

中国海外发展 (00688.HK)

增持 (首次)

经营风格稳健，周转模式迭代

周期/房地产

当前股价: 11.9 港元

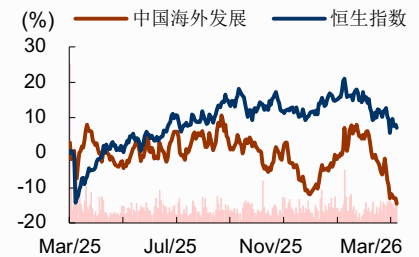
- 公司概况:** 中国海外发展前身中国海外建筑工程有限公司于 1979 年改革开放初期创立于香港，以承建业务起家，后逐渐转型为以房地产开发为主，1992 年将香港和内地地产业务整合，以“中国海外发展有限公司”为载体在香港联交所上市，1997 年亚洲金融危机的经历为公司长期以来稳健的经营风格奠定基础，随后公司业务重心逐步转至内地后的三次并购助力其规模扩张。业务结构方面，公司以房地产开发业务为主，房地产开发业务收入占比稳定九成以上，溢利占比稳定八成以上，以城市运营为辅，同时进行其他业务拓展。
- 房地产开发业务:** 受 2024 年拿地力度下降和早期大部分核心项目充分去化影响，2025 年中国海外发展销售金额同比表现弱于全国水平，2025 年中海系列全口径销售金额保持行业第二，权益销售金额保持行业第一，或可印证公司较高的权益比；公司拿地节奏呈现顺周期特征，或体现公司稳健的经营风格，能级结构上，公司土地投资长期集中一二线城市，近十年一线城市投资占比有所提升，同时据披露，公司 2023 年开始几乎无三四线城市投资，横向对比公司一线城市投资占比处于主要房企较高水平，拿地质量方面，2021 年房价高点过后拿地项目估算净利率较之前有所上升，但相较行业“超额收益”略有下降。
- 商业物业运营业务:** 商业物业收入持续增长，结构上写字楼收入占比从七成下降至五成，非写字楼业态中长租公寓近年来收入增速较高；写字楼成熟期项目出租率呈下降趋势，购物中心成熟期项目出租率维持较高水平；较高的投资物业账面估值或影响出表利润空间。
- 投资建议:** 考虑到 a. 后续新房供需关系或较二手房更早出现改善；b. 公司作为以房地产开发为主业的头部央企，或受益于未来行业竞争格局改善；c. 若后续市场在基本面催化下，产生房地产政策进一步边际放松的预期，市场或提前交易至终局（房价见底），公司或是典型受益标的；d. 公司 2024 年 5 月及 9 月两轮估值分别反弹至约 0.44 倍和 0.48 倍；e. 随房价下行行业中各房企或均有不同程度的潜在减值压力；f. 投资物业账面价值与市场交易估值间或有一定差异；综上，若行业催化因素带动估值修复，公司估值第一阶段或可修复至 2026 年 0.4-0.45 倍 PB，对应市值 1580-1778 亿元人民币，每股 14.44-15.88 元/股（16.35-17.99 港元/股），给予“增持”评级。
- 风险提示:** 拿地质量不及预期、销售表现不及预期、政策改善不及预期、行业供需关系改善不及预期、存货减值超预期、写字楼出租率不及预期、消费增长不及预期等。

基础数据

总股本 (百万股)	10945
香港股 (百万股)	10945
总市值 (十亿港元)	130.2
香港股市值 (十亿港元)	130.2
每股净资产 (港元)	35.3
ROE (TTM)	4.0
资产负债率	53.7%
主要股东	中国建筑集团有限公司
主要股东持股比例	56.1007%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	-13	-11
相对表现	-12	-9	-17



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 区宇轩 S1090524090001
 邮箱: ouyuxuan@cmschina.com.cn
- 赵可 S1090513110001
 邮箱: zhaoke@cmschina.com.cn
- 冯靖淇 研究助理
 邮箱: fengjingqi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	202524	185154	184207	173261	172717
同比增长	12%	-9%	-1%	-6%	-0%
营业利润(百万元)	34277	25951	21497	19007	17997
同比增长	8%	-24%	-17%	-12%	-5%
归母净利润(百万元)	25610	15636	13107	11392	10771
同比增长	10%	-39%	-16.2%	-13.1%	-5.5%
每股收益(元)	2.34	1.43	1.20	1.04	0.98
PE	4.4	7.2	8.6	9.9	10.5
PB	0.30	0.30	0.29	0.29	0.28

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司概况	7
1、 公司历程：于香港创立并从建筑商转型为房地产开发商，1998 年开始业务重心逐渐转至内地，2010 年后的三次并购助力公司规模扩张.....	7
2、 股权结构：央企控股背景奠定公司稳健发展的基调	8
3、 公司治理：管理团队主要成员具备多年房地产从业经验，2017 年颜建国出任公司主席后提出“三大产业群”发展战略，明确以地产开发为主线.....	9
4、 业务结构：以房地产开发业务为主，开发收入占比稳定九成以上，溢利占比稳定八成以上，以商业物业运营业务为辅，同时进行其他业务拓展	13
二、 财务分析	15
1、 经营风格：现金流结构长期以经营性现金流贡献为主，或体现公司稳健的经营风格；整体呈现“较强盈利能力、中低周转速度、较低杠杆水平”的特征.....	15
2、 盈利能力：房价上行阶段曾凭借拉长开发周期赚取土地增值的策略实现较高利润率，房价下行叠加早期低成本地块的逐渐去化使得原策略失效，利润率有所下降，但仍保持行业前列	17
3、 周转速度：2017 年开始拿地力度上升带动存货增加，2022-2024 年市场下行背景下结转收入下降，在上述因素作用下近十年公司总资产周转率整体呈下降趋势.....	20
4、 杠杆水平：杠杆结构稳定且杠杆率保持较低水平，赋予公司较强的抗风险能力	21
三、 房地产开发业务.....	26
1、 销售：受 2024 年拿地力度下降和早期大部分核心项目充分去化影响，2025 年中国海外发展销售金额同比表现弱于全国水平；中海系列权益销售金额保持行业第一或可印证公司较高的权益比.....	26
2、 拿地：公司拿地保持顺周期风格并逐步聚焦；2021 年房价高点过后拿地项目估算净利率较之前有所上升，但相较行业“超额收益”略有下降	28
四、 商业物业运营业务	31
1、 概况：商业物业收入持续增长，结构上写字楼收入占比从七成下降至五成，非写字楼业态中长租公寓近年来收入增速较高.....	31
2、 经营情况：写字楼成熟期项目出租率呈下降趋势，购物中心成熟期项目出租率维持较高水平.....	32
3、 资产盘活：较高的投资物业账面估值或影响出表利润空间	34
五、 其他业务	36
1、 物业采购及供应链管理服务	36
2、 建筑及规划设计服务和康养养老产业.....	36

六、 投资建议	37
1、 盈利预测	37
2、 投资建议	39
七、 风险提示	40

图表目录

图 1: 公司历程	8
图 2: 公司股权架构	9
图 3: 董事会主席及执行董事颜建国先生工作经历	12
图 4: 近十年收入结构	14
图 5: 近十年溢利结构	14
图 6: 中国海外发展现金流结构（基于招商证券现金流模型）	15
图 7: 中国海外发展净资产收益率及分解	16
图 8: 主要房地产企业净资产收益率情况对比	16
图 9: 主要房地产企业净利率情况对比	16
图 10: 主要房地产企业总资产周转率情况对比	16
图 11: 主要房地产企业权益乘数情况对比	16
图 12: 中国海外发展拿地至首开时间、平均货地比及净利率对比	17
图 13: 中国海外发展毛利率情况	18
图 14: 主要房地产企业毛利率情况对比	18
图 15: 中国海外发展净利率情况	18
图 16: 主要房地产企业净利率情况对比	18
图 17: 中国海外发展归母净利润情况	18
图 18: 主要房地产企业归母净利润情况对比	18
图 19: 中国海外发展收入情况	19
图 20: 主要房地产企业营收规模情况对比	19
图 21: 中国海外发展三费费用及总费率情况	19
图 22: 主要房地产企业三费率情况对比	19
图 23: 主要房地产企业三费总费率情况对比	19
图 24: 中国海外发展总资产周转率及分拆	20
图 25: 中国海外发展全口径拿地力度	20

图 26: 主要房地产企业总资产周转率情况对比.....	21
图 27: 主要房地产企业存货/总资产情况对比	21
图 28: 主要房地产企业存货周转率情况对比	21
图 29: 中国海外发展总杠杆情况	22
图 30: 主要房地产企业总杠杆情况对比	22
图 31: 中国海外发展有息负债杠杆情况	22
图 32: 主要房地产企业有息负债杠杆情况对比.....	22
图 33: 中国海外发展有息负债到期结构情况	23
图 34: 中国海外发展有息负债币种结构情况	23
图 35: 中国海外发展加权平均融资成本情况	23
图 36: 主要房地产企业加权平均融资成本情况对比	23
图 37: 中国海外发展无息负债杠杆情况	23
图 38: 主要房地产企业无息负债杠杆情况对比.....	23
图 39: 中国海外发展估算账期情况.....	24
图 40: 主要房地产企业估算账期情况对比.....	24
图 41: 中国海外发展少数股东权益占比情况	24
图 42: 主要房地产企业少数股东权益占比情况对比	24
图 43: 中国海外发展剔除预收账款的资产负债率情况.....	24
图 44: 中国海外发展净负债率情况.....	24
图 45: 中国海外发展现金短债比情况	25
图 46: 中国海外发展全口径销售金额	26
图 47: 中国海外发展全口径销售面积	26
图 48: 中国海外发展全口径销售均价	27
图 49: 中国海外发展全口径销售金额同比、全口径拿地力度和全国商品房销售 额同比	27
图 50: 中国海外发展销售金额占中海系列销售金额比例	27
图 51: 中国海外发展销售金额同比与中海系列销售金额同比	27
图 52: 中海系列金额口径销售权益比	27
图 53: 主要房地产企业金额口径销售权益比情况对比.....	27
图 54: 中海系列、Top10 和 Top100 房企权益销售额同比.....	28
图 55: 中国海外发展拿地力度和全国商品房销售额同比	28
图 56: 主要房地产企业全口径拿地力度情况对比	28

图 57: 中国海外发展分能级权益拿地金额占比情况	29
图 58: 2025 年主要房地产企业分能级权益拿地金额占比情况对比	29
图 59: 中国海外发展权益拿地均价情况	29
图 60: 中国海外发展金额口径拿地权益比情况.....	29
图 61: 中国海外发展各年份拿地项目估算净利率情况.....	30
图 62: 主要房企拿地项目估算净利率情况对比.....	30
图 63: 2019-2021 年主要房企拿地项目估算净利率情况对比	30
图 64: 2022-2025 年主要房企拿地项目估算净利率情况对比	30
图 65: 中国海外发展商业物业收入情况	31
图 66: 中国海外发展分业态商业物业收入占比.....	31
图 67: 中国海外发展商业物业在营数量	32
图 68: 中国海外发展分业态商业物业在营数量占比	32
图 69: 中国海外发展商业物业在营面积	32
图 70: 中国海外发展分业态商业物业在营面积占比	32
图 71: 中国海外发展写字楼成熟期项目出租率.....	33
图 72: 中国海外发展写字楼成熟期项目毛利率和经营利润率	33
图 73: 中国海外发展购物中心成熟期项目出租率	33
图 74: 中国海外发展购物中心成熟期项目毛利率和经营利润率	33
图 75: 中国海外发展购物中心整体及同店销售额同比.....	33
图 76: 中国海外发展“收购-改造-提升-退出”循环	34
图 77: 中国海外发展投资物业估算资本化率	35
图 78: 主要房企投资物业估算资本化率对比情况.....	35
图 79: 领潮供应链商业模式	36
图 80: 领潮供应链外部收入情况	36
图 81: 中国海外发展 PB	39
表 1: 公司现任董事会执行董事成员信息.....	10
表 2: 公司现任董事会非执行董事成员信息	11
表 3: 董事成员持股情况.....	12
表 4: 公司限制性股票期权激励计划实施情况.....	13
表 5: 华夏中海商业资产封闭式基础设施证券投资基金项目基本情况.....	34
表 6: 盈利预测结果	38

附：财务预测表..... 41

一、公司概况

1、公司历程:于香港创立并从建筑商转型为房地产开发商,1998年开始业务重心逐渐转至内地,2010年后的三次并购助力公司规模扩张

1979年,中国改革开放初期,中国海外集团前身中国海外建筑工程有限公司带着“为国创汇”和学习先进经验的使命创立于香港,以建筑承包业务起步,承包了木湖一大榄涌输水管线和天水围填海造地等民生工程,虽以承建商身份站稳脚跟,但几乎年年亏损¹;

1981年,在深圳特区政府希望引入外资参与城市建设的背景下,公司借鉴香港房企的开发模式,与深圳特区政府合作在深圳市罗湖区罗湖口岸附近开发首个房地产项目——海丰苑,通过汇丰银行为香港买家提供按揭贷款,是内地首个外销的商品住宅项目,标志着中海涉足房地产业的开端;

1985年,在大量内地居民涌入香港带来“井喷式”住房需求的契机下,公司开始涉足香港房地产业,独立投资香港大埔4号地块,开发出海宝花园项目,1986年开盘销售,赚得香港地产第一桶金;随后公司又开发出海峦苑、海祥大厦、海兴大厦等“海”字头项目。1987年,公司已拥有超过10个小型地产项目。地产开发项目的密集落地或标志着公司从承建商向“承建+地产”双轮驱动转型,也为其接下来迈入内地房地产市场奠定基础;

1988年,中国海外建筑工程有限公司在深圳设立分公司,以816万美元中标深南东路H118-5地块,开发出海富花园项目,后又于1991年开发了海丽大厦,巩固了其在深圳的市场地位;1992年1月,公司承担上海黄浦区“斜三基地”地块的改造开发,形成海华花园等住宅项目;

1992年8月,以“邓小平南方谈话”深化改革为契机,公司将香港和内地地产业务整合,以“中国海外发展有限公司”为载体在香港联交所上市,成为第一家包含香港本地业务上市的中资企业;

1997年,亚洲金融危机到来,银行收紧房地产项目贷款,在当时加杠杆快速扩张的经营方式下,公司曾面临资金链断裂甚至破产的风险²。自此以后,公司在经营上开始以“稳”字当头,公司内部设置负债率、现金占比等多条红线管理制度³,使其在后续内地房企普遍采用高杠杆的市场环境下,依然保持相对稳健的经营风格;

1998年,国务院出台《关于进一步深化城镇住房制度改革、加快住房建设的通知》,标志着住房商品化改革的开始,公司逐步将地产业务中心向内地转移,以北上广深为中心,先后形成如中海紫金苑(2000年开盘)、海悦花园(2003年开盘)、中海观园国际(2006年开盘)和香蜜湖一号(2005年开盘)等一众标杆豪宅项目,后逐步辐射成都、长春、西安和郑州等重点城市;

¹ 中海地产官网新闻《中海地产:38年地产江湖中的“一代宗师”》,网址:<https://www.coli688.com/news/20170901/38854.html>,访问日期2025年7月21日

² 中海地产官网新闻《中海地产:逆势而上,稳中求进》,网址:<https://www.coli688.com/news/20220827/52070.html>,访问日期2025年7月21日

³ 中海地产官网新闻《“绿档”中海地产:受教一次就好》,网址:<https://www.coli688.com/news/20210317/44703.html>,访问日期2025年7月21日

2010年，以获取光大地产优质土储和搭建二三线城市投资平台为目的，中国海外发展以约13亿人民币的成本并购壳电器，并改名为中国海外宏洋集团，间接获得其全口径约170万平方米（权益口径约119万平方米）的土地储备；

2013年，在央企房地产业务重组整合的政策背景下，中国建筑集团启动旗下地产业务整合，将中建地产并入中海地产，2015年，中国海外发展以向中国海外集团发行新股的方式支付成本约338亿人民币，获得全口径约1092万平方米（权益口径约978万平方米）的土地储备；

2016年，中信股份为解决旗下中信地产和中信泰富同业竞争问题和推动地产板块的业务转型，决定出售中信地产和中信泰富两家公司所涉及的住宅类项目，中海以约310亿人民币的成本获得全口径约3155万平方米（权益口径约2352万平方米）的土地储备，整体以一二线核心城市项目为主，其中不乏如北京中信城等优质项目。

2017-2025年，公司持续深耕于房地产开发领域，开发收入占比稳定九成以上，溢利占比稳定八成以上；同时，公司发展重心不断向核心城市集中，于近年推出京华玖序、领邸玖序、深湾玖序等一系列高端住宅产品。

图 1：公司历程

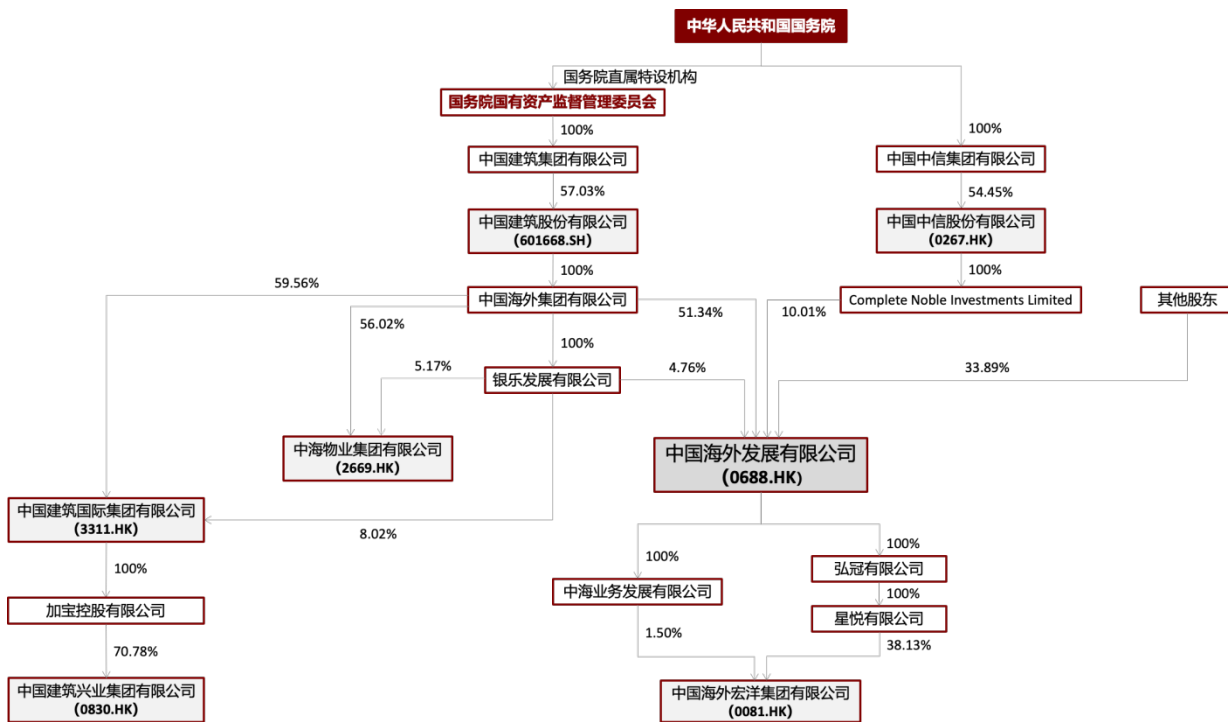


资料来源：公司官网、招商证券等

2、股权结构：央企控股背景奠定公司稳健发展的基调

央企控股背景奠定公司稳健发展的基调。从股权结构来看，中国海外集团有限公司及其全资子公司银乐发展有限公司分别持有公司约51.34%和4.76%的股份，合计持股约56.10%；中信股份（中信集团控股）通过其全资子公司 Complete Noble Investments Limited 持股约10.01%；其他股东合计持股约33.89%。

图 2: 公司股权架构



资料来源：公司 2025 年中报、Wind、招商证券

3、公司治理: 管理团队主要成员具备多年房地产从业经验，2017 年颜建国出任公司主席后提出“三大产业群”发展战略，明确以地产开发为主线

管理团队主要成员具备多年房地产从业经验。截至 2026 年，公司主席颜建国先生已担任中国海外发展主席和执行董事约 9 年，从加入中建集团至今，累计房地产从业经验约 37 年，公司行政总裁张智超先生、副总裁郭光辉先生和副主席庄勇先生均已加入公司约 20 年，核心管理人员相对稳定，具备多年房地产从业经验。

李氏斌先生现任公司独立非执行董事，根据港交所披露，其于 2013 年成为公司独立非执行董事时已持有 546 万股权益，后于 2020 年 12 月又买入 20 万股，累计持股 566 万股，累计持股占比约 0.05%。

表 1: 公司现任董事会执行董事成员信息

姓名	性别	现任职务	司内 任职年限	中海系 任职年限	个人履历
颜建国	男	主席兼 执行董事	约 9 年	约 37 年	自 2017 年起出任公司主席兼执行董事，并于 2017 年至 2020 年期间兼任公司行政总裁职位。持有管理学博士学位。现为中国海外集团有限公司董事长及中国建筑国际集团有限公司非执行董事。曾任中海物业集团有限公司及中国海外宏洋集团有限公司主席兼非执行董事，以及中国建筑国际集团有限公司主席。拥有逾 30 年建筑企业、房地产企业综合管理经验。于 2023 年当选为中国人民政治协商会议第十四届全国委员会委员。
张智超	男	执行董事兼 行政总裁	约 25 年	约 25 年	自 2020 年 2 月起出任公司执行董事兼行政总裁。持有建筑工程学士学位。现为中国海外集团有限公司董事及集团若干附属公司董事。拥有逾 20 年房地产开发及企业管理经验。
郭光辉	男	执行董事兼 副总裁	约 20 年	约 20 年	自 2018 年 6 月起出任公司执行董事。持有工商管理硕士学位。为高级会计师及中国注册会计师协会的非执业会员。现为公司副总裁及集团若干附属公司董事。曾任中国海外宏洋集团有限公司非执行董事。拥有逾 30 年企业财务、会计管理经验。

资料来源：公司 2025 年中报、公司 2024 年年报、董事变更公告、招商证券等

表 2: 公司现任董事会非执行董事成员信息

姓名	性别	现任职务	司内 任职年限	房地产 从业年限	个人履历
庄勇	男	副主席兼 非执行董事	约 26 年	约 26 年	自 2020 年 2 月起出任公司非执行董事及副主席。持有建筑及土木工程硕士学位。现为中国海外宏洋集团有限公司董事会主席及执行董事，及中国海外集团有限公司董事。拥有逾 20 年企业管理经验。
马尧	男	非执行董事	约 1 年	约 1 年	自 2025 年 1 月 22 日起出任公司非执行董事。现任中国中信集团有限公司战略与投资管理部副总经理。持有西安交通大学自动控制专业学士学位，中国人民银行研究生部货币银行学专业硕士学位及国际金融专业博士学位。于 1998 年加入中信证券股份有限公司，曾任中信证券风险控制部副总经理、债券销售交易部总经理、交易部副总经理、资本市场部行政负责人、金融行业组负责人、投资银行管理委员会委员、投资银行管理委员会主任、执行委员会委员，并曾兼任中信里昂证券有限公司及中信证券（香港）有限公司董事。
李民斌	男	独立非执行董事	约 13 年	约 13 年	2013 年 3 月 19 日加入董事会为公司独立非执行董事，同日被委任为公司审核及风险管理委员会主席及成员、提名委员会成员及薪酬委员会成员，于 2021 年 3 月 29 日获委任为公司企业管治委员会成员。现为东亚银行有限公司联席行政总裁，负责东亚银行整体运作及管理，并主要领导中国内地及国际业务。
陈家强	男	独立非执行董事	约 6 年	约 6 年	2020 年 6 月 27 日加入董事会为公司独立非执行董事，同日被委任为公司薪酬委员会主席及成员、审核及风险管理委员会成员及提名委员会成员。于 2021 年 3 月 29 日获委任为公司企业管治委员会主席。现为汇立银行有限公司董事会主席，并担任 WeLab Holdings Limited 资深顾问。于 2007 年 7 月至 2017 年 6 月，担任香港特别行政区政府财经事务及库务局局长。
陈清霞	女	独立非执行董事	约 3 年	约 3 年	2023 年 6 月 29 日加入董事会为公司独立非执行董事，同日被委任为提名委员会主席及成员、审核及风险管理委员会成员、薪酬委员会成员及企业管治委员会成员。持有加拿大英属哥伦比亚高等法院大律师及律师资格、英国及威尔士高等法院律师以及香港高等法院资格。现为香港非官守行政会议成员，中国人民政治协商会议全国委员会委员、天津市人民政治协商会议常务委员、天津市人民政府对外经济事务法律顾问、中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员及中国司法部委托公证人。

资料来源：公司 2025 年中报、公司 2024 年年报、董事变更公告、招商证券等

表 3: 董事成员持股情况

姓名	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
----	-----------	----------

李氏斌

566

0.05%

资料来源: 公司 2025 年中报、招商证券

公司现任主席颜建国本科毕业后加入中建集团，期间曾两次派驻中海任职，2014 年从中建集团离职后就职于龙湖集团，2017 年回归中国海外发展并出任公司主席，提出“三大产业群”发展战略，明确了以地产开发为主线的发展方向。董事会主席颜建国先生自 1989 年加入中国建筑有限公司，1990 年至 1992 年首次派驻中海，任中海地产深圳公司地盘工程师、部门负责人等职务；2001 年至 2011 年再次派驻中海，历任广州公司助理总经理、上海公司副总经理、苏州公司总经理、上海公司总经理、中海地产董事副总经理兼华北区域总裁等职务；2011 年至 2014 年任中建集团办公厅主任、首席信息官和助理总经理等职务；2013 年中建集团启动旗下地产业务整合，将中建地产并入中海地产；2014 年颜建国先生离职并加入龙湖集团，任执行董事及高级副总裁；2017 年 1 月回归中国海外发展有限公司担任执行董事兼行政总裁，同年 6 月起担任公司主席，提出“把 90%资源用于住宅开发⁴”，并首次提出“三大产业群”战略（住宅开发产业群、城市运营产业群和创意设计 & 现代服务产业群），明确了以地产开发为主线的发展方向。颜建国先生从加入中国海外发展至今已有约 9 年时间，房地产行业从业经验约 37 年。期间还曾担任中海宏洋主席、非执行董事，中国建筑国际集团有限公司主席兼非执行董事（目前仍为中建国际非执行董事）。同时，颜建国先生还担任中国海外集团董事长兼总经理与旗下若干附属公司董事，以及中国人民政治协商会议第十四届全国委员会委员。

图 3: 董事会主席及执行董事颜建国先生工作经历



资料来源: 公司公告、招商证券

2018 年批准股权激励计划，旨在吸引及保留高素质员工，近三年无限制性股票期权授出。公司于 2018 年批准股份期权计划，可授出股份不可超过总股份的 10%，有效期为十年，由 2018 年 6 月 11 日至 2028 年 6 月 10 日止。据公司披露，该计划旨在吸引及保留高素质员工以发展集团业务，给为集团做出贡献的员工提供额外奖励，促进集团长期发展。公司自 2018 年开始授出限制性股票期权，截至 2024 年末，累计已授出限制性股票期权 4.0 亿股（占总股份的 3.7%，占总可授予股权激励的 37%），其中已注销限制性股票期权 2.8 亿股（占总股份的 2.6%，占已授出股权激励的 70%），已失效限制性股票期权 1.2 亿股（占总股份的 1.1%，占已授出股权激励的 30%）。剩余可授出限制性股票期权 8.1 亿股（占总股份的 7.4%）。

⁴ 中海地产官网新闻《规模与效益并行 中海地产驶入发展快车道》，网址：<https://www.coli688.com/news/20170824/38757.html>，访问日期 2025 年 7 月 21 日

表 4: 公司限制性股票期权激励计划实施情况

限制性股票期权激励计划	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
期初结余 (万股)	0	10504	10231	37886	37028	32611	13943
期内已授出 (万股)	10732	0	28584	713	0	0	0
占期末总股本 (%)	0.98%	0%	2.60%	0.07%	0%	0%	0%
认购价格 (港元/股)	25.85	/	18.72	18.70	/	/	/
期内已行使 (万股)	0	0	0	0	7	0	0
期内已注销 (万股)	0	0	0	0	2821	17216	8274
期内已失效 (万股)	228	273	929	1571	1589	1453	5669
期末结余 (万股)	10504	10231	37886	37028	32611	13943	0
占期末总股本 (%)	0.96%	0.92%	3.46%	3.38%	2.98%	1.27%	0%
期末剩余可授出 (万股)	99058	99331	71676	72534	74018	75471	81140
期末总股份 (万股)	1095620	1095620	1095409	1094482	1094488	1094488	1094488

资料来源: 公司公告、招商证券

4、业务结构: 以房地产开发业务为主, 开发收入占比稳定九成以上, 溢利占比稳定八成以上, 以商业物业运营业务为辅, 同时进行其他业务拓展

以房地产开发业务为主, 开发收入占比稳定九成以上, 溢利占比稳定八成以上, 以商业物业运营业务为辅, 同时进行其他业务拓展。截至 2024 年, 公司“三大产业群”分别为不动产开发产业群、城市运营产业群和创新业务产业群, 其中不动产开发为公司最核心业务, 即房地产开发业务; 城市运营主要为购物中心、写字楼、长租公寓和酒店等商业物业的运营; 创新业务方面, 公司参与以地产开发为中心发展上下游产业链的投资拓展, 主要包括物业采购及供应链管理、建筑及规划设计服务和康养养老产业等其他业务。

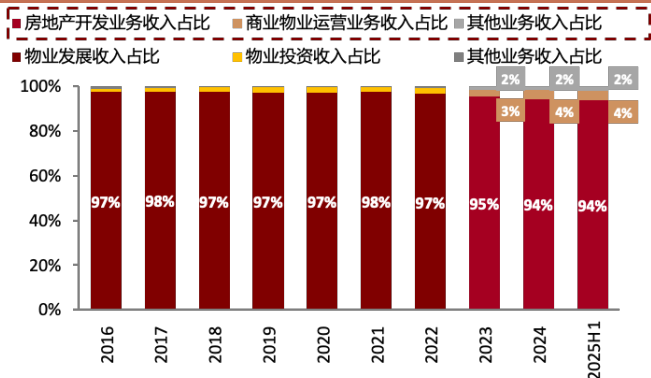
收入结构上, 房地产开发业务 (2022 年及以前分类为物业发展) 是公司的主要收入来源, 近十年收入占比均值约为 97%, 2024 年同比下降 1 PCT 至 94%, 2025H1 为 94%; 物业投资收入占比自 2016 年以来逐步上升, 从 2016 年的 1% 上升至 2022 年的 3%, 2023 年物业投资与其他业务中酒店经营业务部分合并分类为商业物业运营业务, 收入占比达 3%, 2024 年同比上升 1 PCT 至 4%, 2025H1 为 4%; 其他业务收入占比于 2016 年至 2022 年期间基本稳定于 1% 左右, 2023 年剔除酒店经营业务后, 其他业务收入占比约 2%, 2024 年同比基本持平 (2%), 2025H1 为 2%。

溢利⁵结构上, 房地产开发业务 (2022 年及以前分类为物业发展) 同样为公司主要溢利来源, 近十年分部溢利占比均值约为 82%, 2024 年同比上升 5 PCT 至 86%, 2025H1 为 84%; 物业投资分部溢利占比于 2016 年至 2022 年期间基本稳定于 18% 左右, 2023 年物业投资与其他业务中酒店经营业务部分合并分类为商业物业运营业务, 分部溢利占比达 19%, 2024 年同比下降 6 PCT 至 13%,

⁵ 分部溢利包括附属公司溢利、应占联营公司及合营公司溢利和亏损。分部溢利为每部分的收益, 不包括未分配的项目, 如银行存款利息收入、公司费用、财务费用及于综合收益表确认的外币汇兑净亏损。

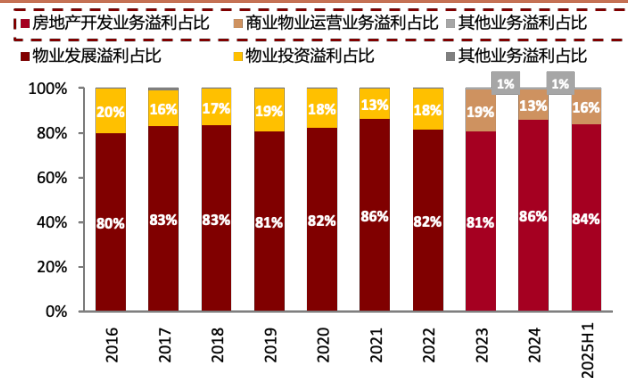
2025H1 为 16%；其他业务溢利占比于 2016 年至 2022 年期间不足 1%，2023 年剔除酒店经营部分后，其他业务溢利占比约 1%，2024 年同比基本持平（1%），2025H1 不足 1%。

图 4：近十年收入结构



资料来源：公司公告、招商证券；备注：2023 年起业务分类发生变更，其中，“房地产开发业务”口径与 2022 年及以前的“物业发展”一致，2022 年及以前的“物业投资”和“其他业务”酒店经营业务部分合并分类为“商业物业运营业务”，“其他业务”不再包含酒店经营业务，下同

