

## 房地产

2026年05月12日

# 中国海外宏洋集团 (00081)

## ——下沉市场品质标杆，差异竞争优势显著

报告原因：首次覆盖

**买入** (首次评级)

市场数据：2026年05月12日

收盘价(港币)	3.14
恒生中国企业指数	8882.37
52周最高/最低(港币)	3.35/1.63
H股市值(亿港元)	111.76
流通H股(百万股)	3,559.37
汇率(港币/人民币)	0.8739

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

### 相关研究

《核心城市引领止跌回稳，龙头房企先行弹性十足——日美房地产止跌回稳路径复盘》 2026/03/24

《【申万房地产】房地产2026年春季投资策略：核心城市先行，龙头弹性十足》 2026/03/18

《聚合消费最强音，价值重估新篇章——商业地产系列报告之二：购物中心价值重估》 2025/12/05

### 证券分析师

袁豪 A0230520120001  
yuanhao@swsresearch.com  
顾铮 A0230525120002  
guzheng@swsresearch.com

### 联系人

顾铮 A0230525120002  
guzheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 中海宏洋打造下沉市场品质标杆，与中海外差异竞争、但相互协同。**中国海外宏洋集团有限公司(0081.HK)为中国海外发展有限公司(0688.HK)兄弟单位，二者同属中国海外集团体系，共用“中海地产”品牌，并在项目开发上相互协同，资源共享。公司前身为1955年翁祐家族创立的蚬壳电器工业(集团)有限公司，2010年被中国海外发展收购并更名，正式纳入中海体系。发展历程上，公司2009年前以电器业务为主并初步涉足地产，2010至2019年完成转型聚焦房地产开发，与侧重一二线高端住宅的中国海外发展形成差异化，主攻三四线下沉市场的中高端住宅。2022年之后公司逐步降低拿地强度，着眼于优化在手优质资产浓度。2013-2025年，公司销售CAGR为+5.4%，营收CAGR+9.4%。
- 公司聚焦下沉市场业务，拿地重归积极，土储和销售结构逐步优化。**公司主要聚焦于弱二线、强三线城市的业务开发，例如兰州、合肥、南通等下沉市场核心地段，凭借“中海地产”品牌信任度及领先的产品力，市占率均位居当地市场前列。随着主流房企逐步退出下沉市场，并将战略重心转移至核心一二线城市，下沉市场竞争环境显著改善，公司有望进一步提升市占率，下沉市场供需关系进一步向公司倾斜。2021-2025年，公司拿地强度(总价及建面)逐步降低，重心转移至在手存量土储的去化，销售和结算中新老货的占比逐年改善，整体土储结构持续优化。公司整体销售金额自21年后逐步下降，主要是受拿地强度下降所致，但随着公司25年逆势拿地，未来公司销售金额有望筑底回升。土地权益比为86%，自21年减少拿地强度后逐步提升，未来营收得到保障。
- 25年业绩仍下降，但毛利率回升，减值相对充分，业绩有望逐步修复。**2025年公司营业收入368.7亿元，同比-19.7%；2025年归母净利润3.1亿元，同比-68%；2025年毛利率为9%，较2024年+1pct。随着在手土储结构的逐步优化，公司毛利率有望筑底回升。同时，考虑到近期中央多次要求“稳定房地产市场”，北上深连续接力放松限购政策，政策面更趋积极，叠加公司累计减值已经较多，后续减值的进一步减少也会助力业绩修复。负债端，公司整体有息负债规模389.1亿元，同比-2%；公司整体融资成本为3.4%，较上一年度-0.7pct，两项指标自2022年以来均持续降低，整体保持在可控区间；融资成本的不断下降更助力公司的后续发展，同时保证公司在下沉市场竞争的利润空间。
- 投资分析意见：首次覆盖，目标价5.02元人民币，并给予“买入”评级。**中国海外宏洋集团布局中国内地“弱二线+强三线”城市，锚定中高端产品开发，竞争差异化。随着头部房企战略转移、聚焦于核心城市，公司在下沉市场竞争中优势地位日趋显著。我们认为，随着核心城市有望率先止跌回稳，同时公司于2025年逆势积极拿地，这部分销售未来逐步进入结算，有望助推公司估值进一步提升。预计公司2026-28年归母净利润3.5、4.5、5.8亿元，同比+15.9%、+28.1%、+27.2%。首次覆盖，目标价5.02元人民币，并给予“买入”评级。
- 风险提示：政策支持不及预期；销售回款不及预期；市场回暖不及预期。**

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	45895.3	36874.4	33248.9	31621.6	30076.4
同比增长率(%)	(18.6)	(19.7)	(9.8)	(4.9)	(4.9)
归属普通股股东净利润	954.1	304.7	353.1	452.3	575.1
同比增长率(%)	(58.5)	(68.1)	15.9	28.1	27.2
每股收益(元/股)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
毛利率(%)	8.4	8.7	9.0	10.0	10.0
市盈率	8	25	21	17	13
EV/EBITDA	11	17	12	6	5

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元(人民币)

## 投资案件

### 投资评级与估值

中国海外宏洋集团布局中国内地“弱二线+强三线”城市，锚定中高端产品开发，竞争差异化。随着头部房企战略转移、聚焦于核心城市，公司在下沉市场竞争中优势地位日趋显著。我们认为，随着核心城市有望率先止跌回稳，同时公司于2025年逆市积极拿地，这部分销售未来逐步进入结算，有望助推公司估值进一步提升。预计公司2026-28年归母净利润3.5、4.5、5.8亿元，同比+15.9%、+28.1%、+27.2%。首次覆盖，目标价5.02元人民币，并给予“买入”评级。

### 关键假设点

- 1) 预计2026-2028年公司物业开发营收增速-10%、-10%、3%；
- 2) 预计2026-2028年公司商业运营及物业租赁营收增速维持在2%。
- 3) 预计2026-2028年公司毛利率9%、10%、10%。

### 有别于大众的认识

中国海外宏洋集团是唯一一家布局弱二线、强三线城市的全国性央企，短期受到行业景气度影响，营收存在一定的下行压力，但是公司持续优化在手土储结构，严守“主流城市、主流地段、主流产品”原则，公司营收、利润率有望企稳回升。同时，公司整体成本精准把控，加权平均融资成本逐步下降，未来经营逐步稳定改善。

### 股价表现的催化剂

- 1) 核心城市接力出台支持政策，有望带动能级较低的城市陆续跟进。
- 2) 核心城市有望率先止跌回稳，并逐步传导至下沉市场；

### 核心假设风险

政策支持不及预期；销售回款不及预期；市场回暖不及预期。

# 目录

<b>1. 中国海外集团旗下专注下沉市场住宅开发品牌</b>	<b>7</b>
1.1 发展历程：借壳上市，专注内地下沉市场	7
1.2 主营业务：聚焦住宅开发，辅以商业物业运营	8
1.3 股权结构：中海品牌助力，央企背景加持	8
1.4 管理人员：行业经验丰富，成本把控严谨	9
<b>2. 锚定二三线下沉市场，差异化布局、土储优化</b>	<b>11</b>
2.1 地产开发业务为主导，毛利率筑底小幅回升	11
2.2 销售保持稳定，下沉市场逆势布局	11
2.3 在手土地储备持续优化，住宅去化率领先	18
<b>3. 商业物业稳中有进，多元化布局分散风险</b>	<b>23</b>
3.1 营收逐步提升，增厚收益	23
3.2 商业业态着重辐射周边居住业态，满足刚需消费	23
<b>4. 毛利率回升、减值相对充分，业绩有望逐步修复</b>	<b>26</b>
4.1 营收、利润端阶段性承压，利润率有望触底回升	26
4.2 财务保持稳健，债务规模整体可控	27
4.3 融资成本持续下降，利润空间更有保障	29
<b>5. 盈利预测：预计毛利率回升、减值减少，推动业绩修复</b>	<b>31</b>
<b>6. 投资分析意见：首次覆盖，并给予“买入”评级</b>	<b>32</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>33</b>
<b>8. 附表</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司营业收入及同比 .....	8
图 3：公司营收结构.....	8
图 4：公司股权结构.....	8
图 5：公司地产开发业务占主导地位 .....	11
图 6：毛利率呈筑底回升态势 .....	11
图 7：公司 2017-2025 合约销售金额及同比 .....	12
图 8：公司 2017-2025 合约销售面积及同比 .....	12
图 9：公司 2017-2025 合约销售均价及同比 .....	12
图 10：公司打造优质产品，建造精益好房子 .....	13
图 11：公司 2018-2025 权益合约销售金额排名 .....	13
图 12：公司 2021-2025 销售排名第一及前三城市数量 .....	13
图 13：2026 年 4 月全国部分主流城市土地/房价比 .....	15
图 14：公司及合肥主流房企 25 年新开盘网签进度 .....	16
图 15：公司及合肥主流房企 25 年新开盘去化周期 .....	16
图 16：公司及南通主流房企新房整体去化率 .....	16
图 17：公司及南通主流房企新开盘平均去化周期 .....	16
图 18：公司及兰州主流房企新房整体去化率 .....	16
图 19：公司及兰州主流房企新开盘平均去化周期 .....	16
图 20：公司及盐城主流房企新房整体去化率 .....	17
图 21：公司及盐城主流房企新开盘平均去化周期 .....	17
图 22：公司 2025 年合肥销售金额市占率 .....	17
图 23：公司 2025 年南通销售金额市占率 .....	18
图 24：兰州 2025 年总价 200-500 万元住宅成交情况 .....	18
图 25：兰州 2025 年总价 500 万元+住宅成交情况 .....	18
图 26：公司 2020-2025 土地储备 .....	19
图 27：公司 2021-2025 各区域土地布局比例 .....	19
图 28：公司 2025 年末土地储备权益比例 .....	20
图：公司 - 年各城市拿地权益面积占当年拿地总权益面积比重.....	

图 30: 公司 2017-2025 拿地总价及同比.....	21
图 31: 公司 2017-2025 拿地建面及同比.....	21
图 32: 公司 2017-2025 拿地金额/销售金额.....	21
图 33: 公司 2017-2025 土地权益比.....	22
图 34: 公司 2013-2025 商业管理及物业租赁收入及同比 .....	23
图 35: 广东省惠州市中海环宇天地各时段场景 .....	24
图 36: 广东省惠州市中海环宇天地各时段客流量 .....	25
图 37: 2025 年 Q1 广东省惠州市头部商场出租率.....	25
图 38: 公司 2013-2025 营收及同比.....	26
图 39: 公司 2013-2025 归母净利润及同比 .....	26
图 40: 公司 2013-2025 毛利润及同比 .....	26
图 41: 公司 2013-2025 毛利率和净利率.....	26
图 42: 公司 2017-2025 有息负债及同比.....	27
图 43: 公司 2019-2025 货币资金及同比.....	27
图 44: 公司 2025 债务规模及到期时限.....	27
图 45: 公司 2017-2025 扣预资产负债率.....	27
图 46: 公司 2017-2025 净负债率 .....	28
图 47: 公司 2017-2025 现金短债比.....	28
图 48: 公司 2017-2025 三项费用率.....	28
图 49: 公司 2017-2025 年销售金额/有息负债 .....	28
图 50: 2025 年头部房企 ROE.....	29
图 51: 2025 年头部房企周转率 .....	29
图 52: 2025 年头部房企毛利率 .....	29
图 53: 2025 年头部房企资产负债率 .....	29
图 54: 公司 2017-2025 融资成本 .....	30
表 1: 公司与中国海外发展对比.....	9
表 2: 公司管理层.....	9
表 3: 公司 2025 年按城市合约销售明细.....	13
表 4: 2025 年度公司新增项目分布区域 .....	20
表 5: 2019-2025H1 房地产企业信用及资产减值损失 .....	22

表 6: 截至 2025 年末公司部分投资性持有物业明细 .....	23
表 7: 中国海外宏洋集团 2026-2028E 盈利预测.....	31
表 8: 可比公司 PB 估值.....	32
合并利润表 .....	34
合并资产负债表 .....	34
合并现金流量表 .....	34

