

## 越秀地产 (00123.HK)

## 营收高增业绩降幅收窄，销售逆势增长有望完成全年目标

**2025H1 公司营收+34.6%，归母净利润-25.2%。**2025年上半年，公司实现主营业务收入475.7亿元(同比+34.6%，下同)；归母净利润13.7亿元(-25.2%)；核心净利润15.2亿元(-12.7%)。期内公司营收实现较大增长，主要与公司结转节奏和结构有关，其中华东贡献入账金额的55.4%，带动整体收入的提升。期内公司业绩有所下滑，主要是(1)受行业持续调整及结转结构影响，整体毛利率下至10.6%(-3.1pct)；其中，公司计提资产减值5.32亿元，较上年同期减值规模有所减少。(2)归母净利润占净利润的比例下降至46%。公司目前已售未结金额1490亿元，随着低毛利率项目的逐步出清，公司业绩有望逐步企稳。

**财务表现稳健，融资成本进一步降低。**截至期末，公司有息负债规模为1038.6亿元(较2024年末-0.03%基本持平)，其中1年内到期占比24.0%。加权平均融资成本进一步下降至3.16%(-41bp)。截至期末，公司剔除预产资产负债率64.6%，净负债率53.2%，现金短债比1.7倍，三道红线维持绿档达标。

**销售规模逆势提升，北方地区为主要贡献区域。**2025年上半年，公司年实现合同销售金额615亿元(+11.0%)。在上半年全国房地产市场继续萎缩的环境下，公司销售规模逆势提升，表现亮眼。从公司销售结构看，大湾区占27.4%、华东地区占27.8%、中西部地区占11.0%、北方地区占33.8%，北方贡献率较往年显著提升，其中主要是北京期内实现销售197亿元贡献。公司2025年销售目标为1205亿元，上半年完成51%。

**拿地聚焦核心城市，在手资源优质充裕。**公司上半年新增13幅土地，分别在北京、上海、广州、杭州、西安、佛山，总建筑面积148万方，权益投资额109.6亿元，一二线城市投资占比92%。公司目前在手资源充足，期末总土储2043万方(较2024年末+3.65%)，一二线城市占比约94%，年初可售货源2354亿元(不包含今年新拿地形成的货源)，助力公司全年销售跑赢行业。

**投资建议：**考虑到公司(1)国资背景，融资畅通，流动性保持充裕；(2)将继续受益于竞争格局改善，多元拿地渠道及优异的区域布局将保障销售的动能及韧性。基于目前行业下行环境，公司利润可能阶段性承压，而随着利润率较高的项目逐步进入结转，盈利有望在未来逐步改善。我们小幅下调2025年业绩预测，预计公司2025/2026/2027年营收分别为901.3/922.1/901.6亿元；归母净利润分别为9.8/11.6/13.5亿元；对应的EPS分别为0.24/0.29/0.34元/股；对应PE分别为18.7/15.8/13.6倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	80222	86401	90130	92214	90164
增长率 yoy (%)	11%	8%	4%	2%	-2%
归母净利润(百万元)	3185	1040	979	1161	1350
增长率 yoy (%)	-19%	-67%	-6%	19%	16%
EPS 最新摊薄(元/股)	0.85	0.26	0.24	0.29	0.34
P/E(倍)	6.85	18.12	18.72	15.80	13.58

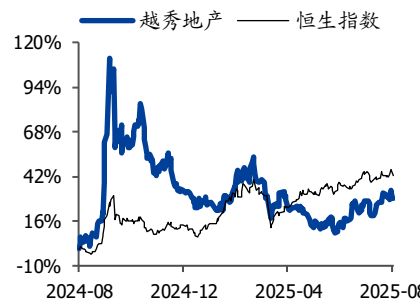
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年8月27日收盘价

## 买入(维持)

## 股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
08月27日收盘价(港元)	4.95
总市值(百万港元)	19,925.69
总股本(百万股)	4,025.39
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	16.16

## 股价走势



## 作者

分析师 金晶

执业证书编号: S0680522030001

邮箱: jinjing3@gszq.com

分析师 夏陶

执业证书编号: S0680524070006

邮箱: xiatao@gszq.com

## 相关研究

- 《越秀地产(00123.HK): 结转结构及减值影响业绩, 推进盘活存量土地》 2025-04-05
- 《越秀地产(00123.HK): 1H24 毛利率承压影响业绩, 管理层维持全年销售目标》 2024-08-30
- 《越秀地产(00123.HK): 多元拿地聚焦核心城市, 销售增速领先行业》 2024-04-10

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	338,164	340,792	335,928	329,153	323,229
现金	29,265	29,728	34,035	39,273	45,638
应收账款及票据	846	1,307	1,001	1,025	1,002
存货	238,949	224,952	223,714	209,707	198,883
其他	69,104	84,804	77,178	79,149	77,707
<b>非流动资产</b>	63,014	69,661	71,196	72,790	74,439
固定资产	11,542	11,016	10,248	9,534	8,869
无形资产	1,283	2,169	2,272	2,380	2,493
其他	50,190	56,476	58,676	60,876	63,076
<b>资产总计</b>	401,179	410,453	407,124	401,943	397,668
<b>流动负债</b>	210,087	220,515	216,985	211,408	206,535
短期借款	25,729	23,269	21,640	20,774	20,151
应付账款及票据	1,331	1,560	1,566	1,596	1,547
其他	183,027	195,686	193,779	189,038	184,837
<b>非流动负债</b>	88,883	85,859	85,053	84,255	83,465
长期债务	81,395	80,620	79,814	79,016	78,225
其他	7,488	5,239	5,239	5,239	5,239
<b>负债合计</b>	298,970	306,374	302,038	295,663	289,999
普通股股本	25,545	25,545	25,545	25,545	25,545
储备	31,015	29,716	30,303	31,000	31,810
<b>归属母公司股东权益</b>	55,629	55,261	55,848	56,545	57,355
少数股东权益	46,580	48,818	49,238	49,735	50,314
<b>股东权益合计</b>	102,209	104,079	105,086	106,280	107,669
负债和股东权益	401,179	410,453	407,124	401,943	397,668

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	8,562	21,730	11,110	11,566	12,665
净利润	3,185	1,040	979	1,161	1,350
少数股东权益	1,390	425	420	497	579
折旧摊销	384	677	772	731	694
营运资金变动及其他	3,603	19,588	8,940	9,177	10,043
<b>投资活动现金流</b>	220	-16,492	-3,977	-4,200	-4,347
资本支出	-343	-361	-107	-125	-143
其他投资	563	-16,131	-3,870	-4,075	-4,205
<b>筹资活动现金流</b>	-1,375	-4,775	-2,827	-2,128	-1,953
借款增加	-7,824	-3,235	-2,435	-1,664	-1,413
普通股增加	7,510	0	0	0	0
已付股利	-1,859	-1,540	-392	-464	-540
其他	798	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	7,419	463	4,306	5,238	6,365

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	80,222	86,401	90,130	92,214	90,164
其他收入	131	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	67,964	77,347	80,537	82,059	79,553
销售费用	2,451	2,719	3,064	3,135	3,066
管理费用	1,799	1,489	1,983	2,029	1,984
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-119	354	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	7,721	4,196	2,976	3,316	3,857
所得税	3,146	2,731	1,577	1,658	1,929
<b>净利润</b>	4,575	1,465	1,399	1,658	1,929
少数股东损益	1,390	425	420	497	579
<b>归属母公司净利润</b>	3,185	1,040	979	1,161	1,350
EBIT	7,602	4,550	2,976	3,316	3,857
EBITDA	7,986	5,227	3,747	4,047	4,551
EPS	0.85	0.26	0.24	0.29	0.34

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.78%	7.70%	4.32%	2.31%	-2.22%
归属母公司净利润	-19.43%	-67.35%	-5.87%	18.55%	16.32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.28%	10.48%	10.64%	11.01%	11.77%
销售净利率	3.97%	1.20%	1.09%	1.26%	1.50%
ROE	5.73%	1.88%	1.75%	2.05%	2.35%
ROIC	2.15%	0.76%	0.68%	0.80%	0.94%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.52%	74.64%	74.19%	73.56%	72.93%
净负债比率	76.18%	71.25%	64.16%	56.94%	48.98%
流动比率	1.61	1.55	1.55	1.56	1.57
速动比率	0.39	0.44	0.43	0.48	0.51
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.23	0.23
应收账款周转率	113.31	80.23	78.07	91.03	88.99
应付账款周转率	45.73	53.52	51.53	51.91	50.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.85	0.26	0.24	0.29	0.34
每股经营现金流	2.13	5.40	2.76	2.87	3.15
每股净资产	13.82	13.73	13.87	14.05	14.25
估值比率					
P/E	6.85	18.12	18.72	15.80	13.58
P/B	0.42	0.34	0.33	0.32	0.32
EV/EBITDA	12.70	17.79	22.88	19.48	15.62

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年8月27日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com