

# 华润万象生活 (01209.HK)

## 营收结构优化，盈利能力提升，保持派息率 100%

优于大市

### 核心观点

**核心净利润同比+14%，派息率保持 100%**。2025 年，公司实现营业收入 180 亿元，同比+5%；核心净利润 40 亿元，同比+14%；核心净利率 21.9%，同比提升 1.7pct，主要因为毛利率 35.5%，同比提升了 2.6pct。拆分业务结构，公司主营业务物业航道和商业航道，2025 年毛利率分别为 18%和 63%，同比分别提升了 1pct 和 3pct。2025 年，公司管理及销售费用率合计为 7.5%，同比小幅提升 0.1pct。公司经营效率和资产回报率均持续提升，2025 年资产周转率 62%，同比提升 2pct；加权 ROE 为 25%，同比提升 3pct。公司重视股东回报，2025 年连同特别股息在内每股派息合计 1.731 元/股，实现派息率连续 3 年 100%。

**商业航道收入稳步增长，购物中心毛利率靓丽**。2025 年，公司商业航道收入为 69 亿元，同比+10%；收入和毛利占公司整体的比重分别为 38%和 68%，同比分别提升 1.7pct 和 1.2pct。细拆业务构成，购物中心收入和毛利占商业航道整体的比重分别为 69%和 83%，同比分别提升 2.0pct 和 2.1pct。2025 年，购物中心收入为 48 亿元，同比+13%；毛利率 75.9%，同比提升 3.3pct；购物中心在管项目出租率 97.2%，同比提升 0.5pct；项目租售比 11.5%，运营费占比 15.5%，均保持在合理水平。截至 2025 年末，公司在营购物中心项目数为 135 个，同比增加 13 个，管理面积 1489 万 $m^2$ ，同比+13%，且储备项目较多，收入利润潜在增量空间仍较大；135 个在营购物中心里，有 54 个项目零售额排名当地市场第一，同比增加 4 个；105 个排名前三，同比增加 19 个，占比 78%。2025 年，写字楼收入 21 亿元，同比+3%；毛利率 34.5%，同比降低 0.4pct；在营项目出租率 77.2%，同比提升 3.6pct。

**物业航道规模增速放缓，社区空间业务结构优化**。2025 年，公司物业航道收入为 108 亿元，同比+1%。截至 2025 年末，公司物管在管面积为 4.3 亿 $m^2$ ，同比+3%；合约面积 4.6 亿 $m^2$ ，同比+3%。细拆业务构成，2025 年社区空间业务的在管面积、营业收入和毛利占物业航道整体的比重分别为 66%、81%和 86%，仍占据主导地位。2025 年，公司社区空间业务收入为 88 亿元，同比-1%，主要受增值服务业务下滑的影响（基础物业服务收入同比+8%、社区增值服务收入同比-26%、非业主增值服务收入同比-28%）；毛利率 19%，同比提升 1pct，主要受核心业务盈利能力改善拉动（基础物业服务毛利率同比+2pct、社区增值服务毛利率同比+11pct、非业主增值服务毛利率同比-8pct）；其中核心业务的收入和毛利占社区空间业务的比重分别为 94%和 93%，连续 4 年提升，业务结构不断优化。2025 年，公司城市空间收入为 20 亿元，同比+12%；毛利率 13.4%，同比提升 0.5%。

**投资建议：**我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 44.5/49.4 亿元（原值为 45.6/49.6 亿元），对应每股收益分别为 1.95/2.16 元，对应当前股价 PE 为 22.1/19.9 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**物业航道规模扩张速度和新项目单价不及预期；消费景气度不及预期，拖累购物中心经营业绩；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 房地产 · 房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

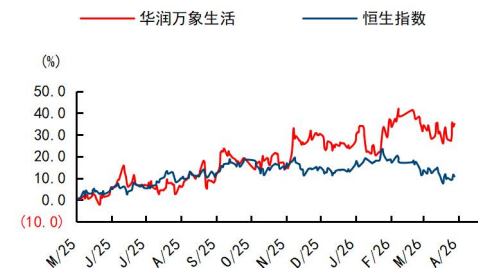
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.84 港元
总市值/流通市值	106912/106912 百万港元
52 周最高价/最低价	50.35/29.80 港元
近 3 个月日均成交额	188.91 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《华润万象生活 (01209.HK) - 商业航道收入利润贡献双增，首次在中期实现派息率 100%》——2025-09-04
- 《华润万象生活 (01209.HK) - 商业航道保持优势，高派息率回馈股东》——2025-04-16
- 《华润万象生活 (01209.HK) - 核心净利润同比增长 24%，派发特别股息》——2024-08-30

**盈利预测和财务指标**

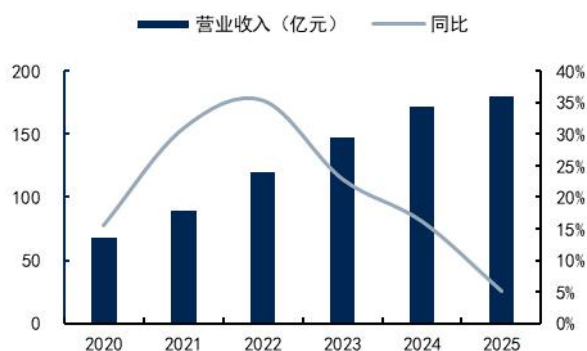
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,043	18,022	19,835	21,418	22,906
(+/-%)	15.4%	5.7%	10.1%	8.0%	7.0%
归母净利润(百万元)	3629	3969	4451	4938	5399
(+/-%)	23.9%	9.4%	12.1%	11.0%	9.3%
每股收益(元)	1.59	1.74	1.95	2.16	2.37
EBIT Margin	25.0%	27.0%	28.4%	29.7%	30.8%
净资产收益率(ROE)	22.4%	24.8%	28.8%	31.9%	34.9%
市盈率(PE)	27.1	24.8	22.1	19.9	18.2
EV/EBITDA	23.9	21.2	18.9	17.3	15.7
市净率(PB)	5.95	6.36	6.36	6.36	6.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

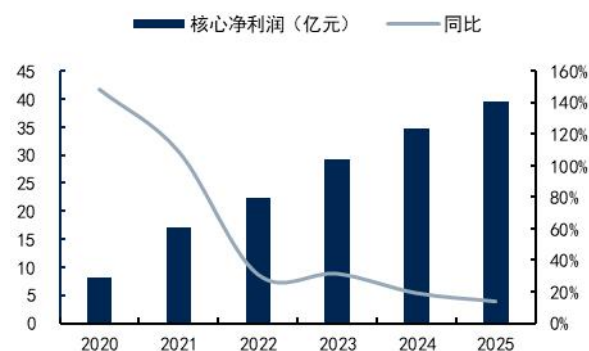
**核心净利润同比+14%，派息率保持 100%。**2025 年，公司实现营业收入 180 亿元，同比+5%；核心净利润 40 亿元，同比+14%；核心净利率 21.9%，同比提升 1.7pct，主要因为毛利率 35.5%，同比提升了 2.6pct。拆分业务结构，公司主营业务物业航道和商业航道，2025 年毛利率分别为 18%和 63%，同比分别提升了 1pct 和 3pct。2025 年，公司管理及销售费用率合计为 7.5%，同比小幅提升 0.1pct。公司经营效率和资产回报率均持续提升，2025 年资产周转率 62%，同比提升 2pct；加权 ROE 为 25%，同比提升 3pct。公司重视股东回报，2025 年连同特别股息在内每股派息合计 1.731 元/股，实现派息率连续 3 年 100%。

图1：公司历年营业收入及同比



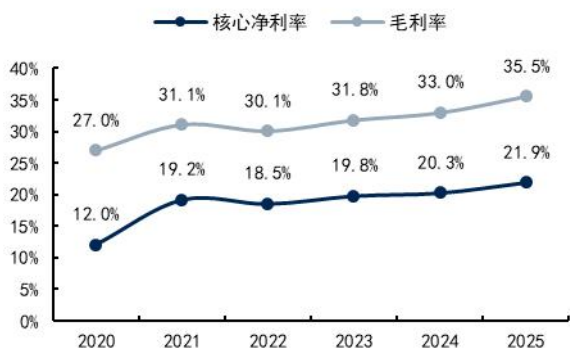
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司历年核心净利润及同比



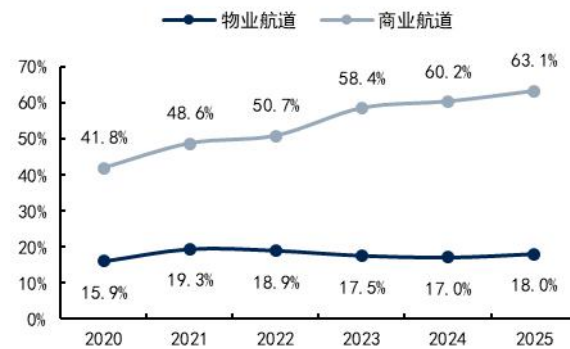
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司历年毛利率及核心净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司历年各主营业务毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年管理及销售费用率



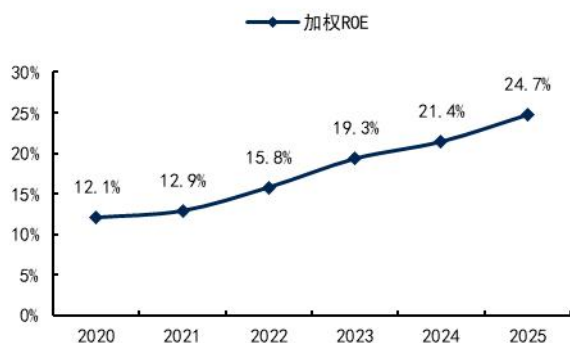
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年资产周转率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年加权 ROE



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

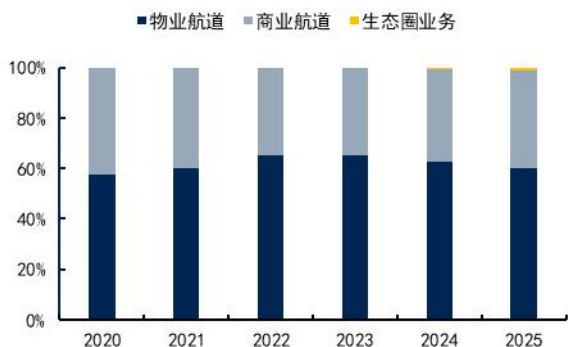
图8: 公司历年派息率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

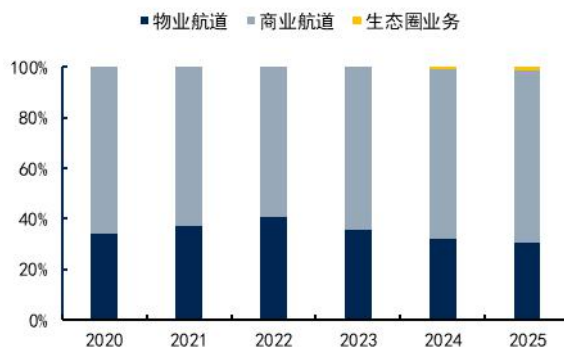
**商业航道收入稳步增长, 购物中心毛利率靓丽。**2025 年, 公司商业航道收入为 69 亿元, 同比+10%; 收入和毛利占公司整体的比重分别为 38%和 68%, 同比分别提升 1.7pct 和 1.2pct。细拆业务构成, 购物中心收入和毛利占商业航道整体的比重分别为 69%和 83%, 同比分别提升 2.0pct 和 2.1pct。2025 年, 购物中心收入为 48 亿元, 同比+13%; 毛利率 75.9%, 同比提升 3.3pct; 购物中心在管项目出租率 97.2%, 同比提升 0.5pct; 项目租售比 11.5%, 运管费占比 15.5%, 均保持在合理水平。截至 2025 年末, 公司在营购物中心项目数为 135 个, 同比增加 13 个, 管理面积 1489 万 m<sup>2</sup>, 同比+13%, 且储备项目较多, 收入利润潜在增量空间仍较大; 135 个在营购物中心里, 有 54 个项目零售额排名当地市场第一, 同比增加 4 个; 105 个排名前三, 同比增加 19 个, 占比 78%。2025 年, 写字楼收入 21 亿元, 同比+3%; 毛利率 34.5%, 同比降低 0.4pct; 在营项目出租率 77.2%, 同比提升 3.6pct。

图9: 公司历年各主营业务收入占比



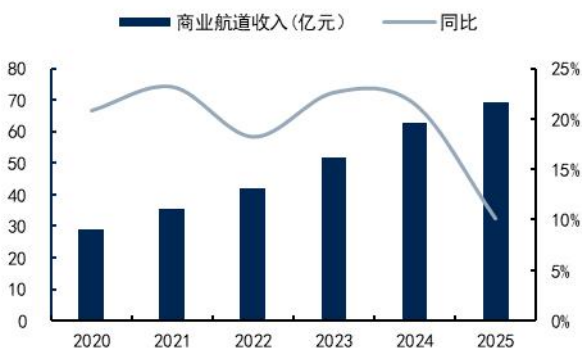
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 公司历年各主营业务毛利润占比



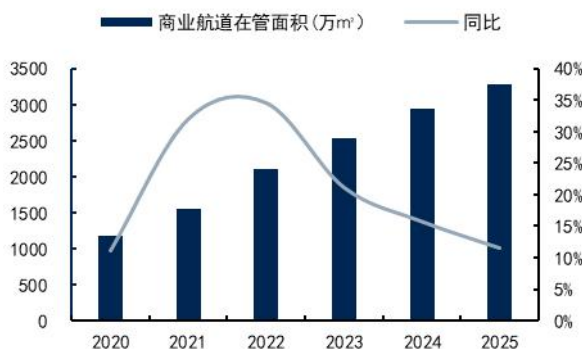
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司商业航道收入及同比



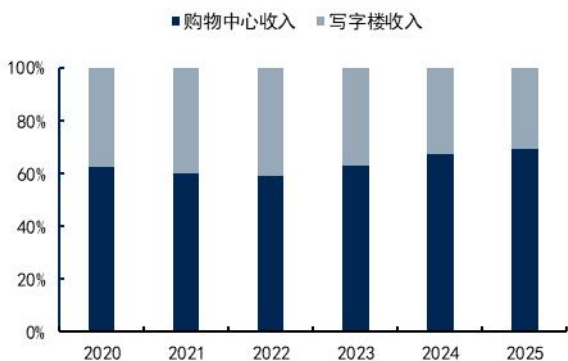
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司商业航道在管面积及同比



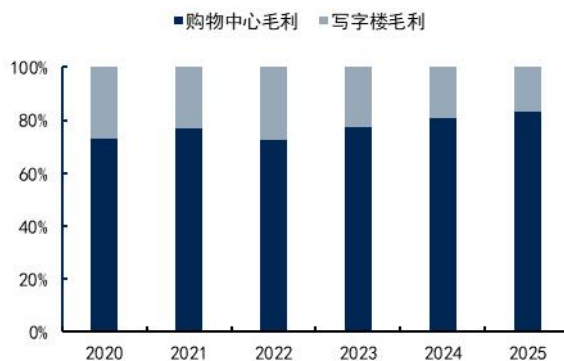
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 公司商业航道各业务类型收入占比



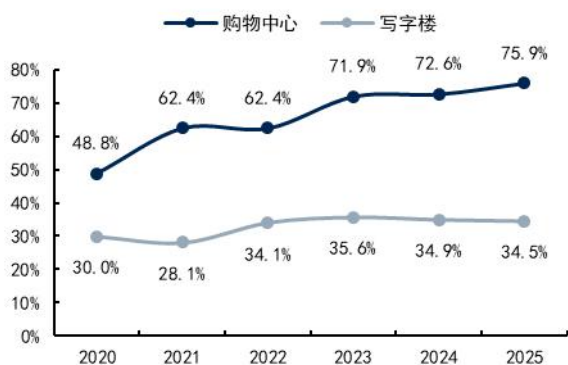
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司商业航道各业务类型毛利润占比



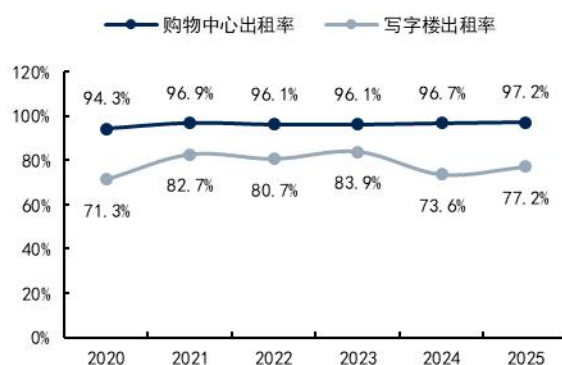
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司商业航道各业务类型毛利率



