

中海物業 (02669.HK)

2025 年 09 月 22 日

规模盈利双升，高质量外拓构筑长期价值

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远 (联系人)

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

证书编号: S0790524070001

证书编号: S0790124070064

日期 2025/9/19

当前股价(港元) 5.100

一年最高最低(港元) 7.190/4.630

总市值(亿港元)	167.48
----------	--------

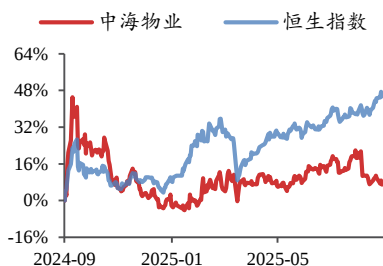
流通市值(亿港元) 167.48

总股本(亿股)	32.84
---------	-------

流通港股(亿股) 32.84

近3个月换手率(%)	25.84
------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

● 在管项目规模持续提升，盈利能力持续改善，维持“买入”评级

中海物业隶属于中建集团旗下中国海外集团，关联方拿地稳健销售市占率明显提升，交付资源充足且项目能级不断提升。公司在管项目规模持续提升，伴随亏损项目退出、高端住宅陆续交付等项目结构调整，盈利能力有望持续改善。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.1、17.6、19.6 亿元，对应 EPS 为 0.49、0.54、0.60 元，当前股价对应 PE 为 9.5、8.7、7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 收入利润保持增长，派息比例提升

公司上市以来收入利润均保持增长，2019-2024 年收入和利润复合增长率分别为 23.1%和 25.7%，基础物管收入占比超 70%，仍为公司主要收入来源。公司 2024 年利润增速高于收入增速，销售毛利率和净利率分别提升 0.7pct、0.5pct 至 16.6%、10.8%，主要系基础物管毛利率提升。公司 2019-2023 年分红比例保持在 30%左右，2024 年提升至 35.8%，但相较主流物企派息率相对较低。

● 物管规模稳健增长，高质量扩张卓有成效

截至2024年末,公司在管面积4.31亿平,同比增长7.4%,其中关联方占比60.6%,住宅占比71.3%。公司2024年新签面积7410万方,其中第三方占比63.3%;新签合约额达44.4亿元,新签单价同比提升21.6%。公司关联方中国海外发展2024年权益销售规模行业第一,市占率提升至3.21%,拿地金额806亿元,拿地规模行业第一,其中一线城市占比77%。

● 增值业务发展多元化，租赁及协销业务带动增长

(1) 住户增值业务：主要通过“优你互联”子品牌来实现，2019-2024 年收入复合增长率达 28.6%，近两年由于毛利率相对较低的社区零售、集采团购和家居装饰业务收入占比大幅增加，拉低了整体毛利率。(2) 非住户增值业务：受地产销售下行影响，近两年业务收入和毛利率下降，后续主要发力工程服务业务。(3) 停车位服务：与关联方中国海外发展、中海宏洋签署框架协议进行车位买卖，受地产销售影响，近两年收入有所下降。

● **风险提示：**三方拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,051	14,024	15,273	16,448	17,656
YOY(%)	15.1	7.5	8.9	7.7	7.3
净利润(百万元)	1,343	1,511	1,612	1,760	1,961
YOY(%)	18.0	12.5	6.7	9.2	11.4
毛利率(%)	15.9	16.6	17.0	17.4	18.0
净利率(%)	10.4	10.8	10.8	11.0	11.5
ROE(%)	32.6	29.6	30.5	23.8	20.5
EPS(摊薄/元)	0.41	0.46	0.49	0.54	0.60
P/E(倍)	11.4	10.1	9.5	8.7	7.8
P/B(倍)	3.7	3.0	2.9	2.1	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 中建集团旗下物管平台，不动产管理服务经验丰富.....	4
1.1、 发展近 40 年，坚守“1155”战略.....	4
1.2、 中国海外集团控股，管理层行业经验丰富.....	4
1.3、 并购企业整体经营情况良好，关联方资金占用较小.....	6
2、 收入利润保持增长，派息比例提升.....	8
2.1、 利润增速高于收入增速，毛利率逆势提升.....	8
2.2、 现金流表现稳健，派息比例提升.....	10
2.3、 资产负债率较高，应收账款伴随收入增长.....	11
3、 物管规模稳健增长，高质量扩张卓有成效.....	12
3.1、 在管规模逐年增长，关联方占比较高.....	12
3.2、 物管收入保持增长，毛利率连续两年提升.....	14
3.3、 关联方销售市占率提高，一线城市占比近八成.....	15
4、 增值业务发展多元化，租赁及协销业务带动增长.....	16
4.1、 住户增值收入稳增，打通社区服务“最后一公里”.....	16
4.2、 非住户增值规模收缩，海博工程助力可持续发展.....	18
4.3、 与关联方签署车位协议，出售数量及收入下滑.....	19
5、 盈利预测与投资建议.....	20
6、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 中海物业拥有 39 年不动产与客户全生命周期管理服务经验.....	4
图 2： 十三五期间，公司提出“一体两翼四驱”战略.....	4
图 3： 十四五期间，公司提出“1155”战略.....	4
图 4： 公司控股股东为中国海外集团.....	5
图 5： 公司关联方较多，且实力背景雄厚.....	5
图 6： 公司 2023-2024 年末出现计提其商誉减值.....	7
图 7： 2022-2024 年公司每年担保金额总计 1 亿元.....	7
图 8： 公司自 2017 年开始向中海宏洋提供贷款 0.75 亿元.....	7
图 9： 公司 2024 年关联方净应收款占关联交易总额比例为 38.4%.....	8
图 10： 公司 2024 年关联方应收账款占比提升至 32.7%.....	8
图 11： 公司 2024 年收入同比增长 7.3%.....	8
图 12： 公司 2024 年基础物管收入占比 76.1%.....	8
图 13： 公司 2024 年归母净利润同比增长 7.3%.....	9
图 14： 公司 2024 年毛利率和净利率均同比提升.....	9
图 15： 公司净利率位于行业中上水平.....	9
图 16： 公司 2023-2024 年基础物管毛利率逆势提升.....	9
图 17： 公司自 2018 年来行政及营销费率不断下降.....	9
图 18： 2022-2024 年经营性净现金流均超 10 亿元.....	10
图 19： 2024 年公司在手现金同比下降 8.3%.....	10
图 20： 公司 2024 年提升至 35.8%.....	10

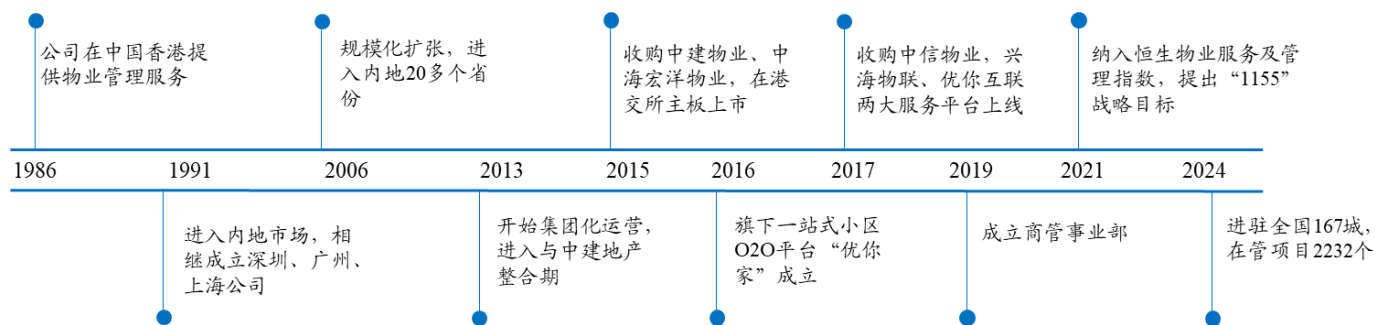
图 21: 公司派息率相较主流物企较低	11
图 22: 公司 2024 年资产负债率偏高, 财务杠杆偏大	11
图 23: 公司 2024 年贸易应收账款同比增长 4.6%	12
图 24: 公司 2024 年贸易应收款与收入比例为 0.19	12
图 25: 公司 2023-2024 年应收账款周转天数位于平均水平	12
图 26: 公司 2024 年在管面积同比增长 7.4%	13
图 27: 公司 2024 年在管面积增速位于头部物企中游	13
图 28: 公司 2024 年在管面积中第三方占比 39.4%	13
图 29: 公司第三方在管面积占比在主流物企中较低	13
图 30: 公司 2024 年在管面积中非住业态占比 28.7%	13
图 31: 公司非住业态在管面积占比在主流物企中较低	13
图 32: 公司 2024 年新增订单面积 7410 万方	14
图 33: 公司 2021 年以来产业园新拓面积占比较高	14
图 34: 公司 2024 年基础物管收入同比增长 13.3%	14
图 35: 公司 2024 年基础物管毛利率同比提升 1.0pct	14
图 36: 公司是行业少有的 2022-2024 年连续两年物管毛利率提升的企业	15
图 37: 中海外 2024 年市占率提升至 3.21%	15
图 38: 中海外 2024 年销售均价同比提升 16.6%	15
图 39: 中海外 2024 年购地金额 806 亿元	16
图 40: 中海外 2024 年拿地强度 33%	16
图 41: 中海外 2018 年以来总土储面积逐年下降	16
图 42: 中海外 2024 年一线城市拿地金额占比达 77%	16
图 43: 公司住户增值包括社区空间运营、不动产增值服务、社区生活服务三大运营方式	17
图 44: 公司 2024 年住户增值服务收入同比增长 7.2%	18
图 45: 公司 2024 年住户增值服务收入占比有提升空间	18
图 46: 公司 2024 年住户增值服务毛利率微降	18
图 47: 公司 2024 年住户增值服务毛利率在行业中偏低	18
图 48: 公司 2024 年非住户增值服务收入同比下降 14.7%	19
图 49: 公司 2024 年非住户增值服务毛利率同比持平	19
图 50: 公司 2024 年工程服务业务占非住户增值收入比例最高	19
图 51: 公司 2023-2024 年车位销售收入有所下降	20
图 52: 公司 2024 年车位销售数量有所下降	20
表 1: 公司管理层拥有丰富的房地产开发及企业管理经验	5
表 2: 2024 年开展三笔回购数量达 290 万股	6
表 3: 公司收并购规模体量不大且集中在上市前	6
表 4: 我们预计公司 2025-2027 年基础物管收入保持增长	20
表 5: 我们预计公司 2025-2027 年收入保持增长	21
表 6: 公司 2025 年 PE 估值低于可比公司均值	22

1、中建集团旗下物管平台，不动产管理服务经验丰富

1.1、发展近 40 年，坚守“1155”战略

中海物业隶属于中国建筑集团旗下中国海外集团，是中国首批获得一级资质的物业管理品牌。中海物业最早于 1986 年在中国香港开展物业服务，1991 年进入中国内地，2015 年在中国香港联交所主板上市，股票代码 2669.HK，2021 年入选恒生物业服务及管理指数。中海物业拥有 39 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 167 个主要城市，位列物业服务百强企业 TOP10。

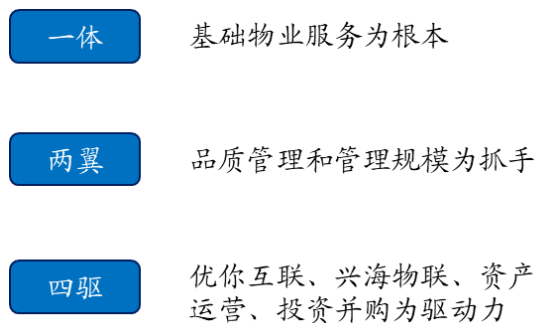
图1：中海物业拥有 39 年不动产与客户全生命周期管理服务经验



资料来源：公司官网、开源证券研究所

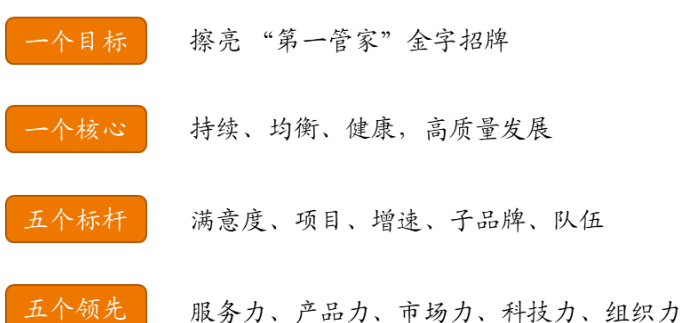
十三五期间，公司提出“一体两翼四驱”战略，以基础物管为根本，品质管理和管理规模为抓手，优你互联、兴海物联、资产运营、投资并购为驱动力。2021 年，公司提出十四五战略规划，即“1155”战略，鉴定一个目标，坚持一个核心，打造五个标杆，实现五个领先，推动核心指标复合增长 30%，内生外拓占比 1:1。

图2：十三五期间，公司提出“一体两翼四驱”战略



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图3：十四五期间，公司提出“1155”战略



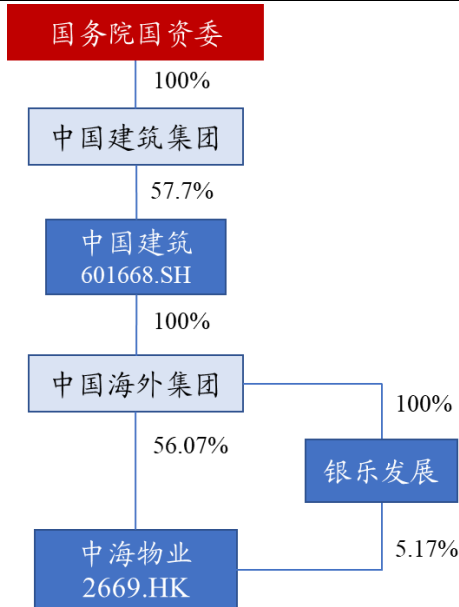
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、中国海外集团控股，管理层行业经验丰富

公司股权结构相对集中，中国海外集团为控股股东，共持有 61.18%，其中包括直接持有 56.07%股份，以及通过银乐发展有限公司间接持有的 5.17%。自上市以后，

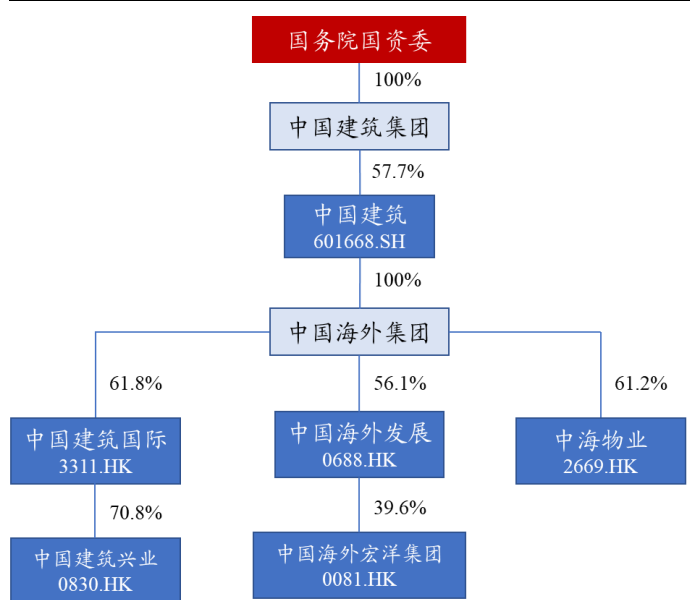
中海集团始终保持 61.2%的股份持有。除中海物业外，旗下还拥有中国海外发展（0688.HK）、中海宏洋（0081.HK）、中国建筑国际（3311.HK）以及中国建筑兴业（0831.HK）四家上市公司，中海系背景雄厚。

图4：公司控股股东为中国海外集团



资料来源：Wind、开源证券研究所（股权信息截至 2024 年末）

图5：公司关联方较多，且实力背景雄厚



资料来源：Wind、开源证券研究所（股权信息截至 2024 年末）

中海物业管理层在 2017 年后基本稳定，2018 年杨鸥掌舵，推动公司迈向新发展阶段。2020 年由张贵清接任颜建国为中海物业董事会主席，拥有丰富的房地产开发及企业管理经验，与中海系渊源深远有利于公司与集团资源整合、战略协同。2023 年，肖俊强接替杨鸥升任行政总裁，于物业管理业务的运营方面拥有约 22 年经验。

表1：公司管理层拥有丰富的房地产开发及企业管理经验

姓名	职务	任职日期	年龄	最新持股数 (万股)	简介
张贵清	董事会主席， 执行董事	2020-02-11	52	21.00	1995 年加入中国海外集团，曾出任苏州、深圳及北方区域公司总经理，现为中海集团董事。曾担任中国海外宏洋集团执行董事兼行政总裁， 拥有逾二十九年房地产开发及企业管理经验。
肖俊强	执行董事，行 政总裁	2023-02-20	47	--	于 2000 年加入中国海外发展的成员公司，曾出任中国海外发展集团及本公司的不同职务，包括北京中海物业管理有限公司总经理、人力资源部总经理、助理总裁及副总裁， 于物业管理业务的运营方面拥有约二十四年经验。
甘沃辉	执行董事，财 务总监	2015-06-25	61	--	公司执行董事兼财务总监，彼亦为本公司若干附属公司之董事，曾出任多个不同的高级财务职位，曾于中海宏洋担任财务资金部(香港)总经理， 于会计、审计及财务领域拥有逾三十七年经验。
庞金营	执行董事，副 总裁	2018-08-22	57	11.80	于 1989 年加入中建集团第七工程局工作，后来于 2004 年加入中海集团，并于中海集团之附属公司担任不同职务曾任中国建筑国际财务资金部助理总经理及中海集团财务资金部总经理， 于工程承包、房地产投资行业拥有逾三十五年财务管理经验。
李振喜	助理总裁，副 总裁	2015-08-18	51	--	现为本公司副总裁，负责本集团于中国内地物业管理的运营事宜，于 1996 年加入中国海外发展集团，曾出任中国海外发展集团旗下多间附属公司的不

姓名	职务	任职日期	年龄	最新持股数 (万股)	简介
					同职务，万达商管管理中心副总经理，曾出任中海物业管理副总经理及本集团助理总裁， 于物业管理业务的运营方面拥有约二十九年经验。
郭磊	非执行董事	2021-08-23	53	703.00	于 2003 年加入中国海外发展旗下附属公司任职，从事投资、营销、工程和合约等管理工作，他曾担任不同地区公司(包括银川、沈阳、雄安及石家庄等城市)及部门的总经理，亦曾为中国海外发展助理总裁，现为中国海外发展副总裁， 拥有约三十一年工程、合约及房地产行业企业管理经验。
吴溢颖	非执行董事	2024-10-25	42	--	吴女士现担任中国海外发展金融业务部和企业传讯部总经理，亦为香港地球之友董事局成员及荣誉司库、香港董事学会理事会成员，以及香港商界会计师协会副会长， 拥有逾二十年企业财务的管理经验。

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司重视股东回报，2024 年开展三笔回购，回购数量 290 万股，约占回购前总股份比例 0.09%，回购金额约 11.21 亿元，并于 2024 年 5 月全部注销。

表2：2024 年开展三笔回购数量达 290 万股

日期	回购数量(万股)	回购金额 (万元)	最高价 (元)	最低价 (元)	回购数量占本次 回购前总股份比 例(%)	年初至今回购数
2024-04-05	60	227.0	3.81	3.73	0.02	290
2024-03-28	180	699.1	3.95	3.79	0.05	230
2024-03-27	50	194.9	4.05	3.76	0.02	50

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、并购企业整体经营情况良好，关联方资金占用较小

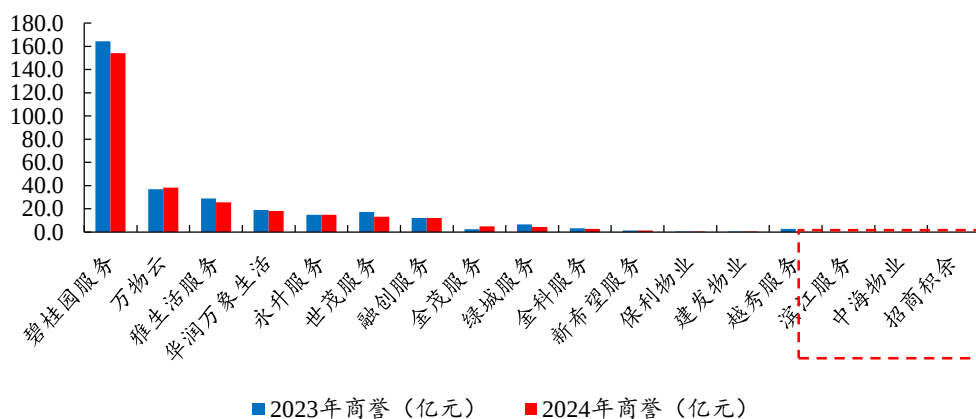
2013-2017 年，关联方中国海外发展密集收购整合，公司在此期间先后收购中建物业、中海宏洋物业、中信物业。上市后收购了中信物业、武汉中建捷诚、广州利合物业等物管公司扩大管理规模，但整体并购规模较小，2023 年收购中海监理最终终止。从收购企业的融入来看，因为收购体量不大，同时公司并未出现计提其商誉减值，整体经营情况良好。

表3：公司收并购规模体量不大且集中在上市前

收购时间	收购标的	收购代价	标的业务
2015	中建物业	-	物管服务
2015/5/28	中海宏洋物业	0.5 亿元	物管服务
2017/10/20	中信物业	1.9 亿元	物管服务
2019/8/16	武汉中建捷诚	0.047 亿元	物管服务
2020/8/21	重庆中信大厦 7 楼	0.1245 亿元	物管服务
2022/12/9	广州利合物业	0.761 亿元	广州亚运城物管业务