# 1. 中国海外集团旗下专注下沉市场住宅开发品牌

中国海外宏洋集团有限公司（以下简称“中海宏洋”、“公司”）（0081.HK）是中国海外发展有限公司（0688.HK）的兄弟单位。中国海外发展是央企中国海外集团有限公司的核心企业，成立于1979年，上市于1992年。2010年，中国海外发展收购蚬壳电器工业（集团）有限公司并将其正式更名为中国海外宏洋集团有限公司。

## 1.1 发展历程：借壳上市，专注内地下沉市场

### （1）初创与成长期（1955年-2009年）

公司前身为1955年由翁祐家族创立的蚬壳电器工业（集团）有限公司，主营电器产品；蚬壳电器工业于1984年成功登陆香港联交所、2005年收购中国光大地产70%股权，正式进军中国内地房地产市场。

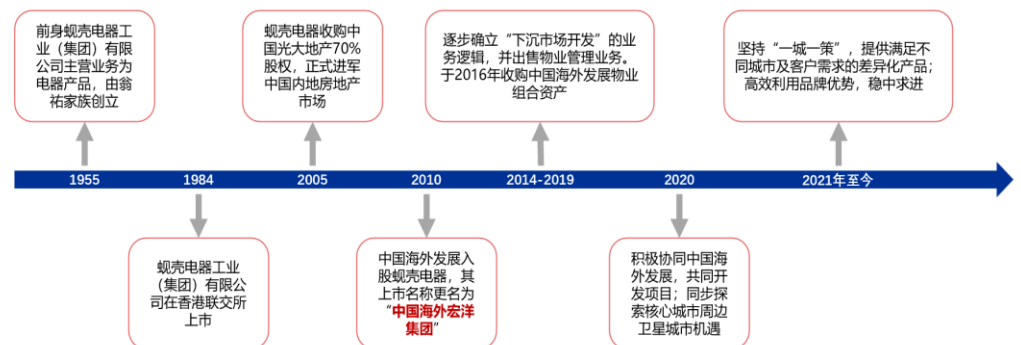
### （2）扩张与探索期（2010年-2022年）

2010年中国海外发展有限公司入股蚬壳电器，其上市名称正式更改为“中国海外宏洋发展集团”，成为中国海外集团体系的成员之一，主要聚焦房地产开发业务。中国海外发展为公司的兄弟企业，双方均属于“中国海外系列”，共用“中海地产”品牌。但双方开发侧重点各不相同：中国海外发展聚焦内地核心一二线城市，打造高端住宅；而中海宏洋则专注于下沉市场住宅开发，即以三四线城市为主导的中高端住宅开发。

### （3）提质增效期（2022年-至今）

公司围绕核心城市周边卫星地区开发优质项目，同时积极协同中国海外发展，共同开发项目。公司在落地城市坚持“一城一策”的法则，即提供满足不同城市及客户需求的差异化产品，逐步巩固其在区域内、中海体系中专注下沉市场的地位。2022年后，公司逐步减少拿地强度，意在去化库存旧货、优化在手土储结构，提升在手优质资产浓度。

图 1：公司发展历程

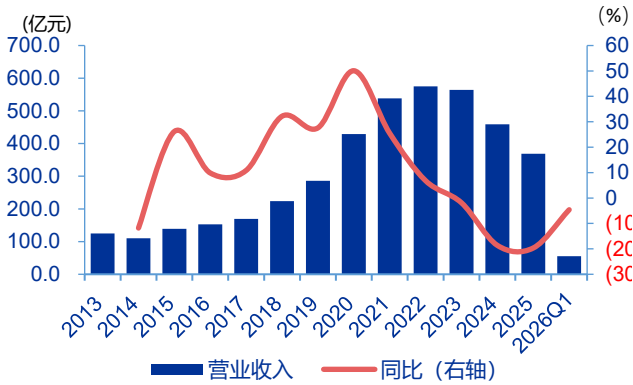


资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 主营业务：聚焦住宅开发，辅以商业物业运营

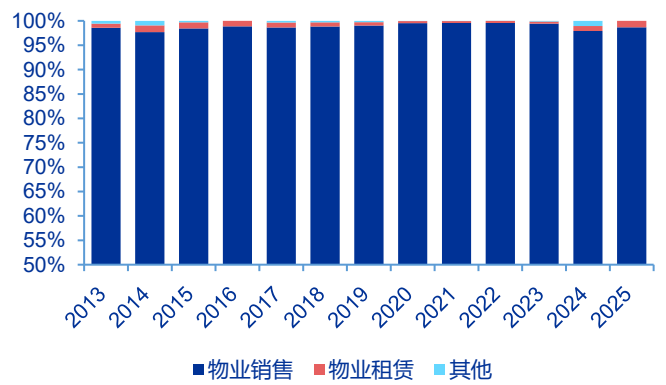
公司主营业务以房地产开发为核心，商业运营为辅助，2025 年房地产开发收入占比 98.7%，商业物业运营收入占比 0.8%；2025 年公司实现营业收入 368.7 亿元，同比-19.7%；归母净利润 3.1 亿元，同比-68%。2026 年 Q1 实现营收 55.2 亿元，同比-4.6%；归母净利润 3.2 亿元，同比-19.6%。受整体地产市场影响，公司营收出现一定程度的下滑，但毛利率实现了筑底回升：2025 年度公司毛利率为 9%，较 2024 年度+1pct。

图 2：公司营业收入及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司营收结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.3 股权结构：中海品牌助力，央企背景加持

公司的股权结构清晰，体现出“中海品牌力”与“央企控股”的雄厚背景。截至 2025 年，中国海外发展集团通过中国海外发展 (0688.HK) 间接持股公司，持股比例为 39.63%，为公司控股股东。公司董事翁国基来自于公司前身贝壳电器工业 (集团) 创始人翁祐家族，直接和间接持股比例为 13.05%，为除公司控股股东外持股比例最高的个人股东。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**公司与中国海外发展同属中国海外体系，差异化布局。**中国海外发展主要聚焦于一二线城市核心城市的核心地段，定位为改善型的高端住宅；而公司则锚定以弱二线、强三线及核心城市周边卫星城市为主的城市群体，产品面向刚需、刚需偏改善的客户群体，是中国海外体系中专注于下沉市场的地产开发主体。公司与中国海外发展共享“中海地产”品牌，在项目开发上相互协同，资源共享。

**表 1：公司与中国海外发展对比**

名称	中国海外发展	中国海外宏洋
城市定位	核心一二线城市	弱二线、强三线及核心城市周边卫星城
产品定位	高端改善型	刚需、刚需偏改善
主要布局城市	北京、上海、深圳、南京等	南通、合肥、扬州、泰州、常州、镇江、兰州等

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

## 1.4 管理人员：行业经验丰富，成本把控严谨

**公司董事及高级管理层结构完善，在行业、成本管控方面经验丰富。**主席庄勇先生为高级工程师，具有建筑与土木工程硕士背景，拥有 24 年以上地产开发及企业管理经验；行政总裁杨林先生为高级经济师，深耕行业 29 年以上；周汉成先生兼任副总裁、首席合规官及总法律顾问，曾任中建国际财务总监，具 33 年以上财务与治理经验，同时也是 ACCA 资深会员及香港会计师公会会员。依托深耕行业多年的经验，确保公司实现精准的成本把控，同时凭借“中海外体系”及品牌优势，高效拓展下沉市场业务。

**表 2：公司管理层**

姓名	职位	从业经验
庄勇	董事局主席； 执行董事； 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；拥有 24 年以上房地产开发与企业管理经验；现任本公司主席、执行董事、提名委员会成员，并任集团若干附属公司董事。
杨林	执行董事； 行政总裁	持有工商管理硕士学位，为高级经济师；拥有 29 年以上房地产开发与企业管理经验；现任本公司执行董事、行政总裁，并任集团若干附属公司董事。
周汉成	执行董事； 副总裁； 首席合规官；	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（ACCA）资深会员及香港会计师公会会员；拥有 33 年以上财务管理与企业管理经验；现任公司执行董事、副

姓名	职位	从业经验
	总法律顾问	总裁、首席合规官、总法律顾问，并任集团若干附属公司董事。
翁国基	董事局副主席； 非执行董事； 薪酬委员会成员	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；拥有 40 年以上跨中、港、美的制造、零售、交通运输、半导体及计算机软硬件等业务管理经验，并拥有 40 年以上多地房地产投资与发展经验；现任公司副主席、非执行董事、薪酬委员会成员。
刘萍	非执行董事； 提名委员会成员	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非执业会员；拥有 28 年以上企业财务与会计管理经验；现任公司非执行董事、提名委员会成员。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

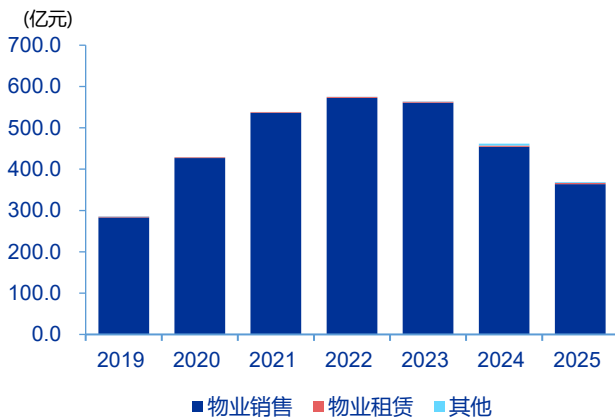
## 2. 锚定二三线下沉市场，差异化布局、土储优化

受宏观及市场环境的影响，头部主流房企纷纷寻求将布局方向转移至核心一二线城市，能级较低的二三线城市竞争格局有望持续改善。公司依托“中海外体系”的品牌信任度以及兄弟单位中国海外发展在核心城市的高知名度，在下沉市场市占率有望进一步提升。

### 2.1 地产开发业务为主导，毛利率筑底小幅回升

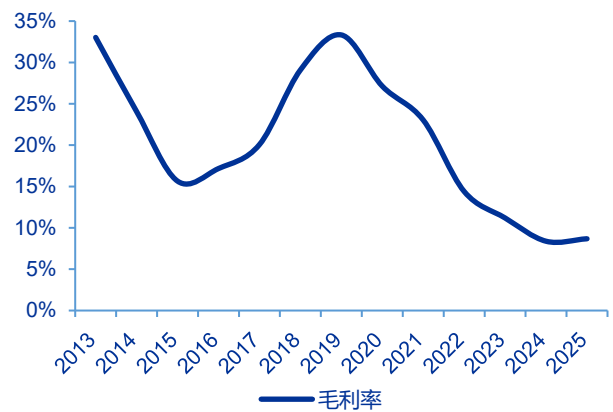
公司目前地产开发业务占主导地位，比重为 98.7%。截至 2025 年，地产开发业务营收 363.8 亿元，同比下降约 20%；受行业基本面因素影响，2024-2025 年度公司毛利率分别为 8%、9%，呈筑底回升态势。

图 5：公司地产开发业务占主导地位



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：毛利率呈筑底回升态势

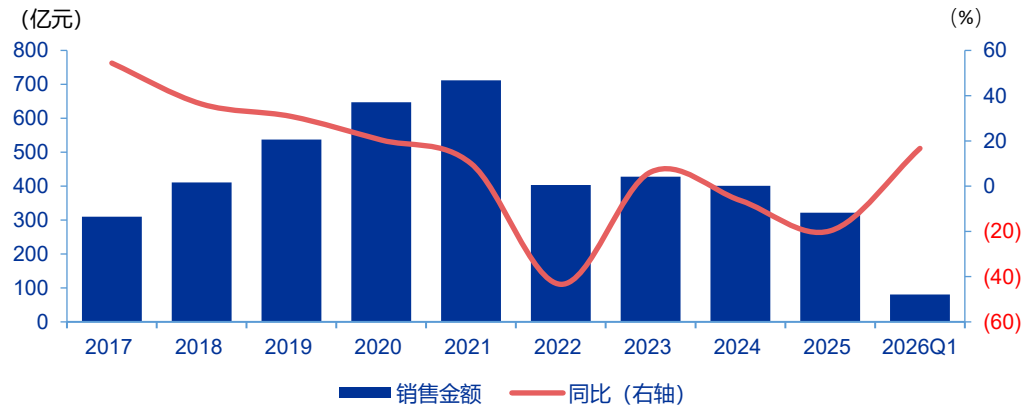


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.2 销售保持稳定，下沉市场逆势布局

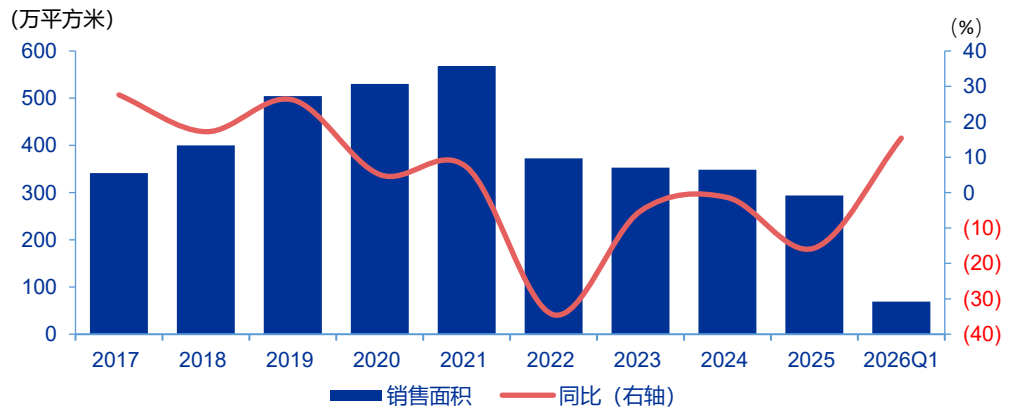
公司整体布局以弱二线、强三线城市为主，且控制单一城市拿地占比，把控宏观、区域风险。2025 年全年合约销售金额 321.9 亿元，同比-19.8%，远优于布局城市整体 34% 的平均降幅；另外，根据克而瑞统计数据，全国 TOP50 房企 2025 年度全年累计销售金额同比-22.4%，降幅也是深于公司；实现合约销售面积 293.8 万平方米，同比-15.7%，优于克而瑞公布的 TOP50 房企 2025 年度全年累计销售面积同比-27.7% 的降幅。实现合约销售均价 10,955 元/平方米，同比-5.1%。2026 年 Q1 合约销售金额 80.91 亿元，同比+16.7%；合约销售面积 69.01 万方，同比+15.4%，均领先克而瑞统计的全国 TOP50 房企 2026 年 1-3 月累计销售金额及面积的同比，分别为-27.2%和-28.1%。

图 7：公司 2017-2026Q1 合约销售金额及同比



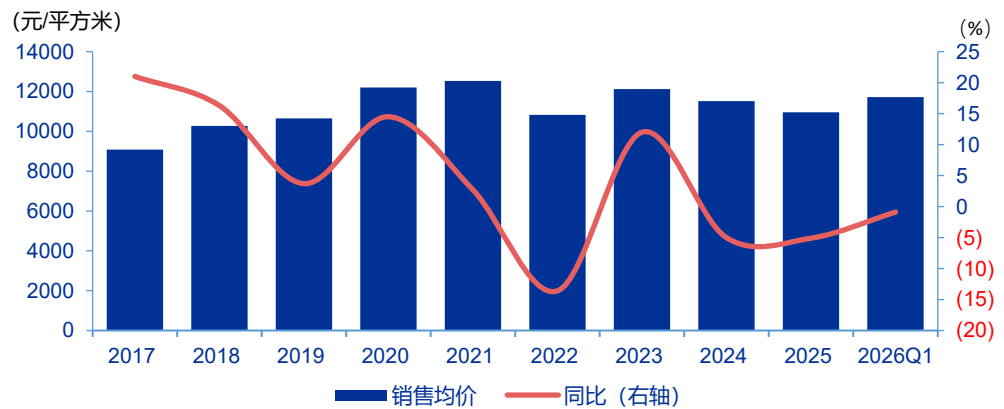
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 8：公司 2017-2026Q1 合约销售面积及同比



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 9：公司 2017-2026Q1 合约销售均价及同比



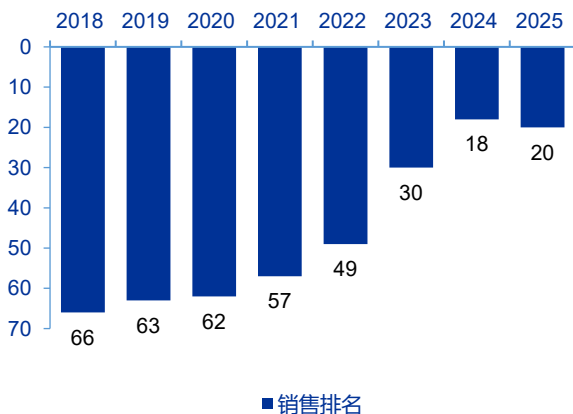
资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司坚定下沉布局，市占率位居前列。2025 年度共布局 33 座城市，其中 21 个城市的销售金额位列当地前三名，兰州、赣州、泰州等 7 个城市排名第一；权益合约销售金额排

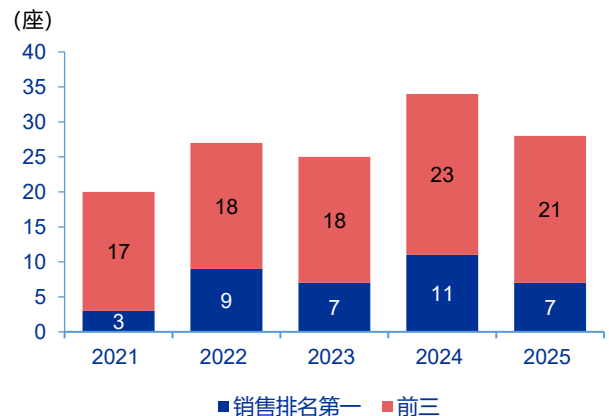
名位居全国第 20，名次逐年上升。2025 年，公司新开盘实现 50% 的平均去化率，其中安徽合肥悦府、兰州未来之境、扬州九樾院子等项目分别实现 89%、93% 及 86% 的去化率。2022 年及之后拿地项目兑现精准投资，实现 75% 的平均去化率、19% 毛利率以及 74% 的 IRR，其中合肥悦府、徐州黄龙云骑、赣州天樾等 24 年三季度所拓项目去化率均超 9 成，毛利率分别录得 17%、26% 及 34%，IRR 录得 284%、264% 及 718%。这体现出产品的市场认可度与“销售去化速度紧跟推盘速度”的健康循环模式。

**图 10：公司打造优质产品，建造精益好房子**


资料来源：公司官网，申万宏源研究

**图 11：公司 2018-2025 权益合约销售金额排名**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 12：公司 2021-2025 销售排名第一及前三城市数量**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 3：公司 2025 年按城市合约销售明细**

城市	项目名称	合约面积 (平方米)	合约金额 (亿元人民币)
兰州	中海未来之境	86,696	11.59
	中海天空之境	,	.

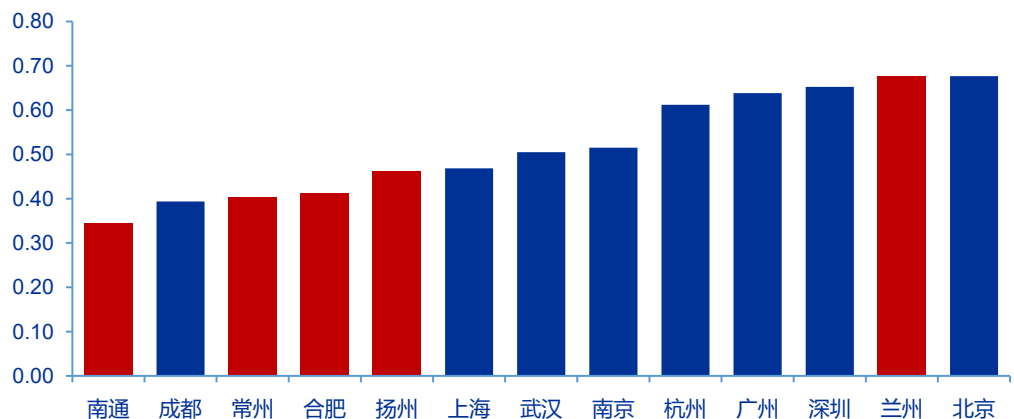
城市	项目名称	合约面积 (平方米)	合约金额 (亿元人民币)
	中海江湾境	67,662	8.2
	中海天钻	27,353	4.6
	中海铂悦花园	39,074	3.75
合肥	悦府二期	65,368	14.8
	中海悦府云起	39,167	9.08
	中海观卢府	22,644	4.84
	观山岭湖	38,440	4.35
	璟园	33,602	3.04
	观山里	15,245	2.01
赣州	赣州天樾	78,731	11.52
	赣州中海学府壹号	62,411	5.62
	悦江府	55,470	4.7
银川	银川臻如府	65,203	7.4
	中海学仕里	47,264	6.03
	海樾花园	34,240	3.73
	银川观园	31,559	2.65
汕头	悦江府北区	48,306	5.58
	海怡半岛	22,213	3.08
	铂悦府	28,654	2.56
	黄金海岸	33,290	2.28
	观云府	20,493	1.92
	观澜府	18,207	1.78
呼和浩特	中海学仕里	84,748	10.92
	中海阅江府	26,770	2.76
南通	中海臻如府二期	30,402	6.16
	南通臻如府	30,941	6.1
	观山樾	23,390	3.44
南宁	中海甲三号院	19,553	4.97
	中海未来之境	36,357	3.02
	中海湖上景明	18,575	2.11
	中海哈罗学府	22,319	1.41
泰州	泰州金茂府*	52,301	7.17
	泰州江山望	31,657	3.12
	泰州稻河九里	14,272	1.36
徐州	中海臻如府	35,712	6.06
	徐州黄龙云起	10,338	2
	湖城大境	18,262	1.82
	中海华樾	18,573	1.62
扬州	扬州九樾院子	36,012	4.95
	中海九樾	13,619	1.63
	翠语江南	18,616	1.62
唐山	中海枫丹公馆	25,826	4.52
	唐山臻如府	20,950	3.18
盐城	毓园	26,995	2.84
	中海华樾	,	.
	樾熹和颂	17,070	1.49

城市	项目名称	合约面积 (平方米)	合约金额 (亿元人民币)
	都会壹号	14,848	1.24
泉州	泉州学仕里	40,476	4.84
	臻如府	14,731	2.5
潍坊	大观天下	71,558	5.47
淄博	观园	76,482	5.57
	中海翠湖溪岸	28,515	1.45
常州	桂语花园	24,995	2.96
	云麓里	13,086	1.91
	中海翠语花园	31,488	1.69
吉林	吉林中海寰宇时代	50,561	3.68
	中海河山郡	56,064	2.14
惠州	中海寰宇时代花园	26,864	2.15
	惠州汤泉	8,881	1.7
	中海锦宸花园	15,978	1.12
淮安	淮上景明	26,083	3.18
	淮安九樾	19,308	1.65
绍兴	中海铂隽	12,386	3.1
	中海越湖云起	6,322	1.49
天水	中海铂悦府	43,215	4.3
安庆	都汇滨江	63,483	4.1
株洲	学府世家	24,826	2.03
	中海誉园	24,465	1.46
湛江	金地中海锦诚花园	38,236	3.27
镇江	丹阳臻如府	32,527	3.28

