

内地房地产	收盘价 港元 5.34	目标价 港元 6.30	潜在涨幅 +18.0%
-------	----------------	----------------	----------------

2025年9月1日

中海物业 (2669 HK)

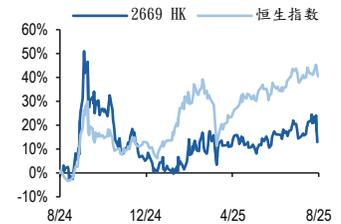
1H25 业绩符合预期，毛利率维持稳定；维持买入

- 1H25 维持增长：**在行业普遍压缩周期性业务的情况下，公司增值服务及车位销售收入有所下跌，但受惠于管理规模提升，物管服务收入维持增长，带动收入同比增 3.7%至 70.89 亿元（人民币，下同），符合我们预测（为我们预测 2025 全年收入 152.3 亿元的 46.5%）。毛利率同比升 0.2 个百分点至 17.0%，远优于同行今年上半年普遍下跌 2-4 个百分点。降本增效进展显著，净利润同比增 4.3%至 7.69 亿元（为我们预测全年净利润 16.5 亿元的 46.6%），净利润率大致持平。中期股息每股派息 0.09 港元（同比+5.9%），加上每股特别派息 0.01 港元，总分派比例为 37%（1H24 为 35%）。
- 收入结构优化：**1H25 物业管理服务收入占比上升至 78.9%（1H23/1H24：72.1%/75.5%），同时物业管理服务毛利率维持稳定在 15.5%（1H23/1H24：14.7%/15.4%）。较受市场及经济周期影响的增值服务收入总占比则从 23/24 年上半年的 27.9%/24.5%，降至 1H25 的 21.1%。同时，这三大板块的综合毛利率均有所提升，从 1H23/1H24 的 19.5%/20.9%，上升至 1H25 的 22.5%。我们相信公司在业务结构持续优化的情况下能保持毛利率稳定，表现远优于同行。
- 规模有序增长：**1H25 在管面积同比增 3.2%至 4.361 亿平方米，其中非住宅项目的面积占比保持稳定在约 27.4%。同时，在管面积新增部分中，外拓面积占比高达 84%。新增外拓业务中，约 63.9%为城市运营项目（1H24：38.2%），商业/写字楼及住宅项目占约 23.2%/12.9%（1H24：39.8%/22.0%）。
- 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，我们相信在业务结构调整结束后，利润率上升及规模持续增长有望可带来盈利提升的加速。我们维持盈利预测，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及 3) 分红比例提升，我们维持**买入**评级，维持目标价 6.30 港元。

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)	4.59
市值 (百万港元)	17,536.35
日均成交量 (百万)	14.90
年初至今变化 (%)	4.30
200天平均价 (港元)	5.35

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
市盈率 (倍)	12.0	10.6	9.7	9.2	8.7
每股账面净值 (人民币)	1.25	1.55	1.88	2.22	2.58
市账率 (倍)	3.90	3.14	2.60	2.20	1.90
股息率 (%)	2.9	3.7	3.9	4.2	4.4

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。

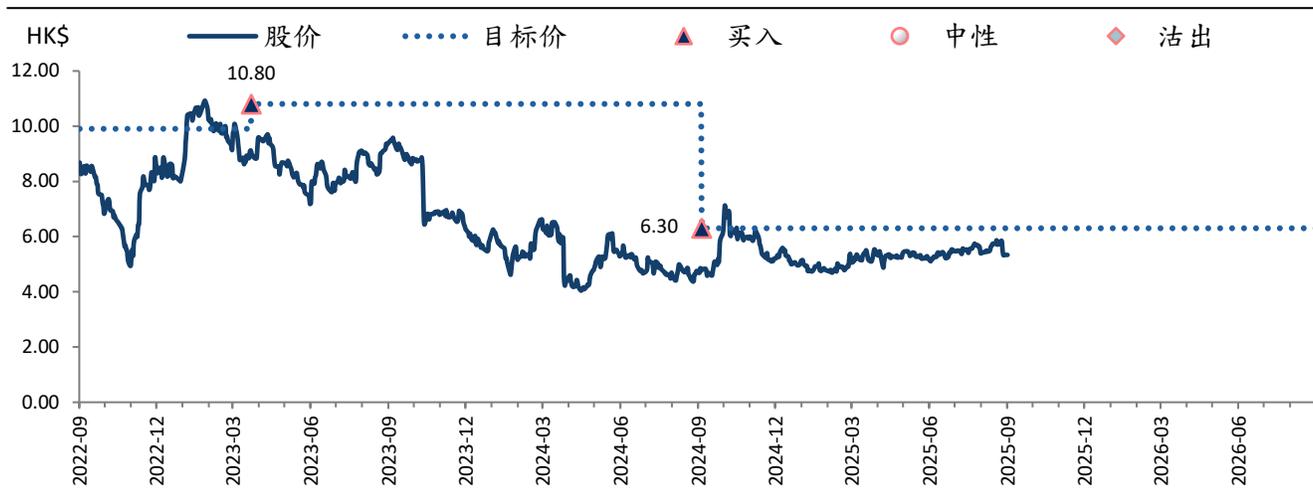
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中海物业 2025 上半年业绩概览

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 上半年	2025 上半年	同比 (%)
收入	6,838	7,089	3.7
物管服务	5,166	5,596	8.3
非住户增值服务	912	858	(5.9)
住户增值服务	687	608	(11.6)
停车位买卖业务	74	27	(62.9)
销售成本	(5,690)	(5,887)	3.5
毛利	1,148	1,202	4.7
物管服务	664	867	8.6
非住户增值服务	143	115	(10.1)
住户增值服务	183	214	2.9
停车位买卖业务	15	7	(49.6)
销售管理费用	(184)	(150)	(18.6)
金融资产减值损失净额	(53)	(72)	36.3
投资物业的公允价值(亏损)/收益	(5)	(5)	0.6
其他净收入	89	54	(39.2)
息税前利润	995	1,030	3.4
财务费用	(4)	(5)	19.8
应占联营和合营公司利润	5	6	12.8
税前利润	997	1,031	3.4
所得税	(253)	(257)	1.5
税后利润	744	774	4.1
非控股权益	(6)	(5)	(18.5)
净利润	738	769	4.3
每股盈利(人民币)	0.2245	0.2521	12.3
每股股息(港元)	0.085	0.100	17.6
派息率(%)	35%	37%	2.0 个百分点
毛利率(%)	16.8%	17.0%	0.2 个百分点
物管服务	15.4%	15.5%	0.1 个百分点
非住户增值服务	14.1%	13.4%	(0.7 个百分点)
住户增值服务	30.2%	35.2%	5.0 个百分点
停车位买卖业务	18.9%	25.6%	6.7 个百分点
息税前利润率(%)	14.6%	14.5%	(0.1 个百分点)
净利润率(%)	10.8%	10.8%	0.0 个百分点
在管面积(百万平方米)	422.7	436.1	3.2

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
778 HK	置富产业信托	买入	4.84	5.92	22.3%	2025 年 09 月 01 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	41.62	49.80	19.7%	2025 年 08 月 25 日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	7.07	6.94	-1.9%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	93.05	96.10	3.3%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	27.18	25.90	-4.7%	2025 年 08 月 22 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	31.56	35.30	11.9%	2025 年 08 月 27 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.98	6.79	36.3%	2025 年 08 月 26 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.45	1.16	157.8%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.50	9.54	46.8%	2025 年 09 月 01 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	2.81	4.20	49.5%	2025 年 08 月 22 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.34	6.30	18.0%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	中性	3.10	3.20	3.2%	2025 年 08 月 29 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.57	0.60	5.3%	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 9 月 1 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)
毛利	2,070	2,326	2,517	2,666	2,804
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
经营利润	1,722	1,927	2,102	2,225	2,353
财务成本净额	(7)	(9)	(6)	(7)	(7)
税前利润	1,715	1,918	2,095	2,218	2,345
税费	(452)	(489)	(536)	(568)	(602)
非控股权益	(9)	(11)	(12)	(12)	(13)
净利润	1,254	1,419	1,548	1,638	1,730
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
总流动资产	9,931	11,217	12,321	13,512	14,733
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
总长期资产	680	788	858	935	1,019
总资产	10,611	12,005	13,180	14,448	15,752
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
总流动负债	6,365	6,741	6,847	6,983	7,087
其他长期负债	69	91	91	91	91
总长期负债	69	91	91	91	91
总负债	6,434	6,831	6,937	7,074	7,178
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
股东权益	4,121	5,110	6,167	7,287	8,474
非控股权益	56	64	75	87	100
总权益	4,177	5,174	6,242	7,374	8,574

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
经营活动现金流	2,982	2,680	2,345	2,882	3,040
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)
投资活动现金流	(422)	(183)	(192)	(206)	(219)
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)
融资活动现金流	(873)	(1,204)	(1,196)	(1,267)	(1,343)
汇率收益/损失	11	0	0	0	0
年初现金	2,418	3,192	3,860	4,359	5,083
年末现金	5,131	5,813	6,311	7,035	7,796

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
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
利润率分析(%)					
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
盈利能力(%)					
ROA	12.7	12.6	12.5	12.1	11.8
ROE	32.6	29.6	26.8	24.0	21.9
其他					
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9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；及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拥有于本报告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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。