光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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
次约本年,日本旺 火上等于南京军制	마다 /스 마스 그 사는 그	005 0 10 15		1C = 1 = T	

买入(维持)

当前价: 5.1 港元

作者

分析师: 何缅南

执业证书编号: S0930518060006

021-52523801

hemiannan@ebscn.com

分析师: 韦勇强

执业证书编号: S0930524070010

021-52523810

weiyongqiang@ebscn.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

近日から 10.02		2022	2024	20255	20265	20275
当時の	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
行政及警報费用						
全融資产減値 43 772 1-12 2-29 2-27 其他火入皮收益浄額 170 197 153 165 178 178 171日及 158 2,279 2,502 2,704 营业利润EIT 1,803 2,012 2,170 2,379 2,568 数分数用 2-7 9 9 1-10 应占土相控制实体损益 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6						
田田及輔等 83 -103 -110 -123 -135 EBITDA 1,886 2,115 2,279 2,502 2,704 营业利益EBIT 1,803 2,012 2,170 2,379 2,5568 以务费用 -7 -9 -9 -9 -10 应占其限控制实体损益 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6						
日本日	其他收入及收益,净额					
監判別 医別所						
財务費用						
四日	营业利润 EBIT	1,803	2,012	2,170	2,379	2,568
		-7	-9	-9	-9	-10
所得税 - 452	应占共同控制实体损益	6	6	6	6	6
浄利润(含少数股条权益) 1,352 1,522 1,625 1,782 1,924 净利润(不含少数股条权益) 1,343 1,511 1,614 1,770 1,911 色股本(百万股) 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 5,284 0,58 6,500 7,50 0,58 6,500 7,150 7,865 7,93 11,217 11,978 13,344 14,838 3,131 6,500 7,150 7,865 7,855 2,481 2,595 2,482 2,778 3,057 2,000 7,150 7,865 7,150 7,865 2,481 2,595 2,482 2,778 3,057 2,000 7,150 7,855 2,481 2,595 2,482 2,778 3,057 2,000 2,481 2,595 2,482 2,778 3,057 2,000 2,481 1,5205 2,482 2,778 3,057 2,000 2,481 1,520 2,482 2,778 3,057 2,000 3,000 3,000 3,000 3,000 <td></td> <td>1,803</td> <td>2,010</td> <td></td> <td>2,376</td> <td></td>		1,803	2,010		2,376	
冷利润(不舎少数股赤权益) 1,343 1,511 1,614 1,770 1,911 息股本(百万股) 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 3,284 2,055 2026 2027E 2027E 2026 2027E 2027E 2026 2027E 2027E 2026 2027E 2027E 2026 2027E 2026 2027E 2026 2027E 2026 2026 2027E 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2027E 2028 2027E 2028 2027E 2028 2027E 2028 2027E 2028	所得税	-452	-489	-542	-594	-641
おけられ	净利润(含少数股东权益)	1,352	1,522	1,625	1,782	1,924
EPS (元) 0.41 0.46 0.49 0.54 0.58 資产債機を(百万元) 2023 2024 2025E 2026E 2027E 流动资产合计 9,931 11,217 11,978 13,384 14,838 取金及银行结余 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 应收关联方款项流动资产 486 743 774 851 922 应收关联方款项流动资产 486 743 774 851 922 应收关联方款项流动资产 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 固定资产物业厂房设备 113 130 115 118 114 投资性房地厂房处清的工房处置 174 156 166 176 186 无形资产 185 247 256 268 276 开台联	净利润(不含少数股东权益)	1,343	1,511	1,614	1,770	1,911
安子の债表(百万元)	总股本(百万股)	3,284	3,284	3,284	3,284	3,284
無対 (元)		0.41	0.46	0.49	0.54	0.58
双金及银行结余 5,131 5,803 6,500 7,150 7,865	资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
図易应收账款及其他应收保留金 2,481 2,595 2,482 2,778 3,057	流动资产合计	9,931	11,217	11,978	13,384	14,838
应收同級附属公司款-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 680 788 770 817 893 国定资产·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 产业营营公之权益 15 21 22 24 26 66 276 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 262 676 264 55 661 666 417 17 17 <td>现金及银行结余</td> <td>5,131</td> <td>5,803</td> <td>6,500</td> <td>7,150</td> <td>7,865</td>	现金及银行结余	5,131	5,803	6,500	7,150	7,865
应收关联方款项.流动资产 按金、预付款及其他应收款.流动资产 存货 93 104 120 138 158 按金、预付款及其他应收款.流动资产 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 45 54 56 62 67 递逐产 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期、流动负债 1,700 1,923 2,005 2,204 2,388 应付关联方款项、流动负债 42 54 55 57 60 应交所	贸易应收账款及其他应收保留金	2,481	2,595	2,482	2,778	3,057
按金、预付款及其他应收款·流动资产 存货 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 于台联营公司之权益 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 贸易应付款及应付款 1,994 2,425 2,562 2,944 3,318 其他应付款及应付费期 2,242 1,930 1,425 1,111 765 预收款及通流动负债 1,700 1,923 2,005 2,204 2,388 应付司级附高流动负债	应收同级附属公司款-流动资产	486	743	774	851	922
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 产品联营公司之权益 15 21 22 24 26 使用权资产 276 285 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	应收关联方款项-流动资产	93	104	120	138	158
#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 66 156 67 67 17 17 17 17 17 17 17 17 17 17 17 17 17	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
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 改资产 10,611 12,005 12,748 14,201 15,687 成动负债合计 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期 2,242 1,930 1,425 1,111 765 预收款及其他放弃,流动负债 18 30 31 32 34 应付关联方款项,流动负债 42 54 55 57 60 应交所得税 282 305	存货	736	653	690	793	893
日次の	非流动资产合计	680	788	770	817	850
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 应付同联附属公司款项·流动负债 18 30 31 32 34 应付完就方款项·流动负债 42 54 55 57 60 应交所得税 282 305 338 370 400 非流动负债。非流动负债 55 69 70 73 76 递延税项负债。非流动负债。非流动负债 6,34 <th< td=""><td>固定资产-物业,厂房及设备</td><td>113</td><td>130</td><td>115</td><td>118</td><td>114</td></th<>	固定资产-物业,厂房及设备	113	130	115	118	114
