

购物中心再呈亮眼表现,提升股东回报

华泰研究

2025年3月26日 | 中国香港

年报点评

物业管理

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

39.81

研究员 陈慎
 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
 SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

研究员 刘璐
 SAC No. S0570519070001 liulu015507@htsc.com
 SFC No. BRD825 +(86) 21 2897 2053

研究员 林正衡
 SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
 SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2065

研究员 陈颖
 SAC No. S0570524060002 chenying019881@htsc.com
 +(86) 755 8249 2388

公司3月26日发布年报,24年实现营收170.4亿元,同比+15%;归母净利润36.3亿元,同比+24%,略高于我们预期(+21%);核心净利润35.1亿元,同比+20%。购物中心的亮眼表现推动公司业绩较快增长,股东回报进一步加强。我们看好消费复苏对于公司经营的催化,维持“买入”评级。

购物中心是公司业绩成长的关键推手

24年公司物业/商业航道营收同比+12%/21%,其中商业航道的购物中心在开业高峰和分租项目增加的推动下营收同比+30%。公司盈利能力继续改善,主要因为:1、毛利率同比+1.1pct至32.9%,其中物业/商业航道毛利率分别同比-0.5/+1.8pct至17.0%/60.2%,购物中心继续体现经营杠杆效应;2、销售和管理费用率同比-0.9pct至7.4%。

购物中心经营表现具备韧性,25年有望受益于消费复苏

24年公司新开业21个购物中心,在营购物中心达到122个,其中50/86个零售额排名当地第一/前三。购物中心经营表现再次跑赢社零,零售额同比+19%至2150亿元(同店同比+5%),业主端租金收入同比+19%至262亿元(同店同比+5%),NOI利润率同比+0.4pct至65.1%,商管费总体抽成比例有所提升。公司预计25年新开业15个购物中心,叠加消费复苏的潜在趋势,我们预计25年购物中心营收同比增速仍能接近20%。

100%派息回馈股东

24年公司经营活动净现金流对核心净利润的覆盖率同比+17pct至121%,充裕现金流支撑下,公司将固定派息率同比+5pct至60%,并通过特别股息使得总体派息率达到100%(基于核心净利润),对应3月25日收盘价的股息率达到5.3%。

盈利预测和估值

综合考虑公司盈利表现和物管市场竞争情况,我们小幅调低营收,调高毛利率和少数股东损益占比,预计25/26年EPS为1.82/2.07元(前值1.82/2.09元,持平/下调1%),引入27年EPS 2.33元,对应25-27年核心EPS为1.77/2.01/2.28元。由于公司采用核心净利润为评估经营成果和派息的准绳,我们调整为基于核心EPS进行估值,可比公司平均25PE为11倍(Wind一致预期),综合考虑公司商管竞争壁垒、未来三年核心净利润增速和派息率,我们认为公司合理25PE为21倍,目标价39.81港币(前值30.52港币,基于18倍24PE),目标价上调主要因为估值切换和可比公司估值上行。

风险提示:消费复苏不及预期、关联房企支持减弱、市拓竞争和盈利能力下行、收购整合的风险。

经营预测指标与估值

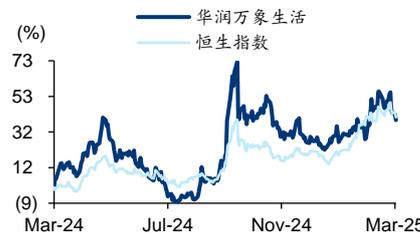
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	14,767	17,043	19,035	21,064	23,144
+/-%	22.89	15.41	11.69	10.66	9.88
归母净利润(人民币百万)	2,929	3,629	4,153	4,719	5,324
+/-%	32.76	23.92	14.42	13.65	12.82
归母净利润(调整后,人民币百万)	2,920	3,507	4,030	4,597	5,202
+/-%	31.24	20.10	14.92	14.06	13.16
EPS(调整后,人民币,最新摊薄)	1.28	1.54	1.77	2.01	2.28
PE(调整后,倍)	22.75	18.94	16.29	14.28	12.62
PB(倍)	4.17	4.02	3.82	3.53	3.26
ROE(调整后,%)	19.32	21.60	23.91	25.71	26.88
EV EBITDA(倍)	14.62	12.41	10.68	9.15	7.91

资料来源:公司公告、华泰研究预测

基本数据

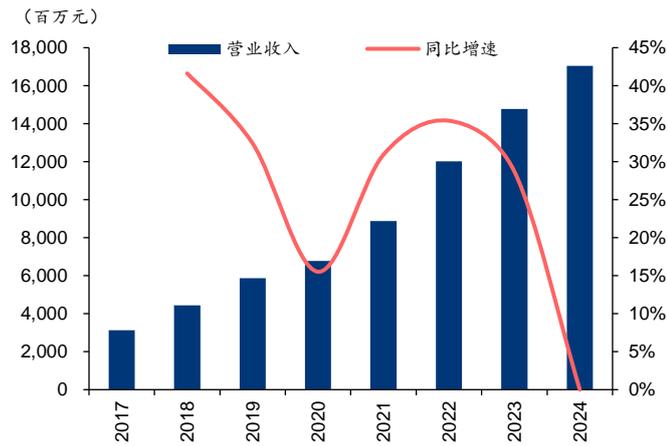
目标价(港币)	39.81
收盘价(港币截至3月25日)	31.15
市值(港币百万)	71,100
6个月平均日均成交额(港币百万)	157.46
52周价格范围(港币)	20.85-39.55
BVPS(人民币)	7.34

股价走势图



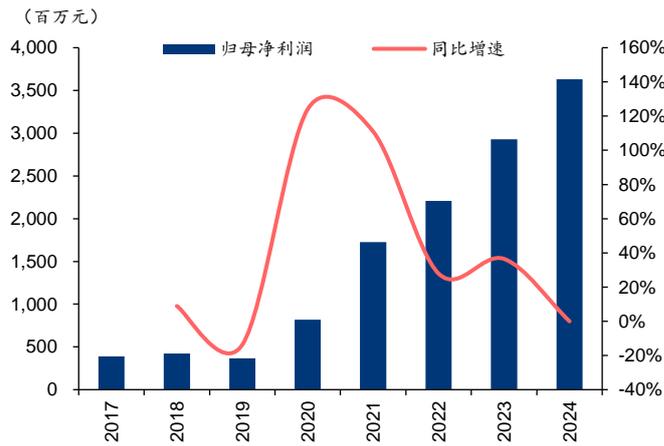
资料来源: S&P

图表1：公司营收和同比增速



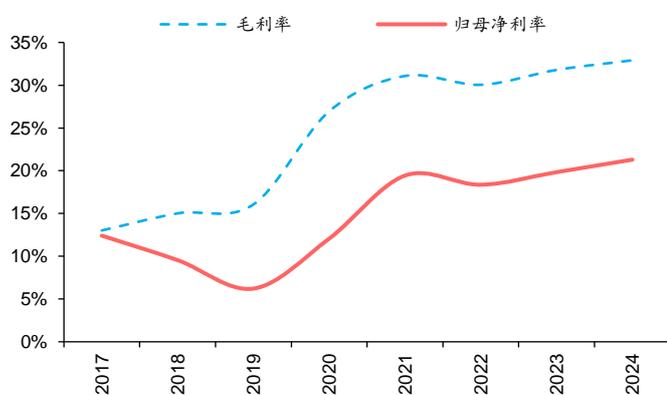
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



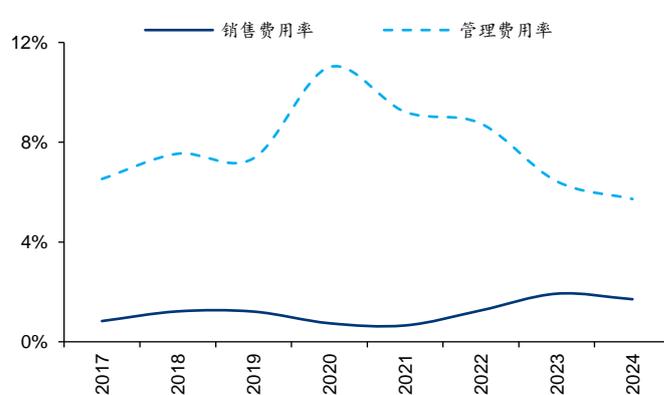
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司销售和管理费用率



