

商业表现强劲，持续高分红回馈股东

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中期业绩。2025H1，公司实现收入 85.2 亿元，同比增长 6.5%；归母净利润 20.3 亿元，同比增长 7.4%，核心净利润 20.1 亿元，同比增长 15.0%。董事会决议宣派中期股息每股 0.529 元及特别股息每股人民币 0.352 元，合计实现期内核心净利润 100%分派。
- **商业表现强劲，盈利能力显著提升。**25H1，商业业务收入 32.7 亿元，同比增长 14.6%。得益于前期数字化战略投入成效显现及经营杠杆效应，该业务毛利率同比大幅提升 5.2pp 至 66.1%。其中，购物中心业务表现亮眼，旗下在营购物中心实现零售额 1220 亿元，同比增长 21.1%；业主端租金收入 147 亿元，同比增长 17.2%。期内新开业购物中心 4 座，截至 2025/6/30，在营购物中心（含分租）增至 125 座。大会员业务取得突破，完成对“华润通”的并购及会员资源整合，上半年大会员数量较 2024 年底增长 18.5%至 7237 万人。
- **物业收入增速放缓，但结构有所改善。**25H1，物业收入 51.6 亿元，同比增长 1.1%。其中，社区基础物业服务/城市空间服务收入分别同比增长 8.8%/15.1%，非业主增值服务/业主增值服务收入分别下滑 34.6%/32.7%。基础物业方面，公司进一步聚焦核心城市、战略赛道，实现规模的健康增长，社区基础物业毛利率同比提升 1.4pp。社区增值服务则战略性收缩退出低效业务，毛利率大幅提升 9.5pp 至 40.4%。非业主增值服务受开发周期影响，收入和利润率有所下滑。
- **盈利结构优化，高额派息为股东价值提供了坚实底线。**25H1，公司整体毛利率同比提升 3.1pp 至 37.1%，盈利能力显著增强。毛利率提升主要得益于高毛利的商业收入占比提升及运营效率优化。同时，公司费用管控成效显著，市场推广开支同比大幅下降 28.7%，行政开支占收入比例同比下降 0.1pp。公司宣派 100%核心净利润作为分红，股息回报吸引力高。
- **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 13.8%，考虑到公司商业业务展现出强大的抗周期韧性与运营效率，核心物管业务基本盘稳固，增值服务通过结构优化展现出更高的盈利潜力，同时公司慷慨的派息政策为股东提供丰厚回报，看好公司的长期配置价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济及房地产市场变动影响增值服务需求的风险、居民消费意愿减弱风险、物业管理行业竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	17043	19070	21142	23169
增长率	15%	12%	11%	10%
归属母公司净利润(百万元人民币)	3629	4190	4765	5347
增长率	24%	15%	14%	12%
每股收益 EPS	1.59	1.84	2.09	2.34
净资产收益率	21.96%	22.09%	18.83%	21.24%
PE	16.68	18.92	16.64	14.83

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：李艾菀
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)	22.5-41.94
3 个月平均成交量(百万)	3.65
流通股数(亿)	22.82
市值(亿)	863.70

相关研究

1. 华润万象生活(1209.HK)：管理规模持续提升，商管运营能力领先 (2025-03-27)

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	16,256	18,238	20,602	23,539	营业收入	17,043	19,070	21,142	23,169
现金	9,571	10,816	12,193	14,256	其他收入	0	30	30	30
应收账款及票据	2,366	2,719	3,321	3,808	营业成本	11,433	12,676	13,860	14,989
存货	240	267	287	312	销售费用	0	0	0	0
其他	4,080	4,435	4,800	5,163	管理费用	975	1,087	1,099	1,112
非流动资产	12,652	13,179	13,707	14,235	研发费用	0	0	0	0
固定资产	614	681	744	805	财务费用	116	109	134	156
无形资产	3,254	3,213	3,177	3,144	除税前溢利	4,895	5,651	6,402	7,165
其他	8,784	9,284	9,785	10,286	所得税	1,165	1,345	1,504	1,670
资产总计	28,908	31,417	34,308	37,774	净利润	3,730	4,306	4,897	5,496
流动负债	8,828	8,780	8,675	8,644	少数股东损益	101	116	132	148
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,629	4,190	4,765	5,347
应付账款及票据	1,656	1,724	1,741	1,786	EBIT	4,634	5,337	6,213	7,098
其他	7,172	7,056	6,934	6,858	EBITDA	4,990	5,711	6,586	7,471
非流动负债	3,359	3,359	3,359	3,359	EPS（元）	1.59	1.84	2.09	2.34
长期债务	0	0	0	0					
其他	3,359	3,359	3,359	3,359	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	12,187	12,139	12,034	12,003	成长能力				
普通股股本	0	0	0	0	营业收入	15.41%	11.89%	10.86%	9.59%
储备	16,525	18,965	21,830	25,177	归属母公司净利润	23.92%	15.44%	13.73%	12.22%
归属母公司股东权益	16,525	18,965	21,830	25,178	获利能力				
少数股东权益	196	312	444	593	毛利率	32.91%	33.53%	34.44%	35.31%
股东权益合计	16,721	19,277	22,274	25,770	销售净利率	21.30%	21.97%	22.54%	23.08%
负债和股东权益	28,908	31,417	34,308	37,774	ROE	21.96%	22.09%	21.83%	21.24%
					ROIC	21.12%	21.10%	21.34%	21.13%
					偿债能力				
现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.16%	38.64%	35.08%	31.78%
经营活动现金流	4,259	3,593	3,974	4,859	净负债比率	-57.24%	-56.11%	-54.74%	-55.32%
净利润	3,629	4,190	4,765	5,347	流动比率	1.84	2.08	2.37	2.72
少数股东权益	101	116	132	148	速动比率	1.80	2.04	2.33	2.67
折旧摊销	356	374	373	372	营运能力				
营运资金变动及其他	173	-1,087	-1,296	-1,009	总资产周转率	0.60	0.63	0.64	0.64
投资活动现金流	-2,964	-597	-697	-797	应收账款周转率	7.82	7.50	7.00	6.50
资本支出	-392	-400	-400	-400	应付账款周转率	7.14	7.50	8.00	8.50
其他投资	-2,571	-197	-297	-397	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-3,306	-1,750	-1,900	-2,000	每股收益	1.59	1.84	2.09	2.34
借款增加	0	0	0	0	每股经营现金流	1.87	1.57	1.74	2.13
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	7.24	8.31	9.56	11.03
已付股利	-3,052	-1,750	-1,900	-2,000	估值比率				
其他	-254	0	0	0	P/E	16.68	18.92	16.64	14.83
现金净增加额	-2,009	1,246	1,377	2,063	P/B	3.66	4.18	3.63	3.15
					EV/EBITDA	10.22	11.99	10.19	8.70

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	wyyf@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	jjy@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	tdl@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