

公司研究

聚焦核心城市，销售保持增长信心

——越秀地产（0123.HK）动态跟踪

要点

事件：公司发布 2024 年业绩公告和 2025 年 1-3 月销售资料。

点评：

开发业务结算放量，毛利率下滑明显：2024 年，公司实现营业收入 864 亿元，同比增长 7.7%，营收增长主要受房地产开发业务结算收入增长带动，年内房地产开发业务实现营收 806 亿元，同比增长 7.2%；公司综合毛利率为 10.5%，同比下降 4.8pct，主要因计提 22.7 亿元存货减值损失（同比增长 44.4%）及前期低毛利项目集中结算等影响；公司归母净利润 10.4 亿元，同比下降 67.3%，其中核心归母净利润为 15.9 亿元，同比下降 54.4%，主要受毛利率下降等影响。截至 2024 年末，公司已售未结销售额约 1701 亿元，同比下降 14.7%，合同负债覆盖营收 0.97 倍，预计后续开发业务结算增速或有所放缓。

2024 市场排名提升，2025 销售保持增长信心：2024 年，公司实现销售额 1145 亿元，同比下降 19.4%，年度销售首次进入全国前 10，位列第 8，其中，大湾区、华东地区、中西部地区和北方地区销售额占比分别为 42.7%、28.9%、17.1%、11.3%，同比分别变动-7.7pct、+2.6pct、+3.0pct、+2.1pct，销售格局更加均衡，广州、北京、杭州、成都四城销售额占比合计 70.7%，充分布局核心市场。2025 年一季度，公司实现销售额 308 亿元，同比上升 42.0%，开局销售表现良好，约完成 2025 年销售目标 1205 亿元的 25.6%，销售目标完成进度合理。

土储总量充裕，布局结构优化：2024 年，公司于北京、上海、广州、杭州等 8 城新增 24 幅土地，新增土储总建面 271 万平米，布局城市能级较高。截至 2024 年末，公司在手土储 1971 万平米，同比下降 23.2%，土储总量约为 2024 年销售面积的 5.0 倍，可售货值充足，其中，大湾区土储占比 36.5%，华东地区占比 19.1%，中西部地区占比 28.9%，北方地区占比 10.1%，土储布局城市同比缩减 4 个至 25 个，土储结构逐步优化。

财务状况稳健，信用优势明显：截至 2024 年末，公司剔除预收款的资产负债率为 68.1%，净借贷比率为 51.7%，现金短债比为 2.1 倍，财务稳健；综合融资成本同比下降 33BP 至 3.49%，融资成本处于行业低位。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司结算毛利率延续下滑和待结算资源减少等因素，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 13.2/15.1 亿元（原预测为 36.6/38.2 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测为 16.1 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE（基本）估值为 12.7/11.1/10.4 倍，公司近年来积极加强核心城市布局，财务资金状况稳健，看好公司发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：销售与拿地不及预期，项目交付不及预期，市场下行超预期等风险。

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）	80,222	86,401	89,729	84,739	81,855
营业收入增长率	10.8%	7.7%	3.9%	-5.6%	-3.4%
归母净利润（百万元）	3,185	1,040	1,316	1,507	1,613
归母净利润增长率	-19.4%	-67.3%	26.5%	14.5%	7.0%
基本 EPS(元，人民币)	0.79	0.26	0.33	0.37	0.40
核心 EPS(元，人民币)	0.87	0.39	0.41	0.33	0.35
P/E(基本)	5.3	16.1	12.7	11.1	10.4
P/E(核心)	4.8	10.5	10.0	12.6	11.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-07。注：汇率按 1 港元兑换 0.9261 元人民币计算。

买入（维持）

当前价：4.49 港元

作者

分析师：何缅南

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

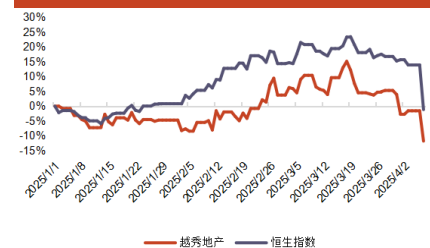
0755-25310400

zhuangxiaobo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	40.25
总市值(亿港元)	180.74
一年最低/最高(港元)	3.37/7.81
近 3 月换手率	22.16%

