

中国金茂 (00817.HK)
销售业绩逆势强劲，盈利修复穿越周期

2025 年 12 月 25 日

——港股公司深度报告
投资评级：买入（维持）
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	2025/12/19
当前股价(港元)	1.230
一年最高最低(港元)	1.670/0.830
总市值(亿港元)	166.20
流通市值(亿港元)	166.20
总股本(亿股)	135.12
流通港股(亿股)	135.12
近3个月换手率(%)	13.4

● 销售业绩逆势强劲，盈利修复穿越周期，维持“买入”评级

公司自 2023 年以来，面对市场波动，对发展战略进行调整，业绩触底后基本面持续向好。2025 年上半年，公司销售业绩逆势攀升，积极储备核心地块保障长期盈利能力，收益水平有望持续修复。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.1、15.6、16.2 亿元，EPS 分别为 0.08、0.12、0.12 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5、9.7、9.3 倍，公司受中化系股东坚定支持，销售拿地逆势强劲，业绩修复倾向明显，看好公司业务结构调整后盈利能力回升，维持“买入”评级。

● 销售业绩逆势强劲，拿地强度有所提升

2025 年上半年，公司销售金额 534 亿，同比逆势提升 19.6%，首次进入克而瑞全口径销售排名前 10 位。截至 2025 年上半年，公司未售货值约 3200 亿，未售货值中 69%集中在华北及华东等经济发达区域，88%位于一二线城市，一线城市占比较 2024 年底提升 9pct，货值结构进一步优化。

● 投资物业表现优异，物业服务稳健拓展

公司投资物业板块整体在长期以来稳健运行，虽受 2020 年以来疫情影响收入有所下降，但经营情况良好，持续为公司提供稳定现金流，公司聚焦精品持有，着力提升资产经营质量、确保“做一成一”，部分低效资产逐步退出，维持合理资产规模。公司物业服务板块依托央企平台和集团协同优势，持续聚焦一二线核心城市，92%的在管面积分布于高能级城市，2025 年上半年管理规模同比增长 11%至 1.1 亿平方米，新签项目中 85%位于深耕战略城市。

● 财务状况维持稳健，债务结构有所优化

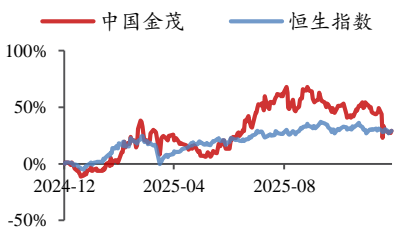
公司持续优化境内外债务结构、降低融资成本。2025 年上半年，公司境内外新增融资平均成本 2.70%，较 2024 年底下降 0.69pct；外币债务占比下降至 21%，开发贷及经营贷占比提升至 41%。公司财务状态稳健、融资渠道畅通，“三道红线”维持全绿，成功发行多笔低利率债券，新项目开发贷成本优势明显。

● 风险提示：房地产政策支持不及预期风险，销售去化不及预期而导致的流动性风险，受租赁市场震荡影响商业物业租金及出租率下滑风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72,404	59,053	64,958	67,557	70,259
YOY(%)	-12.8	-18.4	10.0	4.0	4.0
净利润(百万元)	(6,897)	1,065	1,114	1,560	1,624
YOY(%)	-447.6	-115.4	4.6	40.0	4.1
毛利率(%)	12.5	14.6	17.1	17.4	18.0
净利率(%)	-6.7	3.7	2.9	3.7	3.6
ROE(%)	-15.7	1.8	1.9	2.5	2.6
EPS(摊薄/元)	(0.51)	0.08	0.08	0.12	0.12
P/E(倍)	(2.2)	14.2	13.5	9.7	9.3
P/B(倍)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

数据来源：聚源、开源证券研究所（截至 2025 年 12 月 22 日，汇率 1 港币=0.90 人民币）

股价走势图


数据来源：聚源

目 录

1、	销售业绩逆势强劲，拿地强度有所提升.....	4
1.1、	大股东坚定支持，集团资金支持力度持续加码.....	4
1.2、	销售业绩逆势提升，销售均价有所增长.....	5
1.3、	双聚焦策略保障投资，拿地强度有所提升.....	6
1.4、	货值结构持续优化，土地储备聚焦核心板块.....	7
2、	科技赋能产品力，品质铸就经营效率.....	9
2.1、	产品线定义清晰，科技系统打造极致产品力.....	9
2.2、	用料扎实铸就高端品质，精耕细作打开价值空间.....	10
2.3、	产品力铸就经营效率，利润指标显著优化.....	12
3、	投资物业表现优异，物业服务稳健拓展.....	13
3.1、	商业零售经营稳健，商务租赁出租率维持高位.....	13
3.2、	酒店经营聚焦核心区位，轻资产运营持续拓展.....	15
3.3、	REITs 打通商业重资产退出渠道，资产价值持续释放.....	17
3.4、	物业服务稳健拓展，科技赋能助力价值提升.....	17
4、	财务状况保持稳健，盈利修复穿越周期.....	19
4.1、	营收业绩边际修复，毛利率水平趋于稳定.....	19
4.2、	期间费用持续压降，债务结构有所优化.....	20
5、	盈利预测与投资建议.....	22
6、	风险提示.....	23
附：	财务预测摘要.....	24

图表目录

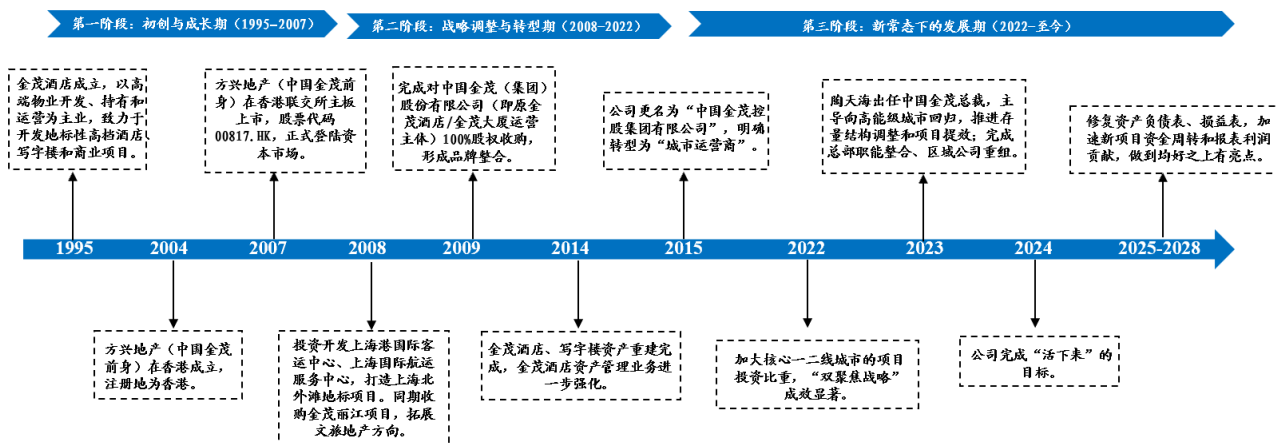
图 1：	公司积极进行战略调整，收益水平有望修复.....	4
图 2：	公司实控人系国务院国资委.....	4
图 3：	2025 年上半年，公司销售金额同比增长.....	5
图 4：	2025 年上半年，公司销售面积增速由负转正.....	5
图 5：	2025 年上半年，公司华北华东区域销售占比进一步提升至 70%.....	5
图 6：	公司合同销售分布进一步聚焦核心城市.....	5
图 7：	2025 年上半年，公司拿地力度明显回升.....	7
图 8：	2025 年上半年，公司拿地面积达 145 万平方米.....	7
图 9：	公司拿地强度自 2022 年后逐年回升.....	7
图 10：	2025 年上半年，公司货值结构进一步优化.....	8
图 11：	公司将产品线分为“金”“玉”“满”“堂”四个系列.....	9
图 12：	公司项目注重美学格调与精工内核.....	10
图 13：	公司建筑细部用料扎实.....	10
图 14：	公司项目采用铝板、天然石材干挂等高端材质.....	11
图 15：	公司项目善于融合多种风格基调.....	11
图 16：	北京金茂璞逸丰宜项目立面设计深植于古都文脉.....	11
图 17：	北京金茂璞逸丰宜项目大门体量感强.....	11
图 18：	上海江湾金茂府项目立面设计采用多处弧线转角.....	12
图 19：	上海江湾金茂府项目入户门用料扎实.....	12
图 20：	2025 年上半年，16 个完成首开，平均首开周期 4.8 个月.....	12

图 21: 公司投资物业板块整体运营稳健, 提供充裕现金流.....	13
图 22: 2025 年上半年, 公司租赁及零售商业运营板块收入 7.85 亿元.....	13
图 23: 公司零售物业深耕一二线核心城市黄金地段.....	14
图 24: 公司零售物业提高对不同圈层客群的覆盖能力.....	14
图 25: 公司写字楼运营坚持精品持有战略.....	15
图 26: 公司写字楼主力项目位于核心地段.....	15
图 27: 公司写字楼出租率持续维持高位.....	15
图 28: 2025 年上半年, 公司酒店运营板块收入 7.76 亿元.....	16
图 29: 公司酒店运营聚焦一二线核心城市优质地段.....	16
图 30: 公司与国际顶级管理公司深入合作.....	16
图 31: 2024 年公司通过长沙览秀城底层资产完成国内首批公募消费 REITs 上市.....	17
图 32: 2025 年上半年, 金茂服务实现营业收入 17.8 亿元, 同比增长 19.6%.....	18
图 33: 2025 年上半年, 实现归母净利润 1.79 亿元, 同比增长 3.1%.....	18
图 34: 2025 年上半年, 公司营业收入同比增长.....	19
图 35: 2024 年以来, 公司归母净利润持续修复.....	19
图 36: 公司营收仍主要依靠城市及物业开发.....	19
图 37: 2024 年以来, 公司毛利率水平有所回升.....	20
图 38: 2024 年以来, 公司净利率水平有所修复.....	20
图 39: 公司期间费用有所压降.....	20
图 40: 公司持续推进降本增效.....	20
图 41: 2025 年上半年, 公司开发贷/经营贷占比提升至 41%.....	21
图 42: 2025 年上半年, 公司外币债务占比下降至 21%.....	21
表 1: 2025 年上半年, 公司 top10 城市签约销售金额总和占比 74.5%.....	6
表 2: 公司 2025 年上半年新增地块聚焦核心城市、核心板块.....	6
表 3: 公司围绕七大核心元素, 采用科技系统打造产品力.....	9
表 4: 截至 2024 年末公司商业租赁及零售租赁运营项目持有面积 79.44 万平方米.....	14
表 5: 截至 2024 年末公司酒店运营项目聚焦核心区位.....	16
表 6: 公司债务结构有所优化.....	21
表 7: 公司 2025-2027 年 PE 低于可比公司平均值.....	22

1、销售业绩逆势强劲，拿地强度有所提升

中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”、“金茂”、公司）自 2023 年以来，面对市场波动，对发展战略进行调整，业绩触底后基本面持续向好。2025 年上半年，公司销售业绩逆势攀升，积极储备核心地块保障长期盈利能力，收益水平有望持续修复。

图1：公司积极进行战略调整，收益水平有望修复

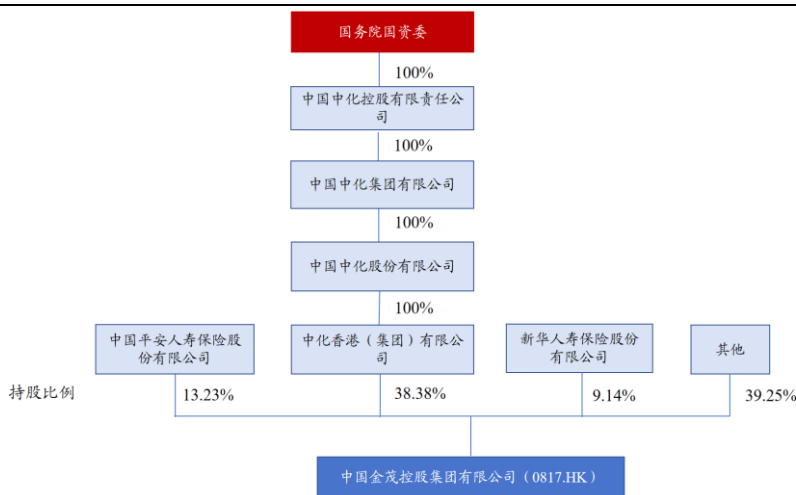


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、大股东坚定支持，集团资金支持力度持续加码

公司为中央企业中国中化控股有限责任公司旗下城市运营平台，实际控制人为国务院国资委。截至 2025H1，国资委通过中化香港持有中国金茂 38.38% 股份实现控股，此外主要股东还包括平安人、新华人寿等。中国中化系大型综合性央企，具备强大的资金和产业协同能力。公司各业务板块市场化运作并在集团授权管理机制下直接向母公司汇报，母公司在资金、资源、管理等方面持续赋能平台发展。

图2：公司实控人系国务院国资委



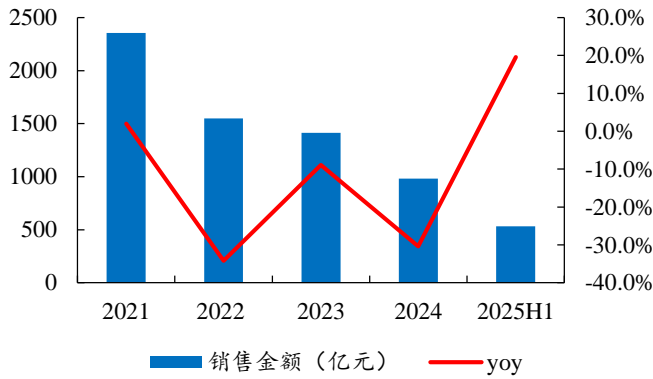
资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（数据截至 2025H1）

中化系股东对公司支持力度大，近年来资金支持力度持续加码。2024年6月与控股股东中化香港签订150亿元永续借款，利率4.35%；2024年应付中化集团款项净增106亿元，2025年上半年再增174亿元，集团资金支持力度持续加码。

1.2、销售业绩逆势提升，销售均价有所增长

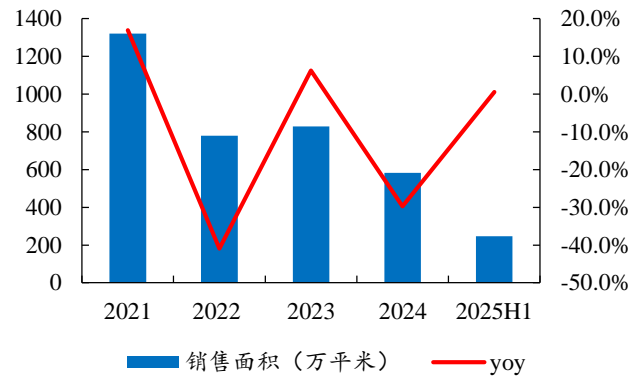
2023年以来，公司在行业波动环境下维持了较好的销售表现，销售排名稳步提升。2024年，公司销售金额达983亿元，同比下降30.4%，克而瑞全口径销售排名位列全国第12位；2025年上半年，公司销售金额534亿，同比逆势提升19.6%，首次进入克而瑞全口径销售排名前10位。公司坚持高品质定位，2025年上半年，住宅平均签约单价提升至2.2万元/平方米。

图3：2025年上半年，公司销售金额同比增长



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

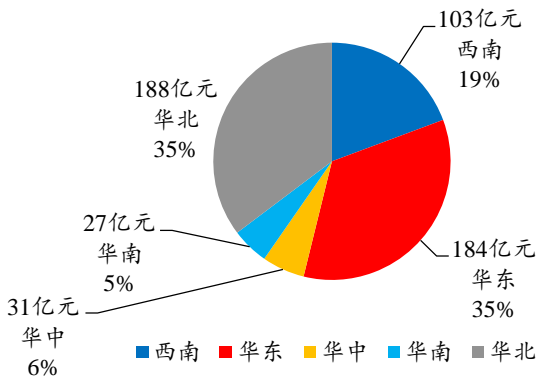
图4：2025年上半年，公司销售面积增速由负转正



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

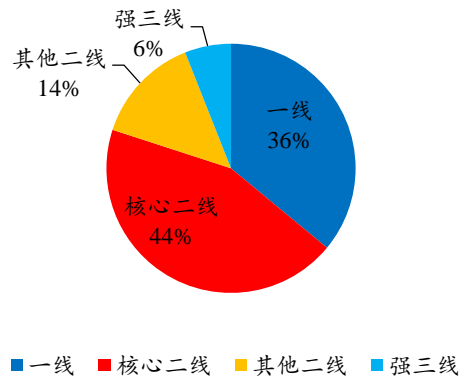
从销售分布情况来看，公司合同销售分布进一步聚焦核心城市。2024年，公司华北华东区域销售占比68%，一、二线城市销售占比90%；2025年上半年，公司华北华东区域销售占比进一步提升至70%，一、二线城市占比进一步提升至94%；签约销售top10城市金额占比由2024年底61%提升至2025年上半年75%。

图5：2025年上半年，公司华北华东区域销售占比进一步提升至70%



数据来源：公司业绩会展示材料、开源证券研究所

图6：公司合同销售分布进一步聚焦核心城市



数据来源：公司业绩会展示材料、开源证券研究所

表1: 2025年上半年, 公司 top10 城市签约销售金额总和占比 74.5%

排名	城市	城市能级	签约金额(亿元)	占比
1	上海	一线	93.6	17.5%
2	北京	一线	88.1	16.5%
3	西安	二线	54	10.1%
4	成都	二线	34.5	6.5%
5	天津	二线	31.6	5.9%
6	青岛	二线	23.6	4.4%
7	长沙	二线	19.3	3.6%
8	郑州	二线	17.8	3.3%
9	南京	二线	17.7	3.3%
10	宁波	二线	17.2	3.2%
TOP10 合计			397.5	74.5%

