

地产旅游双重承压，财务风险显著攀升

华侨城

引言：

近日，彭博报道，地产央企被要求避免公开发行业务违约，并将其纳入考核指标。侧面也说明了当前房地产所面临的债务压力不仅限于民企，尤其是在最新销售与房价数据所显示行业“再次下跌”的背景下。对于个体而言，现金流修复的情况基本取决于行业的表现，货值的区域分布也有一定影响；而债务负担则各有不同，这也是个体差异的核心原因。另一方面，再融资能力可以成为经营弱化后的压舱石，保障安全性，这也是央国企天然的优势，但金融资源也并非无差异的获取，融资能力的强弱仍取决于个体经营与财务风险。

那么：

当“跌价”成为存货常态、“收缩”成为业务标签，华侨城——这家曾以“文旅+地产”双轮驱动的央企，正在被双重夹击。连续三年的大额亏损，华侨城的经营状况如何？背后是否隐含着更高的财务风险？在华侨城集团的支持下，是否能够得到信用加持？这是我们希望本文能够回答的问题。

目 录

1、销售端受阻及价格下行背景下，存货跌价侵蚀利润已成地产行业常态.....	3
2、房地产业务收缩明显，旅游综合收入恢复不及预期.....	6
2.1 房地产业务板块.....	6
2.2 旅游业务板块.....	10
3、土储能级不高，未来新增项目去化或者经营情况有待关注.....	13
4、期间费用中财务费用增加，导致期间费用率持续增加.....	14
5、净资本杠杆率持续大幅增加，短期偿债指标恶化显著.....	15
6、存货结构变化进一步凸显销售受阻，其他应收款不确定性风险加大.....	17
7、经营活动现金流连续 4 年下降，投资活动现金流入下降，取得借款金额也呈现下降...19	
8、华侨城集团与华侨城.....	19
9、总结	20

2024 年深圳华侨城股份有限公司（股票代码：000069.SZ，以下简称“华侨城”或“公司”）净亏损高达 97.21 亿元，作为央企上市公司同时也是发债主体，这是华侨城持续第三年大幅亏损。其母公司华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”或“集团”）同样为发债主体，2024 年净亏损高达 160.52 亿元。

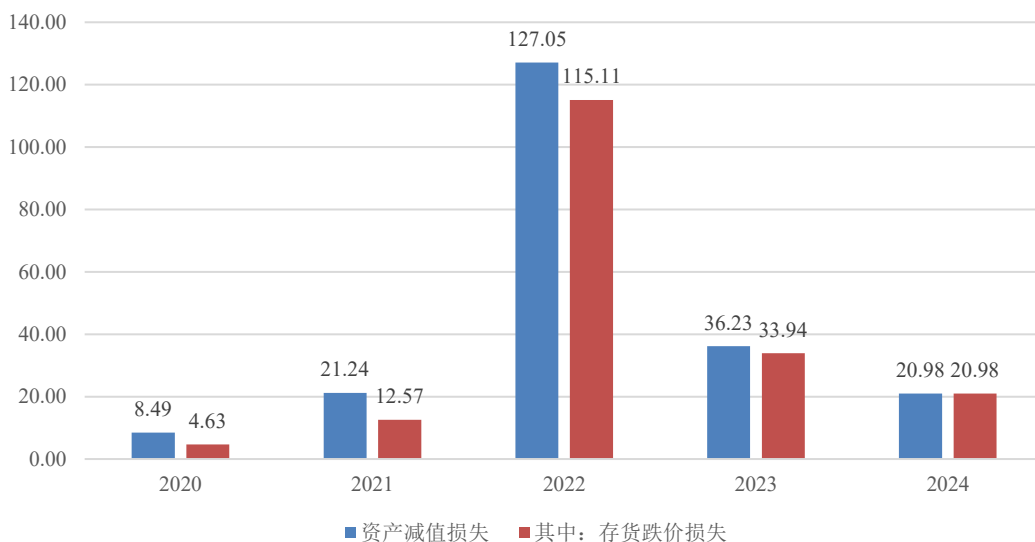
究其亏损原因主要为：1、大额存货跌价损失的计提；2、投资收益持续为负；3、地产旅游两大主业的双重承压。

1、销售端受阻及价格下行背景下，存货跌价侵蚀利润已成地产行业常态

2022 年华侨城计提大额资产减值损失 127.05 亿元，占到了 2021 年末净资产的 10.52%，其中主要为存货跌价损失。同时 2022 年也是华侨城首次亏损。对于计提减值，当年年报表述为：部分项目所在城市新房销售价格进入下行通道，销售流速在 2022 年下半年进一步放缓，公司对存货项目进行了盘查和评估，并依据会计谨慎原则，对部分受市场不确定性影响，存在减值迹象的存货计提了减值准备。同时，公司旅游景区业务受需求萎缩等诸多因素冲击，经营效益下滑。受效益下滑或更新改造等因素影响，公司对部分景区资产计提减值。

2023 年和 2024 年仍有相当规模的减值损失，虽较 2022 年已经降了很多，但对利润的侵蚀仍在继续。资产减值损失中主要仍为存货跌价损失。

图 资产减值损失与存货跌价损失（亿元）

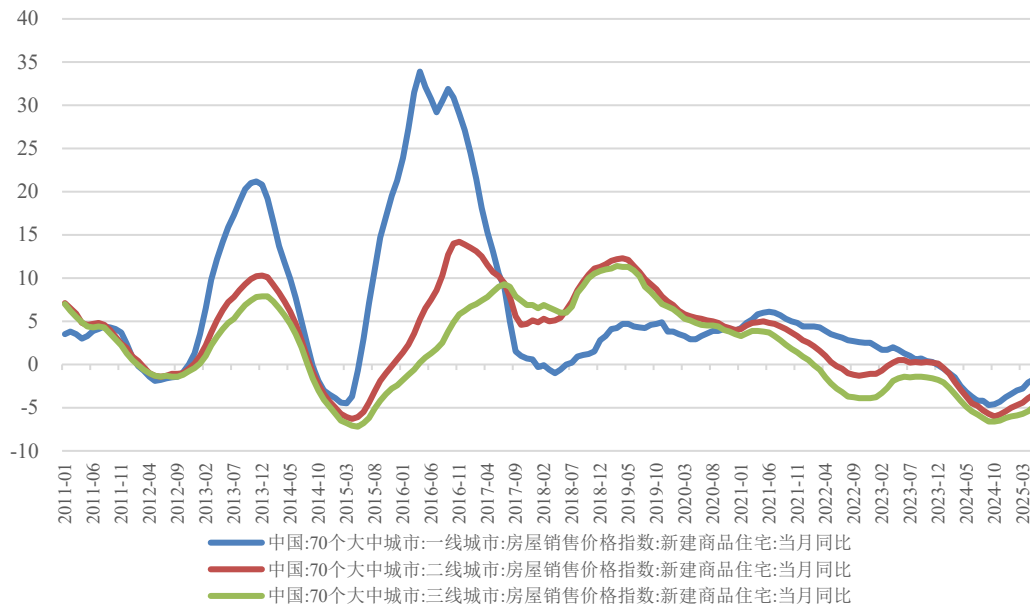


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

之前万科大额亏损也源于相当大的存货跌价准备。从城市新建商品住宅价格指数变化来看，一线城市新建商品住宅同比震荡最大，但跌幅最小，三线城市跌幅最大。2025 年前

5 个月，同比跌幅虽有所收窄，但仍处于下跌通道当中，其中一线城市新建商品住宅价格指数同比跌幅为 1.7%-3.5%，二线城市在 3.5%-5.0%，三线城市在 4.9%-6.0%。可见，房价下行通道下房企的存货跌价压力仍在持续。

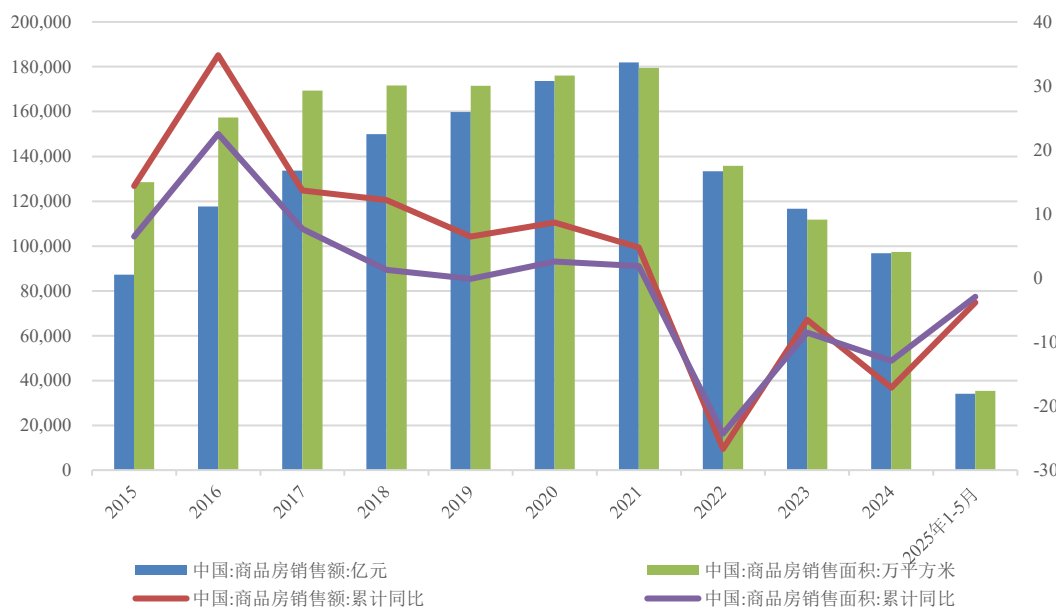
图 新建商品住宅房屋销售价格指数当月同比变化 (%)



