

【广发地产&海外】中国海外发展 (00688.HK)

业绩扎实，发展动能充足

核心观点:

- **业绩扎实稳健，分红率 39%**。根据 25 年年报，公司实现收入 1680.9 亿元，同比-9%，毛利润 260.6 亿元，同比-20.4%，归母净利润 126.9 亿元，同比-18.8%，核心净利润 130.1 亿元，同比-17%，分红规模 50 亿元，分红率 39% (相对于核心)，环比微升。25 年整体毛利率 15.5%，较 24 年回落 2.2pct，核心净利润率 7.7%，较 24 年回落 0.8pct。
- **商业贡献业绩 13%**。25 年公司商业运营收入 72.0 亿元，同比+1% (写字楼/购物中心/长租公寓/酒店分别 34.7/23.9/3.5/9.9 亿元，同比分别 -2.8%/+5.8%/+34.6%/-3.9%)，购物中心与长租公寓表现较好，购物中心零售额+11.7% (同店+6.7%)，客流+13.8% (同店+7.6%)，写字楼 3 年以上出租率 80%。商业整体核心净利润 17 亿元，占比 13%。
- **卖了最多的房：中海连续两年权益销售金额第一**。25 年全口径销售金额 2109 亿元，同比-19%，回款金额 2050 亿元，回款率 94%，较 24 年上升 1.9pct。一线城市合计销售金额 1254 亿元，占比 57%。
- **买了最多的地：中海 25 年拿地金额第一**。25 年中海 (集团) 拿地金额 1304 亿元，其中公司拿地金额 1187 亿元，权益拿地金额 924 亿元，全口径和权益口径货值 2166 亿元和 1746 亿元，相对于当期销售分别为 99%、86%，投资力度显著回升。25 年一线城市拿地金额 946 亿元，占比 80%，高于销售占比 23pct。
- **盈利预测与投资建议**。26-28 年预计归母净利润规模分别为 121、133、141 亿元。参考可比房企 PB，按照 25 年调整后的归母净资产 (2446 亿元) 0.6xPB 进行估值，对应公司合理价值为 1468 亿元，每股合理价值为 15.29 港元/股 (港元兑人民币 0.87697)，维持“买入”评级。
- **风险提示**。行业景气度影响公司去化情况；投资端谨慎，规模增长不及预期；未来利润率的波动。

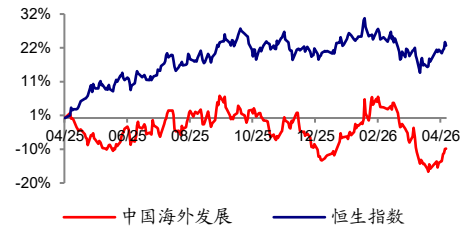
盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	185,154	168,089	149,983	153,513	161,019
增长率 (%)	-8.6%	-9.2%	-10.8%	2.4%	4.9%
EBITDA	27,803	21,197	20,048	20,482	21,405
归母净利润	15,636	12,691	12,100	13,305	14,092
增长率 (%)	-38.9%	-18.8%	-4.7%	10.0%	5.9%
EPS (元/股)	1.43	1.16	1.11	1.22	1.29
市盈率 (P/E)	7.6	9.3	9.9	9.0	8.5
ROE (%)	4.1%	3.3%	3.1%	3.3%	3.4%
EV/EBITDA	8.1	12.3	8.9	7.8	7.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	12.54 港元
合理价值	15.29 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-19

相对市场表现



分析师:

郭镇
SAC 执证号: S0260514080003
SFC CE No. BNN906
021-38003639
guoz@gf.com.cn

分析师:

邢莘
SAC 执证号: S0260520070009
021-38003638
xingshen@gf.com.cn

请注意, 邢莘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。

相关研究:

- 【广发地产&海外】中国海外发展 (00688.HK): 三季度业绩承压, 投资力度大幅提升 2025-10-26
- 【广发地产&海外】中国海外发展 (00688.HK): 半年业绩符合预期, 资产质量改善 2025-09-09

表 1: 中国海外发展财务及经营指标

	21	22	23	24	25
一、利润表分析					
营业总收入 (亿元)	2422.4	1803.2	2025.2	1851.5	1680.9
同比	30%	-26%	12%	-9%	-9%
房地产收入 (亿元)		1725.8	1928.8	1747.2	1567.7
同比			12%	-9%	-10%
租金收入 (亿元)	51.7	52.6	63.6	71.3	72.0
同比	18%	2%	21%	12%	1%
其他收入 (亿元)		24.8	32.8	33.1	41.1
同比			32%	1%	24%
整体毛利率	23.5%	21.3%	20.3%	17.7%	15.5%
扣税毛利率	20.7%	19.7%	17.4%	16.4%	14.5%
毛利润 (亿元)	570.3	383.9	411.5	327.6	260.6
同比	2.2%	-32.7%	7.2%	-20.4%	-20.4%
销售管理费用率 (结算)	2.9%	3.6%	3.4%	3.7%	4.0%
投资净收益 (亿元)	36.9	21.8	16.3	6.5	5.2
同比	-24%	-41%	-25%	-60%	-19.6%
归母净利润 (亿元)	401.6	232.6	256.1	156.4	126.9
同比	-9%	-42%	10%	-39%	-18.8%
核心净利润 1 (亿元, 不考虑公允价值)	363.8	201.4	225.8	154.7	131.4
同比	-4%	-45%	12%	-31%	-15%
核心净利润 2 (亿元, 不考虑公允价值及汇兑损益)	339.2	244.2	236.5	157.2	130.1
同比	-3%	-28%	-3%	-34%	-17%
归属股东核心净利润率	14.0%	13.5%	11.7%	8.5%	7.7%
分红规模 (亿元)	110.9	78.4	81.0	60.2	50.3
分红率(相对于核心净利润 2)	32.7%	32.1%	34.2%	38.3%	38.7%
股息率	6.7%	3.6%	4.6%	4.5%	3.8%
二、销售分析					
销售金额 (亿元) (中海集团)	3695	2948	3098	3107	2512
同比	2%	-20%	5%	0%	-19%
销售金额 (亿元) (中国海外发展, 0688.HK)	2983	2544	2670	2706	2190
同比	1%	-15%	5%	1%	-19%
销售金额 (亿元) (中国海外宏洋, 0081.HK)	712	403	428	401	322
同比	10%	-43%	6%	-6%	-20%
销售面积 (万方) (中海集团)	1890	1387	1336	1149	1056
同比	-1%	-27%	-4%	-17%	-8%
销售面积 (万方) (中国海外发展, 0688.HK)	1329	1015	982	800	762
同比	-4%	-24%	-3%	-19%	-5%
销售面积 (万方) (中国海外宏洋, 0081.HK)	568	373	353	348	294
同比	7%	-34%	-5%	-1%	-16%
销售均价 (元/平) (中海集团)	19550	21252	23195	27048	23791
同比	4%	9%	9%	17%	-12%
销售均价 (元/平) (中国海外发展, 0688.HK)	22439	25548	27175	33811	28735

	同比	5%	13%	8%	24%	-15%
销售均价 (元/平) (中国海外宏洋, 0081.HK)		12528	10822	12122	11514	10955
	同比	3%	-14%	12%	-5%	-5%

三、拿地分析

拿地总价 (亿元, 中海集团)		1774	1209	1440	858	1304
	拿地金额/销售金额	48%	41%	46%	28%	52%
	权益比例	91%	78%	91%	87%	79%
拿地总价 (亿元, 中国海外发展, 0688.HK)		1379	1107	1342	806	1187
	拿地金额/销售金额	46%	44%	50%	30%	54%
	权益比例	94%	78%	91%	86%	78%
拿地总价 (亿元, 中国海外宏洋, 0081.HK)		395	102	98	52	117
	拿地金额/销售金额	55%	25%	23%	13%	36%
	权益比例	79%	74%	90%	93%	87%
拿地均价 (元/平, 中海集团)		8854	12584	15212	15835	16472
	拿地/销售均价	22%	59%	66%	59%	69%
拿地均价 (元/平, 中国海外发展, 0688.HK)		11836	14977	17566	19049	23798
	拿地/销售均价	18%	59%	65%	56%	83%
拿地均价 (元/平, 中国海外宏洋, 0081.HK)		4711	4588	5353	4397	3998
	拿地/销售均价	18%	42%	44%	38%	36%

四、工程面积分析

竣工面积 (万方, 中海集团)		3004	2176	2380	1682	1322
	同比	28%	-28%	9%	-29%	-21%
竣工面积 (万方, 中国海外发展, 0688.HK)		2253	1445	1643	1059	848.2
	同比	26%	-36%	14%	-36%	-20%
竣工面积 (万方, 中国海外宏洋, 0081.HK)		751	732	737	623	473
	同比	34%	-3%	1%	-16%	-24%
储备面积 (万方, 中海集团)		8077	6842	5403	4255	3727
	同比	-12%	-15%	-21%	-21%	-12%
储备面积 (万方, 中国海外发展, 0688.HK)		5100	4389	3522	2877	2528
	同比	-17%	-14%	-20%	-18%	-12%
储备面积 (万方, 中国海外宏洋, 0081.HK)		2977	2453	1881	1378	1199
	同比	-1%	-18%	-23%	-27%	-13%

五、资产负债表分析

有息负债 (亿元)		2419	2704	2577	2416	2474
	较年初增长	13.6%	11.8%	-4.7%	-6.2%	2.4%
	其中: 银行贷款	1623	1656	1653	1662	1729
	其中: 债券融资	796	1048	924	754	745
	综合融资成本	3.55%	3.57%	3.55%	3.10%	2.80%
	扣预资产负债率	53.6%	53.7%	51.8%	48.2%	46.9%
	净负债率	31.1%	42.9%	38.7%	29.2%	34.2%
	现金短债比	293%	216%	210%	350%	210%
在手现金 (亿元)		1310	1103	1056	1242	1036
	同比	18.5%	-15.8%	-4.2%	17.6%	-17%
分档		绿	绿	绿	绿	绿

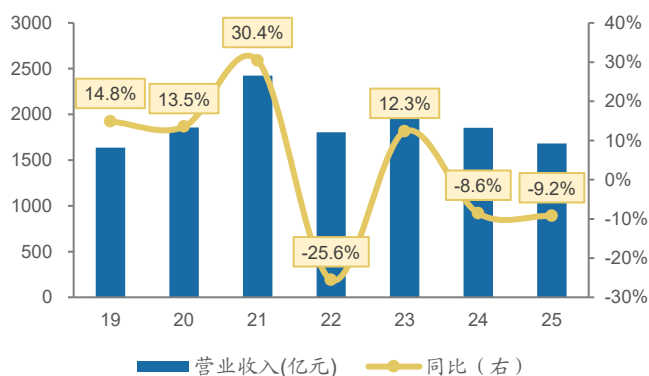
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心
识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

