

中国海外宏洋集团

中海品牌铸就下沉龙头，低线布局“剩者为王”

(00081.HK)

——港股公司首次覆盖报告

2026年01月15日

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

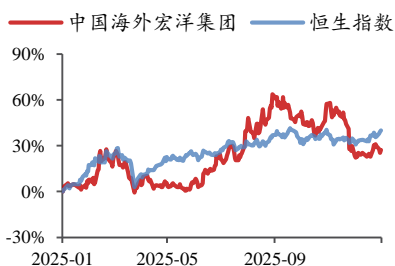
证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

投资评级：买入（首次）

日期	2026/1/14
当前股价(港元)	2.020
一年最高最低(港元)	2.640/1.600
总市值(亿港元)	71.90
流通市值(亿港元)	71.90
总股本(亿股)	35.59
流通港股(亿股)	35.59
近3个月换手率(%)	14.76

股价走势图



数据来源：聚源

● 中海品牌铸就下沉龙头，低线布局“剩者为王”，给予“买入”评级

中国海外宏洋集团依托母公司“中海地产”品牌力与央企资源，逐步确立在低能级城市品质住宅市场的领导者地位。公司已经形成涵盖买地投资、规划设计、建筑施工、营销策划、售后服务与物业管理等房地产开发全过程的价值链体系，2024年在一半以上业务覆盖城市销售额排名前三，公司目前盈利水平逐步回升，触底回升信号显现。我们预计2025-2027年归母净利润分别3.3、4.4、6.3亿元，EPS分别为0.09、0.12、0.18元，当前股价对应PE为19.6、14.8、10.3倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 中海品牌铸就下沉龙头，低能级布局“剩者为王”

公司在低能级城市房企利润承压退出低能级城市市场后，有望凭借市占率提升穿越周期。随着主流房企战略收缩至核心一二线城市，二三线中高端市场供需关系优化，公司凭借母品牌信任度，持续提升市场市占率，预计后续毛利率将持续修复，在后续市场好转后提升低能级城市认可度并进一步塑造品牌溢价。从月度趋势看，公司销售端数据已出现触底回升迹象。公司以审慎的投资策略持续优化土储结构，依托集团优势精准聚集目标地块。2024年全年公司新增土地储备118.92万平方米，总价52.29亿元，新增项目聚焦银川、徐州、合肥等强三线核心地段，严格遵循“主流城市、主流地段、主流产品”的“三个主流”投资原则。

● 业绩规模有所收缩，融资成本持续压降

2025H1，公司实现营业收入145.43亿元，同比下降33.45%；实现归母净利润2.84亿元，同比下降67.91%，公司实现毛利率、净利率分别9.27%、2.63%，同比分别-0.38pct、-1.32pct，公司业绩下行主要系房地产开发市场毛利率阶段性触底且结转收入规模收缩导致。2024年公司平均融资成本4.1%，境内加权平均融资成本3.7%，境外加权融资成本4.5%，同比均有所下降；2025H1，公司平均融资成本2.9%，融资成本持续压降。截至2025H1，公司资产负债率69.94%，权益乘数3.33，流动比率1.98，速动比率0.65，整体财务状况维持稳健。

● **风险提示：**销售回款不及预期、市场下行风险、政策支持不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56,408	45,895	28,282	24,243	25,019
YOY(%)	(1.9)	(18.6)	(38.4)	(14.3)	3.2
净利润(百万元)	2,302	954	330	436	628
YOY(%)	(26.9)	(58.6)	(65.4)	32.2	43.9
毛利率(%)	11.2	8.4	8.6	8.9	10.4
净利率(%)	3.6	2.6	1.7	2.6	3.6
ROE(%)	7.1	2.9	1.0	1.3	1.9
EPS(摊薄/元)	0.65	0.27	0.09	0.12	0.18
P/E(倍)	2.8	6.8	19.6	14.8	10.3
P/B(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 中国海外集团旗舰企业，专注下沉市场中高端住宅开发.....	4
1.1、 聚焦物业开发，商业物业规模稳健提升.....	5
1.2、 共享中海品牌，国资背景加持.....	5
1.3、 管理层经验丰富，集团体系深度嵌入.....	7
2、 中海品牌铸就下沉龙头，低能级布局“剩者为王”.....	9
2.1、 开发业务规模整体稳健，毛利率有望触底回升.....	9
2.2、 低能级城市精准布局，市占率逆势提升.....	9
2.3、 产品端：精耕细作延续品牌价值，口碑溢价反哺销售加速器.....	11
2.4、 销售端：行业排名逆势提升，市场触底信号显现.....	14
2.5、 低能级土储沿用高能级逻辑，稀缺性地块精准狙击.....	17
3、 商业物业稳健发展，潜心经营打造第二增长曲线.....	19
3.1、 租金收入稳健增长，打造抗周期收入屏障.....	19
3.2、 商业开发协同共进，潜心经营打造第二增长曲线.....	19
4、 业绩规模有所收缩，融资成本持续压降.....	23
4.1、 营收规模同比收缩，业绩表现阶段性触底.....	23
4.2、 融资成本持续压降，财务状况保持稳健.....	23
4.3、 融资渠道突破创新，经营性贷优化资本结构.....	25
5、 盈利预测与投资建议.....	26
6、 风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

图表目录

图 1： 公司为中海集团旗下上市平台.....	4
图 2： 公司成长为深耕下沉市场高端住宅开发的房地产企业.....	5
图 3： 公司主要收入来源于物业开发.....	5
图 4： 截至 2025 年上半年末，中国海外发展有限公司对公司持股 39.63%.....	6
图 5： 中国海外发展的南京中海江南·玖序项目以豪宅标准实现核心地段花园露台.....	7
图 6： 中国海外发展的南京中海江南·玖序项目以隐奢尺度营造松弛感，打造高端住宅空间体验.....	7
图 7： 公司银川中海观园项目引入自然景观，打造室内景观视野.....	7
图 8： 公司银川中海观园项目通过通透布局与户型革新，提升空间利用率.....	7
图 9： 公司地产开发业务为公司收入的主要来源.....	9
图 10： 公司物业发展规模维持相对稳定.....	9
图 11： 公司物业发展毛利率有所下行.....	9
图 12： 公司呼和浩特九樾项目注重现代建筑美学.....	12
图 13： 公司呼和浩特九樾项目产品设计用料考究.....	12
图 14： 公司呼和浩特九樾项目充分解构客户需求.....	12
图 15： 公司呼和浩特九樾项目营造人文气息的生活空间.....	12
图 16： 合肥观庐府项目入户门采用大理石材质.....	13
图 17： 合肥观庐府项目用料扎实.....	13
图 18： 合肥观庐府项目满足多种生活场景需求.....	13
图 19： 合肥观庐府项目配套恒温泳池.....	13
图 20： 公司产品力优势直接提高了客户黏性，带动去化效率.....	14

图 21: 2024 年, 公司实现合约销售金额 401.1 亿元, 同比下降 6.3%.....	14
图 22: 2024 年, 公司实现合约销售面积 348.4 万平方米, 同比下降 1.4%.....	15
图 23: 2025 年 1-6 月公司合约销售均价降幅收窄	15
图 24: 2025 年 6 月, 公司合约销售金额环比增长 34.20%, 同比降幅大幅缩小.....	16
图 25: 2025 年 6 月, 公司合约销售面积环比增长, 同比由负转正.....	16
图 26: 2025 年 6 月, 公司合约销售均价维持相对稳定.....	17
图 27: 公司物业租赁收入增长稳健	19
图 28: 公司开发以外收入增长趋势明显	19
图 29: 公司依托住宅布局区域进行商业物业布局.....	20
图 30: 公司打造“主商场+配套街区”的片区型商业组合	20
图 31: 惠州中海环宇天地商业街将开放式街区与多元社交业态融合.....	21
图 32: 惠州中海环宇天地商业街开放空间布局精巧, 吸引人流.....	21
图 33: 惠州环宇天地巧用多种设计元素, 塑造出丰富空间层次感.....	21
图 34: 惠州环宇天地下沉广场释放夜间活力, 低密度建筑空间营造舒适消费环境.....	21
图 35: 惠州环宇天地引入“怂火锅店”首店品牌.....	22
图 36: 惠州环宇天地引入“夜经济”概念.....	22
图 37: 惠州中海环宇天地举行 2024 年 LOL 全球总决赛观赛活动.....	22
图 38: 惠州中海环宇天地举行嬉水音乐节活动.....	22
图 39: 惠州中海环宇天地举行非遗惠州活动.....	22
图 40: 惠州中海环宇天地举行三人制篮球赛活动.....	22
图 41: 2025H1, 公司营收规模同比收缩.....	23
图 42: 2025H1, 公司归母净利润有所下降.....	23
图 43: 2025H1, 公司毛利率同比-0.38pct	23
图 44: 2025H1, 公司净利率同比-1.32pct	23
图 45: 截至 2024 年末, 公司总借款 397 亿元.....	24
图 46: 截至 2024 年末, 现金及银行结余 272.91 亿元.....	24
图 47: 截至 2024 年末, 公司剔除预收账款资产负债率 63.0%	24
图 48: 截至 2024 年末, 公司现金短债比 1.7.....	24
图 49: 截至 2024 年末, 公司总负债比率 105.7%, 净负债比率 33.1%.....	24
表 1: 公司与中国海外发展在城市与产品定位上存在差异.....	6
表 2: 管理层深度嵌入控股股东中国海外发展及中海集团体系.....	7
表 3: 公司全国布局以深度聚焦二三线城市为核心策略(截至 2024 年)	10
表 4: 公司针对区域特性进行差异化配置, 满足不同客户不同需求.....	11
表 5: 公司新获取土地谨慎精准(截至 2024 年)	17
表 6: 公司 2024 年末土地储备位于核心区域, 具有稀缺性.....	18
表 7: 公司持有型物业明细(截至 2024 年)	19
表 8: 我们预计公司 2025-2026 年营收规模有所收缩	26
表 9: 公司 2027 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值.....	27

