

**买入**
**践行高品质稳健发展，展现央企先行风范**
**中海物业 (2669.HK)**

2023-09-27 星期三

### 投资要点

#### ➤ 深耕基础物服，聚焦布局增服赛道，致力打造领先的优质物管品牌：

中海物业是我国资深的、具有央企背景的物管品牌，其最早于香港开展物管服务，现已深耕行业近40年。公司目前主要提供物业管理服务、住户和非住户增值服务以及停车位买卖业务。在保证高质量的物管服务的前提下，通过搭建优你互联平台，贴近业主客户需求，提升满意度，助推住户增值服务发展。同时，兴海物联推动公司数字化、智慧化转型，具有差异化、定制化的增值服务有望成为另一核心增长点。公司发展期间不断追求服务质量提升，树立良好服务口碑，丰富的经验使得公司成为行业内排名前列的品质物企。

#### ➤ 行业迎来新发展阶段，物管市场规模有望保持双位数增长：

为应对激烈的市场竞争、满足标准及专业化服务需求、同时降低对关联方的依赖，物企日益加强第三方外拓能力，理性参与收并购，注重品牌力、服务能力等综合实力的打造，巩固扩大基本盘；同时深挖增值服务，打造物服企业“第二增长曲线”。行业也将迎来聚焦于服务品质提升、单盘盈利能力和品牌价值提升的提质增效、独立发展的新阶段。伴随中国经济稳定持续发展、城镇化进程加快、人均可支配收入和消费能力的提高，预期物业管理服务收入规模将于2026年达到8,382亿元，5年CAGR为13%。

#### ➤ 关联方稳中求进，物业自身品牌力强劲，内生外拓优势突出：

近年来，关联方销售速度以及充沛土储保障了公司未来在管面积增长的确性。同时，凭借中海物业于行业内积累的多年品牌影响力，外拓实力亦在进一步加强，市场化拓展为公司带来更多业务开展的可能性。截至1H23年，公司业务分部于154座城市，服务共1818个项目，800万余客户，在管面积达3.63亿平方米，其中关联方和第三方面积占比约为6:4。

#### ➤ 投资建议：

中海物业作为国资物企，其管理规模有保障，经营稳健、韧性强。在保证提供品质服务的基础上，积极拓宽业态，找寻更多业务机会，未来有望实现增长目标。我们预计公司2023-2025年EPS分别0.52/0.66/0.83港元，给予目标价11.2港元，对应2024年17.0倍PE，0.6倍PEG，较现价有28.9%的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

港币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,442	12,689	16,469	20,912	26,558
同比增长 (%)	44.3%	34.4	29.8%	27.0%	27.0%
毛利率	17.4%	15.9%	16.3%	16.6%	16.9%
归母净利润	984	1,273	1,693	2,171	2,733
同比增长 (%)	41.0%	29.4%	33.0%	28.2%	25%
每股盈利(港元)	0.30	0.39	0.52	0.66	0.83
PE@ 8.69HKD	29.0	22.4	16.9	13.2	10.5

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪（香港）预测

目标价：**11.2 港元**  
 现价：**8.69 港元**  
 预计升幅：**28.9%**

### 重要数据

日期	2023 / 09 / 26
收盘价 (港元)	8.69
总股本 (亿股)	32.87
总市值 (亿港元)	285.63
净资产 (亿港元)	39.37
总资产 (亿港元)	103.25
52周高低 (港元)	10.86/4.68
每股净资产 (港元)	1.20

数据来源:Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 主要股东

中国海外集团有限公司	56.02%
银乐发展有限公司	5.16%

### 相关报告

#### 研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

# 目录

<b>1. 中国资深的物企品牌</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司简介：深耕经营，积聚优势.....	5
1.2 发展历程.....	6
1.3 国资控股且股权结构集中.....	7
1.4 营收稳健增长，独立外拓能力逐渐增强.....	8
<b>2. 物管行业分析</b> .....	<b>11</b>
2.1 物管行业发展现状.....	11
2.2 预期行业将保持稳步增长.....	16
<b>3. 公司亮点</b> .....	<b>17</b>
3.1 关联方背景雄厚，发展稳字当头.....	17
3.2 区域均衡发展，聚焦高能级城市发展.....	22
3.3 外拓能力愈加强劲，积极获取非住业态项目.....	23
3.4 住户增值业务贴近业主需求，优你互联搭建服务平台.....	26
3.5 海博工程贯穿建筑服务全链条，兴海物联助力科技赋能.....	27
3.6 优化内部组织结构，提质增效成果明显.....	30
3.7 公司确立十四五战略规划，目前稳步推进实现.....	31
<b>4. 财务分析</b> .....	<b>32</b>
4.1 公司毛利率迎来企稳之势.....	32
4.2 公司费用率处于业内较低水平，费率管控能力逐渐增强.....	33
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>35</b>
5.1 盈利预测.....	35
5.2 投资策略.....	35
<b>风险提示</b> .....	<b>36</b>

## 图目录

图 1: 业务品牌矩阵.....	5
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 公司股权结构.....	7
图 4: 公司总营收（百万港元）及增速（%）.....	8
图 5: 公司归母净利（百万港元）及增速（%）.....	8
图 6: 公司物管服务营收（百万港元）及增速（%）.....	8
图 7: 非住户增值服务收入情况（百万港元）.....	9
图 8: 2019 年、2022 及 1H2023 年非住户增值各项服务占比对比.....	9
图 9: 住户增值服务收入情况（百万港元）.....	10
图 10: 2019 年与 2022 年住户增值各项服务占比对比.....	10
图 11: 在管面积中关联方和第三方外拓来源面积（百万方）及占比（%）.....	10
图 12: 16-21 年物业管理服务收入-业务类型（亿元）.....	11
图 13: 16-21 年物业管理服务在管面积（亿方）.....	11
图 14: 16-21 年百强物企在管面积（亿方）及市占率.....	12
图 15: 19-21 年前十物企在管面积（亿方）及市占率.....	12
图 16: 22 年样本物企增值服务收入（百万）及增速、占比.....	12
图 17: 22 年样本物企业主及非业主增值服务收入（百万）增速及占比.....	13
图 18: 22 年样本物企业主增服与基础物管服务毛利率对比.....	13
图 19: 2022 年新增第三方外拓面积（万方）及占合约比.....	14
图 20: 上市物企披露并购交易金额（亿元）及占比.....	15
图 21: 19-22 年行业收并购交易（宗）及金额（亿元）.....	15
图 22: 2016-2026E 年物管行业劳工月均工资（元）.....	16
图 23: 2010-2022 年中国城镇化率（%）.....	17
图 24: 2010-2022 年城镇及农村人均可支配收入（元）.....	17
图 25: 预测 22-26 年全业态物管服务收入（亿元）.....	17
图 26: 预测 22-26 年物管服务在管面积（亿方）.....	17
图 27: 中建体系下公司.....	18
图 28: 中海地产业务分部图.....	19
图 37: 公司在管面积（百万方）及增速.....	24

图 38: 公司新增外拓合约面积 (百万方) 及增速 .....	24
图 40: 公司拓展业态丰富 .....	25
图 41: 中标项目来源占比 (%) .....	25
图 42: 中海租赁铺面 .....	26
图 43: 美居业务样板间 .....	26
图 44: 优你生活平台 .....	27
图 45: 全链条非住户增值服务 .....	28
图 46: 海博工程实施“一线五链”发展战略 .....	28
图 47: 兴海物联智慧服务能力 .....	28
图 48: 智慧商业综合体解决方案 .....	30
图 49: 智慧养殖管理解决方案 .....	30
图 50: 冬奥会张家口赛区项目服务案例以及智慧场馆解决方案 .....	30
图 51: 19-22 年坪效 (百万港元/平方米) 及增速 (%) .....	31
图 52: 19-22 年人效 (百万港元/人次) 及增速 (%) .....	31
图 53: 公司十四五规划战略 .....	32
图 54: 各分部毛利率及综合毛利率情况 (%) .....	33
图 55: 对比各物企毛利率情况及毛利变动幅度 (%) .....	33
图 56: 公司销售、行政及一般费用 (亿港元) 及 SG&A 率 (%) .....	34
图 57: 公司 18-1H23 年归母净利率 (%) .....	34
图 58: 1H22 及 1H23 年各物企归母净利率对比 (%) .....	34
图 59: 22 年应收账款龄占比 (%) .....	35

## 表目录

表 1: 2022 年部分物管服务企业收并购情况 .....	15
表 2: 对比各物企 SG&A 率情况 (%) .....	34
表 3: 在管面积预测 .....	35
表 4: 行业估值 .....	36

# 1. 中国资深的物企品牌

## 1.1 公司简介：深耕经营，积聚优势

**具备央企背景的物管企业。**中海物业是隶属于中国建筑集团公司旗下中国海外集团的物业管理服务公司，其成立于1986年，最早在香港开展物管服务，并逐渐进驻内地城市。作为中国物业管理服务行业的开拓者、引领者，公司积淀了37年的技术与经验，旨在成为卓越的国际化资产运营服务商，是首批获得一级资质物管品牌，亦是业内率先通过国际体系认证，符合国际服务质量标准的资深物企。

**公司业务布局广阔，服务面积达3.2亿方。**截至2023年6月30日，公司主要提供基础物管服务、增值服务及停车位买卖业务，业务分布于154座城市，覆盖除西藏、台湾外所有省份和自治区的省会城市、四个直辖市以及香港、澳门行政区，服务面积达3.63亿平方米，共1818个项目，超800万客户。

**积淀丰富的基础物管经验，深耕服务不动产全生命周期能力。**公司坚守基础物管业务主航道，为客户提供更有序、安全、便捷、健康舒适的长期服务体验。公司在提供高品质的基础物服的前提下，推出创新性、具有针对性的住户增值服务，以更好的贴合不同客群的差异化需求。同时，公司不断深耕不动产开发运营的发展经验，为商写、产业园等开发运营商从专业+预防角度来提供贯穿全生命周期的管理运营服务，为客户降低建造成本和管理成本，提高交付率及客户满意度。

**公司于物管市场中位居前列。**公司孜孜不倦于追求服务质量的提升，使得其在行业内树立了良好的口碑，逐渐成长为行业内排名前列的龙头央企物企。自2021年，公司在中指院发布的中国物业服务百强企业名单中保持位列前十名。

图 1：业务品牌矩阵



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 发展历程

中海物业的历史最早可以追溯到 1986 年，建立之初为中国海外发展集团的全资子公司。公司将西方已成熟、先进的管理服务经验完美融合我国传统文化，先于香港地区开展物管服务业务。经过在香港积累的物管经验，于 1991 年将港式物业管理经验移植至内地，在深圳成立了第一家中海物业内地公司。随后，公司获得首批全国物业管理示范住宅小区认证及物业管理一级资质，并于 1995 年进入广州、上海成立公司，逐步在中国内陆开展物业管理业务，带动了沿海发达地区现代物业管理的蓬勃发展。

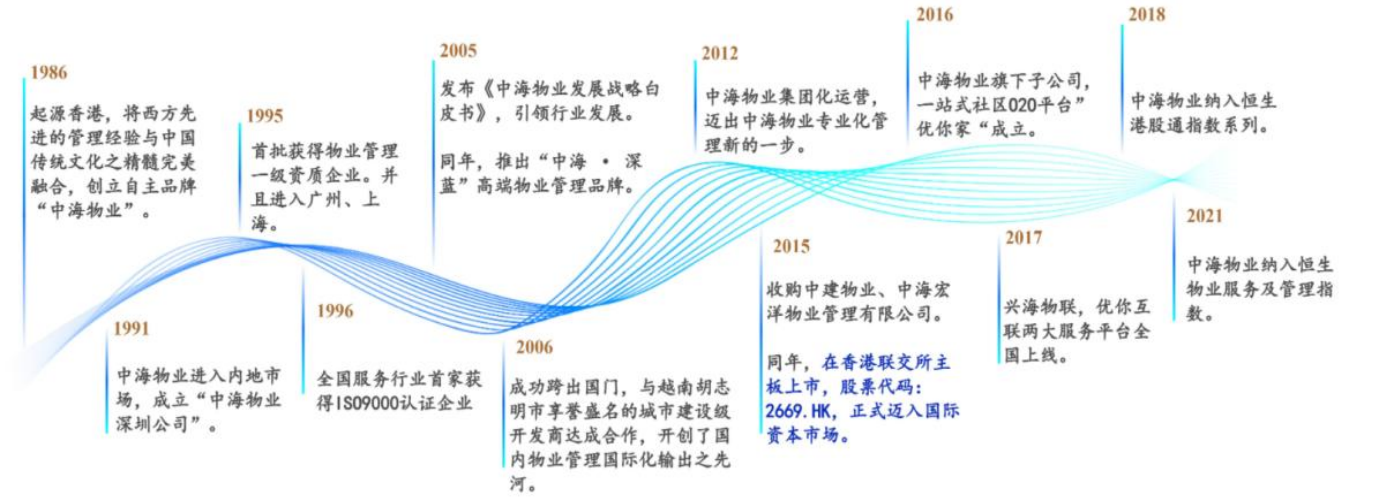
1996 年-2006 年是公司规模迅速扩张的时期，服务足迹遍布中国大陆 20 多个省份及港澳地区。而公司在扩张的同时，亦注重品质的发展，获得多项荣誉、认证。1996 年获得 ISO9000 国际品质体系认证，也是我国物业管理行业中第一家获得此认证的物企，1999 年再次成为业内第一家通过商住区 ISO14001 国际环境管理体系认证的物企，将规范化的管理标准提升到又一新高度。随后在不断发展自身业务时，公司于 2002 年开发出拥有自主知识产权的物业管理软件，以更好、更高效的服务客户。2005 年公司发布了《中海物业发展战略白皮书》，并于之后一年与越南胡志明市享誉盛名的城市建设级开发商达成合作，将中海物业服务模式成功推出国门，开创了我国品牌物管企业顾问模式国际化输出的先河。

2007-2014 年，公司在全国各大主流城市树立“物业服务样板工程”，用示范效应带动品牌项目“管理特色”与“服务亮点”的全国性辐射。公司于 2012 年开始集团化运营，迈出了专业化、精细化管理的新步伐。

公司在上市前收购了中建物业、中海宏洋物业等进行资源整合，于 2015 年 10 月 23 日以分拆的方式在港交所主板上市，代码为 2669.HK。公司从单一的“服务型”运营模式逐步向“资源型”、“平台型”、“资本型”模式过渡，正式登陆资本市场。于 2015 年底，公司已向 50 个城市、地区提供服务，共在管超 8000 万平方米。

公司于上市后一年，正式上线一站式社区 O2O 平台——「优你家」APP，并推出「PLUS+」物业服务体系，利用线上互联网技术，结合线下传统服务模式，为居民客户带来更为便捷的新型服务体验。2017 年，公司将智慧社区概念在 200 多个社区推广实施，并且将兴海物联和优你互联两大服务平台在全国全国上线。除了精细化自身业务质量，公司不断致力于通过服务模式创新和技术创新，为客户提供个性化、差异化的优质服务，为不断超越发展奠定了基础。

图 2：公司发展历程



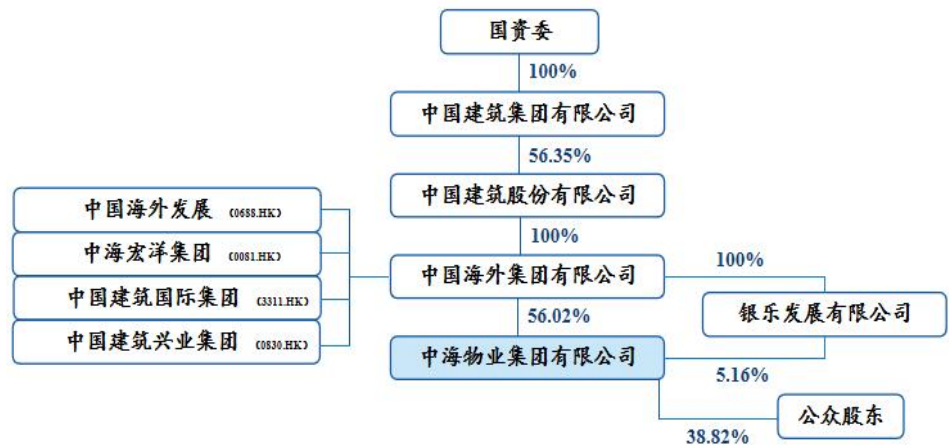
资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 国资控股且股权结构集中

公司股权结构相对集中、稳定。中国海外集团为控股股东，共持有 61.18%，其中包括直接持有 56.02%股份，以及通过银乐发展有限公司间接持有的 5.16%。自上市以后，中海集团始终保持 61.2%的股份持有，同时并未有股本上的变动。经股权穿透，国资委为公司的实际控制人。

中国海外集团于 1979 年在香港成立，除中海物业外，旗下还拥有中国海外发展（0688.HK）、中海宏洋（0081.HK）、中国建筑国际（3311.HK）以及中国建筑兴业（0831.HK）四家上市公司，业务涵盖不动产开发运营、承建与基建投资等，构建集建造、运营、服务和投资于一体的全产业链综合业务模式，中海系整体资源背景雄厚。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司官网、Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 1.4 营收稳健增长，独立外拓能力逐渐增强

业绩保持稳健增长。近5年公司收入录得持续增长，从2018年的41.8亿港元跃升至2022年的126.9亿港元，于22年首次突破百亿大关，5年复合增速达到32.0%。得益于公司在管面积的持续增长以及增值服务的有序开展，1H2023年营收同比增长23.2%至71.6亿港元，其中物管服务和增值服务业务占比超95%，于2019年单独列示出的停车位买卖收入占比仅为低单位数，对公司总收入贡献较小。由于公司综合毛利率微升以及持续优化管理能力、提质增效，归母净利润于期间内达至7.3亿港元，同比增长39.2%，增长势头亦保持稳健。

图 4：公司总营收（百万港元）及增速（%）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 5：公司归母净利润（百万港元）及增速（%）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

从业务结构来看，物业管理服务为公司最主要的收入来源。因在管面积的持续扩大，18-22年物管收入复合增速达30.3%，1H23年同比增长17.7%达51.6亿港元，近五年收入占比保持70%以上。物管服务是公司收入的基石，业务的持续发展保证了公司总营收的稳定增长。

图 6：公司物管服务营收（百万港元）及增速（%）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

增值服务占比稳步提升，亦是公司未来的重要发展方向。该分部服务近年来快速发展，18-22年收入复合增速达35.2%，于1H23年实现营收19.2亿港元，收入同



比增长 45%，占总收入之比从 2018 年的 21% 攀升至期内的 27%。

从非住户增值业务来看，自 2019 年公司调整业务归类口径，非住户增值业务收入保持稳健增长，19-22 年复合增速达 32.0%。1H23 年因海博工程向商企客户及业主提供设备安装、维修保养以及绿化工程服务量大幅增加，以及在疫情复常下，交付前服务、销项查验以及顾问服务的进度有所追回，期内营收共计实现 12.1 亿港元，同比增长 39.3%，收入占比同比增长 1.9 个百分点。

从收入结构来看，此前交付前服务收入占比始终高于工程服务，但在房地产销售下行以及疫情冲击的背景下，交付前服务收入占比逐年有所递减；而工程服务近年来发展逐步加快，19-22 年收入复合增速达 52%，同时占比亦在逐渐扩大，于 23 年中期占比过半，达 55%。预计未来随着海博工程围绕建筑物时间线提供的工程服务业务量增加以及兴海物联更好的科技赋能，工程服务占比将进一步扩大。

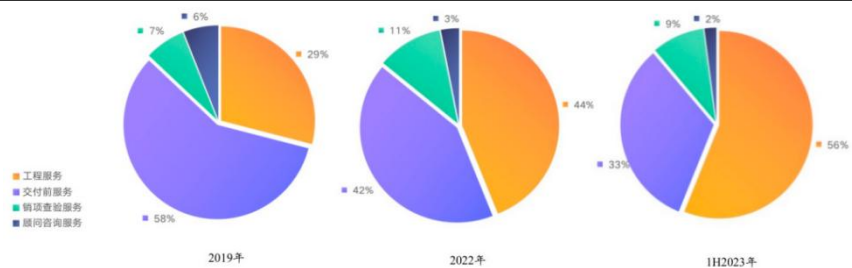
从住户增值业务来看，该分部收入 19-22 年复合增速达 26.9%，凭借公司专注于提供中高端物管服务，服务的优质客户具有较高消费能力，以及疫情影响消散后，社区人流量恢复，美居等居家生活服务得以正常开展，1H23 年同比增长 56.9% 至 7.1 亿港元。整体来看，公司手握超 800 万业主客源，同时享有各种社会关系及业务生态资源，尤其是未来以客户需求为核心出发点的购物协销收入有望进一步增长。

图 7：非住户增值服务收入情况（百万港元）



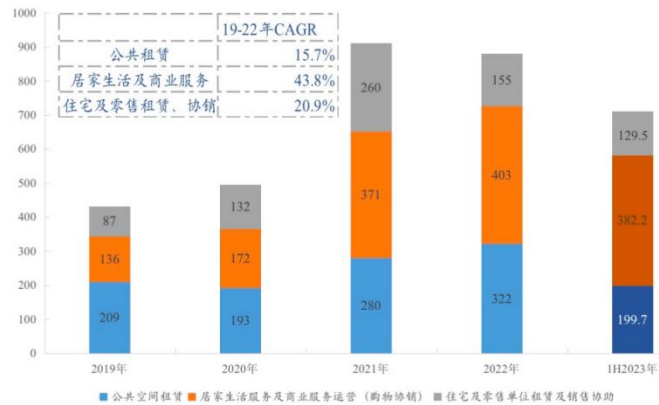
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：2019 年、2022 及 1H2023 年非住户增值各项服务占比对比



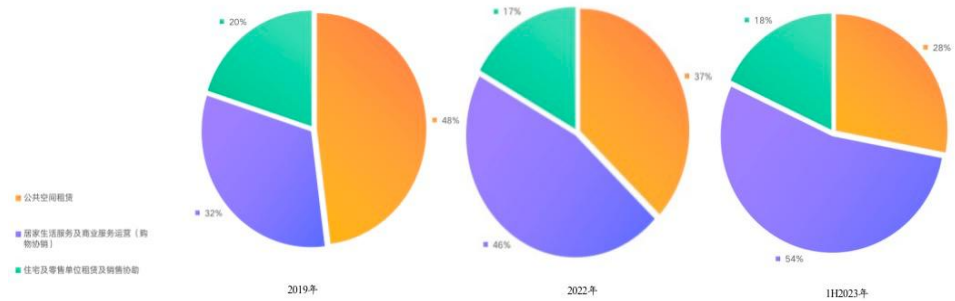
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 9：住户增值服务收入情况（百万港元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

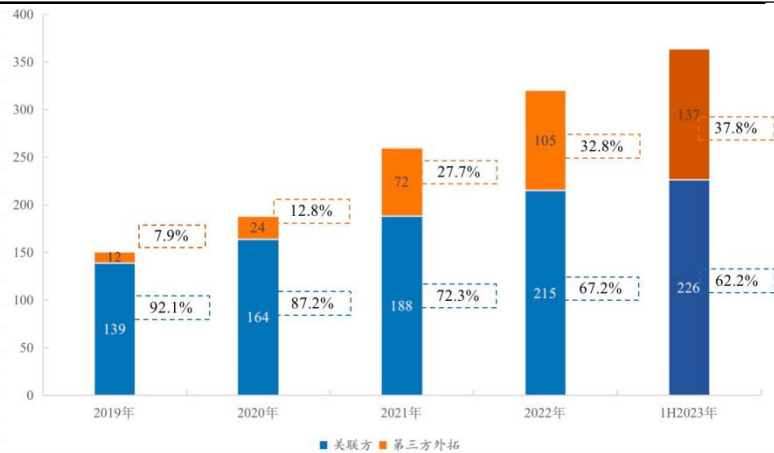
图 10：2019 年与 2022 年住户增值各项服务占比对比



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**关联方支持稳健，第三方外拓力度加大。**公司的项目获取通常源于关联方供给和第三方外拓。关联方稳定的项目供给多年来在公司的经营表现中扮演着重要角色；但伴随公司逐步坚定市场外拓的信心，不断加大外拓力度，市场化外拓的贡献程度正趋于增强。截至 1H23 年，第三方外拓面积达 1.38 亿平方米，4 年复合增速达 106.1%，占总面积的 37.8%，占比同比增长 5 个百分点。

图 11：在管面积中关联方和第三方外拓来源面积（百万方）及占比（%）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 物管行业分析

### 2.1 物管行业发展现状

#### 2.1.1 行业规模持续扩张，增值服务占比稳步提升

行业规模持续扩张，市场规模双位数增长。伴随中国房地产市场的快速发展，服务类型的不断丰富，物管行业的市场规模也在不断增长。据沙利文，2016-2021年，我国物业管理服务收入从2,414亿元增长至4,340亿元，CAGR为12.4%。

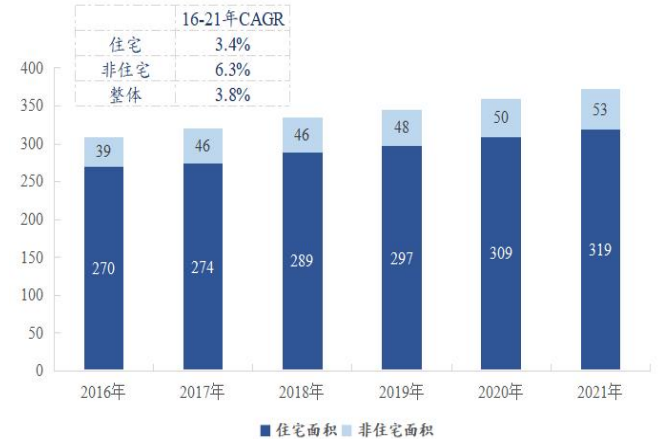
基础物管增速稳健，在管面积稳步提升。以服务类型划分，2016-2021年基础物管服务收入从2016年的1,999亿元增长至2021年的3,229亿元，年复合增速达10.2%；期内，总在管建筑面积从309亿平方米增长至372亿平方米，年复合增长率为3.8%，其中非住宅物业在管面积增速高于住宅物业。

