

中国海外发展 (00688. HK)

毛利率承压，拿地销售保持强度

优于大市

核心观点

归母净利润下降 17%。2025 上半年公司实现营业收入 832 亿元，同比下降 4.5%；归母净利润 87 亿元，同比下降 16.6%。公司归母净利润下滑的原因主要为结转规模下降及毛利率下降，上半年公司毛利率同比下降 4.7pct 至 17.4%。公司宣布派发中期股息每股港币 25 港仙。

销售规模维持行业前列。2025 上半年公司实现销售金额 1202 亿元，同比下降 19%，规模仍然维持行业前列；实现销售面积 512 万平方米，同比下降 6%。公司整体市场占有率保持前列，在 31 个城市市占率位居当地前三，其中 14 个城市位居当地市场第一，公司重点城市销售强劲，共 6 个城市合约销售金额超 50 亿元，其中北京超 300 亿元。2025 上半年新增土地投资 17 宗，权益购地金额 401 亿元，其中一线和强二线城市占比 86%。公司土储结构优质，持续发展动能充足，截至 2025 上半年末土地储备总建筑面积 2693 万平米，权益面积 2366 万平米。

商业运营业务稳步发展。2025 上半年，公司商业运营收入 35 亿元；购物中心、写字楼双核收入贡献占比 81%，资产结构持续优化。其中，公司一线城市项目收入占比提升至 47%，资产质量进一步提升。购物中心方面，公司购物中心成熟期项目出租率 96.2%，经营利润率 56.8%；写字楼方面，公司写字楼新签约面积 51 万平方米，续租率 77%，成熟期项目出租率 78.3%，经营利润率 59.7%；酒店方面，公司酒店整体平均入住率 68.2%，长租公寓开业 6 个月以上项目出租率 94%。

评级行业领先，在手现金充足。公司行业评级领先，是唯一双 A-国际信用评级的内房企。截至 2025 上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 45.7%，净负债率为 28.4%，现金短债比 4.9 倍，各项指标均处于行业最优区间。

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：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25、26 年的收入和归母净利润分别为 1818/1847 亿元、155/156 亿元，EPS 分别为 1.41/1.43 元，对应当前股价 PE 分别为 8.0/7.9 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)	202524	185154	181821	184730	193043
(+/-%)	12.3%	-8.6%	-1.8%	1.6%	4.5%
净利润(百万元)	25610	15636	15455	15637	16428
(+/-%)	10.1%	-38.9%	-1.2%	1.2%	5.1%
每股收益(元)	2.34	1.43	1.41	1.43	1.50
EBIT Margin	16.9%	14.0%	14.4%	14.4%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	4.1%	4.0%	3.9%	4.0%
市盈率 (PE)	4.8	7.9	8.0	7.9	7.5
EV/EBITDA	19.3	24.3	22.5	22.3	21.7
市净率 (PB)	0.33	0.32	0.32	0.31	0.30

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 · 房地产服务

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：王粤雷
0755-81981019
wangyuele@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	13.81 港元
总市值/流通市值	151149/151149 百万港元
52 周最高价/最低价	18.19/10.32 港元
近 3 个月日均成交额	273.64 百万港元

市场走势



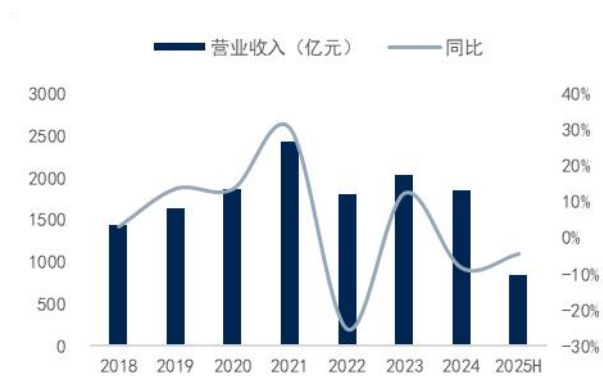
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国海外发展 (00688. HK) - 销售稳健，资源优质》—— 2025-04-07
- 《中国海外发展 (00688. HK) - 聚焦核心城市，经营保持稳健》—— 2024-08-29
- 《中国海外发展 (00688. HK) - 归母净利润增长 10%，投资保持强度》—— 2024-04-08
- 《中国海外发展 (00688. HK) - 销售高增，全年目标积极》—— 2023-08-29

