

## 公司研究

## 购物中心经营出色，核心净利润 100%分派

## ——华润万象生活（1209.HK）跟踪报告

## 要点

**事件：关联房企华润置地一季度租金收入同比增长 14.0%；华润万象生活 2025 年归母净利润同比+10.3%，派息率 100%。**

1、关联房企华润置地（1109.HK）26Q1 实现合同销售金额 441.2 亿元，同比减少 13.8%，其中三月份实现合同销售金额 224.2 亿元，同比减少 14.1%；Q1 实现收入 133.3 亿元，同比增长 7.6%，其中经营性不动产收租型业务租金收入 91.6 亿元，同比增长 14.0%。

2、华润万象生活 2025 年收入 180.2 亿元，同比+5.1%（由于共同控制下的业务合并，2024 年数据经重列），其中商业板块收入 69.1 亿元，同比+10.1%；物业板块收入 108.5 亿元，同比+1.1%；生态圈业务收入 2.7 亿元，同比+72.2%。毛利为 64.1 亿元，同比+13.3%；毛利率为 35.5%，同比提升 2.5pct；归母净利润为 39.7 亿元，同比+10.3%。

公司宣派末期股息每股人民币 0.509 元，特别股息每股 0.341 元，结合中期股息及中期特别股息，公司 2025 年度实现核心净利润 100%分派。

**点评：购物中心经营出色，毛利率提升；现金流优异，高分红政策稳定。**

**1) 商管龙头韧性较强，购物中心经营业绩继续领跑全国市场。**2025 年公司新开业 14 座购物中心，全年在营 135 座购物中心零售额同比增长 23.7%，平均出租率 97.2%，较 2024 年末提升 0.5pct，在营购物中心租金收入 307 亿元，同比增长 16.9%，54 座购物中心零售额排名当地市场第一，105 座排名当地前三。写字楼方面，截至 2025 年末公司为 27 个写字楼提供商业运营服务，总建筑面积为 190 万平方米；为 233 个写字楼提供物业管理服务，总建筑面积为 1820 万平方米，2025 年写字楼业务收入为 21.4 亿元，同比增长 3.5%。

**2) 业务结构优化，毛利率稳步提升。**2025 年商业板块毛利为 43.6 亿元，同比增长 15.4%；毛利率为 63.1%，同比提升 2.9pct；通过深化成本精益管理、主动退出亏损项目、项目组合和资源结构优化等措施，物业板块毛利率提升，2025 年板块毛利为 19.5 亿元，同比增长 7.0%，毛利率为 18.0%，同比提升 1.0pct。

**3) 现金流优异，高分红政策稳定。**2025 年公司经营性现金流覆盖核心归母净利润比例为 103.3%，公司连续三年实现核心净利润 100%分派，股东回报丰厚。

**盈利预测、估值与评级：**公司在营购物中心经营业绩表现持续亮眼，商管业务增长动能强劲，关联方华润置地持续交付高质量物管项目，物管航道业绩增长保障性较强；考虑公司增值业务收入下滑，我们下调公司 26-27 年归母净利润预测至 43.0/46.8 亿元（原预测为 44.6/50.0 亿元），新增 2028 年预测为 50.7 亿元，对应 PE 为 22/21/19 倍，商管龙头业绩稳健，慷慨分红，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17,043	18,022	19,826	21,681	23,441
营业收入增长率	15.4%	5.7%	10.0%	9.4%	8.1%
归母净利润（百万元）	3,629	3,969	4,300	4,680	5,070
归母净利润增长率	23.9%	9.4%	8.3%	8.8%	8.3%
EPS（元）	1.59	1.74	1.88	2.05	2.22
ROE（归母，摊薄）	21.7%	25.3%	27.4%	27.3%	27.1%
P/E	26.6	24.3	22.4	20.6	19.0
P/B	5.8	6.1	6.1	5.6	5.2

资料来源：同花顺，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-4-15；汇率：1 港元=0.8754 元人民币

