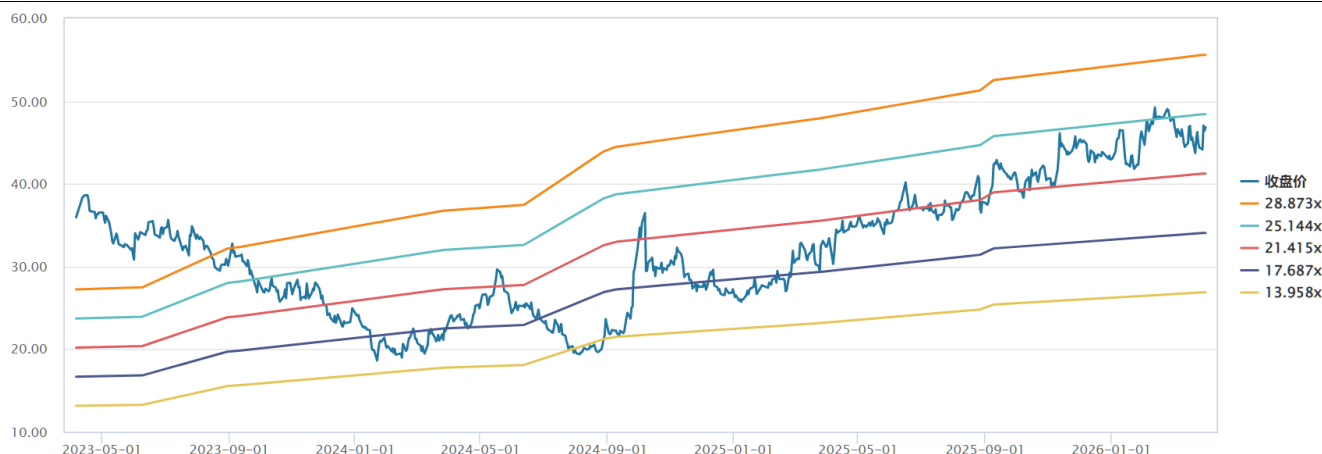
毛利率		31.1%	30.1%	31.8%	32.9%	35.5%	36.3%	36.9%	37.7%
1.商业航道		48.6%	50.7%	58.4%	60.2%	63.1%	63.5%	63.9%	64.4%
1.1 购物中心		62.4%	62.4%	71.9%	72.6%	75.9%	75.5%	75.0%	75.0%
1.2 写字楼		28.1%	34.1%	35.6%	34.9%	34.5%	34.0%	34.0%	34.0%
2.物业航道		19.3%	18.9%	17.5%	17.0%	18.0%	17.7%	17.5%	17.4%
2.1 社区空间		19.3%	18.9%	18.3%	17.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
2.2 城市空间				12.3%	12.9%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%
3.生态圈业务					25.0%	36.9%	37.0%	37.0%	37.0%
毛利润汇总 (亿元)		27.59	36.11	46.94	56.09	64.06	71.76	80.04	88.93
	同比	51.0%	30.9%	30.0%	19.5%	14.2%	12.0%	11.5%	11.1%
归母净利润 (亿元)		17.2	22.1	29.3	36.3	39.7	44.3	49.6	55.3
	同比	110.9%	27.9%	32.8%	23.9%	10.3%	11.7%	11.9%	11.5%
	归母净利润率	19.4%	18.4%	19.8%	21.3%	22.0%	22.4%	22.9%	23.5%
核心净利润 (亿元)		17.0	22.3	29.2	35.1	39.5	44.1	49.4	55.1
	同比	108.6%	30.7%	31.2%	20.1%	13.7%	12%	12%	12%
	核心净利润率	19.2%	18.5%	19.8%	20.6%	21.9%	22.3%	22.8%	23.4%
总分红 (亿元)			18.64	29.19	35.06	39.51	44.10	49.39	55.11
	总分红/核心净利润		84%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

派息方面，公司23-25年连续三年分红/核心净利润比例均为100% (含特别股息)，预计后续维持应派尽派的派息策略，积极回馈股东，按照100%核心净利润计算，26-28年派息规模分别对应44、49、55亿元。

合理价值方面，公司近三年PE均值为23x，公司26年以来PE均值为25x，考虑到公司业绩表现超预期，且属于“消费+高股息”稀缺标的，基于26年核心净利润，给予公司PE=25X，对应合理价值为1103亿元人民币，参考26年4月3日汇率（港币兑人民币0.87945），对应港币每股合理价值为54.95港元/股，维持“买入”评级。

图 12: 华润万象生活近三年PE-band (收盘价单位: 港元/股)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、风险提示

