

聚焦核心区域，运营业务稳健增长

投资要点

- **营业收入承压，财务总体向好。**2024年公司取得营业收入1274.7亿元，同比下降-29.5%，实现归母净利润104.0亿元，同比下降19.1%，剔除公允价值变动等影响后核心归母净利润同比下降38.6%至69.7亿元。财务总体稳定向好，2024年期末综合借贷1763.2亿元，同比下降8.5%，平均借贷成本为年利率4.0%，在手现金494.2亿元。公司净负债率同比下降4.2个百分点至51.7%，同时债务结构优化，平均贷款年限为10.27年。一年内到期债务为302.4亿元，占总债务比例为17.2%，剔除预售监管资金及受限资金后，现金短债比1.03。
- **聚焦核心区域，土储资源充足。**2024年公司开发业务实现收入1007.7亿元，交付物业总建筑面积为761.9万平，结算毛利率为6.1%。合同销售额为1011.2亿元，对应销售面积712.4万平方米，期末已售未结金额1282亿元，面积约为1000万平。公司布局聚焦核心区域，长三角、环渤海、西部、华南及华中片区合同销售额分别占比28.7%、19.3%、27.2%、15.3%及9.5%。公司土储充足，2024年新增收购土地储备总建筑面积为83万平，权益面积39万平。期末土储合计3312万平，权益面积2426万平，平均成本为每平方米4304元，环渤海、西部、华中、长三角及华南地区土地储备面积占比分别为34.6%、27.6%、15.0%、13.9%及8.9%。
- **经营性业务稳健，出租率维持高位。**2024年公司运营业务实现租金收入同比增长4.5%至135.2亿元，其中商场、租赁住房和其他分别占比8.8%、19.6%和1.6%。2024年期末已开业商场建筑面积930万平，含车位共1243万平，整体出租率为96.8%。目前在建投资物业项目14个，其中预计8个项目于2025年内开业，总建筑面积102.8万平方米。租赁住房方面，冠寓已开业12.4万间，整体出租率95.3%，其中开业超过六个月的项目出租率为95.6%。此外服务业务实现收入131.9亿元，同比增长10.4%，期末物业在管面积4.1亿平。服务业务毛利率为31.4%，较上年增长0.4pp。
- **盈利预测与评级：**预计公司2025-2027年EPS分别为1.02/1.04/1.04元，考虑公司经营性业务增长稳健，拥有众多优质商业资产，可贡献稳健现金流，维持“持有”评级。
- **风险提示：**销售或不及预期，利润率或不及预期，商业拓展或不及预期。

| 指标/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元人民币) | 127475 | 104014 | 94242 | 89319 |
| 增长率 | -29.5% | -18.4% | -9.4% | -5.2% |
| 归属母公司净利润(百万元人民币) | 10401 | 7030 | 7137 | 7167 |
| 增长率 | -19.1% | -32.4% | 1.5% | 0.4% |
| 每股收益EPS | 1.51 | 1.02 | 1.04 | 1.04 |
| 净资产收益率 | 6.44% | 4.17% | 4.06% | 3.92% |
| PE | 6.17 | 9.45 | 9.30 | 9.27 |

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

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) | 7.67-18.76 |
| 3个月平均成交量(百万) | 23.89 |
| 流通股数(亿) | 68.88 |
| 市值(亿) | 712.24 |

相关研究

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司开发业务销售有所下滑，开发业务结算收入增速将有所放缓，预计公司 2025-2027 开发业务结算金额增速分别为 -25%/-15%/-10%；

假设 2：公司商业项目数量持续增长，预计公司 2025-2027 运营业务租金收入增速分别为 5%/5%/5%；

假设 3：随着管理规模的持续增长，预计公司 2025-2027 服务业务收入增速分别为 8%/6%/5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-----|---------|---------|--------|--------|
| 开发业务 | 收入 | 100,767 | 75,575 | 64,239 | 57,815 |
| | 增速 | -35.3% | -25.0% | -15.0% | -10.0% |
| | 成本 | 94,620 | 71,796 | 61,155 | 55,213 |
| | 毛利率 | 6.1% | 5.0% | 4.8% | 4.5% |
| 运营业务 | 收入 | 13,522 | 14,198 | 14,908 | 15,654 |
| | 增速 | 4.5% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 成本 | 3,381 | 3,692 | 3,951 | 4,227 |
| | 毛利率 | 75.0% | 74.0% | 73.5% | 73.0% |
| 服务业务 | 收入 | 13,186 | 14,241 | 15,095 | 15,850 |
| | 增速 | 10.4% | 8.0% | 6.0% | 5.0% |
| | 成本 | 9,046 | 9,826 | 10,416 | 10,937 |
| | 毛利率 | 31.4% | 31.0% | 31.0% | 31.0% |
| 合计 | 收入 | 127,475 | 104,014 | 94,242 | 89,319 |
| | 增速 | -29.5% | -18.4% | -9.4% | -5.2% |
| | 成本 | 107,046 | 85,314 | 75,522 | 70,376 |
| | 毛利率 | 16.0% | 18.0% | 19.9% | 21.2% |

