



绿城中国 (03900.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

结转节奏影响业绩，投销保持稳健

事件

2025 年 8 月 22 日，绿城中国发布 2025 年半年报，1H25 年实现营收 533.68 亿元，同比-23.5%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比-89.7%。

点评

结转不均影响收入，多重因素影响当期归母净利润下滑：受 2025 年上下半年交付节奏分布不均影响，1H25 结转面积同比下滑 22.7%，导致收入同比下降。1H24 年公司物业销售收入 496.51 亿元（占总收入 93.0%），同比-22.1%。而归母净利润同比下滑主要因为：①其他收入有所减少，受银行利息收入及应收关联方利息收入减少，1H25 其他收入 9.30 亿元，同比减少 7.91 亿元；②1H25 计提相关资产减值损失 19.33 亿元。

销售增速优于行业，核心城市销售市占率高：1H25 公司总合同销售金额 1222 亿元，同比-3.4%，其中自投销售金额 803 亿元，同比-6.0%（TOP100 房企平均增速-11.4%），自投排名升至行业第 5（2024 年第 6）；权益销售金额 539 亿元，权益销售排名升至行业第 5（2024 年第 6）。聚焦核心，1H25 年一二线城市销售额占比 86%，同比+6pts。回款维持高位，1H25 年销售回款率 96%，有效支撑现金流及再投资。

投资抢抓开局，高效转化：1H25 公司新增 35 个项目，权益拿地金额 362 亿元，预计新增货值 907 亿元。聚焦核心城市拿地，1H25 年一二线拿地货值占比 88%，其中杭州货值占 47%。截至 1H25，公司总土储项目 158 个，总建面 2724 万方，可售建面 1817 万方，其中一二线城市货值占比 80%，长三角区域占比 64%，高能级城市占比提升。

融资成本探低，融资通畅：1H25 年境内发债 77.11 亿元，同时完成境外融资置换 8.02 亿美元，并成功发行 3 年期 5 亿美元优先票据；公司持续优化债务结构，境外债比重约 15.3%，相比 2024 年末降低 1.1pts；总有息负债融资成本 3.4%，同比下降 50BP。

投资建议

公司销售有韧性，投资聚焦，未来随着 2022 年后的优质项目入市结转，业绩预计逐步改善。考虑到减值压力，调整公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 7.5/15.7/19.4 亿元，同比增速分别为-53.0%、109.6%和 23.1%。公司股票现价对应 PE 估值为 33.2/15.83/12.86 倍，维持“买入”评级。

风险提示

政策落地不及预期；房地产市场销售持续低迷；其他房企违约。

房地产组

分析师：池天惠（执业 S1130524080002）

chitianhui@gjzq.com.cn

分析师：何裕佳（执业 S1130525070009）

heyujia@gjzq.com.cn

联系人：陈健照

chenjianzhao@gjzq.com.cn

市价（港币）：10.700 元

相关报告：

1.《绿城中国港股公司点评：减值拖累业绩下滑，投销表现维持强势》，2025.4.10

2.《绿城中国港股公司点评：销售表现韧性足，投资聚焦核心城市》，2024.9.5



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	131,383	158,546	142,475	144,128	144,301
营业收入增长率	3.33%	20.67%	-10.14%	1.16%	0.12%
归母净利润(百万元)	3,118	1,596	751	1,574	1,938
归母净利润增长率	13.12%	-48.79%	-52.95%	109.57%	23.10%
摊薄每股收益(元)	1.23	0.63	0.30	0.62	0.76
每股经营性现金流净额	9.07	11.38	18.60	-7.14	20.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.63%	4.39%	2.10%	4.40%	5.38%
P/E	5.94	13.51	33.18	15.83	12.86
P/B	0.51	0.59	0.70	0.70	0.69

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	127,153	131,383	158,546	142,475	144,128	144,301
增长率	26.8%	3.3%	20.7%	-10.1%	1.2%	0.1%
主营业务成本	105,132	114,310	138,321	124,238	125,535	125,253
%销售收入	82.7%	87.0%	87.2%	87.2%	87.1%	86.8%
毛利	22,021	17,073	20,225	18,237	18,593	19,048
%销售收入	17.3%	13.0%	12.8%	12.8%	12.9%	13.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,902	2,728	3,323	2,775	2,775	2,913
%销售收入	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%	1.9%	2.0%
管理费用	5,387	5,139	4,441	4,243	4,243	4,456
%销售收入	4.2%	3.9%	2.8%	3.0%	2.9%	3.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	14,731	9,770	12,461	11,219	11,574	11,679
%销售收入	11.6%	7.4%	7.9%	7.9%	8.0%	8.1%
财务费用	228	727	2,579	2,183	1,883	2,269
%销售收入	0.2%	0.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.6%
投资收益	1,684	2,165	-633	-382	0	211
%税前利润	12.7%	22.3%	n.a	n.a	0.0%	3.7%
营业利润	14,438	8,845	8,961	8,114	8,770	8,488
营业利润率	11.4%	6.7%	5.7%	5.7%	6.1%	5.9%
营业外收支						
税前利润	13,256	9,725	7,074	2,731	4,770	5,699
利润率	10.4%	7.4%	4.5%	1.9%	3.3%	3.9%
所得税	4,361	3,047	2,928	1,229	1,622	1,824
所得税率	32.9%	31.3%	41.4%	45.0%	34.0%	32.0%
净利润	8,895	6,678	4,146	1,502	3,148	3,875
少数股东损益	6,139	3,560	2,550	751	1,574	1,938
归属于母公司的净利润	2,756	3,118	1,596	751	1,574	1,938
净利率	2.2%	2.4%	1.0%	0.5%	1.1%	1.3%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	66,312	69,758	68,862	100,965	73,277	119,221
应收款项	79,663	82,666	107,483	87,596	89,014	88,552
存货	284,678	286,513	252,016	216,806	256,913	198,553
其他流动资产	31,718	24,788	9,330	9,261	8,648	8,658
流动资产	462,371	463,725	437,691	414,628	427,852	414,984
%总资产	86.4%	86.6%	86.2%	84.8%	84.5%	83.4%
长期投资	43,539	40,324	36,428	38,249	40,161	42,169
固定资产	9,614	10,823	10,933	10,874	10,818	10,764
%总资产	1.8%	2.0%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%
无形资产	1,810	1,761	1,710	2,112	2,494	2,856
非流动资产	72,706	71,812	70,094	74,601	78,500	82,613
%总资产	13.6%	13.4%	13.8%	15.2%	15.5%	16.6%
资产总计	535,077	535,537	507,785	489,230	506,351	497,598
短期借款	35,882	42,205	31,663	33,429	33,745	34,414
应付款项	47,722	48,614	47,149	41,592	51,397	41,383
其他流动负债	221,151	212,429	206,693	193,931	196,201	189,239
流动负债	304,754	303,248	285,505	268,952	281,344	265,036
长期贷款	113,215	113,595	105,524	103,413	106,516	111,841
其他长期负债	5,694	4,759	3,272	3,272	3,272	3,272
负债	423,664	421,602	394,301	375,637	391,131	380,150
普通股股东权益	36,024	36,130	36,328	35,685	35,738	36,029
其中：股本	242	242	243	243	243	243
未分配利润	35,781	35,941	36,085	35,442	35,496	35,786
少数股东权益	75,389	77,805	77,157	77,908	79,482	81,419
负债股东权益合计	535,077	535,537	507,785	489,230	506,351	497,598

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.09	1.23	0.63	0.30	0.62	0.76
每股净资产	14.23	14.27	14.33	14.05	14.07	14.19
每股经营现金净流	5.76	9.07	11.38	18.60	-7.14	20.54
每股股利	0.50	0.43	0.30	0.55	0.55	0.55
回报率						
净资产收益率	7.65%	8.63%	4.39%	2.10%	4.40%	5.38%
总资产收益率	0.52%	0.58%	0.31%	0.15%	0.31%	0.39%
投入资本收益率	3.79%	2.49%	2.91%	2.46%	2.99%	3.01%
增长率						
主营业务收入增长率	26.85%	3.33%	20.67%	-10.14%	1.16%	0.12%
EBIT 增长率	31.50%	-33.68%	27.55%	-9.97%	3.17%	0.90%
净利润增长率	-38.33%	13.12%	-48.79%	-52.95%	109.57%	23.10%
总资产增长率	2.69%	0.09%	-5.18%	-3.65%	3.50%	-1.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.5	5.0	5.3	6.0	5.8	5.6
存货周转天数	975.5	899.4	700.8	679.2	679.2	654.5
应付账款周转天数	161.7	151.7	124.6	128.6	133.3	133.3
固定资产周转天数	28.1	28.0	24.7	27.6	27.1	26.9
偿债能力						
净负债/股东权益	79.30%	79.66%	63.09%	34.46%	60.98%	25.80%
EBIT 利息保障倍数	64.5	13.4	4.8	5.1	6.1	5.1
资产负债率	79.18%	78.73%	77.65%	76.78%	77.25%	76.40%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究