

金茂好房做答美好生活，焕新战略 引领再启新篇

核心观点

当前房地产市场迈入品质升级阶段，居民改善性住房需求占比提升。公司长期以来主打的绿色科技住宅为金茂构筑品牌护城河，去年全新推出的“金玉满堂”产品线上市后广受市场认可，未来有望在“好房子”时代进一步提升改善性住房市场份额。今年以来公司在销售和拿地两端表现亮眼，投资强度和销售增速均在Top10房企中排第一，且上半年销售规模首次进入行业前十。得益于去年以来新增项目聚焦高能级城市，公司土储结构进一步改善，90%可售货值位于一二线城市。

摘要

“好房子”引领新发展模式，科技住宅构筑品牌护城河。当前房地产市场迈入品质升级阶段，居民改善性住房需求占比提升。公司长期以来以“绿色科技”为核心基因，围绕温度、光照、湿度等七个维度打造了十二大科技系统，引领行业科技住宅标杆。公司去年全面焕新产品战略，推出“金玉满堂”产品线，为不同客群提供高品质住宅，已上市项目广受市场认可，去化率领先同地段周边产品。

业绩扭亏为盈，盈利能力改善。得益于计提减值下降、毛利率提升、费用率下降以及合营联营企业收益转正，2024年公司实现归母净利润10.7亿元，上年同期公司亏损69亿元，业绩实现扭亏为盈。同时公司计提减值充分，后续进一步减值的压力有所缓解；2021年至2024年公司合计计提资产减值111亿元，占2024年末存货6.3%，同期Top10房企计提平均比例为2.9%。

销售排名稳中有进，投资强度行业领先。今年以来公司在销售和拿地两端表现亮眼，投资强度和销售增速均在Top10房企中排第一。上半年全口径销售额同比增长20%，同期百强房企销售额合计同比下滑11%，同比增速在Top10房企中位列首位，上半年销售规模首次挤进前十。投资端，公司上半年合计新增拿地金额达392亿元，投资强度达到73%，在Top10房企中位列第一。得益于去年以来公司拿地聚焦高能级城市，当前可售货值中90%位于一二线城市，土储结构进一步改善。

给予买入评级，目标价2.20港元。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为12.04/13.60/18.11亿元，同比增速分别为13.0%/13.0%/33.1%，对应EPS为0.09/0.10/0.13元。可比公司2025年PB一致预期为0.69倍，我们给予公司0.69xPB，对应目标价为2.20港元。

中国金茂(0817.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2025年07月13日

当前股价：1.33 港元

目标价格6个月：2.20 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
20.91/21.01	10.83/-5.89	114.52/76.35
12 月最高/最低价(港元)		1.65/0.59
总股本(万股)		1,350,597.12
流通H股(万股)		1,350,597.12
总市值(亿港元)		179.63
流通市值(亿港元)		179.63
近3月日均成交量(万)		4414.76
主要股东		
中化香港(集团)有限公司		38.38%

股价表现



重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	72,404	59,053	58,727	59,168	62,851
YoY(%)	-12.76	-18.44	-0.55	0.75	6.22
净利润（百万元）	-6,897	1,065	1,204	1,360	1,811
YoY(%)	-447.60	115.44	13.04	13.00	33.14
毛利率(%)	12.46	14.56	16.15	16.36	17.30
净利率(%)	-6.71	3.72	4.10	4.60	5.76
ROE(%)	-17.55	2.77	3.08	3.41	4.43
EPS(摊薄/元)	-0.51	0.08	0.09	0.10	0.13
P/E(倍)	-2.37	15.36	13.59	12.03	9.03
P/B(倍)	0.42	0.43	0.42	0.41	0.40

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

一、轻舟已过万重山，央企开发商重新起航.....	1
1.1 业绩扭亏为盈，盈利能力筑底回升.....	1
1.2 计提减值充分，精简公司架构降本增效.....	2
1.3 融资渠道畅通多元，融资成本持续下降.....	3
1.4 开发销售与经营服务并进，“一核三聚焦”战略持续推进.....	3
二、打造新时代品质住宅，构筑金茂品牌护城河.....	8
2.1 “好房子”建设引领房地产新发展模式.....	8
2.2 焕新产品战略，推出“金玉满堂”产品线.....	9
2.3 住宅科技属性构筑品牌护城河.....	12
三、销售排名稳中有进，投资强度行业领先.....	13
3.1 销售规模稳居行业前列.....	13
3.2 投资坚持双聚焦战略，积极补仓核心城市.....	14
3.3 土储结构逐步改善.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润分别为 11.89/13.46/17.67 亿元.....	16
4.2 投资建议：给予买入评级，目标价 2.20 港元.....	18
风险分析.....	19
报表预测.....	20

表目录

表 1:公司已开业商务租赁及零售运营项目明细.....	5
表 2:公司已开业酒店项目明细.....	6
表 3:建设“好房子”相关表述.....	8
表 4:金茂府三代产品简介.....	10
表 5:金茂住宅十二大科技系统.....	12
表 6:分部收入预测.....	17
表 7:可比公司估值表（截至 2025/7/11）.....	18

图目录

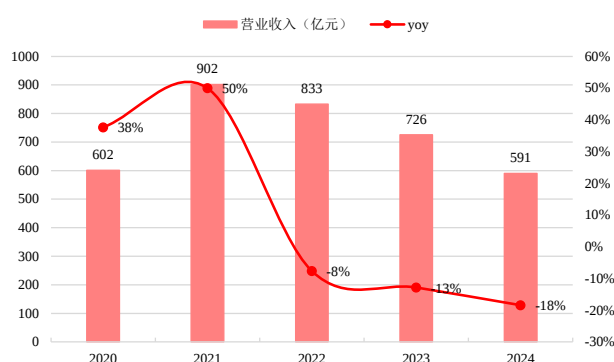
图 1:2024 年收入同比下降 18%.....	1
图 2:2024 年实现归母净利润 10.7 亿元.....	1
图 3:2024 年公司毛利率较上年提升 2.1 个百分点.....	1
图 4:各项费用均有所下降.....	1
图 5:2024 年计提资产减值减少 30 亿元.....	2
图 6:公司计提资产减值占存货比例较高.....	2
图 7:公司组织架构调整为“总部-地区”二级架构.....	2
图 8:公司管理费用率有望继续下降.....	2
图 9:2024 年底公司有息负债结构.....	3
图 10:公司平均融资成本下降.....	3
图 11:公司“一核三聚焦”业务布局.....	4
图 12:2024 年各业务贡献收入占比.....	4
图 13:2024 年各业务贡献毛利占比.....	4
图 14:公司主要写字楼出租率领先行业整体水平.....	5
图 15: 商务租赁与零售运营收入变化.....	5
图 16:公司酒店经营收入及毛利率变化.....	6
图 17:2024 年金茂服务收入同比增长 9.7%.....	7
图 18:2024 年金茂服务归母净利润同比增长 10.4%.....	7
图 19:中国金茂“金玉满堂”四大产品线.....	9
图 20:成都璞逸锦江实拍图.....	11
图 21:西安璞逸曲江项目图.....	11
图 22: 天津金茂泮湖满庭项目图.....	11
图 23:上海金茂棠前项目图.....	11
图 24:上半年公司销售额同比增长 20%.....	13
图 25:上半年销售排名位列全国第九.....	13
图 26:上半年 Top10 房企中公司销售增速位列首位.....	13
图 27:公司上半年拿地金额为 392 亿元.....	14
图 28: 上半年公司拿地金额位列全国第四.....	14
图 29: 上半年公司投资强度领先行业整体.....	14
图 30:公司新增土储向核心城市聚焦.....	15
图 31:2024 年底公司 87%可售货值位于一二线城市.....	15
图 32: 2025 年 6 月底, 公司货值 90%位于一二线.....	15

一、轻舟已过万重山，央企开发商重新起航

1.1 业绩扭亏为盈，盈利能力筑底回升

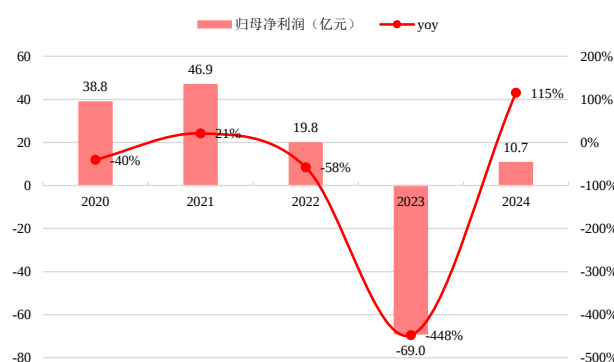
业绩扭亏为盈。由于结算规模收缩，公司收入有所下降，2024 年公司实现营业收入 591 亿元，同比降低 18%；但得益于计提减值下降、毛利率提升、费用率下降以及合营联营企业收益转正，2024 年公司实现归母净利润 10.7 亿元，上年同期公司亏损 69 亿元，业绩实现扭亏为盈。

图 1:2024 年收入同比下降 18%



数据来源：公司公告，中信建投证券

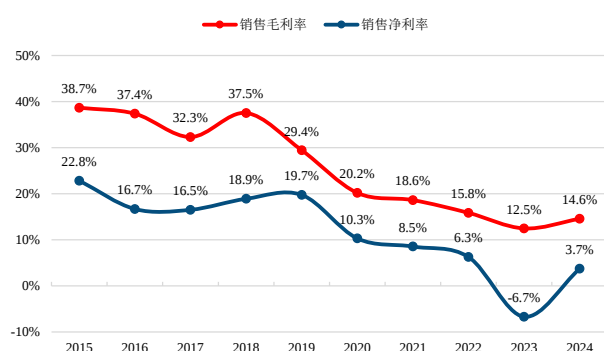
图 2:2024 年实现归母净利润 10.7 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

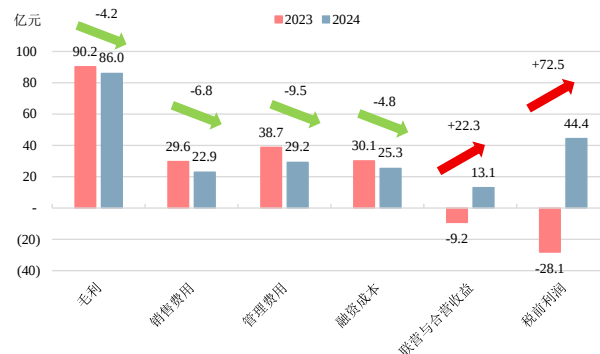
毛利率逆势提升，各项费用均有所下降。公司盈利能力率先筑底，2024 年 A 股和港股上市开发类房企整体毛利率为 13.2%，较上年下降 2.2 个百分点，而公司 2024 年整体毛利率为 14.6%，较上年上升 2.1 个百分点，毛利率逆势提升。各项费用均有所下降，2024 年公司销售费用/管理费用/财务费用较上年分别下降 6.8/9.5/4.8 亿元，三项费用率合计 13.1%，较 2023 年下降 0.5 个百分点。除并表公司外，2024 年公司联营合营企业也实现扭亏为盈，全年贡献收益 13.1 亿元，较 2023 年提升 22.3 亿元。

图 3:2024 年公司毛利率较上年提升 2.1 个百分点



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:各项费用均有所下降

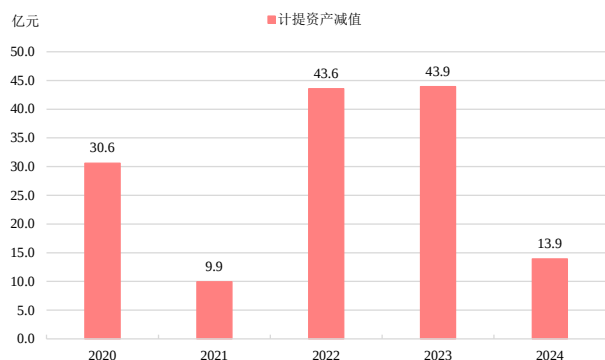


数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 计提减值充分，精简公司架构降本增效

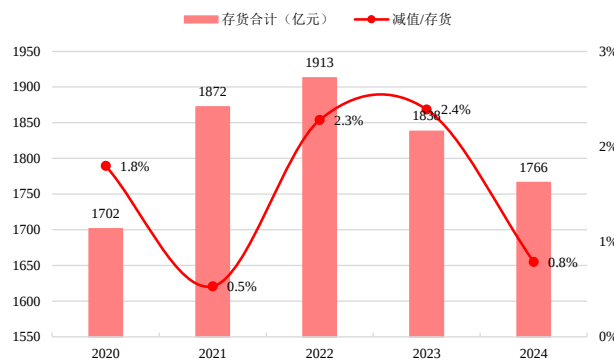
相较于其余头部房企公司计提减值更为充分。2022-2023 年公司计提资产减值较为充分，两年合计计提 87.5 亿元资产减值，2024 年计提 13.9 亿元资产减值，较上年降低 30 亿元。2021 年至 2024 年，公司合计计提资产减值 111 亿元，占 2024 年末存货 6.3%，同期头部房企（2024 年全口径销售额前十房企）计提资产减值占 2024 年末存货的平均比例为 2.9%，最高计提比例为 5.2%，公司计提资产减值比例高于其余头部房企，计提资产减值更为充分。

图 5:2024 年计提资产减值减少 30 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

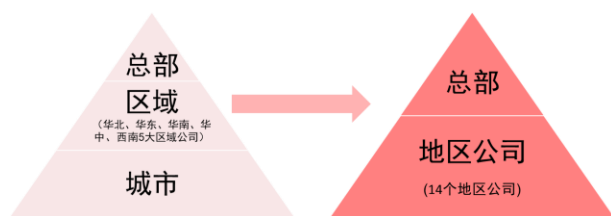
图 6:公司计提资产减值占存货比例较高



数据来源：公司公告，中信建投证券

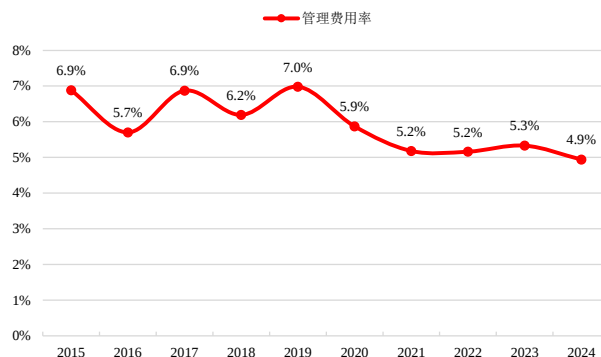
精简公司架构，持续降本增效。随着公司战略持续聚焦高能级城市，公司不断优化组织架构，今年公司将“总部-区域-城市”三级管控架构，调整为“总部-地区”二级管控架构，取消华北、华东、华南、华中、西南 5 个区域公司，对现有城市公司撤并重组调整为 14 个地区公司。通过调整组织架构，公司有望继续在管理上提质增效，降低成本，并且在重点城市做大做强。2024 年公司管理费用率下降 0.4 个百分点至 4.9%，随着公司继续优化组织架构，未来费用率水平有望继续下降。

图 7:公司组织架构调整为“总部-地区”二级架构



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 8:公司管理费用率有望继续下降



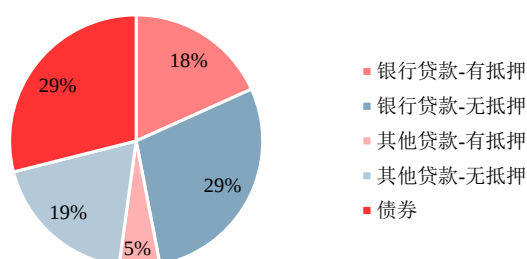
数据来源：公司公告，中信建投证券

1.3 融资渠道畅通多元，融资成本持续下降

公司融资渠道多元，融资成本下降。除了银行开发贷款外，公司2024年以来发行多笔低利率债券，1)CMBS：公司充分利用优质核心资产，2023年公司持有的上海金茂大厦获批100亿元CMBS额度，2023年完成两期发行合计65亿元，利率分别为4.68%和3.60%，2024年2月完成发行35亿元金茂大厦CMBS，利率3.2%，融资成本较前两期明显降低。2)公司债：今年2月公司发行17亿元公司债，利率为2.79%；3)2024年发行的两笔中期票据合计金额50亿元，发行利率均为2.80%，创历史新低。除债券外，公司2024年打通持有资产的“投融建管退”渠道，以长沙览秀城为底层资产完成消费基础设施公募REITs上市，募集资金合计10.68亿元。

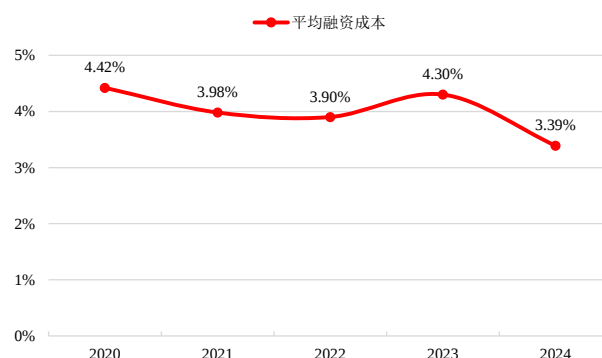
截至2024年底，公司有息负债合计1228亿元，较上年底下降3.6%；有息负债中银行贷款占比47%，债券融资占比29%。2024年全年新增综合融资成本为3.39%，其中境内综合融资成本降至2.87%，较上年下降91BP，融资优势明显。

图 9:2024 年底公司有息负债结构



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 10:公司平均融资成本下降



数据来源：公司公告，公司公众号，中信建投证券

1.4 开发销售与经营服务并进，“一核三聚焦”战略持续推进

坚持城市运营商定位，推进“一核三聚焦”战略。公司始终坚持城市运营商定位，推进“一核三聚焦”业务战略升级，以高品质开发为核心，聚焦精品持有、高端服务和建筑科技创新。高品质开发包括城市运营和房地产开发销售，城市运营强调通过整体规划、资源整合和长期赋能，打造产城融合的现代化新城；房地产开发销售以“金茂”品牌为核心，专注改善类产品开发，主打“金茂府”等科技住宅产品线；精品持有业务重点聚焦商业地产与高端酒店，涵盖豪华酒店、地标性写字楼及城市级商业体；高端服务以金茂服务为载体，积极打造品质、智慧、共生三大IP，提供卓越的场景设计能力和品质输出能力；建筑科技业务帮助公司夯实差异化竞争优势，布局智慧能源、建筑科技等赛道。提供区域能源站、智慧楼宇解决方案，并拓展光伏、储能等低碳服务。

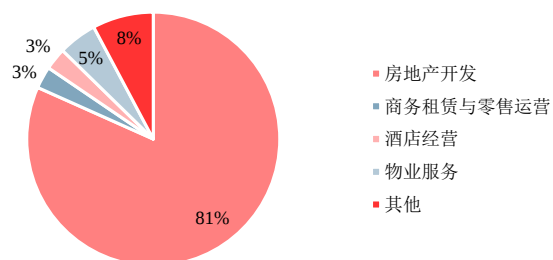
图 11:公司“一核三聚焦”业务布局



数据来源：公司公告，中信建投证券

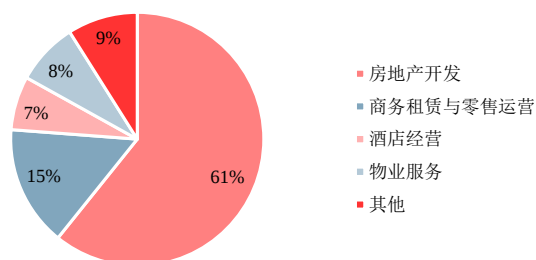
开发业务贡献主要收入利润。2024 年公司房地产开发/商务租赁与零售商业运营/酒店经营/物业服务/其他业务收入占比分别为 81%/3%/3%/5%/8%，贡献毛利占比分别为 61%/15%/7%/8%/9%。公司整体毛利率水平为 15%，精品持有业务（即商务租赁、零售运营、酒店经营等三项业务）毛利率较高，以 6%的收入占比贡献 22%的毛利，其中商务租赁与零售商业运营毛利率分别为 81%/36%。

图 12:2024 年各业务贡献收入占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 13:2024 年各业务贡献毛利占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

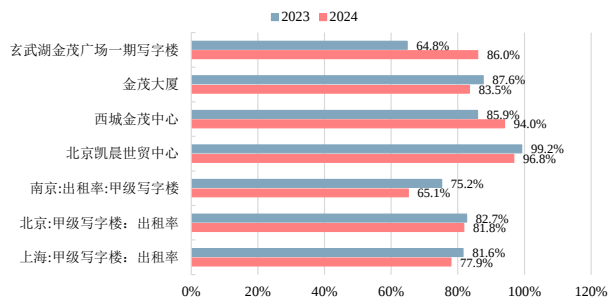
精品持有主打地标性物业，写字楼出租率领先行业整体水平。截至 2024 年底，公司已开业 12 个商业地产项目，包含 4 个写字楼、7 个零售物业以及 1 个综合体项目，合计面积为 79.4 万平。其中写字楼主打精品持有，包含上海金茂大厦、北京凯晨世贸中心等地标性建筑，并且公司写字楼出租率领先行业整体水平，其中北京凯晨世贸中心和西城金茂中心出租率均在 90%以上，上海金茂大厦与南京金茂广场出租率均在 80%以上，均高于所在地甲级写字楼平均出租率。从收入来看，2024 年公司商务租赁与零售运营收入 17 亿元，较 2023 年下降 1 亿元，主要因为长沙览秀城完成 REIT 发行后不再并表。

表 1:公司已开业商务租赁及零售运营项目明细

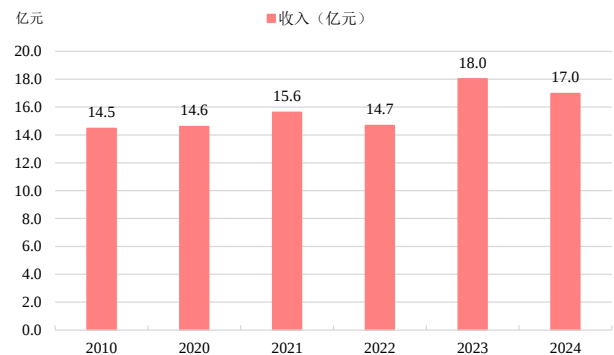
项目名称	地点	项目类型	所占权益	竣工日期	持有面积（万平）
北京凯晨世贸中心	北京市西城区	写字楼	100%	2006 年	11.1
西城金茂中心	北京市西城区	写字楼	100%	1995 年	4.9
金茂大厦	上海市浦东新区	写字楼	100%	1999 年	21.6
南京玄武湖金茂广场项目	南京市鼓楼区	综合体	95.78%	2011 年	14.0
丽江金茂时尚生活中心	丽江市古城区	商业	100%	2014 年	2.1
青岛金茂湾商业	青岛市市南区	商业	100%	2017 年	6.1
上海国际航运服务中心	上海市虹口区	商业	100%	2013 年	0.5
望京绿创中心	北京市朝阳区	写字楼	100%	2020 年	1.1
青岛金茂览秀城	青岛市高新区	商业	100%	2022 年	6.6
张家港金茂览秀城	苏州市张家港市	商业	100%	2022 年	6.2
天津金茂汇	天津市河东区	商业	100%	2022 年	2.0
宁波金茂汇	宁波市奉化区	商业	100%	2024 年	3.1
合计					79.4

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：截至 2024 年年底

图 14:公司主要写字楼出租率领先行业整体水平


数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

图 15: 商务租赁与零售运营收入变化


数据来源：公司公告，中信建投证券

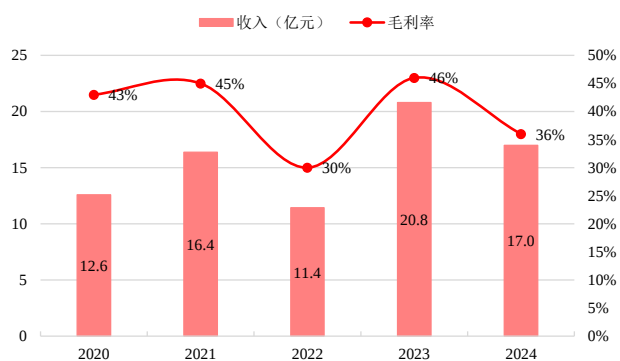
公司酒店业务着力打造酒店差异化轻资产管理能力，聚焦豪华酒店运营，旗下包含金茂君悦、金茂三亚亚龙湾丽思卡尔顿等高端酒店。截至 2024 年底公司旗下已开业酒店合计 13 家，客房数量超过 4000 个。2024 年公司酒店运营业务实现收入 17 亿元，较 2023 年下降 1.8 亿元，主要受 2023 年下半年出售北京威斯汀酒店影响。

表 2:公司已开业酒店项目明细

项目名称	地点	建筑面积（万平）	所占权益	竣工日期	客房数（间）
北京金茂万丽酒店	北京市东城区	4.4	100%	1995 年	321
上海金茂君悦大酒店	上海市浦东新区	7.6	100%	1999 年	548
金茂三亚亚龙湾丽思卡尔顿酒店	三亚市亚龙湾	8.4	100%	2008 年	446
金茂深圳 JW 万豪酒店	深圳市福田区	5.2	100%	2009 年	402
南京威斯汀大酒店	南京市鼓楼区	3.4	95.78%	2011 年	232
崇明金茂凯悦酒店	上海市崇明区	4.9	100%	2014 年	230
丽江金茂酒店	丽江市古城区	8.4	100%	2014 年	394
长沙梅溪湖金茂豪华精选酒店	长沙市湘江新区	6.2	100%	2017 年	304
西安鼓楼金茂酒店	西安市碑林区	1.3	100%	2007 年	160
广州南沙金茂万豪酒店	广州市南沙区	3.7	100%	2022 年	261
宁波金茂嘉悦酒店	宁波市奉化区	3.5	100%	2024 年	260
青岛金茂万丽酒店	青岛市高新区	4.4	100%	2024 年	279
青岛金茂源宿酒店	青岛市高新区	1.8	100%	2024 年	210
合计	-	63.2	-	-	4047

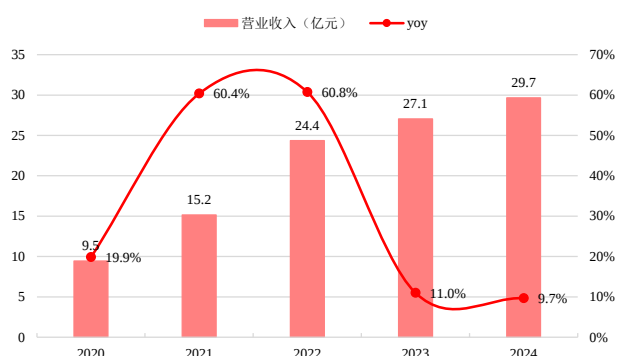
资料来源：公司公告，中信建投证券

注：截至 2024 年年底

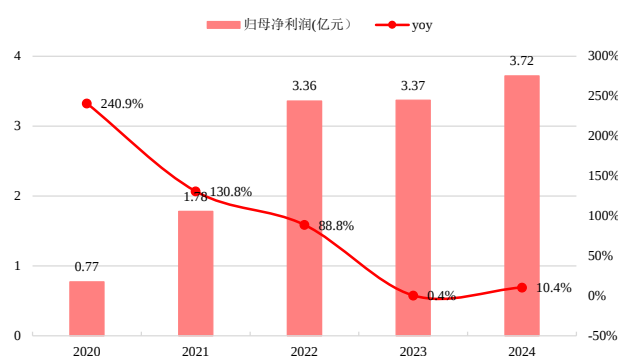
图 16:公司酒店经营收入及毛利率变化


数据来源：公司公告，中信建投证券

物业服务储备资源充裕。公司物业服务主要依托上市主体金茂服务开展，遍及全国 71 个城市，在管项目达 595 个。2024 年物业服务实现收入 29.7 亿元，同比增长 9.7%，实现归母净利润 3.72 亿元，同比增长 10.4%，业绩稳健增长主要得益于在管面积上升。2024 年公司在管面积 1.01 亿平米，较 2023 年增长 20%。当前公司已签约建筑面积合计 1.34 亿平，较当前在管面积高 3340 万平米，储备资源丰富，为未来物业服务业绩稳定增长提供基础。

图 17:2024 年金茂服务收入同比增长 9.7%


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 18:2024 年金茂服务归母净利润同比增长 10.4%


数据来源：公司公告，中信建投证券

二、打造新时代品质住宅，构筑金茂品牌护城河

2.1 “好房子”建设引领房地产新发展模式

房地产迈入品质升级阶段，新规护航好房子建设。从总量来看，当前我国城镇人均住房建筑面积超过 40 平方米，与日韩以及欧洲多个发达国家相当，在当前房地产新发展模式背景下，居民的住房需求更多由“有没有”转向“好不好”，改善性住房需求仍存在很大空间，“好房子”建设成为房地产市场转型的新赛道，未来房企的竞争将逐渐转向住宅产品力的竞争。在居民对高品质住宅需求增加背景下，相关政策也顺势出台。2023 年，住建部曾多次提出要提高住房品质，建设“好房子”；今年两会期间建设“好房子”首次被列入政府工作报告十大工作任务之列，随后 5 月《住宅项目规范》正式落地。《住宅项目规范》要求新建住宅建筑层高由 2.8 米增加至 3 米；此前的“7 层及以上需设电梯”调整为“4 层及以上住宅设置电梯”，同时新规在其他方面均有强制性工程建设规范，切实为“好房子”建设护航。

表 3:建设“好房子”相关表述

日期	会议/文件	相关内容
2023/1/17	全国住房城乡建设工作会	要大力提高住房品质，为人民群众建设好房子，大力提升物业服务。
2023/12/21	全国住房城乡建设工作会	围绕建造好房子，发布住宅项目规范，从建筑层高、电梯、隔音、绿色、智能、无障碍等方面入手，提高住宅建设标准。
2024/8/23	国新办发布会	建设适应人民群众新期待的好房子；要系统推进好房子、好小区、好社区、好城区“四好”建设。
2025/3/5	2025 年政府工作报告	适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。

资料来源：中国政府网，中信建投证券

2.2 焕新产品战略，推出“金玉满堂”产品线

推出“金玉满堂”产品线，开启产品战略新纪元。2024年3月，公司全面焕新产品战略，推出“金玉满堂”四大新产品线，为不同客群提供高品质住宅。其中，“金”即“府”系产品，金茂府是公司旗下最知名的经典产品，金茂府主打以科技为核心的全维度提升，为高知及新贵家庭营造“自然生长的社区”；“玉”指公司全新推出的高端产品“璞”系，定位“城市核心区的国际东方艺术作品”，致力于为看遍世界的中国财智精英提供一种“返璞归真”的东方韵味美学生活；“满”系产品定位于为城市新贵家庭和高级白领、时尚达人打造的产品，倡导“小满胜万全”的居住哲学；“堂”即公司推出的“棠”系产品，是公司为重视家庭陪伴、轻子成长的“顾家派”客户定制的全龄友好社区。

图 19:中国金茂“金玉满堂”四大产品线



数据来源：公司官网，中信建投证券

十余年至臻打磨，府系产品焕新 3.0。公司从 2009 年金茂府 1.0 “会呼吸的房子”问世，到 2018 年金茂府 2.0 “会思考的房子”推出，金茂府用 12 大科技系统创造了绿色健康、智慧科技的高品质居住解决方案，不断收获客户美誉度和品牌知名度。当前，金茂府进阶 3.0，升级为“自然生长的社区”，用“一核、五美、两配套、两服务”打造全新金茂府，即以科技为核心；对立面、园林、户型、精装、地库五个维度全面提升；配备专属会所和街区商业、提供酒店式服务与圈层服务。

表 4:金茂府三代产品简介

产品	简介	代表项目	示意图
金茂府 1.0	会呼吸的房子：以毛细管网、全置换新风、地源热泵，构建“舒温、舒湿、舒氧、舒洁、舒静”的气候空间。	北京广渠金茂府	
金茂府 2.0	会思考的房子：在绿色健康、智慧科技基础上进一步引入智慧化、定制化，实施对社区安防、物业服务可视化，家可在物联网等支持下随时调整灯光、窗帘等。	北京颐和金茂府	
金茂府 3.0	自然生长的社区：以科技为核心；对立面、园林、户型、精装、地库五个维度全面提升；配备专属会所何街区商业、提供酒店式服务与圈层服务。	天津体北金茂府	

资料来源：公司公众号，中信建投证券

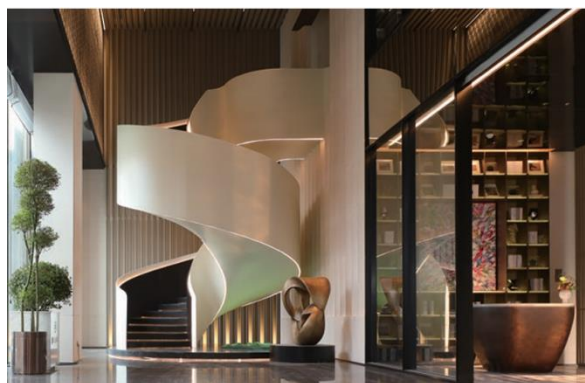
全新“璞”系产品打造东方韵美生活。公司 2024 年推出的“璞”系产品定位为“城市核心区的国际东方艺术作品”，旨在打造出一种“返璞归真”的生活体验。“璞”系产品推出后广受市场认可，首发作品西安金茂璞逸曲江创下七开七罄、累计热销 50 亿的纪录；成都金茂璞逸锦江两开两罄揽金 29 亿；重庆金茂璞印金开首开去化 90%，刷新区域单价天花板。

图 20:成都璞逸锦江实拍图



数据来源：公司公众号，中信建投证券

图 21:西安璞逸曲江项目图



数据来源：公司公告，中信建投证券

“满”系聚焦城市精英生活需求，“棠”系打造全龄友好社区。“满”系是“金玉满堂”最后亮相的一个产品系，在不同城市的特质下生长出多元的美满生活，成都天鹭满园收藏海派摩登艺术格调畅享 24 小时的烟火气息与通达全城的便利；天津金茂洋湖满庭兼有城市的丰盈繁华与湖畔的自然盛景；北京金茂满曜则是“豪宅年轻化”理念的新奢探索。“棠”系产品是公司“顾家派”定制的全龄友好社区，其视觉标识“一棵树”也是棠系的精神 IP，每个棠系项目都有一棵家庭成长之树。“满”系与“棠”系产品同样收获市场认可，成都天鹭满园首开去化率超 96%；天津金茂洋湖满庭首开去化率 100%；地处外环外的上海金茂棠前实现两开两罄。

图 22: 天津金茂洋湖满庭项目图



数据来源：公司公众号，中信建投证券

图 23:上海金茂棠前项目图



数据来源：房天下，中信建投证券

2.3 住宅科技属性构筑品牌护城河

“好房子”时代标杆，科技住宅打造宜居典范。公司长期以来以“绿色科技”为核心基因，打造了引领行业的科技住宅标杆，构建科技住宅护城河。其核心载体“府系”产品线通过自主研发的十二大科技系统，将尖端科技与健康人居深度融合。公司围绕温度适宜、光照温和、声音平静、湿度平衡、空气洁净、水质纯净、智慧科技等 7 个核心要素，打造十二大科技系统，包括毛细辐射空调系统、地源热泵系统、外围护保温系统、外遮阳系统、节能外窗系统、隔音降噪系统、同层排水系统、置换式新风调湿与净化系统、生活热水系统、全屋净水系统、智能家居系统以及智慧社区系统。

表 5:金茂住宅十二大科技系统

核心元素	应用科技系统
温度适宜	毛细辐射空调系统：以辐射方式调节室温，避免空调直吹伤害，温度更接近居者舒适体感，舒适宜人。
	地源热泵系统：利用地下恒温层进行冷热交替,节约能源。
	外围护保温系统：有效避免传统建筑冬夏两季冷热能量流失过快，一楼阴冷、顶楼烤热等问题。
	外遮阳系统：玻璃镀 Low-E 膜，可以阻挡紫外线，减少太阳辐射热。卷帘升降一键控制，便捷满足隐私保护需求。
光照温和	节能外窗系统：隔音降噪，降低能耗的同时可以阻挡紫外线辐射，减少冬季室内热量流失，降低夏季室外热量对室内影响。
	外遮阳系统：玻璃镀 Low-E 膜，可以阻挡紫外线，减少太阳辐射热。卷帘升降一键控制，便捷满足隐私保护需求。
声音平静	节能外窗系统：隔音降噪，降低能耗的同时可以阻挡紫外线辐射，减少冬季室内热量流失，降低夏季室外热量对室内影响。
	节能外窗系统：断桥铝合金型材与双层或三层中空玻璃的配合，保证隔音性能。
	隔音降噪系统：优雅静谧的室内声环境，远离噪音、告别失眠困扰。
湿度平衡	同层排水系统：降低落水噪音烦扰，加大卫浴间使用面积，清洁无死角。
	置换式新风调湿与净化系统：利用温湿度独立控制的原理，高效调湿模块根据室外湿度的变化进行调节，使室内长期保持在 35%-70%人体舒适感最佳的湿度。
空气洁净	置换式新风调湿与净化系统：多次全屋换风，实现全方位空气置换，保持全屋空气清新。
水质纯净	生活热水系统：比肩星级酒店的全天候恒定生活热水，随时享用，安全无隐患。
	全屋净水系统：高精过滤标准，有效去除有害微颗粒，保留对人体有益的微量元素和矿物质。
智慧科技	智能家居系统：府系智能家居 2.0 五大核心功能：智慧交互、健康管理、环境监测、设备调控、安全防护。
	智慧社区系统：金茂智慧社区的标准场景矩阵体系“6+X”：6-共六大类、二十二小类智慧社区标准场景，X-支撑兼容其他创新性场景的建设和持续迭代。

资料来源：公司官网，中信建投证券

三、销售排名稳中有进，投资强度行业领先

3.1 销售规模稳居行业前列

上半年销售额逆势上扬，规模首进全国前十。2021年后公司销售额受行业整体影响出现下滑，2022-2024年全口径销售额分别为1550/1412/983亿元，同比降幅分别为34%/9%/30%，2024年降幅与百强房企相当。得益于去年下半年公司在核心城市补仓多个优质地块以及公司新推出的产品线广受市场认可，今年上半年公司销售额逆势上扬，上半年百强房企销售额合计同比下滑11%，同期公司全口径销售额达533.5亿元，同比增长20%，增速在Top10房企中位列首位。过去十年公司销售规模稳中有进，从2017年全国29位上升至2024年的全国12位，今年公司市占率进一步上升，上半年公司销售规模首次挤进前十，位列全国第九位。

图 24:上半年公司销售额同比增长 20%

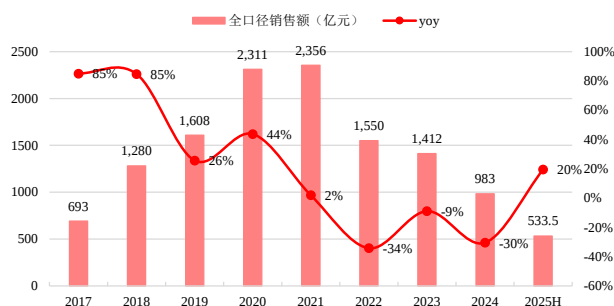
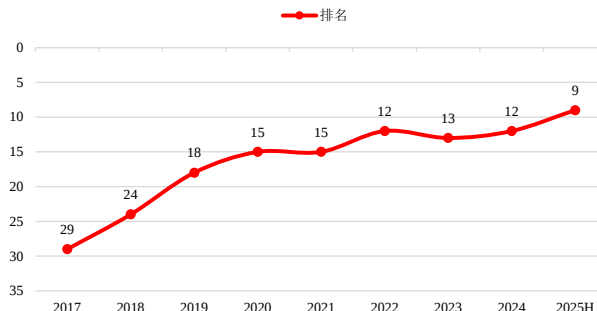


图 25:上半年销售排名位列全国第九



数据来源：公司公告，克而瑞，中信建投证券

数据来源：克而瑞，中信建投证券

图 26:上半年 Top10 房企中公司销售增速位列首位

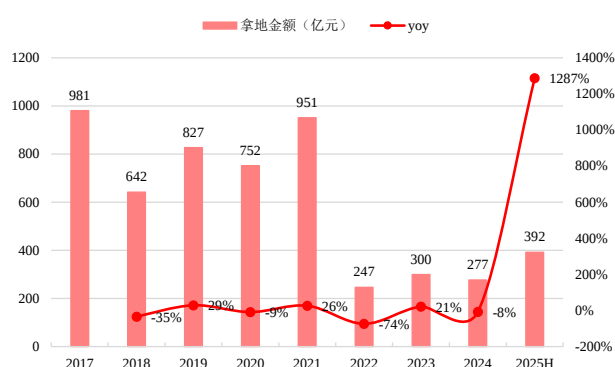
公司名称	2025年6月销售金额 (亿元)	2025年累计销售金额 (亿元)	单月同比	累计同比	单月环比	2024年全年销售金额增速	最新排名	排名变化
保利发展	291	1452	-31%	-16%	2%	-24%	1	0
中国海外发展	298	1201	-36%	-19%	25%	0%	2	0
华润置地	235	1103	-27%	-12%	28%	-15%	3	0
招商蛇口	218	889	-6%	-12%	26%	-25%	4	+1
绿城中国	150	803	-14%	-6%	-15%	-12%	5	+1
建发房产	146	707	28%	7%	10%	-29%	6	+1
万科	116	687	-54%	-46%	4%	-35%	7	-3
越秀地产	108	615	-29%	11%	13%	-20%	8	0
中国金茂	156	534	17%	20%	25%	-30%	9	+3
滨江集团	94	528	-37%	-9%	-7%	-27%	10	-1
华发股份	70	502	-25%	11%	-8%	-16%	11	-1
中国铁建	84	362	-29%	-8%	140%	-21%	12	+1
龙湖集团	65	349	-37%	-32%	0%	-42%	13	-2
绿地控股	85	335	-12%	0%	24%	-43%	14	+1
保利置业	48	268	-32%	-6%	23%	1%	15	+2
TOP5	1190	5448	-30%	-19%	13%	-21%	-	-
TOP10	1755	8518	-26%	-14%	12%	-24%	-	-
TOP20	2383	11412	-23%	-14%	13%	-28%	-	-
TOP50	3193	15273	-22%	-11%	17%	-30%	-	-
TOP100	3707	17820	-21%	-11%	17%	-30%	-	-

数据来源：克而瑞，中信建投证券

3.2 投资坚持双聚焦战略，积极补仓核心城市

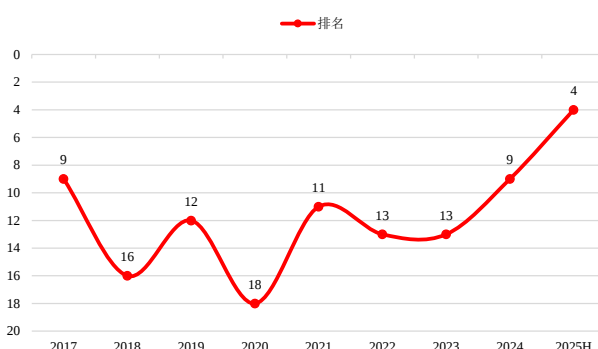
投资强度行业领先。在房地产新发展模式加快推进背景下，公司继续坚定全国领先的城市运营商战略定位，在投资方面坚持双聚焦战略，聚焦核心城市、核心地段，聚焦高端改善产品。2024年下半年以来，公司积极补仓核心城市，尤其在今年上半年，公司新增涉宅用地 14 宗，全部位于一二线城市，包括北京、上海、广州、成都、杭州、武汉、南京、合肥、青岛。上半年公司合计新增拿地金额达 392 亿元，位列全国第四位，投资强度达到 73%，显著领先于百强房企整体水平，上半年 Top10 房企平均投资强度为 41%，百强房企平均投资强度为 33%。

图 27:公司上半年拿地金额为 392 亿元



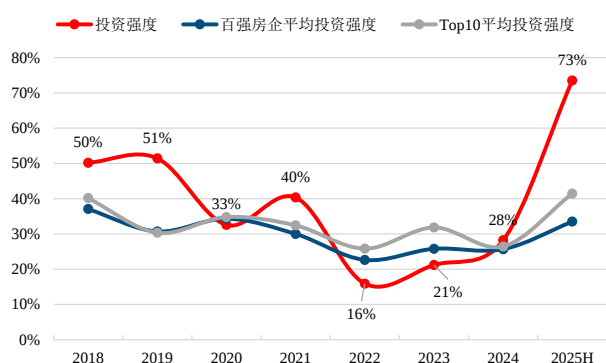
数据来源：公司公告，克而瑞，中信建投证券

图 28: 上半年公司拿地金额位列全国第四



数据来源：克而瑞，中信建投证券

图 29:上半年公司投资强度领先行业整体

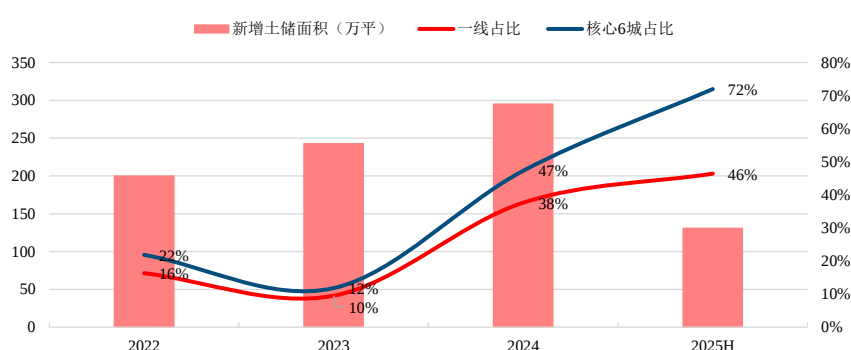


数据来源：公司公告，克而瑞，中信建投证券

3.3 土储结构逐步改善

一二线城市货值占比提升至九成。随着公司拿地投资聚焦核心城市、核心地段，公司去年以来新增项目中核心城市占比显著提升，2024年公司新增土储建面中47%位于核心6城，较2023年提升35个百分点，今年上半年，核心6城新增土储建面占比进一步提升至72%，其中近45%建面位于北京和上海。公司存量土储结构也逐步改善，2024年全年公司新增货值99%位于一二线城市，截至2024年年底存量土储货值大约2800亿元，其中87%位于一二线城市。公司上半年新增货值约为673亿元，并且全部位于一二线城市，若考虑今年上半年公司新增项目，公司一二线城市货值占比提升至90%。

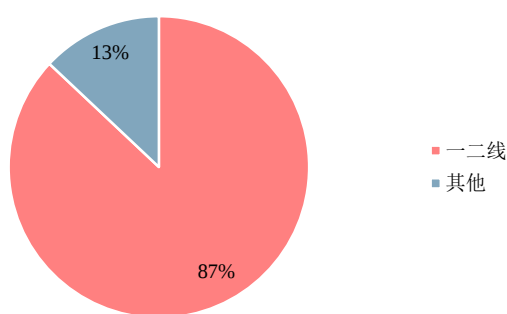
图 30:公司新增土储向核心城市聚焦



数据来源：公司公告，中信建投证券

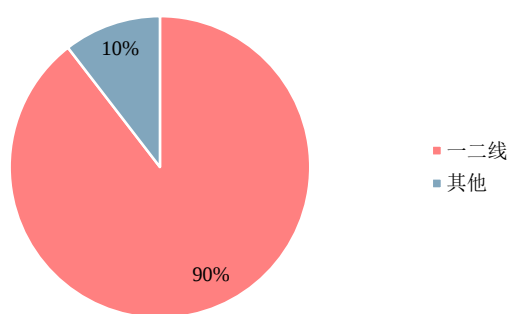
注：根据公司披露新增项目统计，包含商业/综合体，核心6城为一线城市加上杭州和成都

图 31:2024 年底公司 87%可售货值位于一二线城市



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 32: 2025 年 6 月底，公司货值 90%位于一二线



数据来源：公司公告，中指，中信建投证券

注：货值为2024年底可售货值加上今年上半年新增货值

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润分别为 12.10/13.64/17.82 亿元

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.04/13.60/18.11 亿元，同比增速分别为 13.0%/13.0%/33.1%，对应 EPS 为 0.09/0.10/0.13 元。主要假设如下：

1、公司收入主要由开发业务构成，我们根据公司交房时间确定各个项目是否结转收入，已售未结项目在交付年份全部结转收入，剩余未售部分根据项目情况按照每年去化剩余部分 20%-30% 的货值。

2、持有运营部分，包括商务租赁与零售运营、酒店经营，考虑这两部分在 2024 年都存在部分项目出表导致收入有所下滑，假设在不出表的情况下，公司前几年投入使用的商业地产在出租率爬坡后带来一定的收入增长，假设 2025-2027 年这部分收入每年增长 5%，并且毛利率整体保持稳定。酒店经营部门，考虑到今年上半年国内旅游出行人次有所增长，假设 2025-2027 年公司酒店经营收入每年增长 2%，毛利率保持在 40%。

3、物业服务部分，当前公司已签约建筑面积合计 1.34 亿平，较当前在管面积高 33%，假设公司物业服务收入根据在管面积同步增长，2025-2027 年物业服务收入每年增长 10%。

表 6:分部收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
房地产开发					
收入	627.8	493.0	468.4	465.8	495.0
yoy		-21.5%	-5.0%	-0.6%	6.3%
毛利率	9.0%	11.0%	12.1%	12.0%	13.1%
商务租赁与零售运营					
收入	18.0	17.0	17.8	18.7	19.6
yoy		-5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	84.0%	81.0%	80.0%	80.0%	80.0%
酒店经营					
收入	20.8	17.0	17.3	17.7	18.0
yoy		-18.4%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	46.0%	36.0%	40.0%	40.0%	40.0%
物业服务					
收入	27.0	29.7	32.6	35.9	39.5
yoy		9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	28.0%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
其他					
收入	43.5	47.1	49.4	51.9	54.5
yoy		8.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%
合计					
收入	724	591	587	592	629
yoy		-18.4%	-0.6%	0.8%	6.2%
毛利率	13.0%	15.1%	16.1%	16.4%	17.3%

资料来源：公司公告，ifind，中信建投证券

注：合计收入部分存在分部间抵销

4.2 投资建议：给予买入评级，目标价 2.20 港元

给予买入评级，目标价 2.20 港元。公司在 2024 年实现扭亏为盈，并且当前公司新增项目集中在一二线城市，尤其是北京、上海的项目占比明显提高，减值压力预计小于 2022-2023 年。随着国家提出要加快“好房子”建设，并且出台强制性住宅建设新规，包括公司在内的精心打磨产品力的房企有望脱颖而出，扩大在改善性住宅市场的份额。我们选取同样在港股上市的头部开发商作为可比公司，包括绿城中国、中国海外发展、建发国际集团、华润置地，可比公司 2025 年 PB 一致预期为 0.69 倍，我们给予公司 0.69xPB，对应目标价为 2.20 港元。

表 7:可比公司估值表（截至 2025/7/11）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿人民币)	BPS (人民币元)			PB		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
3900.HK	绿城中国	10.14	234	13.5	14.0	14.6	0.68	0.66	0.63
0688.HK	中国海外发展	13.76	1,371	35.9	37.0	38.3	0.35	0.34	0.33
1908.HK	建发国际集团	17.00	337	14.3	16.3	17.9	1.08	0.95	0.86
1109.HK	华润置地	29.45	1,912	41.0	44.0	47.5	0.65	0.61	0.56
	平均						0.69	0.64	0.60
0817.HK	中国金茂	1.33	164	2.89	2.95	3.02	0.42	0.41	0.40

资料来源: wind, 公司公告, 中信建投证券

注: 可比公司 BPS 为 wind 一致预期

风险分析

1、房地产市场恢复不及预期。若房地产市场整体热度进一步下行，公司的销售节奏将受到较大影响，开发板块的结算收入规模将下行更多。同时，房价若出现超预期下跌，一方面会影响公司开发业务的销售和结算单价，同时也会给公司带来更多的存货减值，进一步影响利润表现。

2、公司城市运营项目去化不及预期。公司在二三线城市有规模较大的城市运营项目，项目体量较大，公司积极探索通过多渠道加快存量项目去化，但存在去化较慢风险。

3、商业地产出租率下降风险。公司持有一定量的写字楼与零售物业，当前写字楼市场整体空置率较高，并且市场仍存在新增供给，影响整体出租率，公司持有物业仍存在空置率上升风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	187,151	193,056	189,456	195,464	212,282
现金	37,836	34,856	35,236	35,501	37,711
应收票据及应收账款合	1,963	2,129	1,759	1,772	1,882
其他应收款	25,998	25,399	25,259	25,449	27,033
预付账款	35,137	41,429	41,200	41,509	44,093
存货	81,620	83,585	81,579	86,777	96,831
其他流动资产	4,598	5,658	4,422	4,455	4,732
非流动资产	219,968	216,201	213,532	210,572	207,404
长期投资	48,888	53,723	55,823	57,823	59,723
固定资产	12,657	13,581	13,262	12,943	12,624
无形资产	1,863	1,674	1,395	1,116	837
其他非流动资产	156,560	147,222	143,051	138,690	134,220
资产总计	407,119	409,256	402,988	406,036	419,686
流动负债	176,090	173,329	165,171	166,083	176,890
短期借款	23,862	21,607	22,844	23,132	26,466
应付票据及应付账款合	31,293	22,858	22,787	22,901	24,051
其他流动负债	120,935	128,864	119,540	120,051	126,374
非流动负债	121,192	127,649	127,649	127,649	127,649
长期借款	103,517	101,194	101,194	101,194	101,194
其他非流动负债	17,675	26,455	26,455	26,455	26,455
负债合计	297,282	300,978	292,820	293,732	304,539
少数股东权益	70,546	69,899	71,103	72,463	74,274
股本	26,918	26,925	26,925	26,925	26,925
资本公积	12,373	11,454	11,454	11,454	11,454
留存收益	0	0	686	1,461	2,494
归属母公司股东权益	39,291	38,379	39,065	39,841	40,873
负债和股东权益	407,119	409,256	402,988	406,036	419,686

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3091	-3628	1902	2673	1766
净利润	-4858	2200	2407	2720	3622
折旧摊销	1009	757	5468	5510	5568
财务费用	3014	2535	3580	3602	3652
其他经营现金流	3926	-9120	-9554	-9159	-11075
投资活动现金流	1645	1011	1340	1490	1540
资本支出	7895	-7978	700	550	500
其他投资现金流	-6250	8989	640	940	1040
筹资活动现金流	-10907	2502	-2861	-3898	-1097
短期借款	-2685	-2255	1237	288	3334
长期借款	7399	-2323	0	0	0
其他筹资现金流	-15621	7080	-4097	-4186	-4430
现金净增加额	-6171	-116	381	265	2210

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,404	59,053	58,727	59,168	62,851
营业成本	63,382	50,456	49,246	49,490	51,975
营业税金及附加	5,424	2,034	2,349	2,248	2,200
销售费用	2,963	2,287	2,349	2,367	2,514
管理费用	3,869	2,917	2,936	2,781	2,828
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3,014	2,535	3,580	3,602	3,652
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-236	-337	0	0	0
投资净收益	-919	1,307	2,100	2,000	1,900
营业利润	-7,403	-206	367	680	1,582
其他非经营损益	4,591	4,644	3,000	3,000	3,000
利润总额	-2,813	4,438	3,367	3,680	4,582
所得税	2,046	2,238	960	960	960
净利润	-4,858	2,200	2,407	2,720	3,622
少数股东损益	2,038	1,135	1,204	1,360	1,811
归属母公司净利润	-6,897	1,065	1,204	1,360	1,811
EBITDA	1,210	7,729	12,416	12,792	13,801
EPS (元)	-0.51	0.08	0.09	0.10	0.13

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.76	-18.44	-0.55	0.75	6.22
净利润(%)	-447.60	115.44	13.04	13.00	33.14
获利能力					
毛利率(%)	12.46	14.56	16.15	16.36	17.30
净利率(%)	-6.71	3.72	4.10	4.60	5.76
ROE(%)	-17.55	2.77	3.08	3.41	4.43
ROIC(%)	-3.05	0.56	1.21	1.34	1.72
偿债能力					
资产负债率(%)	73.02	73.54	72.66	72.34	72.56
净负债比率(%)	81.52	81.22	80.60	79.09	78.12
流动比率	1.06	1.11	1.15	1.18	1.20
速动比率	0.57	0.60	0.63	0.63	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.14	0.15	0.15	0.15
应收账款周转率	36.88	27.74	33.39	33.39	33.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.51	0.08	0.09	0.10	0.13
每股经营现金流(最新)	0.23	-0.27	0.14	0.20	0.13
每股净资产(最新摊薄)	2.91	2.84	2.89	2.95	3.03
估值比率					
P/E	-2.37	15.36	13.59	12.03	9.03
P/B	0.42	0.43	0.42	0.41	0.40
EV/EBITDA	190.47	29.15	18.34	17.93	16.99

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

研究助理

王文涛

wangwentao1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk