

房地产

2025 年 08 月 14 日

绿城中国 (03900)

——好房子引领者，理顺机制再出发

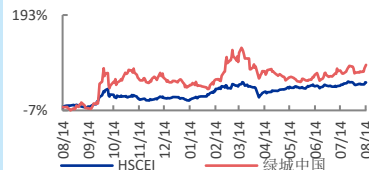
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 08 月 14 日

收盘价 (港币)	10.89
恒生中国企业指数	9128.93
52 周最高/最低 (港币)	13.78/0.00
H 股市值 (亿港元)	276.56
流通 H 股 (百万股)	2,539.60
汇率 (人民币/港币)	1.1003

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼
(8621)23297818x
caoman@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 公司概况：好房子引领者，理顺机制再出发。**绿城系公司起家杭州，包括绿城中国(3900.HK，住宅开发)、绿城管理控股(9979.HK，代建)和绿城服务(2869.HK，物业管理)。绿城中国成立于 1995 年，以优质的产品品质引领行业，重点高端产品包括玫瑰园、凤起潮鸣等。公司在 2012-15 年历经股权变化，截至 2024 年末，公司由中交集团(2014 年)持股 28.94%且并表，二股东九龙仓(2012 年)持股 22.95%，创始人宋卫平持股 8.03%。2025 年 3 月，中交集团党委书记、副总经理刘成云担任公司董事会主席，指出“将以合理且市场化的手段给予绿城最大的支持”；混合所有制结构下，绿城中国“央企信用+市场化机制”的优势已形成独特的竞争力。
- 拿地&土储：聚焦京沪杭，核心 10 城货值过半。**拿地力度方面，公司自 2017 年起持续积极，2017-2024 年平均拿地/销售金额比达 58%，1H2025 拿地力度达 55%；拿地权益比例从 2020 年 56%低点持续提升至 2024 年的 81%。拿地结构方面，公司拿地聚焦北上杭和江浙(除杭州)机会型地块，2024 年北上杭拿地金额占比 58%、江浙(除杭州)占比 18%；2022-2024 年，公司拿地金额中长三角平均占比 78%。截至 2024 年末，公司总土储面积 2,747 万平，同比-26%，其中一二线占比 64%；总土储货值 4,496 亿元，其中杭州、上海、西安等核心 10 城占比 53%。
- 销售&产品：销售均价持续高位，产品力引领行业。**公司在 2016 年之前基本保持在行业 10 名左右，经历了 2017-2020 年低谷期后，1H2025 自投销售额 803 亿元、同比-6%，行业排名第 5，自投销售均价 3.5 万元/平、领先行业。公司核心竞争力在于住宅开发的产品力，特色包括：1) 从高度竞争的杭州市场脱颖而出并持续受到市场认可；2) 领先行业的建设体系和好房子标准发布；3) 细分适配度的八大产品系列；4) 市场验证的产品溢价能力，我们统计平均溢价比例 15%；5) 绿城服务提供的优质的物业管理服务；6) 绿城管理提供的行业第一的代建能力。
- 财务&估值：业绩筑底迎改善，目标市值 333 亿港元。**减值方面，2019-24 年累计计提减值准备 114 亿元，其中 24 年计提 51 亿元；2019-24 年累计计提减值准备占比 24 年末存货为 4.6%，略低于重点房企均值 5.9%，减值相对充分。存货方面，公司 2023-24 年开发产品占比存货分别为 13%和 18%，低于重点房企均值 20%和 26%，存货结构相对良好。截至 2024 年末，公司预收账款 1,470 亿元，同比-8.0%；覆盖 24 年地产结算收入 1.0 倍。2024 年公司毛利率和归母净利率分别为 12.8%和 2.6%，同比分别-0.2pct 和-2.4pct。我们按照可比公司估值法，按照 2025 年目标 PB0.85X，给予目标总市值 303 亿元、折合 333 亿港元。
- 投资分析意见：好房子引领者，理顺机制再出发，首次覆盖、并给予“买入”评级。**绿城中国作为混合所有制房企，具有中交并表的央企信用+绿城的市场化优势。公司从高度竞争的杭州市场脱颖而出，具有领先行业的产品建设体系和好房子标准、细分适配度的八大产品系列如凤起系等以及市场验证的产品溢价能力。公司减值计提相对同行平均较充分，毛利率和业绩处于底部区域，将受益于目前结构性涨价的一二线城市核心地段新房市场。我们预计公司 2025-27 年归母净利润预测分别为 10.1/16.3/19.8 亿元，同比分别-36.8%/+61.6%/+21.1%，对应 25/26 年 PE 分别为 24X 和 15X，目前公司 PB0.68X，按照 2025 年目标 PB0.85X，给予目标总市值 303 亿元(333 亿港元)，首次覆盖、并给予“买入”评级。
- 风险提示：地产调控超预期收紧，销售去化率不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	131,383	158,546	122,484	112,191	108,006
同比增长率 (%)	3	21	(22.7)	(8.4)	(3.7)
归母净利润 (百万元)	3,118	1,596	1,008	1,630	1,975
同比增长率 (%)	13	(48.8)	(36.8)	61.6	21.1
每股收益 (元/股)	1.22	0.63	0.40	0.64	0.78
净资产收益率 (%)	8.63	4.39	2.7	4.3	5.1
市盈率					
市净率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

绿城中国作为混合所有制房企，具有中交并表的央企信用+绿城的市场化优势。公司从高度竞争的杭州市场脱颖而出，具有领先行业的产品建设体系和好房子标准、细分适配度的八大产品系列如凤起系等以及市场验证的产品溢价能力。公司减值计提相对同行平均较充分，毛利率和业绩处于底部区域，将受益于目前结构性涨价的一二线城市核心地段新房市场。我们预计公司 2025-27 年归母净利润预测分别为 10.1/16.3/19.8 亿元，同比分别-36.8%/+61.6%/+21.1%，对应 25/26 年 PE 分别为 24X 和 15X，目前公司 PB0.68X，按照 2025 年目标 PB0.85X，给予目标总市值 303 亿元（333 亿港元），首次覆盖、并给予“**买入**”评级。。

关键假设点

- 1) 公司 25-27 年地产结算收入分别同比-25%、-10%、-5%；
- 2) 25-27 年结算毛利率分别为 9%、10%、11%；
- 3) 25-27 年计提减值准备分别为 20 亿元、10 亿元、4 亿元。

有别于大众的认识

市场认为绿城中国存量土储拖累，并且业绩仍处于底部。我们认为公司将受益积极拿地和一二线城市核心地段涨价逻辑，后续销售额将跑赢行业，并实现产品溢价能力的兑现，从而体现在业绩端稳步增长。

股价表现的催化剂

- 1) 销售额超预期增长；
- 2) 拿地力度超预期；
- 3) 行业或杭州市场政策放松，如首付比例下调、公积金利率或 LPR 下行、杭州购房补贴等。

核心假设风险

房地产调控超预期收紧，销售去化率不及预期，房价超预期下行。

目录

1. 公司概况：好房子引领者，理顺机制再出发	6
1.1 公司简介：好房子引领者，产品力领先	6
1.2 股权结构：大股东中交持股 29%且并表	6
1.3 激励情况：股份激励计划、购股权计划和跟投	9
2. 拿地&土储：聚焦京沪杭，核心 10 城货值过半.....	10
2.1 拿地：深耕长三角，聚焦北上杭.....	10
2.2 土储：核心 10 城占比土储货值 53%	14
3. 销售&产品：销售均价持续高位，产品力引领行业.....	17
3.1 销售：1H25 销售额 803 亿元，销售均价领先行业.....	17
3.2 产品力：产品系列细分适配，市场验证的溢价能力	18
3.2.1 从高度竞争的杭州市场脱颖而出的产品力	18
3.2.2 领先行业的建设体系和标准发布.....	18
3.2.3 细分适配度的八大产品系列.....	19
3.2.4 市场验证的产品溢价能力	20
3.2.5 优质的物业管理服务.....	22
3.2.6 行业第一的代建业务能力	22
4. 财务&估值：业绩筑底迎改善，目标市值 333 亿港元	23
4.1 财务&结算：业绩处于底部区域，减值计提稳步推进.....	23
4.2 盈利预测&估值：给予目标 PB0.85X，对应目标市值 333 亿港元..	27
5. 投资分析意见：好房子引领者，理顺机制再出发，首次覆盖、 并给予“买入”评级	28
6. 风险提示：地产调控超预期收紧，销售去化率不及预期...28	

图表目录

图 1：公司发展大事记	6
图 2：公司及绿城系上市公司股权结构图	7
图 3：公司董事会主席变更情况	8
图 4：公司高管情况.....	8
图 5：公司董事会主席及执行董事变动情况	9
图 6：公司拿地金额及同比	11
图 7：公司拿地面积及同比	11
图 8：公司拿地均价及同比	11
图 9：公司拿地/销售金额比和面积比.....	11
图 10：公司拿地/销售均价比.....	11
图 11：公司拿地金额权益比例.....	11
图 12：2024 年和 1H2025 重点公司拿地/销售金额比.....	12
图 13：1H2025 重点公司拿地/销售金额比及销售同比.....	12
图 14：公司当年拿地转化为销售额及转化率.....	12
图 15：公司拿地金额：分能级.....	13
图 16：公司拿地金额：分区域.....	13
图 17：公司拿地面积：分能级.....	13
图 18：公司拿地面积：分区域.....	13
图 19：公司土储面积及同比	15
图 20：公司土储权益比例.....	15
图 21：公司土储成本占比销售均价	15
图 22：公司土储面积：分能级.....	15
图 23：公司自投销售额排名	17
图 24：公司销售额及同比：自投和代建.....	17
图 25：公司销售面积及同比：自投和代建	17
图 26：公司销售均价及同比：自投和代建	17
图 27：杭州宅地成交溢价率	18
图 28：杭州绿城凤起潮鸣府	18
图：公司好房子理念	

图 30: 绿城好房子标准 2024.....	19
图 31: 公司八大产品系列.....	20
图 32: 各城市绿城项目与周边可比新房开盘价格及溢价率	20
图 33: 绿城服务物业费单价	22
图 34: 绿城服务位列百强满意度领先企业	22
图 35: 绿城管理居代建业务综合能力 Top1	23
图 36: 公司营业收入及同比	24
图 37: 公司归母净利润及扣永续债后净利润及同比	24
图 38: 公司 2024 年营业收入构成.....	24
图 39: 公司地产营收及同比	24
图 40: 公司毛利率和归母净利率	24
图 41: 公司预收账款及覆盖倍数	24
图 42: 公司有息负债及同比	25
图 43: 公司负债率	25
图 44: 公司三费费率.....	25
图 45: 公司融资成本.....	25
图 46: 公司计提减值情况.....	26
图 47: 公司分红金额及分红率.....	26
表 1: 公司股份激励计划归属股份数量及占比	9
表 2: 公司截至 2024 年末尚未行使购股权数量及行权价格	10
表 3: 公司截至 2024 年高管持股数量及占比.....	10
表 4: 2022-2024 拿地金额 (亿元) 分城市及占比	14
表 5: 公司 2024 年末分城市土储面积及占比.....	15
表 6: 2024 年末总土储货值 Top10 及占比.....	16
表 7: 各城市绿城项目与周边可比新房开盘价格及溢价率.....	20
表 8: 主流房企经营指数对比: 存货中现房占比指标 (开发产品/存货)	26
表 9: 主流房企经营指数对比: 存货减值程度指标 (信用及资产减值损失/存货)	26
表 10: 可比公司估值表.....	27

1. 公司概况：好房子引领者，理顺机制再出发

1.1 公司简介：好房子引领者，产品力领先

绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”，3900.HK）1995 年于杭州成立，1997 年居浙江房地产行业销售额榜首。2000 年，“上海绿城”启动，公司开始全国化转型。2006 年公司在香港上市；2009 年公司销售额破 500 亿；2016 年销售额破千亿，同年绿城服务（2869.HK）上市；2020 年旗下代建平台绿城管理（9979.HK）上市。

公司以优质的产品品质和服务品质引领行业。1995 年，绿城在杭州打造首个高端别墅项目，奠定了其“品质至上”的品牌基因。在 30 年的发展历程中，公司打造了玫瑰园、桃花源、桃李春风、凤起潮鸣等一系列经典产品，并且形成了从高端别墅到城市地标的全维度布局“八大引领型产品系”，持续巩固“好房子”领军者地位。

公司业务分为 5 块，分别是住宅开发、项目管理（代建业务并表）、酒店、持有型物业和其他（主要是装修和设计业务），其中 2024 年住宅开发收入占比总收入的 93%。其中，项目管理（代建业务）主要由公司的子公司绿城管理（9979.HK）负责；绿城服务（2869.HK）是绿城系的物业管理公司，公司在绿城服务上市时作为基石持股 4.39%、目前不变。

图 1：公司发展大事记



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构：大股东中交持股 29%且并表

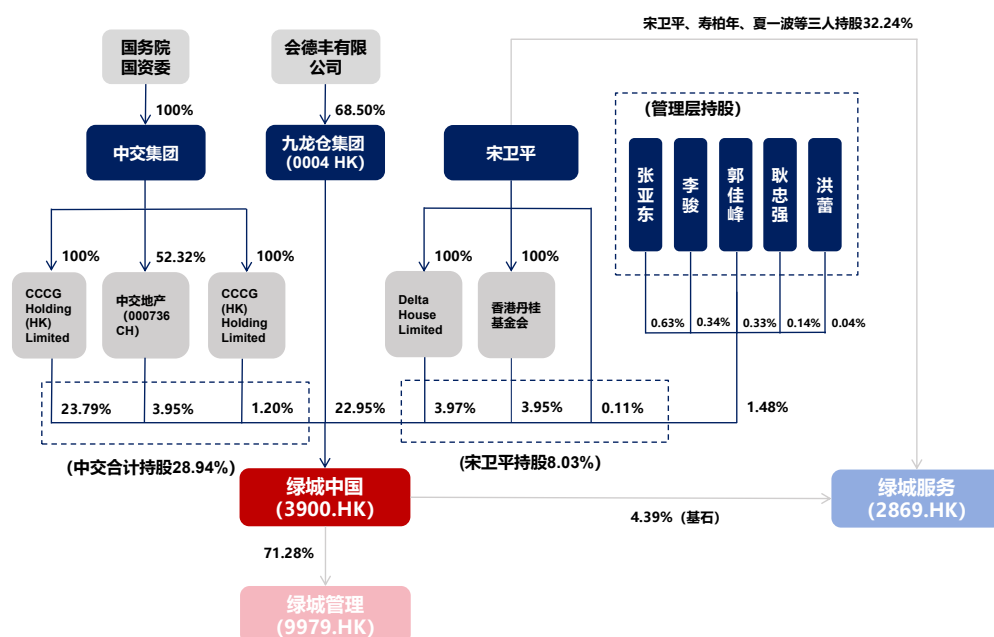
大股东中交集团持股 29%且并表。截至 2024 年末，中交集团持股公司 28.94%，九龙仓集团（0004.HK）持股 22.95%，创始人宋卫平持股 8.03%，管理层张亚东、李俊等五人合计持股 1.48%。

公司历经股权变革。2012年6月，由于公司扩张节奏有所激进，为补充现金流，创始人宋卫平引入九龙仓集团作为第二大股东，两次配股募资51亿元。2014年5月，融创中国计划以63亿港元收购公司24.313%的股份，后于12月终止该计划；同年12月，中交集团以60.13亿港元从宋卫平等股东处收购公司24.288%股份，成为公司并列第一大股东。2015年5月，中交集团以11.46亿港元代价从罗钊明(公司前执行董事)处收购公司4.627%股权，后持股比例增至28.912%，成为第一大股东。

中交系对公司有实际控制权。随着股权变更，公司董事会席位与董事会主席也产生一系列变更。九龙仓作为战略股东，职责聚焦于财务监督与战略建议，其代表在董事会中仅以非执行董事身份参与。2015年3月27日，中交集团完成股份收购成为大股东后，董事会架构调整为“双联席主席”模式，创始人宋卫平和中交集团朱碧新担任董事会联席主席。2019年7月，宋卫平正式辞任董事会联席主席，张亚东获委任董事会主席；2025年3月，中交集团党委常委、副总经理刘成云担任董事会主席。至此公司董事会共5名成员，其中3名来自“中交系”。

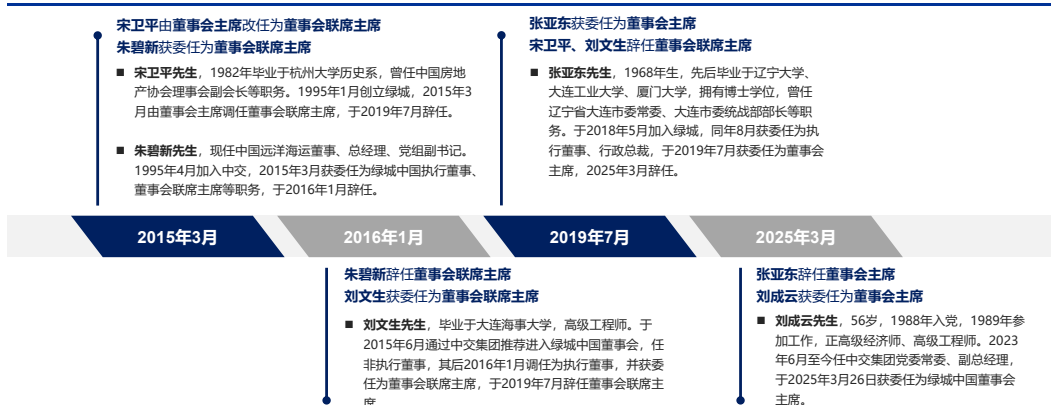
混合所有制结构下，绿城中国“央企信用+市场化机制”双轮驱动的优势已形成独特的行业竞争力。2025年6月20日，刘成云在公司股东大会指出，“我们希望通过做正确的事情来引导绿城文化，以合理且市场化的手段给予绿城最大的支持，而不是以大股东的身份硬来。我来到绿城不过90天，我想通过做正确的事情来引导发展，而不是选择进行强硬干预，我们还是需要看长期、长远发展，路遥知马力，日久见人心。”因此，我们认为年初董事会换届后，中交还是将保持绿城的市场化机制。

图 2：公司及绿城系上市公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司董事会主席变更情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司高管情况



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

图 5：公司董事会主席及执行董事变动情况



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

注：黄字为董事会主席或联席主席。

1.3 激励情况：股份激励计划、购股权计划和跟投

购股权计划：公司曾推出 3 次购股权计划，均是前次购股权授予完毕后引入新一次计划，三次分别是 2006、2016 和 2023 年。2023 年 6 月 16 日，公司采纳新的购股权计划，可供授出的购股权总数不超过已发行股本的 10%。截至 2024 年末，尚未行使购股权数量为 9,536 万份，行权价格在 8.326-11.152 港元。

股份激励计划：公司 2019 年采纳股份激励计划，2020-24 年合计归属股份数量 3,587 万股，占比目前总股本的 1.41%。

跟投计划：2018 年末，公司推出《绿城中国共赢机制》，于 2019 年 1 月 1 日正式实施。公司跟投以员工、企业、股东共赢为初衷，秉持“激发动能、优化机制、合法合规、共享共担”的原则。

截至 2024 年末，高管持股合计占比 1.48%。

表 1：公司股份激励计划归属股份数量及占比

股份激励计划	归属股份数量（股）	占比当年末总股本比例
2020	3,600,722	0.14%
2021	6,345,278	0.25%
2022	5,425,000	0.21%
2023	7,997,000	0.32%
2024	12,497,500	0.49%
合计	35,865,500	
占比目前总股本		.%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司截至 2024 年末尚未行使购股权数量及行权价格

