

管理规模持续提升，商管运营能力领先

投资要点

- 业绩稳步增长，派息率提升。**2024年公司实现收入170.4亿元，同比增长15.4%，主要是收并购及市场化外拓业务，使物业管理在管建筑面积增加，带来显著的业绩增长，同时在管购物中心规模和业绩提升，商业运营管理服务收入增加；毛利率增加1.1pp至32.9%；归属股东核心净利润35.1亿元，同比增长20.1%；期末每股股息0.643元，按年增长33.7%，全年派息率提升5pp至60%，另有特别股息每股0.614元。分业务看，物业航道收入107.1亿元，同比增长11.6%，毛利率同比下降0.5pp至17.0%；商业航道收入62.7亿元，同比增长21.4%，毛利率同比上升1.8pp至60.2%。
- 物管规模持续增长，城市空间运营业务贡献增量。**2024年公司社区空间的物业管理服务收入66.6亿元，同比增长10.7%。在管社区空间项目1385个，新增89个，在管总建筑面积2.71亿平方米，同比增长8.1%，第三方在管面积占比44.4%。公司积极发展城市空间运营业务，2024年收入18.2亿元，同比增长36.3%，年内新拓展城市公共空间项目91个，在管城市空间物业项目数438个，新增3个，在管总面积为1.25亿平方米，同比增长19.8%，第三方在管面积占比98.1%。业主增值服务2024年实现收入15.2亿元，同比增长6.3%，传统业务转型升级、创新业务成功试点带动增长。客户满意度同比提升3.44分至91.76分，质量服务带动收缴率实现87%，大会员业务稳健前行，会员数量与积分规模再创新高，期末万象星会员总量达6107万人，同比增长32.0%，万象星积分发放总额10.3亿元，同比提升15.7%。
- 商管规模持续扩大，运营能力领先。**2024年购物中心的商业运营管理服务收入42.1亿元，同比增长30.0%。新签约商业轻资产外拓项目12个，新开业购物中心21座，期末已开业购物中心项目122个，商业运营服务总建筑面积为1269万平方米，同比增长19.8%，另有1个已开业利润分成项目和3个已开业的租赁经营项目，总建筑面积44.7万平方米。旗下在营购物中心实现零售额2150亿元，同比增长18.7%；业主端租金收入262亿元，同比增长19.2%。写字楼的商业运营及物业管理服务收入20.7亿元，同比增长7.1%，期末写字楼商业运营服务面积189万平方米，物业管理服务面积1669万平方米。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2025-2027年净利润复合增速为15.6%，考虑公司管理规模稳步提升，且是上市商管公司稀缺标的，维持“买入”评级。
- 风险提示：**在管面积增长或不及预期、商业运营发展或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	17043	19518	22289	25237
增长率	15%	15%	14%	13%
归属母公司净利润(百万元人民币)	3629	4231	4883	5608
增长率	24%	17%	15%	15%
每股收益EPS	1.59	1.85	2.14	2.46
净资产收益率	21.96%	22.26%	22.21%	21.91%
PE	16.98	15.70	13.60	11.85

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	21.25-39.45
3个月平均成交量(百万)	3.83
流通股数(亿)	22.82
市值(亿)	711.00

相关研究

- 华润万象生活(1209.HK)：业绩稳健增长，商管保持领先 (2024-08-28)
- 华润万象生活(1209.HK)：管理规模稳健增长，商管保持领先 (2024-03-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司社区物业管理服务收入稳步增长，计公司 2025-2027 年社区物业管理服务收入增速分别为 10%/9%/8%；

假设 2：随着地产销售增速放缓，公司非业主增值服务量有所下滑，预计公司 2025-2027 年非业主增值服务收入增速分别为-8%/-5%/-3%；

假设 3：公司深耕业主增值服务五大赛道，预计公司 2025-2027 年业主增值服务收入增速分别为 5%/5%/5%；

假设 4：公司城市空间运营业务贡献增量，计公司 2025-2027 年社区物业管理服务收入增速分别为 30%/26%/22%；

假设 5：随着公司新增购物中心项目持续开业，出租率维持较高水平，预计公司 2025-2027 年购物中心运营收入增速分别为 27%/25%/22%；

假设 6：公司写字楼出租率维持较高水平，随着在管项目数量的增加，预计公司 2025-2027 年写字楼收入增速分别为 5%/5%/5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
社区物业管理服务	营业收入	6,660	7,326	7,985	8,624
	增速	11%	10%	9%	8%
	毛利率	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
非业主增值服务	营业收入	718	661	628	609
	增速	-12%	-8%	-5%	-3%
	毛利率	33.0%	32.0%	31.0%	30.0%
业主增值服务	营业收入	1,516	1,592	1,671	1,755
	增速	6%	5%	5%	5%
	毛利率	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
城市空间物业管理服务	营业收入	1,821	2,367	2,983	3,639
	增速	36%	30%	26%	22%
	毛利率	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
购物中心	营业收入	4,209	5,346	6,682	8,152
	增速	30%	27%	25%	22%
	毛利率	72.6%	72.0%	72.0%	72.0%
写字楼	营业收入	2,065	2,168	2,277	2,391
	增速	7%	5%	5%	5%
	毛利率	34.9%	34.5%	34.3%	34.0%
生态圈业务	营业收入	53	59	63	67
	增速	-	10%	8%	6%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	营业收入	17,043	19,518	22,289	25,237
	增速	15%	15%	14%	13%
	毛利率	32.9%	33.6%	34.7%	35.7%

数据来源：Wind, 西南证券

风险提示

在管面积增长或不及预期、商业运营发展或不及预期。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