资料来源：公司公告，申万宏源研究

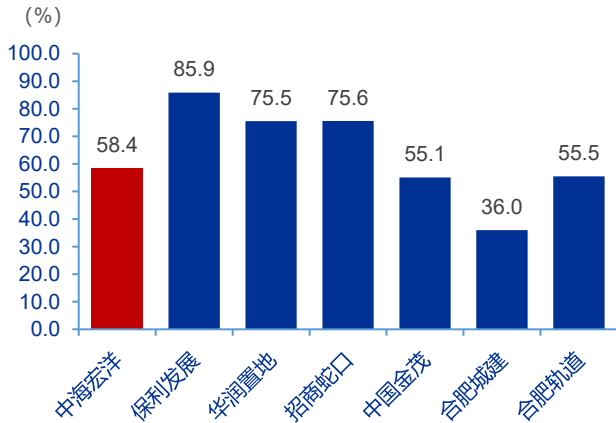
公司在布局的多个重要城市，例如合肥、南通、兰州、扬州、盐城等，均保持了较高的整体去化率及较短的平均去化周期。这体现了公司在“拿地-建设-施工-去化”链条中实现了健康的循环同时，这类城市土地/房价比较核心城市低，整体利润空间较大。

图 13：2026 年 4 月全国部分主流城市土地/房价比



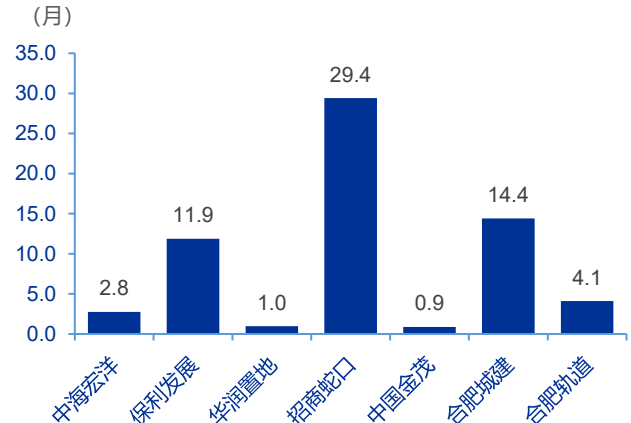
资料来源：房天下，中指云，申万宏源研究

图 14: 公司及合肥主流房企 25 年新开盘网签进度



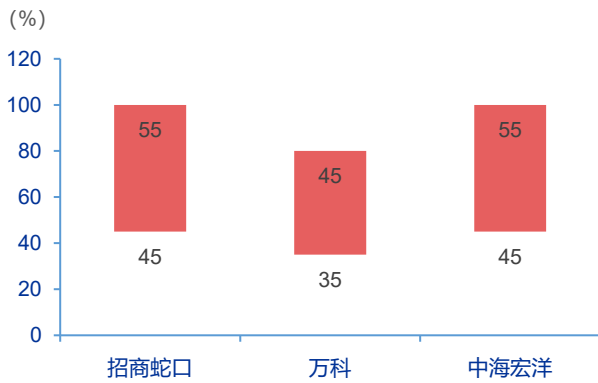
资料来源: 房天下, 申万宏源研究

图 15: 公司及合肥主流房企 25 年新开盘去化周期



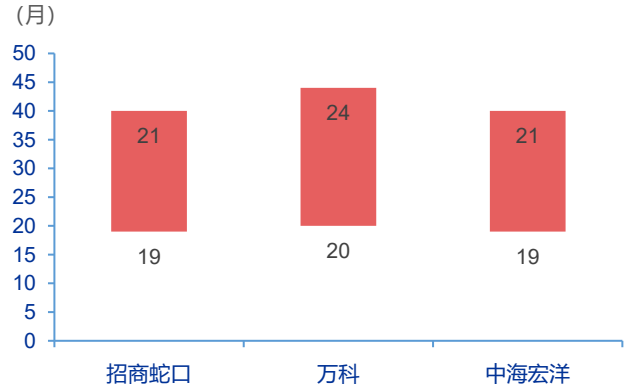
资料来源: 房天下, 申万宏源研究

图 16: 公司及南通主流房企新房整体去化率



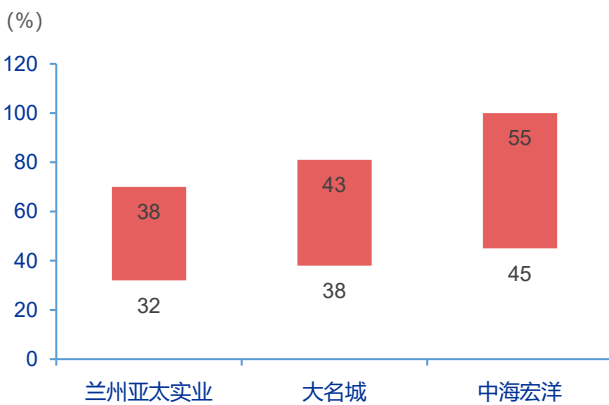
资料来源: 房天下, 申万宏源研究

图 17: 公司及南通主流房企新开盘平均去化周期



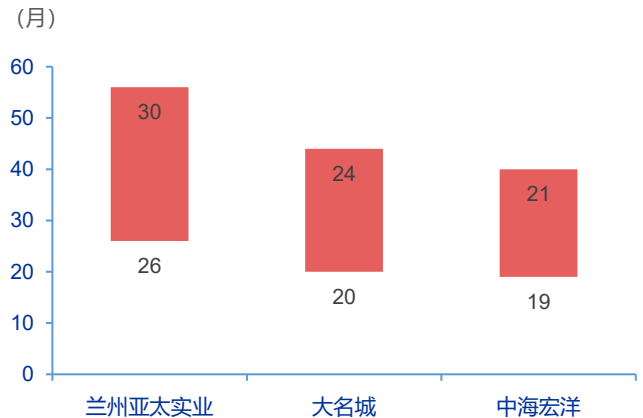
资料来源: 房天下, 申万宏源研究

图 18: 公司及兰州主流房企新房整体去化率

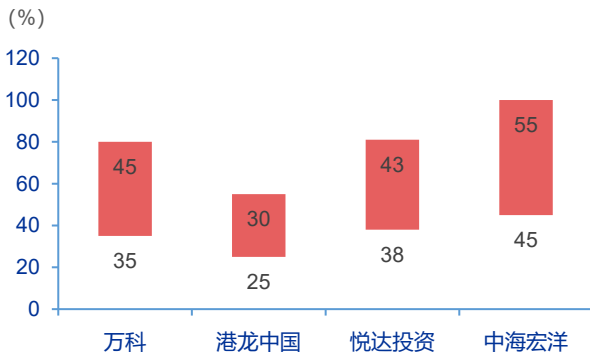


资料来源: 房天下, 申万宏源研究

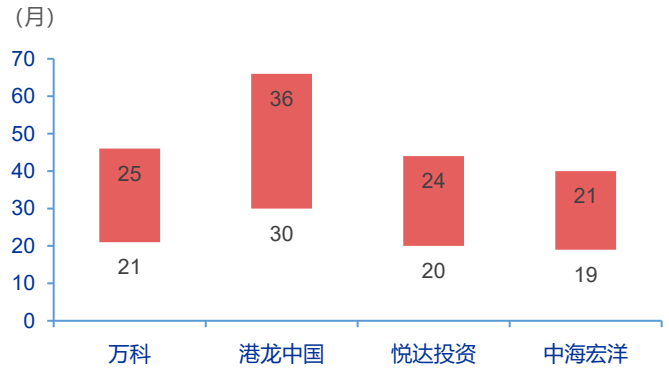
图 19: 公司及兰州主流房企新开盘平均去化周期



资料来源: 房天下, 申万宏源研究

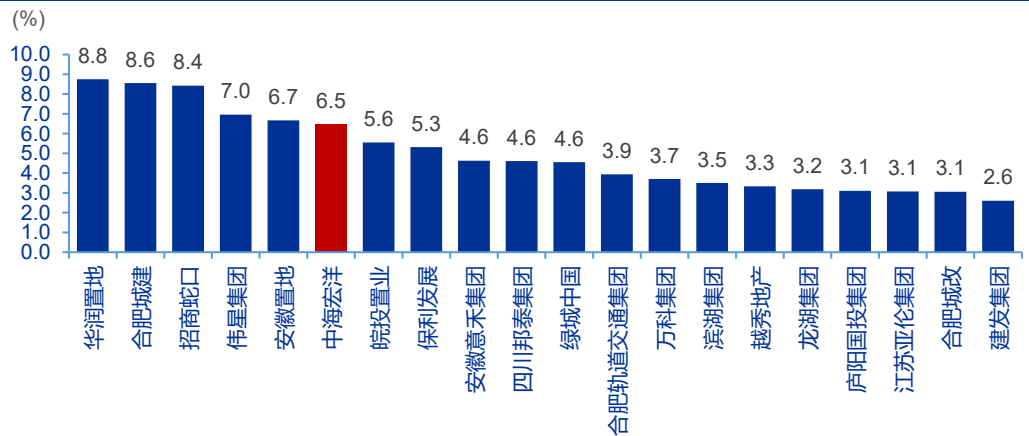
**图 20：公司及盐城主流房企新房整体去化率**


资料来源：房天下，申万宏源研究

**图 21：公司及盐城主流房企新开盘平均去化周期**


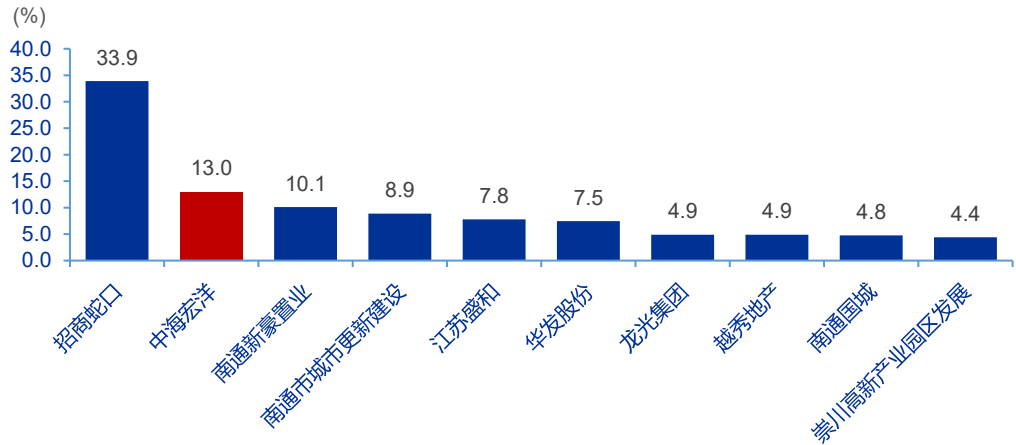
资料来源：房天下，申万宏源研究

**公司 2025 年度在合肥、南通、兰州等核心下沉市场市占率排名中均处在靠前的位置。**其中，公司在兰州占据半壁江山，根据兰州方程式网站数据显示，2025 年，中海·天空之镜以 12 亿销售额登顶，中海·未来之境以 11.6 亿紧随其后，中海·江湾境 8.3 亿荣登第四，中海铂悦国际社区 5.4 亿位居第六，中海·天钻 4.7 亿位列第八——涵盖了从高端改善到品质刚改的全产品线，**总销售额约 42 亿**。更难得的是，2025 年全年，兰州房地产市场改善趋势明显，总价 140 万以上的房源成交占比超 60%。而在顶级改善区间，中海各盘总价 200-500 万的房源、总价 500 万+的房源，分别占据了 41%、58% 的市场份额，实现了全面“霸盘”。