1、中国海外集团旗舰企业，专注下沉市场中高端住宅开发

中国海外宏洋集团（以下简称“中海宏洋”、“公司”）（股票代码 0081.HK）是中国建筑工程总公司在港控股子公司中国海外集团有限公司（以下简称“中海”、“中海集团”）的旗舰企业。

公司定位为中海集团旗下专注二三线城市中高端住宅开发的上市平台。公司依托母公司“中海地产”品牌力与央企资源，逐步确立在低能级城市品质住宅市场的领导者地位。公司已经形成涵盖买地投资、规划设计、建筑施工、营销策划、售后服务与物业管理等房地产开发全过程的价值链体系，连续多年在一半以上业务覆盖城市销售额排名前三。

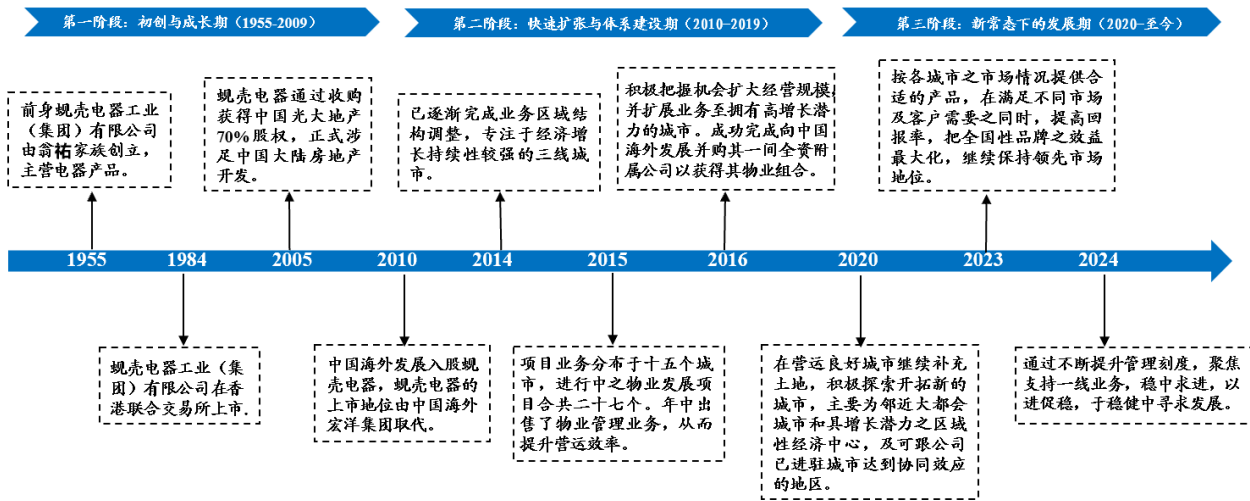
图1：公司为中海集团旗下上市平台



资料来源：公司官网

公司最早由制造业转型，成长为深耕下沉市场的房地产企业。公司前身为 1955 年成立的蚬壳电器工业（集团）有限公司，2005 年正式进入中国内地房地产市场，2010 年成为中国海外发展的附属平台，开启全国化布局。2010 年至 2019 年，公司在华中、华北等区域迅速扩张，建立起涵盖投资、设计、开发、销售、运营的全链条体系。自 2020 年以来，面对行业调整，公司积极推行“稳健运营+灵活投资”策略，加快数字化与绿色转型，逐步确立其在中海体系中专注下沉市场的重要地位。

图2：公司成长为深耕下沉市场高端住宅开发的房地产企业

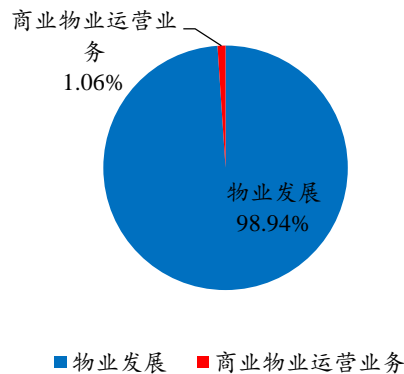


资料来源：公司官网、公司公告、观点网、开源证券研究所

1.1、聚焦物业开发，商业物业规模稳健提升

公司主要从事物业开发业务，2024年公司物业开发业务占比99%。2024年，公司实现营业总收入458.95亿元，同比下降18.64%，实现物业开发收入达454.11亿元，占比98.94%；实现毛利38.46亿元，同比下降39.06%；实现毛利率8.38%，同比-2.81pct；实现净利润12.16亿元，同比下降40%；实现归母净利润9.54亿元，同比下降58.5%。

图3：公司主要收入来源于物业开发



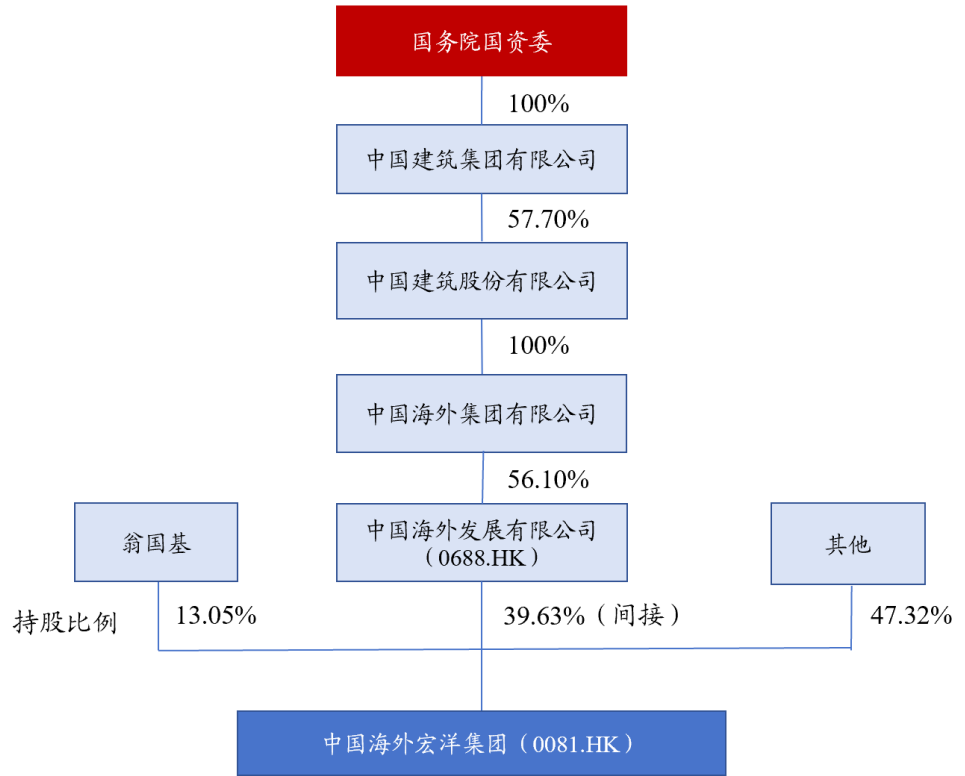
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、共享中海品牌，国资背景加持

公司的股权结构体现出“央企控股+资源赋能”的格局，拥有清晰稳定的控股体系与雄厚的股东背景。截至2025年上半年末，公司由中国建筑股份通过全资子公司中国海外集团及旗下旗舰平台中国海外发展间接持有39.63%股份。中国海外发展长

期深耕一二线城市，具备强大的品牌与资源优势；中海宏洋则聚焦二三线及下沉市场，作为“中海副牌”运行，持续获得中海发展的资源倾斜与品牌溢价支持。同时，董事翁国基直接和间接持股 13.05%，系除控股股东外持股比例最高的个人股东。

图4：截至 2025 年上半年末，中国海外发展有限公司对公司持股 39.63%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司与中国海外发展同属中海体系，定位清晰，分工明确。中国海外发展主要聚焦一二线核心城市，产品定位以高端改善型住宅为主，强调城市核心地段、品牌溢价与品质引领；而公司则面向二三线及城市群中的下沉市场，围绕首置与刚需改善客群，是中国海外发展有限公司旗下专注下沉市场的地产平台。公司与中国海外发展共享中海品牌，在项目运作及产品打造上共享资源经验。

表1：公司与中国海外发展在城市与产品定位上存在差异

企业主体	中国海外发展	中国海外宏洋
城市定位	一二线核心城市	二三线及下沉城市
产品定位	高端城市改善型	高性价比刚需/改善
标志项目	深圳中海·深湾玖序花园、上海中海领邸·玖序、赣州中海学府壹号、泰州金茂府、银川中海观园 南京中海江南·玖序	
主要布局城市	深圳、北京、上海、中国香港、南京、天津	银川、兰州、合肥、南通、汕头、扬州、泰州、惠州、常州、镇江、赣州

