

内地房地产	收盘价 港元 5.31	目标价 港元 6.30	潜在涨幅 +18.6%
-------	----------------	----------------	----------------

2025年4月14日

## 中海物业 (2669 HK)

### 管理规模扩大支撑稳定增长，维持买入评级

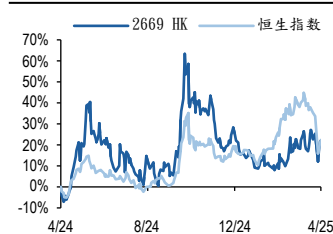
我们更新对中海物业的财务预测，并提供了2027年的业绩预测。我们看到利润率在2024年触底反弹，预计2025-27年将基本保持稳定。同时，我们认为公司将继续从中国海外发展和第三方获得新项目，以支持其未来三年的稳定增长。

- ⊕ **不断扩大的管理规模支撑稳定增长。**我们预计，中国海外发展及第三方开发商已完成的项目将推动中海物业管理规模持续增长。截至2024年末，管理面积同比增长7.4%至4.311亿平方米，其中来自独立第三方项目的比例基本保持在40%左右。我们预计公司将继续保持管理规模的稳步增长，2026年管理规模有望超过5亿平方米，这将支持中海物业在2025-27年实现高个位数收入增长。
- ⊕ **预计2025-27年利润率保持稳定。**我们注意到，公司的利润率在2024年触底，毛利率同比反弹0.7个百分点至16.6%。我们认为，高利润率增值业务贡献下降以及物业服务利润率下降对利润率的影响已基本稳定下来。凭借更优的成本控制和规模经济，我们预计中海物业的毛利率基本可维持在16-17%，净利率则可维持在11%左右。同时，我们预计中海物业的净利润将在2025-27年实现高个位数增长，预计2025/26/27年净利润从2024年约15.1亿元人民币同比增长9.3%/6.0%/6.0%至16.5/17.5/18.6亿元。
- ⊕ **维持买入评级。**我们认为公司能逆周期大致维持业绩稳定增长并录得毛利率回升实属不易，我们还预计派息率的增加将有助于提供股价下行保护。基于1) 公司强大的外拓能力；2) 国企关联方能够提供稳定交付以及3) 分红比例提升，我们维持**买入**评级，目标价维持6.3港元不变。

### 个股评级

**买入**

### 1年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	7.12
52周低位 (港元)	4.05
市值 (百万港元)	17,437.83
日均成交量 (百万)	7.41
年初至今变化 (%)	3.71
200天平均价 (港元)	5.36

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	13,051	14,024	15,227	16,127	16,958
同比增长 (%)	19.7	7.5	8.6	5.9	5.2
核心利润 (百万人民币)	1,343	1,511	1,651	1,750	1,855
核心每股盈利 (人民币)	0.41	0.46	0.50	0.53	0.56
同比增长 (%)	22.8	12.5	9.3	6.0	6.0
前EPS预测值 (人民币)			0.54	0.63	
调整幅度 (%)			-7.5	-14.9	
市盈率 (倍)	12.3	10.9	10.0	9.4	8.9
每股账面净值 (人民币)	1.25	1.55	1.88	2.22	2.58
市账率 (倍)	4.00	3.22	2.67	2.26	1.94
股息率 (%)	2.8	3.6	3.8	4.1	4.3

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中海物业 2024 年业绩概览

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023 年	2024 年	同比 (%)
<b>收入</b>	<b>13,051</b>	<b>14,024</b>	<b>7.5</b>
物管服务	9,415	10,666	13.3
非住户增值服务	2,145	1,829	(14.7)
住户增值服务	1,292	1,385	7.2
停车位买卖业务	200	144	(27.9)
<b>销售成本</b>	<b>(10,981)</b>	<b>(11,698)</b>	<b>6.5</b>
<b>毛利</b>	<b>2,070</b>	<b>2,326</b>	<b>12.4</b>
物管服务	1,408	1,703	21.0
非住户增值服务	280	240	(14.3)
住户增值服务	337	353	4.5
停车位买卖业务	44	29	(33.6)
销售管理费用	(387)	(431)	11.5
金融资产减值损失净额	(43)	(72)	69.7
投资物业的公允价值 (亏损) / 收益	(7)	(7)	1.0
其他净收入	170	197	16.1
<b>息税前利润</b>	<b>1,803</b>	<b>2,012</b>	<b>11.6</b>
财务费用	(7)	(9)	30.8
应占联管和合管公司利润	6	6	-4.2
<b>税前利润</b>	<b>1,803</b>	<b>2,010</b>	<b>11.5</b>
所得税	(452)	(489)	8.1
<b>税后利润</b>	<b>1,352</b>	<b>1,522</b>	<b>12.6</b>
非控股权益	(9)	(11)	17.7
<b>净利润</b>	<b>1,343</b>	<b>1,511</b>	<b>12.5</b>
每股盈利 (人民币)	0.4084	0.4600	12.6
每股股息 (港元)	0.140	0.180	28.6
派息率 (%)	30%	36%	6.0ppt
<b>毛利率 (%)</b>	<b>15.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>0.7ppt</b>
物管服务	15.0%	16.0%	1.0ppt
非住户增值服务	13.1%	13.1%	0.1ppt
住户增值服务	26.1%	25.5%	(0.7ppt)
停车位买卖业务	22.2%	20.4%	(1.8ppt)
<b>息税前利润率 (%)</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.3%</b>	<b>0.5ppt</b>
<b>净利润率 (%)</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>0.5ppt</b>
在管面积 (百万平方米)	401.5	431.1	7.4
来自独立第三方的面积占比	40.5%	39.4%	(1.1ppt)
非住宅项目的面积占比	30.1%	28.7%	(1.4ppt)

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 中海物业 (2669 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
17 HK	新世界发展	买入	4.48	6.94	54.8%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	3.87	5.86	51.4%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	67.85	96.10	41.6%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	33.30	47.70	43.2%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	20.25	23.02	13.7%	2025 年 04 月 03 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	26.80	31.68	18.2%	2025 年 03 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.73	6.60	39.5%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.48	1.16	144.2%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6626 HK	越秀服务	买入	2.91	4.30	47.9%	2025 年 03 月 21 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.31	6.30	18.6%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.93	6.08	-12.3%	2024 年 08 月 26 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.51	3.20	27.5%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.48	0.60	26.3%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 4 月 11 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	13,051	14,024	15,227	16,127	16,958
主营业务成本	(10,981)	(11,698)	(12,709)	(13,461)	(14,154)
<b>毛利</b>	<b>2,070</b>	<b>2,326</b>	<b>2,517</b>	<b>2,666</b>	<b>2,804</b>
销售及管理费用	(387)	(431)	(461)	(480)	(496)
其他经营净收入/费用	39	33	45	40	45
<b>经营利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,927</b>	<b>2,102</b>	<b>2,225</b>	<b>2,353</b>
财务成本净额	(7)	(9)	(6)	(7)	(7)
<b>税前利润</b>	<b>1,715</b>	<b>1,918</b>	<b>2,095</b>	<b>2,218</b>	<b>2,345</b>
税费	(452)	(489)	(536)	(568)	(602)
非控股权益	(9)	(11)	(12)	(12)	(13)
<b>净利润</b>	<b>1,254</b>	<b>1,419</b>	<b>1,548</b>	<b>1,638</b>	<b>1,730</b>
作每股收益计算的净利润	1,343	1,511	1,651	1,750	1,855

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,131	5,813	6,311	7,035	7,796
应收账款及票据	2,481	2,747	3,198	3,548	3,900
存货	736	653	709	751	789
其他流动资产	1,583	2,005	2,104	2,178	2,247
<b>总流动资产</b>	<b>9,931</b>	<b>11,217</b>	<b>12,321</b>	<b>13,512</b>	<b>14,733</b>
投资物业	174	156	156	156	156
物业、厂房及设备	113	130	118	102	84
其他有形资产	185	247	340	437	540
无形资产	57	85	67	55	47
合资企业/联营公司投资	15	21	28	35	42
其他长期资产	136	150	150	150	150
<b>总长期资产</b>	<b>680</b>	<b>788</b>	<b>858</b>	<b>935</b>	<b>1,019</b>
<b>总资产</b>	<b>10,611</b>	<b>12,005</b>	<b>13,180</b>	<b>14,448</b>	<b>15,752</b>
短期贷款	42	54	54	54	54
应付账款	4,236	4,355	4,448	4,577	4,671
其他短期负债	2,087	2,332	2,345	2,352	2,362
<b>总流动负债</b>	<b>6,365</b>	<b>6,741</b>	<b>6,847</b>	<b>6,983</b>	<b>7,087</b>
其他长期负债	69	91	91	91	91
<b>总长期负债</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>
<b>总负债</b>	<b>6,434</b>	<b>6,831</b>	<b>6,937</b>	<b>7,074</b>	<b>7,178</b>
股本	3	3	3	3	3
储备及其他资本项目	4,119	5,108	6,164	7,284	8,471
<b>股东权益</b>	<b>4,121</b>	<b>5,110</b>	<b>6,167</b>	<b>7,287</b>	<b>8,474</b>
非控股权益	56	64	75	87	100
<b>总权益</b>	<b>4,177</b>	<b>5,174</b>	<b>6,242</b>	<b>7,374</b>	<b>8,574</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,803	2,010	2,199	2,331	2,470
折旧及摊销	37	40	43	46	49
营运资本变动	39	(213)	(524)	(346)	(372)
利息调整	(7)	(9)	(6)	(7)	(7)
税费	(394)	(470)	(512)	(552)	(585)
其他经营活动现金流	1,503	1,322	1,146	1,411	1,485
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,982</b>	<b>2,680</b>	<b>2,345</b>	<b>2,882</b>	<b>3,040</b>
资本开支	(50)	(31)	(31)	(31)	(31)
投资活动	(94)	(103)	(114)	(125)	(137)
其他投资活动现金流	(279)	(48)	(47)	(50)	(51)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(422)</b>	<b>(183)</b>	<b>(192)</b>	<b>(206)</b>	<b>(219)</b>
负债净变动	0	(6)	0	0	0
股息	(411)	(592)	(595)	(631)	(668)
其他融资活动现金流	(462)	(606)	(601)	(637)	(675)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(873)</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(1,196)</b>	<b>(1,267)</b>	<b>(1,343)</b>
汇率收益/损失	11	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,418</b>	<b>3,192</b>	<b>3,860</b>	<b>4,359</b>	<b>5,083</b>
<b>年末现金</b>	<b>5,131</b>	<b>5,813</b>	<b>6,311</b>	<b>7,035</b>	<b>7,796</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.408	0.460	0.502	0.533	0.564
全面摊薄每股收益	0.408	0.460	0.502	0.533	0.564
每股股息	0.140	0.180	0.193	0.204	0.216
每股账面值	1.254	1.555	1.876	2.217	2.578
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	15.9	16.6	16.5	16.5	16.5
EBITDA利润率	13.8	14.3	14.3	14.3	14.4
EBIT利润率	13.2	13.7	13.8	13.8	13.9
净利率	9.6	10.1	10.2	10.2	10.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	12.7	12.6	12.5	12.1	11.8
ROE	32.6	29.6	26.8	24.0	21.9
<b>其他</b>					
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
存货周转天数	20.6	17.0	17.0	17.0	17.0
应收账款周转天数	69.4	71.5	76.7	80.3	84.0
应付账款周转天数	140.8	135.9	127.8	124.1	120.5

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。