

中海物业(2669.HK)

央企物管标杆，内外兼修稳步前行

推荐（首次）

股价：5.25 港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.copl.com.hk
大股东/持股	中国海外集团有限公司/61.18%
实际控制人	中国建筑集团有限公司
总股本(百万股)	3286.86
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	3286.86
总市值(亿元)	156.96
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(元)	1.25
资产负债率(%)	60.63

行情走势图



证券分析师

杨侃	投资咨询资格编号 S1060514080002 BQV514 YANGKAN034@pingan.com.cn
郑茜文	投资咨询资格编号 S1060520090003 ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



平安观点：

- 央企物管龙头，规模稳健扩张：**中海物业隶属中国建筑集团有限公司旗下中国海外集团，最早于 1986 年在中国香港开展物业服务，1991 年进入内地市场，2015 年 10 月在香港联交所主板上市，为中国领先物业管理公司之一。公司主要开展物业管理服务、非住户增值服务、住户增值服务、停车位买卖四项业务，2023 年收入贡献 72.1%、16.4%、9.9%、1.5%，毛利润贡献 68%、13.5%、16.3%、2.1%。收入利润稳健增长，2015-2023 年营业收入、归母净利润复合增速 25.4%、38.7%，2023 年分别达 130.5 亿元、13.4 亿元；管理规模逐年攀升，2023 年在管面积升至 4 亿平米，处主流物企靠前水平。
- 内生强劲外拓发力，品质优先轻装简行：**公司股东方中建及中海集团财务稳健、实力雄厚，提供平稳运行环境，多维度支持公司业务开展，包括积极销售持续交付，土储充足支撑发展，基于丰富房建、基建业务协助项目获取等。中建及中海集团房地产布局偏向核心城市，对物业费收缴、增值服务开展亦有望形成正面影响。此外，公司市场化拓展持续发力，全业态服务能力增强，2023 年新增外拓合约面积 1.1 亿平米，新增外拓合同额 40 亿元，处主流物企领先水平。2023 年末第三方在管面积占比升至 40.5%、非住宅在管面积占比升至 30.1%。2023 年公司整体满意度 90 分以上，保持行业标杆水平；公司严控收并购质量，以集团内资源整合为主，融合效果良好。
- 费用管控优势明显，现金流呈现改善：**公司 2023 年综合毛利率 15.9%，趋于稳定；销管费用率 3%，维持主流物企较低水平。后续随着规模化、数字化持续深入、精准用工提升人力资源配置效率，成本费用仍存优化空间。2023 年经营性净现金流持续改善，年末现金及银行结余 51.3 亿元，同比增长 24.3%。
- 投资建议：**公司作为央企物管领先者，关联方财务稳健实力雄厚，公司

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11248	13051	15396	18129	21055
YOY(%)	45.9	16.0	18.0	17.8	16.1
净利润(百万元)	1129	1343	1559	1802	2079
YOY(%)	40.5	19.0	16.1	15.6	15.4
毛利率(%)	15.9	15.9	15.6	15.4	15.4
净利率(%)	10.1	10.4	10.2	10.0	9.9
ROE(%)	35.3	32.6	29.7	27.4	25.7
EPS(元)	0.34	0.41	0.47	0.55	0.63
P/E(倍)	13.9	11.7	10.1	8.7	7.5
P/B(倍)	4.9	3.8	3.0	2.4	1.9

自身品质优先外拓强势，费用管控优势明显，经营业绩持续向好，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47 元、0.55 元、0.63 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1 倍、8.7 倍、7.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：1) 市场化拓展不及预期风险：存量时代下物企发力市场化拓展为必然趋势，过度竞争可能导致公司项目获取不足，外拓项目盈利能力承压风险；2) 增值服务发展不及预期风险：若宏观经济修复进程低于预期，增值服务需求释放相对有限，可能导致增值服务发展不及预期风险；3) 盈利能力稳定性不及预期风险：由于人工成本刚性上升，市场化拓展竞争加剧，可能导致公司单盘盈利承压，整体盈利能力稳定性低于预期风险。

正文目录

一、 央企物管龙头，规模稳健扩张	6
1.1 起源香港辐射全国，股东方实力雄厚	6
1.2 多元业态布局，基础物管为主	8
1.3 规模稳健增长，排名居于前列	11
二、 内生强劲外拓发力，品质优先轻装简行	12
2.1 关联方护航前行，全方位提供支撑.....	12
2.2 外拓持续发力，蕴藏发展潜能	15
2.3 注重服务品质，严控并购质量	17
三、 费用管控优势明显，现金流呈现改善	19
四、 盈利预测与投资建议	21
五、 风险提示	22

图表目录

图表 1 中海物业发展历程.....	6
图表 2 中海物业股权架构（截至 2023 年末）.....	7
图表 3 中国建筑为具有全球竞争力的世界一流企业.....	7
图表 4 中国建筑收入逐年增长.....	8
图表 5 中国建筑收入构成.....	8
图表 6 中海物业业务布局.....	8
图表 7 中海物业收入构成.....	9
图表 8 中海物业毛利润构成.....	9
图表 9 中海物业住户增值服务收入构成.....	9
图表 10 优你互联社区增值业务生态链.....	10
图表 11 中海物业非住户增值服务收入构成.....	10
图表 12 兴海物联发展历程.....	10
图表 13 海博工程“一线五链”发展战略.....	11
图表 14 中海物业历年营收及增速.....	11
图表 15 中海物业历年归母净利润及增速.....	11
图表 16 中海物业在管面积逐年增长.....	12
图表 17 中海物业在管面积位居主流物企前列.....	12
图表 18 中海物业新增在管面积中中建及中海集团贡献规模及比例.....	12
图表 19 中建及中海集团地产销售金额.....	13
图表 20 中建及中海集团地产销售面积.....	13
图表 21 主流房企可售货值对比.....	13
图表 22 中建及中海集团总土储变化.....	13
图表 23 中海物业 2020 年新增外拓合约面积项目来源.....	14
图表 24 中海物业 2021 年新增外拓合约面积项目来源.....	14
图表 25 中国建筑经营性净现金流持续为正.....	14
图表 26 中国海外发展三条红线保持绿档.....	15
图表 27 中国海外宏洋集团三条红线保持绿档.....	15
图表 28 中海物业存量在管面积中独立第三方占比提升.....	15
图表 29 中海物业新增在管面积中独立第三方占比较高.....	15
图表 30 中海物业新增外拓合约面积逐年增加.....	16
图表 31 主流物企新增外拓合同额对比.....	16
图表 32 中海物业新增外拓合约面积业态构成.....	16
图表 33 中海物业新增外拓合约面积来源.....	16
图表 34 中海物业部分外拓项目.....	17
图表 35 中海物业四大服务子品牌.....	17

图表 36 中海物业分地区收入构成	18
图表 37 中海物业客户满意度及收缴率	18
图表 38 中海物业上市以来仅进行集团内部项目收购	18
图表 39 中海物业商誉及无形资产处主流物企中下水平	19
图表 40 中海物业综合毛利率趋于稳定	19
图表 41 主流物企毛利率对比	19
图表 42 中海物业销管费用率处主流物企低位	20
图表 43 主流物企 ROE 对比	20
图表 44 主流物企 2023 年杜邦分析	20
图表 45 中海物业现金及现金等价物持续增长	20
图表 46 中海物业经营性净现金流改善	20
图表 47 中海物业派息比例维持 30%左右	21
图表 48 主流物企股息率情况	21
图表 49 公司盈利预测	21
图表 50 可比公司估值	22

一、央企物管龙头，规模稳健扩张

1.1 起源香港辐射全国，股东方实力雄厚

中海物业为中国领先物业管理公司之一，最早于 1986 年在中国香港开展物业服务，1991 年进入中国内地市场，2005 年推出“中海·深蓝”高端物业管理品牌，2006 年成功跨出国门，与越南胡志明市城市建设级开发商达成合作；2015 年 10 月在香港联交所主板上市，2021 年入选恒生物业服务及管理指数。作为中高端物业服务供应商，中海物业拥有近 40 年不动产与客户全生命周期管理服务经验，业务遍及港澳及内地 154 个主要城市，位列物业服务百强企业 TOP10，第三方调查客户满意度保持行业标杆水平。