人员	截至 2024 年末尚未行使购股权数量（股）	每股行权价格
张亚东	12,609,000	8.326 港元/11.152 港元/9.496 港元
郭佳峰	6,280,000	11.152 港元/9.496 港元
耿忠强	3,470,000	11.152 港元/9.496 港元
李骏	7,370,000	9.1 港元/8.326 港元/11.152 港元/9.496 港元
洪蕾	880,000	9.496 港元
员工（除董事）	63,935,719	9.1 港元/11.152 港元/9.496 港元
联营合营企业雇员	811,700	11.152 港元
合计	95,356,419	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：购股权计划均为 10 年有效期，行权期末区间为 2028-2033 年。

表 3：公司截至 2024 年高管持股数量及占比

人员	股份数量（股）
张亚东	15,920,927
郭佳峰	8,371,363
耿忠强	3,622,455
李骏	8,548,137
洪蕾	934,629
周安桥	230,000
高管合计持股	37,627,511
总股本	2,539,598,690
高管合计持股占比	1.48%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 拿地&土储：聚焦京沪杭，核心 10 城货值过半

2.1 拿地：深耕长三角，聚焦北上杭

公司拿地自 2017 年起持续积极，2017-2024 年平均权益拿地/销售金额比达 58%，1H2025 拿地/销售金额比达 55%。2024 年，公司拿地金额 601 亿元，同比-19%，对应权益拿地/销售金额比 40%；拿地面积 418 万平，同比-25%；拿地均价 1.4 万元/平，同比+1%。据克而瑞，1H2025，公司拿地金额 443 亿元，同比+136%，对应拿地/销售金额比 55%；拿地面积 224 万平，同比+72%。

公司拿地权益比例从 2020 年 56%低点持续提升至 2024 年的 81%。公司权益比例自 2016 年开始先降再升，2024 年，公司拿地金额权益比例为 81%，自 2020 年的低点 56%持续提升 24pct。

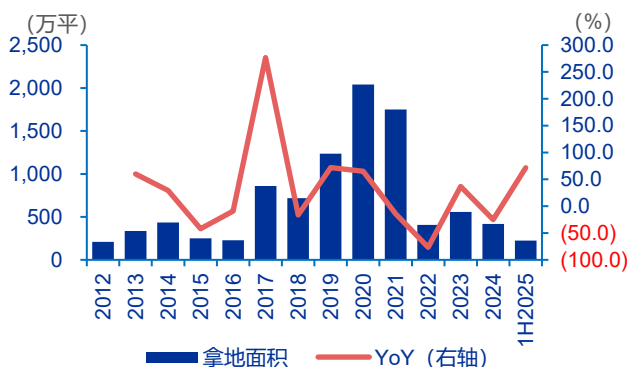
2022-2024 年，公司平均当年拿地销售额转化率为 39%，周转较 2021 年及之前显著提升。

图 6：公司拿地金额及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司拿地面积及同比



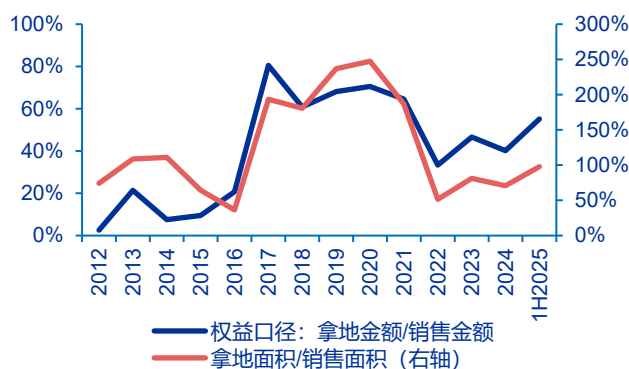
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司拿地均价及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

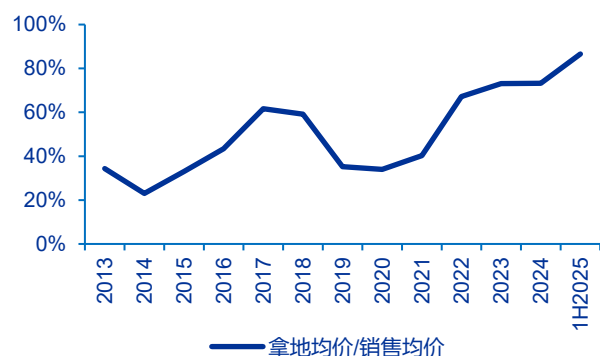
图 9：公司拿地/销售金额比和面积比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

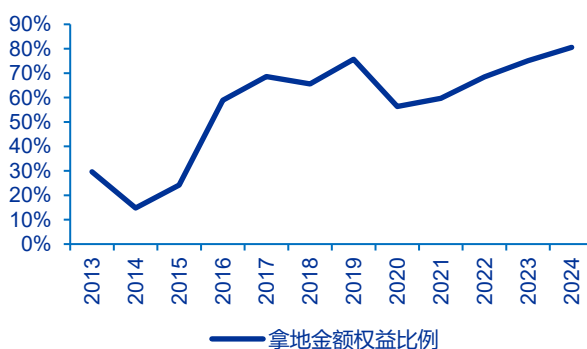
注：仅 1H2025 为全口径拿地金额/销售金额。

图 10：公司拿地/销售均价比



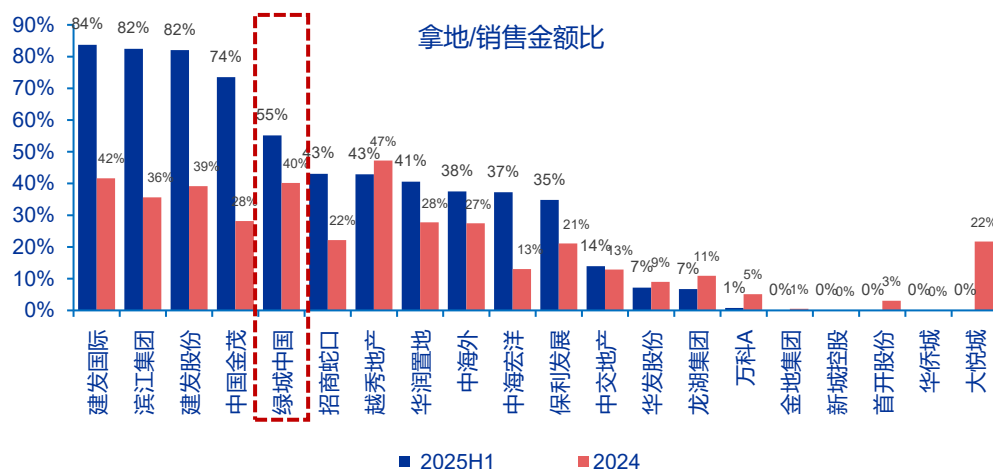
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：公司拿地金额权益比例



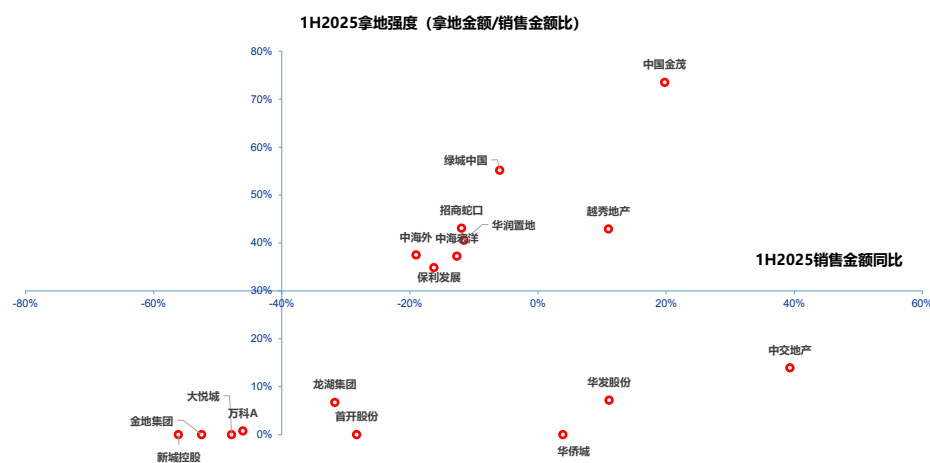
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2024 年和 1H2025 重点公司拿地/销售金额比



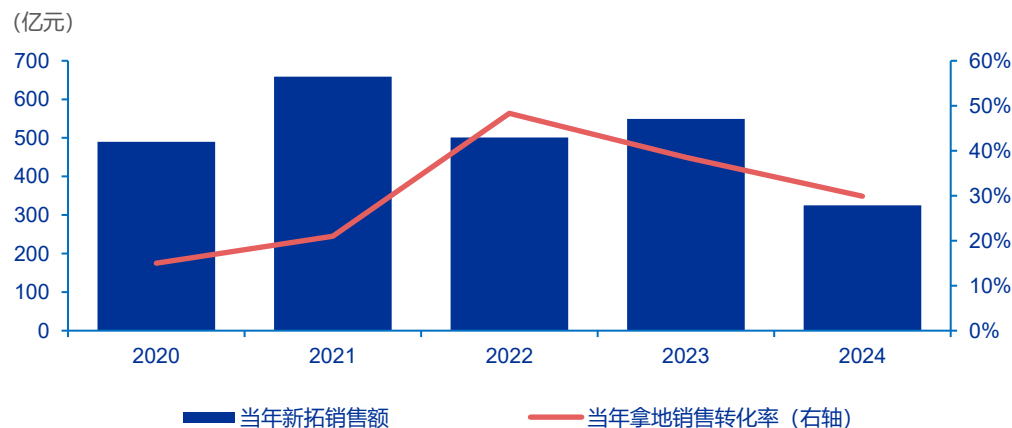
资料来源：公司公告，克而瑞，申万宏源研究

图 13：1H2025 重点公司拿地/销售金额比及销售同比



资料来源：公司公告，克而瑞，申万宏源研究

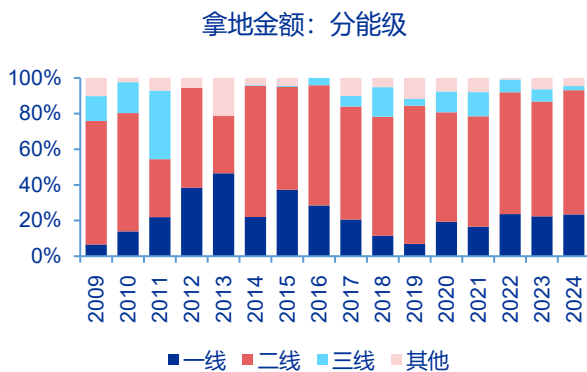
图 14：公司当年拿地转化为销售额及转化率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

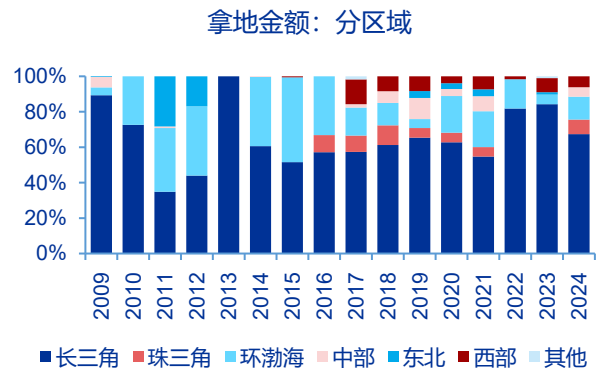
公司拿地聚焦北上杭和江浙（除杭州）机会型地块。2022-2024 年，公司拿地金额中一二线平均占比 91%，2024 年拿地金额中杭州、上海、北京分别占比 39%、10%、9%，合计占比 58%；浙江省内（除杭州）和江苏分别占比 10%和 8%。2022-2024 年，公司拿地金额中长三角平均占比 78%。

图 15：公司拿地金额：分能级



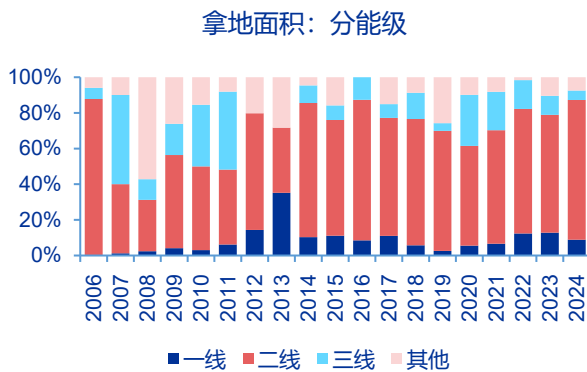
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：公司拿地金额：分区域



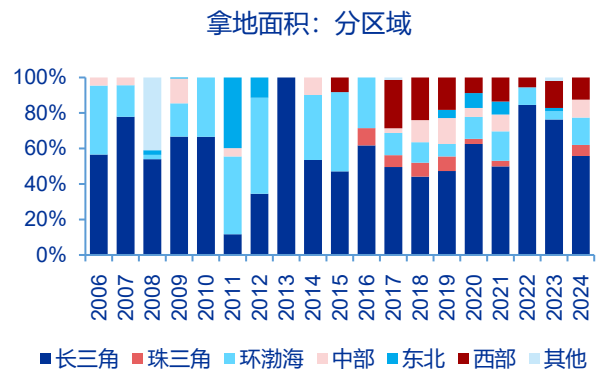
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：公司拿地面积：分能级



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司拿地面积：分区域



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：2022-2024 拿地金额（亿元）分城市及占比

省/直辖市	城市	2022	占比	2023	占比	2024	占比
浙江	杭州	366	61%	317	40%	237	39%
上海	上海	42	7%	139	18%	60	10%
北京	北京	98	17%	38	5%	52	9%
江苏	苏州	14	2%	8	1%	39	6%
陕西	西安			57	7%	37	6%
广东	广州					29	5%
福建	福州					20	3%
山东	济南					19	3%
湖南	长沙					18	3%
浙江	义乌			31	4%	18	3%
浙江	宁波	17	3%	37	5%	17	3%
安徽	合肥					14	2%
浙江	嘉兴			11	1%	9	2%
江苏	南京			69	9%	8	1%
天津	天津			5	1%	7	1%
浙江	慈溪					6	1%
浙江	台州	20	3%	22	3%	5	1%
浙江	余姚			6	1%	4	1%
江苏	无锡					3	0%
浙江	临海			4	1%		
浙江	绍兴			15	2%		
浙江	嵊州			1	0%		
浙江	丽水			7	1%		
辽宁	大连			11	1%		
四川	成都			6	1%		
海南	陵水黎族自治县			8	1%		
浙江	舟山	9	2%				
浙江	德清	5	1%				
江苏	南通	13	2%				
云南	昆明	10	2%				
北上杭小计		507	85%	495	62%	348	58%
浙江（除杭州）小计		51	9%	134	17%	58	10%
江苏小计		28	5%	77	10%	50	8%
拿地金额合计		596	100%	793	100%	601	100%

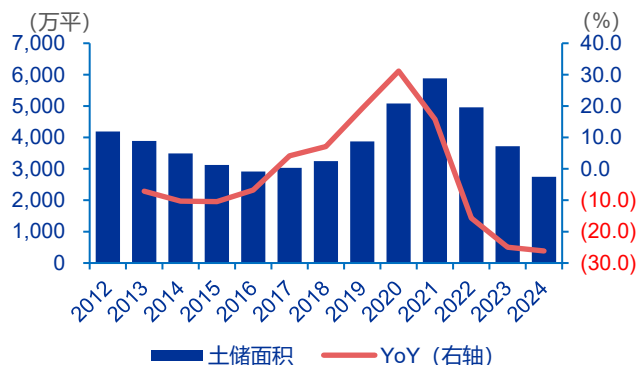
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 土储：核心 10 城占比土储货值 53%

截至 2024 年末，公司总土储面积 2,747 万平，同比-26.2%，其中一二线占比 64%，三线多为江浙三线城市如义乌、嘉兴、盐城、温州等；权益比例 65%，同比+2.3pct；平均土储成本 7,901 元/平，占比 24 年自投销售均价 2.9 万元/平的 27%；总土储货值 4,496 亿元，其中杭州、上海、西安等核心 10 城占比 53%。

分城市面积来看，Top10 城市分别为杭州、西安、启东、天津、盐城等，合计占比公司总土储的 53%。

图 19：公司土储面积及同比



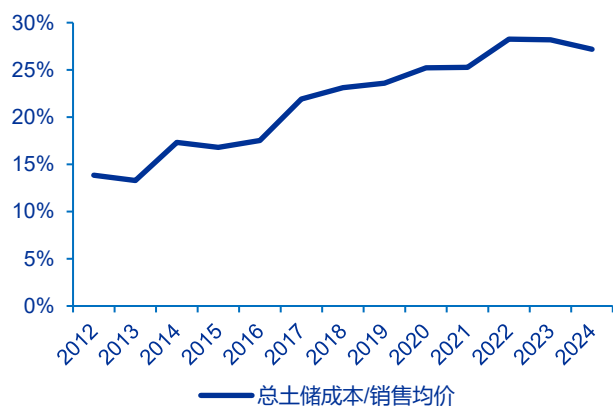
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：公司土储权益比例



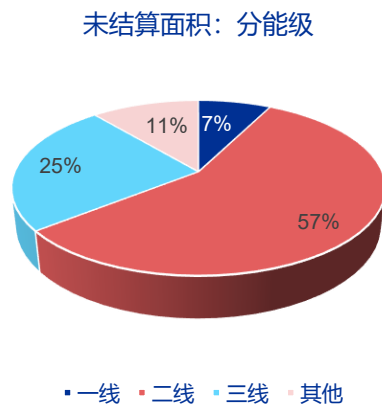
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：公司土储成本占比销售均价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：公司土储面积：分能级



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：公司 2024 年末分城市土储面积及占比

城市	土储面积 (万平)	占比	城市	土储面积 (万平)	占比
杭州	329	12.0%	嘉兴	31	1.1%
西安	227	8.3%	南京	30	1.1%
启东	214	7.8%	扬州	29	1.1%
天津	128	4.7%	郑州	28	1.0%
盐城	114	4.1%	烟台	27	1.0%
长沙	112	4.1%	印尼雅加达	25	0.9%
武汉	97	3.5%	台州	24	0.9%
成都	80	2.9%	青岛	23	0.8%
上海	79	2.9%	海盐	20	0.7%
宁波	75	2.7%	徐州	19	0.7%
济南	65	2.4%	信阳	18	0.7%

沈阳	65	2.3%	衢州	18	0.7%
乌鲁木齐	64	2.3%	嵊州	18	0.6%
高安	56	2.0%	南通	17	0.6%
舟山	54	1.9%	合肥	15	0.6%
北京	53	1.9%	济宁	15	0.6%
昆明	48	1.8%	绍兴	15	0.5%
陵水黎族自治县	46	1.7%	余姚	14	0.5%
大连	44	1.6%	慈溪	13	0.5%
哈尔滨	44	1.6%	丽水	11	0.4%
泰州	42	1.5%	福州	10	0.4%
广州	42	1.5%	开封	9	0.3%
义乌	40	1.4%	金华	6	0.2%
温州	39	1.4%	鹰潭	6	0.2%
苏州	36	1.3%	临海	6	0.2%
佛山	34	1.2%	重庆	4	0.1%
安吉	34	1.2%	无锡	3	0.1%
深圳	32	1.2%	加拿大高贵林	1	0.0%
合计			2,747	100.0%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：2024 年末总土储货值 Top10 及占比

城市	2024 年末土储总货值 (亿元)	占比
总土储货值	4,496	
杭州	854	19%
上海	479	11%
西安	274	6%
宁波	156	3%
北京	148	3%
南京	135	3%
武汉	106	2%
广州	97	2%
成都	77	2%
深圳	74	2%
Top10 城市	2,400	53%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 销售&产品：销售均价持续高位，产品力引领行业

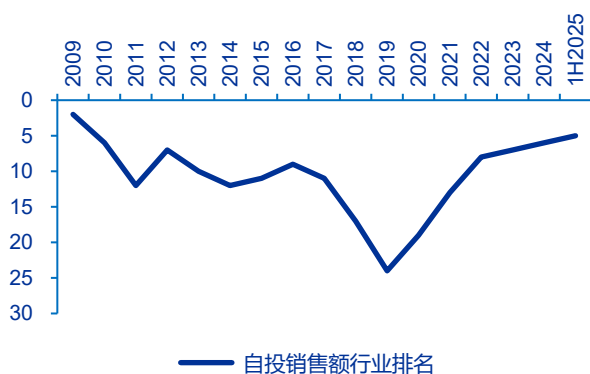
3.1 销售：1H25 销售额 803 亿元，销售均价领先行业

公司在 2016 年之前基本保持在行业 10 名左右，后续 2017-2020 年排名有所下降，主要原因：1) 2016-18 年公司重心在拓展代建业务，导致 2017-18 年自投销售额保持在千亿左右；而代建销售额 2018 年达到 552 亿元、是 2016 年的 3 倍；2) 2012-16 年公司平均权益拿地力度仅 12%，拿地不足导致 2017-18 年销售增速放缓。

1H2025 自投销售额 803 亿元、同比-6%，行业排名第 5。2017 年至今公司开启大力度拿地，2021 年自投销售额达到峰值 2,666 亿元，同比+24.2%；2024 年自投销售额 1,718 亿元，同比-11.6%；1H2025 自投销售额 803 亿元，同比-6.0%，好于 Top50 房企增速均值-18%。

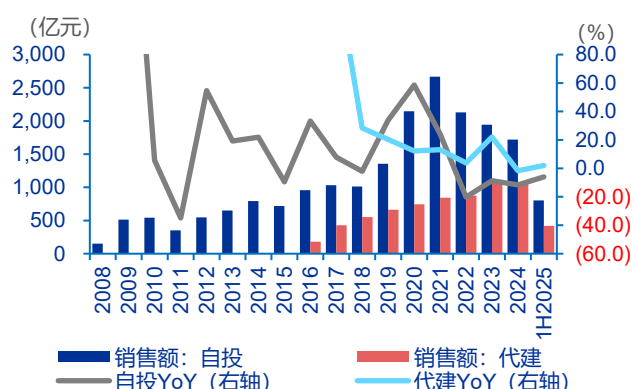
2024 年和 1H2025 自投销售均价分别为 2.9 和 3.5 万元/平，领先行业。

图 23：公司自投销售额排名



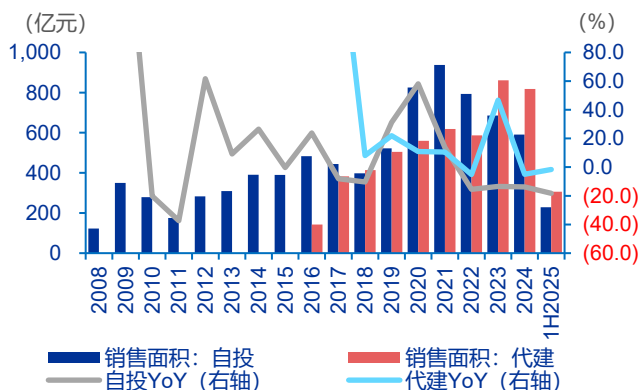
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：公司销售额及同比：自投和代建



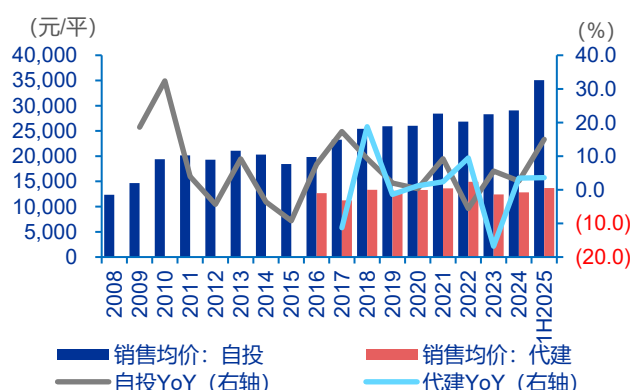
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：公司销售面积及同比：自投和代建



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：公司销售均价及同比：自投和代建



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 产品力：产品系列细分适配，市场验证的溢价能力

3.2.1 从高度竞争的杭州市场脱颖而出的产品力

购房者需求推动下，杭派房企多以产品力见长。2000 年前后，杭派房企快速崛起，涌现绿城、南都、金都、滨江、大家等一批品牌房企，在室内空气置换系统、地能系统、墙体保温隔热系统统等住宅科技运用方面领先行业。1995 年宋卫平创立绿城房产之初，将第一个项目丹桂公寓定义“舒适型住宅”。

杭州产品理念先于行业。2022 年 3 月，杭州宅地挂牌出让文件中规定新建住宅层高不小于 3 米，架空层不小于 4 米。2025 年 3 月，住建部发布《住宅项目规范》，明确规定新建住宅层高不应低于 3 米。

精装修品质住宅先于行业。2005 年，滨江金色海岸作为杭州首个精装豪宅出现，开启了杭州住宅的精装修时代。2010 年后，杭州精装修房进入快速发展期，杭州万科更是率先提出所有楼盘都带装修交付。2016 年 9 月，浙江省印发《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》（2020/12/31 废止），提出“2016.10.1-2020.12.31，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修”。

图 27：杭州宅地成交溢价率



资料来源：中指院，申万宏源研究

图 28：杭州绿城凤起潮鸣府



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.2 领先行业的建设体系和标准发布

公司在产品质量、建设体系持续领先行业。1999 年 9 月，公司成为浙江省首家通过 ISO9002 质量体系认证的房产企业。2019 年，绿城提出“研发一代，储备一代，生产一代”的前沿创新模式。2024 年 6 月，绿城集团发布的《绿城好房子标准》，通过了中国标准院专家组的严格评审，成为行业首个企业“好房子”标准。《绿城好房子标准》将理想居所

定义为“六宅一生”。以 1 个标准总则、六大核心理念、6 宅实操手册、N 项技术系统、226 项条款为标准架构的“六边形战士”，为购房者提供更高品质的“好房子”居住体验。

图 29：公司好房子理念



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 30：绿城好房子标准 2024



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.3 细分适配度的八大产品系列

公司产品发展主要分为 4 个阶段：

人本主义，人文基因(1995-1998)：这一阶段的立身产品是桂花系，以杭州市花命名，典型产品是丹桂公寓，特点包括将普通的平顶商品房改为坡顶、提出“舒适型住宅”、规划设计错落有致等。

品质立身，品牌立市(1999-2006)：1999 年公司确立“真诚、善意、精致、完美”为公司核心价值观；同年 9 月，绿城成为浙江省首家通过 ISO9002 质量体系认证的房产企业。这一阶段公司升级了别墅产品，代表作是九溪玫瑰园和中式别墅桃花源系列。

精品战略，全面升级(2007-2013)：2007 年绿城全面实施“精品战略”，为高端客户造房子。产品全面升级为法式平层、法式合院、二代高层和第三代别墅等，同期启动轻资产、代建、养老地产等多元业务。

理想转型，引领生活(2014-至今)：融创、龙湖等企业向豪宅领域进发，与绿城争夺塔尖客户。但同时，绿城早年孵化的创新产品开始进入市场，如高层产品品类 YOUNG 系列、凤起潮鸣等豪宅代表问世。

2024 年，绿城八大产品系列包括云庐系（高端别墅）、凤起系（城市核心区豪宅）、玫瑰园系（顶豪别墅）、月华系（低密社区）、晓风系（年轻家庭首改）、海棠系（度假型产品）、春月系（城市改善型）和桂冠系（超高端公寓），全面覆盖从高端别墅到城市地标的全维度产品线。

图 31：公司八大产品系列

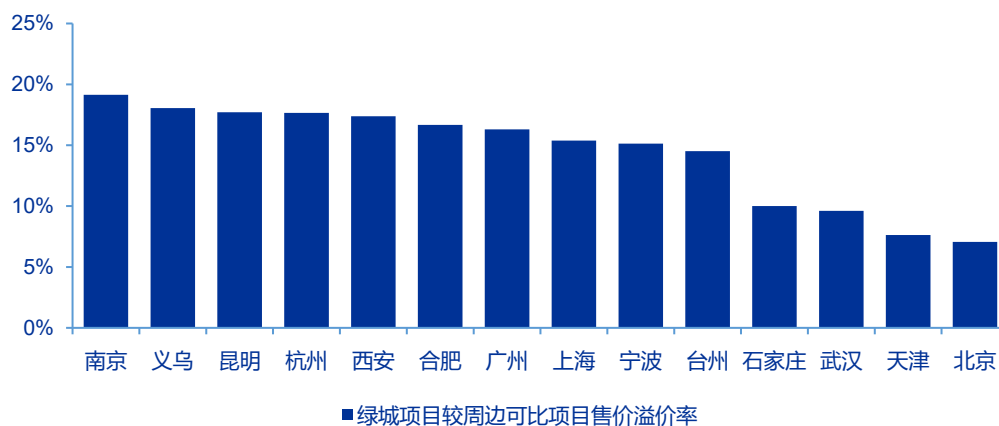


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.4 市场验证的产品溢价能力

我们选取了 15 个项目组进行对比，可以发现在不限价的背景下，绿城项目较周边新房价格平均溢价率达到 15%，充分体现了公司的产品力。

图 32：各城市绿城项目与周边可比新房开盘价格及溢价率



资料来源：房天下，申万宏源研究

表 7：各城市绿城项目与周边可比新房开盘价格及溢价率

城市	项目	地址	开发商	开盘时间	单价（万元/平）	溢价率
上海	潮鸣东方	徐汇区龙华中路 188 弄	绿城中国	2025 年 4 月	19.50	
	香港置地启元	徐汇龙华中路与瑞宁路交汇处	香港置地	2024 年 4 月	16.90	15%
杭州	绿城宸岸印月	拱墅运河新城东至拱康路绿化,南至谢村路、规划幼儿园,西至顾扬路、规划幼儿园,北至杭钢河绿化	绿城中国	2024 年 6 月	3.38	
	璟宸观澜府	拱墅 东至电厂热水河, 南至杭钢河, 西至杭钢河,	杭州天宸实业发展有限公司	年 月	.	%

北至马家桥路						
杭州	招商·运晓花映里	拱墅拱康路与康桥路交叉口向南 100 米	招商蛇口	2023 年 4 月	2.94	15%
	绿城馥香园	拱墅拱墅区登云路与学院北路交汇处	绿城中国	2023 年 3 月	5.55	
	杭曜置地中心	拱墅莫干山路与萍水路交汇处向东 200 米	华润置地	2023 年 5 月	4.62	20%
	德信小河云庄	拱墅东至京杭大运河绿化带,南至规划桥西拱宸桥单元 GS0609-13 地块,西至小路河,北至规划桃园路	德信控股集团	2023 年 8 月	5.14	8%
广州	玉海棠	番禺番禺区市桥街中银大厦南侧	绿城中国	2025 年 5 月	4.30	
	龙湖央璟颂	番禺广州市番禺区洛溪岛沙溪大道沙溪牌坊旁	龙湖集团	2025 年 4 月	3.60	19%
	珠江铂世湾	江山高尔夫俱乐部东侧	珠江投资	2024 年 5 月	3.80	13%
合肥	燕语春风	合肥市瑶海区乐水路新海家园	绿城中国	2025 年 6 月	2.00	
	城投云熙荟	和平路与雨山路交汇处	合肥城建	2025 年 6 月	1.50	33%
	邦泰悦九章	雨山路与旌德路交汇处	四川邦泰	2025 年 5 月	2.00	0%
南京	金陵月华	兴隆街道兴隆大街以北、螺丝桥大街以西	绿城中国	2025 年 3 月	7.80	
	奥体建设·丹荔云府	建邺区河北大街与河北路交叉口西 240 米	南京东南国资投资集团	2025 年 6 月	6.70	16%
	海玥万物	恒山路 100 号	上海建工集团	2022 年 12 月	6.40	22%
台州	风起潮鸣	白云山中路与文思路交汇处	绿城中国	2024 年 10 月	4.00	
	建发养云	开发大道以南、规划二路以东	建发国际集团	2024 年 6 月	4.00	0%
	建发璞云	椒江区葭沱街道一江山大道以北、学院路以西	建发国际集团	2024 年 5 月	3.10	29%
义乌	风起潮鸣	义乌稠州西路与丹溪路交叉口西侧	绿城中国	2024 年 9 月	4.00	
	中海九樾府	稠江街道贝村路与文政东路交汇处	中海宏洋地产集团	2022 年 3 月	3.60	11%
	商城·秦塘名邸	义乌宗泽路与城中北路交叉口	义乌市市场发展集团	2024 年 3 月	3.20	25%
福州	绿城·海棠映月	晋安秀峰路·秀山地铁站 B 口旁约 20 米	绿城中国	2022 年 8 月	2.70	
	金科嘉迪广场	晋安五四北·秀峰路（地铁 1 号线罗汉山站口）	金科地产	2021 年 12 月	2.10	29%
	新榕金岚秀山	晋安晋安区连洋西路西侧	福州建工（集团）总公司	2022 年 9 月	2.10	29%
北京	绿城·晓风印月	朝阳崔各庄乡南皋路北侧	绿城中国	2024 年 9 月	8.50	
	中建璞园	朝阳朝阳区东苇路与机场高速交汇向南约 700 米	中建置地	2024 年 10 月	7.98	7%
	京投发展·北熙区	朝阳东八间房路与将台村路交叉路口往东约 100 米	京投发展	2024 年 1 月	7.90	8%
石家庄	绿城桂语听澜	长安建华北大街与北二环交口东北角	绿城中国	2022 年 8 月	1.65	
	胜长安 99·悦时光	长安翟营大街与丰收路交口东行 200 米路南	东胜集团	2022 年 10 月	1.50	10%
	当代境 MOMA	长安北二环与翟营大街（待建）交口西北角	河北照晖房地产开发有限公司	2021 年 12 月	1.50	10%
武汉	绿城金地风起听澜	汉阳晴川大道与四新南路交叉口西 100 米	绿城中国	2023 年 4 月	2.00	
	中国电建地产·洛悦江湾	汉阳长江主轴·汉阳滨江公园旁	中国电建地产集团	2024 年 7 月	1.85	8%
	招商江山风华	汉阳四新南路与晴川大道交汇处	招商局地产（武汉）	2022 年 6 月	1.80	11%
天津	绿城·风起悦鸣	南开南开大悦城西侧（南开二马路与服装街交口）	绿城中国	2022 年 9 月	6.50	
	旭辉铂悦公望	南开六马路与天宝路交口（南开中学西侧）	天津卓达房地产开发有限公司	2022 年 1 月	6.30	3%
	中海镜映南开	南开南开区玉泉路与岳湖道交口	中海地产	2024 年 4 月	5.80	12%
昆明	凤起蘭庭	西山万达双塔 CBD 凤起蘭庭生活美学馆	绿城中国	2025 年 2 月	2.40	
	锦粼天曜	西山双塔旁	龙湖地产	2022 年 5 月	2.20	9%
	龙江金茂府	西山南一环 大悦城旁	中国金茂	2024 年 10 月	1.90	26%
宁波	凤麓和鸣	奉化岳林大成东路与桃源路交汇处（奉化万达西）	绿城中国	2023 年 6 月	2.00	
	和栖云境	奉化岳林街道中山东路与金峰路交汇处	奉化城开集团	2024 年 8 月	1.60	25%
	荣安·美安府	奉化岳林东路与新湖路交叉路口（奉化万达东南面）	荣安地产	2022 年 5 月	1.90	5%
西安	绿城锦海棠	高新科技七路与鱼化三路交汇处西北角	绿城中国	2025 年 6 月	2.67	
	紫薇时光云境	高新科技五路与化龙二路交汇处西南角·高新第四完全中学旁	西安高科集团	2024 年 6 月	2.30	16%
	金泰和樾	高新科技七路与化龙二路十字东南	陕西金泰	年 月	.	%

平均值

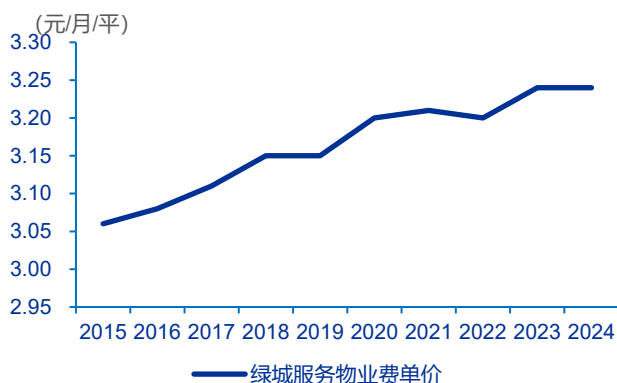
16%

资料来源：房天下，申万宏源研究

3.2.5 优质的物业管理服务

绿城服务物业费单价和服务品质持续领先行业。绿城服务于 1998 年从绿城房产集团的下属部门中分拆出来，独立运营、独立核算；2001 年中标第一个市场化项目清水公寓，开始对外输出优质服务；2016 年在港交所上市(代码 2869.HK)，绿城中国是绿城服务的基石、目前仍持股 4.39% 不变。绿城服务位列中国物业服务企业上市公司 10 强、百强满意度领先企业；物业费单价持续领先行业，2024 年达到 3.24 元/月/平、同比持平。绿城服务在管案例包括杭州凤起潮鸣（高端住宅）、海南蓝湾小镇（文旅地产）、杭州亚运村运动员一号村（赛事住宅服务）、南浔頔塘未来社区（未来社区）、乌镇雅园（康养地产）等。

图 33：绿城服务物业费单价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：绿城服务位列百强满意度领先企业



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.6 行业第一的代建业务能力

优秀的代建能力也是公司产品力得到市场持续认可的重要体现之一。公司进行代建业务的平台是绿城管理控股（9979.HK）。绿城管理在 2020 年 7 月由绿城中国中拆分上市，2024 年居中国房地产代建企业业务综合能力 Top1，市场占有率连续 9 年超 20%、居代建行业首位。截至 2024 年末，绿城管理在手订单总建筑面积 1.3 亿平，其中一二线占比 44%；可售货值 9,321 亿元，订单底仓充实。