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

从行业成交情况来看，2024 年全国商品房成交面积和成交额分别为 97,385.01 万平方米和 96750.33 亿元，同比分别下降 12.90%和 17.10%，约为最高峰 2021 年的五成，也是近十年成交面积的最低点。2025 年 1-5 月全国商品房成交面积和成交额分别同比下降 2.9%和 3.8% (2024 年 1-5 月销售额和销售面积同比降幅分别为 27.90%和 20.30%)，仍处在下行通道，受去年降幅较大影响，同比降幅有所收窄。从 30 城新房销售面积占去年同期比例来看，1-2 月、3 月、4 月和 5 月分别占去年同期的 100.28%、100.18%、87.96%和 96.75%，可见去年 9 月末以来政府刺激下的房地产回暖行情已然结束。

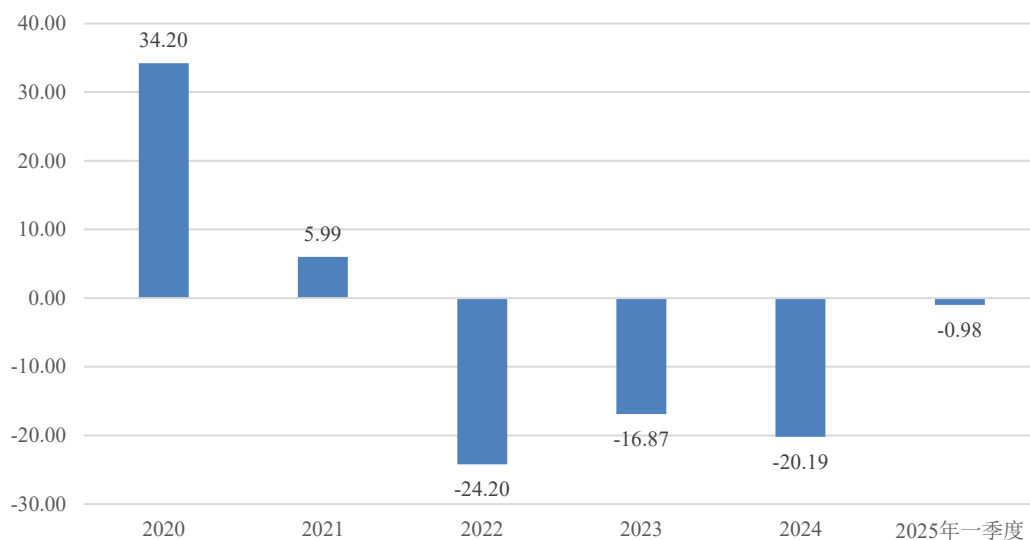
图 中国商品房销售面积和销售额同比变化 (万平方米; 亿元; %)



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

除以上存货跌价损失外, **投资收益对利润影响也较大**, 投资收益主要是部分合作开发项目实现的利润减少或对资产计提减值准备增加, 公司按持股比例确认的投资收益同比大幅减少, 并自 2022 年开始转负, 2022-2024 年华侨城投资收益分别为-24.20 亿元、-16.87 亿元和-20.19 亿元。

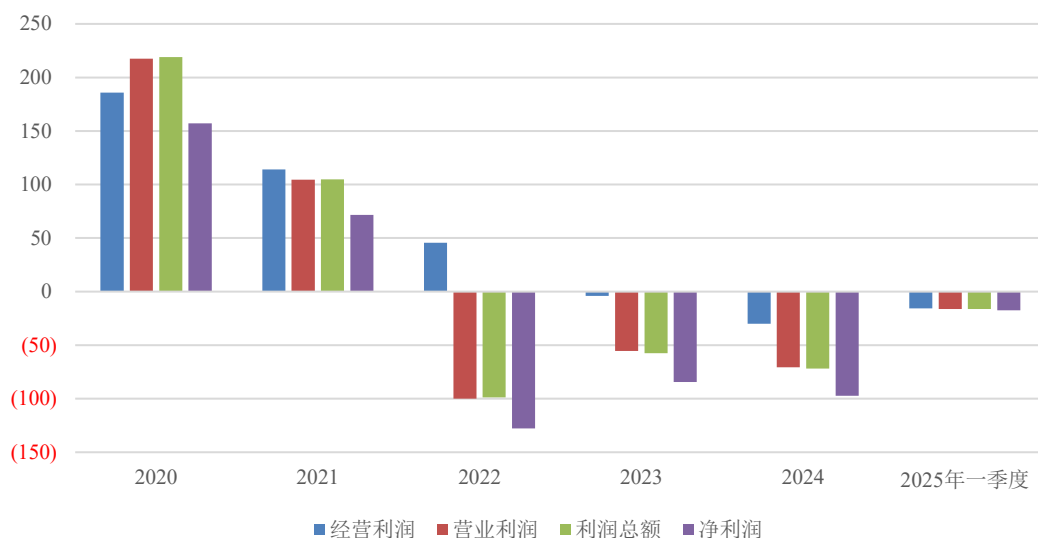
图 华侨城投资净收益变化 (亿元)



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

去除非经常性损益后, 2022-2024 年华侨城经营利润分别为 45.76 亿元、-3.90 亿元和-30.00 亿元, 逐年下降, 且 2024 年亏损显著加大, 纯经营层面的压力继续加大。接下来我们从业务营运层面对华侨城的情况进行重点探讨。

图 经营利润、营业利润、利润总额与净利润变化（亿元）

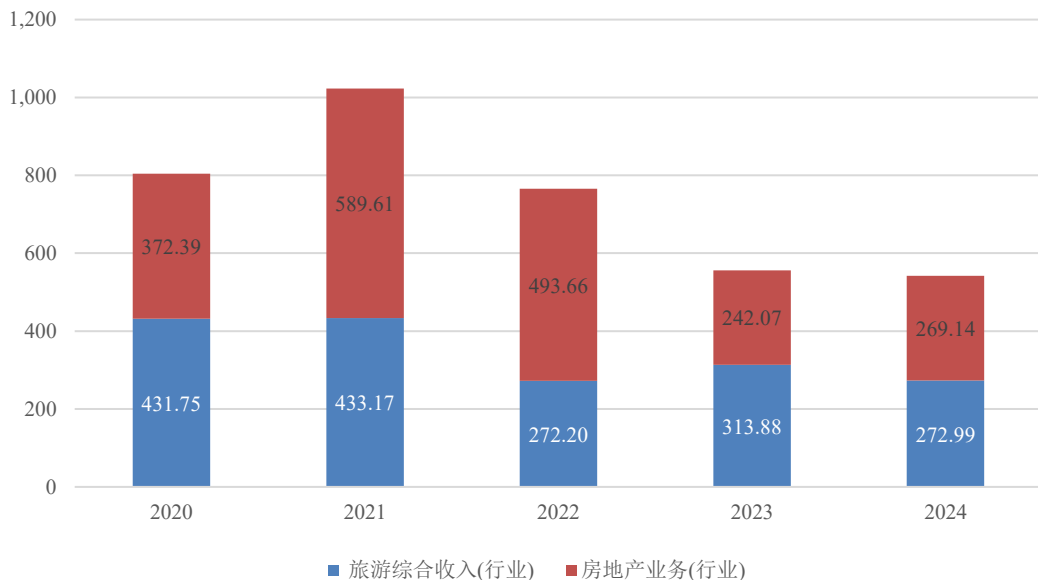


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2、房地产业务收缩明显，旅游综合收入恢复不及预期

从收入构成来看，房地产企业销售收入与最终形成营业收入虽有一定的时滞，但从收入构成及变化趋势来看，华侨城房地产业务规模收缩明显，旅游综合收入占比虽有所上升，但较 2021 年及之前收入规模差距明显。

图 华侨城收入规模及构成变化（亿元）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2.1 房地产业务板块

