

## 龙湖集团 (00960.HK)

### 24 年业绩仍受开发拖累，25 年下半年公开市场债务压力缓解进程或是关注点

24 年收入及利润下滑主要受开发业务拖累，运营及服务业务贡献毛利润占比达 70%且稳健增长；开发业务方面，受市场下行及公开债务偿付压力影响，公司销售及拿地均承压；运营及服务业务方面，四大非开发业务航道稳健增长，25 年预计开业购物中心 11 座，与去年持平；债务方面，债务规模有序压降，判断 25 年或为公司有息负债（含公开债务及境外银团贷款等）到期高峰期，经营性贷款稳增或为其偿付提供保障，26 年后公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付，关注公司 25 年下半年公开市场债务压力缓解进程。考虑到 25 年底公司资金压力或显著缓释，可支配自由现金流或边际回升，可关注在此变化下公司投资循环增强以及估值提振的可能，预计 25E/26E/27E EPS 分别为 0.96/1.05/1.14 元/股（同比分别-37%/+9%/+9%），当前股价对应 PE 分别为 9.5/8.7/8.0，维持“强烈推荐”评级。

□ 24 年收入及利润下滑主要受开发业务拖累；运营及服务业务稳健增长，贡献毛利润占比 70%。24 年营业收入/税前利润/归母净利润分别为 1275 亿元/187 亿元/104 亿元，同比分别-29%/-24%/-19%，另核心归母净利润 69.7 亿元，同比-38%；（1）营业收入同比下滑主要受房地产开发业务拖累，结构上，24 年开发业务实现收入 1008 亿元（同比-35%），运营业务实现收入 135 亿元（同比+5%），服务业务实现收入 132 亿元（同比+10%），其中运营及服务业务（运营业务+服务业务）贡献收入占比 21%，贡献毛利润占比 70%；（2）税前利润增速较高于营收增速，主要受益于投资性房地产公允价值变动收益增加；具体看，24 年整体毛利率同比下滑 0.9pct 至 16%，其中开发业务毛利率下滑 4.9pct 至 6.1%，运营业务毛利率下滑 0.9pct 至 75.0%，服务业务毛利率提高 0.4pct 至 31.4%；销售/管理/财务费用率分别 +0.4pct/+0.5pct/-0.02pct 至 3.3%/3.5%/0.07%；投资收益占收入比例下降 0.2pct 至 0.7%；投资性房地产公允价值变动收益占营收比例上升 2.6pct 至 3.7%；（3）归母净利润增速较高于税前利润，主要受益于少数股东损益占比下降，具体看，土增税占税前利润比例上升 3.7pct 至 8.3%，所得税开支占税前利润比例上升 0.8pct 至 26.9%，少数股东损益占净利润比例下降 10.8pct 至 14.2%；（4）24 年核心净利润派息率 30%，对应当前股价（4 月 1 日）股息率为 3.5%。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	181094	127475	109454	82678	73407
同比增长	-28%	-30%	-14%	-24%	-11%
营业利润(百万元)	19326	10936	6518	8619	9924
同比增长	-52%	-43%	-40%	32%	15%
归母净利润(百万元)	12850	10401	6602	7210	7826
同比增长	-47%	-19%	-37%	9%	9%
每股收益(元)	1.87	1.51	0.96	1.05	1.14
PE	4.9	6.0	9.5	8.7	8.0
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

总量研究/房地产  
目标估值: NA  
当前股价: 9.83 港元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	6888
港股股 (百万股)	6888
总市值 (十亿港元)	67.6
港股市值 (十亿港元)	67.6
每股净资产 (港元)	23.4
ROE (TTM)	6.4
资产负债率	63.1%
主要股东	HSBC International Trustee Limited
主要股东持股比例	64.6094%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-27	-5
相对表现	-17	-36	-45



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《龙湖集团 (00960) — 上半年业绩下滑受开发业务拖累，经营性物业贷稳增助力公开债务偿付》2024-09-02
- 《龙湖集团 (00960) — 业绩受开发拖累，运营及服务业务稳增或提升现金流韧性》2024-03-26
- 《龙湖集团 (00960.HK) — 上半年业绩维持正增长，运营及服务业务持续发力提升业绩稳定性》2023-08-27

李盛天 S1090524080003

✉ lishengtian@cmschina.com.cn

赵可 S1090513110001

✉ zhaoke@cmschina.com.cn

往后看，开发结算或滞后反应过去两年行业下行趋势，而运营及服务业务收入有望持续增长。开发业务方面，公司 23 年/24 年全口径销售额同比分别 -14%/-42%，根据结算大概滞后于销售 1-2 年判断，公司 25 年结算收入或仍面临一定下行压力，同时毛利率受近两年房价下行以及 21 年及之前拿地的低毛利项目影响或进一步承压；运营及服务业务方面，公司在先发优势及长期战略定力下业务规模有望继续稳定增长，带动运营及服务业务收入及利润占比持续提升。

- **开发业务：受市场下行及近年补货力度较低影响，24 年销售规模同比下滑 42%。** 24 年公司实现全口径销售额 1011 亿元（同比-42%），销售面积 712 万方（同比-34%），销售均价 14194 元/平（同比-12%），主要是受市场下行及近年补货力度较低影响；投资方面，24 年估算全口径拿地金额 110 亿元（同比-69%），拿地面积 83 万方（同比-77%），拿地楼面价 13285 元/平（同比+37%），估算全口径拿地力度 11%（较 23 年下降 10pct），市场景气度较低叠加公开债务压力下放缓投资节奏。
- **运营及服务业务：四大非开发业务航道稳健增长，25 年预计开业购物中心 11 座。**（1）**C2 商业投资**：24 年实现租金收入 110 亿元（同比+7%，同店同比+0.3%），24 年新开业购物中心 11 个（其中 7 个重资产项目，4 个轻资产项目），25 年预计新开业购物中心 11 个（其中 8 个重资产项目，3 个轻资产项目），截止 24 年末累计开业购物中心 89 个，累计开业商场建面 930 万方（同比+17%），截止 24 年末出租率 97%（较 23 年末+1pct）；（2）**C3 资产管理（包含长租、产业园等）**：24 年实现资产管理收入 31.8 亿元，其中 24 年长租公寓实现租金收入 26.5 亿元（同比+4%），截止 24 年末长租累计开业间数 12.4 万间（同比+1%），24 年末长租出租率 95.3%（较 23 年末-0.2pct）；（3）**C4 物业管理**：24 年实现收入 114.2 亿元（同比+8%），截止 24 年末累计在管面积 4.1 亿平（同比+14%）；（4）**C5 智慧营造（包含代建、咨询等）**：24 年实现收入 12.1 亿元；
- **债务规模有序压降，判断 25 年或为公司有息负债到期高峰期，经营性贷款稳增或为其偿付提供保障，26 年后公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付，关注公司下半年公开市场债务压力缓解进程。** 截止 24 年末，公司有息负债 1763 亿元（较 23 年末-8%），货币资金 494 亿元（较 23 年末-18%），剔除预资产负债率 57.2%（较 23 年末-3.2pct），净负债率 51.7%（与 23 年末-4.2pct），现金短债比 1.63（较 23 年末-0.62），融资成本为 4.00%（较 23 年末-24bp）；类型结构上，境内债券/境内贷款/境外美元债/境外贷款分别为 203 亿元/1285 亿元/95 亿元/180 亿元，占比分别为 12%/73%/5%/10%；期限结构上，一年以内到期有息负债为 302 亿元，占比 17%（同比+3pct），判断 25 年或为公司有息负债（含公开债务及境外银团贷款等）到期高峰期，到 25 年底公司资金压力或显著缓释，可支配自由现金流或边际回升，为公司增强投资循环提供一定支撑；截止 25 年 3 月 28 日，公司公开债券规模 233 亿元（其中境内债 138 亿元，境外债 95 亿元），其中 25 年剩余公开债到期规模 71 亿元（包含中债增 35 亿元），26 年/27 年/28 年/29 年/32 年公开债券到期规模分别为 59 亿元/24 亿元/33 亿元/32 亿元/13 亿元，从 26 年开始，公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付；另外，截止 24 年末公司经营性质物业贷余额 773 亿元，24 年公司经营性物业贷

净增 299 亿元。考虑到公司截止 24 年末公司投资性房地产规模增至 2109 亿元，随部分在建商业项目新开业后可逐步纳入可抵押范围以及存量项目估值和抵押率提升，判断公司后续在经营性物业贷款上仍具有一定融资空间，对 25 年到期有息负债偿还提供保障。

- **投资建议：**24 年收入及利润下滑主要受开发业务拖累，运营及服务业务贡献毛利润占比达 70%且稳健增长；开发业务方面，受市场下行及公开债务偿付压力影响，公司销售及拿地均承压；运营及服务业务方面，四大非开发业务航道稳健增长，25 年预计开业购物中心 11 座，与去年持平；债务方面，债务规模有序压降，判断 25 年或为公司有息负债（含公开债务及境外银团贷款等）到期高峰期，经营性贷款稳增或为其偿付提供保障，26 年后公司经营及服务业务利润或足以应对剩余每年公开市场债务偿付，关注公司 25 年下半年公开市场债务压力缓解进程。考虑到 25 年底公司资金压力或显著缓释，可支配自由现金流或边际回升，可关注在此变化下公司投资循环增强以及估值提振的可能，预计 25E/26E/27E EPS 分别为 0.96/1.05/1.14 元/股（同比分别 -37%/+9%/+9%），当前股价对应 PE 分别为 9.5/8.7/8.0，维持“强烈推荐”评级。
  
- **风险提示：**经营贷融资空间不及预期，商品房销售市场下滑超预期，线下零售恢复不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	442191	395007	359747	304762	280693
现金及现金等价物	59224	47952	59128	86028	91256
交易性金融资产	102	556	561	567	573
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	4596	4799	4121	3113	2764
其它应收款	120550	117385	100791	76133	67597
存货	254841	221045	192338	136799	116621
其他流动资产	2879	3270	2808	2121	1883
<b>非流动资产</b>	258216	270635	272935	275507	278217
长期投资	238202	249578	252074	254594	257140
固定资产	2200	2284	1901	1762	1735
无形资产	6424	6239	6301	6364	6428
其他	11390	12534	12660	12786	12914
<b>资产总计</b>	<b>700407</b>	<b>665642</b>	<b>632681</b>	<b>580269</b>	<b>558910</b>
<b>流动负债</b>	266989	240877	211494	161246	141064
应付账款	42482	40561	35293	25102	21399
应交税金	35026	28538	28824	29112	29403
短期借款	26841	30244	24195	19356	15485
其他	162640	141534	123182	87676	74777
<b>长期负债</b>	196959	179288	172316	165713	159460
长期借款	165805	146078	138774	131835	125243
其他	31155	33210	33542	33877	34216
<b>负债合计</b>	<b>463949</b>	<b>420165</b>	<b>383810</b>	<b>326959</b>	<b>300524</b>
股本	574	601	601	601	601
储备	151392	160830	165227	170456	176119
少数股东权益	84492	84046	83043	82252	81665
归属于母公司所有者权益	151967	161431	165829	171058	176721
<b>负债及权益合计</b>	<b>700407</b>	<b>665642</b>	<b>632681</b>	<b>580269</b>	<b>558910</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	33008	-	26603	41412	18719
净利润	12850	-	6602	7210	7826
折旧与摊销	474	-	436	363	336
营运资本变动	23116	-	23106	36480	12989
其他非现金调整	(3433)	-	(3541)	(2640)	(2433)
<b>投资活动现金流</b>	(11612)	-	145	(753)	(877)
资本性支出	(867)	-	(644)	(580)	(522)
出售资产获得的现金	740	-	592	355	213
投资增减	9600	-	502	631	755
其它	(3900)	-	4822	4019	3907
<b>筹资活动现金流</b>	(34267)	-	(15571)	(13759)	(12614)
债务增减	(15480)	-	(13353)	(11778)	(10463)
股本增减	0	-	0	0	0
股利支付	1762	-	2204	1981	2163
其它筹资	(17024)	-	(15)	(0)	12
其它调整	(3524)	-	(4408)	(3961)	(4326)
<b>现金净增加额</b>	<b>(12871)</b>	<b>-</b>	<b>11177</b>	<b>26900</b>	<b>5228</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	181094	127475	109454	82678	73407
主营业务收入	180737	127475	109454	82678	73407
营业成本	150153	107064	93159	66259	56485
<b>毛利</b>	30584	20411	16295	16418	16922
营业支出	11615	9475	9778	7799	6998
<b>营业利润</b>	19326	10936	6518	8619	9924
利息支出	149	85	349	338	329
利息收入	874	0	428	581	709
权益性投资损益	1554	846	507	355	277
其他非经营性损益	1968	6577	4012	3210	3049
非经常项目损益	1156	457	384	257	206
<b>除税前利润</b>	24729	18731	11500	12684	13836
所得税	7597	6605	3840	4307	4736
少数股东损益	4283	1724	1058	1167	1273
<b>归属普通股股东净利润</b>	12850	10401	6602	7210	7826
<b>EPS(元)</b>	1.87	1.51	0.96	1.05	1.14

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-28%	-30%	-14%	-24%	-11%
营业利润	-52%	-43%	-40%	32%	15%
净利润	-47%	-19%	-37%	9%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.9%	16.0%	14.9%	19.9%	23.1%
净利率	7.1%	8.2%	6.0%	8.7%	10.7%
ROE	8.5%	6.4%	4.0%	4.2%	4.4%
ROIC	3.7%	2.7%	1.8%	2.1%	2.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.2%	63.1%	60.7%	56.3%	53.8%
净负债比率	27.5%	26.5%	25.8%	26.1%	25.2%
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
存货周转率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
应收帐款周转率	1.4	1.0	1.0	0.9	1.0
应付帐款周转率	2.8	2.6	2.5	2.2	2.4
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.87	1.51	0.96	1.05	1.14
每股经营现金	4.79	-	3.86	6.01	2.72
每股净资产	22.06	23.44	24.07	24.83	25.66
每股股利	0.55	0.32	0.29	0.31	0.34
<b>估值比率</b>					
PE	4.9	6.0	9.5	8.7	8.0
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	22.8	30.1	46.4	42.0	38.6

资料来源：公司数据、招商证券；备注：2024年现金流量表当前还未披露；

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。