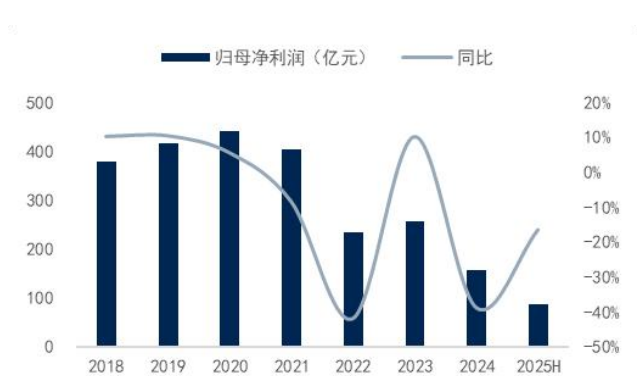
归母净利润下降 17%。2025 上半年公司实现营业收入 832 亿元，同比下降 4.5%；归母净利润 87 亿元，同比下降 16.6%。公司归母净利润下滑的原因主要为结转规模下降及毛利率下降，上半年公司毛利率同比下降 4.7pct 至 17.4%。公司宣布派发中期股息每股港币 25 港仙。

图1：公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

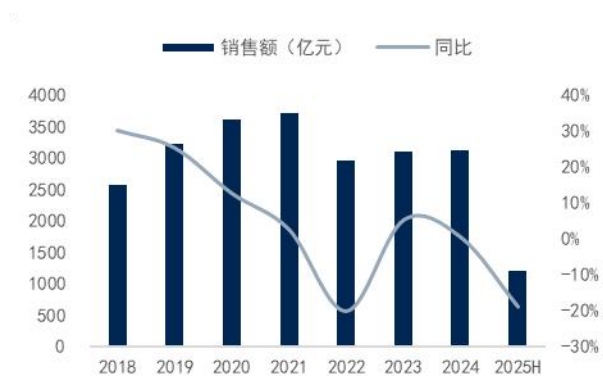
图2：公司归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

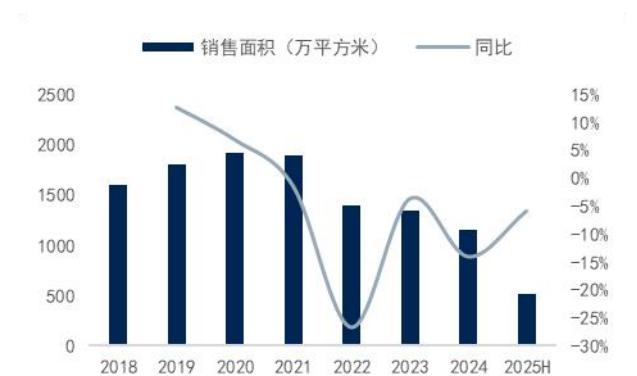
销售规模维持行业前列。2025 上半年公司实现销售金额 1202 亿元，同比下降 19%，规模仍然维持行业前列；实现销售面积 512 万平方米，同比下降 6%。公司整体市场占有率保持前列，在 31 个城市市占率位居当地前三，其中 14 个城市位居当地市场第一，公司重点城市销售强劲，共 6 个城市合约销售金额超 50 亿元，其中北京超 300 亿元。2025 上半年新增土地投资 17 宗，权益购地金额 401 亿元，其中一线和强二线城市占比 86%。公司土储结构优质，持续发展动能充足，截至 2025 上半年末土地储备总建筑面积 2693 万平米，权益面积 2366 万平米。

图3：公司销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业运营业务稳步发展。2025 上半年，公司商业运营收入 35 亿元；购物中心、写字楼双核收入贡献占比 81%，资产结构持续优化。其中，公司一线城市项目收入占比提升至 47%，资产质量进一步提升。购物中心方面，公司购物中心成熟期项目出租率 96.2%，经营利润率 56.8%；写字楼方面，公司写字楼新签约面积 51 万平方米，续租率 77%，成熟期项目出租率 78.3%，经营利润率 59.7%；酒店方面，公司酒店整体平均入住率 68.2%，长租公寓开业 6 个月以上项目出租率 94%。

评级行业领先，在手现金充足。公司行业评级领先，是唯一双 A-国际信用评级的内房企。截至 2025 上半年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 45.7%，净负债率为 28.4%，现金短债比 4.9 倍，各项指标均处于行业最优区间。

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：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25、26 年的收入和归母净利润分别为 1818/1847 亿元、155/156 亿元，EPS 分别为 1.41/1.43 元，对应当前股价 PE 分别为 8.0/7.9 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	105344	124168	135982	137592	131390	营业收入	202524	185154	181821	184730	193043
应收款项	47172	51688	50757	51569	53890	营业成本	161371	152389	149093	151479	158295
存货净额	487641	454274	442465	448245	469157	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9883	9054	8882	9029	9432	销售费用	4262	2784	4364	4434	4633
流动资产合计	654652	639184	638087	646435	663869	管理费用	2614	5160	2182	2217	2317
固定资产	4903	7301	6104	4866	3589	财务费用	1032	3698	2334	2213	2254
无形资产及其他	1636	56	48	40	32	投资收益	0	0	1138	894	1016
投资性房地产	20812	7509	7509	7509	7509	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	33215	45897	52311	61859	69840	其他收入	7646	5285	0	0	0
资产总计	715219	699947	704059	720709	744839	营业利润	40890	26408	24986	25282	26560
短期借款及交易性金融负债	23150	16634	16634	16634	16634	营业外净收支	230	0	0	0	0
应付款项	119495	77666	92127	85006	93334	利润总额	41120	26408	24986	25282	26560
其他流动负债	143056	170932	148130	159309	161896	所得税费用	14074	8621	7496	7584	7968
流动负债合计	285701	265232	256891	260949	271864	少数股东损益	1437	2152	2036	2060	2164
长期借款及应付债券	216696	212974	212974	212974	212974	归属于母公司净利润	25610	15636	15455	15637	16428
其他长期负债	28296	28599	28910	29216	29525						
长期负债合计	244992	241573	241884	242190	242499	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	530692	506804	498774	503140	514363	净利润	25610	15636	15455	15637	16428
少数股东权益	19894	21219	22542	23881	25288	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	373018	380611	391429	402375	413875	折旧摊销	(405)	0	1489	1531	1570
负债和股东权益总计	923604	908634	912746	929396	953526	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	1032	935	2334	2213	2254
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	7249	29335	4881	(2373)	(12413)
每股收益	2.34	1.43	1.41	1.43	1.50	其它	1437	2152	1323	1339	1407
每股红利	0.00	0.00	0.42	0.43	0.45	经营活动现金流	33891	47122	23149	16134	6992
每股净资产	34.08	34.78	35.76	36.76	37.81	资本开支	447	(2398)	(285)	(285)	(285)
ROIC	6%	5%	5%	5%	5%	其它投资现金流	425	4611	0	0	0
ROE	7%	4%	4%	4%	4%	投资活动现金流	727	(10468)	(6699)	(9832)	(8265)
毛利率	20%	18%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	14%	14%	14%	负债净变化	(14332)	(3722)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	15%	15%	15%	支付股利、利息	0	0	(4636)	(4691)	(4928)
收入增长	12%	-9%	-2%	2%	4%	其它融资现金流	(10318)	(10386)	0	0	0
净利润增长率	10%	-39%	-1%	1%	5%	融资活动现金流	(38982)	(17829)	(4636)	(4691)	(4928)
资产负债率	60%	58%	57%	57%	57%	现金净变动	(4365)	18824	11814	1610	(6202)
息率	0.0%	0.0%	3.8%	3.8%	4.0%	货币资金的期初余额	109709	105344	124168	135982	137592
P/E	4.8	7.9	8.0	7.9	7.5	货币资金的期末余额	105344	124168	135982	137592	131390
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	29836	44417	24414	17494	8331
EV/EBITDA	19.3	24.3	22.5	22.3	21.7	权益自由现金流	4507	29679	22780	15945	6753

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

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