2024 年华侨城实现销售面积 173 万平方米，同比下降 23.89%，销售额为 263 亿元，同

比大幅下降 41.46%。销售面积和销售额均为 2021 年以来连续四年下滑，且销售额降幅较销售面积更大（除 2022 年略低）。2024 年销售面积仅 2020 年高峰期的三分之一，尚不及 2019 年水平，销售额表现则更弱。

2025 年 1-5 月在前期低基数，加之房贷利率下调持续刺激房地产市场背景下，销售面积同比增长 10.78%，销售额小幅增长 4.02%，实现了难得的“转正”。

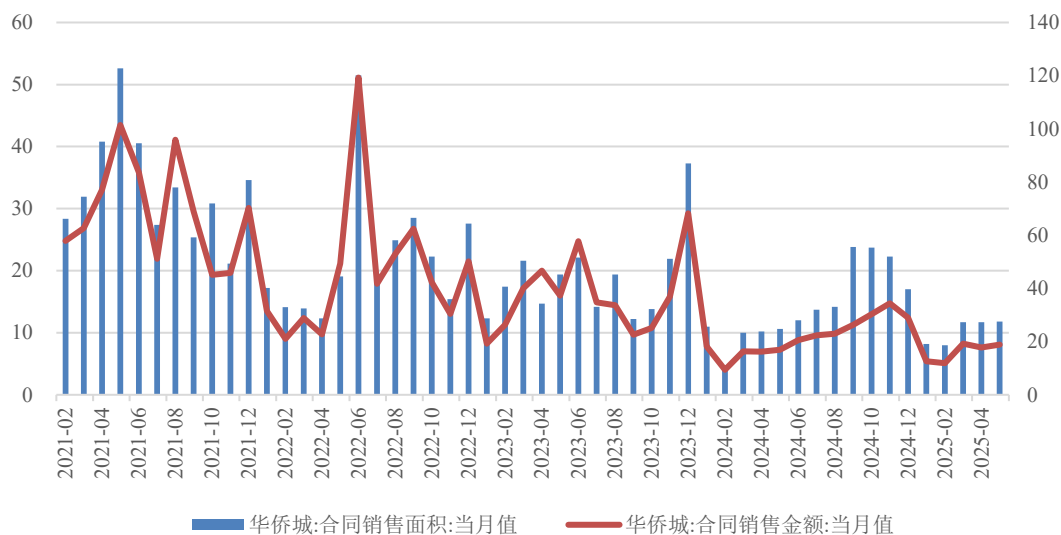
图 2019 年以来华侨城销售面积和销售金额变动（万平方米；亿元）

年份	销售面积	销售面积：同比	销售金额	销售金额：同比
2019	252.00	-	863.00	-
2020	465.06	84.55%	1051.54	21.85%
2021	398.80	-14.25%	824.70	-21.57%
2022	266.50	-33.17%	552.70	-32.98%
2023	227.30	-14.71%	449.30	-18.71%
2024	173.00	-23.89%	263.00	-41.46%
2025年1-5月	51.40	10.78%	80.30	4.02%

数据来源：公司年报、胜遇研究团队整理

从月度销售数据来看，销售端的回暖始于 2024 年 9 月末 10 月初政治局会议后房地产政策的陆续出台。但更值得关注的是，2025 年 1-2 月并未延续 2024 年四季度的回暖态势，3-5 月销售较去年同比表现较好。

图 2021 年以来华侨城月度合同销售面积及销售额变化（万平方米；亿元）

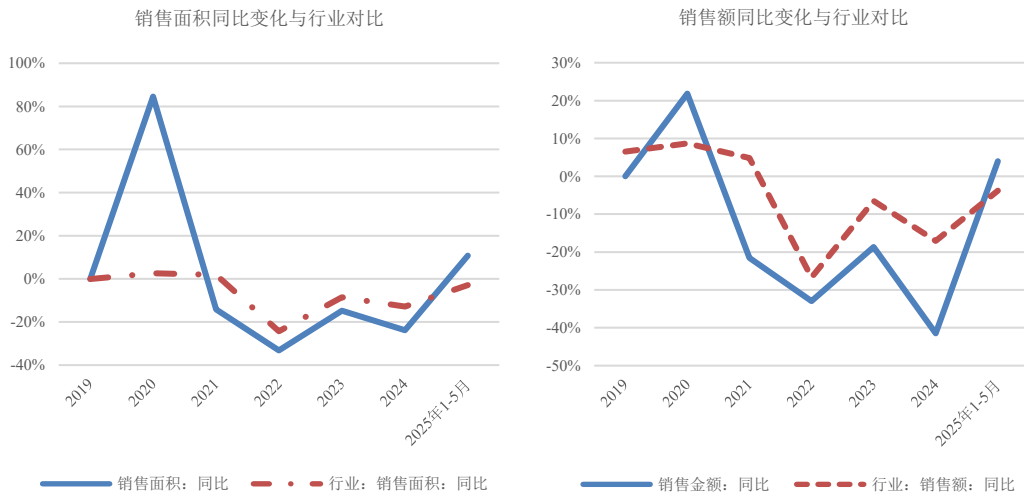


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

与行业对比来看，除 2020 年，华侨城均较行业降幅更大。2024 年全国商品房销售面积和销售额同比分别下滑 12.90%、17.10%，同期华侨城销售面积和销售额分别同比下滑 23.89%、41.46%，是行业降幅的二倍之多。2025 年 1-5 月，行业降幅收窄，华侨城回正。

但从上文 30 城新房销售面积占去年同期比例来看，去年 9 月末以来政府刺激下的房地产回暖行情已然结束，在尚未“续药”的背景下房地产行业将继续寻底。

图 销售面积、销售额与行业同比变化对比（%）

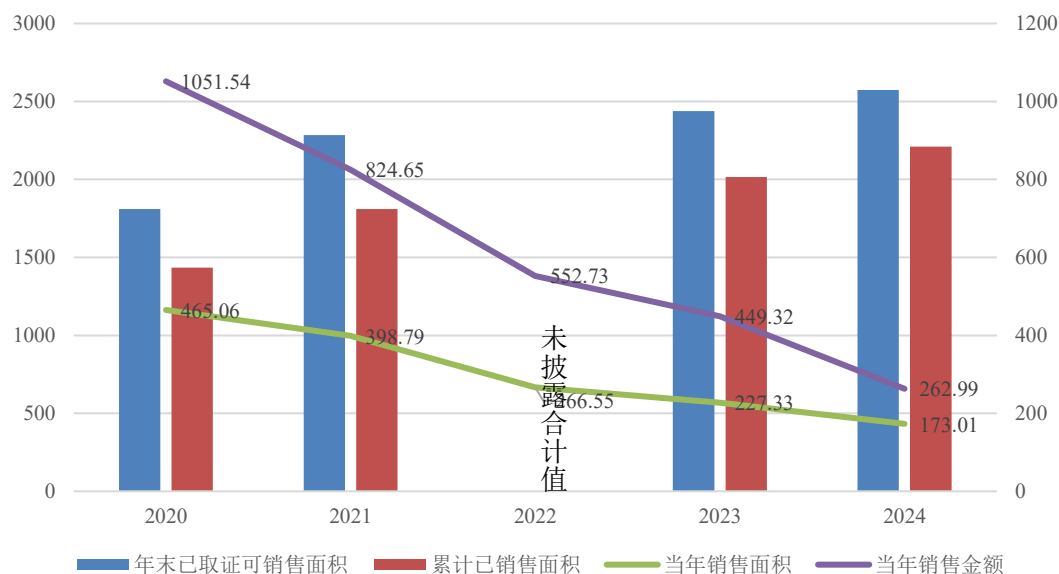


数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

从项目开发情况来看，截至 2024 年末，主要开发项目 10 个，包含文旅住宅、住宅、住宅+商业等，完工进度在 10%-80%不等，合计规划计容建筑面积 614.54 万平方米，累计竣工面积 316.68 万平方米，预计总投资金额 1135.38 亿元，累计投资总金额 817.90 亿元，尚需投资规模较大。

从主要项目销售情况来看，截至 2024 年末，已取证可售面积共计 2574.54 万平方米，累计销售面积 2209.71 万平方米，2024 年年度销售面积 173.01 万平方米，销售金额 262.99 亿元。销售端的去化压力仍存，而当年销售面积和销售金额均呈现断崖式下滑，该部分“预售”形成的未来 2-3 年的营收也将继续断崖式的下滑。

