

买入

2025 年 9 月 10 日

商管航道龙头地位进一步巩固，物管航道提质增效，持续高比例派息

- **2025 年上半年核心净利润同比增长 15.0%：**2025 年上半年公司收入录得 85.24 亿元，同比增长 6.5%。整体毛利率为 37.1%，同比提升 3.1 个 ppt。核心净利润同比增长 15.0%至 20.1 亿元，核心净利润率提升 1.4 个 ppt 至 23.6%。拟派发中期股息每股 0.53 元，同时派发特别股息每股 0.35 元，按核心净利润口径，中期派息率达 100%。截止 2025 年中期，公司总合约面积约 4.7 亿方，总在管面积约 4.3 亿方，在管面积中第三方占比为 59.3%。
- **商业航道规模效率双提升，领导地位不断巩固：**期内商管航道收入为 32.7 亿元，同比增长 14.6%。毛利率提升 5.2 个 ppt 至 66.1%。购物中心零售额同比增长 21.1%至 1220 亿元，同店可比增长 9.7%，零售额增速优于社会消费品零售总额增速。期末在营购物中心 125 个，平均出租率维持在 97.1%，较 2024 年底提升 0.4 个 ppt，持续攀升；其中 53 个在管项目零售额排名当地市场第一，104 个排名当地市场前三，行业领导地位进一步巩固。业主端租金收入同比增长 17.2%至 147 亿元，NOI 同比增长 18.0%至 100 亿元，NOI Margin 同比提升至 68.2%，体现公司卓越运营能力。期内新开 4 座购物中心，平均开业率 91%。期内在管写字楼项目增至 225 个，在管面积 1779 万平米；公司提供运营服务的 27 个项目出租率较 2024 年末提升 0.5 个百分点至 74.1%。
- **物管航道提质增效，城市空间板块占比提升：**期内物业航道收入增长 1.1%至 51.6 亿元，毛利率下降 0.1 个 ppt 至 18.8%，主要由于社区空间的非业主及业主增值服务收入下滑 1.6%的影响，但城市空间收入同比增长 15.1%。期末总合约面积 4.5 亿平米，总在管面积 4.2 亿平米，较 2024 年底分别增长 1.8%及 0.4%；期末城市空间在管面积增长 1.8%至 1.27 亿方，占公司全业态在管面积的 30.2%，收入占比提升至 18.4%。城市空间板块合同回款率同比增长 1.1 个百分点至 83.8%。
- **目标价 48.5 港元，维持买入评级：**期内公司收购“华润通”，整合会员资源，跑通投入产出的商业闭环，第二增长曲线初步孵化，为公司跨业态赋能引流。公司是行业综合实力排名前列的商业运营服务商，市场份额不断提升，并已跻身物管行业第一梯队。依托华润集团及华润置地、物管和商管的全业态覆盖和业态间协同的三大优势，公司的龙头地位不断稳固，带动长期稳步发展。同时，公司积极回馈股东，派息率逐年提升，连续两年派息率达 100%。我们预计公司 2025 年-2027 年的归母净利润分别为 40.0 亿元、46.0 亿元及 52.6 亿元，分别给予公司物管业务及商管业务 2025 年 15 倍及 30 倍市盈率，得出目标价为 48.5 港元，较现价有 15.0%的上涨空间，维持买入评级。

胡钰

852-25321539

Katherine.hu@firstshanghai.com.hk

主要资料

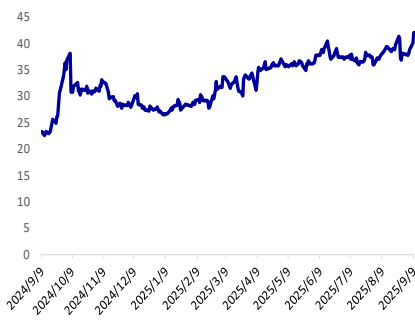
行业	物业管理
股价	42.24 港元
目标价	48.50 港元 (+15.0%)
股票代码	1209
已发行股本	22.83 亿股
总市值	964.13 亿港元
52 周高/低	42.26 港元/20.13 港元
每股净资产	7.33 元人民币
主要股东	华润置地 73.7%

盈利摘要

年结日：31/12	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入(千元)	14,766,952	17,042,658	18,326,302	20,224,277	22,407,889
变动(%)	22.9%	15.4%	7.5%	10.4%	10.8%
归母净利润(千元)	2,928,749	3,629,375	3,998,766	4,596,336	5,259,012
变动(%)	32.8%	23.9%	10.2%	14.9%	14.4%
每股盈利(元)	1.28	1.59	1.75	2.01	2.30
变动(%)	32.8%	23.9%	10.2%	14.9%	14.4%
市盈率@42港元	29.8	24.0	21.8	19.0	16.6
每股股息(元)	1.28	1.54	1.05	1.21	1.38
息率(%)	3.3%	4.0%	2.8%	3.2%	3.6%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

财务报表摘要						财务分析					
损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	14,766,952	17,042,658	18,326,302	20,224,277	22,407,889	增长率 (%)					
住宅及其他非商业物业	9,600,612	10,714,948	10,945,867	11,710,738	13,001,775	收入	22.9%	15.4%	7.5%	10.4%	10.8%
商业运营及物业管理服务	5,166,340	6,274,306	7,270,221	8,380,181	9,244,750	毛利	30.0%	19.5%	12.0%	14.8%	14.1%
服务成本	-10,072,674	-11,433,190	-12,043,610	-13,008,970	-14,175,259	税前利润	34.6%	25.1%	7.7%	14.9%	14.4%
毛利	4,694,278	5,609,468	6,282,691	7,215,307	8,232,629	归母净利润	32.8%	23.9%	10.2%	14.9%	14.4%
投资物业公允价值变动的收益	39,353	40,702	40,702	40,702	40,702	盈利分析 (%)					
其他收入及收益	576,502	704,663	704,663	704,663	704,663	综合毛利率	31.8%	32.9%	34.3%	35.7%	36.7%
市场推广支出	-284,707	-290,673	-339,119	-436,010	-532,901	住宅及其他非商业物业毛利率	17.5%	14.8%	13.6%	13.4%	13.6%
行政开支	-949,805	-975,174	-1,220,948	-1,268,509	-1,314,904	商业运营及物业管理服务毛利率	58.4%	60.2%	61.9%	63.5%	66.1%
财务费用	-117,202	-115,768	-115,768	-115,768	-115,768	费用率	8.4%	7.4%	8.5%	8.4%	8.2%
税前利润	3,912,124	4,895,221	5,274,168	6,062,332	6,936,368	净利润率	19.9%	21.9%	21.9%	22.8%	23.6%
所得税开支	-969,484	-1,165,114	-1,255,307	-1,442,899	-1,650,928	回报率 (%)					
净利润	2,942,640	3,730,107	4,018,860	4,619,434	5,285,440	ROA	11%	13%	14%	15%	16%
少数股东权益	13,891	100,732	20,094	23,097	26,427	ROE	19%	23%	23%	24%	25%
归属股东利润	2,928,749	3,629,375	3,998,766	4,596,336	5,259,012	派息率	100%	97%	60%	60%	60%
派息	2,919,284	3,505,921	2,399,260	2,757,802	3,155,407	偿付能力					
未分配利润	9,465	123,454	1,599,506	1,838,535	2,103,605	流动比率(倍)	2.3	1.8	1.9	2.0	2.7
每股盈利 (元)	1.28	1.59	1.75	2.01	2.30	资产负债率	42%	42%	40%	38%	30%
资产负债表						现金流量表					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11,580,159	9,570,816	12,447,455	13,291,467	18,473,858	税前利润	3,912,124	4,895,221	5,274,168	6,062,332	6,936,368
受限制现金	66,613	98,618	100,590	102,602	104,654	折旧及摊销	274,918	355,549	373,326	391,993	411,592
贸易及其他应收款	3,616,132	3,638,164	3,950,282	4,226,329	-2,863,166	其他调整	-4,306,876	-4,933,846	-6,147,735	-6,523,298	-3,203,300
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	-	-	-	-	营运资金变动	3,896,414	4,916,026	5,239,971	6,046,802	6,940,437
物业及设备	551,857	614,194	737,033	884,439	1,061,327	支付税项	-735,075	-974,148	-1,022,855	-1,073,998	-1,127,698
投资物业	3,788,000	4,160,000	4,784,000	5,501,600	6,326,840	经营活动现金流净额	3,041,505	4,258,802	3,716,875	4,903,831	9,957,400
使用权资产	112,161	85,471	85,471	85,471	85,471	固定资产投资	-431,848	-355,661	-239,288	-269,678	-305,273
预付款项	15,595	1,231	1,293	1,357	1,425	合营联营公司投资	-	2	4	6	8
总资产	27,783,482	28,908,135	30,383,582	32,536,396	31,811,449	其他	-1,394,935	-2,607,865	1,798,308	-1,032,346	-1,314,336
贸易及其他应付款项	5,667,196	6,050,477	5,770,300	5,870,294	2,813,027	投资活动现金流	-1,826,783	-2,963,524	1,559,024	-1,302,018	-1,619,602
租赁负债	2,419,109	2,306,913	2,357,033	2,408,355	2,460,912	借贷变化	-	-	-	-	-
合约负债	2,171,612	2,279,382	2,393,351	2,513,019	2,638,670	已付股息	-2,089,868	-3,052,239	-2,399,260	-2,757,802	-3,155,407
应付税项	235,088	330,556	337,167	343,910	350,789	上市所得净额	-	-	-	-	-
递延税负债	906,033	1,023,723	1,044,197	1,065,081	1,086,383	其他	-138,092	-253,637	-	-	-
总负债	11,747,432	12,186,979	12,053,258	12,351,869	9,500,989	融资活动现金流	-2,227,960	-3,305,876	-2,399,260	-2,757,802	-3,155,407
控股股东权益	15,948,236	16,525,372	18,114,446	19,945,551	22,045,057	现金变动	-1,013,238	-2,010,598	2,876,639	844,012	5,182,391
少数股东权益	87,814	195,784	215,878	238,975	265,403	初期现金	12,592,832	11,580,159	9,570,816	12,447,455	13,291,467
权益合计	16,036,050	16,721,156	18,330,325	20,184,527	22,310,460	末期现金	11,580,159	9,570,816	12,447,455	13,291,467	18,473,858

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。