

中流砥柱 光明似海

—中海物业 (2669.HK) 首次覆盖报告

房地产/房地产服务

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

我们认为,在地产行业中枢下行的阶段,物业作为房地产下游在下行周期纷纷思考如何增强独立性,但资本市场对二者的关系认知却依旧难言独立。从收益端来看,拥有稳定项目来源支撑的物企更易平稳兑现业绩,在此基础上外拓数据亮眼的物企则更易有超预期收益,从风险端来看,在地产行业磨底阶段,物业行业交易主线仍以“规避风险”为主,稳健型国企标的更易受市场青睐,从弹性端来看,由于上市物企绝大部分为港股上市公司,在美债收益率见顶的情况下大概率带来外资流入,叠加港股年内已有较大跌幅,反弹力度料将更大。

- 我们认为物业行业无论是从与地产的关系来看,亦或是从其本身的基本面分化来看,均有各方面的不确定性,在此情况下,我们更倾向于选择基本面确定、业绩符合预期甚至有较大希望超预期,PEG 仍有性价比的标的。
- 我们认为中海物业作为央企背景下的物企具有业绩确定性高、母公司出险概率小、受益于港股弹性较大的特征。需要注意的是,中海物业于 10 月 11 日公告了一桩关联交易,较高的交易对价使得其股价波动幅度较大,但考虑到此次波动主要受市场情绪的影响而非公司基本面发生了重大变化,我们认为当前中海物业已处于价值区间,具备投资价值。

内强外拓佳名扬

- 中海物业背靠中国建筑,股东实力雄厚,资金来源可靠。中国海外集团有限公司作为中海物业集团有限公司的控股股东,持股总占比达 61.18%。
- 关联方在销售、土储、货值结构等方面均有较强的支撑。中海地产实际销售能力强劲。23 年 1-10 月,中海地产权益销售额在中国房地产企业中位列第二,在拿地金额和权益新增货值方面,中海地产于 23 年 1-10 月拿地金额和权益新增货值方面均列第一。从货值结构看,中海地产侧重一线和强二线城市的投入。23H1,中海地产在一线和强二线城市新增总购地金额和新增总货值总占比分别达 79.5%、79%。

物管增值齐发力

- 物管服务稳核心:公司在管项目数量保持增长,在管面积持续提升。截至 23H1,公司物业在管面积共计 3.63 亿平方米,在管面积同比增速为 13%。根据克而瑞数据,中海物业在 23 年 1-10 月累计新增合约面积及累计外拓面积排名中均列第一,业绩确定性较高。
- 增值服务谋超越:非住户增值服务是中海物业集团增值服务最主要的构成部分,其收入逐年递增,同比增速显著为正。住户增值服务作为增值服务的第二大板块,其业务收入同样连年大幅提升,且业务占比亦逐年升高。
- 车位服务供便利:为提升各服务场景下客户的满意度与便利性,集团于 21 年大幅拓展停车位买卖业务,而 22 年转变为存量业务发展后,单方收入水平略有压缩。

财务分析

- 公司营业收入持续增长,营业成本控制有效。截止 23H1,公司营业收入达 71.63 亿港元,同比增速为 23.2%,公司营业成本为 60.16 亿港元,同比增长 21.85%,低于营收同比增速。
- 毛利率于 23H1 出现拐点,归母净利润表现亮眼。23H1 公司毛利率达 16%,略高于 22 年底的 15.9%,同时,公司期间费用率于近四年稳健下行。23 年年中 61 家披露业绩的物企整体归母净利润规模较 22 年同期增长 0.53%,其中中海物业在营收排名前 10 的物企中归母净利润增速最高,达 50.04% (按人民币历史汇率计算)。
- 公司短期应收账款占比逐年提升,应收账款账龄结构持续优化。截至 23 年中,应收账款总额为 29.33 亿港元,1 年以内应收账款占比达 85%。

投资建议:我们持续看好中海物业的业绩发展,我们预测公司 2023-2025 年实现营业收入 163.21/209.48/263 亿港元,同比增长 28.6%/28.3%/25.5%;实现归母净利润 16.8/21.55/27.28 亿港元,同比增长 31.9%/28.3%/26.6%;预期 EPS 分别为 0.51/0.66/0.83 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:预测中假设偏离真实情况的风险,并购整合不及预期及商誉减值风险,外拓不及预期、项目无法续签风险,成本持续上行、降本增效不及预期风险。

评级

买入 (首次)

2023 年 11 月 14 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

高丁舟

研究助理

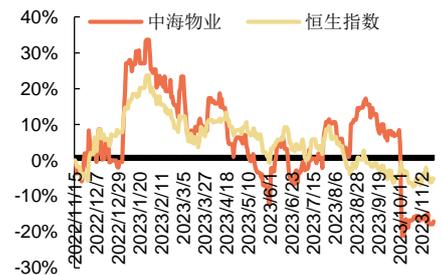
SAC 执业证书编号: S1660122080010

交易数据

时间 2023.11.14

总市值/流通市值 (亿港元)	222.85/222.85
总股本 (万股)	328686.05
资产负债率 (%)	61.33
每股净资产 (港元)	1.2
收盘价 (港元)	6.78
一年内最低/最高价 (港元)	4.79/10.86

公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	9442	12689	16321	20948	26300
增长率(%)	44.1%	34.4%	28.6%	28.3%	25.5%
归母净利润(百万港元)	984	1273	1680	2155	2728
增长率(%)	40.6%	29.4%	31.9%	28.3%	26.6%
净资产收益率(%)	32.8%	35.3%	19.6%	21.2%	22.3%
每股收益(港元)	0.30	0.39	0.51	0.66	0.83
PE	20.16	15.58	11.81	9.20	7.27
PB	6.61	5.49	2.31	1.95	1.62

资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 历史每股收益及相关指标已根据当前股本数追溯调整。

内容目录

1. 重新审视地产与物业的关系.....	5
1.1 究竟是支撑还是拖累.....	5
1.2 接受不确定 寻找确定性.....	7
2. 内强外拓佳名扬.....	10
2.1 华港文化融合 国际输出典范.....	10
2.2 中建平台构筑 内生输送升级.....	11
3. 物管增值齐发力.....	13
3.1 物管服务稳核心.....	14
3.2 增值服务谋超越.....	16
3.3 车位服务供便利.....	17
4. 财务分析.....	18
4.1 营业收入稳定增长.....	18
4.2 营业成本同比增速下降.....	19
4.3 毛利逐年增长 毛利率出现拐点.....	20
4.4 期间费用率稳健下行.....	21
4.5 归母净利润增速超过营收增速.....	21
4.6 应收账款管理能力较好.....	22
4.7 人均创收稳健上行.....	22
5. 盈利预测.....	23
5.1 基本假设条件.....	23
5.2 盈利预测.....	25
5.3 估值及投资建议.....	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 年初至今恒生物业及恒生地产建筑业走势对比.....	5
图 2: 年初至今碧桂园服务及碧桂园走势对比.....	5
图 3: 年初至今华润万象生活及华润置地走势对比.....	6
图 4: 年初至今中海物业及中国海外发展走势对比.....	6
图 5: 年初至今恒生指数走势 VS 10 年期美债收益率.....	6
图 6: 上市物企 23H1 营收及同比增速.....	7
图 7: 22H1-23H1 分类物企营收均值及增速.....	8
图 8: 上市物企 23H1 毛利、毛利同比增速及营收同比增速 (按营收排名).....	8
图 9: 上市物企 23H1 归母净利润、归母净利润同比增速及营收同比增速 (按营收排名).....	8
图 10: 中海物业发展历史.....	10
图 11: 中海物业股权架构.....	10
图 12: 中国建筑建筑业务新签合同额及市场占有率.....	11
图 13: 中国建筑房屋建筑施工面积及市场占有率.....	11
图 14: 2023 年上半年中海集团新增总购地金额分布.....	12
图 15: 2023 年上半年中海集团新增总货值分布.....	12
图 16: 中海物业近年在管面积及同比增速.....	14
图 17: 中海物业近年在管面积及同比增速 (按开发商).....	14
图 18: 中海物业近年在管面积比例 (按开发商).....	14
图 19: 中海物业物管服务收入及同比增速 (按收费类型).....	15
图 20: 中海物业物管服务毛利及同比增速 (按收费类型).....	15
图 21: 中海物业物管服务毛利率 (按收费类型).....	15
图 22: 中海物业酬金制、包干制物业管理服务毛利占比.....	15
图 23: 中海物业增值服务收入及同比增速 (按业务类型).....	16
图 24: 中海物业增值服务收入构成 (按业务类型).....	16
图 25: 中海物业增值服务毛利及同比增速 (按业务类型).....	17
图 26: 中海物业增值服务毛利率 (按业务类型).....	17
图 27: 中海物业停车位买卖服务收入及同比增速.....	17
图 28: 中海物业出售停车位数量及单位收入.....	17
图 29: 中海物业停车位买卖服务毛利及毛利率.....	17
图 30: 中海物业近年营业收入及同比增速.....	18
图 31: 中海物业各分部业务收入占比 (按业务类型).....	18
图 32: 中海物业各分部收入及同比增速 (按业务类型).....	18
图 33: 非住户增值服务各细项收入 (亿港元).....	19
图 34: 住户增值服务各细项收入 (亿港元).....	19
图 35: 中海物业近年总成本及同比增速.....	19

图 36: 中海物业各分部业务成本占比 (按业务类型)	19
图 37: 中海物业近年各业务成本及同比增速 (按业务类型)	20
图 38: 中海物业总毛利及同比增速	20
图 39: 中海物业各分部业务毛利占比 (按业务类型)	20
图 40: 中海物业各分部业务毛利率 (%) (按业务类型)	21
图 41: 中海物业近年销售及行政费用、财务费用以及期间费用率	21
图 42: 中海物业近年归母净利润、归母净利润同比增速及营收同比增速	22
图 43: 中海物业近年应收账款账龄分析	22
图 44: 中海物业员工总数以及人均创收	23
表 1: 1-10 月累计新增合约面积、关联方承接面积及外拓面积排名 TOP20	9
表 2: 2023 年 1-10 月中国房地产企业权益销售额前十位	12
表 3: 2023 年 1-10 月中国房地产企业拿地金额及权益新增货值前十位	12
表 4: 公司业务概览	13
表 5: 公司业务拆分与盈利预测	24
表 6: 可比公司估值比较	25
表 7: 公司盈利预测表	27

1. 重新审视地产与物业的关系

1.1 究竟是支撑还是拖累

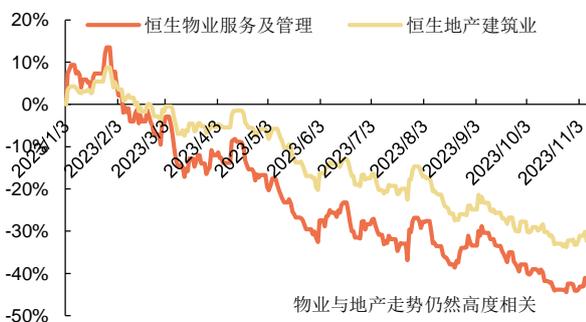
我们认为，在地产行业中枢下行的阶段，物业作为房地产下游在下行周期纷纷思考如何增强独立性，但资本市场对二者的关系认知却依旧难言独立。从收益端来看，拥有稳定项目来源支撑的物企更易平稳兑现业绩，在此基础上外拓数据亮眼的物企则更易有超预期收益，从风险端来看，在地产行业磨底阶段，物业行业交易主线仍以“规避风险”为主，稳健型国央企标的更易受市场青睐，从弹性端来看，由于上市物企绝大部分为港股上市公司，在美债收益率见顶的情况下大概率带来外资流入，叠加港股年内已有较大跌幅，反弹力度料将更大。

综合上述，我们认为中海物业作为央企背景下的物企具有业绩确定性高、母公司出险概率小、受益于港股弹性较大的特征。需要注意的是，中海物业于10月11日公告了一桩关联交易，较高的交易对价使得其股价波动幅度较大，但考虑到此次波动主要受市场情绪的影响而非公司基本面发生了重大变化，我们认为当前中海物业已处于价值区间，具备投资性价比。

我们如何理解物管公司与关联地产公司？

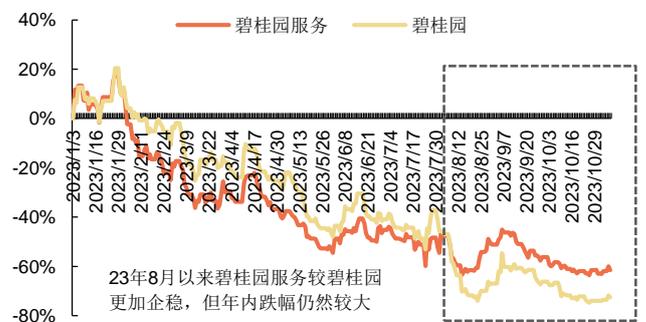
- ◆ 我们认为物业与地产在“量”方面虽然不同，一为存量，一为增量，但短期内亦的确难言独立。尤其是大部分物企作为地产的“钱袋子”（亦或比喻为“现金流调节器”），在地产周期上行时可利用非业主增值服务输送利润，而在地产周期下行时亦可通过关联交易将利润抽回，在地产行业资金普遍紧张的情况下，本就高度关联的业务更无法保证物企的绝对独立性及相关利益，市场的担心合情合理。
- ◆ 从中期来看，上述情况几乎是无可避免的，断言关联地产公司对物管公司究竟是支撑还是拖累意义不大。而资本市场在地产上行周期与下行周期对于物企截然相反的态度，我们认为会随着地产行业的弱修复，及物管公司的基本面在减值后业绩反映其真实发展水平的方向下，逐步倾向于回归理性区间。
- ◆ 从当前的行情走势来看，物业与地产走势仍然高度相关，且市场更愿意为风险较低的国央企给出更高的溢价，而碧桂园服务的走势自23年8月以来较碧桂园更加企稳，相比以往同涨同跌、甚至跌幅更大的局面有所改变，则从侧面印证了我们的上述观点。

图1：年初至今恒生物业及恒生地产建筑业走势对比



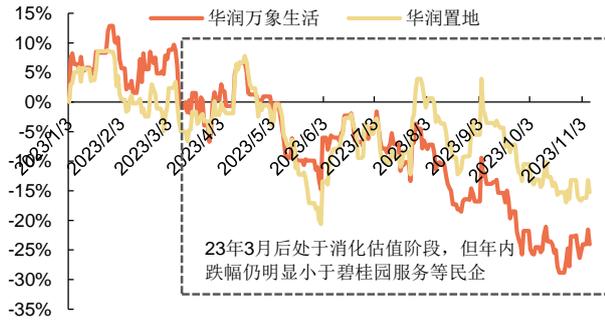
资料来源：wind，申港证券研究所

图2：年初至今碧桂园服务及碧桂园走势对比



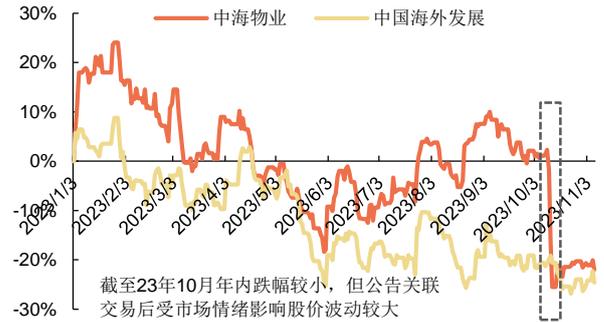
资料来源：wind，申港证券研究所

图3：年初至今华润万象生活及华润置地走势对比



资料来源：wind, 申港证券研究所

图4：年初至今中海物业及中国海外发展走势对比



资料来源：wind, 申港证券研究所

物业还有未来吗？

- ◆ 物企不仅仅为社会基层治理的重要组成部分，亦是满足各类主体高质量服务需求的重要参与者。多数物企在满足市场需求的同时，也在不断拓展业务范围，丰富业务链条，进一步提升竞争力与服务力。
- ◆ 从社会发展方向来看，提升住房和社区的品质，改善居民的居住环境，物管企业在其中起到了不可或缺的作用。
- ◆ 而非住宅业态来看，在城乡基础设施升级改造方面，涉及公建等业态的设施设备维护等业务亦需要物企主体的积极参与，而在城乡环境综合方面，物企亦通过城市服务逐步试水此领域。

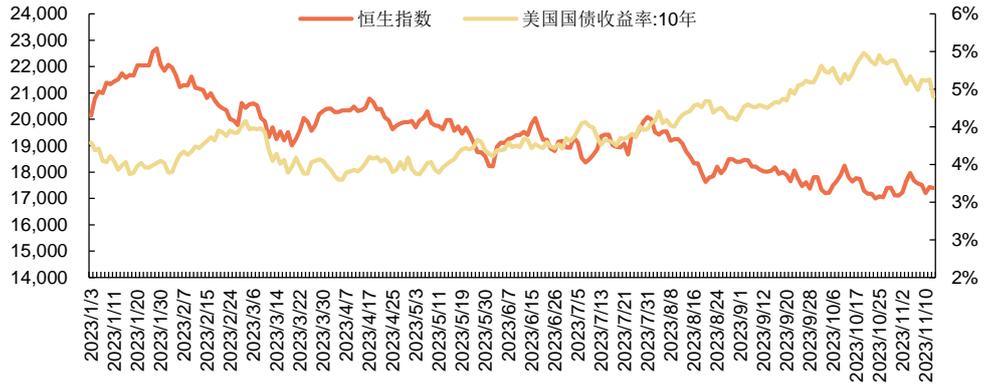
物业行业无疑仍有未来，但物业企业在资本市场是否仍有未来？

- ◆ 从中短期视角来看，企业间的分化仍将加剧。
- ◆ 分企业规模来看，龙头物企依靠自身规模优势和能力资源更有望兑现业绩增长，根据我们对于物企外拓数据的追踪情况来看，头部物企在外拓领域仍有优势。而中小物企在行业内虽不至于在短期内被淘汰，但由于在激烈的市场竞争下则面临更多发展风险。
- ◆ 分企业性质来看，对于央企及地方性国企而言，央企物管公司一般规模较大，叠加关联房企自身的支持，业绩兑现确定性较高，对于地方性国企而言，业绩增长确定性同样较高，但仍然有规模较小，以及在资本市场的流动性较差、换手率较低等问题，而对于民营物企而言，则应具体情况具体分析，无论其关联房企是否已出险，短期内仍有应收账款及商誉减值的风险的，依然会被资本市场谨慎对待。

美债收益率下行 港股物业有望企稳回升

我们认为目前物企板块股价与地产板块仍处于同涨同跌的高度关联状态，而压制物企股价提升的因素除关联地产拖累、物企业绩自身基本面影响外，还受到港股流动性因素影响，而我们判断美联储加息或接近尾声，美债长端利率下行有望对港股带来积极影响，叠加港股年内已有较大跌幅，反弹力度料将更大。在投资策略方面可选择在港股物业板块收益率确定、风险较低的标的。

图5：年初至今恒生指数走势 VS 10 年期美债收益率



资料来源: wind, 美联储, 申港证券研究所

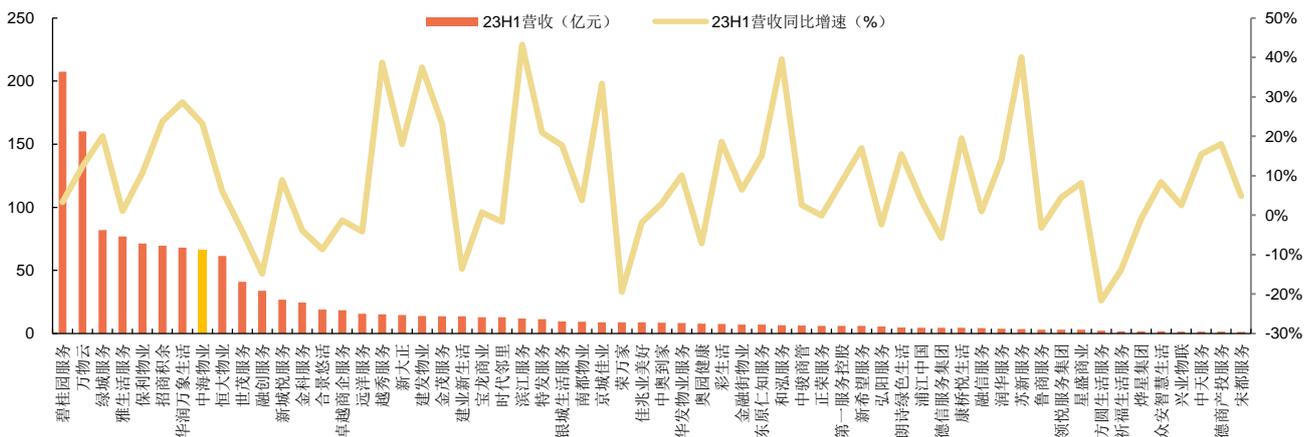
1.2 接受不确定 寻找确定性

我们认为物业行业无论是从与地产的关系来看, 亦或是从其本身的基本面分化来看, 均有各方面的不确定性, 这种不确定性既体现在我们无法保证物企具有完全的独立性, 地产可能通过关联业务向物企输送利益, 物企亦可能反向输送, 还体现在物业行业本身仍处于初级阶段, 激烈的市场竞争及并未完全成熟的多元化增值业务路径尚未完全跑通使得物企的发展亦有诸多不确定性, 在此情况下, 我们更倾向于选择基本面确定、业绩符合预期甚至有较大希望超预期, PEG 仍有性价比的标的。

从物企 23 年中期业绩来看, 61 家披露业绩的物企整体营业收入仍保持增长, 但央企、国企与民营物企仍有显著分化, 关联方影响尚在。

- ◆ 61 家披露中期业绩的物企 23H1 整体营收达 1374.7 亿元, 按营收规模计算加权平均增速为 9.9%, 营收排名前 10 的物企营收平均增速为 12.55%, 中海物业营收增速达 23.21%, 高于均值。

图6: 上市物企 23H1 营收及同比增速

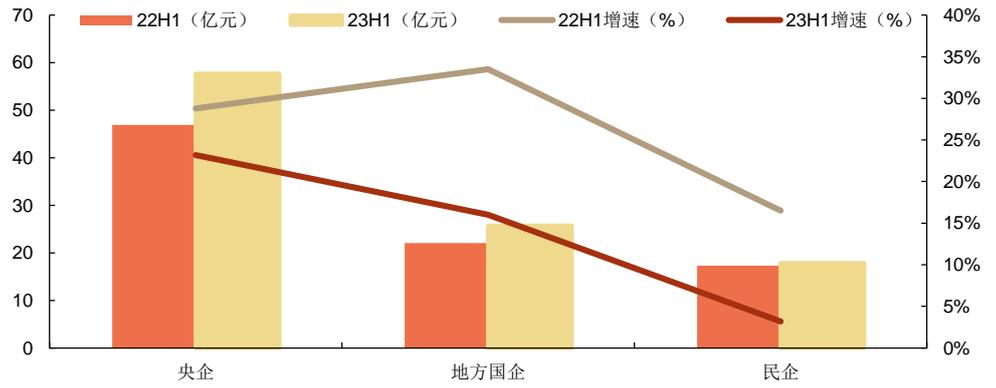


资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 剔除停牌的鑫苑服务、力高健康生活、佳源服务。

- ◆ 分央企、国企与民营物企来看, 23H1 央企营收均值达 57.7 亿元, 同比增长 23.2%, 地方国企营收均值为 25.7 亿元, 同比增长 16%, 而民营物企营收均值为 17.9 亿元, 同比增速为 3.2%, 从营收均值及同比增速来看民营物企均低于国央企, 国央企与民营物企的分化更为显著, 而地方国企一般受限于管理规模较央企更小更趋区域性, 营收均值亦较央企更低。

图7: 22H1-23H1 分类物企营收均值及增速

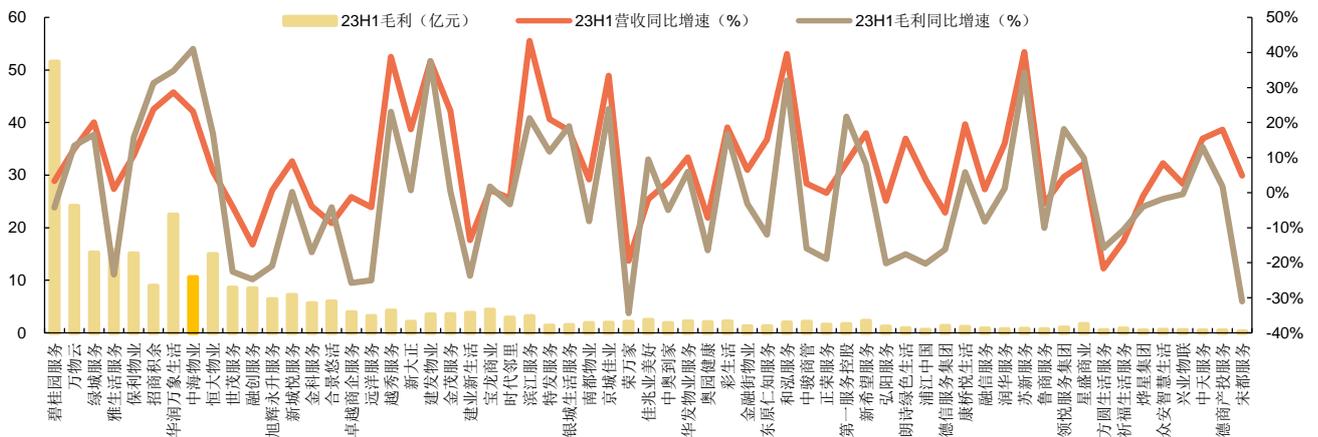


资料来源: 企业年报、中报, 克而瑞物管《中报横评①》, 申港证券研究所

盈利水平方面, 由于人工成本上涨等原因, 61家物企23年中期平均毛利率仍略低于22年同期。同时, 受到房地产行业持续下行的影响, 23年中期部分物企仍然计提减值, 影响物企归母净利率低于22年同期。

- ◆ 61家披露中期业绩的物企23H1整体毛利达302.35亿元, 按毛利规模计算加权平均增速为4.5%, 23H1平均毛利率为24.86%, 较去年同期下降2.18pct。其中毛利增长最快的为中海物业, 同比增速达41.01%。

图8: 上市物企23H1毛利、毛利同比增速及营收同比增速(按营收排名)

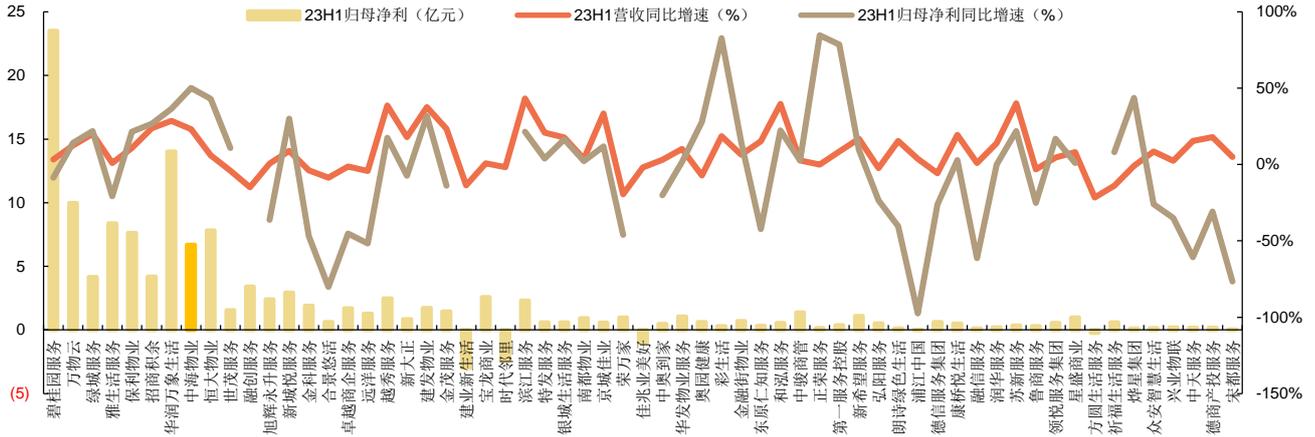


资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 剔除停牌的鑫苑服务、力高健康生活、佳源服务。

- ◆ 61家披露中期业绩的物企23H1归母净利润达123.42亿元, 按归母净利润规模(剔除负值)计算加权平均增速为9.8%, 23H1平均归母净利率为8.61%, 较去年同期下降3.04pct。整体归母净利润规模较22年同期增长0.53%, 其中中海物业在营收排名前10的物企中归母净利润增速最高, 达50.04%。

图9: 上市物企23H1归母净利润、归母净利润同比增速及营收同比增速(按营收排名)



资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 剔除停牌的鑫苑服务、力高健康生活、佳源服务。

从高频数据来看, 根据克而瑞数据, 中海物业在 23 年 1-10 月累计新增合约面积及累计外拓面积排名中均列第一, 业绩确定性较高。物企强者恒强局势持续, 关联房企拿地、销售排名较好的物企面积及承接确定性强, 新增关联方承接面积排名靠前的以国央企为主。外拓团队成熟、非住领域具有较强优势的物企外拓面积增长确定性高。

表1: 1-10 月累计新增合约面积、关联方承接面积及外拓面积排名 TOP20

排名	物企名称	新增合约面积 (万方)	物企名称	关联方承接面积 (万方)	物企名称	外拓面积 (万方)
1	中海物业	7663	碧桂园服务	2409	中海物业	6483
2	雅生活集团	5903	保利物业	1918	雅生活集团	5729
3	招商积余	5615	万物云	1885	招商积余	4579
4	华润万象生活	5600	中海物业	1182	华润万象生活	4560
5	碧桂园服务	5569	绿城服务	1084	万物云	3858
6	万物云	5567	华润万象生活	1044	碧桂园服务	3631
7	保利物业	4380	招商积余	973	世茂服务	3354
8	绿城服务	3397	龙湖智创生活	852	保利物业	2804
9	世茂服务	3365	永绿置业	818	绿城服务	2315
10	恒大物业	2300	金地智慧服务	761	彩生活	1967
11	金地智慧服务	2219	新城悦服务	718	恒大物业	1872
12	万达商管	2118	建发服务	669	万达商管	1682
13	明德物业	2071	建业新生活	452	金茂服务	1681
14	龙湖智创生活	2065	恒大物业	442	明德物业	1548
15	金茂服务	2026	中铁建物业	412	长城物业	1476
16	彩生活	1984	旭辉永升服务	380	东吴服务	1461
17	新城悦服务	1856	华发物业	353	金地智慧服务	1460
18	长城物业	1476	金茂服务	346	东原仁知	1387
19	东吴服务	1467	中南服务	301	金科服务	1374
20	东原仁知	1466	滨江服务	259	合景悠活	1218

资料来源: 克而瑞物管《2023 年 1-10 月中国物业服务企业新增合约面积 TOP50》, 克而瑞 CPIC 数据库, 申港证券研究所

根据上述分析, 由于物企基本为稳定现金流业务, 而其于近期收购的标的公司业绩对赌 (每年利润不低于 5000 万港币) 较大可能实现 (考虑到标的公司 21-22 年利润均在 6000 万港币之上), 且交易预计于年底完成, 并表对 23 年业绩影响较小, 我们认为 23 年中海物业业绩符合预期概率较大, 综合 1-9 月累计新增合约面积及累计外拓面积排名来看, 年末有较大希望超预期。

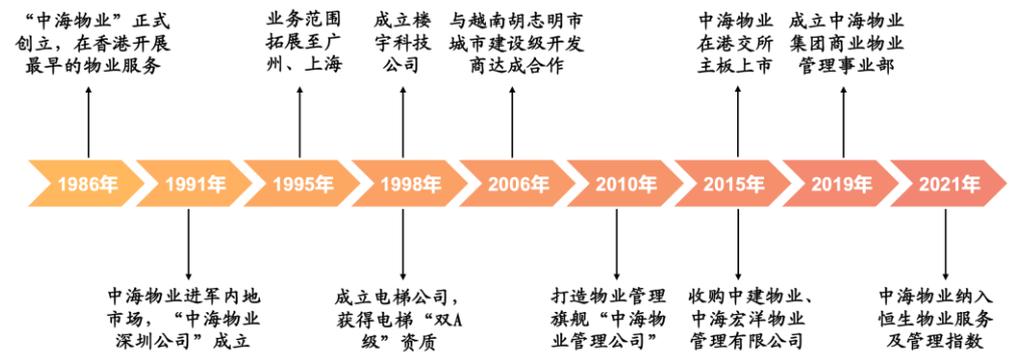
2. 内强外拓佳名扬

2.1 华港文化融合 国际输出典范

中海物业诞生于香港，融合了西方管理经验与中国文化底蕴，发展历程源远流长：

- ◆ 1986 年，自主品牌“中海物业”正式创立，在香港开展最早的物业服务。
- ◆ 1991 年，中海物业进军内地市场，“中海物业深圳公司”成立。
- ◆ 1995 年，业务范围拓展至广州、上海，全面带动我国内地沿海发达地区物业管理的发展。
- ◆ 1998 年，成立电梯公司，获得电梯“双 A 级”资质。
- ◆ 1998 年，成立楼宇科技公司。
- ◆ 2006 年，公司首次走向国际，与越南胡志明市城市建设级开发商达成合作，引领国内物业管理国际化输出。
- ◆ 2010 年，全力打造高档商业物业管理旗舰——“中海物业管理公司”。
- ◆ 2015 年，着眼于扩大规模，收购中建物业、中海宏洋物业管理有限公司。
- ◆ 2015 年，在港交所主板上市，正式迈入国际资本市场，股票代码 02669.HK。
- ◆ 2019 年，成立中海物业集团商业物业管理事业部，运营商业物业管理业务。
- ◆ 2021 年，中海物业纳入恒生物业服务及管理指数。

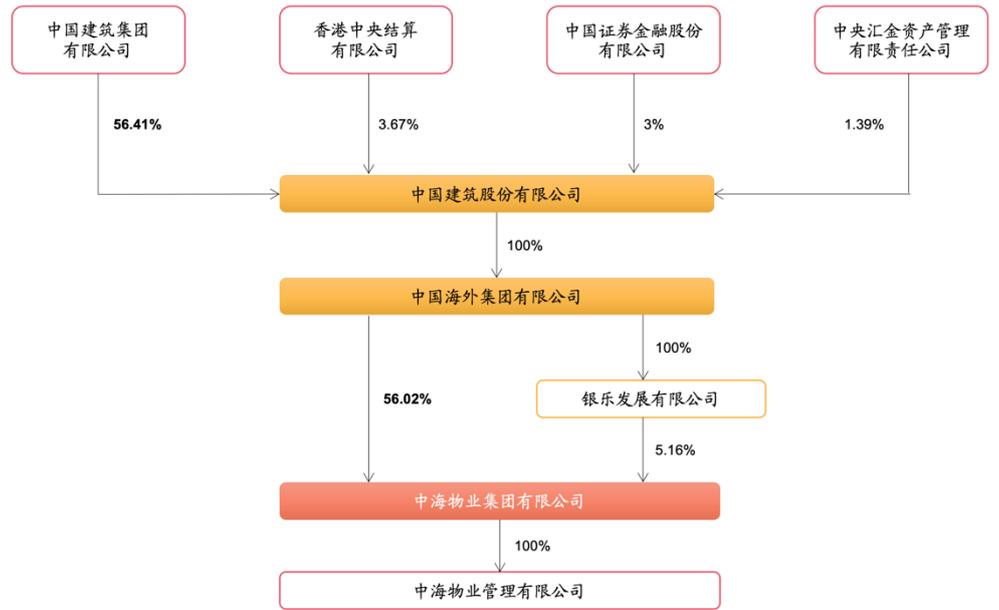
图10：中海物业发展历史



资料来源：公司官网，申港证券研究所

中国海外集团有限公司作为中海物业集团有限公司的控股股东，持股总占比达**61.18%**。其中，中国海外集团直接持有中海物业集团 56.02%的股份，间接通过银乐发展有限公司持有中海物业集团 5.16%的股份。中国海外集团资金来源为中国建筑股份有限公司上市、发债，后者的母公司为中国建筑集团有限公司，持股比例为 56.41%；此外，中国建筑股份有限公司还具有一定的港资成分，持股比例约 3.67%。

图11：中海物业股权架构



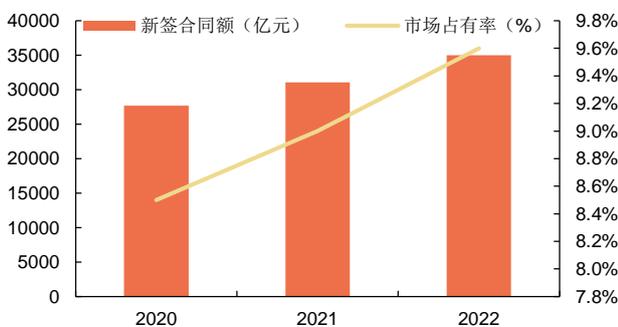
资料来源: wind 企业库, 申港证券研究所

2.2 中建平台构筑内生输送升级

中海物业背靠中国建筑集团，股东实力雄厚，资金来源可靠。根据公司官网资料，中建集团为中国最早专业化发展、市场化经营、一体化程度最高和全球规模最大的投资建设集团之一。中国建筑的业务不仅遍布国内，还覆盖了 100 多个国家和地区。集团股权结构显示，中国建筑控股股东为中建集团，持股比例达 56.41%，而国资委则持有中建集团 100% 股份。中海物业强大的国资背景展示了其背后深厚的股东实力，同时也为公司提供了稳定可靠的资金来源，为其业务扩张提供了保障。

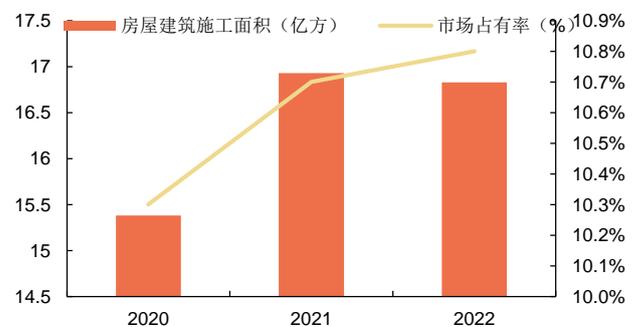
- **中国建筑不断发展业务，对中海物业的项目获取起到支撑作用。**中国建筑业务范围包括投资开发、工程建设、勘察设计以及新业务等多个领域。近年，中国建筑注重巩固房建、基建等板块业务，不断扩张各业务规模，根据公司业绩推介材料，20-22 年公司建筑业务新签合同额及房屋建筑施工面积市场占有率不断攀升，极大地拓宽了中海物业非住宅领域物业管理项目的获取来源。

图12: 中国建筑建筑业务新签合同额及市场占有率



资料来源: 中国建筑 22 年业绩推介, 国家统计局, 中国建筑业协会, 申港证券研究所

图13: 中国建筑房屋建筑施工面积及市场占有率



资料来源: 中国建筑 22 年业绩推介, 国家统计局, 中国建筑业协会, 申港证券研究所

中海发展 (0688.HK)、中海宏洋 (0081.HK) 以及中建国际 (3311.HK) 同为中国海外集团的控股子公司，分别承载集团三大地产业务品牌。“中海地产”为中海

集团房地产业务的品牌统称。

- ◆ **中海地产实际销售能力强劲。**根据克而瑞数据，23年1-10月中海地产权益销售额在中国房地产企业中位列第二，达2376.3亿元，对比去年同期克而瑞监测数据同比增长8.68%，而23年1-10月百强房企销售操盘金额同比降低12.8%，在行业下行时期中海地产显示出了较强的销售实力。

表2：2023年1-10月中国房地产企业权益销售额前十位

排名	企业	权益金额 (亿元)
1	保利发展	2495
2	中海地产	2376.3
3	万科地产	2025.5
4	华润置地	1885.1
5	碧桂园	1646.1
6	招商蛇口	1533
7	建发地产	1113.6
8	龙湖集团	1005.7
9	绿城中国	968.3
10	中国金茂	841.8

资料来源：克而瑞《2023年1-10月中国房地产企业销售TOP100排行榜》，申港证券研究所

- ◆ **土地增量储备充足，开发潜能足。**根据中指研究院数据，中海地产于23年1-10月拿地金额和权益新增货值方面均列第一，意味着公司具备充足的项目储备，我们认为中海地产未来的销售和盈利能力有望进一步提升。

表3：2023年1-10月中国房地产企业拿地金额及权益新增货值前十位

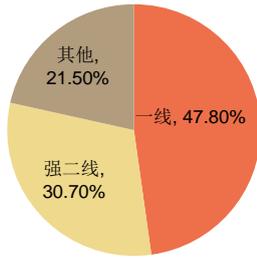
排名	企业	拿地金额 (亿元)	企业	权益新增货值 (亿元)
1	中海地产	897	中海地产	1755
2	保利发展	712	保利发展	1492
3	华润置地	625	华润置地	1188
4	建发房产	621	建发房产	1181
5	绿城中国	584	绿城中国	1019
6	招商蛇口	410	中国铁建	803
7	中国铁建	368	招商蛇口	790
8	万科	280	万科	670
9	越秀地产	245	华发股份	481
10	华发股份	245	越秀地产	460

资料来源：中指研究院《2023年1-10月全国房地产企业拿地TOP100排行榜》，申港证券研究所

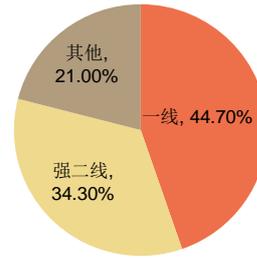
- ◆ **中海地产聚焦高能级城市，充分发挥资金优势。**根据界面新闻数据，23年中海地产已多次进行超百亿元规模拿地，包括联合徐汇国资拿下的上海徐汇龙华地块、广州上涌果树公园北侧地块及深圳湾超总地块。从拿地区域分布看，几处都处于我国一线城市，且徐汇龙华地块为今年上海总价最高的一幅地块，反映了中海地产重仓一线的战略布局。中海地产凭借自身国资背景，充分发挥低资金成本的竞争优势，在争取高价值城市地块方面尽显锐进的决心和魄力。
- ◆ **从货值结构看，中海地产侧重一线和强二线城市的投入。**2023年上半年，中海地产在一线和强二线城市新增总购地金额和新增总货值总占比分别达78.5%、79%。不同于中建地产和中海宏洋以二线城市周边地区和三、四线城市为主的布局，中海地产注重一线和强二线城市的资金投入，谋求高能级城市的项目拓展和发展机遇，力图挖掘改善型需求的市场潜力。

图14：2023年上半年中海集团新增总购地金额分布

图15：2023年上半年中海集团新增总货值分布



资料来源：中海集团 23H1 业绩推介，申港证券研究所



资料来源：中海集团 23H1 业绩推介，申港证券研究所

3. 物管增值齐发力

中海物业依托品牌优势和服务品质，持续致力于业务线的多元化、场景化，包括物业管理服务、非住户增值服务、住户增值服务以及停车位买卖服务各业务线的提升。公司致力于多元化物业管理服务场景，提升客户体验；同时，公司着眼于客户资产的保值增值服务，以促进当地经济、社会与环境的发展。此外，为使在管物业住户获得更多便利、提升服务体验，中海物业于 21 年加大激励持续拓展停车位买卖业务，并且至今已经成为公司重要业务线之一。

表4：公司业务概览

业务大类	业务线	业务内容	23H1 收入 (亿港元)	23H1 收入占比 (%)	23H1 收入增速 (%)
物业管理服务	包干制	物业管理服务从事为住宅社区（包括综合用途物业）、商用物业、政府物业及建筑工地提供物业管理服务，例如保安、维修及保养、清洁及绿化等。基于不同建筑产品与客户群体对物业服务的差异化需求，中海物业自主研发并不断迭代服务产品，打造中海物业的服务品牌，力求以高品质、个性化服务为客户营建优质的居住及工作环境。	50.18	70.1%	18.5%
	酬金制		1.45	2.0%	-4.5%
增值服务	非住户增值服务	中海物业的服务涵盖为物业发展商及其他物业管理公司提供工程、审阅建筑图则、设备设施选型建议、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增值服务。	12.05	16.8%	39.3%
	住户增值服务	客户对中海物业传统物业管理服务的认可，加上公司线上线下平台服务把产品供应及营销渠道变得更多元化，有利于满足物业住户各方面的生活需求，亦确保了客户的生活品质及满意度。	7.11	9.9%	56.9%
	停车位买卖服务	停车位买卖业务通过收购或签订协议等方式，获得停车位使用权，为在管物业住户带来便利及创造价值，加强物业内设施的整体管理。	0.83	1.2%	-22.8%

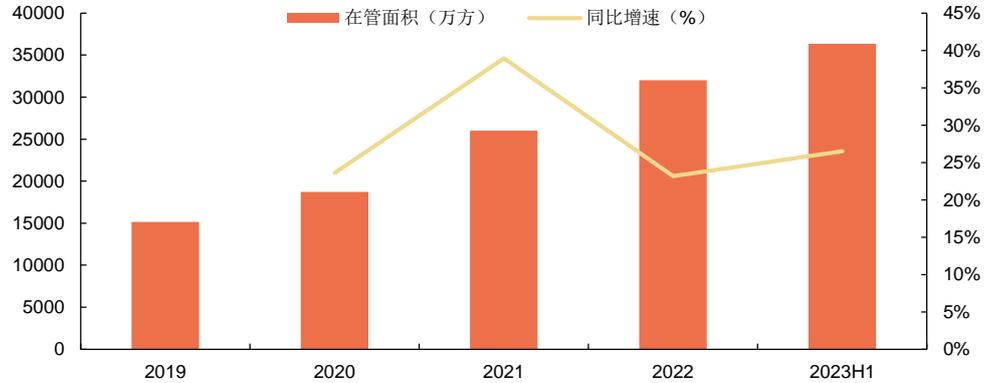
资料来源：公司 23H1 中报，公司官网，申港证券研究所

服务场景多元，业务交织互补。中海物业拥有丰富多元的服务场景，包括居住型物业、写字楼物业、商业物业、产业园区、城市基础运营等众多场景。公司注重各场景的细节管理，依靠自身精深的场景管制经验以及近年积极引进的信息化建设体系，将各业务线交织运用在不同服务场景中，为所有客户提供温馨、和谐的服务与氛围。

3.1 物管服务稳核心

公司在管项目数量保持增长，在管面积持续提升。截至 23H1，公司物业在管面积共计 3.63 亿方，在管面积同比增速达 26.5%。

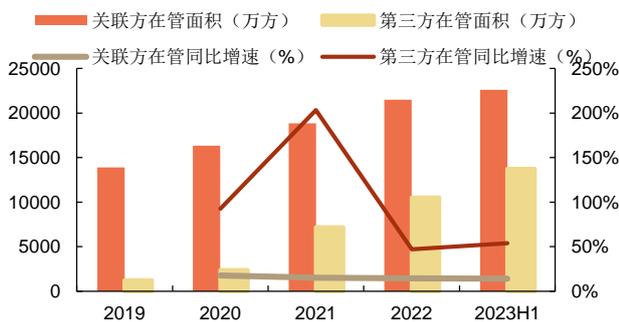
图16：中海物业近年在管面积及同比增速



资料来源：公司20-22年年报，公司22H1-23H1中报，申港证券研究所

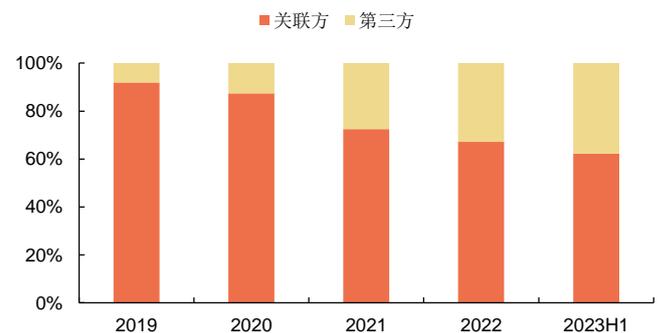
- ◆ **内生持续稳定输送。**我们在前述分析中提到，22年受房地产行业下行影响，大部分房企拿地销售下滑幅度均较大，但得益于中海地产强硬的资金实力背景，22-23年依旧能保持较高的拿地金额水平。由此，中海物业内生面积持续提升，为在管面积的持续提升奠定了厚实的基础。
- ◆ **市场外拓能力强劲，品牌影响力大。**中海物业近五年各开发商在管面积及同比增速都显著地为正，包括集团内部以独立第三方。值得注意的是，20-23H1中海物业独立第三方在管面积增速均保持在45%以上，反映了公司强劲的市场外拓能力和十足的品牌影响力。同时，公司抓住非住市场领先优势，循环型业务亦持续扩大，市场拓展更将助力面积保持增长。截至23H1，公司非住宅面积达1.02亿方，占比为28.2%。

图17：中海物业近年在管面积及同比增速（按开发商）



资料来源：公司20-22年年报，公司22H1-23H1中报，申港证券研究所

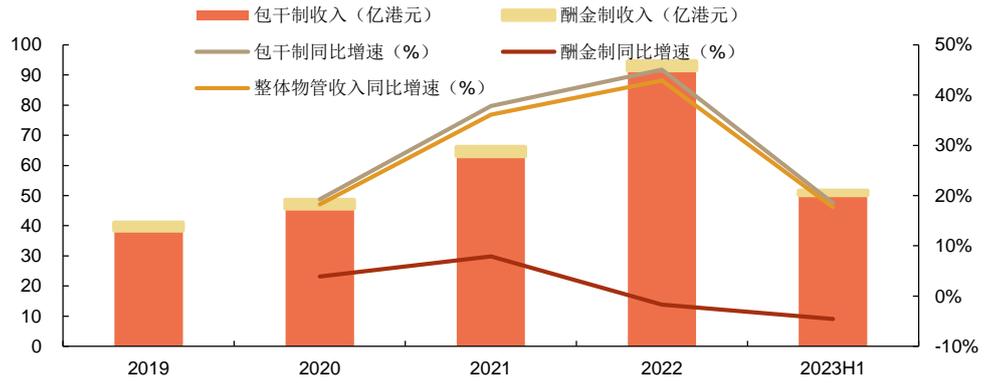
图18：中海物业近年在管面积比例（按开发商）



资料来源：公司20-22年年报，公司23H1中报，申港证券研究所

包干制作为物业管理服务最重要的业务模式，收入随在管面积的增加而增长。而23H1公司包干制服务收入增速低于在管面积增速，我们认为这是由于公司第三方拓展面积占比持续扩大，一般而言第三方项目物管费单价较低，且公司持续扩展非住业态中公建业态项目，公建项目同样物管费单价较低。酬金制项目由于收入及成本均为代收代付性质，仅酬金部分确认为收入，近年来收入平稳，单价亦较平稳。

图19: 中海物业物管服务收入及同比增速 (按收费类型)

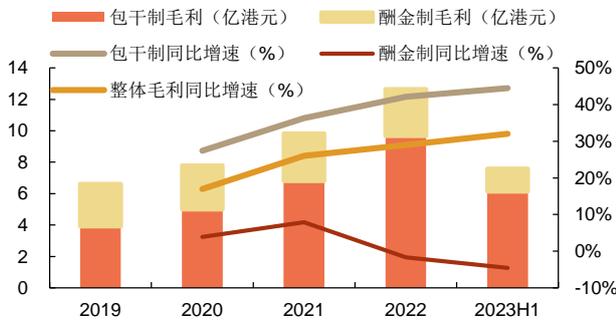


资料来源: 公司20-22 年年报, 公司22H1-23H1 中报, 申港证券研究所

物业管理服务整体毛利成长较快, 毛利率于 23H1 出现拐点。公司 20-23H1 整体毛利增速呈逐年上升趋势, 且 23H1 包干制项目毛利增速 (44.51%) 远高于其收入增速 (18.48%), 23H1 整体物管毛利达到 7.58 亿港元, 已经超过了 19 年全年的整体毛利水平。

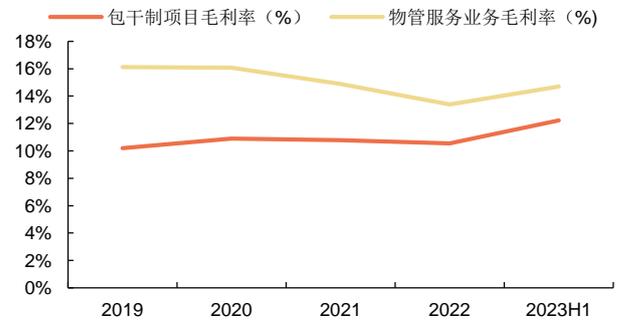
- ◆ 集团致力于外拓业务形态, 丰富服务场景, 获取增量项目, 由此拓宽了毛利流入来源。包干制作为物业管理服务的最主要的业务模式, 该模式下的毛利规模和业务表现直接决定了整体毛利表现。自 19 年起, 得益于公司对于业务多元化、场景化的追求, 包干制物业管理服务毛利实现较高增长, 酬金制物业管理服务毛利近两年稳定在 3 亿港元左右。

图20: 中海物业物管服务毛利及同比增速 (按收费类型)



资料来源: 公司20-22 年年报, 公司22H1-23H1 中报, 申港证券研究所

图21: 中海物业物管服务毛利率 (按收费类型)

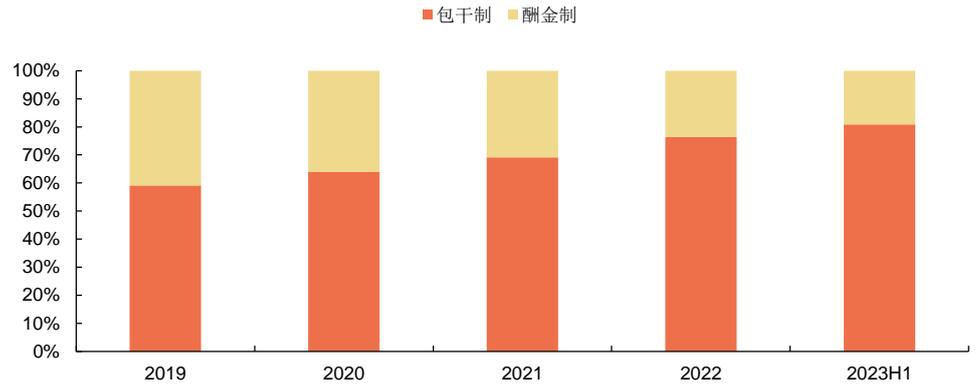


资料来源: 公司20-22 年年报, 公司23H1 中报, 申港证券研究所

注: 酬金制项目毛利率为 100%

- ◆ 酬金制业务模式占比的下降使毛利率承压。19-23H1 酬金制在物业管理服务整体毛利中占比显著下降, 酬金制模式在物业管理服务总体毛利于 19 年占比超 40%, 而至 23H1, 这一比例下降至不足 20%。由于酬金制业务模式具有毛利率为 100% 的特点, 这一业务模式占比的下降对物业管理服务毛利率的下滑具有直接影响。

图22: 中海物业酬金制、包干制物业管理服务毛利占比



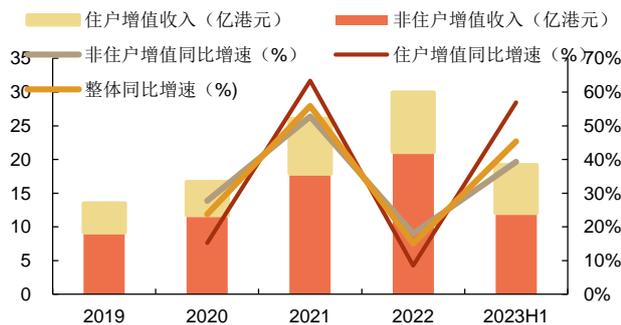
资料来源：公司20-22年年报，公司23H1中报，申港证券研究所

3.2 增值服务谋超越

非住户增值服务是中海物业集团增值服务最主要的构成部分，其收入逐年递增，同比增速显著为正。截至23H1，公司非住户增值服务收入达12.05亿港元，同比增速达39.27%，增速显著高于22年，主要是由于“海博工程”围绕建筑物时间线提供予商家企业客户及业主之设备安装、维修保养及绿化工程服务业务量大幅增加；同时，公司向物业发展商提供的交付前服务（如发展中物业卖场示范单位的保安、清洁以及维修保养服务）、销项查验服务及顾问服务的进度有所追回。

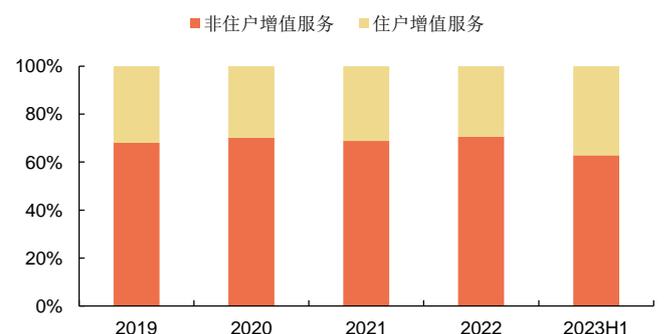
住户增值服务作为增值服务的第二大板块，其业务收入同样保持增长，且业务毛利于20-23H1占比亦逐年升高。截至23H1，公司住户增值服务收入达7.11亿港元，同比增速达56.93%，增速同样显著高于22年，主要是由于家居家装、零售及到家服务等消费需求有所增加，同时随着公司非住业态在管规模的扩大，公司亦拓展了提供予商务用户的商业辅助服务，此外，公司各类社区资产经营服务需求有所增加（包括房产交易代理、租赁协助、招商广告及公共空间租赁协助），而22年受宏观经济影响，多种经营活动于部分时间较难开展。

图23：中海物业增值服务收入及同比增速（按业务类型）



资料来源：公司20-22年年报，公司22H1-23H1中报，申港证券研究所

图24：中海物业增值服务收入构成（按业务类型）



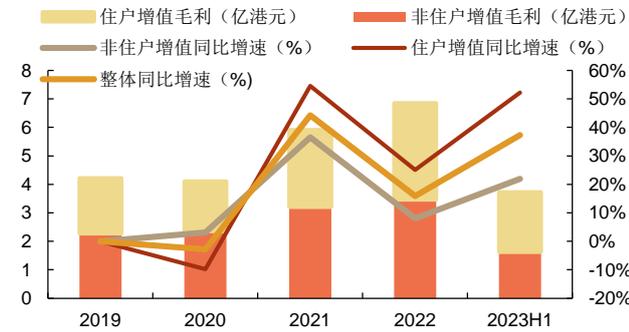
资料来源：公司20-22年年报，公司23H1中报，申港证券研究所

增值服务整体毛利水平有所提升，但毛利率承压下滑：

- ◆ 非住户增值服务毛利稳健提升，但是毛利率有所下滑。由于中海物业非住户增值服务业务主要涵盖为开发商及其他物管公司提供的工程、审阅建筑图则、设备设施选型建议、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，基本为房地产开发上下游业务，受到自21年中以来地产行业下行影响，部分业务如建筑图则服务利润有较大倒退。

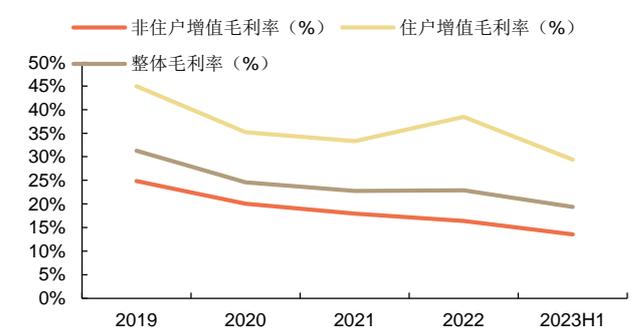
- ◆ 住户增值服务毛利持续攀升，而毛利率波动下跌。公司此部分业务 23H1 毛利率有较大下滑，我们认为与季节性有关，22H1 公司住户增值服务毛利率为 30.27%，而 22 年末为 38.44%，全年来看毛利率仍有望回升。

图25：中海物业增值服务毛利及同比增速（按业务类型）



资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

图26：中海物业增值服务毛利率（按业务类型）



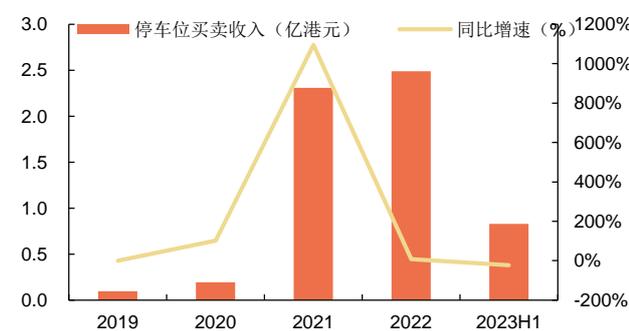
资料来源：公司 20-22 年年报，公司 23H1 中报，申港证券研究所

公司预计今年完成两大公司的收购，增值服务未来仍可期。23 年 10 月 11 日，公司董事会宣布计划收购“中海通信”和“中海监理”两家公司。本次收购的两家目标公司分别从事通信工程咨询服务以及工程监理及施工咨询服务，符合公司轻资产属性的发展策略，与集团原有物业咨询管理服务相辅相成。未来，公司预计两家公司将会与集团产生较强的协同效应，充分聚焦工程监理业务，把增值业务做大做强。

3.3 车位服务供便利

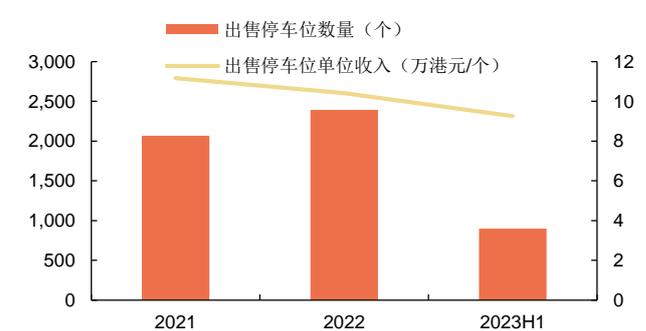
停车位买卖服务收入于 21 年受基数影响增速较高，但 22-23 年受地产下行影响，同比增速回落。为提升各服务场景下客户的满意度与便利性，集团于 21 年大幅拓展停车位买卖业务，致使该业务线收入增长超过十倍。22 年，由于业务布局已初步搭建完毕，业务发展由增量变为存量，收入增长水平自然也随之跌落。而受到 22-23 年地产行业下行影响，公司停车位买卖服务单位收入亦逐年下降。

图27：中海物业停车位买卖服务收入及同比增速



资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

图28：中海物业出售停车位数量及单位收入

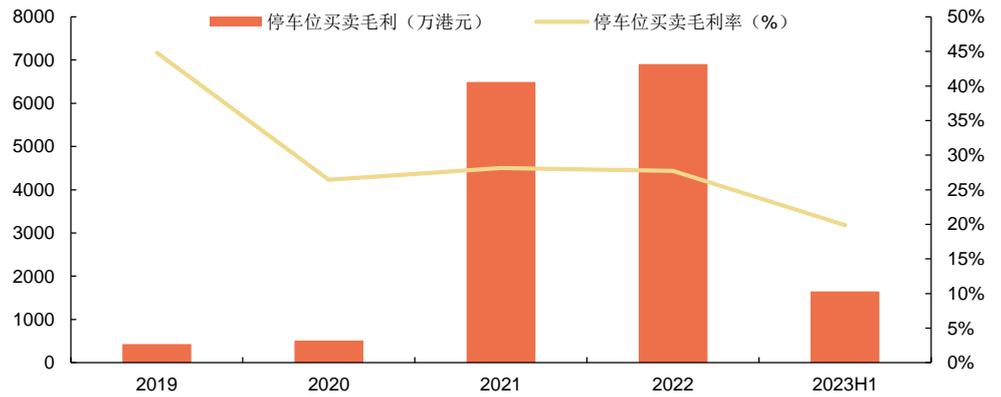


资料来源：公司 21-22 年年报，公司 23H1 中报，申港证券研究所

注：21 年之前公司未披露停车位买卖数量

停车位买卖服务毛利率随停车位买卖单位收入下降而下滑。23H1 公司停车位销售量和平均单价同时下降，为停车位买卖服务带来了双重压力，使得毛利率承压。

图29：中海物业停车位买卖服务毛利及毛利率



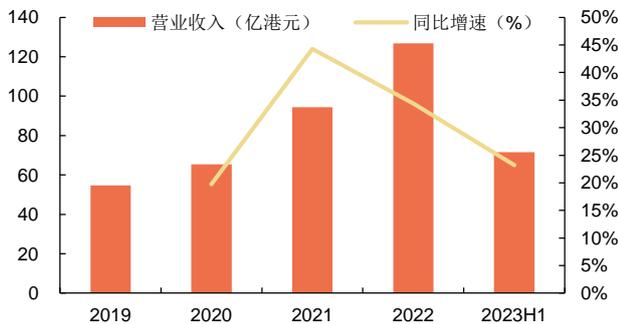
资料来源: 公司 20-22 年年报, 公司 23H1 中报, 申港证券研究所

4. 财务分析

4.1 营业收入稳定增长

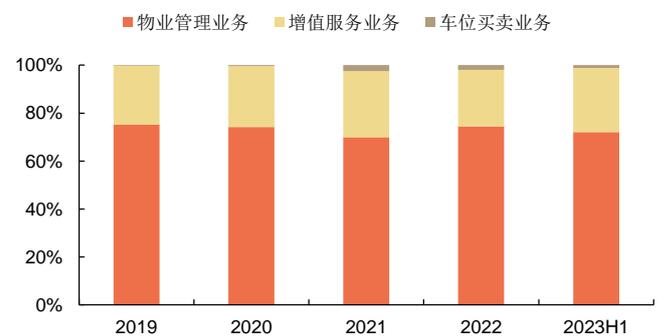
公司营业收入持续增长, 截止 23H1, 公司营业收入达 71.63 亿港元, 同比增速为 23.21%。若剔除人民币兑港元于过往十二个月平均贬值折算影响, 以人民币计价计算收益同比增速达 30.7%。近年, 集团积极主动进行市场规模拓展, 扩大经营规模, 不断深挖客户资源, 提升整体在管面积水平, 为收入的持续增长注入了恒久动力。此外, 21 年受第三方项目拓展加大影响, 营业收入增速亦较高。

图30: 中海物业近年营业收入及同比增速



资料来源: 公司 20-22 年年报, 公司 22H1-23H1 中报, 申港证券研究所

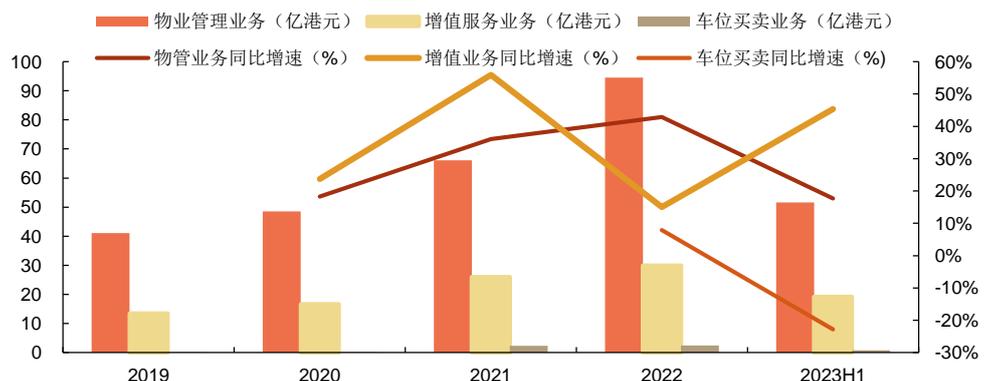
图31: 中海物业各分部业务收入占比 (按业务类型)



资料来源: 公司 20-22 年年报, 公司 23H1 中报, 申港证券研究所

◆ 分业务类型来看, 物业管理服务及增值服务业务收入均稳定增长, 为总收入的持续增长奠定基础, 但停车位买卖受到增量转为存量的影响收入有所下滑, 我们预计未来此部分收入仍将取决于其与关联方的合约情况。

图32: 中海物业各分部收入及同比增速 (按业务类型)

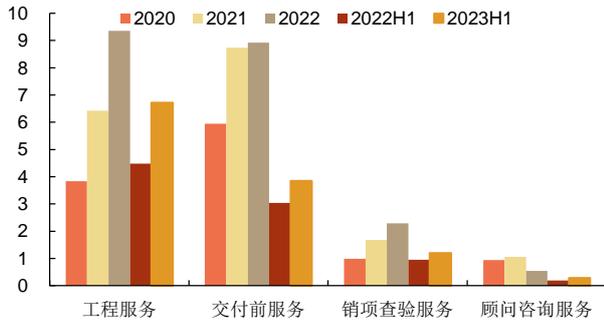


资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

注：20-21 年停车位买卖收入同比增速分别为：101.04%、1095.62%。

- ◆ **细分增值服务来看**，在非住户增值服务方面，除顾问咨询服务于 22 年有小幅下滑外，其余各项细分业务收入于 20-23H1 同比均保持增长。在住户增值服务方面，两项细分业务收入于 20-23H1 同比均保持增长，主要是得益于在客户对传统物业管理服务认可的基础上，公司致力于线上线下平台产品供应及营销渠道多元化，迅速拓展社区资产经营、居家生活服务以及商业服务运营分部业务。

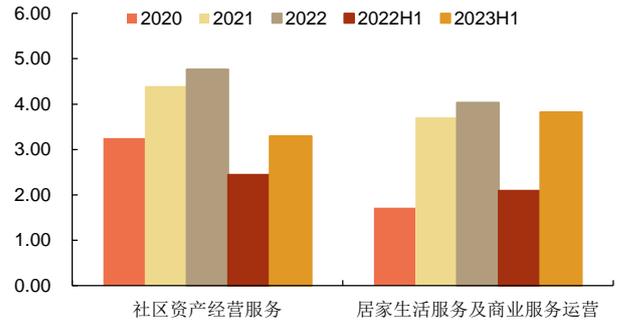
图33：非住户增值服务各细项收入（亿港元）



资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

注：19 年非住户增值服务各细项收入公司未披露。

图34：住户增值服务各细项收入（亿港元）



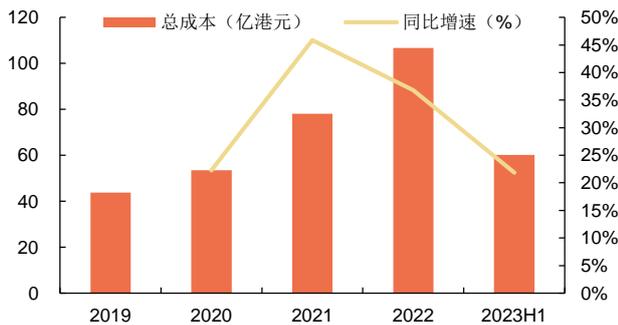
资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

注：19 年住户增值服务各细项收入公司未披露。

4.2 营业成本同比增速下降

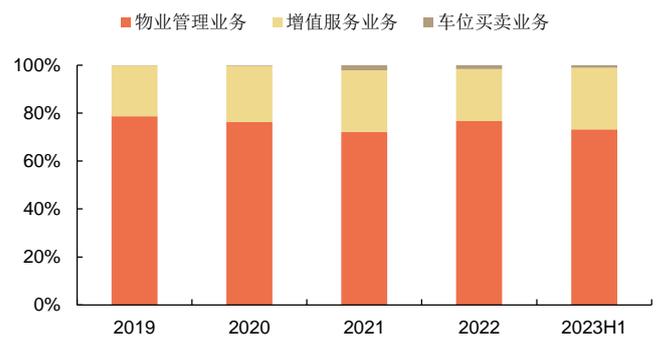
中海物业集团营业成本持续上行，但同比增速已有所下降。截至 23H1，公司营业成本为 60.16 亿港元，同比增长 21.85%，低于营收同比增速，主要受益于公司加大分包力度并优化人力资源结构，同时，22 年受到额外物资开支影响，而 23 年此项成本亦有所减少。

图35：中海物业近年总成本及同比增速



资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

图36：中海物业各分部业务成本占比（按业务类型）



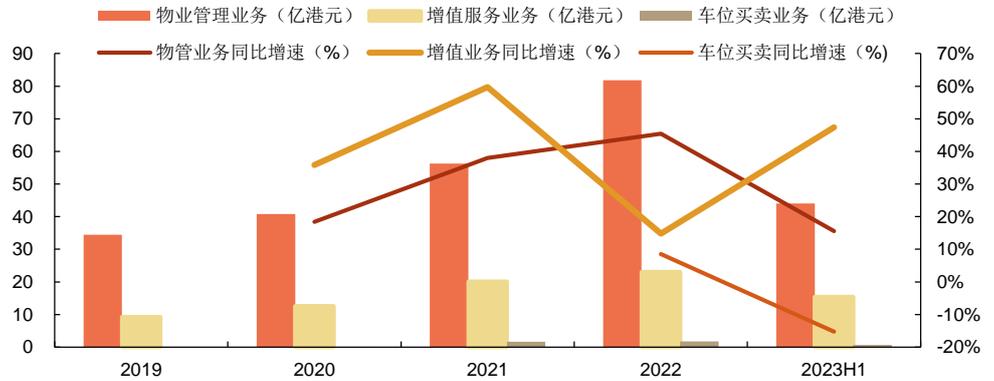
资料来源：公司 20-22 年年报，公司 23H1 中报，申港证券研究所

- ◆ **物业管理服务成本持续增长且增速不断加快，核心业务注入动力。**中海物业集团对基础业务的重视主要体现在物业管理服务的强劲市场拓展能力，深挖新型客户资源，拓展并实现非住业态的全新突破。自 19 年起，中海物业集团在管面积持续提升，由 19 年仅 1.5 亿平方米提升至 23 年中的 3.63 亿平方米，体现张力十足的业务扩张劲头。
- ◆ **增值服务成本不断扩大，着力于提升服务品质。**非住户增值服务方面，围绕建筑物时间线提供商家企业客户及业主的设备系统安装、维修保养服务、审阅建筑图则及绿化工程业务量有所增加；同时，智慧化建设业务以及交付前服务规

模都相对有所增长。住宅增值物业方面，随着在管面积的上升，资产经营招商广告、公区租赁协助、零售团购以及商业辅助服务规模都有所拓展，致使集团成本增加投入以提升增值服务品质。

- ◆ 停车位买卖服务成本随业务规模扩张相应增长。自 21 年集团的停车位买卖服务业务高速扩张后，该业务大类的经营成本自然随之大幅提升。

图37：中海物业近年各业务成本及同比增速（按业务类型）



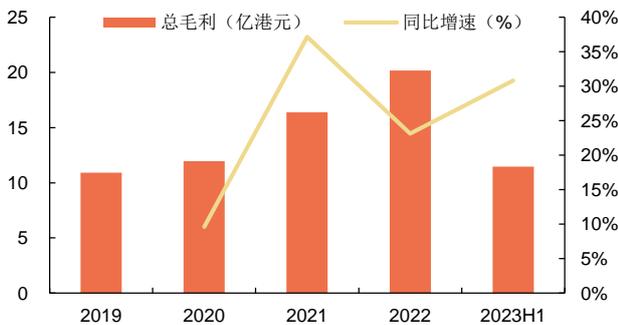
资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

注：20-21 年停车位买卖成本同比增速分别为：167.92%、1067.99%。

4.3 毛利逐年增长 毛利率出现拐点

随着公司业务规模的不断扩大，公司的毛利总量逐年上升，毛利率受业务结构影响承压，但于 23H1 出现拐点。截至 23H1，公司毛利为 11.47 亿港元，同比增长 30.84%，毛利率达 16.01%，较去年同期增长 0.93pct。

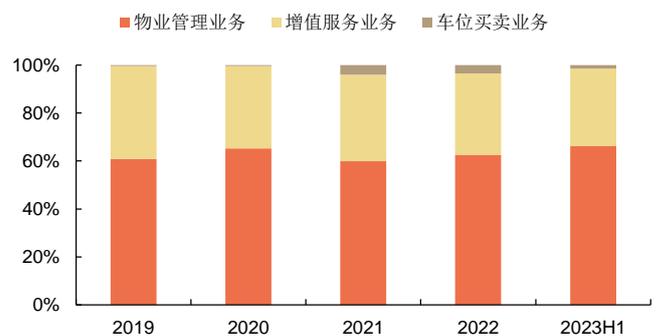
图38：中海物业总毛利及同比增速



资料来源：公司 20-22 年年报，公司 22H1-23H1 中报，申港证券研究所

注：此处 23H1 毛利同比增长 30.84% 为以港币计算，而图 8 中海物业 23H1 毛利同比增长达 41.01% 为以人民币（按照历史汇率）计算，考虑到大部分物企披露业绩原始货币为人民币，而公司披露业绩原始货币为港币，为尽量保持可比性，图 8 按照人民币进行横向比较，此处按照公司报表披露原始币种计算。

图39：中海物业各分部业务毛利占比（按业务类型）



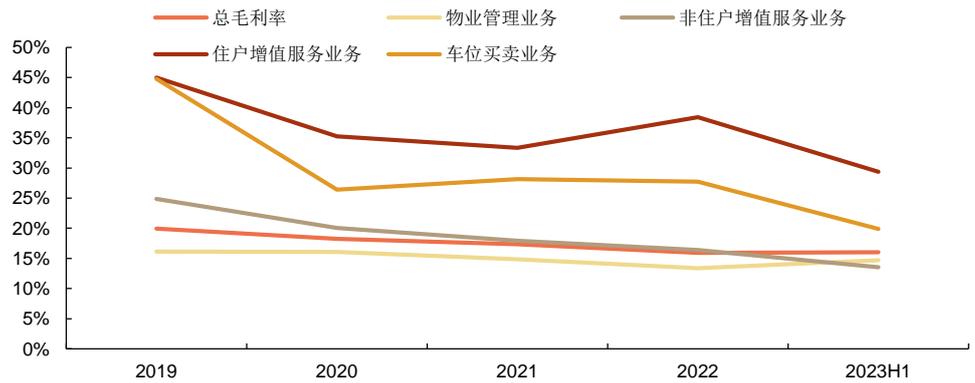
资料来源：公司 20-22 年年报，公司 23H1 中报，申港证券研究所

物业管理业务一直为公司毛利的基石，但其毛利率相对较低，而随着公司管理规模的扩大，基础业务占比自然先行提升，而后为住户增值服务的开展，且今年来地产链相关业务（非住户增值服务及停车位买卖服务）毛利率受行业影响承压下行，故公司整体毛利率有所下滑，但于 23H1 出现拐点。

- ◆ 物业管理业务毛利率于 23H1 出现拐点，反映了公司较强的基础业务盈利能力，在规模扩张的同时亦即使调整组织架构，通过外包等动作降低基础物管成本。

- ◆ **增值服务中住户增值服务毛利率较高**，为了不断提升服务品质，中海物业集团持续向非住及住宅增值业务注入动力，成本投入相较于收入的增幅更大，压缩了毛利率空间。非住户增值服务受地产行业下行影响，毛利率目前已低于物业管理业务，此部分受地产行业周期影响较大。
- ◆ **停车位买卖服务 20-22 年毛利率基本保持平稳，而在 23H1 跌落明显**。在出售车位量以及平均单价下降的双重压力下，23 年停车位买卖服务毛利率跌落，反映了集团在该业务的快速扩张已经达到了一定的程度，由增量业务转变为存量业务。

图40：中海物业各分部业务毛利率（%，按业务类型）

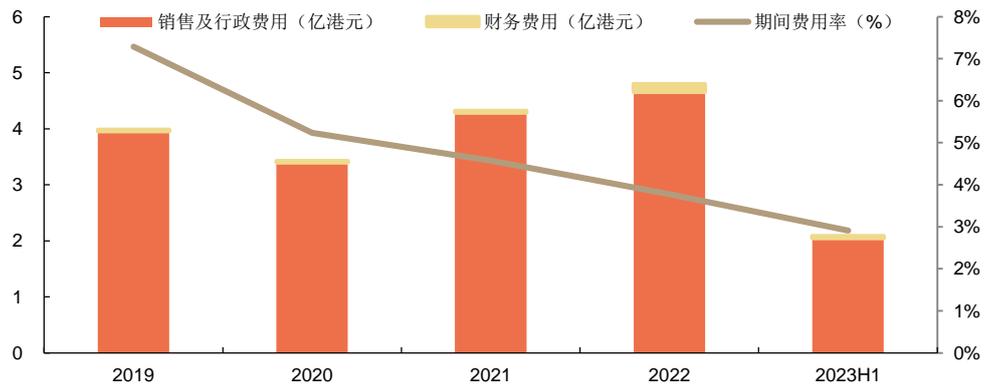


资料来源：公司 20-22 年年报，公司 23H1 中报，申港证券研究所

4.4 期间费用率稳健下行

公司期间费用率近四年稳健下行。伴随中海物业业务规模的扩张，期间费用并未有相对显著的提升，反映了集团较好的费用控制体系，主要为精简人力结构带来的集团管费减少。同时，稳健下行的期间费用率反映公司的管控能力持续提高，盈利空间有望继续扩大，能够为公司带来持续投资收益。

图41：中海物业近年销售及行政费用、财务费用以及期间费用率



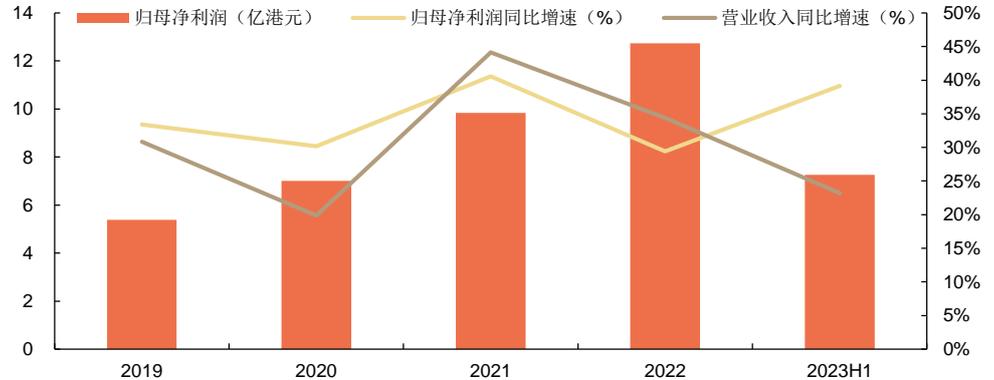
资料来源：wind，申港证券研究所

4.5 归母净利润增速超过营收增速

公司归母净利润同比增速于 23H1 表现亮眼。基于公司业务规模的持续扩张，归母净利润水平也随之提升，截至 23H1，公司归母净利润达 7.26 亿港元，同比增长 39.17%，增速显著高于营收同比增速。受益于中海地产今年获取了较多一线城市

地块，而未来此类高端项目交付有助于中海物业平均物管费提升，新项目物业利润空间一般较大，叠加公司在非住宅领域及科技赋能方面的布局，我们认为未来公司归母净利润有望持续提升。

图42：中海物业近年归母净利润、归母净利润同比增速及营收同比增速



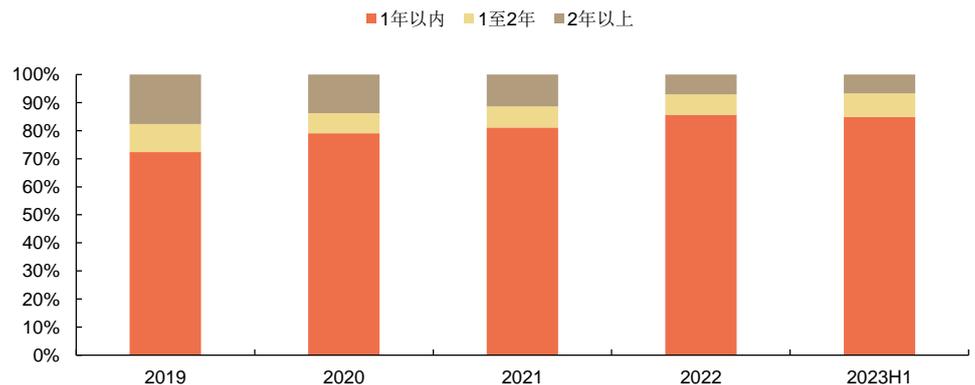
资料来源：wind，申港证券研究所

注：此处 23H1 归母净利润同比增长 39.17% 为以港币计算，而图 9 中海物业 23H1 归母净利润同比增长达 50.04% 为以人民币（按照历史汇率）计算，考虑到大部分物企披露业绩原始货币为人民币，而公司披露业绩原始货币为港币，为尽量保持可比性，图 9 按照人民币进行横向比较，此处按照公司报表披露原始币种计算。

4.6 应收账款管理能力较好

公司短期应收账款占比逐年提升，应收账款账龄结构持续优化。截至 23H1，公司应收账款总额为 29.33 亿港元，1 年以内应收账款为 24.9 亿港元，占比达 85%。19-22 年，1 年以内的应收账款占总应收账款的比例逐年递增，22 年的短期应收账款比例已提升至接近九成，相较于 19 年占比 72.31% 有着明显进步，反映出公司持续强化的应收账款收款和管理能力。

图43：中海物业近年应收账款账龄分析

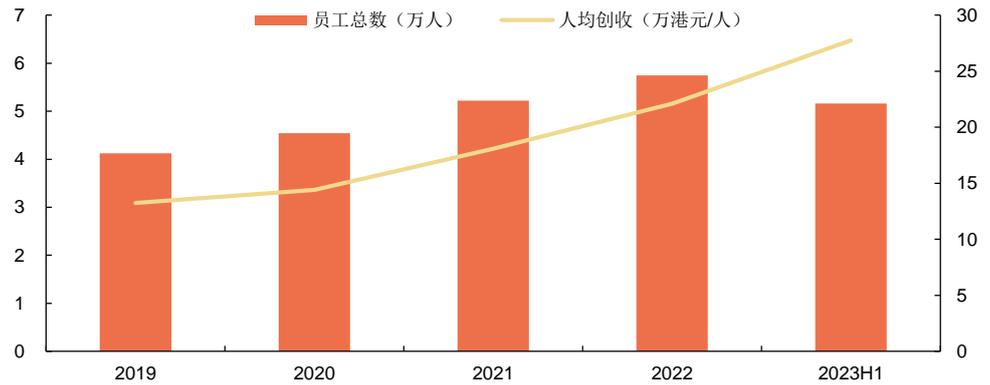


资料来源：公司 20-22 年年报，公司 23H1 中报，申港证券研究所

4.7 人均创收稳健上行

19-22 年公司在职工人数逐年递增，而人均创收保持稳健上行。致力于业务规模的扩张，公司在职人员人数逐年递增，以支撑快速拓展的物业管理服务与多元平衡的增值服务。同时，人均创收依旧保持更大规模的上行，并未因在职职工人数的增加而有所放缓，这反映公司业务规模扩张的成效以及集团过硬的经营管理能力。

图44：中海物业员工总数以及人均创收



资料来源：wind，申港证券研究所

注：人均创收计算方式为：人均创收=营业收入/员工总数，其中23H1使用预测营收数据计算。

5. 盈利预测

5.1 基本假设条件

基于下列主要假设条件，对公司主要业务收入、成本、毛利的预测如下：

公司的业务分为三部分：**物业管理服务、增值服务、停车位买卖服务**。我们在判断物业管理服务具体业务收入时，拆分包干制项目及酬金制项目，同时我们亦考虑中建及中国海外集团和独立第三方的项目面积占比。我们将增值业务拆分为非住户增值服务及住户增值服务。

由于公司披露业绩币种为港币，以下币种单位均为港币。

物业管理服务方面：

- ◆ 我们首先拆分中建及中国海外集团（下称“关联方”）和独立第三方的项目面积，在在关联方输送面积方面，根据关联方销售面积判断住宅增量，央企背景下由销售至交房基本有保障，我们前推两年看关联方的销售面积进而推算23-25年的新增面积；第三方拓展方面，我们根据其外拓同比增速进行判断，且结合我们前述克而瑞披露的中海物业的外拓业绩排名，预计未来约在30%-40%。
- ◆ **包干制项目方面**，根据以上逻辑判断出物业管理服务总面积后，我们根据包干制项目面积占总面积比例推算此部分面积，我们预计包干制项目单方收入随着新交付项目的进入而上升，23-25年分别三年为3、3.15、3.3元/月/平方米；管理的项目中外拓项目受进场项目工程改造及现场整改影响，单方成本略有上升，整体住宅单方成本分别2.63、2.74、2.85元/月/平方米。
- ◆ **酬金制项目方面**，考虑到目前大部分住宅仍为包干制项目，故公司承接关联方输送的项目及第三方拓展的住宅项目后，我们预计酬金制项目面积占比将逐步缩小，而酬金制项目收支一般为代收代付性质，仅酬金部分确认为营业收入，一般而言单方收入较为固定，预计23-25年单方收入为0.35元/月/平方米，而单方成本为0元/月/平方米。
- ◆ 预计23-25年收入为116.86、149.53、187.34亿元，对应毛利16.97、21.96、28.07亿元，毛利率14.52%、14.69%、14.98%，预计后续随着新交付项目的接管，尤其中海地产于23年在深圳、北京等较好地段拿地，能够带动毛利率的

回升。

增值服务方面：

- ◆ **非住户增值服务方面**，公司的非住户增值服务主要为地产关联业务，且大部分来源于关联方，考虑到今年中海地产的拿地强度及拿地金额较高，我们判断公司此部分的业务增速于 23-25 年分别将达到 40%、35%及 30%。但是由于此部分业务受到地产行业普遍资金紧张的情况影响，毛利率预计将有所下降，预计 23-25 年分别为 14%、13.5%、13%。
- ◆ **住户增值服务方面**，公司服务的项目基本为一二线城市中高端项目，未来随着业主对房屋资产保值增值意识的提高，及对便利服务、美好生活需求的加大，我们判断此项业务的单方收入亦会逐步提高，预计 23-25 年单方收入为 3.9、4、4.1 元/年/平方米，但考虑到目前整个物业行业对于住户增值服务这项业务仍在探索阶段，并未形成完整成熟的运营体系，我们判断此部分业务的单方成本依旧会提高，预计 23-25 年单方收入为 2.7、2.8、2.9 元/年/平方米。
- ◆ 预计 23-25 年收入为 44.61、58.16、73.82 亿元，对应毛利 8.77、10.86、13.17 亿元，毛利率 19.66%、18.68%、17.84%，由于增值服务目前主要仍以非住户增值服务业务为主，故受地产影响较大，毛利率亦有所降低。

停车位买卖服务方面：

- ◆ 公司的停车位买卖服务业务与地产销售关系紧密，鉴于目前房地产仍处于承压下行阶段，且未来随着房地产行业的转型，我们判断此业务的单位收入及单位成本亦有所降低，预计 23-25 年单位收入为 9.2、9、8.8 万元/个，预计 23-25 年单位成本为 7.3、7.2、7.1 万元/个。
- ◆ 但由于公司关联方拿地仍然较强，我们预计停车位销售数量将不会有较大减少，参考关联方拿地及销售情况，每年将在 1900-2090 个左右，预计 23-25 年毛利率为 20.7%、20%、19.3%，车位去化一般较为困难，毛利率亦承压下行。

表5：公司业务拆分与盈利预测

百万港元，%	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	5465.5	6544.8	9442.0	12689.0	16321.3	20948.4	26300.1
同比增速		19.7%	44.3%	34.4%	28.6%	28.3%	25.5%
物业管理服务收入	4107.7	4857.4	6610.9	9448.5	11685.5	14952.8	18733.7
同比增速		18.3%	36.1%	42.9%	23.7%	28.0%	25.3%
其中：包干制收入	3836.6	4575.7	6306.9	9149.7	11393.7	14665.2	18441.4
同比增速		19.3%	37.8%	45.1%	24.5%	28.7%	25.7%
其中：酬金制收入	271.1	281.7	304.0	298.8	291.8	287.6	292.3
同比增速		3.9%	7.9%	-1.7%	-2.4%	-1.5%	1.6%
增值服务收入	1348.2	1668.1	2600.4	2991.4	4461.1	5816.1	7382.1
同比增速		23.7%	55.9%	15.0%	49.1%	30.4%	26.9%
其中：非住户增值服务收入	917.1	1171.6	1789.4	2111.3	2955.8	3990.3	5187.4
同比增速		27.8%	52.7%	18.0%	40.0%	35.0%	30.0%
其中：住户增值服务收入	431.1	496.5	811.0	880.1	1505.3	1825.7	2194.6
同比增速		15.2%	63.3%	8.5%	71.0%	21.3%	20.2%
停车位买卖收入	9.6	19.3	230.8	249.1	174.8	179.6	184.3
同比增速		101.0%	1095.6%	7.9%	-29.8%	2.7%	2.7%
总成本	4375.1	5349.7	7802.3	10670.1	13711.2	17629.7	22140.8

同比增速		22.3%	45.8%	36.8%	28.5%	28.6%	25.6%
物业管理服务成本	3443.6	4077.3	5627.3	8183.7	9988.5	12756.4	15926.7
同比增速		18.4%	38.0%	45.4%	22.1%	27.7%	24.9%
其中：包干制成本	3445.3	4076.9	5627.3	8183.7	9988.5	12756.4	15926.7
同比增速		18.3%	38.0%	45.4%	22.1%	27.7%	24.9%
其中：酬金制成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
同比增速		/	/	/	/	/	/
增值服务成本	926.2	1258.2	2009.2	2306.4	3584.1	4729.6	6065.4
同比增速		35.8%	59.7%	14.8%	55.4%	32.0%	28.2%
其中：非住户增值服务成本	689.0	936.5	1468.6	1764.6	2542.0	3451.6	4513.1
同比增速		35.9%	56.8%	20.2%	44.1%	35.8%	30.8%
其中：住户增值服务成本	237.2	321.7	540.6	541.8	1042.1	1278.0	1552.3
同比增速		35.6%	68.1%	0.2%	92.3%	22.6%	21.5%
停车位买卖成本	5.3	14.2	165.9	180.0	138.7	143.6	148.7
同比增速		167.9%	1068.0%	8.5%	-22.9%	3.6%	3.5%
总毛利	1090.4	1195.1	1639.7	2018.9	2610.1	3318.7	4159.3
同比增速		9.6%	37.2%	23.1%	29.3%	27.1%	25.3%
总毛利率	20.0%	18.3%	17.4%	15.9%	16.0%	15.8%	15.8%
物业管理服务毛利率	16.1%	16.1%	14.9%	13.4%	14.5%	14.7%	15.0%
其中：包干制毛利率	24.9%	20.1%	17.9%	16.4%	14.0%	13.5%	13.0%
其中：酬金制毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增值服务毛利率	31.3%	24.6%	22.7%	22.9%	19.7%	18.7%	17.8%
其中：非住户增值服务毛利率	24.9%	20.1%	17.9%	16.4%	14.0%	13.5%	13.0%
其中：住户增值服务毛利率	45.0%	35.2%	33.3%	38.4%	30.8%	30.0%	29.3%
停车位买卖毛利率	44.8%	26.4%	28.1%	27.7%	20.7%	20.0%	19.3%

资料来源：公司20-22年年报，公司22H1-23H1中报，申港证券研究所

5.2 盈利预测

我们持续看好中海物业的业绩发展，我们预测公司 2023-2025 年实现营业收入 163.21/209.48/263 亿港元，同比增长 28.6%/28.3%/25.5%；实现归母净利润 16.8/21.55/27.28 亿港元，同比增长 31.9%/28.3%/26.6%；预期 EPS 分别为 0.51/0.66/0.83 港元。

5.3 估值及投资建议

我们选取了 5 家港股国央企及混合所有制物业公司，其平均 PE (23E) 为 14.74 倍，中海物业作为物管行业第一梯队公司，叠加其强大的央企背景，公司内生稳定、外拓排名亦较高，是目前市场上基本面确定、业绩符合预期甚至有较大希望超预期，PEG 仍有性价比的物管标的，我们认为目前公司估值处于具备投资性价比的区间，同时考虑到物业行业整体估值仍处于历史低位，我们给予公司 2023 年 17-18 倍 PE 估值，对应股价在 8.69 和 9.2 港元之间，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比公司估值比较

股票代码	可比公司	总市值 (亿港元)	PE (TTM)	PE (23E)	PE (24E)	PB
1209.HK	华润万象生活	665.35	23.77	21.85	17.39	4.16
2602.HK	万物云	281.65	15.89	13.30	10.69	1.53
6049.HK	保利物业	165.72	12.24	11.06	9.04	1.92
2869.HK	绿城服务	104.08	15.43	13.53	11.00	1.31

股票代码	可比公司	总市值 (亿港元)	PE (TTM)	PE (23E)	PE (24E)	PB
2156.HK	建发物业	50.87	16.24	13.96	10.55	3.65
	平均值	253.53	16.71	14.74	11.74	2.51

资料来源: wind 一致预测, 截至 2023/11/14, 申港证券研究所

6. 风险提示

盈利预测中假设偏离真实情况的风险, 我们对公司业绩的预测主要基于公司各项业务的单方收入、单方成本、业务增速等三个维度, 公司的实际经营在上述方面可能不及我们的假设条件, 因此盈利预测与公司未来的业绩可能出现一定偏差, 对于 2023 年业绩:

- ◆ 若公司包干制物业管理单方收入较假设下降 1pct, 则归母净利润减少 83.6 百万港元 (较假设-4.98%), 若公司包干制物业管理单方成本较假设上升 1pct, 则归母净利润减少 75.8 百万港元 (较假设-4.51%)。
- ◆ 若公司非住户增值服务收入增速较假设下降 10pct, 则归母净利润减少 17.1 百万港元 (较假设-1.02%); 若公司住户增值服务单方收入较假设下降 1pct, 则归母净利润减少 11 百万港元 (较假设-0.66%), 若公司住户增值服务单方成本较假设上升 1pct, 则归母净利润减少 7.9 百万港元 (较假设-0.74%)。

并购整合不及预期及商誉减值风险, 10 月 11 日, 中海物业发布建议收购服务公司的关联交易公告, 以代价不超过 9.5 亿港元向姊妹公司中国建筑兴业的全资附属公司力进企业有限公司收购 Project Supervision Limited 的唯一已发行股份, 根据收购协议, 力进企业及中国建筑兴业将对本次交易的目标集团做出业绩担保, 保证其截至今年末的未经审核综合除税后纯利将不少于 5000 万港元, 若以业绩保证的 5000 万港元作为计算, 本次交易定价的 PE 倍数达 19, 而 9.5 亿港元的交易定价, 也是目标集团综合资产净值 2.8 倍。我们认为中海物业本次关联交易的定价较高, 若后续并购整合不及预期, 或监理业务受房地产行业下行影响较大, 则我们判断有可能发生商誉减值。

外拓不及预期、项目无法续签风险, 公司目前外拓包含较多的非住宅业态项目, 此类项目一般合同期限较短, 若届时无法续签, 外拓亦无法达到市场化平均水平, 则有可能导致管理规模下降, 收入承压。

成本持续上行、降本增效不及预期风险, 公司目前毛利率较同行业处于低位, 若后期无法实现管理效率的提升, 则面对持续上升的刚性成本, 可能导致盈利能力承压。

表7: 公司盈利预测表

利润表	单位: 百万港元					资产负债表	单位: 百万港元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9442	12689	16321	20948	26300	流动资产合计	7733	9527	15077	18084	21678
营业成本	7800	10669	13711	17630	22141	货币资金	3298	2748	5829	6702	7441
销售及行政费用	429	466	539	623	704	应收账款及票据	1789	2724	3298	4365	5397
财务费用	-66	-60	-63	-62	-62	其他应收款	725	1142	1469	1885	2366
资产减值损失	0	0	-1	-4	-6	预付款项	116	171	212	273	342
公允价值变动收益	-2	-3	-2	-3	-3	存货	935	971	971	971	971
投资净收益	2	5	3	4	4	其他流动资产	0	0	0	0	0
营业利润	1248	1587	2134	2755	3513	非流动资产合计	586	594	715	768	829
非经常性损益净额	70	91	81	86	83	固定资产	111	114	120	124	127
利润总额	1318	1678	2215	2841	3596	商誉及无形资产	132	192	191	191	190
所得税	331	398	525	673	852	其他非流动资产	162	63	181	232	291
净利润	987	1281	1690	2168	2744	资产总计	8320	10121	15792	18853	22506
少数股东损益	3	8	10	13	16	流动负债合计	5216	6357	7101	8496	10073
归属母公司净利润	984	1273	1680	2155	2728	短期借款	0	68	0	0	168
EBITDA	1329	1733	2088	2713	3471	应付账款及应付票据	785	1585	1708	2196	2758
EPS (港元)	0.30	0.39	0.51	0.66	0.83	合同负债	0	0	0	0	0
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应交税费	273	331	402	488	593
						非流动负债合计	51	102	55	99	118
成长能力						长期借款	0	0	0	0	0
营业收入增长	44.1%	34.4%	28.6%	28.3%	25.5%	其他非流动负债	51	102	109	126	158
营业利润增长	45.1%	27.2%	34.5%	29.1%	27.5%	负债合计	5267	6458	7156	8595	10191
归属于母公司净利润增长	40.6%	29.4%	31.9%	28.3%	26.6%	少数股东权益	52	52	62	74	90
获利能力						实收资本 (或股本)	3287	3287	3287	3287	3287
毛利率 (%)	17.4%	15.9%	16.0%	15.8%	15.8%	留存收益	2669	3534	5214	6822	8864
净利率 (%)	10.4%	10.1%	10.4%	10.3%	10.4%	归属母公司股东权益合计	3000	3611	8575	10183	12225
总资产净利润 (%)	11.8%	12.6%	10.6%	11.4%	12.1%	负债和所有者权益	8320	10121	15792	18853	22506
ROE (%)	32.8%	35.3%	19.6%	21.2%	22.3%						
偿债能力											
资产负债率 (%)	63.3%	63.8%	45.3%	45.6%	45.3%	现金流量表	单位: 百万港元				
流动比率	1.48	1.50	2.12	2.13	2.15		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.30	1.35	1.99	2.01	2.06	经营活动现金流	1220	1211	-68	1408	1236
营运能力						净利润	987	1281	1690	2168	2744
总资产周转率	1.30	1.38	1.26	1.21	1.27	折旧摊销	15	16	17	19	21
应收账款周转率	7.3	5.6	5.4	5.5	5.4	财务费用	-66	-60	-63	-62	-62
应付账款周转率	13	9	8	9	9	应收账款及票据减少	-984	-934	-575	-1067	-1032
每股指标 (港元)						合同负债增加	0	0	0	0	0
每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.39	0.51	0.66	0.83	投资活动现金流	156	-1200	-137	-67	-74
每股净现金流 (最新摊薄)	0.36	-0.10	0.94	0.27	0.22	公允价值变动收益	-2	-3	-2	-3	-3
每股净资产 (最新摊薄)	0.91	1.10	2.61	3.10	3.72	投资收益	2	5	3	4	4
估值比率						筹资活动现金流	-192	-325	3286	-468	-423
P/E	20.16	15.58	11.81	9.20	7.27	长期借款增加	0	0	0	0	0
P/B	6.61	5.49	2.31	1.95	1.62	普通股增加	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	12.45	9.90	6.71	4.84	3.62	现金净增加额	1184	-314	3081	873	739

资料来源: wind, 申港证券研究所

注: 历史数据中股本数已按当期情况调整, 以确保估值指标的可比性。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

(基准指数说明:A 股市场基准为沪深 300 指数;香港市场基准为恒生指数;国市场基准为标普 500 指数或的斯达克指教。)

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

(基准指数说明:A 股市场基准为沪深 300 指数;香港市场基准为恒生指数;国市场基准为标普 500 指数或的斯达克指教。)