

## 公司研究

## 结算压力延续，销售逆势上涨

## ——中国海外发展（0688.HK）2024年业绩公告点评

## 要点

**事件：**公司发布2024年业绩公告。2024年，公司实现营业收入1851.5亿元，同比下降8.6%，归母净利润156.4亿元，同比下降38.9%。

## 点评：

**开发结算缩量，核心净利润下降：**2024年，公司实现营业收入1851.5亿元，同比下降8.6%，其中，房地产开发业务结算收入同比下降9.4%至1747.2亿元；商业物业运营收入同比增长12.1%至71.3亿元，连续两年保持双位数增长；公司综合毛利率为17.7%，同比下降2.6pct，延续承压状态；公司实现归母净利润156.4亿元，其中核心归母净利润157.2亿元，同比下降33.5%，核心净利润率为8.5%，同比下降3.2pct，业绩下降主要因营收和毛利率同比下降明显、投资物业公允价值变动收益同比减少91.4%、对联合营公司的投资收益同比下降60.1%、结算项目权益结构变动导致少数股东损益占比提升6.8pct等影响。

**连续两年销售逆势增长，保持合理拿地强度：**2024年，公司实现销售额3106.9亿元，同比增长0.3%，连续两年逆势取得增长，其中不含中海宏洋的销售额2705.8亿元，同比增长1.3%；销售均价同比上升16.6%至27047元/平米，高能级城市豪宅项目贡献突出；公司（不含中海宏洋）聚焦核心城市新获取22幅土地，总地价806.1亿元，拿地权益比例86.4%，拿地销售比29.8%。

**商业运营稳步发展，助力构筑第二增长曲线：**2024年，公司新增9个商业物业投入运营，写字楼租金收入35.7亿元，同比增长4.1%；购物中心租金收入22.6亿元，同比增长34.5%；长租公寓收入2.7亿元，同比增长42.1%，酒店及其他商业物业收入10.3亿元，同比下降2.8%。截至2024年末，公司于高能级城市累计获取18个轻资产管理项目。公司积极构筑第二增长曲线，商业运营业务稳步发展，但目前商业运营收入在公司总营收占比约3.9%，贡献有待提升。

**信用优势显著，财务保持稳健：**截至2024年末，公司总有息负债2415.6亿元，短债占比11.8%，债务久期合理，平均融资成本为3.1%，处于行业最低区间；公司剔除预收款的资产负债率为48.2%，净负债率29.2%，现金短债比4.3倍。

**盈利预测、估值与评级：**考虑公司2024年毛利率延续下滑，预期2025年毛利率仍处于筑底阶段，且楼市复苏分化背景下部分城市存货减值压力仍在、投资物业增值空间缩小，我们下调公司2025-2026年归母净利润预测为168.7亿元/187.2亿元（原预测为256.5亿元/274.0亿元），新增公司2027年归母净利润预测为207.9亿元，当前股价对应25-27年PE（基本）估值分别为8.1/7.3/6.6倍，公司财务稳健，核心土储充裕，看好公司提升销售市占率和高端住宅开发竞争力，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售和拿地不及预期，项目竣工不及预期，行业下行超预期等风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	202,524	185,154	192,187	198,209	201,693
营业收入增长率	12.3%	-8.6%	3.8%	3.1%	1.8%
归母净利润(百万元)	25,610	15,636	16,873	18,717	20,792
归母净利润增长率	10.1%	-38.9%	7.9%	10.9%	11.1%
基本EPS(元,人民币)	2.34	1.43	1.54	1.71	1.90
核心EPS(元,人民币)	2.16	1.44	1.51	1.68	1.87
P/E(基本)	5.4	8.8	8.1	7.3	6.6
P/E(核心)	5.8	8.7	8.3	7.5	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-03。注：汇率按1港元兑换0.9235元人民币计算。

## 买入（维持）

当前价：13.58 港元

## 作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

分析师：庄晓波

执业证书编号：S0930524070018

0755-25310400

zhuangxiaobo@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	109.45
总市值(亿港元)	1486.32
一年最低/最高(港元)	10.67/18.32
近3月换手率	16.31%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.6	-5.2	-22.3
绝对	-6.7	10.4	14.3

资料来源：Wind

## 相关研报

20241203 销售同比明显改善，加大核心土储投资力度——中国海外发展（0688.HK）动态跟踪  
20240409 利润率表现稳定，小阳春销售亮眼——中国海外发展（0688.HK）动态跟踪  
20230903 待结算资源充足，盈利能力保持较好——中国海外发展（0688.HK）2023年中期业绩点评

## 财务报表与盈利预测

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	202,524	185,154	192,187	198,209	201,693
营业成本	-161,371	-152,389	-159,131	-162,531	-162,363
毛利	41,153	32,765	33,056	35,678	39,330
其他收入和收益及亏损	1,403	326	1,299	1,851	2,204
销售费用	-4,262	-4,520	-4,884	-5,236	-5,529
管理费用	-2,614	-2,293	-2,284	-2,257	-2,195
折旧及摊销	-405	-177	-881	-983	-1,080
财务成本	-1,032	-935	-896	-895	-895
应占合联营公司损益	1,627	649	630	755	878
税前利润	41,120	26,408	27,990	30,997	34,925
所得税	-14,074	-8,621	-9,649	-10,652	-12,325
净利润(含少数股东损益)	27,047	17,787	18,340	20,345	22,600
归母净利润	25,610	15,636	16,873	18,717	20,792
核心归母净利润	23,650	15,720	16,553	18,387	20,452
总股本(百万股)	10,945	10,945	10,945	10,945	10,945
基本EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	2.34	1.43	1.54	1.71	1.90
核心EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	2.16	1.44	1.51	1.68	1.87
资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	105,629	124,168	128,885	132,923	135,260
应收、预付账款及其他应收款合计	51,579	50,956	52,590	54,334	56,192
存货、发展中及持有待出售物业	487,641	454,274	441,107	431,204	425,233
其他流动资产	9,803	7,240	6,842	6,467	6,114
流动资产合计	654,652	639,184	629,424	624,927	622,798
固定资产(物业厂房设备)	6,904	7,301	9,742	10,758	11,517
投资性物业	207,746	208,399	214,768	221,168	227,600
合联营公司权益	46,302	45,897	46,027	46,233	46,505
递延税项资产	7,513	7,325	7,178	7,035	6,894
其他非流动资产	487	529	576	628	685
非流动资产合计	268,952	269,450	278,291	285,821	293,202
资产总计	923,604	908,634	907,716	910,748	916,000
短期借款及其他短期借款	40,968	28,590	28,018	27,458	26,909
贸易及其他应付款项	85,684	55,601	52,821	50,180	47,671
合约负债	108,619	132,543	118,483	105,322	92,354
应付关联方款项	19,468	24,517	25,253	26,011	26,791
应付税费	30,867	23,863	22,670	21,536	20,460
租赁负债	94	118	119	120	121
流动负债合计	285,701	265,232	247,364	230,626	214,305
长期借款	144,140	149,523	157,000	164,850	173,092
长期应付票据及公司债	72,556	63,451	62,182	60,938	59,719
租赁负债	960	865	822	781	742
递延税项负债	27,336	27,733	28,565	29,422	30,305
非流动负债合计	244,992	241,573	248,569	255,991	263,858
负债总计	530,692	506,804	495,932	486,617	478,163
股本	74,035	74,035	74,035	74,035	74,035
储备	298,982	306,576	317,159	328,889	341,909
少数股东权益	19,894	21,219	20,589	21,207	21,892
股东权益合计	392,912	401,830	411,783	424,131	437,836
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35,279	47,219	16,255	16,997	13,785
投资活动现金流	-4,771	-23,166	-29,060	-35,898	-44,754
融资活动现金流	-35,018	-5,514	17,522	22,939	33,306
净现金流	-4,510	18,539	4,717	4,038	2,337

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新总股本计算

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明:</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP