

绿城管理控股 (09979.HK)

优于大市

收入毛利率下降导致业绩承压

核心观点

归母净利-49%，毛利率显著下降。2025上半年公司实现营业收入13.7亿元，同比下降18%；实现归母净利润2.6亿元，同比下降49%。公司收入下降的原因为近年来代建行业竞争加剧，房地产市场整体下行影响存在滞后效应导致项目整体收入下降；公司利润下降的原因是代建业务毛利率下降11.5pct至40.0%。

新拓规模增长，业务布局优化。2025上半年公司新拓代建面积约1989万平方米，同比增长13.9%，新拓代建费约人民币50亿元，同比增长19.1%。公司商业代建占比持续上扬，民营委托方活跃度提升，一二线城市布局占58%，其中杭州、南京、石家庄、苏州等城市占比较高，实现规模与质量双提升，业务布局更趋优化。公司拓展能力逆市提升，投标中标率、重复委托率连续三年显著提升，彰显强劲的市场拓展能力与稳固的客户基础，进一步提升战略客户粘性，创新业务模式，提升核心能力，扩展发展空间。2025年上半年如期交付45个项目、建筑面积465万平方米，交付面积占代建TOP10交付总量的60%，交付满意度保持92%的高位，下半年预计仍有近1000万平方米交付建筑面积。

财务状况稳健，首次中期分红。公司首次派发中期股息每股0.076元，派息率约60%。公司在手现金充裕，代建费收款向好，经营性净现金流进一步改善，截至2025上半年末，公司在手现金16.4亿元，同比+8%；经营性净现金流1.1亿元，同比45%；净合同资产11.9亿元。

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：由于房地产市场整体下行影响存在滞后效应导致项目整体收入下降，及代建行业竞争加剧导致公司毛利率显著承压，我们预计公司25、26年营收为36/37亿元，根据当前公司毛利率水平，下调公司25、26年的归母净利润预测至6.5/6.3亿元（原值8/8亿元），对应EPS为0.32/0.31元，对应PE为9.0/9.3X，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	650	631	689
(+/-%)	30.8%	-17.7%	-18.9%	-2.9%	9.2%
每股收益(元)	0.48	0.40	0.32	0.31	0.34
EBIT Margin	33.4%	32.9%	22.4%	20.4%	21.4%
净资产收益率(ROE)	25.2%	20.5%	16.8%	15.8%	16.7%
市盈率(PE)	6.0	7.3	9.0	9.3	8.5
EV/EBITDA	7.7	7.7	8.8	9.4	8.9
市净率(PB)	1.46	1.54	1.48	1.44	1.39

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：王粤雷
0755-81981019
wangyuelei@guosen.com.cn
S0980520030001

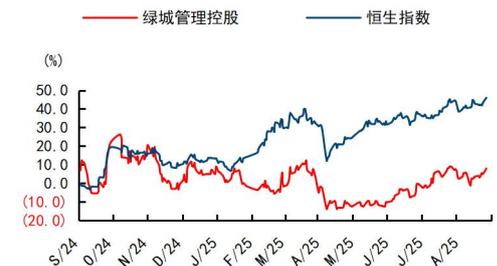
证券分析师：王静
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	2.98 港元
总市值/流通市值	5990/5990 百万港元
52周最高价/最低价	3.78/2.33 港元
近3个月日均成交额	17.67 百万港元

市场走势



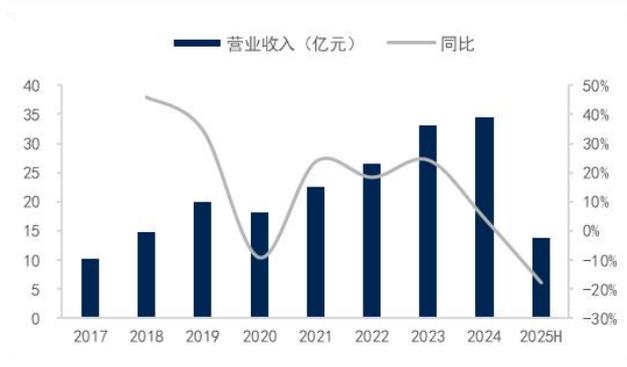
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《绿城管理控股(09979.HK)-竞争加剧导致业绩承压》——2025-04-10
- 《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

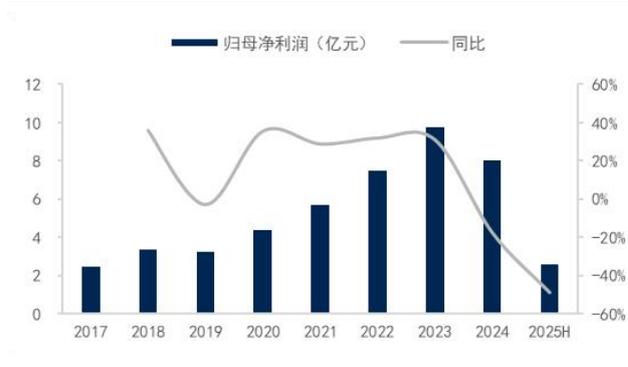
归母净利润-49%，毛利率显著下降。2025 上半年公司实现营业收入 13.7 亿元，同比下降 18%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比下降 49%。公司收入下降的原因为近年来代建行业竞争加剧，房地产市场整体下行影响存在滞后效应导致项目整体收入下降；公司利润下降的原因是代建业务毛利率下降 11.5pct 至 40.0%。

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

新拓规模增长，业务布局优化。2025 上半年公司新拓代建面积约 1989 万平方米，同比增长 13.9%，新拓代建费约人民币 50 亿元，同比增长 19.1%。公司商业代建占比持续上扬，民营委托方活跃度提升，一二线城市布局占 58%，其中杭州、南京、石家庄、苏州等城市占比较高，实现规模与质量双提升，业务布局更趋优化。公司拓展能力逆市提升，投标中标率、重复委托率连续三年显著提升，彰显强劲的市场拓展能力与稳固的客户基础，进一步提升战略客户粘性，创新业务模式，提升核心能力，扩展发展空间。2025 年上半年如期交付 45 个项目、建筑面积 465 万平方米，交付面积占代建 TOP10 交付总量的 60%，交付满意度保持 92% 的高位，下半年预计仍有近 1000 万平方米交付建筑面积。

财务状况稳健，首次中期分红。公司首次派发中期股息每股 0.076 元，派息率约 60%。公司在手现金充裕，代建费收款向好，经营性净现金流进一步改善，截至 2025 上半年末，公司在手现金 16.4 亿元，同比+8%；经营性净现金流 1.1 亿元，同比 45%；净合同资产 11.9 亿元。

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：由于房地产市场整体下行影响存在滞后效应导致项目整体收入下降，及代建行业竞争加剧导致公司毛利率显著承压，我们预计公司 25、26 年营收为 36/37 亿元，根据当前公司毛利率水平，下调公司 25、26 年的归母净利润预测至 6.5/6.3 亿元（原值 8/8 亿元），对应 EPS 为 0.32/0.31 元，对应 PE 为 9.0/9.3X，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	2425	2819	3101	营业收入	3302	3441	3596	3747	3890
应收款项	1298	1613	1686	1757	1823	营业成本	1580	1736	2194	2361	2411
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	93	97	101
流动资产合计	4440	4705	5154	5662	6052	管理费用	514	481	503	525	545
固定资产	111	81	85	87	87	财务费用	6	5	(49)	(66)	(74)
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
资产总计	6502	6722	7020	7376	7612	营业利润	1214	1034	855	830	906
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	492	532	544	利润总额	1177	1037	855	830	906
其他流动负债	1837	2312	2479	2676	2771	所得税费用	197	247	214	207	227
流动负债合计	2420	2794	2970	3209	3316	少数股东损益	7	(11)	(9)	(8)	(9)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	974	801	650	631	689
其他长期负债	179	41	41	41	41						
长期负债合计	179	41	41	41	41	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2599	2835	3012	3250	3357	净利润	974	801	650	631	689
少数股东权益	138	131	123	114	105	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3996	3810	3940	4066	4204	折旧摊销	0	0	199	202	204
负债和股东权益总计	6733	6777	7075	7431	7666	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	6	5	(49)	(66)	(74)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(348)	(632)	635	124	(1)
每股收益	0.48	0.40	0.32	0.31	0.34	其它	7	(11)	(9)	(8)	(9)
每股红利	0.49	0.41	0.26	0.25	0.27	经营活动现金流	632	158	1475	948	883
每股净资产	1.99	1.90	1.96	2.02	2.09	资本开支	(2)	30	(22)	(22)	(23)
ROIC	28%	25%	19%	22%	25%	其它投资现金流	34	41	0	0	0
ROE	25%	21%	17%	16%	17%	投资活动现金流	(15)	45	(48)	(49)	(50)
毛利率	52%	50%	39%	37%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	33%	22%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	33%	28%	26%	27%	支付股利、利息	(993)	(825)	(520)	(505)	(551)
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%	-19%	-3%	9%	融资活动现金流	(506)	(730)	(520)	(505)	(551)
资产负债率	41%	44%	44%	45%	45%	现金净变动	111	(526)	907	394	282
息率	17.0%	14.1%	8.9%	8.6%	9.4%	货币资金的期初余额	1933	2044	1518	2425	2819
P/E	6.0	7.3	9.0	9.3	8.5	货币资金的期末余额	2044	1518	2425	2819	3101
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	569	262	1416	876	804
EV/EBITDA	7.7	7.7	8.8	9.4	8.9	权益自由现金流	2044	1179	1453	925	860

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

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