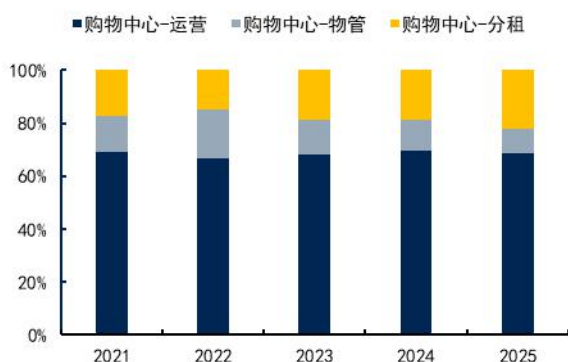
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司商业航道各业务类型出租率



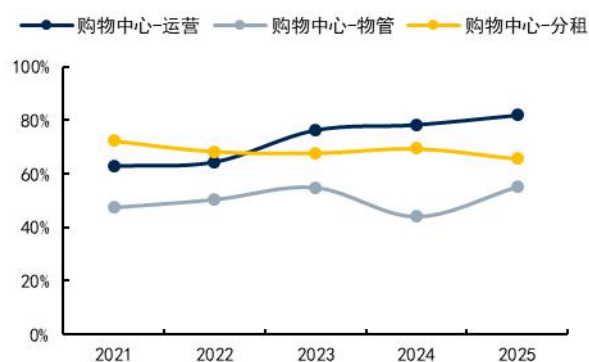
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司购物中心各业务类型收入占比



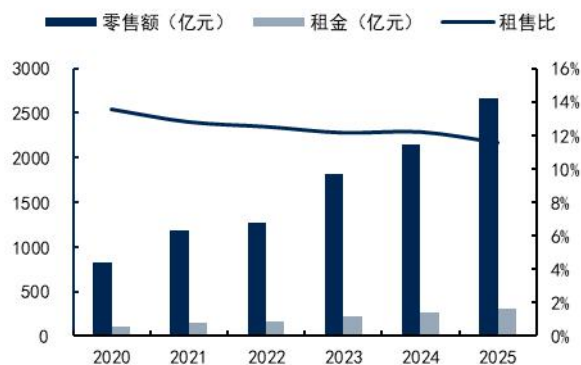
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司购物中心各业务类型毛利率



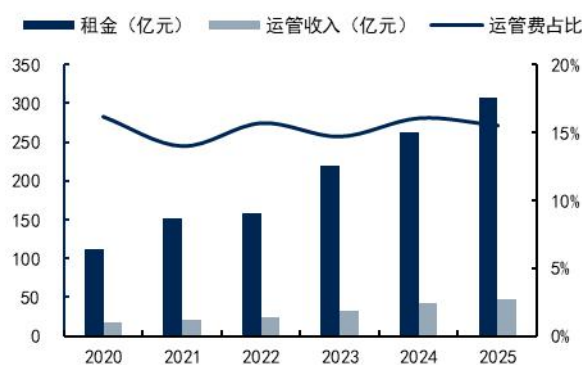
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 公司在管购物中心租售比



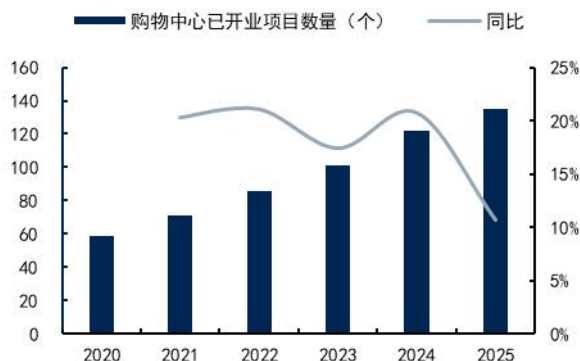
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图20: 公司在管购物中心运管费占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图21: 公司购物中心已开业数量及同比



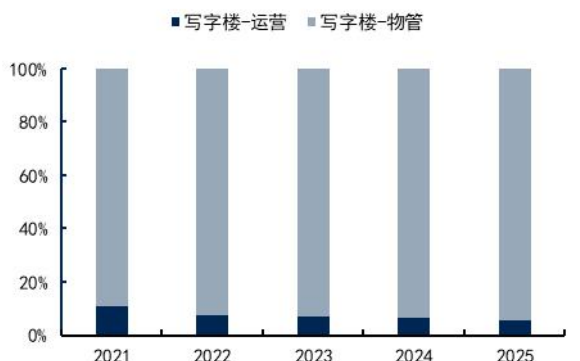
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图22: 公司购物中心项目零售额当地排名



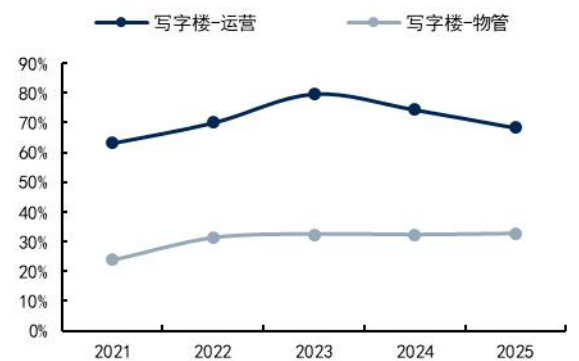
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图23: 公司写字楼各业务类型收入占比



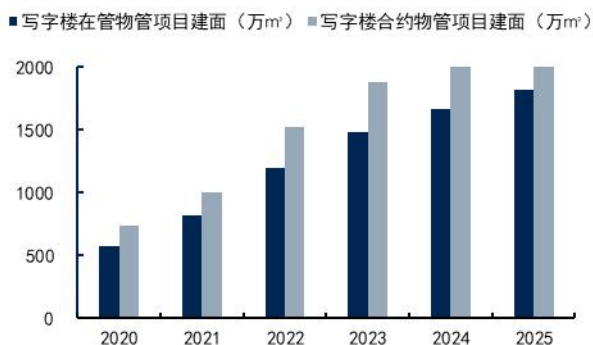
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图24: 公司写字楼各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 公司写字楼物管项目在管和合约建面



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

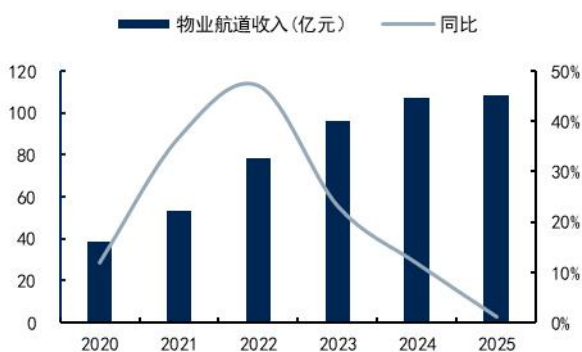
图26: 公司写字楼运营项目在管和合约建面



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

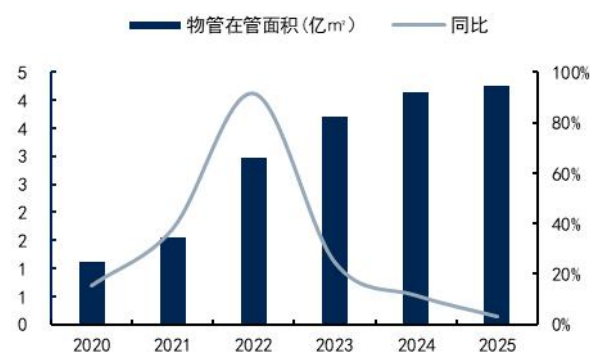
物业航道规模增速放缓，社区空间业务结构优化。2025 年，公司物业航道收入为 108 亿元，同比+1%。截至 2025 年末，公司物管在管面积为 4.3 亿 $m^2$ ，同比+3%；合约面积 4.6 亿 $m^2$ ，同比+3%。细拆业务构成，2025 年社区空间业务的在管面积、营业收入和毛利占物业航道整体的比重分别为 66%、81%和 86%，仍占据主导地位。2025 年，公司社区空间业务收入为 88 亿元，同比-1%，主要受增值服务业务下滑的影响（基础物业服务收入同比+8%、社区增值服务收入同比-26%、非业主增值服务收入同比-28%）；毛利率 19%，同比提升 1pct，主要受核心业务盈利能力改善拉动（基础物业服务毛利率同比+2pct、社区增值服务毛利率同比+11pct、非业主增值服务毛利率同比-8pct）；其中核心业务的收入和毛利占社区空间业务的比重分别为 94%和 93%，连续 4 年提升，业务结构不断优化。2025 年，公司城市空间收入为 20 亿元，同比+12%；毛利率 13.4%，同比提升 0.5%。