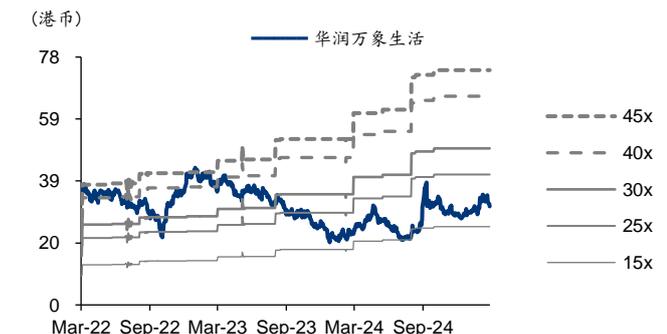
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (百万元)	收盘价 (交易货币)	EPS (元/港币)				P/E (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
6049 HK	保利物业	15,635	30.60	2.75	2.97	-	-	10.41	9.62	-	-
2669 HK	中海物业	15,678	5.17	0.46	0.52	0.58	-	10.38	9.30	8.34	-
2602 HK	万物云	24,558	22.70	0.98	1.76	2.01	-	21.63	12.04	10.57	-
001914 CH	招商积余	12,894	12.16	0.79	0.88	0.99	1.10	15.34	13.78	12.32	11.06
	平均							14.44	11.19	10.41	11.06

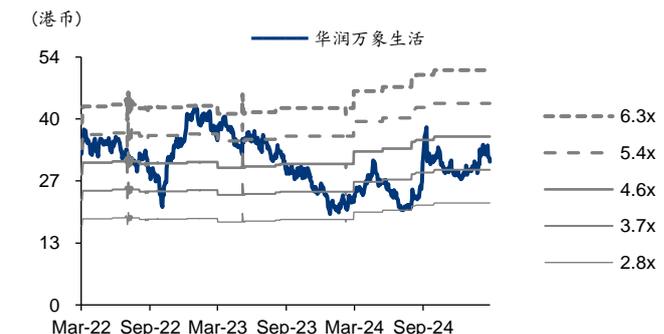
注：盈利预测来自Wind一致预期，统计时间为2025年3月25日；保利物业、中海物业尚未发布年报，2024EPS数据来自Wind一致预期
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表6：华润万象生活 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：华润万象生活 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究



风险提示

消费复苏不及预期的风险。若国内经济增长和消费复苏不及预期，公司购物中心开业进度以及已开业购物中心的零售额和租金表现可能不及预期，进而影响商管板块业绩表现。

关联房企支持减弱的风险。尽管公司关联房企为头部央企，但受房地产市场波动影响，关联房企对于公司的支持也可能减弱，可能影响公司在管面积的增速、非业主增值服务的规模，增加应收账款的回收难度。

市拓竞争和盈利能力下行的风险。物管和商管市场竞争愈发激烈，可能影响公司市拓规模和利润率水平。公司物业管理业务属于劳动密集型行业，若无法通过提价、管理提效、科技赋能等手段对冲人工成本刚性上涨的影响，公司利润率将持续承压。

收购整合的风险。2022年以来公司进行了多笔收并购，可能通过无形资产摊销拖累公司盈利能力；若整合不及预期，可能导致商誉减值。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,767	17,043	19,035	21,064	23,144
销售成本	(10,073)	(11,433)	(12,624)	(13,847)	(15,089)
毛利润	4,694	5,609	6,411	7,217	8,055
销售及分销成本	(284.71)	(290.67)	(304.55)	(326.49)	(347.16)
管理费用	(949.81)	(975.17)	(1,028)	(1,095)	(1,157)
其他收入/支出	181.32	292.06	292.06	292.06	292.06
财务成本净额	277.98	296.84	267.85	314.77	374.58
应占联营公司利润及亏损	2.65	3.12	3.44	3.78	4.15
税前利润	3,912	4,895	5,601	6,365	7,181
税费开支	(969.48)	(1,165)	(1,333)	(1,515)	(1,709)
少数股东损益	13.89	100.73	115.26	130.99	147.78
净利润	2,929	3,629	4,153	4,719	5,324
非通用准则调整项	(8.75)	(122.38)	(122.38)	(122.38)	(122.38)
调整后归母净利润	2,920	3,507	4,030	4,597	5,202
折旧和摊销	(204.31)	(204.58)	(172.77)	(172.76)	(172.75)
EBITDA	3,838	4,803	5,506	6,223	6,980
EPS (人民币, 基本)	1.28	1.59	1.82	2.07	2.33

