

标配（维持）

房地产行业 2023 年年报及 2024 年一季报综述

业绩继续承压，期待政策带动基本面逐步修复

2024 年 5 月 10 日

投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **2023年上市房企业绩继续承压，销售改善缓慢。**2023年营业总收入较2022年继续有所下降，连续两年负增长，但在保交付带动下降幅有所收窄，而营业总收入绝对值降至2019年的水平。上市房企整体净利润、归属净利润继续录得亏损，而亏损绝对值下降明显。行业整体业绩继续承压，处于调整之中，亏损主要仍由于结算毛利率下降、计提减值准备等带来。由于2023年结算大部分为2022年及2023年的销售，房价处于调整之中，行业整体亏损；2024年在销售回暖相对缓慢之下，年内结算业绩或大概率继续承压。2024年前3月，行业整体销售面积及销售金额同比降幅维持在20%-30%左右区间，销售回暖动力仍不足。如若销售回暖进度维持缓慢，将对2024年行业整体结算及业绩带来影响，需持续监测楼市成交情况。
- **行业盈利能力继续探底。**2023年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为16.98%和-0.62%，毛利率较2022年全年下降0.76个百分点，净利率降幅则收窄1.28个百分点。2024年Q1销售毛利率为16.68%，销售净利率为1.25%，也在近十年同期的底部。当前行业景气度回升仍相对缓慢，房价处于探底过程；同时房企降本增效、土地溢价率下降等，对行业利润率有所提振；整体看，未来几个季度行业利润率或将呈现探底回升状态。
- **降杠杆持续，经营性现金流量净额小幅改善。**2023年行业整体负债率水平跌至2015年以来的底部，总负责、带息债务及净债务均较2022年末有一定幅度的下降，行业收缩投资减少负债趋势明显。
- **总结与投资建议：**上市房企2023年全年业绩整体表现不佳，全年营收同比继续负增长，绝对值跌至接近2019年的水平。净利润、归属净利润也连续两年录得亏损，行业仍处于调整之中。行业业绩承压，主要由于结算量下降、毛利率下滑以及计提减值准备等带来。而2024年Q1行业营收、净利润、归属净利润同比也持续下滑，其中净利润归属净利润虽然录得正数，但绝对值低。行业业绩仍处于探底过程中。另一方面，行业销售回暖进度仍缓慢，2024年前3月，行业整体销售面积及销售金额同比降幅维持在20%-30%左右区间。如若销售回暖进度维持缓慢，将对2024年行业整体结算及业绩带来影响，需持续监测楼市成交情况。
- **从盈利情况看，截止2024Q1行业整体毛利率持续下滑，由于费用下降等，净利润率有所修复。**房企降本增效、土地溢价率下降等，未来几个季度行业利润率或将呈现探底回升状态。同时，房企整体处于去杠杆、降低债务过程中，也带来了拿地、开发投资、新开工等动力下降。
- **整体来看，当前行业销售及基本面修复仍相对缓慢。**而楼市优化政策持续加码叠加推出，预计政策成效将逐步体现，将能带动行业加快走出本

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

轮调整周期底部。地产板块年内累计跌幅较大，对基本面探底已有较充分的反映；短期在政策持续提振之下，带来超跌反弹行情预计能有所延续。而后续楼市销售数据改善以及房企逐步化债完成，修复基本面及业绩，将能带动板块个股更持续的修复行情。建议可关注经营稳健的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）等。

- **风险提示：**楼市销售持续低迷，销售数据不理想；开发商对后市较悲观，开发投资持续走低；房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，债务违约持续出现；购房需求及信心持续不足。

目 录

1. 2023 年上市房企业绩继续承压，销售改善缓慢.....	4
2. 行业盈利能力继续探底.....	6
3. 费用及开发资金来源进一步下降.....	7
4. 行业存货持续走低，新开工继续明显下降.....	8
5. 降杠杆持续，经营性现金流量净额小幅改善.....	9
6. 总结与投资建议.....	10
7. 风险提示.....	11

