

业务结构持续优化，中期派息超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年报。2025H1, 公司实现收入 181.4 亿元, 同比增长 3.1%; 核心净利润 13.2 亿元, 同比增长 10.8%。董事会建议派发中期股息每股 0.951 元, 合计 11.0 亿元, 对应核心净利润派息率达 83.3%, 彰显公司发展信心以及对股东的高回报意愿。
- **循环型业务压舱石作用稳固, 存量市场拓展能力强劲。** 2025H1, 公司循环型业务实现收入 163.1 亿元, 同比增长 9.5%, 占总收入比重提升 5.2pp 至 89.9%, 毛利率为 12.9%, 同比基本持平。其中, 1) 受益于万科物业品牌市场化拓展能力, 住宅物管服务收入 102.8 亿元, 同比增长 10.4%。截至 2025/6/30, 在管住宅项目的饱和收入 281.3 亿元, 同比+7.4%; 合约住宅项目饱和收入 337.2 亿元, 同比+5.9%。2) 物业及设施管理服务收入 51.7 亿元, 同比增长 7.7%。3) BPaaS 解决方案业务收入 8.6 亿元, 同比增长 9.0%, 新增客户包括头部保险企业、头部能源企业、知名通信企业、头部汽车企业等。
- **“蝶城+、企服+、生态+”战略深化, 新增长引擎动力强劲。** 2025H1, 公司累计完成 300 个蝶城的提效改造, 覆盖 1688 个项目, 实现提效 2.3 亿元, 新获取项目年化饱和收入 6.7 亿元, 同比+31.5%。居住相关资产服务实现收入 8.6 亿元, 同比+39.6%, 其中自营装修业务新签合同额 2.7 亿元, 同比+50.0%; 房屋修缮业务收入 2.3 亿元, 同比+95.0%。在“企服+”战略下, 公司通过整合能源管理、远程共享服务等企业增值能力构筑 B 端业务护城河, AI 数据服务赋能 B 端业务多元增长, 企业远程运营服务收入达 6.2 亿元, 同比增长 14.1%, 毛利率 33.5%, 成为新的盈利增长点, 未来将拓展智能金融、医疗等新兴领域。
- **科技赋能降本增效, 费用管控成果突出。** 2025H1, 公司通过 AI 与自动化技术重构中后台运营体系, 在合同管理、人力资源等多个场景实现效率提升。行政开支占比 4.9%, 同比降低-0.6pp, 盈利能力得到有效提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润复合增速为 12.1%。考虑到公司在存量市场的强劲拓展能力、高附加值资产服务的快速成长, 叠加持续优化的业务结构与慷慨的股东回报政策, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济影响居民支付能力风险、新业务拓展不及预期风险、AIoT 等业务市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	36224	39295	42342	45260
增长率	9%	8%	8%	7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	1150	1285	1436	1621
增长率	-41%	12%	12%	13%
每股收益 EPS	0.98	1.10	1.23	1.39
净资产收益率	7.00%	8.18%	8.48%	10.98%
PE	19.17	21.69	19.41	17.19

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 李焱
执业证号: S1250525060001
电话: 15618507501
邮箱: liyao@swsc.com.cn

分析师: 李艾蕊
执业证号: S1250525070004
电话: 17396222897
邮箱: liac@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)	16.14-27.6
3 个月平均成交量(百万)	1.42
流通股数(亿)	11.68
市值(亿)	302.99

相关研究

1. 万物云(2602.HK): 循环型业务稳步增长, 蝶城提质增效显著 (2025-03-31)

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,857	22,328	22,326	22,027	营业收入	36,224	39,295	42,342	45,260
现金	13,435	12,828	12,633	11,988	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	6,515	6,584	6,444	6,487	营业成本	31,527	34,095	36,662	39,074
存货	102	66	79	61	销售费用	585	629	677	724
其他	2,805	2,850	3,169	3,491	管理费用	1,940	2,004	2,075	2,127
非流动资产	15,751	16,087	16,252	16,445	研发费用	377	373	402	430
固定资产	620	687	750	810	财务费用	12	20	78	134
无形资产	8,058	7,727	7,429	7,161	除税前溢利	1,696	1,883	2,104	2,375
其他	7,073	7,673	8,073	8,473	所得税	440	471	526	594
资产总计	38,608	38,415	38,578	38,472	净利润	1,256	1,412	1,578	1,782
流动负债	19,093	18,988	19,173	18,985	少数股东损益	106	127	142	160
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,150	1,285	1,436	1,621
应付账款及票据	6,658	6,020	6,047	5,860	EBIT	1,795	2,194	2,525	2,904
其他	12,435	12,967	13,126	13,125	EBITDA	2,800	3,058	3,360	3,712
非流动负债	2,355	2,855	3,255	3,555	EPS (元)	0.98	1.10	1.23	1.39
长期债务	0	500	900	1,200					
其他	2,355	2,355	2,355	2,355	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	21,448	21,843	22,428	22,540	成长能力				
普通股股本	1,172	1,168	1,168	1,168	营业收入	9.16%	8.48%	7.75%	6.89%
储备	15,249	14,538	13,974	13,595	归属母公司净利润	-41.19%	11.79%	11.75%	12.89%
归属母公司股东权益	16,423	15,708	15,144	14,765	获利能力				
少数股东权益	737	864	1,006	1,167	毛利率	12.97%	13.23%	13.41%	13.67%
股东权益合计	17,160	16,572	16,150	15,932	销售净利率	3.17%	3.27%	3.39%	3.58%
负债和股东权益	38,608	38,415	38,578	38,472	ROE	7.00%	8.18%	9.48%	10.98%
					ROIC	7.75%	9.64%	11.11%	12.72%
					偿债能力				
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	55.55%	56.86%	58.14%	58.59%
经营活动现金流	1,919	1,983	2,312	1,977	净负债比率	-78.29%	-74.39%	-72.65%	-67.71%
净利润	1,150	1,285	1,436	1,621	流动比率	1.20	1.18	1.16	1.16
少数股东权益	106	127	142	160	速动比率	1.17	1.15	1.13	1.13
折旧摊销	1,005	864	835	808	营运能力				
营运资金变动及其他	-342	-293	-101	-613	总资产周转率	0.93	1.02	1.10	1.17
投资活动现金流	-899	-1,071	-873	-875	应收账款周转率	5.48	6.00	6.50	7.00
资本支出	-255	-600	-600	-600	应付账款周转率	5.08	5.30	6.00	6.50
其他投资	-643	-471	-273	-275	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-3,159	-1,519	-1,635	-1,747	每股收益	0.98	1.10	1.23	1.39
借款增加	0	500	400	300	每股经营现金流	1.64	1.70	1.98	1.69
普通股增加	-331	0	0	0	每股净资产	14.02	13.45	12.96	12.64
已付股利	-2,424	-2,019	-2,035	-2,047	估值比率				
其他	-404	0	0	0	P/E	19.17	21.69	19.41	17.19
现金净增加额	-2,138	-606	-195	-645	P/B	1.34	1.77	1.84	1.89
					EV/EBITDA	3.07	5.08	4.80	4.60

数据来源：公司公告，西南证券

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

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
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
