

绿城中国 (03900.HK)

业绩承压，销售拿地优于行业平均

优于大市

核心观点

归母净利润-49%。2024年公司实现营业收入1585亿元，同比增长20.7%；归母净利润16亿元，同比下降49%。公司归母净利润下降的主要原因是计提资产减值及公允价值减少共49亿元。

销售拿地优于行业平均。2024年公司实现总销售面积1409万平方米，同比下降9%；实现总销售金额2768亿元，同比下降8%，显著优于行业平均水平，位居行业前三。其中自投销售1718亿元，归属公司权益金额为1206亿元。公司聚焦高能级城市，一、二线销售额占比高达79%，首开去化率为82%，回款率达104%，继续维持高位。分区域看，公司长三角、环渤海区域分别占销售总额的70%、13%。

2024年公司新增项目42个，新增建面418万平方米，对应新增货值1088亿元，同比下降24%，但仍优于行业平均水平。公司新增土储中，北上杭占比51%，一二线城市占比92%，布局得到优化。截至2024年末，公司土储总货值4496亿元，总建筑面积2747万平方米，其中可售权益建筑面积1180万平方米。公司土储聚焦，一二线城市占比76%，十大战略核心城市占比53%。2025年，公司总可售货值共2002亿元，其中一二线占比83%。

现金流稳健，债务结构优化。截至2024年末，公司货币资金730亿元，除去预售监管及受限资金仍有448亿元，现金短债比为2.3倍，现金流保持稳健。公司债务结构合理，一年内到期债务317亿元，占比23%。债务结构优化，银行借款占比进一步提升到76%，期末融资成本3.7%，创下新低。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：我们维持25、26年的收入预测为1421/1464亿元，并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司25、26年归母净利润分别为17/18亿元（原值33/33亿元），EPS分别为0.66/0.71元，对应当前股价PE分别为13.8/12.9倍，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)	131383	158546	142121	146384	149019
(+/-%)	3.3%	20.7%	-10.4%	3.0%	1.8%
净利润(百万元)	3118	1596	1685	1812	1879
(+/-%)	13.1%	-48.8%	5.5%	7.5%	3.7%
每股收益(元)	1.23	0.63	0.66	0.71	0.74
EBIT Margin	7.0%	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	4.4%	4.6%	4.7%	4.8%
市盈率 (PE)	7.5	14.6	13.8	12.9	12.4
EV/EBITDA	53.1	33.5	30.9	30.6	30.4
市净率 (PB)	0.65	0.64	0.62	0.60	0.58

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·房地产开发

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

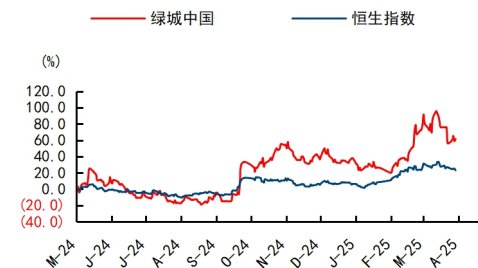
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.08 港元
总市值/流通市值	28080/28080 百万港元
52周最高价/最低价	13.78/4.62 港元
近3个月日均成交额	181.88 百万港元

市场走势



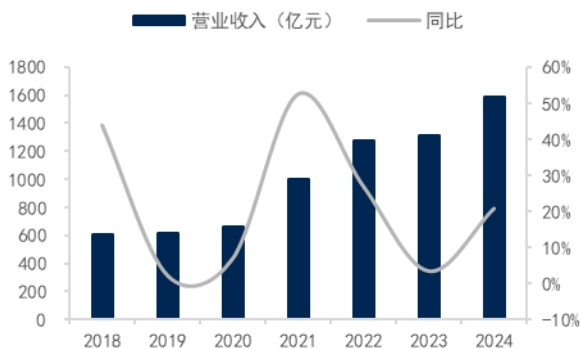
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《绿城中国 (03900.HK) - 核心净利增长，销售权益提升》——2024-08-28
- 《绿城中国 (03900.HK) - 业绩稳健，持续聚焦》——2024-03-25
- 《绿城中国 (03900.HK) - 持续巩固一二线核心地位，权益占比提升》——2023-08-28