股价相对走势



相关研报

20241115 销售边际改善，积极盘活资产——越秀地产（0123.HK）动态跟踪

20240407 积极调仓核心土储，销售保持增长信心——越秀地产（0123.HK）动态跟踪

20240129 广州楼市新政利好公司销售，高强度拿地核心土储充裕——越秀地产（0123.HK）动态跟踪

财务报表与盈利预测

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	80,222	86,401	89,729	84,739	81,855
营业成本	-67,964	-77,347	-81,807	-75,139	-70,535
毛利	12,258	9,054	7,922	9,600	11,320
投资物业之公允价值变动	-1,502	-727	-351	182	194
其他收入和收益	165	-668	-139	-214	-340
销售费用	-2,451	-2,719	-2,841	-2,700	-2,625
管理费用	-1,799	-1,489	-1,457	-1,291	-1,165
折旧及摊销	-386	-539	-287	-301	-317
财务费用	-672	-880	-977	-997	-1,003
应占合联营公司损益	752	978	829	826	816
税前利润	7,721	4,196	4,102	6,543	8,327
所得税	-3,146	-2,731	-2,248	-4,420	-6,055
净利润(含少数股东损益)	4,575	1,465	1,853	2,123	2,272
归母净利润	3,185	1,040	1,316	1,507	1,613
核心归母净利润	3,490	1,590	1,666	1,325	1,419
总股本(百万股)	4,025	4,025	4,025	4,025	4,025
基本EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	0.79	0.26	0.33	0.37	0.40
核心EPS(元, 人民币), 按最新股本计算	0.87	0.39	0.41	0.33	0.35
资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及银行结存	29,265	29,728	31,438	30,222	29,708
监控户存款	16,833	17,560	18,570	17,852	17,548
应收、预付账款及票据合计	44,760	59,887	63,749	60,121	57,373
存货、发展中及持有待出售物业	238,949	224,952	232,187	241,842	252,591
预缴税款	7,236	7,218	7,242	7,177	7,335
合同成本	1,122	1,445	1,590	1,749	1,924
流动资产合计	338,164	340,792	354,776	358,963	366,479
固定资产(物业厂房设备)	2,802	3,160	3,578	3,934	4,327
无形资产	514	339	435	361	296
使用权资产	823	1,830	1,799	1,761	1,734
投资性物业	16,786	17,029	17,689	18,881	20,084
合联营公司投资权益	28,876	31,435	34,004	36,743	39,663
发展中物业-非流动资产	8,739	7,856	8,734	8,796	9,170
按公允价值计入损益的其他金融资产	-	-	-	-	-
递延税项资产	3,475	4,465	4,688	4,922	5,169
非流动资产合计	63,014	69,661	70,926	75,398	80,443
资产总计	401,179	410,453	425,702	434,360	446,921
短期借款	22,976	23,269	23,717	23,058	22,665
贸易及其他应付款项	91,720	107,635	113,017	118,668	124,601
合约负债	87,654	83,842	81,283	77,933	77,131
租赁负债	219	226	254	247	243
应付税费	7,517	5,543	5,308	4,589	4,024
流动负债合计	210,087	220,515	223,580	224,495	228,664
长期借款	81,395	80,620	88,682	93,116	97,772
租赁负债	620	562	634	616	606
递延税项负债	5,870	4,006	5,331	5,069	4,802
递延收入	102	55	57	60	63
衍生财务工具	56	9	9	9	9
其他应付款项	841	607	729	874	1,049
非流动负债合计	88,883	85,859	95,442	99,745	104,301
负债总计	298,970	306,374	319,022	324,239	332,965
股本	25,545	25,545	25,545	25,545	25,545
股份奖励计划下的股份	-122	-54	-60	-66	-72
其他储备	2,758	2,619	3,143	3,772	4,526
留存收益	27,447	27,151	27,800	28,777	29,822
少数股东权益	46,580	48,818	50,251	52,092	54,135
股东权益合计	102,209	104,079	106,680	110,121	113,956
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,562	7,751	2,083	10,096	8,625
投资活动现金流	220	-8,093	-10,821	-8,706	-8,153
融资活动现金流	-1,375	805	10,447	-2,606	-986
净现金流	7,407	463	1,709	-1,216	-514

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 注: EPS 按最新股本计算。

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：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所载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