资料来源：公司官网、Wind、新京报等、开源证券研究所

图6：公司 2023-2024 年末出现计提其商誉减值



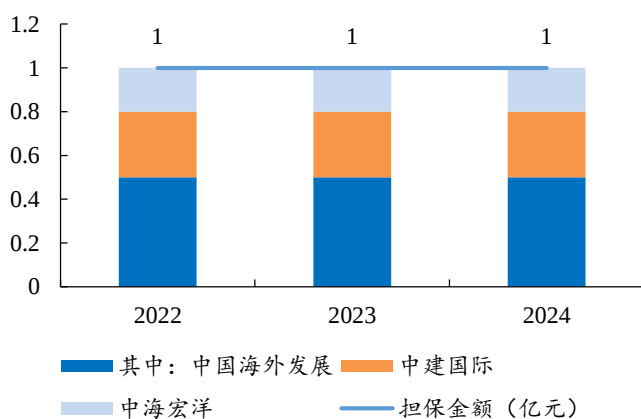
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司关联方占用资金情况包括合同履行担保金额和重续贷款金额，整体规模约 1.75 亿元，比例较低。

合同履行担保：2022-2024 年，公司向中国海外发展、中国建筑国际和中国海外弘扬 3 家公司就若干物管合同进行履约担保，分别支付担保金额 0.5、0.3、0.2 亿元，每年总计 1 亿元。

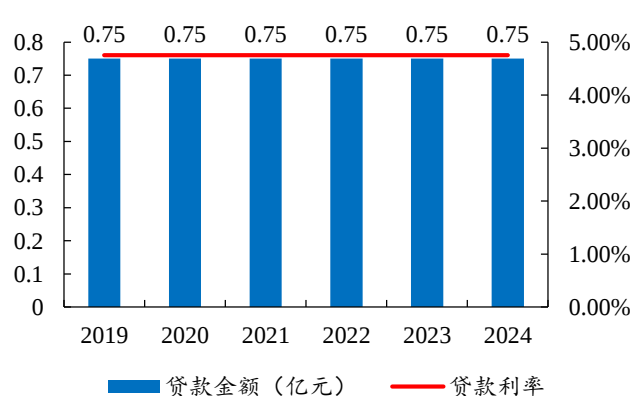
重续贷款：2017-2024 年，公司下属中海物业汕头公司向中海宏洋汕头公司提供无抵押贷款 0.75 亿元，贷款年化利率 4.75%，每期期限三年，到期后分别于 2020 和 2023 年续约。

图7：2022-2024 年公司每年担保金额总计 1 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

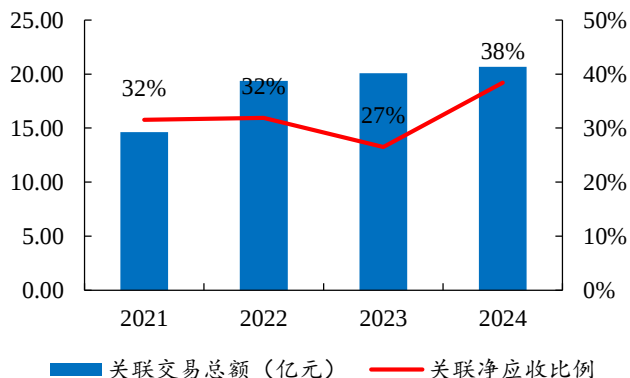
图8：公司自 2017 年开始向中海宏洋提供贷款 0.75 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

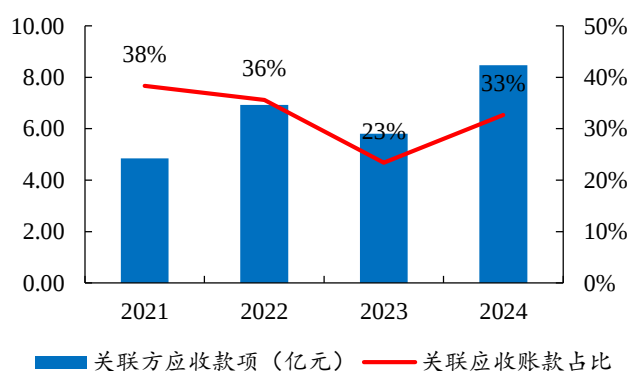
根据公司年报，2024 年公司与中建集团、中海集团、中国海外发展、中国建筑国际及其附属公司等关联方的关联交易总额（物管收入、增值服务收入及租金和水电费支出）为 20.67 亿元，同比增长 3.0%；其中关联方应收账款 8.48 亿元，同比增长 45.9%，占总应收账款比例提升至 32.7%；关联方应付账款 0.54 亿元，关联方净应收款 7.94 亿元，占关联交易总额比例为 38.4%。

图9：公司 2024 年关联方净应收款占关联交易总额比例为 38.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司 2024 年关联方应收账款占比提升至 32.7%



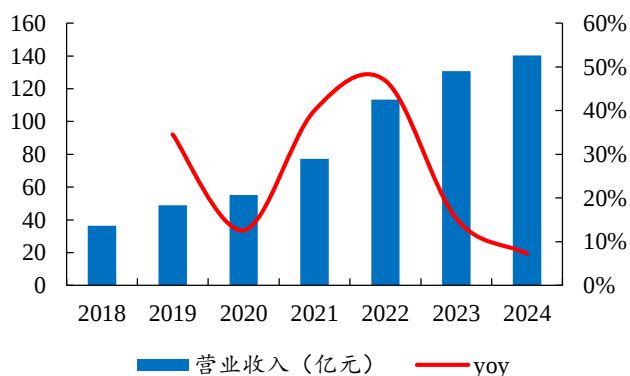
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、收入利润保持增长，派息比例提升

2.1、利润增速高于收入增速，毛利率逆势提升

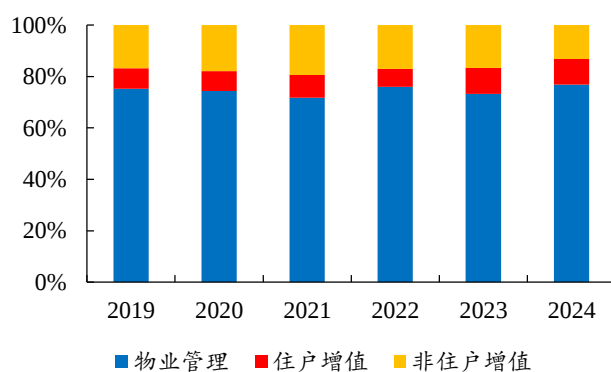
公司业务主要分为基础物业管理、住户增值服务、非住户增值服务及停车位买卖服务四大板块。公司上市以来收入利润均保持增长，2019-2024 年收入复合增长率达 23.1%，2024 年实现收入 140.24 亿元，同比增长 7.3%，其中基础物管收入占比 76.1%，仍为公司主要收入来源，住户增值、非住户增值、停车位买卖服务收入占比分别为 9.9%、13.0%、1.0%。

图11：公司 2024 年收入同比增长 7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

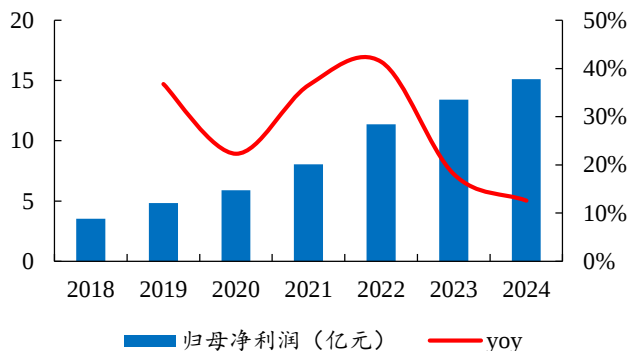
图12：公司 2024 年基础物管收入占比 76.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

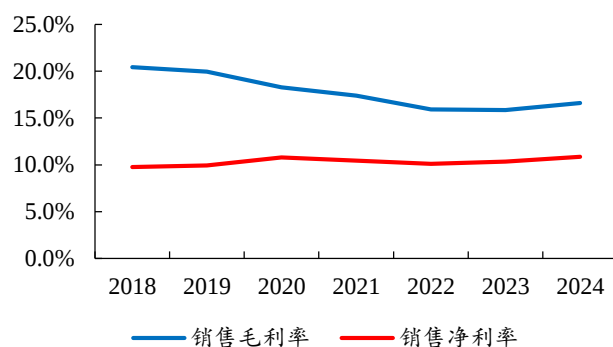
公司 2019-2024 年归母净利润复合增长率达 25.7%，2024 年实现归母净利润 15.11 亿元，同比增长 12.5%，高于收入增速；实现除税前归母净利润 15.22 亿元，同比增长 12.6%；销售毛利率和净利率分别提升 0.7pct、0.5pct 至 16.6%、10.8%。公司盈利能力逆势提升一方面由于基础物管毛利率同比提升 1.0pct 至 16.0%，另一方面公司行政及营销费用近两年降至 3% 左右。与其他头部物企相比，公司综合毛利率水平偏低，但公司净利率位于行业中上水平，且 2024 年公司盈利水平平均逆势提升。

图13：公司 2024 年归母净利润同比增长 7.3%



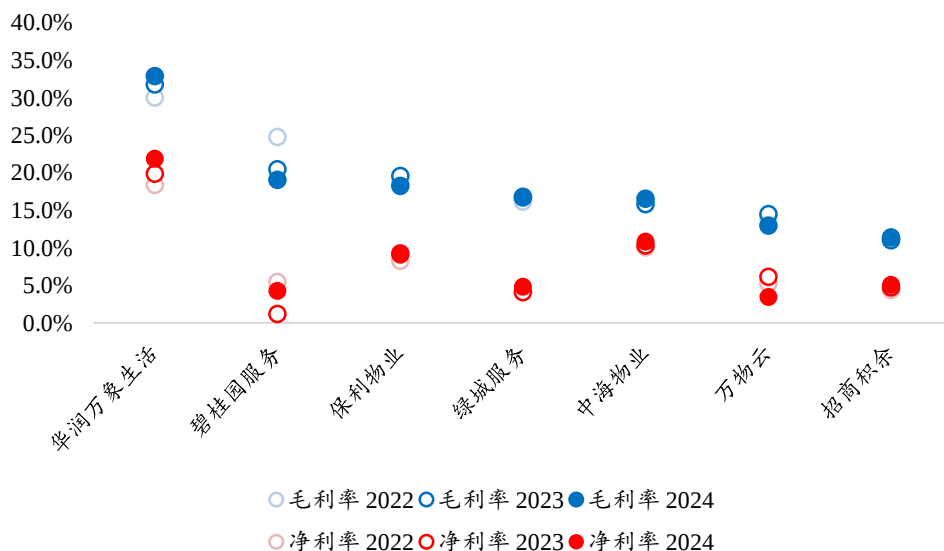
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：公司 2024 年毛利率和净利率均同比提升



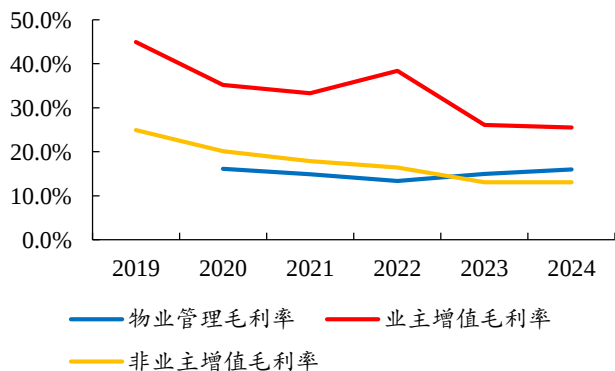
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司净利率位于行业中上水平



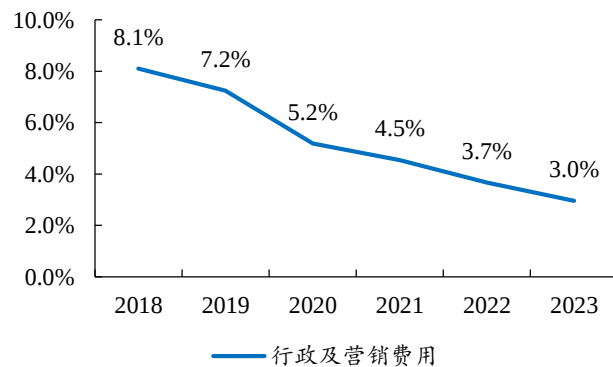
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司 2023-2024 年基础物管毛利率逆势提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司自 2018 年来行政及营销费率不断下降

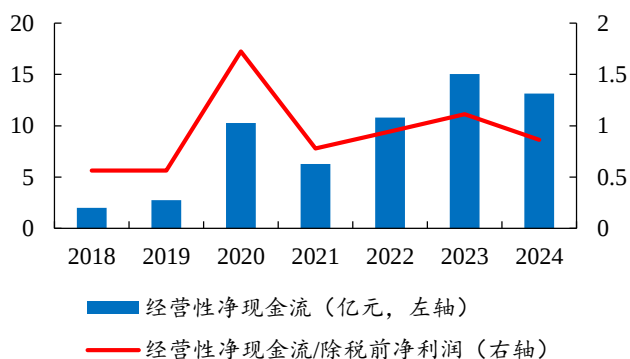


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、现金流表现稳健，派息比例提升

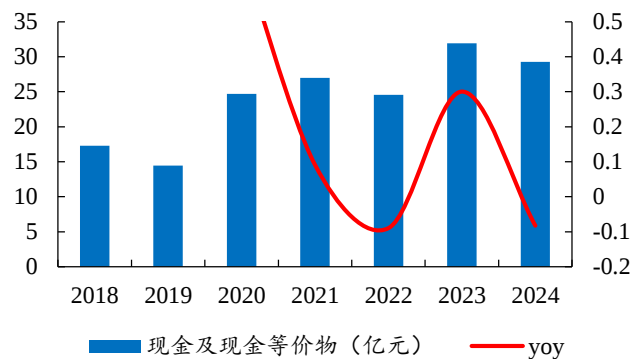
公司近年来现金流表现持续稳健，2022-2024 年经营性净现金流均超 10 亿元，其中 2024 年经营性净现金流 13.13 亿元，约可覆盖 2024 年除税前净利润 0.86 倍。截至 2024 年末，公司在手现金 29.28 亿元，同比下降 8.3%。

图18：2022-2024 年经营性净现金流均超 10 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

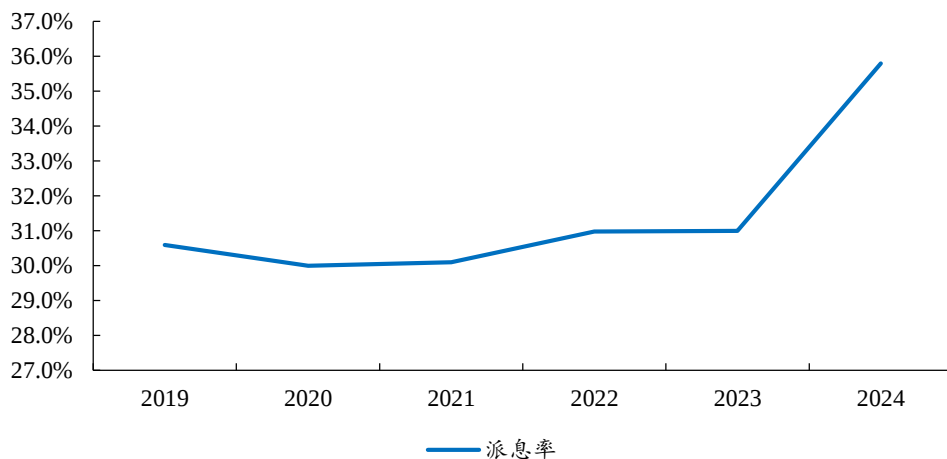
图19：2024 年公司在手现金同比下降 8.3%



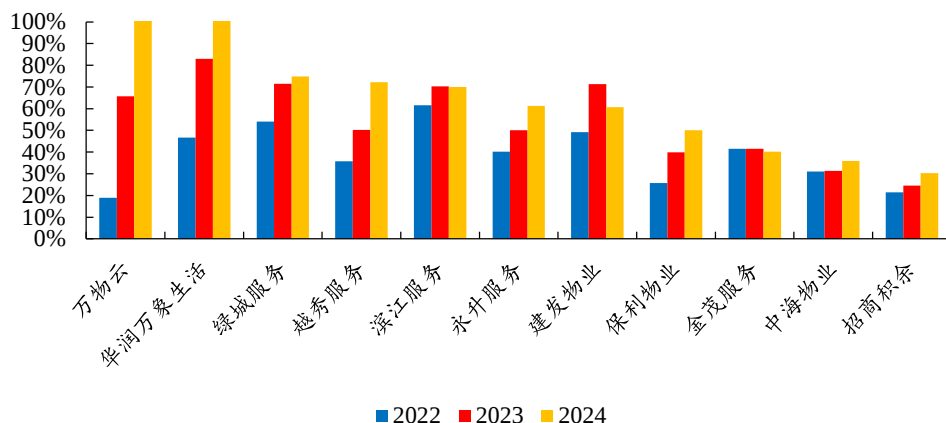
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司分红派息比例较稳定，2019-2023 年分红比例保持在 30%左右，2024 年提升至 35.8%，但相较主流物企派息率相对较低。

图20：公司 2024 年提升至 35.8%



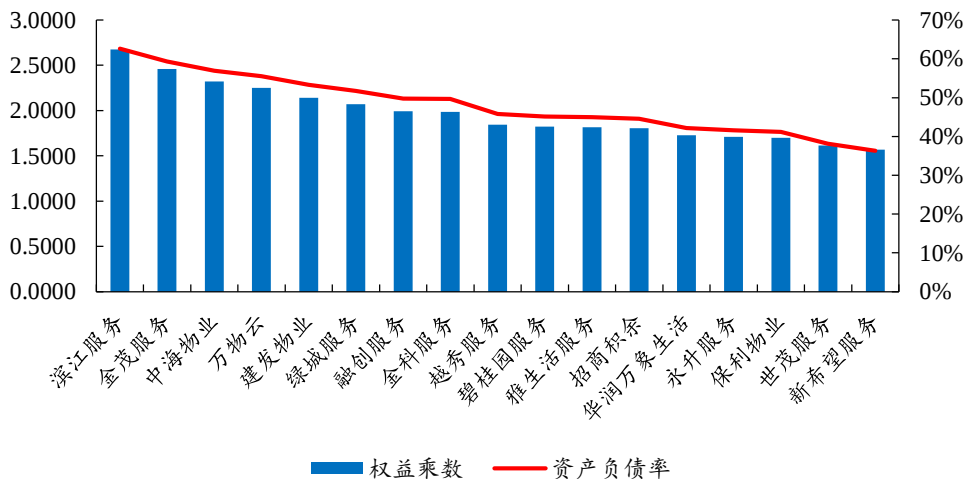
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司派息率相较主流物企较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、资产负债率较高，应收账款伴随收入增长

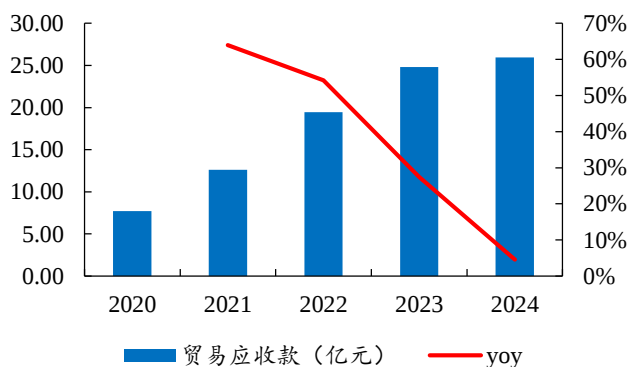
由于公司上市时未从市场融资，资本积累依靠主要依靠业务增长实现，因此相比其他物业公司资产负债率偏高，财务杠杆偏大，2024 年资产负债率 56.9%，高于同为央企的保利物业和招商积余。

图22：公司 2024 年资产负债率偏高，财务杠杆偏大


数据来源：Wind、开源证券研究所

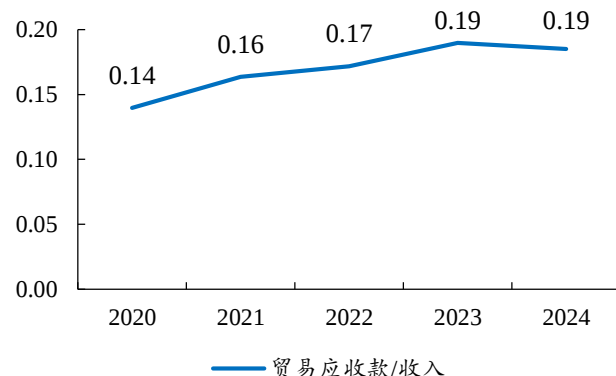
公司 2020 年以来贸易应收款伴随收入提升而增长，2024 年贸易应收账款 25.96 亿元，同比增长 4.6%，贸易应收款与收入比例为 0.19，同比基本持平，整体账款回收周期拉长。行业对比来看，公司 2023-2024 年应收账款增速相对平稳，应收账款周转天数位于平均水平。

图23：公司 2024 年贸易应收账款同比增长 4.6%



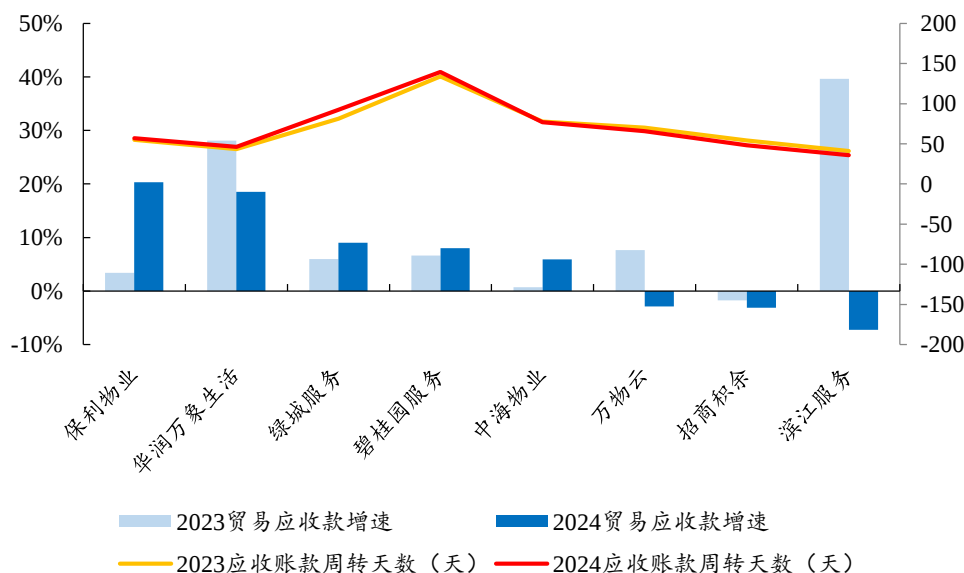
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：公司 2024 年贸易应收款与收入比例为 0.19



