

绿城管理控股

增持（下调评级）

港股公司点评

证券研究报告

(09979.HK)

市场下行利润承压,代建龙头砥砺前行

业绩简评

2025 年 4 月 1 日,公司公告:张亚东先生因个人工作安排辞去非执行董事、董事会联席主席及集团内其他职务。3 月 28 日,公司发布 2024 年业绩:实现收入 34.41 亿元,同比+4.2%;归母净利润 8.01 亿元,同比-17.7%。

经营分析

收入增速趋缓,毛利额及毛利率均下降,归母净利润下滑。24 年受市场环境影响,①公司营收:政府代建同比-20.6%,其他服务同比-62.5%,商业代建同比+17.3%。②公司毛利率:政府代建 51.2%,同比-1.1pct;商业代建 40.1%,同比-5.1pct;其他服务 72.9%,同比-9.3pct;整体毛利率 49.6%,同比-2.6pct。③公司毛利润 17.1 亿元,同比-1.0%。上述因素叠加其他亏损扩大 0.55 亿元,应占合联营企业的收益减少 0.2 亿元,致归母净利下滑。

代建行业新签规模首次下降,其中政府/资方代建下降。根据中指院,24 年行业新签约规模 1.65 亿方,同比-5% (23 年同比+56%),新签首次出现下降。同时由于资产缩水,盘活难度大、周期长,资方代建下降;由于控负债、保障房“以购代建”,政府代建下降。新拓代建面积上升,新拓代建费下降。2024 年公司新拓代建项目建面 3649 万方,同比+3.4%(第二名同比-16.4%);新拓代建项目代建费 93.2 亿元,同比-10.1%。根据中指院,公司市占稳步扩大,24 年新签市占率 22.1%,而 23 年为 20.4%。

新拓结构优化,新拓单价逐步回稳。2024 年,①从新拓建面来看,政府代建、国有企业、私营企业、金融机构分别占比 31.4%、25.1%、33.2%和 10.3%,其中私企占比提升 7.9pct,国企占比下降 8.2pct,私企活跃度稳步提升,开工意愿有所增强。②从新拓个数占比来看,一二线占比稳步升至 58% (23 年为 52%)。③从累计新拓单价来看,1-6 月/1-9 月/1-12 月分别为 240/243/265 元/平。

盈利预测、估值与评级

考虑到房地产销售持续承压、商业代建市场竞争激烈、政府代建需求下降、优质代建项目减少,我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.1、9.7、10.4 亿元,同比增速分别为+13.3%、+6.5%和+7.2%。下调公司至“增持”评级,公司股票现价对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 6.1x、5.8x 和 5.4x。

风险提示

外拓竞争程度超预期;绿城品牌口碑受损;应收账款回收风险。

房地产组

分析师:池天惠(执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

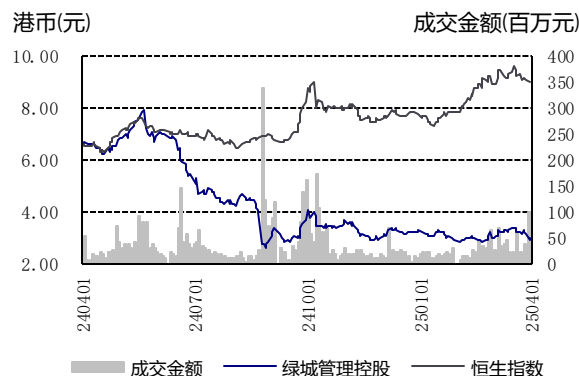
联系人:何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价(港币):2.970 元

相关报告:

1.《绿城管理控股港股公司点评:代建龙头地位稳固,受行业下行拖累》,2025.1.10



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,302	3,441	3,647	3,839	4,062
营业收入增长率	24.34%	4.20%	5.99%	5.27%	5.80%
归母净利润(百万元)	974	801	908	967	1,037
归母净利润增长率	30.77%	-17.71%	13.28%	6.54%	7.24%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.40	0.45	0.48	0.52
每股经营性现金流净额	0.48	0.14	0.55	0.55	0.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.37%	21.03%	21.75%	21.20%	20.84%
P/E	10.36	7.74	6.15	5.77	5.38
P/B	2.52	1.63	1.34	1.22	1.12

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,656	3,302	3,441	3,647	3,839	4,062
增长率	18.4%	24.3%	4.2%	6.0%	5.3%	5.8%
主营业务成本	1,267	1,580	1,736	1,871	1,989	2,125
%销售收入	47.7%	47.8%	50.4%	51.3%	51.8%	52.3%
毛利	1,389	1,722	1,706	1,776	1,850	1,937
%销售收入	52.3%	52.2%	49.6%	48.7%	48.2%	47.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	120	105	91	91	92	93
%销售收入	4.5%	3.2%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
管理费用	489	515	481	474	480	487
%销售收入	18.4%	15.6%	14.0%	13.0%	12.5%	12.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	807	1,069	1,042	1,116	1,197	1,290
%销售收入	30.4%	32.4%	30.3%	30.6%	31.2%	31.8%
财务费用	-117	-108	5	-86	-84	-84
%销售收入	-4.4%	-3.3%	0.2%	-2.4%	-2.2%	-2.1%
投资收益	58	43	23	20	20	20
%税前利润	6.3%	3.7%	2.2%	1.7%	1.6%	1.5%
营业利润	767	1,083	1,133	1,211	1,278	1,356
营业利润率	28.9%	32.8%	32.9%	33.2%	33.3%	33.4%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	925	1,177	1,037	1,203	1,281	1,374
利润率	34.8%	35.7%	30.1%	33.0%	33.4%	33.8%
所得税	189	197	247	286	305	327
所得税率	20.5%	16.7%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
净利润	735	981	791	917	977	1,047
少数股东损益	-9	7	-11	9	10	10
归属于母公司的净利润	745	974	801	908	967	1,037
净利率	28.0%	29.5%	23.3%	24.9%	25.2%	25.5%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	745	974	801	908	967	1,037
少数股东损益	-9	7	-11	9	10	10
非现金支出	-15	-30	85	109	96	82
非经营收益	-82	-73	-610	83	37	40
经营活动现金净流	725	955	277	1,111	1,111	1,169
资本开支	-29	-25	-15	-15	-15	-15
投资	105	561	-27	-30	-30	-30
其他	-606	-598	-287	-94	-81	-66
投资活动现金净流	-530	-61	-329	-139	-126	-111
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-7	-10	0	0	0	0
其他	-393	-756	-474	-550	-585	-627
筹资活动现金净流	-400	-766	-474	-550	-585	-627
现金净流量	-205	111	-526	422	400	431

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,933	2,044	1,518	1,941	2,340	2,771
应收款项	1,122	1,298	1,613	1,660	1,687	1,722
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	802	1,097	1,574	1,605	1,613	1,625
流动资产	3,858	4,440	4,705	5,205	5,640	6,118
%总资产	62.6%	65.9%	69.4%	71.2%	72.5%	73.8%
长期投资	317	364	391	411	431	451
固定资产	109	111	81	83	86	91
%总资产	1.8%	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
无形资产	1,413	1,347	1,270	1,270	1,270	1,270
非流动资产	2,304	2,293	2,072	2,104	2,138	2,172
%总资产	37.4%	34.1%	30.6%	28.8%	27.5%	26.2%
资产总计	6,161	6,733	6,777	7,309	7,778	8,289
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	159	327	98	104	111	118
其他流动负债	1,928	2,093	2,696	2,850	2,915	2,994
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	201	179	41	41	41	41
负债	2,288	2,599	2,835	2,995	3,067	3,154
普通股股东权益	3,739	3,996	3,810	4,173	4,560	4,975
其中：股本	17	17	17	17	17	17
未分配利润	3,722	3,979	3,793	4,156	4,543	4,958
少数股东权益	134	138	131	141	150	161
负债股东权益合计	6,161	6,733	6,777	7,309	7,778	8,289

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.38	0.50	0.41	0.45	0.48	0.52
每股净资产	1.86	1.99	1.90	2.08	2.27	2.47
每股经营现金净流	0.36	0.48	0.14	0.55	0.55	0.58
每股股利	0.38	0.50	0.24	0.27	0.29	0.31
回报率						
净资产收益率	19.91%	24.37%	21.03%	21.75%	21.20%	20.84%
总资产收益率	12.08%	14.46%	11.82%	12.42%	12.43%	12.51%
投入资本收益率	16.58%	21.55%	20.16%	19.73%	19.37%	19.15%
增长率						
主营业务收入增长率	18.40%	24.34%	4.20%	5.99%	5.27%	5.80%
EBIT 增长率	28.57%	32.46%	-2.54%	7.12%	7.21%	7.78%
净利润增长率	31.73%	30.77%	-17.71%	13.28%	6.54%	7.24%
总资产增长率	17.49%	9.27%	0.66%	7.86%	6.41%	6.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.3	21.1	33.2	44.1	42.9	40.8
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	23.7	55.4	44.1	19.4	19.4	19.4
固定资产周转天数	14.3	12.0	10.0	8.1	8.0	7.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.67%	-46.13%	-37.47%	-44.02%	-48.81%	-53.15%
EBIT 利息保障倍数	124.4	197.7	199.6	223.3	239.4	258.0
资产负债率	37.14%	38.60%	41.84%	40.98%	39.44%	38.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806