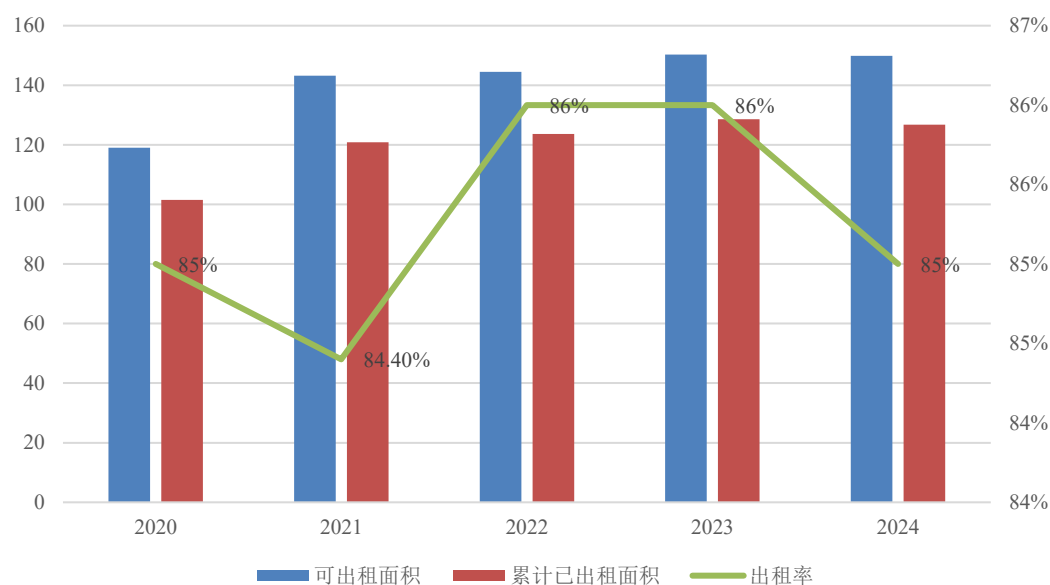
图 主要项目销售情况（万平方米；亿元）



数据来源：公司年报、胜遇研究团队整理

主要地产项目出租情况，截至 2024 年末，主要包括顺德欢乐海岸、深圳欢乐海岸、浦江华侨城等 55 个项目（主要位于深圳），可出租面积 149.91 万平方米，已出租面积 126.77 万平方米，出租率在 85%，有待提升。

图 主要项目出租情况（万平方米；%）



数据来源：公司年报、胜遇研究团队整理

与披露业绩的部分上市公司销售数据对比，以下 7 家样本中，仅华侨城和建业地产 2025 年 1-5 月同回正。其余民营地产龙湖、新城和金地降幅均较大，相比之下，保利销售额降幅略低。

图 部分上市房企销售面积、销售额对比（万平方米、亿元）

上市	2024 年	2025 年 1-5 月
----	--------	--------------

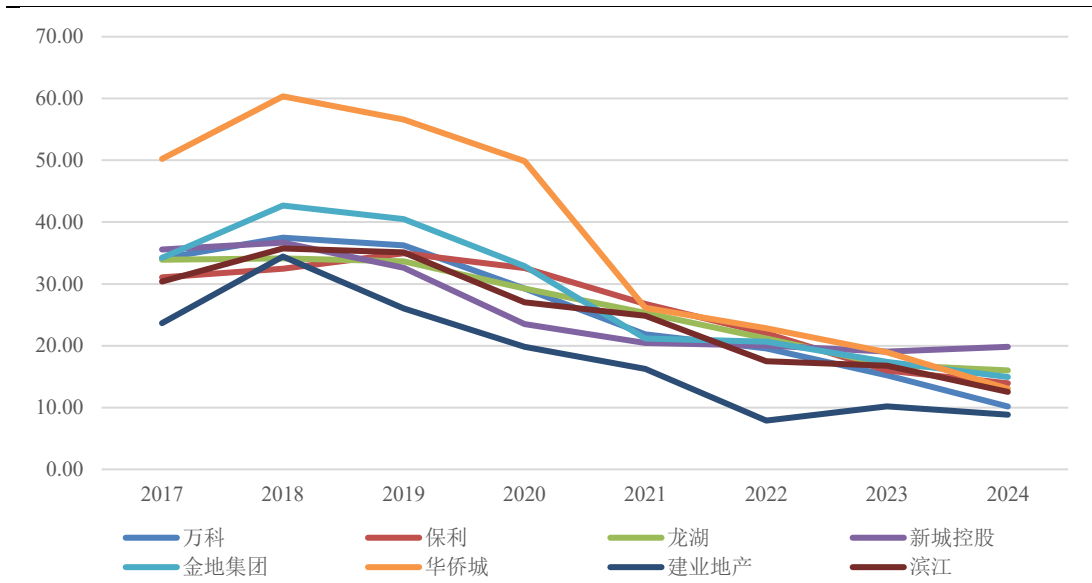
房企	销售面积	同比	销售额	同比	销售面积	同比	销售额	同比
万科	1810.70	-26.57%	2,460.20	-34.59%	-	-	-	-
保利	1796.61	-24.71%	3230.29	-23.50%	561.20	-24.96%	1161.61	-11.54%
龙湖	712.40	-34.01%	1011.20	-41.71%	209.50	-28.28%	285.50	-30.50%
新城控股	538.82	-44.38%	401.71	-47.13%	113.86	-58.40%	88.36	-55.27%
金地集团	471.40	-46.25%	685.10	-55.38%	99.20	-49.31%	140.50	-52.34%
华侨城	173.00	-23.89%	263.00	-41.46%	51.40	10.78%	80.30	4.02%
建业地产	149.47	-31.31%	101.10	-31.18%	54.78	2.01%	34.00	-3.26%
行业	97385.00	-12.9%	96750.00	-17.1%	28261.74	-3.00%	27034.61	-2.10%

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2020-2024 年华侨城房地产业务板块毛利率分别为 59.32%、21.36%、21.86%、18.87% 和 11.54%，持续下滑，盈利能力持续减弱。

从几家房企上市公司毛利率变化对比来看，2018 年为行业毛利率水平的最高峰，其后逐年下滑，以“华侨城”降幅最大，2024 年以上几家房企毛利率水平均跌落至 20% 以下，盈利空间降较最高峰下降一半以上，其中新城控股、龙湖、金地等降幅略小。

图 主要房企上市公司毛利率对比（%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2.2 旅游业务板块

2022-2024 年旅游业务板块收入分别为 272.20 亿元、313.88 亿元和 272.99 亿元，较 2021 年之前水平有所下滑。同期该板块毛利率分别为 24.47%、19.10%和 14.34%，也呈现下降趋势。

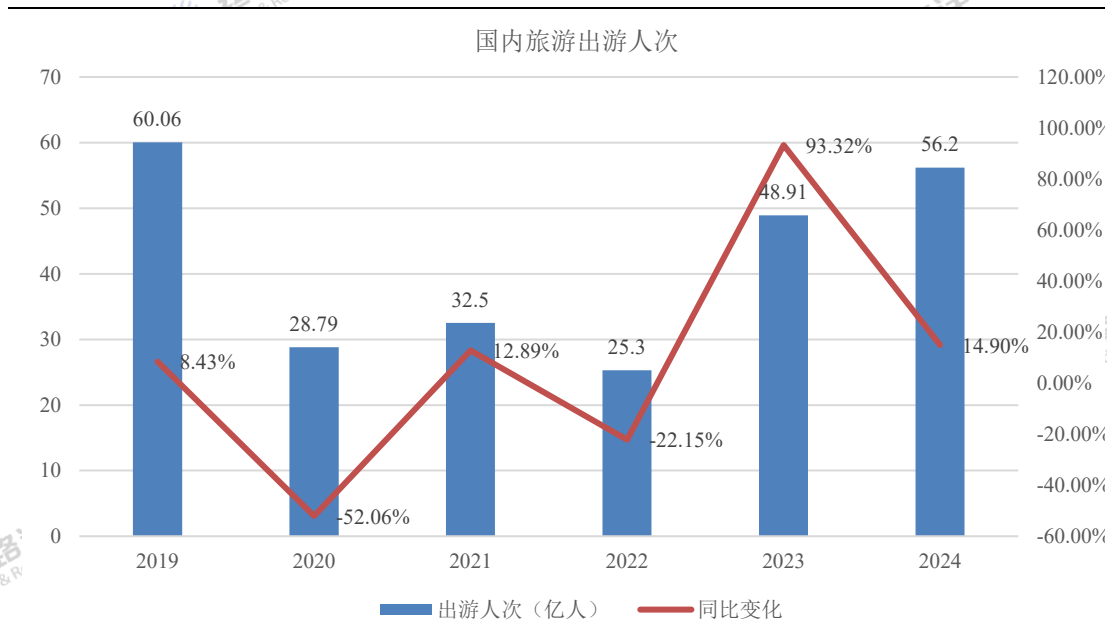
华侨城旅游业务板块主要产品形态包括：①主题公园（主题游乐类、水公园类、主题文化类、生态田园类、摩天轮类等）；②酒店；③文商旅综合体；④自然人文景区及其他；

