

【广发地产&海外】越秀地产 (00123.HK)

非经常科目拖累利润，投销转化效率依然较高

核心观点:

- **营收增长利润下降，减值等拖累业绩表现。**根据公司年度业绩公告，越秀地产 24 年营收 864 亿元，同比增长 8%，归母净利润 10.4 亿元，同比下降 67.3%，核心归母净利润 15.9 亿元，同比下降 54.4%，末期不分红，全年分红比例 44%。公司收入规模稳定增长，业绩下滑主要由于利润率下降、减值计提及投资性房地产的公允价值下降，非经常性科目总体对业绩形成拖累。23Q2 至 24Q3 核心城市房价下行，对越秀这类主要布局核心一二线城市的公司造成较大影响。
- **销投效率依然较高，储备充足广州占比下降。**根据公司经营简报，24 年越秀销售金额 1145 亿元，同比下降 19%，景气度转好后 24Q4、25Q1 分别增长 23%、42%，储备优势使公司具备较强规模弹性。24 年越秀拿地依然积极，拿地金额 494 亿元，拿地力度 43%，在主流房企中居前，其中北上广杭四城占比达到 90%，截至 24 年末公司在手土储 1971 万方，对应去化周期 3.5 年，储备充足，其中 93% 位于一二线，广州占比 33%，连续 3 年下降，单一市场对公司影响逐步减弱。
- **负债结构稳定，资金充足，安全性持续提升。**截至 24 年末公司有息负债 1039 亿元，同比基本持平，年末综合融资成本 3.49%，进一步压降 33bp。三道红线维持绿档，现金短债比 2.15x，后续可投资资金充足。
- **盈利预测与投资建议。**越秀后续销售及结算稳定性仍有较为充足的保障，预计公司 25-26 归母净利润 11 亿元、14 亿元，同比+8%、+28%。给予公司对应 24 年末归母净资产 0.45 倍 PB 合理估值，港元兑人民币汇率参考 0.93，对应合理价值 6.66 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**单一市场波动影响；行业景气恢复不及预期影响销售及利润率；房价预期不足导致销售毛利率承压；政策环境改善速度不及预期。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80,222	86,401	87,917	97,196	104,115
增长率(%)	11%	8%	2%	11%	7%
EBITDA(百万元)	9,966	6,732	5,235	5,629	5,999
归母净利润(百万元)	3,185	1,040	1,118	1,429	2,050
增长率(%)	-19%	-67%	8%	28%	43%
EPS(元/股)	0.79	0.26	0.28	0.36	0.51
市盈率(P/E)	5.2	16.1	14.9	11.7	8.2
ROE	6%	2%	2%	2%	3%
EV/EBITDA	1.68	2.48	3.19	2.97	2.79

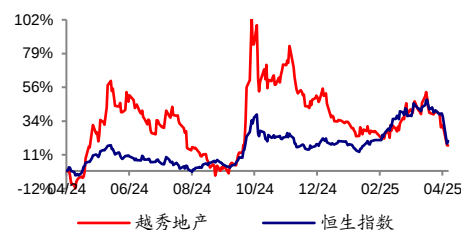
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	4.48 港元
合理价值	6.66 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-08

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

谢淼



SAC 执证号: S0260522070007



SFC CE No. BVB342



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发地产&海外】越秀地产 (00123.HK): 广州国资高比例增持，合作共赢持续发展 2024-06-05
- 【广发地产&海外】越秀地产 (00123.HK): 营收增长分红稳定，销投融表现优秀 2024-04-26

目录索引

一、营收增长利润下降，减值等拖累业绩表现.....	4
二、销投效率依然较高，储备充足广州占比下降	6
三、负债结构稳定，资金充足，安全性持续提升	8
四、盈利预测和投资建议.....	9
五、风险提示	11

