

合同销售逆势增长，商业双平台稳健运营

投资要点

- 财务优势突出，借贷成本持续优化。**2023年公司实现收入802.2亿元，同比上升10.8%；毛利率15.3%，同比下降5.1个百分点；核心净利润34.9亿元，同比下降17.5%。公司债务结构持续优化，融资渠道多元化，2023年公司境内成功发行69亿元公司债券，加权平均借贷年利率3.37%，境外发行自贸区债34亿元，加权平均借贷年利率3.92%；境外发行首单点心债12.1亿元；年内加权平均借贷年利率为3.82%，同比下降34pp。期末剔除预收款后的资产负债率、净借贷比率和现金短债比分别为67.4%、57.0%和2.01倍。
- 合同销售逆势增长，战略聚焦大湾区和华东地区。**2023年公司累计合同销售金额1420.3亿元，同比上升13.6%，完成全年合同销售目标1320亿元的107.6%。战略聚焦大湾区和华东地区，大湾区实现合同销售金额716.0亿元，同比上升20.0%，其中广州实现合同销售金额613.2亿元，同比上升15.3%，占比43.2%。华东地区全年实现合同销售金额373.8亿元，同比下降13.0%；中西部区域实现销售金额29.9亿元，同比增长123.8%。
- 土储优质且充足，多元方式补充土储。**2023年公司通过多元化增储模式于11个城市新增28幅土地，总建筑面积约为491万平，通过TOD、国企合作和产业勾地等多元化增储模式获取的土储分别占新增土储的10%、19%和23%。期末总土地储备2,567万平，其中在大湾区和广州分别拥有土地储备1075/980万平，分别占比41.9%/38.2%。期内于杭州新增星桥TOD项目，总建筑面积48万平。TOD项目总土地储备331万平，约占公司总土地储备的12.9%，年内TOD项目实现合同销售273.7亿元，同比上升23.9%。
- 商业双平台稳健运营，物业管理规模持续增长。**公司坚持“商住并举”发展战略，公司拥有越秀地产和越秀房托双平台，商业物业实现租赁收入4.9亿元，同比上升49.7%，持有37.89%权益的越秀房产基金实现经营收入20.9亿元，同比上升11.4%。越秀房产基金所属写字楼业务实现租赁收入12.0亿元。越秀服务营收32.2亿元，同比上升29.7%；合约面积8345万平，在管面积6521万平方米；社区增值服务9.3亿元，同比上升43.3%。
- 盈利预测与评级。**预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为11%/5%/5%。考虑公司销售逆势增长，多元手段补充优质土储，维持“买入”评级。
- 风险提示：**销售或不及预期，利润率或不及预期，土储拓展或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	80222	86990	93425	99421
增长率	11%	8%	7%	6%
归属母公司净利润(百万元人民币)	3185	3528	3716	3909
增长率	-19%	11%	5%	5%
每股收益EPS	0.79	0.88	0.92	0.97
净资产收益率	5.73%	5.96%	5.91%	5.85%
PE	7.42	4.61	4.38	4.16

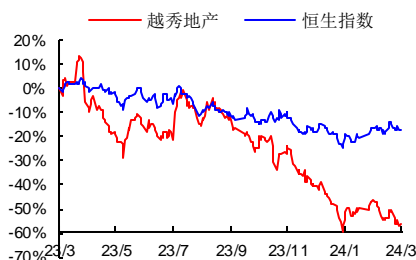
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	4.2-13.28
3个月平均成交量(百万)	12.34
流通股数(亿)	40.25
市值(亿)	169.87

相关研究

- 越秀地产 (0123.HK)：销售逆势增长，多元方式补充土储 (2023-08-27)

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到公司销售逆势增长，可结算资源充足，公司 2024-2026 年房地产开发销售结算金额预计增速分别为 8%/7%/6%。

假设 2：公司商业及多元化业务稳步拓展，预计 2024-2026 年其他业务收入增速分别为 15%/13%/12%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
房地产开发	收入	75216	81234	86920	92135
	增速	9.4%	8.0%	7.0%	6.0%
其他	收入	5006	5756.5	6504.9	7285.4
	增速	35.7%	15.0%	13.0%	12.0%
合计	收入	80222	86990	93425	99421
	增速	10.8%	8.4%	7.4%	6.4%
	成本	67964	73942	79598	84905
	毛利率	15.3%	15.0%	14.8%	14.6%

数据来源：Wind, 西南证券

风险提示

销售或不及预期，利润率或不及预期，土储拓展或不及预期。

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	338,164	353,656	372,943	389,308	营业总收入	80,222	86,990	93,425	99,421
现金	29,265	27,503	28,777	30,831	营业成本	67,964	73,942	79,598	84,905
应收账款	846	396	938	482	销售费用	2,451	2,697	2,943	3,132
存货	238,949	253,996	267,958	279,817	管理费用	1,799	1,914	2,055	2,187
其他	69,104	71,761	75,269	78,178	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	63,014	62,655	62,299	61,946	财务费用	-119	-117	-132	-124
固定资产	11,542	11,452	11,367	11,286	除税前溢利	7,721	8,794	9,588	10,085
无形资产	1,337	1,368	1,397	1,424	所得税	3,146	3,606	4,123	4,337
其他	50,136	49,836	49,536	49,236	净利润	4,575	5,188	5,465	5,749
资产总计	401,179	416,312	435,242	451,254	少数股东损益	1,390	1,660	1,749	1,840
流动负债	210,087	218,031	229,496	237,760	归属母公司净利润	3,185	3,528	3,716	3,909
短期借款	22,976	24,976	26,976	28,976	EBITDA	8,138	9,227	9,615	9,980
应付账款	1,331	1,627	1,557	1,839	EPS (元)	0.79	0.88	0.92	0.97
其他	185,780	191,428	200,963	206,945					
非流动负债	88,883	90,883	92,883	94,883	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	81,395	83,395	85,395	87,395	成长能力				
其他	7,488	7,488	7,488	7,488	营业收入	10.78%	8.44%	7.40%	6.42%
负债合计	298,970	308,914	322,380	332,643	归属母公司净利润	-19.43%	10.77%	5.33%	5.18%
普通股股本	25,545	25,545	25,545	25,545	获利能力				
储备	30,084	33,612	37,328	41,237	毛利率	15.28%	15.00%	14.80%	14.60%
归属母公司股东权益	55,629	59,157	62,873	66,782	销售净利率	5.70%	5.96%	5.85%	5.78%
少数股东权益	46,580	48,240	49,989	51,829	ROE	5.73%	5.96%	5.91%	5.85%
股东权益合计	102,209	107,397	112,862	118,611	ROIC	2.33%	2.34%	2.27%	2.26%
负债和股东权益	401,179	416,312	435,242	451,254	偿债能力				
					资产负债率	74.52%	74.20%	74.07%	73.72%
					净负债比率	73.48%	75.30%	74.07%	72.12%
					流动比率	1.61	1.62	1.63	1.64
					速动比率	0.39	0.37	0.37	0.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.22
					应收账款周转率	113.31	140.00	140.00	140.00
					应付账款周转率	45.73	50.00	50.00	50.00
					每股指标(元)				
					每股收益	0.79	0.88	0.92	0.97
					每股经营现金流	0.00	-0.35	0.32	0.51
					每股净资产	13.82	14.70	15.62	16.59
					估值比率				
					P/E	7.42	4.61	4.38	4.16
					P/B	0.42	0.28	0.26	0.24
					EV/EBITDA	12.13	10.53	10.39	10.20
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	4,314	-1,407	1,282	2,065					
净利润	3,185	3,528	3,716	3,909					
少数股东权益	1,390	1,660	1,749	1,840					
折旧摊销	658	659	656	653					
营运资金变动及其他	-919	-7,254	-4,839	-4,337					
投资活动现金流	804	-341	147	284					
资本支出	5,009	-600	-600	-600					
其他投资	-4,206	259	747	884					
筹资活动现金流	2,301	-15	-155	-295					
借款增加	12,944	4,000	4,000	4,000					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	-2,249	-4,015	-4,155	-4,295					
其他	-8,394	0	0	0					
现金净增加额	7,419	-1,762	1,274	2,054					

数据来源：公司公告，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