资料来源: 公司业绩会展示材料、开源证券研究所

1.3、双聚焦策略保障投资, 拿地强度有所提升

公司坚持双聚焦策略, 2024 年以来累计获取 41 个项目, 全部聚焦核心城市、核心板块, 平均销售净利率超过 10%。其中, 2025 年上半年把握窗口期, 基于“投好投足”的战略安排, 精准获取 16 个优质项目, 全部位于一二线城市; 北京、上海两个战略深耕城市投资 324 亿, 占比达 66%。

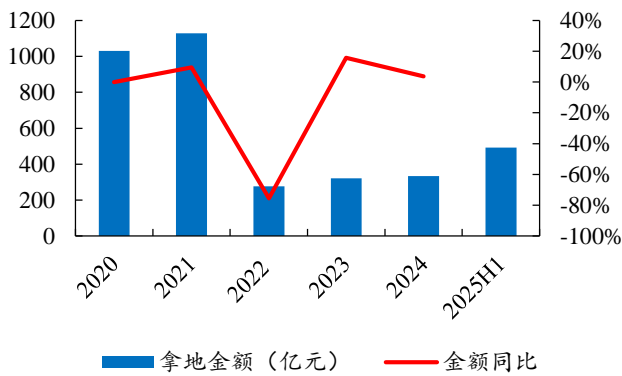
表2: 公司 2025 年上半年新增地块聚焦核心城市、核心板块

项目名称	地点	土地款(亿元)
上海金茂璞元	上海	89.6
北京金茂满曜	北京	44.2
北京金茂璞樾	北京	42.6
北京朝观天珺	北京	43.1
北京市朝阳区黄杉木店南住宅地块&孙河商业地块	北京	83.4
北京市丰台区城乡一体化槐房村和新宫村旧村改造项目 NY-030 (南区)-02 地块	北京	20.8
合计		323.7

资料来源: 公司业绩会展示材料、开源证券研究所

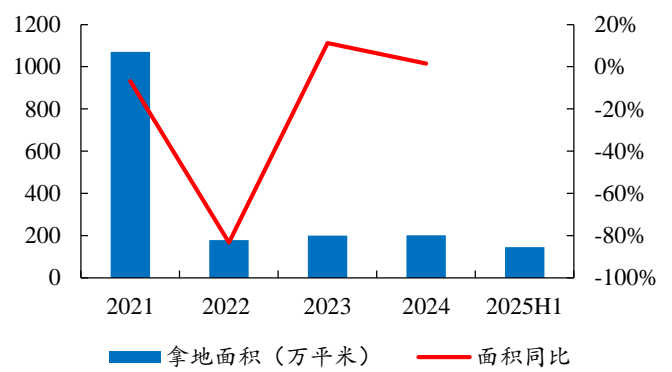
公司拿地强度明显提升, 未来长期收益有所保障。2025 年上半年公司拿地金额总计 492 亿元, 拿地面积 145 万平方米, 拿地金额超 2024 年全年总额。公司拿地强度自 2022 年触底后逐渐回升, 2023 年、2024 年、2025 年上半年拿地强度分别为 23%、34%、92%, 提升明显。

图7：2025年上半年，公司拿地力度明显回升



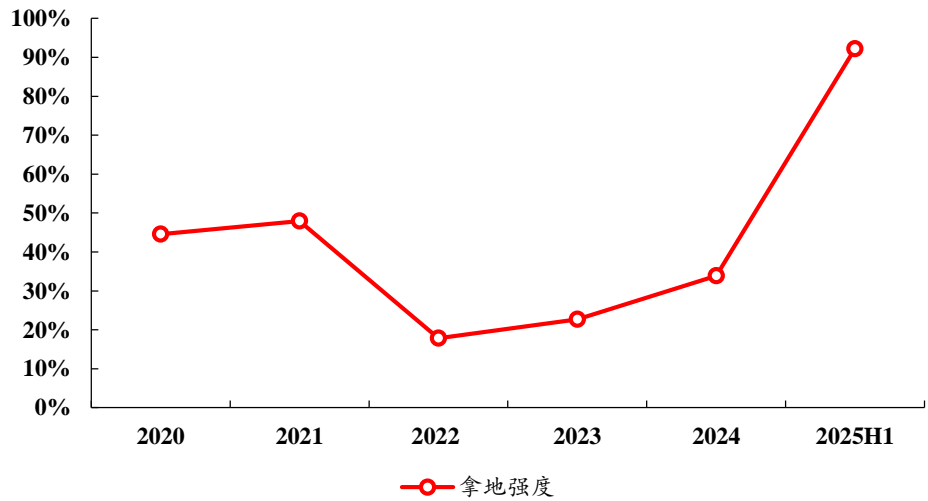
数据来源：公司业绩会展示材料、开源证券研究所

图8：2025年上半年，公司拿地面积达145万平方米



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

图9：公司拿地强度自2022年后逐年回升



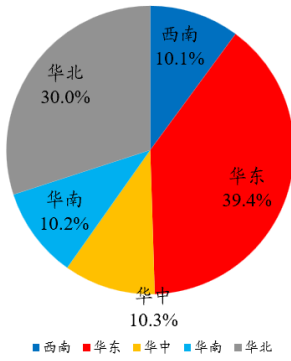
数据来源：公司业绩会展示材料、克而瑞、开源证券研究所

1.4、货值结构持续优化，土地储备聚焦核心板块

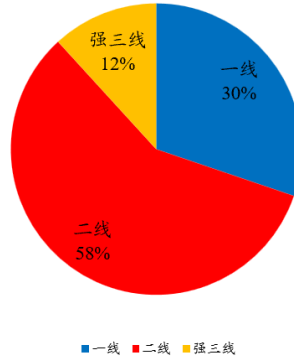
公司土地储备充裕，土地储备聚焦核心板块。截至2025年上半年，公司未售货值约3200亿，货值可充分支撑公司未来经营需要。公司未售货值中，69%集中在华北及华东等经济发达区域，88%位于一二线城市，一线城市占比较2024年底提升9pct，货值结构进一步优化。同时，公司在2025年上半年走通存量土地盘活的多种模式，一盘一策梳理存量资产，落地7宗大宗资产盘活，加速尾盘清盘、推进老盘新做，货值结构持续优化。

图10：2025年上半年，公司货值结构进一步优化

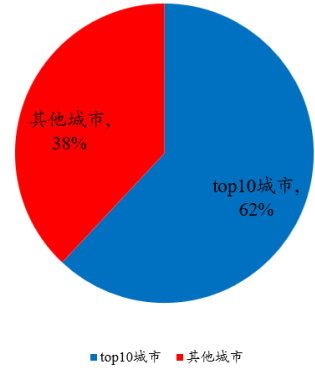
2025年上半年华东华北区域货值占比达69%



2025年上半年一线城市货值占比达30%



2025年上半年top10城市货值占比提升至62%



数据来源：公司业绩会展示材料、开源证券研究所

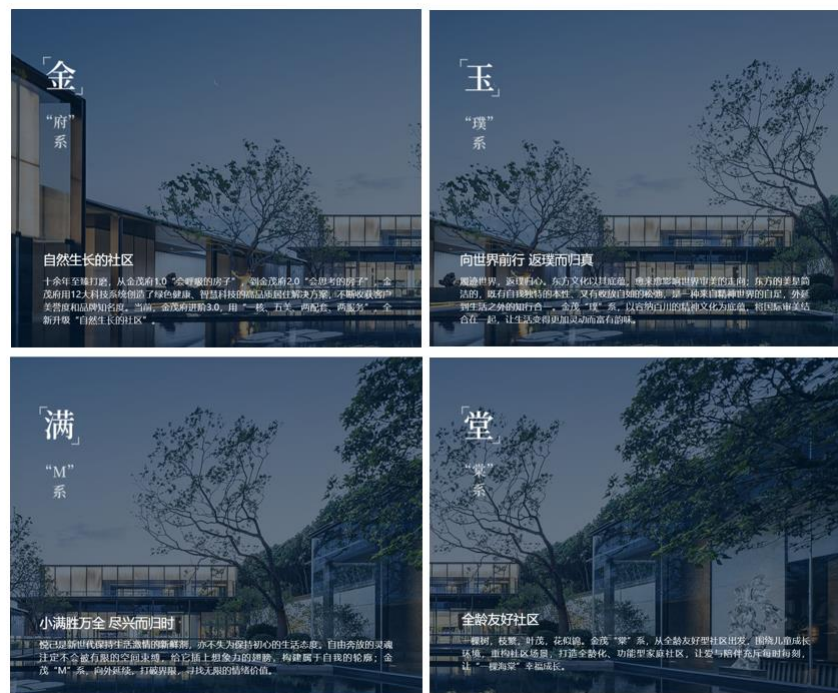
2、科技赋能产品力，品质铸就经营效率

公司锚定绿色科技与客户深层需求，通过极致产品力提升经营效率。公司以“金玉满堂”四大产品线为骨架，精准适配多元客群诉求，研发12大科技系统、六境科技等硬核技术底座，以持续迭代的产品标准与掷地有声的市场兑现力，铸就高端高品质“好房子”。极致的产品力使得公司在市场震荡阶段依旧能保持较好的去化速度和产品溢价。

