

龙湖集团 (00960.HK)

25H1 业绩受开发业务毛利率拖累，关注公司债务压力缓解后的经营变化

25H1 业绩下滑主要受开发业务毛利率下降拖累，运营及服务业务收入保持增长；开发业务方面，债务偿付压力较大背景下投资及销售等经营节奏；运营及服务业务方面，商业及长租航道收入保持增长，物业航道收入因退出部分项目及低效业务略有下滑；债务方面，债务规模持续压降，各项债务指标持续优化，25年公开市场债务已兑付完毕，下半年伴随银团贷款逐步偿付，25年债务高峰期或平稳渡过，26年后公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付，同时可支配自由现金流或边际回升，为公司增强投资循环提供一定支撑，可持续关注公司下半年公开市场债务压力缓解及自由现金流改善进程。考虑到25年底公司资金压力或显著缓释，可支配自由现金流或边际回升，可关注在此变化下公司投资循环增强以及估值提振的可能，预计25E/26E/27E EPS分别为0.71/0.89/1.14元/股（同比分别-53%/+26%/+27%），当前股价对应PE分别为15.3/12.1/9.5，维持“强烈推荐”评级。

□ 25H1 业绩下滑主要受开发业务毛利率下降拖累，运营及服务业务收入保持增长。25H1 营业收入/税前利润/归母净利润分别为588亿元/64亿元/32亿元，同比分别+25%/-30%/-45%，另核心归母净利润（扣除投资性物业和金融衍生品的公允价值变动等）14亿元，同比-71%；（1）营业收入增长或有开发业务收入上半年结转较多影响，结构上，25H1 开发业务实现收入455亿元（同比+35%），运营业务实现收入70亿元（同比+3%），服务业务实现收入63亿元（同比+0.02%）；（2）税前利润增速明显低于营收增速，主要受开发业务毛利率下降以及投资收益下滑影响，另三费率下降及公允价值变动收益提高一定程度对冲利润下滑；具体看，25H1 整体毛利率同比下滑8.0pct至12.6%，其中开发业务毛利率下滑6.2pct至0.2%，运营业务毛利率提高2.3pct至77.7%，服务业务毛利率下滑1.8pct至30.0%；销售/管理/财务费用率分别下降1.5pct/2.0pct/0.02pct至2.6%/2.9%/0.1%；投资收益占收入比例下降2.1pct至-0.5%；投资性房地产公允价值变动收益占营收比例上升1.6pct至4.8%；（3）归母净利润增速低于税前利润增速，主要受土增税及所得税计算税率提升以及少数股东损益占比提升影响，具体看，土增税占税前利润比例上升9pct至9.2%，所得税开支占税前利润比例上升5.6pct至28.9%，少数股东损益占净利润比例提高2.6pct至18.5%；（4）25H1 宣布派息4.9亿元，对应核心净利润计算派息率35%（上年同期31%）。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	181094	127475	109454	82678	73407
同比增长	-28%	-30%	-14%	-24%	-11%
营业利润(百万元)	19326	10936	5711	8357	10972
同比增长	-52%	-43%	-48%	46%	31%
归母净利润(百万元)	12850	10401	4880	6157	7848
同比增长	-47%	-19%	-53%	26%	27%
每股收益(元)	1.87	1.51	0.71	0.89	1.14
PE	5.9	7.3	15.3	12.1	9.5
PB	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：公司数据、招商证券；

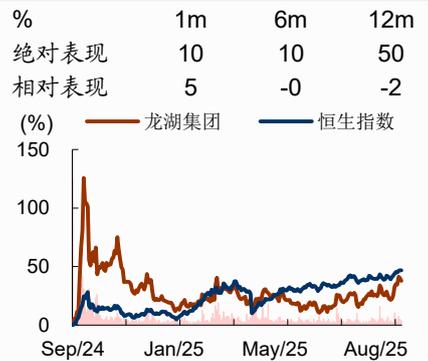
强烈推荐 (维持)

周期/房地产
 目标估值: NA
 当前股价: 12.1 港元

基础数据

总股本(百万股)	6987
港股股(百万股)	6987
总市值(十亿港元)	84.5
港股市值(十亿港元)	84.5
每股净资产(港元)	23.6
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	61.3%
主要股东	HSBC International Trustee
主要股东持股比例	64.9443%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《龙湖集团 (00960) —24 年业绩仍受开发拖累，25 年下半年公开市场债务压力缓解进程或是关注点》2025-04-01
- 《龙湖集团 (00960) —上半年业绩下滑受开发业务拖累，经营性物业贷稳增助力公开债务偿付》2024-09-02
- 《龙湖集团 (00960) —业绩受开发拖累，运营及服务业务稳增或提升现金流韧性》2024-03-26

