

绿城中国(3900.HK)

投资积极布局，销售全力去化

推荐（维持）

股价：10.82 港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.chinagreentown.com;www.greentownchina.com
大股东/持股	CCCC Holding (HK) Limited/23.79%
实际控制人	
总股本(百万股)	2539.60
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	2539.60
总市值(亿元)	250.24
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(元)	15.38
资产负债率(%)	76.97

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】绿城中国（3900.HK）*年报点评*聚力深耕，经营稳健*推荐20250331

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn
郑茜文 投资咨询资格编号
S1060520090003
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



事项：

公司公布 2025 年半年报，上半年实现收入 533.7 亿元，同比下降 23.3%，股东应占利润 2.1 亿元，同比下降 89.7%，与盈利警告基本一致。

平安观点：

- **多因素致利润承压，毛利率小幅改善：**2025H1 公司实现收入 533.7 亿元，同比下降 23.3%，股东应占利润 2.1 亿元，同比下降 89.7%。股东应占利润增速低于收入主要因：1）利息收入下滑带动其他收入同比减少 7.9 亿元；2）非金融资产减值亏损净值及预期信用亏损模式下的减值亏损净值同比增加 1.9 亿元至 19.3 亿元；3）少数股东损益占比同比提升 44.3 个百分点至 82.7%。H1 毛利率同比提升 0.3 个百分点至 13.4%。
- **销售全力去化，首开高效存量攻坚：**2025H1 公司总合同销售金额 1222 亿元，位列行业第二，其中自投项目销售金额 803 亿元、权益销售金额 539 亿元，均位列行业第五。回款率 96%，维持高位，有力支撑再投资。H1 首开项目平均去化率达 80%，较去年同期提升 2 个百分点。首开项目普遍溢价，较交底会整体溢价约 15 亿元，溢价率达 104%，强化经营兑现。坚定执行老盘新做，H1 实现 2021 年及以前库存去化 190 亿元，加速现金回流。
- **投资积极布局，适度扩面高效转化：**2025H1 公司新增项目 35 个，平均楼面价 13591 元/平米，新增货值 907 亿元，位列行业第三。新拓项目平均权益比 77%，保持较高水平。在聚焦核心城市外，更加注重分析项目自身质地，关注优质结构性投资机会。新拓项目中一二线新增货值 801 亿元，占比 88%，其中杭州占 47%，同时也在绿城品牌影响力较强的浙江三四线城市，如台州、嘉兴等，积极获取 7 宗项目，货值 106 亿元。H1 新拓项目预计全部在当年实现首开，预计当年销售转化率约 55%。
- **债务结构优化，融资成本延续降低：**2025H1 短债占总借贷比例 16.3%，

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	131383	158546	156961	161042	169577
YOY(%)	3.3	20.7	-1.0	2.6	5.3
净利润(百万元)	3118	1596	1409	1944	2495
YOY(%)	13.1	-48.8	-11.7	38.0	28.4
毛利率(%)	13.0	12.8	12.5	13.3	14.0
净利率(%)	5.1	2.6	2.3	3.1	3.8
ROE(%)	8.6	4.4	3.9	5.4	7.1
EPS(摊薄/元)	1.23	0.63	0.55	0.77	0.98
P/E(倍)	8.0	15.7	17.8	12.9	10.0
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

创历史新低，境外债占比 15.3%，较 2024 年末进一步降低 1.1 个百分点。2025H1 末总借贷加权平均利息成本降至 3.4%。

投资建议：考虑公司其他收入下滑及减值计提超出预期，且盈利能力持续修复需要时间，小幅下调公司 2025-2027 年 EPS 预测至 0.55 元（原为 0.65 元）、0.77 元（原为 0.84 元）、0.98 元（原为 1.08 元），当前股价对应 PE 分别为 17.8 倍、12.9 倍、10.0 倍。公司财务稳健资金安全，投资聚焦坚定去化，有望以优质资产及品牌优势助力未来发展，维持“推荐”评级。

风险提示：1）楼市修复不及预期风险：若后续购房者信心不足、销售修复低于预期，将对公司发展产生负面影响；2）核心城市地块获取难度提升风险：房企拿地策略趋同之下，核心城市核心地块竞争激烈，获地难度增加可能导致公司优质土储获取不足、拿地利润空间收窄、权益比例降低等风险；3）毛利率修复缓慢、持续计提减值等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72988	36539	40342	41455
应收账款	2638	2339	2399	2526
预付款项、按金及其他应收款项	86983	94157	96606	101726
其他应收款	0	0	0	0
存货	252016	322188	327543	342118
其他流动资产	23067	26023	26699	28115
流动资产总计	437691	481246	493589	515939
长期股权投资	36428	35795	35162	34529
固定资产	10933	9220	7507	5794
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1565	1304	1043	782
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	21169	19803	18436	17070
非流动资产合计	70094	66121	62148	58175
资产总计	507785	547367	555737	574115
短期借款	19222	0	0	0
应付账款	47149	55855	56784	59310
其他流动负债	219134	267268	272000	284373
流动负债合计	285505	323124	328784	343684
长期借款	91142	91142	91142	91142
其他非流动负债	17654	17654	17654	17654
非流动负债合计	108796	108796	108796	108796
负债合计	394301	431919	437579	452479
股本	243	243	243	243
储备	36085	36085	36085	36085
留存收益	0	-266	-632	-1103
归属于母公司股东权益	36328	36062	35695	35224
归属于非控制股东权益	77157	79386	82462	86411
权益合计	113484	115448	118157	121635
负债和权益合计	507785	547367	555737	574115

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5792	5623	6542	7556
折旧与摊销	736	3340	3340	3340
财务费用	2579	2647	2686	2877
其他经营资金	19724	-23164	-2880	-6338
经营性现金净流量	28831	-11553	9688	7436
投资性现金净流量	-14418	-1352	-889	-479
筹资性现金净流量	-15167	-23543	-4997	-5843
现金流量净额	-754	-36449	3802	1113

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	158546	156961	161042	169577
销售成本	138321	137341	139623	145836
其他费用	0	0	0	0
销售费用	3323	2982	3060	3222
管理费用	4441	4397	4511	4750
财务费用	2579	2647	2686	2877
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-633	-633	-633	-633
公允价值变动损益	-186	-186	-186	-186
营业利润	9064	8776	10343	12073
其他非经营损益	-1990	-1990	-1200	-500
税前利润	7074	6786	9143	11573
所得税	2928	3147	4123	5128
税后利润	4146	3638	5020	6444
归属于非控制股东利润	2550	2229	3076	3949
归属于母公司股东利润	1596	1409	1944	2495
EBITDA	10389	12772	15169	17790
NOPLAT	7833	7365	7980	8816
EPS(元)	0.63	0.55	0.77	0.98

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率	20.7%	-1.0%	2.6%	5.3%
EBIT 增长率	-23.6%	-2.3%	25.4%	22.2%
EBITDA 增长率	-22.6%	22.9%	18.8%	17.3%
税后利润增长率	-37.9%	-12.2%	38.0%	28.4%
盈利能力				
毛利率	12.8%	12.5%	13.3%	14.0%
净利率	2.6%	2.3%	3.1%	3.8%
ROE	4.4%	3.9%	5.4%	7.1%
ROA	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
ROIC	4.6%	4.4%	4.3%	4.8%
估值倍数				
P/E	15.7	17.8	12.9	10.0
P/S	0.2	0.2	0.2	0.1
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	