

# 绿城管理控股 (09979.HK)

## 竞争加剧导致业绩承压

优于大市

### 核心观点

**归母净利-18%，政府代建承压。**2024年公司实现营业收入34亿元，同比增长4%；实现归母净利润8亿元，同比下降18%。公司增收不增利的原因主要为毛利率下滑，以及计提信贷减值约1亿元。分类别看，公司商业代建收入为28亿元，同比增长17%，收入占比增长9pct至80%；政府代建业务收入6.3亿元，同比下降21%。2024年公司整体毛利率为49.6%，较上年末下降2.6pct，其中商业代建毛利率为51%，政府代建毛利率为40%，分别较上年末下降1.5pct。

**规模稳中有进，新拓结构优化。**截至2024年末，公司业务分布已覆盖130个城市，合约总建筑面积达1.3亿平方米，同比增长5%，当期在建面积0.5亿平方米，同比增长3%，保持行业龙头地位。在全国化布局下，公司市占率稳步扩大，2024年新签代建规模3649万平方米，新签市占率22.1%，较上年提升1.7pct。公司新拓结构优化，一二线占比稳步提升，2024年公司一二线新拓占比58%，提升6pct，累计新拓单价回稳，全年单价255元/平方米。分类别看，政府代建、国企客户、私企客户、金融机构分别占公司新拓面积分别为1150万、920万、1210万、370万平方米，分别占比31.4%、25.1%、33.2%、10.3%，其中私营企业活跃度稳步提升，开工意愿有所增强。从交付情况看，公司全年完成118个项目的交付，累计面积1656万平方米，同比增长3%。

**风险提示：**公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

**投资建议：**由于公司的“底仓业务”政府代建需求萎缩，及代建行业竞争加剧导致整体毛利率承压我们分别下调公司25、26年的营收和归母净利润预测至36/37亿元（原值41/45亿元）、8/8亿元（原值12/13亿元），对应EPS为0.41/0.41元，对应PE为6.7/6.5X，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,302	3,441	3,596	3,747	3,890
(+/-%)	24.3%	4.2%	4.5%	4.2%	3.8%
净利润(百万元)	974	801	815	829	837
(+/-%)	30.8%	-17.7%	1.7%	1.8%	1.0%
每股收益(元)	0.48	0.40	0.41	0.41	0.42
EBIT Margin	33.4%	32.9%	28.5%	27.5%	26.5%
净资产收益率(ROE)	25.2%	20.5%	20.9%	20.4%	19.8%
市盈率(PE)	5.6	6.8	6.7	6.5	6.5
EV/EBITDA	7.3	7.3	6.7	6.8	7.0
市净率(PB)	1.36	1.42	1.37	1.31	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·海外公司财报点评

#### 房地产·房地产服务

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

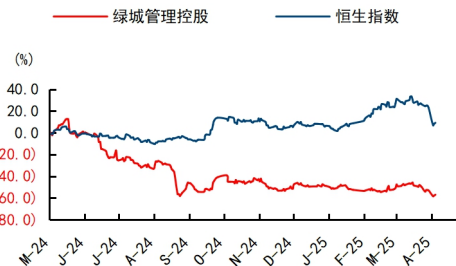
wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	2.70 港元
总市值/流通市值	5427/5427 百万港元
52周最高价/最低价	7.17/2.56 港元
近3个月日均成交额	27.31 百万港元

#### 市场走势



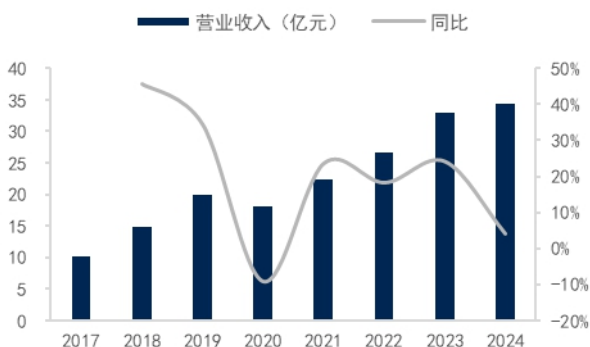
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《绿城管理控股(09979.HK)-归母净利增长7.8%，行业竞争格局加剧》——2024-08-28
- 《绿城管理控股(09979.HK)-代建行业领先，穿越地产周期》——2024-04-19
- 《绿城管理控股(09979.HK)-业绩增长31%，派息率100%》——2024-03-25
- 《绿城管理控股(09979.HK)-业绩稳增，结构优化》——2023-08-04