图 5：近十年溢利结构



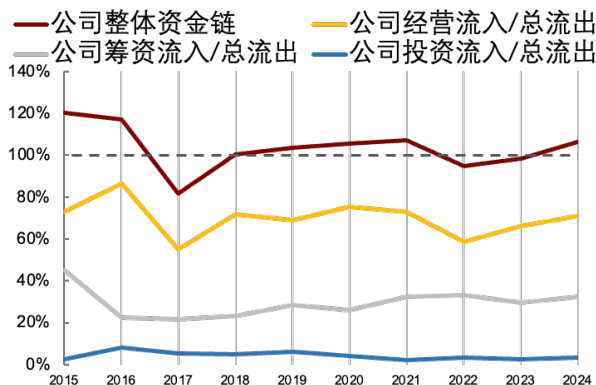
资料来源：公司公告、招商证券

二、财务分析

1、经营风格：现金流结构长期以经营性现金流贡献为主，或体现公司稳健的经营风格；整体呈现“较强盈利能力、中低周转速度、较低杠杆水平”的特征

现金流结构上长期以经营性现金流贡献为主，或体现公司稳健的经营风格。结合现金流模型来看，公司近十年来现金流结构相对稳定，近十年公司经营性现金流入占比均值约 70%，投资性现金流入占比均值约 4%，筹资性现金流入占比均值约 26%；相比过去行业中大多数公司而言，整体以经营性现金流贡献为主，或体现出公司稳健的经营风格。

图 6：中国海外发展现金流结构（基于招商证券现金流模型）



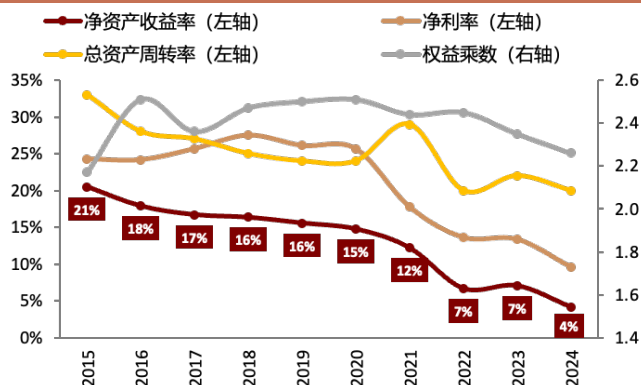
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

近十年公司净资产收益率整体呈下行趋势，横向对比处于主要房企中间水平，整体呈现“较强盈利能力、中低周转速度、较低杠杆水平”的特征。

近十年期间，公司净资产收益率整体呈下行趋势。2020 年以前主要受总资产周转率下降影响，公司净资产收益率从 2015 年的 21% 下降至 2020 年的 15%，2021 年开始主要受净利率下降影响，公司净资产收益率从 2020 年的 15% 下降至 2024 年的 4%，横向对比来看，公司净资产收益率处于主要房企中间水平。

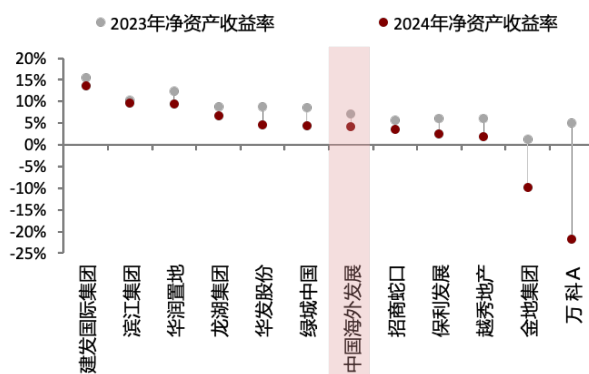
按指标分解来看，截至 2024 年，公司净利率处于主要房企较高水平，总资产周转率处于主要房企中低水平，权益乘数处于主要房企较低水平，整体呈现“较强盈利能力、中低周转速度、较低杠杆水平”的特征。

图 7：中国海外发展净资产收益率及分解



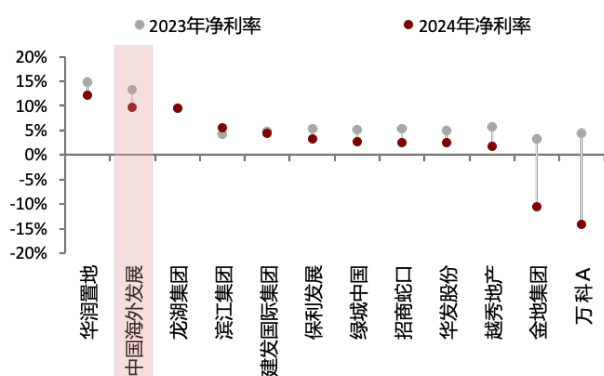
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 8：主要房地产企业净资产收益率情况对比



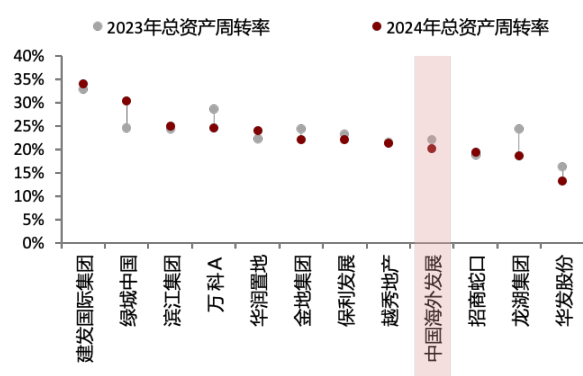
资料来源：Wind、招商证券

图 9：主要房地产企业净利率情况对比



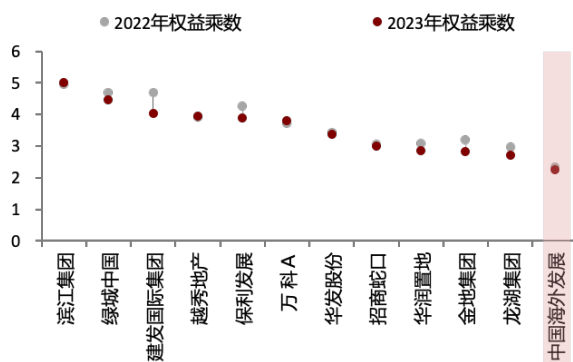
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 10：主要房地产企业总资产周转率情况对比



资料来源：Wind、招商证券

图 11：主要房地产企业权益乘数情况对比

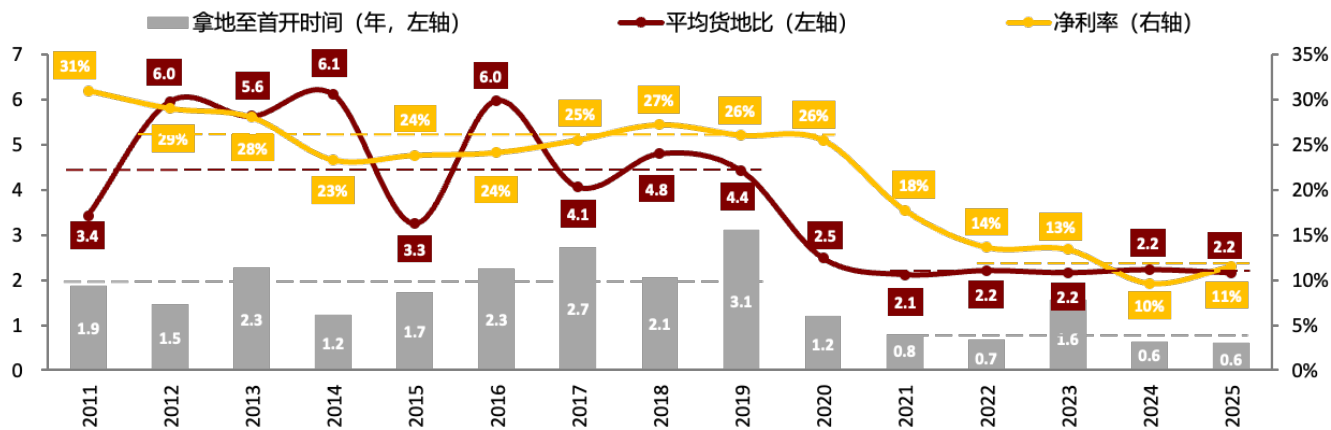


资料来源：公司公告、Wind、招商证券

2、盈利能力：房价上行阶段曾凭借拉长开发周期赚取土地增值的策略实现较高利润率，房价下行叠加早期低成本地块的逐渐去化使得原策略失效，利润率有所下降，但仍保持行业前列

房价上行阶段公司曾凭借拉长开发周期赚取土地增值的策略实现较高利润率，被市场称为“利润王”，房价下行叠加早期低成本地块的逐渐去化使得原策略失效，公司利润率有所下降，但仍保持行业前列。业务重心逐步由香港转移至内地后，公司以较低的土地成本获取了部分重点城市核心地块，或通过拉长项目开发周期的方式换取房价上涨带来的资产增值收益。从2011年以后开盘项目来看，公司2011年至2019年期间首开项目的拿地至首开平均周期约为2年，平均货地比约为4.9，对应2012-2020年期间结算净利率均值约为26%；2020-2021年期间，或受早期低成本地块逐渐去化的影响，公司首开项目的拿地至首开周期明显下降，从2019年的3.1年下降至2021年的0.8年，平均货地比从2019年的4.4下降至2021年的2.1；2021-2025年，尽管公司首开项目的拿地至首开周期有所波动，但均值保持在0.9年左右，平均货地比稳定于2.2左右，开发周期和货地比的“下台阶”或反映出过去积累的土地资源已经逐步消耗。结算利润率的下滑或也可为此提供佐证，结算净利率从2020年的26%下滑至2022年的14%，2022-2025年净利率均值约为12%，较2012-2020年均值（约26%）下降14 PCT。同时，在房价下行背景下，通过拉长开发周期换取土地增值这一策略或也失去了前提条件，难以奏效。

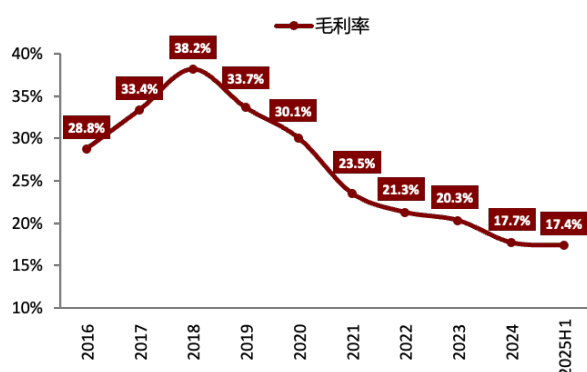
图 12：中国海外发展拿地至首开时间、平均货地比及净利率对比



资料来源：中指研究院、招商证券；备注：横坐标为项目首开年份序列，2025年净利率实为2025H1数据

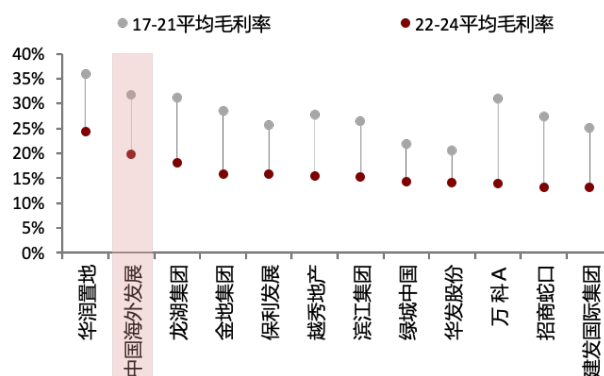
24年公司净利率同比下降3.7 PCT至9.6%，横向对比仍保持行业前列。从近十年来看，2016-2020年，公司利润率整体保持较高水平，毛利率保持在30%左右或更高水平，净利率保持20%以上。2018年毛利率和净利率均达近十年峰值，分别为38.2%和27.6%，2021年开始，公司利润率开始明显下降，截至2024年，公司毛利率和净利率分别同比下降2.6 PCT/3.7 PCT至17.7%/9.6%，归母净利润同比下降39%至156亿元，2025H1公司毛利率和净利率分别为17.4%和11.5%，归母净利润同比下降17%至86亿元。横向对比，公司毛利率、净利率和归母净利润规模均处于主要房企较高水平，盈利能力仍保持行业领先地位。

图 13: 中国海外发展毛利率情况



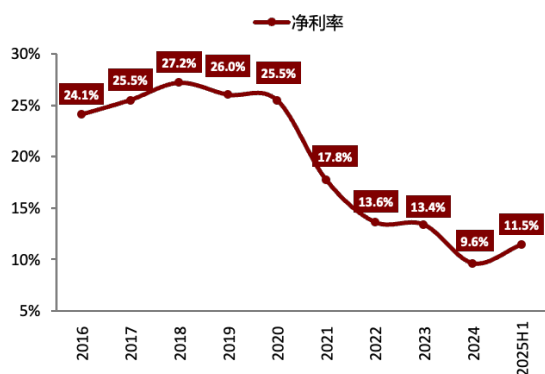
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 主要房地产企业毛利率情况对比



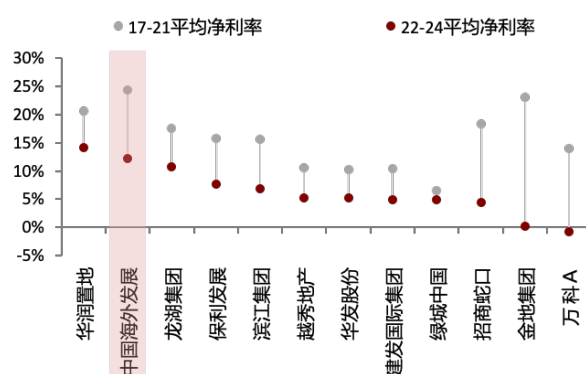
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 中国海外发展净利率情况



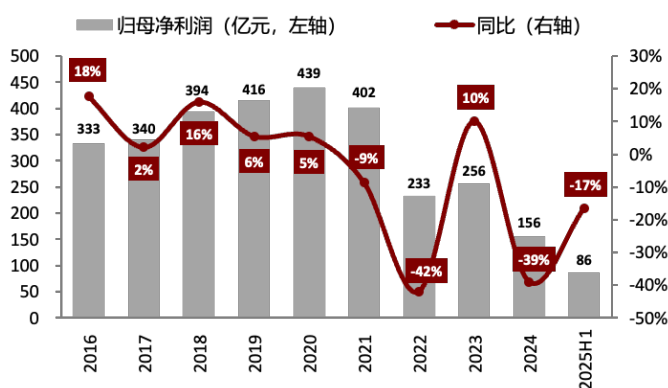
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 主要房地产企业净利率情况对比



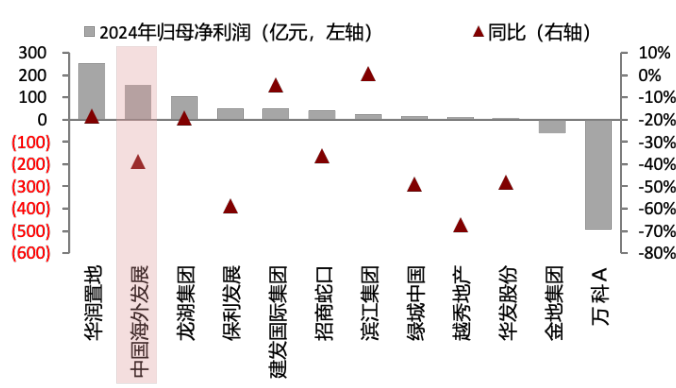
资料来源: Wind、招商证券

图 17: 中国海外发展归母净利润情况



资料来源: Wind、招商证券

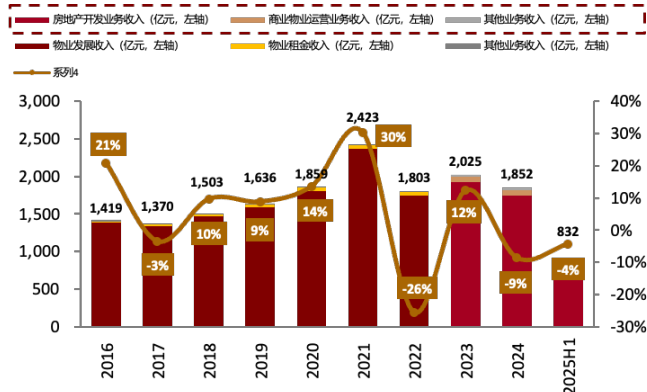
图 18: 主要房地产企业归母净利润情况对比



资料来源: Wind、招商证券

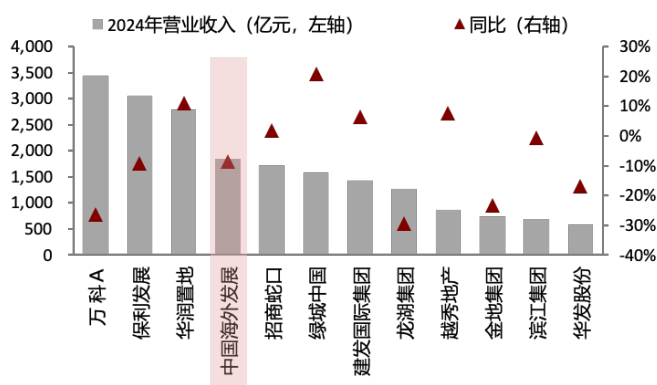
从收入和费用角度对利润进行分解，首先收入方面，虽然 2024 年公司营收规模同比下降，但横向对比仍保持行业前列。2016 年至 2021 年，公司营收规模整体呈上升趋势，从 2016 年的 1419 亿上升至 2021 年的 2423 亿，年化复合增速约 11%，2022 年同比下降 26% 至 1803 亿，2023 年同比回升 12% 至 2025 亿，2024 年同比下降 9% 至 1852 亿，截至 2025H1，公司营收 832 亿，同比下降 9%。横向对比，公司营业收入规模仍处于主要房企较高水平。

图 19: 中国海外发展收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

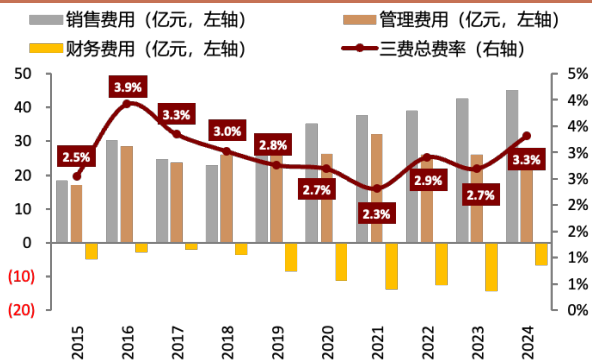
图 20: 主要房地产企业营收规模情况对比



资料来源: Wind、招商证券

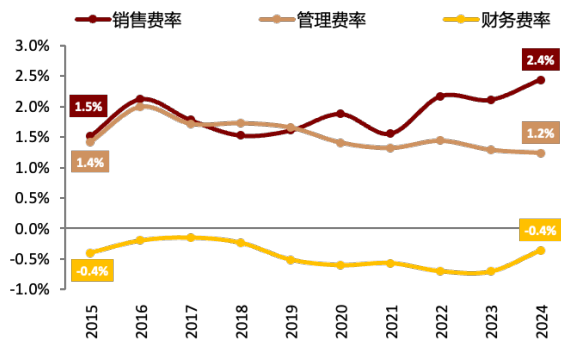
费用方面, 公司三费总费率处于行业较低水平, 或反映其较优秀的费用管控能力。自 2016 年开始, 公司主要通过压降管理费的方式带动三费总费率持续下降, 三费总费率从 2016 年的 3.9% 下降至 2021 年的 2.3%, 近三年受市场下行等因素影响, 公司销售费率有所上升, 从 2021 年的 1.6% 上升至 2024 年的 2.4%, 从而导致三费总费率从 2021 年的 2.3% 上升至 2024 年的 3.3%。分拆来看, 2015 年至 2024 年三费总费率平均值分别为 1.9%/1.5%/-0.4%, 2024 年销售费率和财务费率分别同比上升 0.3 PCT/0.3 PCT 至 2.4%/-0.4%, 管理费率同比下降 0.1 PCT 至 0.1%。横向对比, 公司三费总费率处于主要房企较低水平, 或反映出公司较优秀的费用管控能力。

图 21: 中国海外发展三费费用及总费率情况



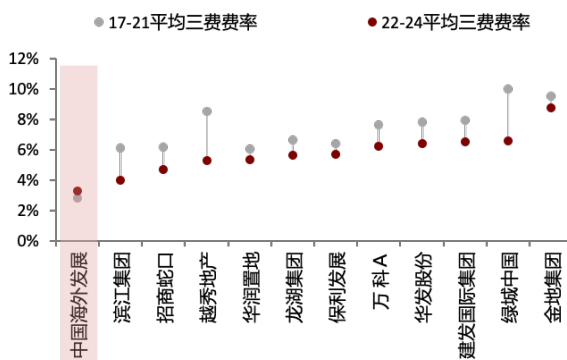
资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 22: 主要房地产企业三费率情况对比



资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 23: 主要房地产企业三费总费率情况对比



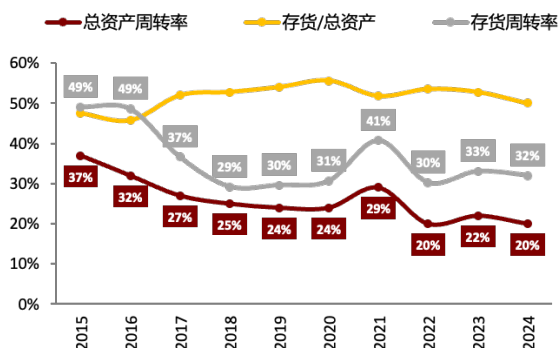
资料来源: Wind、招商证券

3、周转速度：2017 年开始拿地力度上升带动存货增加，2022-2024 年市场下行背景下结转收入下降，在上述因素作用下近十年公司总资产周转率整体呈下降趋势

公司总资产周转率变化主要受存货周转率变化影响。2017 年开始公司拿地力度明显上升，叠加结算滞后于拿地和销售，分母端存货规模上升带动公司总资产周转率下降；2022-2024 年市场下行背景下公司结转收入有所下降，公司总资产周转率进一步下降。横向对比公司总资产周转率和保利发展等头部央企处于同一梯队。2015 年以来公司总资产周转率整体呈下降趋势，近三年基本稳定于 21% 左右，截至 2024 年，公司总资产周转率同比下降 2 PCT 至 20%。分拆来看，过去十年公司存货/总资产比例基本稳定于 50% 左右，总资产周转率变化主要受存货周转率变化影响。存货周转率方面，2015-2016 年公司分别以 338 亿和 310 亿获得中建和中信权益口径约 978 万平方米和 2352 万平方米的土地储备，平均拿地成本分别约为 3456 元/平方米和 1318 元/平方米，明显低于中国海外发展 2015 年和 2016 年公开市场拿地成本（2015 年和 2016 年权益拿地均价分别约为 5843 元/平方米和 4185 元/平方米），同时 2015 年和 2016 年公司公开市场全口径拿地力度分别为 26%/24%，处于相对低位，相对较低的存货并购成本和拿地力度导致公司存货周转率处于 49% 的相对高位，2017 年开始公司加大公开市场拿地力度，全口径拿地力度较 2016 年上升 53 PCT 至 77%，分母端存货规模的上升导致存货周转率较 2016 下降 12 PCT 至 37%，同时总资产周转率下降 5 PCT 至 27%，2018-2020 年在公司平均 51% 的全口径拿地力度下，叠加结算滞后于拿地和销售，存货周转率进一步下降至 30% 左右，同时总资产周转率下降至 24% 左右，2021 年结算规模上升带动存货周转率和总资产周转率短暂上升，分别较 2020 年上升 10 PCT/5 PCT 至 41%/29%，2022 年开始受市场下行带动公司结转规模下降影响，存货周转率和总资产周转率有所下降，近三年总资产周转率基本稳定于 21% 左右。

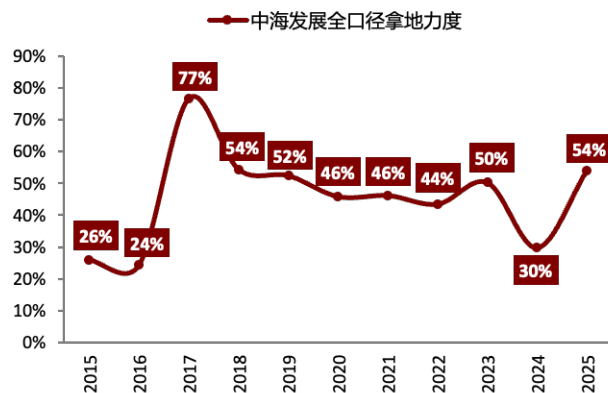
横向对比，公司总资产周转率处于主要房企较低水平，和保利发展等头部央企处于同一梯队。

图 24：中国海外发展总资产周转率及分拆



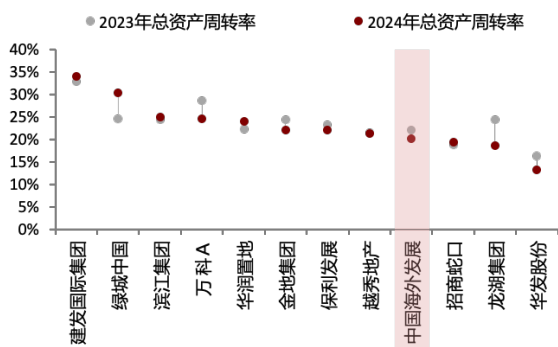
资料来源：公司公告、招商证券

图 25：中国海外发展全口径拿地力度



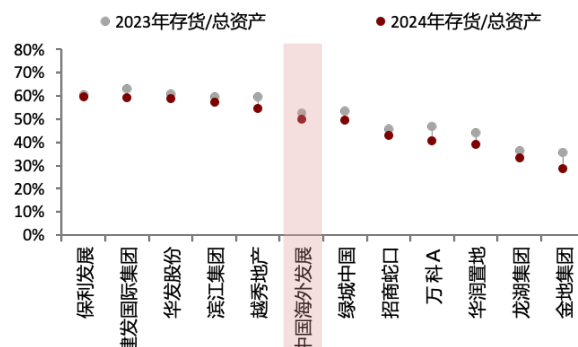
资料来源：公司公告、招商证券

图 26: 主要房地产企业总资产周转率情况对比



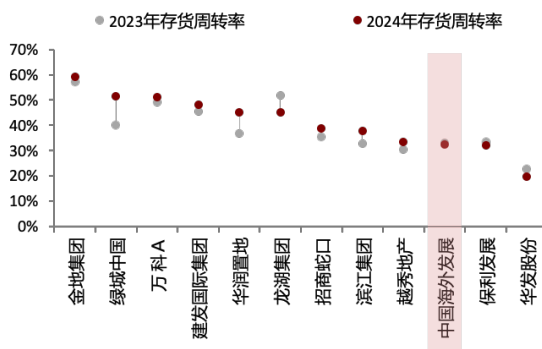
资料来源：公司公告、招商证券

图 27: 主要房地产企业存货/总资产情况对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 28: 主要房地产企业存货周转率情况对比

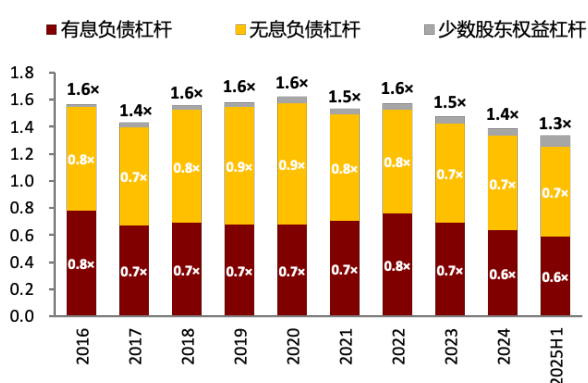


资料来源：公司公告、Wind、招商证券

4、杠杆水平：杠杆结构稳定且杠杆率保持较低水平，赋予公司较强的抗风险能力

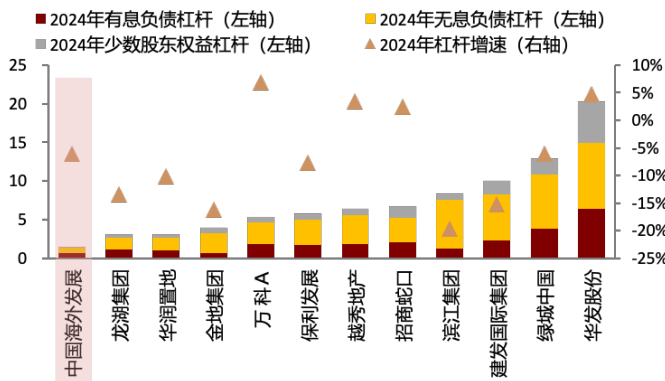
总杠杆结构稳定且杠杆率保持行业低位，或反映公司稳健的经营风格，赋予公司较强的抗风险能力。公司总杠杆水平长期保持基本稳定，2016-2024 年总杠杆（有息负债、无息负债和少数股东权益之和/归母权益）均值约为 1.5x，其中有息负债杠杆（有息负债/归母权益）基本稳定于 0.7x 左右，无息负债杠杆（无息负债/归母权益）基本稳定于 0.8x 左右，少数股东权益杠杆（少数股东权益/归母权益）基本稳定于 0.1x 左右。截至 2025H1，公司总杠杆/有息负债杠杆/无息负债杠杆/少数股东权益杠杆分别为 1.3x/0.6x/0.7x/0.1x。横向对比，公司总杠杆处于主要房企较低水平。

图 29: 中国海外发展总杠杆情况



资料来源: 公司公告、招商证券; 备注: 分母为归母股东权益

图 30: 主要房地产企业总杠杆情况对比



资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

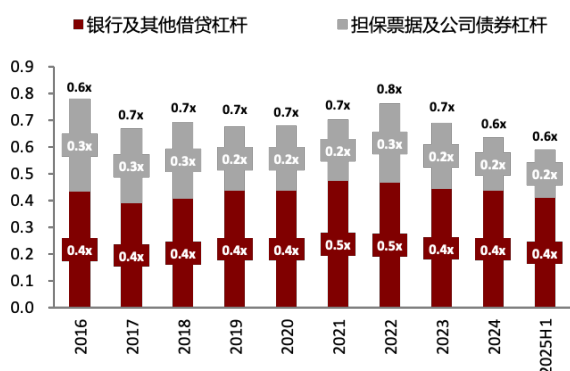
分拆来看, 有息负债结构稳定且处于行业低位, 同时融资成本自 2016 年开始逐渐下降, 横向对比处于行业低位。有息负债方面, 2016 年以来, 公司有息负债杠杆基本稳定于 0.7x 左右, 其中银行及其他借贷杠杆/担保票据及公司债券杠杆分别基本稳定于 0.4x/0.3x 左右。截至 2025H1, 公司总有息负债杠杆/银行及其他借贷杠杆/担保票据及公司债券杠杆分别为 0.6x/0.4x/0.2x。横向对比, 公司有息负债杠杆处于主要房企较低水平。

有息负债到期结构方面, 公司或通过提前偿还等方式将一年内到期有息负债占比控制在 15% 左右, 一年后到期有息负债占比控制在 85% 左右。

有息负债币种结构方面, 自 2015 年以来, 公司境内债占比整体呈上升趋势, 截至 2024 年末, 境外债合计占比较 2023 年末下降 12 PCT 至 18%, 境内债占比较 2023 年末上升 12 PCT 至 82%, 根据公司公告披露, 公司尽力安排外币资产与外币负债的匹配以实现自然对冲, 减少资产负债错配所带来的外汇敞口风险, 同时将审慎考虑适当时候进行货币和利率掉期安排, 以对冲相应风险。

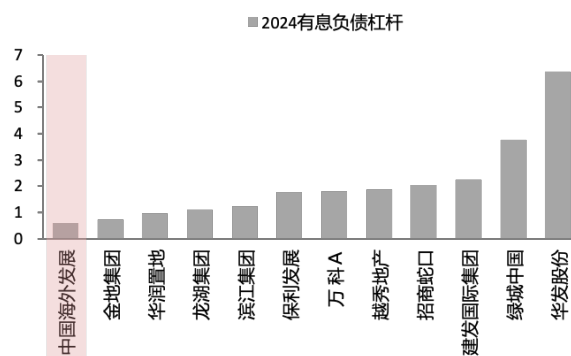
融资成本自 2016 年开始逐渐下降, 横向对比处于行业低位。自 2016 年以来, 公司加权平均融资成本持续下降, 从 2016 年的 4.76% 下降至 2024 年的 3.10%, 2025H1 进一步下降至 2.90%。横向比较, 公司融资成本处于主要房企较低水平。资金是房地产行业的“产能”, 较低的融资成本或可帮助公司在拿地和销售等经营端取得优势。

图 31: 中国海外发展有息负债杠杆情况



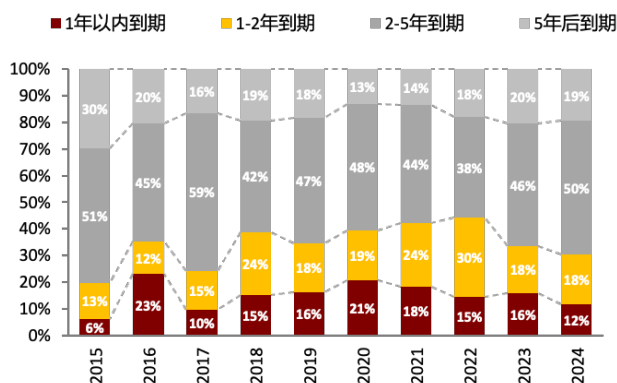
资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 主要房地产企业有息负债杠杆情况对比



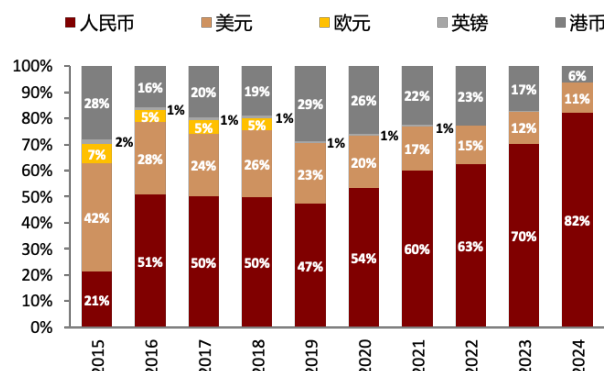
资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 33: 中国海外发展有息负债到期结构情况



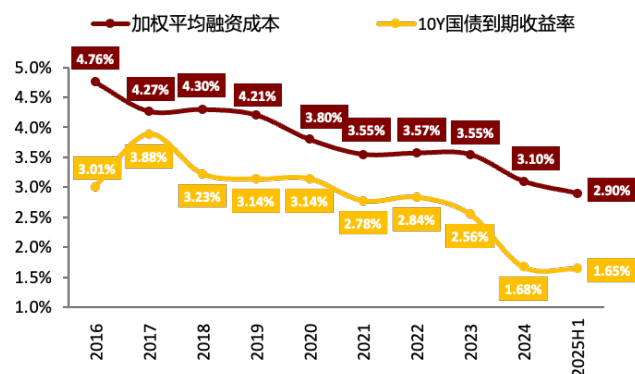
资料来源: 公司公告、招商证券

图 34: 中国海外发展有息负债币种结构情况



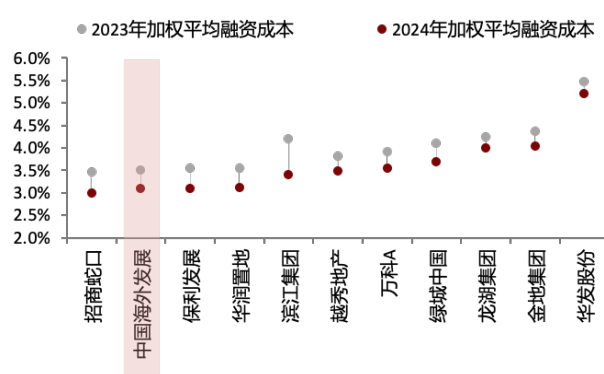
资料来源: 公司公告、招商证券

图 35: 中国海外发展加权平均融资成本情况



资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 36: 主要房地产企业加权平均融资成本情况对比

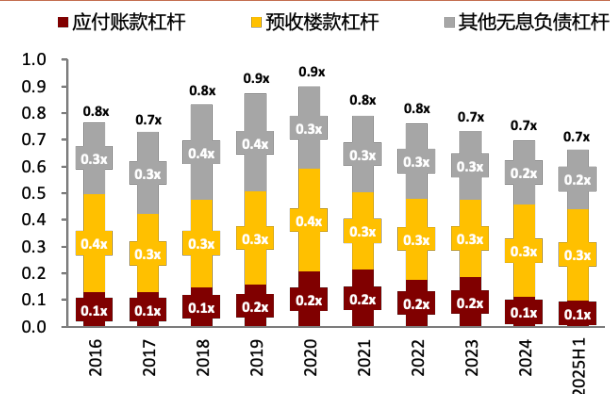


资料来源: 公司公告、招商证券

无息负债杠杆略有下降, 横向对比处于行业低位。无息负债方面, 自 2020 年高点开始, 公司无息负债杠杆逐步下滑, 从 2020 年的 0.9x 下降至 2025H1 的 0.7x, 2025H1 公司无息负债杠杆/应付账款杠杆/预收楼款杠杆/其他无息负债杠杆分别为 0.7x/0.1x/0.3x/0.2x。横向对比, 公司无息负债杠杆处于主要房企低位。

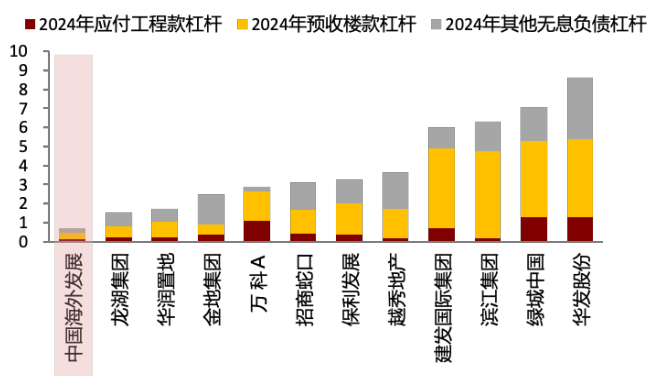
从估算账期来看, 2015 年以来, 公司估算账期逐步上升, 从 2015 年的 0.26 年上升至 2023 年的 0.51 年, 截至 2024 年, 公司估算账期较 2023 年下降 0.2 年至 0.29 年。横向对比, 公司估算账期处于主要房企较低水平。

图 37: 中国海外发展无息负债杠杆情况



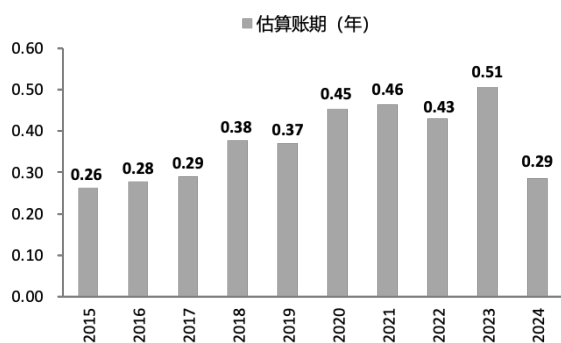
资料来源: 公司公告、招商证券

图 38: 主要房地产企业无息负债杠杆情况对比



资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

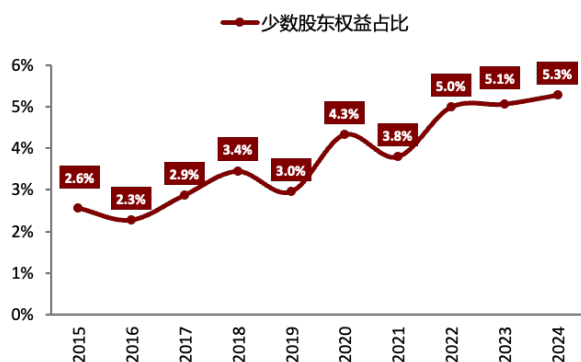
图 39: 中国海外发展估算账期情况



资料来源: 公司公告、招商证券

少数股东权益占比有所上升但仍处于行业低位。自 2015 年以来, 公司少数股东权益占比整体呈上升趋势, 虽然在经营过程中始终以高权益项目拓展为主, 但近年来也在逐步通过合作开发模式获取新增土储, 尤其在土地市场竞争愈加激烈的背景下, 公司或通过合作拿地等方式更充分把握市场机会。横向对比, 公司少数股东权益占比明显低于其他主要房企。

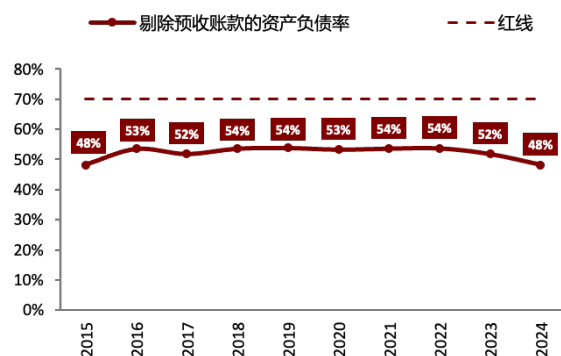
图 41: 中国海外发展少数股东权益占比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

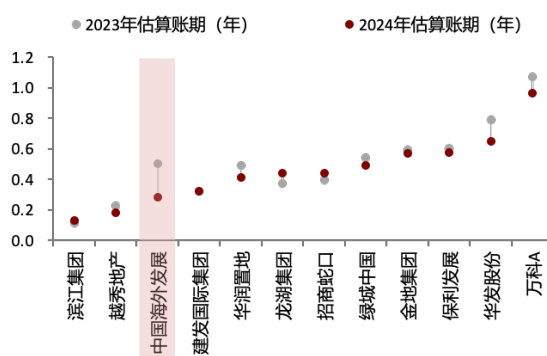
自“三道红线”政策推行以来公司始终处于“绿档”。近十年来, 公司剔除预收账款的资产负债率基本稳定于 52%左右, 净负债率先降后升, 近年来保持在 34%-39%区间, 现金短债比近五年保持在 3-4 区间, 截至 2024 年, 公司剔除预收账款的资产负债率为 48%, 净负债率为 29%, 现金短债比为 4.3, 均满足“三道红线”要求。

图 43: 中国海外发展剔除预收账款的资产负债率情况



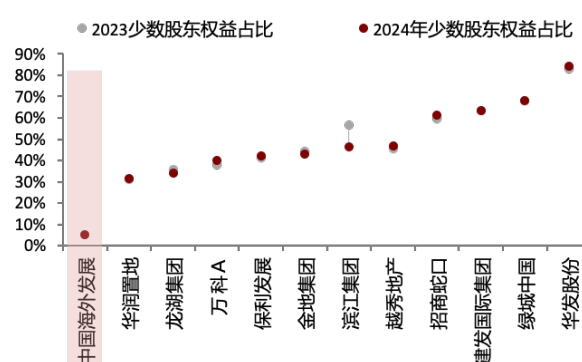
资料来源: 公司公告、招商证券

图 40: 主要房地产企业估算账期情况对比



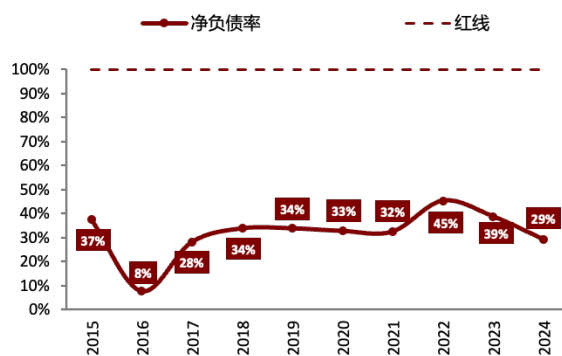
资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 42: 主要房地产企业少数股东权益占比情况对比



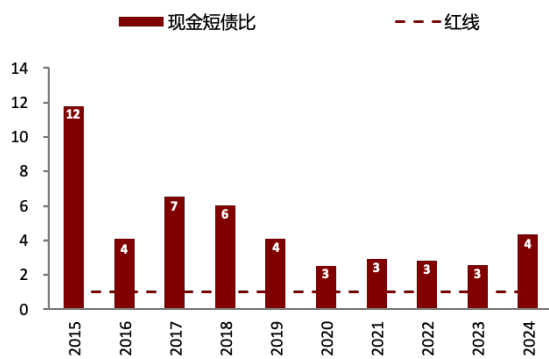
资料来源: 公司公告、Wind、招商证券

图 44: 中国海外发展净负债率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 45: 中国海外发展现金短债比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

三、房地产开发业务

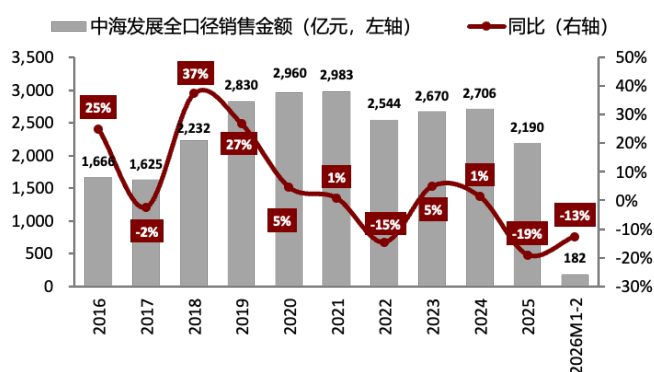
1、销售：受 2024 年拿地力度下降和早期大部分核心项目充分去化影响，2025 年中国海外发展销售金额同比表现弱于全国水平；中海系列权益销售金额保持行业第一或可印证公司较高的权益比

受 2024 年拿地力度下降和早期大部分核心项目充分去化影响，2025 年中国海外发展销售表现弱于全国水平。2016-2021 年，中国海外发展全口径销售金额整体呈上升趋势，从 2016 年的 1666 亿上升至 2021 年的 2983 亿，年化复合增速约+12%；2022 年，受房价下跌影响，公司全口径销售金额同比下降 15%至 2544 亿；2023-2024 年，公司前期拿地 toward 核心城市核心地块集中的特征逐步传导到销售端，两年间推出海上和集、京华玖序、领邸玖序、深湾玖序等一系列高端住宅产品，2023-2024 年虽然公司销售面积进一步同比下降但销售均价同比提升，带动销售金额小幅同比上升，公司全口径销售金额从 2022 年的 2544 亿上升至 2024 年 2706 亿，年化复合增速约+3%；2025 年，或受 2024 年拿地力度下降和早期大部分核心项目充分去化影响，公司全口径销售金额同比下降约 19%至 2190 亿，同时全口径销售均价同比下降约 15%至 2.87 万元/平方米。与全国商品房销售相比，2022-2024 年公司销售金额同比增速高于全国水平，其中 2023-2024 年销售金额逆市增长，2025 年销售金额同比增速低于全国水平。

2025 年中海系列全口径销售金额保持行业第二，权益销售金额保持行业第一，或可印证公司较高的权益比。根据公司公告及克而瑞数据，2025 年中海系列全口径销售金额 2512 亿，保持行业第二，权益销售金额 2311 亿，保持行业第一。分拆来看，中国海外发展为中海系列的主要组成部分，全口径销售金额占比接近九成，中国海外发展全口径销售金额同比与中海系列全口径销售金额同比基本同步，中海系列销售数据或对中国海外发展的销售情况有较好代表性。

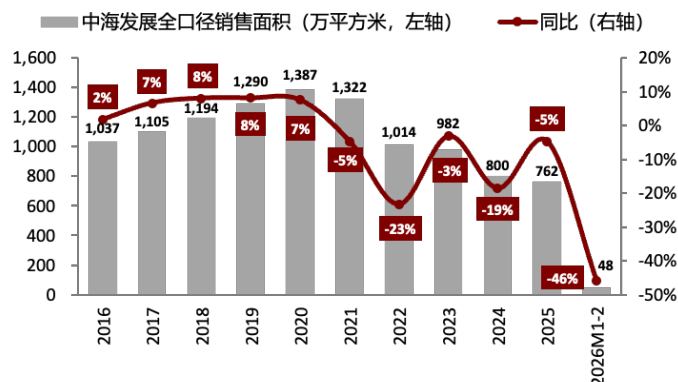
同时，中海系列金额口径销售权益比长期保持 90%以上，横向对比，销售权益比处于行业高位。从权益销售金额来看，2025 年，中海系列权益销售额同比-19%，TOP10 房企同比-18%，TOP100 房企同比-20%，中海系列权益销售金额同比表现与行业整体表现接近。

图 46：中国海外发展全口径销售金额



资料来源：公司公告、招商证券

图 47：中国海外发展全口径销售面积



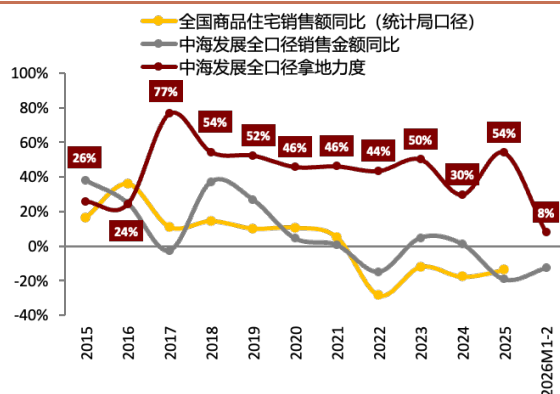
资料来源：公司公告、招商证券

图 48: 中国海外发展全口径销售均价



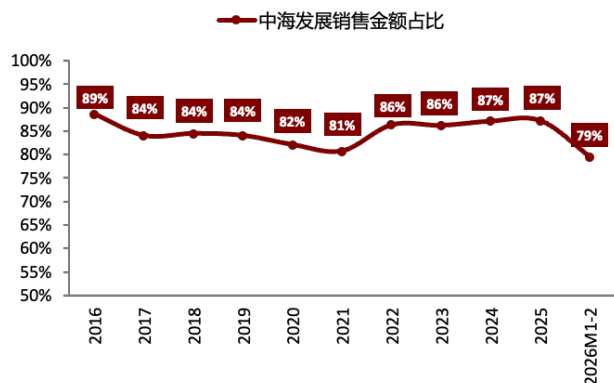
资料来源: 公司公告、招商证券

图 49: 中国海外发展全口径销售金额同比、全口径拿地力度和全国商品房销售额同比



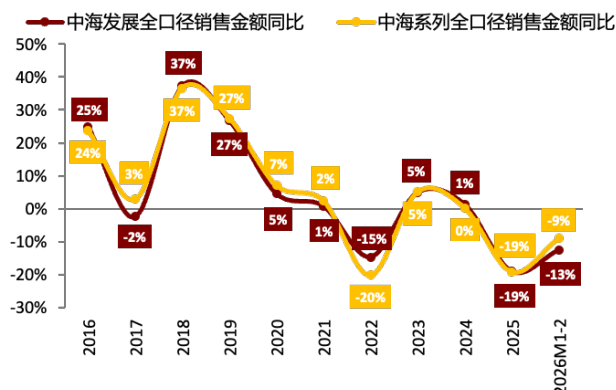
资料来源: 公司公告、统计局、招商证券

图 50: 中国海外发展销售金额占中海系列销售金额比例



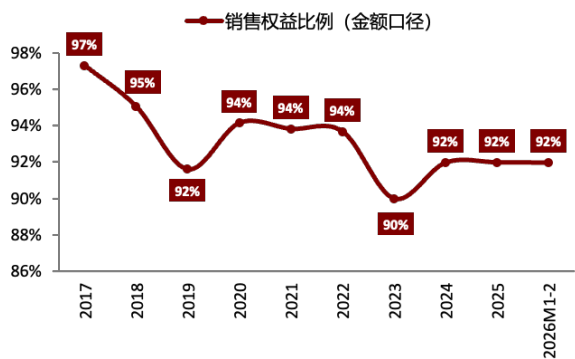
资料来源: 公司公告、招商证券

图 51: 中国海外发展销售金额同比与中海系列销售金额同比



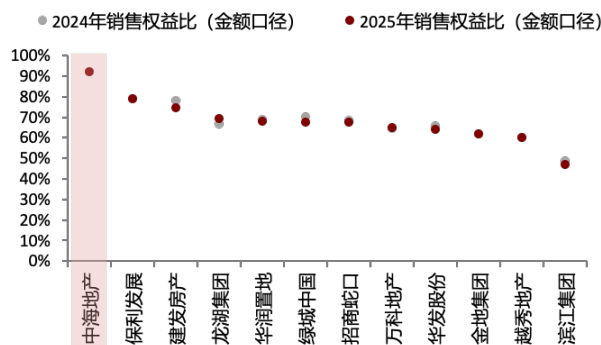
资料来源: 公司公告、招商证券

图 52: 中海系列金额口径销售权益比



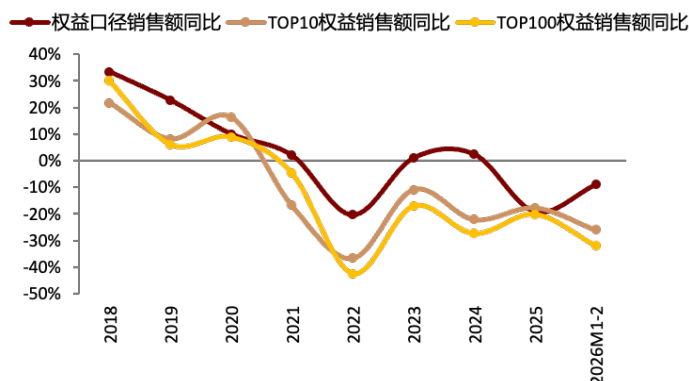
资料来源: 公司公告、克而瑞、招商证券

图 53: 主要房地产企业金额口径销售权益比情况对比



资料来源: 公司公告、克而瑞、招商证券

图 54: 中海系列、Top10 和 Top100 房企权益销售额同比

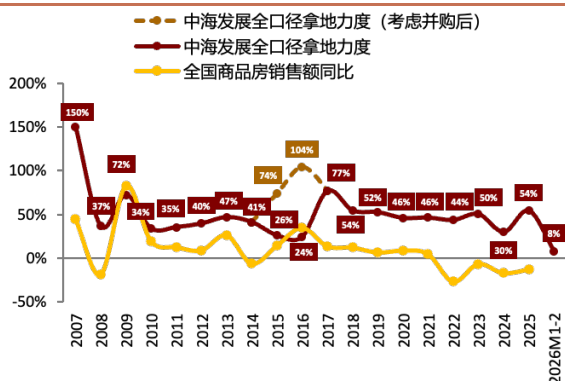


资料来源: 克而瑞、招商证券

2、拿地: 公司拿地保持顺周期风格并逐步聚焦; 2021 年房价高点过后拿地项目估算净利率较之前有所上升, 但相较行业“超额收益”略有下降

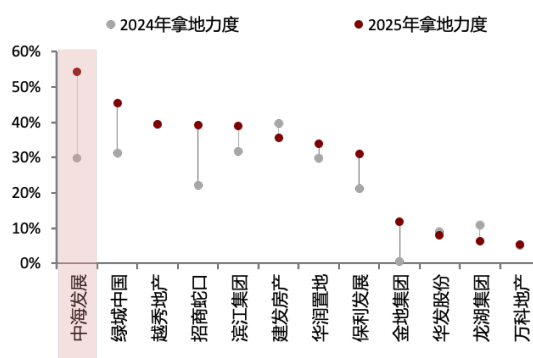
公司拿地节奏呈现顺周期特征, 或体现公司稳健的经营风格。从历史拿地节奏来看, 公司拿地力度走势基本同步于商品房销售市场热度, 其中 2015-2016 年公司公开市场拿地力度有所减小, 但考虑对中建地产、中信地产和中信泰富的并购, 若计入当年并购的土地储备, 拿地力度同样同步于商品房销售市场热度。2025 年, 公司全口径拿地力度同比上升 24 PCT 至 54%。整体来看, 顺周期的拿地节奏或体现公司稳健的经营风格。横向对比, 2025 年中国海外发展全口径拿地力度处于主要房企较高水平。

图 55: 中国海外发展拿地力度和全国商品房销售额同比



资料来源: 公司公告、Wind、统计局、招商证券; 备注 2015-2016 年考虑并购后拿地力度=(公开拿地金额+并购对价/并购土储面积口径权益比)/销售金额

图 56: 主要房地产企业全口径拿地力度情况对比



资料来源: 公司公告、克而瑞、招商证券

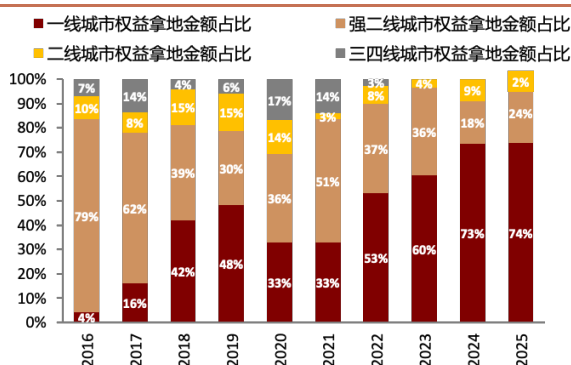
土地投资更加聚焦高能级城市, 近十年一线城市投资占比有所提升, 同时据披露, 2023 年开始几乎无三四线城市投资, 横向对比公司一线城市投资占比处于主要房企较高水平。从资金投入占比角度来看, 中国海外发展土地投资更加聚焦高能级城市, 近十年公司一线城市资金投入整体呈现上升趋势, 从 2016 年的 4% (不包括并购) 上升至 2025 年的 74%, 同时从 2023 年开始公司没有三四线城

市土地投资，2025 年公司一线/强二线/二线/三四线⁶城市权益拿地金额占比分别为 74%/24%/2%/0%，分别较 2024 年+1 PCT/+6 PCT/-7 PCT/0 PCT。横向对比，中国海外发展一线城市资金投入占比处于主要房企较高水平。

受拿地更加集中核心城市影响，公司拿地均价整体呈上升趋势。2025 年公司权益拿地金额/拿地面积分别为 1187 亿元/445 万平方米，同比分别+47%/+12%，拿地楼面均价为 20790 元/平方米，同比+19%，一方面体现了其高质量发展的目标，另一方面或也反映出公司较其他房企更加谨慎的经营风格。

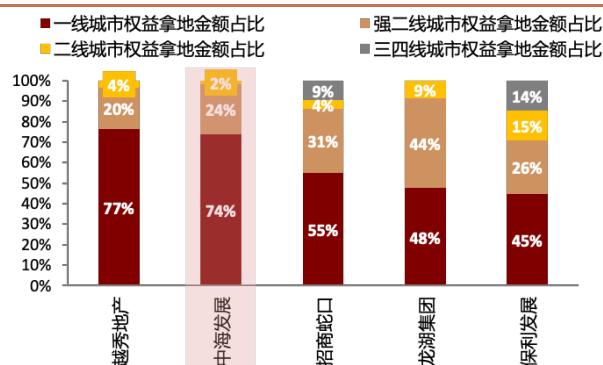
在拿地权益比方面，公司整体倾向于高权益比拿地，过去十年金额口径拿地权益比基本处于 75%以上，最高可达 100%，或体现出公司在开发过程中倾向于对项目掌握更多“话语权”和“控制权”。

图 57：中国海外发展分能级权益拿地金额占比情况



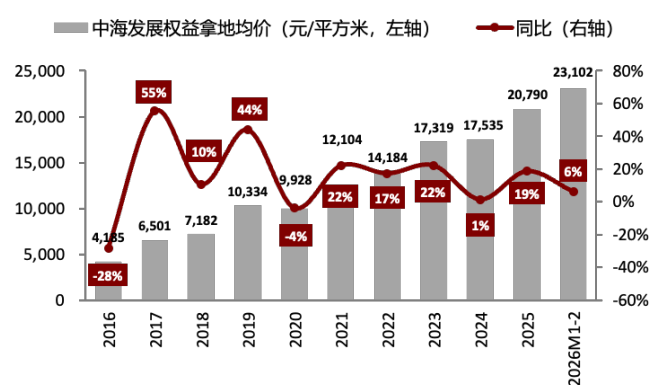
资料来源：公司公告、招商证券

图 58：2025 年主要房地产企业分能级权益拿地金额占比情况对比



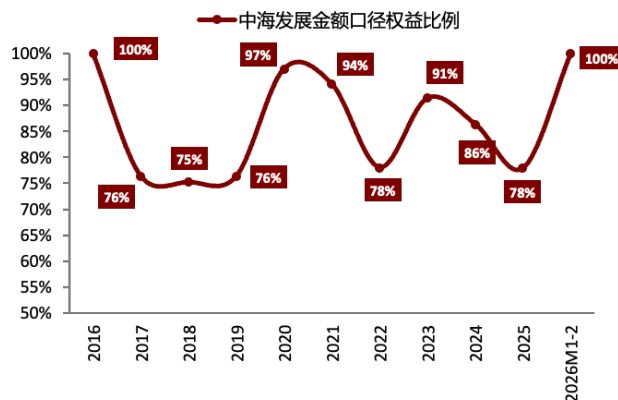
资料来源：公司公告、招商证券

图 59：中国海外发展权益拿地均价情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 60：中国海外发展金额口径拿地权益比情况



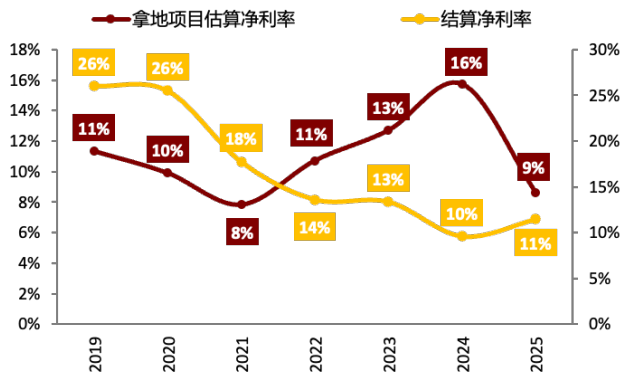
资料来源：公司公告、招商证券

2021 年房价高点过后拿地项目估算净利率较之前有所上升，但相较行业“超额收益”略有下降。从拿地项目估算净利率来看，2019-2021 年中国海外发展拿地项目估算净利率整体呈下降趋势，从 2019 年的 11%下降至 2021 年的 8%；2022-2024 年，中国海外发展拿地项目估算净利率水平有所提升，从 2021 年的 8%上升至 2024 年的 16%，2025 年同比下降 7 PCT 至 9%。2022-2025 年公司拿地项目整体估算净利率约 12%，较 2019-2021 年整体水平 10%高出 2 PCT。

⁶ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳、香港、澳门，强二线城市包括杭州、成都、天津、宁波、南京、苏州、武汉、青岛、长春、长沙、济南、福州、合肥、厦门、重庆、无锡、沈阳、郑州，二线城市包括除强二线城市外的省会城市，其他城市归类为三四线城市

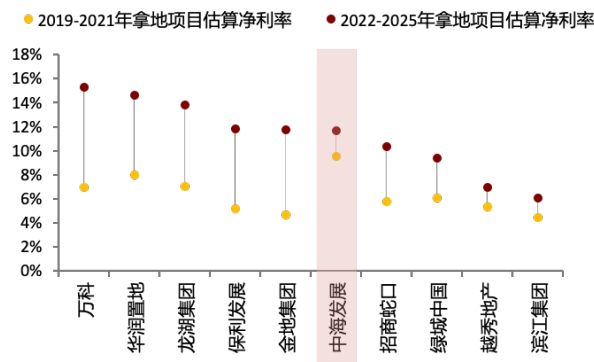
横向对比来看，2019-2021年公司拿地项目整体估算净利率处于主要房企领先水平，2022-2025年公司拿地项目整体估算净利率排名下降至主要房企中间水平。

图 61：中国海外发展各年份拿地项目估算净利率情况



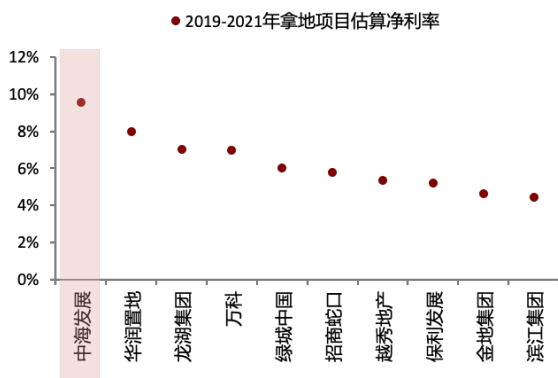
资料来源：榆叶飞云、招商证券

图 62：主要房企拿地项目估算净利率情况对比



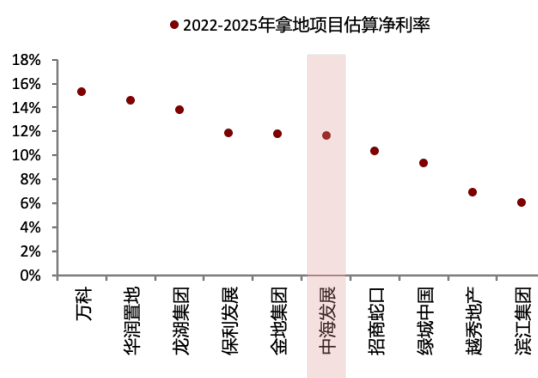
资料来源：榆叶飞云、招商证券

图 63：2019-2021 年主要房企拿地项目估算净利率情况对比



资料来源：榆叶飞云、招商证券

图 64：2022-2025 年主要房企拿地项目估算净利率情况对比



资料来源：榆叶飞云、招商证券

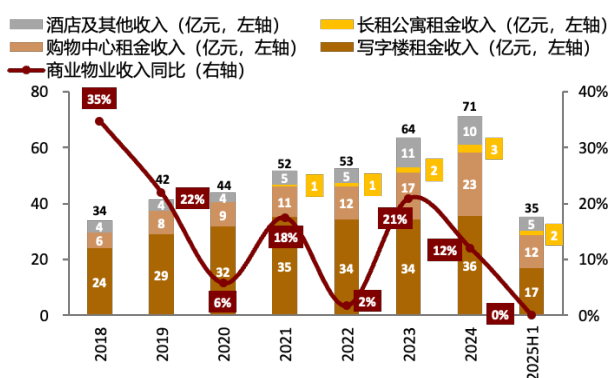
四、商业物业运营业务

1、概况：商业物业收入持续增长，结构上写字楼收入占比从七成下降至五成，非写字楼业态中长租公寓近年来收入增速较高

公司商业物业收入持续增长，结构上写字楼收入占比从七成下降至五成。2018-2024年，公司商业物业收入持续增长，从2018年的34亿增长至2024年的71亿，年化复合增速约13%。截至2025H1，公司商业物业收入约为35亿，同比基本持平。

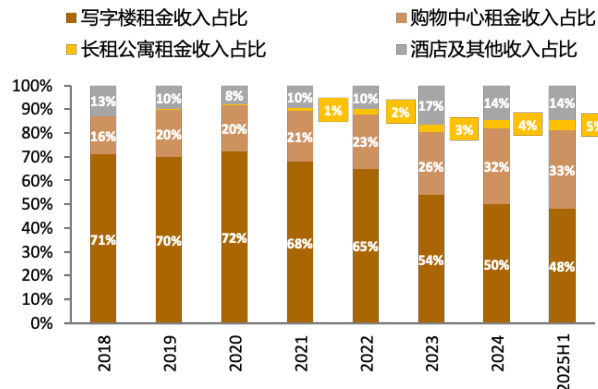
结构上，近年来非写字楼收入增速高于写字楼收入增速，非写字楼/写字楼收入分别从2021年的17亿/35亿增长至2024年的36亿/36亿，年化复合增速分别约为+29%/+1%。非写字楼业态中，2021-2024年购物中心/长租公寓/酒店收入年化复合增速分别约为+27%/+65%/+27%。2025H1非写字楼/写字楼收入分别同比+3%/-3%至18亿/17亿。其中，购物中心和长租公寓租金收入分别同比增长5%/33%至12亿/2亿，写字楼和酒店及其他收入分别同比下降3%/7%至17亿/5亿。在上述增速分化的带动下，非写字楼收入占比从2021年的32%上升至2025H1的52%，写字楼收入占比从2021年的68%下降至2025H1的48%。非写字楼业态中，购物中心和长租公寓业态收入占比分别从2021年的21%/1%上升至2025H1的33%/5%，酒店及其他收入占比稳定于12%左右。

图 65：中国海外发展商业物业收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 66：中国海外发展分业态商业物业收入占比



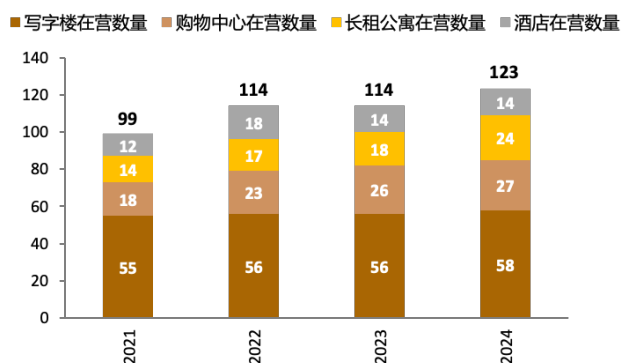
资料来源：公司公告、招商证券

公司商业物业在营面积持续增长，写字楼在营面积占比从六成下降至五成。

2021-2024年，公司商业物业在营面积逐步上升，从2021年的577万平方米增长至2024年的758万平方米，年化复合增速达10%。

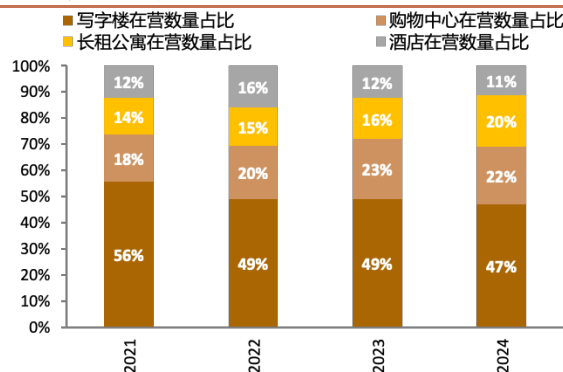
结构上，2021-2024年非写字楼整体在营面积复合增速高于写字楼在营面积复合增速，非写字楼/写字楼在营面积分别从2021年的230万平方米/347万平方米增长至2024年的375万平方米/383万平方米，年化复合增速分别为+18%/+3%。非写字楼业态中，2021-2024年购物中心/长租公寓/酒店在营面积年化复合增速分别约为+15%/+31%/+19%。占比方面，非写字楼在营面积占比从2021年的40%上升至2024年的49%，写字楼在营面积占比从2021年的60%下降至2024年的51%。非写字楼业态中，购物中心和长租公寓在营面积占比分别从2021年的30%/4%上升至2024年的35%/7%，酒店在营面积占比稳定于8%左右。

图 67：中国海外发展商业物业在管数量



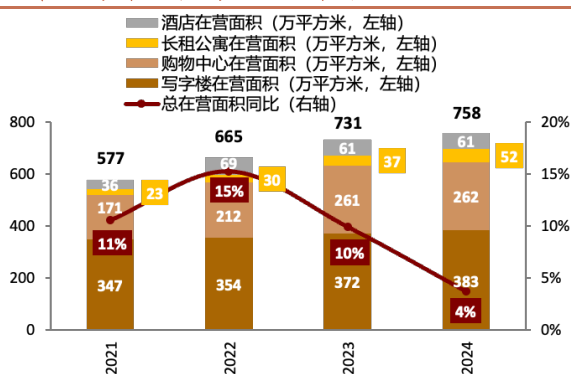
资料来源：公司公告、招商证券

图 68：中国海外发展分业态商业物业在管数量占比



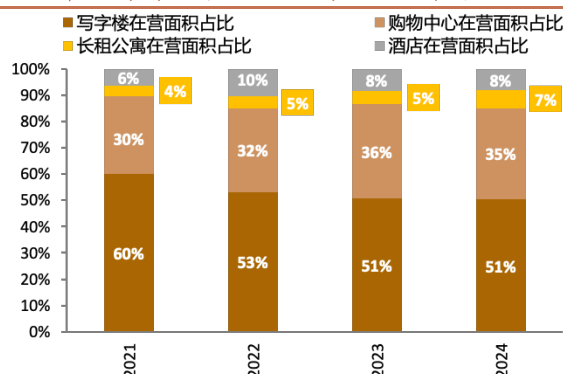
资料来源：公司公告、招商证券

图 69：中国海外发展商业物业在管面积



资料来源：公司公告、招商证券

图 70：中国海外发展分业态商业物业在管面积占比



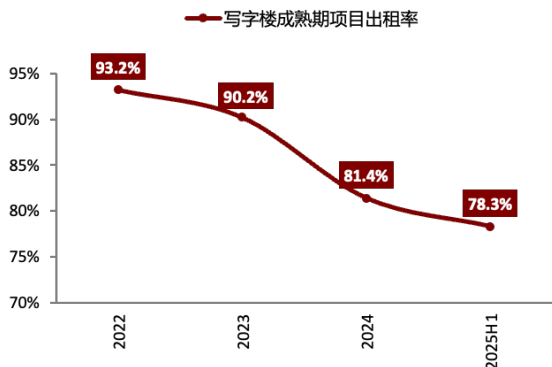
资料来源：公司公告、招商证券

2、经营情况：写字楼成熟期项目出租率呈下降趋势，购物中心成熟期项目出租率维持较高水平

写字楼成熟期项目⁷出租率呈下降趋势。2022 年公司开始披露出租率数据以来，写字楼成熟期项目出租率呈下降趋势，从 2022 年的 93.2% 下降 14.9 PCT 至 2025H1 的 78.3%。利润率方面，2025H1 写字楼成熟期项目经营利润率较 2024 年全年下降 0.1 PCT 至 59.7%。

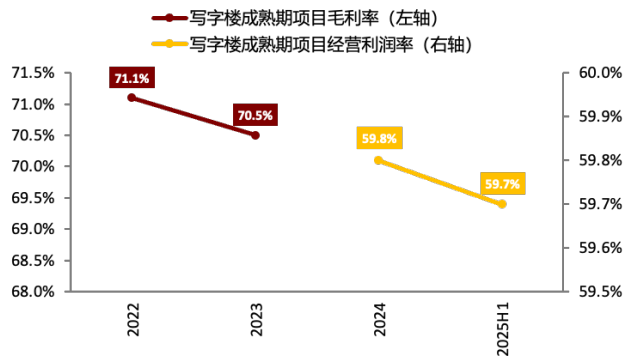
⁷ 根据公司业绩简报会 PPT 披露，成熟期项目为运营 3 年以上项目

图 71: 中国海外发展写字楼成熟期项目出租率



资料来源: 公司公告、招商证券

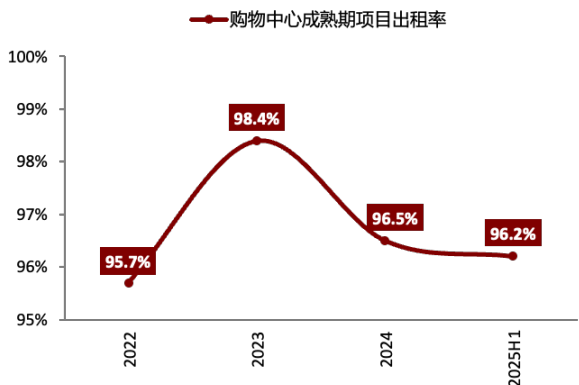
图 72: 中国海外发展写字楼成熟期项目毛利率和经营利润率



资料来源: 公司公告、招商证券

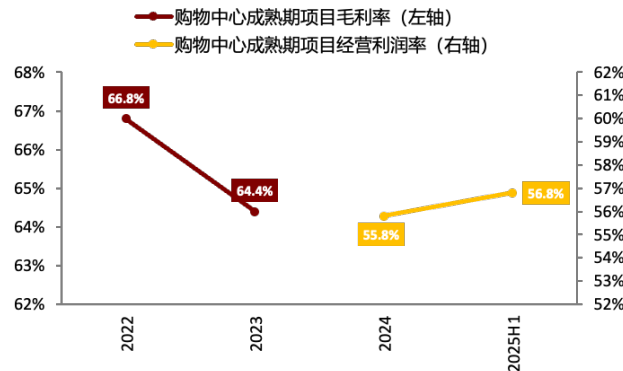
购物中心成熟期项目出租率维持 95% 以上, 同店销售额同比增速逐步下降。出租率方面, 2022 年以来购物中心成熟期项目出租率保持在 95% 以上。利润率方面, 2025H1 购物中心成熟期项目经营利润率较 2024 年全年上升 1.0 PCT 至 56.8%。销售额方面, 2024 年公司购物中心同店销售额同比增速较 2023 年下降 14 PCT 至 +8%, 这一大幅下滑或受 2023 年的高基数影响, 而 2025H1 同店销售额同比增速在 2024 年 +8% 的基础上进一步下降 4 PCT 至 +4%。

图 73: 中国海外发展购物中心成熟期项目出租率



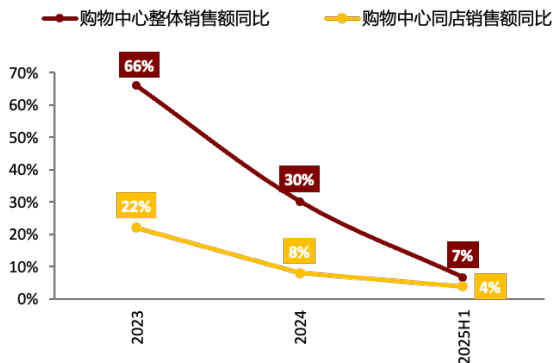
资料来源: 公司公告、招商证券

图 74: 中国海外发展购物中心成熟期项目毛利率和经营利润率



资料来源: 公司简报说明会 PPT、招商证券

图 75: 中国海外发展购物中心整体及同店销售额同比



资料来源: 公司公告、招商证券

3、资产盘活：较高的投资物业账面估值或影响出表利润空间

公司已发行消费基础设施公募 REIT，从架构上打通“收购-改造-提升-退出”循环。2025 年 6 月 25 日，公司发布公告称，拟将其佛山南海映月湖环宇城购物中心项目通过公募 REIT 形式在深交所独立上市，预计募资 13.55 亿元，并认购 20% 基金份额。9 月 30 日，华夏中海商业 REIT 发布的发售公告显示，中国证监会准予基金发售基金份额总额为 3.00 亿份，发售价格为 5.281 元/份，并于 10 月 13 日正式开售。10 月 14 日公告显示，此次发售比例配售前的市场认购总规模为 1593.3 亿元（含战略配售、网下发售和公众发售），为其拟募集规模（15.843 亿元）的 100.5 倍。

根据公司业绩说明会 PPT 披露，中国海外发展于 2020 年收购佛山南海映月湖环宇城购物中心项目，并于 2020-2024 年期间对其进行改造提升，主动调整 75 家品牌，收购后首个完整年出租率提升 15 PCT，收购以来收入年均增长约 24.75%。该项目是公司打通“收购-改造-提升-退出”循环的首次尝试。

表 5：华夏中海商业资产封闭式基础设施证券投资基金基本情况

基金名称	华夏中海商业资产封闭式基础设施证券投资基金	专项计划名称	中信证券-中海商业资产 1 号资产支持专项计划
基础设施项目类型	消费基础设施	原始权益人	中海环宇商业发展（深圳）有限公司
基金管理人	华夏基金管理有限公司	专项计划管理人	中信证券股份有限公司
托管人	中信银行股份有限公司	申报类型	首发
募集金额	15.84 亿人民币	中国海外发展认购比例	20%

资料来源：深圳证券交易所、Wind、招商证券

图 76：中国海外发展“收购-改造-提升-退出”循环

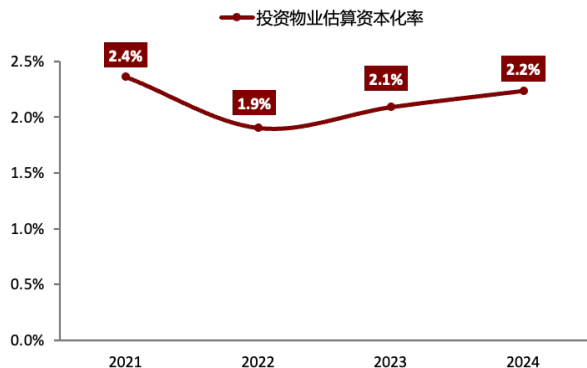


资料来源：公司公告、招商证券

公司投资物业估算资本化率明显低于主要房企平均水平，即投资物业账面估值高于主要房企平均水平，或影响出表利润空间。2021 年以来，中国海外发展投资物业估算资本化率基本稳定于 2.1% 左右。横向对比来看，华润置地/新城控股的投资物业估算资本化率均在 6.0% 左右，龙湖集团投资物业估算资本化率约

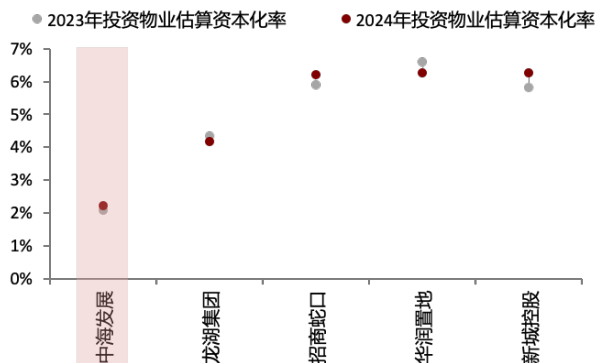
4.3%，除中国海外发展外主要房企平均估算资本化率约为 5.7%，中国海外发展投资物业估算资本化率明显低于主要房企平均水平，即投资物业账面估值高于主要房企平均水平，或影响其投资物业出表的利润空间。

图 77：中国海外发展投资物业估算资本化率



资料来源：公司公告、招商证券

图 78：主要房企投资物业估算资本化率对比情况



资料来源：公司公告、招商证券；

备注：1. 各房企投资物业采用统一 NOI Margin 假设，并仅根据已竣工投资物业估算；

2. 若考虑各房企间 NOI Margin 差异，或放大各房企投资物业估算资本化率差异；

3. 各房企投资物业中的业态结构存在差异，或影响其投资物业市场交易估值

五、其他业务

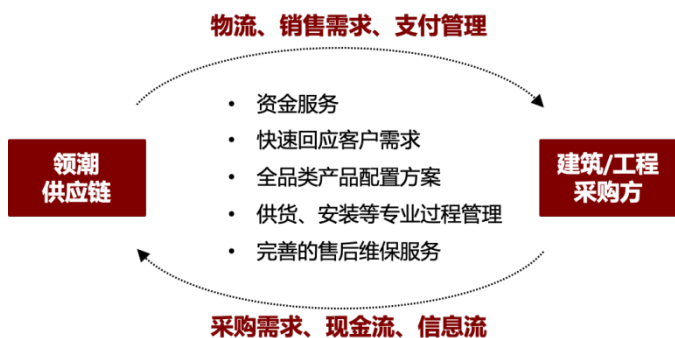
1、物业采购及供应链管理服务

深圳领潮供应链管理有限公司于 2020 年 8 月正式成立，由中国海外发展子公司中海企业发展集团 100% 控股，致力于成为建材行业规模最大的 B2B 第三方线上交易工具平台。经营上，领潮供应链以自营为主，以撮合、联营、品牌运营为辅，整合产业链上下游资源，为客户提供一站式建材供应解决方案。

领潮供应链业务包括三大板块，分别为建材交易、精装加载服务和定制化服务。其中，建材交易包括全品类输出和单品类输出，前者旨在为企业一站式全品类装修解决方案，合作模式包含直接引用、公开招标等多种方式，以满足不同类型企业采购需求，后者旨在满足单品类采购需求；精装加载服务即“中海·臻选+”平台，为业主提供精装修服务；定制化服务包括招标代理服务和咨询服务，前者为提供从单位引入到招标评定的全招标过程管理服务，后者包括招标咨询、技术咨询和专业咨询三种服务。

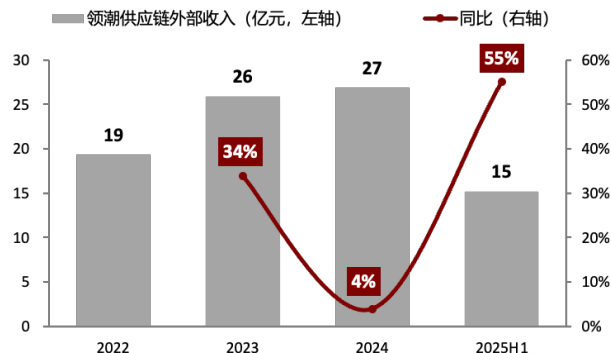
收入贡献方面，2022 年以来领潮供应链外部收入持续增长，从 2022 年的 19 亿增长至 2024 年的 27 亿，年化复合增速约 18%。2025H1 领潮供应链外部收入达 15 亿，同比增长约 55%，占其他业务收入的 89%。

图 79：领潮供应链商业模式



资料来源：公司官网、招商证券

图 80：领潮供应链外部收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

2、建筑及规划设计服务和康养养老产业

建筑及规划设计服务方面，公司全资子公司华艺设计顾问有限公司于 1986 年注册于香港，拥有甲级工程设计资质、甲级城乡规划编制资质、建筑装修装饰工程专业承包壹级资质，于 2023 年被评为“国家级高新技术企业”。主要业务范围包括建筑设计、规划设计、策划及顾问咨询、专项技术设计、EPC 工程总承包和装饰科技设计工程等，定位为全产业链建筑设计综合企业。代表作包括深圳中海前海总部大厦、深圳湾科技生态园、北京大学汇丰商学院等。

康养养老产业方面，公司于 2018 年创立中海锦年康养品牌，依托中海地产全国 60 余个中心城市布局及 450 个高端机构资源开展养老业务。

六、投资建议

1、盈利预测

盈利预测核心假设如下：

1.房地产开发业务：考虑到（1）2024 年公司预售楼款同比增幅较 2023 年扩大 21 PCT 至 22%；（2）2024 年公司全口径销售金额同比增幅较 2023 年收窄 4 PCT 至 1%，2025 年公司全口径销售金额较 2024 年同比转负至-19%；（3）2024 年公司权益拿地金额同比在 2023 年+42%的基础上转负至-43%，2025 年公司权益拿地金额同比较 2024 年转正至+33%，结合拿地、销售以及预售楼款对结算收入的领先作用，假设公司 2025/2026/2027 年房地产开发业务收入同比增速分别为-1.1%/-6.8%/-0.8%。

2.商业物业运营业务：商业物业可按业态分为写字楼、购物中心、长租公寓和酒店。考虑到（1）当前一二线城市写字楼供需关系仍然承压；（2）公司写字楼成熟项目出租率从 2022 年的 93.2%下降至 2024 年 81.4%；（3）公司购物中心成熟项目经营稳健，出租率近三年稳定于 95%以上，2022/2023/2024 年购物中心租金收入同比增速分别为+9%/+40%/+35%；（4）长租公寓开业 6 个月以上项目出租率 94%，2022/2023/2024 年长租公寓租金收入同比增速分别为+100%/+58%/+42%；（5）截至 2024 年，公司有 14 个在营酒店项目，有 5 个在建及待建酒店项目，2022/2023/2024 年酒店经营收入同比增速分别为+4%/+104%/-3%，假设公司 2025/2026/2027 年写字楼租金收入增速分别为-1.5%/-0.8%/+0.5%，购物中心租金收入增速分别为+25.0%/+18.0%/+12.0%，长租公寓租金收入分别为+30.0%/+25.0%/+18.0%，酒店经营收入分别为+5.0%/+5.0%/+5.0%。综上得出公司 2025/2026/2027 年商业物业运营业务收入同比增速预测值分别为+9.0%/+8.0%/+6.6%。

3.其他业务：其他业务主要包括物资采购和供应链服务、建筑及规划设计服务以及康养养老产业等收入。综合考虑相关业务历史收入增速以及房地产市场下行对供应链业务的潜在影响，假设公司 2025/2026/2027 年其他业务收入同比增速分别为+10.0%/+5.0%/+5.0%。

4.毛利率：考虑到（1）二手房价格仍处于下行阶段，而新房供需关系或较二手房更早出现改善；（2）公司 2022 年后拿地项目估算利润率有所改善；（3）各年份的现房销售或对当期结算毛利率形成拖累等，2025/2026/2027 年毛利率分别为 15.4%/14.8%/14.4%。

盈利预测结果如下：

综合上述因素，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入增速分别为-0.5%/-5.9%/-0.3%，净利润增速分别为-16.2%/-13.1%/-5.5%，对应 2025/2026/2027 年 EPS 分别为 1.20/1.04/0.98 元。

表 6: 盈利预测结果

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,025	1,852	1,842	1,733	1,727
同比 (%)	12%	-9%	-1%	-6%	0%
房地产开发业务收入 (亿元)	1,929	1,747	1,728	1,610	1,598
同比 (%)	11%	-9%	-1%	-7%	-1%
商业物业运营业务收入 (亿元)	64	71	78	84	89
同比 (%)	21%	12%	9%	8%	7%
其他业务收入 (亿元)	33	33	36	38	40
同比 (%)	509%	1%	10%	5%	5%
毛利率 (%)	20%	18%	15%	15%	14%
毛利 (亿元)	412	328	284	256	249
同比 (%)	10%	-39%	-13%	-10%	-3%
税前利润 (亿元)	411	264	230	204	194
同比 (%)	14%	-36%	-13%	-12%	-5%
归母净利润 (亿元)	256	156	131	114	108
同比 (%)	10%	-39%	-16%	-13%	-5%
EPS (元/股)	2.34	1.43	1.20	1.04	0.98

资料来源: 公司公告、招商证券

2、投资建议

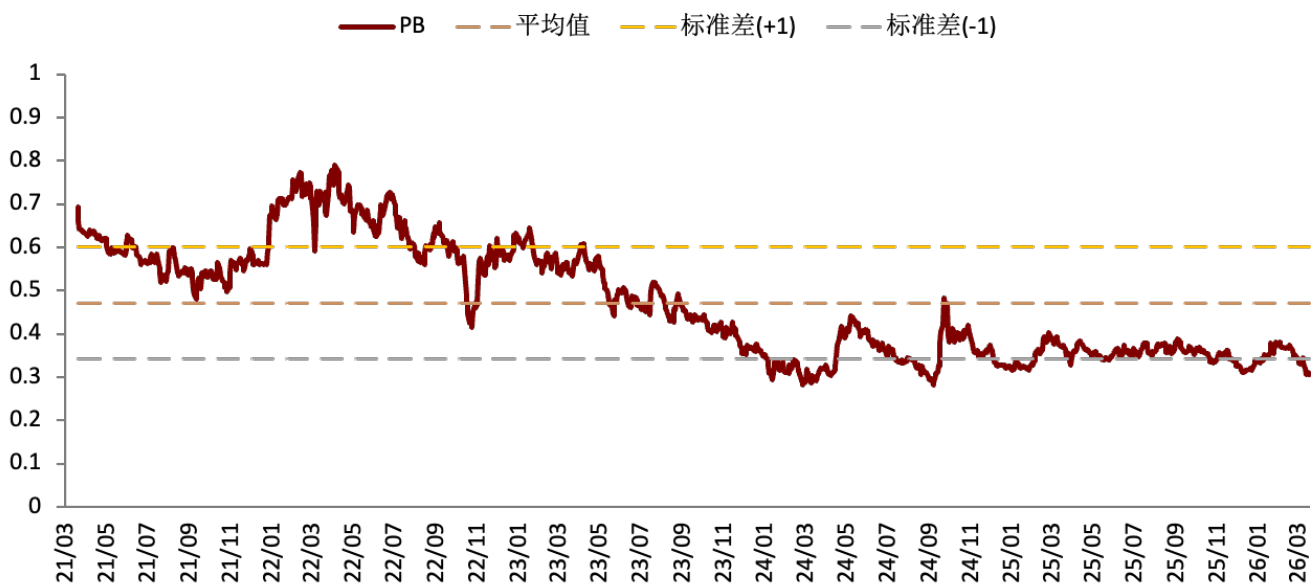
基于前文所述，公司经营层面要点如下：

(1) 房地产开发业务方面，受 2024 年拿地力度下降和早期大部分核心项目充分去化影响，2025 年中国海外发展销售金额同比表现弱于全国水平，2025 年中海系列全口径销售金额保持行业第二，权益销售金额保持行业第一，或可印证公司较高的权益比；公司拿地节奏呈现顺周期特征，或体现公司稳健的经营风格，能级结构上，公司土地投资长期集中一二线城市，近十年一线城市投资占比有所提升，同时据披露，公司 2023 年开始几乎无三四线城市投资，横向对比公司一线城市投资占比处于主要房企较高水平，拿地质量方面，2021 年房价高点过后拿地项目估算净利率较之前有所上升，但相较行业“超额收益”略有下降。

(2) 商业物业收入持续增长，结构上写字楼收入占比从七成下降至五成，非写字楼业态中长租公寓近年来收入增速较高；写字楼成熟期项目出租率呈下降趋势，购物中心成熟期项目出租率维持较高水平；较高的投资物业账面估值或影响出表利润空间。

当前公司 PB(MRQ)为 0.31 倍，处于近 5 年来均值向下 1 倍标准差位置，接近 2024 年“5.17”和“9.24”两轮股价反弹前的估值水平。考虑到 a. 后续新房供需关系或较二手房更早出现改善；b. 公司作为以房地产开发为主业的头部央企，或受益于未来行业竞争格局改善；c. 若后续市场在基本面催化下，产生房地产政策进一步边际放松的预期，市场或提前交易至终局（房价见底），公司或是典型受益标的；d. 公司 2024 年 5 月及 9 月两轮估值分别反弹至约 0.44 倍和 0.48 倍；e. 随房价下行行业中各房企或均有不同程度的潜在减值压力；f. 投资物业账面价值与市场交易估值间或有一定差异；综上，若行业催化因素带动估值修复，公司估值第一阶段或可修复至 2026 年 0.4-0.45 倍 PB，对应市值 1580-1778 亿元人民币，每股 14.44-15.88 元/股（16.35-17.99 港元/股），给予“增持”评级。

图 81：中国海外发展 PB



资料来源：公司公告、招商证券

七、风险提示

(1) 拿地质量不及预期: 若公司拿地质量不及预期, 或对库存去化速度以及利润率造成影响;

(2) 销售表现不及预期: 若公司销售表现不及预期, 或对结算金额以及总营业收入造成影响;

(3) 政策改善不及预期: 若政策改善不及市场预期, 或使得房地产市场供需关系改善以及资产价格改善不及预期, 对公司销售金额以及利润率造成影响;

(4) 行业供需关系改善不及预期: 若房地产行业市场供需关系改善不及预期, 或使资产价格改善不及预期, 对公司销售金额以及利润率造成影响;

(5) 存货减值超预期: 房价下行背景下, 若公司减值超预期, 或使得业绩不及预期;

(6) 写字楼出租率不及预期: 写字楼供大于求背景下, 若公司写字楼出租率不及预期, 或使得写字楼租金收入不及预期;

(7) 消费增长不及预期: 若居民消费增长不及预期, 或使得公司购物中心零售额和租金收入等不及预期;

等

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	654652	639184	648433	636784	637947
现金及现金等价物	105344	123892	120168	121826	137211
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	4611	2875	2903	2932	2962
应收账款及票据	4008	1590	1582	1488	1483
其它应收款	43164	47223	46981	44189	44051
存货	487641	454274	467517	457617	443537
其他流动资产	9883	9330	9282	8730	8703
非流动资产	268952	269450	274710	279700	284841
长期投资	241180	239882	244992	249892	254890
固定资产	4903	4776	4670	4561	4473
无形资产	2057	2581	2615	2590	2594
其他	20812	22211	22433	22657	22884
资产总计	923604	908634	923143	916484	922787
流动负债	285701	265232	281051	268756	269440
应付账款	88628	53803	62336	59047	59138
应交税金	30867	23863	28000	28000	28000
短期借款	23150	17492	16792	16960	17300
其他	143056	170073	173923	164749	165002
长期负债	244992	241573	231210	227452	223779
长期借款	216696	212974	202325	198279	194313
其他	28296	28599	28885	29174	29465
负债合计	530692	506804	512261	496209	493219
股本	74035	74035	74035	74035	74035
储备	298982	306576	313554	321014	328367
少数股东权益	19894	21219	23293	25226	27167
归属于母公司所有者权益	373018	380611	387589	395049	402402
负债及权益合计	923604	908634	923143	916484	922787

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35279	46454	17665	13296	26335
净利润	25610	15636	13107	11392	10771
折旧与摊销	405	460	453	443	433
营运资本变动	17914	37742	3574	874	14595
其他非现金调整	(8650)	(7384)	530	586	536
投资活动现金流	(4771)	1842	(3269)	(3170)	(3235)
资本性支出	(205)	(198)	(388)	(375)	(382)
出售资产获得的现金	51	30	41	41	37
投资增减	10467	8318	5172	4904	5031
其它	953	2144	2251	2069	2141
筹资活动现金流	(35018)	(29797)	(18121)	(8467)	(7716)
债务增减	(15693)	(17624)	(11348)	(3879)	(3626)
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	7566	7498	6129	3932	3418
其它筹资	(11760)	(4675)	(643)	(656)	(672)
其它调整	(15131)	(14996)	(12258)	(7864)	(6835)
现金净增加额	(4365)	18548	(3725)	1659	15384

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	202524	185154	184207	173261	172717
主营业务收入	202524	185154	184207	173261	172717
营业成本	161371	152389	155839	147618	147846
毛利	41153	32765	28368	25643	24871
营业支出	6876	6813	6871	6636	6874
营业利润	34277	25951	21497	19007	17997
利息支出	1032	935	929	945	964
利息收入	0	0	1220	1210	1295
权益性投资损益	1627	649	584	555	555
其他非经营性损益	6249	743	669	528	518
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	41120	26408	23041	20355	19401
所得税	14074	8621	7860	7029	6690
少数股东损益	1437	2152	2074	1934	1940
归属普通股股东净利润	25610	15636	13107	11392	10771
EPS(元)	2.34	1.43	1.20	1.04	0.98

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	12%	-9%	-1%	-6%	-0%
营业利润	8%	-24%	-17%	-12%	-5%
净利润	10%	-39%	-16.2%	-13.1%	-5.5%
获利能力					
毛利率	20.3%	17.7%	15.4%	14.8%	14.4%
净利率	12.6%	8.4%	7.1%	6.6%	6.2%
ROE	6.9%	4.1%	3.4%	2.9%	2.7%
ROIC	4.3%	2.9%	2.5%	2.2%	2.0%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	55.8%	55.5%	54.1%	53.4%
净负债比率	26.0%	25.4%	23.7%	23.5%	22.9%
流动比率	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.3	3.9	3.8	3.7	3.8
应付账款周转率	1.9	2.1	2.7	2.4	2.5
每股资料(元)					
每股收益	2.34	1.43	1.20	1.04	0.98
每股经营现金	3.22	4.24	1.61	1.21	2.41
每股净资产	34.08	34.78	35.41	36.09	36.77
每股股利	0.71	0.56	0.36	0.31	0.30
估值比率					
PE	4.4	7.2	8.6	9.9	10.5
PB	0.30	0.30	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA	13.1	20.1	22.9	25.7	26.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。