**图 22：公司 2025 年合肥销售金额市占率**


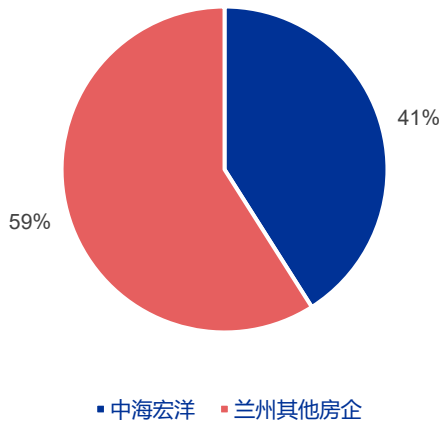
资料来源：第一房智库研究院，申万宏源研究

图 23: 公司 2025 年南通销售金额市占率



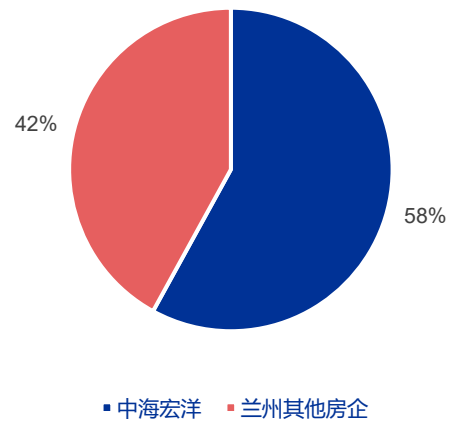
资料来源: 克而瑞, 申万宏源研究

图 24: 兰州 2025 年总价 200-500 万元住宅成交情况



资料来源: 兰州方程式, 申万宏源研究

图 25: 兰州 2025 年总价 500 万元+住宅成交情况

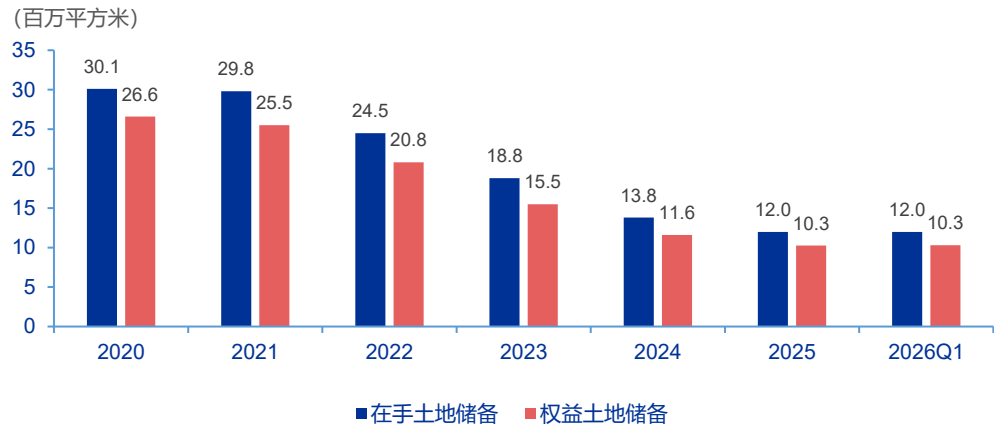


资料来源: 兰州方程式, 申万宏源研究

## 2.3 在手土地储备持续优化, 住宅去化率领先

截至 2026 年 Q1, 公司整体在手土储 1,199.2 万平方米, 权益楼面面积 1029.5 万平方米, 自 2020 年以来持续降低。这主要是公司出于对宏观情况不明所做出的谨慎判断: 优化在手土储结构。同时, 这部分土地均位于弱二线、强三线城市核心区域, 相较于核心一二线城市热门地块同样具有稀缺性。

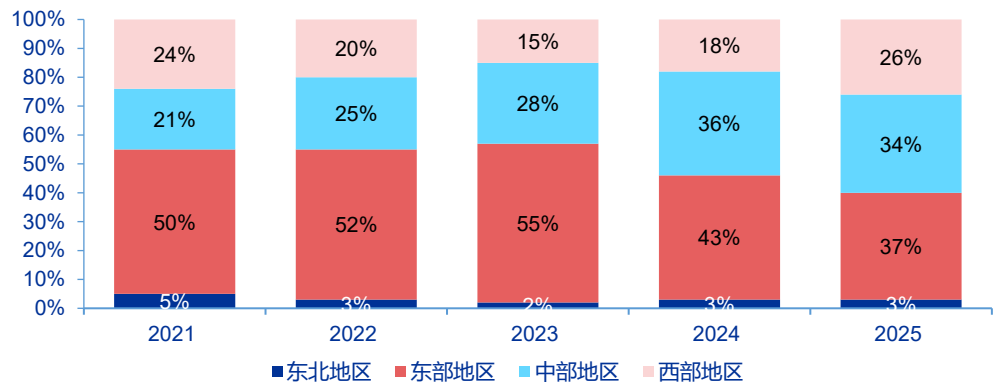
图 26: 公司 2020-2025 土地储备



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

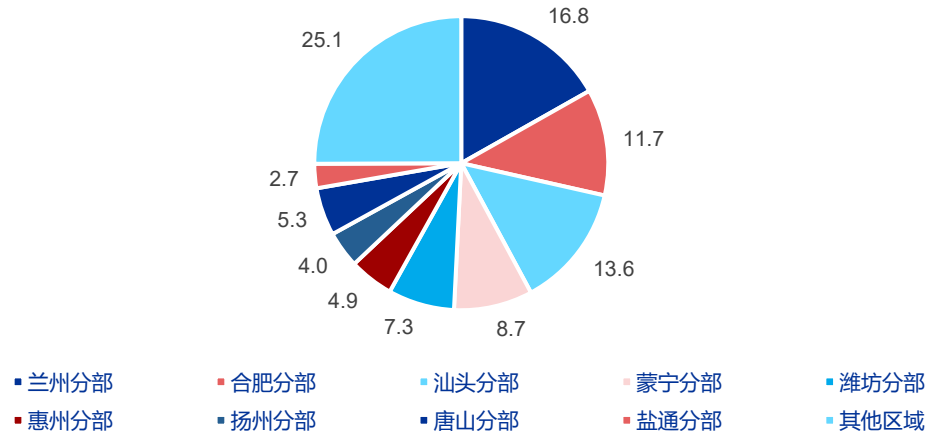
截至 2025 年年度, 公司整体土储结构中, 东部沿海地区的土地布局比例持续降低, 这主要是由于位于东部沿海地区项目的去化较为快速; 同时, 公司 2025 年度在中、西部地区同样取得优异的销售成绩, 为后续的土地获取及产品销售做好了铺垫。总体上, 公司的城市结构逐步精简、优化, 做到聚焦“弱二线+强三线”以确保项目的及时去化。

图 27: 公司 2021-2025 各区域土地布局比例



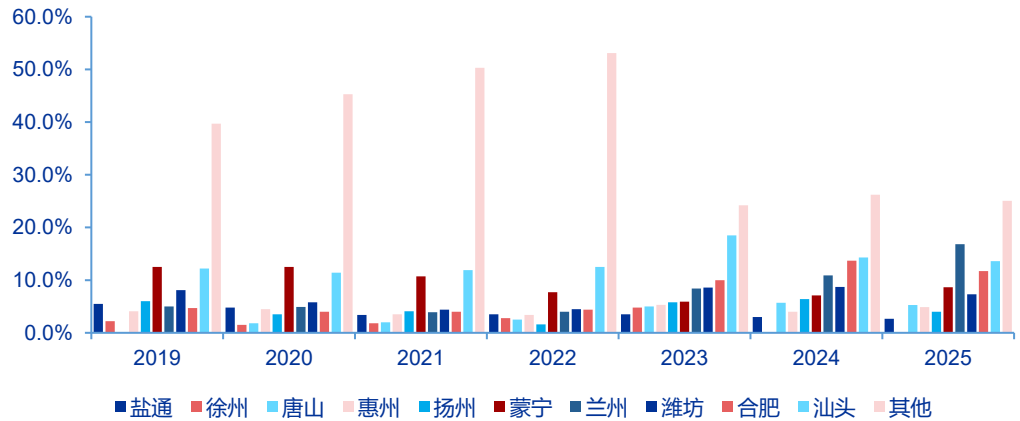
资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 28：公司 2025 年末土地储备权益比例



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 29：公司 2019-2025 年各城市拿地权益面积占当年拿地总权益面积比重



资料来源：公司官网，申万宏源研究。注：2023 年及之后，南通和盐城统计为“盐通”，呼和浩特和银川统计为“蒙宁”。

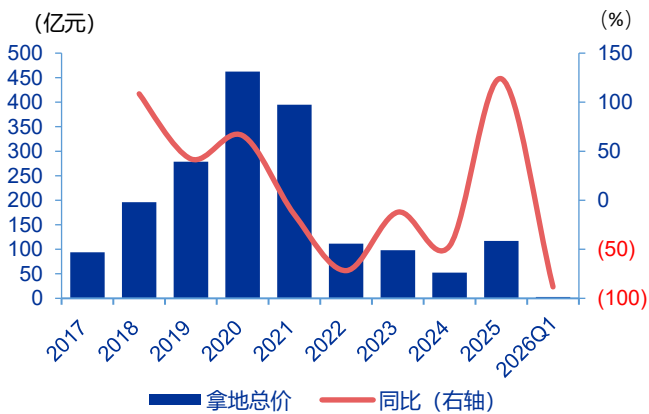
表 4：2025 年度公司新增项目分布区域

编号	地区	总楼面面积 (平方米)	应占楼面面积 (平方米)
1	兰州分部	1,907,100	1,724,600
2	合肥分部	1,662,400	1,200,900
3	汕头分部	1,395,500	1,395,500
4	蒙宁分部	888,000	888,000
5	潍坊分部	881,300	748,500
6	惠州分部	730,900	502,100
7	扬州分部	559,500	410,300
8	唐山分部	540,900	540,900
9	盐通分部	505,000	274,100
10	其他区域	2,921,700	2,570,200
合计		11,992,300	10,255,100

资料来源：公司公告，申万宏源研究

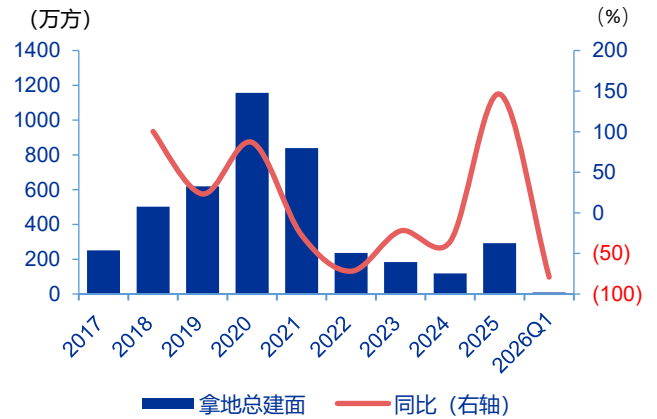
公司在拿地金额、拿地面积方面逐步收紧，优先考虑消化手中现有储备土地，体现了公司在“拿地-去化”链条中的谨慎。随着在手土储的逐步去化，整体新、老货（2021年之前拿地）的占比逐步改善，优质资产浓度进一步提升；另一方面，公司土地权益比自2020年后持续下调，2025年企稳回升，未来利润有进一步提升的空间。

图 30：公司 2017-2026Q1 拿地总价及同比



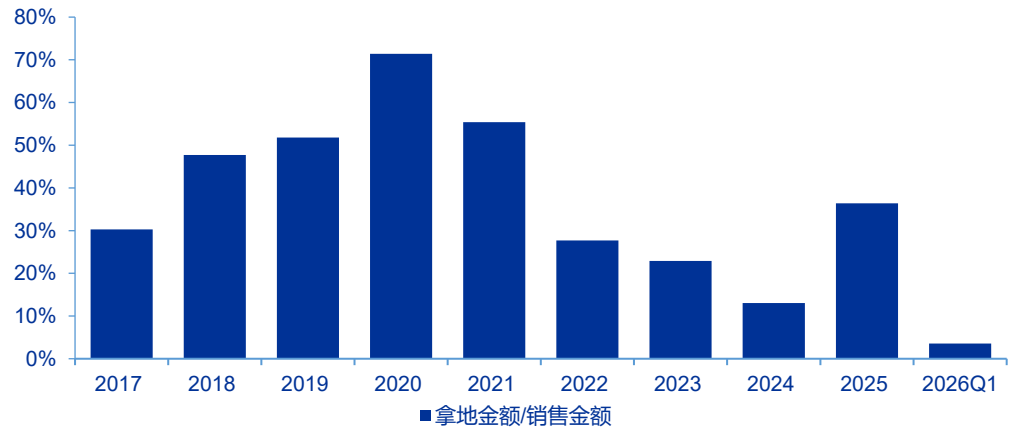
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：公司 2017-2026Q1 拿地建面及同比

