

绿城中国 (03900.HK)

优于大市

结算和计提节奏导致盈利承压，销售拿地仍优于行业平均

核心观点

归母净利润同减近九成。2025 上半年公司实现营业收入 533.7 亿元，同比下降 23.5%；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 89.7%。公司收入下降的原因主要是上下半年结转节奏分布不均匀，公司归母净利润下降的主要原因是计提资产减值及公允价值约 20 亿元（2024 年共 49 亿元）。

销售拿地优于行业平均。2025 上半年公司实现总销售面积 535 万平方米，同比下降 10%；实现总销售金额 1222 亿元，同比下降 3%，位居全行业 TOP2，公司销售增速显著优于行业平均水平。在公司的操盘销售中，自投销售 803 亿元，归属公司权益金额为 539 亿元。上半年，公司首开高效，溢价凸显，其中上海潮鸣东方整盘溢价预计 6.5 亿元，利润率较交地水平提升 7.6pct。公司聚焦高能级城市，一、二线销售额占比高达 86%，回款率达 94%，继续维持高位。分区域看，公司长三角区域占销售总额的 69%。

2025 上半年公司新增项目 35 个，新增建面 355 万平方米，对应新增货值 907 亿元，位居行业 TOP3。公司新增土储中，杭州占比 47%，一二线城市占比 87%，在深耕核心城市的同时，适度扩展投资面。截至 2025 上半年末，公司土储总货值 4518 亿元，总建筑面积 2724 万平方米，其中可售权益建筑面积 1181 万平方米，按区域看，公司土储一二线城市占比 80%。

现金储备充裕，财务稳健。截至 2025 上半年末，公司货币资金 668 亿元，除去预售监管及受限资金仍有 395 亿元，现金短债比为 2.9 倍，现金流保持稳健。公司债务结构合理，一年内到期债务 232 亿元，银行借款占比 82%，平均融资成本 3.4%，创下新低。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：根据公司结算节奏，我们小幅下调公司 25、26 年的收入预测为 1403/1287 亿元（原值 1421/1464 亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司 25、26 年归母净利润分别为 10/11 亿元（原值 17/18 亿元），EPS 分别为 0.40/0.45 元，对应当前股价 PE 分别为 20.8/18.8 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	131383	158546	140313	128667	124807
(+/-%)	3.3%	20.7%	-11.5%	-8.3%	-3.0%
净利润(百万元)	3118	1596	1027	1135	1337
(+/-%)	13.1%	-48.8%	-35.7%	10.5%	17.8%
每股收益(元)	1.23	0.63	0.40	0.45	0.53
EBIT Margin	7.0%	7.9%	7.0%	6.5%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	4.4%	2.8%	3.0%	3.5%
市盈率 (PE)	6.9	13.4	20.8	18.8	16.0
EV/EBITDA	52.8	33.4	31.1	33.4	33.3
市净率 (PB)	0.59	0.59	0.58	0.56	0.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.14 港元
总市值/流通市值	25752/25752 百万港元
52 周最高价/最低价	13.32/5.36 港元
近 3 个月日均成交额	122.25 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《绿城中国 (03900.HK) - 业绩承压，销售拿地优于行业平均》——2025-04-07

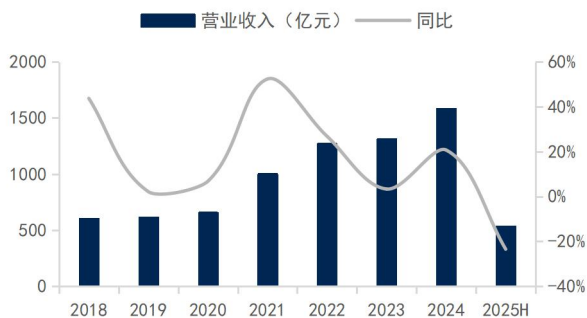
《绿城中国 (03900.HK) - 核心净利增长，销售权益提升》——2024-08-28

《绿城中国 (03900.HK) - 业绩稳健，持续聚焦》——2024-03-25

《绿城中国 (03900.HK) - 持续巩固一二线核心地位，权益占比提升》——2023-08-28

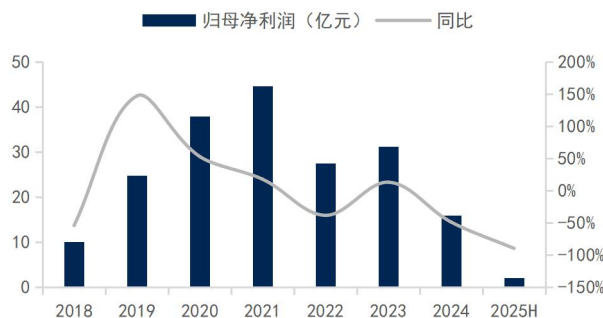
归母净利润同减近九成。2025 上半年公司实现营业收入 533.7 亿元，同比下降 23.5%；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 89.7%。公司收入下降的原因主要是上下半年结转节奏分布不均匀，公司归母净利润下降的主要原因是计提资产减值及公允价值约 20 亿元（2024 年共 49 亿元）。

图1：公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润

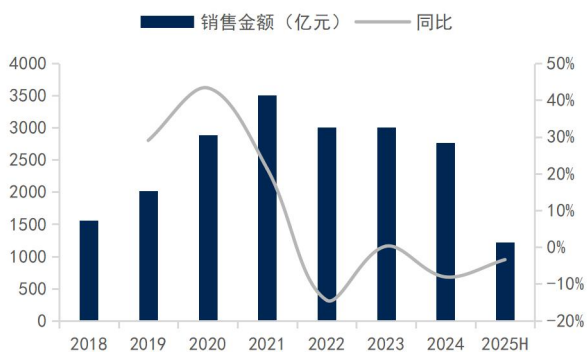


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售拿地优于行业平均。2025 上半年公司实现总销售面积 535 万平方米，同比下降 10%；实现总销售金额 1222 亿元，同比下降 3%，位居全行业 TOP2，公司销售增速显著优于行业平均水平。在公司的操盘销售中，自投销售 803 亿元，归属公司权益金额为 539 亿元。上半年，公司首开高效，溢价凸显，其中上海潮鸣东方整盘溢价预计 6.5 亿元，利润率较交地水平提升 7.6pct。公司聚焦高能级城市，一、二线销售额占比高达 86%，回款率达 94%，继续维持高位。分区域看，公司长三角区域占销售总额的 69%。

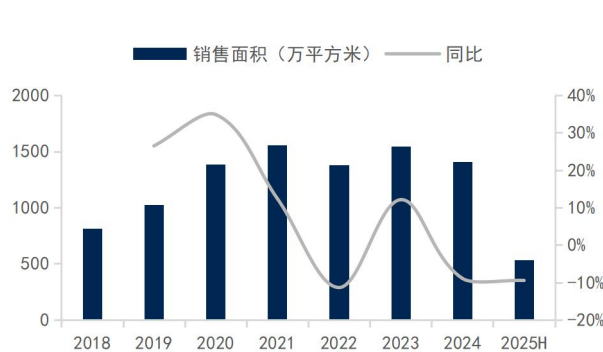
2025 上半年公司新增项目 35 个，新增建面 355 万平方米，对应新增货值 907 亿元，位居行业 TOP3。公司新增土储中，杭州占比 47%，一二线城市占比 87%，在深耕核心城市的同时，适度扩展投资面。截至 2025 上半年末，公司土储总货值 4518 亿元，总建筑面积 2724 万平方米，其中可售权益建筑面积 1181 万平方米，按区域看，公司土储一二线城市占比 80%。