数据来源：Wind, 西南证券

附：财务报表

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 395,007 | 369,501 | 338,242 | 337,241 | 营业总收入 | 127,475 | 104,014 | 94,242 | 89,319 |
| 现金 | 47,952 | 47,249 | 44,894 | 43,400 | 营业成本 | 107,064 | 85,314 | 75,522 | 70,376 |
| 应收账款 | 4,799 | 4,657 | 4,768 | 2,999 | 销售费用 | 4,234 | 3,849 | 3,864 | 4,019 |
| 存货 | 221,045 | 210,925 | 191,858 | 199,121 | 管理费用 | 4,464 | 4,161 | 4,052 | 4,019 |
| 其他 | 121,211 | 106,670 | 96,723 | 91,721 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 270,635 | 280,991 | 291,335 | 301,666 | 财务费用 | 85 | 91 | 90 | 98 |
| 固定资产 | 2,284 | 2,462 | 2,632 | 2,793 | 除税前溢利 | 18,731 | 12,923 | 13,328 | 13,600 |
| 无形资产 | 6,239 | 6,317 | 6,391 | 6,461 | 所得税 | 6,605 | 4,652 | 4,931 | 5,168 |
| 其他 | 262,112 | 272,212 | 282,312 | 292,412 | 净利润 | 12,125 | 8,270 | 8,397 | 8,432 |
| 资产总计 | 665,642 | 650,492 | 629,577 | 638,907 | 少数股东损益 | 1,724 | 1,241 | 1,260 | 1,265 |
| 流动负债 | 240,877 | 220,957 | 194,146 | 197,044 | 归属母公司净利润 | 10,401 | 7,030 | 7,137 | 7,167 |
| 短期借款 | 30,244 | 28,244 | 29,244 | 30,244 | EBITDA | 11,714 | 11,135 | 11,261 | 11,372 |
| 应付账款 | 40,561 | 44,754 | 30,768 | 39,608 | EPS (元) | 1.51 | 1.02 | 1.04 | 1.04 |
| 其他 | 170,073 | 147,959 | 134,133 | 127,192 | | | | | |
| 非流动负债 | 179,288 | 175,788 | 173,288 | 171,288 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 长期借款 | 146,078 | 142,578 | 140,078 | 138,078 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 33,210 | 33,210 | 33,210 | 33,210 | 营业收入 | -29.47% | -18.40% | -9.39% | -5.22% |
| 负债合计 | 420,165 | 396,745 | 367,433 | 368,332 | 归属母公司净利润 | -19.06% | -32.41% | 1.53% | 0.42% |
| 普通股股本 | 601 | 601 | 601 | 601 | 获利能力 | | | | |
| 储备 | 160,830 | 167,859 | 174,997 | 182,164 | 毛利率 | 16.01% | 17.98% | 19.86% | 21.21% |
| 归属母公司股东权益 | 161,431 | 168,461 | 175,598 | 182,765 | 销售净利率 | 8.16% | 6.76% | 7.57% | 8.02% |
| 少数股东权益 | 84,046 | 85,286 | 86,546 | 87,811 | ROE | 6.44% | 4.17% | 4.06% | 3.92% |
| 股东权益合计 | 245,477 | 253,747 | 262,144 | 270,576 | ROIC | 1.80% | 1.61% | 1.58% | 1.54% |
| 负债和股东权益 | 665,642 | 650,492 | 629,577 | 638,907 | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 63.12% | 60.99% | 58.36% | 57.65% |
| | | | | | 净负债比率 | 52.29% | 48.70% | 47.47% | 46.17% |
| | | | | | 流动比率 | 1.64 | 1.67 | 1.74 | 1.71 |
| | | | | | 速动比率 | 0.71 | 0.71 | 0.74 | 0.69 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.19 | 0.16 | 0.15 | 0.14 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 27.14 | 22.00 | 20.00 | 23.00 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 2.58 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.51 | 1.02 | 1.04 | 1.04 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.00 | 1.87 | 0.99 | 1.01 |
| | | | | | 每股净资产 | 23.44 | 24.46 | 25.49 | 26.53 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 6.17 | 9.45 | 9.30 | 9.27 |
| | | | | | P/B | 0.40 | 0.39 | 0.38 | 0.36 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16.44 | 17.06 | 16.95 | 16.82 |
| | | | | | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 11,708 | 12,895 | 6,816 | 6,938 |
| 净利润 | 10,401 | 7,030 | 7,137 | 7,167 |
| 少数股东权益 | 1,724 | 1,241 | 1,260 | 1,265 |
| 折旧摊销 | 449 | 444 | 456 | 469 |
| 营运资金变动及其他 | -866 | 4,181 | -2,037 | -1,963 |
| 投资活动现金流 | -1,979 | -8,447 | -8,156 | -7,976 |
| 资本支出 | -700 | -700 | -700 | -700 |
| 其他投资 | -1,279 | -7,747 | -7,456 | -7,276 |
| 筹资活动现金流 | -5,585 | -5,150 | -1,015 | -455 |
| 借款增加 | -16,324 | -5,500 | -1,500 | -1,000 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | -85 | 350 | 485 | 545 |
| 其他 | 10,824 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 4,143 | -703 | -2,355 | -1,494 |

数据来源：公司公告，西南证券

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

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 |
| | 李煜 | 资深销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wywf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljl@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@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 | 资深销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@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 |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 杨举 | 销售经理 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzt@swsc.com.cn |