

房地产 | 公司研究

2023年08月21日

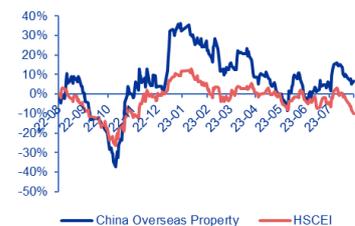
买入

维持

市场数据：2023年08月21日

收盘价(港币)	8.37
恒生中国企业指数	6,031
52周最高/最低价(港币)	10.81/4.89
H股市值(亿港元)	275
流通H股(百万股)	3,287
汇率(人民币/港币)	1.09

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
邓力 A0230523050001
denqli@swsresearch.com

联系人

邓力
(8621)23297818×转
denqli@swsresearch.com

业绩超预期高增，逆境下扩张积极

中海物业 (02669.HK)

23H1 营收同比+23%，归母净利润同比+39%、超市场预期。2023H1，公司实现营业收入 71.6 亿港元，同比+23.2%；毛利润 11.5 亿港元，同比+30.8%；归母净利润 7.3 亿港元，同比+39.2%，超市场预期；基本每股收益 0.22 港元，同比+39.2%；毛利率和归母净利率为 16.0%和 10.2%，同比分别+0.9pct和+1.2pct；ROE 为 38.5%，同比+4.7pct。公司业绩大增，主要源于：1) 公司在管项目及在管面积的稳定增长；2) 毛利率和净利率有所修复；3) 非住户及住户增值服务的持续增长。此外，公司全年拟每股派发股息 5.5 港仙，对应分红比例 25%。

23H1 在管面积同比+26.5%，新增外拓同比+41%，持续推进 5 年核心指标复合增速 30%。

2023H1 末，公司在管面积达 3.63 亿平，同比+26.5%，较 22 年末+13.4%；23H1，公司新增管理面积 4,300 万平，其中，来自关联方、第三方占比分别为 25.5%、74.5%；住宅、非住宅分别占比 44.8%、55.2%；新增合同额 29.7 亿元，来自关联方、第三方占比分别为 40%、60%。至 23H1 末，公司在管面积中：1) 关联方、第三方分别占比 62.2%、37.8%，第三方占比较 22 年末提升 5.0pct；2) 包干制、酬金制分别占比 80.7%、19.3%；3) 住宅、非住宅分别占比 71.8%、28.2%。23H1，新增外拓合约面积 5,818 万平，同比+40.7%，其中，1) 住宅/产业园/商写/其他分别占比 36.7%/47.4%/8.9%/7.0%；2) 中标项目来源来看，企业/事业单位/共建物业/中小开发商/业委会/政企合资及平台公司分别占比 36.6%/25.6%/16.4%/9.7%/8.7%/3.0%。公司持续推进十四五战略，计划 5 年核心经营指标年复合增速为 30%，并且推进内生外拓 1:1，后续有望实现量质双升。

物管服务毛利率修复，增值服务保持高增。2023H1，公司物业管理服务、非住户增值服务、住户增值服务、停车位买卖服务分别实现营收 51.6、12.1、7.1、0.8 亿港元，分别同比+17.7%、+39.3%、+56.9%、-22.8%，分别占比 72.1%、16.8%、9.9%、1.2%，物业管理服务、非住户增值服务、住户增值服务的毛利率分别为 14.7%、13.5%、29.3%，分别同比+1.6、-1.9、-1.0pct；物业管理服务中，包干制毛利率为 12.2%，同比+2.2pct。物业服务毛利率提升源于：1) 公司加大分包力度及优化人力结构，提升人均效能；2) 相比去年同期，今年额外无防疫支出。非住户增值服务中，工程服务、交付前服务、销项查验、顾问咨询收入分别同比 49.9%、26.9%、26.3%、50.5%；住户增值服务中，社区资产经营服务、居家生活服务及商业服务运营收入分别同比 34.6%、83.1%。此外，公司积极扩展城市服务、写字楼、医院、商业中心、政府机构等丰富业态，全业态积极扩张。