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：公司 2023-2024 年应收账款周转天数位于平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

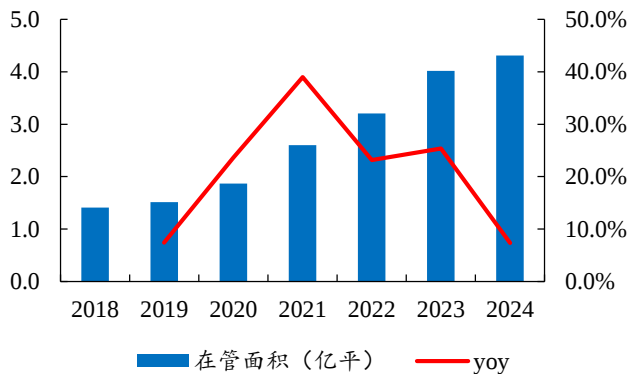
3、物管规模稳健增长，高质量扩张卓有成效

3.1、在管规模逐年增长，关联方占比较高

公司基础物管以住宅业态为主导，非住业态不断拓展，涵盖商业、写字楼、购物中心、酒店、产业园、物流园、航空、高铁、医院、学校、政府物业、城市服务、公园、口岸、道桥、公交站及其他公共设施。公司在中国香港物管市场份额稳居第一，保持港澳地区最大中资物企龙头地位。

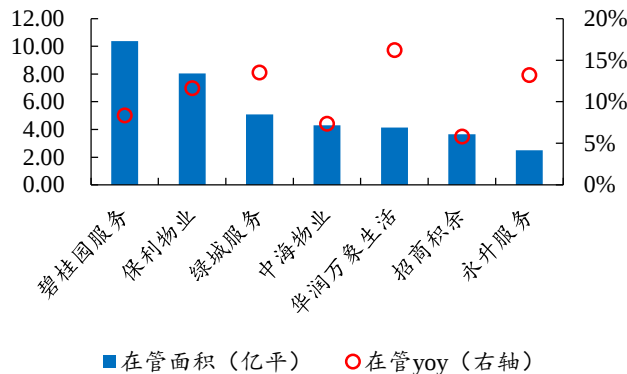
截至 2024 年末，公司进驻城市 167 座，在管项目 2232 个，在管面积 4.31 亿平，同比增长 7.4%，2019-2024 年收入复合增速达 23.3%。公司在管规模和同为央企的华润万象生活和招商积余体量相近，2024 年在管面积增速位于头部物企中游水平。

图26：公司 2024 年在管面积同比增长 7.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

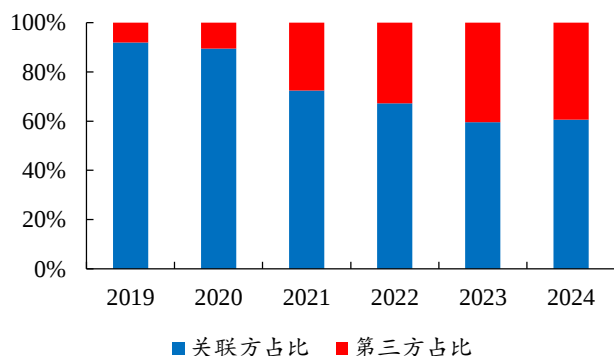
图27：公司 2024 年在管面积增速位于头部物企中游



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

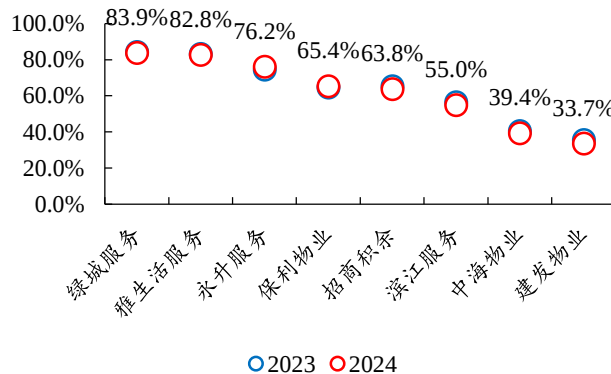
公司自上市以来，在管项目中关联方占比由超 90%降至约 60%，市场化拓展路径清晰。2024 年公司在管面积中中建和中国海外集团占比 60.6%，同比提升 1.1pct，第三方占比 39.4%，占比在主流物企中仍较低。分业态看，2024 年公司在管面积中住宅占比 71.3%，同比提升 1.4pct，非住宅业态占比 28.7%，占比在主流物企中较低。

图28：公司 2024 年在管面积中第三方占比 39.4%



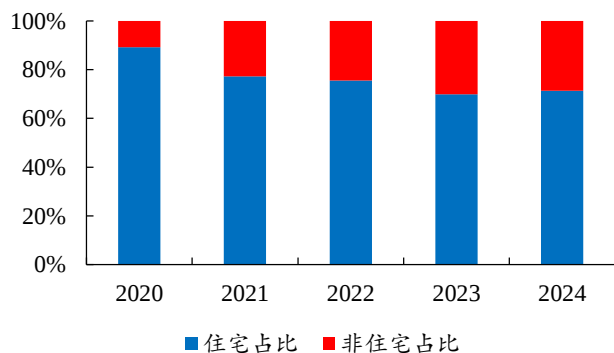
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：公司第三方在管面积占比在主流物企中较低



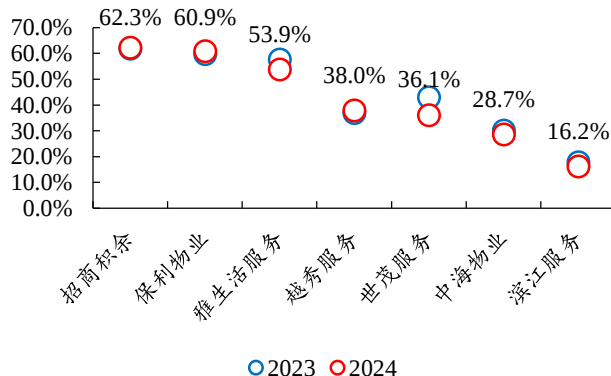
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：公司 2024 年在管面积中非住宅占比 28.7%



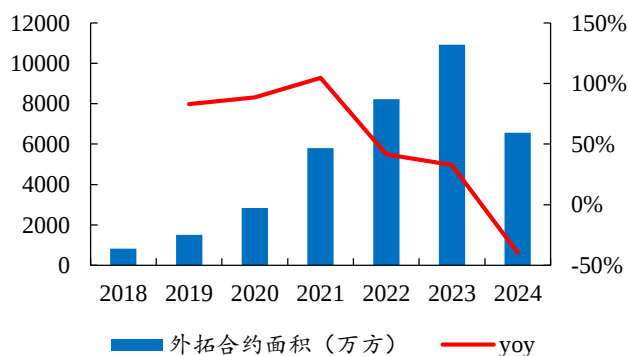
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：公司非住宅业态在管面积占比在主流物企中较低

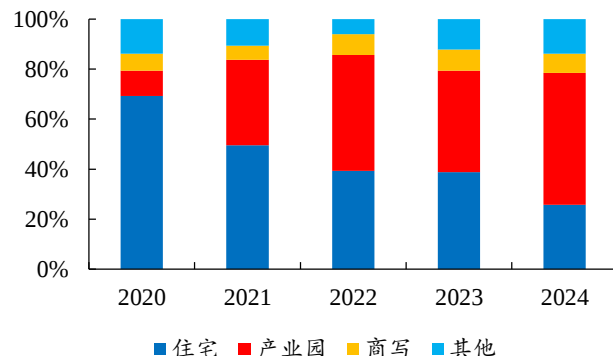


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

公司 2024 年新增订单面积 7410 万方，新签合约额达 44.4 亿元，新签项目单价同比提升 21.6%，其中来自独立第三方面积占比 63.3%，近四年新签项目第三方面积占比均超 50%。分业态来看，新签项目中住宅、产业园、商写分别占比 25.8%、52.7%、7.6%。同时为优化业务结构集亏损项目治理，公司 2024 年退出项目 4450 万方。

图32：公司 2024 年新增订单面积 7410 万方


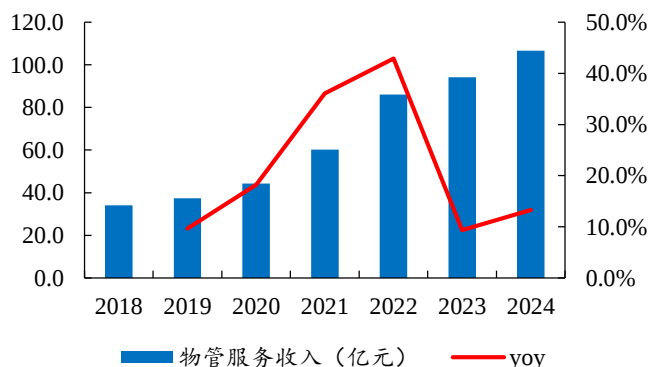
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：公司 2021 年以来产业园新拓面积占比较高


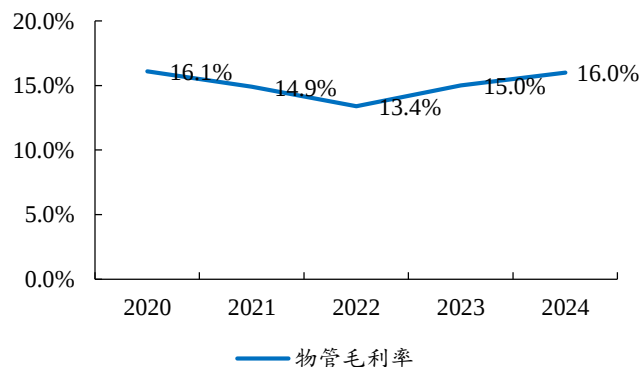
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、物管收入保持增长，毛利率连续两年提升