图表 1 中海物业发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

中海物业隶属中国建筑集团有限公司旗下中国海外集团，2023 年末中国海外集团通过直接及间接方式合计持有公司 61.18% 股权。

图表 2 中海物业股权架构 (截至 2023 年末)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

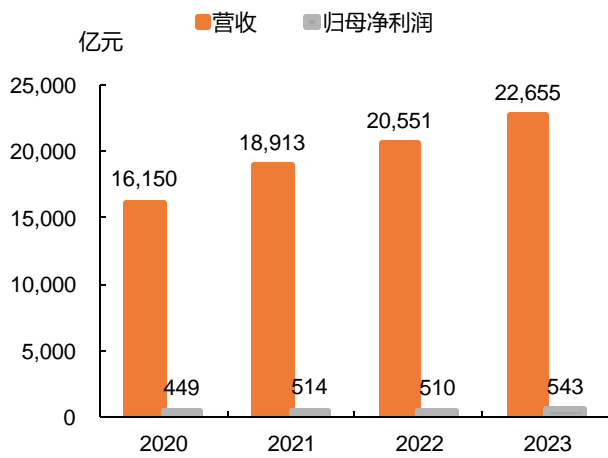
中国建筑集团有限公司正式组建于 1982 年，为中国专业化发展最久、市场化经营最早、一体化程度最高、全球规模最大的投资建设集团之一；主要以上市企业中国建筑股份有限公司为平台开展经营管理活动，拥有上市公司 8 家，二级控股子公司 100 余家。中国建筑经营业绩遍布国内及海外一百多个国家和地区，业务布局涵盖投资开发（地产开发、建造融资、持有运营）、工程建设（房屋建筑、基础设施建设）、勘察设计、新业务（绿色建造、节能环保、电子商务）等板块；2023 年营收 2.3 万亿元、归母净利润 543 亿元，位列 2023 年《财富》世界 500 强第 13 位、中国 500 强榜单第 4 位，稳居 ENR “全球最大 250 家工程承包商”第 1 位。

图表 3 中国建筑为具有全球竞争力的世界一流企业



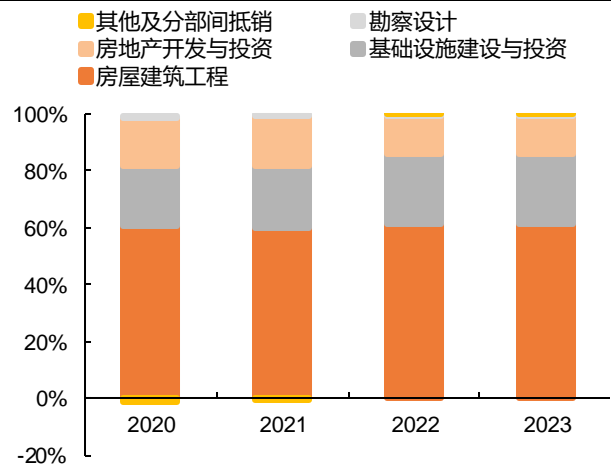
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 中国建筑收入逐年增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 中国建筑收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 多元业态布局，基础物管为主

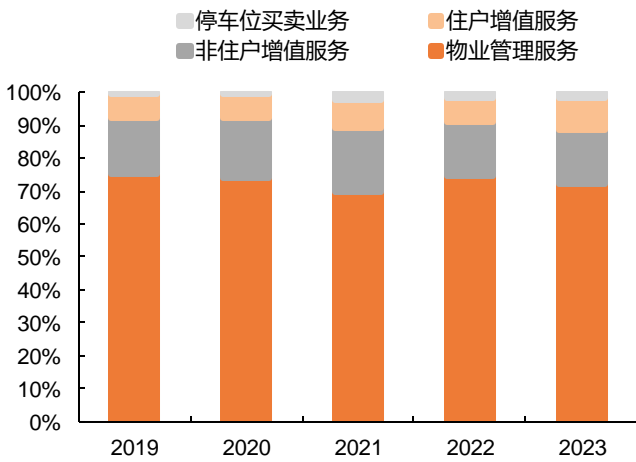
中海物业主要开展物业管理服务、住户增值服务、非住户增值服务、停车位买卖四项业务。2023 年物业管理服务、非住户增值服务、住户增值服务、停车位买卖业务收入占比分别为 72.1%、16.4%、9.9%、1.5%，毛利润占比分别为 68%、13.5%、16.3%、2.1%，整体呈现基础物管精耕、增值服务聚焦态势。

图表 6 中海物业业务布局

业务板块	主要内容
物业管理服务	为住宅小区（包括综合用途物业）、商用物业、政府物业及建筑工地等提供物业管理服务，如保安、维修及保养、清洁及绿化等
住户增值服务	提供社区资产经营（如租赁协助、房产交易代理、托管、公共空间租赁协助及自有产权房产租赁）、居家生活服务（以满足物业住户各方面生活需求）及商业服务运营（以满足商务用户需求）
非住户增值服务	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（如发展中物业卖场中示范单位的保安、清洁以及维修保养服务）、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
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，从事停车位买卖

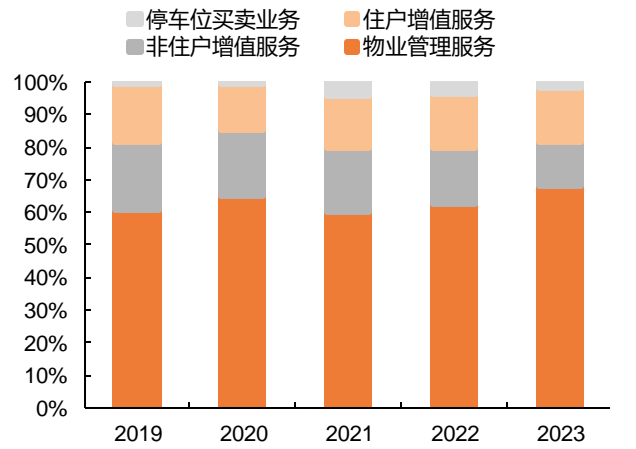
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表 7 中海物业收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

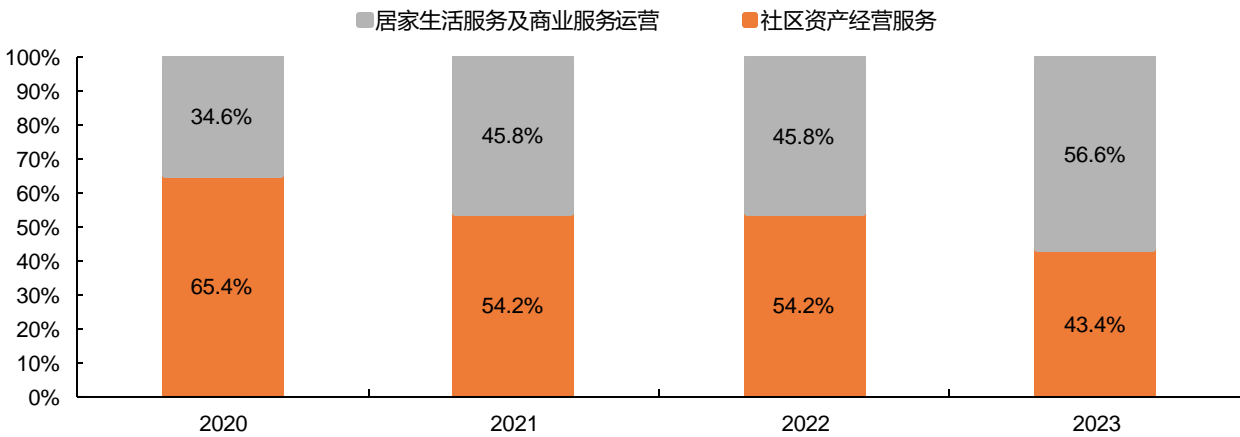
图表 8 中海物业毛利润构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

住户增值服务方面，2023 年社区资产经营服务、居家生活服务及商业服务运营收入占住户增值服务收入比重分别为 43.4%、56.6%。其中优你互联作为中海物业旗下社区增值专业子公司，围绕中海社区全场景服务需求，通过社区空间运营、不动产增值服务、社区生活服务三大运营模式，为数百万家庭提供不动产和客户全生命周期多元化服务，2016 年蹒跚起步，至 2023 年已实现百花齐放。

图表 9 中海物业住户增值服务收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

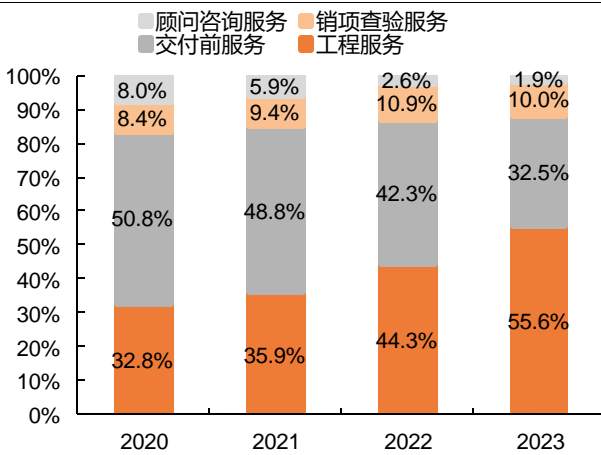
图表 10 优你互联社区增值业务生态链



资料来源：公司公告，平安证券研究所

非住户增值服务方面，主要包含工程服务、交付前服务、销项查验服务、顾问咨询服务四项业务，2023 年收入贡献分别为 55.6%、32.5%、10.0%、1.9%。工程服务主要在“海博工程”和“兴海物联”两大平台开展，海博工程作为中海物业旗下工程服务子品牌，以建筑物为核心，围绕城市建设及居民生活空间领域，参与项目建设全生命周期；兴海物联以星启中台为基础，构建中海物业科技力，与华为、腾讯等企业合作建设智慧园区行业平台，在智慧园区、智慧物业、智能家居等领域走在国内同行业前列。工程服务业务发展对地产开发依赖度较低，其收入占比提升，有望一定程度对冲房地产波动对非住户增值服务带来的负面影响。

图表 11 中海物业非住户增值服务收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 12 兴海物联发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 13 海博工程“一线五链”发展战略

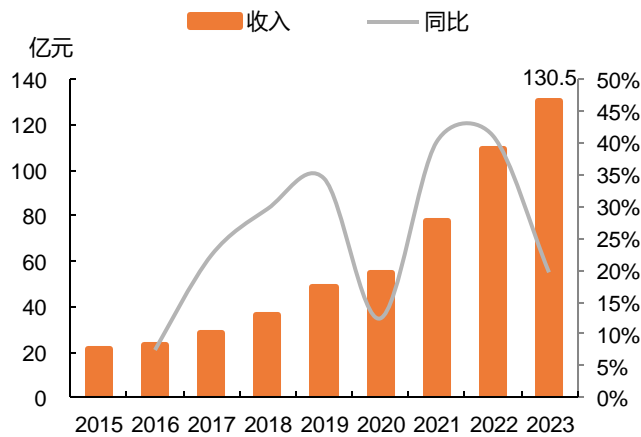


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 规模稳健增长，排名居于前列

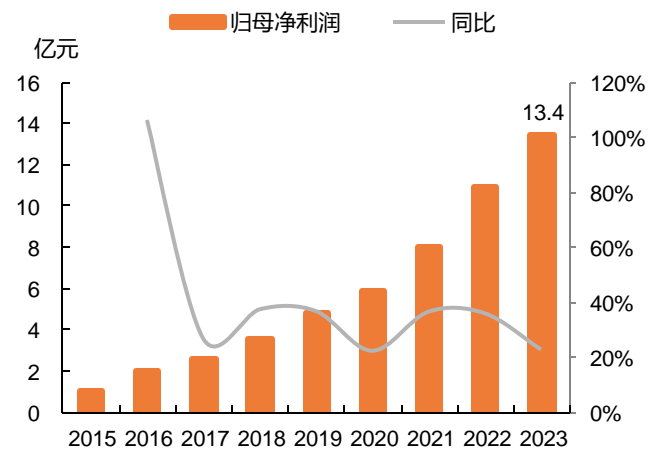
中海物业收入利润稳健增长，2023年营业收入达130.5亿元、归母净利润达13.4亿元，2015-2023年复合增速分别为25.4%、38.7%。公司管理规模逐年攀升，2023年在管面积升至4亿平米，位居主流物企靠前水平。

图表 14 中海物业历年营收及增速



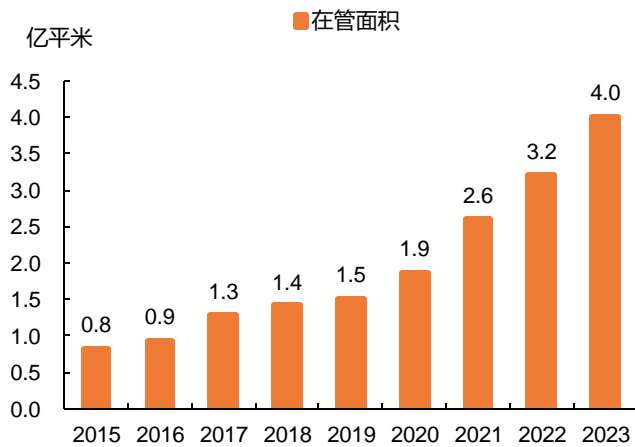
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 15 中海物业历年归母净利润及增速



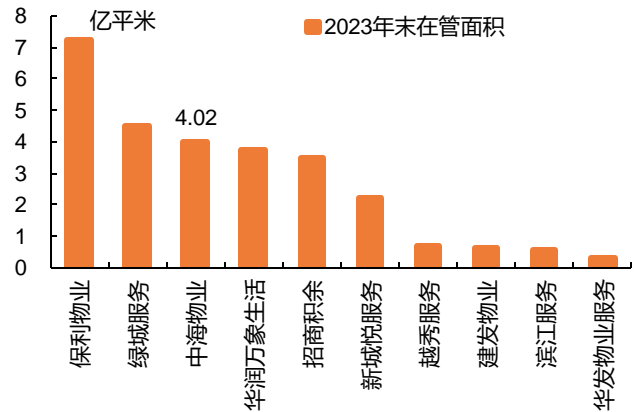
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 16 中海物业在管面积逐年增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 17 中海物业在管面积位居主流物企前列



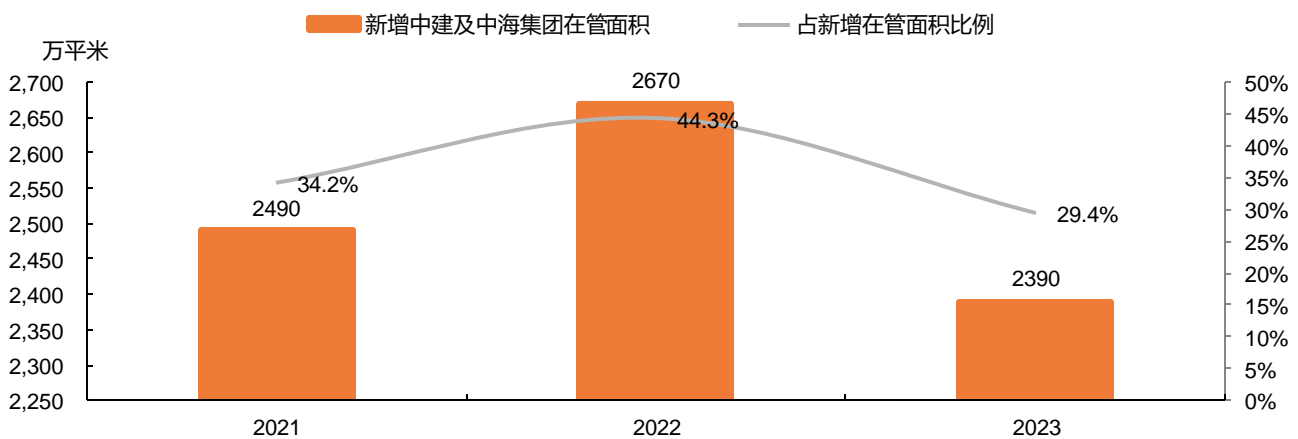
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、内生强劲外拓发力，品质优先轻装简行

