

华润万象生活 (01209.HK)

商管价值持续释放，高分红护航长期成长

买入 (维持)

2026年02月11日

证券分析师 姜好幸

执业证书: S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

研究助理 刘汪

执业证书: S0600125120041

liuwang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	14,767	17,043	17,903	19,265	20,793
同比(%)	22.89	15.41	5.05	7.60	7.93
归母净利润 (百万元)	2,929	3,629	3,903	4,331	4,821
同比(%)	32.76	23.92	7.53	10.97	11.32
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.28	1.59	1.71	1.90	2.11
P/E (现价&最新摊薄)	33.32	26.89	25.01	22.54	20.25

股价走势



投资要点

■ 商管龙头壁垒稳固，确定性与弹性兼具

公司以“商业运营+物业管理”双主航道为核心，覆盖购物中心、写字楼、住宅及城市空间等多业态。在行业逐步进入存量竞争的过程中，公司凭借品牌资源、招商组织与精细化运营优势，既能保持经营韧性，也具备利润弹性。2025H1 公司营收同比+7.1%，毛利率为 37.1% (同比+3.1pct)，核心净利润同比+15.0%，效率持续改善，盈利能力稳步提升。

■ 购物中心领跑行业，高毛利驱动利润弹性

零售地产供给放缓、行业分化加剧，核心城市与头部运营商受益于资源集中，优质项目更具抗周期能力。公司购物中心业务持续跑赢行业：2025H1 在管购物中心零售额同比+21.1%、可同比+9.7%，出租率提升至 97.1%，租金收入同比+17.2%、可同比+6.0%，运营能力带动经营质量改善。盈利端高弹性突出：2025H1 公司购物中心业务收入 22.6 亿元，同比+19.8%，毛利率 78.7%，同比+6.2pct，毛利占比 56.3%，为公司利润增长的核心驱动。

■ 物业航道稳健增长，多元业态协同扩容

物业航道为公司提供稳健基本盘，城市空间打开增量。2025H1 物业航道收入 51.56 亿元，同比+1.1%，其中城市空间收入 9.49 亿元，同比+15.1%。盈利端韧性延续，2025H1 物业航道毛利 9.68 亿元，同比+0.4%，其中物管服务毛利同比+18.9%、毛利率提升至 16.6%，同比+1.4pct，规模扩张叠加提质增效持续兑现。写字楼业务逆周期拓展，在行业调整中保持经营韧性，2025H1 收入 10.02 亿元，同比+4.5%。

■ 现金充沛分红积极，应收账款结构优质

公司经营回款能力与流动性充裕，为持续分红与业务扩张提供安全垫。2025H1 经营性现金流净额 13.03 亿元，期末现金及存款 179.21 亿元，财务弹性充足。分红积极，2023 年以来维持核心净利润 100%的分派比例，股东回报持续增厚。应收账款结构整体优质，2025H1 贸易应收款 28.23 亿元，1 年内占比 82.1%，减值计提保持审慎，信用风险可控。

■ **盈利预测与投资评级：**公司运营能力行业领先，母公司持续输送高质量项目，盈利有望持续增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 39.03/43.31/48.21 亿元，对应现价 PE 分别为 25.0/22.5/20.2 倍；核心净利润分别为 38.83/43.11/48.01 亿元，同比分别+10.7%/+11.0%/+11.4%，对应现价 PE 分别为 25.1/22.6/20.3 倍。考虑公司在商业运营领域的稀缺性、稳定的业绩增长以及行业内的龙头地位，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济与消费复苏不及预期风险，项目拓展及运营不及预期风险，行业竞争加剧风险。

市场数据

收盘价(港元)	48.14
一年最低/最高价	28.30/48.52
市净率(倍)	6.28
港股流通市值(百万港元)	97,606.00

基础数据

每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	49.26
总股本(百万股)	2,282.50
流通股本(百万股)	2,282.50

相关研究

《华润万象生活(01209.HK): 2024 年业绩公告点评: 各经营指标逆势高增长, 慷慨分红积极回报股东》

2025-03-28

《华润万象生活(01209.HK): 2023 年业绩公告点评: 商管龙头地位稳固, 分红率大幅提升》

2024-03-27

内容目录

1. 商业运营龙头壁垒稳固，规模与盈利持续兑现	5
1.1. 深耕三十载夯实壁垒，商管物管协同深化	5
1.2. 收入稳健增长，商业航道驱动利润释放	7
2. 购物中心领跑行业，高毛利驱动利润弹性	9
2.1. 行业调整分化加剧，万象体系持续领跑	9
2.2. 增量：内生培育与外拓并举，商管规模持续扩张	13
2.3. 存量：精耕即增量，经营质量持续改善	15
3. 物业航道稳健增长，多元业态协同扩容	17
3.1. 物管业务：基础物管夯实底盘，城市空间打开成长空间	17
3.2. 写字楼：逆周期扩张凸显韧性，盈利能力保持稳健	19
3.3. 生态圈业务：多元化布局推进，规模仍处培育期	21
4. 现金充沛分红积极，REITs 赋能长期成长	22
4.1. 现金流充裕支撑高分红，股东回报持续增强	22
4.2. 应收账款结构优质，整体风险可控	23
4.3. 政策推动商业 REITs 扩容，公司商管价值加速释放	23
5. 盈利预测与投资评级	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1:	公司主要业务.....	5
图 2:	公司主要发展历程.....	6
图 3:	公司股权架构 (截至 2025 年 6 月末)	6
图 4:	公司主要管理团队.....	7
图 5:	公司营业收入保持稳健增长.....	7
图 6:	公司毛利率持续提升.....	7
图 7:	2025H1 公司分业务收入占比.....	8
图 8:	2025H1 公司分业务毛利占比.....	8
图 9:	公司销管费用率持续降低.....	8
图 10:	公司核心净利润持续增长.....	8
图 11:	2025 上半年一线城市零售地产空置率较低.....	9
图 12:	2025 上半年零售地产新增供应以一线城市为主.....	9
图 13:	2025H1 主要城市零售地产新增供应中各运营商占比.....	10
图 14:	公司在管购物中心零售额稳健增长.....	10
图 15:	2025H1 社零总额同比+5.0%.....	10
图 16:	2025H1 公司在管购物中心租金可同比+6.0%.....	11
图 17:	公司在管购物中心出租率持续改善.....	11
图 18:	2025H1 公司购物中心业务收入同比+19.8%.....	11
图 19:	2025H1 公司购物中心业务毛利率提升至 78.7%.....	11
图 20:	公司购物中心业务收入占比持续提升.....	11
图 21:	公司购物中心业务毛利占比持续提升.....	11
图 22:	2022-2025H1 购物中心收入构成及毛利率.....	12
图 23:	2025H1 在营重奢商场数量.....	13
图 24:	2025H1 公司在营购物中心 125 个.....	13
图 25:	2025H1 公司购物中心储备项目达 75 个.....	13
图 26:	郑州万象汇开业前两个月日均客流超 10 万人次.....	14
图 27:	2025 年 4 月佛山顺德万象汇开业率 100%.....	14
图 28:	2021-2025H1 在营第三方购物中心数量.....	14
图 29:	2021-2025H1 第三方项目拓展数量.....	14
图 30:	2025H1 公司 PA MALL 零售额同比+33.8%.....	15
图 31:	2025H1 上海 CP 静安零售额同比+49.6%.....	15
图 32:	在管购物中心零售额及租金可同比保持增长.....	15
图 33:	2022-2025H1 NOI 及经营利润率.....	15
图 34:	公司购物中心合作品牌数量持续增长.....	16
图 35:	2025H1 重点品牌新开店 36%位于公司在管项目.....	16
图 36:	长春万象城城市界面下沉广场.....	16
图 37:	天津万象城大地厅焕新.....	16
图 38:	2025H1 公司大会员人数突破 7200 万人.....	17
图 39:	2025H1 万象星发放金额同比+18.0%.....	17
图 40:	物业航道收入持续扩容.....	17
图 41:	物业航道收入占比有所回落.....	17
图 42:	物管服务贡献主要毛利润.....	18

图 43:	物业航道毛利率分化, 核心业务盈利稳健.....	18
图 44:	基础物管分来源在管面积.....	18
图 45:	母公司销售好于行业平均水平.....	18
图 46:	城市空间在管项目面积稳步扩张.....	19
图 47:	城市空间在管项目以第三方项目为主.....	19
图 48:	城市空间新增第三方合约面积分城市能级占比.....	19
图 49:	2025H1 城市空间在管项目各业态面积占比.....	19
图 50:	重点城市写字楼租金持续下行.....	20
图 51:	重点城市写字楼空置率持续上升.....	20
图 52:	写字楼业务收入保持韧性增长.....	20
图 53:	2025H1 写字楼业务毛利率小幅回落.....	20
图 54:	华润万象写字楼在管规模稳步扩容.....	21
图 55:	生态圈业务收入规模快速攀升.....	21
图 56:	公司自营品牌“万象影城”.....	21
图 57:	经营性现金流净额规模可观.....	22
图 58:	2025H1 公司现金及存款资产达 179 亿元.....	22
图 59:	公司分红金额持续增厚.....	22
图 60:	公司股息率 TTM 走势.....	22
图 61:	应收账款规模随业务扩张增长.....	23
图 62:	应收账款账龄结构保持优质.....	23
图 63:	应收账款周转天数结构性增长.....	23
图 64:	减值损失计提较为审慎.....	23
图 65:	华润商业 REIT 租金水平持续提升.....	24
图 66:	华润有巢 REIT 出租率保持在 92%以上.....	24
图 67:	公司分业务盈利预测.....	26
图 68:	可比公司估值表 (截至 2026 年 2 月 11 日).....	27
表 1:	REITs 政策持续加码.....	24

1. 商业运营龙头壁垒稳固，规模与盈利持续兑现

1.1. 深耕三十载夯实壁垒，商管物管协同深化

公司以商业运营与物业管理为两大主航道，服务体系完整。公司商业航道业务覆盖购物中心及写字楼两类核心业态，包括商业运营服务、物业管理、分租服务三种形式。物业航道方面，公司提供住宅社区基础物业管理、开发商非业主增值服务及社区业主增值服务，同时为街区、公园、体育馆、产业园等城市空间物业提供运营管理与咨询、招商等服务。此外，公司依托主航道积累的客户与场景资源，延伸布局生态圈业务，开展会员运营、营销服务及相关多元化业务，增强服务深度与客户黏性。