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图5：中国海外发展的南京中海江南·玖序项目以豪宅标准实现核心地段花园露台



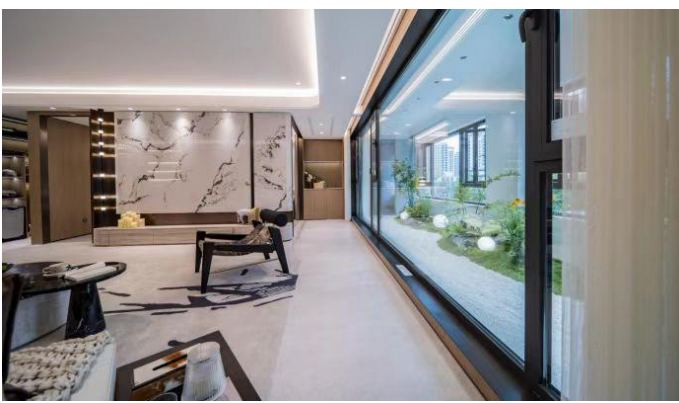
资料来源：南京中海地产公众号

图6：中国海外发展的南京中海江南·玖序项目以隐奢尺度营造松弛感，打造高端住宅空间体验



资料来源：南京中海地产公众号

图7：公司银川中海观园项目引入自然景观，打造室内景观视野



资料来源：银川中海观园公众号

图8：公司银川中海观园项目通过通透布局与户型革新，提升空间利用率



资料来源：银川中海观园公众号

1.3、管理层经验丰富，集团体系深度嵌入

管理层深度嵌入控股股东中国海外发展及中海集团体系，通过核心高管的双重身份与丰富经验实现战略协同。主席庄勇（中海发展副主席及中国海外集团董事）和非执行董事刘萍（现任中海发展财务总经理）经验丰富，打通集团战略决策与财务资源通道；行政总裁杨林与副总裁周汉成（前中建国际财务总监）凭借逾29年的体系内经验，确保中海宏洋发挥成本管控及品牌优势，高效拓展二三线市场，形成“战略-资金-操盘”全链条赋能闭环。

表2：管理层深度嵌入控股股东中国海外发展及中海集团体系

姓名	职位	从业经历
庄勇	公司主席、执行董事及提名委员会成员	持有建筑与土木工程硕士学位，为高级工程师。彼现为中国海外发展非执行董事及副主席、中国海外集团董事，及本公司旗下若干附属公

姓名	职位	从业经历
杨林	行政总裁、执行董事	司之董事，拥有逾二十四年房地产开发及企业管理经验。 持有工商管理硕士学位，为高级经济师。彼现为本公司旗下若干附属公司之董事，拥有逾二十九年房地产开发及企业管理经验。
周汉成	副总裁、首席合规官兼总法律顾问	持有工商管理硕士学位，为正高级会计师、英国特许公认会计师公会资深会员及香港会计师公会会员。2005年6月至2023年4月期间，曾任中国建筑国际集团有限公司的执行董事兼财务总监。自2023年4月起出任本公司执行董事兼副总裁，并于2023年10月起兼任本公司首席合规官兼总法律顾问。彼现为本公司旗下若干附属公司之董事，拥有逾33年财务管理及企业管理经验。
翁国基	副主席、非执行董事	持有华盛顿大学电机工程学士学位及斯坦福大学工业工程硕士学位，在英国、美国、加拿大、荷兰、中国的房地产市场拥有超过四十年的投资及发展经验。于2010年2月10日辞任本公司之集团董事长兼行政总裁之职务，并于2010年2月27日由董事会主席兼执行董事调任为本公司董事会副主席及非执行董事。彼现为本公司董事会副主席、非执行董事及薪酬委员会成员，及规范电业有限公司之董事会主席兼非执行董事。曾任节能元件有限公司之董事会主席兼非执行董事。
刘萍	非执行董事	持有建筑经济管理硕士学位，为高级会计师及中国注册会计师协会的非执业会员。彼现为中国海外发展（于香港上市）财务资金部总经理及本公司旗下若干附属公司的董事，拥有逾二十七年企业财务及会计的管理经验。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

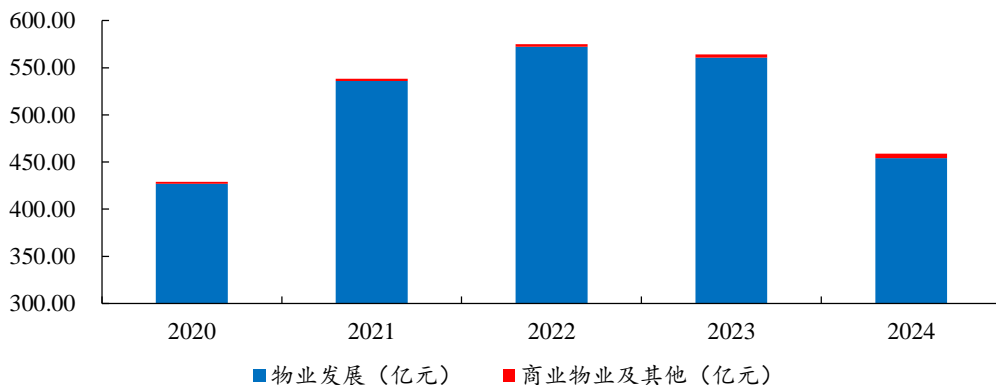
2、中海品牌铸就下沉龙头，低能级布局“剩者为王”

公司在低能级城市房企利润承压退出低能级城市市场后，有望凭借市占率提升穿越周期。随着主流房企战略收缩至核心一二线城市，二三线中高端市场供需关系优化，公司凭借母品牌信任度，持续提升市场市占率。同时，低土地成本与高货地比支撑盈利韧性，预计后续毛利率将持续修复，在后续市场好转后提升低能级城市认可度并进一步塑造品牌溢价。

2.1、开发业务规模整体稳健，毛利率有望触底回升

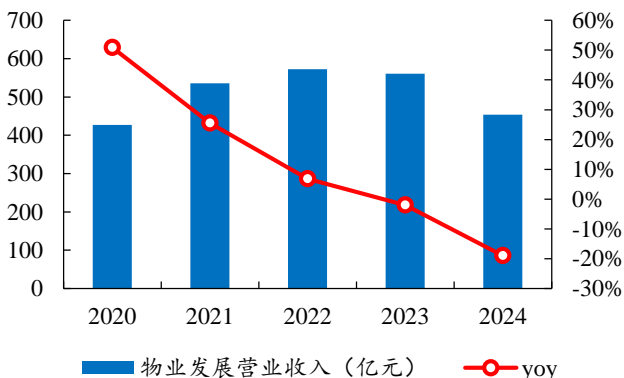
公司目前开发业务规模目前维持相对稳定，毛利率有触底迹象。公司2024年地产开发营业收入达454.11亿元，同比下降19.02%，地产开发业务占据公司营业总收入的99%，为公司的主要利润来源。受房地产市场震荡影响，公司地产开发业务毛利率8.0%，同比-3.0pct，随后续长期市场修复，毛利率有望触底回升。

图9：公司地产开发业务为公司收入的主要来源



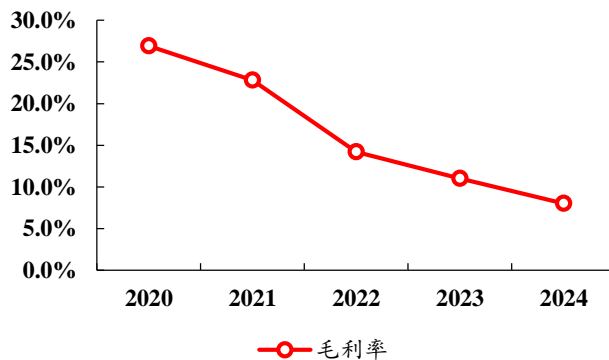
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司物业发展规模维持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司物业发展毛利率有所下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、低能级城市精准布局，市占率逆势提升

公司全国布局以深度聚焦下沉市场为核心策略，通过分散投资持续强化区域市

场渗透，在 2024 年行业整体下行背景下仍实现了占有率逆势提升。公司全年合约销售额达 401.1 亿元，虽同比微降 6.3%，但显著优于布局城市 34% 的平均降幅，且在 40 个进驻城市中有 23 个城市销售额跻身当地前三，其中汕头、赣州、呼和浩特等 11 个二三线城市位列销量榜首。

