

中国海外发展 (00688.HK)

25H1 业绩因毛利率下滑有所减少，投拓积极货源优质

25H1 公司营收同比-4.3%，营收与毛利率下降影响业绩，归母净利润同比-16.6%。2025 年上半年，公司实现主营业务收入 832.2 亿元（同比-4.3%，下同）；归母净利润 87.8 亿元（-16.6%）；核心归母净利润 87.8 亿元（-17.5%）。公司期内业绩下滑，主要是受行业持续调整影响，期内公司结转收入规模及毛利率水平较往年有所降低，整体毛利率为 17.4%（-4.7pct）。我们认为，公司多年坚持在核心城市布局，销售表现领先、减值压力相对较轻，且公司成本费用管控能力出众、利润率领先，预计公司业绩平稳向好。

保持财务稳健，有息负债规模有序压降。截至 2025 年上半年，公司有息负债规模 2274.5 亿元（较 2024 年末-5.8%），其中一年内到期借贷为 174 亿元占比 7.6%，到期结构健康。上半年公司加权平均融资成本 2.9%处于行业最低区间，展现公司卓越的信用资质和融资能力。期末，公司剔除预收款后资产负债率 45.7%、净负债率 28.4%、现金短债比 4.9 倍，持续保持财务稳健。

销售规模保持领先，投拓积极土储优质。2025 年上半年，公司实现全口径合同销售金额 1201.5 亿元（-19.0%），公司全口径和权益口径销售排名行业第二，保持行业领先。从销售结构看，上半年公司一线城市（含香港）销售占比达到 53.7%。拿地方面，上半年公司新增 17 个项目，总拿地金额 403.7 亿元，权益地价 401.1 亿元，据中指数据，公司投资规模位列行业第一。其中一线城市、强二线城市拿地占比达 86%。土储方面，公司剔除中海宏洋的土储为 2693 万方，权益面积 2367 万方。我们认为，公司凭借高度聚焦核心城市的货源，销售表现将持续领先行业。

投资建议：我们认为公司（1）聚焦核心城市核心区位的土储将保障其销售显著领先行业；（2）作为财务稳健的央企，常年销管费用率、融资成本处于行业最低区间，其净利润率的优势将使得公司在本轮竞争周期最终受益。考虑到目前行业下行环境，我们调整盈利预测，我们预计公司 2025/2026/2027 年营收为 1790.0/1802.6/1840.7 亿元；归母净利润为 140.9/152.3/164.1 亿元；对应 EPS 为 1.29/1.39/1.50 元/股；对应 PE 为 9.94/9.2/8.54 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）	202524	185154	178997	180262	184074
增长率 yoy（%）	12%	-9%	-3%	1%	2%
归母净利润（百万元）	25610	15636	14087	15226	16408
增长率 yoy（%）	10%	-39%	-10%	8%	8%
EPS 最新摊薄（元/股）	2.34	1.43	1.29	1.39	1.50
P/E（倍）	5.41	7.98	9.94	9.20	8.54

资料来源：Wind，国盛证券研究所（股价为 2025 年 8 月 29 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 29 日收盘价（港元）	13.91
总市值（百万港元）	152,243.33
总股本（百万股）	10,944.88
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	18.95

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

- 《中国海外发展 (00688.HK)：销售投拓逆势领先，核心优质货源有望助力业绩率先企稳》 2025-04-03
- 《中国海外发展 (00688.HK)：1H24 业绩有所承压，投拓聚焦销售领先》 2024-08-29
- 《中国海外发展 (00688.HK)：央企龙头业绩逆势增长，维持核心城市拿地强度》 2024-04-11

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
流动资产	654,652	639,184	619,575	619,754	624,164
现金	105,344	124,168	148,680	158,254	165,569
应收账款及票据	4,008	1,590	1,989	2,504	2,557
存货	487,641	454,274	413,775	405,279	403,025
其他	57,659	59,151	55,131	53,718	53,013
非流动资产	268,952	269,450	277,702	282,080	287,191
固定资产	4,903	7,301	7,553	7,586	7,428
无形资产	1,636	56	84	80	77
其他	262,413	262,093	270,066	274,413	279,686
资产总计	923,604	908,634	897,277	901,834	911,354
流动负债	285,701	265,232	246,195	241,358	240,029
短期借款	23,150	16,634	15,476	14,811	14,780
应付账款及票据	88,628	53,803	51,722	51,694	50,378
其他	173,923	194,795	178,997	174,854	174,871
非流动负债	244,992	241,573	239,406	238,341	237,919
长期债务	216,696	212,974	210,807	209,742	209,321
其他	28,296	28,599	28,599	28,599	28,599
负债合计	530,692	506,804	485,601	479,699	477,948
普通股股本	74,035	74,035	74,035	74,035	74,035
储备	300,297	306,576	315,028	324,163	334,008
归属母公司股东权益	373,018	380,611	389,063	398,199	408,043
少数股东权益	19,894	21,219	22,612	23,936	25,363
股东权益合计	392,912	401,830	411,675	422,135	433,406
负债和股东权益	923,604	908,634	897,277	901,834	911,354

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35,279	46,450	42,633	22,381	20,305
净利润	25,610	15,636	14,087	15,226	16,408
少数股东权益	1,437	2,152	1,393	1,324	1,427
折旧摊销	405	732	951	970	962
营运资金变动及其他	7,828	27,931	26,202	4,861	1,509
投资活动现金流	-4,771	-9,904	-8,360	-4,229	-5,235
资本支出	-205	-818	-1,230	-1,000	-800
其他投资	-4,567	-9,086	-7,130	-3,229	-4,435
筹资活动现金流	-35,018	-17,722	-9,762	-8,578	-7,755
借款增加	-15,693	-10,238	-3,324	-1,730	-453
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-7,566	-7,484	-5,635	-6,090	-6,563
其他	-11,760	0	-803	-757	-740
现金净增加额	-4,365	18,824	24,511	9,574	7,315

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	202,524	185,154	178,997	180,262	184,074
其他收入	-214	0	0	0	0
营业成本	161,371	152,389	148,959	148,878	151,134
销售费用	4,262	4,520	4,117	4,326	4,418
管理费用	2,614	2,293	2,506	2,343	2,393
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1,427	935	803	757	740
除税前溢利	41,120	26,408	23,455	25,075	26,227
所得税	14,074	8,621	7,975	8,526	8,393
净利润	27,047	17,787	15,480	16,550	17,835
少数股东损益	1,437	2,152	1,393	1,324	1,427
归属母公司净利润	25,610	15,636	14,087	15,226	16,408
EBIT	39,693	27,343	24,258	25,833	26,967
EBITDA	40,098	28,075	25,209	26,802	27,929
EPS (元)	2.34	1.43	1.29	1.39	1.50

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.31%	-8.58%	-3.33%	0.71%	2.12%
归属母公司净利润	10.08%	-38.95%	-9.90%	8.08%	7.76%
获利能力					
毛利率	20.32%	17.70%	16.78%	17.41%	17.90%
销售净利率	12.65%	8.44%	7.87%	8.45%	8.91%
ROE	6.87%	4.11%	3.62%	3.82%	4.02%
ROIC	4.13%	2.92%	2.51%	2.64%	2.79%
偿债能力					
资产负债率	57.46%	55.78%	54.12%	53.19%	52.44%
净负债比率	34.23%	26.24%	18.85%	15.71%	13.50%
流动比率	2.29	2.41	2.52	2.57	2.60
速动比率	0.55	0.66	0.80	0.85	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20
应收账款周转率	46.97	66.15	100.03	80.25	72.75
应付账款周转率	1.89	2.14	2.82	2.88	2.96
每股指标 (元)					
每股收益	2.34	1.43	1.29	1.39	1.50
每股经营现金流	3.22	4.24	3.90	2.04	1.86
每股净资产	34.08	34.78	35.55	36.38	37.28
估值比率					
P/E	5.41	7.98	9.94	9.20	8.54
P/B	0.37	0.33	0.36	0.35	0.34
EV/EBITDA	6.81	8.20	8.63	7.70	7.11

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 29 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