一、业绩扎实稳健，分红率 39%

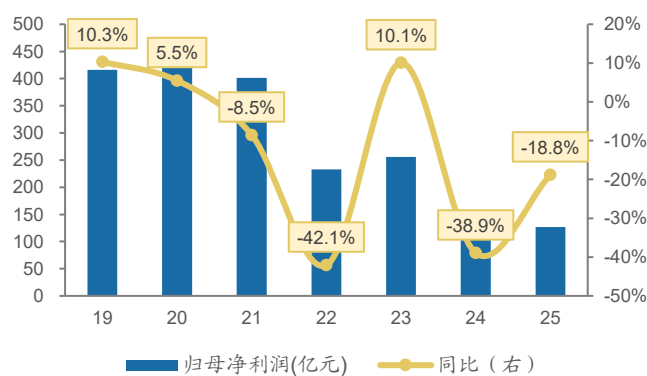
25年公司实现收入1680.9亿元，同比-9%，毛利润260.6亿元，同比-20.4%，归母净利润126.9亿元，同比-18.8%，扣除公允价值变动和汇兑损益的核心净利润130.1亿元，同比-17%，核心与归母利润相近，业绩扎实稳健。分红规模50亿元，分红率39%（相对于核心），环比微升。

图 1：中国海外发展营收及同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：中国海外发展归母净利润及同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 2：中国海外发展归母净利润与核心净利润

	21	22	23	24	25
营业收入(亿元)	2422	1803	2025	1852	1681
同比	30.4%	-25.6%	12.3%	-8.6%	-9.2%
毛利率	23.5%	21.3%	20.3%	17.7%	15.5%
毛利润(亿元)	570	384	412	328	261
同比	2.2%	-32.7%	7.2%	-20.4%	-20.4%
归母净利润(亿元)	402	233	256	156	127
同比	-8.5%	-42.1%	10.1%	-38.9%	-18.8%
公允价值变动(亿元)	55	48	48	4	3
公允价值变动扣税净收益(亿元)	38	31	30	2	-4
核心净利润 1(亿元, 扣除公允价值变动)	364	201	226	155	131
同比	-4.3%	-44.6%	12.1%	-31.5%	-15.0%
汇兑损益(亿元)	25	-43	-11	-3	1
核心净利润 2(亿元, 核心 1-汇兑损益)	339	244	237	157	130
同比	-2.8%	-28.0%	-3.2%	-33.5%	-17.2%
核心净利润率 2	14.0%	13.5%	11.7%	8.5%	7.7%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

第一，地产结算1567.7亿元，同比-10%，竣工面积848.2万方，同比-20%，25年结算金额/24年预收账款比例为118%，较24回落43pct（19-24年平均183%），期

末预收账款1250亿元，同比-5.7%，降幅相对较小；

第二，商业运营收入72.0亿元，同比+1%（写字楼/购物中心/长租公寓/酒店分别34.7/23.9/3.5/9.9亿元，同比分别-2.8%/+5.8%/+34.6%/-3.9%），购物中心与长租公寓表现较好，购物中心零售额+11.7%（同店+6.7%），客流+13.8%（同店+7.6%），写字楼3年以上出租率80%，较24年回落1.4pct；

表 3：中国海外发展商业物业运营收入及业绩贡献

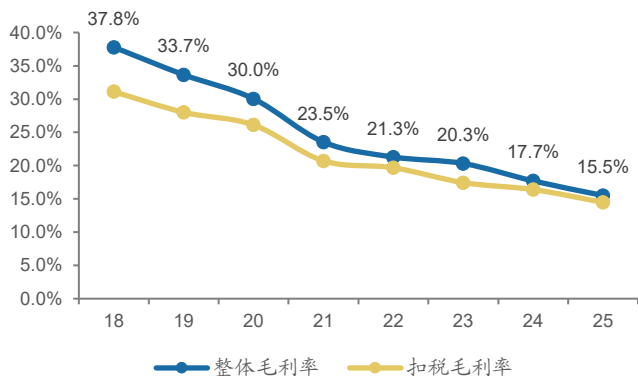
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
投资性房地产规模（亿元）	937.2	1140.2	1408.8	1662.0	1902.3	2077.5	2084.0	2058.4
同比	15%	22%	24%	18%	14%	9%	0%	-1%
投资性房地产净增加（亿元）	123.2	203.0	268.6	253.3	240.2	175.2	6.5	-25.6
公允价值变动收益（亿元）	87.5	100.0	91.9	55.4	48.0	48.5	4.2	2.7
公允价值税后贡献（亿元）	65.6	73.2	58.7	37.8	31.3	30.3	1.7	-4.5
商业物业总收入（亿元）	34.1	41.6	44.0	51.7	52.6	63.6	71.3	72.0
写字楼	24.2	29.0	31.7	35.2	34.2	34.3	35.7	34.7
购物中心	5.5	8.4	8.7	10.9	12.0	16.8	22.6	23.9
长租公寓	0.0	0.1	0.1	0.7	1.2	1.9	2.6	3.5
酒店及其他	4.5	4.1	3.5	5.0	5.2	10.6	10.3	9.9
商业物业总收入同比	35%	22%	6%	18%	2%	21%	12%	1%
写字楼	41%	20%	9%	11%	-3%	0%	4%	-3%
购物中心	63%	54%	4%	25%	11%	40%	35%	6%
长租公寓			0%	600%	75%	55%	37%	35%
酒店及其他	9%	-8%	-15%	43%	4%	104%	-3%	-4%
商业经营溢利-公允价值（亿元）	17.2	24.9	24.0	25.5	23.4	29.2	31.1	37.5
商业税后利润（亿元，估算）	7.8	11.3	10.9	11.6	10.6	13.3	14.1	17.0
商业利润率	23%	27%	25%	22%	20%	21%	20%	24%
核心净利润（亿元）	326.0	341.3	349.2	339.2	244.2	236.5	157.2	130.1
商业对核心利润的贡献比例	2%	3%	3%	3%	4%	6%	9%	13%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

第三，其他收入41.4亿元，同比+24.4%，其中物资采购和供应链服务36.6亿元，同比+36.1%。

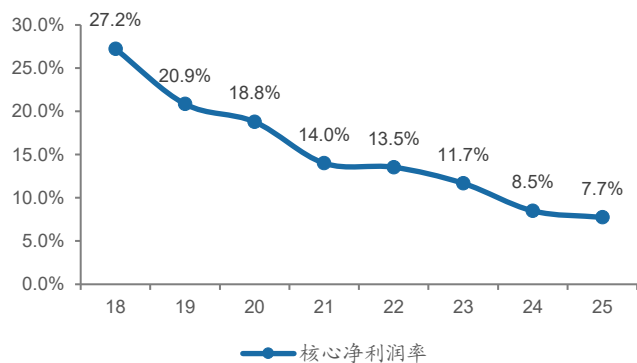
核心净利率表现平稳。25年整体毛利率15.5%，较24年回落2.2pct，其中25H1/H2毛利率17.4%、13.7%，下半年毛利率下降3.7pct。25年核心净利润率7.7%，较24年回落0.8pct。

图 3: 中国海外发展毛利率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 中国海外发展归母净利润及同比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

二、卖了最多的房: 中海连续两年权益销售金额第一

中海(集团)25年销售金额2512亿元, 同比-19%, 公司25年全口径销售金额2109亿元, 同比-19%, 回款金额2050亿元, 回款率94%, 较24年上升1.9pct。一线城市合计销售金额1254亿元, 占比57%。26年可售资源充足, 总货值6000亿元, 其中香港530亿元, 销售保持行业的领先地位。

表 4: 中国海外发展21-25年一线城市全口径销售金额(亿元)及占比

	2021	2022	2023	2024	2025
北京	456	449	543	361	503
深圳	50	129	111	292	249
上海	121	35	109	704	174
广州	299	150	138	199	106
香港	80	175	116	95	222
一线合计	1006	939	1018	1651	1254
整体	2983	2544	2670	2706	2190
一线占比	34%	37%	38%	61%	57%

数据来源: 公司年报, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

表 5: 房企权益销售金额排行榜TOP1-10

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	中国恒大	中国恒大	中国恒大	中国恒大	中国恒大	碧桂园	碧桂园	保利发展	中海地产	中海地产
2	万科A	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	中国恒大	保利发展	中海地产	保利发展	保利发展
3	绿地集团	万科A	万科A	万科A	万科A	万科A	中海地产	万科A	华润置地	华润置地
4	碧桂园	绿地控股	绿地控股	融创中国	融创中国	保利发展	万科A	华润置地	万科A	招商蛇口

5	中海地产	融创中国	融创中国	绿地控股	保利发展	融创中国	华润置地	招商蛇口	招商蛇口	绿城中国
6	保利发展	保利发展	保利发展	保利发展	中海地产	中海地产	招商蛇口	碧桂园	绿城中国	建发房产
7	华夏幸福	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	金地集团	建发房产	建发房产	万科A
8	万达集团	华夏幸福	华润置地	新城控股	世茂集团	华润置地	龙湖集团	绿城中国	中国铁建	中国金茂
9	融创中国	华润置地	新城控股	世茂集团	招商蛇口	招商蛇口	绿地控股	龙湖集团	华发股份	越秀地产
10	华润置地	龙湖地产	华夏幸福	龙湖集团	新城控股	龙湖集团	越秀地产	绿地控股	越秀地产	绿地控股

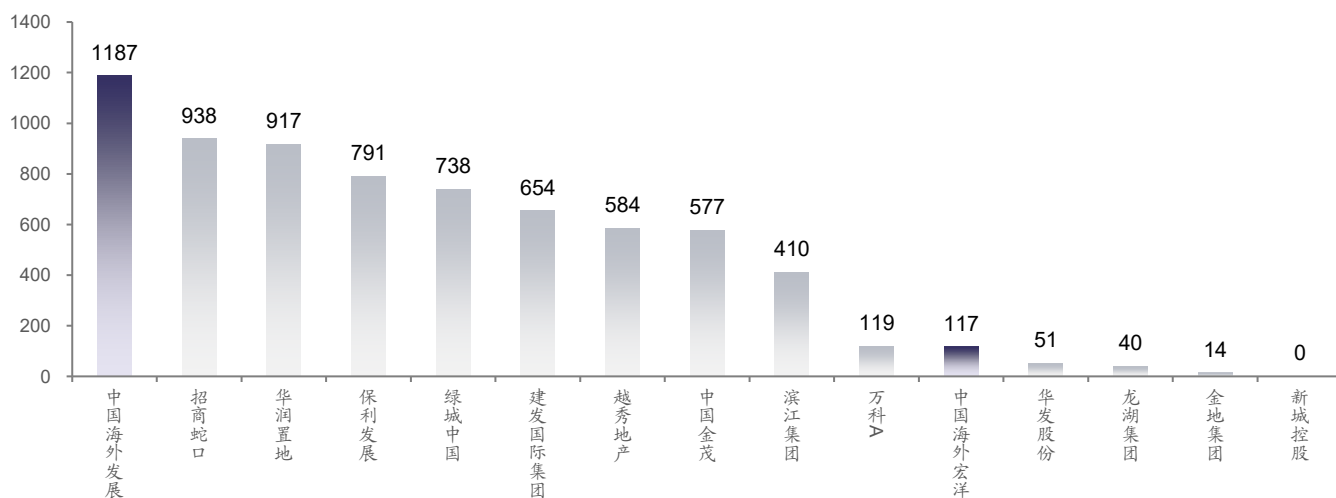
数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

三、买了最多的地：中海 25 年拿地金额第一

25年中海（集团）拿地金额1304亿元，其中公司拿地金额1187亿元，权益拿地金额924亿元，全口径和权益口径货值2166亿元和1746亿元，相对于当期销售分别为99%、86%，投资力度显著回升。

25年一线城市拿地金额946亿元，占比80%，高于销售占比23pct，二线城市中选择中海优势城市，杭州81亿+济南54亿+天津青岛沈阳石家庄各20亿左右。

图 5：龙头房企25年全口径拿地金额（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

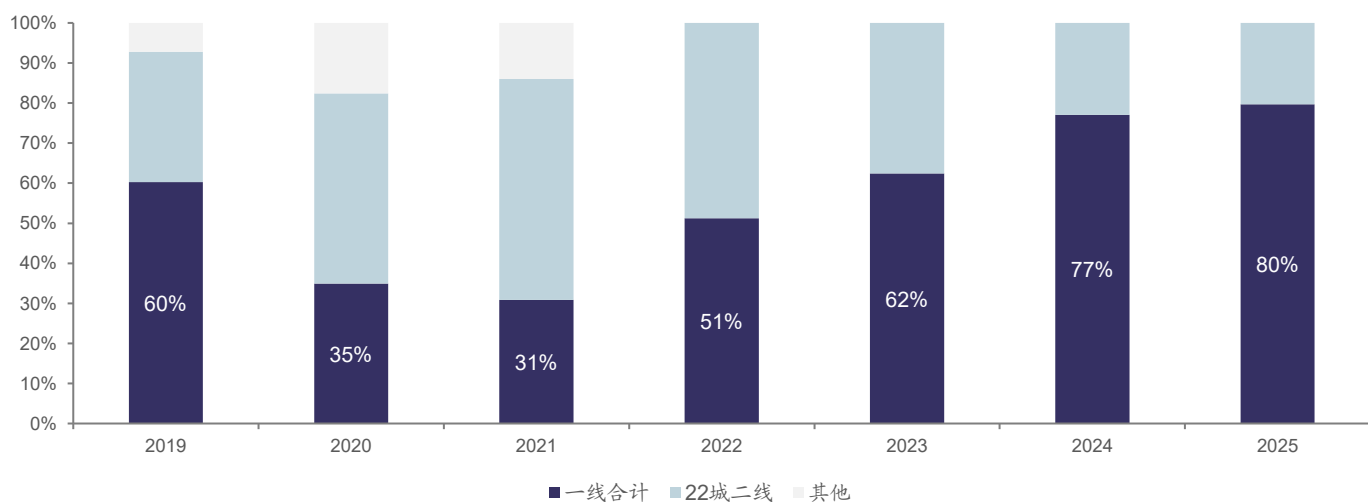
表 6：中国海外发展19-25年全口径拿地金额（亿元）

城市	进入时间	分线	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	22-25
北京	2005	1	208	271	177	356	255	350	213	1175
上海	2005	1	52	77	0	78	240	69	630	1016
深圳	2005	1	104	38	127	106	149	203	86	543
广州	2005	1	85	53	121	27	148	0	9	184
香港	2005	1	447	36	0	0	45	0	8	53
一线合计			895	475	425	567	838	621	946	2971

厦门	2011	2	39	18	155	139	63	0	3	205
杭州	2006	2	17	0	102	0	65	45	81	191
天津	2007	2	41	47	111	35	64	31	25	154
成都	2005	2	19	19	0	71	23	24	9	128
宁波	2005	2	54	5	0	57	34	0	0	92
南京	2005	2	0	40	103	14	74	0	0	88
西安	2005	2	26	0	0	43	15	25	0	83
济南	2008	2	0	25	16	0	8	16	54	78
长沙	2011	2	33	49	12	54	7	0	5	67
东莞	2017	3	14	55	67	59	0	0	0	59
苏州	2005	2	36	20	55	0	58	0	0	58
青岛	2007	2	0	19	0	19	17	0	16	51
石家庄	2019	2	28	18	0	0	17	12	17	45
武汉	2011	2	24	144	0	0	30	0	0	30
重庆	2006	2	0	19	19	27	0	0	0	27
沈阳	2007	2	24	62	43	0	4	0	19	23
郑州	2014	2	39	0	34	0	12	0	11	22
大连	2007	2	49	23	0	10	4	9	0	22
海口	2015	2	0	11	9	0	0	18	0	18
南昌	2011	2	0	6	5	13	4	0	0	17
长春	2005	2	23	4	29	0	2	6	1	9
太原	2014	2	15	59	2	0	4	0	0	4
22城二线			482	644	761	540	505	185	241	1471
其他			108	239	193	0	0	0	0	0
合计			1485	1358	1379	1107	1342	806	1187	4442

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：中国海外发展拿地金额分线占比

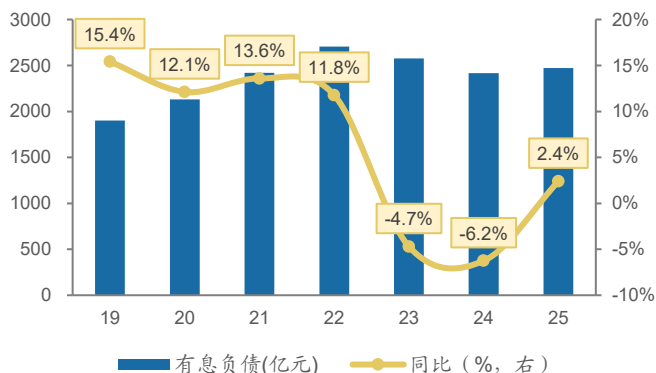


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、财务安全稳健

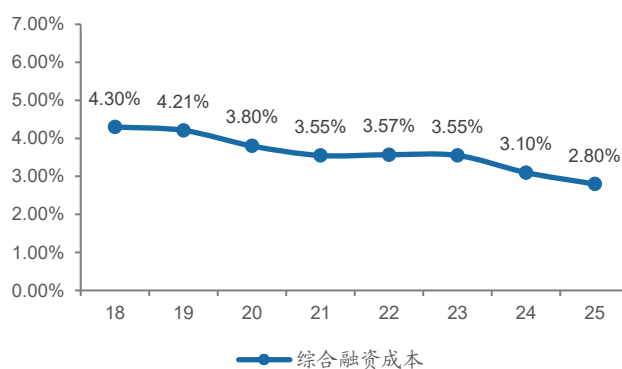
期末有息负债2474亿元，同比+2.4%，综合融资成本2.8%，较24年下降30bp。三道红线维持绿档。期末现金1036亿元，同比-17%，现金储备与23年末规模相当。

图 7：中国海外发展有息负债及同比



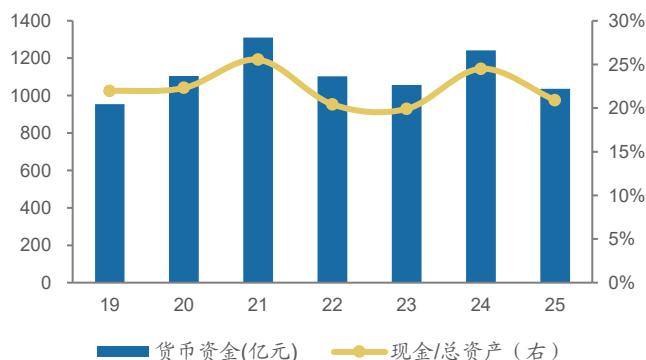
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：中国海外发展综合融资成本



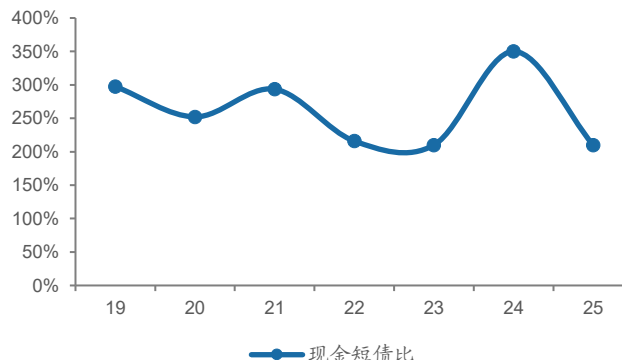
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 9：中国海外发展现金及占总资产比例



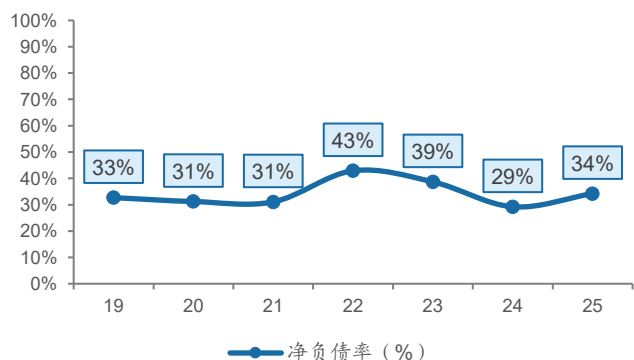
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 10：中国海外发展现金短债比



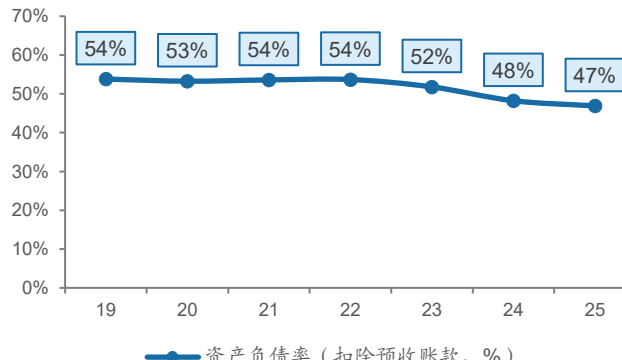
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 11：中国海外发展净负债率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12：中国海外发展扣预资产负债率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

25年公司业绩符合预期，核心净利润率7.7%维持业内较高水平，从21年开始到25年，中海的销售质量和业绩能力始终超市场预期，始终保持强劲的利润贡献水平。

盈利预测分为收入和利润两个部分，首先看收入：

第一，地产销售金额，预计26-28年分别为2081、2081、2185亿元，同比分别-5%、持平、+5%，随着行业止跌回稳，公司销售质量进一步夯实，销售规模维持稳定。公司可结算资源充足，预计26-28年结算金额分别为1375、1398、1460亿元，同比分别-12.3%、+1.7%、+4.4%。

第二，商业收入，预计26-28年保持10%的增长（十五五期间预计双位数增长），预计26-28年租金收入分别为79、87、96亿元。

第三，其他业务方面，25年收入同比增长24.4%，预计26-28年收入同比分别增长10%。

基于以上，预计公司26-28年收入分别为1500、1535、1610亿元，同比-10.8%、+2.4%、+4.9%。

利润方面，归母净利润=核心净利润+公允价值变动+汇兑损益，核心净利润又可以分为商业和开发（开发扣除投资收益和减值就是开发核心利润）。

第一，商业核心净利润，25年商业核心净利率23.6%，预计随着购物中心比例的提升利润率持续改善，26-28年预计商业核心利润率分别为24.0%、24.5%、25.0%，分别贡献19、21、24亿元业绩。

第二，开发核心净利润，预计投资收益26-28年分别贡献5亿元，全口径减值规模26-28年分别-10、-5、-5亿元，随着老货的去化，减值压力逐步减少。扣除减值和投资收益的开发核心净利润25年为121亿元，开发净利率7.2%，预计26-28年逐步企稳，开发净利率分别为6.8%、7.0%、7.0%，开发核心净利润102、107、113亿元。

以上两部分合计预计26-28年公司核心净利润分别为118、130、138亿元，同比分别-9%、+10%、+6%。

第三，归母净利润，公司24、25年公允价值变动4、3亿元，预计26-28年公允价值变动税后贡献3、3、3亿元，汇兑损益假设影响为0，那么26-28年归母净利润分别为121、133、141亿元。若核心城市价格企稳将为公司带来更大的业绩弹性。

表 7：中国海外发展盈利预测

	21	22	23	24	25	26E	27E	28E
营业收入（亿元）	2422	1803	2025	1852	1681	1500	1535	1610
同比	30.4%	-25.6%	12.3%	-8.6%	-9.2%	-10.8%	2.4%	4.9%
地产结算收入（亿元）	2364	1726	1929	1747	1568	1375	1398	1460
同比			11.8%	-9.4%	-10.3%	-12.3%	1.7%	4.4%

地产结算/上一年已售未结	195%	172%	179%	161%	118%	110%	105%	105%
商业物业收入 (亿元, 含酒店公寓)	52	53	64	71	72	79	87	96
同比	17.5%	1.8%	20.9%	12.1%	1.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他地产收入 (亿元)		25	33	33	41	45	50	55
同比			32.3%	0.7%	24.4%	10.0%	10.0%	10.0%
预收账款 (亿元)	1005	1077	1086	1325	1250	1332	1390	1460
同比	-17.1%	7.2%	0.9%	22.0%	-5.7%	6.5%	4.4%	5.0%
销售金额 (亿元)	2983	2544	2670	2706	2190	2081	2081	2185
同比	0.8%	-14.7%	4.9%	1.3%	-19.0%	-5.0%	0.0%	5.0%
并表回款 (亿元)	2156.9	1798.0	1938.2	1986.4	1492.6	1457	1457	1530
并表回款比例	72.3%	70.7%	72.6%	73.4%	68.1%	70.0%	70.0%	70.0%
归母净利润 (亿元)	402	233	256	156	127	121	133	141
同比	-8.5%	-42.1%	10.1%	-38.9%	-18.8%	-4.7%	10.0%	5.9%
公允价值变动 (亿元)	55	48	48	4	3	4	4	4
公允价值变动扣税净收益 (亿元)	38	31	30	2	-4	3	3	3
汇兑损益	25	-43	-11	-3	1	0	0	0
核心净利润 (亿元)	339	244	237	157	130	118	130	138
同比	-2.9%	-28.0%	-3.2%	-33.5%	-17.2%	-8.9%	9.8%	6.1%
核心净利润率	14.0%	13.5%	11.7%	8.5%	7.7%	7.9%	8.5%	8.6%
商业核心利润贡献 (亿元, 估算)	12	11	13	14	17	19	21	24
商业核心净利率	22.4%	20.2%	20.9%	19.8%	23.6%	24.0%	24.5%	25.0%
投资收益 (亿元)	37	22	16	6	5	5	5	5
全口径减值 (亿元)		-29	0	-16	-17	-10	-5	-5
开发核心利润贡献 (亿元)	291	233	207	149	121	102	107	113
开发核心净利率	12.0%	12.9%	10.2%	8.0%	7.2%	6.8%	7.0%	7.0%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

估值方面, 公司估值水平较低, 或与商业地产有一定关联, 首先需要明确的是公司商业地产的估值水平。

根据公司25年年报, 公司25年商业物业总收入72.0亿元, 经营溢利40.2亿元, 公允价值变动2.7亿元, 扣除公允价值后的经营溢利为37.5亿元 (近似于NOI), NOI Margin为52.0%。假设中海商业Cap rate=4、6、8、10%, 则对应商业部分估值分别937、624、468、375亿元。

根据公司年报, 25年公司投资性房地产为2058亿元, 按照6%的Cap rate (参考C-REITs收益率) 计算的商业地产估值仅为624亿元, 相差1434亿元, 假设存在高估, 这一部分视作商业地产“减值”, 那么剔除1434亿元后, 调整归母净资产为2446亿元。调整后的PB从0.31x调整为0.49x。

参考可比港股房企PB水平平均0.66x, 按照25年调整后的归母净资产 (2446亿元) 0.6xPB进行估值, 对应公司合理价值为1468亿元, 每股合理价值为15.29港元/股 (港元兑人民币汇率0.87697), 维持“买入”评级。

表 8：中国海外发展商业物业资产估值（2025）

项目	数值
2025 商业物业总收入（亿元）	72.0
2025 商业经营溢利（亿元）	40.2
2025 公允价值变动收益（亿元）	2.7
2025 商业经营溢利-公允价值变动（亿元）	37.5
2025 NOI Margin 估算	52.0%
Cap rate	6.0%
商业物业估值（亿元）	624

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 9：中国海外发展修正PB水平（剔除商业地产对净资产影响，单位：亿元人民币）

	市值	归母净资产	PB	商业NOI	Cap rate	商业估值	投资性房地产	商业估值-投资性房地产	调整后的归母净资产	PB-修正
	2026/4/17	2025		2025		2025	2025	2025	2025	2026/4/17
不调整	1201	3879	0.31						3879	0.31
情景 1	1201	3879	0.31	37	4%	937	2058	-1122	2758	0.44
情景 2	1201	3879	0.31	37	6%	624	2058	-1434	2446	0.49
情景 3	1201	3879	0.31	37	8%	468	2058	-1590	2289	0.52
情景 4	1201	3879	0.31	37	10%	375	2058	-1684	2196	0.55

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心；市值日期为 26 年 4 月 17 日

表 10：中国海外发展可比公司估值表

基本信息			归母净利润（亿元）			PE		PB
证券代码	公司名称	总市值（亿元人民币）	25A	26E	27E	26E	27E	LF
01109.HK	华润置地	1952	254	257	260	7.6	7.5	0.67
01908.HK	建发国际集团	279	32	36	39	7.6	7.1	0.93
03900.HK	绿城中国	203	1	5	10	37.2	19.9	0.58
00817.HK	中国金茂	184	6	12	14	15.2	12.9	0.48
	平均					16.9	11.9	0.66

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心；市值日期为 26 年 4 月 17 日，盈利来自 Wind 一致预期

六、风险提示

（一）行业景气度影响公司去化情况

需求端政策推进速度不达预期，景气度保持低位，影响公司后续推货节奏。

（二）投资端谨慎，规模增长不及预期

在市场景气度弱复苏的背景下，公司投资标准趋严，规模增长或不及预期。

（三）未来利润率的波动

在行业格局稳定之前，利润率水平或有变化，景气度下行或市场促销因素都会使得毛利率再次承压。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	639,184	645,624	625,094	630,363	637,479
现金及现金等价物	124,168	103,628	155,175	168,432	174,107
应收账款及票据	1,590	2,697	1,666	1,706	1,789
存货	454,274	491,000	419,953	411,926	413,283
其他	59,151	48,299	48,299	48,299	48,299
非流动资产合计	269,450	270,073	269,673	269,273	268,873
固定资产净值	7,301	7,138	6,738	6,338	5,938
长期投资	254,585	255,462	255,462	255,462	255,462
商誉及无形资产	56	56	56	56	56
其他	7,509	7,417	7,417	7,417	7,417
资产总额	908,634	915,697	894,767	899,637	906,352
流动负债合计	265,232	262,589	239,309	240,797	243,399
短期借款	16,634	42,316	15,000	15,500	16,000
应付账款及票据	53,803	37,959	41,995	42,984	45,085
其他	194,795	182,314	182,314	182,314	182,314
非流动负债合计	241,573	233,209	227,057	221,090	215,302
长期借款	212,974	205,059	198,908	192,940	187,152
其他非流动负债	28,599	28,150	28,150	28,150	28,150
总负债	506,804	495,798	466,366	461,887	458,701
普通股股本	74,035	74,035	74,035	74,035	74,035
储备	308,706	313,912	321,777	330,426	339,586
其他	-2,130	0	0	0	0
归母权益总额	380,611	387,948	395,812	404,461	413,621
少数股东权益	21,219	31,951	32,588	33,288	34,030
股东权益合计	401,830	419,899	428,401	437,749	447,651
负债及股东权益合计	908,634	915,697	894,767	899,637	906,352

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	185,154	168,089	149,983	153,513	161,019
营业成本	152,389	142,024	125,986	128,951	135,256
毛利	32,765	26,064	23,997	24,562	25,763
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	4,520	4,690	3,750	3,838	4,025
行政管理费用	2,293	2,117	1,800	1,842	1,932
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	25,951	19,257	18,448	18,882	19,805
利息收入	0	0	1,294	1,618	1,713
利息支出	935	588	1,327	1,099	956
权益性投资损益	649	522	500	500	500
其他非经营性损益	743	1,418	700	700	700
除税前利润	26,408	20,609	19,615	20,601	21,762
所得税	8,621	7,178	6,879	6,595	6,928
合并净利润	17,787	13,431	12,736	14,006	14,834
少数股东损益	2,152	740	637	700	742
归母净利润	15,636	12,691	12,100	13,305	14,092

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	46,454	-	89,377	23,280	15,652
合并净利润	17,787	-	12,736	14,006	14,834
折旧与摊销	460	-	400	400	400
营运资本变动	37,742	-	76,114	8,976	662
其他非经营性调整	-7,384	-	127	-101	-244
投资活动现金流净额	1,842	-	1,200	1,200	1,200
处置固定资产收益	30	-	700	700	700
资本性支出	-198	-	0	0	0
投资资产支出	-135	-	0	0	0
其他	2,144	-	500	500	500
融资活动现金流净额	-29,797	-	-39,029	-11,223	-11,177
长期债权融资	-17,624	-	-6,152	-5,967	-5,788
股权融资	0	-	0	0	0
支付股利	-7,498	-	-4,235	-4,657	-4,932
其他	-4,675	-	-28,643	-599	-456
现金净增加额	18,548	-	51,548	13,257	5,675
期初现金余额	105,344	-	103,628	155,175	168,432
期末现金余额	123,892	-	155,175	168,432	174,107

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	-8.6%	-9.2%	-10.8%	2.4%	4.9%
营业利润增长率	-24.3%	-25.8%	-4.2%	2.4%	4.9%
归母净利增长率	-38.9%	-18.8%	-4.7%	10.0%	5.9%
获利能力					
毛利率	17.7%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利率	9.6%	8.0%	8.5%	9.1%	9.2%
ROE	4.1%	3.3%	3.1%	3.3%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	54.1%	52.1%	51.3%	50.6%
有息负债率	25.3%	27.0%	23.9%	23.2%	22.4%
流动比率	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
利息保障倍数	29.2	36.1	14.8	18.3	22.0
营运能力					
应收账款周转天数	5.4	4.6	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	1112.6	1198.0	1200.0	1150.0	1100.0
应付账款周转天数	168.2	116.3	120.0	120.0	120.0
每股指标					
每股收益	1.43	1.16	1.11	1.22	1.29
每股净资产	36.71	38.36	39.14	40.00	40.90
每股经营现金流	4.24	-	8.17	2.13	1.43
估值比率					
PE	7.6	9.3	9.9	9.0	8.5
PB	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.1	12.3	8.9	7.8	7.0

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。