表3：公司全国布局以深度聚焦二三线城市为核心策略（截至 2024 年）

序号	城市	金额(人民币亿元)	占比	合约面积(平方米)	占比
1	合肥	47.69	11.9%	270,100	7.8%
2	赣州	27.76	6.9%	245,700	7.1%
3	汕头	24.59	6.1%	239,900	6.9%
4	呼和浩特	22.69	5.7%	198,600	5.7%
5	银川	22.51	5.6%	206,000	5.9%
6	南通	21.45	5.3%	107,600	3.1%
7	泰州	18.48	4.6%	145,200	4.2%
8	金华	16.68	4.2%	104,800	3.0%
9	南宁	15.94	4.0%	130,400	3.7%
10	扬州	15.86	4.0%	139,800	4.0%
11	徐州	14.45	3.6%	112,500	3.2%
12	兰州	13.92	3.5%	128,900	3.7%
13	唐山	11.90	3.0%	66,000	1.9%
14	盐城	11.29	2.8%	112,500	3.2%
15	潍坊	10.90	2.7%	169,300	4.9%
16	绍兴	10.75	2.7%	40,800	1.2%
17	泉州	10.63	2.6%	78,100	2.2%
18	惠州	9.58	2.4%	81,000	2.3%
19	常州	9.01	2.2%	78,100	2.2%
20	吉林	7.86	2.0%	137,800	4.0%
21	淮安	7.10	1.8%	61,600	1.8%
22	淄博	6.83	1.7%	98,700	2.8%
23	湛江	6.26	1.6%	65,000	1.9%
24	安庆	5.12	1.3%	69,000	2.0%
25	西宁	4.84	1.2%	64,000	1.8%
26	镇江	4.63	1.2%	42,300	1.2%
27	天水	3.63	0.9%	37,500	1.1%
28	廊坊	3.42	0.9%	40,400	1.2%
29	柳州	3.24	0.8%	27,000	0.8%
30	株洲	2.81	0.7%	39,300	1.1%
31	遵义	2.50	0.6%	36,100	1.0%
32	渭南	2.49	0.6%	47,100	1.4%
33	九江	1.24	0.3%	20,700	0.6%
34	临沂	1.22	0.3%	19,100	0.5%
	其他	1.83	0.3%	22,600	0.6%
合计		401.10	100.0%	3,483,500	100.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、产品端：精耕细作延续品牌价值，口碑溢价反哺销售加速器

公司凭借“副牌定位+央企赋能”策略，逐步建立起良好的客户口碑。公司依托母公司中海发展的产品管理体系，在设计、施工、品质控制等方面高度标准化，并针对区域特性进行差异化适配，持续推出“悦府”“臻如府”“九樾”“铂悦”“观园”等多种住宅产品，满足刚需与改善型客户的多层次需求。

表4：公司针对区域特性进行差异化配置，满足不同客户不同需求

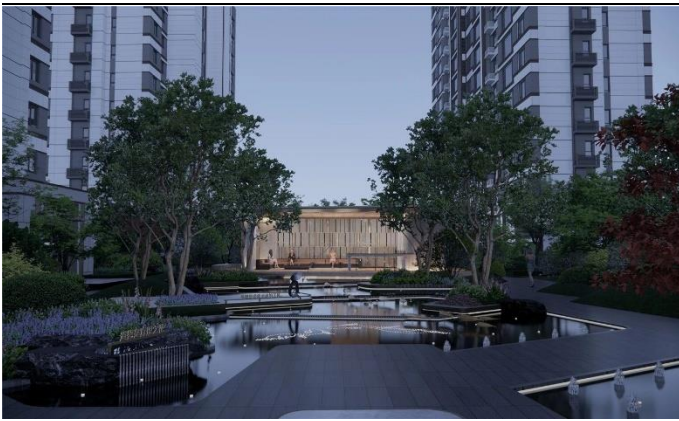
产品系列	代表项目	产品图片
臻如府系	合肥臻如府、泉州臻如府、银川臻如府	
悦府系	合肥悦府、汕头悦江府	
樾系	呼和浩特九樾、泰州华樾	
铂悦系	唐山铂悦府、兰州铂悦花园	

产品系列	代表项目	产品图片
观园/世家系	银川观园、淄博观园、潍坊中海世家	

资料来源：公司官网、银川晚报第1地产公众号、合肥中海公众号、银川中海公众号、房天下、开源证券研究所

公司注重现代建筑美学与品质营造，在中高端住宅的产品设计上用料考究以实现高端品质。公司产品整体设计精细、空间布局考究，敢于创新。例如公司呼和浩特九樾项目，项目开创性的摒弃了传统地产项目单一性的“设备化园林”理念，而是真正将家庭成长所需要的“交互、安全、学习、陪伴、社交、健康”等需求深度解剖，营造出一个具有书香氛围和浓郁人文气息的生活空间，项目整体材质风格统一，建筑细部体现出公司对现代建筑美学及品质营造的极致追求。

图12：公司呼和浩特九樾项目注重现代建筑美学



资料来源：内蒙古房地产服务行业协会

图13：公司呼和浩特九樾项目产品设计用料考究



资料来源：内蒙古房地产服务行业协会

图14：公司呼和浩特九樾项目充分解剖客户需求



资料来源：内蒙古房地产服务行业协会

图15：公司呼和浩特九樾项目营造人文气息的生活空间



资料来源：内蒙古房地产服务行业协会

公司持续推进产品精细化与智能化，并逐步在核心项目中引入绿色建筑标准与低碳智慧家居系统，悉心打造“好房子”。合肥观庐府将“安全、舒适、绿色、智慧”的理念深植于产品营造，转化为会思考、可感知的生活场景与细节。项目本身用料扎实，入户门等处多采用大理石材质，项目立面采用圆角+金属材质，彰显建筑本身形体特色，巧妙营造出产品的高级感。项目在燃气、灶具、用水、门锁等细节深度开发系统，保障房屋安全；同时在厨房、玄关、卧室以及电梯厅开发净化、降噪、收纳等系统确保房屋整体功能的实用性和舒适性，同时小区内部配套健身房及恒温泳池，满足多种生活场景需求，打造极致产品力。

图16: 合肥观庐府项目入户门采用大理石材质



资料来源：合肥中海公众号

图17: 合肥观庐府项目用料扎实



资料来源：合肥中海公众号

图18: 合肥观庐府项目满足多种生活场景需求



资料来源：合肥中海公众号

图19: 合肥观庐府项目配套恒温泳池



资料来源：合肥中海公众号

公司产品力优势直接提高了客户黏性，带动去化效率。2024年，公司首开项目平均首展天数为116天，同比下降57天，平均首开天数144天，同比下降63天，合肥“臻如府”、呼和浩特“九樾”等项目开盘去化迅速，单盘去化率均超90%，形成典型的“快推快销”良性循环。

图20：公司产品力优势直接提高了客户黏性，带动去化效率

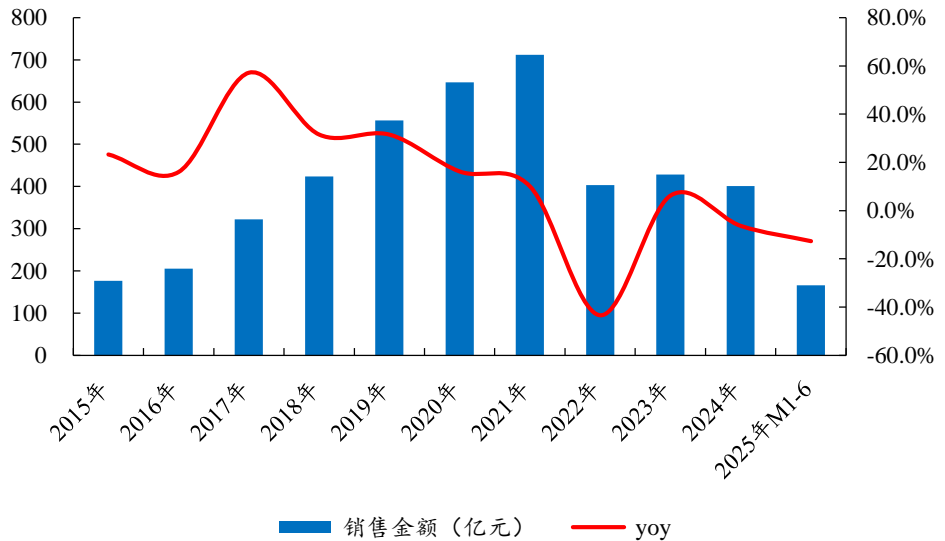


资料来源：公司业绩会材料

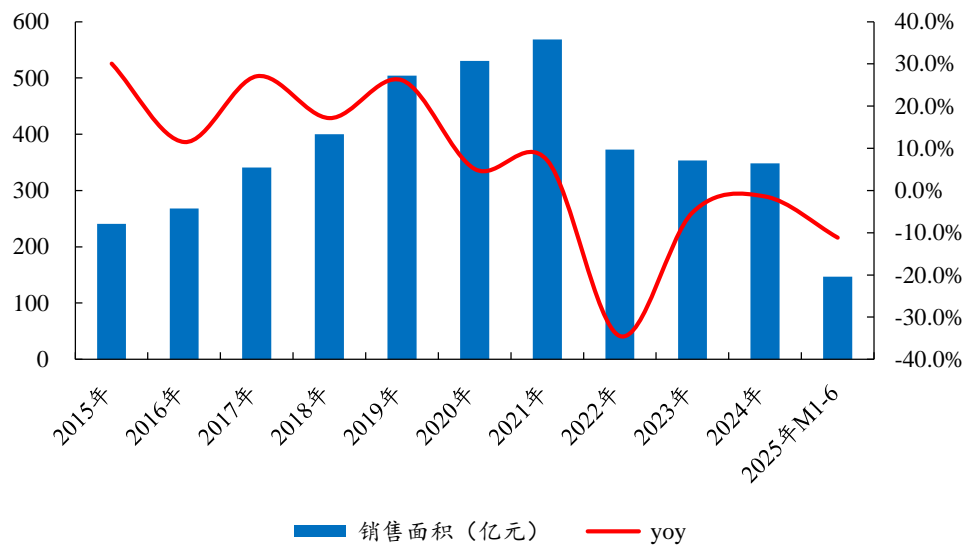
2.4、销售端：行业排名逆势提升，市场触底信号显现

公司销售情况保持稳定，行业排名逆势提升。2024年，公司实现合约销售金额401.1亿元，同比下降6.3%；实现合约销售面积348.4万平方米，同比下降1.4%；实现合约销售均价11514.3元/平方米，同比下降5.0%。2025年1-6月，公司实现合约销售金额166.1亿元，同比下降12.7%；实现合约销售面积147.2万平方米，同比下降11.1%；实现合约销售均价11285.6元/平方米，同比下降2.0%。根据克而瑞数据显示，公司销售2024全年销售规模行业排名18位，较2023年上升12位。

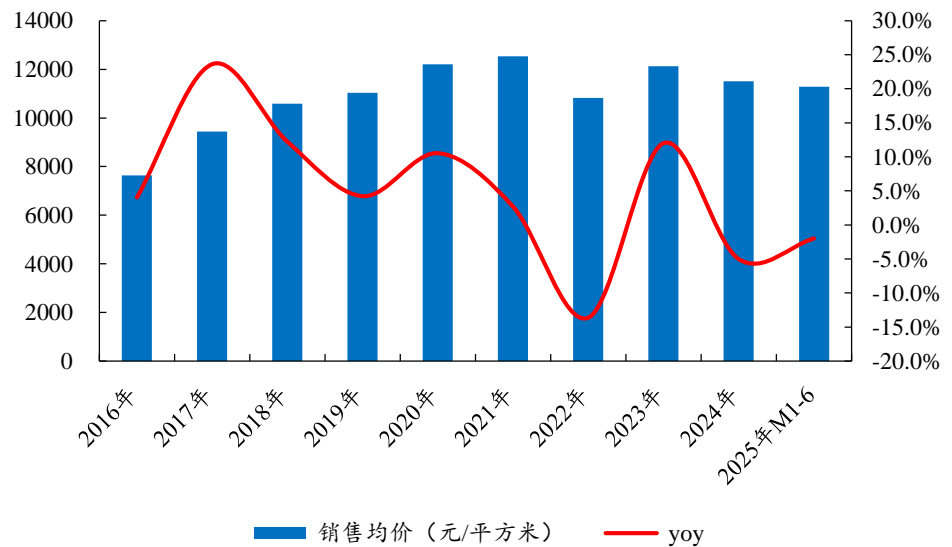
图21：2024年，公司实现合约销售金额401.1亿元，同比下降6.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2024年，公司实现合约销售面积348.4万平方米，同比下降1.4%


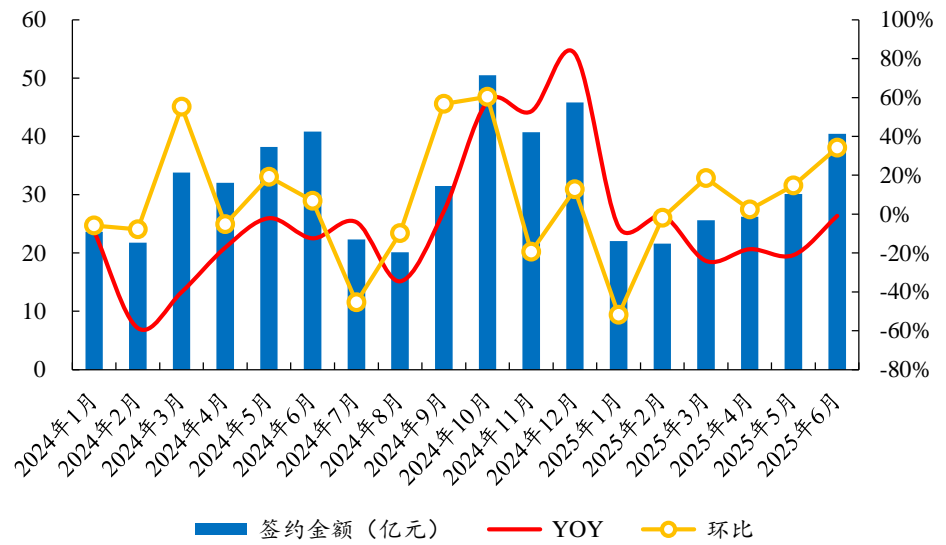
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2025年1-6月公司合约销售均价降幅收窄


数据来源：公司公告、开源证券研究所

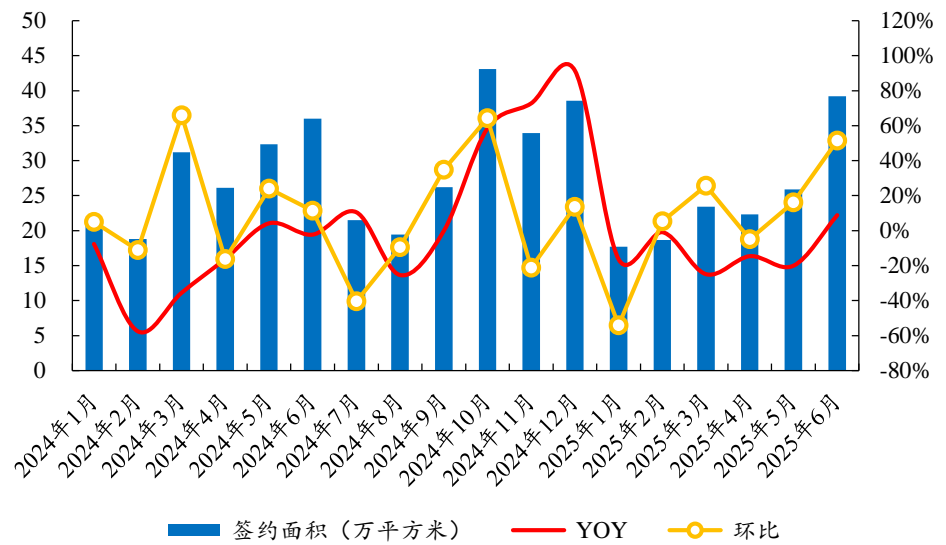
单月数据看，公司布局市场触底趋势显现。2025年二季度，公司4-6月销售金额环比增速分别为+2.38%、+14.79%、+34.20%，同比增速分别为-18.08%、-21.11%、-0.93%；4-6月销售面积环比增速分别为-4.82%、+16.10%、+51.45%，同比增速分别为-14.56%、-19.99%、+8.86%。从月度趋势看，公司销售端数据已出现触底回升迹象。

图24：2025年6月，公司合约销售金额环比增长34.20%，同比降幅大幅缩小

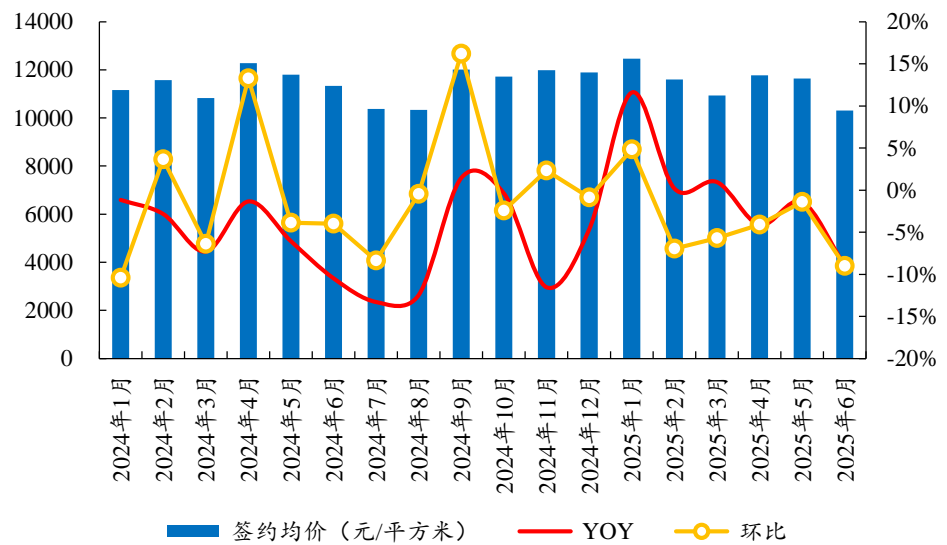


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2025年6月，公司合约销售面积环比增长8.86%，同比由负转正



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2025年6月，公司合约销售均价维持相对稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、低能级土储沿用高能级逻辑，稀缺性地块精准狙击

公司以审慎的逆周期投资策略持续优化土储结构，依托集团优势精准聚集目标地块。2024年全年公司新增土地储备118.92万平方米(权益占比96%)，总地价52.29亿元，新增项目聚焦银川、徐州、合肥等强三线核心地段，严格遵循“主流城市、主流地段、主流产品”的“三个主流”投资原则。

表5：公司新获取土地谨慎精准（截至2024年）

编号	城市	项目名称	应占权益	总楼面面积 (平方米)
1	银川	金凤区项目#1(银川观园)	100%	87,700
2	徐州	泉山区项目#1(徐州黄龙云起)	100%	61,500
3	合肥	包河区项目#1(悦府)	100%	97,700
4	银川	金凤区项目#2(银川臻如府)	100%	178,400
5	赣州	章江新区项目(赣州天樾)	100%	181,800
6	合肥	包河区项目#2(悦府二期)	50%	95,600
7	银川	金凤区项目#3	100%	108,100
8	兰州	安宁区项目#1	100%	113,900
9	徐州	泉山区项目#2	100%	58,600
10	兰州	安宁区项目#2	100%	146,800
11	兰州	安宁区项目#3	100%	59,100
合共				1,189,200