⑤旅行服务等。

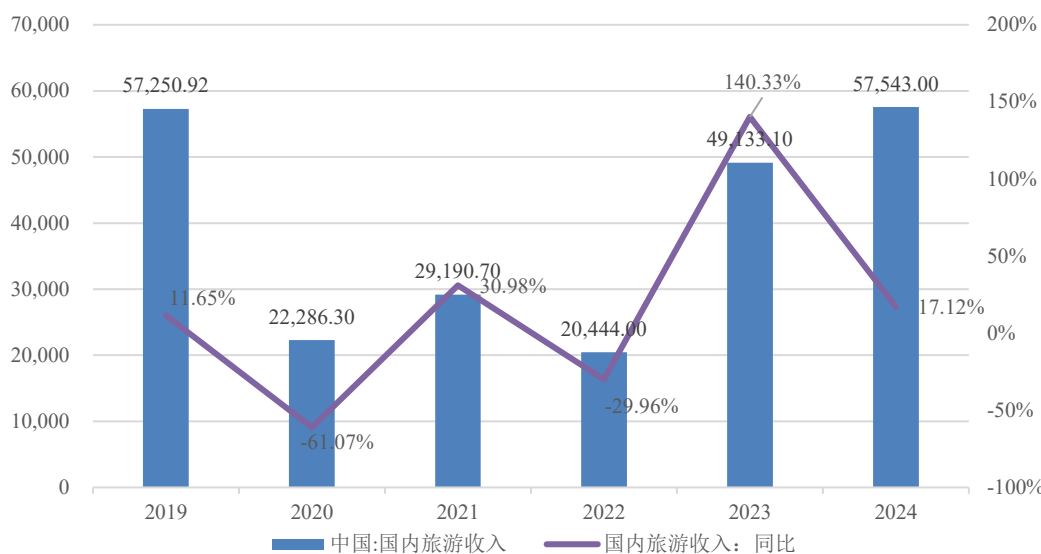
行业方面，据文旅部发布数据显示，2024 年，国内出游人次 56.2 亿，比上年同期增加 7.2 亿，同比增长 14.8%。其中，城镇居民国内出游人次 43.7 亿，同比增长 16.3%；农村居民国内出游人次 12.5 亿，同比增长 9.9%。另一方面，国内旅游收入持续增长。2024 年，国内游客出游总花费 5.8 万亿元，比上年增加 0.8 万亿元，同比增长 17.1%。其中，城镇居民出游花费 4.9 万亿元，同比增长 18.0%；农村居民出游花费 0.8 万亿元，同比增长 12.2%。同时，与疫情前相比（以 2019 年为例），国内旅游人次仍有待提升，旅游收入已恢复至疫情前水平。

2025 年以来，据文化和旅游部数据中心披露，清明节假期 3 天，全国国内出游 1.26 亿人次，同比增长 6.3%；国内出游总花费 575.49 亿元，同比增长 6.7%。五一假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8.0%。端午节假期 3 天，全国国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%；国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%。2025 年以来主要假期国内出游人均呈现增长。

图 国内旅游出游人次及旅游收入规模及同比变化（亿人；亿元）



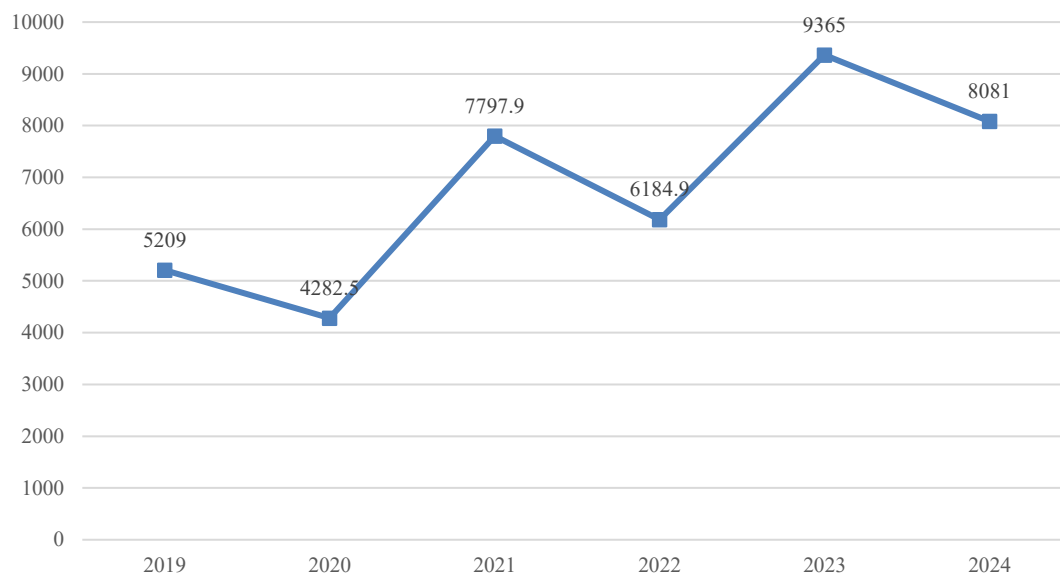
国内旅游收入



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

2024 年, 华侨城旗下文旅企业合计接待游客 8081 万人次, 同比下降 13.71%, 与行业恢复走势相反。截至 2024 年底, 华侨城在运营主题公园 24 个、酒店 23 个、旅行社 1 家、自然人文景区 2 家、文旅商综合体 6 个 (2019 年期末华侨城旗下 18 家景区、24 家酒店、1 家旅行社以及 2 个开放式旅游区)。

图 华侨城接待游客人次变化 (万人次)



数据来源: 公司年报、胜遇研究团队整理

截至 2024 年底, 公司在建的文旅项目合计 16 个, 全口径总投资规模约 257.20 亿元, 尚需投入的资金规模为 151.78 亿元, 尚需投资规模较大, 主要集中在襄阳奇幻文旅度假区项目、南昌象湖文旅综合项目、中山欢乐海岸、南京欢乐滨江、西安欢乐谷陆公园等项目以及在运营欢乐谷的更新改造, 后续运营情况存在一定不确定性。

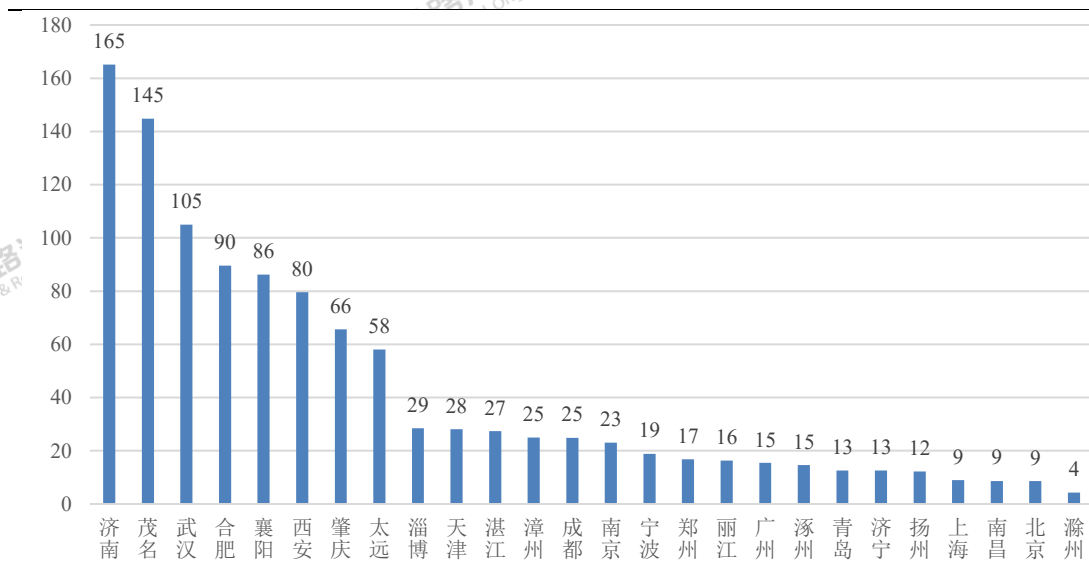
在行业持续恢复背景下，华侨城 2024 年旅游业务板块并未呈现出应有的恢复态势，接待游客人次下降，收入同比下降，毛利率也有呈现下滑，或与其项目选址，运营等存在较大关系。与此同时，居民出游方式与旅游重心的转变或也对华侨城的业绩造成一定影响。此外，华侨城在建项目尚需投资规模较大，从在建项目分布来看，未来项目运营和收益情况仍存在较大压力。

3、土储能级不高，未来新增项目去化或者经营情况有待关注

华侨城 2024 年全年无新增土地储备。2023 年新增了顺德欢乐海岸 PLUS 二期（文旅综合）、无锡市经开区华发东地块锡国土（经）2023-15 号（住宅）、佛山禅城区绿景东路地块（住宅）以及成都金牛国宾地块（住宅）4 块土地，合计土地面积 38.13 万平方米；2022 年新增了成都锦绣天府（文旅综合）、象湖西岸中小学项目（高级中学）（中小学用地）、象湖西岸公交首末站项目（公共交通场站用地）、东莞松山 2022WR012 地块项目（文旅综合）和深圳 G01019-0042 地块（二类居住用地）5 块用地，合计土地面积 37.42 万平方米。

目前土地储备分布如下，截至 2024 年末，剩余可开发建面积 1100.81 万平方米。从分布来看，剩余可开发面积在 100 万平方米以上的有济南、茂名和武汉；其次为合肥、襄阳、西安、肇庆和太原，剩余可开发面积在 50-100 万平方米之间。其余各城市剩余可开发面积较小。整体来看，华侨城土地储备主要集中在省会省市以及普通地级市，土储能级并不高，未来去化及者经营情况仍面临考验。

图 华侨城剩余可开发建筑面积区域分布（万平方米）

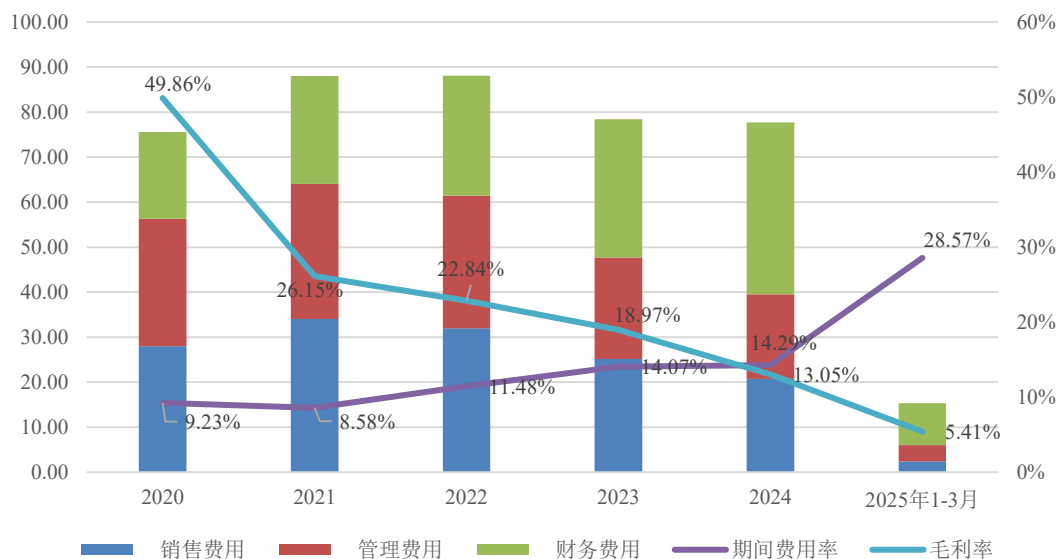


数据来源：公司年报、胜遇研究团队整理

4、期间费用中财务费用增加，导致期间费用率持续增加

期间费用方面，近年来销售费用和管理费用有所下降，但财务费用增加，导致期间费用率也持续增加，财务负担依然突出。毛利率与期间费用率的差值（经营利润率）来看，2020-2024 年和 2025 年 1-3 月分别为 40.63%、17.56%、11.36%、4.90%、-1.23%和-23.16%，经营利润率已然转负。

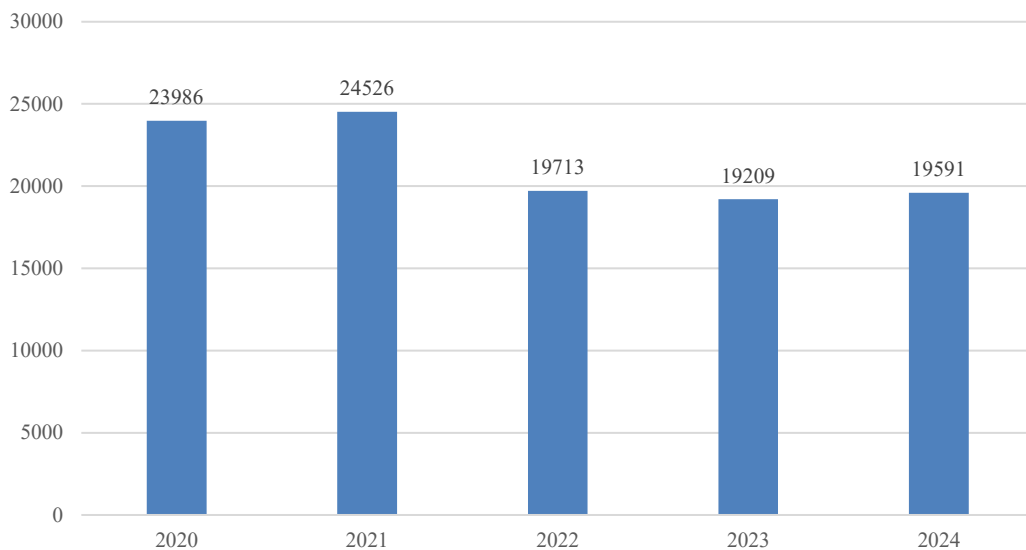
图 期间费用变化与期间费用率（亿元；%）



数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

管理费用减少主要系职工薪酬同比减少，2020-2024 年现金流量表中支付给职工以及为职工支付的现金分别为 35.45 亿元、45.99、43.73 亿元、36.00 亿元和 34.52 亿元，2021 年后呈现下降趋势。职工数量方面，2022 年减员明显，2024 年小幅提升。

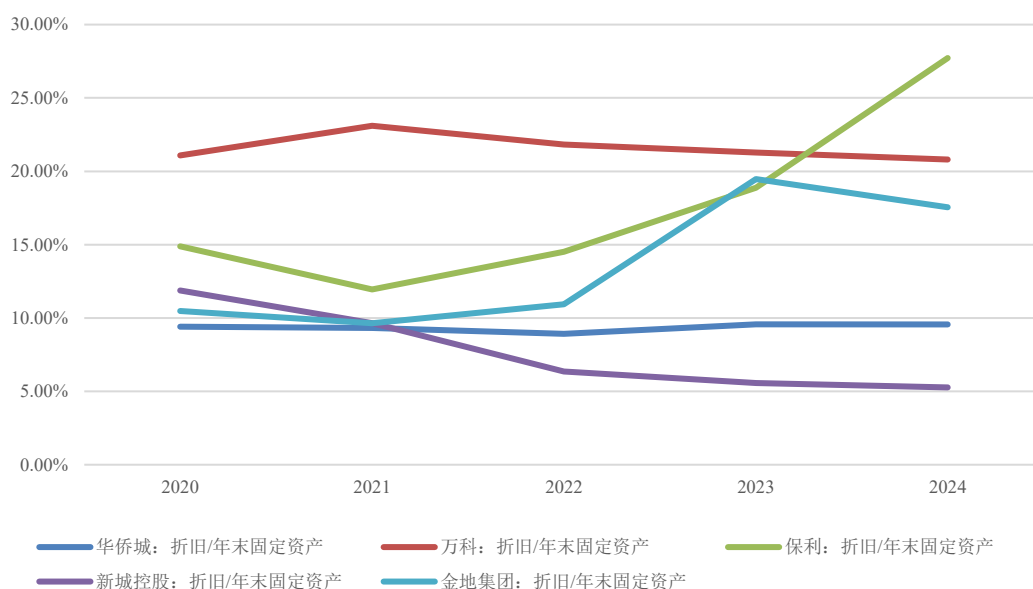
图 在职员工数量（人）



数据来源：公司年报、胜遇研究团队整理

此外，折旧计提方面，2020-2024 年华侨城计提的固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧分别为 17.49 亿元、20.29 亿元、21.11 亿元、21.38 亿元和 22.51 亿元，有增长趋势。从折旧计提比例对比来看，万科、保利固定资产折旧计提比例较高，华侨城计提比例不高。

图 主要上市公司折旧计提对比



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

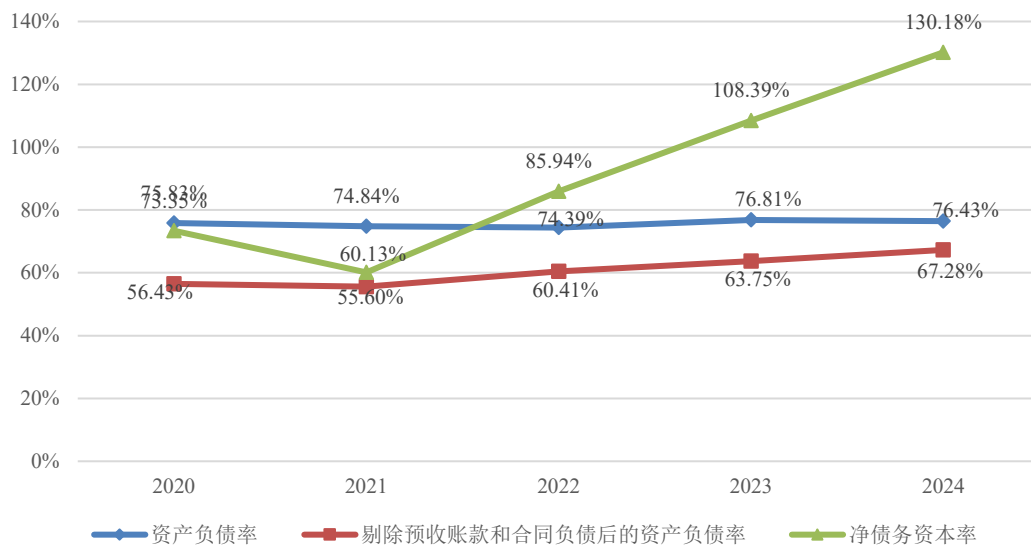
5、净资本杠杆率持续大幅增加，短期偿债指标恶化显著

华侨城负债端总负债规模由 2020 年末的 3462.13 亿元降至了 2025 年 3 月末的 2439.19 亿元，主要系合同负债、长期借款、其他应付款等减少；相反，一年内到期的非流动负债大幅增加。

截至 2025 年 3 月末，华侨城资产负债率为 76.57%，今年以来小幅提升但整体相对稳定，债务负担较重。剔除预收账款和合同负债后的资产负债率也呈现小幅上扬。值得关注的是华侨城净债务资本率¹持续大幅增加，2023 年以来一直处于 100% 以上的高位，且仍在增加（而 2024 年末万科、新城该指标水平分别为 80.60%、52.44%）。对比可知，华侨城的债务杠杆已经处于较高水平。

图 资产负债率、剔除预收账款和合同负债后的资产负债率与净债务资本率

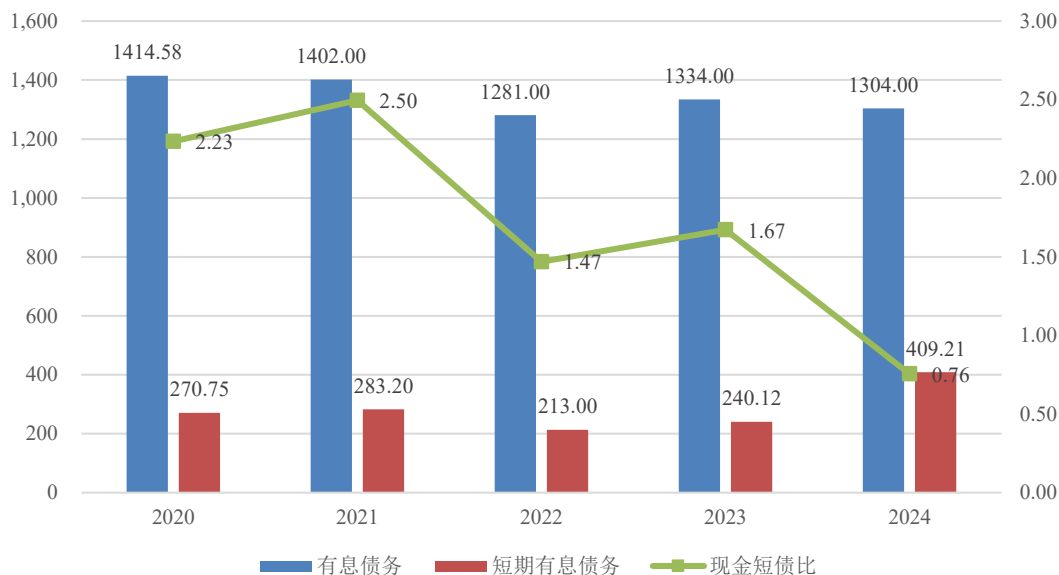
¹ 经调整的净债务/股东权益，其中经调整的净债务为总债务(包括短期借款、长期借款、应付债券，不含已计提的应付利息)，扣除货币资金。



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

有息债务方面,近年来有息债务规模小幅下降,但降幅不大。截至2024年末,公司有息负债总额1,304亿元,其中中长期借款占比69%,平均融资成本为3.62%,较年初下降29bp。从期限结构来看,2024年短期借款规模大幅增加至409.21亿元,占有息债务的比例为31.38%。期末现金短债比为0.74,现金已不足以覆盖短期债务,短期偿债指标恶化显著。

图 有息债务、短期有息债务以及现金短债比(亿元;倍)



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

从债务构成来看,2024年末银行贷款、债券、非银金融机构贷款、基金融资以及其他债务占比分别为80.19%、2.84%、6.31%、4.65%和6.01%。以银行贷款为主,债券融资占比较低,债务中仍有一定比例的非银金融机构贷款和基金类融资等,该部分融资成本仍处于较高水平。近3年银行贷款融资成本分别为2-6.98%、3.7%、3.39%,成本有所下降,

但也注意 1 年以内银行贷款融资规模逐年上升，分别为 145.70 亿元、157.43 亿元和 352.03 亿元，贷款短期化明显，相应融资成本虽有所下降，但华侨城对银行贷款短期的接续压力也加大。

图 华侨城融资结构明细

单位：万元

融资途径	期末融资余额	平均融资成本	期限结构			
			1 年之内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行贷款	10,455,707	3.39%	3,520,329	3,245,298	1,074,585	2,615,495
债券	370,000	3.89%	-	250,000	120,000	-
非银行类贷款	823,324	4.41%	570,640	84,818	70,512	97,354
基金融资	606,000	6.00%	-	466,000	140,000	-
其他	783,156	3.50%	1,144	735,000	-	47,012
合 计	13,038,187		4,092,113	4,781,116	1,405,097	2,759,861

数据来源：公司年报、胜遇研究团队整理

债券偿还压力方面，截至 2025 年 6 月 16 日，华侨城存续债仅 4 只，合计余额 37 亿元，一年内到期（含回售）金额 25 亿元，华侨城最新期末现金及现金等价物为 282.47 亿元，对比来看债券偿还压力不大。存续债主要集中在集团层面，华侨城集团存续债 24 只，合计余额 346 亿元，其中一年内到期金额（含回售）187 亿元，华侨城集团期末现金及现金等价物余额为 359.69 亿元。2025 年以来，华侨城集团发行了 2 只新债，规模 30 亿元，均为超短融，华侨城 2025 年以来未发行新债。从在手资金来看，华侨城集团以及华侨城短期债券均能够得到保障，但这里需要关注的是在手资金中房款预售资金的受限，预售资金严监管下，能够动用的真实资金规模尚不确定。

6、存货结构变化进一步凸显销售受阻，其他应收款不确定性风险加大

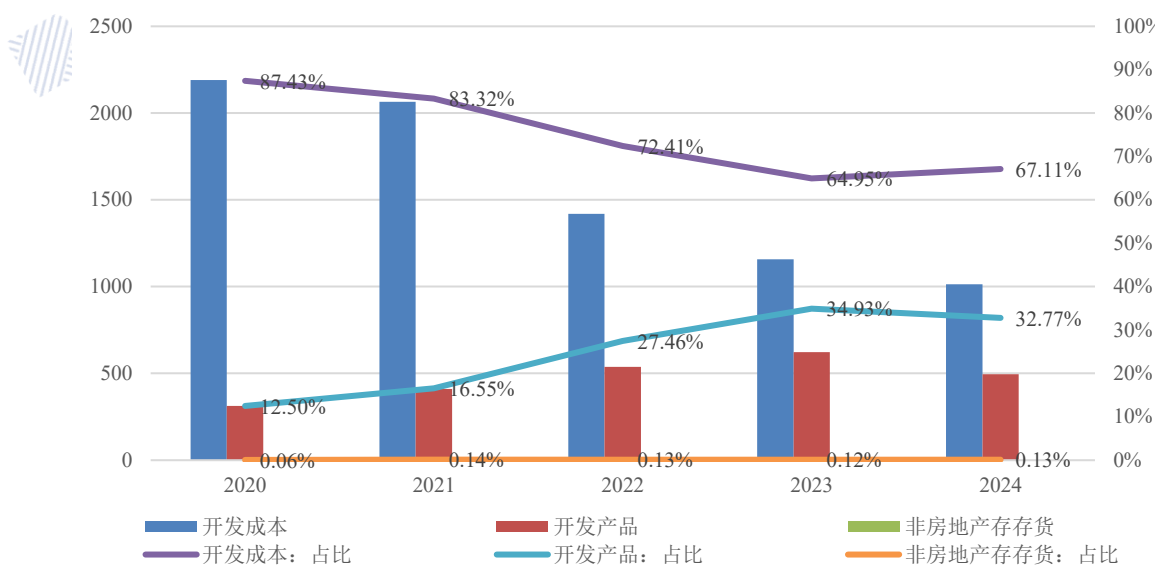
从资产变化来看，华侨城资产缩表明显，其总资产已经从 2020 年末的 4565.88 亿元逐年下降至 2025 年 3 月末的 3185.45 亿元，主要系流动资产的下降，其中存货由 2504.56 亿元降至 1490.24 亿元，货币资金从 604.98 亿元降至 292.36 亿元，其他流动资产从 154.91 亿元降至 68.59 亿元，预付款项由 69.37 亿元降至 9.43 亿元。非流动资产中投资性房地产由 130.58 亿元增至 187.44 亿元，长期股权投资由 186.40 亿元增至 200.14 亿元，固定资产由 185.77 亿元增至 228.19 亿元，此外无形资产、在建工程、长期待摊费用和其他非流动资产等均呈现小幅上涨。