投资分析意见：业绩超预期高增，逆境下扩张积极，维持“买入”评级。中海物业背靠中海地产，至 23H1 末，公司在管面积达 3.6 亿平米，同比+26%，管理规模稳步提升。公司在 20 年业绩发布会提出，计划十四五期间公司核心经营指标年复合增速目标 30%，并在今年业绩会重申继续推进十四五计划，后续有望实现量质双升。此外，中海项目布局三大都市圈、一二线核心城市，物业费提价能力相对较强，中长期利润率更加稳定，增值服务潜力较大。我们维持公司 2023-25 年归母净利润预测为 16.6、21.5、27.7 亿港元，现价对应 23 年 PE 为 17 倍，维持目标价 12.0 港元，维持“买入”评级。

风险提示：增值服务拓展不及预期，人工成本超预期上升致利润率下行，第三方外拓不及预期。

财务数据及盈利预测

港币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,442	12,689	16,496	21,283	27,250
同比增长率(%)	44.3	34.4	30.0	29.0	28.0
净利润(百万元)	984	1,273	1,655	2,149	2,770
同比增长率(%)	40.6	29.4	30.0	29.8	28.9
每股收益(元)	0.30	0.39	0.50	0.65	0.84
净资产收益率(%)	32.8	35.3	33.9	33.8	33.5
市盈率(倍)	28.0	21.6	16.6	12.8	9.9
市净率(倍)	9.0	7.5	5.6	4.3	3.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

利润表

单位：港币，百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,442	12,689	16,496	21,283	27,250
营业成本	7,800	10,669	13,869	17,894	22,911
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	429	466	649	838	1,079
财务费用	(66)	(60)	(108)	(143)	(199)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	5	6	7	8
营业利润	1,248	1,566	2,036	2,645	3,412
营业外收支	70	112	146	188	240
利润总额	1,318	1,678	2,182	2,833	3,652
所得税	331	398	517	671	865
净利润	987	1,281	1,665	2,162	2,787
少数股东损益	3	8	10	13	16
归属母公司净利润	984	1,273	1,655	2,149	2,770
NOPLAT	851	1,157	1,459	1,878	2,393
EPS(摊薄) (元)	0.30	0.39	0.50	0.65	0.84

资料来源：Wind，申万宏源研究

资产负债表

单位：港币，百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,298	2,748	4,148	5,485	7,600
应收账款及票据	2,515	3,865	5,025	6,483	8,301
存货	935	971	1,262	1,628	2,085
其他流动资产	985	1,943	2,124	2,740	3,509
流动资产合计	7,733	9,527	12,559	16,337	21,495
固定资产	167	209	209	209	209
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
土地使用权	8	6	6	6	6
其他非流动资产	411	379	495	625	403
非流动资产合计	586	594	710	840	619
资产合计	8,320	10,121	13,269	17,178	22,113
短期借款（包含一年内到期的非流动负债）	0	68	89	114	146
应付账款	785	1,585	2,061	2,659	3,404
应交税金	273	331	362	467	598
其他流动负债	4,159	4,372	5,684	7,334	9,390
流动负债合计	5,216	6,357	8,195	10,574	13,538
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	102	132	170	218
非流动负债合计	51	102	132	170	218

负债合计	5,267	6,458	8,327	10,744	13,757
归属母公司所有者权益	3,000	3,611	4,883	6,366	8,278
少数股东权益	52	52	58	67	78
所有者权益合计	3,053	3,663	4,941	6,434	8,357
负债和股东权益	8,320	10,121	13,269	17,178	22,113

资料来源：Wind，申万宏源研究

现金流量表

单位：港币，百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	984	1,273	1,665	2,162	2,787
折旧与摊销	67	85	0	0	0
营运资本变动	(250)	(186)	(975)	(1,227)	(1,529)
其他经营活动现金流	(31)	38	(114)	(150)	(207)
经营活动产生的现金流量净额	770	1,211	576	785	1,051
资本性支出	110	119	0	0	0
其他投资活动现金流	27	(22)	37	45	41
投资活动产生的现金流量净额	(264)	(1,200)	37	45	41
债务增加	80	675	1,363	1,714	2,136
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	237	329	513	666	858
其他筹资活动现金流	9	(30)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	(259)	(325)	606	(109)	254
现金及现金等价物净增加额	363	(550)	1,400	1,337	2,115
现金及现金等价物期末余额	3,298	2,748	4,148	5,485	7,600

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。