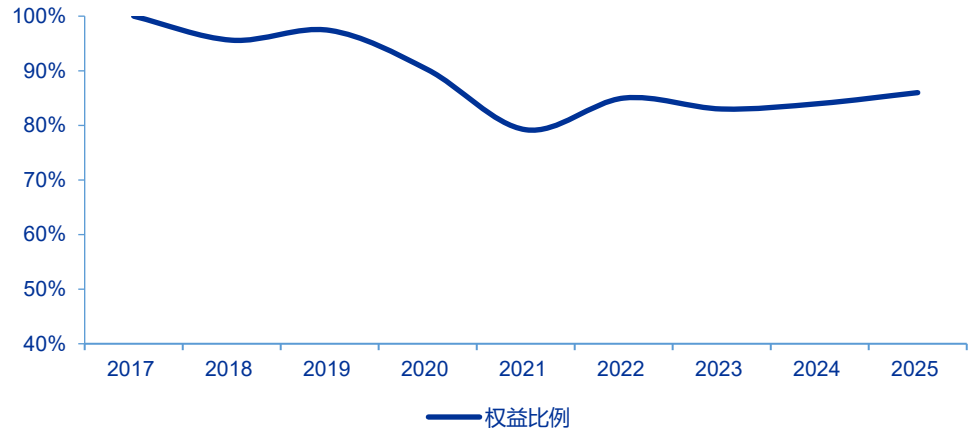


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：公司 2017-2026Q1 拿地金额/销售金额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 33: 公司 2017-2025 土地权益比**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

截至 2025 年末, 公司土储仍以存量项目为主; 2025 年新增权益地价 117.08 亿元, 对应可售货值约 335 亿元。2019-2025 年对比主流房企信用及存货减值比, 4%-6%为合理的减值存货比区间, 公司截至 25 年取得 6.8%的比值, 较 25 年 H1 的 7.1%下降 0.3pct, 处于较低的分位且减值逐年减少, 这说明公司减值逐步趋向于充分, 未来利润空间逐渐显著。

**表 5: 2019-2025 房地产企业信用及资产减值损失**

	信用及资产减值损失	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	19-25 年信用及资产减值损失合计 (亿元)	19-25 年信用及资产减值损失合计/25H1 年存货
000002.SZ	万科 A	19	22	38	9	39	336	561	1023	22.1%
600048.SH	保利发展	12	(8)	1	13	51	57	71	196	2.6%
001979.SZ	招商蛇口	20	31	44	65	24	60	44	289	7.5%
600383.SH	金地集团	3	8	15	47	34	63	91	260	34.3%
600266.SH	城建发展	2	3	4	5	10	27	35	86	12.4%
1109.HK	华润置地	9	27	38	44	70	78	50	316	6.9%
0688.HK	中国海外发展	0	0	0	28	0	13	14	55	1.2%
0960.HK	龙湖集团	0	0	0	0	10	10	24	44	2.2%
1908.HK	建发国际集团	0	3	7	41	19	38	38	145	5.5%
0123.HK	越秀地产	2	9	16	14	16	39	16	112	5.6%
3900.HK	绿城中国	14	13	5	16	16	51	49	164	6.3%
0817.HK	中国金茂	0	44	10	59	48	14	9	184	9.3%
<b>0081.HK</b>	<b>中国海外宏洋集团</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>27</b>	<b>15</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>55</b>	<b>6.8%</b>

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 2025 年中海宏洋计提土地减值约 4.5 亿元, 已逐步减少。

### 3. 商业物业稳中有进，多元化布局分散风险

#### 3.1 营收逐步提升，增厚收益

公司 2025 年度商业管理及物业租赁营收约 4.9 亿元,同比+1.9%;该业务涵盖写字楼、酒店及商业街区等多元业态场景;截至 2025 年,公司商业物业已拓展至内地 12 个城市,超 20 处项目,已出租商业面积约 55 万平方米,整体投资物业账面价值约 80.66 亿元,较 2024 年的 69.91 亿元同比+15.4%。

图 34: 公司 2013-2025 商业管理及物业租赁收入及同比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

#### 3.2 商业业态着重辐射周边居住业态，满足刚需消费

公司依托“住宅先行，商业后至”的项目拓展顺序，将商业开发项目布局于合肥、兰州、呼和浩特等已开发多处住宅的城市。这类的商业业态均坐落于城市人口密集区域，主要辐射周边住宅区，满足区域内居民的日常消费刚需消费。

表 6: 截至 2025 年末公司部分投资性持有物业明细

物业名称	所在城市及区域	业态类型	合约楼面面积 (平方米)	权益比例
中海国际中心 1 号楼	北京市西城区	办公室	42556	100%
金信大厦	广东省汕头市龙湖区	办公室	1326	100%
兰州中海广场写字楼	甘肃省兰州市安宁区	办公室	53502	100%
中海广场 - 商场	甘肃省兰州市安宁区	商业	66339	100%
中海广场 - 商店街	甘肃省兰州市安宁区	商业	10958	100%
中海广场	广东省惠州市惠城区	商业	22161	100%
中海央墅	安徽省合肥市包河区	商业	11992	100%
中海世家	安徽省合肥市蜀山区	住宅	18209	100%
中海观园	安徽省合肥市包河区	办公室	17591	100%
中海上东区	安徽省合肥市经开区	住宅		%

物业名称	所在城市及区域	业态类型	合约楼面面积 (平方米)	权益比例
中海熙岸	安徽省合肥市新站区	住宅	6604	100%
中海熙园	安徽省合肥市瑶海区	住宅	29398	100%
寰宇天地	安徽省合肥市滨湖区	商业/办公室	66955	60%
中海蓝湾	内蒙古自治区呼和浩特市	办公室	11827	100%
中海左岸	内蒙古自治区呼和浩特市赛罕区	商业	20382	100%
中海凤凰熙岸	江苏省常州市天宁区	商业	15037	100%
环宇天地	贵州省遵义市新蒲新区	商业	26033	70%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

以惠州市中海环宇天地为例，该项目于 2024 年 6 月正式投入运营，定位为惠州市江北 CBD 核心商业街区，辐射周边居民区、体育馆、动车站、会展中心等高人流量的基础设施。项目通过大量使用阶梯、露台等立体结构，营造出多层次感的商业空间；同时于业态中引入时尚餐饮、休闲 K 歌、商超等多元业态，满足高客流量各种需求的同时，也实现了截取 24 小时不间断人气。

图 35：广东省惠州市中海环宇天地各时段场景



资料来源：深圳之窗，申万宏源研究

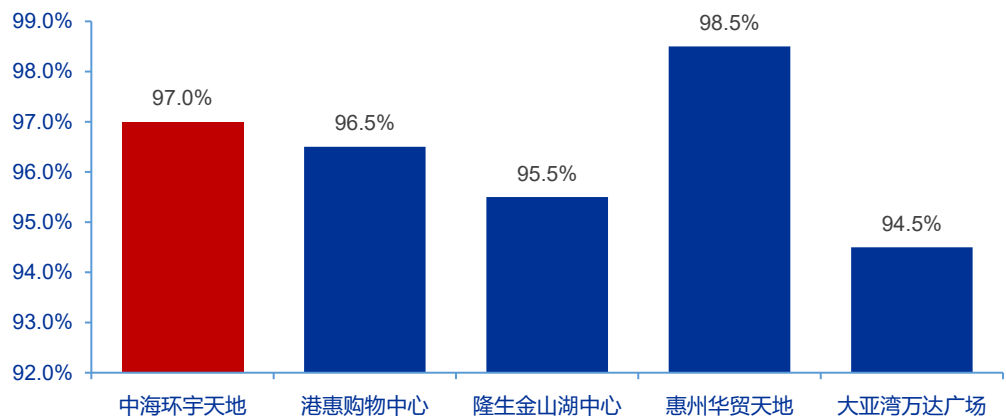
图 36: 广东省惠州市中海环宇天地各时段客流量



资料来源：深圳之窗，申万宏源研究

另一方面，惠州市已有多家知名商业地产企业布局的业态，中海环宇天地项目在激烈的竞争环境中依旧保持了较高的出租率，这主要受益于积极的业态调改以及差异化区域布局（本项目位于江北 CBD，其他项目主要在惠城等区域）。

图 37: 2025 年 Q1 广东省惠州市头部商场出租率



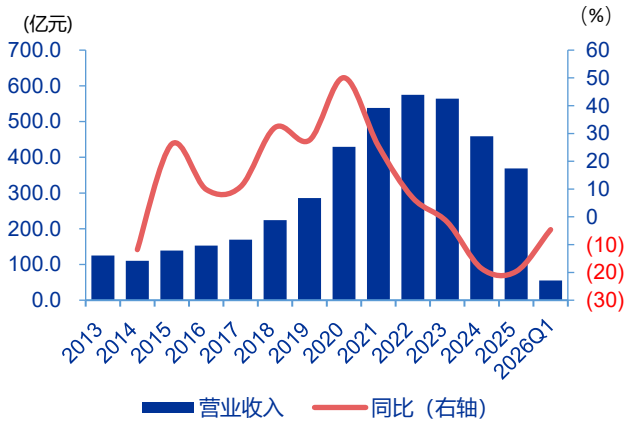
资料来源：深圳之窗，申万宏源研究

## 4. 毛利率回升、减值相对充分，业绩有望逐步修复

### 4.1 营收、利润端阶段性承压，利润率有望触底回升

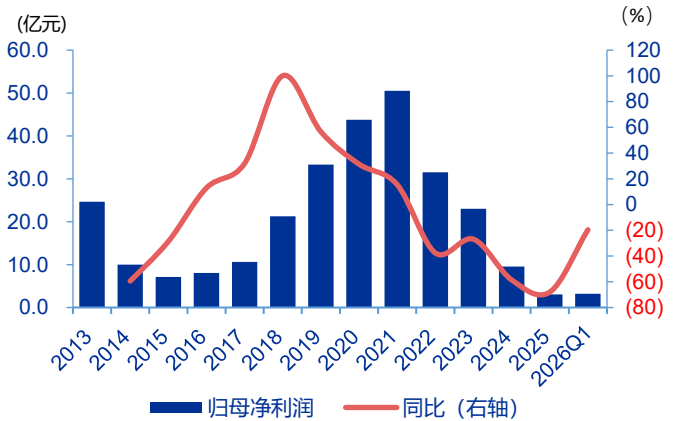
公司 2025 年度营收 368.7 亿元，同比-19.7%；归母净利润 3.1 亿元，同比-68%；公司实现毛利率 9%、净利率 1%，分别同比较上一年度+1pct、-2pct；2026 年 Q1 实现营收 55.2 亿元，同比-4.6%；归母净利润 3.2 亿元，同比-19.6%。主要是由于宏观市场房地产开发业务触底所致，但毛利率不降反升，体现出了公司产品差异化定价以及优秀的结构优化能力。

图 38：公司 2013-2026Q1 营收及同比



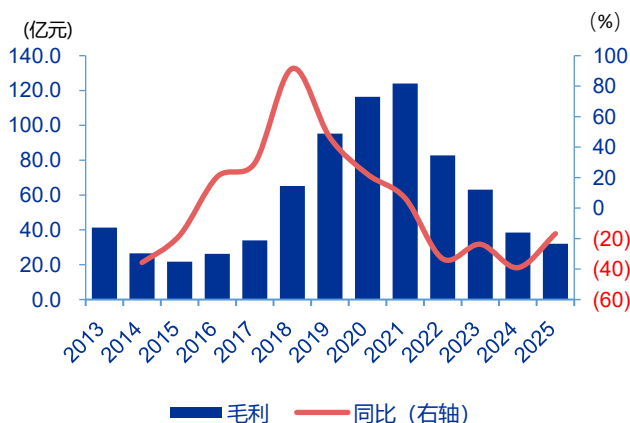
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：公司 2013-2026Q1 归母净利润及同比



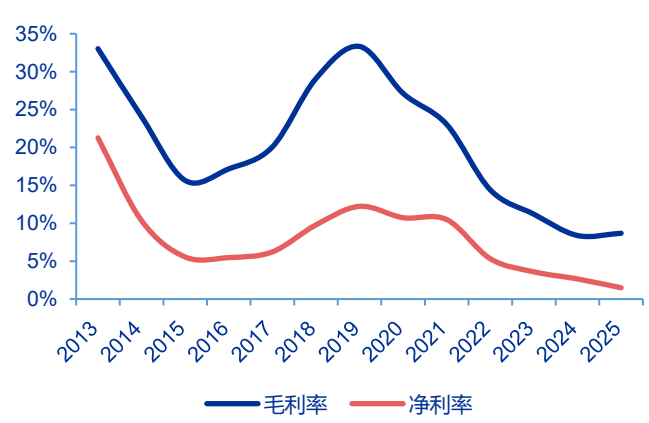
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40：公司 2013-2025 毛利润及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：公司 2013-2025 毛利率和净利率

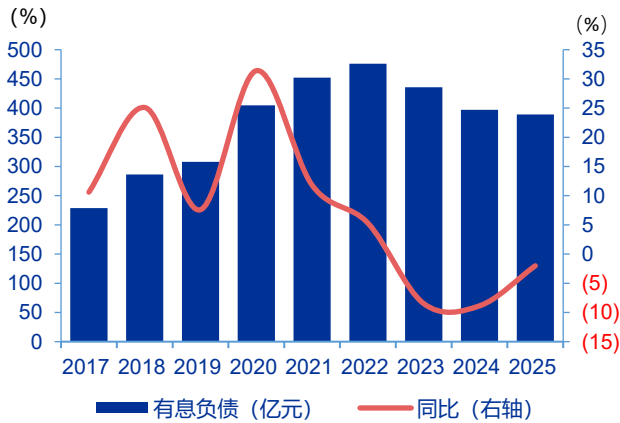


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 财务保持稳健，债务规模整体可控

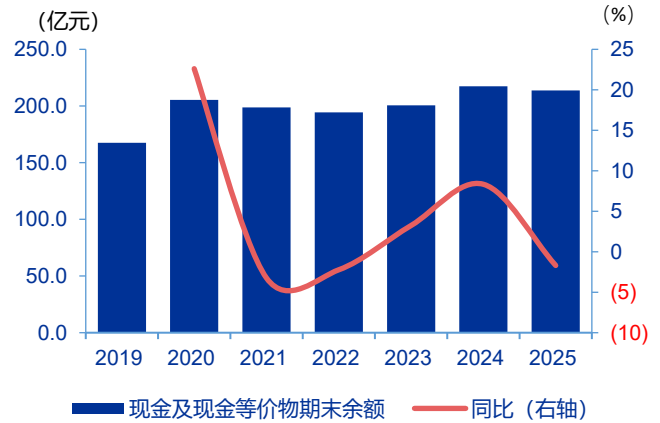
截至 2025 年度，公司整体有息债务规模 389.1 亿元，同比-2%，自 2022 年以来负债规模持续降低，整体保持在可控区间；现金及现金等价物期末结余 268.7 亿元，同比-1.6%；剔除预售款后的资产负债率为 61%，较上一年度下降 2pct，维持在健康的水平；现金短债比为 1.8；净负债比率 32%；三项费用率 5%；整体保持相对稳健的财务状况。销售金额/有息负债的比值虽有所下滑，主要是由于两端指标的同步下降，但整体保持在合理水平。

图 42: 公司 2017-2025 有息负债及同比



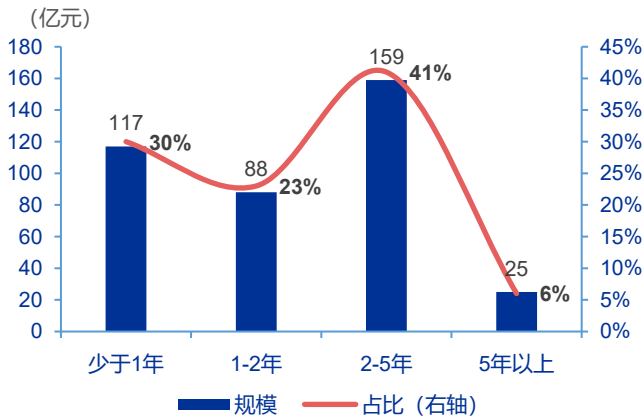
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43: 公司 2019-2025 货币资金及同比



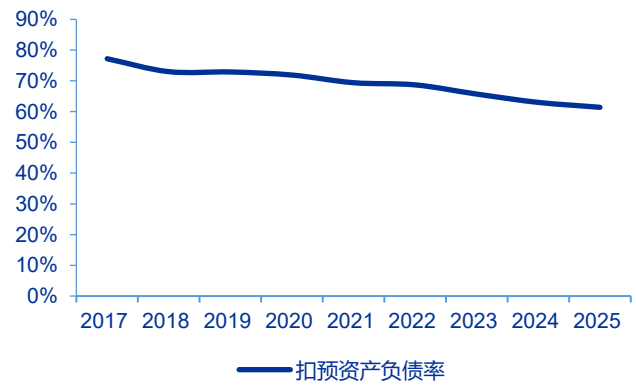
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44: 公司 2025 债务规模及到期时限



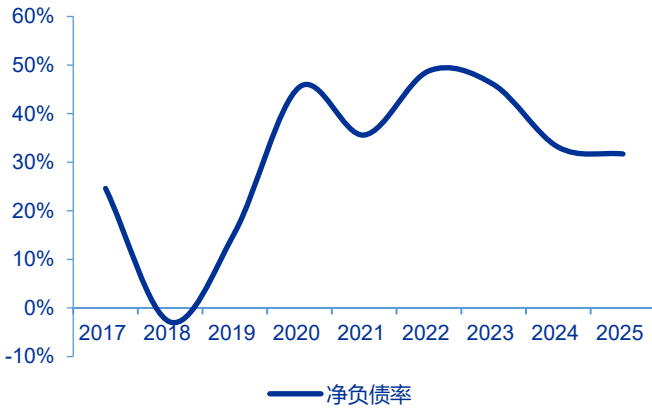
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 45: 公司 2017-2025 扣预资产负债率



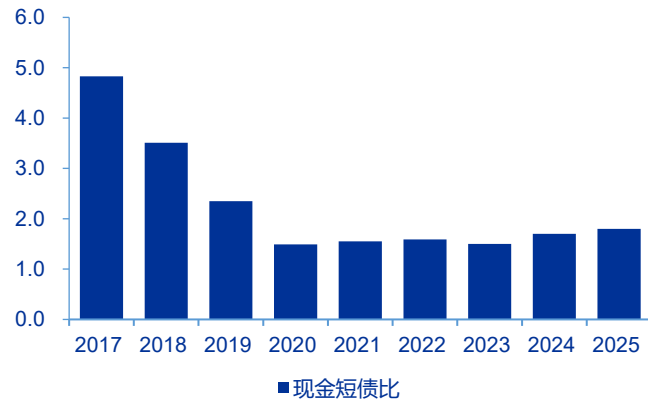
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46: 公司 2017-2025 净负债率



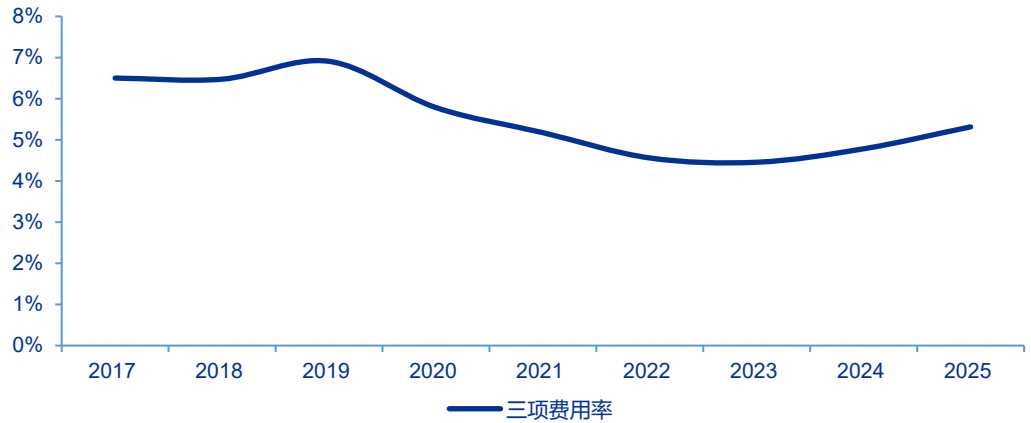
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 47: 公司 2017-2025 现金短债比



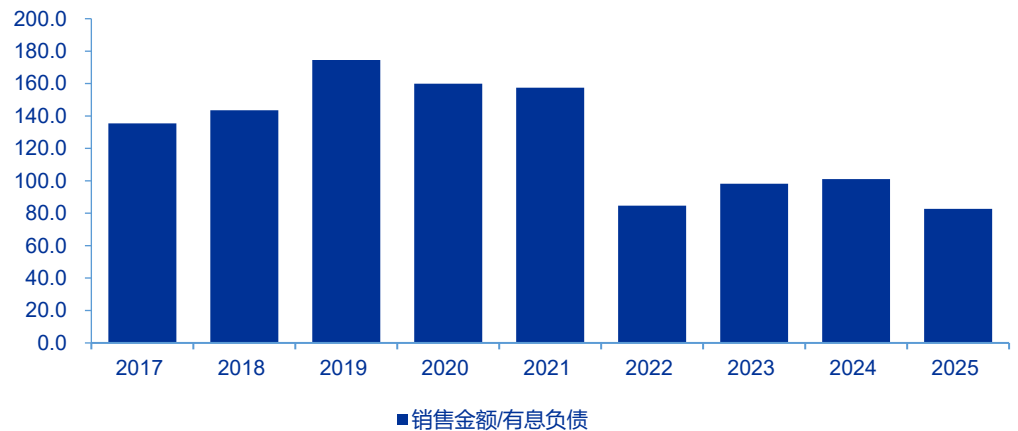
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 48: 公司 2017-2025 三项费用率



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

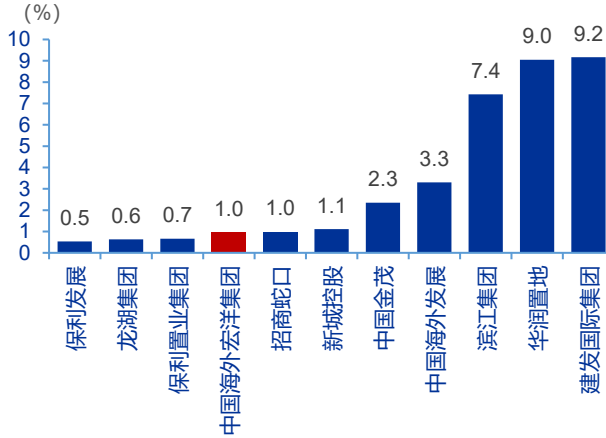
图 49: 公司 2017-2025 年销售金额/有息负债



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

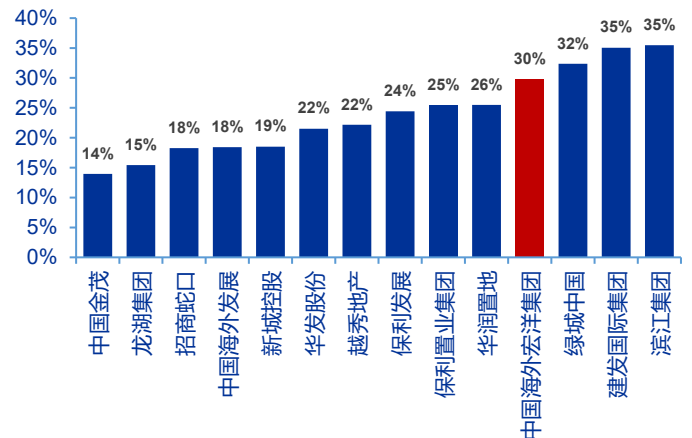
在横向对比多家头部房企之后可以发现，公司在 ROE、毛利率两项指标方面还有提升的空间；周转率保持前列，资产负债率把控精准。预计随着在手土储减值、土地权益比的持续优化，公司盈利指标有望进一步提升。

图 50：2025 年头部房企 ROE



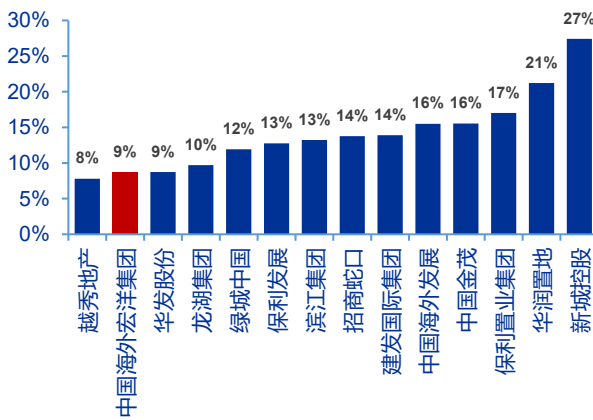
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 51：2025 年头部房企周转率



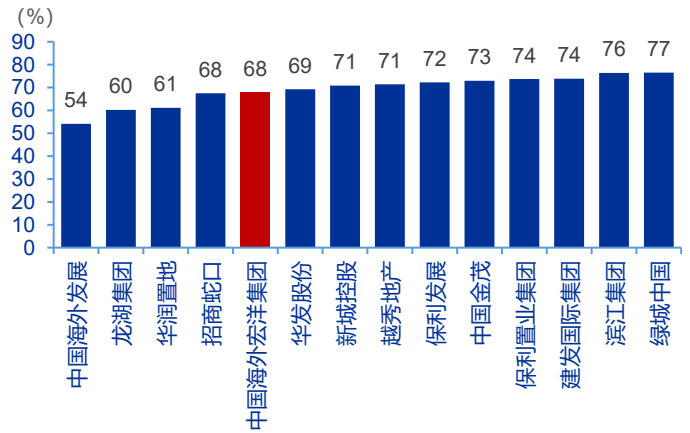
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 52：2025 年头部房企毛利率



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 53：2025 年头部房企资产负债率

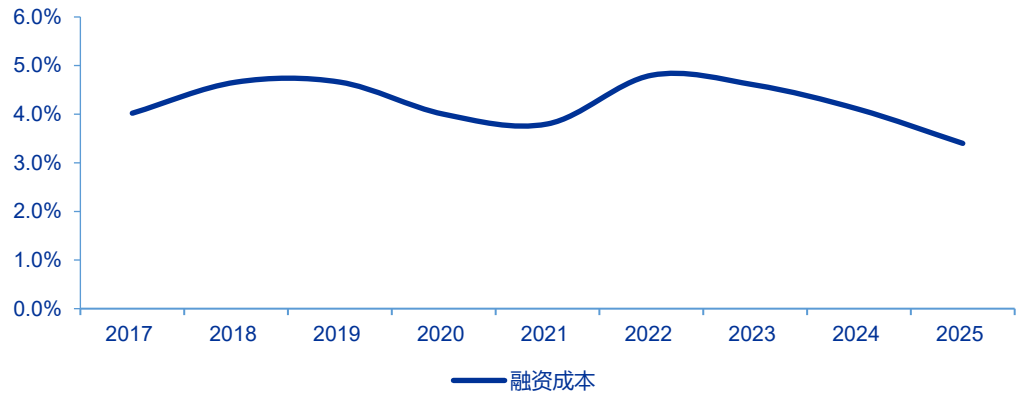


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

### 4.3 融资成本持续下降，利润空间更有保障

截至 2025 年度，公司整体融资成本为 3.4%；其中，境内加权平均融资成本为 3.1%，境外加权平均融资成本为 3.7%，同比均有所下降。融资成本的不断下降有助于缓解公司融资端压力，同时保证公司在下沉市场竞争的利润空间。

图 54: 公司 2017-2025 融资成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从 2025 年至今,公司采用发行公司债、境外银团贷款等方式累计实现融资约 80 亿元;其中, 26 年第二期公司债利率为 1.98%, 较前几期下降显著。

表 7: 2025 年至今融资发债情况

时间	名称	规模 (亿元)	利率 (%)
2025.5.19	25 宏洋 01	4.0	2.40
	25 宏洋 02	11.0	2.70
2025.8.25-9.10	境外银团贷款	30.0	-
2025.9.16	25 宏洋 03	13.0	2.40
2026.1.29	26 宏洋 01	10.0	2.40
2026.4.20	26 宏洋 02	12.0	<b>1.98</b>
	<b>合计</b>	<b>80.0</b>	-

资料来源：资本化电子信息披露平台，公司公告，申万宏源研究

## 5. 盈利预测：预计毛利率回升、减值减少，推动业绩修复

我们将公司业务拆分为物业开发和商业物业两部分进行预测。

- (1) **物业开发筑底在望，毛利率有望止跌回升。**我们预计，未来销售结算带来营收的跌幅会逐步收窄，这主要是由于结算往往落后销售 2 年的时间；同时，随着公司 2025 年逆势拿地，我们预计开发业务收入将会逐步呈现出筑底的态势，在布局城市的销售情况有望止跌回升。由于公司资产处于“弱二线+强三线”城市，土地/房价比较低，整体利润空间较为显著；另一方面，“中海地产”品牌效应有望在下沉市场延续，助力业务板块毛利率实现进一步提升。我们预计该板块 2026-2028 年收入增速分别为-10%、-5%、-5%。
- (2) **商业物业发展稳健，逐年提升。**公司商业物业所布局城市竞争程度较核心城市缓和，且联动住宅物业，为项目资产带来持续热度与人气。我们预计公司商业物业将保持稳定提升态势，持续为公司带来效益。该板块 2026-2028 年收入增速保持 2%。

综上所述，预计公司 2026-2028 年整体营收增速分别为-9.8%、-4.9%、-4.9%；业绩增速分别为+15.9%、+28.1%、+27.2%；毛利率稳步提升：9%、10%、10%。

**表 8：中国海外宏洋集团 2026-2028E 盈利预测**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	459	368.7	332.5	316.2	300.7
营业收入增长率 YoY	-18.6%	-19.7%	-9.8%	-4.9%	-4.9%
其中：物业销售营收	454.1	363.8	327.4	311.0	295.5
物业销售营收增长率 YoY	-19.0%	-19.9%	-10%	-5%	-5%
商业物业管理营收	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2
商业物业管理营收增长率 YoY	100.0%	2.7%	2%	2%	2%
毛利率	8.38%	8.68%	9%	10%	10%
归母净利润	954	305	353	452	575
归母净利润增长率 YoY	-58.5%	-68.1%	15.9	28.1	27.2

资料来源：公司公告，申万宏源研究；单位：百万元人民币

## 6. 投资分析意见：首次覆盖，并给予“买入”评级

中国海外宏洋集团布局中国内地“弱二线+强三线”城市，锚定中高端产品开发，竞争差异化。随着头部房企战略转移、聚焦于核心城市，公司在下沉市场竞争中优势地位日趋显著。我们认为，随着核心城市有望率先止跌回稳，同时公司于2025年逆市积极拿地，这部分销售未来逐步进入结算，有望助推公司估值进一步提升。预计公司2026-28年归母净利润3.5、4.5、5.8亿元，同比+15.9%、+28.1%、+27.2%。我们选取主要房地产公司进行PB可比估值，主要是由于公司主营业务为地产开发、销售；同时房企开发业务部分基本都有库存，需考虑减值以及去库存的情况。因此我们保守按照6家公司平均PB0.57X，给予公司26年目标PB0.57X，给予目标总市值178.74亿元人民币，目标股价5.02元人民币，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司 PB 估值

公司代码	公司名称	收盘价 (人民币)	市净率 PB
		2026/5/12	2025A
001979.SZ	招商蛇口	9.67	0.90
600048.SH	保利发展	6.62	0.41
0123.HK	越秀地产	4.11	0.31
3900.HK	绿城中国	9.56	0.72
0688.HK	中国海外发展	13.98	0.42
0817.HK	中国金茂	1.70	0.64
	<b>平均值</b>		0.57
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.74	0.33
<b>目标市值 (亿元人民币)</b>	<b>178.74</b>	<b>目标价格 (元人民币)</b>	<b>5.02</b>

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 7. 风险提示

- 1) **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，进而影响公司现金流。
- 2) **市场回暖不及预期。**公司主要土地储备均位于下沉市场，整体利润空间将因市场下行而被压缩。
- 3) **销售回款不及预期。**下沉市场受制于人口流出及库存去化周期长，会影响到公司现金流及后续的偿债。

## 8. 附表

### 合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	45,895	36,874	33,249	31,622	30,076
主营收入	45,895	36,874	33,249	31,622	30,076
营业成本	(42,049)	(33,674)	(30,256)	(28,459)	(27,069)
销售和管理费用	(2,136)	(1,910)	(1,710)	(1,632)	(1,552)
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营损益	500	238	215	204	194
财务费用	(59)	(50)	(48)	(44)	(40)
投资收益	10	(113)	(100)	(40)	20
资产减值损失	(673)	(445)	(380)	(300)	(200)
其他非经常性损益	673	445	373	497	438
除税前利润	2,161	1,366	1,343	1,848	1,868
所得税	(945)	(816)	(913)	(1,201)	(1,121)
净利润	1,216	549	430	647	747
少数股东损益及其他	262	245	77	194	172
归属普通股股东净利润	954	305	353	452	575

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

### 合并资产负债表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	121,203	109,677	109,016	109,126	109,475
现金及等价物	27,291	26,865	33,878	38,773	41,517
应收款项	9,484	11,644	11,563	11,527	11,492
存货净额	84,373	71,124	63,531	58,782	56,422
其他流动资产	55	44	44	44	44
非流动资产	7,980	9,021	8,944	8,866	8,788
长期投资	931	879	879	879	879
固定资产	809	1,167	1,089	1,011	934
投资物业	4,537	5,594	5,594	5,594	5,594
无形资产及商誉	327	397	397	397	397
其他非流动资产	1,377	984	984	984	984
资产总计	129,183	118,699	117,960	117,992	118,263
流动负债	61,767	50,798	49,629	49,015	48,539
短期借款	9,729	9,460	9,460	9,460	9,460
应付款项	49,229	39,127	37,958	37,344	36,868
其他流动负债	2,809	2,211	2,211	2,211	2,211
非流动负债	29,865	29,854	29,854	29,854	29,854
负债合计	91,632	80,652	79,483	78,869	78,393
股本	6,047	6,047	6,047	6,047	6,047
总储备	25,348	25,574	25,927	26,379	26,955
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	6,155	6,425	6,502	6,696	6,868
权益总额	37,551	38,047	38,476	39,123	39,870
负债和股东权益合计	129,183	118,699	117,960	117,992	118,263

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

### 合并现金流量表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,216	549	430	647	747
加：折旧摊销减值			458	378	278
利息净支出			48	44	40
投资损失					( )
营运资本变动			6,126	3,871	1,719

其他经营现金流			(373)	(497)	(438)
经营活动现金流	9,029	2,187	6,788	4,482	2,326
资本开支			0	0	0
其它投资现金流			273	457	458
投资活动现金流	187	93	273	457	458
支付股利和利息			(48)	(44)	(40)
其它融资现金流			0	0	0
融资活动现金流	(7,548)	(2,644)	(48)	(44)	(40)
净现金流	1,669	(363)	7,013	4,895	2,744

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysec.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。