

内地房地产

2025 年 8 月 27 日

越秀地产 (123 HK)

1H25 业绩符合预期，全年销售料超 1200 亿元；维持买入

谢骥聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

- ④ **2025 上半年业绩符合预期：**收入同比增长 34.6%至 475.7 亿元人民币（下同），当中房地产开发/房地产管理收入同比增长 34.2%/12.5%至 440.3/16.1 亿元。毛利率下滑 3.1 个百分点至 10.6%（稍低于我们预测约 12%-13%），主要受开发毛利下降拖累。核心净利润同比下降 12.7%至 15.2 亿元，符合我们此前预测（全年约 32-33 亿元）。核心派息率稳定在约 40%，半年每股派息同比减少 12.7%至 0.151 元。
- ④ **料全年销售超 1200 亿元：**上半年合同销售同比上升 11%至 615 亿元，为全年销售目标 1,205 亿元的 51.0%。管理层表示全年约有 2,354 亿元可售资源，我们相信在下半年的推盘增加及有更多可售资源的情况下，销售会有进一步的改善，并大概率可以完成全年的销售目标。截至 2025 年 6 月，公司已售未结金额达 1,490 亿元，其中约 29%/38%位于大湾区/华东地区，而我们估算当中超过 400 亿元可以在 2025 年下半年结转。另外，公司拥有 2,043 万平方米土储，其中约 39%布局于大湾区。按城市等级分布，约 45/49%分布在一/二线城市。
- ④ **融资成本进一步下降：**公司上半年经营性现金流入约 41 亿元，总借贷维持在 1039 亿元，而净负债比则轻微下降 1.4 个百分点至 40.3%。截至 2025 年 6 月底，人民币贷款占比大致维持在至 81%，而平均融资成本同比大幅下降 41 个基点至 3.16%，在下半年的流动性宽松的环境下，我们预计平均融资成本有望进一步下降约 10-20 个基点。
- ④ **维持买入，目标价 6.60 港元：**我们维持对越秀地产的买入评级，鉴于：1）新土储以及一/二线城市更容易在市场进一步好转时抓住购买力；2）财务状况稳健（“三条红线”仍保持“绿档”达标）和融资成本较低；以及 3）其背景以及土储布局更容易受惠于近期的行业支持政策，并维持目标价 6.60 港元。

图表 1：越秀地产 2025 年上半年业绩概览

(人民币百万元)	2024 年上半年	2025 年上半年	同比 (%)
收入	35,340	47,574	34.6
房地产开发	32,796	44,027	34.2
房地产管理	1,428	1,608	12.5
房地产投资	297	268	(9.7)
其他	819	1,671	104.1
销售成本	(30,493)	(42,511)	39.4
毛利润	4,847	5,063	4.4
销售及推销费用	(1,092)	(1,479)	35.5
行政费用	(579)	(619)	6.9
其他净收入	91	136	48.8
息税前利润	3,268	3,101	(5.1)
净利息费用	95	(211)	NA
应占联营/合资公司利润	461	1,264	174.2
税前利润	3,824	4,154	8.6
税项	(1,262)	(1,179)	(6.6)
税后利润	2,562	2,976	16.1
少数股东权益	(731)	(1,606)	119.8
净利润	1,831	1,370	(25.2)
核心净利润	1,740	1,520	(12.7)
每股盈利-呈报 (人民币元)	0.46	0.34	-25.2
每股盈利-核心 (人民币元)	0.53	0.38	-28.2
半年每股股息 (人民币元)	0.173	0.151	-12.7
核心派息率 (%)	40.0%	40.0%	0.0 个百分点
毛利率	13.7%	10.6%	(3.1 个百分点)
息税前利率 (%)	9.2%	6.5%	(2.7 个百分点)
净利润率 (%)	5.2%	2.9%	(2.3 个百分点)
核心净利润率 (%)	4.9%	3.2%	(1.7 个百分点)
	2024 年 12 月	2025 年 6 月	变化 (%)
现金	50.05	44.64	(10.8)
总借贷	103.89	103.86	0.0
资本负债率	41.7%	40.3%	(1.4 个百分点)
净借贷比率	51.7%	53.2%	1.5 个百分点
总资产	410.45	383.67	(6.5)
股东应占权益	55.26	56.67	2.6
每股股东应占权益 (人民币元)	13.73	14.08	2.5

资料来源：公司资料、交银国际

图表 2：越秀地产 (123 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
823 HK	领展房托	买入	41.72	49.80	19.4%	2025 年 08 月 25 日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	6.69	6.94	3.7%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.82	5.86	21.6%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	91.70	96.10	4.8%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	27.14	25.90	-4.6%	2025 年 08 月 22 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	31.10	31.68	1.9%	2025 年 03 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.93	6.60	33.9%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.46	1.16	152.2%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6626 HK	越秀服务	买入	2.83	4.20	48.4%	2025 年 08 月 22 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	7.38	8.36	13.3%	2025 年 05 月 02 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.54	6.30	13.7%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	3.30	3.20	-3.0%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.58	0.60	3.4%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 26 日

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。