2.1、产品线定义清晰，科技系统打造极致产品力

公司在产品研发方面，将产品线分为“金”“玉”“满”“堂”四个系列。“金”所代表的“府”系，相对更加酒店化、科技核，打造“自然生长的社区”；“玉”所代表的“璞”系，以容纳百川的精神文化为底蕴，将国际审美结合在一起；“满”所代表的“M”系现代风格、年轻化，构建属于自我的轮廓；“堂”所代表的“棠”，从全龄友好型社区出发，围绕儿童成长环境，重构社区场景，打造全龄化、功能型家庭社区。

图11：公司将产品线分为“金”“玉”“满”“堂”四个系列



资料来源：公司官网

公司以七大核心元素为根基，采用科技系统打造产品力。公司锚定人居核心需求，将健康、绿色、空间、品质等关键维度融入产品底层逻辑，通过专属科技系统深度赋能，实现从居住功能到体验感的全面升级，以精准的需求适配与硬核的技术支撑，夯实高端人居产品核心竞争力。

表3：公司围绕七大核心元素，采用科技系统打造产品力

核心要素	科技系统	系统作用
温度适宜	毛细辐射空调系统 地源热泵系统	以辐射方式调节室温，避免空调直吹伤害，温度更接近居者舒适体感，舒适宜人。 利用地下恒温层进行冷热交替，节约能源。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

外围护保温系统	有效避免传统建筑冬夏两季冷热能量流失过快，一楼阴冷、顶楼烤热等问题。	
外遮阳系统	玻璃镀 Low-E 膜，可以阻挡紫外线，减少太阳辐射热。卷帘采用无氟绝缘泡沫，卷帘升降一键控制，便捷满足您的隐私保护需求。	
节能外窗系统	隔音降噪，降低能耗的同时可以阻挡紫外线辐射，减少冬季室内热量流失，降低夏季室外热量对室内的影响。	
光照温和	外遮阳系统	玻璃镀 Low-E 膜，可以阻挡紫外线减少太阳辐射热。卷帘采用无氟绝缘泡沫，卷帘升降一键控制，便捷满足您的隐私保护需求。
	节能外窗系统	隔音降噪，降低能耗的同时可以阻挡紫外线辐射，减少冬季室内热量流失，降低夏季室外热量对室内的影响。
声音平静	节能外窗系统	断桥铝合金型材与双层或三层中空玻璃的配合，保证隔音性能。
	隔音降噪系统	优雅静谧的室内声环境，远离噪音、告别失眠困扰。
湿度平衡	同层排水系统	降低落水噪音烦扰，加大卫浴间使用面积，清洁无死角。
	置换式新风调湿与净化系统	利用温湿度独立控制的原理，高效调湿模块根据室外湿度的变化进行调节，使室内长期保持在 35%-70% 人体舒适感最佳的湿度。
空气洁净	置换式新风调湿与净化系统	多次全屋换风，实现全方位空气置换，保持全屋空气清新
水质纯净	生活热水系统	比肩星际酒店的全天候恒定生活热水，随时享用，安全无隐患。
	全屋净水系统	高精过滤标准，有效去除有害微颗粒，保留对人体有益的微量元素和矿物质。
智慧科技	智能家居系统	府系智能家居 2.0-智慧交互、智慧学习、智慧场景五大核心功能：智慧交互、健康管理、环境监测、设备调控、安全防护。
	智慧社区系统	金茂智慧社区的标准场景矩阵体系“6+X”：6-共六大类、二十二小类智慧社区标准场景，X-支撑兼容其他创新性场景的建设和持续迭代。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

2.2、用料扎实铸就高端品质，精耕细作打开价值空间

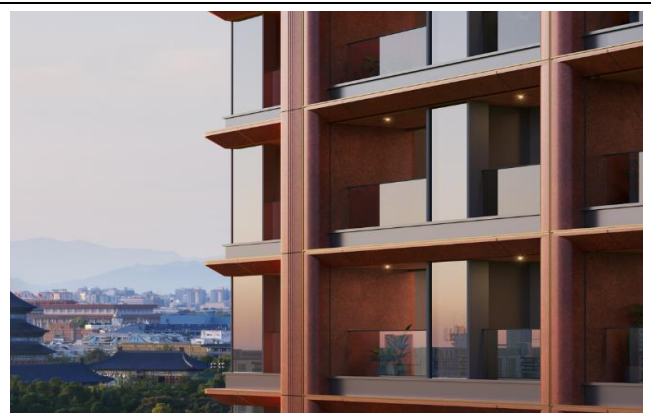
公司产品立面、用料与品质兼具美学格调与精工内核。公司产品立面融合中西审美，以现代极简、新古典主义等多元风格为基调，采用铝板、天然石材干挂等高端材质，搭配香槟金、古铜色等雅致配色与利落线条，打造通透显贵且具辨识度的城市天际线；用料坚守绿色高标，甄选可回收铝板、一线品牌防水材、全砼外墙等环保耐用材质，辅以多道保温抗渗工艺，兼顾低碳属性与长久性能。

图12：公司项目注重美学格调与精工内核

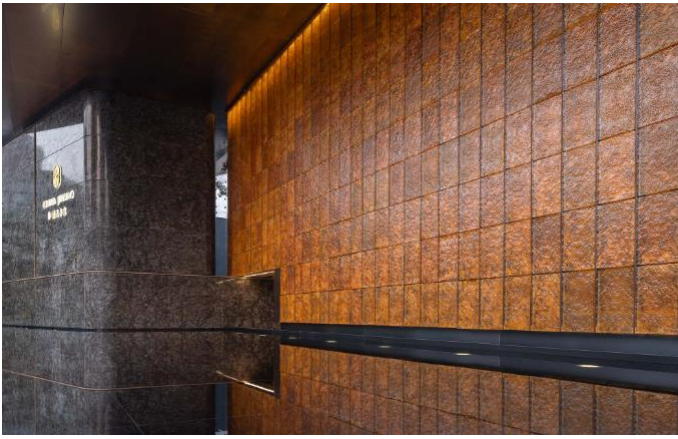


资料来源：GOA 官网

图13：公司建筑细部用料扎实



资料来源：GOA 官网

图14：公司项目采用铝板、天然石材干挂等高端材质


资料来源：GOA 官网

图15：公司项目善于融合多种风格基调


资料来源：GOA 官网

以北京金茂璞逸丰宜为例，项目立面设计深植于古都文脉，汲取皇家建筑的重檐、柱式精髓，以现代手法转译为立面的节奏与韵律。大胆运用象征京韵的“丹霞红”，呼应“丹韵银律”的古城色彩，在传统与当代间寻求共鸣。整体追求“西形东意”的平衡，既具国际风范，又蕴含独特的北京韵味。公司将项目产品力转换为区划效率，北京金茂璞逸丰宜首开去化仅3个月，去化速度维持高水平。

图16：北京金茂璞逸丰宜项目立面设计深植于古都文脉


资料来源：GOA 官网

图17：北京金茂璞逸丰宜项目大门体量感强


资料来源：GOA 官网

以上海江湾金茂府为例，项目立面设计用料扎实，采用多处弧线转角，彰显了建筑本身形体的柔和形态；材质上选用金属色泽贴面，整体外立面彰显出较强的科技感。项目入户门精心选用弧线设计与项目整体风格统一，用料扎实，给予用户心理充实的高端产品体验。上海江湾金茂府项目去化仅4.7个月，体现出客户对公司品牌以及公司产品质量的认可。

图18: 上海江湾金茂府项目立面设计采用多处弧线转角



资料来源: 金茂上海公众号

图19: 上海江湾金茂府项目入户门用料扎实



资料来源: 金茂上海公众号

2.3、产品力铸就经营效率，利润指标显著优化

公司产品力优异带动经营效率持续提升。公司 2024 年以来获取新项目在 2025 年上半年 16 个完成首开，平均首开周期 4.8 个月，开盘去化率 81%；经营现金流回正速度缩短，平均回正周期 11.4 个月；所有项目全部达成可研承诺，平均首开认购兑现度 132%、价格兑现度 104%，全盘利润指标显著优化。在公司开发项目中，成都东城金茂晓棠、长沙湘江金茂府、重庆璞逸金开经营性现金流回正周期仅 6 个月。

图20: 2025 年上半年，16 个完成首开，平均首开周期 4.8 个月

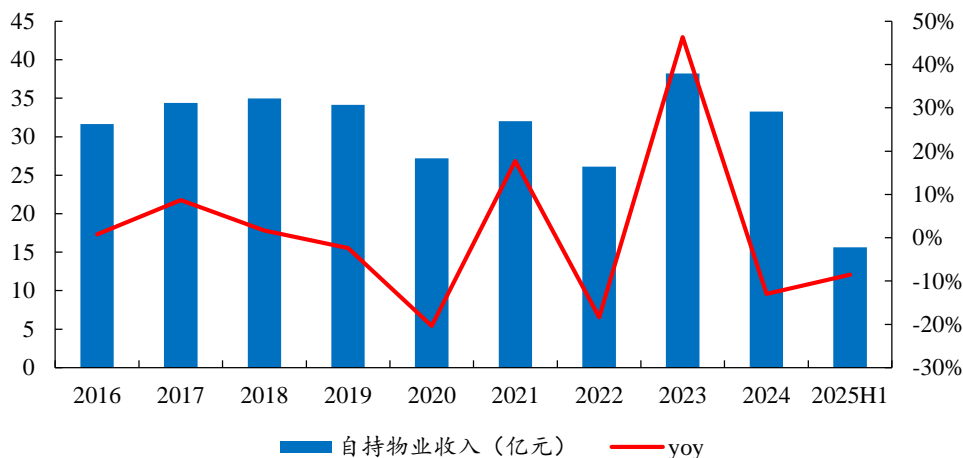


资料来源: 公司业绩会展示材料、开源证券研究所

3、投资物业表现优异，物业服务稳健拓展

公司投资物业板块主要包括酒店运营和商务租赁及零售商业运营两部分。公司投资物业板块整体在长期以来稳健运行，虽受 2020 年以来疫情影响收入有所下降，但经营情况良好，持续为公司提供稳定现金流。2024 年以来，投资物业板块竞争加剧，公司聚焦精品持有，着力提升资产经营质量、确保“做一成一”，部分低效资产逐步退出，维持合理资产规模。

图21：公司投资物业板块整体运营稳健，提供充裕现金流

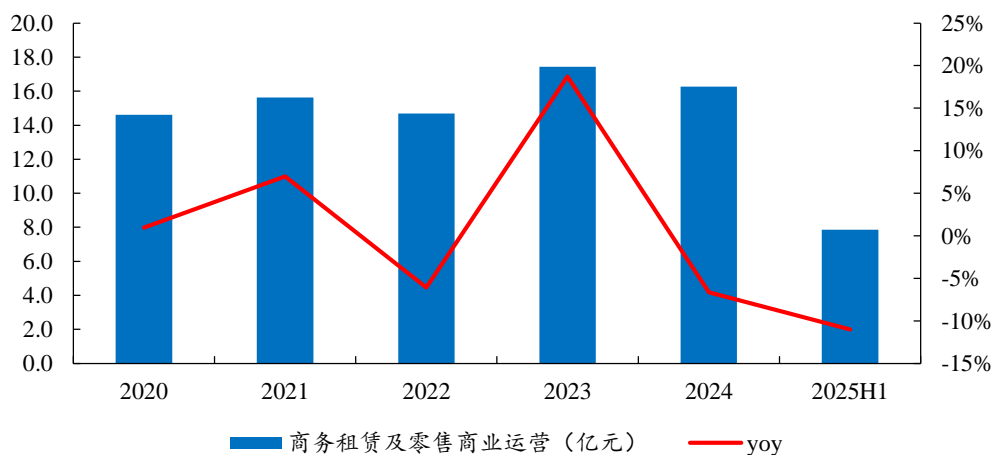


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、商业零售经营稳健，商务租赁出租率维持高位

2024 年以来，商业零售市场行业集中度持续提升，大量传统购物重新快速步入红海竞争赛道，早期布局者逐步换仓。公司商业零售板块把握行业周期性调整与内需增长的契机，打造面向未来的爆款产品，以实现精准突围。2024 年，公司租赁及零售商业运营板块收入 16.27 亿元，同比下降 6.7%；2025 年上半年，公司租赁及零售商业运营板块收入 7.85 亿元，同比下降 11.0%。

图22：2025 年上半年，公司租赁及零售商业运营板块收入 7.85 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司零售物业以“览秀城、金茂汇、J·LIFE”三大品牌矩阵深耕一二线核心城市黄金地段，形成“稳定租金+高出租率”的现金流特征。目前公司零售物业版图覆盖上海、南京、长沙、青岛、重庆、张家港、武汉、天津、杭州、宁波等城市，提高对不同圈层客群的覆盖能力。运营模式上，项目普遍采用“固定租金+提成租金+物业管理费+多经/广告+联营”的多元化租赁与经营结构，便于穿越周期并提升租金弹性与坪效。

图23：公司零售物业深耕一二线核心城市黄金地段


资料来源：公司官网

图24：公司零售物业提高对不同圈层客群的覆盖能力


资料来源：公司官网

表4：截至2024年末公司商业租赁及零售租赁运营项目持有面积79.44万平方米

项目名称	地点	项目建筑面				竣工日期	持有商务及零售 商业物业面积 (万平方米)
		积(万平方 米)	项目类型	权益比例			
北京凯晨世贸中心	中国北京市西城区	19.45	写字楼	100%	2006年	11.13	
西城金茂中心	中国北京市西城区	4.91	写字楼	100%	1995年	4.91	
金茂大厦(含酒店)	中国上海市浦东新区	29.25	写字楼	100%	1999年	21.65	
南京玄武湖金茂广场项目(含酒店)	中国江苏省南京市鼓楼区	22.58	综合体	95.78%	2011年	13.98	
丽江金茂时尚生活中心	中国云南省丽江市古城区	2.19	商业	100%	2014年	2.14	
青岛金茂湾商业	中国山东省青岛市市南区	6.11	商业	100%	2017年	6.11	
上海国际航运服务中心16#	中国上海市虹口区	0.52	商业	100%	2013年	0.52	
望京绿创中心	中国北京市朝阳区	1.09	写字楼	100%	2020年	1.09	
青岛金茂览秀城	中国山东省青岛市高新区	12.12	商业	100%	2022年	6.56	
张家港金茂览秀城	中国江苏省苏州市张家港市	12.32	商业	100%	2022年	6.23	
天津金茂汇	中国天津市河东区	4.77	商业	100%	2022年	2.04	
宁波金茂汇	中国浙江省宁波市奉化区	5.36	商业	100%	2024年	3.08	
合计						79.44	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司写字楼运营坚持精品持有战略，主力项目位于北京、上海、南京等一二线核心城市黄金地段，聚焦地标性和高品质形象，兼具长期稳定现金流与品牌赋能功能。公司旗下代表性写字楼包括北京凯晨世贸中心、西城金茂中心、上海金茂大厦

及南京玄武湖金茂广场一期,2024 年末出租率分别达到 96.8%、94.0%、83.5%、86.0%,出租率持续维持高位。

图25: 公司写字楼运营坚持精品持有战略



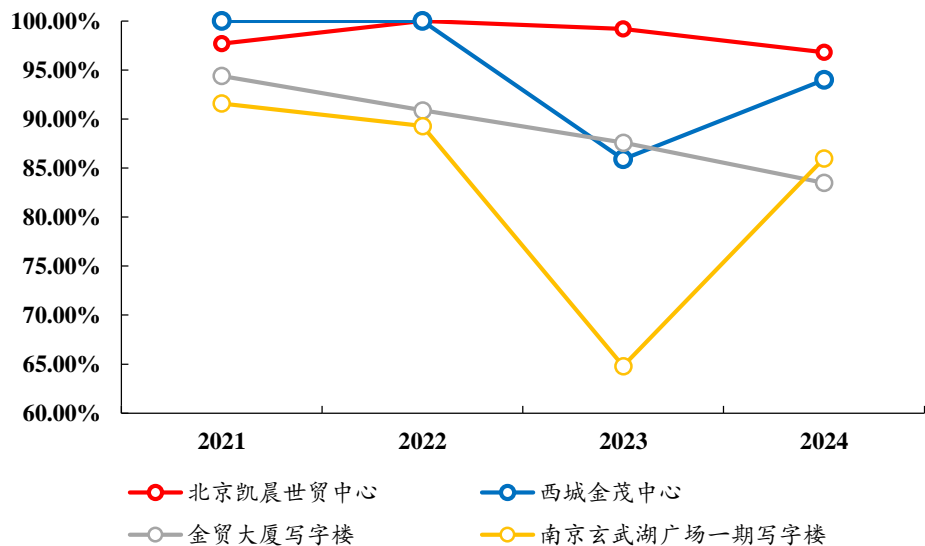
资料来源: 公司官网

图26: 公司写字楼主力项目位于核心地段



资料来源: 公司官网

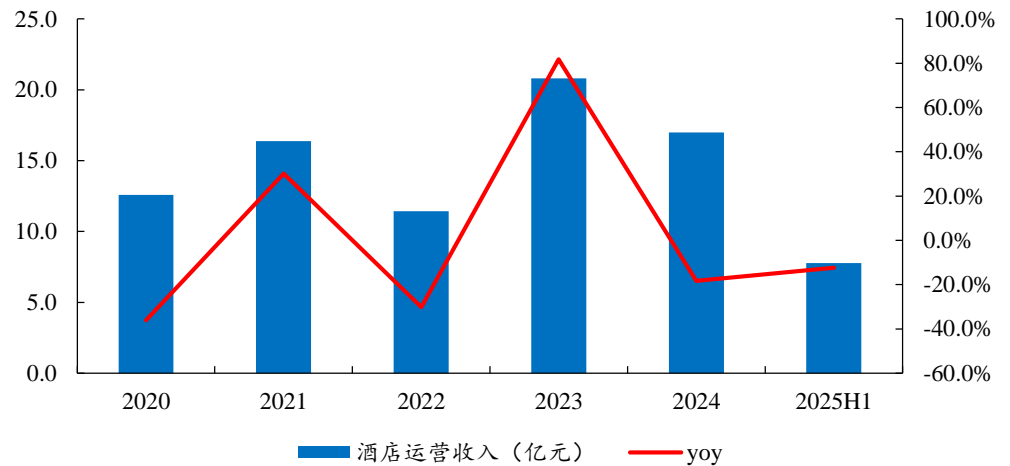
图27: 公司写字楼出租率持续维持高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、酒店经营聚焦核心区位，轻资产运营持续拓展

2024 年以来，酒店市场承压明显，存量市场博弈日益激烈。公司聚焦酒店业绩增长，动态优化运营策略，精准把握消费趋势，通过培育创新服务能力及整合核心资源优势，提升业绩回报。2024 年，公司酒店运营板块收入 16.99 亿元，同比下降 18.3%；2025 年上半年，公司酒店运营板块收入 7.76 亿元，同比下降 12.3%。

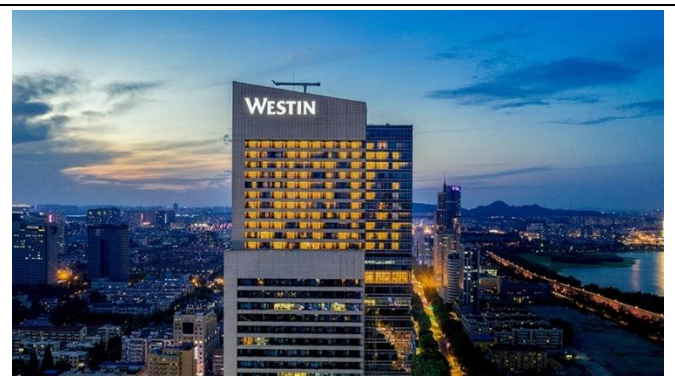
图28：2025年上半年，公司酒店运营板块收入 7.76 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司酒店运营聚焦一二线核心城市优质地段，投资、运营和管理高星级地标及精品特色酒店，形成高端品牌矩阵，并与万豪、凯悦、希尔顿等国际顶级管理公司深入合作。截至2024年底，公司已开业酒店13家，总客房数超4000间，覆盖北京、上海、深圳、南京、三亚、广州、长沙、丽江、西安、宁波、青岛等主要城市，重点品牌包括金茂璞修、金茂嘉悦和金茂隐逸。运营团队注重差异化与生态化旅居体验，围绕“反客为主”服务理念，不断强化自有品牌输出能力。

图29：公司酒店运营聚焦一二线核心城市优质地段


资料来源：公司官网

图30：公司与国际顶级管理公司深入合作


资料来源：公司官网

表5：截至2024年末公司酒店运营项目聚焦核心区位

项目名称	地点	建筑面积(万平方米)	权益比例	竣工日期	客房数(间)
北京金茂万丽酒店	中国北京市东城区	4.44	100%	1995年	321
上海金茂君悦大酒店	中国上海市浦东新区	7.60	100%	1999年	548
金茂三亚亚龙湾丽思卡尔顿酒店	中国海南省三亚市亚龙湾	8.38	100%	2008年	446
金茂深圳JW万豪酒店	中国广东省深圳市福田区	5.17	100%	2009年	402
南京威斯汀大酒店	中国江苏省南京市鼓楼区	3.37	95.78%	2011年	232
崇明金茂凯悦酒店	中国上海市崇明区	4.90	100%	2014年	230

项目名称	地点	建筑面积(万平方米)	权益比例	竣工日期	客房数(间)
丽江金茂酒店	中国云南省丽江市古城区	8.44	100%	2014年	394
长沙梅溪湖金茂豪华精选酒店	中国湖南省长沙市湘江新区	6.22	100%	2017年	304
西安鼓楼金茂酒店	中国陕西省西安市碑林区	1.30	100%	2007年	160
广州南沙金茂万豪酒店	中国广东省广州市南沙区	3.69	100%	2022年	261
宁波金茂嘉悦酒店	中国浙江省宁波市奉化区	3.53	100%	2024年	260
青岛金茂万丽酒店	中国山东省青岛市高新区	4.40	100%	2024年	279
青岛金茂源宿酒店	中国山东省青岛市高新区	1.80	100%	2024年	210
合计		63.24			4,047

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、REITs 打通商业重资产退出渠道，资产价值持续释放

公司以积极开放的姿态推进 REITs 发行，2024 年通过长沙览秀城底层资产完成国内首批消费基础设施公募 REITs 上市，聚焦新兴城市与核心商业物业，运营与资本表现均超预期。公司正紧密关注政策变化，资产证券化项目储备充足，有望将更多自持优质商业项目陆续装入 REITs 平台，推动扩募以提升资产流动性和价值释放。

图31：2024 年公司通过长沙览秀城底层资产完成国内首批公募消费 REITs 上市



资料来源：公司官网

公司以 REITs 方式“投融建管退”打通商业重资产退出和回笼渠道，快速回收资金、优化资产负债表、提升流动性，有力支持公司开发主业再投资和稳健运营。

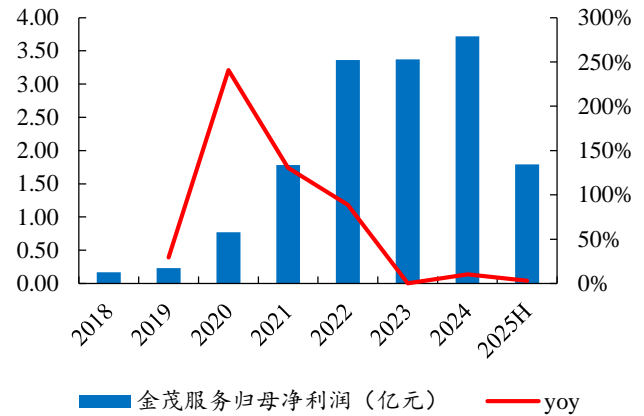
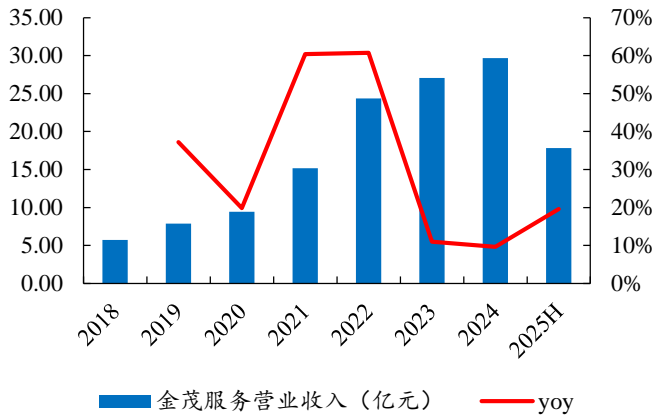
3.4、物业服务稳健拓展，科技赋能助力价值提升

公司物业服务板块于 2022 年在港交所上市（金茂服务，0816.HK），业务板块主要定位于高端住宅及多元业态的品质服务商，依托央企平台和集团协同优势，持续聚焦一二线核心城市，92%的在管面积分布于高能级城市，2025 年上半年管理规模同比增长 11%至 1.1 亿平方米，新签项目中 85%位于深耕战略城市，保持“有质增

长”特征。2024年，金茂服务实现营业收入29.7亿元，同比增长9.7%，实现归母净利润3.7亿元，同比增长10.4%；2025年上半年，金茂服务实现营业收入17.8亿元，同比增长19.6%，实现归母净利润1.79亿元，同比增长3.1%。

图32：2025年上半年，金茂服务实现营业收入17.8亿元，同比增长19.6%

图33：2025年上半年，实现归母净利润1.79亿元，同比增长3.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

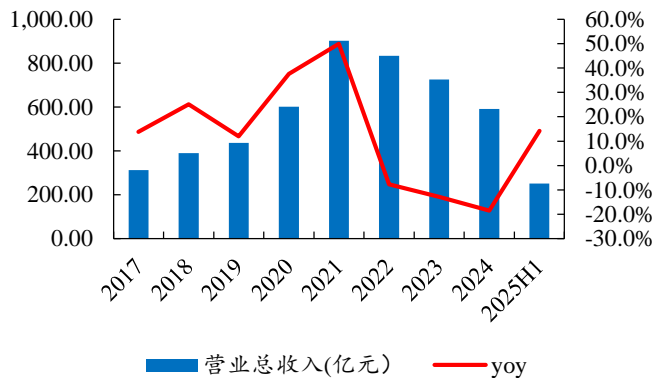
2024年，公司聚焦建筑科技，着力培育专精特新业务，强化主业技术护城河，夯实差异化竞争优势。回顾期内，围绕绿色、低碳、智能、安全的“好房子”，公司继续夯实科技人居系统和减振降噪等全流程一体化EPC服务模式，金茂府系3.0“科技”硬核不断升级；智慧能源板块聚焦综合能源服务和绿色大数据中心业务，着力提升经营效益，持续提升社会环保效益。

4、财务状况保持稳健，盈利修复穿越周期

4.1、营收业绩边际修复，毛利率水平趋于稳定

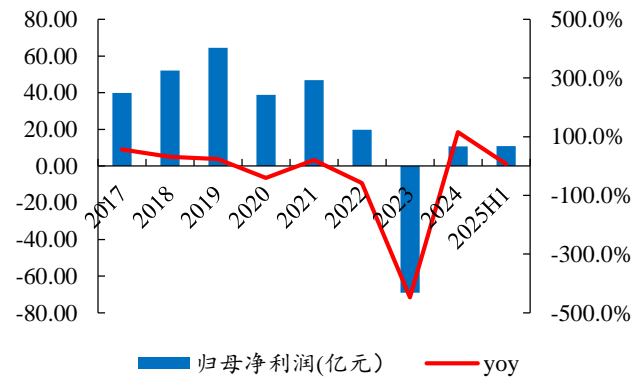
公司业绩在阶段性承压后，呈现出回升态势。2024年，公司实现营业收入590.53亿元，同比下降18.4%，实现归母净利润10.65亿元，同比由负转正；2025年上半年，公司实现营业收入251.13亿元，同比增长14.3%，实现归母净利润10.9亿元，同比增长7.9%。

图34：2025年上半年，公司营业收入同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

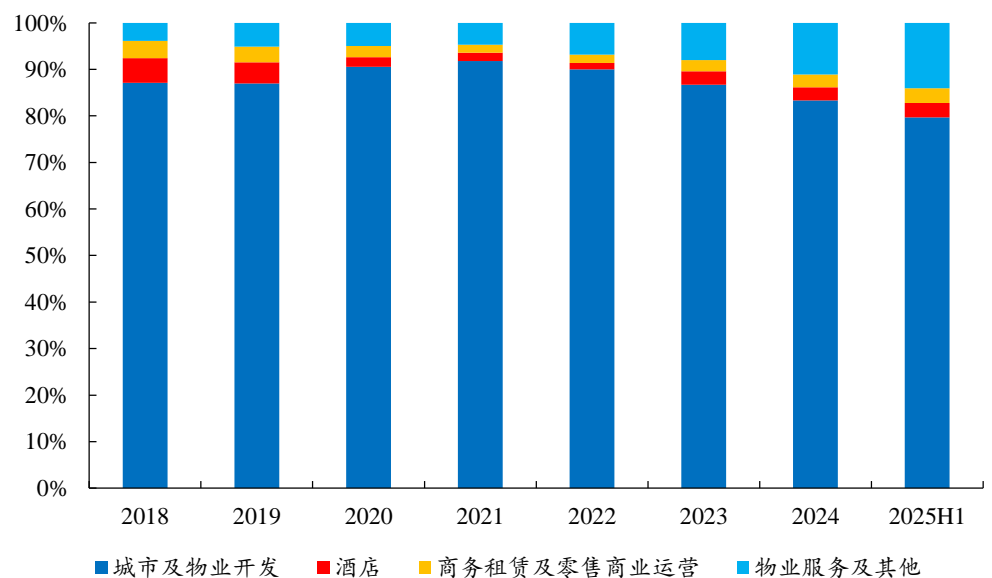
图35：2024年以来，公司归母净利润持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

从业务结构上看，公司营收仍主要依靠城市及物业开发，但整体占比有所下降。投资物业方面，酒店和商业租赁及零售商业运营占比有所提升。2024年，城市及物业开发、酒店、商业租赁及零售商业运营营收占比分别为83.3%、2.9%、2.8%，2025年上半年，占比分别为79.7%、3.1%、3.1%。

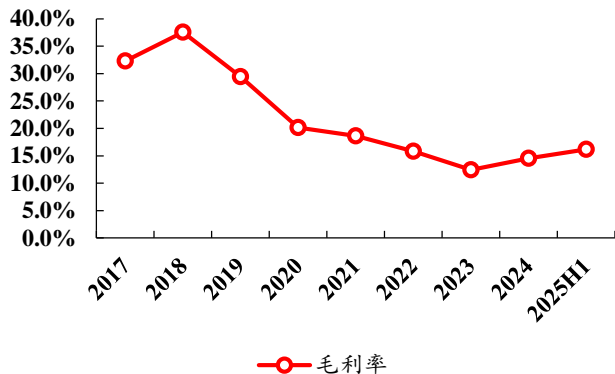
图36：公司营收仍主要依靠城市及物业开发



数据来源：Wind、开源证券研究所

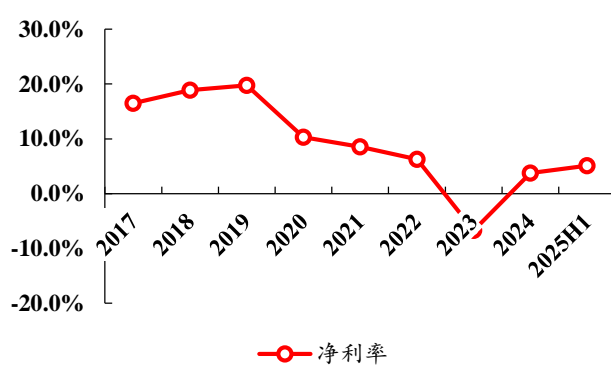
自 2024 年以来，公司盈利水平出现边际回升倾向。2024 年，公司实现毛利率 14.6%，同比+2.1pct；实现净利率 3.7%，同比由负转正。2025 年上半年，公司实现毛利率、净利率分别为 16.2%、5.1%，相比 2024 年全年均进一步提升。

图37：2024 年以来，公司毛利率水平有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2024 年以来，公司净利率水平有所修复

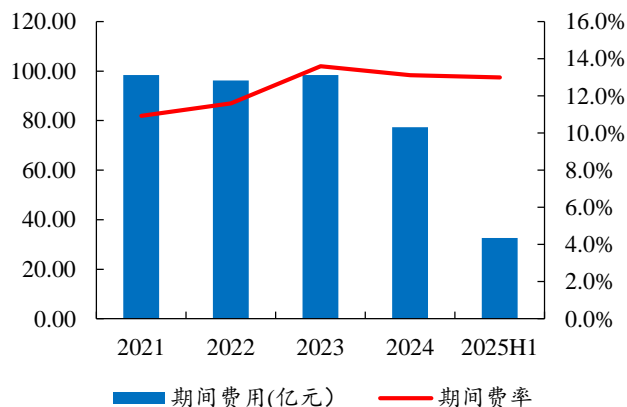


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、期间费用持续压降，债务结构有所优化

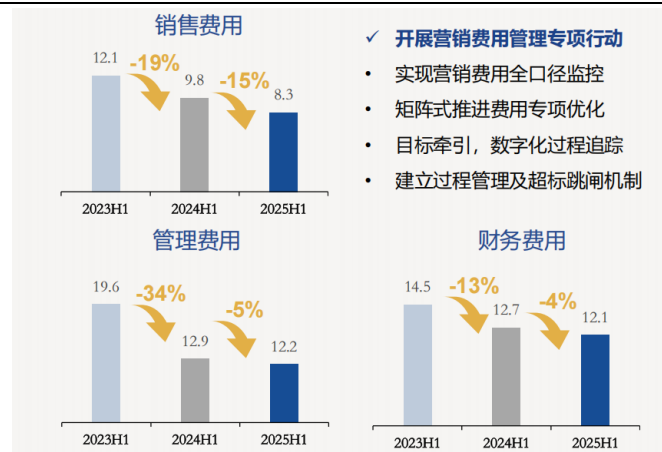
公司继续强化精益管理，持续推进降本增效，2024 年以来，销售费用、管理费用、财务费用均持续下降；成本管控成效显著，截至 2025H1，集采使用率提升至 94.9%。2024 年公司期间费用 77.4 亿元，期间费率 13.1%，同比-0.5pct；2025 年上半年，公司期间费用 32.6 亿元，期间费率 13.0%，相较 2024 年进一步下降 0.1pct。

图39：公司期间费用有所压降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：公司持续推进降本增效

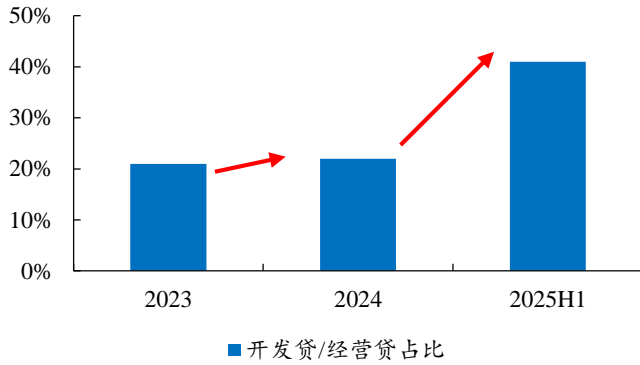


资料来源：公司业绩会展示材料

公司持续优化境内外债务结构、降低融资成本。2025 年上半年，公司境内外新增融资平均成本 2.70%，较 2024 年底下降 0.69pct；外币债务占比下降至 21%，开发贷/经营贷占比提升至 41%。公司财务状态稳健、融资渠道畅通，“三道红线”维持全绿；成功发行多笔低利率债券，发行成本屡创新低，多个自持物业融资实现突破，新项目开发贷成本大多为自律下限。公司在 2024 年继续积极拓展多种资金筹集渠道，2024 年 2 月发行第三期金茂大厦 CMBS 人民币 34.99 亿元，票面利率 3.20%；2024

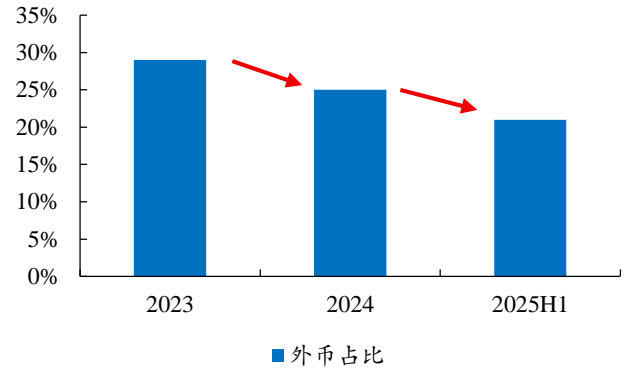
年6月发行银行间市场中期票据人民币30亿元，票面利率2.80%；2024年8月发行银行间市场中期票据人民币20亿元，票面利率2.8%。

图41：2025年上半年，公司开发贷/经营贷占比提升至41%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：2025年上半年，公司外币债务占比下降至21%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：公司债务结构有所优化

债务期限	总额（亿元）	占比	债务类型	总额（亿元）	占比
一年内到期	274.53	22.3%	开发贷/经营贷	500.10	40.6%
第二年	289.27	23.5%	境内外债券	313.39	25.4%
第三至五年	450.62	36.5%	境外双边/银团	234.68	19.0%
五年以上	218.54	17.7%	CMBS	122.40	9.9%
总计	1232.97	100%	流动资金贷款等	62.40	5.1%

资料来源：公司业绩会展示材料、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们对公司经营做出以下假设，给出盈利预测：

(1) 住宅销售：鉴于公司在市场震荡时期，仍然坚持获取核心地段土地，土地可售货值充足，核心区块利润空间相对有所保证，住宅销售收入增速分别为 10%、3%、3%，毛利率由 11% 逐步回升。

(2) 商务租赁及零售商业运营：公司退出部分低效资产逐步退出，维持合理资产规模，以核心的零售商业与地标写字楼组合维持高出租率与稳健租金，预计未来三年收入增速均为 5%，综合毛利率稳定在 80% 高位。

(3) 酒店经营：在核心城市精品及地标酒店“轻重并举”的策略下，存量市场承压与资产优化并行，预计未来三年酒店收入年增速约 2%，毛利率在 35% 左右区间温和修复，成熟标杆酒店跑赢组合有望带来结构性改善。

(4) 物业服务及其他：金茂服务延续“聚焦高能级城市+精细化管理+数智化提效”，预计物管收入及其他未来三年年增速 10%-15%、毛利率 25%。

公司 2024 年以来业绩修复趋势明显，销售逆势提升，拿地聚焦核心板块，投资物业经营整体稳健，物业服务业绩稳健增长，我们认为，公司业绩表现将逐步回升，预期公司 2025-2027 年整体营收增速分别为 10%、4%、4%，毛利率分别为 17.1%、17.4%、18.0%。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.1、15.6、16.2 亿元，EPS 分别为 0.08、0.12、0.12 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5、9.7、9.3 倍，公司受中化系股东坚定支持，销售拿地逆势强劲，公司业绩修复倾向明显，看好公司业务结构调整后盈利能力回升，维持“买入”评级。

表7：公司 2025-2027 年 PE 低于可比公司平均值

公司代码	公司名称	评级	市值(亿元)		归母净利润/亿元					PE		
			2025/12/22	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600048.SH	保利发展	买入	757.7	50.0	42.6	52.4	64.1	15.2	17.8	14.5	11.8	
001979.SZ	招商蛇口	买入	785.3	40.4	42.8	49.6	55.4	19.4	18.3	15.8	14.2	
002244.SZ	滨江集团	买入	314.6	25.5	29.4	32.7	34.2	12.4	10.7	9.6	9.2	
								15.6	15.6	13.3	11.7	
0817.HK	中国金茂	买入	150.4	10.6	11.1	15.6	16.2	14.1	13.5	9.7	9.3	

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025 年 12 月 22 日，港元汇率 1 港元=0.90 人民币，可比公司盈利预测来自开源证券研究所）

6、风险提示

(1) 房地产政策支持不及预期风险：若后续降准降息、公积金优化等托底政策力度不足或落地滞后，将导致房地产市场复苏节奏放缓，购房者信心难以修复，进而拖累公司项目去化效率与资金回笼速度。

(2) 销售去化不及预期而导致的流动性风险：若公司核心项目销售去化率低于预期，核心现金流来源的销售回款将大幅收缩，可能引发资金周转困难，进而影响企业正常运营与债务偿付能力。

(3) 受租赁市场震荡影响商业物业租金及出租率下滑风险：若宏观经济波动或区域商业竞争加剧引发租赁市场震荡，公司旗下写字楼、购物中心等商业物业可能面临出租率下降、租金议价能力减弱的压力，直接拖累商业运营板块营收与利润表现。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	187,151	193,056	237,612	261,202	287,343
现金	30,920	30,805	47,602	63,443	84,144
应收账款	48,427	71,145	82,543	85,919	89,448
存货	81,620	83,585	87,764	92,152	96,760
其他流动资产	26,185	7,521	19,703	19,688	16,991
非流动资产	219,968	216,201	237,612	261,202	287,343
固定资产及在建工程	93,821	82,225	90,447	99,492	109,441
无形资产及其他长期资产	126,147	133,976	147,164	161,710	177,901
资产总计	407,119	409,256	475,224	522,404	574,685
流动负债	176,090	173,329	194,232	178,923	215,519
短期借款	25,368	21,607	23,768	26,145	28,759
应付账款	31,293	22,858	36,708	12,366	39,359
其他流动负债	119,429	128,864	133,756	140,413	147,401
非流动负债	121,192	127,649	139,091	151,611	165,314
长期借款	103,517	101,194	111,313	122,445	134,689
其他非流动负债	17,675	26,455	27,778	29,167	30,625
负债合计	297,282	300,978	333,323	330,534	380,833
股本	26,918	26,925	27,464	28,013	28,573
储备	16,939	32,007	32,647	33,300	33,966
归母所有者权益	43,857	58,932	60,110	61,312	62,539
少数股东权益	70,546	54,703	81,791	130,557	131,313
负债和股东权益总计	407,119	409,256	475,224	522,404	574,685

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,091	(3,628)	7,470	7,843	9,605
税前利润	(2,813)	4,438	2,857	4,574	4,164
折旧和摊销	1,009	757	833	916	1,008
营运资本变动	(19,859)	(11,078)	(4,222)	18,836	(12,320)
其他	24,753	2,255	8,001	(16,483)	16,753
投资活动现金流	1,645	1,011	(1,118)	(1,281)	823
资本开支	898	766	886	875	850
其他	747	245	(2,003)	(2,155)	(28)
融资活动现金流	(10,907)	2,502	(4,485)	(1,787)	6,691
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	89,975	59,012	81,554	78,889	80,201
其他	(100,882)	(56,511)	(86,039)	(80,676)	(73,510)
汇率变动对现金的影响	2	1	2	2	2
现金净增加额	(6,169)	(115)	14,931	11,065	3,583
期末现金总额	30,920	30,805	47,602	63,443	84,144

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,404	59,053	64,958	67,557	70,259
营业成本	63,382	50,456	53,850	55,802	57,612
营业费用	2,963	2,287	2,274	2,331	2,389
管理费用	3,869	2,917	3,573	3,378	3,513
其他收入/费用	(1,989)	3,580	376	859	407
营业利润	201	6,972	5,638	6,906	7,152
净财务收入/费用	(3,014)	(2,535)	(2,780)	(2,331)	(2,988)
其他利润	(6,028)	(5,069)	(5,561)	(4,663)	(5,975)
除税前利润	(2,813)	4,438	2,857	4,574	4,164
所得税	2,046	2,238	1,000	2,058	1,666
少数股东损益	2,038	1,135	743	956	875
归母净利润	(6,897)	1,065	1,114	1,560	1,624
EBITDA	201	6,972	5,638	6,906	7,152
扣非后净利润	(1,388)	214	224	314	327
EPS(元)	(0.51)	0.08	0.08	0.12	0.12

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.8	-18.4	10.0	4.0	4.0
营业利润(%)	-98.4	3363.0	-19.1	22.5	3.6
归属于母公司净利润(%)	-447.6	-115.4	4.6	40.0	4.1
获利能力					
毛利率(%)	12.5	14.6	17.1	17.4	18.0
净利率(%)	-6.7	3.7	2.9	3.7	3.6
ROE(%)	-15.7	1.8	1.9	2.5	2.6
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0	73.5	70.1	63.3	66.3
净负债比率(%)	80.0	83.0	86.0	89.0	92.0
流动比率	1.06	1.11	1.22	1.46	1.33
速动比率	0.57	0.63	0.57	0.63	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.15	0.17	0.14	0.15
应收账款周转率	1.65	0.96	2.28	1.63	1.62
应付账款周转率	2.33	2.18	2.75	2.72	2.55
存货周转率	0.86	0.71	0.76	0.75	0.74
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.51)	0.08	0.08	0.12	0.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	(0.27)	0.55	0.58	0.71
每股净资产(最新摊薄)	3.25	4.36	4.45	4.54	4.63
估值比率					
P/E	(2.2)	14.2	13.5	9.7	9.3
P/B	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

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

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

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

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