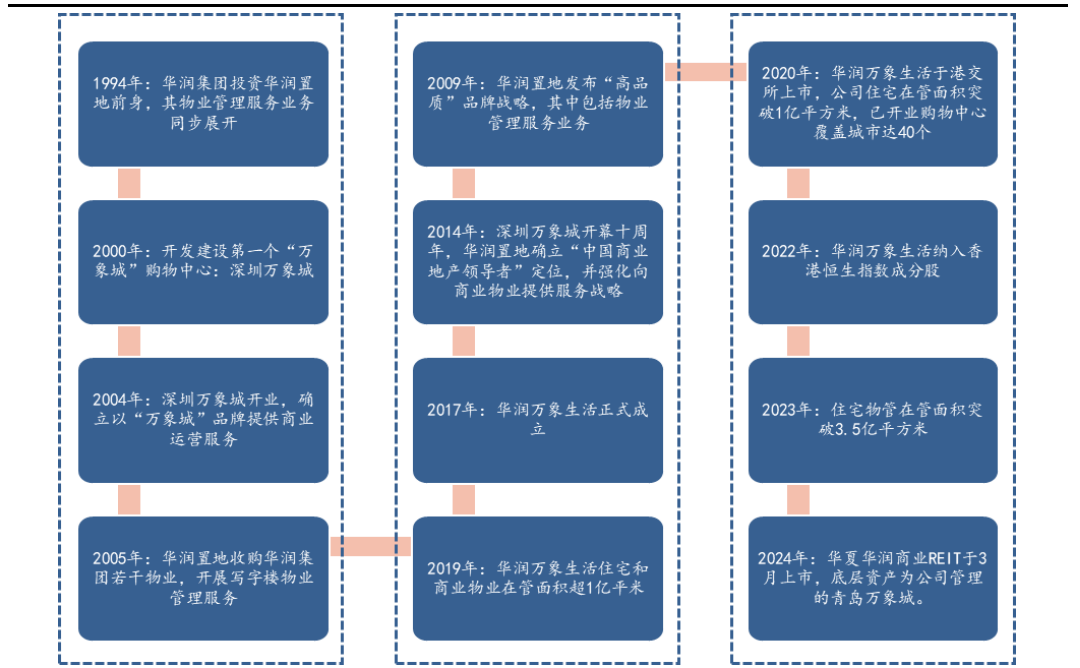
图1: 公司主要业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司深耕物业管理领域逾 30 年，商管与物管业务体系持续完善。1994 年华润集团投资华润置地，物业管理服务同步发展；2000 年开发建设首个“万象城”购物中心（深圳万象城），2005 年公司通过并购拓展写字楼物业管理服务。2014 年提出“中国商业地产领导者”定位，强化商业物业运营服务战略。2017 年华润万象生活正式成立，2020 年公司于港交所上市，2022 年纳入恒生指数成分股。截至 2025 年上半年末，公司物业航道在管面积超过 4 亿平方米，在管购物中心 125 个。

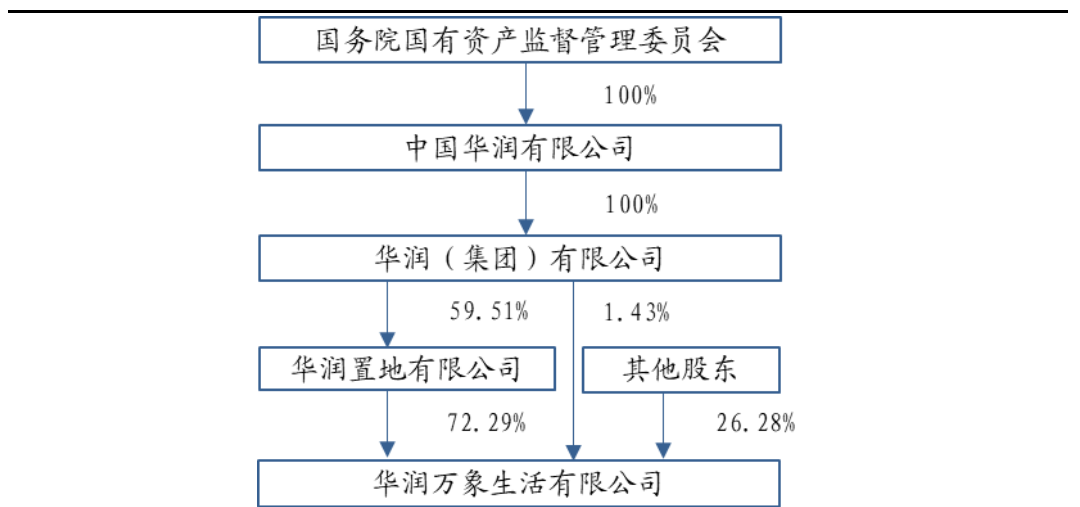
图2: 公司主要发展历程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

央企控股背景稳固, 管理层长期深耕商业与运营领域。公司控股股东为华润置地有限公司, 实际控制人为国务院国资委, 截至 2025 年 6 月末, 华润置地持有公司 72.29% 股权。公司核心管理层稳定性与经验优势突出, 董事会主席李欣先生拥有逾 20 年华润系履历, 总裁喻霖康先生具备完整的商业开发与运营实战经验, 同时公司设立“学习与创新中心”, 系统化培养具备全流程能力的专业人才梯队。

图3: 公司股权架构 (截至 2025 年 6 月末)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4：公司主要管理团队

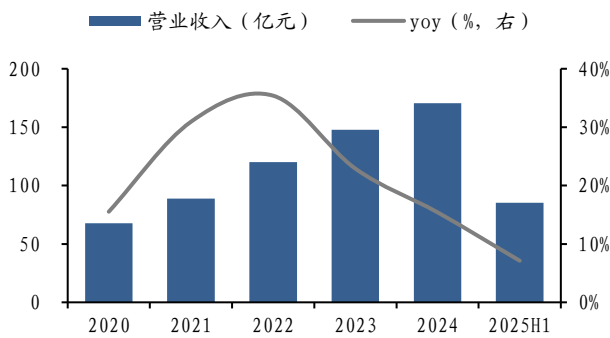
<p>李欣：董事会主席 香港理工大学理学硕士，曾担任重庆润隆实业有限公司董事总经理、隆地企业有限公司高级经理，企业管理、地产开发管理等方面积累丰富经验，2001年加入华润集团。</p>	<p>喻霖康：总裁 美国俄亥俄州莱特州立大学工商管理硕士，曾担任深圳对外贸易中心助理总经理，拥有丰富的地产投资、商业运营及企业管理经验，2004年加入华润集团。</p>	<p>王海民：副总裁 中国东北财经大学国民经济学博士，曾就职于中国南方航空、沈阳越秀地产等公司，富有地产及企业管理等方面的经验，2013年加入华润集团。</p>	<p>王磊：副总裁 中国同济大学工学学士，自加入华润置地以来，先后担任华润置地总部工程管理部副总经理、华润置地商服事业部副总经理，2002年加入华润集团。</p>	<p>聂志章：副总裁兼首席财务官 东北大学会计学硕士，曾担任华润置地东北大区助理总经理、营销管理部总经理，分管财务、运营和投资工作，2008年加入华润集团。</p>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 收入稳健增长，商业航道驱动利润释放

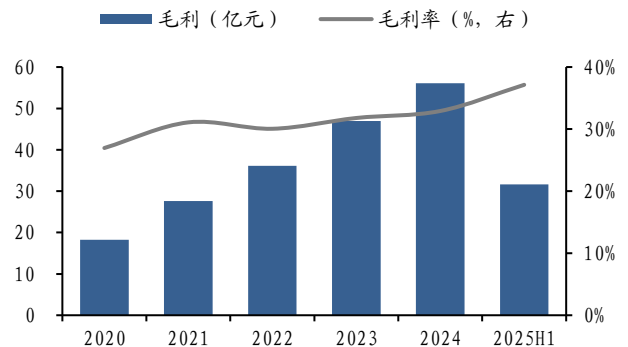
公司收入稳健增长，商业航道贡献主要毛利。2020-2024 年公司营业收入由 67.8 亿元增至 170.4 亿元，CAGR 达 25.9%，2025H1 收入同比+7.1%。公司毛利率持续提升，从 2020 年的 27.0% 提升至 2024 年的 32.9%，2025H1 毛利率提升至 37.1%，同比+3.1pct。分业务看，2025H1 物业航道收入占比 60.5%，贡献主要的收入；商业航道收入占比 38.3%，贡献毛利占比高达 68.2%，其中购物中心收入占比 26.6%，毛利占比达 56.3%。

图5：公司营业收入保持稳健增长



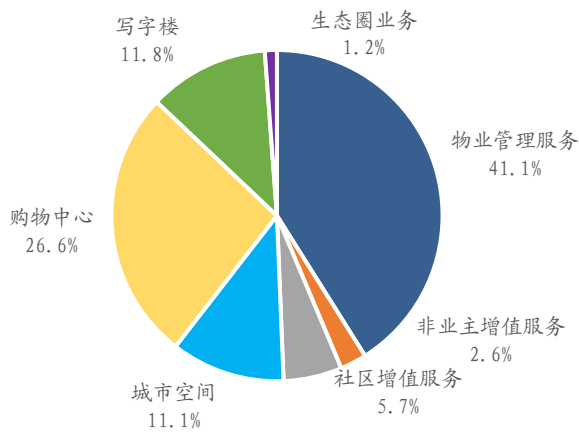
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司毛利率持续提升



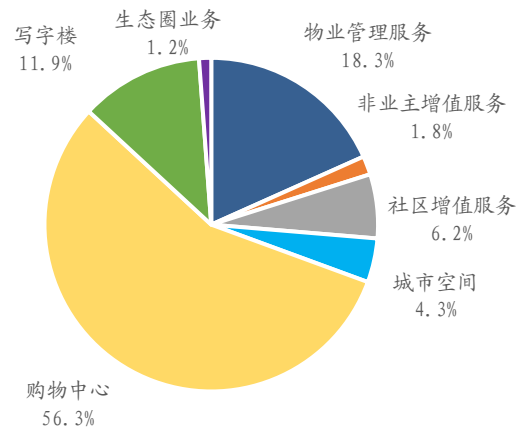
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7: 2025H1 公司分业务收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2025H1 公司分业务毛利占比

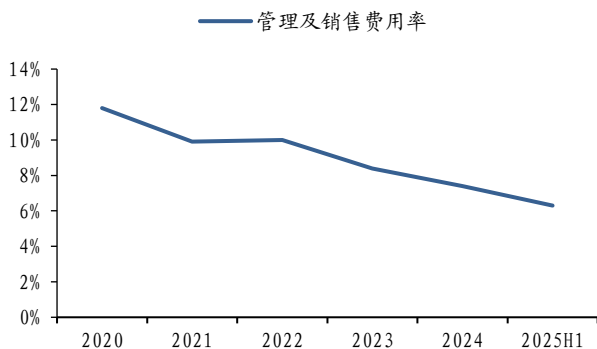


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

费用率持续下行, 经营杠杆效应逐步显现。2020-2024 年公司管理及销售费用率由 11.8% 降至 7.4%, 2025H1 进一步降至 6.3%, 同比-0.6pct。费用端的持续优化为利润释放提供重要支撑, 经营杠杆效应逐步显现。

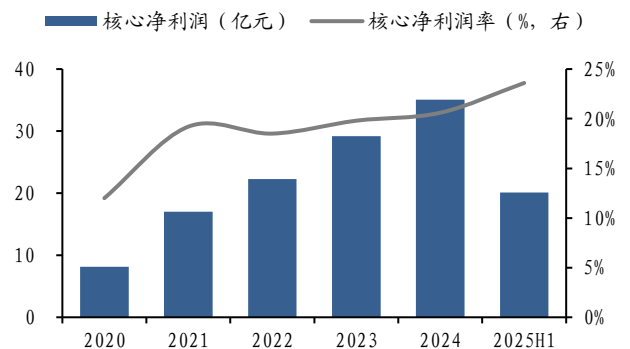
公司核心净利润持续增长, 规模扩张与盈利能力同步提升。公司在毛利率改善、费用优化、业务结构升级等带动下, 核心净利润增速高于营收增速。2020-2024 年公司核心净利润由 8.16 亿元增至 35 亿元, CAGR 为 44.0% (同期营收 CAGR 为 25.9%), 核心净利率由 12.0% 提升至 20.6%。2025H1 公司核心净利润同比+15.0%, 核心净利率同比+1.7pct。

图9: 公司销管费用率持续降低



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 公司核心净利润持续增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