图27：公司物业航道收入及同比



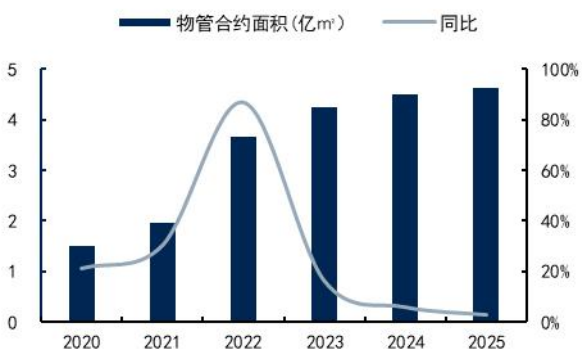
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图28：公司物业航道在管面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：公司物业航道合约面积及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图30：公司物业航道各业务类型在管面积



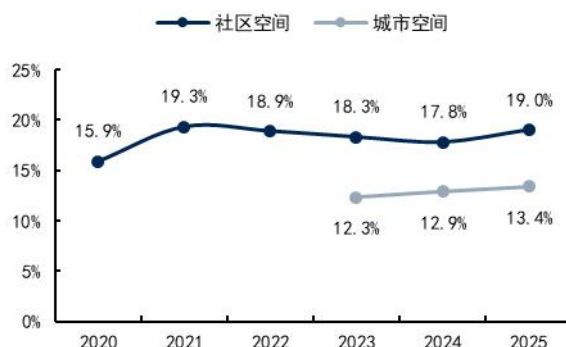
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31: 公司物业航道各业务类型收入占比



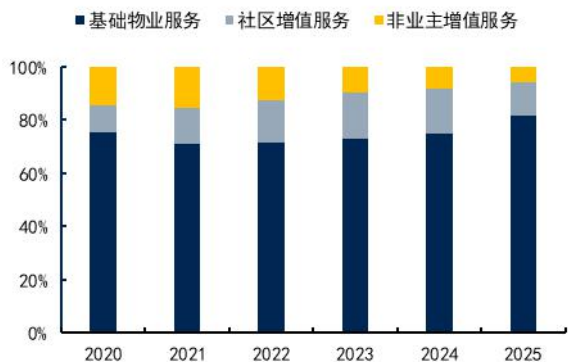
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图32: 公司物业航道各业务类型毛利率



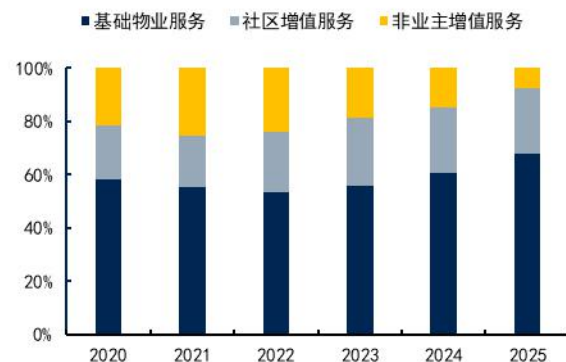
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图33: 公司社区空间各业务类型收入占比



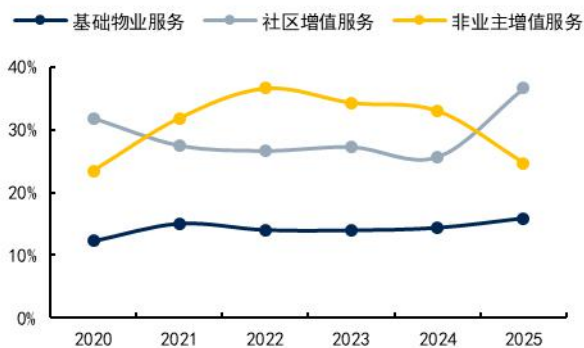
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图34: 公司社区空间各业务类型毛利占比