插图目录

图 1：上市房企营业总收入（年度对比）.....	4
图 2：营业利润、净利润、归属净利润变化（年度对比）.....	4
图 3：上市房企营业总收入（季度对比）.....	4
图 4：营业利润、净利润、归属净利润变化（季度对比）.....	4
图 5：全国商品房累计销售面积.....	5
图 6：全国商品房累计销售额.....	5
图 7：全国商品房单月销售面积.....	5
图 8：全国商品房单月销售额.....	5
图 9：总资产净利率、净资产收益率变化.....	6
图 10：销售毛利率、净利润率变化.....	6
图 11：销售费、管理费及财务费同比变化.....	7
图 12：三费率变化.....	7
图 13：房企开发资金来源合计.....	7
图 14：房企开发资金来源变化.....	7
图 15：存货水平变化.....	8
图 16：存货占总资产比例变化.....	8
图 17：房屋施工同比增速.....	8
图 18：房屋新开工同比增速.....	8
图 19：房地产行业负债水平变化.....	9
图 20：房企现金流情况变化.....	10

表格目录

表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2024 年 5 月 9 日）.....	11
---	----

1. 2023 年上市房企业绩继续承压，销售改善缓慢

上市公司 2023 年年报已全部公布完毕。我们统计申万房地产板块个股整体业绩情况如下。

2023 年上市房企共实现营业总收入 2.62 万亿，较 2022 年同期下降 4.62%，降幅较上年收窄 4.91 个百分点。共实现营业利润 653.1 亿，同比增长 77.03%；2022 年营业利润大幅下降至 368.93 亿，2023 年有所修复，但仍为近十年第二低水平。2023 年共实现净利润-163.56 亿，亏损较 2022 年减少 359.31 亿；归属母公司股东净利润-306.88 亿，亏损较 2022 年减少 464.84 亿。

整体来看，2023 年营业总收入较 2022 年继续有所下降，连续两年负增长，但在保交付带动下降幅有所收窄，而营业总收入绝对值降至 2019 年的水平。上市房企整体净利润、归属净利润继续录得亏损，而亏损绝对值下降明显。行业整体业绩继续承压，处于调整之中，亏损主要仍由于结算毛利率下降、计提减值准备等带来。

2020 年以来，行业整体营业利润、净利润及归属净利润同比增速均转负，上市房企经营情况开始走差。特别在 2022 年末行业整体净利润及归属净利润绝对值为负数，相当于行业整体出现亏损，为有统计以来少见的情况。2023 年前三季度行业业绩有所改善，但四季度再度录得亏损，导致全年行业仍维持整体亏损局面，行业仍处于调整之中。由于 2023 年结算大部分为 2022 年及 2023 年的销售，房价处于调整之中，行业整体亏损；2024 年在销售回暖相对缓慢之下，年内结算业绩或大概率继续承压。

图 1：上市房企营业总收入（年度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：营业利润、净利润、归属净利润变化（年度对比）

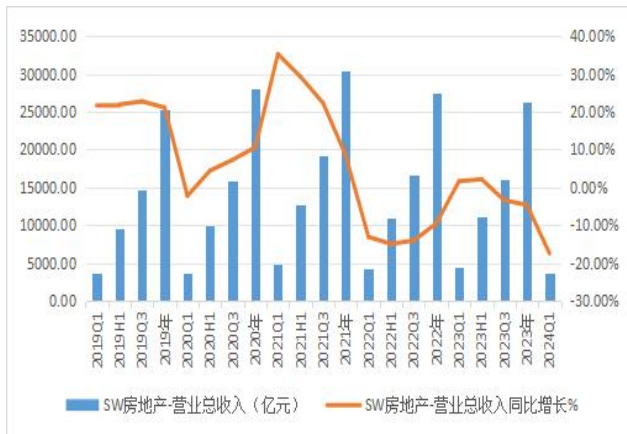


资料来源：wind，东莞证券研究所

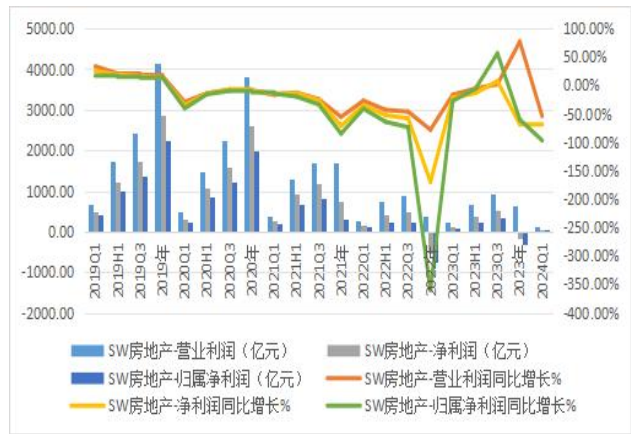
2024 年一季度，上市房企共实现营业总收入 3605.49 亿，较 2023 年同期下降 17.43%，降幅较 2023 年末大幅扩大 12.81 个百分点。共实现营业利润 110.02 亿，同比大幅下降 54.05%；营业利润绝对值为近十年最低水平。2024 年 Q1 共实现净利润 45.1 亿，同比下降 66.88%，降幅较 2023 年同期扩大 45.38 个百分点。归属母公司股东净利润 2.66 亿，同比大幅下降 96.94%。整体看，行业 2024 年 Q1 业绩继续承压。

图 3：上市房企营业总收入（季度对比）

图 4：营业利润、净利润、归属净利润变化（季度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

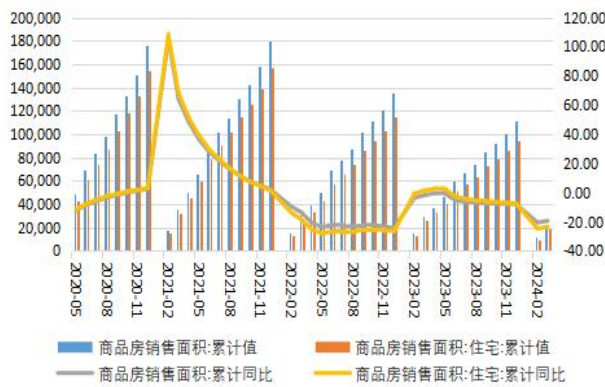


资料来源：wind，东莞证券研究所

销售情况看，2023 年全国商品房销售面积合计 11.17 亿平方米，其中住宅销售面积 9.47 亿平方米，同比分别下降 8.5%和下降 8.2%，降幅较 2022 年末分别收窄 15.8 个百分点和 18.6 个百分点。2023 年全国商品房销售额合计 11.66 万亿，商品住宅销售额合计 10.2 万亿，同比分别下降 6.5%和下降 6%，销售额同比降幅也相较 2022 年整体明显改善。在 2022 年行业整体销售大幅下降后，基数有所回落，2023 年行业整体销售继续录得高个位数回落，行业销售继续探底。

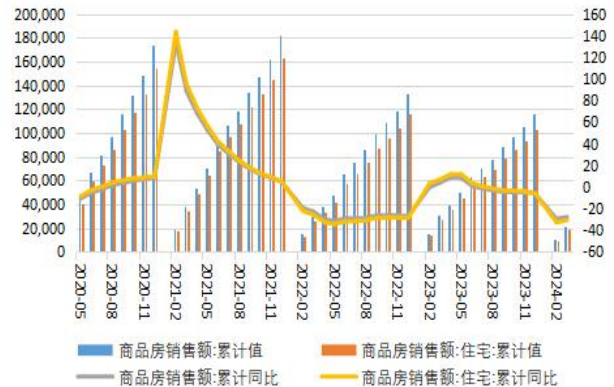
2024 年前 3 月，行业整体销售面积及销售金额同比降幅维持在 20%-30%左右区间，销售回暖动力仍不足。如若销售回暖进度维持缓慢，将对 2024 年行业整体结算及业绩带来影响，需持续监测楼市成交情况。