## 买入（维持）

当前价：48.22 港元

## 作者

分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

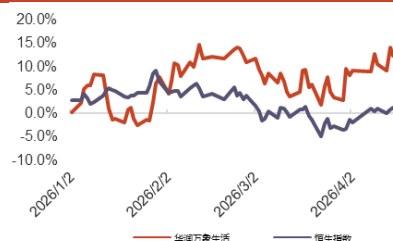
021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	22.83
总市值(亿港元)	1101
一年最低/最高(港元)	33.95/49.24
近 3 月换手率	9.94%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 相关研报

20250921 经营利润高增，派息持续慷慨——华润万象生活（1209.HK）跟踪报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,043	18,022	19,826	21,681	23,441
营业成本	-11,433	-11,616	-12,613	-13,636	-14,802
毛利	5,609	6,406	7,213	8,045	8,639
管理费用	-975	-1,063	-1,070	-1,170	-1,265
市场推广开支	-291	-296	-325	-356	-384
折旧及摊销	-356	-374	-405	-437	-467
投资物业之公允价值变动	41	264	45	46	46
其他收入及收益净额	705	338	266	178	189
其他支出-经营	-81	-188	-117	-207	-151
EBITDA	5,363	5,835	6,417	6,973	7,540
营业利润 EBIT	5,008	5,461	6,012	6,536	7,073
财务费用	-116	-111	-114	-116	-119
税前利润	4,895	5,353	5,898	6,420	6,955
所得税	-1,165	-1,270	-1,475	-1,605	-1,739
净利润 (含少数股东权益)	3,730	4,084	4,424	4,815	5,216
净利润 (不含少数股东权益)	3,629	3,969	4,300	4,680	5,070
总股本 (百万股)	2,283	2,283	2,283	2,283	2,283
EPS(元, 人民币)	1.59	1.74	1.88	2.05	2.22
资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	16,256	14,616	15,813	16,972	18,093
货币资金	9,571	5,538	6,037	6,520	6,976
应收款项-流动资产	2,366	2,736	3,001	3,237	3,486
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	1,272	1,810	2,009	2,216	2,414
受限制银行存款-流动资产	99	144	153	163	171
存货	240	248	273	300	330
非流动资产合计	12,652	14,435	14,536	15,130	15,728
固定资产-物业,厂房及设备	614	590	532	521	492
投资性房地产	4,160	4,705	4,250	4,296	4,342
无形资产	1,359	1,148	1,106	984	845
递延税项资产-非流动资产	143	280	308	336	364
有使用权资产-非流动资产	85	78	106	111	110
定期存款	4,473	4,673	5,141	5,655	6,220
资产总计	28,908	29,051	30,349	32,102	33,821
流动负债合计	8,828	10,197	11,405	11,646	11,737
应付账款	1,656	2,157	2,249	2,341	2,441
应计负债及其他应付款项	4,395	5,158	6,082	6,063	5,893
合同负债-流动负债	2,279	2,387	2,507	2,624	2,731
租赁-流动负债	133	131	144	158	174
应交税费	331	364	423	461	499
非流动负债合计	3,359	3,160	3,231	3,317	3,402
租赁-非流动负债	2,174	2,084	2,120	2,155	2,191
递延税项负债-非流动	1,024	1,048	1,101	1,152	1,199
其他负债	10	9	10	10	11
负债总计	12,187	13,357	14,636	14,964	15,139
股本金 (万元)	15	15	15	15	16
储备	16,525	15,462	15,481	16,885	18,406
少数股东权益	196	232	232	253	276
股东权益合计	16,721	15,694	15,714	17,139	18,682
现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,259	5,026	5,663	5,171	5,456
投资活动现金流	-2,964	-5,107	-885	-1,413	-1,451
融资活动现金流	-3,306	-3,951	-4,280	-3,276	-3,549
净现金流	-2,011	-4,033	498	483	456

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, EPS 按最新股本测算, 2025 年现金流量表未披露, 为预测值。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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的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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