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司虽主要布局二三线城市，但整体土地储备仍然在当地房地产市场中具有稀缺性。在近两年房地产市场震荡过程中，房企倾向于获取高能级城市核心地块，以确保去化效率及利润空间，致使出现核心城市与低能级城市土拍市场“冰火两重天”

的现象。从本质逻辑上讲，核心城市热门地块因其稀缺性导致利润及去化有所保障，而公司在二三线城市布局土地谨慎，同样具有稀缺性特征。

表6：公司 2024 年末土地储备位于核心区域，具有稀缺性

序号	分部	总楼面面积 (千平方米)	占比 (%)	权益面积 (千平方米)	占比 (%)
1	合肥分部	2,202.6	16.0%	1,585.4	13.7%
2	汕头分部	1,656.1	12.0%	1,656.1	14.3%
3	兰州分部	1,384.3	10.0%	1,261.8	10.9%
4	潍坊分部	1,141.9	8.3%	1,009.1	8.7%
5	扬州分部	1,052.3	7.6%	740.6	6.4%
6	蒙宁分部	826.1	6.0%	823.5	7.1%
7	惠州分部	721.8	5.2%	458.4	4.0%
8	盐通分部	707.3	5.1%	345.8	3.0%
9	唐山分部	656.7	4.8%	656.7	5.7%
10	其他	3,429.0	25.0%	3,053.3	26.2%
合计		13,778.1	100.0%	11,590.7	100.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、商业物业稳健发展，潜心经营打造第二增长曲线

3.1、租金收入稳健增长，打造抗周期收入屏障

公司商业物业业务进展顺利，租金收入稳健增长。商业物业组合已覆盖内地 17 个城市，总出租面积突破 48 万平方米，涵盖写字楼、购物中心、酒店及长租公寓四大业态，形成抗周期收入屏障。2024 年，年内租金收入达 2.98 亿元，同比增长 9.6%，酒店等运营收入 1.86 亿元，同比增长 39.8%，驱动商业物业总收入增至 4.84 亿元，同比增长 19.7%。截至 2024 年末，公司在营商业物业资产包括 8 个写字楼、13 个购物中心及商业街区、5 家酒店及 1 个长租公寓，物业账面价值合计 69.91 亿元。

图27：公司物业租赁收入增长稳健

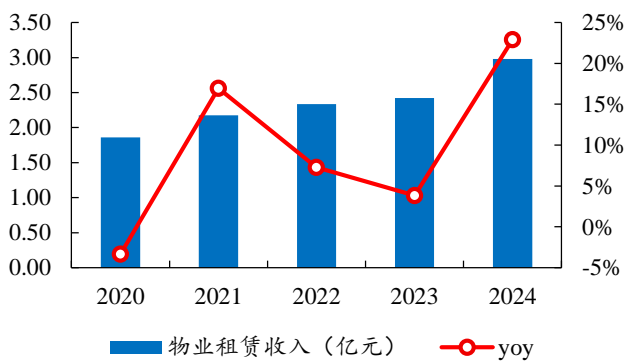
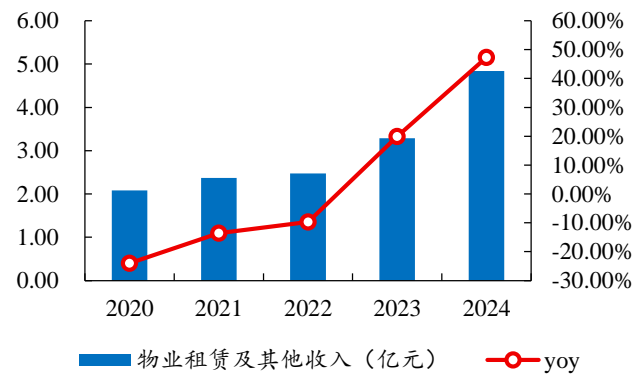


图28：公司开发以外收入增长趋势明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、商业开发协同共进，潜心经营打造第二增长曲线

公司依托住宅布局区域，进行商业物业布局，打造以社区型商场为主的稳健商业体系。目前公司现有项目多分布于兰州、合肥、内蒙古等二三线重点城市，以满足周边住区的日常消费与基础服务需求。其中，兰州中海广场商场面积约 6.6 万平方米，紧邻的中海广场商业街约 1.1 万平方米，两者联动形成“主商场+配套街区”的片区型商业组合。公司项目选址以服务住宅与人流覆盖为导向，兼顾人流集聚性、交通便利性与开发协同性。

表7：公司持有型物业明细（截至 2024 年）

名称	位置	类别	楼面面积 (平方米)	应占实际权益
中海国际中心 1 号楼办公室单位	中国北京市西城区平安里西大街 28 号	办公室	40,923	100%
金信大厦 (204, 207 及 208 室)	中国广东省汕头市龙湖区金砂路	办公室	1,326	100%
兰州中海广场写字楼	中国甘肃省兰州市安宁区莫高大道 1129 号	办公室	55,129	100%
中海广场一商场 (环宇城)	中国甘肃省兰州市安宁区莫高大道 1129 号	商业	66,300	100%
中海广场一商店街 (环宇城)	中国甘肃省兰州市安宁区莫高大道 1131-1149 号	商业	10,960	100%

名称	位置	类别	楼面面积 (平方米)	应占实际权益
中海广场	中国广东省惠州市惠城区 江北街道江北7号社区	商业	21,838	100%
中海央墅	中国安徽省合肥市包河区	商业	11,992	100%
中海世家	中国安徽省合肥市蜀山区 邓店路以南、山茶路以西	住宅	18,255	100%
中海蓝湾	中国内蒙古自治区 呼和浩特市兴安南路以东	办公室	13,943	100%
中海左岸	中国内蒙古自治区呼和浩 特市赛罕区银河北路以 北、忽必烈路以西	商业	26,129	100%
中海观园	中国安徽省合肥市包河区	办公室	17,591	100%
中海凤凰熙岸	中国江苏省常州市天宁区 中吴大道以北、凤凰路以 西	商业	15,118	100%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图29：公司依托住宅布局区域进行商业物业布局



资料来源：公司微信公众号

图30：公司打造“主商场+配套街区”的片区型商业组合



资料来源：公司微信公众号

公司商业地产板块布局随开发布局共同进军，打造下沉市场高流量商业空间。2024年6月，惠州中海环宇天地商业街开业，为城市级商圈江北CBD注入了全新活力。惠州环宇天地是中海宏洋打造的第三代街区标杆产品，依托完善的市政配套、丰富的人文生态资源、高质量的消费群体，将开放式街区与多元社交业态融合，致力于成为惠州最具特色和影响力的商业体验空间。

图31: 惠州中海环宇天地商业街将开放式街区与多元社交业态融合



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图32: 惠州中海环宇天地商业街开放空间布局精巧, 吸引人流



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

公司商业地产在下沉市场经营别具匠心, 创造符合当地消费习惯的商业空间。以惠州环宇天地为例, 商场对标行业前沿设计理念, 大量运用露台退台、广场节点、阶梯等设计元素, 塑造出丰富空间层次感、激发探索欲。半围合式布局与市民广场绿地形成巧妙对景, 低密度建筑空间在鳞次栉比的写字楼与商业综合体之间宛若都会绿洲, 人们可以在街区外摆庭院饮茶小酌, 在花园台阶促膝闲聊, 在下沉广场活力欢聚, 尽享自在松弛漫生活。

图33: 惠州环宇天地巧用多种设计元素, 塑造出丰富空间层次感



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图34: 惠州环宇天地下沉广场释放夜间活力, 低密度建筑空间营造舒适消费环境



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

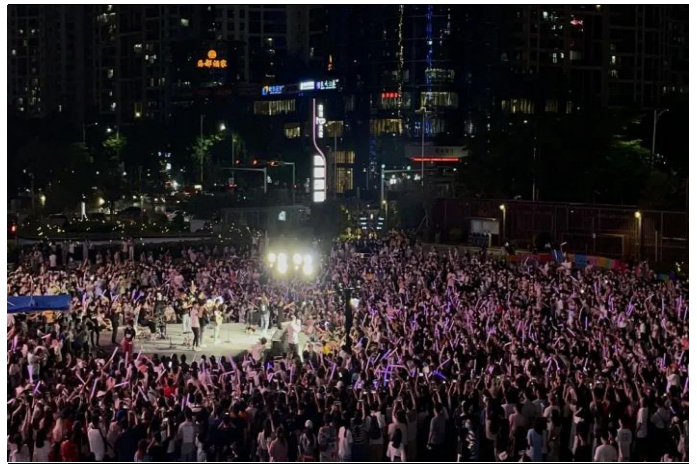
公司商业地产经营细腻, “领先概念+多范围主题活动”吸引年轻群体购买力。惠州环宇天地以“24小时随时随聚”为定位标签, 精准锁定都会精致商务白领及时尚青年客群, 引入“夜经济”“首店经济”概念, 围绕社交餐饮、休闲娱乐、美学生活打造强主题业态矩阵。项目坚持潮流引领、特色相融的市场策略, 成功引进“怂火锅厂”“大玩家”等6家城市级首店品牌, “COMMUNE”“魅KTV”“大渔铁板烧”“北方家宴”等20余家国内头部品牌, 项目出租率达90%。同时惠州环宇天地定期举办多种类型主题活动, 从而激发不同爱好青年人流量购买力释放。

图35: 惠州环宇天地引入“怂火锅厂”首店品牌



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图36: 惠州环宇天地引入“夜经济”概念



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图37: 惠州中海环宇天地举行2024年LOL全球总决赛观赛活动



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图38: 惠州中海环宇天地举行嬉水音乐节活动



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图39: 惠州中海环宇天地举行非遗惠州活动



资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

图40: 惠州中海环宇天地举行三人制篮球赛活动



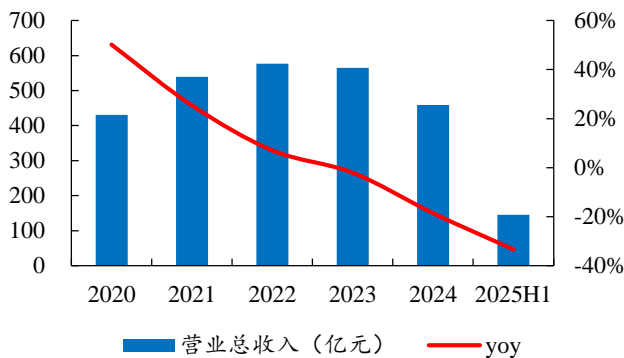
资料来源: 惠州中海环宇天地公众号

4、业绩规模有所收缩，融资成本持续压降

4.1、营收规模同比收缩，业绩表现阶段性触底

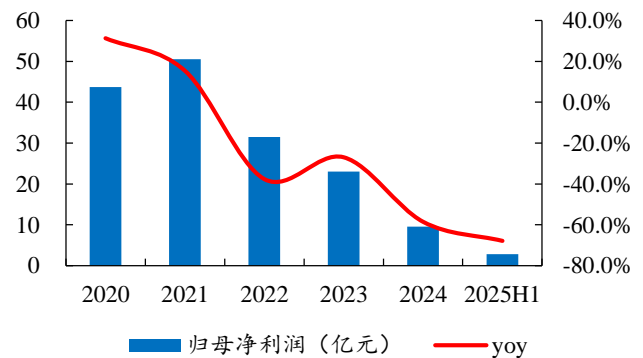
公司营收利润规模同比收缩，利润率下行触底。公司2024年实现营业收入458.95亿元，同比下降18.64%；实现归母净利润9.54亿元，同比下降58.6%；公司实现毛利率、净利率分别为8.38%、2.65%，同比分别-2.81pct、-0.94pct。公司业绩下行主要系房地产开发市场毛利率阶段性触底且结转收入规模收缩导致。2025H1，公司实现营业收入145.43亿元，同比下降33.45%；实现归母净利润2.84亿元，同比下降67.91%，公司实现毛利率、净利率分别9.27%、2.63%，同比分别-0.38pct、-1.32pct。

图41：2025H1，公司营收规模同比收缩



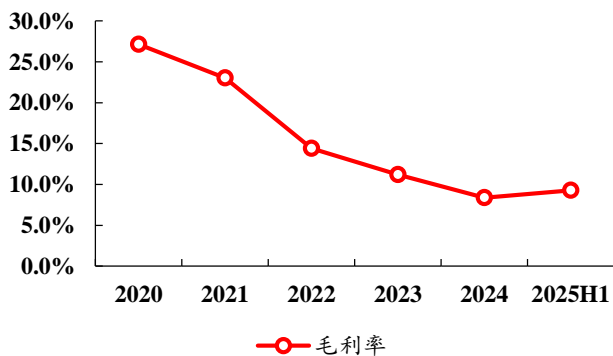
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2025H1，公司归母净利润有所下降



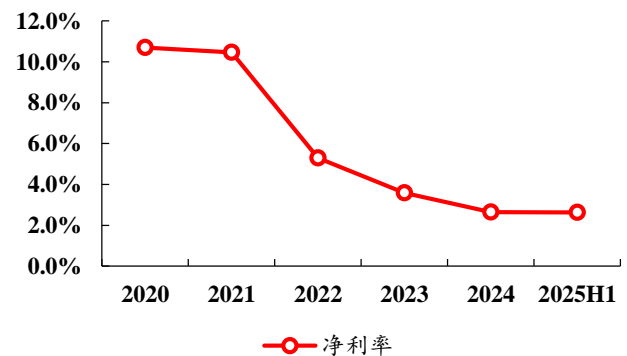
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2025H1，公司毛利率同比-0.38pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2025H1，公司净利率同比-1.32pct

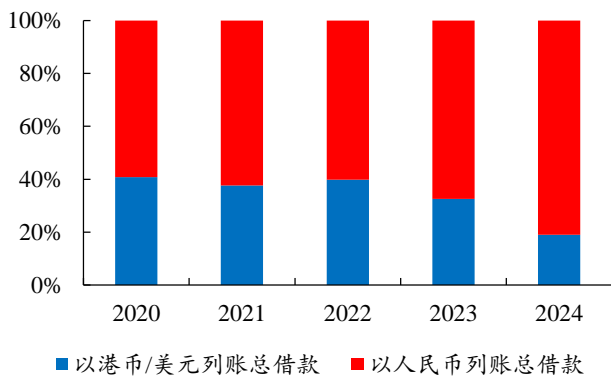


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、融资成本持续压降，财务状况保持稳健

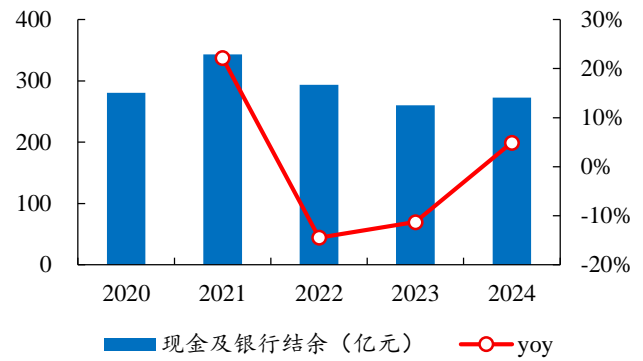
公司债务结构合理，在手现金充裕。截至2024年末，公司总借款397亿元，现金及银行结余272.91亿元，剔除预收账款资产负债率63.0%，现金短债比1.7，总负债比率105.7%，净负债比率33.1%，财务状况整体维持相对稳健。截至2025H1，公司资产负债率69.94%，权益乘数3.33，流动比率1.98，速动比率0.65，整体财务状况维持稳健。

图45: 截至 2024 年末, 公司总借款 397 亿元



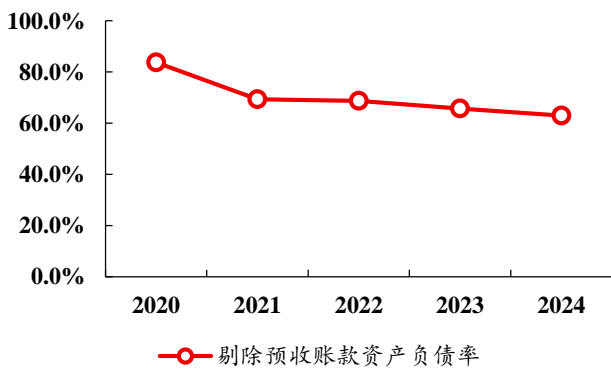
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图46: 截至 2024 末, 现金及银行结余 272.91 亿元



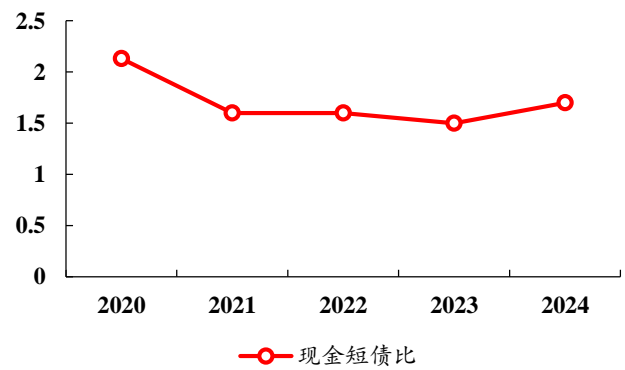
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 截至 2024 年末, 公司剔除预收账款资产负债率 63.0%



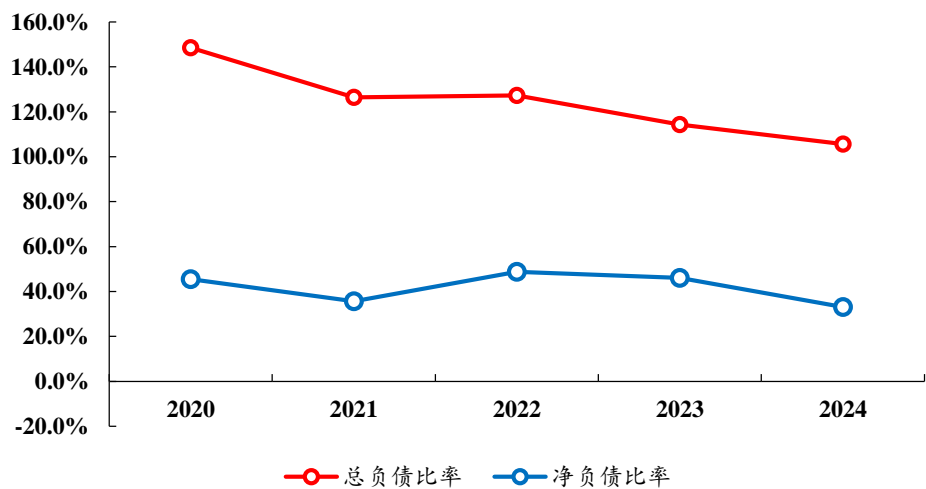
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图48: 截至 2024 年末, 公司现金短债比 1.7



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图49: 截至 2024 年末, 公司总负债比率 105.7%, 净负债比率 33.1%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

融资成本持续压降，成本优势保障利润空间。2024 年公司平均融资成本 4.1%，境内加权平均融资成本 3.7%，境外加权融资成本 4.5%，同比均有所下降；2025H1，公司平均融资成本 2.9%，融资成本持续压降。低融资成本有望进一步保障公司在低能级城市中竞争中的利润空间，从而保障公司在下沉市场中持续维持竞争能力。

4.3、融资渠道突破创新，经营性贷优化资本结构

公司积极尝试拓宽融资渠道，经营性物业贷首次落地。2024 年，公司成功通过位于北京、合肥、兰州及惠州之投资物业首次落地经营性物业贷款，合共提取贷款金 25.75 亿。其中北京项目之经营性物业贷款融资金额 20 亿元，年期 15 年，年利率为 3.2%。

5、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成物业发展、商业物业及其他进行预测。

物业发展 物业发展业务出现触底回升迹象，在布局城市销售情况有望实现触底回升。我们预计公司物业发展板块 2025-2027 收入增速分别为-39%、-15%、+3%，由于公司资产稀缺性凸显，口碑溢价逐渐显现，利润空间进一步挖掘，业务板块毛利率有望进一步提升。

商业物业：公司商业物业板块发展稳健，逐年呈现提升趋势，公司业务板块进展势头强劲，我们预计公司商业物业板块 2025-2027 收入增速分别为+20%、+20%、+10%，由于公司商业物业所布局城市竞争相较高能级城市缓和，且韧性较强，业务协同作用进一步增强，后续收入及利润有望平稳提升。

综上：我们预计公司 2025-2027 年收入增速为-38.4%、-14.3%、+3.2%，毛利率分别为 8.57%、8.87%、10.36%。

表8：我们预计公司 2025-2026 年营收规模有所收缩

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	564.08	458.95	282.82	242.43	250.19
yoy	-1.89%	-18.6%	-38.4%	-14.3%	3.2%
物业发展（亿元）	560.80	454.11	277.01	235.46	242.52
yoy	-2.0%	-19.0%	-39%	-15%	3%
商业物业及其他（亿元）	3.28	4.84	5.81	6.97	7.67
yoy	31.96%	47.5%	20.0%	20.0%	10.0%
毛利率	11.19%	8.38%	8.57%	8.87%	10.36%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

中国海外宏洋集团依托母公司“中海地产”品牌力与央企资源，逐步确立在低能级城市品质住宅市场的领导者地位。公司已经形成涵盖买地投资、规划设计、建筑施工、营销策划、售后服务与物业管理等房地产开发全过程的价值链体系，2024 年在一半以上业务覆盖城市销售额排名前三，公司目前盈利水平逐步回升，触底回升信号显现。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别 3.3、4.4、6.3 亿元，EPS 分别为 0.09、0.12、0.18 元，当前股价对应 PE 为 19.6、14.8、10.3 倍。我们选取同样以开发业务为主的中国海外发展、保利发展、新城控股、滨江集团作为可比公司，公司 2027 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：公司 2027 年 PE 估值水平平均低于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值 亿元	归母净利润（亿人民币）				PE（倍）			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0688.HK	中国海外发展	买入	1291.5	156.4	156.3	165.4	175.5	8.3	7.8	7.8	7.4
600048.SH	保利发展	买入	752.9	50.0	42.6	52.4	64.1	15.1	17.7	14.4	11.7
601155.SH	新城控股	买入	324.8	7.5	10.5	15.0	17.5				
002244.SZ	滨江集团	买入	307.7	25.5	29.4	32.7	34.2	12.1	10.5	9.4	9.0
								22.2	18.9	14.6	12.6
0081.HK	中国海外宏洋集团	买入	64.6	9.5	3.3	4.4	6.3	6.8	19.6	14.8	10.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、中国海外发展盈利预测来自 Wind 一致预期，保利发展、新城控股、滨江集团盈利预测来自开源证券研究所；2、股价数据截至 2025 年 1 月 14 日，汇率 1 港币=0.90 人民币。

6、风险提示

(1) 销售回款不及预期：公司部局低能级城市人口流出与购买力下降形成负循环，导致去化周期拉长、价格弹性丧失，直接冲击现金流及资产质量；

(2) 市场下行风险：公司土储位于二三线及以下城市，若市场持续下行，新增项目利润空间将被压缩；

(3) 政策支持不及预期：长期宽松政策将直接影响公司融资成本及流动性表现，政策支持不及预期将影响公司现金流情况。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	143,634	121,203	117,547	120,671	126,303
现金	20,064	21,736	13,292	11,394	11,759
应收账款	10,416	9,484	9,773	10,070	10,377
存货	107,122	84,373	88,591	93,021	97,672
其他流动资产	6,032	5,610	5,891	6,185	6,495
非流动资产	8,396	7,980	8,270	8,570	8,896
固定资产及在建工程	817	809	833	858	884
无形资产及其他长期资产	7,579	7,172	7,437	7,713	8,013
资产总计	152,030	129,183	125,817	129,241	135,199
流动负债	81,306	61,767	56,209	62,512	60,775
短期借款	13,555	12,529	12,780	13,035	13,296
应付账款	15,887	12,091	5,150	9,629	5,623
其他流动负债	51,863	37,147	38,279	39,848	41,856
非流动负债	32,595	29,865	31,358	32,926	34,572
长期借款	30,009	27,173	28,531	29,958	31,456
其他非流动负债	2,587	2,692	2,827	2,968	3,117
负债合计	113,901	91,632	87,567	95,438	95,347
股本	6,047	6,047	6,047	6,047	6,047
储备	26,462	27,170	27,342	27,568	27,895
归母所有者权益	32,509	33,218	33,389	33,616	33,942
少数股东权益	6,826	6,155	4,861	187	5,910
负债和股东权益总计	152,030	129,183	125,817	129,241	135,199

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9,098	9,029	4,397	6,522	6,689
税前利润	4,123	2,161	943	1,247	1,794
折旧和摊销	117	122	126	130	134
营运资本变动	6,019	7,854	3,907	5,927	5,896
其他	(1,161)	(1,108)	(580)	(781)	(1,136)
投资活动现金流	(1,527)	187	(247)	(609)	(223)
资本开支	30	5	5	4	4
其他	(1,557)	182	(252)		(227)
融资活动现金流	(6,963)	(7,548)	(12,597)	(7,815)	(6,105)
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	14,242	15,079	3,499	3,666	-0
其他	(21,205)	(22,627)	(16,096)	(11,482)	(6,105)
汇率变动对现金的影响	23	3	4	4	5
现金净增加额	630	1,672	(8,443)	(1,898)	365
期末现金总额	20,064	21,736	13,292	11,394	11,759

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	56,408	45,895	28,282	24,243	25,019
营业成本	50,097	42,049	25,858	22,093	22,427
营业费用	1,552	1,373	1,098	766	712
管理费用	896	763	697	461	418
其他收入/费用	343	500	426	381	396
营业利润	4,207	2,210	1,054	1,305	1,857
净财务收入/费用	(65)	(59)	(34)	(29)	(31)
其他利润	(149)	(109)	(144)	(87)	(94)
除税前利润	4,123	2,161	943	1,247	1,794
所得税	2,098	945	472	623	897
少数股东损益	(277)	262	142	187	269
归母净利润	2,302	954	330	436	628
EBITDA	4,188	2,220	977	1,276	1,825
扣非后净利润	2,302	954	330	436	628
EPS(元)	0.65	0.27	0.09	0.12	0.18

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	(1.9)	(18.6)	(38.4)	(14.3)	3.2
营业利润(%)	(32.9)	(47.5)	(52.3)	23.8	42.3
归属于母公司净利润(%)	(26.9)	(58.6)	(65.4)	32.2	43.9
获利能力					
毛利率(%)	11.2	8.4	8.6	8.9	10.4
净利率(%)	3.6	2.6	1.7	2.6	3.6
ROE(%)	7.1	2.9	1.0	1.3	1.9
ROIC(%)	0	0	0	0	0
偿债能力					
资产负债率(%)	74.9	70.9	69.6	73.8	70.5
净负债比率(%)	57.3	54.2	53.2	56.4	53.9
流动比率	1.8	2.0	2.1	1.9	2.1
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	552.6	248.2	130.9	106.8	105.0
应付账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
存货周转率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.27	0.09	0.12	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	2.56	2.54	1.24	1.83	1.88
每股净资产(最新摊薄)	9.1	9.3	9.4	9.4	9.5
估值比率					
P/E	2.8	6.8	19.6	14.8	10.3
P/B	0.2	0.2	0.2	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）》自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