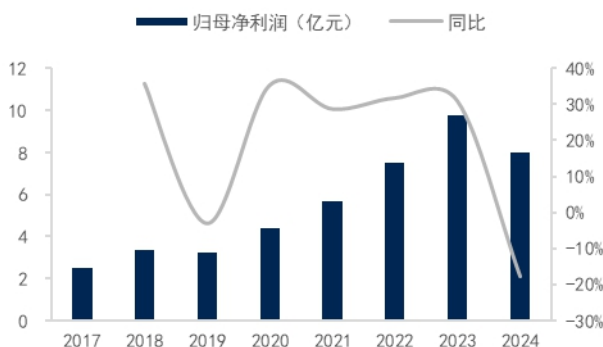
**归母净利-18%，政府代建承压。**2024 年公司实现营业收入 34 亿元，同比增长 4%；实现归母净利润 8 亿元，同比下降 18%。公司增收不增利的原因主要为毛利率下滑，以及计提信贷减值约 1 亿元。分类别看，公司商业代建收入为 28 亿元，同比增长 17%，收入占比增长 9pct 至 80%；政府代建业务收入 6.3 亿元，同比下降 21%。2024 年公司整体毛利率为 49.6%，较上年末下降 2.6pct，其中商业代建毛利率为 51%，政府代建毛利率为 40%，分别较上年末下降 1、5pct。

图1：公司营业收入及增速



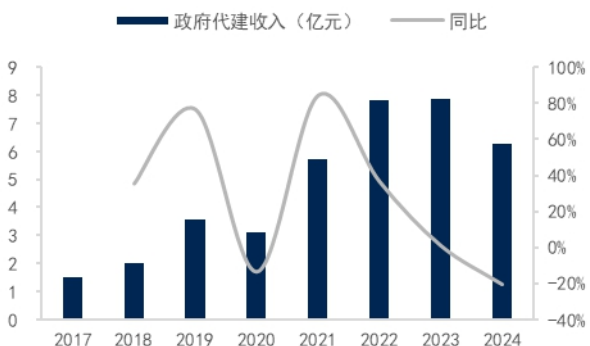
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



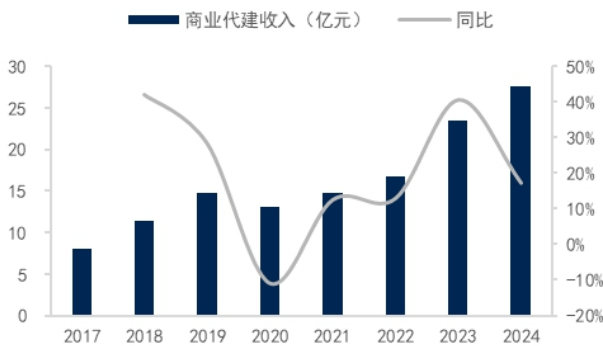
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司政府代建收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司商业代建收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**规模稳中有进，新拓结构优化。**截至 2024 年末，公司业务分布已覆盖 130 个城市，合约总建筑面积达 1.3 亿平方米，同比增长 5%，当期在建面积 0.5 亿平方米，同比增长 3%，保持行业龙头地位。在全国化布局下，公司市占率稳步扩大，2024 年新签代建规模 3649 万平方米，新签市占率 22.1%，较上年提升 1.7pct。公司新拓结构优化，一二线占比稳步提升，2024 年公司一二线新拓占比 58%，提升 6pct，累计新拓单价回稳，全年单价 255 元/平方米。分类别看，政府代建、国企客户、私企客户、金融机构分别占公司新拓面积分别为 1150 万、920 万、1210 万、370 万平方米，分别占比 31.4%、25.1%、33.2%、10.3%，其中私营企业活跃度稳步提升，开工意愿有所增强。从交付情况看，公司全年完成 118 个项目的交付，累计面积 1656 万平方米，同比增长 3%。

**风险提示：**公司品牌力表现不及预期的风险、行业竞争超预期加剧的风险、房地

产行业景气度不及预期的风险、供应商或承包商的不确定性风险。

**投资建议：**由于公司的“底仓业务”政府代建需求萎缩，及代建行业竞争加剧导致整体毛利率承压我们分别下调公司 25、26 年的营收和归母净利润预测至 36/37 亿元（原值 41/45 亿元）、8/8 亿元（原值 12/13 亿元），对应 EPS 为 0.41/0.41 元，对应 PE 为 6.7/6.5X，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2044	1518	2207	2606	3018	营业收入	3302	3441	3596	3747	3890
应收款项	1298	1613	1686	1757	1823	营业成本	1580	1736	1906	2023	2139
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1056	1574	1043	1087	1128	销售费用	104	91	126	131	136
<b>流动资产合计</b>	<b>4440</b>	<b>4705</b>	<b>4936</b>	<b>5449</b>	<b>5969</b>	管理费用	514	481	539	562	583
固定资产	111	81	64	48	32	财务费用	6	5	(47)	(60)	(70)
无形资产及其他	1347	1270	1088	907	725	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	241	276	276	276	276	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	364	391	417	444	470	其他收入	116	(94)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6502</b>	<b>6722</b>	<b>6782</b>	<b>7125</b>	<b>7474</b>	营业利润	1214	1034	1071	1091	1101
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	(37)	3	0	0	0
应付款项	583	482	421	450	479	<b>利润总额</b>	<b>1177</b>	<b>1037</b>	<b>1071</b>	<b>1091</b>	<b>1101</b>
其他流动负债	1837	2312	2280	2439	2604	所得税费用	197	247	268	273	275
<b>流动负债合计</b>	<b>2420</b>	<b>2794</b>	<b>2702</b>	<b>2890</b>	<b>3082</b>	少数股东损益	7	(11)	(11)	(11)	(11)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>974</b>	<b>801</b>	<b>815</b>	<b>829</b>	<b>837</b>
其他长期负债	179	41	41	41	41						
<b>长期负债合计</b>	<b>179</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2599</b>	<b>2835</b>	<b>2743</b>	<b>2931</b>	<b>3124</b>	净利润	974	801	815	829	837
少数股东权益	138	131	120	109	98	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3996	3810	3973	4139	4306	折旧摊销	0	0	198	198	198
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6733</b>	<b>6777</b>	<b>6837</b>	<b>7179</b>	<b>7528</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	6	5	(47)	(60)	(70)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(348)	(632)	366	73	85
每股收益	0.48	0.40	0.41	0.41	0.42	其它	7	(11)	(11)	(11)	(11)
每股红利	0.49	0.41	0.32	0.33	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>632</b>	<b>158</b>	<b>1367</b>	<b>1089</b>	<b>1108</b>
每股净资产	1.99	1.90	1.98	2.06	2.14	资本开支	(2)	30	0	0	0
ROIC	28%	25%	24%	27%	29%	其它投资现金流	34	41	0	0	0
ROE	25%	21%	21%	20%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(15)</b>	<b>45</b>	<b>(27)</b>	<b>(27)</b>	<b>(27)</b>
毛利率	52%	50%	47%	46%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	33%	28%	27%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	33%	34%	33%	32%	支付股利、利息	(993)	(825)	(652)	(663)	(670)
收入增长	24%	4%	4%	4%	4%	其它融资现金流	1480	921	0	0	0
净利润增长率	31%	-18%	2%	2%	1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(506)</b>	<b>(730)</b>	<b>(652)</b>	<b>(663)</b>	<b>(670)</b>
资产负债率	41%	44%	42%	42%	43%	现金净变动	111	(526)	689	399	412
息率	18.3%	15.2%	12.0%	12.2%	12.3%	货币资金的期初余额	1933	2044	1518	2207	2606
P/E	5.6	6.8	6.7	6.5	6.5	货币资金的期末余额	2044	1518	2207	2606	3018
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	569	262	1332	1044	1055
EV/EBITDA	7.3	7.3	6.7	6.8	7.0	权益自由现金流	2044	1179	1367	1089	1108

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032