

港股研究 | 公司点评 | 绿城中国 (3900.HK)

业绩基本筑底，经营边际突出

——绿城中国 2025 年中报点评

报告要点

2025H 公司营收双位数下滑，归母净利润降幅较大，主要受上下半年交付节奏分布不均及计提资产减值损失金额较大影响；展望全年业绩，预计毛利率尚在底部，减值计提压力仍存，业绩短期依然承压。经营层面边际变化显著，销售排名再进一步，上半年新增货值居行业前三，品牌影响力持续扩大，融资成本有效降低，财务状况保持稳健，审慎经营的成效将逐步展现。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



侯兆熔

SAC: S0490525060001

绿城中国 (3900.HK)

2025-08-24

业绩基本筑底，经营边际突出

——绿城中国 2025 年中报点评

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布公告，2025H 实现营业收入 533.68 亿元 (-23.3%)，归母净利润 2.10 亿元 (-89.7%)，主要受上下半年交付节奏分布不均及计提资产减值损失（19.33 亿元）金额较大影响。

事件评论

- **业绩仍受毛利率和减值拖累，整体承压。**2025H 公司实现营业收入 533.68 亿元 (-23.3%)，归母净利润 2.10 亿元 (-89.7%)，主要受上下半年交付节奏分布不均影响，上半年结转面积同比下降 22.7%，导致收入同比下降；公司今年继续积极推动长库存去化，上半年计提资产减值损失金额较大，进而影响归母净利润。公司实现毛利率 13.4%，较去年同期 13.1% 略有上升，但仍处在底部区间；开发业务毛利率 12.7%，同比提升 1.0pct，主因上海外滩兰亭等高毛利项目占比较高。由于房地产市场仍面临价格压力，公司积极推动长库存的去化策略，计提非金融资产减值损失 17.17 亿元（去年同期为 14.22 亿元），同时计提信用减值损失 2.16 亿元（去年同期为 3.24 亿元），对业绩构成拖累。截至 2025 年 6 月底，公司合同负债为 1550.84 亿元，合同负债/开发业务结算收入=1.17X，结算资源量尚有一定保障。预计短期内毛利率仍承压，减值计提仍有一定规模，综合展望全年业绩尚在底部。
- **销售排名提升至行业第五，上半年新增货值位列行业第三。**销售方面，2025H 实现总销售金额 1222 亿元（含代建），其中自投销售金额 803 亿元 (-6%)，同比降幅优于同行（百强房企-11%），行业排名再进一位至第五；依靠品牌优势扎根核心区域，自投销售均价为 34984 元/平，维持较高水平；上半年首开平均去化率达 80% (+2pct)，且从项目获取至推盘过程中持续挖掘溢价，首开项目较交底会整体溢价 15 亿元，强化经营兑现。拿地方面，上半年新获取 35 个项目，权益拿地金额约 362 亿元，全口径拿地金额约 482 亿元，拿地强度达 60%，预计均在年内开盘；新项目平均权益比约 77%，维持较高水平；新增货值约 907 亿，位列行业第三，且整体质量较高，88%位于一二线，其余均在浙江省内三四线。资源方面，得益于近两年精准的投资策略和严格的投资纪律，土储结构更加聚焦、安全，土储总建面约 2724 万平，权益建面约 1795 万平，高能级城市占比进一步提升。
- **融资成本持续降低，财务安全度整体较高。**公司加权平均利息成本为 3.60%，较 2024 年同期下降 40BP，上半年完成境外债务置换约 8 亿美元，境内外融资通道保持畅通；债务结构持续优化，短债占比为 16.3%，创历史新低；剔除预收账款的资产负债率 67%、净负债率 68%，现金短债比 2.7（不含抵押银行存款），三道红线居于绿档，财务指标安全。
- **业绩基本筑底，经营边际突出。**2025H 公司营收双位数下滑，归母净利润降幅较大，主要受上下半年交付节奏分布不均及计提资产减值损失金额较大影响；展望全年业绩，预计毛利率尚在底部，减值计提压力仍存，业绩短期依然承压。经营层面边际变化显著，销售排名再进一步，上半年新增货值居行业前三，品牌影响力持续扩大，融资成本有效降低，财务状况保持稳健，审慎经营的成效将逐步展现。预测 2025~2027 年归母净利润分别为 10/19/42 亿元，业绩增速-36%/+88%/+118%，对应 PE 为 24/13/6，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、市场持续下行带来的进一步减值压力；
- 2、管理层变动的影响尚不确定。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 10.70

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

相关研究

- 《销售拿地表现亮眼，业绩压力逐步出清——绿城中国 2024 年业绩点评》2025-04-01
- 《大浪淘沙始见金，综合优势渐兑现——绿城中国深度覆盖报告》2025-01-06


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、市场持续下行带来的进一步减值压力：公司业绩承压的核心原因即为市场下行造成的减值风险，若销售复苏的持续性和强度不及预期，后续仍有进一步减值可能。
- 2、管理层变动的影响尚不确定：上半年董事会主席变更及董事会成员变动，董事会及高管成员对公司经营决策的影响至关重要，须进一步观察管理层变动对公司经营产生的影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。