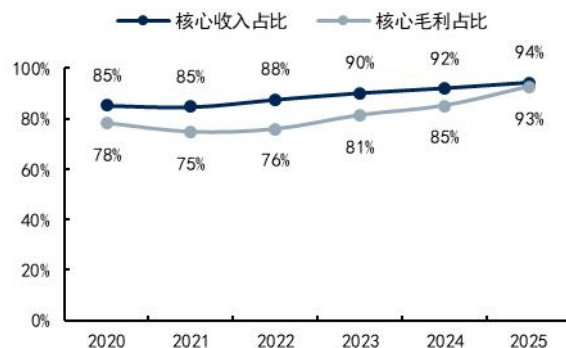
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图35: 公司社区空间各业务类型毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图36: 公司社区空间核心业务收入及毛利占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 44.5/49.4 亿元（原值为 45.6/49.6 亿元），对应每股收益分别为 1.95/2.16 元，对应当前股价 PE 为 22.1/19.9 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**物业航道规模扩张速度和新项目单价不及预期；消费景气度不及预期，拖累购物中心经营业绩；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9571	9256	9225	9197	9171	营业收入	17043	18022	19835	21418	22906
应收款项	3638	4546	4347	4694	5021	营业成本	11433	11616	12548	13291	13987
存货净额	240	248	269	284	298	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	99	144	158	171	182	销售费用	291	296	317	343	367
<b>流动资产合计</b>	<b>16256</b>	<b>14616</b>	<b>14421</b>	<b>18486</b>	<b>18812</b>	管理费用	1056	1251	1329	1414	1489
固定资产	614	590	1144	1643	2085	财务费用	116	111	(164)	(104)	(43)
无形资产及其他	3254	2867	2774	2680	2587	投资收益	0	0	3	3	4
投资性房地产	8776	10971	10971	10971	10971	资产减值及公允价值变动	0	0	300	300	300
长期股权投资	7	8	8	8	8	其他收入	748	605	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>28908</b>	<b>29051</b>	<b>29317</b>	<b>33788</b>	<b>34462</b>	营业利润	4895	5353	6109	6778	7410
短期借款及交易性金融负债	0	0	128	4010	4138	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2207	2761	2687	2838	2978	<b>利润总额</b>	<b>4895</b>	<b>5353</b>	<b>6109</b>	<b>6778</b>	<b>7410</b>
其他流动负债	6621	7436	7648	8086	8493	所得税费用	1165	1270	1527	1694	1853
<b>流动负债合计</b>	<b>8828</b>	<b>10197</b>	<b>10464</b>	<b>14934</b>	<b>15608</b>	少数股东损益	101	115	131	145	159
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3629</b>	<b>3969</b>	<b>4451</b>	<b>4938</b>	<b>5399</b>
其他长期负债	3359	3160	3160	3160	3160						
<b>长期负债合计</b>	<b>3359</b>	<b>3160</b>	<b>3160</b>	<b>3160</b>	<b>3160</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>12187</b>	<b>13357</b>	<b>13624</b>	<b>18094</b>	<b>18769</b>	净利润	3629	3969	4451	4938	5399
少数股东权益	196	232	232	232	232	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	16525	15462	15462	15462	15462	折旧摊销	356	400	289	344	402
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28908</b>	<b>29051</b>	<b>29317</b>	<b>33788</b>	<b>34462</b>	公允价值变动损失	0	0	(300)	(300)	(300)
						财务费用	116	111	(164)	(104)	(43)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(4305)	(1985)	301	214	194
每股收益	1.59	1.74	1.95	2.16	2.37	其它	4579	1697	0	0	0
每股红利	1.54	1.73	1.95	2.16	2.37	<b>经营活动现金流</b>	<b>4259</b>	<b>4081</b>	<b>4741</b>	<b>5197</b>	<b>5695</b>
每股净资产	7.24	6.77	6.77	6.77	6.77	资本开支	(418)	(375)	(450)	(450)	(450)
ROIC	25%	25%	28%	31%	34%	其它投资现金流	1344	2287	0	(3718)	0
ROE	22%	25%	29%	32%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2964)</b>	<b>0</b>	<b>(450)</b>	<b>(4168)</b>	<b>(450)</b>
毛利率	33%	36%	37%	38%	39%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	27%	28%	30%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	30%	31%	33%	支付股利、利息	(3507)	(3950)	(4451)	(4938)	(5399)
收入增长	15%	6%	10%	8%	7%	其它融资现金流	4399	3290	128	3881	128
净利润增长率	24%	9%	12%	11%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3306)</b>	<b>0</b>	<b>(4322)</b>	<b>(1057)</b>	<b>(5271)</b>
资产负债率	43%	47%	47%	54%	55%	现金净变动	(2009)	(315)	(32)	(28)	(26)
息率	3.6%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	货币资金的期初余额	11580	9571	9256	9225	9197
P/E	27.1	24.8	22.1	19.9	18.2	货币资金的期末余额	9571	9256	9225	9197	9171
P/B	6.0	6.4	6.4	6.4	6.4	企业自由现金流	0	1747	4371	4887	5443
EV/EBITDA	24	21	19	17	16	权益自由现金流	0	4953	4622	8846	5604

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032