

开发承压筑底，经营稳健护航

华泰研究

2025年9月02日 | 中国香港

更新报告

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

13.86

公司发布25年中期业绩:收入588亿元,同比+25%;核心/归母净利润14/32亿元,同比-71%/ -45%,符合业绩预告。利润下滑主因开发业务仍处于调整阶段所致,但经营性业务已成为公司核心利润的重要支撑,展现出较强韧性,为整体业绩提供了稳定基本盘。随着地产开发业务负债逐步回落至安全区间,现金流稳定性或将进一步增强。维持“买入”评级。

陈颖*

研究员

SAC No. S0570524060002 chenying019881@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

陈慎

研究员

SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

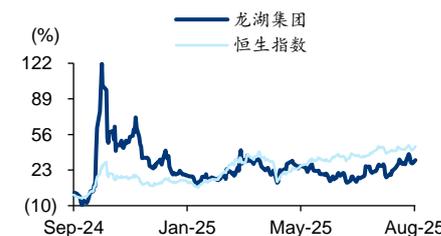
经营性业务成压舱石，盈利结构持续优化

25H1, 公司经营性业务保持稳定增长, 收入同比+2%, 占比较2024年末提升2pct至23%, 成为业绩的核心压舱石。分业务来看: 1) 商业: 25H1公司旗下商场销售额同店同比+3%, 剔除新能源汽车后同店同比+6%, 表现优于社零增速(同比+5%); 整体出租率同比+1pct至97%, 租金收入同比+5%至55亿元。25H1公司新开业1座商场, 计划下半年新开业商场10座(含轻资产), 预计将进一步推动经营性业务规模与利润增长。2) 长租公寓: 租金收入12亿元, 同比-5%; 已开业房间达12.7万, 规模行业领先, 期末出租率达95.6%, 环比+0.3pct。3) 物管: 收入55亿元, 同比-5%; 在管面积达4亿平, 其中外拓项目占比超6成。

基本数据

目标价(港币)	13.86
收盘价(港币 截至9月1日)	10.83
市值(港币百万)	75,671
6个月平均日成交额(港币百万)	238.96
52周价格范围(港币)	7.51-20.15
BVPS(人民币)	23.62

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	127,475	109,004	91,275	80,728
+/-%	(29.47)	(14.49)	(16.26)	(11.56)
归属母公司净利润(百万)	10,401	5,830	6,465	7,394
+/-%	(19.06)	(43.95)	10.91	14.36
EPS(最新摊薄)	1.51	0.83	0.93	1.06
ROE(%)	6.64	3.57	3.86	4.29
PE(倍)	6.54	11.83	10.67	9.33
PB(倍)	0.42	0.42	0.41	0.39
EV EBITDA(倍)	19.66	31.37	19.41	20.62
股息率(%)	3.24	2.53	2.81	3.21

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

开发业务整体仍处于筑底阶段，聚焦去化存量资产

25H1, 公司开发业务仍处于筑底阶段, 1) 结转端: 结转收入同比+35%至455亿元, 但结转毛利率同比-7.2pct至0.2%, 盈利水平依然偏低。2) 销售与投资端: 权益销售金额同比-30%至245亿元, 权益拿地金额同比-71%至15亿元, 对应权益拿地强度同比-8.8pct至6%, 销售及拿地均有所下滑, 公司开发业务短期仍以消化存量资产为主。截至25H1末, 期末权益土储2113万平方米, 对应未售土储货值超2000亿元, 其中一二线城市占比达70%; 公司25H2预计可售货值为1200亿元, 供货仍相对充裕。期末已售未结资源规模为1059亿元, 预计该部分毛利率偏低, 短期对整体利润的贡献有限。考虑到房地产市场尚未完全企稳, 公司开发业务仍以去化存量资产为主, 短期预计维持筑底态势。

负债规模持续压降，融资成本与结构优化

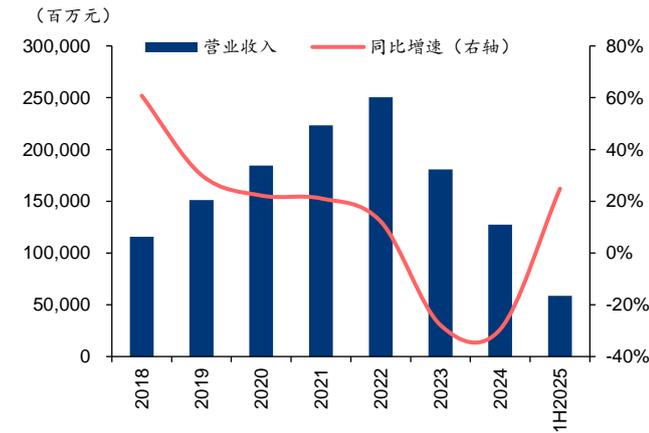
截至25H1末, 公司有息负债环比-9%至1698亿元, 短债占比环比-2.1pct至15.1%, 现金短债比提升0.11至1.74倍。25H1, 公司发挥融资优势, 净增299亿元低成本长年期经营性物业贷, 带动期末平均融资成本环比-42bp至3.58%, 平均借债年期环比+0.68年至10.95年, 49%的有息负债到期时间在五年以上, 融资成本与结构均有所优化。截至8月29日, 公司已全额兑付了101亿元境内债及35亿元中债增信债券, 年内已无到期债券。管理层在业绩会上表示, 截至今年年底, 公司有息负债总额有望降至1450亿元, 且其中1000亿元主要为经营性物业贷款及长租贷款, 在度过今年的偿债高峰期后公司将实现“轻装上阵”, 债务规模将大幅减少。

盈利预测与估值

考虑公司开发业务项目结转节奏, 我们上调25-26年结转收入假设和下调27年结转收入假设, 但同时考虑已售未结资源部分毛利率较低, 对应下调25-27年结转毛利率假设, 调整25-27年EPS至0.83/0.93/1.06元(前值0.97/0.98/1.08元, 对应下调14%/5%/2%)。公司25E BPS为23.62元, 参考可比公司平均25E PB为0.67x(Wind一致预期), 考虑公司短期内开发业务可能受地产行业调整影响导致波动较大, 我们认为公司合理25E PB估值0.53x, 对应目标价13.86港元(前值12.80港元, 基于0.49x 25E PB)。

风险提示: 融资能力减弱; 地产销售不及预期; 经营性业务发展不及预期。

图表1：公司营收和同比增速



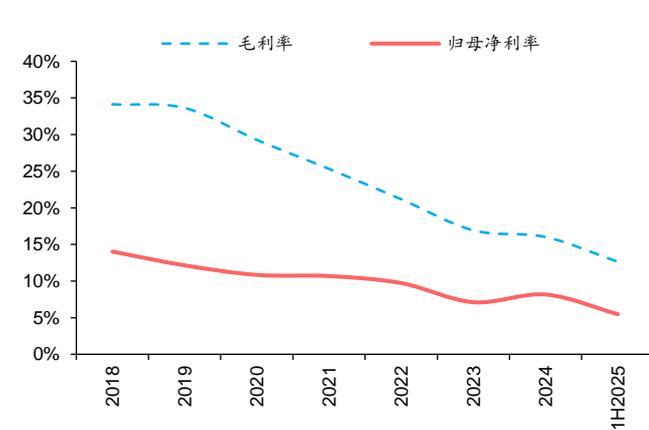
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



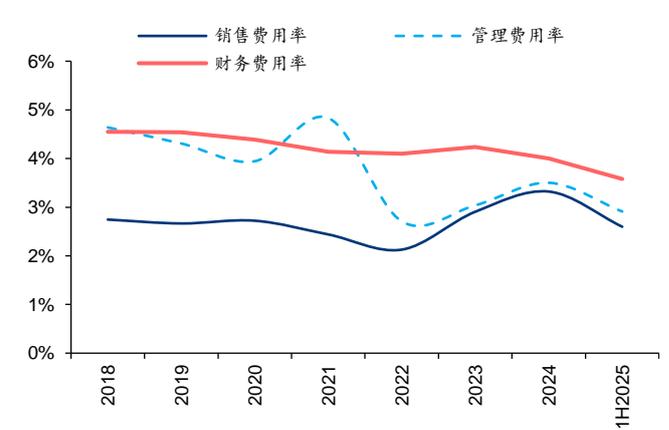
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司销售、财务和管理费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：可比公司估值水平

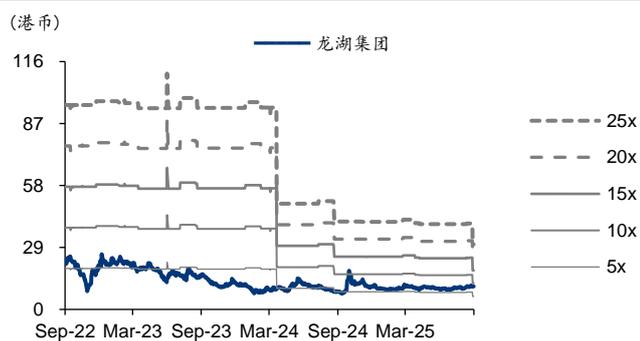
彭博代码	股票名称	总市值 (亿元, 交易货币)		EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		收盘价 (交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	
601155 CH	新城控股	332	14.70	0.38	0.47	0.55	38.87	31.32	26.66	0.54
002244 CH	滨江集团	333	10.69	0.92	1.02	1.10	11.56	10.52	9.68	1.10
0123 HK	华润置地	2,251	31.56	3.68	3.89	4.17	9.43	8.92	8.31	0.70
1109 HK	越秀地产	200	4.98	0.28	0.32	0.37	19.28	17.16	14.83	0.33
	平均						19.79	16.98	14.87	0.67

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，统计时间为 2025 年 9 月 1 日。

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

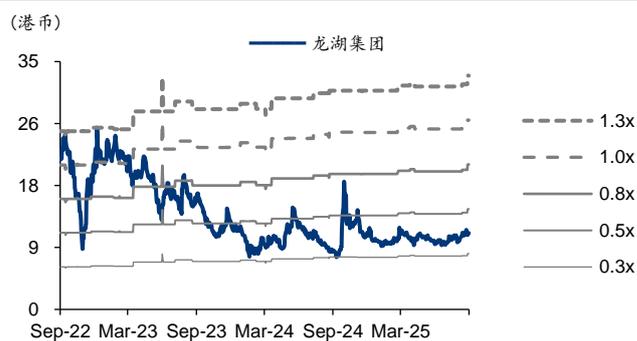


图表6: 龙湖集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: 龙湖集团 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

风险提示

融资能力减弱；地产销售不及预期；经营性业务发展不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	180,737	127,475	109,004	91,275	80,728
销售成本	(150,153)	(107,064)	(94,649)	(75,978)	(65,053)
毛利润	30,584	20,411	14,354	15,297	15,676
销售及分销成本	(5,263)	(4,234)	(3,620)	(3,031)	(2,681)
管理费用	(5,502)	(4,464)	(3,817)	(3,196)	(2,827)
其他收入/支出	2,632	5,700	5,533	5,737	5,904
财务成本净额	724.88	471.67	418.43	227.60	1,006
应占联营公司利润及亏损	1,554	845.60	(723.07)	(666.02)	(647.97)
税前利润	24,729	18,731	12,145	14,368	16,430
税费开支	(7,597)	(6,605)	(4,858)	(5,747)	(6,572)
少数股东损益	4,283	1,724	1,457	2,155	2,465
归母净利润	12,850	10,401	5,830	6,465	7,394
折旧和摊销	(634.79)	(663.12)	(696.38)	(716.85)	(737.71)
EBITDA	24,639	18,922	12,423	14,857	16,162
EPS (人民币, 基本)	1.95	1.51	0.83	0.93	1.06

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	254,841	221,045	246,944	128,727	192,922
应收账款和票据	107,617	105,389	76,753	75,766	59,129
现金及现金等价物	60,423	49,416	30,289	106,362	41,019
其他流动资产	19,310	19,156	18,052	13,406	13,733
总流动资产	442,191	395,007	372,038	324,261	306,803
固定资产	2,200	2,284	2,224	2,153	2,061
无形资产	2,009	1,805	1,487	1,169	851.30
其他长期资产	254,006	266,546	265,767	265,045	264,340
总长期资产	258,216	270,635	269,477	268,366	267,253
总资产	700,407	665,642	641,516	592,627	574,056
应付账款	170,385	151,750	125,481	97,062	93,479
短期借款	28,508	31,785	27,917	24,317	21,917
其他负债	68,097	57,342	49,033	41,058	36,314
总流动负债	266,989	240,877	202,431	162,437	151,710
长期债务	178,970	158,478	167,713	151,947	136,182
其他长期债务	17,989	20,810	20,812	20,811	20,813
总长期负债	196,959	179,288	188,525	172,758	156,996
股本	574.48	601.44	601.44	601.44	601.44
储备/其他项目	151,392	160,830	164,455	169,172	174,626
股东权益	151,967	161,431	165,057	169,773	175,227
少数股东权益	84,492	84,046	85,503	87,658	90,123
总权益	236,458	245,477	250,560	257,431	265,350

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	5.07	6.54	11.83	10.67	9.33
PB	0.43	0.42	0.42	0.41	0.39
EV EBITDA	15.69	19.66	31.37	19.41	20.62
股息率 (%)	5.57	3.24	2.53	2.81	3.21
自由现金流收益率 (%)	59.82	45.85	(25.25)	147.84	(62.55)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	24,639	18,922	12,423	14,857	16,162
融资成本	(724.88)	(471.67)	(418.43)	(227.60)	(1,006)
营运资本变动	23,116	19,711	(24,889)	93,069	(52,874)
税费	(7,597)	(6,605)	(4,858)	(5,747)	(6,572)
其他	(6,426)	(13,296)	(4,706)	(4,718)	(1,684)
经营活动现金流	33,008	18,259	(22,448)	97,232	(45,976)
CAPEX	892.52	(562.09)	(261.89)	(271.86)	(271.86)
其他投资活动	(12,504)	(8,854)	2.72	(1.65)	2.55
投资活动现金流	(11,612)	(9,417)	(259.17)	(273.51)	(269.31)
债务增加量	(19,291)	(17,215)	5,367	(19,365)	(18,165)
权益增加量	0.00	26.96	0.00	0.00	0.00
派发股息	(11,930)	(3,625)	(2,204)	(1,749)	(1,940)
其他融资活动现金流	(3,046)	471.67	418.43	227.60	1,006
融资活动现金流	(34,267)	(20,342)	3,581	(20,886)	(19,098)
现金变动	(12,871)	(11,499)	(19,127)	76,072	(65,343)
年初现金	72,624	60,423	49,416	30,289	106,362
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	60,423	49,416	30,289	106,362	41,019

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(27.87)	(29.47)	(14.49)	(16.26)	(11.56)
毛利润	(42.34)	(33.26)	(29.67)	6.57	2.48
营业利润	(48.10)	(22.44)	(28.50)	18.93	8.55
净利润	(47.25)	(19.06)	(43.95)	10.91	14.36
EPS	(49.74)	(22.54)	(44.75)	10.91	14.36
盈利能力比率 (%)					
毛利率	16.92	16.01	13.17	16.76	19.42
EBITDA	13.63	14.84	11.40	16.28	20.02
净利率	7.11	8.16	5.35	7.08	9.16
ROE	8.74	6.64	3.57	3.86	4.29
ROA	1.73	1.52	0.89	1.05	1.27
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	55.92	51.70	60.84	0.00	0.00
流动比率	1.66	1.64	1.84	2.00	2.02
速动比率	0.70	0.72	0.62	1.20	0.75
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.24	0.19	0.17	0.15	0.14
应收账款周转天数	229.12	300.77	300.77	300.77	300.77
应付账款周转天数	466.34	541.59	527.23	527.23	527.23
存货周转天数	695.66	800.08	890.00	890.00	890.00
现金转换周期	458.45	559.27	663.55	663.55	663.55

每股指标 (人民币)

EPS	1.95	1.51	0.83	0.93	1.06
每股净资产	23.05	23.44	23.62	24.30	25.08

免责声明

分析师声明

本人, 陈颖、陈慎, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈颖、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司