图 5：全国商品房累计销售面积



资料来源：wind，东莞证券研究所

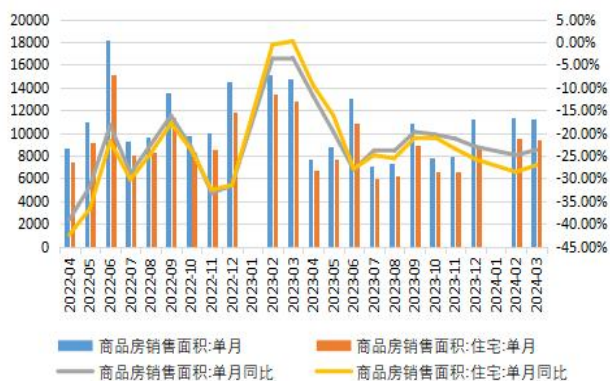
图 6：全国商品房累计销售额



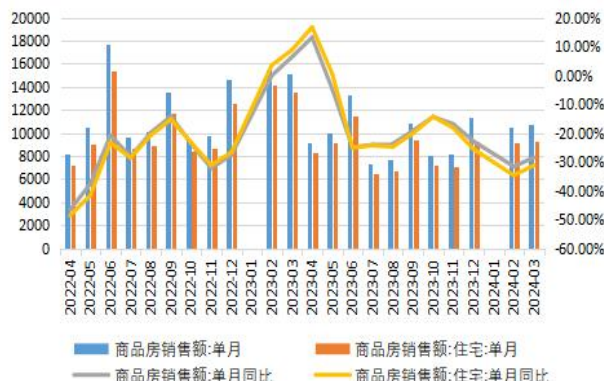
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 7：全国商品房单月销售面积

图 8：全国商品房单月销售额



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 行业盈利能力继续探底

截止 2023 年末，上市房企资产合计 11.22 万亿，同比下降 14.36%。2022 年年中以来上市房企资产总计同比转负，并且降幅持续扩大，2023 年年末降幅相比 2022 年年末扩大 7.63 个百分点。2024 年 Q1 资产合计 11 万亿，同比下降 15.2%，也较 2023 年末进一步回落。截止 2023 年末，平均每家房企资产规模 1029 亿，较上年同期下降 9.65%，降幅近一成。资产规模下降，与房企主动降低负债、库存及资产减值计提等有关。2023 年末平均每股净资产 6.41 元，较上年同期增长 2.09%；截止 2024 年一季末每股净资产 6.64 元，同比增长 5.59%。

盈利能力方面，2023 年末房地产行业平均净资产收益率为-1.87%，继 2022 年后 2023 年净资产收益率继续为负，但相比 2022 年降幅有所收窄，在申万 31 个一级行业板块中排名第 30 位，盈利能力大幅下滑。总资产净利率为-0.14%，较上年同期降幅收窄 0.24 个百分点，排名第 29 位。

2023 年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 16.98%和-0.62%，毛利率较 2022 年全年下降 0.76 个百分点，净利率降幅则收窄 1.28 个百分点。2024 年 Q1 销售毛利率为 16.68%，销售净利率为 1.25%，也在近十年同期的底部。当前行业景气度回升仍相对缓慢，房价处于探底过程；同时房企降本增效、土地溢价率下降等，对行业利润率有所提振；整体看，未来几个季度行业利润率或将呈现探底回升状态。

图 9：总资产净利率、净资产收益率变化

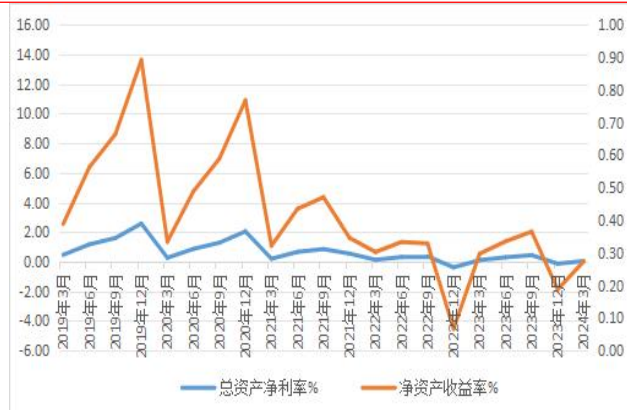


图 10：销售毛利率、净利率变化



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

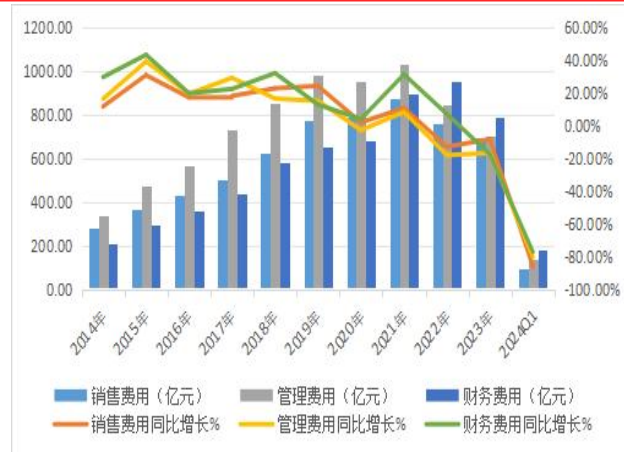
3. 费用及开发资金来源进一步下降

2023 年上市房企整体销售费用为 698.03 亿, 较 2022 年同期下降 8.23%, 降幅较上年末收窄 4.66 个百分点。2022 年销售费用出现同比下降, 2023 年销售费用进一步下滑, 与行业整体销售回落有关。2023 年行业整体管理费用为 706.68 亿, 财务费用为 788.63 亿, 较 2022 年末分别下跌 16.69% 和下跌 17.52%。管理费用持续下降, 绝对值跌至接近 2017 年的水平; 而财务费用在 2023 年也首次出现同比下降, 显示行业在降杠杆之中。

总的来看, 自 2022 年以来行业整体三费同比出现下降; 2023 年行业三费同比下降 14.49%, 降幅较 2022 年末扩大 6.06 个百分点。主要由于行业销售低迷, 景气度不佳, 开发商普遍降低销售费用及人力成本支出, 在融资层面也在去杠杆及收缩投资带动下带来财务费用的下降。

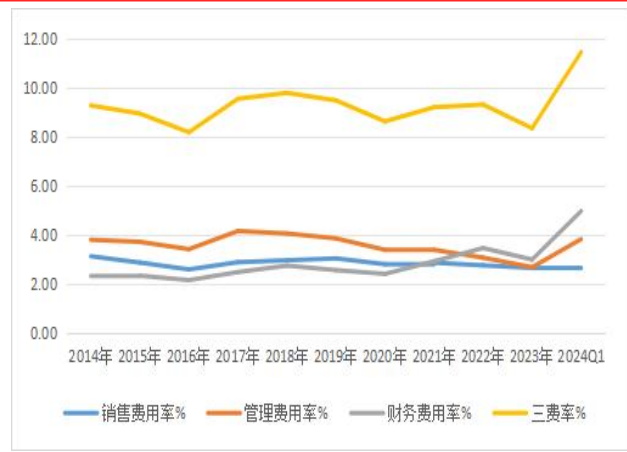
2023 年销售费用占营业总收入为 2.66%, 较 2022 年末下降 0.11 个百分点。管理费用占营业总收入 2.69%; 财务费用占营业总收入 3%, 分别较 2022 年末下降 0.38 个百分点和下降 0.46 个百分点。整体三费率为 8.36%, 较 2022 年下降 0.96 个百分点。2024Q1 三费率提升至 11.46%, 主要由于财务费用率较上年同期有所上升, 另外一季度营收较少也提升了费用率。

图 11: 销售费、管理费及财务费同比变化



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 12: 三费率变化

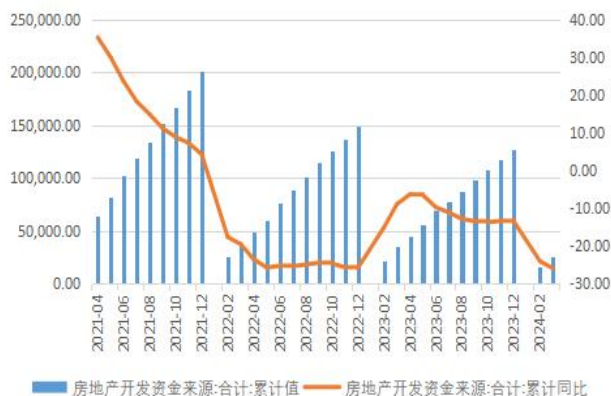


资料来源: wind, 东莞证券研究所

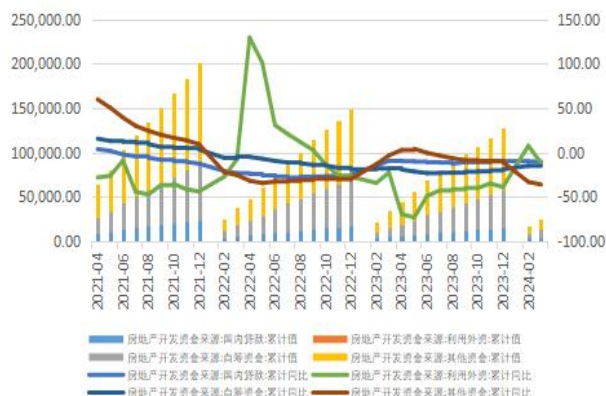
资金来源看, 截止 2023 年末, 全国房地产开发资金来源合计 12.7 万亿, 同比下降 13.6%, 降幅较 2022 年末收窄 12.3 个百分点, 绝对值降至接近 2015 年水平。2022 年以来开发资金来源同比增速转负, 2022 年整体降幅达到 25.9%, 2023 年降幅有所收窄, 但全年整体仍下降超一成。其中 2023 年国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 1.55 万亿、47.5 亿和 4.19 万亿, 同比分别下降 9.9%, 下降 39.1% 和下降 19.1%。其他资金累计 6.98 万亿, 同比下降 11.13%。利用外资及自筹资金跌幅较大。2024 年 Q1 房地产开发资金来源合计 2.5 万亿, 同比下降 26%, 2024 年以来开发资金来源仍继续下降。

图 13: 房企开发资金来源合计

图 14: 房企开发资金来源变化



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 行业存货持续走低，新开工继续明显下降

2023 年行业整体存货周转率为 0.37 次，较 2022 年小幅上升（2022 年为 0.32 次）。总资产周转率为 0.22 次，也较上年同期小幅上升（2022 年总资产周转率为 0.2 次）。库存方面，2023 年上市房企整体存货 5.45 万亿，同比大幅下降 19.36%，跌幅较大，相比 2022 年跌幅扩大 11.88 个百分点。其中存货占总资产比例为 48.61%，占比也较上年同期下降 3 个百分点，近年占比持续走低。近两年开发商集中资源“保交付”，同时在降低负债之下收缩拿地，新开工及施工进度也放缓，导致行业整体存货走低。

图 15: 存货水平变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16: 存货占总资产比例变化

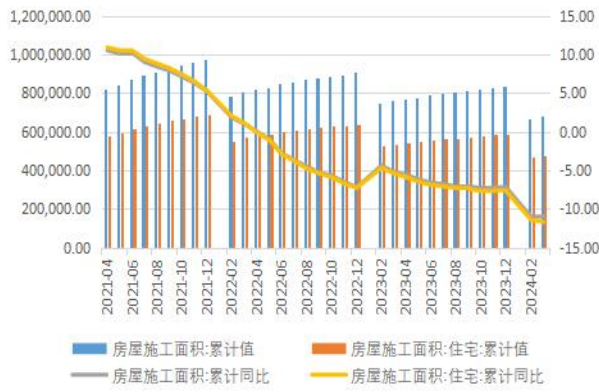


资料来源：wind，东莞证券研究所

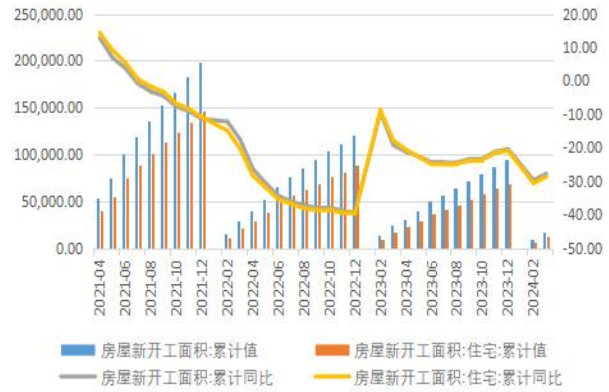
开工情况看，2023 年全国房屋施工面积累计 83.8 亿平米，其中住宅施工面积累计 58.98 亿平米，累计同比分别下降 7.2% 和下降 7.7%，累计施工面积同比从 2022 年 5 月开始转负，并且降幅持续扩大；当前绝对值跌至接近 2019 年同期的水平。2023 年全国房屋累计新开工面积 9.5 亿平方米，其中住宅累计新开工面积为 6.9 亿平方米，较去年同期则分别下降 20.4% 和下降 20.9%。累计新开工同比增幅从 2021 年下半年开始转负，2022 年全年新开工同比下降近四成，降幅巨大；在基数下降基础上 2023 年新开工累计降幅也超两成，新开工下降明显。

图 17: 房屋施工同比增速

图 18: 房屋新开工同比增速



资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

5. 降杠杆持续，经营性现金流量净额小幅改善

2023 年末上市房企整体资产负债率为 76.34%，较 2022 年末下降 3 个百分点。行业整体资产负债率在 2018 年达到高峰后持续下降，2023 年降幅明显。其中流动比、速动比分别为 1.41 和 0.52，流动比及速动比均较 2022 年小幅提升。行业整体负债占归属母公司股东权益为 5.3 倍，而 2022 年末为 6.4 倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为 1.94 倍，也较 2022 年底 2.17 倍的水平有所下降；净负债则为归属股东权益的 1.38 倍，也低于 2022 年底的 1.5 倍的水平。

整体看，2023 年行业整体负债率水平跌至 2015 年以来的底部，总负责、带息债务及净债务均较 2022 年末有一定幅度的下降，行业收缩投资减少负债趋势明显。

图 19：房地产行业负债水平变化



资料来源: wind, 东莞证券研究所

2023 年上市房企每股现金流量净额为-0.62 元，与 2022 年相约。2021 年以来每股现金流量净额为负，并且小幅扩大。2023 年每股经营活动产生现金流量净额为 0.86 元，与 2022 年相比提升 0.02 元（2022 年每股经营活动产生现金流量净额为 0.84 元）。而销

售商品提供劳务收到现金占营业收入为 79.17%，较 2022 年末下降 4.2 个百分点；2022 年开始占比跌至 100% 以下，主要由于销售下降带来收到现金减少。

总的来看，2023 年行业整体销售仍低迷，但同时开发商收缩拿地及开发投资，导致经营活动产生现金流量净额小幅改善。另一方面，销售下降带来销售商品提供劳务收到现金占营收比例持续在 100% 以下。

图 20：房企现金流情况变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

上市房企 2023 年全年业绩整体表现不佳，全年营收同比继续负增长，绝对值跌至接近 2019 年的水平。净利润、归属净利润也连续两年录得亏损，行业仍处于调整之中。行业业绩承压，主要由于结算量下降、毛利率下滑以及计提减值准备等带来。而 2024 年 Q1 行业营收、净利润、归属净利润同比也持续下滑，其中净利润归属净利润虽然录得正数，但绝对值低。行业业绩仍处于探底过程中。另一方面，行业销售回暖进度仍缓慢，2024 年前 3 月，行业整体销售面积及销售金额同比降幅维持在 20%-30% 左右区间。如若销售回暖进度维持缓慢，将对 2024 年行业整体结算及业绩带来影响，需持续监测楼市成交情况。

从盈利情况看，截止 2024Q1 行业整体毛利率持续下滑，由于费用下降等，净利润率有所修复。房企降本增效、土地溢价率下降等，未来几个季度行业利润率或将呈现探底回升状态。同时，房企整体处于去杠杆、降低债务过程中，也带来了拿地、开发投资、新开工等动力下降。

整体来看，当前行业销售及基本面修复仍相对缓慢。而楼市优化政策持续加码叠加推出，预计政策成效将逐步体现，将能带动行业加快走出本轮调整周期底部。地产板块年内累计跌幅较大，对基本面探底已有较充分的反映；短期在政策持续提振之下，带来超跌反弹行情预计能有所延续。而后续楼市销售数据改善以及房企逐步化债完成，修复基本面及业绩，将能带动板块个股更持续的修复行情。建议可关注经营稳健的头部央企及聚

焦一二线城市的区域龙头企业，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）等。

7. 风险提示

- (1) 楼市销售持续低迷，销售数据不理想。
- (2) 开发商对后市较悲观，开发投资持续走低。
- (3) 房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，债务违约持续出现。
- (4) 购房需求及信心持续不足。

表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2024 年 5 月 9 日）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级 变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
001979.SZ	招商蛇口	8.93	0.70	0.90	1.06	12.76	9.96	8.42	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	6.99	0.81	0.95	1.10	8.63	7.32	6.35	持有	维持
600048.SH	保利发展	9.21	1.01	1.10	1.22	9.12	8.37	7.55	持有	维持
600325.SH	华发股份	6.19	0.67	0.78	0.86	9.24	7.89	7.20	持有	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：数据均来源 wind 一致预期

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn