盈利阶段承压，经营展现韧性

华泰研究 中报点评
2025 年 8 月 25 日 | 中国香港 房地产开发

绿城中国公布 25H1 业绩：收入同比-23%至 534 亿元；归母净利润同比-90%至 2.1 亿元，符合业绩预告，利润下滑主要由于房地产行业调整导致开发业务结转面积减少，毛利润下降。公司 2025H1 业绩承压，但销售表现优于行业 TOP10 平均，且拿地力度明显加大，未来权益高的新项目逐步进入结转周期，有望带动盈利修复。同时，债务结构改善、现金流充裕，保障公司稳健运营。维持“买入”评级。

盈利阶段性承压，充裕已售未结资源支撑后续业绩

2025H1，公司开发业务收入 497 亿元，同比-22%，对应结转面积同比-23%，结转规模下滑主要由于上下半年结转节奏分布不均；结转毛利率同比+1.0pct 至 12.7%，主要受益于上海外滩兰庭等高毛利项目的结转。受行业调整的影响，公司归母净利润显著下滑，原因包括：1）非金融资产减值损失扩大至 17.2 亿元（24H1 亏损 14.2 亿元）；2）合联营公司损失扩大至 2.7 亿元（24H1 亏损 2.1 亿元）；3）少数股东损益占比同比+44.3pct 至 82.7%。截至 2025H1 末，公司已售未结资源 1987 亿元，环比 2024 年末+4%，其中权益占比为 72%，环比下降 3pct，但整体权益结转资源仍然充裕，有望为后续业绩回升提供有力支撑。

行业排名进一步提升，拿地力度显著增强

25H1 公司自投项目权益销售额 803 亿元，同比-11.3%，优于 TOP10 房企平均（-13.9%），行业排名提升 1 名至第五。25H1，公司新获取项目的权益拿地金额/预计新增货值为 362/907 亿元，同比+135%/+172%，权益拿地强度同比+42pct 至 67%。公司下半年将采取谨慎精准的拿地策略，预计拿地节奏将有所放缓，全年拿地货值目标为 1200-1300 亿元。截至 25H1 末，公司拥有未售土储货值约 2700 亿元，其中 2021 年及以前获取的重难点库存货值占比约 50%。展望下半年，公司可售资源 1763 亿元，其中新推、一二线占比分别为 51%、83%，在充裕且优质的土储支持下，公司有望实现全年 1600 亿元的销售目标。

有息负债阶段性增加，短债占比创历史新低

截至 2025H1 末，公司有息负债 1430 亿元，环比+4.3%，主要源于上半年拿地力度加大带动开发贷款阶段性上升。管理层在业绩会上强调整体降杠杆方向不变，并预计 2025 年末有息负债规模将同比持平。公司债务结构持续优化，短期占比环比-6.8pct 至 16.3%，创历史新低；境外债占比环比-1.1pct 至 15.3%。此外，融资成本同比-40bp 至 3.6%。流动性方面，公司在手现金 668 亿元，对应现金短债比达 2.9 倍，创历史新高，充裕的现金流为公司稳健运营及后续发展提供了有力保障。

盈利预测与估值

考虑房地产行业调整对公司开发业务的影响，我们下调营收假设，毛利率假设同步下调，同时考虑短期内结转项目大部分仍为历史合作项目，对应小幅上调 2025-2026 年少数股东损益占比的假设，预计 25-27 年 EPS 为 0.45/0.48/0.57 元（前值 0.57/0.59/0.67 元，分别-22%/-18%/-14%）。公司 25E BPS 为 14.54 元（前值 14.63 元），参考可比公司 Wind 一致预期 25PB 均值 0.86x，我们认为公司合理 PB 水平与其一致，对应目标价 13.69 港元（前值 12.73 港元，基于 0.81x 25E PB）。

风险提示：行业销售调整风险；结转营收和利润增速不及预期。

投资评级（维持）： 买入
目标价（港币）： 13.69

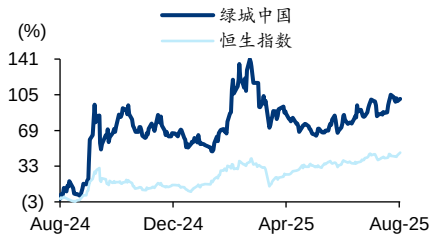
陈颖* 研究员
SAC No. S0570524060002 chenying019881@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

陈慎 研究员
SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	13.69
收盘价 (港币 截至 8 月 25 日)	10.82
市值 (港币百万)	27,478
6 个月平均日成交额 (港币百万)	168.08
52 周价格范围 (港币)	5.55-13.78
BVPS (人民币)	14.01

股价走势图



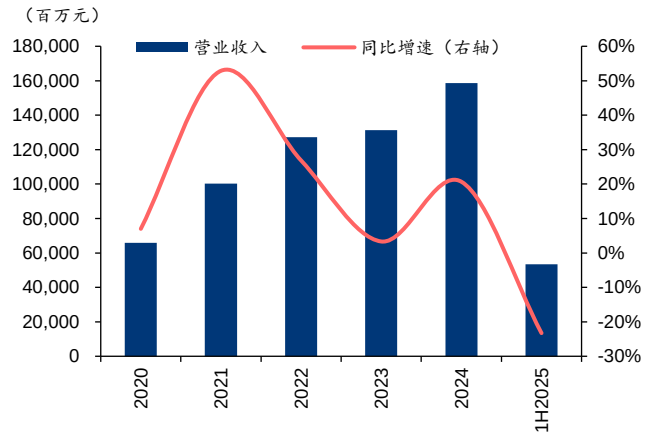
资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	158,546	144,055	132,115	134,828
+/-%	20.67	(9.14)	(8.29)	2.05
归属母公司净利润 (百万)	1,596	1,135	1,227	1,458
+/-%	(48.79)	(28.87)	8.07	18.82
EPS (最新摊薄)	0.63	0.45	0.48	0.57
ROE (%)	4.41	3.10	3.29	3.84
PE (倍)	15.68	22.09	20.44	17.20
PB (倍)	0.69	0.68	0.67	0.65
EV EBITDA (倍)	27.86	38.22	37.29	31.90
股息率 (%)	3.04	2.16	2.33	2.77

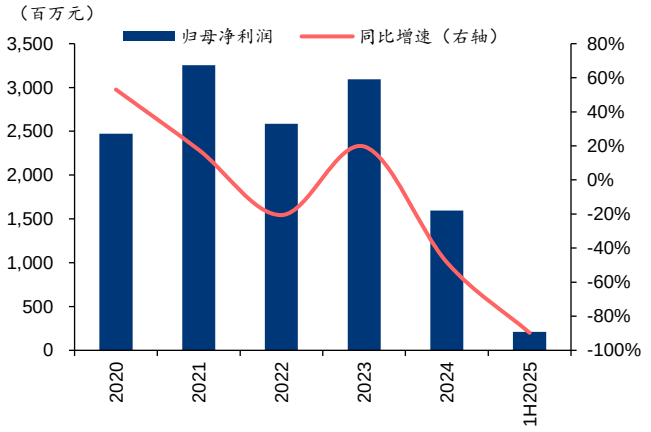
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营收和同比增速



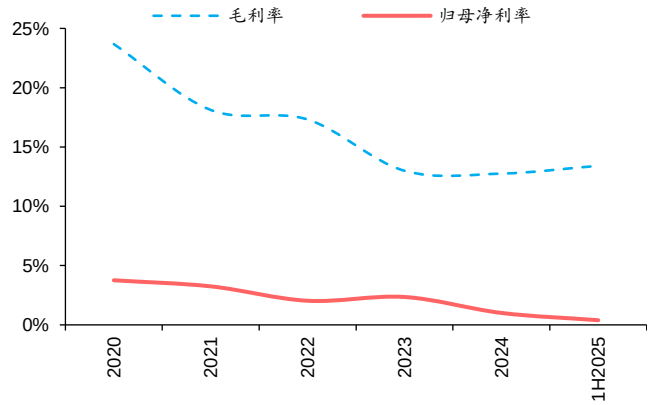
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