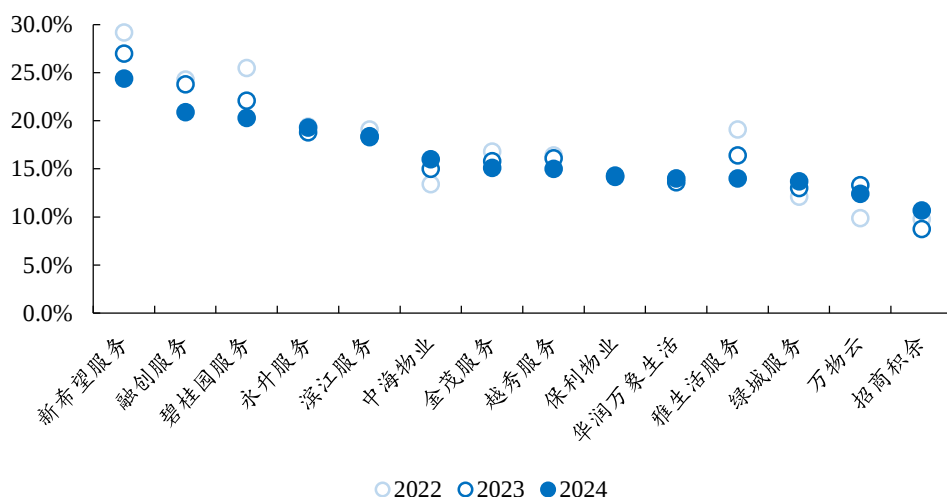
公司基础物管收入保持增长，2019-2024 年收入复合增速 23.3%，2024 年收入 106.7 亿元，同比增长 13.3%，业务毛利率 16.0%，同比提升 1.0pct，主要系（1）退出部分亏损项目，（2）关联方高端住宅交付面积增加，物管单价上涨带来利润提升，（3）人力成本压降带来管理效率的提升。对于行业头部物企，公司物管毛利率位于平均水平，领先于同为央企的保利物业和招商积余，也是行业少有的 2022-2024 年连续两年物管毛利率提升的企业。

图34：公司 2024 年基础物管收入同比增长 13.3%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司 2024 年基础物管毛利率同比提升 1.0pct


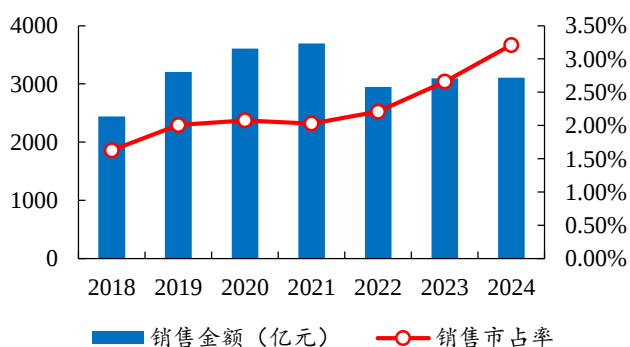
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：公司是行业少有的 2022-2024 年连续两年物管毛利率提升的企业


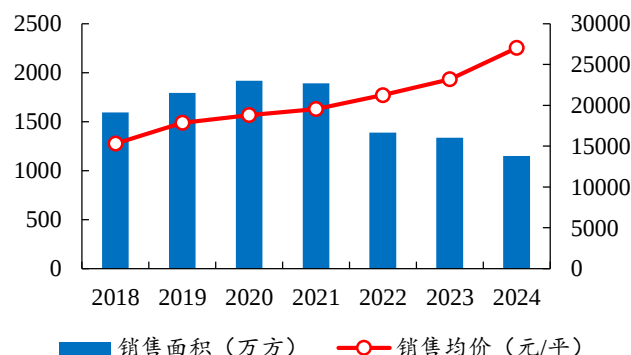
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.3、关联方销售市占率提高，一线城市占比近八成

公司关联方中国海外发展 2024 年销售金额 3107 亿元，同比+0.3%，权益销售规模行业第一，市占率提升至 3.21%；销售均价 27047 元/平，同比+16.6%，为公司提供优质的高单价在管项目。中海外 2024 年新增 22 宗土地，购地金额 806 亿元，权益比 86%，拿地规模行业第一，其中一线城市占比 77%。截至 2024 年末，中海外（不含中海宏洋）总土储 2877 万方，权益比 88%，一线+强二线城市占比 85%，未来中海外在北、上、深的高端楼盘陆续交付，有望使公司物业管理费明显上涨，进一步推动基础物管毛利率的优化提升。

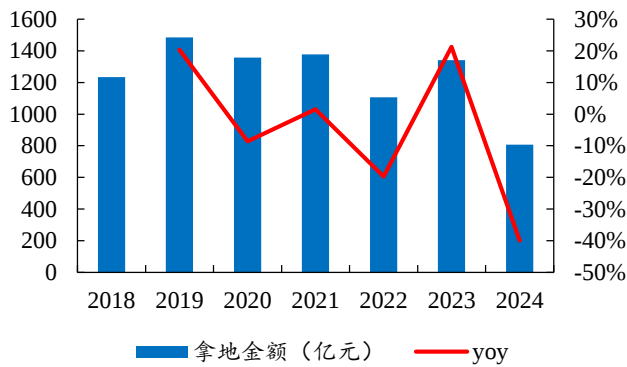
图37：中海外 2024 年市占率提升至 3.21%


数据来源：中国海外发展公告、开源证券研究所

图38：中海外 2024 年销售均价同比提升 16.6%


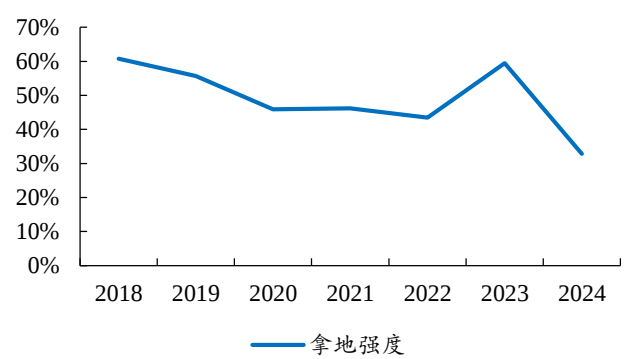
数据来源：中国海外发展公告、开源证券研究所

图39：中海外 2024 年购地金额 806 亿元



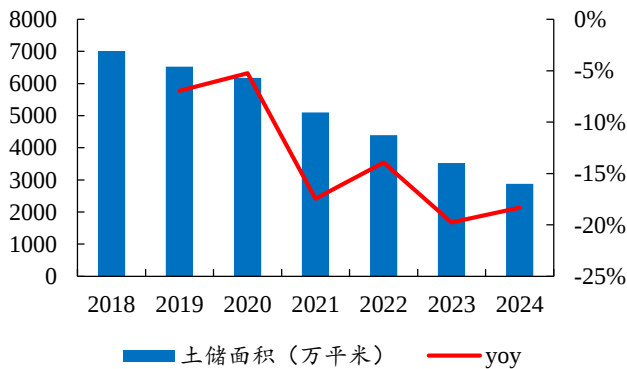
数据来源：中国海外发展公告、开源证券研究所

图40：中海外 2024 年拿地强度 33%



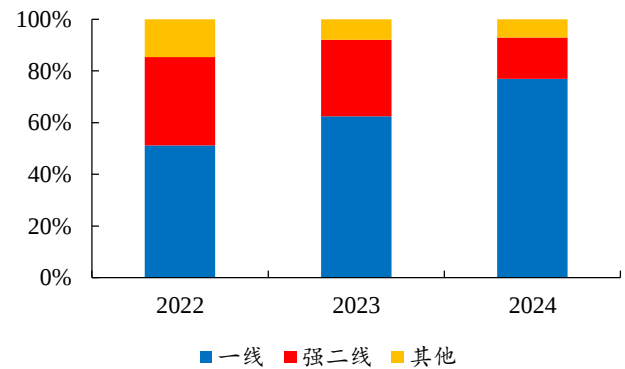
数据来源：中国海外发展公告、开源证券研究所

图41：中海外 2018 年以来总土储面积逐年下降



数据来源：中国海外发展公告、开源证券研究所

图42：中海外 2024 年一线城市拿地金额占比达 77%



数据来源：中国海外发展公告、开源证券研究所

4、增值业务发展多元化，租赁及协销业务带动增长

4.1、住户增值收入稳增，打通社区服务“最后一公里”

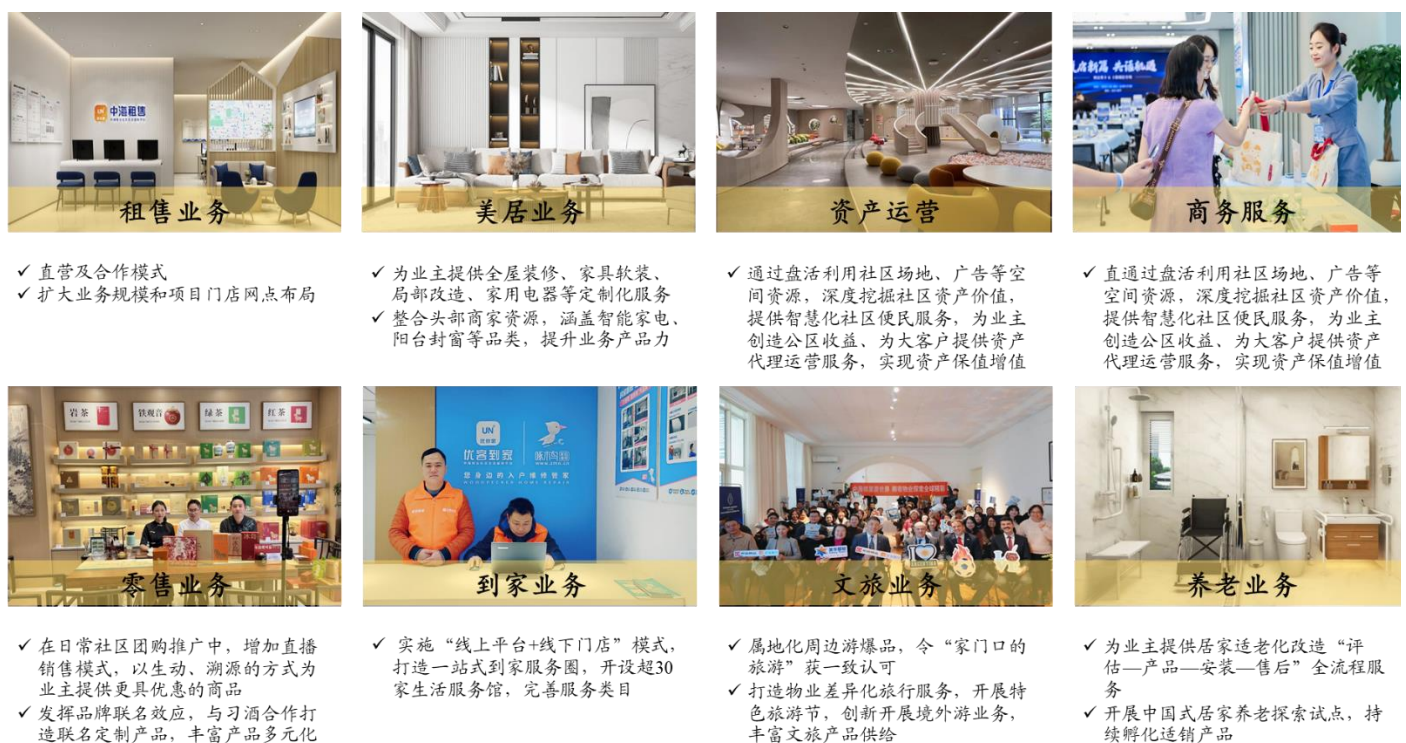
公司住户增值业务主要通过“优你互联”子品牌来实现，通过聚焦社区空间运营、不动产增值服务、社区生活服务三大运营方式，探索“物业服务+生活服务”模式，打造有温度的一刻钟便民生活圈。

社区空间运营：深化推进自营广告业务落地，全面启动小区品牌推广活动，推进多类智能终端入驻全国中海小区，便民利民。

不动产增值服务：租售业务通过直营、内部合营及外部联营等多种模式，适时扩大业务规模和项目门店网点布局，并着力成为地产商新房分销的重要渠道，通过代理销售及渠道分销两大业务形式获得市场份额，为业主提供一站式专业资产管理服务；美居业务整合头部商家资源，涵盖智慧家电、阳台封窗等主流品类，通过房屋营销阶段引入标准套装、交付阶段提供拎包入住服务及入住后的焕新改造服务，拓宽业主购房装修标准选择，为业主提供一站式无忧家装服务。

小区生活服务：围绕业主美好生活服务需求，做产品优服务，到家业务与多个行业头部品牌达成合作，补齐家政、搬家、就医规划、旧物回收等类目短板，完善服务类目，开设生活服务馆门店，探索自营门店模式，成为线下业务增长重要渠道；**文旅业务**打造物业差异化旅行服务，开展特色旅游节，创新开展境外游业务，丰富文旅产品供给；**零售业务**聚焦高频刚需大单品和酒饮类产品，通过电商平台、小区集市、小区团购、在线直播等形式，提高客户消费黏性；积极探索**物业+养老服务**新模式，通过聚焦居家适老化改造、康养旅居、小区助餐等服务领域，为小区长者搭建15分钟养老服务圈，更好地满足小区长者日益多样化、多层次的养老服务需求。

图43：公司住户增值包括社区空间运营、不动产增值服务、社区生活服务三大运营方式

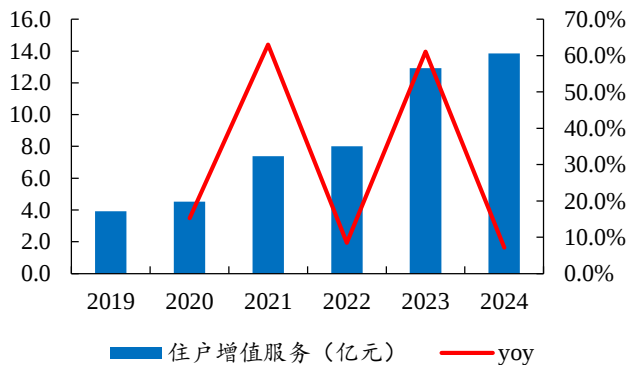


资料来源：公司官网、开源证券研究所

2019 年以来公司住户增值服务收入保持增长，2019-2024 年收入复合增长率达 28.6%，其中 2024 年收入 13.8 亿元，同比增长 7.2%，收入占比 9.9%，同比基本不变，在头部物企中属于平均水平，未来还有进一步提升空间。

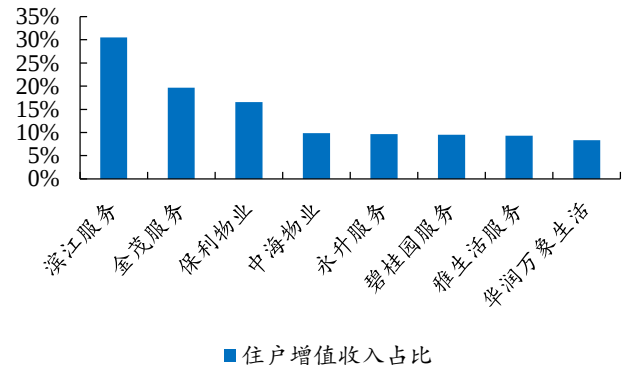
公司住户增值服务毛利率近两年有所下降，2019-2022 年毛利率水平超 30%，2023-2024 年降至 26%左右，主要由于毛利率相对较低的社区零售、集采团购和家居装饰业务收入占比大幅增加，拉低了整体毛利率，也导致公司住户增值服务毛利率在行业中偏低。

图44：公司 2024 年住户增值服务收入同比增长 7.2%



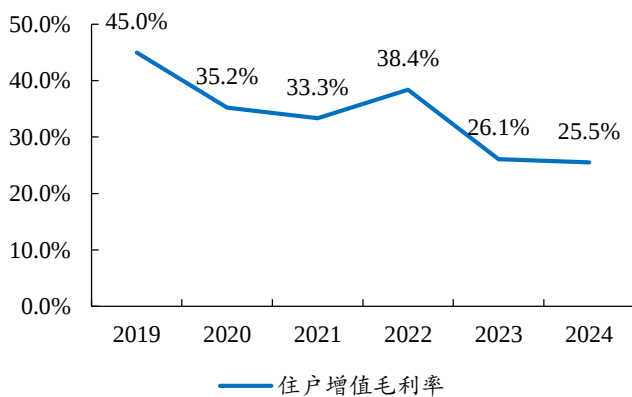
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：公司 2024 年住户增值服务收入占比有提升空间



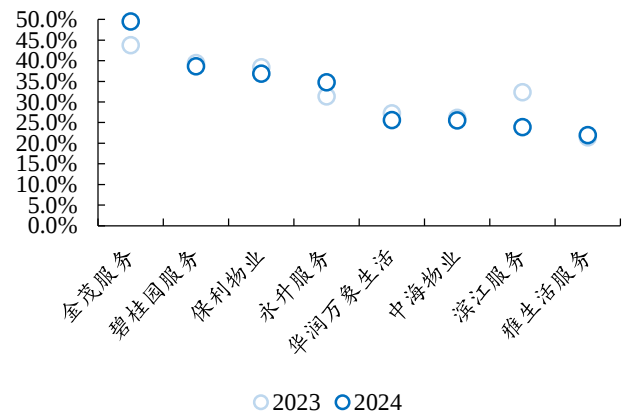
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图46：公司 2024 年住户增值服务毛利率微降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图47：公司 2024 年住户增值服务毛利率在行业中偏低



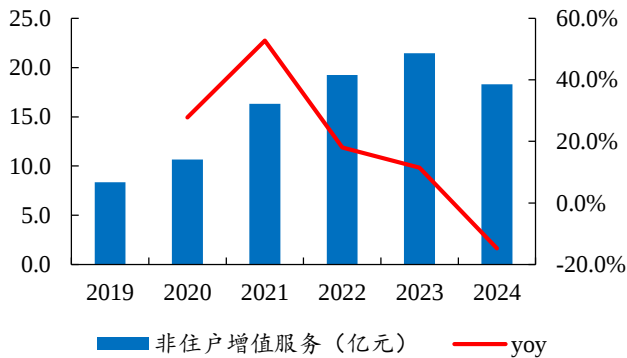
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4.2、非住户增值规模收缩，海博工程助力可持续发展

公司非住户增值业务包括为地产开发商和物业管理公司提供的工程、审阅建筑图则、设备设施选型建议、交付前、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。受房地产销售下滑影响，公司新房智能化工程业务量、开发商交付前咨询服务和销项查验服务业务量下降，公司 2024 年非住户增值收入 18.3 亿元，同比下降 14.7%，其中工程服务、交付前服务、销项查验服务、顾问咨询服务分别同比-13.6%、-14.6%、-28.2%、+21.3%。

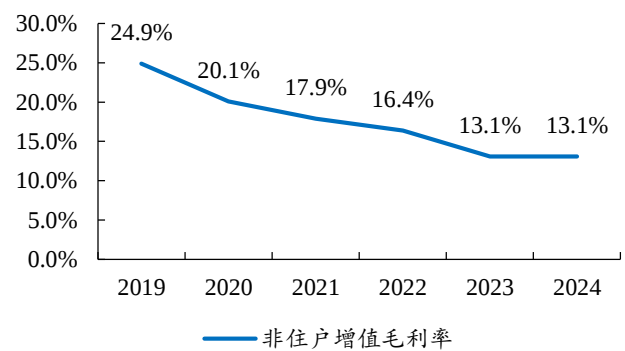
由于毛利率较高的开发商增值服务收入占比大幅下降，公司近两年非住户增值业务毛利率下滑，2024 年业务毛利率 13.1%，同比保持持平，年内调节业务结构，减少了毛利率较低的硬件产品销售。

图48：公司 2024 年非住户增值服务收入同比下降 14.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

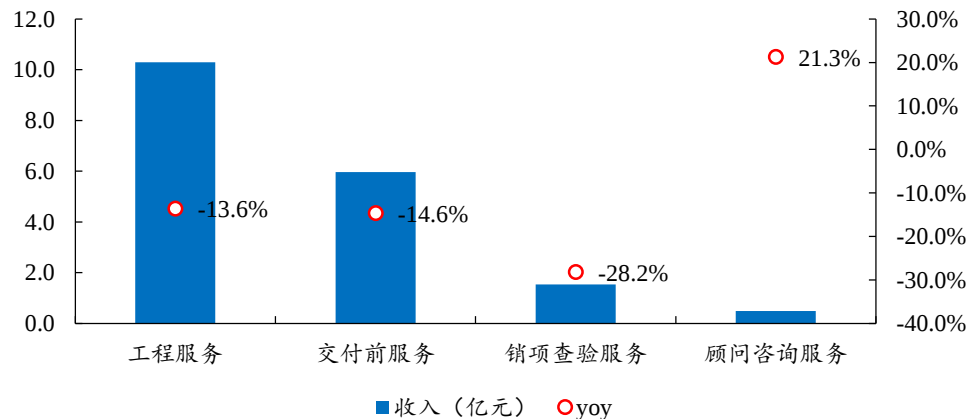
图49：公司 2024 年非住户增值服务毛利率同比持平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司工程服务业务主要通过业旗下工程增值服务子品牌海博工程来发展，海博工程拥有近 40 年工程经验，为建筑全生命周期工程服务创领者。海博工程在双碳市场聚焦新能源充电业务和节能改造业务，在存量市场发力电梯更新及加装业务和维修保养业务，在增量市场关注新房团装和质保期业务，通过可持续发展模式，构建差异化竞争优势，业务收入占比由 2022 年 41.8% 提升至 2024 年 56.3%。