2.1 关联方护航前行，全方位提供支撑

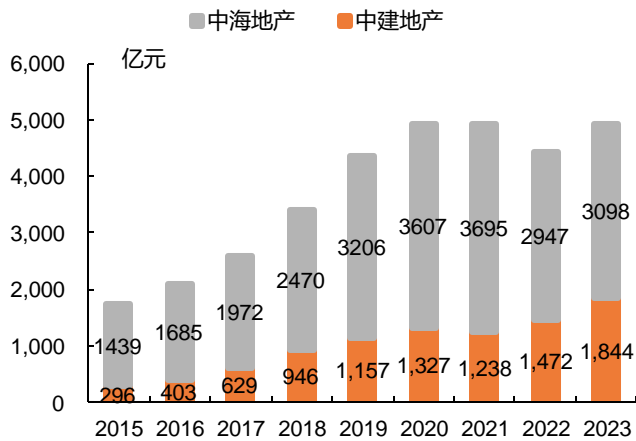
中海物业持续承接中建及中海集团交付项目，2021-2023 年新增中建及中海集团在管面积 2490 万平米、2670 万平米、2390 万平米，占总新增在管面积 34.2%、44.3%、29.4%。从中建集团地产业务布局来看，中国建筑旗下拥有中海地产、中建地产两大房地产品牌，中海地产为中国建筑下属中国海外集团房地产业务品牌统称，品牌价值处于中国房地产行业领先地位；中建地产为中国建筑各局院地产业务使用品牌，主要业务围绕一、二线城市，开展地产开发、城市更新、资产运营、综合服务四大板块业务，先后打造的中建东孚、中建壹品、中建信和、中建玖合、中建智地等品牌，均保持 2023 年中国房地产企业权益销售业绩排名百强。

图表 18 中海物业新增在管面积中中建及中海集团贡献规模及比例



资料来源：公司公告，平安证券研究所

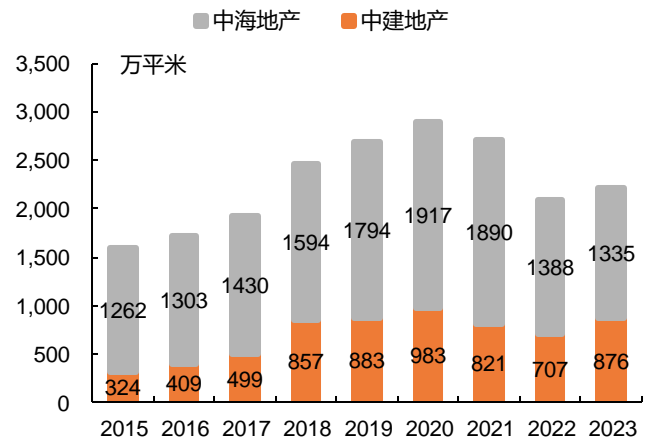
图表 19 中建及中海集团地产销售金额



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：中海地产销售金额包含中国海外发展及中国海外宏洋集团，下同

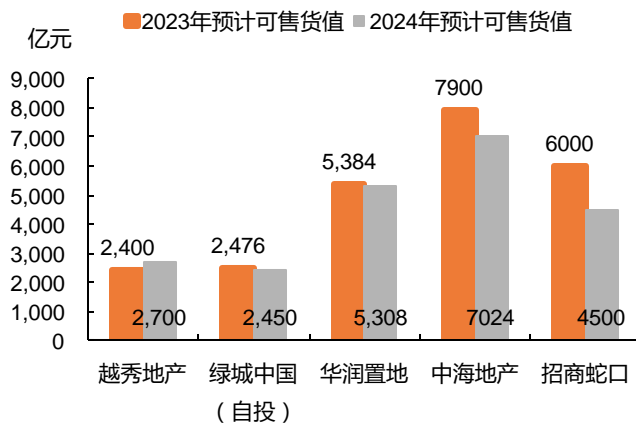
图表 20 中建及中海集团地产销售面积



资料来源：公司公告，平安证券研究所

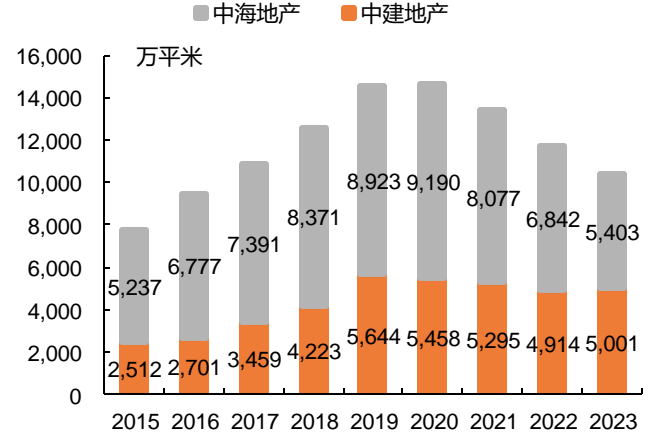
2023 年中海地产销售金额 3098 亿元，同比增长 5.1%，中建地产销售金额 1844 亿元，同比增长 25.3%，在全国房地产市场承压下仍取得不错表现。2023 年末中海地产及中建地产总土储超 1 亿平米，尽管规模有所收缩，但仍维持较高水平，为地产业务开展、物管规模扩张形成支撑。房地产项目获取偏向核心城市，2023 年新增土地储备超九成位于一二线城市，其中北京、上海、广州等一线城市、直辖市及省会城市新增土地储备占比超 83%，高能级城市聚焦布局对物业费收缴、增值服务开展均有望形成正面影响。

图表 21 主流房企可售货值对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

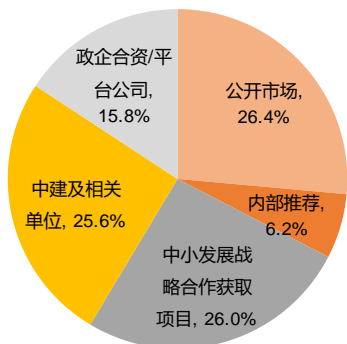
图表 22 中建及中海集团总土储变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

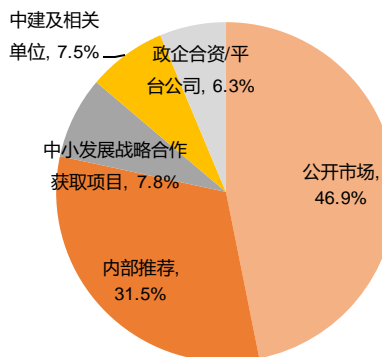
除房地产开发项目竣工交付外，中建集团房建、基建业务丰富，中海物业亦打通中建集团内部资源，获取集团内部分项目、集团参与总包项目，并通过内部推荐扩大资源渠道。2020 年、2021 年中海物业新增外拓合约面积中，来自内部推荐、中建及相关单位合计占比分别为 31.8%、39%。