增值服务收入增速领先，占比稳步提升。2016-2021年，作为新盈利增长点的增值服务业务收入从415亿元增长至1,111亿元，年复合增速达21.8%，收入贡献也从2016年的17.2%增长至2021年的25.6%。

图 12：16-21 年物业管理服务收入-业务类型（亿元）



图 13：16-21 年物业管理服务在管面积（亿方）



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

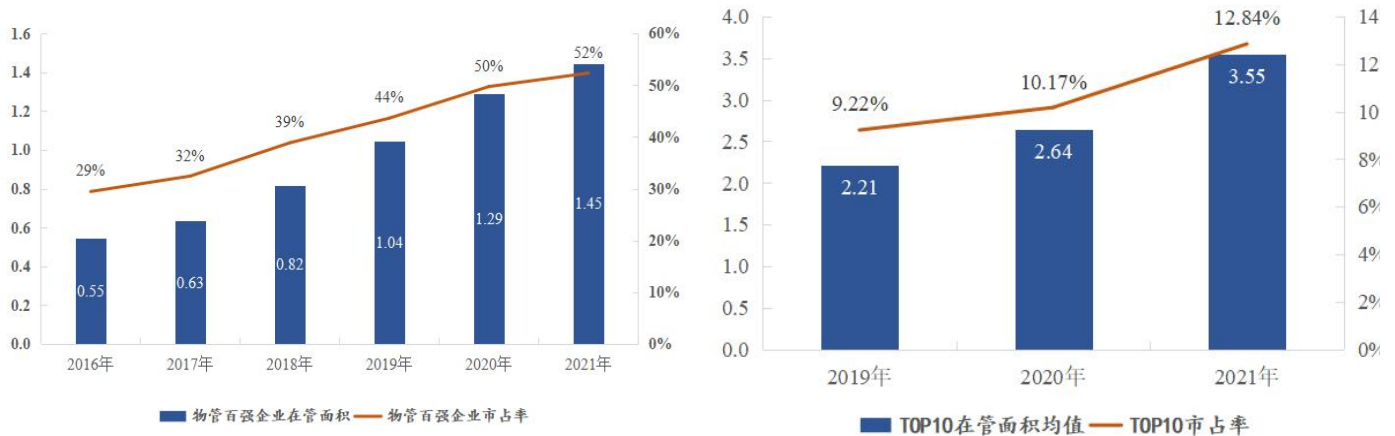
#### 2.1.2 行业市场化竞争加剧，头部效应显著，集中度持续提高

物业管理本身准入门槛较低，资金储备要求不高，市场参与者众多，市场较为分散且呈现完全竞争状态；其中，中小型物管企业受资金、管理能力等因素限制，业务结构相对单一，服务模式缺乏创新，同质化严重，竞争尤为激烈。

通常，头部物企具有较为雄厚的资金实力及较强的管理能力，其业务可更为多样化、个性化、精细化。同时，通过收并购的方式实现规模扩张，可拉开与其他中

小物企的差距，市场整合提速。据中指院统计，物业服务百强企业在管面积市占率提升至21年的52.3%；其中，21年行业前十物企在管面积均值为百强物企的6.2倍，达3.6亿平方米，管理面积同比增速达34.23%，高出百强企业同比增速17.54个百分点，头部效应显著，市占率持续提升。

**图 14: 16-21 年百强物企在管面积 (亿方) 及市占率**      **图 15: 19-21 年前十物企在管面积 (亿方) 及市占率**



资料来源: 中指院、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 中指院、国元证券经纪 (香港) 整理

### 2.1.3 深挖增值服务，业务多元化发展

从目前行业发展特点来看，物企在稳固自身基础物服收入的前提下，积极探索增值服务的发展。22年众多物企增值服务业务收入实现快速增长，成为助推营收增长的重要引擎，较多样本物企社区增值服务的收入占比超过20%，在物管公司中所承担的角色愈发重要。随着服务内容及品类不断丰富，渗透率不断提升，收入贡献有望进一步提高。

**图 16: 22 年样本物企增值服务收入 (百万) 及增速、占比**

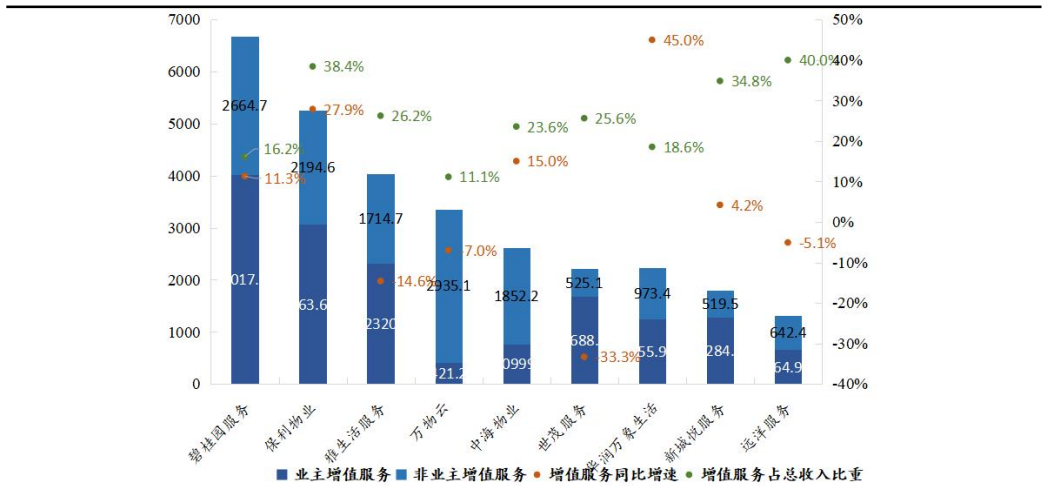


资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

其中，社区增值服务凭借贴近社区居民的天然优势，守住社区的流量入口，挖掘巨大的多元生活服务潜能，通过生活服务、代理服务以及文化服务等向业主提供多元化、差异化、定制化的增值服务，不仅提升了业主满意度及品牌力，也成为应对激烈竞争环境变化的业务发展突破口，社区增服将推动物管行业从传统管理服务到以社区消费为主导的新型管理服务的转型升级，也打开了物业服务企业第二增长曲线。

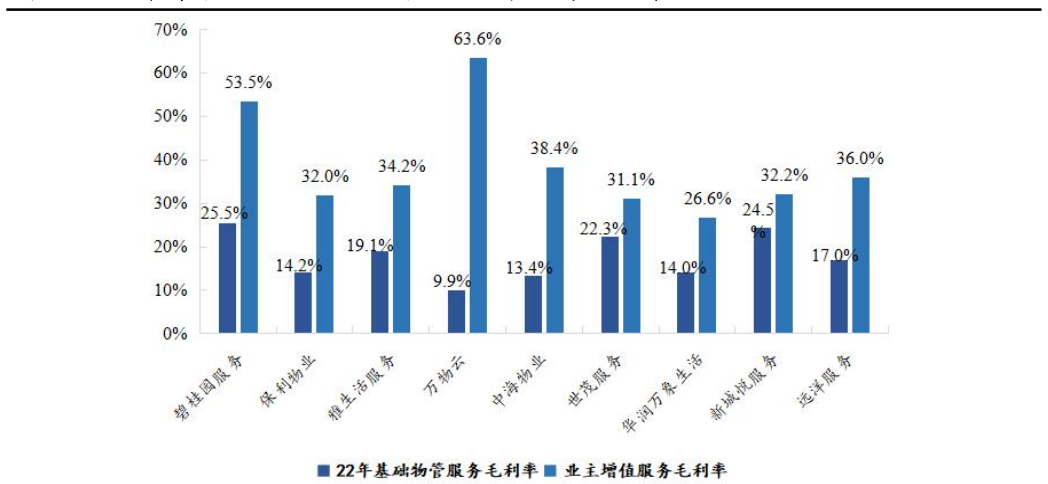
与基础物管服务相比，社区增值服务在一定程度上对人工的依赖度相对较低，一定程度上可以减少人员的投入；且本身经营方式灵活、内容丰富，可根据服务内容合理制定收费标准，因此毛利率相较于基础物管服务整体偏高，这也是物业公司开展社区增值服务的内在驱动力。

**图 17：22 年样本物企业主及非业主增值服务收入（百万）增速及占比**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 18：22 年样本物企业主增服与基础物管服务毛利率对比**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 2.1.4 物企积极第三方开拓，经营独立性增强

从物企“出身”来看，物管公司是从房地产开发商分拆而来较为常见，在房地产行业发展的“黄金期”，背靠母公司诸多项目资源，物管公司能够实现规模及经营业绩的快速增长；且由于项目获取容易，物管公司对于提升自身管理、服务能力，以及对品牌力的打造缺乏动力。当房地产行业增速放缓，物管公司仅依托母公司项目资源，增长动能已然不足；且房地产出现流动性危机，令物企从对母公司的“依赖”转为“被拖累”。从对规模的诉求及增长性角度考虑，加快第三方外拓成为物管公司发展的必然趋势，也激发物管公司在提升服务能力、服务质量、品牌力、管理效率等方面的内生动力，以提升第三方外拓的综合竞争实力。

根据中指院发布的专项研究，2022年前五十物企新增总面积约为23.9亿平方米，平均面积0.48亿平方米；其中，第三方外拓面积占总新增合约面积的78%，达18.7亿平方米。第三方外拓面积占比较高表明关联方的贡献程度趋于减弱，物管公司经营独立性在增强。我们认为具备较强的第三方外拓能力将是物企的核心竞争力之一，亦是能够支持公司稳定、长远发展的关键。

图 19：2022 年新增第三方外拓面积（万方）及占合约比



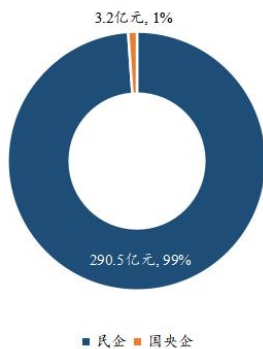
资料来源：中指院、国元证券经纪（香港）整理

### 2.1.5 收并购趋于理性，注重标的质量及协同性

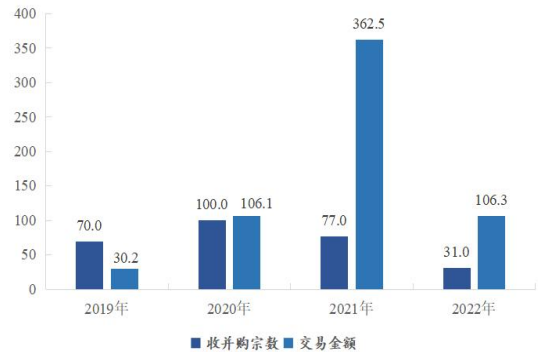
21年物企收并购热情高涨，民营物企“野蛮生长”遭受重创。除借力关联方和积极独立外拓，收并购也是物企扩张规模的重要手段之一。出于扩大规模、提升市场占有率以及增强竞争能力的目的，自2020年物企收并购交易热度高涨，于2021年推向白热化阶段（中指院数据，21年行业总收并购交易对价总额高达328亿元，同比增长256.5%），当中民营物企更为激进，据克尔瑞统计，21年民营物企并购交易金额占比达99%。

然而，不计成本、后果激进的收并购所带来的负面影响也开始逐渐显现，所收购标的良莠不齐，整合效益不佳，拖累整体盈利水平；高溢价收购的标的受疫情、市场环境因素影响经营业绩恶化，商誉减值、成本摊销大幅增加；且在房地产行业出现流动性危机下，应收账款激增，物企坏账压力进一步加大，均导致利润被侵蚀，板块估值也受到重创。2022年，尤其是民营物企因收并购带来的商誉减值致利润受损严重。例如，碧桂园服务收并购带来的商誉减值、合同及客户关系摊销约28亿元，是公司净利润下滑的主要原因。

**并购市场紧急“刹车”，逐渐回归理性，国央企成为并购市场主力。**根据中指院已披露相关信息显示，22年物管行业的并购交易较2021年几近腰斩，仅达31宗，交易金额106.3亿元，不到21年全年金额的三成，其中拥有国央企背景的物管公司相对于民营企业表现更为稳健，同时具备政府信用背书、品牌优势以及资金支持，表现出较强的抗风险及抗周期特性，一跃成为收并购市场的主力，期内国央物企共参与并购事件11宗，涉及金额59.3亿元，约占全年并购金额55.8%。但总体而言，不论是国资还是民营物企收并购均更为审慎，愈加注重标的的业务质量、估值、盈利能力、地域布局、并与企业自身的战略协同性等方面做出综合权衡。

**图 20：上市物企披露并购交易金额（亿元）及占比**


资料来源：克尔瑞物管、国元证券经纪（香港）整理

**图 21：19-22 年行业收并购交易（宗）及金额（亿元）**


资料来源：中指院、国元证券经纪（香港）整理

**表 1：2022 年部分物管服务企业收并购情况**

收并购方	标的	业务类型	对价 (亿元)	交易面积 (万平)
华润万象生活	禹洲物业	物管服务	10.6	约1000
华润万象生活	中南服务	物管服务	22.6	5147
金茂服务	首置物业	物管服务	4.5	280
滨江服务	杭州滨昌和物业	物管服务	-	-
远洋服务	红星物业	物管服务	5	1390
滨江服务	慈悦物业	物管服务	-	-
华润万象生活	祥生物业	物管服务	10.37	2350
远洋服务	北京及深圳物业项目	物管服务	0.77	0.49

资料来源：中指院、国元证券经纪（香港）整理

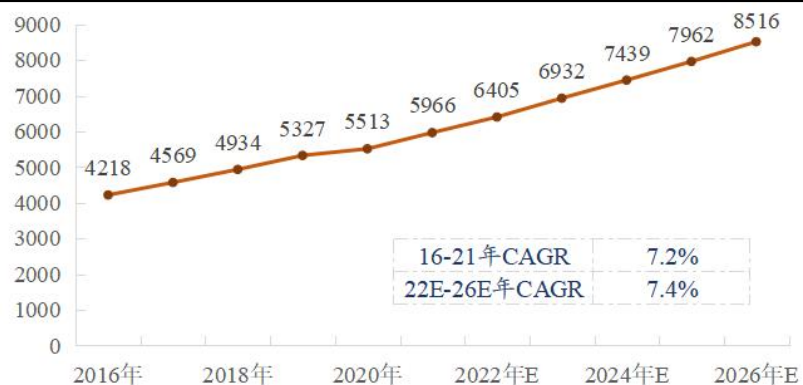
### 2.1.6 加强数字化、智能化管理能力，降本增效

物管服务属于劳动密集型的行业，其需要大量劳动力提供安保、清洁、园艺、维修等各种服务，劳工成本进而也成为轻资产物企中最大的成本开支之一。据中指院数据，百强物管公司的劳工成本占平均运营成本比例从2016年的53.4%上升到2021年的58.4%。根据国家统计局统计，2016年至2021年，物业管理服务市场从业人员的平均工资从4,218元增长至5,966元，6年复合增长率为7.2%；预计至2026年人均工资将上涨至8,516元。

从管理效率的角度来看，智慧物管系统可以实现信息化管理，对管理区域实施全方位、实时的监控。相较于仅依靠人工管理，智慧网络能将信息数据集中处理、传输，促进了各部门之间沟通交流的协同性和质量，有效提升了管理效率。同时，利用智慧平台将人、设备、服务互联互通，不仅节约了人力工作时间，让服务流程更为简化，还减少了各方面的开支，为物企带来更好的经济管理效益。例如，许多物管企业所在管很多小区已开始运用电子门禁，智慧停车场等信息应用程序，使得监控管理服务更加规范、快速。智能缴费平台等其他技术工具也让物企管理更为透明化，增强与业主间的信任关系，已实现更好的服务。

在不断上涨的劳工成本下，数字化及智能化等新技术的运用将有助物管公司实现降本增效，也是未来行业发展的主要趋势之一。

图 22：2016-2026E 年物管行业劳工月均工资（元）



资料来源：弗特斯沙利文、国元证券经纪（香港）整理

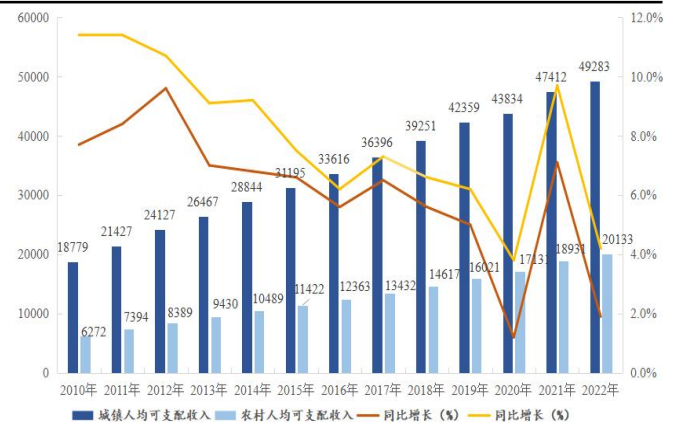
## 2.2 预期行业将保持稳步增长

居民消费能力提升，物管服务需求增多，行业增长空间仍旧广阔。根据国家统计局统计，我国城镇化率从2010年的49.70%提升至2022年的65.22%，同比上升0.5个百分点；同期，城镇和农村人均可支配收入分别从1.88/0.63万元增长至4.93/2.01万元，CAGR分别为8.36%/10.15%。物业管理服务作为提高居民生活品



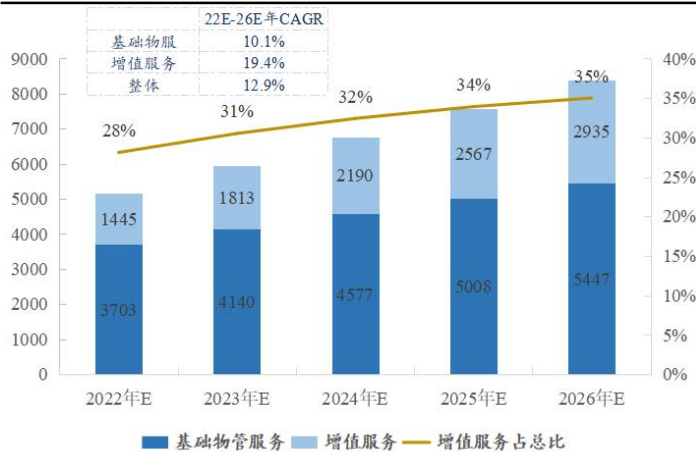
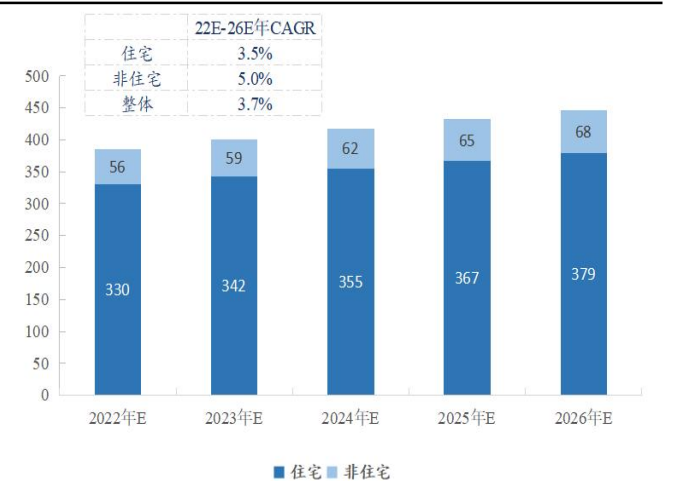
质和城市环境建设的重要载体，中国经济稳定持续发展、城镇化进程加快、人均可支配收入和消费能力的提高，将提升对物业管理服务的需求。同时，在政策利好、技术迭代、人们普遍追求美好生活的时代大背景下，物管服务行业将保持稳步增长。据弗特斯沙利文预测，物业管理服务收入规模将于2026年达8,382亿元，5年CAGR为13%，行业规模保持双位数的稳步增长。其中，基础物管服务和增值服务收入将分别从2022年的3,703亿元和1,445亿元增长至2026年的5,447亿元和2,935亿元，5年CAGR分别达10.1%/19.4%。

**图 23：2010-2022 年中国城镇化率 (%)**

**图 24：2010-2022 年城镇及农村人均可支配收入 (元)**


资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

**图 25：预测 22-26 年全业态物管服务收入 (亿元)**

**图 26：预测 22-26 年物管服务在管面积 (亿方)**


资料来源：弗特斯沙利文、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：弗特斯沙利文、国元证券经纪（香港）整理

## 3. 公司亮点

### 3.1 关联方背景雄厚，发展稳字当头

中海物业早先为中国海外发展（下称“中海地产”）附属子公司，后以实物分派、介绍上市的方式在港交所上市，而中海地产的母公司为隶属于中国建筑的中国海

外集团。

中国建筑（下称“中建”）作为国内建筑领域中央直管的骨干央企，其业务辐射能力强、产业覆盖全链条、经营规模大，是我国专业化经营历史悠久、市场化经营最早、一体化程度最高的投资建设集团之一。公司于2022年位列《财富》世界500强第9位，中国企业500强第3位，稳居ENR“全球最大250家工程承包商”的首位，保持着行业全球最高信用评级。中建集团于市场中的竞争力和品牌影响力不断提升，进一步巩固了行业的领先地位。

中建旗下分支众多，拥有7家上市公司，上百家二级公司，业务涵盖投资开发-地产开发、建造融资、持有运营、工程建设-房屋建筑、基础设施建设、勘察设计、新业务-绿色建造、节能环保、电子商务等多个板块，实现了建筑工程行业里的“一揽子”覆盖。

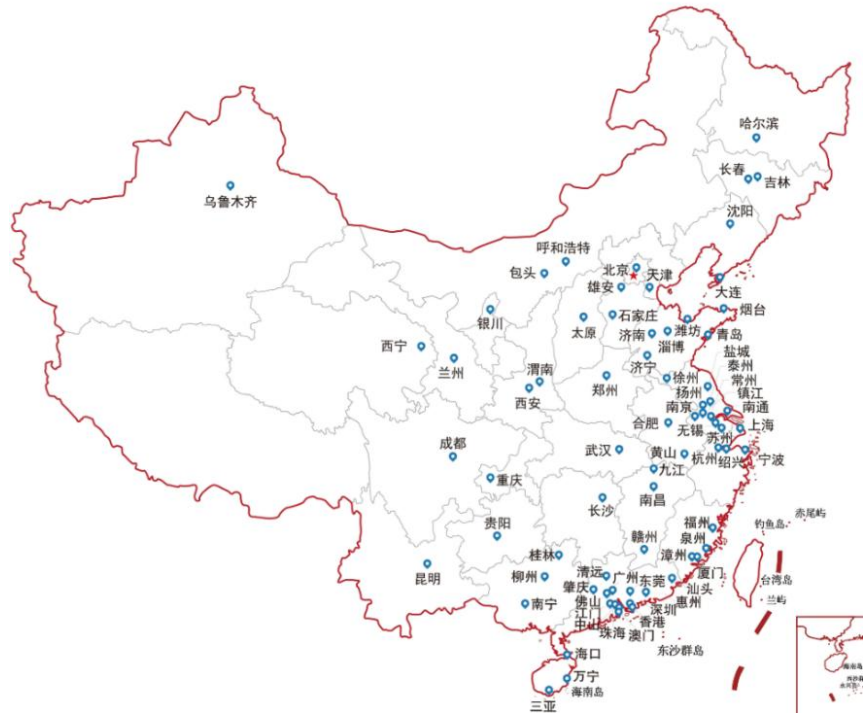
图 27：中建体系下公司

中建体系		
▶ 中国海外集团有限公司	▶ 中国海外发展有限公司 (00688.HK)	▶ 中国海外宏洋集团有限公司 (00081.HK)
▶ 中国建筑国际集团有限公司 (03311.HK)	▶ 中国建筑兴业集团有限公司 (00830.HK)	▶ 中海物业集团有限公司 (02669.HK)
▶ 中海投资发展集团有限公司		
▶ 中国建筑一局(集团)有限公司	▶ 中国建筑第二工程局有限公司	▶ 中国建筑第三工程局有限公司
▶ 中国建筑第四工程局有限公司	▶ 中国建筑第五工程局有限公司	▶ 中国建筑第六工程局有限公司
▶ 中国建筑第七工程局有限公司	▶ 中国建筑第八工程局有限公司	▶ 中建新疆建工(集团)有限公司
▶ 中国中建设计研究院有限公司	▶ 中国建筑东北设计研究院有限公司	▶ 中国建筑西北设计研究院有限公司
▶ 中国建筑西南设计研究院有限公司	▶ 中国建筑西南勘察设计研究院有限公司	▶ 中国建筑上海设计研究院有限公司
▶ 中国市政工程西北设计研究院有限公司		
▶ 中建方程投资发展集团有限公司	▶ 中建南方投资有限公司	▶ 中建长江建设投资有限公司
▶ 中建丝路建设投资有限公司	▶ 中建北方建设投资有限公司	▶ 中国建设基础设施有限公司
▶ 中建交通建设集团有限公司	▶ 中建筑港集团有限公司	▶ 中建港航局集团有限公司
▶ 中建铁路投资建设集团有限公司	▶ 中建地下空间有限公司	▶ 中建海峡建设发展有限公司
▶ 中国建筑装饰集团有限公司	▶ 中建科工集团有限公司	▶ 中建安装集团有限公司
▶ 中建西部建设股份有限公司 (002302.SZ)	▶ 中建电力建设有限公司	▶ 中国建筑发展有限公司
▶ 中建资本控股有限公司	▶ 中建财务有限公司	▶ 中建生态环境集团有限公司
▶ 中建科技集团有限公司	▶ 中建环能科技股份有限公司 (300425.SZ)	
▶ 中建国际建设有限公司	▶ 中国建筑股份有限公司阿尔及利亚公司	▶ 中建美国有限公司
▶ 中国建筑(南洋)发展有限公司	▶ 中建中东有限责任公司	▶ 中建刚果(布)有限责任公司
▶ 中建赤道几内亚有限公司	▶ 中国建筑巴巴多斯公司	▶ 中国建筑(泰国)有限公司
▶ 中国建筑(菲律宾)有限公司	▶ 中建股份卡塔尔有限公司	▶ 博昂建筑贸易简易股份公司
▶ 中建俄罗斯有限责任公司	▶ 中国建筑股份有限公司驻越南代表处	▶ 中国建筑博茨瓦纳有限公司
▶ 中国建筑南非有限公司	▶ 中建纳米比亚有限公司	▶ 中国建筑股份有限公司驻巴基斯坦代表处
▶ 中国建筑股份有限公司利比亚分公司	▶ 中国建筑巴林分公司	▶ 中建(哈萨克斯坦)有限责任公司
▶ 中国建筑股份有限公司毛里求斯分公司	▶ 中国建筑股份有限公司韩国分公司	▶ 中国建筑股份有限公司赞比亚分公司
▶ 中国建筑莫桑比克有限公司	▶ 中国建筑马来西亚有限公司	

资料来源：中国建筑公司官网、国元证券经纪（香港）整理

中国建筑旗下拥有中海地产和中建地产两大房地产品牌，以中海系为地产板块的业务核心。中海地产的品牌价值始终在国内地产行业中保持着领先地位，其主要在粤港澳大湾区、长三角、京津冀等国家战略区域的多个经济活跃城市开展地产开发业务；中建地产则是公司各局院地产业务所使用的品牌，主要业务为补充中海地产开发城市，包括三、四线城市地产项目的属地化经营，两大地产品牌相辅相成，构建了均衡稳健的全国性战略布局。

图 28：中海地产业务分部图



资料来源：中海地产公司公告、国元证券经纪（香港）整理

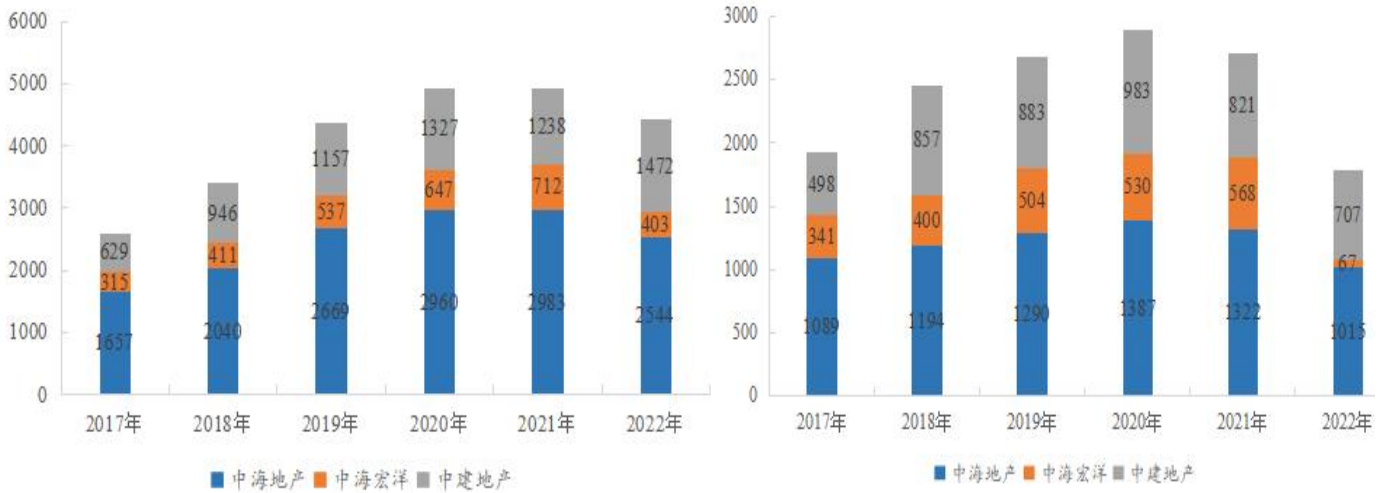
中建集团整体经营稳健，予以中海物业良好支撑。作为稳字当头的央企关联方，首先要实现自身业务的稳健经营，才能保证更好的向物管子公司正向“输血”。近年来，中建整体地产板块的合同销售保持稳定增长，2017-2020 年合约销售额及合约销售面积的复合增速分别达到 23.8%和 14.6%，在房企中保持着上游水平。

然而，受到新冠疫情反复及地产环境下行等影响，自 21 年合约销售面积及金额增速开始有所放缓。尤其是 2022 年在全球经济遭遇疫情、美元加息等多重因素刺激下，国内经济与居民收入增长预期转弱，中国地产行业面临了需求端的收缩、供给端的冲击压力，叠加行业政策严厉收紧，房地产市场遭到自 1998 年内地商品房制度改革以来降幅最大的一年，22 年百强房企销售总额同比下降 42.3%，中建亦受大环境影响，整体合同销售较之前降幅有所增大，期内合同销售额及面积同比分别下降 10.4%和 34.0%。尽管如此，中建仍然展现出跑赢行业的销售表现，以

合同销售金额口径来看，整体中建在行业内的市占率持续提升，市占率同比提高0.61个百分点至3.32%。

在较为疲弱的市场环境下，中国建筑仍能在市场稳中求进，充分体现了中建集团作为央企的强劲实力，韧性的经营也为中海物业提供了稳健的后背支持。

图 29：中海地产、宏洋及中建地产合约销售金额（亿元） 图 30：中海、宏洋及中建地产合约销售面积（万方）



资料来源：中建公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：中建公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 31：中建整体市占率（%）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**中建集团土地储备充裕，保障物企未来管理规模。**在地产行业投资拿地意愿处于低位时，整体央国背景地产商的拿地占比居于高位。作为优质的大型央企，中建具备了维持充足资产来积极扩充土地规模的能力，不论是中海地产还是中建地产一直稳健储备土地。其中，中建地产于去年拿地逆势增长，首次超越中海地产，土储同比上涨10.8%。

而中海地产虽拿地速度有所放缓，但是在积极审慎的扩土策略下，中海地产更注重土储结构的均衡性和优质性，并坚持主流城市、主流地段、主流产品的发展定

位，以确保有可持续的发展动力。从土储的城市布局来看，2022 年中海地产新增土储 40 宗地，其中布局于一线及强二线城市的占比达 85%。

总体而言，截至 2022 年 12 月 31 日，中国建筑整体土地储备（包括中海宏洋）达 1.18 亿平方米。从中长期来看，作为中海物业的关联房企，尽管近两年土储有所收缩，但仍旧充足，足以为物企未来三至五年的在管规模扩张形成有力支撑。

图 32：新购置土地储备（万方）



资料来源：中建公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 33：期末土储（万方）



资料来源：中建公司公告、国元证券经纪（香港）整理

除此之外，从财务资金来看，中海地产（中国海外发展）一直秉持着稳健的财务管理理念，“三道红线”常年保持“绿档”。截至 22 年末，中海地产剔除预收账款后的资产负债率始终低于 60%，达 53.7%；净负债率控制在 42.9%；现金短债比约为 2.8。在波动的市场环境里，中海地产保持较为合理的债务结构，仍能发挥财务稳健、资金充裕的优势。

图 34：中海地产剔除预收资产负债率（%）、净负债率（%）及现金短债比

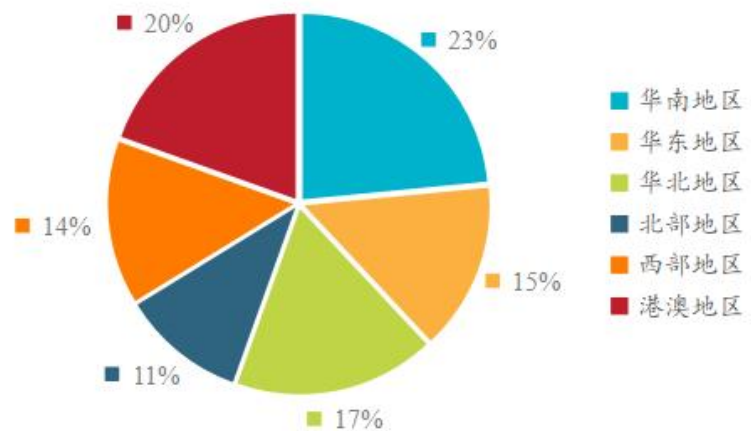


资料来源：中海地产公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.2 区域布局均衡，聚焦高能级城市发展

如前所述，中海物业能拥有较为均衡的全国性布局及发展有一部分原因是自身“携带”了“大中海”的央企基因。截至 2022 年底，公司物业覆盖了包含港澳特别行政区等 144 座城市。公司营业收入分地区结构较为均衡，收入贡献历年以华南地区为首，一直保持在 20% 以上；华东、华北、西部、港澳地区的收入占比均在 10%-20% 之间，北方地区则在 10% 左右波动。

图 35：公司 2022 年分地区收入构成（%）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

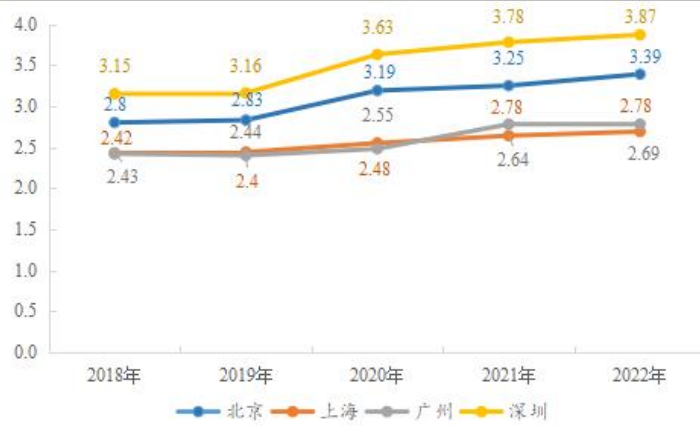
**协同关联方聚焦高能级城市发展，物管费或有更多溢价机会。**中海物业与地产关联方具有一定协同性，亦是深耕高能级城市，并致力于提高对已布局城市的渗透程度，强化核心城市的影响力，业务开展以各重要经济圈的一、二线及强三线城市为主。不同线级城市的平均物管费亦高低有别，根据中指院数据，以北京、上海、广州、深圳、杭州、成都等 20 座城市为例，22 年 20 城物管服务均价为 2.52 元/平方米/月，其中北上广深四座城市物管费价格均超过平均水平，分别为 3.39、2.78、2.69、3.87 元/平方米/月，高能级城市平均物管费相对较高。

通常，高能级城市拥有更多管理服务高水平的高星级项目，而这类较高星级服务的平均收费相比也更高一些，从城市层级看，一线城市的四、五星级项目占比可达 61.9%。中海物业不仅将业务布局于高能级城市，项目的服务管理品质也坚持中高端化路线。公司“因项制宜”为不同住宅项目推出不同系列服务产品，例如包括：（1）“玖数之级，九五之尊”—玖系，此为将经典的西方管家式服务移植至内地，让业主享有高端的服务体验，一般为 Top 级项目、别墅类、大平层、高端公寓等享有玖系服务；（2）颂系：针对高端住宅的物业产品线，力求深入探索精英圈层家庭的日常生活与个性化需求，为业主带来更为安全舒适、智慧便捷、

亲善和谐的居住体验；（3）“为爱发生，悦享人生”—悦系：以轻奢舒居为高标准，带来五感美好的服务体验，实现全周期、全覆盖、全时段的尊享定制化服务，为业主营造成美好生活。

简而言之，从业务布局来看，公司业务多数聚集于平均物管费较高的高线城市，据不完全统计，公司项目于北京、广州、深圳、沈阳、成都等主流城市均呈现不错的表现，同时为众多中高端精品住宅提供高质量服务，均令得中海物业收费单价具有溢价的优势。