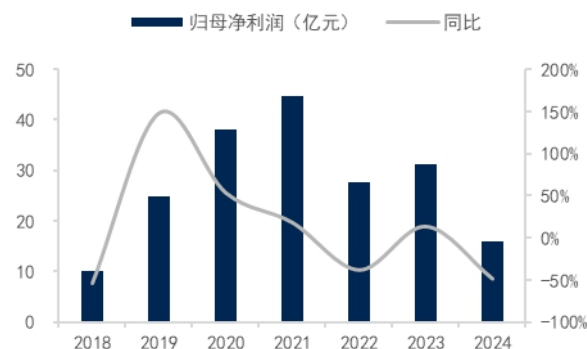
归母净利润-49%。2024 年公司实现营业收入 1585 亿元，同比增长 20.7%；归母净利润 16 亿元，同比下降 49%。公司归母净利润下降的主要原因是计提资产减值及公允价值减少共 49 亿元。

图1: 公司营业收入



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

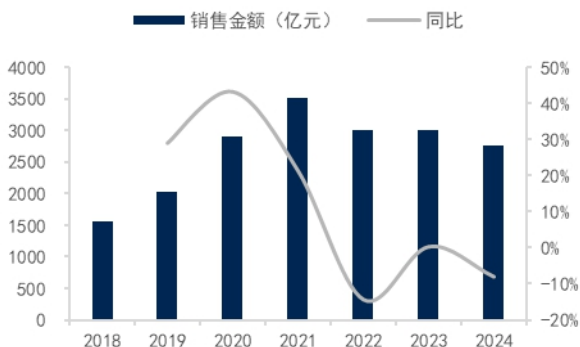


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售拿地优于行业平均。2024 年公司实现总销售面积 1409 万平方米，同比下降 9%；实现总销售金额 2768 亿元，同比下降 8%，显著优于行业平均水平，位居行业前三。其中自投销售 1718 亿元，归属公司权益金额为 1206 亿元。公司聚焦高能级城市，一、二线销售额占比高达 79%，首开去化率为 82%，回款率达 104%，继续维持高位。分区域看，公司长三角、环渤海区域分别占销售总额的 70%、13%。

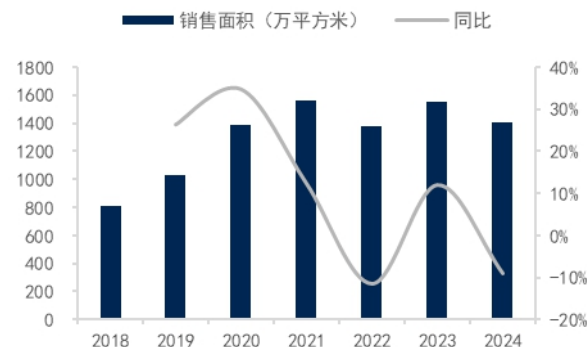
2024 年公司新增项目 42 个，新增建面 418 万平方米，对应新增货值 1088 亿元，同比下降 24%，但仍优于行业平均水平。公司新增土储中，北上杭占比 51%，一二线城市占比 92%，布局得到优化。截至 2024 年末，公司土储总货值 4496 亿元，总建筑面积 2747 万平方米，其中可售权益建筑面积 1180 万平方米。公司土储聚焦，一二线城市占比 76%，十大战略核心城市占比 53%。2025 年，公司总可售货值共 2002 亿元，其中一二线占比 83%。

图3: 公司销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 公司销售面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现金流稳健，债务结构优化。截至 2024 年末，公司货币资金 730 亿元，除去预售监管

及受限资金仍有 448 亿元，现金短债比为 2.3 倍，现金流保持稳健。公司债务结构合理，一年内到期债务 317 亿元，占比 23%。债务结构优化，银行借款占比进一步提升到 76%，期末融资成本 3.7%，创下新低。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：我们维持 25、26 年的收入预测为 1421/1464 亿元，并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司 25、26 年归母净利润分别为 17/18 亿元（原值 33/33 亿元），EPS 分别为 0.66/0.71 元，对应当前股价 PE 分别为 13.8/12.9 倍，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	69758	68862	93591	99725	107159	营业收入	131383	158546	142121	146384	149019
应收款项	82666	107483	96348	99238	101025	营业成本	114310	138321	123645	127354	129647
存货净额	286513	252016	220620	227358	231526	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9468	9330	6395	6587	6706	销售费用	2728	2784	2842	2928	2980
流动资产合计	463725	437691	416954	432909	446416	管理费用	5139	5160	5685	5855	5961
固定资产	10823	10933	8741	6537	4329	财务费用	2916	3698	1809	1532	1409
无形资产及其他	1761	2546	2183	1819	1455	投资收益	0	0	(800)	(824)	(839)
投资性房地产	6472	8891	8891	8891	8891	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	40324	36428	32531	28634	24737	其他收入	2953	(1533)	0	0	0
资产总计	523106	496488	469299	478789	485827	营业利润	9243	7050	7339	7891	8183
短期借款及交易性金融负债	42205	31663	31663	31663	31663	营业外净收支	482	23	0	0	0
应付款项	73445	70213	61466	63343	64504	利润总额	9725	7074	7339	7891	8183
其他流动负债	187598	183629	162849	167835	170934	所得税费用	3047	2928	3009	3235	3355
流动负债合计	303248	285505	255978	262841	267102	少数股东损益	3560	2550	2645	2844	2950
长期借款及应付债券	113595	105524	105524	105524	105524	归属于母公司净利润	3118	1596	1685	1812	1879
其他长期负债	4759	3272	1785	299	(1188)	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	118354	108796	107309	105822	104336	净利润	3118	1596	1685	1812	1879
负债合计	421602	394301	363287	368664	371438	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	77805	77157	79802	82646	85596	折旧摊销	(821)	0	2556	2567	2572
股东权益	36130	36328	37507	38775	40090	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	535537	507785	480596	490085	497123	财务费用	2916	2579	1809	1532	1409
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(14590)	(1288)	14452	(4443)	(3299)
每股收益	1.23	0.63	0.66	0.71	0.74	其它	3560	2550	2645	2844	2950
每股红利	0.00	0.00	0.20	0.21	0.22	经营活动现金流	(8733)	2858	21338	2780	4101
每股净资产	14.26	14.33	14.80	15.30	15.82	资本开支	(388)	(110)	0	0	0
ROIC	5%	5%	5%	5%	5%	其它投资现金流	7681	15320	0	0	0
ROE	9%	4%	5%	5%	5%	投资活动现金流	10508	19107	3897	3897	3897
毛利率	13%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	7%	7%	7%	负债净变化	380	(8071)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	9%	9%	9%	支付股利、利息	0	0	(505)	(543)	(564)
收入增长	3%	21%	-10%	3%	2%	其它融资现金流	912	(6719)	0	0	0
净利润增长率	13%	-49%	6%	8%	4%	融资活动现金流	1672	(22862)	(505)	(543)	(564)
资产负债率	93%	93%	92%	92%	92%	现金净变动	3446	(897)	24730	6134	7434
息率	0.0%	0.0%	2.2%	2.3%	2.4%	货币资金的期初余额	66312	69758	68862	93591	99725
P/E	7.5	14.6	13.8	12.9	12.4	货币资金的期末余额	69758	68862	93591	99725	107159
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	(9478)	5906	22878	4170	5427
EV/EBITDA	53.1	33.5	30.9	30.6	30.4	权益自由现金流	(10189)	(10396)	21810	3267	4596

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 ±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 ±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