图 35：绿城管理居代建业务综合能力 Top1



资料来源：公司官网，申万宏源研究

4. 财务&估值：业绩筑底迎改善，目标市值 333 亿港元

4.1 财务&结算：业绩处于底部区域，减值计提稳步推进

公司毛利率处于底部区域、减值计提进行中，预收款仍有一定覆盖量。

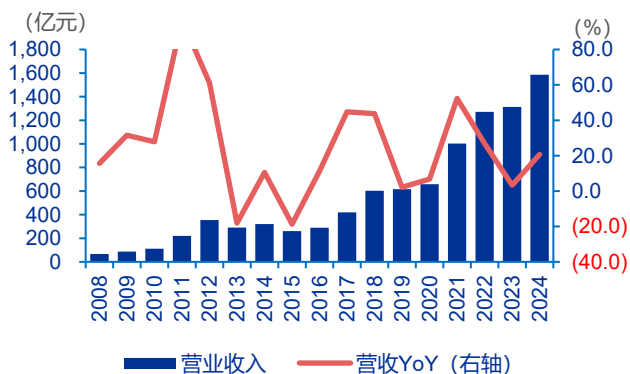
公司 2016 年后营业收入稳步增长，2024 年营业收入 1,585 亿元，同比+20.7%，其中地产开发业务占比营收 93%。2024 年归母净利润 16.0 亿元，同比-48.8%，业绩下降原因：1) 计提减值损失合计 50.6 亿元，同比+212%；2) 合联营企业投资收益-6.3 亿元，23 年为 21.6 亿元。公司历史上曾发行过永续债，因此 2014-2021 年业绩受永续债影响较大，其中 2018-19 年普通股股东业绩占比归母净利润仅 44%。

公司预告 1H2025 归母净利润较 1H2024 下降约 90%，主要由于：1) 2025 年上下半年交付节奏分布不均，上半年结转面积同比下降导致收入减少；2) 2025 年中期计提相关资产减值损失。

2024 年公司毛利率和归母净利率分别为 12.8%和 2.6%，同比分别-0.2pct 和-2.4pct；三费费率为 6.52%，同比+0.01pct；其中销售、管理、财务费率分别同比+0.03pct、-1.09pct、+1.08pct。

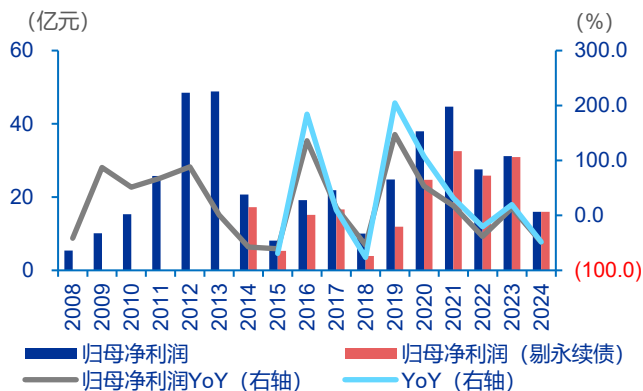
截至 2024 年末，公司预收账款 1,470 亿元，同比-8.0%；覆盖 24 年地产结算收入 1.0 倍。

图 36：公司营业收入及同比



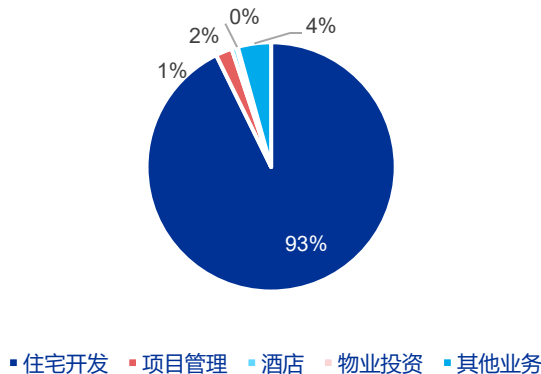
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：公司归母净利润及扣永续债后净利润及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：公司 2024 年营业收入构成



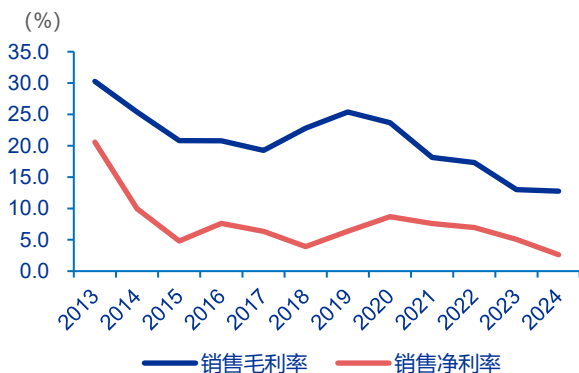
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：公司地产营收及同比



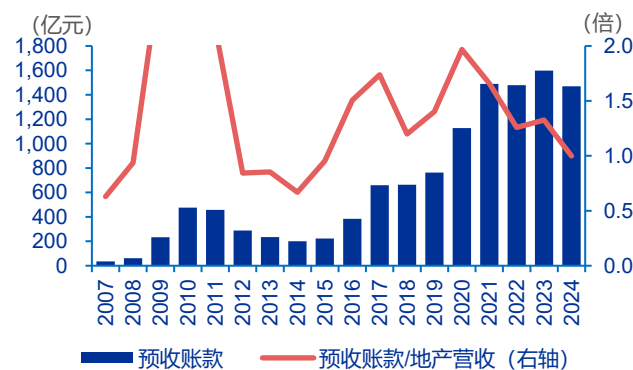
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：公司预收账款及覆盖倍数



资料来源：公司公告，申万宏源研究

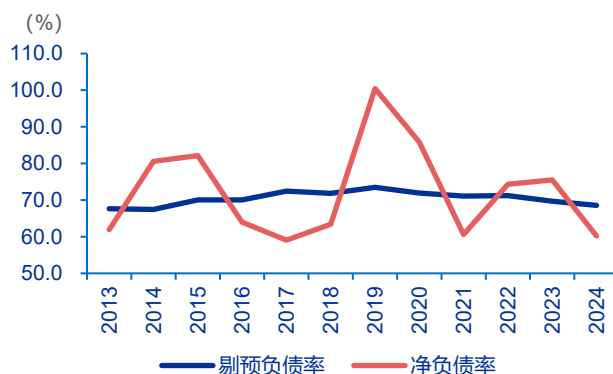
负债方面，总体呈现优化压降态势。截至 2024 年末，公司有息负债 1,372 亿元，同比 -11.9%；期间平均融资成本 3.9%，同比-40bps；净负债率 60.2%，同比-15.3pct。

图 42：公司有息负债及同比



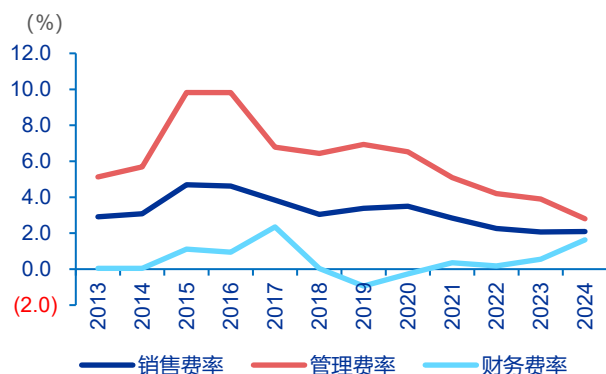
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43：公司负债率



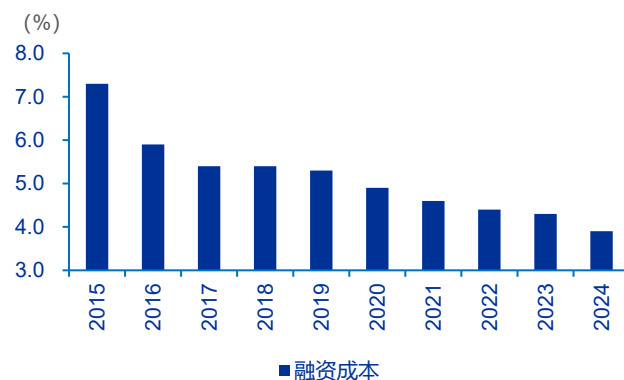
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：公司三费费率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 45：公司融资成本



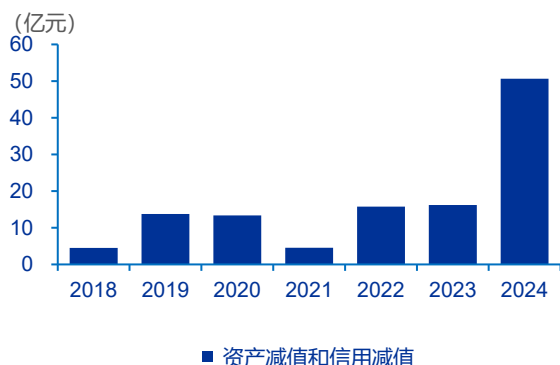
资料来源：公司公告，申万宏源研究

减值方面，公司 2019-24 年累计计提减值准备 114 亿元，其中 24 年计提 50.6 亿元；2019-24 年累计计提减值准备占比 24 年末存货为 4.6%，略低于重点房企均值 5.9%，减值计提相对充分。

存货质量方面，公司 2023-24 年开发产品占比存货分别为 13%和 18%，低于重点房企均值 19%和 25%，存货结构相对良好。

分红方面，公司 2022-24 年平均分红比例为 43%。

图 46：公司计提减值情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 47：公司分红金额及分红率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：主流房企经营指数对比：存货中现房占比指标（开发产品/存货）

开发产品/存货	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
000002.SZ 万科 A	7%	7%	8%	11%	15%	24%
600048.SH 保利发展	9%	9%	12%	19%	19%	21%
001979.SZ 招商蛇口	12%	14%	16%	18%	19%	23%
600383.SH 金地集团	9%	17%	16%	29%	26%	36%
601155.SH 新城控股	3%	5%	9%	9%	22%	28%
600153.SH 建发股份	6%	9%	5%	5%	9%	13%
002244.SZ 滨江集团	7%	6%	3%	4%	7%	22%
600325.SH 华发股份	17%	15%	20%	23%	22%	36%
600376.SH 首开股份	14%	19%	18%	19%	25%	31%
600649.SH 城投控股	8%	18%	20%	12%	13%	16%
600266.SH 城建发展	19%	19%	24%	24%	30%	38%
000069.SZ 华侨城 A	9%	13%	17%	27%	35%	33%
1109.HK 华润置地	4%	10%	11%	11%	16%	21%
0688.HK 中国海外发展	14%	12%	19%	22%	31%	33%
0960.HK 龙湖集团	7%	10%	15%	21%	24%	23%
1908.HK 建发国际集团	4%	5%	3%	3%	5%	9%
0123.HK 越秀地产	10%	16%	15%	15%	15%	20%
3900.HK 绿城中国	7%	8%	9%	9%	13%	18%
0817.HK 中国金茂	8%	11%	15%	12%	15%	22%
平均值	9%	12%	13%	15%	19%	25%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：主流房企经营指数对比：存货减值程度指标（信用及资产减值损失/存货）

信用+资产减值损失/存货	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	合计
000002.SZ 万科 A	0%	0%	0%	0%	1%	6%	7.9%
600048.SH 保利发展	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1.6%
001979.SZ 招商蛇口	1%	1%	1%	2%	1%	2%	6.4%
600383.SH 金地集团	0%	0%	1%	3%	3%	7%	14.6%
601155.SH 新城控股	0%	1%	2%	3%	4%	3%	13.3%
.SH 建发股份	%	%	%	%	%	%	.%

002244.SZ	滨江集团	0%	0%	0%	0%	2%	1%	3.8%
600325.SH	华发股份	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1.9%
600376.SH	首开股份	0%	0%	1%	0%	2%	3%	7.3%
600649.SH	城投控股	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0.5%
600266.SH	城建发展	0%	0%	0%	1%	1%	4%	6.2%
000069.SZ	华侨城 A	0%	0%	1%	6%	2%	2%	11.4%
1109.HK	华润置地	0%	1%	1%	1%	1%	2%	5.9%
0688.HK	中国海外发展	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0.9%
0960.HK	龙湖集团	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0.8%
1908.HK	建发国际集团	0%	0%	0%	2%	1%	2%	4.4%
0123.HK	越秀地产	0%	1%	1%	1%	1%	2%	4.7%
3900.HK	绿城中国	1%	1%	0%	1%	1%	2%	4.6%
0817.HK	中国金茂	0%	2%	1%	2%	2%	1%	7.8%
平均值		0%	0%	1%	1%	1%	2%	5.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 盈利预测&估值：给予目标 PB0.85X，对应目标市值 333 亿港元

我们假设：1) 公司 25-27 年地产结算收入分别同比-25%、-10%、-5%；2) 25-27 年结算毛利率分别为 9%、10%、11%；3) 25-27 年计提减值准备分别为 20 亿元、10 亿元、4 亿元，得到公司 25-27 年归母净利润预测分别为 10.1/16.3/19.8 亿元，同比分别-36.8%、+61.6%、+21.1%。

考虑到公司具有如下优势：1) 产品力溢价领先；2) 拿地积极、土储丰厚、深耕北上杭和长三角；3) 央企并表的市场化混合所有制企业，我们主要选取主流国央企和具有产品力的民企进行 PB 可比估值，主要由于目前房价下跌的背景下，房企基本都有难以去化的老库存，需考虑减值情况和库存情况进行 PB 折价；并且行业内大部分公司近年有亏损情况、难以用 PE 估值。招商蛇口等 6 家公司平均 24 年 PB 为 0.85X。考虑到公司货值充裕、销售弹性较大，因此我们按照 6 家公司平均的 PB0.85X、给予公司 25 年目标 PB0.85X，给予目标总市值 303 亿元、折合 333 亿港元。

表 10：可比公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	市净率 PB (倍)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				业绩 CAGR	ROE
		2025/8/12	2024A	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025-27E	2024A
001979.SZ	招商蛇口	8.87	0.82	40.4	42.3	46.6	53.7	-36.1%	4.7%	10.2%	15.1%	9.9%	3.5%
002244.SZ	滨江集团	9.70	1.07	25.5	28.6	31.5	34.8	0.7%	12.3%	10.1%	10.4%	10.9%	9.6%
600325.SH	华发股份	4.83	0.67	9.5	9.8	11.8	14.3	-48.2%	3.0%	20.1%	21.2%	14.4%	4.5%
1109.HK	华润置地	28.26	0.75	255.8	257.8	259.8	266.3	-18.5%	0.8%	0.8%	2.5%	1.4%	9.5%
0688.HK	中国海外发展	12.66	0.37	156.4	156.7	165.2	178.5	-38.9%	0.2%	5.4%	8.0%	4.5%	4.1%
1908.HK	建发国际集团	16.15	1.44	42.7	50.6	53.3	58.8	-1.6%	18.6%	5.2%	10.4%	11.3%	13.5%
最大值			.									.%	.%

最小值	0.37										1.4%	3.5%
平均值	0.85	88.4	91.0	94.7	101.0	-23.8%	6.6%	8.6%	11.3%	8.7%	7.5%	
3900.HK 绿城中国	9.53	0.68	16.0	10.1	16.3	19.7	-48.4%	-36.8%	61.6%	21.1%	7.3%	4.4%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：盈利预测均来自申万宏源研究房地产团队预测。汇率 1 港元=0.91 元。以上单位均为人民币。取 2025/8/12 收盘价。

5. 投资分析意见：好房子引领者，理顺机制再出发，首次覆盖、并给予“买入”评级

绿城中国作为混合所有制房企，具有中交并表的央企信用+绿城的市场化优势。公司从高度竞争的杭州市场脱颖而出，具有领先行业的产品建设体系和好房子标准、细分适配度的八大产品系列如凤起系等以及市场验证的产品溢价能力。公司减值计提相对同行平均较充分，毛利率和业绩处于底部区域，将受益于目前结构性涨价的一二线城市核心地段新房市场。我们预计公司 25-27 年归母净利润预测分别为 10.1/16.3/19.8 亿元，同比分别 -36.8%/+61.6%/+21.1%，对应 25/26 年 PE 分别为 23X 和 14X，对应 25/26 年 PB 分别为 24X 和 15X，目前公司 PB0.68X，按照 2025 年目标 PB0.85X，给予目标总市值 303 亿元、折合 333 亿港元，首次覆盖、并给予“**买入**”评级。

6. 风险提示：地产调控超预期收紧，销售去化率不及预期

- 1) 杭州等核心城市销售额超预期下行，导致公司销售额超预期下行；
- 2) 行业调控政策超预期收紧，导致公司销售额超预期下行；
- 3) 房价超预期下跌，导致公司销售额超预期下行。

合并损益表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	131,383	158,546	122,484	112,191	108,006
营业成本	114,310	138,321	109,354	98,869	94,034
销售费用	2,728	3,323	2,567	2,351	2,264
管理费用	5,139	4,441	3,431	3,143	3,026
财务费用	2,916	2,579	1,775	1,728	1,709
公允价值变动损益	(352)	(186)	0	0	0
投资收益	2,165	(633)	(1,400)	300	300
营业利润	9,725	7,074	4,468	7,223	8,749
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	9,725	7,074	4,468	7,223	8,749
所得税	3,047	2,928	1,849	2,989	3,621
净利润	6,678	4,146	2,619	4,233	5,128
少数股东损益	3,560	2,550	1,611	2,603	3,154
归属母公司净利润	3,118	1,596	1,008	1,630	1,975
NOPLAT	9,016	12,466	7,582	6,338	6,562
EPS(摊薄) (元)	1.23	0.63	0.40	0.64	0.78

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,758	68,862	121,437	128,773	133,668
应收账款	97,944	107,483	83,035	76,058	73,221
存货	286,513	252,016	194,693	178,332	171,680
其他流动资产	9,510	9,330	6,435	5,818	5,534
流动资产合计	463,725	437,691	405,601	388,981	384,103
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10,823	10,933	10,933	10,933	10,933
无形资产	875	837	837	837	837
投资性房地产	28,211	25,920	24,624	23,393	22,224
其他非流动资产	31,902	32,404	1,710	1,710	1,710
非流动资产合计	71,812	70,094	38,104	36,873	35,703
资产合计	535,537	507,785	443,705	425,854	419,806
短期借款	42,205	31,663	25,032	22,632	21,525
应付账款	48,614	47,149	37,275	33,701	32,053
预收款项	159,813	146,959	113,532	103,991	100,112
其他流动负债	52,616	59,734	44,899	40,594	38,609
流动负债合计	303,248	285,505	220,739	200,918	192,300
长期借款	113,595	105,524	105,524	105,524	105,524
其他非流动负债	4,759	3,272	2,587	2,339	2,224
非流动负债合计	118,354	108,796	108,111	107,862	107,748
负债合计	421,602	394,301	328,849	308,781	300,048
归属母公司所有者权益	36,130	36,328	36,856	37,710	38,744
少数股东权益	,	,	,	,	,

所有者权益合计	113,935	113,484	114,856	117,073	119,758
负债和股东权益	535,537	507,785	443,705	425,854	419,806

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,118	1,596	2,619	4,233	5,128
折旧与摊销	780	736	0	0	0
营运资本变动	17,967	20,401	62,686	2,952	3,626
其他经营活动现金流	1,110	6,097	1,443	(1,415)	(2,039)
经营活动产生的现金流量净额	22,974	28,831	66,748	5,770	6,715
资本性支出	360	356	0	0	0
其他投资活动现金流	(15,968)	(14,336)	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(19,106)	(14,418)	1,296	1,231	1,170
债务增加	73,570	78,970	(48,390)	(14,957)	(6,376)
股权融资	0	(11)	0	0	0
支付股利	1,266	1,089	480	776	941
其他筹资活动现金流	4,936	(5,613)	843	1,363	1,651
筹资活动产生的现金流量净额	(423)	(15,167)	(12,574)	951	(2,705)
现金及现金等价物净增加额	3,446	(897)	52,576	7,336	4,895
现金及现金等价物期末余额	69,758	68,862	121,437	128,773	133,668

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。