

越秀地产 (00123.HK)

优于大市

业绩承压，销售目标积极

核心观点

归母净利润-67%。2024年公司实现营业收入864亿元，同比增长8%；归母净利润10亿元，同比下降67%；核心净利润16亿元，同比下降54%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为10.5%，同比下降4.8pct，且公司计提存货减值共计23亿元。

土储充沛，销售目标积极。2024年公司实现销售面积392万平方米，同比下降12%；实现销售金额1154亿元，同比下降12%，完成全年销售目标的78%。分区域看，公司大湾区、华东、中西部、北方地区销售占比分别为43%、29%、17%、11%。公司2025年可售货值2354亿元，销售目标1205亿元，若完成则全年销售将同比增长5%。2024年新增24幅土地，总建筑面积约271万平方米，其中71%位于一线城市。截至2024年末，公司总土储1971万平方米，其中大湾区占比37%，一二线占比96%，在建项目占比69%，土储结构保持优质。

财务稳健，融资渠道畅通。公司财务水平始终保持“绿档”，截至2024年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为68.1%，净负债率为51.7%，现金短债比为2.1。公司融资渠道畅通，年内发行公开债共67亿元。债务结构方面，公司一年内到期债务占比22%，债务结构合理。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：我们根据公司结转规模下降的比例适当下调公司25、26年的收入预测至891/914亿元（原值930/983亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司25、26年归母净利润分别为10/10亿元（原值33/35亿元），EPS分别为0.25/0.24元，对应当前股价PE分别为15.7/15.9倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80222	86401	89079	91395	92400
(+/-%)	10.8%	7.7%	3.1%	2.6%	1.1%
净利润(百万元)	3185	1040	996	984	1058
(+/-%)	-19.4%	-67.3%	-4.2%	-1.2%	7.5%
每股收益(元)	0.79	0.26	0.25	0.24	0.26
EBIT Margin	10.0%	5.6%	4.9%	4.9%	4.9%
净资产收益率(ROE)	6.2%	1.9%	1.8%	1.7%	1.9%
市盈率(PE)	4.9	15.1	15.7	15.9	14.8
EV/EBITDA	41.3	66.5	51.8	50.4	49.0
市净率(PB)	0.28	0.28	0.28	0.28	0.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

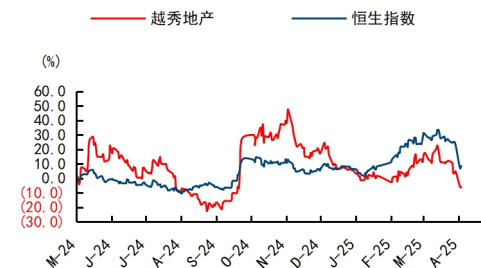
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.48 港元
总市值/流通市值	18034/18034 百万港元
52周最高价/最低价	8.13/3.32 港元
近3个月日均成交额	75.79 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

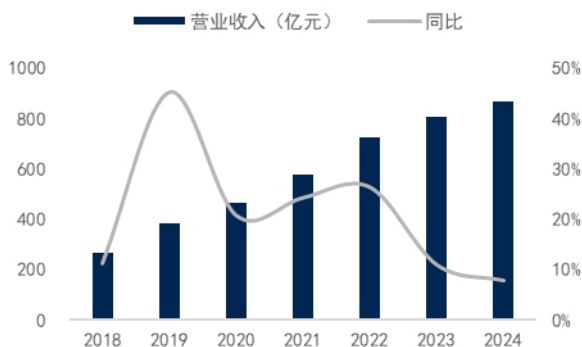
《越秀地产(00123.HK)-毛利率略有下滑，上半年业绩承压》——2024-08-29

《越秀地产(00123.HK)-销售稳增，财务稳健》——2024-03-27

《越秀地产(00123.HK)-业绩稳健，销售逆势高增》——2023-08-28

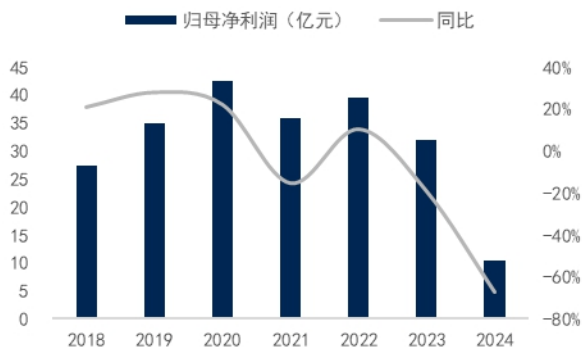
归母净利润-67%。2024 年公司实现营业收入 864 亿元，同比增长 8%；归母净利润 10 亿元，同比下降 67%；核心净利润 16 亿元，同比下降 54%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为 10.5%，同比下降 4.8pct，且公司计提存货减值共计 23 亿元。

