

公司研究

盈利能力有所改善，关联房企经营稳健

——中海物业（2669.HK）跟踪报告

要点

事件：公司 25H1 营收同比+3.7%，归母净利润同比+4.3%。

1、2025H1 公司实现营收 71 亿元，同比+3.7%；毛利 12 亿元，同比+4.7%；归母净利润 7.7 亿元，同比+4.3%，宣派 2025 年中期+特别股息每股 10 港仙。

2、关联方中海地产 8 月全口径销售额 184 亿元，同比-0.3%；权益销售额 169 亿元，同比+2.0%；1-8 月累计全口径销售额 1503 亿元（排名行业第 2），同比-16.5%；累计权益口径销售额 1383 亿元（排名行业第 2），同比-14.6%。1-8 月，中海地产新增土地价值 664 亿元，新增土地面积 316 万方，均排名行业第 1。

点评：物管增长保持韧性，盈利能力有所改善，中期分红比例提升。

1) **物管增长保持韧性，开发商相关业务短期调整。**2025H1 公司基础物管/业主增值/非业主增值业务分别实现收入 56.0 亿/6.1 亿/8.6 亿元，同比增速分别为 +8.3%/-11.6%/-5.9%，得益于管理规模持续扩张，基础物管业务增速保持平稳；截至 2025 年 6 月 30 日，公司在管面积 4.4 亿平，其中住宅占比 72.6%，商写园区类项目占比 10.6%，城市运营类项目占比 16.8%，考虑住宅增量市场规模收缩，存量市场外拓竞争日益激烈，公司加大非住宅业态拓展力度，2025 年上半年公司新增物业管理订单中，住宅和非住宅项目面积占比分别为 41%/59%。

业主增值服务中，零售消费及美居业务受宏观经济和房地产影响需求较弱，非业主增值服务则由于开发商相关业务（包括交付前服务、销项查验服务及顾问咨询服务）受到房地产市场影响，业务规模减少。

2) **盈利能力有所改善。**2025H1 公司基础物管/业主增值/非业主增值毛利率分别为 15.5%/35.2%/13.4%，同比变化分别为+0.1pct/+5.0pct/-0.7pct，上半年公司持续优化业务结构及项目治理，综合考虑规模与效益，退盘 2680 万平，经营效率提升；得益于毛利率较高的社区资产经营服务业务量增加，业主增值服务毛利率也同比提升。2025H1 公司整体毛利率为 17.0%，同比提升 0.2pct。

3) **应收账款控制较好，中期分红比例提升。**截至 2025 年 6 月 30 日，公司贸易应收款总额 35 亿元，扣除减值后的贸易应收款净值为 32 亿元，贸易应收款/营业收入比重为 45.4%，应收账款规模总体可控；公司宣派中期股息及特别股息合计 3 亿元，派息率 39%，同比提升 4.8pct。

盈利预测、估值与评级：公司背靠中国海外发展及中国建筑集团，物管增长保障性较强；考虑增值业务增速下滑，下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 16.1/17.7/19.1 亿元，下调幅度 4%/5%/6%，央企物管，业绩增长稳健，估值仍具备较强的吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：外拓竞争加剧导致毛利率下滑，增值服务开展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,051	14,024	14,617	16,067	17,411
营业收入增长率	15.1%	7.5%	4.2%	9.9%	8.4%
归母净利润（百万元）	1,343	1,511	1,614	1,770	1,911
归母净利润增长率	18.0%	12.5%	6.8%	9.7%	8.0%
EPS（元）	0.41	0.46	0.49	0.54	0.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.6%	29.6%	26.3%	24.3%	22.5%
P/E	11.4	10.1	9.5	8.7	8.0
P/B	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8

资料来源：同花顺，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-9-19，汇率：1 港元=0.9146 元人民币

买入（维持）

当前价：5.1 港元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebcn.com

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

021-52523810

weiyongqiang@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.8
总市值(亿港元)	167.5
一年最低/最高(港元)	4.5/6.9
近 3 月换手率	25.8%

股价相对走势



资料来源：同花顺

相关研报

20250428 经营效率提升，业绩增长保障性强——中海物业（2669.HK）跟踪报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,051	14,024	14,617	16,067	17,411
直接经营成本	-10,981	-11,698	-12,139	-13,346	-14,475
毛利	2,070	2,326	2,478	2,721	2,936
行政及营销费用	-387	-431	-450	-478	-518
金融资产减值	-43	-72	-12	-29	-27
其他收入及收益,净额	170	197	153	165	178
折旧及摊销	-83	-103	-110	-123	-135
EBITDA	1,886	2,115	2,279	2,502	2,704
营业利润 EBIT	1,803	2,012	2,170	2,379	2,568
财务费用	-7	-9	-9	-9	-10
应占共同控制实体损益	6	6	6	6	6
税前利润 EBT	1,803	2,010	2,167	2,376	2,565
所得税	-452	-489	-542	-594	-641
净利润 (含少数股东权益)	1,352	1,522	1,625	1,782	1,924
净利润 (不含少数股东权益)	1,343	1,511	1,614	1,770	1,911
总股本 (百万股)	3,284	3,284	3,284	3,284	3,284
EPS (元)	0.41	0.46	0.49	0.54	0.58
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	9,931	11,217	11,978	13,384	14,838
现金及银行结余	5,131	5,803	6,500	7,150	7,865
贸易应收账款及其他应收保留金	2,481	2,595	2,482	2,778	3,057
应收同级附属公司款-流动资产	486	743	774	851	922
应收关联方款项-流动资产	93	104	120	138	158
按金、预付款及其他应收款-流动资产	1,002	1,157	1,244	1,492	1,744
存货	736	653	690	793	893
非流动资产合计	680	788	770	817	850
固定资产-物业,厂房及设备	113	130	115	118	114
投资性房地产	174	156	166	176	186
无形资产	185	247	256	268	276
于合联营公司之权益	15	21	22	24	26
使用权资产-非流动资产	57	85	56	62	67
递延所得税资产-非流动资产	45	54	56	61	66
长期预付款	16	17	17	17	17
总资产	10,611	12,005	12,748	14,201	15,687
流动负债合计	6,365	6,741	6,438	6,741	6,987
贸易应付款	1,994	2,425	2,562	2,944	3,318
其他应付款及应付费用	2,242	1,930	1,425	1,111	765
预收款及其他按金-流动负债	1,700	1,923	2,005	2,204	2,388
应付同级附属公司款项-流动负债	18	30	31	32	34
应付关联方款项-流动负债	31	22	22	22	22
租赁负债-流动负债	42	54	55	57	60
应交所得税	282	305	338	370	400
非流动负债合计	69	91	93	97	101
租赁负债-非流动负债	55	69	70	73	76
递延税项负债-非流动	13	22	23	24	25
负债合计	6,434	6,831	6,530	6,838	7,088
股本金	3	3	3	3	3
储备	4,119	5,108	6,139	7,270	8,491
少数股东权益	56	64	76	90	106
股东权益合计	4,177	5,174	6,218	7,363	8,599
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,505	1,313	1,289	1,335	1,439
投资活动现金流	-279	-995	-47	-103	-85
融资活动现金流	-463	-589	-545	-583	-639
净现金流	763	-271	696	650	715

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, EPS 按最新股本测算。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
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；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP