

业绩压力逐渐出清，融资通道仍然通畅

2025 年 04 月 13 日

► **事件：**越秀地产 (00123.HK) 于 2025 年 4 月 10 日发布公告，与两家银行签订合计 6.5 亿港元的定期贷款融资。本次定期贷款的获取，体现了公司作为广州市国有上市开发商，融资渠道仍较为通畅，这笔贷款后续或将投入到公司的经营发展中，为公司补充流动性。

► **营收同比正增，核心净利润受减值影响大幅下降。**2024 年公司实现营业收入 864.0 亿元，同比增长 7.7%；公司 2024 年实现毛利率为 10.5%，较 2023 年下降 4.8 个百分点；公司 2024 年获得核心净利润 15.9 亿元，同比下降 54.4%，主要是受市场下行影响，公司计提发展中物业及作出售物业减值 22.7 亿元及长期资产减值损失 16.3 亿元。截至 2024 年底，公司已售未结金额 1700.5 亿元，虽然同比下降 14.7%，但仍足以支撑未来的业绩。

► **土储规模充足，主要集中于一二线城市。**截至 2024 年底，公司于北京、上海、广州、杭州、合肥、成都、西安及中山新增 24 幅土地，总建筑面积约为 271 万平方米。截至 2024 年底拥有土储面积 1971 万平方米，分布于全国 25 个城市，土储结构和区域布局持续优化，其中大湾区占比 36.5%、华东地区占比 22.4%、中西部地区占比 28.8%、北方地区占比 12.3%。2024 年公司实现销售面积 392 万平米，同比下降 12%，实现销售金额 1154 亿元，同比下降 19%，2025 年公司预计销售目标 1205 亿元，若完成目标将实现全年 5% 增长，也表示了公司对房地产市场“止跌回稳”的预期。

► **融资成本持续优化，融资渠道继续拓宽。**2024 年截至年底，公司全年加权平均借贷利率为 3.49%，同比下降 33 个基点。年内于境内成功发行合共人民币 25 亿元公司债券，加权平均借贷年利率约为 2.61%。境内成功发行人民币 18 亿元定向债务融资工具，加权平均借贷年利率约为 2.27%。境外成功发行人民币 23.9 亿元点心债，加权平均借贷年利率约为 4.07%，其中境外发行首单人民币 16.9 亿元绿色点心债，加权平均借贷年利率约为 4.1%。债务结构和资金成本持续优化，融资渠道多元。

► **投资建议：**公司作为国企，融资端不断拓展新的融资渠道，投资端加大一二线核心城市核心项目的获取，销售端位列行业头部。我们预测 2025-2027 年营收分别达 874.04 亿元/914.25 亿元/970.38 亿元，同比增长 1.2%/4.6%/6.1%；2025-2027 年 PE 倍数为 12X/9X/7X。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**“保交楼”工作滞后；公司土地拓展不及预期；市场回暖速度不及预期

推荐

维持评级

当前价格：

4.73 港元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 陈立

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

1. 越秀地产 (00123.HK) 2024 年半年报点评：净利润数据承压，融资成本进一步下降-2024/08/31

2. 越秀地产 (00123.HK) 2023 年年报点评：营收双位数增长，商品房销售及土地拓展数据亮眼-2024/03/28

3. 越秀地产 (00123.HK) 2023 年中报点评：营收净利获双增长，土储助力公司持续发展-2023/08/28

4. 越秀地产 (0123.HK) 深度报告：粤系国企龙头，从深耕湾区到全国化发展-2023/05/17

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	86,401	87,404	91,425	97,038
增长率 (%)	7.7	1.2	4.6	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,040	1,445	1,884	2,441
增长率 (%)	-67.3	38.9	30.4	29.5
每股收益 (元)	0.26	0.36	0.47	0.61
PE	17	12	9	7
PB	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	340,792	345,136	355,232	369,641
现金及现金等价物	29,728	30,438	30,983	31,477
应收账款及票据	1,307	1,457	1,524	1,617
存货	224,952	227,135	232,679	241,000
其他	84,804	86,106	90,046	95,546
非流动资产合计	69,661	69,868	70,068	70,263
固定资产	11,016	11,178	11,335	11,487
商誉及无形资产	2,169	2,214	2,257	2,299
其他	56,476	56,476	56,476	56,476
资产合计	410,453	415,003	425,300	439,904
流动负债合计	220,515	223,722	232,864	245,630
短期借贷	23,269	24,269	24,269	24,269
应付账款及票据	1,560	1,570	1,609	1,666
其他	195,686	197,883	206,986	219,695
非流动负债合计	85,859	85,859	85,859	85,859
长期借贷	80,620	80,620	80,620	80,620
其他	5,239	5,239	5,239	5,239
负债合计	306,374	309,581	318,723	331,489
普通股股本	25,545	25,545	25,545	25,545
储备	29,716	30,469	30,853	31,694
归属母公司股东权益	55,261	56,014	56,398	57,239
少数股东权益	48,818	49,409	50,179	51,176
股东权益合计	104,079	105,422	106,577	108,415
负债和股东权益合计	410,453	415,003	425,300	439,904
利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	86,401	87,404	91,425	97,038
其他收入	0	0	0	0
营业成本	77,347	77,875	79,776	82,629
销售费用	2,719	2,670	2,793	2,964
管理费用	1,489	1,506	1,575	1,672
研发费用	0	0	0	0
财务费用	354	288	279	268
权益性投资损益	978	1,201	1,201	1,201
其他损益	-1,274	-436	-601	-860
除税前利润	4,196	5,829	7,601	9,845
所得税	2,731	3,793	4,947	6,407
净利润	1,465	2,035	2,654	3,438
少数股东损益	425	591	770	997
归属母公司净利润	1,040	1,445	1,884	2,441
EBIT	4,550	6,117	7,880	10,113
EBITDA	4,550	6,510	8,280	10,518
EPS (元)	0.26	0.36	0.47	0.61

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	NA	1,121	2,933	3,242
净利润	NA	1,445	1,884	2,441
少数股东权益	425	591	770	997
折旧摊销	NA	393	399	405
营运资金变动及其他	-425	-1,308	-121	-601
投资活动现金流	NA	164	-1	-260
资本支出	NA	-600	-600	-600
其他投资	NA	764	599	340
筹资活动现金流	NA	-575	-2,388	-2,488
借款增加	NA	1,000	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	-692	-1,500	-1,600
其他	NA	-883	-888	-888
现金净增加额	NA	710	545	494

备注：未披露 2024 年现金流量表数据，未披露部分以“NA”表示

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	7.70	1.16	4.60	6.14
归属母公司净利润	-67.35	38.93	30.41	29.52
盈利能力(%)				
毛利率	10.48	10.90	12.74	14.85
净利率	1.20	1.65	2.06	2.52
ROE	1.88	2.58	3.34	4.26
ROIC	0.76	1.02	1.30	1.66
偿债能力				
资产负债率(%)	74.64	74.60	74.94	75.35
净负债比率(%)	71.25	70.62	69.35	67.71
流动比率	1.55	1.54	1.53	1.50
速动比率	0.44	0.44	0.44	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.22
应收账款周转率	80.23	63.24	61.35	61.79
应付账款周转率	53.52	49.76	50.18	50.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.36	0.47	0.61
每股经营现金流	0.00	0.28	0.73	0.81
每股净资产	13.73	13.92	14.01	14.22
估值比率				
P/E	17	12	9	7
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	20.11	14.05	11.05	8.70

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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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