图1：公司营业收入及增速



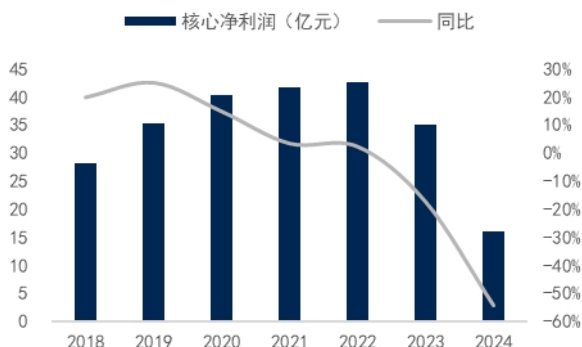
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



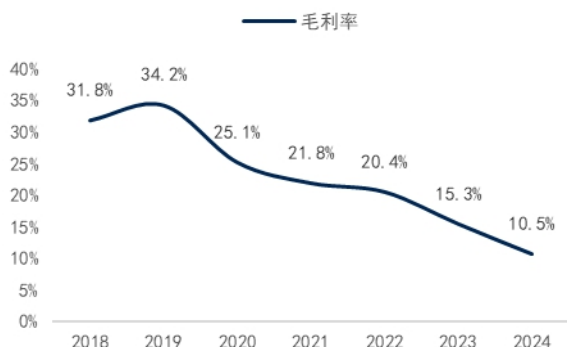
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司核心净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

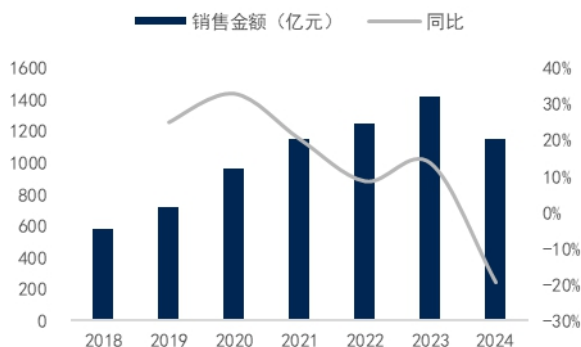
图4：公司毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

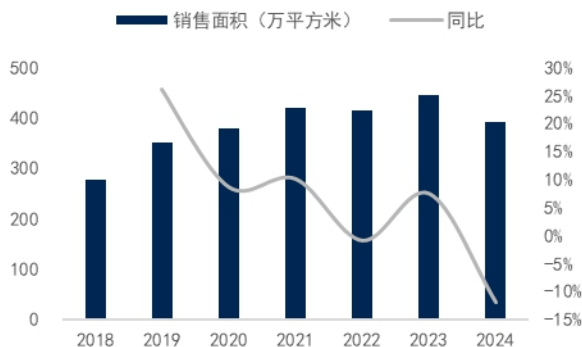
土储充沛，销售目标积极。2024 年公司实现销售面积 392 万平方米，同比下降 12%；实现销售金额 1154 亿元，同比下降 12%，完成全年销售目标的 78%。分区域看，公司大湾区、华东、中西部、北方地区销售占比分别为 43%、29%、17%、11%。公司 2025 年可售货值 2354 亿元，销售目标 1205 亿元，若完成则全年销售将同比增长 5%。2024 年新增 24 幅土地，总建筑面积约 271 万平方米，其中 71%位于一线城市。截至 2024 年末，公司总土储 1971 万平方米，其中大湾区占比 37%，一二线占比 96%，在建项目占比 69%，土储结构保持优质。

图5: 公司销售额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售面积及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务稳健，融资渠道畅通。公司财务水平始终保持“绿档”，截至2024年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为68.1%，净负债率为51.7%，现金短债比为2.1。公司融资渠道畅通，年内发行公开债共67亿元。债务结构方面，公司一年内到期债务占比22%，债务结构合理。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、2022至2024年，公司的销售金额分别为1250/1420/1145亿元，同比+9%/+14%/-19%。截至2024年末公司已售未入账金额1700亿元，在公司未来两年销售保持平稳的情况下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司2025、2026、2027年总营业收入分别为891/914/924亿元，同比+3%/+3%/+1%。
- 2、预计公司未来三年营业成本/营业收入分别为90%/90%/90%，与2024年基本持平，考虑到公司高地价低毛利项目陆续结算完毕，且2024年减值计提较为充分，预计公司毛利率将保持稳定。
- 3、预计公司未来三年管理费用/营业收入为2.1%，与过去三年平均水平基本持平。
- 4、预计公司未来三年销售费用/营业收入为3.0%，与过去三年平均水平基本持平。
- 5、预计公司未来三年计提减值幅度好转。

表1: 公司营收假设

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	86401	89079	91395	92400
YOY	7.7%	3.1%	2.6%	1.1%
营业成本/营业收入	89.5%	90.0%	90.0%	89.5%
管理费用/营业收入	1.7%	2.1%	2.1%	1.7%
销售费用/营业收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%

资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所预测

未来3年盈利预测及敏感性分析：按上述假设条件，我们得到公司2025、2026、2027年的营收分别为891/914/924亿元，归母净利润分别为10/10/11亿元，同比-4%/-1%/+8%，每股收益分别为0.25/0.24/0.26元。

表2：未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	86401	89079	91395	92400
营业成本	77347	80171	82256	83160
销售费用	2719	2672	2742	2772
管理费用	1489	1871	1919	1940
营业利润	4104	2221	2194	2655
归母净利润	1040	996	984	1058
每股收益	0.26	0.25	0.24	0.26
ROE	2%	2%	2%	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析：公司以房地产开发为主业，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1）在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2）在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3）在中性预测条件下，公司2025、2026年EPS分别为0.25/0.24元。

表3：盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80222	86401	89079	91395	92400
(+/-%)	10.8%	7.7%	3.1%	2.6%	1.1%
净利润(百万元)	3185	1040	1808	1833	1820
(+/-%)	-19.4%	-67.3%	73.8%	1.4%	-0.7%
每股收益(元)	0.79	0.26	0.45	0.46	0.45
中性预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80222	86401	89079	91395	92400
(+/-%)	10.8%	7.7%	3.1%	2.6%	1.1%
净利润(百万元)	3185	1040	996	984	1058
(+/-%)	-19.4%	-67.3%	-4.2%	-1.2%	7.5%
每股收益(元)	0.79	0.26	0.25	0.24	0.26
悲观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80222	86401	89079	91395	92400
(+/-%)	10.8%	7.7%	3.1%	2.6%	1.1%
净利润(百万元)	3185	1040	185	136	297
(+/-%)	-19.4%	-67.3%	-82.2%	-26.4%	118.4%
每股收益(元)	0.79	0.26	0.05	0.03	0.07

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：我们根据公司结转规模下降的比例适当下调公司25、26年的收入预测至891/914亿元（原值930/983亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司25、26年归母净利润分别为10/10亿元（原值33/35亿元），EPS分别为0.25/0.24元，对应当前股价PE分别为15.7/15.9倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	29265	29728	30917	32154	38407	营业收入	80222	86401	89079	91395	92400
应收款项	50859	66638	75051	73747	76204	营业成本	67964	77347	80171	82256	83160
存货净额	238949	224952	248654	243581	227028	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	17954	19006	20770	21310	21545	销售费用	2451	2719	2672	2742	2772
流动资产合计	338164	340792	375860	371540	364380	管理费用	1799	1489	1871	1919	1940
固定资产	11542	11016	8807	6586	4361	财务费用	672	880	2144	2285	1873
无形资产及其他	1283	2169	1859	1549	1239	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	6746	6924	6924	6924	6924	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	25605	31435	34431	38843	42547	其他收入	1603	137	0	0	0
资产总计	383339	392336	427881	425443	419451	营业利润	8938	4104	2221	2194	2655
短期借款及交易性金融负债	25729	23269	49925	44061	29563	营业外净收支	(1218)	92	0	0	0
应付款项	14394	7103	11742	9688	10994	利润总额	7721	4196	2221	2194	2655
其他流动负债	169964	190143	192116	196978	199310	所得税费用	3146	2731	999	987	1327
流动负债合计	210087	220515	253783	250726	239868	少数股东损益	1390	425	225	222	269
长期借款及应付债券	81395	80620	74090	69855	67799	归属于母公司净利润	3185	1040	996	984	1058
其他长期负债	7488	5239	13124	17066	22979						
长期负债合计	88883	85859	87214	86921	90778	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	298970	306374	340996	337647	330646	净利润	3185	1040	996	984	1058
少数股东权益	46580	48818	49043	49265	49534	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	55629	55261	55959	56648	57388	折旧摊销	(386)	0	2519	2530	2535
负债和股东权益总计	401179	410453	445998	443560	437569	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	672	880	2144	2285	1873
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(24753)	7627	(19383)	12588	23414
每股收益	0.79	0.26	0.25	0.24	0.26	其它	1390	425	225	222	269
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.07	0.08	经营活动现金流	(20564)	9092	(15643)	16324	27277
每股净资产	13.82	13.73	13.90	14.07	14.26	资本开支	2271	526	0	0	0
ROIC	3%	1%	1%	1%	2%	其它投资现金流	(215)	670	0	(280)	(449)
ROE	6%	2%	2%	2%	2%	投资活动现金流	1895	(4634)	(2995)	(4693)	(4153)
毛利率	15%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	6%	5%	5%	5%	负债净变化	8841	(775)	(6530)	(4235)	(2056)
EBITDA Margin	10%	6%	8%	8%	8%	支付股利、利息	0	0	(299)	(295)	(318)
收入增长	11%	8%	3%	3%	1%	其它融资现金流	8406	(2444)	26656	(5864)	(14497)
净利润增长率	-19%	-67%	-4%	-1%	8%	融资活动现金流	26088	(3995)	19827	(10395)	(16871)
资产负债率	86%	87%	87%	87%	87%	现金净变动	7419	463	1189	1237	6253
息率	0.0%	0.0%	1.9%	1.9%	2.0%	货币资金的期初余额	21846	29265	29728	30917	32154
P/E	4.9	15.1	15.7	15.9	14.8	货币资金的期末余额	29265	29728	30917	32154	38407
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	(18124)	9845	(14463)	17581	28213
EV/EBITDA	41.3	66.5	51.8	50.4	49.0	权益自由现金流	(1275)	6318	4483	6225	10723

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032