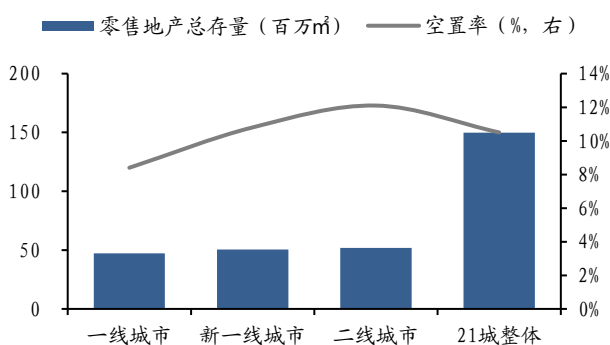
2. 购物中心领跑行业，高毛利驱动利润弹性

2.1. 行业调整分化加剧，万象体系持续领跑

2025年上半年，中国零售地产市场延续调整态势，但结构分化进一步深化。供给端看，根据仲量联行数据，全国重点21城优质零售地产新增供应约206.9万平方米，同比-27.5%，新开项目节奏明显放缓，行业进入以存量优化为主的发展阶段。新增供应呈现城市与主体分化，一线城市新增占比约61%，北京、深圳、上海位居前列，开发活动进一步向高能级城市集中；同时，新增供应中头部运营商占比超过50%，如华润、王府井、新世界等，行业集中度持续提升。

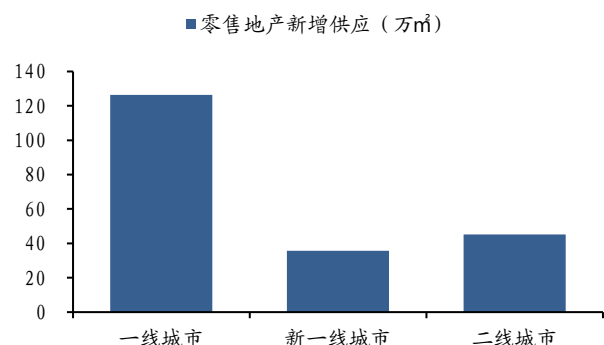
从存量表现看，2025年上半年21城零售地产平均空置率为10.5%，较年初上涨0.3pct，其中一线、新一线、二线城市空置率分别为8.4%、10.8%和12.1%，较年初分别+1.1pct、持平、-0.1pct，低线城市短期内面临整体供给相对过剩，而核心城市优质项目供给仍偏紧。租金仍然承压，21城零售地产首层租金较2025年初下跌2.8%。整体来看，零售地产行业正从“规模扩张”向“质量竞争”切换，区位优势突出、运营能力强、品牌资源集中的购物中心具备更强的抗周期能力和修复韧性。

图11：2025上半年一线城市零售地产空置率较低



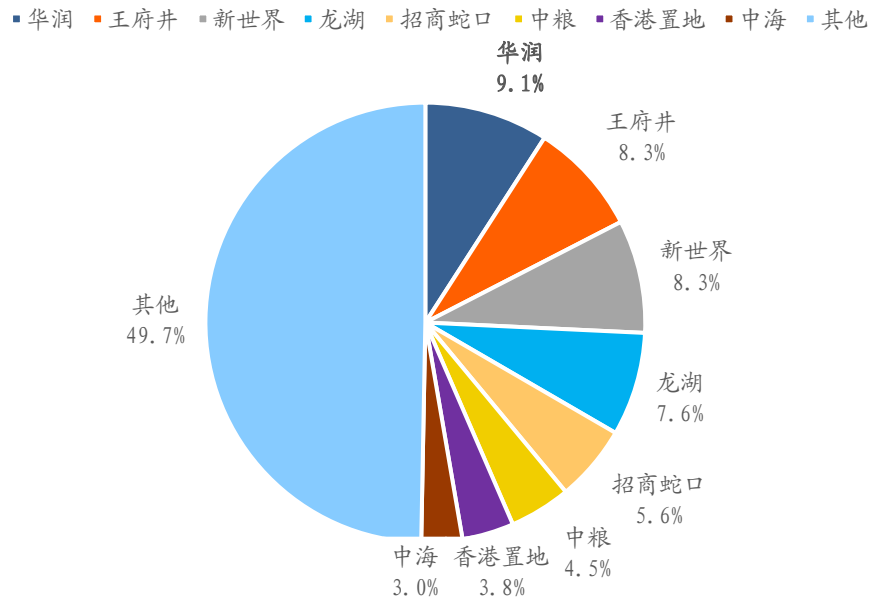
数据来源：仲量联行，东吴证券研究所

图12：2025上半年零售地产新增供应以一线城市为主



数据来源：仲量联行，东吴证券研究所

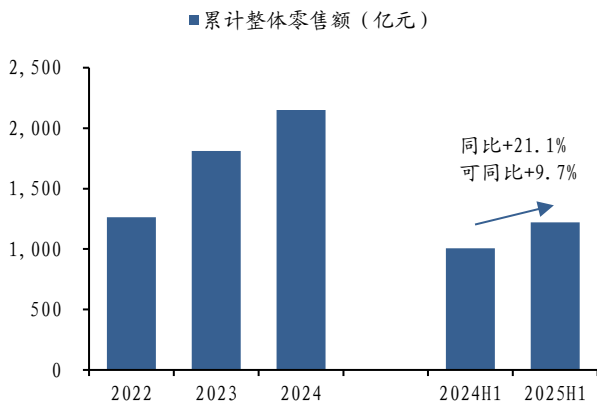
图13: 2025H1 主要城市零售地产新增供应中各运营商占比



数据来源: 仲量联行, 东吴证券研究所

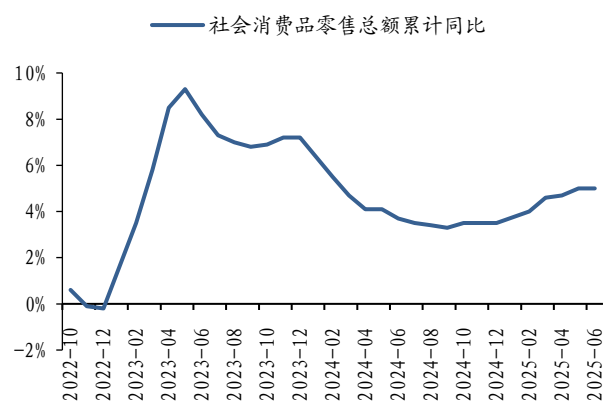
公司购物中心业务表现强劲, 核心指标持续领先行业。2025年上半年, 公司在管购物中心零售额达1220亿元, 同比+21.1%, 可同比增长9.7%, 跑赢社零总额增速(5.0%)。截至2025年上半年末, 公司在管购物中心125个, 其中53个项目零售额排名当地市场第一, 104个进入前三, 市场领先地位稳固, 品牌集聚效应与客流虹吸能力持续增强。2025年上半年, 公司在管购物中心租金收入同比+17.2%, 可同比+6.0%, 整体出租率进一步提升至97.1%(21城零售地产出租率为89.5%), 领先行业平均水平。

图14: 公司在管购物中心零售额稳健增长



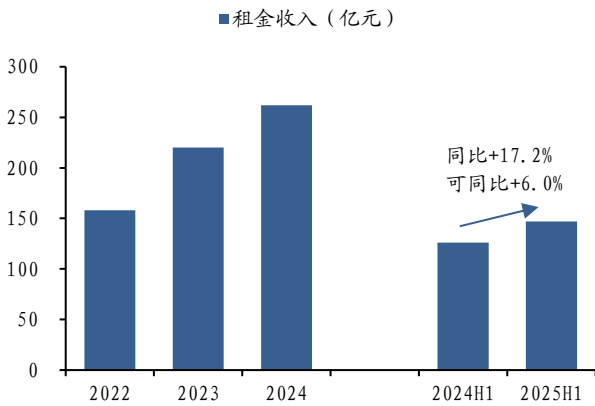
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2025H1 社零总额同比+5.0%



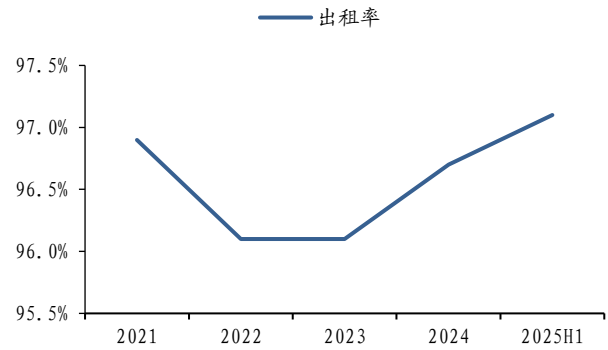
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图16: 2025H1 公司在管购物中心租金可同比+6.0%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

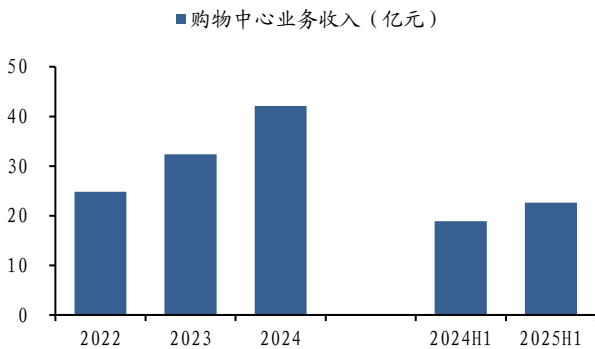
图17: 公司在管购物中心出租率持续改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

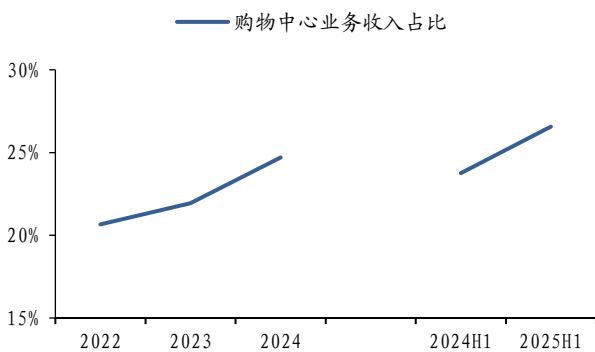
公司作为购物中心的运营管理方, 近年来收入稳健提升, 毛利率持续改善。2025 年上半年, 公司来自购物中心业务的营收为 22.6 亿元, 同比+19.8%, 毛利率为 78.7%, 同比+6.2pct。从业务贡献收入和毛利来看, 2025 年上半年购物中心业务收入占比为 26.6%, 同比+2.8pct, 毛利占比为 56.3%, 同比+5.9pct。

图18: 2025H1 公司购物中心业务收入同比+19.8%



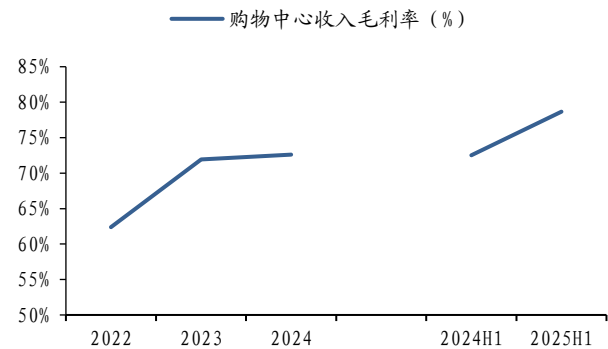
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 公司购物中心业务收入占比持续提升



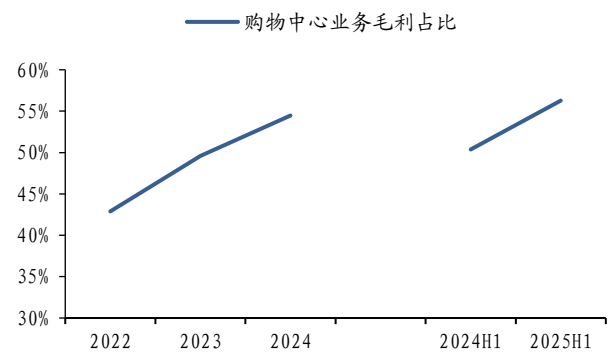
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 2025H1 公司购物中心业务毛利率提升至 78.7%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 公司购物中心业务毛利占比持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

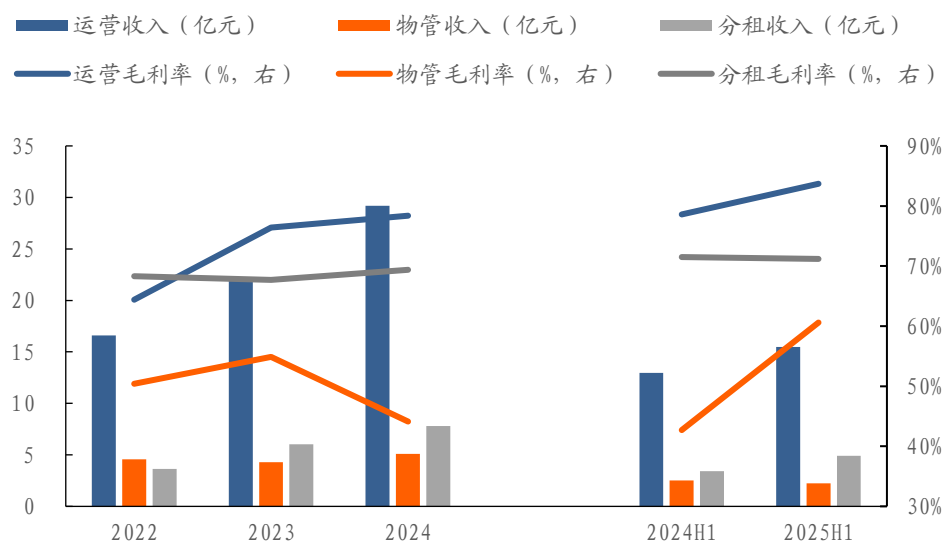
公司商业运营模式以“轻资产、多业态、全周期”为核心特征，构建了覆盖商业地产全生命周期的综合服务能力。公司的模式优势在于：一是依托华润集团资源与品牌背书，具备强大的招商议价能力；二是“运营+物管+分租”多元组合形成协同效应，提升整体盈利能力；三是轻资产模式下资本开支低，扩张灵活性高。目前主要运营模式包括：购物中心运营服务、物业管理服务、分租服务三大板块。

(1) 运营服务：公司为业主提供从开业前定位设计、招商策划到开业后市场推广、消费者管理等全流程专业服务，具备高毛利、强品牌溢价优势。2025 年上半年收入达 15.47 亿元，同比增长 19.4%，毛利率提升至 83.7%。

(2) 物业管理服务：涵盖秩序维护、清洁绿化、维修保养及增值服务，2025 年上半年实现收入 2.25 亿元，同比下滑 10.7%，主要受项目结构调整影响，毛利率提升至 60.6%，主要得益于服务结构优化、成本刚性缓解。

(3) 分租服务：公司对少数优质第三方持有的购物中心进行整租并分租运营，通过主动改造和精细化招商提升资产价值，对整体商管能力要求更高。2025 年上半年收入 4.92 亿元，同比增长 43.6%，毛利率小幅下滑至 71.2%。

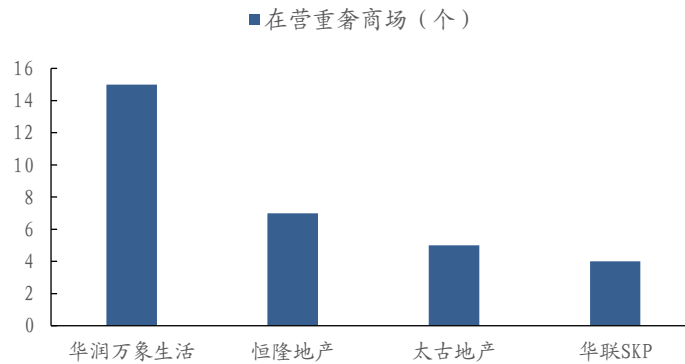
图22：2022-2025H1 购物中心收入构成及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在管的购物中心具有多个产品线，包括重奢商场、非重奢商场。截至 2025 年上半年末，华润万象生活公司在管的 125 个购物中心中，共有重奢商场 15 个，其中 14 个为母公司项目，1 个为第三方项目，公司在管重奢商场数量全市场第一。公司的非重奢购物中心包括万象汇及部分万象城购物中心，主要位于一二线城市区域中心或三线城市的核心地段，如顺德万象汇、沈阳铁西万象汇、贵阳万象汇等。

图23: 2025H1 在营重奢商场数量



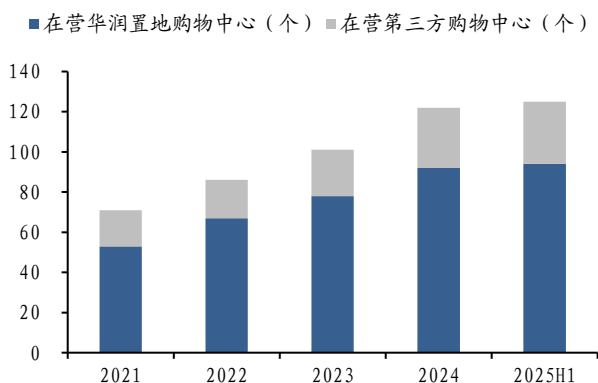
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上, 在行业供应整体缩量, 空置率、租金等经营指标承压的背景下, 公司管理的购物中心实现了逆势增长, 盈利能力持续改善。我们认为主要得益于两方面的因素: **高质量的增量拓展能力、持续的存量优化能力。**

2.2. 增量: 内生培育与外拓并举, 商管规模持续扩张

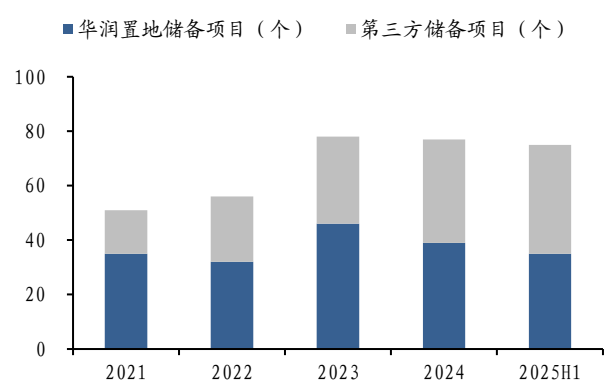
公司在管购物中心规模持续增长, 截至 2025 年上半年末, 公司共在管 125 个在营项目 (94 个项目来自于母公司), 较年初增加 3 个, 管理面积 1356 万平方米, 较年初增长 3.2%。此外, 公司储备项目充足, 截至 2025 年上半年末, 公司未开业购物中心项目共 75 个, 其中母公司项目 35 个, 第三方项目 40 个。整体来看, 公司依托内生项目持续输送叠加第三方拓展加速落地, 共同推动商业管理规模的中长期增长。

图24: 2025H1 公司在管购物中心 125 个



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 2025H1 公司购物中心储备项目达 75 个



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

内生项目方面, 公司聚焦核心城市、核心区域, 主动布局优质潜力项目。截至 2025 年上半年, 公司在全国 25 个城市实现“一城多汇”和“多城多汇”。2025 年上半年新开购物中心 4 座, 平均 GFA11.4 万平方米, 平均开业率超 91%。以郑州郑东万象城和佛山

顺德万象汇为例：郑东万象城开业首日零售额达 2018 万元，开业率 92%，首月月均客流约 12 万人次，截至 2025 年 8 月累计客流超 700 万人次；顺德万象汇开业首日零售额达 994 万元，开业率 100%，单日客流最高突破 26 万，刷新地区记录。

图26：郑州万象汇开业前两个月日均客流量超 10 万人次

图27：2025 年 4 月佛山顺德万象汇开业率 100%



数据来源：公司公告、河南日报，东吴证券研究所

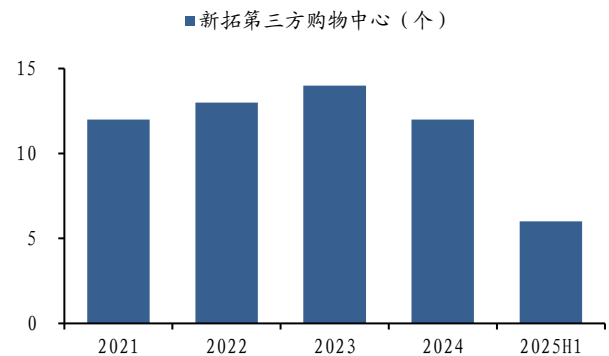
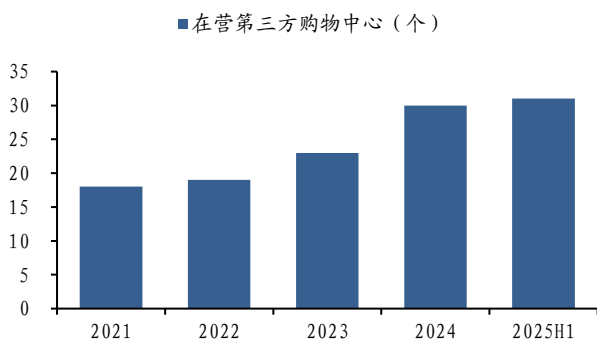
数据来源：公司公告、东莞日报，东吴证券研究所

第三方项目稳步扩张，规模与效益双升。自 2021 年公司开始市场化拓展以来，公司凭借强大的一体化能力和品牌影响力，第三方项目数量迅速提升。公司的外生轻资产运营模式以“品牌输出+管理赋能+绩效分成”为框架，聚焦高能级城市优质资产，实现低资本开支下的高质量扩张。

截至 2025 年 H1，公司第三方外拓项目共达 71 个，维持稳步扩张的战略。从业绩上看，第三方在营接场项目经营质量大幅提升。深圳 PA MALL、上海 CP 静安、上海国华广场等近年第三方在营接场项目均在 2025 年上半年实现零售额及租金的同比高双位数增长。

图28：2021-2025H1 在营第三方购物中心数量

图29：2021-2025H1 第三方项目拓展数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30: 2025H1 公司 PA MALL 零售额同比+33.8%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31: 2025H1 上海 CP 静安零售额同比+49.6%

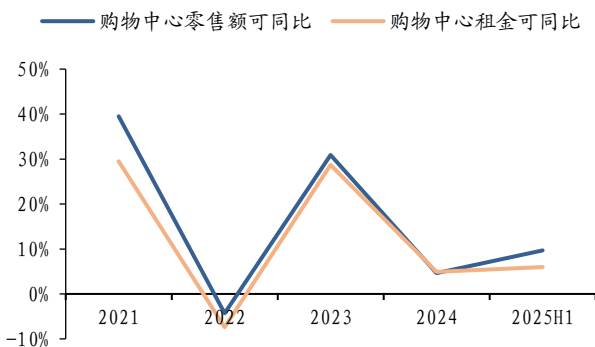


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 存量：精耕即增量，经营质量持续改善

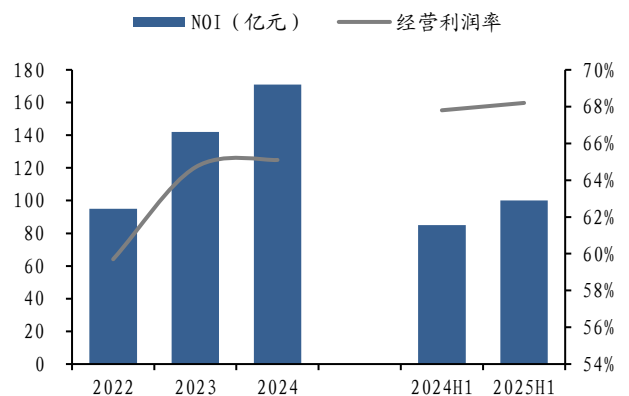
存量项目调改成效显著。公司筛选核心商圈低效资产进行存量改造，通过品牌汰换、动线重构与内容创新，在较短时间内实现零售额增长，进而获取更高绩效分成。2025年上半年，公司在管购物中心零售额可同比增长 9.7%，租金可同比增长 6.0%，经营利润率进一步提升至 68.2%。在行业普遍承压背景下，华润万象生活凭借精细化调改与强运营能力，不仅实现量价齐升，更验证了存量资产“精耕即增量”的商业逻辑，持续领跑商业地产运营赛道。

图32: 在管购物中心零售额及租金可同比保持增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33: 2022-2025H1 NOI 及经营利润率

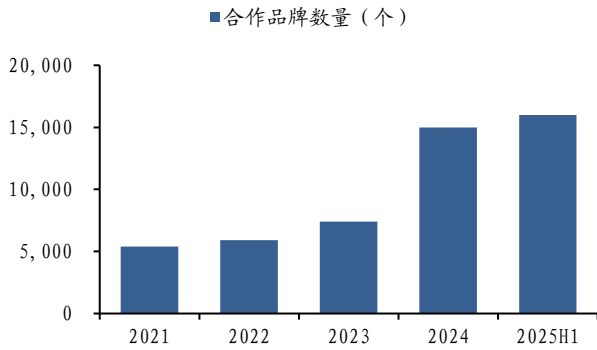


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同店租金与经营利润率的提升主要来源于三大维度：

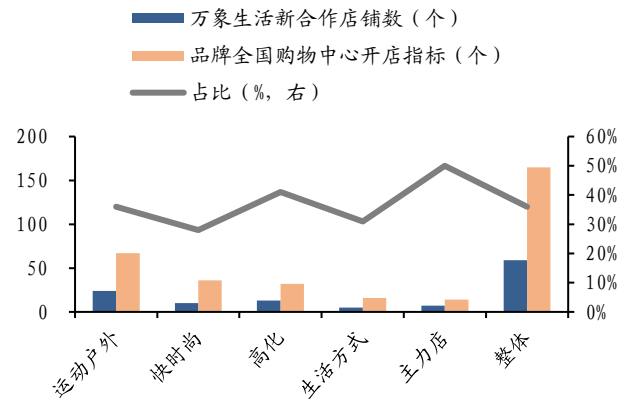
招商能力持续进化：2025年上半年，公司在营项目平均出租率提升至 97.1%，已合作品牌超 1.6 万个，引入新品牌超 1000 个。重点品牌全国新开门店数占比达 36%，运动户外、高化等新兴品类占比领先，公司招商策略精准匹配消费趋势，具备通过品牌焕新带动租金上行的能力。

图34: 公司购物中心合作品牌数量持续增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 2025H1 重点品牌新开店 36%位于公司在管项目



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

空间改造价值提升: 购物中心作为典型的长期运营型商业地产, 其资产价值并非静态, 而是随消费趋势、品牌迭代与空间效率动态演进。以长春万象城和天津万象城为例, 长春万象城通过下沉广场及退线解决方案, 2025 年上半年日均客流同比增长超过 30%, 品牌销售超千万元; 天津万象城通过中庭改造, 2025 年上半年日均客流量同比增长超过 20%, 餐饮零售额同比增长超过 10%。

图36: 长春万象城城市界面下沉广场



数据来源: 长春日报, 东吴证券研究所

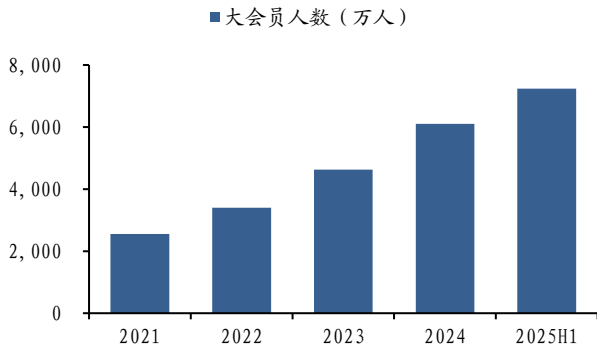
图37: 天津万象城大地厅焕新



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

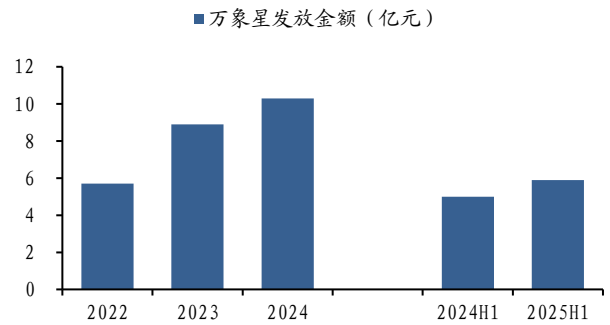
会员体系深度赋能: 依托“一点万象”平台与跨业态积分生态, 会员活跃度持续提升, 消费粘性不断增强, 直接转化为更高的客单价与更稳定的租户表现, 为租金谈判与 NOI 改善提供有力支持。2025 年上半年, 公司大会员人数达 7237 万人, 较年初增长 18.5%, 发放万象星金额 5.9 亿元, 同比+18.0%。

图38: 2025H1 公司大会员人数突破 7200 万人



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 2025H1 万象星发放金额同比+18.0%



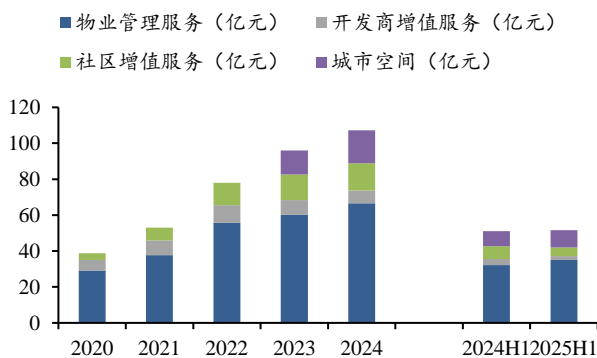
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 物业航道稳健增长, 多元业态协同扩容

3.1. 物管业务: 基础物管夯实底盘, 城市空间打开成长空间

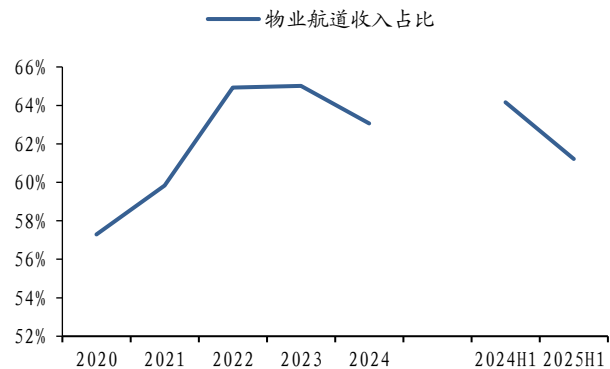
物业航道收入随城市空间业务起量扩容, 收入结构更趋均衡。2020-2024 年, 物业航道收入从 38.84 亿元增至 107.15 亿元, 2025H1 为 51.56 亿元, 同比+1.1%。分业务来看, 2025 年上半年, 城市空间收入为 9.49 亿元, 同比+15.1%; 物业管理服务保持稳健增长, 开发商增值业务随市场调整同比回落, 社区增值业务受会计准则变动影响收入下滑。受商业航道快速增长影响, 物业航道收入占比从 2022 年 64.9% 降至 2025H1 的 61.2%, 公司整体业务结构更趋均衡。

图40: 物业航道收入持续扩容



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: 物业航道收入占比有所回落

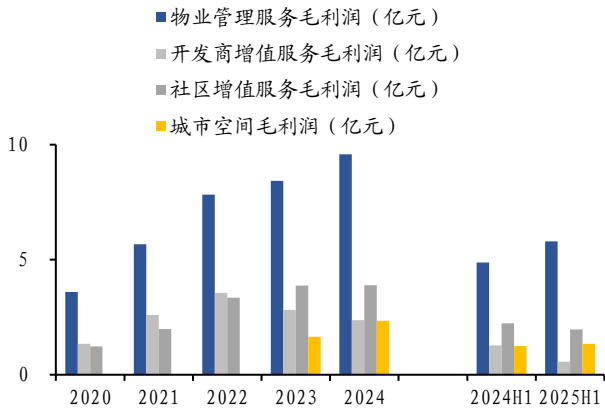


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

物业航道盈利端整体保持韧性增长, 毛利结构呈现“稳底盘+新业务起量”的特征。2025 上半年, 物业航道整体毛利为 9.68 亿元, 同比+0.4%, 毛利率小幅下降。分业务来看, 物管服务为 5.80 亿元, 同比+18.9%, 毛利率为 16.6%, 同比+1.4pct, 基础物管规模扩张叠加提质增效持续兑现; 城市空间业务毛利为 1.35 亿元, 同比+8.0%, 毛利率 14.2%,

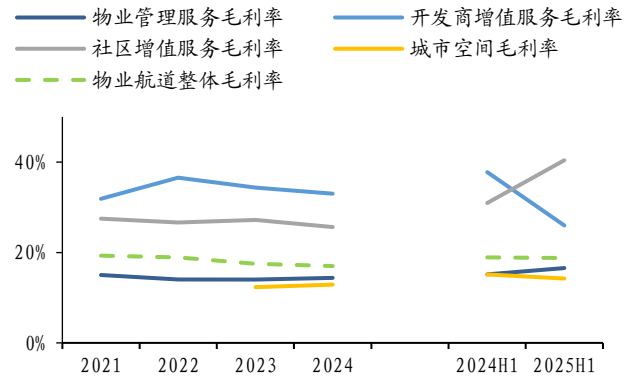
成为航道新增量；开发商增值服务、社区增值服务受地产景气及业务调整影响，毛利均有所下降，社区增值服务受会计准则影响毛利率同比+9.5pct。

图42: 物管服务贡献主要毛利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

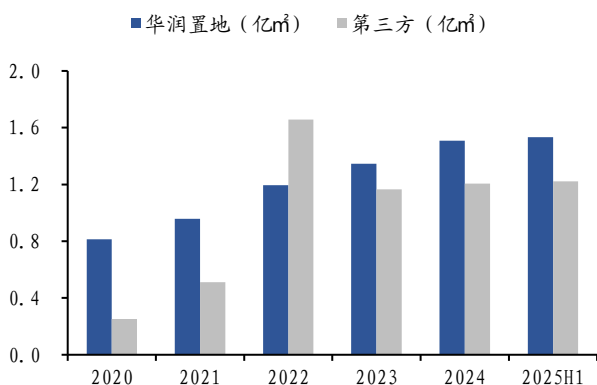
图43: 物业航道毛利率分化，核心业务盈利稳健



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

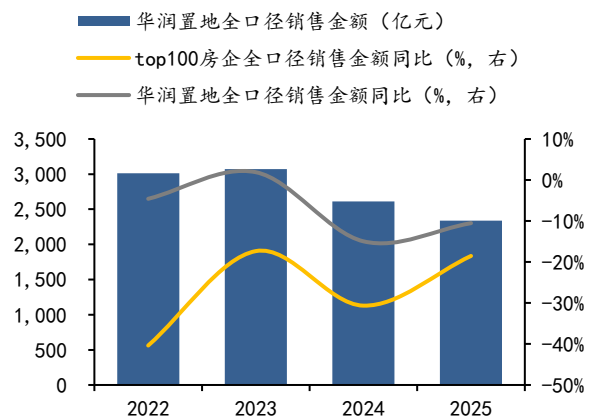
基础物管在管面积持续增长，母公司具备持续项目输送能力。2020-2025H1，基础物管在管面积从 1.07 亿平方米增至 2.76 亿平方米。从项目来源看，公司主动优化项目结构，退出低效低回款项目，聚焦高质量外拓，第三方项目面积占比从 2022 年的 58.1% 回落至 2025H1 的 44.4%；母公司输送方面，近年来华润置地销售随市场调整有所下滑，但始终优于行业平均水平，销售金额保持行业前列，2025 年销售金额达 2336 亿元，为公司基础物管业务持续输送高质量项目，筑牢业务基本盘。

图44: 基础物管分来源在管面积



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

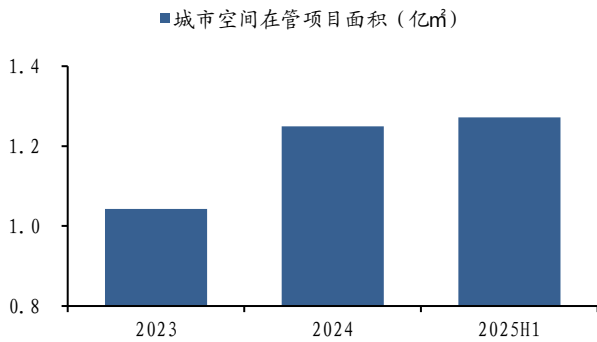
图45: 母公司销售好于行业平均水平



数据来源：中指院，东吴证券研究所

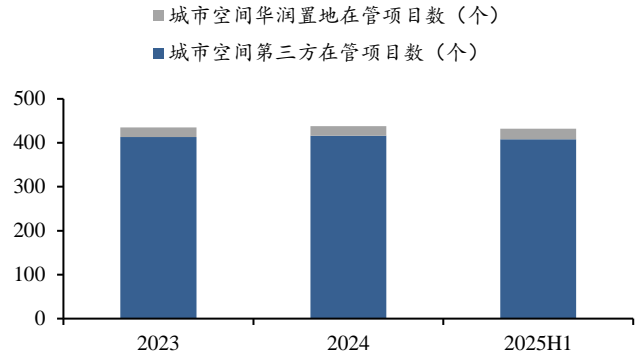
城市空间业务高质量发展，回款能力保持稳健。城市空间业务规模持续扩张，在管面积由 2023 年的 104.31 亿平方米提升至 2025H1 的 127.19 亿平方米，第三方在管面积占比保持在 98% 以上。在管业态方面，以产业园、公园河道及城市管家为主，业务布局多样化发展。公司城市空间业务回款情况良好，2024 年收缴率达 91.5%、清欠率 92.9%。

图46：城市空间在管项目面积稳步扩张



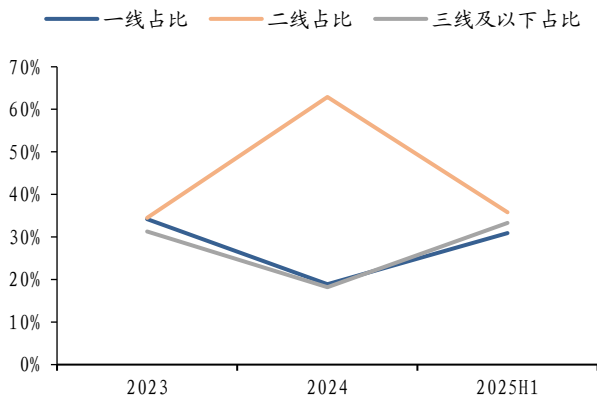
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图47：城市空间在管项目以第三方项目为主



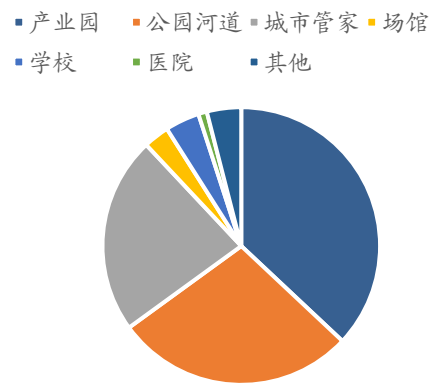
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图48：城市空间新增第三方合约面积分城市能级占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图49：2025H1 城市空间在管项目各业态面积占比

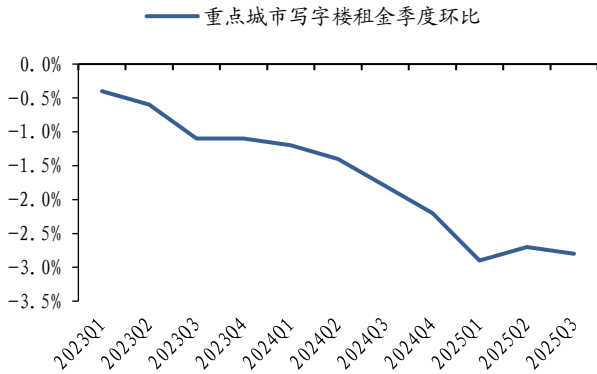


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 写字楼：逆周期扩张凸显韧性，盈利能力保持稳健

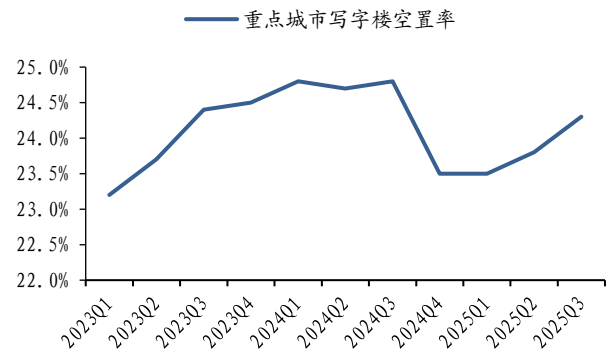
写字楼市场整体仍处调整与去库存过程中，需求恢复节奏相对缓慢。根据 CBRE 数据，2023 年以来重点城市写字楼处于供给集中释放阶段，空置率有所抬升，2025Q3 为 24.3%；短期平均租金承压，环比降幅从 2023Q1 的 0.4% 走扩至 2025 年以来的 2.5% 以上。

图50: 重点城市写字楼租金持续下行



数据来源: CBRE, 东吴证券研究所

图51: 重点城市写字楼空置率持续上升

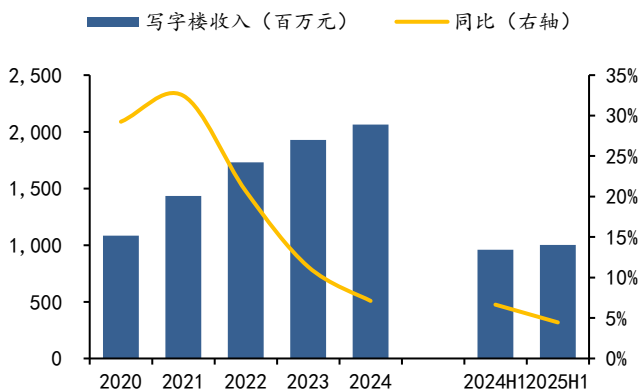


数据来源: CBRE, 东吴证券研究所

注: 统计样本 2024Q4 发生变动, 同口径下 2024Q4 的空置率为增长。

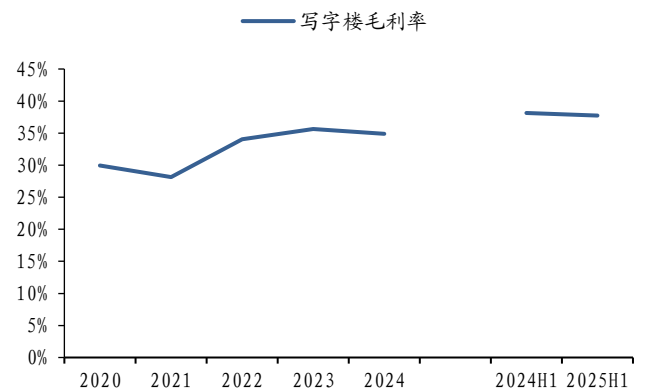
公司写字楼业务实现逆周期扩张, 经营韧性较强。2020-2024 年, 写字楼收入从 10.83 亿元增至 20.65 亿元, 2025H1 收入达 10.02 亿元, 同比+4.5%, 公司依托品牌与运营能力持续拓展项目; 截至 2025 上半年末, 公司在管写字楼项目达 225 个, 已签约未开业项目为 23 个; 毛利率方面, 2025H1 为 37.7%, 同比小幅下滑, 降幅较 2024 年全年有所收窄。

图52: 写字楼业务收入保持韧性增长



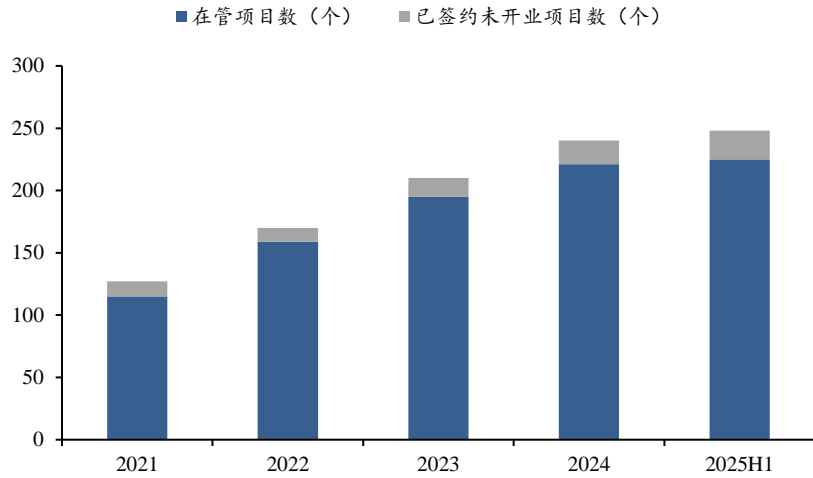
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图53: 2025H1 写字楼业务毛利率小幅回落



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图54：华润万象写字楼在管规模稳步扩容

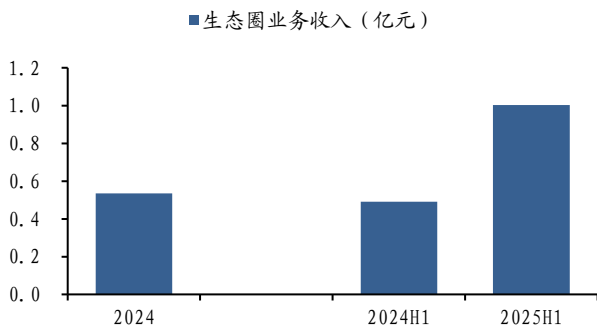


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 生态圈业务：多元化布局推进，规模仍处培育期

生态圈业务收入规模快速提升，增长动能凸显。生态圈业务是公司多元化结构的重要补充，通过拓展上下游生态链条，进一步提供丰富的生态服务，包括会员运营与营销服务、化妆品自营、咨询服务及文化运营等业务。2025H1，公司生态圈业务收入约1亿元，同比翻倍增长；毛利率为37.2%，同比-5.5pct，后续有望随着场景拓展与规模效应继续释放增长潜力。

图55：生态圈业务收入规模快速攀升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图56：公司自营品牌“万象影城”



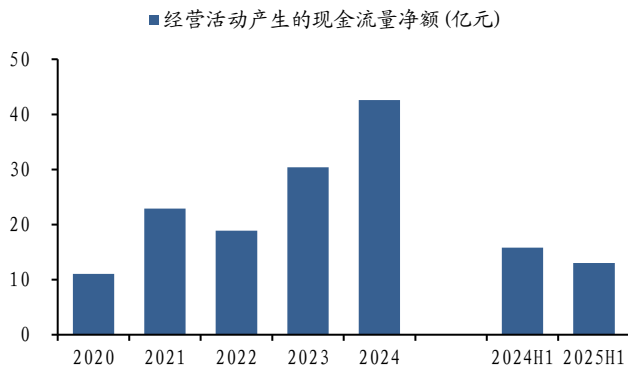
数据来源：赢商网，东吴证券研究所

4. 现金充沛分红积极，REITs 赋能长期成长

4.1. 现金流充裕支撑高分红，股东回报持续增强

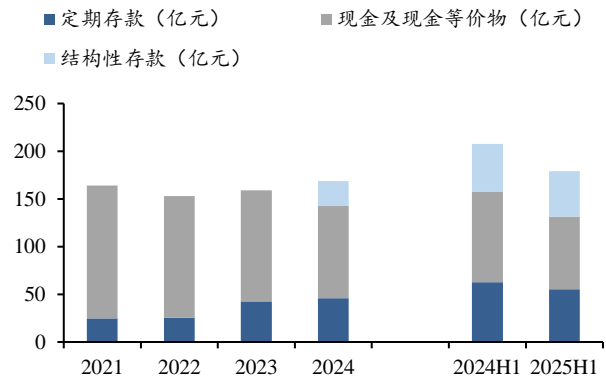
现金储备充裕，为分红提供坚实支撑。2022 年以来，公司经营性现金流净额持续增长，从 18.91 亿元增至 42.59 亿元，2025H1 为 13.03 亿元，商管及物管主业具备良好的回款能力与盈利质量。公司现金及存款充沛，2025 年上半年末达 179.21 亿元，为公司业务扩张、分红及潜在投资提供充足流动性保障。

图57：经营性现金流净额规模可观



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

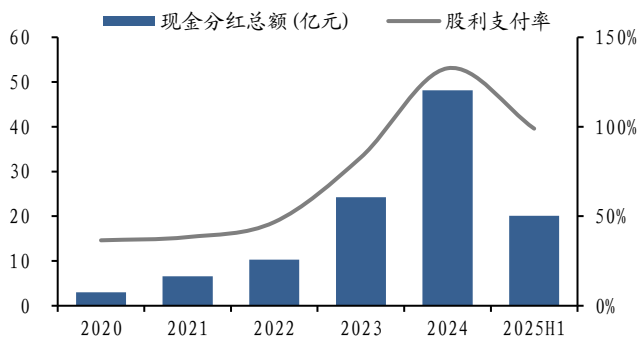
图58：2025H1 公司现金及存款资产达 179 亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

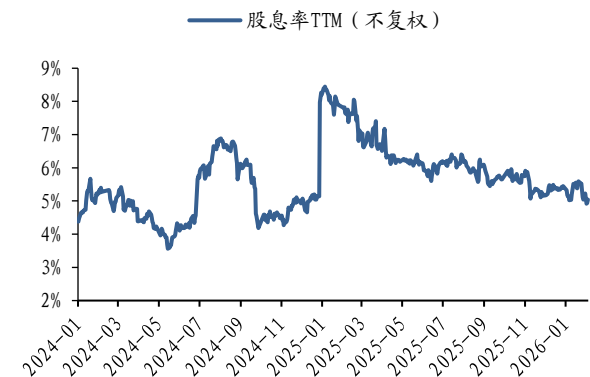
现金分红规模与股息率大幅提升，股东回报显著增厚。公司在现金流充裕背景下持续强化股东回报，分红金额与股利支付率持续提升。以核心净利润来看，2023 年以来公司维持 100% 的分派比例。2025 年下半年以来，公司股息率 (TTM、不复权) 在 5.0% 附近波动，在现金流支撑下为投资者提供更具确定性的现金回报。

图59：公司分红金额持续增厚



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图60：公司股息率 TTM 走势

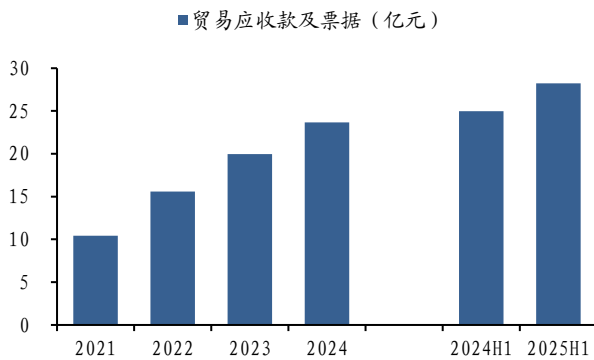


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 应收账款结构优质，整体风险可控

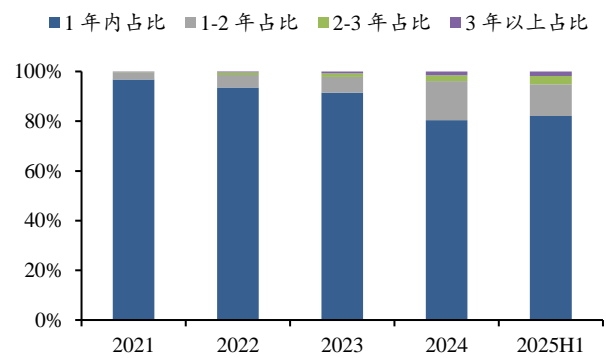
应收账款规模随业务扩张合理增长，风险整体可控。2021年以来，公司贸易应收款持续增长，主要受在管面积与商业运营规模持续扩张带动，2025H1 应收款规模进一步上升至 28.23 亿元。账龄结构方面，截至 2025 年上半年末，1 年内应收款占比为 82.1%，应收账款以短期应收款为主。应收账款周转天数随着业务结构变化有所延长，2025H1 为 56 天。公司保持相对审慎的减值计提策略，2025H1 计提减值损失 6138 万元。

图61：应收账款规模随业务扩张增长



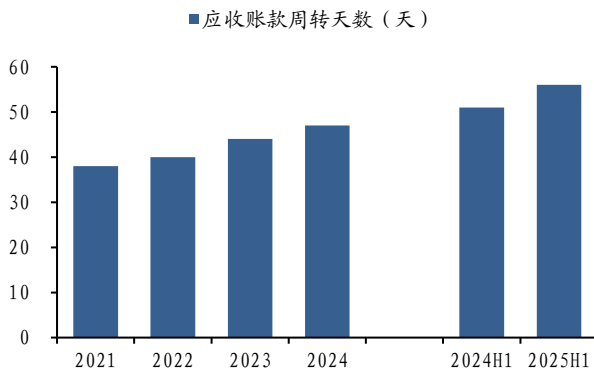
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图62：应收账款账龄结构保持优质



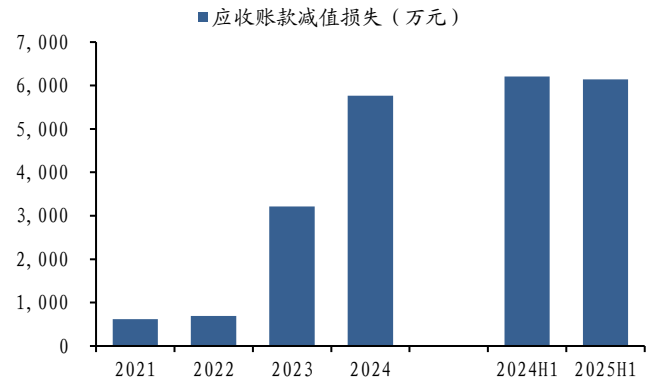
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图63：应收账款周转天数结构性增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图64：减值损失计提较为审慎



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 政策推动商业 REITs 扩容，公司商管价值加速释放

REITs 相关制度持续完善，不动产证券化进入加速落地阶段。2024 年 7 月，发改委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，明确 REITs 由试点转向常态化发行；2025 年，政策层面进一步向商业地产倾斜，发改委、商务部及证监会先后明确支持符合条件的商业项目发行 REITs，并正式启动商业不动产 REITs 试点。截至 2025 年末，我国公募 REITs 总发行规模（含扩募）突破 2100 亿元。

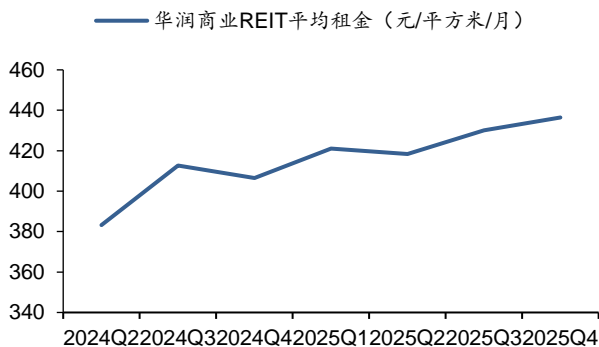
表1: REITs 政策持续加码

时间	发布部门	政策文件	政策核心
2024年7月	发改委	《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》	标志中国特色基础设施 REITs 迈入常态化发行新阶段，明确常态化发行机制
2024年10月	民政部等24部门	《关于进一步促进养老服务消费提升老年人生活品质的若干措施》	支持养老设施 REITs 发行，拓宽养老领域资产证券化渠道
2024年11月	上交所、深交所	推动持有型不动产 ABS 发展落地	完善不动产资产证券化产品体系，为 REITs 储备优质底层资产
2025年9月	发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》	1. 支持通过扩募新购入项目；2. 研究铁路、港口等新资产类型发行路径
2025年10月	商务部等五部门	《城市商业提质行动方案》	支持符合条件的商业地产项目发行 REITs，助力商业资产盘活
2025年12月	中国证监会	《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》	明确商业不动产 REITs 试点启动，商业地产 REITs 落地进入实质阶段

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

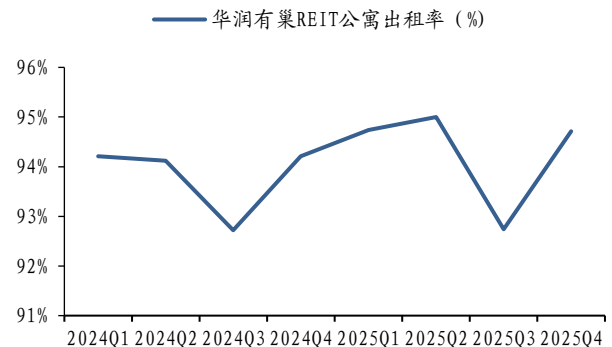
华润置地 REIT 平台已进入成熟运营阶段，底层资产经营表现稳健，为资产出表与资本循环提供有力支撑。从经营数据看，华润商业 REIT 平均租金由 2024Q2 的 383 元/平方米/月提升至 2025Q4 的 436 元/平方米/月，呈现稳步上行趋势；华润有巢 REIT 公寓出租率长期保持在 92% 以上。同时，华润置地积极推进 REIT 扩募，有巢 REIT 已落地马桥保租房扩募项目，商业 REIT 储备 4 个待注入商场，资产规模持续提升。在此框架下，华润置地已形成“开发—培育—注入 REIT—回收资金再投资”的闭环路径，出表通道顺畅，资本效率持续提升。

图65: 华润商业 REIT 租金水平持续提升



数据来源：基金公告，东吴证券研究所

图66: 华润有巢 REIT 出租率保持在 92% 以上



数据来源：基金公告，东吴证券研究所

在 REITs 出表机制顺畅、政策持续支持的背景下，公司战略价值进一步凸显。REITs 对底层资产稳定分派的要求，强化了对高质量商业运营与精细化物管的依赖，有利于公司获取长期、稳定的管理费与运营服务收入；随着母公司优质商业资产持续通过 REITs 出表，加快优质项目滚动落地，为公司持续输送项目来源。在“存量资产盘活+资本循环加速”的模式下，公司成熟的商业运营能力有望向外复制，对外承接更多第三方项目。

5. 盈利预测与投资评级

盈利预测:

1) 商业航道: 购物中心业务方面, 收入主要随母公司的开业计划增长, 我们预计 2025-2027 年购物中心收入同比分别增长 18.1%、14.7%、13.6%; 公司品牌力与运营效率行业领先, 我们预计 2025-2027 年毛利率预估维持在 78.0% 水平。写字楼市场仍处于调整阶段, 短期内或对收入产生一定影响, 我们预计 2025-2027 年写字楼收入同比增长 4.9%、4.6%、4.3%, 毛利率较 2024 年小幅下滑, 预计稳定在 34.5%。整体来看, 我们预计 2025-2027 年公司商业航道整体收入同比增长 13.8%、11.6%、11.0%, 毛利率分别为 64.8%、65.6%、66.4%。

2) 物业航道: 社区空间业务中, 基础物业管理服务作为压舱石, 我们预计稳健增长, 2025-2027 年同比增速分别为 8.8%、8.0%、6.7%; 受新房销售影响, 非业主增值服务或仍同比下行, 但降幅有望逐步收窄; 社区增值服务受会计准则调整影响, 或呈现收入下降、毛利率提升的趋势; 城市空间业务方面, 公司延续既有拓展策略, 规模有序增长, 预计 2025-2027 年收入同比增长 11.4%、8.6%、8.0%, 毛利率稳定在 12.5%。整体来看, 我们预计 2025-2027 年物业航道收入同比分别+0.5%、+4.9%、+5.8%, 毛利率分别为 16.4%、16.2%、16.2%。

3) 生态圈业务: 截至 2025H1, 该业务体量相对较小, 在低基数下, 我们预计未来三年将保持较快增速, 2025-2027 年收入同比增长 100%、50%、30%, 毛利率维持在 25.0%。

综上, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 179.03 亿元、192.65 亿元、207.93 亿元, 同比分别+5.0%、+7.6%、+7.9%, 毛利率分别为 35.9%、36.8%、37.8%。分业务来看, 2025-2027 年物业航道贡献毛利占比分别为 27.5%、25.7%、24.6%, 商业航道贡献毛利占比分别为 72.1%、73.7%、74.8%。

图67：公司分业务盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025B	2026B	2027B
总收入 (亿元)	120.2	147.7	170.4	179.0	192.6	207.9
yoy	35.4%	22.9%	15.4%	5.0%	7.6%	7.9%
1、物业航道	78.0	96.0	107.1	107.6	112.9	119.5
yoy	46.9%	23.1%	11.6%	0.5%	4.9%	5.8%
1.1 物业管理服务	55.7	60.2	66.6	72.5	78.3	83.5
yoy	47.7%	8.0%	10.7%	8.8%	8.0%	6.7%
1.2 开发商增值服务	9.7	8.2	7.2	5.0	4.3	3.8
yoy	19.7%	-15.7%	-12.5%	-30.0%	-15.0%	-10.0%
1.3 社区增值服务	12.6	14.3	15.2	9.9	8.4	8.4
yoy	73.3%	13.5%	6.3%	-35.0%	-15.0%	0.0%
1.4 城市空间	-	13.4	18.2	20.3	22.0	23.8
yoy	-	-	36.3%	11.4%	8.6%	8.0%
2、商业航道	42.1	51.7	62.7	71.4	79.7	88.4
yoy	18.2%	22.6%	21.4%	13.8%	11.6%	11.0%
2.1 购物中心	24.8	32.4	42.1	49.7	57.0	64.8
yoy	16.5%	30.5%	30.0%	18.1%	14.7%	13.6%
2.2 写字楼	17.3	19.3	20.7	21.7	22.7	23.6
yoy	20.7%	11.3%	7.1%	4.9%	4.6%	4.3%
3、生态圈业务	-	-	0.5	1.1	1.6	2.1
yoy	-	-	-	100.0%	50.0%	30.0%
总毛利率	30.1%	31.8%	32.9%	35.9%	36.8%	37.8%
1、物业航道	18.9%	17.5%	17.0%	16.4%	16.2%	16.2%
1.1 物业管理服务	14.0%	14.0%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
1.2 开发商增值服务	36.5%	34.3%	33.0%	25.0%	25.0%	25.0%
1.3 社区增值服务	26.6%	27.2%	25.6%	35.0%	38.0%	40.0%
1.4 城市空间	0.0%	12.3%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%
2、商业航道	50.7%	58.4%	60.2%	64.8%	65.6%	66.4%
2.1 购物中心	62.4%	71.9%	72.6%	78.0%	78.0%	78.0%
2.2 写字楼	34.1%	35.6%	34.9%	34.5%	34.5%	34.5%
3、生态圈业务	-	-	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
总毛利润 (亿元)	36.1	46.9	56.1	64.2	71.0	78.5
1、物业航道	14.7	16.8	18.2	17.7	18.3	19.3
毛利占比	40.8%	35.7%	32.4%	27.5%	25.7%	24.6%
2、商业航道	21.4	30.2	37.8	46.3	52.3	58.7
毛利占比	59.2%	64.3%	67.3%	72.1%	73.7%	74.8%
3、生态圈业务	-	-	0.1	0.3	0.4	0.5
毛利占比	-	-	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

估值与投资建议:

可比公司方面，我们选取保利物业、万物云、绿城服务等头部物管企业作为参考，相较可比公司以住宅物业为主，公司商业运营管理业务占比更高，盈利模式更优，壁垒更强，享有一定估值溢价。公司运营能力行业领先，母公司持续输送高质量项目，盈利有望持续增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 39.03/43.31/48.21 亿元，对应现价 PE 分别为 25.0/22.5/20.2 倍；核心净利润分别为 38.83/43.11/48.01 亿元，同比分别+10.7%/+11.0%/+11.4%，对应现价 PE 分别为 25.1/22.6/20.3 倍。考虑公司在商业运营领域的稀缺性、稳定的业绩增长以及行业内的龙头地位，维持“买入”评级。

图68: 可比公司估值表 (截至 2026 年 2 月 11 日)

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
6049.HK	保利物业	164	14.7	15.7	16.7	17.9	11.1	10.5	9.8	9.2
2602.HK	万物云	200	11.5	14.6	16.9	19.1	17.4	13.7	11.8	10.5
2869.HK	绿城服务	129	7.9	9.3	10.8	12.3	16.4	13.9	11.9	10.5
	平均						15.0	12.7	11.2	10.1
1209.HK	华润万象生活	976	36.3	39.0	43.3	48.2	26.9	25.0	22.5	20.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 1) 保利物业、万物云、绿城服务盈利预测来自 2026 年 2 月 11 日的 wind 一致预期;

2) 汇率采用 1HKD = 0.89 RMB。

6. 风险提示

宏观经济与消费复苏不及预期风险。若宏观经济修复节奏放缓、居民消费信心恢复不及预期，可能对线下消费活跃度及品牌开店意愿形成压制，进而影响公司在管商业项目的客流表现、租金水平及商业运营收入增长。

项目拓展及运营不及预期风险。公司商业与住宅管理业务依赖新签及存量项目的持续拓展与运营，若新增项目获取节奏放缓，或新项目运营效果低于预期，可能对阶段性业绩增长形成扰动。

行业竞争加剧风险。随着物管及商业运营赛道竞争加剧，可能对公司项目盈利水平及整体毛利率造成一定压力。

华润万象生活三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,256.34	18,190.45	18,861.52	19,421.90	营业总收入	17,042.66	17,903.23	19,264.51	20,792.99
现金及现金等价物	9,570.82	9,809.24	10,127.53	10,297.02	营业成本	11,433.19	11,482.63	12,166.06	12,940.25
应收账款及票据	2,365.88	2,436.83	2,622.11	2,830.16	销售费用	0.00	322.26	346.76	374.27
存货	239.77	251.98	268.67	282.17	管理费用	975.17	1,002.58	1,078.81	1,164.41
其他流动资产	4,079.87	5,692.41	5,843.22	6,012.55	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12,651.80	11,445.23	11,338.59	11,509.97	其他费用	81.12	89.52	96.32	103.96
固定资产	614.19	621.71	629.08	636.29	经营利润	4,262.50	5,006.25	5,576.55	6,210.10
商誉及无形资产	3,253.83	3,022.32	2,905.34	3,066.51	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	7.29	10.27	13.25	16.24	利息支出	115.77	120.00	120.00	120.00
其他长期投资	8,632.71	7,632.71	7,632.71	7,632.71	其他收益	748.49	450.66	465.66	502.28
其他非流动资产	143.78	158.22	158.22	158.22	利润总额	4,895.22	5,336.91	5,922.21	6,592.38
资产总计	28,908.14	29,635.69	30,200.12	30,931.87	所得税	1,165.11	1,334.23	1,480.55	1,648.09
流动负债	8,827.94	9,431.18	9,893.92	10,511.41	净利润	3,730.11	4,002.68	4,441.66	4,944.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	100.73	100.07	111.04	123.61
应付账款及票据	1,655.73	1,690.50	1,757.32	1,833.20	归属母公司净利润	3,629.38	3,902.61	4,330.62	4,820.68
其他	7,172.21	7,740.68	8,136.60	8,678.21	EBIT	5,010.99	5,456.91	6,042.21	6,712.38
非流动负债	3,359.04	3,392.63	3,392.63	3,392.63	EBITDA	5,366.54	5,730.90	6,301.83	6,973.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	3,359.04	3,392.63	3,392.63	3,392.63					
负债合计	12,186.98	12,823.81	13,286.55	13,904.04					
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	195.78	295.85	406.89	530.50	每股收益(元)	1.59	1.71	1.90	2.11
归属母公司股东权益	16,525.37	16,516.02	16,506.67	16,497.32	每股净资产(元)	7.24	7.24	7.23	7.23
负债和股东权益	28,908.14	29,635.69	30,200.12	30,931.87	发行在外股份(百万股)	2,282.50	2,282.50	2,282.50	2,282.50
					ROIC(%)	23.31	24.41	26.87	29.66
					ROE(%)	21.96	23.63	26.24	29.22
					毛利率(%)	32.91	35.86	36.85	37.77
					销售净利率(%)	21.30	21.80	22.48	23.18
					资产负债率(%)	42.16	43.27	44.00	44.95
					收入增长率(%)	15.41	5.05	7.60	7.93
					净利润增长率(%)	23.92	7.53	10.97	11.32
					P/E	26.89	25.01	22.54	20.25
					P/B	5.91	5.91	5.91	5.92
					EV/EBITDA	9.13	15.32	13.88	12.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年2月11日的0.89,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>