

绿城管理控股 (09979.HK)

代建竞争加剧，重视经营巩固龙头地位

2024 年公司营收同比+4.2%，归母净利润同比-17.7%。2024 年公司实现营收 34.4 亿元 (+4.2%，同比变化，下同)，其中商业代建收入 27.5 亿元 (+17.3%)，政府代建收入 6.26 亿元 (-20.6%)。公司 2024 年实现归母净利润 8.01 亿元 (-17.7%)。主要由于代建行业竞争加剧，代建费率下行，期内公司商业代建毛利率为 51.2% (-1.1pct)，政府代建毛利率为 40.1% (-5.1pct)，拖累公司整体毛利率至 49.6% (-2.6pct)。同时，因房地产行业持续调整，公司委托方销售受到影响，进而影响项目建设速度与公司账款回收的情况，公司期末合同资产为 13.4 亿元 (+51.0%)，贸易及其他应收款为 11.2 亿元 (+35.9%)。

公司新拓金额、单价出现一定下滑，区域结构、委托方结构有所优化。2024 年公司新拓代建合约面积 3650 万方 (+3.4%)，新拓代建项目代建费 93.2 亿元 (-10.1%)，新拓单价 255 元/平方米 (-13.1%)。虽然新拓金额、单价下滑，但公司 2024 年新签市占率 22.1%，继续保持代建市场龙头地位。同时新拓结构不断优化，期内一二线城市新拓项目数量占比为 58% (+6pct)。新拓委托方结构看，国企委托方面积占比 25.1% (-8.2pct)，私企面积占比 33.2% (+7.9pct)，政府、金融机构委托方占比相对稳定，分别为 31.4%、10.3%。至 2024 年底，公司代建项目覆盖全国 130 座城市，合约总建筑面积达 1.26 亿方 (+5.0%)。公司货值结构高度聚焦核心都市圈，长三角、京津冀、珠三角、成渝城市群合约可售货值占比 77.3%。

代建行业竞争加剧，公司迅速采取措施优化经营管理，巩固行业龙头地位。2024 年代建行业竞争加剧，行业全年新签约规模为 1.65 亿方 (-5%)，主要是在房地产行业持续调整环境下，部分委托方缺乏信心，拿地规模持续萎缩；另一方面，存量项目盈利受到挑战，部分委托方暂缓开发。绿城管理控股作为代建龙头公司，虽然 2024 年上半年，新拓代建费单价下滑，但公司迅速采取应对措施，包括推进组织架构优化，薪酬绩效优化和考核激励优化。下半年成功实现经营回稳，新拓代建费和账款回收均明显改善。我们认为，在中央止跌回稳政策下，部分核心城市或出现结构性机会，公司将凭借其核心竞争能力保持代建龙头地位。

2024 年公司股利支付率为 60%，预计未来仍将保持可观的派息率。董事会建议派付 2024 年末期股息 0.24 元/股，合计派息人民币 4.82 亿元，派息比率为 60%，我们认为管理层是出于保持资金灵活性的考虑。我们预计未来公司仍将保持相对可观的派息率，为股东创造长期稳定可持续的回报。

投资建议：公司轻资产逆周期优势显著，较强的新拓能力以及充足的合约面积储备为公司未来稳健业绩打下基础，管理层注重股东回报，派息率有望维持较高水平。考虑到代建行业竞争加剧，以及房地产行业持续调整，我们调整盈利预测，预测 2025/2026/2027 年的公司收入分别为 35.7/36.5/35.9 亿元，归母净利润分别为 7.68/8.12/8.66 亿元，EPS 分别为 0.38/0.40/0.43 元/股，对应的 PE 分别为 7.17/6.78/6.36，维持“买入”评级。

风险提示：代建行业竞争烈度超预期；房地产行业景气度不及预期；委托方账款回收风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3302	3441	3569	3651	3594
增长率 yoy (%)	24%	4%	4%	2%	-2%
归母净利润 (百万元)	974	801	768	812	866
增长率 yoy (%)	31%	-18%	-4%	6%	7%
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.50	0.41	0.38	0.40	0.43
P/E (倍)	10.74	8.05	7.17	6.78	6.36

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 4 月 10 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产服务
前次评级	买入
04 月 10 日收盘价 (港元)	2.74
总市值 (百万港元)	5,507.40
总股本 (百万股)	2,010.00
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	11.90

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 夏陶

执业证书编号：S0680524070006

邮箱：xiatao@gszq.com

相关研究

- 《绿城管理控股 (09979.HK)：业绩高增全额派息，持续受益代建蓝海》 2024-03-25
- 《绿城管理控股 (09979.HK)：持续保持行业第一身位，商业代建推动利润高增》 2023-08-02
- 《绿城管理控股 (09979.HK)：地产逆周期龙头，营收业绩保持高增》 2023-03-21

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,440	4,705	4,897	5,080	5,159
现金	2,044	1,518	1,641	1,750	1,880
应收账款及票据	198	437	436	446	439
其他	2,198	2,749	2,820	2,884	2,839
非流动资产	2,293	2,072	2,175	2,307	2,456
固定资产	111	81	103	124	142
无形资产	1,347	1,270	1,281	1,292	1,302
其他	835	721	791	891	1,011
资产总计	6,733	6,777	7,072	7,387	7,615
流动负债	2,420	2,794	2,796	2,862	2,826
应付账款及票据	327	98	110	119	123
其他	2,093	2,696	2,685	2,743	2,703
非流动负债	179	41	41	41	41
其他	179	41	41	41	41
负债合计	2,599	2,835	2,837	2,904	2,867
普通股股本	17	17	17	17	17
储备	3,979	3,793	4,079	4,323	4,583
归属母公司股东权益	3,996	3,810	4,096	4,340	4,599
少数股东权益	138	131	139	143	148
股东权益合计	4,134	3,942	4,235	4,483	4,747
负债和股东权益	6,733	6,777	7,072	7,387	7,615

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	955	323	895	922	959
净利润	974	801	768	812	866
少数股东权益	7	-11	8	4	4
折旧摊销	84	47	46	49	51
营运资金变动及其他	-110	-514	73	57	38
投资活动现金流	-61	161	-290	-244	-223
资本支出	-25	107	-80	-80	-80
其他投资	-37	53	-210	-164	-143
筹资活动现金流	-766	-1,010	-482	-568	-606
借款增加	-10	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-749	-1,010	-482	-568	-606
其他	-7	0	0	0	0
现金净增加额	111	-526	123	109	130

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,302	3,441	3,569	3,651	3,594
其他收入	1	0	0	0	0
营业成本	1,580	1,736	1,808	1,869	1,851
销售费用	105	91	96	110	90
管理费用	515	481	518	548	514
研发费用	0	0	0	0	0
除税前溢利	1,177	1,037	1,008	1,060	1,116
所得税	197	247	232	244	246
净利润	981	791	776	816	871
少数股东损益	7	-11	8	4	4
归属母公司净利润	974	801	768	812	866
EBIT	1,069	1,042	1,008	1,060	1,116
EBITDA	1,154	1,089	1,054	1,109	1,167
EPS	0.50	0.41	0.38	0.40	0.43

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	24.34%	4.20%	3.72%	2.28%	-1.56%
归属母公司净利润	30.77%	-17.71%	-4.11%	5.71%	6.67%
获利能力					
毛利率	52.15%	49.56%	49.35%	48.80%	48.49%
销售净利率	29.48%	23.28%	21.52%	22.25%	24.10%
ROE	24.37%	21.03%	18.76%	18.71%	18.83%
ROIC	21.55%	20.16%	18.32%	18.21%	18.34%
偿债能力					
资产负债率	38.60%	41.84%	40.12%	39.31%	37.66%
流动比率	1.83	1.68	1.75	1.77	1.83
速动比率	1.40	1.12	1.18	1.20	1.25
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.51	0.52	0.50	0.48
应收账款周转率	17.07	10.83	8.17	8.27	8.12
应付账款周转率	6.49	8.17	17.38	16.26	15.25
每股指标 (元)					
每股收益	0.50	0.41	0.38	0.40	0.43
每股经营现金流	0.48	0.16	0.45	0.46	0.48
每股净资产	1.99	1.90	2.04	2.16	2.29
估值比率					
P/E	10.74	8.05	7.17	6.78	6.36
P/B	2.70	1.74	1.34	1.27	1.20
EV/EBITDA	7.58	4.70	3.67	3.39	3.11

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 4 月 10 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com