

利润受多因素影响亏损加剧，盘活存量助力公司稳健经营

2025 年 08 月 29 日

► **营收同比大幅提升，费用端提升及减值计提导致归母净利润亏损加剧。**截至 2025 年上半年，公司实现营业收入 24.61 亿元，同比增长 20.69%；公司 2025 年上半年归母净利润亏损扩大至 -1.24 亿元，扣非归母净利润亏损 -1.40 亿元，主要原因为：1) 随着公司存量房地产项目逐步竣工交付，公司在开发的、符合利息资本化条件的项目数量减少，导致资本化利息减少、费用化利息增加；2) 公司部分结转收入项目计提的税金较大，加之当前市场环境及销售情况下，销售费用支出一定程度增加；3) 为促进存货销售去化、加速资金回笼，公司对部分房地产项目推出了特价房、销售折扣等优惠措施，对存货价值产生了一定影响，因此对部分存货计提了减值准备。

► **开发端持续深耕西咸市场，持有端逐步发力。**公司部分地产开发项目在区域内业绩表现良好，其中高新宸樾 1-6 月业绩位居西安商品住宅项目第 10 位，和樾溪谷 1-6 月业绩位居咸阳商品住宅项目第 5 位，棠颂坊、伴山溪谷项目按期平稳交付体现了国企担当。公司将公寓资源作为抓手，推进资产盘活并取得新突破，2025 年上半年公司已运营长租公寓 800 余套余间，两个项目出租率均保持在 95% 以上，达到行业优秀水平，其中上唐府和水墨江山 2 号楼按期开业，共推出品质房源 600 余套，开业当月出租率突破 80%。

► **国企平台优势凸显，融资渠道畅通。**公司与西安高新金融控股集团有限公司签署《战略合作框架协议》，旨在整合产业与金融资源，这为公司未来承接区域内城市更新、保障房建设等政策性业务提供空间。公司持续深化资金管理维度，积极落实融资协调机制，加强资金收支管控，确保公司资金链安全稳健。截至 2025 年上半年，公司实现解除受限资金约 23.34 亿元，融资资金到账 18.91 亿元，应收款项盘活 9,745 万元，有效保障资金安全。2025 年 1 月，公司 2025 年度第一期公司债券完成发行，共募集资金人民币 5 亿元，期限 3 年，票面利率 4.93%；2025 年 7 月公司共发行两笔总额为 9.13 亿元公司债，期限 3 年，票面利率均不超过 3%；2025 年 8 月公司又募集了 5 亿元的公司债，期限 3 年，票面利率 4.18%，彰显了其畅通的融资渠道和较低的资金成本。

► **投资建议：**虽然公司归母净利仍为负值，但我们认为公司作为地方国资平台，具备融资优势，在开发和持有板块逐步“盘活存量”，因此公司经营有望逐渐好转。我们预测 2025-2027 年营收分别达 110.45 亿元/118.59 亿元/129.71 亿元，同比增长 2.8%/7.4%/9.4%；2025-2027 年归母净利润分别为 -10.04 亿元/-0.44 亿元/-0.28 亿元，同比增长 1.6%/95.6%/37.2%；对应 2025-2027 年 PB 估值为 1.6/1.6/1.6 倍。下调至“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**公司土地拓展不及预期；市场回暖速度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,743	11,045	11,859	12,971
增长率 (%)	-6.8	2.8	7.4	9.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-1,020	-1,004	-44	-28
增长率 (%)	-161.3	1.6	95.6	37.2
每股收益 (元)	-1.18	-1.16	-0.05	-0.03
PE	/	/	/	/
PB	1.0	1.6	1.6	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价）

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

3.37 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 陈立

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

1.天地源 (600665.SH) 2023 年三季报点评：营收增长归母净利缩幅明显，销售平稳拓展不及预期-2023/10/30

2.天地源 (600665.SH) 2023 年中报点评：营收归母净利大幅增长，增发方案上半年获批复-2023/09/06

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,743	11,045	11,859	12,971
营业成本	9,278	10,203	10,540	11,523
营业税金及附加	20	331	356	389
销售费用	281	331	356	389
管理费用	114	221	237	259
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-112	-40	382	423
财务费用	154	384	398	398
资产减值损失	-1,142	-128	-27	-24
投资收益	-56	-55	-59	-65
营业利润	-322	-607	-103	-64
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	-323	-608	-105	-66
所得税	650	304	-42	-26
净利润	-973	-913	-63	-40
归属于母公司净利润	-1,020	-1,004	-44	-28
EBITDA	-94	-21	401	444

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,766	3,706	3,755	4,001
应收账款及票据	28	20	31	33
预付款项	651	816	843	922
存货	20,695	19,470	19,636	20,205
其他流动资产	2,163	2,244	2,321	2,455
流动资产合计	27,302	26,256	26,587	27,617
长期股权投资	301	271	244	220
固定资产	103	103	103	102
无形资产	7	7	7	7
非流动资产合计	1,033	1,585	1,557	1,531
资产合计	28,336	27,842	28,143	29,148
短期借款	0	1,000	1,000	1,000
应付账款及票据	4,224	3,914	4,043	4,420
其他流动负债	13,264	12,742	12,977	13,644
流动负债合计	17,488	17,655	18,020	19,064
长期借款	3,362	3,065	3,065	3,065
其他长期负债	3,714	4,262	4,262	4,262
非流动负债合计	7,076	7,327	7,327	7,327
负债合计	24,564	24,982	25,347	26,391
股本	864	864	864	864
少数股东权益	896	988	969	957
股东权益合计	3,772	2,859	2,796	2,757
负债和股东权益合计	28,336	27,842	28,143	29,148

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.79	2.80	7.37	9.38
EBIT 增长率	-392.85	64.65	1063.83	10.86
净利润增长率	-161.26	1.58	95.61	37.20
盈利能力 (%)				
毛利率	13.64	7.62	11.12	11.16
净利率	-9.49	-9.09	-0.37	-0.21
总资产收益率 ROA	-3.60	-3.61	-0.16	-0.09
净资产收益率 ROE	-35.47	-53.63	-2.41	-1.54
偿债能力				
流动比率	1.56	1.49	1.48	1.45
速动比率	0.29	0.29	0.29	0.29
现金比率	0.22	0.21	0.21	0.21
资产负债率 (%)	86.69	89.73	90.06	90.54
经营效率				
应收账款周转天数	0.94	0.94	0.94	0.94
存货周转天数	814.11	700.00	680.00	640.00
总资产周转率	0.34	0.39	0.42	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	-1.18	-1.16	-0.05	-0.03
每股净资产	3.33	2.17	2.11	2.08
每股经营现金流	-1.01	-0.08	0.28	0.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	/	/
PB	1.0	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	/	/	31.47	28.43
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-973	-913	-63	-40
折旧和摊销	18	18	20	21
营运资金变动	-1,854	1,097	63	260
经营活动现金流	-870	-69	243	468
资本开支	-2	-20	-20	-21
投资	9	4	0	0
投资活动现金流	137	-74	-58	-86
股权募资	0	0	0	0
债务募资	556	205	0	0
筹资活动现金流	-371	84	-135	-135
现金净流量	-1,104	-60	49	246

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048