子合联营公司之权益 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 42 54 55 57 60 应交所得税 282 305 338 370 400 非流动负债合计 55 69 70 73 76 递延税项负债-非流动负债 55 69 70 73 76 递延税项负债-非流动负债 6,434 6,831<	投资性房地产	174	156	166	176	186
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 42 54 55 57 60 应交所得税 42 54 55 57 60 应交所得税 282 305 338 370 400 非流动负债。非流动负债 55 69 70 73 76 遂延税项负债。非流动负债。非流动负债 6,831 <td>无形资产</td> <td>185</td> <td>247</td> <td>256</td> <td>268</td> <td>276</td>	无形资产	185	247	256	268	276
達延所得稅资产-非流动资产 长期预付款45 16 17 17 17 17 17 17 17 17 17 17 	于合联营公司之权益	15	21	22	24	26
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 18 30 31 32 34 应付已级附属公司款项-流动负债 18 30 31 32 34 应付关联方款项-流动负债 18 30 31 32 34 应付关联方款项-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-非流动负债 55 69 70 73 76 递延税项负债-非流动负债 55 69 70 73 76 递延税项负债-非流动负债 6,434 6,831 <	使用权资产-非流动资产	57	85	56	62	67
总资产10,61112,00512,74814,20115,687流动负债合计6,3656,7416,4386,7416,987贸易应付款1,9942,4252,5622,9443,318其他应付款及应付费用2,2421,9301,4251,111765预收款及其他按金-流动负债1,7001,9232,0052,2042,388应付同级附属公司款项-流动负债1830313234应付关联方款项-流动负债3122222222租赁负债-流动负债4254555760应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动负债6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-263-589-545-583-639	递延所得税资产-非流动资产	45	54	56	61	66
流动负债合计6,3656,7416,4386,7416,987贸易应付款1,9942,4252,5622,9443,318其他应付款及应付费用2,2421,9301,4251,111765预收款及其他按金-流动负债1,7001,9232,0052,2042,388应付同级附属公司款项-流动负债1830313234应付关联方款项-流动负债3122222222租赁负债-流动负债4254555760应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动负债6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-263-589-545-583-639	长期预付款	16	17	17	17	17
贸易应付款 其他应付款及应付费用 预收款及其他按金-流动负债 应付司级附属公司款项-流动负债 应付关联方款项-流动负债 加收关联方款项-流动负债 应付关联方款项-流动负债 加交所得税 非流动负债 的支持 的支持 的支持 的债益 <td>总资产</td> <td>10,611</td> <td>12,005</td> <td>12,748</td> <td>14,201</td> <td>15,687</td>	总资产	10,611	12,005	12,748	14,201	15,687
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 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 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	流动负债合计	6,365	6,741	6,438	6,741	6,987
预收款及其他按金-流动负债1,7001,9232,0052,2042,388应付同级附属公司款项-流动负债1830313234应付关联方款项-流动负债3122222222租赁负债-流动负债4254555760应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	贸易应付款	1,994	2,425	2,562	2,944	3,318
应付同级附属公司款项-流动负债1830313234应付关联方款项-流动负债3122222222租赁负债-流动负债4254555760应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	其他应付款及应付费用	2,242	1,930	1,425	1,111	765
应付关联方款项-流动负债3122222222租赁负债-流动负债4254555760应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	预收款及其他按金-流动负债	1,700	1,923	2,005	2,204	2,388
租赁负债-流动负债4254555760应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	应付同级附属公司款项-流动负债	18	30	31	32	34
应交所得税282305338370400非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	应付关联方款项-流动负债	31	22	22	22	22
非流动负债合计69919397101租赁负债-非流动负债5569707376递延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	租赁负债-流动负债	42	54	55	57	60
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 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 2025 2026 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	应交所得税	282	305	338	370	400
送延税项负债-非流动1322232425负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	非流动负债合计	69	91	93	97	101
负债合计6,4346,8316,5306,8387,088股本金33333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	租赁负债-非流动负债	55	69	70	73	76
股本金3333储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	递延税项负债-非流动	13	22	23	24	25
储备4,1195,1086,1397,2708,491少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	负债合计	6,434	6,831	6,530	6,838	7,088
少数股东权益56647690106股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	股本金	3	3	3	3	3
股东权益合计4,1775,1746,2187,3638,599现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	储备	4,119	5,108	6,139	7,270	8,491
现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	少数股东权益	56	64	76	90	106
现金流量表(百万元)202320242025E2026E2027E经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	股东权益合计	4,177	5,174	6,218	7,363	8,599
经营活动现金流1,5051,3131,2891,3351,439投资活动现金流-279-995-47-103-85融资活动现金流-463-589-545-583-639	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E		
融资活动现金流 -463 -589 -545 -583 -639	经营活动现金流	1,505	1,313	1,289	1,335	
融资活动现金流 -463 -589 -545 -583 -639	投资活动现金流	-279	-995	-47	-103	-85
净现金流 763 -271 696 650 715	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
行	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
业 及	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%;
公公	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%;
司	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%;
评	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;
级	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	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具体的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

静安区新闸路 1508 号 静安国际广场 3 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

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

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited

6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP