中国海外宏洋集团（00081.HK）

销售平稳拿地积极，业绩短期仍然承压

优于大市

核心观点

业绩短期仍然承压。2025H1，公司实现营业收入145亿元，同比-33%，主要因为2022年以来房地产市场下行、公司签约销售额下降对结算规模的影响持续体现。2025H1，公司实现归母净利润2.8亿元，同比-68%；归母净利率2.0%，同比下降2.1pct。一方面因为毛利率同比下降0.4pct至9.3%，销售费率同比增加1.2pct至3.9%，主要因为2021年及以前获取项目毛利低、难去化，但2022年至2025H1新拿地项目毛利更高（预期实现19%）、去化更好，随着这些项目在结算规模中的占比逐步提升，公司业绩有望企稳回升。另一方面，2025H1公司归母净利润占净利润整体的比重为74%，同比下降28pct，少数股东分得更多表内项目收益，而应占合联营项目业绩亏损。

销售同比下滑但规模相对平稳，上半年拿地较积极。2025H1，公司实现签约销售166亿元，同比-13%；其中合联营销售额10亿元，占比6%持续下降；权益销售额142亿元，同比-9%，权益销售占比提升至86%；销售面积147万㎡，同比-11%。公司持续深耕下沉市场，凭借运营实力、品牌美誉和经营优势，2025H1在19个城市的销售额位列当地Top3，占已布局33个城市的58%。2025H1，公司新增土储建面133万㎡，超过2024年全年；拿地总价为62亿元，权益地价占比为90%，以拿地金额/销售额计算的投资强度为37%；新增货值166亿元，相对上半年销售额计算货值补充率为100%。截至2025H1末，公司总土储建面为1354万㎡，同比-15%。

公司财务状况保持健康，融资成本持续降低。2025H1，公司实现销售回款169亿元，回款率为102%；经营活动净现金流为12亿元，保持为正。截至2025H1末，公司净资产为384亿元，同比+1%；货币资金为285亿元，同比+13%；现金短债比为1.5，剔除预收的资产负债率61.5%，净负债率33.5%；加权平均融资成本为3.5%，较2024年末下降0.6pct，其中境内加权平均融资成本降至3.2%，境外加权平均融资成本降至3.8%。

投资建议：由于市场下行导致公司物业开发主业的结算规模下降，我们下调公司2025-2026年的营业收入为313/315亿元（原值为353/317亿元），并对公司毛利率水平进行审慎估计，预计公司2025-2026年归母净利润分别为3.6/4.7亿元（原值为10.8/12.4亿元），对应每股收益分别为0.10/0.13元，对应当前股价PE分别为20.0/15.3倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策放松效果和延续性不及预期；新房销售规模不及预期、房价下跌幅度超预期；公司销售回款节奏、毛利率水平、存货价值不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56,408	45,895	31,346	31,537	32,035
(+/-%)	-1.9%	-18.6%	-31.7%	0.6%	1.6%
归母净利润(百万元)	2302	954	361	474	495
(+/-%)	-26.9%	-58.5%	-62.1%	31.1%	4.4%
每股收益（元）	0.65	0.27	0.10	0.13	0.14
EBIT Margin	6.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
净资产收益率（ROE）	7.5%	3.0%	1.1%	1.5%	1.5%
市盈率（PE）	3.1	7.6	20.0	15.3	14.6
EV/EBITDA	30.4	53.9	68.0	66.8	65.2
市净率（PB）	0.23	0.23	0.23	0.23	0.22

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	2.21港元
总市值/流通市值	7866/7866百万港元
52周最高价/最低价	2.83/1.29港元
近3个月日均成交额	23.53百万港元

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

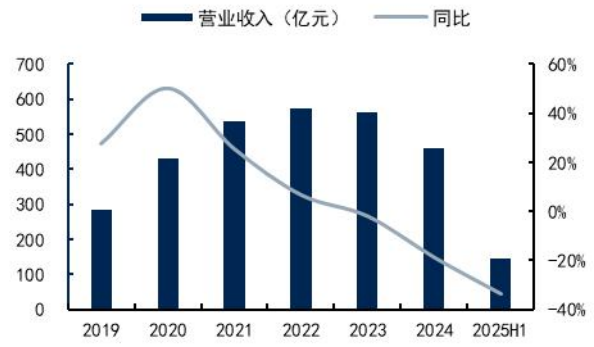
《中国海外宏洋集团（00081.HK）-结算规模和利润承压，但签约销售明显好转》 ——2025-04-10

《中国海外宏洋集团（00081.HK）-下沉市场优势凸显，销售排名持续提升》 ——2024-08-28

《中国海外宏洋集团（00081.HK）-保持下沉市场深耕优势，销售表现优于行业整体》 ——2024-03-29

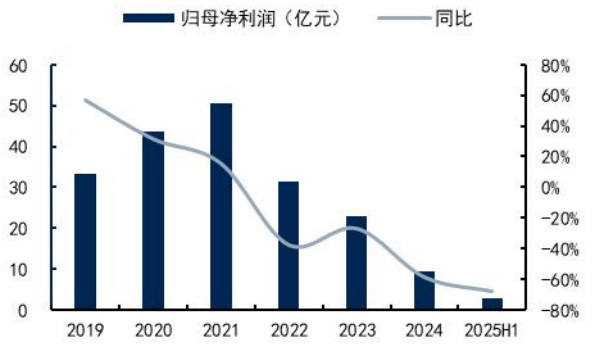
业绩短期仍然承压。2025H1，公司实现营业收入 145 亿元，同比-33%，主要因为 2022 年以来房地产市场下行、公司签约销售额下降对结算规模的影响持续体现。2025H1，公司实现归母净利润 2.8 亿元，同比-68%；归母净利率 2.0%，同比下降 2.1pct。一方面因为毛利率同比下降 0.4pct 至 9.3%，销售费率同比增加 1.2pct 至 3.9%，主要因为 2021 年及以前获取项目毛利低、难去化，但 2022 年至 2025H1 新拿地项目毛利更高（预期实现 19%）、去化更好，随着这些项目在结算规模中的占比逐步提升，公司业绩有望企稳回升。另一方面，2025H1 公司归母净利润占净利润整体的比重为 74%，同比下降 28pct，少数股东分得更多表内项目收益，而应占合联营项目业绩亏损。

图1：公司历年营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利率

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

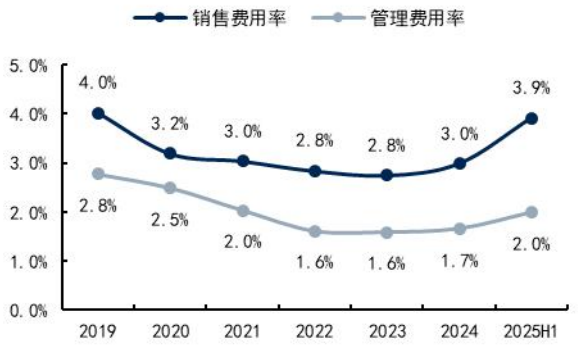
图4：公司历年归母净利润占净利润整体的比重

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司历年毛利率

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

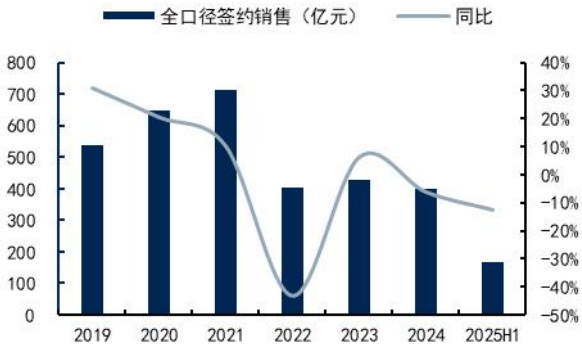
图6：公司历年销管费用率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

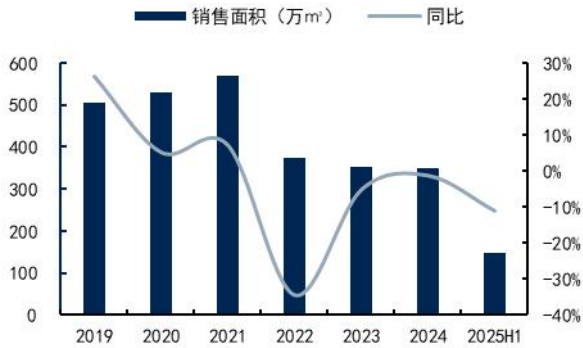
销售同比下滑但规模相对平稳，上半年拿地较积极。2025H1，公司实现签约销售166 亿元，同比-13%；其中合联营销售额 10 亿元，占比 6%持续下降；权益销售额142 亿元，同比-9%，权益销售占比提升至 86%；销售面积 147 万㎡，同比-11%。公司持续深耕下沉市场，凭借运营实力、品牌美誉和经营优势，2025H1 在 19 个城市的销售额位列当地 Top3，占已布局 33 个城市的 58%。2025H1，公司新增土储建面 133 万㎡，超过 2024 年全年；拿地总价为 62 亿元，权益地价占比为 90%，以拿地金额/销售额计算的投资强度为 37%；新增货值 166 亿元，相对上半年销售额计算货值补充率为 100%。截至 2025H1 末，公司总土储建面为 1354 万㎡，同比-15%。

图7：公司历年全口径销售金额及同比



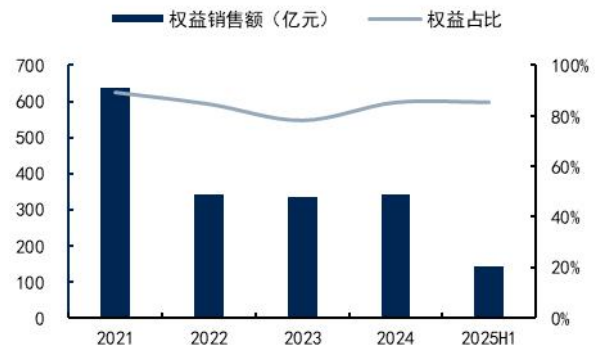
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司历年销售面积及同比



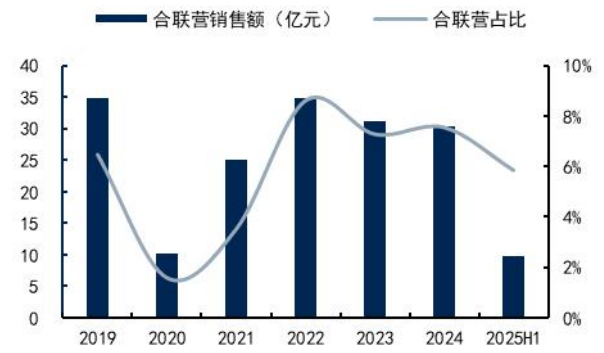
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司历年权益销售额占比



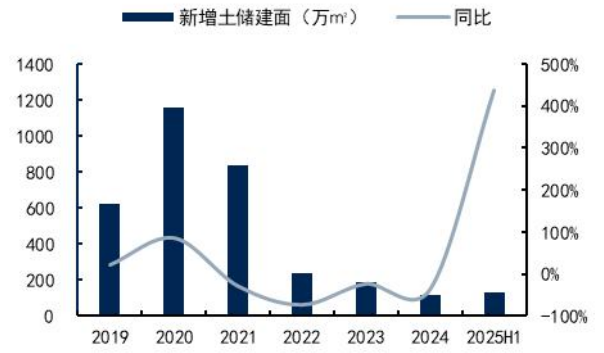
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司历年合联营销售额占比



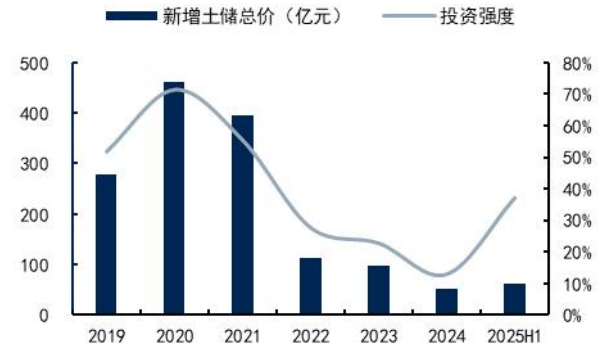
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司历年新增土储建面及同比



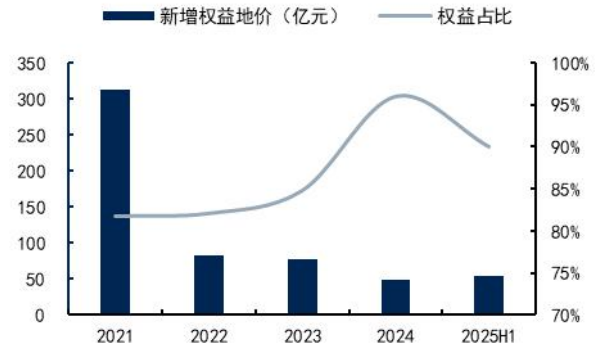
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司历年新增土储总价及投资强度



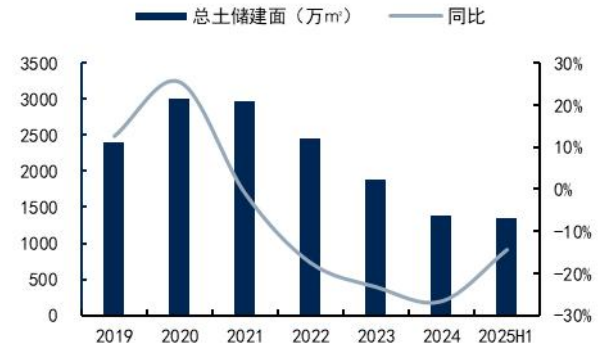
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图13：公司历年新增土储权益地价及权益占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图14：公司历年总土储建面及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

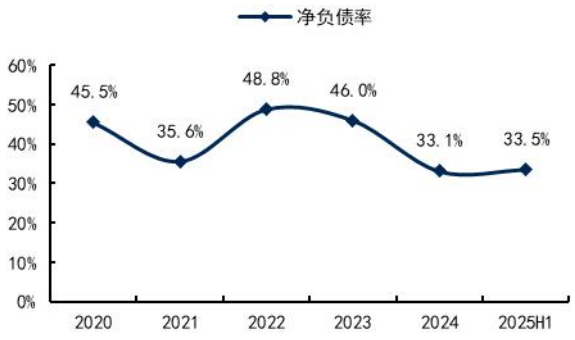
公司财务状况保持健康，融资成本持续降低。2025H1，公司实现销售回款 169 亿元，回款率为 102%；经营活动净现金流为 12 亿元，保持为正。截至 2025H1 末，公司净资产为 384 亿元，同比+1%；货币资金为 285 亿元，同比+13%；现金短债比

为1.5,剔除预收的资产负债率61.5%,净负债率33.5%;加权平均融资成本为3.5%,较2024年末下降0.6pct，其中境内加权平均融资成本降至3.2%，境外加权平均融资成本降至3.8%。

图15：公司历年经营活动净现金流

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图16：公司历年净负债率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图17：公司历年现金短债比

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图18：公司历年融资成本

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、预计公司2025-2027年总营业收入为313/315/320亿元：2022-2024年，公司签约销售金额分别为403/428/401亿元，同比-43%/+6%/-6%。而截至2025H1末，公司预售按金281亿元。预期2025全年公司签约销售额为320亿元，在此后两年销售保持平稳的情况下，综合考虑公司已售未结余额和结算进度，预计公司2025-2027年物业开发收入分别为309/311/316亿元，同比-32%/+0.6%/+1.6%。此外估算公司2025-2027年商业物业运营收入为4.8亿元，与2024年持平。

2、预计公司2025-2027年营业成本/营业收入分别为91.6%/91.6%/91.6%：2022年以来公司毛利率下降，一方面因为存货减值计入销售成本，另一方面因为公司所布局城市的房价依旧承压，预计2025-2027年公司毛利率仍处于低位，与2024年持平。待高地价低毛利项目逐渐去化，2022年以来获取的项目均有较充分盈利预期，随着新拓项目在结算规模中的占比提升，预计公司毛利率未来将企稳回升。

3、预计公司 2025-2027 年管理费用/营业收入分别为 1.7%，与 2024 年基本持平。

4、预计公司 2025-2027 年销售费用/营业收入分别为 3.0%，与 2024 年基本持平。

5、预计公司 2025-2027 年所得税税率为 25%。

表1：公司营收假设

	2024	2025E	2026E	2027E
物业开发收入（亿元）	454	309	311	316
YOY	-19.0%	-32.0%	0.6%	1.6%
商业物业运营收入（亿元）	4.84	4.84	4.84	4.84
YOY	47.4%	0.0%	0.0%	0.0%
合计：				
营业收入（亿元）	**459**	**313**	**315**	**320**
YOY	**-18.6%**	**-31.7%**	**0.6%**	**1.6%**
营业成本/营业收入	**91.6%**	**91.6%**	**91.6%**	**91.6%**
管理费用/营业收入	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**
销售费用/营业收入	**3.0%**	**3.0%**	**3.0%**	**3.0%**
所得税税率	**125.0%**	**25.0%**	**25.0%**	**25.0%**

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 2025-2027 年的营业收入分别为 313/315/320 亿元，归母净利润分别为 3.6/4.7/4.9 亿元，每股收益分别为 0.10/0.13/0.14 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	45895	31346	31537	32035
营业成本	42049	28719	28894	29350
销售费用	1373	938	943	958
管理费用	763	521	524	532
营业利润	2161	575	754	787
归母净利润	954	361	474	495
每股收益	0.27	0.10	0.13	0.14
ROE	3%	1%	1%	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；2）在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期；3）在中性预测条件下，公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.10/0.13/0.14 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)	56408	45895	32723	33904	35456
(+/-%)	-1.9%	-18.6%	-28.7%	3.6%	4.6%
净利润(百万元)	2302	954	958	1109	1174
(+/-%)	-26.9%	-58.5%	0.4%	15.8%	5.9%
每股收益（元）	0.65	0.27	0.27	0.31	0.33
中性预测	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
营业收入(百万元)	56408	45895	31346	31537	32035
(+/-%)	-1.9%	-18.6%	-31.7%	0.6%	1.6%
净利润(百万元)	2302	954	361	474	495
(+/-%)	-26.9%	-58.5%	-62.1%	31.1%	4.4%
每股收益（元）	0.65	0.27	0.10	0.13	0.14
悲观预测	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
营业收入(百万元)	56408	45895	29969	29253	28837
(+/-%)	-1.9%	-18.6%	-34.7%	-2.4%	-1.4%
净利润(百万元)	2302	954	-187	-78	-65
(+/-%)	-26.9%	-58.5%	--	--	--
每股收益（元）	0.65	0.27	-0.05	-0.02	-0.02

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：由于市场下行导致公司物业开发主业的结算规模下降，我们下调公司2025-2026年的营业收入为313/315亿元（原值为353/317亿元），并对公司毛利率水平进行审慎估计，预计公司2025-2026年归母净利润分别为3.6/4.7亿元（原值为10.8/12.4亿元），对应每股收益分别为0.10/0.13元，对应当前股价PE分别为20.0/15.3倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策放松效果和延续性不及预期；新房销售规模不及预期、房价下跌幅度超预期；公司销售回款节奏、毛利率水平、存货价值不及预期。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	20064	21736	38015	36996	35688
应收款项	10416	9484	6477	6517	6620
存货净额	107122	84373	57678	58027	58941
其他流动资产	6032	5610	3832	3855	3916
流动资产合计	**143634**	**121203**	**106003**	**105395**	**105165**
固定资产	817	809	797	784	770
无形资产及其他	354	327	311	295	278
投资性房地产	6329	5914	5914	5914	5914
长期股权投资	896	931	965	1000	1035
资产总计	**152030**	**129183**	**113990**	**113388**	**113161**
短期借款及交易性金融负债	13555	12529	12529	11250	10000
应付款项	19056	14139	9666	9724	9878
其他流动负债	48694	35098	23993	24138	24518
流动负债合计	**81306**	**61767**	**46188**	**45112**	**44396**
长期借款及应付债券	30009	27173	27173	27173	27173
其他长期负债	2587	2692	2798	2904	3009
长期负债合计	**32595**	**29865**	**29970**	**30076**	**30182**
负债合计	**113901**	**91632**	**76158**	**75188**	**74578**
少数股东权益	6826	6155	6201	6260	6322
股东权益	31304	31396	31631	31940	32262
负债和股东权益总计	**152030**	**129183**	**113990**	**113388**	**113161**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.65	0.27	0.10	0.13	0.14
每股红利	0.15	0.09	0.04	0.05	0.05
每股净资产	8.79	8.82	8.89	8.97	9.06
ROIC	2%	1%	1%	1%	1%
ROE	8%	3%	1%	1%	2%
毛利率	11%	8%	8%	8%	8%
EBIT Margin	7%	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	7%	4%	4%	4%	4%
收入增长	-2%	-19%	-32%	1%	2%
净利润增长率	-27%	-59%	-62%	31%	4%
资产负债率	79%	76%	72%	72%	71%
息率	7.2%	4.6%	1.7%	2.3%	2.4%
P/E	3.1	7.6	20.0	15.3	14.6
P/B	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	30	54	68	67	65

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**56408**	**45895**	**31346**	**31537**	**32035**
营业成本	50097	42049	28719	28894	29350
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1552	1373	938	943	958
管理费用	896	763	521	524	532
财务费用	(307)	(163)	594	422	407
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	(62)	287	0	0	0
营业利润	4108	2161	575	754	787
营业外净收支	14	0	0	0	0
利润总额	**4123**	**2161**	**575**	**754**	**787**
所得税费用	2098	945	144	188	197
少数股东损益	(277)	262	70	91	95
归属于母公司净利润	**2302**	**954**	**361**	**474**	**495**

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	**2302**	**954**	**361**	**474**	**495**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	117	122	58	59	61
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(307)	(163)	594	422	407
营运资本变动	4103	6113	16006	(102)	(439)
其它	2576	1840	45	59	62
经营活动现金流	**9098**	**9029**	**16470**	**490**	**179**
资本开支	(160)	(114)	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(1527)**	**187**	**(65)**	**(65)**	**(65)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	(5413)	(2836)	0	0	0
支付股利、利息	(518)	(333)	(126)	(165)	(173)
其它融资现金流	6372	799	0	(1279)	(1250)
融资活动现金流	**(6963)**	**(7548)**	**(126)**	**(1444)**	**(1423)**
现金净变动	**630**	**1672**	**16280**	**(1019)**	**(1308)**
货币资金的期初余额	19433	20064	21736	38015	36996
货币资金的期末余额	20064	21736	38015	36996	35688
企业自由现金流	0	7084	16910	808	488
权益自由现金流	0	5139	16465	(787)	(1068)

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±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±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