

业务规模稳健增长，多元客户助增长

投资要点

- 业务规模稳步增长，资本结构良好。**2023年公司营收与利润持续提升。2023年公司持续经营收入33.02亿元，同比增长24.3%；毛利约17.2亿元，同比增长24.0%；期内综合毛利率约52.2%，与上年同期52.3%基本持平；归母净利润9.7亿元，同比增长30.8%；公司经营活动现金流量9.6亿元，同比增长31.8%，公司无负债且现金流充足。其中，商业代建依然是公司最大收入和利润来源，2023年收入23.5亿元，占总收入的71.0%，与2022年的16.7亿元相比增长了40.5%。
- 全国业务布局，持续引领行业。**公司继续保持房地产轻资产开发领域第一身位，连续八年保持20%以上的代建市场份额。截至2023年末，公司代建项目已布局中国29个省、直辖市及自治区的122座主要城市，合约项目总建筑面积1.19亿平方米，同比增长17.9%。在全国化的布局下，主要经济区域持续保持较大比重：合约项目预估总可售货值约6933亿，规模占整个可售货值的77.7%；其中长三角经济圈项目2897亿，占32.5%，环渤海经济圈、京津冀城市群项目2343亿，占26.2%，珠三角经济圈项目1228亿，占13.8%，成渝城市群465亿，占5.2%。
- 多元客户结构，拓展业务边界。**公司及时调整自身业务结构，深化国有企业、金融机构等业务机会。2023年公司新拓展业务保持逆势增长，新拓展代建项目的合约总建筑面积3530万平方米，同比增长25.0%，其中政府业务、国有企业委托方及金融机构占比74.7%；新拓展代建项目代建费预估103.7亿，同比增长20.5%，其中政府、国有企业委托方及金融机构占比约69.4%。新拓多类型业务除住宅外，还覆盖产业园区、公租房、人才公寓、共有产权房、未来社区、市政配套、商业、酒店、办公室等。截至2023年末，按合约项目总建筑面积测算，政府类业务为3200万平方米，占比26.8%；国有企业委托项目为4090万平方米，占比34.2%；私营企业委托项目为3790万平方米，占比31.7%；金融机构委托项目为880万平方米，占比7.3%。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润分别为12.53/15.46/18.74亿元，EPS分别为0.62/0.77/0.93元。考虑到公司深耕代建领域，业务储备丰富且增速较高，维持“买入”评级。
- 风险提示：**房地产市场持续下行、行业竞争加剧超预期、业务拓展不及预期等风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元人民币) | 3303 | 4211 | 5209 | 6324 |
| 增长率 | 24% | 28% | 24% | 21% |
| 归属母公司净利润(百万元人民币) | 974 | 1253 | 1546 | 1874 |
| 增长率 | 31% | 29% | 23% | 21% |
| 每股收益EPS | 0.48 | 0.62 | 0.77 | 0.93 |
| PE | 10.24 | 8.46 | 6.86 | 5.65 |
| 净资产收益率 | 24% | 29% | 34% | 39% |

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 52周区间(港元) | 4.38-7.91 |
| 3个月平均成交量(百万) | 2.12 |
| 流通股数(亿) | 20.10 |
| 市值(亿) | 124.42 |

相关研究

- 绿城管理控股(9979.HK)：全国布局引领行业，多元客户助增长(2023-03-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1：地产行业景气度下行背景下，公司凭借专业能力和品牌认可度，预计商业代建业务受影响较小，2024-2026 年公司商业代建收入增速分别为 30%/25%/22%；

假设 2：受益于保障性住房建设力度加大以及城市更新需求释放，公司政府代建业务有望保持高增长，2024-2026 年公司政府代建收入增速分别为 25%/23%/22%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元人民币 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 商业代建 | 收入 | 2346 | 3050 | 3812 | 4651 |
| | 增速 | 41% | 30% | 25% | 22% |
| | 毛利率 | 52% | 52% | 52% | 52% |
| 政府代建 | 收入 | 788 | 985 | 1212 | 1478 |
| | 增速 | 1% | 25% | 23% | 22% |
| | 毛利率 | 45% | 45% | 45% | 45% |
| 其他业务 | 收入 | 168 | 176 | 185 | 194 |
| | 增速 | -18% | 5% | 5% | 5% |
| | 毛利率 | 82% | 82% | 82% | 82% |
| 合计 | 收入 | 3302 | 4211 | 5209 | 6324 |
| | 增速 | 24% | 28% | 24% | 21% |
| | 毛利率 | 52% | 52% | 51% | 51% |

数据来源：公司公告，西南证券

风险提示

房地产市场持续下行、行业竞争加剧超预期、业务拓展不及预期等风险。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|--------------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旻 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