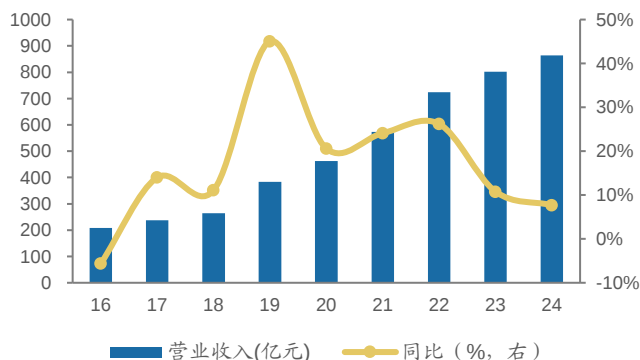
图表索引

图 1: 越秀地产营业收入 (亿元) 及增速	4
图 2: 越秀地产归母净利润 (亿元) 及增速	4
图 3: 越秀地产核心归母净利润 (亿元) 及分红率	4
图 4: 越秀地产业务结算收入 (亿元) 及增速	4
图 5: 越秀地产已售未结金额 (亿元) 及覆盖倍数	5
图 6: 越秀地产全口径竣工 (万方) 及增速	5
图 7: 越秀地产整体、扣税及地产结算毛利率	5
图 8: 越秀地产销售管理费用率及财务费用率	5
图 9: 越秀地产历年减值金额 (亿元) 及存货占比	5
图 10: 越秀地产整体、归母及核心归母净利率	5
图 11: 越秀地产销售金额 (亿元) 及增速	6
图 12: 越秀地产可售金额 (亿元) 及去化率	6
图 13: 越秀地产拿地金额 (亿元) 及拿地力度	7
图 14: 越秀地产在手土储 (万方) 及去化周期	7
图 15: 越秀地产有息负债 (亿元) 及增速	8
图 16: 越秀地产综合融资成本 (%)	8
图 17: 越秀地产现金短债比	9
图 18: 越秀地产净负债率及扣预资产负债率	9
表 1: 主流房企年度及季度销售金额增速	6
表 2: 主流房企拿地金额 (亿元) 及拿地力度 (%)	7
表 3: 越秀地产广州结算、销售、土储、拿地占比	8
表 4: 越秀地产盈利预测	9

一、营收增长利润下降，减值等拖累业绩表现

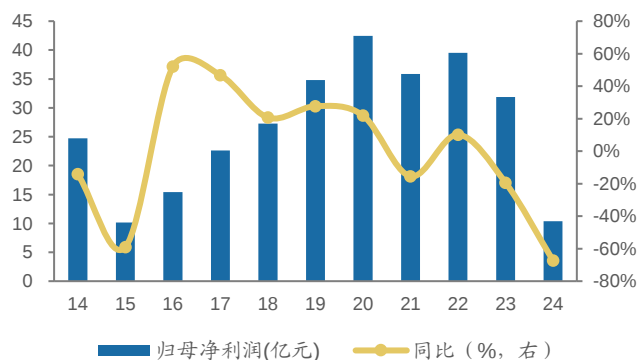
根据年度业绩公告，越秀地产24年实现营业收入864.0亿元，同比增长7.7%，净利润14.7亿元，同比下降68.0%，归母净利润10.4亿元，同比下降67.3%，核心归母净利润15.9亿元，同比下降54.4%。由于公司下半年核心归母净利润亏损1.5亿元，因此末期不分红，全年累计分红与中期分红规模相等(6.96亿元)，对应分红比例44%。

图 1：越秀地产营业收入（亿元）及增速



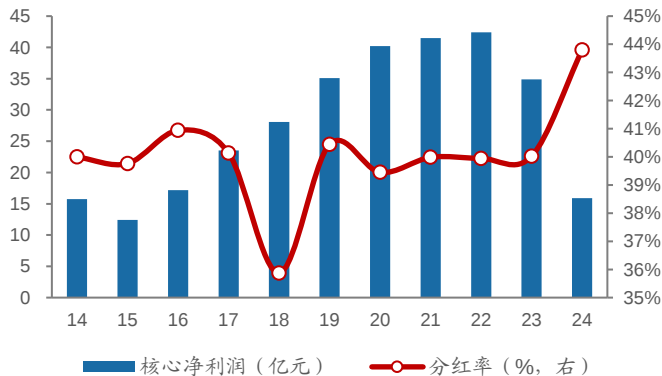
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：越秀地产归母净利润（亿元）及增速



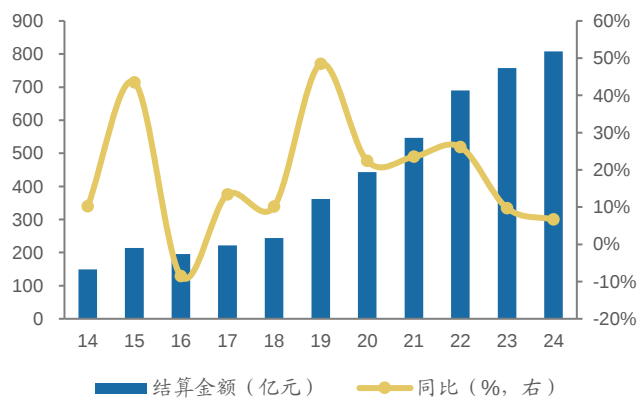
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：越秀地产核心归母净利润（亿元）及分红率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4：越秀地产业地产结算收入（亿元）及增速