李盛天 S1090524080003

lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

zhaoke@cmschina.com.cn

- **开发业务：债务偿付压力较大背景下投资等经营节奏放缓。**25H1 公司实现全口径销售额 350 亿元（同比-31%），销售面积 261 万方（同比-29%），销售均价 13393 元/平（同比-4%），主要是受市场下行及近年补货力度较低影响；投资方面，25H1 估算全口径拿地金额 20 亿元（同比-78%），拿地面积 25 万方（同比-59%），拿地楼面价 7907 元/平（同比-47%），估算全口径拿地力度 6%（同比下降 12pct），公开债务偿付压力较大背景下放缓投资节奏。
- **运营及服务业务：商业及长租航道收入保持增长，物业航道收入因退出部分项目及低效业务略有下滑。**（1）C2 商业投资：25H1 购物中心零售 402 亿元（同比+17%，同店同比+3%），实现租金收入 55 亿元（同比+5%），25 年上半年新开业购物中心 1 个（重资产项目），截止 25H1 累计开业购物中心 89 个，累计开业商场建面 943 万方（同比+14%），截止 25H1 出租率 97%（同比+1pct）；25 年下半年预计开业购物中心 10 个（其中 7 个重资产，3 个轻资产）；（2）C3 资产管理（包含长租、产业园等）：25H1 实现资产管理收入 15.1 亿元，其中长租公寓实现租金收入 12.4 亿元（同比+5%），截止 25H1 长租累计开业间数 12.7 万间（同比+3%），25H1 长租出租率 95.6%（同比持平）；（3）C4 物业管理：25H1 实现收入 55.3 亿元（同比-5%），与退出部分限价过低项目以及低效增值业务有关；（4）C5 智慧营造（包含代建、咨询等）：24 年实现收入 7.0 亿元；
- **债务规模持续压降，各项债务指标持续优化，25 年公开市场债务已兑付完毕，下半年伴随银团贷款逐步偿付，25 年债务高峰期或平稳渡过，26 年后公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付，同时可支配自由现金流或边际回升，为公司增强投资循环提供一定支撑，可持续关注公司下半年公开市场债务压力缓解及自由现金流改善进程。**截止 25H1，公司有息负债 1698 亿元（同比-9%，较 24 年末-4%），货币资金 447 亿元（同比-11%，较 24 年末-10%），剔预资产负债率 56%（较 24 年末-1pct），净负债率 51%（较 24 年末-1pct），非受限现金短债比 1.74（较 24 年末+0.11），融资成本为 3.58%（较 24H1-58bp）；类型结构上，境内债券/境内贷款/境外美元债/境外贷款分别为 133 亿元/1292 亿元/95 亿元/178 亿元，占比分别为 8%/76%/5%/11%；25 年底公司资金压力或显著缓释，可支配自由现金流或边际回升，为公司增强投资循环提供一定支撑；
- 截止 25 年 8 月 29 日，公司已全额兑付年内到期债券，剩余公开债券规模 161 亿元（其中境内债 67 亿元，境外债 94 亿元），26 年/27 年/28 年/29 年/32 年公开债券到期规模分别为 59 亿元（含中债增 23 亿元）/24 亿元/33 亿元/32 亿元/13 亿元，从 26 年开始，公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付。
- **投资建议：**25H1 业绩下滑主要受开发业务毛利率下降拖累，运营及服务业务收入保持增长；开发业务方面，债务偿付压力较大背景下投资及销售等经营节奏；运营及服务业务方面，商业及长租航道收入保持增长，物业航道收入因退出部分项目及低效业务略有下滑；债务方面，债务规模持续压降，各项债务指标持续优化，25 年公开市场债务已兑付完毕，下半年伴随银团贷款逐步偿付，25 年债务高峰期或平稳渡过，26 年后公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付，同时可支配自由现金流或边际回升，为公司增强投资循环提供一定支撑，可持续关注公司下半年公开市场债务压力缓解及自由现金流改善进程。考虑到 25 年底公司资金压力或显著缓释，可支配自由现金流

或边际回升，可关注在此变化下公司投资循环增强以及估值提振的可能，预计 25E/26E/27E EPS 分别为 0.71/0.89/1.14 元/股(同比分别-53%/+26%/+27%)，当前股价对应 PE 分别为 15.3/12.1/9.5，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**经营贷融资空间不及预期，商品房销售市场下滑超预期，线下零售恢复不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	442191	395007	365781	288285	261470
现金及现金等价物	59224	47952	43156	38841	34957
交易性金融资产	102	556	561	567	573
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	4596	4799	4121	3113	2764
其它应收款	120550	117385	111736	92669	89619
存货	254841	221045	203399	150645	131088
其他流动资产	2879	3270	2808	2452	2471
非流动资产	258216	270635	274063	297595	301891
长期投资	238202	249578	252074	274302	277045
固定资产	2200	2284	1901	1762	1735
无形资产	6424	6239	6301	6364	6428
其他	11390	12534	13788	15167	16683
资产总计	700407	665642	639844	585880	563361
流动负债	266989	240877	220656	169568	147894
应付账款	42482	40561	35598	25201	21002
应交税金	35026	28538	28824	29112	29403
短期借款	26841	30244	31988	27233	24096
其他	162640	141534	124246	88022	73393
长期负债	196959	179288	172316	165713	159460
长期借款	165805	146078	138774	131835	125243
其他	31155	33210	33542	33877	34216
负债合计	463949	420165	392972	335281	307354
股本	574	601	601	601	601
储备	151392	160830	163506	168199	174200
少数股东权益	84492	84046	82765	81799	81206
归属于母公司所有者权益	151967	161431	164107	168800	174801
负债及权益合计	700407	665642	639844	585880	563361

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33008	29746	6179	32227	11403
净利润	12850	10401	4880	6157	7848
折旧与摊销	474	356	436	363	336
营运资本变动	23116	24736	2469	26850	4398
其他非现金调整	(3433)	(5747)	(1606)	(1144)	(1180)
投资活动现金流	(11612)	(11602)	(3187)	(23369)	(3706)
资本性支出	(867)	(337)	(644)	(580)	(522)
出售资产获得的现金	740	139	592	355	213
投资增减	9600	6875	502	20339	952
其它	(3900)	(5674)	1490	1111	1276
筹资活动现金流	(34267)	(29417)	(7787)	(13173)	(11581)
债务增减	(15480)	(10309)	(5560)	(11693)	(9729)
股本增减	0	51	0	0	0
股利支付	1762	1166	2204	1464	1847
其它筹资	(17024)	(17992)	(22)	(16)	(5)
其它调整	(3524)	(2332)	(4408)	(2928)	(3694)
现金净增加额	(12871)	(11273)	(4795)	(4316)	(3884)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	181094	127475	109454	82678	73407
主营业务收入	180737	127475	109454	82678	73407
营业成本	150153	107064	93966	66521	55437
毛利	30584	20411	15489	16156	17970
营业支出	11615	9475	9778	7799	6998
营业利润	19326	10936	5711	8357	10972
利息支出	149	85	356	354	346
利息收入	874	0	364	328	295
权益性投资损益	1554	846	406	386	455
其他非经营性损益	1968	6577	1973	1776	2042
非经常项目损益	1156	457	384	288	345
除税前利润	24729	18731	8482	10781	13764
所得税	7597	6605	2821	3631	4649
少数股东损益	4283	1724	781	992	1267
归属普通股股东净利润	12850	10401	4880	6157	7848
EPS(元)	1.87	1.51	0.71	0.89	1.14

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-28%	-30%	-14%	-24%	-11%
营业利润	-52%	-43%	-48%	46%	31%
净利润	-47%	-19%	-53%	26%	27%
获利能力					
毛利率	16.9%	16.0%	14.2%	19.5%	24.5%
净利率	7.1%	8.2%	4.5%	7.4%	10.7%
ROE	8.5%	6.4%	3.0%	3.6%	4.5%
ROIC	3.7%	2.7%	1.3%	1.7%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	63.1%	61.4%	57.2%	54.6%
净负债比率	27.5%	26.5%	26.7%	27.2%	26.5%
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
应付帐款周转率	2.8	2.6	2.5	2.2	2.4
每股资料(元)					
每股收益	1.87	1.51	0.71	0.89	1.14
每股经营现金	4.79	4.32	0.90	4.68	1.66
每股净资产	22.06	23.44	23.82	24.51	25.38
每股股利	0.55	0.32	0.21	0.27	0.34
估值比率					
PE	5.9	7.3	15.3	12.1	9.5
PB	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	23.4	30.2	63.4	50.3	40.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。