存货分为房地产存货和非房地产存货两类。房地产存货主要包括在建开发产品（开发成本）、已完工开发产品（开发产品）等。非房地产存货包括原材料、库存商品、低值易耗品、在产品等。存货规模缩减也已为行业常态，与此同时，存货结构的变化也进一步凸显

了销售端的受阻，华侨城开发产品占比由 2020 年末的 12.50% 增至 32.77%，开发成本占比则降至 67.11%。

其他应收款规模虽由 2020 年末的 375.27 亿元降至 319.63 亿元，但在资产中的占比有所上升，主要是应收项目投资款（2024 年末应收项目投资款 267.35 亿元，占其他应收款的 80.41%），截至 2024 年末，账龄在一年以内的其他应收款占比为 31.17%，3 年以上占比 43.31%，整体账龄结构偏长，随着房地产企业经营的走弱，未来回收存在较大不确定性。此外同期末其他应收款前五大收款方合计占比 26.73%，集中度尚可。

图 存货规模及构成变化（亿元）



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

2024 年末投资性房地产较上年底增长 18.64%。其中未办妥产权证书的投资性房地产为 19.53 亿元，占投资性房地产的 10.42%。同期末，因贷款抵押和法院查封受限制的投资性房地产 63.99 亿元，占投资性房地产的 14.04%，受限比例一般，尚有一定的抵押空间。

长期股权投资主要是对合营企业和联营企业的投资，2024 年末较上年底增长 9.70%，主要系追加投资所致。截至 2024 年末，长期股权投资主要投向渤海证券股份有限公司（27.17 亿元，华侨城为其第三大股东）、深圳市招华国际会展发展有限公司（23.92 亿元，招商局蛇口工业区控股股份有限公司和华侨城分别持股 50%）、深圳市招华会展置地有限公司（14.50 亿元，招商局蛇口工业区控股股份有限公司和华侨城分别持股 50%）、苏州华湖置业有限公司（17.58 亿元，华侨城子公司持股的项目公司）以及重庆悦岚房地产开发有限公司（11.88 亿元，保利发展控股持股 70%）。整体来看，华侨城长期股权投资合作方多为国央企，此处风险较可控。

7、经营活动现金流连续 4 年下降，投资活动现金流入下降，取得借款金额也呈现下降

现金流方面，经营活动中，2024 年销售收现同比大幅下降 33.51%，已连续 4 年下降，流出方面购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 44.01%，支付其他与经营有关的现金（主要是销售费用及管理费用，以及支付的保证金）同比大幅下降 58.87%。2024 年经营活动现金流净额为 53.62 亿元，同比上升 56.67%。

2024 年投资活动现金流净额为-13.62 亿元，其中流入端主要为收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，同比去年均下降；同时支出端主要为支付其他与投资活动有关的现金、购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

筹资活动现金流已经持续 4 年为负，2020-2024 年分别为 26.93 亿元、-78.96 亿元、-193.36 亿元、-67.32 亿元和-133.51 亿元，其中借款收到的现金、收到其他与筹资活动有关的现金均呈现下降。

华侨城期末现金及现金等价物已经连续 3 年下降，由 2022 年末的 413.12 亿元缩至 2025 年 3 月末的 282.47 亿元。

8、华侨城集团与华侨城

截至 2025 年 3 月末，华侨城集团总资产 4848.09 亿元，资产负债率 79.28%。2024 年营业收入和净利润分别同比下降 10.42%和 12.25%。华侨城占集团层面总资产和净资产的 60%以上，并贡献了 60%以上的营业收入和净利润。

图 华侨城与华侨城集团主要指标对比（亿元）

关键指标	华侨城集团	华侨城	华侨城指标占比
总资产	4848.09	3185.45	65.71%
净资产	1004.30	746.26	74.31%
资产负债率	79.28%	76.57%	-
营业收入	720.92	544.07	75.47%
净利润	-160.52	-97.21	60.56%
收入构成	旅游综合收入 43.79% 房地产业务 39.61% 电子行业 14.45%	旅游综合收入 50.18% 房地产业务 49.47% 其他 0.36%	-

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

2024 年华侨城集团收入主要来源于旅游综合收入、房地产业务以及电子业务，占比分别为 43.79%、39.61%和 14.45%。2020-2024 年华侨城集团毛利率分别为 31.84%、19.83%、16.60%、15.36%和 12.01%，逐年下滑，其中旅游业务和房地产业务主体为华侨城。

华侨城集团电子科技业务主要由康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”，股票

代码：000016.SZ 和 200016.SZ）经营。2020—2024 年，受业务规模收缩与转型等因素影响，康佳集团营业总收入由 503.52 亿元降至 111.15 亿元，近三年利润总额持续亏损，分别为-20.68 亿元、-27.17 亿元和-38.15 亿元。康佳集团最重要的收入来源与利润来源为彩电业务，主要产品为液晶电视。近年来综合毛利率水平平均低于 5%。综上，华侨城集团电子业务近年来亏损持续增加，该业务表现也较差。

2025 年 4 月 9 日，康佳集团公告《关于控股股东筹划重大事项的提示性公告》，接到控股股东华侨城集团通知为推进央企之间专业化整合，优化资源配置，拟由其他央企集团对本公司实施专业化整合。4 月 30 日，发布进展公告称本次股份无偿划转后，将由磐石润创（深圳）信息管理有限公司及合贸有限公司将合计持有公司 722,383,542 股股份，持股比例为 29.999997%。康佳集团实际控制人将变更为中国华润有限公司，最终实际控制人仍为国务院国资委。2024 年/末康佳集团总资产、净资产、营业收入以及净利润分别为 304.13 亿元、22.35 亿元、111.15 亿元和-47.36 亿元，占华侨城集团的比重分别为 6.13%、2.09%、15.42%和 29.50%。

康佳集团划出后，华侨城占华侨城集团的比重（总资产、净资产、营业收入以及净利润占比将增至 70.01%、76.00%、89.23%和 85.90%）将进一步增加。

债务负担方面，华侨城集团层面资产负债率水平更高，截至 2024 年末，华侨城集团有息债务规模为 2719.42 亿元，主要由长期借款以及一年内到期的非流动负债构成，其中短期有息债务规模为 1,027.75 亿元，占比 37.79%，现金短债比为 0.40，短期内面临一定的偿债压力。

股东支持层面，华侨城集团由国务院国资委和全国社会保障基金分别持股 90%和 10%，股东背景强大。此外华侨城作为国内知名文旅企业，打造了多个国家级 5A 级旅游景区和国家级旅游度假区，2022-2024 年获得资金扶持 20.57 亿元、8.11 亿元和 8.48 亿元。

截至 2024 年 6 月末，华侨城集团获得授信额度 5584.65 亿元，其中尚未使用额度 3375.30 亿元；截至 2024 年末，华侨城共获得授信额度 2699.05 亿元，其中尚未使用额度 1378.13 亿元，备用流动性充足。

9、总结

华侨城作为央企房地产企业，两大主营业务房地产业务和旅游开发业务均面临较大压力，房地产业务方面，毛利率水平下降、存货跌价损失叠加投资收益亏损导致净利润持续

大额亏损；2024 年旅游开发业务接待旅客人次及收入均有所下降。此外从以上两业务在建项目分布以及土储能级来看，未来收益情况仍存在较大不确定性。

财务方面，期间费用率持续增加；其他应收款回收周期较长；净资本杠杆率持续大幅增加，短期偿债指标恶化显著，债务中仍有一定规模的非银金融机构贷款和基金类融资融资成本较高，且银行贷款呈现短期化趋势。但从债券偿还压力来看，华侨城和华侨城集团股东背景强大，备用流动性相对充足，投资性房地产仍留有一定的举债空间，借新还旧也可提供缓冲，短期债券兑付仍有保障；至于中长期，行业的回暖至关重要。

整体来看，华侨城集团在将康佳集团划出后将更加聚焦两大主营业务，业绩承压持续。债务方面，短期债务压力不大，中长期仍需对经营变化进行持续跟踪。

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接联系不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。