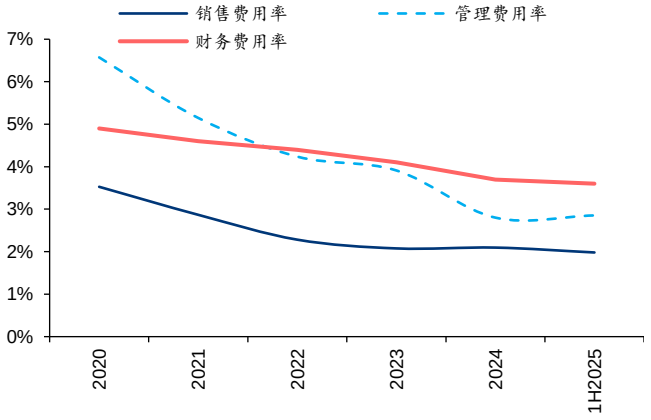
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司销售、财务和管理费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

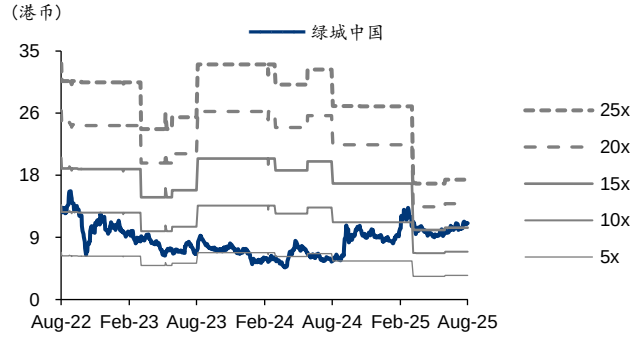
图表5：可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值（亿元，交易货币）	收盘价（交易货币）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E
002244 CH	滨江集团	332	10.66	0.92	1.00	1.08	11.63	10.69	9.87	1.10
001979 CH	招商蛇口	853	9.41	0.51	0.57	0.63	18.45	16.65	15.04	0.77
1908 HK	建发国际集团	423	18.90	2.03	2.16	2.35	8.47	7.97	7.32	1.19
0688 HK	中国海外发展	1,580	14.44	1.51	1.60	1.71	8.71	8.23	7.68	0.37
	平均						11.81	10.89	9.98	0.86

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，统计时间为 2025 年 8 月 25 日。

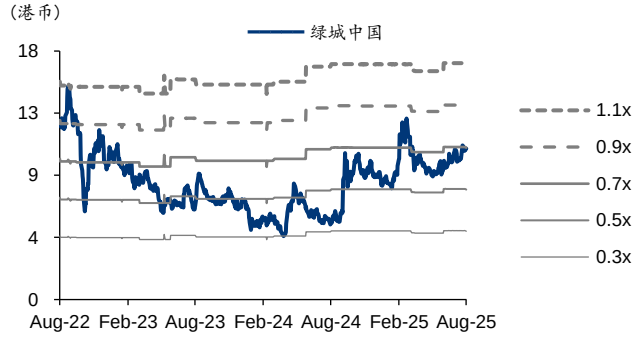
资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

图表6： 绿城中国 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7： 绿城中国 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

1）行业销售调整风险；2）结转营收和利润增速不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	131,383	158,546	144,055	132,115	134,828
销售成本	(114,310)	(138,321)	(128,252)	(117,497)	(119,837)
毛利润	17,073	20,225	15,803	14,618	14,991
销售及分销成本	(2,728)	(3,323)	(3,019)	(2,769)	(2,826)
管理费用	(5,139)	(4,441)	(4,035)	(3,701)	(3,777)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(727.03)	(294.96)	(36.42)	35.66	52.61
应占联营公司利润及亏损	2,165	(632.99)	(310.04)	(402.48)	(616.19)
税前利润	9,725	7,074	5,098	5,234	5,923
税费开支	(3,047)	(2,928)	(2,110)	(2,166)	(2,451)
少数股东损益	3,560	2,550	1,853	1,841	2,013
归母净利润	3,118	1,596	1,135	1,227	1,458
折旧和摊销	(779.66)	(683.93)	(694.47)	(720.49)	(758.21)
EBITDA	11,231	8,053	5,829	5,919	6,629
EPS (人民币，基本)	1.23	0.63	0.45	0.48	0.57