**图 36：北上广深 2018-2022 年平均物管费（元/平方米/月）**

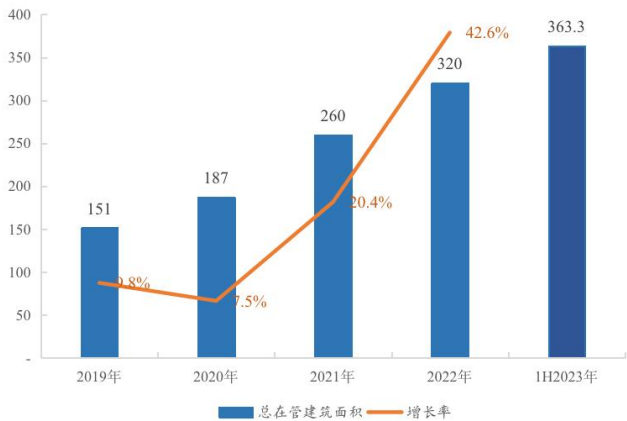


资料来源：中指院、国元证券经纪（香港）整理

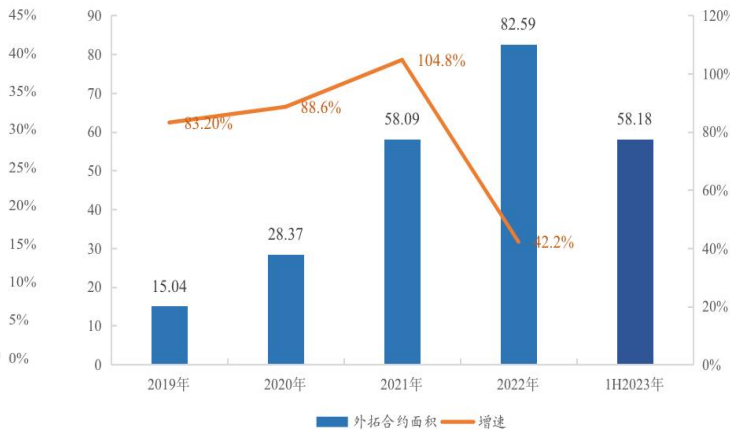
### 3.3 外拓能力愈加强劲，积极获取非住业态项目

公司物业管理服务收入增长得益于在管面积的稳定扩张，2019 年至 1H2023 年，公司在管面积从 1.51 亿平方米增长至 3.63 亿平方米，23 年中期同比 22 年底增长 13.4%，19-22 年复合增速达到 28.4%。截至 1H2023 年，在管面积中关联方和第三方外拓来源占比约 6:4。以新增面积来源的角度来看，来自于外拓的新增在管面积占比达 74.5%，外拓项目占新增在管面积之比逐渐扩大。未来，随着源于外拓的新增在管面积进一步增加，关联方和第三方外拓的在管面积占比之差有望进一步收窄。

除了与关联方的内部良好互动，并通过中建及中海系获得持续可观的面积增长，中海物业近年来亦一直致力于凭借自身品牌价值进行独立外拓，期望积极的市场化外拓能更好的助力在管规模的加速扩张。在疫情冲击以及地产行业低迷的大环境下，公司在并未有大规模收并购行动下，23 上半年的新增外拓合约面积达 5818 万平方米，同比增长 40.7%，19-22 年复合增速高达 76.4%，保证了外拓面积的强势增长。

**图 37：公司在管面积（百万方）及增速**


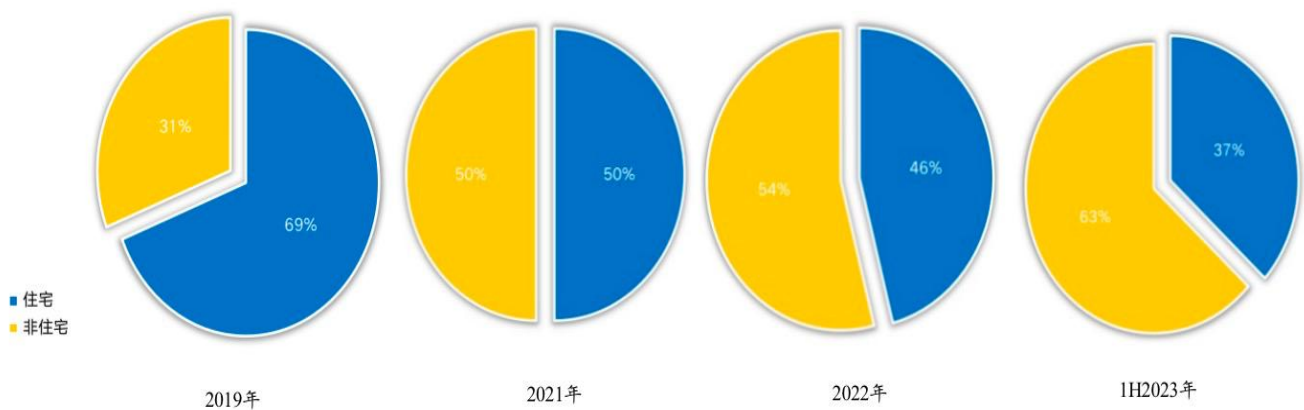
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 38：公司新增外拓合约面积（百万方）及增速**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**外拓项目逐渐偏向聚焦非住业态。**从外拓项目业态来看，尽管住宅仍为主流业态，但非住业态占比已呈现逐年上升的趋势。2023 上半年，公司新增外拓住宅业态合约占比同比下降 2.3 个百分点至 36.7%，较 2020 年占比更是收窄了 32.5 个百分点。与之相反，因非住宅的物业费单价相对来说较高、细分赛道多，使得有更为多元化的盈利机会，公司将外拓重点逐渐聚焦于非住业态，尤其是产业园区拓展占比大幅提升，与 2020 年比增长了 37.3 个百分点。公司成功开展鄂尔多斯隆基绿色产业园、台州高速公路、南通人民医院的等项目，而且此类非住项目的承接数量还在进一步加大。在香港，公司更是覆盖了 12 个决策局和 21 个政府执行部门的政府管理项目，稳居香港最大政府物管服务商以及港澳地区最大中资物企的龙头地位，在香港物业管理市占中排居首位。

此外，公司非住宅业态合同通常 2-3 年一签，届时新签合同，重新定价，有利于及时调整、支撑整体基础住宅物管毛利率水平。

**图 39：公司新增外拓合约面积业态占比 (%)**


资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理



图 40：公司拓展业态丰富

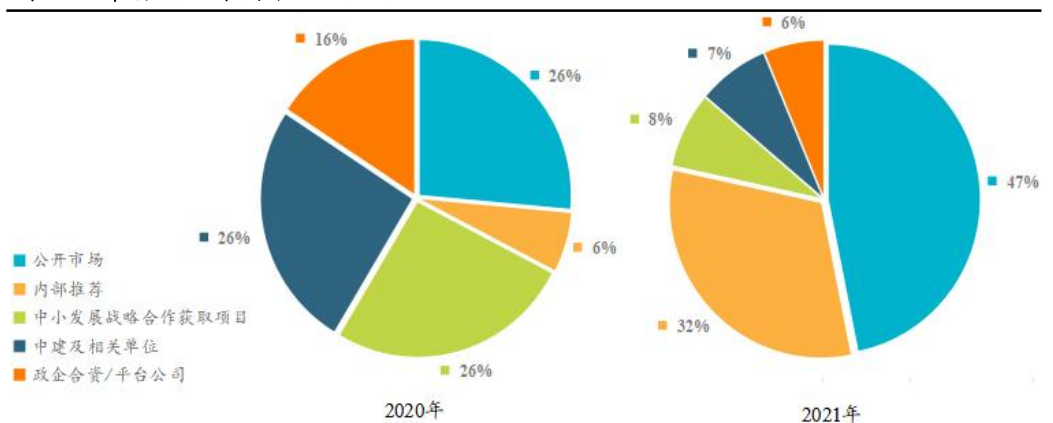


资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

背靠关联方开拓业务的同时，通过自身品牌影响力，扩大外拓项目中标成功率。如前所述，中建及中海集团如同行业里的一艘“航母”，旗下公司相互呼应、依托，中海物业不仅坐享上游稳定的项目输入，还可以透过中字头的强劲央企背景，以内部推荐的方式获得项目。从项目来源来看，21年通过内部推荐的项目来源占比从20年的6.16%提升至31.53%，并于2022年保持此等比例。

除了关联方带来的正向影响，中海物业自身也积极需求市场机会，公司21年来自于公开市场的项目占比同比提升20.41个百分点至46.85%，侧面也印证了中海物业稳固提升的品牌知名度，在市场中愈加具有竞争力，为公开招投标奠定扎实基础。

图 41：中标项目来源占比（%）



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

从管理机制来看，优化内部组织结构亦能有效提升外拓成果。公司拥有一支由高层带领各部门抽调来的精英人员组成的市场拓展团队。从审批架构层面看，在设

立市拓中心后，公司实行项目投标及股权合作信息平台报备，进而有 90%以上项目投标立项可在平台公司审批，减少约 40%的审批环节，换言之，只需向总部报备亦缩短了近 2 倍以上的审批时间，大大提升了流程效率。同时，公司持续储备优秀人才，完善各项制度标准，推出“属地管理、资源就近、积极进取、高度协同、持续受益”等五项指引，引导内部良性激励、有序竞争、合理分配及协调资源。除此之外，在跟进项目方面，积极推进标准化、精细化管理，公司将外拓指标按周、月细化，提高月度、季度、半年及年度排名考核频率；增加拓展项目业态分析，营造比学赶超的比赛氛围，推出对应各项指标完成程度的多维度激励方式，可视化的数据及滚动更新的市拓工具也更好的保障了一线人员拓展动能。

### 3.4 住户增值服务贴近业主需求，优你互联搭建服务平台

公司的住户增值服务主要包含两大业务：社区资产经营服务和居家生活服务及商业服务运营服务。其中，资产经营主要包括租赁协助、房产交易代理托管、公共空间租赁协助、向物业业主提供一站式商铺资产管理服务及自有产权房产的租赁；居家生活服务是提供以满足物业住户各方面的居家生活需求，包括房屋生态、家居家装、新零售、到家服务、旅游休闲、教育培训、健康养老、汽车服务等服务；商业服务运营则是提供满足商务用户需求的服务。

图 42：中海租赁铺面



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

图 43：美居业务样板间



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

**中海物业以优你互联为载体，助力住户增值服务。**为更好满足客户个性化、多样化的服务需求，公司响应国家号召，打造人文宜居环境，通过搭建优+互联网生态圈，将「优你家」作为住户增值服务的运营载体，为业主客户提供全生命周期的生活需求场景服务，并助力探索创新房屋经纪、家居装修、到家服务、商品销售等业务新增长点。

优你社区生活服务平台包含优客到家、优趣生活、优品买买、中海物业租售中心、优享空间五大品牌。通过线上线下结合，扩大服务辐射半径，培育具有持久生命力的社区商业环境。同时，公司充分运用大数据、区块链等科技数据技术，深入挖掘用户数据，完善服务客户画像，精准匹配需求，将产品力不断提高，服务效率不断提升、客户体验得以最优化。截至目前，公司社区生活优你家平台不断丰富服务内容及数量，现已在 38 座核心城市的 1000 多个社区项目投入使用，服务用户超 300 万人次。除此之外，从 2019 年至今，公司扶持当地龙头企业 20 家，合作社 45 个，辐射农户 5000 户，累计销售助农产品超过 7,300 万元，实现客户、物企、商户及合作方的多方共赢。

总体而言，公司通过优你互联打造品牌化、市场化、差异化的特色服务产品，融合线上及线下平台服务，产品供应及营销渠道更加多样化，社区生活的多彩多样将成为未来住户增值服务发展的强劲推动力。

图 44：优你生活平台



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

### 3.5 海博工程贯穿建筑服务全链条，兴海物联助力科技赋能

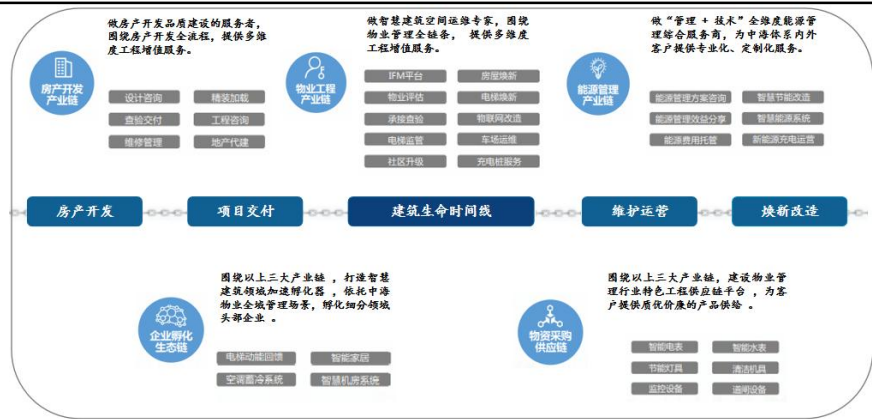
公司非住户增值服务整合了上下游链条，涵盖为物业发展商及其他物业管理公司提供工程、审阅建筑图册、交付前、协助入伙、交付查验、工程服务质量监控及顾问咨询等服务。公司旗下拥有“海博工程”工程增值服务子品牌，其以建筑物为核心，围绕建筑生命时间线，参与到项目建设全周期的各个环节，促进服务价值全面提升，因工科能力的不断提升，工程服务收入占比逐年亦逐年增大。

图 45：全链条非住户增值服务



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

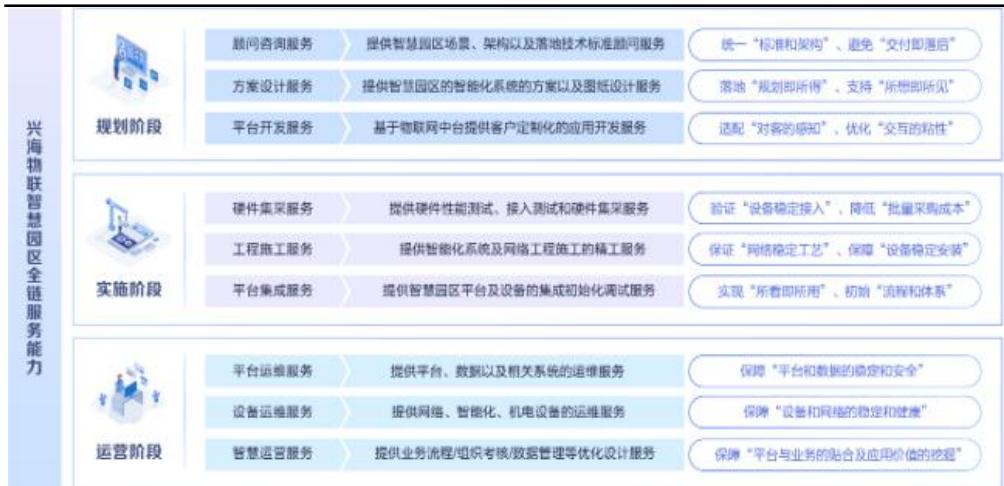
图 46：海博工程实施“一线五链”发展战略



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

兴海物联作为构建科技体系的核心，赋能管理服务数字化、智慧化发展。兴海物联是以物联网平台、智能硬件、人工智能为核心，提供智慧城市、智慧园区、智慧社区整体解决方案的物联网科技公司。通过在深圳、长沙设立两大研发中心，聚焦打造星启物联网中台为基座的物联感知体系，成功打通“物理空间”到“数字空间”的桥梁，并通过星启云屏、星启端脑等一系列硬件设备提升运营管理效率。

图 47：兴海物联智慧服务能力



资料来源：兴海物联官网、国元证券经纪（香港）整理

兴海物联具有过硬科技能力的优势，其研究中心已通过全球最高等级认证，建筑物联网平台相关技术研究也达到了国际先进水平，截至目前拥有 200 多项专利，开展科技课题超 20 项，取得科技成果超 10 项，相关课题荣获国资委“国企数字场景创新专业赛”前三甲，是国家和深圳市双料高新技术企业。兴海物联基于带动中海物业实现数字化建设多重突破的工作任务，以点带面提升经营管理能力，积极探索智慧社区“动态 AI 安防”、“节水节能绿色灌溉”等超 50 多项相关技术及课题，加大了智慧化物管服务建设的覆盖面。目前，从软件机器人应用以及无人值守停车场等项目改造来看，有效帮助提升服务效率超 30%。兴海物联不仅为中海物业构建了数字化转型架构，支撑了中海式物业管理现代化发展，还承担起中建科创平台的使命，加快科创成果在中建中海体系及全行业的高质量落地转化。

目前，兴海物联在存量市场中积极参与节能减排和环境工程，在增量市场里加大对制造园区、商业综合体、总部大厦、场馆会馆、养殖项目等丰富业态的智慧运用，合作项目已有 2000 余个。公司针对商业综合体，提供围绕运营管理、运行服务和资产管理智慧化，全面感知人、货、场，实现精准引流、招商，可持续的综合体物业管理，为商户打造科技商业综合体智慧管理新模式。从智慧场馆会场解决方案来看，凭借基于整体解决方案带来出众的赛时保障管理、赛后运营能力以及国企背景的总集能力，兴海成功承接了 2022 年冬奥会张家口赛区“三场一村”智慧场馆建设，基于自研智慧场馆大脑，构建可实时动态监控的智能场馆，进而帮助主办方提升赛事服务能力、场馆管理能力以及数据运营能力。除此之外，兴海还成功打造杭州春风动力“未来工厂”智慧产业园、上海金茂 K12 智慧校区等多个标杆项目，与厦门向宇集团、蒙牛集团、温氏集团等多个价值客户开展合作。

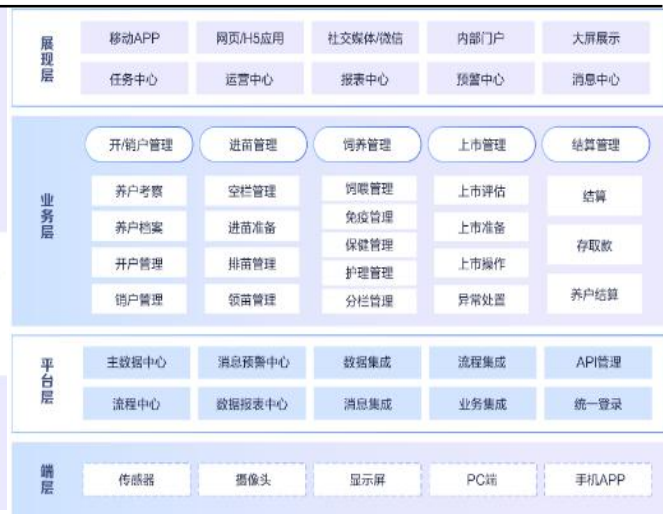
总体而言，兴海物联现已实现多领域的行业领先，并会在数字化道路上持续做深做透，继续加大对物管行业数字化解决方案的探索与实践。从市场拓展角度来看，2020 年兴海物联的第三方外拓来源合约已超 70%，随后内外合约亦保持 3:7 的比例，市场化能力已形成。公司积极发展智慧科技的建设，快速推进产品规模化、标准化、定制化，通过树立标杆项目，打造出中海物业的科技名片，截至目前，公司已累计完成验收 28 座城市的 33 个标杆项目。利用领先的数字技术叠加优质的服务能力，以高标准定位、高品质运营以及强创新能力的理念贯穿至运营全过程，此将赋予中海物业在增值服务业态上的独特竞争力，为业务增长贡献力量。

图 48：智慧商业综合体解决方案



资料来源：兴海物联网网、国元证券经纪（香港）整理

图 49：智慧养殖管理解决方案



资料来源：兴海物联网网、国元证券经纪（香港）整理

图 50：冬奥会张家口赛区项目服务案例以及智慧场馆解决方案



资料来源：兴海物联网网、公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

### 3.6 优化内部组织结构，提质增效成果明显

为避免因内部组织结构导致职能重复、流程冗长、项目能动性低等灵活性偏弱问题，中海物业按照“专业化整合、扁平化管理”的原则，于21年开始积极推进组织管控体系优化，进一步激发组织活力，提升人员效率。

公司首先将组织架构更加清晰的明确为总部、城市、项目三级管控模式，从集团总部层级来看，其定位为战略加运营管控型总部，也是中海物业战略及运营监管中心，实现了将集团对于业务管控到战略管控的转型。

从城市层级来看，在各城市设立公司，其中选择资源更优、服务管理能力已成熟的城市公司设置为平台公司，并将平台公司视作“1”，由平台公司承接业务管控职能，按就近原则以城市管城市方式，对N个异地城市公司实施1+N的派驻管理，

共享核心管理层将促进组织的高效协同，实现规模的同步扩张。

作为利润中心的项目层级，则实施项目管项目的多项目片区组团管理模式，每个项目也是管理执行及利润产出单位。公司主要通过管理模式创新，积极推进「项目总经理合伙人制」的落地。通过事业合伙的方式，激励管理人员多劳多得、合理对人员进行铺排，实现人力资源共享，已达致更高管理效率及团队优势，实现项目利益最大化。除此之外，「优管家合伙人制」也是项目模式优化的重要单元，该制度充分激发了管家团队的工作热情和员工的自主能动性，鼓励员工积极拓展客户端的增值服务。透过合伙人制的挖掘、培养一批具有高专业素质、敢于担当、善于思考、谋求未来能实现更高自我价值的管家精英，也有利于提升客户满意度。

除了梳理明确三级管控模式的战略及业务定位，公司还将配套机制立体化。首先建立数据组织，以总部设定的包含营收、利润、在管面积等指标作为考核依据，使得平台及城市公司在完成考核后有机会裂变升级或降级优化，并且鼓励赛马PK、内部良性竞争，争取做大业务蛋糕。其次，形成差异授权及资源配置机制，提升一线人员的主观能动性。

自21年公司优化政策正式开启运作，公司坪效及人效增速明显，截至22年坪效及人效增速分别同比增加9.1%/22.2%。在面对成本逐年上涨、市场竞争愈加激烈的行业趋势，公司通过积极调整管理模式、对内持续优化组织力，充分赋能一线，实现服务品质提高以及人员、面积效能的显著提升。

图 51: 19-22 年坪效 (百万港元/平方米) 及增速 (%)



图 52: 19-22 年人效 (百万港元/人次) 及增速 (%)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

### 3.7 公司确立十四五战略规划，目前稳步推进实现

中海物业于2021年开启十四五规划战略，2022年踏入了十四五规划的战略蓄势之年，2023年已到战略计划的承上启下之年。公司在全球复杂严峻的环境之下寻找生机，在变革中寻找机遇，坚持以保持快速增长为工作基调，为后续发展蓄积

力量。公司以“1155”作为战略目标，以擦亮“第一管家”的金子招牌为第一目标，持续树立行业标准，成为行业内的领导品牌；同时坚持持续、均衡和健康的高品质发展作为第一核心，打造出客户满意度标杆、城市与业态项目标杆、经营业绩增速标杆、子品牌标杆、员工市场价值与团队战斗力等5大标杆，并实现服务力、产品力、市场力、科技力与组织力等五种能力领先。

总体而言，公司具有上级集团稳健支持，项目输入充足、内生供给充足；同时中海物业自身品牌力强劲积极外拓，在追求规模和效益的相结合下，管理规模亦能保证高质量发展，公司有信心于2025年推进内生外拓在管面积1:1规划目标。除此之外，公司坚持夯实基础服务主航道的现有优势，用科技驱动智能化转型，大力孵化创新业务，逐渐差异化护城河，在主要经营业绩保持利润增速大于营收增速大于规模增速大于人员增速的前提下，核心指标实现30%的复合增长率。

图 53：公司十四五规划战略



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

## 4. 财务分析

### 4.1 公司毛利率迎来企稳之势

随着公司业务规模的不断扩大，公司的毛利持续增长，但主要因1) 在增加的物管项目中毛利率较低的包干制项目占比逐年提升；2) 扩大业务规模以及防疫管控所需的运营成本增加；以及3) 外拓增值服务市场带来新项目的价格竞争，以及部分业务仍处于爬坡期，近几年毛利率有所下降。从毛利率表现来看，

然而，随着公司不断优化人力资源结构，提升生产能力及成本效益，以及无需再支付为应对疫情防控而产生的额外成本，直接经营成本增速低于收益增速，于1H23年毛利率企稳，综合毛利率微升1个百分点至16%，尤其是基础物管服务毛利率同比增长1.6个百分点至14.7%。但由于工程服务业务不断扩大，该项服务的低毛利率拉低了整体非住户增服的毛利率，以及住户增值服务业务仍在发展阶

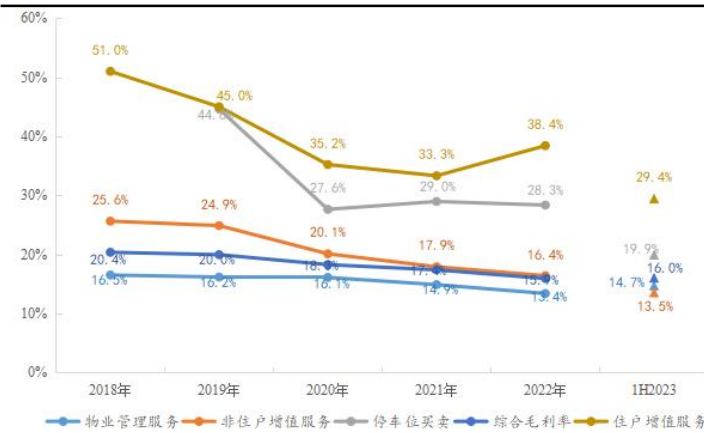


段，整体增值服务的利润水平暂未起势。

横向对比来看，中海物业的毛利率水平相对较低，主要因 1、毛利率相对较低的物管服务业务收入贡献较大，占比超 70%；2、公司注重服务品质本源、追求梳理品牌口碑以及激活项目一线运管能力，将部分后勤人员调换至前线项目工作，进而产生了一定的直接营运成本；3、增值服务开展时间较短，盈利能力暂未完全释放。

展望未来，作为相对保守的国资物企，在愈加注重品牌口碑和现金流稳定下，预计不再一味追求过高毛利率，而是提倡保持毛利率“长坡薄雪”的发展趋势，行业平均基础物管毛利率也或将回归理性水平，维持在 10-15%之间。而作为新增利润点的增值服务，若能做大这块“蛋糕”，形成定制化、差异化业务优势，在业务度过爬坡期后，盈利能力将得到进一步释放。在毛利率相对更占据优势的住户增值服务体量逐渐形成后，亦有助于整体毛利率的提升。

图 54：各分部毛利率及综合毛利率情况（%）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 55：对比各物企毛利率情况及毛利变动幅度（%）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 4.2 公司费用率处于业内较低水平，费率管控能力逐渐增强

纵向看，公司销售、行政及一般费用因规模持续扩张带动人员规模增加而有所上涨，但得益于公司项目布局愈加完善，形成规模协同效应，并积极采取多项措施优化组织结构，实现人员效率提升，以及科技赋能降本增效，SG&A 率控制良好，并呈下行趋势，1H23 年达 2.8%。

横向对比样本物企，相比于民营物企，央国企通常对于费率的管控要更为严格，并且于过往两年民企为开展新业务挖掘管理人员以及给与股权激励，民营物企管理费率相对较高。而中海系本身在管理费用端控制到位，地产亦将此“基因”传至中海物业，同时加之公司将部分人员支出计入成本端，整体费率对比行业处于

低位。

综合来看，因业务结构、成本记账方式等不同，中海物业的毛利率低于行业平均；但也因成本前置、叠加销管费用的精益化管理，销管费率处于业内领先；最终实现 10%左右的净利润率，位居行业中等水平。

**图 56：公司销售、行政及一般费用（亿港元）及 SG&A 率（%）**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**表 2：对比各物企 SG&A 率情况（%）**

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	1H2023年
中海物业	8%	7%	5%	5%	4%	2.9%
保利物业	9%	10%	10%	9%	9%	7.3%
越秀服务	12%	10%	7%	8%	11%	8.4%
新城悦服务	13%	12%	10%	11%	11%	9.5%
碧桂园服务	17%	13%	13%	13%	11%	9.5%
远洋服务	9%	8%	9%	10%	7%	7.6%
世茂服务	15%	13%	12%	11%	18%	12.5%
雅生活服务	10%	7%	6%	7%	6%	5.7%
金科服务	12%	10%	7%	8%	11%	10.3%
绿城服务	10%	11%	10%	10%	10%	10.0%
万物云	-	9%	8%	9%	9%	7.6%

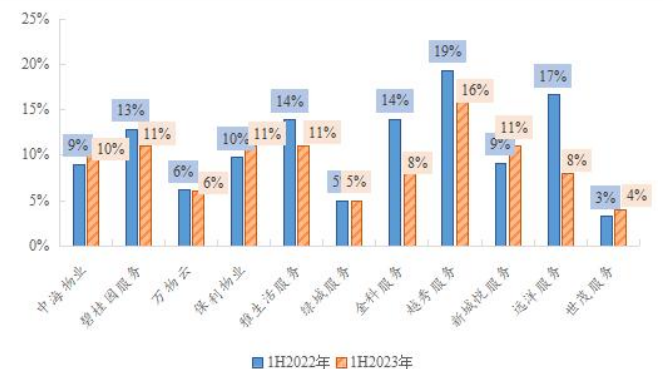
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**图 57：公司 18-1H23 年归母净利润率（%）**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**图 58：1H22 及 1H23 年各物企归母净利润率对比（%）**



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

1、在管面积：我们预计中建及中海系每年供给 2.2 千万平方米，2023-2025 年中海物业新增外拓面积分别为 5.5/6.0/7.0 千万平方米，总新增在管面积分别为 7.7/8.2/9.2 千万平方米，届时公司总在管面积将分别达 3.97/4.79/5.71 亿平方米。

表 3：在管面积预测（千万平方米）

	2023E	2024E	2025E
来源于关联方	2.2	2.2	2.2
来源于第三方外拓	5.5	6.0	7.0
新增面积	7.7	8.2	9.2
总在管面积	39.7	47.9	57.1

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

2、毛利率：得益于公司对经营成本的有效管控，以及防疫管控的运营成本归零，物管服务毛利率有望企稳回升，预计 2023-2025 年分别达 14.3%/14.2%/14.0%。假设非住户增值服务、住户增值服务以及停车位服务业务继续稳定开展并维持当前毛利率水平下，公司综合毛利率将达 16.3%/16.6%/16.9%。

3、费用率：伴随公司提高人员效能、精细化运营，公司费用率将会稳中微降。

综上所述我们预期公司 2023-2025 年收入分别为 164.69/209.12/265.58 亿港元，归母净利润分别为 16.93/21.71/27.33 亿港元。

### 5.2 投资策略

整体物管市场规模仍有增长空间，并且基于消费者的消费能力以及对于品质生活的不断追求，行业的专业化、多元化、高品质品牌化的趋势是必然，利好于具有品牌效应、可提供高品质服务并业务布局更为完善的头部物企。对于中海物业来说，其能在地产环境及经济的逆势下砥砺前行，业绩保持稳中有进，展现出资深国资背景物企的经营韧性。公司目前具有一定的在管规模，除稳定的内生供给，经营独立性亦在持续增强，市场化运作也将带来更多业务机会。此外，公司不断丰富在管业态，进一步拓展非住项目覆盖范围，使得产品内容更为多元化。公司进入十四五规划承上启下之年，在贯彻落实打造 5 个标杆的战略规划下，公司产品实力进一步夯实，业务规模有望实现高质量增长。预期公司将延续稳健发展的良好态势，实现约 30% CAGR 的增长目标。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分

别 0.52/0.66/0.83 港元，给予目标价 11.2 港元，对应 2024 年 17.0 倍 PE，0.6 倍 PEG，较现价有 28.9% 的涨幅空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：行业估值

代码	公司	收盘价	市值	EPS				PE				PEG
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E
		港币	亿港元	港元/股								
2669.HK	中海物业	8.69	285.63	0.39	0.52	0.66	0.83	22.43	16.87	13.16	10.45	0.55
6098.HK	碧桂园服务	8.20	274.13	0.63	1.22	1.40	1.59	30.14	6.73	5.84	5.15	0.07
2602.HK	万物云	24.10	284.01	1.53	1.80	2.24	2.74	34.18	13.40	10.76	8.80	0.46
6049.HK	保利物业	32.75	181.22	2.19	2.72	3.34	3.99	20.45	12.06	9.82	8.21	0.50
2869.HK	绿城服务	3.43	110.87	0.19	0.24	0.29	0.35	27.47	14.39	11.70	9.77	0.49
3319.HK	雅生活服务	4.48	63.62	1.42	1.39	1.51	1.75	6.49	3.21	2.97	2.56	-2.66
9666.HK	金科服务	9.44	60.96	-3.05	0.80	0.96	1.20	-4.39	11.83	9.83	7.88	0.09
6626.HK	越秀服务	2.94	44.75	0.29	0.36	0.43	0.51	10.82	8.25	6.86	5.78	0.42
0873.HK	世茂服务	1.37	33.81	-0.41	0.22	0.24	0.28	-6.71	6.32	5.68	4.87	0.04
1755.HK	新城悦服务	4.34	37.82	0.54	0.72	0.82	0.91	16.90	6.06	5.31	4.79	0.17
行业平均								15.04	9.14	7.64	6.42	

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 风险提示

- 1、基础物管业务扩张不及预期；
- 2、增值服务开展不及预期；
- 3、收缴率不及预期；
- 4、市场环境、政策等风险。

**财务报表摘要**

资产负债表						利润表					
单位: 百万港元						单位: 百万港元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,733</b>	<b>9,527</b>	<b>11,834</b>	<b>14,304</b>	<b>16,336</b>	<b>营业收入</b>	<b>9,442</b>	<b>12,689</b>	<b>16,469</b>	<b>20,912</b>	<b>26,558</b>
现金及银行结余	4,283	4,691	6,384	7,777	8,482	营业成本	-7,800	-10,669	-13,788	-17,444	-22,058
应收账款	1,919	2,900	3,128	3,972	5,044	毛利	1,642	2,020	2,680	3,468	4,499
存货	935	971	1,165	1,281	1,410	销售、行政及一般费用	-429	-466	-626	-784	-969
其他流动资产	595	965	1,158	1,274	1,401	其他收益及收益净额	130	183	183	183	80
<b>非流动资产</b>	<b>586</b>	<b>594</b>	<b>664</b>	<b>739</b>	<b>1,827</b>	折旧摊销	-67	-85	-102	-134	-174
物业、厂房及设备净值	111	114	187	269	364	<b>息税前利润</b>	<b>1,343</b>	<b>1,738</b>	<b>2,238</b>	<b>2,867</b>	<b>3,610</b>
无形资产净值	140	198	178	158	1,138	财务费用	-3	-14	-2	-2	-2
总投资	173	219	224	229	234	其他非经营性收入净额	0	0	0	0	0
其他长期资产	162	63	76	83	91	<b>除税前利润</b>	<b>1,318</b>	<b>1,678</b>	<b>2,241</b>	<b>2,870</b>	<b>3,613</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,320</b>	<b>10,121</b>	<b>12,498</b>	<b>15,043</b>	<b>18,163</b>	所得税开支	-331	-398	-538	-689	-867
<b>流动负债</b>	<b>5,216</b>	<b>6,357</b>	<b>7,415</b>	<b>8,291</b>	<b>9,326</b>	少数股东权益	-3	-8	-10	-11	-13
应付账款	776	1,517	1,482	1,875	2,371	<b>归属母公司净利润</b>	<b>984</b>	<b>1,273</b>	<b>1,693</b>	<b>2,171</b>	<b>2,733</b>
预付款	1,501	1,628	2,092	2,575	3,114	EPS(港元)	0.30	0.39	0.52	0.66	0.83
银行借款	0	68	68	68	68	<b>主要财务比率</b>					
其他流动负债	2,939	3,144	3,773	3,773	3,773	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>总长期非流动</b>	<b>51</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>123</b>	<b>135</b>	<b>成长性 (%)</b>					
长期贷款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	44.3%	34.4%	29.8%	27.0%	27.0%
其他长期负债	51	102	112	123	135	营业利润增长率	38.1%	29.4%	28.7%	28.1%	25.9%
<b>负债合计</b>	<b>5,267</b>	<b>6,458</b>	<b>7,527</b>	<b>8,414</b>	<b>9,461</b>	归母净利增长率	40.6%	29.4%	33.0%	28.2%	25.9%
普通股	331	155	155	155	155	<b>盈利能力 (%)</b>					
留存收益	2,669	3,456	4,755	6,401	8,462	毛利率	17.4%	15.9%	16.3%	16.6%	16.9%
归属母公司股东权益	3,000	3,611	4,910	6,556	8,617	归母净利率	10.4%	10.1%	10.3%	10.4%	10.3%
少数股东权益	52	52	61	72	85	ROE	38.2%	38.5%	39.2%	37.4%	35.7%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,053</b>	<b>3,663</b>	<b>4,972</b>	<b>6,628</b>	<b>8,702</b>	<b>偿债能力 (%)</b>					
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>8,320</b>	<b>10,121</b>	<b>12,498</b>	<b>15,043</b>	<b>18,163</b>	资产负债率	63.3%	63.8%	60.2%	55.9%	52.1%
<b>现金流量表</b>						流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8
单位: 百万港元						<b>营运能力 (次)</b>					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应收账款周转天数	57	69	69	69	69
净利润	984	1,273	1,693	2,171	2,733	存货周转天数	36	33	33	33	33
加回折旧摊销	67	85	102	134	174	<b>每股资料 (港元)</b>					
营运资本变动	116	17	8	-84	-166	每股收益	0.30	0.39	0.52	0.66	0.83
其他经营现金流量项目	-397	-165	451	-99	-107	每股净资产	0.91	1.10	1.49	1.99	2.62
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>770</b>	<b>1,211</b>	<b>2,254</b>	<b>2,122</b>	<b>2,635</b>	<b>估值比率 (倍)</b>					
资本支出	-110	-119	-154	-196	-249	PE@8.69	29.0	22.4	16.9	13.2	10.5
其他投资现金流量项目	-154	-1,081	-13	-8	-8	PB	9.5	7.9	5.8	4.4	3.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-264</b>	<b>-1,200</b>	<b>-167</b>	<b>-204</b>	<b>-257</b>						
已付股息	-237	-345	-394	-525	-672						
其他融资现金流量项目	-22	20	0	0	0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-259</b>	<b>-325</b>	<b>-394</b>	<b>-525</b>	<b>-672</b>						
现金净变动	363	-550	1,692	1,393	1,705						
现金的期初余额	2,936	3,298	2,748	4,440	5,834						
现金的期末余额	3,298	2,748	4,440	5,834	7,539						

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313