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	202.75	239.77	248.84	287.09	296.91
应收账款和票据	3,616	3,638	4,464	4,502	5,350
现金及现金等价物	15,700	12,378	13,214	15,035	16,863
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动资产	19,518	16,256	17,926	19,824	22,509
固定资产	551.86	614.19	669.90	718.98	761.44
无形资产	1,574	1,359	1,151	949.30	754.48
其他长期资产	6,140	10,679	10,682	10,686	10,690
总长期资产	8,265	12,652	12,503	12,354	12,206
总资产	27,783	28,908	30,429	32,178	34,715
应付账款	5,667	6,050	6,888	7,303	8,161
短期借款	151.79	132.73	63.04	63.04	63.04
其他负债	2,521	2,645	2,645	2,645	2,645
总流动负债	8,340	8,828	9,595	10,011	10,868
长期债务	2,267	2,174	2,048	1,922	1,796
其他长期债务	1,140	1,185	1,294	1,225	1,334
总长期负债	3,408	3,359	3,342	3,147	3,130
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
储备/其他项目	15,948	16,525	17,181	18,578	20,127
股东权益	15,948	16,525	17,181	18,578	20,127
少数股东权益	87.81	195.78	311.04	442.03	589.80
总权益	16,036	16,721	17,492	19,020	20,717

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	22.68	18.30	15.81	13.91	12.33
PB	4.17	4.02	3.82	3.53	3.26
调整后 PE (倍)	22.75	18.94	16.29	14.28	12.62
调整后 ROE	19.32	21.60	23.91	25.71	26.88
EV EBITDA	14.62	12.41	10.68	9.15	7.91
股息率 (%)	4.47	5.33	5.06	5.75	6.49
自由现金流收益率 (%)	2.33	6.15	6.43	7.77	8.13

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3,838	4,803	5,506	6,223	6,980
融资成本	(277.98)	(296.84)	(267.85)	(314.77)	(374.58)
营运资本变动	(1,143)	324.22	2.27	339.71	(0.30)
税费	(969.48)	(1,165)	(1,333)	(1,515)	(1,709)
其他	964.17	417.72	264.41	311.00	370.43
经营活动现金流	2,412	4,083	4,172	5,044	5,266
CAPEX	(262.97)	6.31	(20.38)	(20.38)	(20.38)
其他投资活动	1,802	(4,518)	108.70	(68.89)	109.34
投资活动现金流	1,539	(4,512)	88.32	(89.27)	88.96
债务增加量	17.39	(112.20)	(195.77)	(126.08)	(126.08)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,002)	(2,933)	(3,497)	(3,322)	(3,776)
其他融资活动现金流	277.98	296.84	267.85	314.77	374.58
融资活动现金流	(706.64)	(2,749)	(3,425)	(3,133)	(3,527)
现金变动	3,244	(3,178)	835.19	1,822	1,828
年初现金	12,723	15,700	12,378	13,214	15,035
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	15,700	12,378	13,214	15,035	16,863

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	22.89	15.41	11.69	10.66	9.88
毛利润	30.00	19.50	14.28	12.58	11.62
营业利润	43.03	24.72	17.07	14.23	13.13
净利润	32.76	23.92	14.42	13.65	12.82
调整后净利润	31.24	20.10	14.92	14.06	13.16
EPS (基本)	32.76	23.92	14.42	13.65	12.82
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.79	32.91	33.68	34.26	34.81
EBITDA	25.99	28.18	28.93	29.55	30.16
净利润率	19.83	21.30	21.82	22.41	23.01
调整后净利润率	19.77	20.58	21.17	21.82	22.48
ROE	19.38	22.35	24.64	26.40	27.51
调整后 ROE	19.32	21.60	23.91	25.71	26.88
ROA	10.92	12.80	14.00	15.08	15.92
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(83.27)	(60.95)	(64.62)	(70.24)	(74.55)
流动比率	2.34	1.84	1.87	1.98	2.07
速动比率	2.32	1.81	1.84	1.95	2.04
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.55	0.60	0.64	0.67	0.69
应收账款周转天数	80.26	76.62	76.62	76.62	76.62
应付账款周转天数	210.42	184.48	184.48	184.48	184.48
存货周转天数	6.27	6.97	6.97	6.97	6.97
现金转换周期	(123.89)	(100.89)	(100.89)	(100.89)	(100.89)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	1.28	1.59	1.82	2.07	2.33
EPS (调整后, 基本)	1.28	1.54	1.77	2.01	2.28
每股净资产	6.99	7.24	7.53	8.14	8.82

免责声明

分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡、陈颖, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡、陈颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司