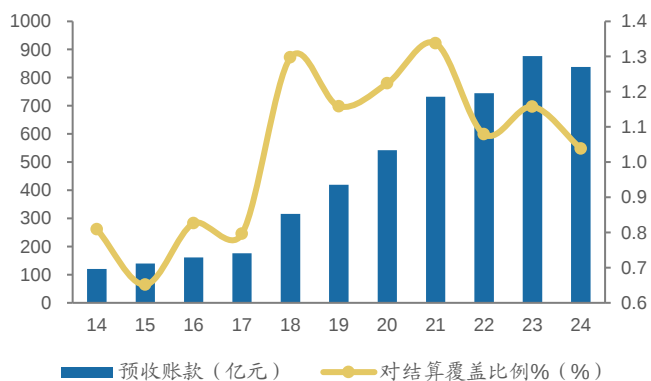


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司收入规模稳定增长，业绩下滑主要由于利润率下降、减值计提及投资性房地产的公允价值下降。收入方面，24年公司实现地产结算收入808亿元，同比增长7%，对应面积下降3%、均价增长10%，公司聚焦策略逐渐在结算表现上体现，结算均价明显提升。24年公司完成并表竣工777万方，基本完成年初目标，25年计划竣工规模较24年实际完成量持平，在手并表已售未结资源对结算覆盖倍数在1倍以上，预计25年收入规模仍将维持稳定。

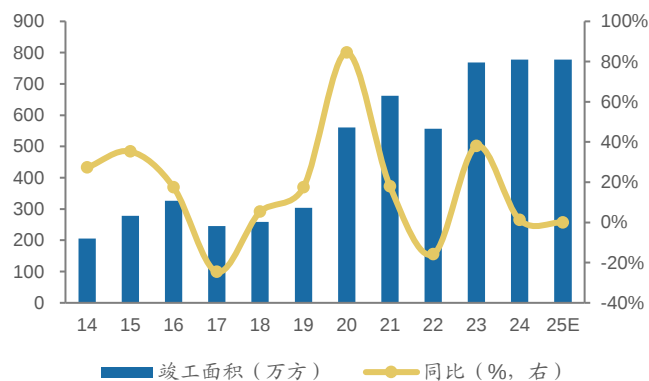
利润率方面，24年公司整体毛利率、地产结算毛利率分别为10.5%、9.4%，较23年分别下降4.8pct、5.8pct。费用率方面，24年公司营收口径销管费率为4.9%，较23年下降0.4pct，但财务费率从23年的-0.4%上升至0.3%。

图 5: 越秀地产已售未结金额 (亿元) 及覆盖倍数



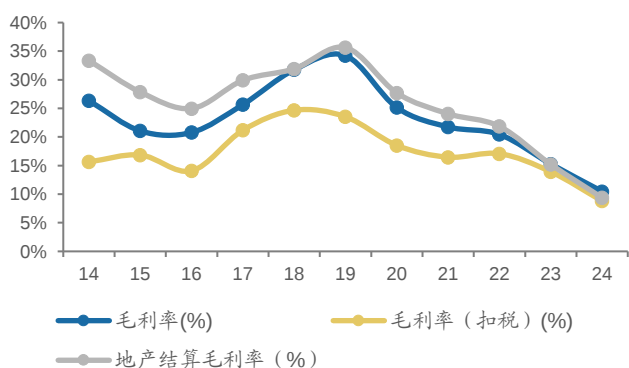
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 越秀地产全口径竣工 (万方) 及增速



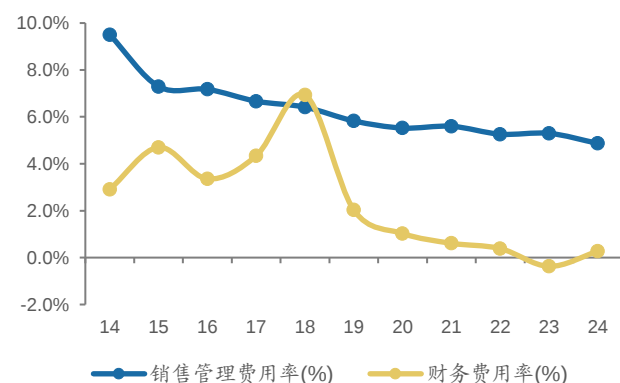
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 7: 越秀地产整体、扣税及地产结算毛利率



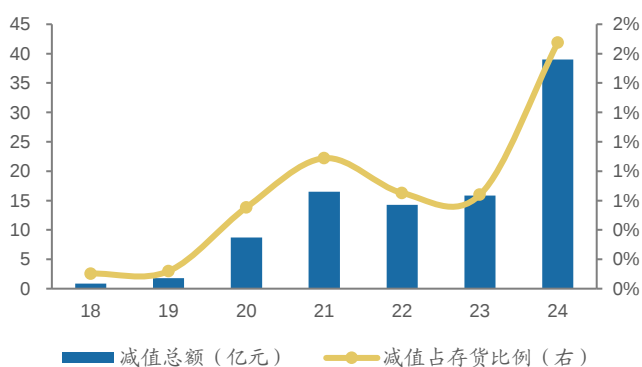
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 8: 越秀地产销售管理费用率及财务费用率



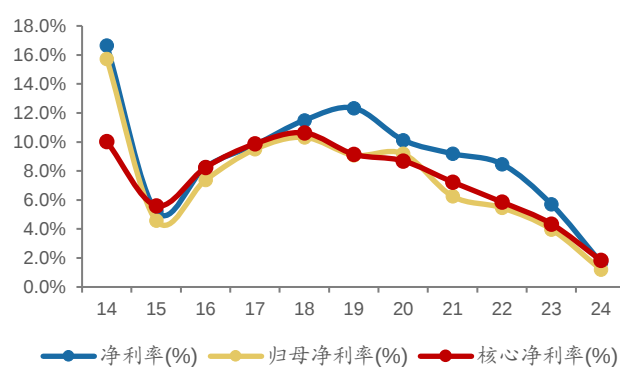
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 9: 越秀地产历年减值金额 (亿元) 及存货占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 10: 越秀地产整体、归母及核心归母净利率



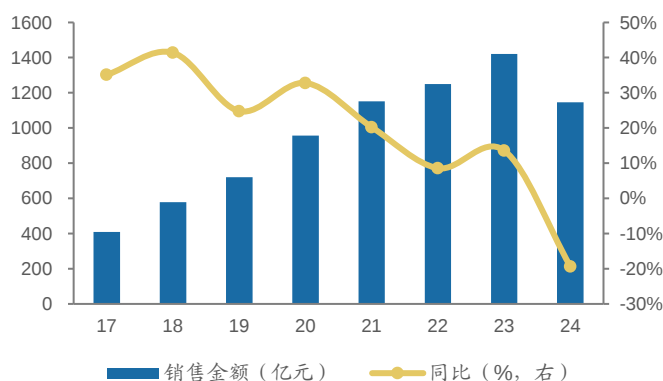
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司年内计提存货减值22.7亿元 (23年15.7亿), 长期资产减值16.3亿元, 投资性房地产公允价值损失7.3亿元, 虽然ICC项目资产处置为公司带来一定收益, 但非经常性科目总体仍对业绩形成拖累。23年5月至24年9月核心城市房价下行加速, 对越秀这类主要布局核心一二线城市的公司造成较大影响, 一方面去化速度不及预期, 另一方面投资兑现出现一定折扣, 使得减值规模增长。

二、销投效率依然较高，储备充足广州占比下降

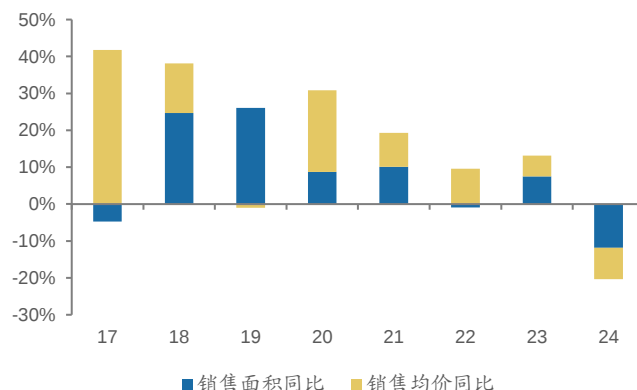
经营方面看，24年越秀实现销售金额1145亿元，同比下降19%，对应面积、均价分别下降12%、8%，市场下行使得公司去化不及预期。分季度来看，24Q1-3越秀销售同比下降31%，景气度转好后24Q4同比增长23%，25Q1同比增长42%，主流房企中居首，储备优势使得基本面改善后公司依然具备较强规模弹性。

图 11: 越秀地产销售金额（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12: 越秀地产销售面积及均价同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 1: 主流房企年度及季度销售金额增速

公司简称	销售金额 (亿元)	年度销售金额同比				季度销售金额同比 (%)				
	2024	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
保利置业集团	541	9%	-11%	7%	1%	-50%	11%	38%	81%	30%
中海集团	3107	2%	-20%	5%	0%	-28%	-9%	-14%	58%	-23%
绿城中国 (自投)	1718	24%	-20%	-9%	-12%	-24%	-2%	-7%	-11%	-3%
华润置地	2611	11%	-5%	2%	-15%	-36%	-19%	-26%	22%	1%
华发股份	1050	1%	-1%	5%	-17%	-59%	-12%	-25%	80%	45%
越秀地产	1145	20%	9%	14%	-19%	-50%	-15%	-21%	23%	42%
保利发展	3230	6%	-15%	-8%	-23%	-45%	-10%	-30%	-7%	0%
招商蛇口	2193	18%	-10%	0%	-25%	-44%	-35%	-26%	10%	-13%
滨江集团	1116	24%	-9%	0%	-27%	-35%	-39%	-26%	1%	-12%
建发房产 (国际)	1335	32%	0%	11%	-29%	-31%	-30%	-49%	-14%	2%
中国金茂	983	2%	-34%	-9%	-30%	-60%	-35%	-20%	10%	4%
建发股份	355	-13%	-29%	0%	-31%	-29%	-21%	-45%	-26%	-45%
万科 A	1677	35%	-7%	14%	-32%	-33%	-43%	-40%	-13%	-9%
首开股份	2460	-11%	-34%	-10%	-35%	-43%	-32%	-30%	-32%	-41%
美的置业	400	7%	-24%	-29%	-35%	-60%	-53%	-1%	-10%	-9%
龙湖集团	402	9%	-42%	-17%	-39%	-56%	-42%	-35%	-6%	-19%
新城控股	1011	7%	-31%	-14%	-42%	-54%	-42%	-43%	-22%	-29%
金地集团	402	-7%	-50%	-35%	-47%	-44%	-44%	-53%	-47%	-58%