图50：公司 2024 年工程服务业务占非住户增值收入比例最高

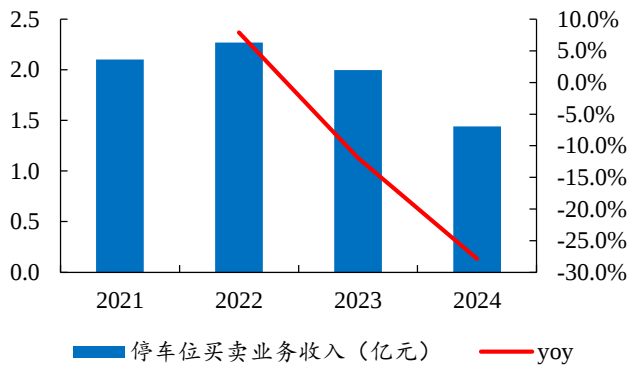


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、与关联方签署车位协议，出售数量及收入下滑

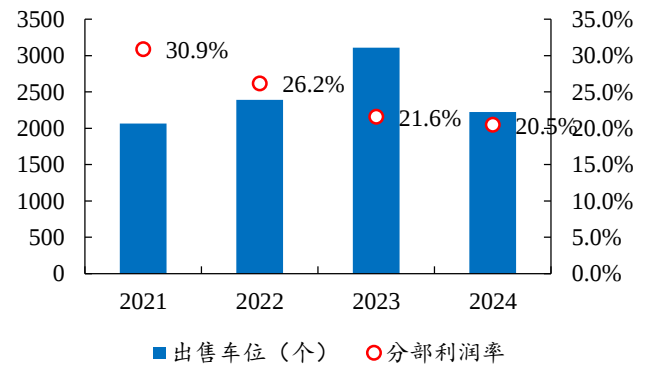
公司于 2022 年分别与关联方中国海外发展、中海宏洋签署框架协议，公司可不时就收购停车位与关联方订立交易，根据协议，公司 2023-2025 年需支付的协议总额年度上限为 9 亿港元。公司近两年车位销售收入有所下降，2024 年停车位买卖收入 1.4 亿元，同比-27.9%，收入占比 1.0%，主要系出售车位数量由 2023 年 3019 个下降至 2024 年 2224 个，由于房地产销售市场不景气，业务分部利润率降至 20.5%。

图51：公司 2023-2024 年车位销售收入有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图52：公司 2024 年车位销售数量有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们将公司业务分成物业管理、住户增值、非住户增值、停车位服务四大板块进行预测：

（1）物业管理

公司基础物管业务近年来收入保持增长，新签订单规模保持平稳，其中 2024 年新签订单 7410 万方，退出面积 4450 万方，在管面积净新增约 0.3 亿平，新签项目单价同比大幅提升。在关联方交付面积下降、物管外拓竞争加剧的环境下，我们预计公司 2025-2027 年新签订单分别为 7000、6000、5000 万方，公司退出低质或亏损项目面积分别为 4000、3000、2000 万方，净新增面积均为 0.3 亿平，同时假设在管项目单价不变，新增项目单价同比提升，测算得出公司 2025-2027 年基础物管收入增速分别为 11.5%、9.7%、9.0%。伴随中海外一线城市高物业费项目陆续交付，以及低毛利项目陆续推出，我们预计基础物管毛利率有望平稳提升。

表4：我们预计公司 2025-2027 年基础物管收入保持增长

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新增订单（万方）	6030	8120	7410	7000	6000	5000
新签合约额（亿元）	29.1	40.0	44.4	38.5	34.2	29.5
新签项目单价（元/平）	48.3	49.3	59.9	55	57	59
退出面积（万方）		2000	4450	4000	3000	2000
在管面积（亿平）	3.2	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2
在管项目单价（元/平）	26.8	23.4	24.7	25.8	26.6	
物业管理收入（亿元）				119.0	130.5	142.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）住户增值

2019 年以来公司住户增值服务收入保持增长，其中 2024 年收入占比 9.9%，较头部物企还有进一步提升空间。我们预计公司后续在居家生活服务领域收入占比有望提升，2025-2027 年住户增值服务收入增速均为 5%。在毛利率相对较低的家居装

饰业务收入占比增加情况下，公司 2025 年住户增值毛利率改善预期较低，后续通过业务结构调整毛利率有望企稳回升。

(3) 非住户增值

受开发商增值业务减少影响，公司近两年非住户增值服务收入下降，但公司大力发展海博工程，工程服务业务收入占比由 2022 年 41.8%提升至 2024 年 56.3%，能够有效对冲开发商增值业务收缩的影响，预计 2025-2027 年非住户增值服务收入增速均为-3%，业务毛利率触底反弹。

(4) 停车位服务

公司停车位服务业务主要来自关联方中国海外发展和中海宏洋的未售车位，受房地产销售市场影响较大，鉴于 2024 年停车位业务收入下降明显，基数较低，我们预计公司 2025-2027 年停车位服务收入增速均为 3%，业务毛利率先下降后回升。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 8.9%、7.7%、7.3%，毛利率分别为 17.0%、17.4%、18.0%。

表5：我们预计公司 2025-2027 年收入保持增长

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	130.5	140.2	152.7	164.5	176.6
yoy	13.1%	7.5%	8.9%	7.7%	7.3%
物业管理	94.15	106.66	118.97	130.48	142.27
住户增值	12.92	13.85	14.54	15.27	16.03
非住户增值	21.45	18.29	17.74	17.21	16.69
停车位服务	2.00	1.44	1.49	1.53	1.58
毛利率	15.9%	16.6%	17.0%	17.4%	18.0%
物业管理毛利率	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
业主增值毛利率	26.1%	25.5%	25.0%	25.5%	26.0%
非业主增值毛利率	13.1%	13.1%	13.3%	13.5%	14.0%
停车位服务毛利率	19.7%	18.2%	18.0%	19.0%	20.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取物管行业头部、较早市场化的万物云、绿城服务以及同为央企的保利物业、招商积余和公司进行估值对比，公司 2025-2027 年 PE 估值低于可比公司均值。中海物业隶属于中国建筑集团旗下中国海外集团，关联方背景强大，拿地稳健销售市占率明显提升，交付资源充足且项目能级不断提升。公司在管项目规模持续提升，伴随亏损项目退出、高端住宅陆续交付等项目结构调整，盈利能力有望持续改善。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.1、17.6、19.6 亿元，对应 EPS 为 0.49、0.54、0.60 元，当前股价对应 PE 为 9.5、8.7、7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司 2025 年 PE 估值低于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润（亿人民币）				PE（倍）			
			亿人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2602.HK	万物云	未评级	264.1	11.5	15.1	17.7	20.3	23.0	17.5	14.9	13.0
6049.HK	保利物业	买入	179.0	14.7	15.8	17.2	18.8	12.1	11.3	10.4	9.5
2869.HK	绿城服务	买入	142.7	7.9	9.2	10.3	11.4	18.2	15.5	13.9	12.6
001914.SZ	招商积余	买入	126.2	8.4	9.2	10.8	12.2	15.0	13.7	11.7	10.3
								17.1	14.5	12.7	11.4
2669.HK	中海物业	买入	153.2	15.1	16.1	17.6	19.6	10.1	9.5	8.7	7.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除万物云盈利预测来自 Wind 一致预期外，其余公司盈利预测与估值均来自开源证券研究所预测；2、股价数据截至 2025 年 9 月 19 日，汇率 1 港币=0.91 人民币。

6、风险提示

（1）三方外拓放缓：行业竞争加剧，公司对第三方企业的项目拓展不及预期，合约面积和在管面积增速放缓。

（2）关联公司经营不及预期：中海外和中海宏洋销售和拿地进度不及预期，开发节奏放缓，公司来自关联方的项目减少。

（3）房地产销售下行：房地产销售下行导致项目进度放缓，物业在管面积增速降低，收费有所下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,931	11,217	11,343	12,793	13,869
现金	3,192	2,928	4,277	4,770	5,297
应收账款	4,065	4,600	4,930	5,287	5,672
存货	736	653	685	720	756
其他流动资产	1,939	3,036	1,451	2,016	2,144
非流动资产	680	788	1,053	2,465	3,879
固定资产及在建工程	113	130	143	157	173
无形资产及其他长期资产	567	659	910	2,308	3,706
资产总计	10,611	12,005	12,396	15,258	17,748
流动负债	6,365	6,741	6,924	7,581	7,796
短期借款	56	50	55	61	67
应付账款	2,027	2,471	2,427	2,847	2,815
其他流动负债	4,282	4,220	4,442	4,674	4,915
非流动负债	69	91	127	178	249
长期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他非流动负债	69	91	127	178	249
负债合计	6,434	6,831	7,051	7,759	8,046
股本	683	684	697	711	725
储备	3,432	4,417	4,582	6,695	8,858
归母所有者权益	4,114	5,100	5,279	7,406	9,583
少数股东权益	56	64	66	92	119
负债和股东权益总计	10,611	12,005	12,396	15,258	17,748

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,505	1,313	1,714	1,886	2,118
税前利润	1,803	2,010	2,253	2,520	2,808
折旧和摊销	83	103	124	148	178
营运资本变动	39	(320)	(34)	(34)	(34)
其他	(420)	(480)	(629)	(749)	(835)
投资活动现金流	(279)	(995)	217	(770)	(900)
资本开支	143	138	119	127	132
其他	(422)	(1,133)	97	(897)	(1,032)
融资活动现金流	(463)	(589)	(651)	(700)	(767)
股权融资	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
银行借款	56	53	237	262	- 0
其他	(519)	(642)	(888)	(962)	(767)
汇率变动对现金的影响	11	7	8	8	9
现金净增加额	774	(264)	1,287	424	459
期末现金总额	3,192	2,928	4,277	4,770	5,297

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,051	14,024	15,273	16,448	17,656
营业成本	10,981	11,698	12,684	13,579	14,485
营业费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
管理费用	387	431	458	486	514
其他收入/费用	121	118	130	143	157
营业利润	1,803	2,012	2,261	2,526	2,815
净财务收入/费用	(7)	(9)	(12)	(12)	(12)
其他利润	(7)	(11)	(20)	(18)	(19)
除税前利润	1,803	2,010	2,253	2,520	2,808
所得税	452	489	608	706	786
少数股东损益	9	11	33	54	61
归母净利润	1,343	1,511	1,612	1,760	1,961
EBITDA	1,810	2,019	2,266	2,532	2,821
扣非后净利润	12,569	14,146	15,094	16,479	18,364
EPS(元)	0.41	0.46	0.49	0.54	0.60

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	7.5	8.9	7.7	7.3
营业利润(%)	19.6	11.6	12.4	11.7	11.4
归属于母公司净利润(%)	18.0	12.5	6.7	9.2	11.4
获利能力					
毛利率(%)	15.9	16.6	17.0	17.4	18.0
净利率(%)	10.4	10.8	10.8	11.0	11.5
ROE(%)	32.6	29.6	30.5	23.8	20.5
ROIC(%)	2.1	1.9	2.0	1.6	1.3
偿债能力					
资产负债率(%)	60.6	56.9	56.9	50.9	45.3
净负债比率(%)	59.9	56.3	56.2	50.3	44.8
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1
应收账款周转率	4.7	4.9	5.7	5.9	6.0
应付账款周转率	7.6	6.2	6.2	6.2	6.2
存货周转率	16.3	20.2	22.8	23.4	23.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.46	0.49	0.54	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.40	0.52	0.57	0.64
每股净资产(最新摊薄)	1.3	1.6	1.6	2.3	2.9
估值比率					
P/E	11.4	10.1	9.5	8.7	7.8
P/B	3.7	3.0	2.9	2.1	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn