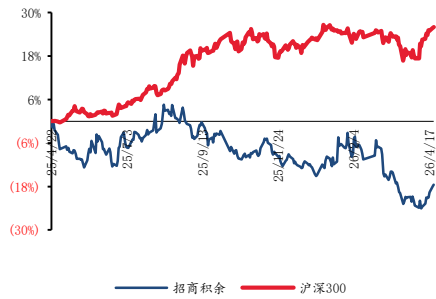


## 招商积余 2025 年报点评：主业发展稳健向好，资产处置拖累业绩

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	10.54/10.54
总市值/流通(亿元)	108.95/108.95
12个月内最高/最低价(元)	13.59/9.45

### 相关研究报告

#### 证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190521050001

#### 证券分析师：戴梓涵

电话：18217681683

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110003

### 事件：

公司发布 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入 192.73 亿元，同比增长 12.23%，归母净利润 6.55 亿元，同比下降 22.12%。

### 要点：

#### 营收保持增长，资产处置拖累业绩

2025 年公司实现营收 192.73 亿元，同比增长 12.23%，归母净利润 6.55 亿元，同比下降 22.12%。主要系处置衡阳中航项目一次性减少归母净利润 2.56 亿元，剔除此影响因素后，归母净利润同比增长 8.30%。此外，公司销售毛利率降低 0.87 个百分点至 11.09%，2025 年管理费用率和财务费用率分别下降 0.49 和 0.11 个百分点至 3.01% 和 0.06%，费用不断压降，盈利水平持续提升。

#### 物业管理业务发展稳健，基础物管对营收的贡献占比最高

分业务板块来看，公司物业管理业务实现营收 186.03 亿元，同比增长 12.83%，资产管理业务实现营收 6.66 亿元，同比下降 0.67%。物业管理业务增长强劲，细分来看，2025 年基础物管业务实现收入 142.79 亿元，同比增长 6.56%，占营业收入比例为 74.09%。其中住宅和非住宅分别实现营收 41.94 亿元和 100.85 亿元，占基础物管业务收入的比例分别为 29.37% 和 70.63%。此外，专业增值服务、平台增值服务、持有物业出租及经营、商业运营业务对营收的贡献占比分别为 19.65%/2.79%/2.20%/1.25%。

#### 外拓合同规模保持高位，精耕非住宅业态细分赛道

截至 2025 年末，公司在管物业项目 2473 个，覆盖全国 166 个城市，管理面积 3.77 亿平方米，同比增长 3.37%。分类型来看，其中住宅类和非住宅类管理面积分别为 1.47 和 2.30 亿平方米，较 2024 年分别提升 7.07% 和 1.12%，第三方管理面积 2.40 亿平方米，占比 63.8%，来自招商局集团内部的物业项目管理面积为 1.37 亿平方米。

公司新签规模维持高位，年内实现新签年度合同额 44.80 亿元，同比增长 11.19%，其中第三方项目新签年度合同额 41.69 亿元，同比增长 12.89%，来自招商局集团内部新签年度合同额 3.11 亿元。非住宅新签年度合同额 37.53 亿元，同比增长 8.41%，公司精耕非住宅业态细分赛道，打造差异化市场竞争能力，航空、高校、IFM 业态年内分别实现新签合同额 1.91/2.32/3.69 亿元。

### 商业运营销售额稳步推进，运营能力持续提升

资产管理业务方面，2025 年公司资管业务实现营收 6.66 亿元，同比下降 0.67%。其中商业运营业务实现营收 2.41 亿元，同比增长 6.26%。截至 2025 年末，公司旗下招商商管在管商业项目 73 个（含筹备项目），管理面积 395 万平方米，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 59 个，第三方品牌输出项目 11 个。2025 年，在管项目集中商业销售额同比提升 8.4%，客流同比提升 16.7%，会员总数累计达 822 万，同比增长 18%；年内实现了深圳太子湾 VILLA 和杭州城北招商花园城精彩开业，累计吸引客流 407 万人次。

持有物业出租及经营业务实现营收 4.25 亿元，2025 年末总可出租面积为 46.89 万 m<sup>2</sup>，总体出租率为 93%。公司持有物业包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态。

### 投资建议：

公司背靠招商局集团，物管业务外拓新签规模保持增长，业态多元化布局，成本与费用管控成果显著，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 9.55/10.67/11.48 亿元，对应 26/27/28 年 PE 分别为 11.40X/10.21X/9.49X，持续给予“增持”评级。

**风险提示：**房地产行业政策风险；业务拓展不及预期；行业竞争加剧风险

### ■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	19,273	20,660	22,399	24,090
营业收入增长率(%)	12.23%	7.20%	8.42%	7.55%
归母净利（百万元）	655	955	1,067	1,148
净利润增长率(%)	-22.12%	45.96%	11.69%	7.57%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.91	1.01	1.09
市盈率（PE）	16.64	11.40	10.21	9.49

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,670	5,623	5,884	7,005	8,066
应收和预付款项	2,321	2,556	2,835	3,005	3,214
存货	1,146	1,044	1,275	1,378	1,483
其他流动资产	1,167	1,055	1,217	1,350	1,429
流动资产合计	9,304	10,278	11,210	12,738	14,192
长期股权投资	106	118	136	156	171
投资性房地产	5,478	5,458	5,448	5,436	5,423
固定资产	595	564	560	561	548
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	24	21	22	22	20
长期待摊费用	102	98	91	82	87
其他非流动资产	12,856	13,812	14,731	16,251	17,694
资产总计	19,161	20,072	20,987	22,508	23,944
短期借款	149	0	40	70	96
应付和预收款项	2,985	3,675	3,277	3,688	3,889
长期借款	663	317	377	427	482
其他负债	4,763	5,222	5,879	6,269	6,737
负债合计	8,560	9,214	9,573	10,454	11,204
股本	1,060	1,054	1,054	1,054	1,054
资本公积	3,107	3,000	3,000	3,000	3,000
留存收益	6,290	6,670	7,209	7,830	8,497
归母公司股东权益	10,449	10,724	11,264	11,884	12,552
少数股东权益	151	134	151	170	189
股东权益合计	10,600	10,858	11,414	12,054	12,741
负债和股东权益	19,161	20,072	20,987	22,508	23,944

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	1,834	1,641	684	1,600	1,547
投资性现金流	-121	51	-96	-100	-73
融资性现金流	-1,465	-737	-310	-378	-412
现金增加额	249	954	277	1,121	1,061

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,172	19,273	20,660	22,399	24,090
营业成本	15,119	17,136	18,369	19,861	21,392
营业税金及附加	109	138	145	157	169
销售费用	115	110	124	134	145
管理费用	602	580	620	667	711
财务费用	30	11	14	15	15
资产减值损失	-1	-73	-1	-1	-1
投资收益	5	3	5	5	6
公允价值变动	1	-15	-1	-2	-1
营业利润	1,136	956	1,329	1,502	1,614
其他非经营损益	3	-6	3	7	7
利润总额	1,139	950	1,332	1,508	1,621
所得税	269	292	360	422	454
净利润	869	658	972	1,086	1,167
少数股东损益	29	3	17	19	19
归母股东净利润	840	655	955	1,067	1,148

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	11.96%	11.09%	11.09%	11.33%	11.20%
销售净利率	4.89%	3.40%	4.62%	4.76%	4.77%
销售收入增长率	9.89%	12.23%	7.20%	8.42%	7.55%
EBIT 增长率	19.90%	-15.73%	37.77%	13.23%	7.39%
净利润增长率	14.24%	-22.12%	45.96%	11.69%	7.57%
ROE	8.04%	6.10%	8.48%	8.98%	9.15%
ROA	4.60%	3.35%	4.74%	4.99%	5.03%
ROIC	7.67%	5.90%	8.11%	8.54%	8.66%
EPS (X)	0.80	0.62	0.91	1.01	1.09
PE (X)	12.96	16.64	11.40	10.21	9.49
PB (X)	1.04	1.02	0.97	0.92	0.87
PS (X)	0.63	0.57	0.53	0.49	0.45
EV/EBITDA (X)	5.82	5.75	3.89	2.84	2.12

资料来源: 携宁, 太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。