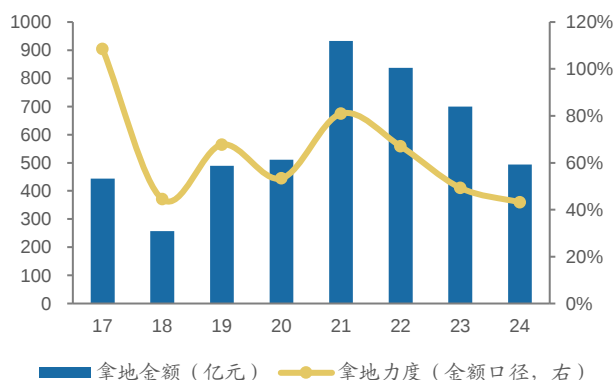
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

前端拿地来看，24年越秀拓展依然积极，24全年于8城新增24个项目，拿地金额494亿元，金额口径拿地力度43%，拓展力度在主流房企中居前，其中24Q4市场景气度转好、政府出让土地质量提升，越秀单季度拿地力度显著提升至68%。

分布来看，24年公司新增项目中北上广杭四城占比达到90%，坚守大本营和聚焦核心仍是公司土地拓展的主要策略，11月新增的北京海淀地块于25年3月首开热销，单日销售额达到152亿元，转化效率突出，而广州年末新增项目多为四代宅，后续或也有较好表现。

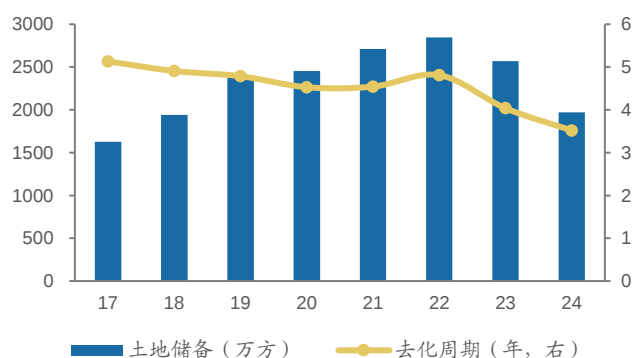
储备资源来看，截至24年末公司在手土储1971万方，同比下降23%，对应去化周期3.5年，受益于前期高力度拓展，储备依然充足，给公司后续拓展留有余裕。分布来看，24年末公司土储93%位于一二线，其中广州占比33%，连续3年下降，单一市场对公司经营表现的影响逐步减弱。

图 13: 越秀地产拿地金额（亿元）及拿地力度



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 14: 越秀地产在手土储（万方）及去化周期



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 2: 主流房企拿地金额（亿元）及拿地力度（%）

公司简称	拿地金额 (亿元)	拿地力度（金额口径）							
	2024	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
越秀地产	494	81%	67%	49%	43%	20%	49%	14%	68%
滨江集团	409	42%	49%	38%	37%	52%	27%	23%	43%
绿城中国	583	59%	28%	41%	34%	31%	15%	52%	42%
建发国际集团	425	69%	47%	64%	32%	0%	84%	0%	28%
建发股份	498	69%	48%	54%	30%	11%	75%	2%	23%
华润置地	776	49%	53%	58%	30%	37%	9%	5%	56%
中国金茂	287	49%	18%	16%	29%	4%	13%	5%	67%
中海地产	858	48%	41%	46%	28%	3%	14%	18%	56%
大悦城	84	38%	16%	4%	24%	88%	4%	0%	8%
招商蛇口	486	66%	44%	39%	22%	25%	8%	32%	27%
保利发展	683	35%	35%	39%	21%	8%	7%	42%	33%
龙湖集团	110	49%	22%	20%	11%	5%	28%	1%	7%

保利置业集团	59	49%	34%	30%	11%	0%	0%	28%	19%
华发股份	75	22%	41%	69%	7%	28%	0%	5%	2%
万科 A	105	30%	22%	22%	4%	0%	1%	6%	10%
首开股份	12	50%	16%	17%	3%	0%	0%	13%	0%
金地集团	4	22%	10%	8%	1%	0%	0%	0%	2%
美的置业	0	24%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司年报，公司经营简报，广发证券发展研究中心

表 3：越秀地产广州结算、销售、土储、拿地占比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
结算金额占比	23%	55%	42%	62%	58%	68%	48%
结算面积占比	16%	33%	33%	51%	42%	54%	36%
销售金额占比	52%	50%	58%	53%	43%	43%	38%
销售面积占比	38%	38%	44%	41%	34%	31%	30%
土储面积占比	39%	43%	47%	47%	43%	38%	33%
拿地金额占比	60%	87%	86%	49%	35%	22%	24%