图表 23 中海物业 2020 年新增外拓合约面积项目来源



资料来源：公司公告，平安证券研究所

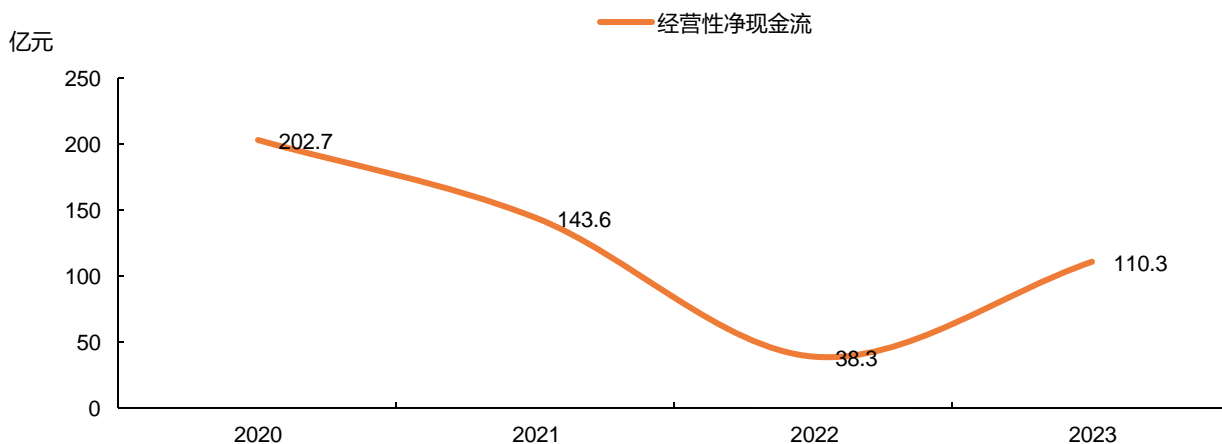
图表 24 中海物业 2021 年新增外拓合约面积项目来源



资料来源：公司公告，平安证券研究所

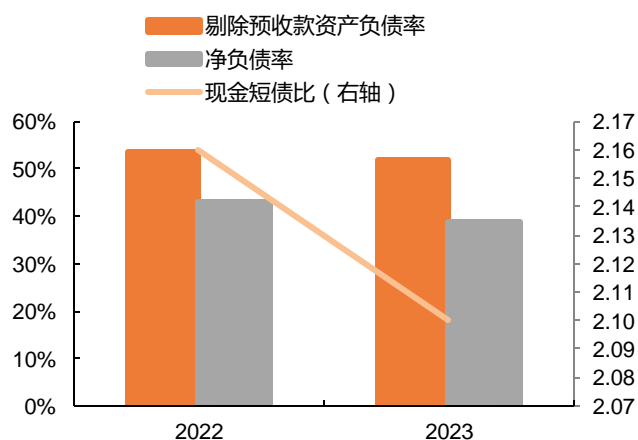
从股东方及关联房企财务安全性来看，2020-2023 年中国建筑经营性净现金流持续为正，且 2023 年明显改善；中国海外发展秉持稳健财务管理理念，融资成本维持低位，三条红线常年保持绿档；中国海外宏洋集团聚焦经营稳健及财务安全，持续优化汇率风险管理及债务结构，三条红线同样绿档达标。在房地产行业波动起伏过程中，公司关联房企财务稳健、安全前行，奠定公司平稳运行基础，相关应收款减值隐患亦相对较低。

图表 25 中国建筑经营性净现金流持续为正



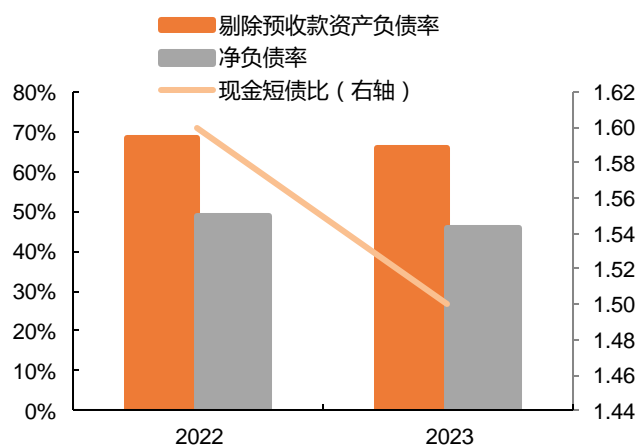
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 26 中国海外发展三条红线保持绿档



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 27 中国海外宏洋集团三条红线保持绿档

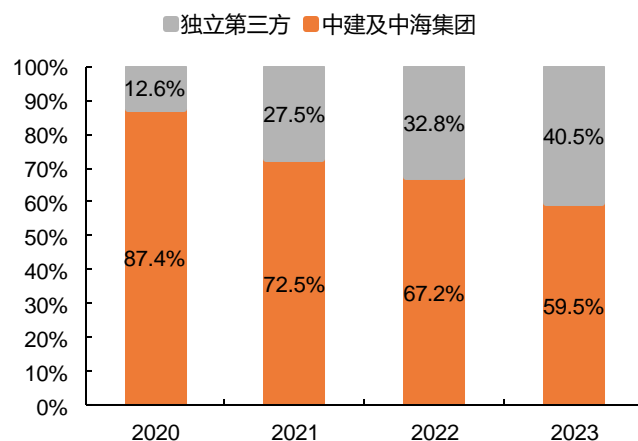


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 外拓持续发力，蕴藏发展潜能

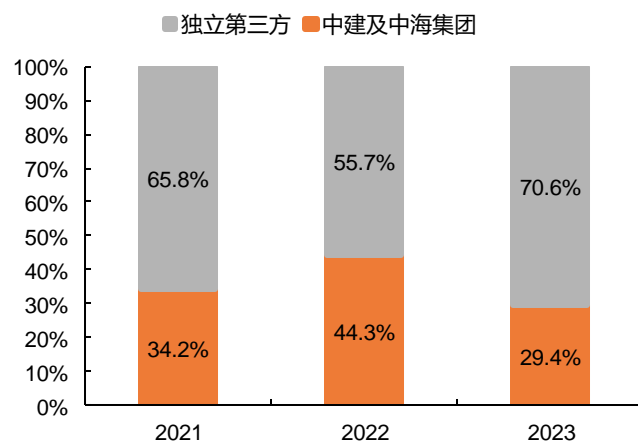
随着专业团队组建、全业态服务能力构筑，中海物业市场化拓展持续发力，外拓能力持续得到市场验证。2023 年新增外拓合约面积 1.1 亿平方米，同比增长 32.8%，2018-2023 年复合增速 67.8%；新增外拓合同额 40 亿元，同比增长 24.9%，绝对金额处主流物企领先水平。公司 2021-2023 年新增在管面积中独立第三方贡献比例升至 50%以上，2023 年末存量在管面积中独立第三方占比升至 40.5%。

图表 28 中海物业存量在管面积中独立第三方占比提升



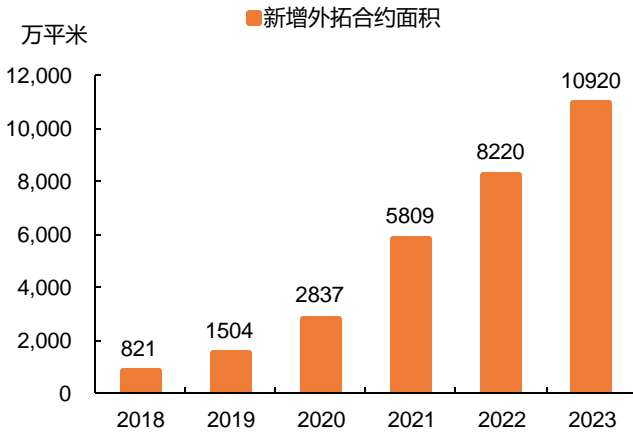
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 29 中海物业新增在管面积中独立第三方占比较高



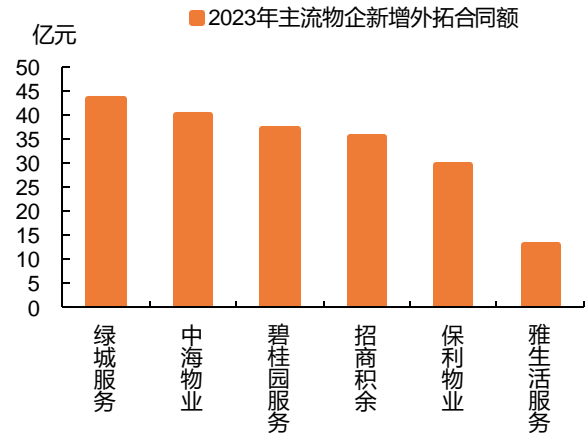
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 30 中海物业新增外拓合约面积逐年增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

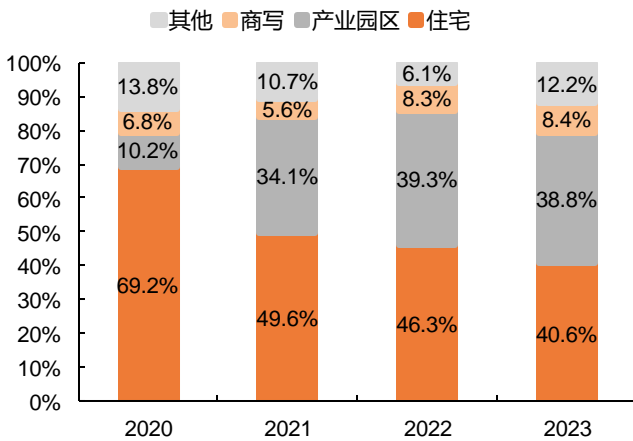
图表 31 主流物企新增外拓合同额对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

业态选择方面，公司紧抓非住宅市场放量机遇，在住宅业态之外，加大产业园区、商写、学校、医院等布局。业态选择放宽有利于推升潜在发展空间，同时有助于对冲房地产波动带来的负面影响。中标来源方面，依托服务经验与良好口碑，公司产品认可度持续升高，新增外拓合约面积中大型企业和事业单位合计占比提升，独立拓展业务能力持续升高。

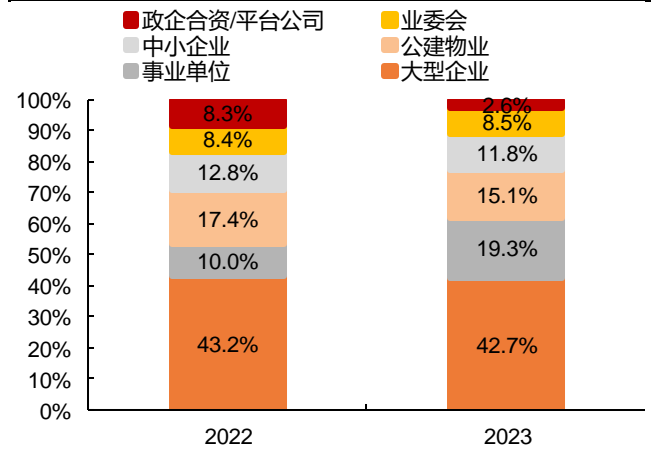
图表 32 中海物业新增外拓合约面积业态构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：其他包括场馆、学校、医院、政府机构、道路、交通枢纽、码头、市场

图表 33 中海物业新增外拓合约面积来源



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：中小企业又称中小发展商

图表 34 中海物业部分外拓项目



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 注重服务品质，严控并购质量

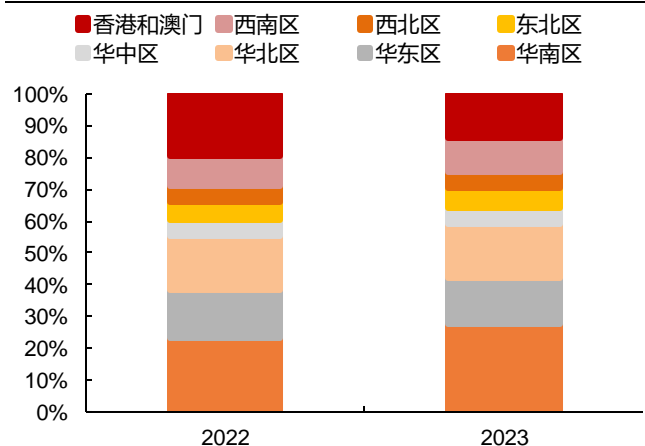
中海物业致力擦亮“第一管家”金字招牌，确立持续提升服务力、产品力等发展目标。除秉持精诚服务理念外，公司创新性推出分级品牌概念，形成 Top 玖系、Enjoy 颂系、Happy 悦系、Life 泊系四大服务子品牌，以及海纳万商非居业务子品牌，以差异化、菜单化服务选择，满足不同层次客户需求。2023 年公司整体满意度维持 90 分以上，保持行业标杆水平。公司以品质打造推升客户满意度，对各项业务开展、费用收缴均有望形成正面影响。

图表 35 中海物业四大服务子品牌

品牌类型	服务范围
Top 玖系	别墅类项目、大平层豪宅项目、高端商务公寓
Enjoy 颂系	中高端住宅、精品公寓
Happy 悦系	普通住宅
Life 泊系	保障性住宅

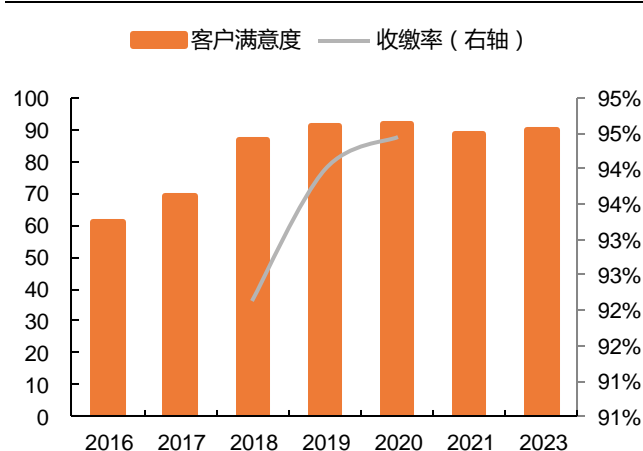
资料来源：公司公众号，平安证券研究所

图表 36 中海物业分地区收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 37 中海物业客户满意度及收缴率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

中海物业品质把控同样体现在收并购上，过往收并购均为集团内部资源整合，基于相同企业文化，基本以合理估值获取，充分发挥协同效应。2023年10月公司拟以17.5倍PE估值收购关联方中国建筑兴业旗下中海监理，后因资本市场反对于12月底终止交易。得益于审慎克制收购态度，公司商誉及无形资产规模有限，相关减值隐患基本无虞。

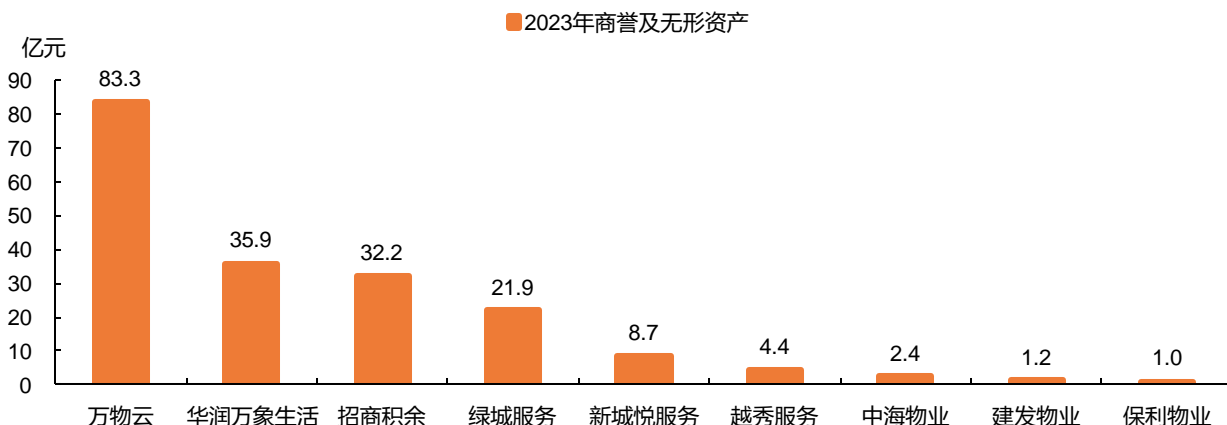
图表 38 中海物业上市以来仅进行集团内部项目收购

日期	收购标的	收购标的的具体情况	收购价格 (亿元)	PE 估值 (倍)	备注
2017年12月21日	中信物业	中国海外发展附属公司	1.9	27.9	
2019年8月15日	武汉中建捷诚物业管理有限公司	中建三局附属公司	0.047	3.7	
2019年10月22日	成都物业	中国海外发展附属公司	0.048	1.4	
2022年12月9日	广州利合物业管理有限公司	中国海外发展附属公司	0.761	11.2	
2023年10月11日	Project Supervision Limited	中国建筑兴业附属公司，为中海通信、中海监理唯一股东	9.5	17.5	2023年12月29日终止

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：Project Supervision Limited PE 收购价格单位为亿港元，其余为亿元人民币；Project Supervision Limited PE 估值为公司披露，成都物业为按建设成本估算，其余为按收购上年利润计算

图表 39 中海物业商誉及无形资产处主流物企中下水平

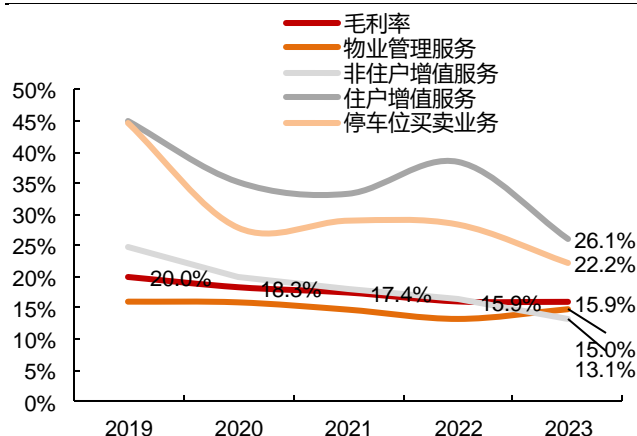


资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、费用管控优势明显，现金流呈现改善

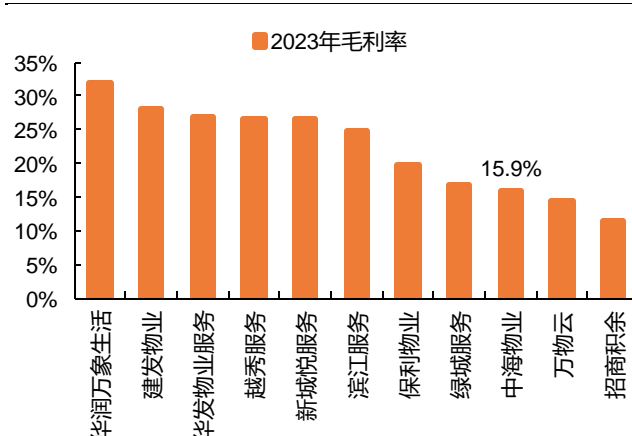
中海物业 2023 年综合毛利率 15.9%，处主流物企中下水平，较 2022 年微降 0.1 个百分点，降幅明显收窄。公司综合毛利率趋于平稳主要源于加大分包力度、优化人力资源结构，以及年内无额外防疫成本支出。未来考虑物业管理服务仍存提价空间，规模化、数字化等手段利于降本增效，同时物业管理服务、增值服务等业务间收入利润结构具备优化可能，综合毛利率有望维持稳定。

图表 40 中海物业综合毛利率趋于稳定



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

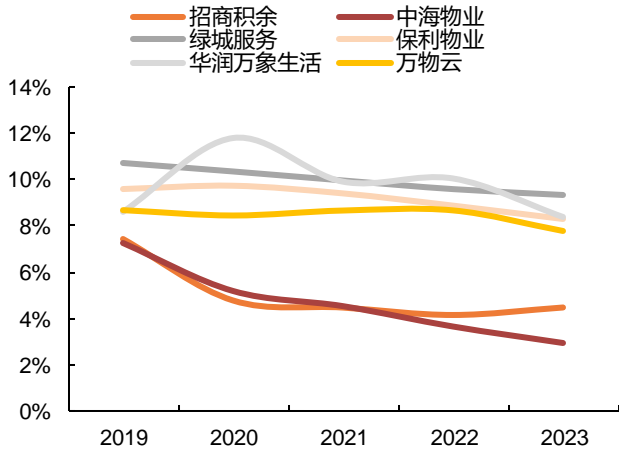
图表 41 主流物企毛利率对比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

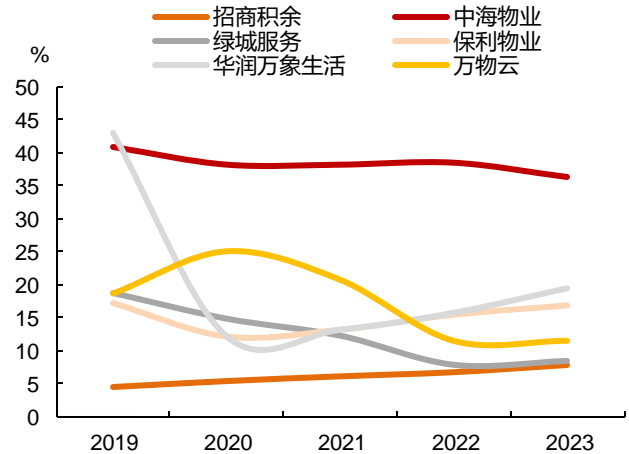
公司费用管控能力领先，销管费用率由 2019 年 7.2% 降至 2023 年 3%，处于主流物企低位。费用控制能力较强主要基于：1) 规模化提升人效；2) 通过合伙人管理模式、精准用工、智能化等手段实现人员集约管理；3) 延续中海系费用控制基因。后续随着公司规模持续扩张，销管费用率具备进一步下行空间。得益于费用管控优势，公司归母净利率位于主流物企前列，叠加较快周转、较高权益乘数，ROE 维持较高水平，远超主流物企。

图表 42 中海物业销管费用率处主流物企低位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 43 主流物企 ROE 对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 44 主流物企 2023 年杜邦分析

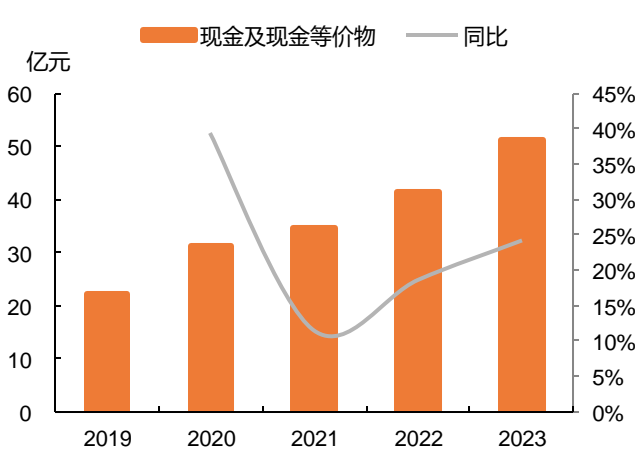
	中海物业	招商积余	保利物业	华润万象生活	绿城服务	万物云
ROE (%)	36.4	7.7	16.8	19.4	8.3	11.5
归母净利率 (%)	10.3	4.7	9.2	19.8	3.5	5.9
总资产周转率 (次)	1.32	0.9	1.1	0.6	1.0	0.9
权益乘数	2.68	1.9	1.7	1.8	2.4	2.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：此处 ROE 计算方式为归属母公司股东净利润 / [(期初归属母公司股东的权益 + 期末归属母公司股东的权益) / 2] * 100%，与盈利预测模型存在差异

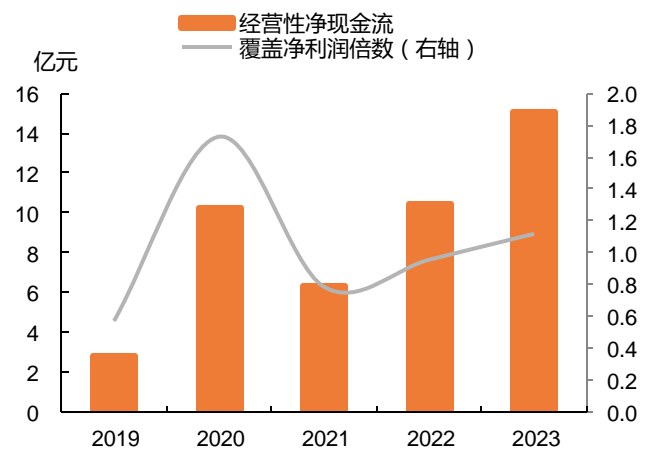
2023 年公司经营性净现金流 15 亿元，覆盖净利润倍数 1.1 倍，持续改善；现金及银行结余 51.3 亿元，同比增长 24.3%。2019-2023 年年度派息比例稳定 30% 附近，持续积极回馈投资者，盈利及现金状况改善下，派息力度具备提升空间。

图表 45 中海物业现金及现金等价物持续增长



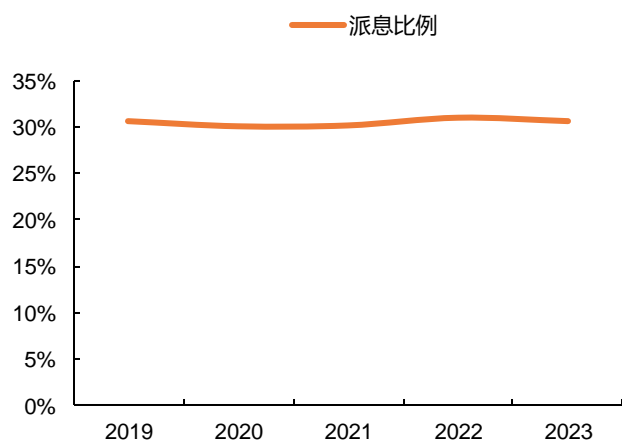
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 46 中海物业经营性净现金流改善



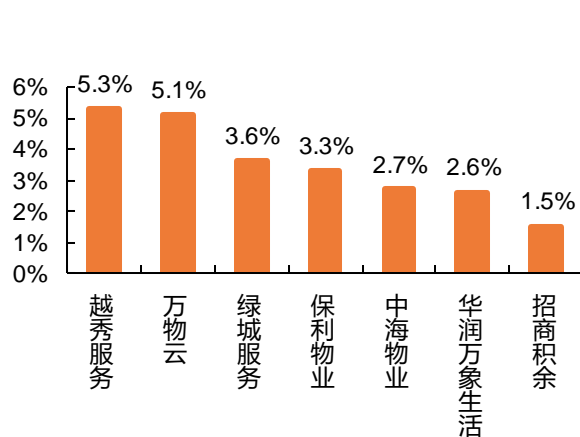
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 47 中海物业派息比例维持30%左右



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 48 主流物企股息率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：按2023年每股股息及2024/5/15收盘价估算

四、盈利预测与投资建议

关键盈利假设：

- 1) 物业管理服务：假设未来三年关联方房地产开发销售平稳结转，公司市场化拓展延续强势并持续转化为在管面积，住宅物管费小幅上涨对冲非住宅下行压力，预计2024-2026年物业管理服务收入同比增长18.3%、17.2%、13.9%；
- 2) 增值服务：非住户增值服务方面，依托海博工程、兴海物联发展，工程服务持续扩张，带动非住户增值服务持续增长，预计2024-2026年收入同比增长7.0%、6.0%、5.3%；住户增值服务面积，持续受益在管规模扩大及新业务发力，预计2024-2026年收入同比增长37.0%、38.6%、40.1%；
- 3) 停车位买卖业务车位销售持续推进，以存量去化为主；
- 4) 随着规模效应持续显现，叠加智能化应用、精准用工，以及高毛利率的住户增值服务占比逐渐提升，预计综合毛利率整体趋于稳定。

基于以上假设，预计公司2024-2026年营业收入分别为154.0亿元、181.3亿元、210.6亿元，同比增长18.0%、17.8%、16.1%；归母净利润分别为15.6亿元、18.0亿元、20.8亿元，同比增长16.1%、15.6%、15.4%；EPS分别为0.47元、0.55元、0.63元。

图表 49 公司盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	130.5	154.0	181.3	210.6
同比		18.0%	17.8%	16.1%
综合毛利率	15.9%	15.6%	15.4%	15.4%
归母净利润(亿元)	13.4	15.6	18.0	20.8
同比		16.1%	15.6%	15.4%
EPS(元/股)	0.41	0.47	0.55	0.63
各分项情况				

物业管理服务（亿元）	94.1	111.4	130.6	148.7
同比		18.3%	17.2%	13.9%
毛利率	15.0%	14.6%	14.1%	13.8%
非住户增值服务（亿元）	21.4	22.9	24.3	25.6
同比		7.0%	6.0%	5.3%
毛利率	13.1%	12.3%	11.7%	11.3%
住户增值服务（亿元）	12.9	17.7	24.5	34.4
同比		37.0%	38.6%	40.1%
毛利率	26.1%	26.0%	25.5%	25.0%
停车位买卖业务（亿元）	2.0	1.9	1.9	1.9
同比		-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.2%	20.0%	19.0%	18.5%

资料来源：同花顺，公司公告，平安证券研究所

公司作为央企物管领先者，关联方财务稳健实力雄厚，公司自身品质优先外拓强势，费用管控优势明显，经营业绩持续向好，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47 元、0.55 元、0.63 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1 倍、8.7 倍、7.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 50 可比公司估值

证券简称	股票代码	PE(2024E)	PE(2025E)	PE(2026E)
华润万象生活	1209.HK	17.5	14.8	12.5
保利物业	6049.HK	10.3	9.1	8.1
招商积余	001914.SZ	14.8	13.1	11.7
可比公司平均估值		14.2	12.3	10.8
中海物业	2669.HK	10.1	8.7	7.5

资料来源：Wind，同花顺，公司公告，平安证券研究所

注 1：估值按 2024 年 5 月 15 日收盘价计算

注 2：中海物业、保利物业、招商积余估值来自平安证券研究所预测，华润万象生活估值来自 Wind 一致预期

五、风险提示

- 1) 市场化拓展不及预期风险：存量时代下物企发力市场化拓展为必然趋势，过度竞争可能导致公司项目获取不足，外拓项目盈利能力承压风险；
- 2) 增值服务发展不及预期风险：若宏观经济修复进程低于预期，增值服务需求释放相对有限，可能导致增值服务发展不及预期风险；
- 3) 盈利能力稳定性不及预期风险：由于人工成本刚性上升，市场化拓展竞争加剧，可能导致公司单盘盈利承压，整体盈利能力稳定性低于预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3192	4850	6267	7884
应收账款	2621	2650	3120	3624
预付款项、按金及其他应收款项	1444	1879	2212	2569
其他应收款	0	0	0	0
存货	736	1203	1421	1651
其他流动资产	1939	2084	2454	2850
流动资产总计	9931	12666	15474	18577
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	113	95	77	60
在建工程	0	0	0	0
无形资产	242	202	161	121
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	310	287	264	241
非流动资产合计	680	599	518	436
资产总计	10611	13265	15992	19014
短期借款	56	0	0	0
应付账款	1994	1833	2165	2514
其他流动负债	4315	6044	7118	8267
流动负债合计	6365	7877	9283	10782
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	69	69	69	69
非流动负债合计	69	69	69	69
负债合计	6434	7945	9352	10850
股本	3	3	3	3
储备	4119	4119	4119	4119
留存收益	0	1134	2446	3958
归属于母公司股东权益	4121	5256	6567	8080
归属于非控制股东权益	56	64	73	84
权益合计	4177	5319	6640	8163
负债和权益合计	10611	13265	15992	19014

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1546	1799	2081	2413
折旧与摊销	83	81	81	81
财务费用	7	7	11	15
其他经营资金	-131	491	15	12
经营性现金净流量	1505	2378	2187	2522
投资性现金净流量	-279	-231	-269	-323
筹资性现金净流量	-463	-488	-502	-582
现金流量净额	763	1659	1416	1617

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	13051	15396	18129	21055
销售成本	10981	12989	15343	17820
其他费用	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0	0	0	0
财务费用	7	7	11	15
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
公允价值变动损益	-7	-7	-7	-10
营业利润	2063	2393	2770	3210
其他非经营损益	-260	-300	-350	-418
税前利润	1803	2093	2420	2792
所得税	452	526	608	702
税后利润	1352	1567	1812	2090
归属于非控制股东利润	9	8	9	11
归属于母公司股东利润	1343	1559	1802	2079
EBITDA	1893	2182	2511	2889
NOPLAT	1623	1879	2176	2529
EPS(元)	0.41	0.47	0.55	0.63

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收额增长率	16.0%	18.0%	17.8%	16.1%
EBIT 增长率	20.6%	16.0%	15.7%	15.5%
EBITDA 增长率	20.1%	15.3%	15.1%	15.0%
税后利润增长率	19.0%	15.9%	15.6%	15.4%
盈利能力				
毛利率	15.9%	15.6%	15.4%	15.4%
净利率	10.4%	10.2%	10.0%	9.9%
ROE	32.6%	29.7%	27.4%	25.7%
ROA	12.7%	11.8%	11.3%	10.9%
ROIC	81.3%	80.1%	108.3%	115.7%
估值倍数				
P/E	11.7	10.1	8.7	7.5
P/S	1.2	1.0	0.9	0.7
P/B	3.8	3.0	2.4	1.9
股息率	2.6%	2.7%	3.1%	3.6%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层