

归母净利受多因素影响亏损，背靠国资改善现金流

2025 年 10 月 29 日

► **营收同比提升，多因素导致归母净利润亏损加剧。**截至 2025 年三季度，公司实现营业收入 28.77 亿元，同比提升 10.92%；公司截至 2025 年三季度归母净利润亏损为-2.20 亿元，较 2024 年同期的 1.00 亿元减少 3.20 亿元，主要原因为：1) 公司费用化利息增加、销售费用增加、计提存货减值等，对年初至三季度末归母净利润造成较大影响；2) 公司项目结转收入毛利下降、费用化利息增加等，对本报告期归属于归母净利润造成较大影响；3) 2024 年截至三季度，公司转让西安天地源物业服务管理有限责任公司、深圳天地源物业服务有限公司、陕西天地源天投物业服务有限公司等 3 家公司产生 0.77 亿元股权投资收益，收购咸阳启点金源房地产开发有限公司股权产生投资收益 0.34 亿元，对报表端利润产生较大影响，因此 2024 年同期归母净利润基数较高。

► **销售面积同比双位数增长，三季度高新软件城新增拿地。**截至 2025 年三季度，公司实现合同销售面积 18.94 万平方米，同比增长 11.22%。实现权益合同销售面积 16.59 万平方米，同比增长 15.53%；实现合同销售金额 30.85 亿元，同比减少 16.18%。实现权益合同销售金额 28.02 亿元，同比减少 14.92%。2025 年三季度，公司新增房地产土地储备面积 8.36 万方，权益占比 100%，权益新增房地产计容建面 19.22 万方。截至 2025 年三季度，公司出租房地产总面积 5.90 万平方米，权益出租房地产总面积 5.90 万平方米，公司租金总收入为 1,688.47 万元，权益租金总收入为 1679.48 万元。

► **国企平台优势凸显，公司债券发行融资渠道畅通。**2025 年 9 月，公司发布公告，下属全资子公司西安天地源锦程房地产开发有限公司拟向金融机构申请总金额不超过 2 亿元的委托贷款；下属全资子公司西安佳幸房地产开发有限公司拟向金融机构申请总金额不超过 3 亿元的委托贷款，本次贷款资金来源方西安高新区热力有限公司和西安高新区基础设施配套建设开发有限责任公司系公司实际控制人西安高科集团有限公司下属子公司，体现母公司对公司支持。2025 年 1 月、7 月和 8 月，公司分别发行 5 亿元、4.13 亿元以及 5 亿元公司债券，对应票面利率分别为 4.93%、2.90%和 4.18%，公司债券发行融资渠道仍较通畅。

► **投资建议：**公司作为国资平台，母公司支持力度加大，融资渠道通畅；公司于 2025 年三季度开始拿地，随着项目上市现金流或将得以改善。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-9.96 亿元/-0.44 亿元/-0.27 亿元，亏损同比收窄 2.3%/95.6%/37.2%；对应 2025-2027 年 PB 估值为 1.6/1.7/1.7 倍。维持“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	-996	-44	-27
亏损同比收窄 (%)	-161.3	2.3	95.6	37.7
每股收益 (元)	-1.18	-1.15	-0.05	-0.03
PE	/	/	/	/
PB	1.1	1.6	1.7	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

3.51 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@glms.com.cn

分析师 陈立

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli_yj@glms.com.cn

相关研究

- 1.天地源 (600665.SH) 2025 年中报点评：利润受多因素影响亏损加剧，盘活存量助力公司稳健经营-2025/08/29
- 2.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

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	379	397	397
资产减值损失	-1,142	-128	-27	-24
投资收益	-56	-55	-59	-65
营业利润	-322	-602	-102	-63
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	-323	-604	-104	-65
所得税	650	302	-42	-26
净利润	-973	-905	-62	-39
归属于母公司净利润	-1,020	-996	-44	-27
EBITDA	-94	-21	401	444

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,766	2,869	2,922	3,169
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	2,170	2,244	2,378
流动资产合计	27,302	25,346	25,676	26,707
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	1,583	1,555	1,529
资产合计	28,336	26,929	27,231	28,236
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	12,777	13,012	13,679
流动负债合计	17,488	17,690	18,055	19,099
长期借款	3,362	2,113	2,113	2,113
其他长期负债	3,714	4,260	4,260	4,260
非流动负债合计	7,076	6,372	6,372	6,372
负债合计	24,564	24,062	24,427	25,471
股本	864	864	864	864
少数股东权益	896	987	968	957
股东权益合计	3,772	2,866	2,804	2,765
负债和股东权益合计	28,336	26,929	27,231	28,236

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	2.35	95.62	37.65
盈利能力 (%)				
毛利率	13.64	7.62	11.12	11.16
净利润率	-9.49	-9.02	-0.37	-0.21
总资产收益率 ROA	-3.60	-3.70	-0.16	-0.10
净资产收益率 ROE	-35.47	-52.99	-2.37	-1.50
偿债能力				
流动比率	1.56	1.43	1.42	1.40
速动比率	0.29	0.24	0.24	0.25
现金比率	0.22	0.16	0.16	0.17
资产负债率 (%)	86.69	89.36	89.70	90.21
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	0.40	0.44	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	-1.18	-1.15	-0.05	-0.03
每股净资产	3.33	2.18	2.12	2.09
每股经营现金流	-1.01	0.05	0.27	0.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	/	/
PB	1.1	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA	/	/	31.72	28.65
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	-905	-62	-39
折旧和摊销	18	18	20	21
营运资金变动	-1,854	1,209	63	260
经营活动现金流	-870	42	234	459
资本开支	-2	-20	-20	-21
投资	9	6	0	0
投资活动现金流	137	-75	-55	-86
股权募资	0	0	0	0
债务募资	556	-747	0	0
筹资活动现金流	-371	-864	-126	-126
现金净流量	-1,104	-897	53	247

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。	公司评级	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
	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