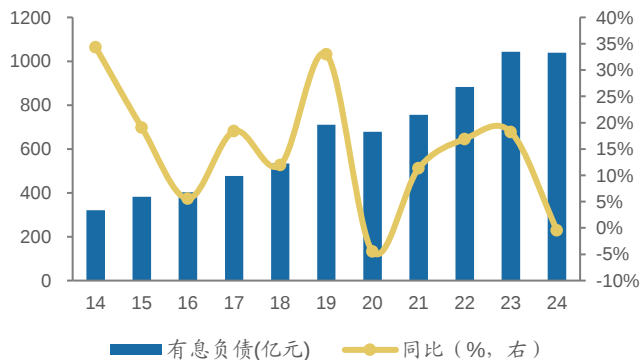
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三、负债结构稳定，资金充足，安全性持续提升

资产负债来看，截至24年末公司账面有息负债1039亿元，同比基本持平，其中短债占比22%，较23年持平，年末综合融资成本3.49%，进一步压降33bp。

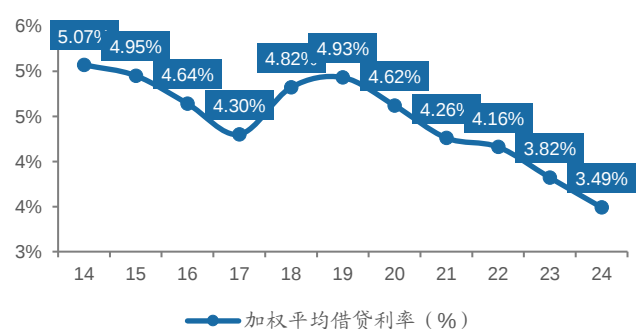
负债水平来看，公司三道红线维持绿档，现金短债比2.15x，受广州3宗土地收储等因素影响在手现金规模增多，安全性进一步提升，后续可投资金相对充足。

图 15：越秀地产有息负债（亿元）及增速



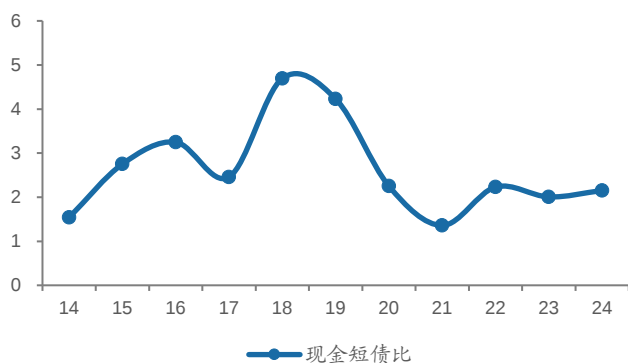
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 16：越秀地产综合融资成本（%）



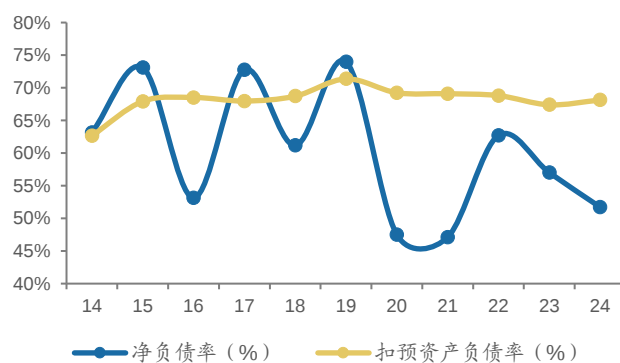
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 17: 越秀地产现金短债比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 18: 越秀地产净负债率及扣预资产负债率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

收入方面, 越秀地产21年以来补货力度较高、21-23年销售规模持续增长, 虽然24年有所下降, 但权益销售规模依然高于当期结算规模, 因此预计25-27年结算收入依然维持增长态势, 分别为816亿元、903亿元、966亿元, 同比分别+1%、+11%、+7%。预计其他业务稳步发展, 25-27年整体营业收入879亿元、972亿元、1041亿元, 同比分别+2%、+11%、+7%。

利润率方面, 公司当前低毛利项目仍处于消化过程中, 21年至24年累计减值规模占期间平均存货比例为3.9%, 在持续经营房企中处于中游水平, 后续或仍面临一定减值压力, 随着24年前后货值进入结算周期, 利润率或有所改善。预计25-27年归母净利润分别为11.2亿元、14.3亿元、20.5亿元, 同比+8%、+28%、+43%。

总体来看, 越秀24年盈利下滑是行业下行背景下的大势所趋, 若25年市场实现“止跌回稳”, 作为近年来拓展最积极优质的公司, 越秀后续销售及结算规模的稳定性仍有较为充足的保障, 利润率也将随房价企稳, 我们依然看好公司长期发展及资产价值。给予公司对应24年末归母净资产0.45倍PB合理估值, 港元兑人民币汇率参考0.93, 对应合理价值6.66港元/股, 维持“买入”评级。

表 4: 越秀地产盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
拿地金额 (亿元)	489	511	932	838	700	494	609	636	661
拿地力度 (%)	68%	53%	81%	67%	49%	43%	50%	50%	50%
销售金额 (亿元)	721	958	1152	1250	1420	1145	1218	1272	1322
同比 (%)	24.8%	32.8%	20.2%	8.6%	13.6%	-19.4%	6.3%	4.5%	3.9%
已售未结金额 (亿元)	886	1196	1507	1790	1993	1701	1737	1724	1684
结算金额 (亿元)	362	443	547	690	757	808	816	903	966
结算比例 (%)	56.6%	50.0%	45.7%	45.8%	42.3%	40.5%	48.0%	52.0%	56.0%
房地产发展收入 (亿元)	344.5	434.6	541.5	687.3	752.2	806.2	816.2	903.2	965.7

同比（%，右）	42%	26%	25%	27%	9%	7%	1%	11%	7%
房地产投资（亿元）	6.9	6.0	6.4	3.2	4.7	6.7	7.3	8.1	8.9
同比（%，右）	1%	-13%	7%	-49%	46%	41%	10%	10%	10%
其他（亿元）	23.1	13.6	11.7	15.2	21.9	21.5	21.5	21.5	21.5
同比（%，右）	277%	-41%	-14%	30%	44%	-2%	0%	0%	0%
营业收入（亿元）	383.4	462.3	573.8	724.2	802.2	864.0	879.2	972.0	1,041.1
同比（%，右）	45%	21%	24%	26%	11%	8%	2%	11%	7%
净利率（%）	12.3%	10.1%	9.2%	8.5%	5.7%	1.7%	1.3%	1.5%	2.0%
净利润（亿元）	47.31	46.83	52.74	61.37	45.75	14.65	18.64	23.82	34.17
同比（%，右）	56%	-1%	13%	16%	-25%	-68%	27%	28%	43%
归母净利润（亿元）	34.83	42.48	35.89	39.53	31.85	10.40	11.18	14.29	20.50
同比（%，右）	28%	22%	-16%	10%	-19%	-67%	7.5%	27.8%	43.5%
EPS	1.12	1.37	1.16	1.28	0.79	0.26	0.28	0.36	0.51
PE（最新市值/归母净利润）	5.6	4.6	5.5	5.0	6.2	18.9	14.9	11.7	8.2

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

备注：总市值及估值时间截至4月8日

表 5：可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		PE		PB
		24A	25E	26E	25E	26E	25E	26E	LF 修正
保利发展	1,017	50	124	131	148%	5%	8.2	7.8	0.5
招商蛇口	860	40	44	48	10%	8%	19.4	17.9	0.9
万科 A	811	-495	-83	6	-	-	-	133.8	0.4
金地集团	204	-61	-10	-3	-	-	-	-	0.4
建发股份	299	35	41	47	17%	15%	7.3	6.4	0.6
华侨城 A	184	0	-10	-2	-	-	-	-	0.4
新城控股	265	8	8	11	8%	36%	32.5	24.0	0.5
滨江集团	302	29	32	38	12%	17%	9.3	8.0	1.1
华发股份	139	10	12	13	24%	12%	11.7	10.5	0.7
首开股份	58	2	4	6	72%	63%	15.6	9.6	0.5
城建发展	91	-1	7	9	-	31%	12.9	9.9	0.5
中国海外发展	1,272	156	248	260	59%	5%	5.1	4.9	0.4
华润置地	1,590	256	316	337	24%	7%	5.0	4.7	0.8
龙湖集团	593	104	69	72	-34%	5%	8.6	8.2	0.4
越秀地产	167	10	11	14	8%	28%	14.9	11.7	0.4
绿城中国	229	16	19	24	20%	25%	12.0	9.6	0.6
中国海外宏洋集团	55	10	20	22	112%	9%	2.7	2.5	0.2

数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

备注：（a）总市值及估值时间截至4月8日；（b）保利发展、招商蛇口、万科 A、新城控股、滨江集团、华发股份、中国海外发展、华润置地、越秀地产、中国海外宏洋集团盈利预测为广发证券发展研究中心房地产小组预测，其余公司为 Wind 一致预期。

五、风险提示

未来基本面表现不及预期，包括行业政策面改善力度不及预期，三四线需求大幅下滑，库存累积快于预期，居民端需求持续性不及预期等；未来融资环境进一步收紧，对于渠道管控更加严格，信贷投放量减少；供给侧改革下行业出清，对于市场情绪产生扰动。广州单一市场对公司经营表现影响增大。

资产负债表

单位：百万元

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	346,904	351,107	397,157	409,407	422,345
货币资金	46,098	50,049	58,465	63,622	81,348
应收及预付	38,706	54,377	74,352	75,532	77,591
存货	247,688	232,808	223,391	218,809	210,727
其他流动资产	14,412	13,871	40,949	51,444	52,680
非流动资产	54,275	59,346	63,463	67,898	72,598
长期股权投资	28,876	31,435	34,579	38,037	41,840
固定资产	2,802	3,160	3,191	3,223	3,256
无形资产	1,337	2,169	2,169	2,169	2,169
其他长期资产	21,259	22,582	23,524	24,469	25,333
资产总计	401,179	410,453	460,620	477,306	494,943
流动负债	210,927	221,122	261,455	280,588	302,241
短期借款	22,976	23,269	22,180	12,880	7,689
应付及预收	92,561	108,242	109,679	110,957	112,174
其他流动负债	95,390	89,611	129,597	156,752	182,377
非流动负债	88,043	85,252	86,835	82,006	74,575
长期借款	81,395	80,620	81,970	76,895	69,205
其他非流动负债	6,648	4,632	4,866	5,111	5,370
负债合计	298,970	306,374	348,290	362,594	376,816
股本	25,545	25,545	33,209	33,209	33,209
资本公积及留存收益	30,084	29,716	29,557	30,986	33,036
归属母公司股东权益	55,629	55,261	62,766	64,195	66,245
少数股东权益	46,580	48,818	49,564	50,516	51,883
负债和股东权益	401,179	410,453	460,620	477,306	494,943

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,562	-	15,667	26,983	37,708
净利润	3,185	-	1,118	1,429	2,050
折旧摊销	384	-	351	355	358
营运资金变动及其他	4,993	-	14,198	25,200	35,299
投资活动现金流	220	-	-3,686	-3,990	-4,326
资本支出	-332	-	-574	-564	-555
投资变动	-464	-	-3,112	-3,426	-3,771
其他	1,016	-	0	0	0
筹资活动现金流	-1,375	-	-3,565	-17,837	-15,655
债权融资	8,309	-	261	-14,375	-12,880
股权融资	7,510	-	0	0	0
其他	-17,194	-	3,826	-528	-1,551
现金净增加额	7,407	-	8,416	5,157	17,726
期初现金余额	35,118	-	50,049	58,465	63,622
期末现金余额	46,098	-	58,465	63,622	81,348

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.78%	7.70%	1.76%	10.55%	7.12%
营业利润增长	-14.69%	-38.28%	-81.26%	55.15%	76.73%
归属母公司净利润增长	-19.43%	-67.35%	7.54%	27.77%	43.45%
获利能力					
毛利率	15.28%	10.48%	8.90%	9.23%	9.75%
净利率	5.70%	1.70%	1.27%	1.47%	1.97%
ROE	5.73%	1.88%	1.78%	2.23%	3.09%
ROIC	1.49%	1.02%	0.88%	1.06%	1.40%
偿债能力(%)					
资产负债率	74.5%	74.6%	75.6%	76.0%	76.1%
净负债比率	57.0%	51.7%	40.7%	22.8%	-3.8%
流动比率	164.5%	158.8%	151.9%	145.9%	139.7%
速动比率	47.0%	53.5%	66.5%	67.9%	70.0%
营运能力					
总资产周转率	21.5%	21.3%	20.2%	20.7%	21.4%
应收账款周转率	251.0%	185.6%	136.6%	129.7%	136.0%
存货周转率	29.2%	32.2%	35.1%	39.9%	43.8%
每股指标(元)					
每股收益	0.79	0.26	0.28	0.36	0.51
每股经营现金流	2.13	2.29	2.99	5.16	7.21
每股净资产	13.8	13.7	12.0	12.3	12.7
估值比率					
P/E	5.2	16.1	14.9	11.7	8.2
P/B	0.30	0.30	0.27	0.26	0.25
EV/EBITDA	1.7	2.5	3.2	3.0	2.8

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	80,222	86,401	87,917	97,196	104,115
营业成本	67,964	77,347	80,090	88,223	93,966
销售费用	2,451	2,719	2,641	2,780	3,666
管理费用	1,799	1,489	1,946	2,682	2,802
财务费用	-298	233	243	520	224
资产减值损失	-1,574	-1,574	-1,950	-1,365	-585
投资净收益	752	978	0	0	0
营业利润	9,058	5,591	1,048	1,626	2,873
利润总额	7,721	4,196	1,048	1,626	2,873
所得税	3,146	2,731	-816	-756	-544
净利润	4,575	1,465	1,864	2,382	3,417
少数股东损益	1,390	425	746	953	1,367
归属母公司净利润	3,185	1,040	1,118	1,429	2,050
EBITDA	9,966	6,732	5,235	5,629	5,999
EPS (元)	0.79	0.26	0.28	0.36	0.51

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

张 春 娥：资深分析师，厦门大学经济学硕士，7 年房地产研究经验，2021 年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：高级分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：高级分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：高级分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。