图3：公司销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现金储备充裕，财务稳健。截至 2025 上半年末，公司货币资金 668 亿元，除去预售监管及受限资金仍有 395 亿元，现金短债比为 2.9 倍，现金流保持稳健。公司债务结构合理，一年内到期债务 232 亿元，银行借款占比 82%，平均融资成本 3.4%，创下新低。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：根据公司结算节奏，我们小幅下调公司 25、26 年的收入预测为 1403/1287 亿元（原值 1421/1464 亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司 25、26 年归母净利润分别为 10/11 亿元（原值 17/18 亿元），EPS 分别为 0.40/0.45 元，对应当前股价 PE 分别为 20.8/18.8 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	69758	68862	95938	112759	123826	营业收入	131383	158546	140313	128667	124807
应收款项	82666	107483	95123	87228	84611	营业成本	114310	138321	122073	112584	109206
存货净额	286513	252016	217938	200569	194351	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9468	9330	6314	5790	5616	销售费用	2728	2784	2806	2573	2496
流动资产合计	463725	437691	415312	406345	408404	管理费用	5139	5160	5613	5147	4992
固定资产	10823	10933	6037	2557	(102)	财务费用	2916	3698	1788	1393	1142
无形资产及其他	1761	1710	1465	1221	977	投资收益	0	0	(560)	(514)	(498)
投资性房地产	6472	8891	8891	8891	8891	资产减值及公允价值变动	0	0	(3000)	(1513)	(649)
长期股权投资	40324	36428	32531	28634	24737	其他收入	2953	(1533)	0	0	0
资产总计	523106	495652	464236	447648	442906	营业利润	9243	7050	4474	4944	5823
短期借款及交易性金融负债	42205	31663	31663	31663	31663	营业外净收支	482	23	0	0	0
应付款项	73445	70213	60718	55879	54147	利润总额	9725	7074	4474	4944	5823
其他流动负债	187598	183629	160863	148024	143467	所得税费用	3047	2928	1834	2027	2387
流动负债合计	303248	285505	253245	235567	229277	少数股东损益	3560	2550	1612	1782	2099
长期借款及应付债券	113595	105524	105524	105524	105524	归属于母公司净利润	3118	1596	1027	1135	1337
其他长期负债	4759	3272	1785	299	(1188)	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	118354	108796	107309	105822	104336	净利润	3118	1596	1027	1135	1337
负债合计	421602	394301	360554	341390	333613	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	77805	77157	78769	80551	82650	折旧摊销	(821)	0	2456	2500	2535
股东权益	36130	36328	37046	37841	38777	公允价值变动损失	0	0	3000	1513	649
负债和股东权益总计	535537	507785	476369	459781	455039	财务费用	2916	2579	1788	1393	1142
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(14590)	(1288)	15708	6624	1232
每股收益	1.23	0.63	0.40	0.45	0.53	其它	3560	2550	1612	1782	2099
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.13	0.16	经营活动现金流	(8733)	2858	23803	13554	7852
每股净资产	14.23	14.30	14.59	14.90	15.27	资本开支	(388)	(110)	(315)	(289)	(281)
ROIC	5%	5%	5%	4%	5%	其它投资现金流	7681	15320	0	0	0
ROE	9%	4%	3%	3%	3%	投资活动现金流	10508	19107	3582	3608	3616
毛利率	13%	13%	13%	12%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	7%	6%	6%	负债净变化	380	(8071)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	9%	8%	9%	支付股利、利息	0	0	(308)	(340)	(401)
收入增长	3%	21%	-12%	-8%	-3%	其它融资现金流	912	(6719)	0	0	0
净利润增长率	13%	-49%	-36%	11%	18%	融资活动现金流	1672	(22862)	(308)	(340)	(401)
资产负债率	93%	93%	92%	92%	91%	现金净变动	3446	(897)	27076	16821	11067
息率	0.0%	0.0%	1.4%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	66312	69758	68862	95938	112759
P/E	6.9	13.4	20.8	18.8	16.0	货币资金的期末余额	69758	68862	95938	112759	123826
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	企业自由现金流	(9478)	5906	23643	13769	8273
EV/EBITDA	52.8	33.4	31.1	33.4	33.3	权益自由现金流	(10189)	(10396)	22588	12947	7599

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032