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	285,279	250,766	276,492	232,660	273,320
应收账款和票据	79,893	89,621	57,636	77,415	60,410
现金及现金等价物	69,758	68,862	64,453	62,578	74,340
其他流动资产	28,795	28,443	26,024	23,723	24,778
总流动资产	463,725	437,691	424,605	396,376	432,847
固定资产	10,823	10,933	10,310	10,884	10,884
无形资产	571.21	456.54	345.60	232.80	120.00
其他长期资产	60,417	58,705	58,939	58,155	57,603
总长期资产	71,812	70,094	69,595	69,272	68,607
总资产	535,537	507,785	494,200	465,649	501,455
应付账款	208,427	203,313	195,129	169,899	202,401
短期借款	20,466	19,275	17,210	16,176	15,659
其他负债	74,354	62,917	57,166	52,428	53,505
总流动负债	303,248	285,505	269,506	238,504	271,565
长期债务	114,571	91,597	91,564	91,532	91,499
其他长期债务	3,783	17,199	17,199	17,199	17,199
总长期负债	118,354	108,796	108,763	108,730	108,697
股本	242.48	242.68	242.68	242.68	242.68
储备/其他项目	35,888	36,085	36,680	37,322	38,086
股东权益	36,130	36,328	36,922	37,565	38,329
少数股东权益	77,805	77,157	79,009	80,850	82,863
总权益	113,935	113,484	115,931	118,415	121,192

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.02	15.68	22.09	20.44	17.20
PB	0.69	0.69	0.68	0.67	0.65
EV EBITDA	21.93	27.86	38.22	37.29	31.90
股息率 (%)	4.36	3.04	2.16	2.33	2.77
自由现金流收益率 (%)	90.64	89.35	6.09	9.03	46.22

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	11,231	8,053	5,829	5,919	6,629
融资成本	727.03	294.96	36.42	(35.66)	(52.61)
营运资本变动	17,682	19,198	(1,712)	(693.28)	8,205
税费	(3,047)	(2,928)	(2,110)	(2,166)	(2,451)
其他	(3,620)	(10,274)	(3,122)	(2,507)	1,319
经营活动现金流	22,974	14,344	(1,079)	516.75	13,648
CAPEX	(2,903)	(1,789)	(464.44)	(810.07)	(810.65)
其他投资活动	(16,204)	14,520	29.61	(9.71)	5.18
投资活动现金流	(19,106)	12,731	(434.83)	(819.78)	(805.47)
债务增加量	2,393	(24,164)	(2,098)	(1,067)	(549.76)
权益增加量	15,519	0.21	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,266)	(1,089)	(760.28)	(540.75)	(584.38)
其他融资活动现金流	(17,069)	(294.96)	(36.42)	35.66	52.61
融资活动现金流	(423.14)	(25,548)	(2,895)	(1,572)	(1,082)
现金变动	3,444	1,526	(4,408)	(1,875)	11,761
年初现金	66,312	69,758	68,862	64,453	62,578
汇率波动影响	1.86	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	69,758	68,862	64,453	62,578	74,340

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	3.33	20.67	(9.14)	(8.29)	2.05
毛利润	(22.47)	18.46	(21.86)	(7.50)	2.55
营业利润	(32.96)	35.36	(29.79)	(6.86)	2.94
净利润	13.12	(48.79)	(28.87)	8.07	18.82
EPS	13.12	(48.84)	(29.02)	8.07	18.82
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	12.99	12.76	10.97	11.06	11.12
EBITDA	8.55	5.08	4.05	4.48	4.92
净利润率	2.37	1.01	0.79	0.93	1.08
ROE	8.46	4.41	3.10	3.29	3.84
ROA	0.58	0.31	0.23	0.26	0.30
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	57.29	37.02	38.23	38.11	0.00
流动比率	1.53	1.53	1.58	1.66	1.59
速动比率	0.59	0.65	0.55	0.69	0.59
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.25	0.30	0.29	0.28	0.28
应收账款周转天数	226.34	192.45	184.00	184.00	184.00
应付账款周转天数	636.16	535.81	559.21	559.21	559.21
存货周转天数	815.81	697.57	740.00	780.00	760.00
现金转换周期	405.99	354.21	364.79	404.79	384.79
每股指标 (人民币)					
EPS	1.23	0.63	0.45	0.48	0.57
每股净资产	14.27	14.33	14.54	14.79	15.09

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，陈颖、陈慎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 绿城中国（3900 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈颖、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 绿城中国（3900 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司