



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 15 日

基础数据

09 月 12 日收盘价（港元）	11.90
总市值（亿港元）	831.47
总股本（亿股）	69.87

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外地产】龙湖集团
(00960.HK)2024 年度业绩点评：持续降
杠杆，业务结构优化-2025.04.01

分析师：宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

分析师：孙钟连

S0190521080001

请注意：孙钟连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
事受监管的活动。

sunzhonglian@xyzq.com.cn

龙湖集团(00960.HK)

降负债降杠杆，财务风险可控

投资要点：

- **2025H1 业绩符合预期**：公司 2025H1 营业收入 587.5 亿元，同比增长 25.4%，其中开发业务收入 454.8 亿元，同比增长 34.7%，运营及服务收入 132.7 亿元，同比增长 1.3%，占营收 22.6%。公司的归母核心净利润为 13.8 亿元，同比减少 70.9%，主要由于开发业务减值以及毛利率下降导致，运营及服务业务是公司核心利润来源。公司保持中期派息，每股派息 0.07 元。公司目前仍处于降杠杆、消化历史库存的阶段，开发业务仍然面临压力，运营及服务业务能保持稳健经营。
- **业务转型进行中**：公司 2025 年中期毛利率和归母核心净利率分别为 12.6%和 2.3%，分别同比减少 7.9 和 7.8 个百分点，主要由于开发业务毛利率降至 0.2%。运营及服务业务继续保持稳健的盈利能力，毛利率分别为 77.7%和 30%。公司业务结构将持续改善，运营及服务业务的收入和毛利占比逐年提升，利润率也有望改善。
- **购物中心保持高效运营**：公司的投资物业租金收入 55 亿元，同比增长 4.9%。截至 2025H1，公司在营商场个数 89 座，出租率保持在 97%的高位水平。公司的商业运营轻重并举，目前总项目数量达到 129 个，下半年分别有 7 个重资产项目和 3 个轻资产项目开业。
- **持续去化库存**：截至 2025H1，公司土储 2840 万平米，较 2024 年底减少 472 万平米。公司 2025 年上半年的合约销售金额为 350 亿元，同比减少 31.5%，降幅收窄。
- **降负债降杠杆，财务风险可控**：截至 2025H1，公司有息负债 1698 亿元，较 2024 年底减少 65 亿元；净负债率 51.2%，较 2024 年底降低 0.5 个百分点。公司继续优化债务结构和成本，平均融资成本降至 3.58%。未来公司将继续减少有息负债，压降杠杆，财务风险可控。
- **维持“增持”评级**：公司仍然处于消化低效土地、减负债降杠杆过程中，开发业务仍然有一定压力，但公司的运营及服务业务已经走上正轨，能贡献稳定的现金流和利润，对公司的派息也有支撑，确保财务的安全性。我们预计公司 2025/2026 年的营业收入为 1039/861 亿元，归母核心净利润为 25.8/34.8 亿元，我们维持公司的“增持”评级。
- **风险提示**：宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、公司销售不及预期、租金收入不及预期、人民币贬值。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	1,275	1,039	861	731
增长率(%)	-29.5	-18.5	-17.1	-15.2
归母核心净利润(亿元)	69.7	25.8	34.8	49.9
增长率(%)	-38.6	-63.0	34.6	43.5
毛利率(%)	16.0	14.4	18.6	24.2
归母核心净利率(%)	5.5	2.5	4.0	6.8
净资产收益率(%)	4.4	1.6	2.1	3.0
每股核心收益(元)	1.06	0.39	0.53	0.76
每股派息(分)	32	12	16	23

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	395,007	364,632	343,919	324,412	
货币资金	47,952	54,113	62,022	74,841	
发展中物业	50	244	210	172	
应收账款	23,925	18,498	16,521	14,015	
其他流动资产	97,557	97,557	97,557	97,557	
存货	220,995	189,692	163,080	133,299	
非流动资产	270,635	280,607	290,581	300,558	
物业、厂房及设备	2,284	2,256	2,230	2,207	
预付租赁款项	0	0	0	0	
投资物业	210,924	220,924	230,924	240,924	
联合营公司权益	32,773	32,773	32,773	32,773	
其他非流动资产	434	434	434	434	
递延税项资产	12,534	12,534	12,534	12,534	
资产总计	665,642	645,238	634,500	624,970	
流动负债	240,877	219,960	211,579	202,846	
短期借款	30,244	25,398	24,348	23,298	
应付账款	184,717	168,645	161,314	153,631	
应付税项	24,166	24,166	24,166	24,166	
非流动负债	179,288	177,133	171,183	165,233	
长期借款	146,078	143,924	137,974	132,024	
长期应付款	116	116	116	116	
递延所得税负债	20,566	20,566	20,566	20,566	
负债合计	420,165	397,093	382,762	368,080	
股本	601	601	601	601	
储备	160,830	162,637	165,071	168,562	
少数股东权益	84,046	84,906	86,065	87,728	
股东权益合计	245,477	248,145	251,737	256,891	
负债及权益合计	665,642	645,238	634,500	624,970	

现金流量表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	12,125	3,443	4,635	6,650	
融资成本	85	79	76	73	
财务费用	85	79	76	73	
所得税开支	6,605	1,875	2,525	3,623	
营运资金的变动	19,881	20,464	21,292	24,642	
经营活动产生现金流量	31,755	23,685	25,626	30,877	
投资活动产生现金流量	-24,415	-9,670	-9,597	-9,489	
融资活动产生现金流量	-18,613	-7,854	-8,119	-8,569	
现金净变动	-11,273	6,161	7,910	12,819	
现金的期初余额	59,224	47,952	54,113	62,022	
现金的期末余额	47,952	54,113	62,022	74,841	

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	127,475	103,875	86,145	73,080	
营业成本	107,064	88,880	70,119	55,360	
其它收益	342	830	903	1,011	
销售费用	4,234	4,674	4,307	3,654	
管理费用	4,464	4,674	4,307	3,654	
营业利润	12,754	5,298	7,137	10,245	
财务费用	85	79	76	73	
公允价值变动	4,759	0	0	0	
投资收益	846	100	100	100	
税前盈利	18,731	5,318	7,161	10,272	
所得税	6605	1875	2525	3623	
税后盈利	12,125	3,443	4,635	6,650	
少数股东损益	1,724	861	1,159	1,662	
归母核心净利润	6,970	2,582	3,477	4,987	
核心 EPS(元)	1.06	0.39	0.53	0.76	
每股股息(分)	32	12	16	23	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长性(%)					
营业收入增长率	-29.5	-18.5	-17.1	-15.2	
归母核心净利润增长率	-38.6	-63.0	34.6	43.5	
盈利能力(%)					
毛利率	16.0	14.4	18.6	24.2	
归母核心净利率	5.5	2.5	4.0	6.8	
偿债能力					
净资产负债率(%)	51.7	45.8	39.3	30.8	
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.6	
营运能力(次)					
资产周转率	18.7	15.8	13.5	11.6	
应收账款周转率	5.3	5.6	5.2	5.2	
每股资料(元)					
每股核心收益	1.06	0.39	0.53	0.76	
每股净资产	24.5	24.8	25.1	25.6	
估值比率(倍)					
PE	10.1	27.4	20.3	14.2	
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk