

2026年4月10日

### 【公司评论】

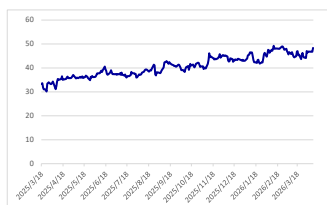
罗凡环  
+852 2532 1962  
Simon.luo@firstshanghai.com.hk

黄佳杰  
+ 852-25321599  
harry.huang@firstshanghai.com.hk

行业 地产物管  
股价 48.42 港元

市值 1101 亿港元  
已发行股本 22.83 亿股  
52 周高/低 50.35 港元/29.8 港元  
每股净现值 7.5 港元

股价表现



### 华润万象生活（1209.HK）：核心财务指标均跑赢大势，股东回报领先行业

#### 高质量增长，连续三年 100% 派息率

华润万象生活 2025 年营业收入为 180.2 亿元，同比增长 5.1%，其中，商业航道收入 69.1 亿元，同比增长 10.1%；物业航道收入 108.5 亿元，同比增长 1.1%；生态圈业务收入 2.7 亿元，同比增长 72.2%。公司 25 年毛利润为 64.1 亿元，同比增长 13.3%，整体毛利率为 35.5%，同比增长 2.5 个百分点，创上市以来新高；核心净利润为 39.5 亿元，同比增长了 13.7%。25 年末公司在手现金 157.97 亿元，经营性净现金流覆盖核心利润倍数 103.3%，资产负债表现极其稳健。华润万象生活重视股东回报，连续三年实现核心净利润 100% 分派，派发末期股息每股 0.509 元，特别股息每股 0.341 元，上市五年累计派息人民币 131.04 亿元，累计派息率达 86.9%。

#### 商管航道：重奢稳健，积极探索新产品线

零售表现：135 个在营项目零售额达 2,660 亿元，可同比增速 12.2%。全业态领跑，无论是重奢高端项目（可比增长 15.3%）还是非奢品类（生活方式、运动户外等可比增长 22.7%），都实现了双位数增长。在全球奢侈品市场波动背景下，公司重奢项目零售额仍录得 18.5% 的增长，行业领先地位明显。创新产品线跑通：深圳湾万象城二期、万象滨海购物村（奥莱+微度假）等新模式已验证成功，为未来增长打开了新空间。

#### 物业航道：从传统服务向“城市空间运营服务商”转型

结构优化：公司期末在管面积为 4.26 亿平方米，新增第三方合约面积中，其中 80% 位于一二线城市；面对行业“降价潮”，采取断舍离策略，主动退出 27 个低效项目 346 万平方米，提升整体资产质量。经营提效：基础物业服务毛利率提升至 15.2%。城市空间业务表现亮眼，全年收缴率为 92.6%，清欠率为 85.5%，处于行业领先水平。

#### 大会员：盈利逐步释放

会员总量突破 8300 万，同比增长了 36%；跑通积分运营模式，实现营收 1.1 亿元，万象星发放总额 13.1 亿元，通过跨场景联动实现了生态闭环。

#### 未来展望

公司将“十五五”战略定位升级为：“创建世界一流的城市品质生活服务商”。实行“123”策略，目标管理购物中心达 300 座，在营 200 座，新获 100 座。这意味着未来五年，商管业务仍将保持每年新开约 15 个项目的高频节奏。物管业务目标跻身行业综合发展质量前五。大会员目标营收和利润在期末实现翻番。2026 年指引：预计收入增速将与利润增速实现更好匹配，保持两位数增长。

图表 1: 盈利预测表

盈利摘要					
截至12月31日止财政年度	2024实际	2025实际	2026预测	2027预测	2028预测
营业收入(人民币百万元)	17,154	18,022	19,877	21,641	23,179
变动	0.7%	5.1%	10.3%	8.9%	7.1%
GAAP净利润(人民币百万元)	3,629	3,969	4,476	4,966	5,435
变动	23.9%	9.4%	12.8%	10.9%	9.4%
调整后EPS+(人民币元)	1.58	1.74	1.97	2.17	2.38
DPS	0.92	1.09	1.86	2.01	2.26
股息率	3.4	4.0	4.4	4.8	5.3

资料来源: 彭博

## 披露事项与免责声明

### 披露事项

--	--	--

### 免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



#### 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: <http://www.myStockhk.com>