（一）消费市场表现或低于预期

公司商业航道购物中心零售额增长有比较明显来自与市场份额提升的贡献，也是公司发挥自身优势的体现，若未来消费市场整体疲软，或对公司经营情况产生一定压力。

（二）城市空间竞争加剧

公司物管领域在城市空间持续发力，竞争相对激烈或导致利润率承压，非住宅领域的能力建设至关重要。

（三）应收款减值风险

公司未必能够完全收回物业管理费、增值服务费、运营服务费或租金，因而可能导致贸易应收款项减值。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	16,480	14,616	14,402	14,722	20,549
现金及现金等价物	9,599	5,538	5,535	5,593	11,156
应收账款及票据	2,383	2,736	2,527	2,770	3,014
存货	242	248	245	266	286
其他	4,257	6,094	6,094	6,094	6,094
非流动资产合计	12,659	14,435	14,435	14,435	14,435
固定资产净值	615	590	590	590	590
长期投资	8,640	10,687	10,687	10,687	10,687
商誉及无形资产	3,261	2,867	2,867	2,867	2,867
其他	144	291	291	291	291
资产总额	29,140	29,051	28,837	29,157	34,984
流动负债合计	9,058	10,197	9,826	9,977	10,121
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,723	2,157	1,786	1,937	2,081
其他	7,335	8,040	8,040	8,040	8,040
非流动负债合计	3,386	3,160	3,160	3,160	3,160
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,386	3,160	3,160	3,160	3,160
总负债	12,444	13,357	12,986	13,138	13,282
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	16,500	15,462	15,484	15,504	21,037
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	16,500	15,462	15,484	15,504	21,037
少数股东权益	196	232	367	516	665
股东权益合计	16,696	15,694	15,851	16,020	21,702
负债及股东权益合计	29,140	29,051	28,837	29,157	34,984

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	17,043	18,022	19,780	21,679	23,584
营业成本	11,433	11,616	12,604	13,674	14,691
毛利	5,609	6,406	7,176	8,004	8,893
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	291	296	316	325	354
行政管理费用	975	1,063	1,147	1,257	1,368
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	81	188	192	195	199
营业利润	4,263	4,859	5,521	6,227	6,972
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	116	111	133	142	142
权益性投资损益	3	3	3	3	3
其他非经营性损益	745	602	600	600	600
除税前利润	4,895	5,353	5,990	6,688	7,433
所得税	1,165	1,270	1,423	1,578	1,750
合并净利润	3,730	4,084	4,567	5,109	5,683
少数股东损益	101	115	135	149	149
归母净利润	3,629	3,969	4,432	4,960	5,533

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	4,259	-	4,238	4,836	5,402
合并净利润	3,730	-	4,567	5,109	5,683
折旧与摊销	356	-	300	300	300
营运资本变动	468	-	-160	-112	-119
其他非经营性调整	-195	-	-470	-461	-461
投资活动现金流净额	-2,964	-	303	303	303
处置固定资产收益	7	-	600	600	600
资本性支出	-392	-	-300	-300	-300
投资资产支出	-501	-	0	0	0
其他	-2,078	-	3	3	3
融资活动现金流净额	-3,306	-	-4,543	-5,082	-142
长期债权融资	-261	-	0	0	0
股权融资	0	-	0	0	0
支付股利	-3,052	-	-4,410	-4,940	0
其他	7	-	-133	-142	-142
现金净增加额	-2,009	-4033	-3	57	5,563
期初现金余额	11,580	9571	5,538	5,535	5,593
期末现金余额	9,571	5538	5,535	5,593	11,156

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	15.4%	5.7%	9.8%	9.6%	8.8%
营业利润增长率	25.0%	14.0%	13.6%	12.8%	12.0%
归母净利润增长率	23.9%	9.4%	11.7%	11.9%	11.6%
获利能力					
毛利率	32.9%	35.5%	36.3%	36.9%	37.7%
净利率	21.9%	22.7%	23.1%	23.6%	24.1%
ROE	22.0%	25.7%	28.6%	32.0%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	42.7%	46.0%	45.0%	45.1%	38.0%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.4	1.5	1.5	2.0
利息保障倍数	43.3	49.2	45.9	48.2	53.4
营运能力					
应收账款周转天数	46.2	51.1	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	7.0	7.6	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	51.5	60.1	51.0	51.0	51.0
每股指标					
每股收益	1.59	1.74	1.94	2.17	2.42
每股净资产	7.31	6.88	6.94	7.02	9.51
每股经营现金流	1.87	-	1.86	2.12	2.37
估值比率					
PE	16.0	21.7	21.2	19.0	17.0
PB	3.5	5.6	6.1	6.1	4.5
EV/EBITDA	9.0	14.8	13.8	12.4	10.5

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛 恬：资深分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。