公司评级	买入（维持）
报告日期	2025 年 08 月 26 日

基础数据

08 月 25 日收盘价（港元）	10.82
总市值（亿港元）	274.78
总股本（亿股）	25.40

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外地产】绿城中国：优化货值结构，提升现金内生能力-2025.04.03

【兴证海外地产】绿城中国(03900.HK)2024 中期业绩点评：拿地安全为先，优化股东回报-2024.08.29

分析师：宋健
S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

分析师：孙钟涟
S0190521080001
请注意：孙钟涟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的活动。
sunzhonglian@xyzq.com.cn

绿城中国(03900.HK)

积极补货，高效转化，高质量发展

投资要点：

- **积极推动长库存去化，大幅计提减值，逐步出清业绩压力**：2025H1，公司实现营收 533.68 亿元，同比下滑 23.3%，主要因公司上下半年交付节奏分布不均，上半年结算面积同比下滑 22.7%；归母净利润 2.10 亿元，同比下降 89.7%，主要因公司推动长库存去化，计提相关资产减值损失约 19.33 亿元。尽管利润阶段性承压，但公司毛利率有企稳迹象，2025H1 公司物业销售业务的报表毛利率为 12.7%，同比提升 1.0 个百分点，主要因结转收入占比较高的上海外滩兰庭等毛利率较高。

- **“好房子”溢价受市场认可，销售排名提升**：2025H1，公司实现自投销售金额 803 亿元，同比下降 6.0%；权益销售金额 539 亿元，同比下降 11.3%，自投销售和权益销售金额排名均提升 1 位至行业第 5 位。同时，公司 2025H1 销售回款率维持 96%高位，为上半年拿地提供充裕的现金流基础；首开去化率达 80%，同比提升 2 个百分点。基于行业领先的产品力，公司上半年首开项目较交底会整体溢价约 15 亿元，溢价率达 104%。

- **积极补货，高效转化**：2025H1 公司权益土地款为 362 亿元，约为权益销售金额的 67%，保持较强的拿地力度；新增货值为 907 亿元，其中一二线城市占比达 88%，杭州单城市货值占比 47%，公司预计上半年拿地货值的当年销售转化率可达 55%，贡献销售约 500 亿元，我们看好公司下半年销售继续保持行业领先地位。截至 2025H1，公司土储总货值为 4518 亿元，其中一二线城市占比达 80%，土储结构进一步优化。

- **融资成本优化，短债占比历史新低**：2025H1 公司持续降杠杆，期末融资成本较 2024 年末下降 0.5 个百分点降至 3.4%；通过债务置换拉长债务期限，公司短债占比也较 2024 年末下降 6.8 个百分点至 16.3%，创历史新低。

- **维持“买入”评级**：公司虽然利润阶段性承压，但现金流、销售、土储结构、库存结构等指标全面优化，资产负债表健康度大幅提高。随着库存出清和近两年新拿地项目逐步结转，我们预计公司归母净利润、派息均有望见底回升。我们预计公司 2025/2026 年的归母净利润为 13.6/21.2 亿元，分别同比-15.1%和+56.2%，我们维持公司的“买入”评级。

- **风险提示**：宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、公司销售不及预期、人民币贬值。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	1,585	1,562	1,539	1,517
增长率(%)	20.7	-1.5	-1.5	-1.4
归母净利润(亿元)	16.0	13.6	21.2	25.3
增长率(%)	-48.8	-15.1	56.2	19.4
毛利率(%)	12.8	11.4	12.0	12.2
归母净利率(%)	1.0	0.9	1.4	1.7
净资产收益率(%)	4.4	3.7	5.6	6.5
每股收益(元)	0.63	0.53	0.83	0.99
每股股息（元）	0.30	0.27	0.42	0.50

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表 单位:百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**437,691**	**434,566**	**435,551**	**440,410**
银行结余及现金	68,862	78,535	92,614	108,642
发展中物业	193,478	179,027	169,337	161,087
可供发展物业	12,319	11,935	11,289	10,739
已竣工可出售物业	44,969	46,595	44,073	41,926
其他流动资产	118,063	118,473	118,237	118,016
非流动资产	**70,094**	**71,594**	**73,094**	**74,594**
物业、厂房及设备	10,933	11,433	11,933	12,433
投资物业	10,285	11,285	12,285	13,285
联合营公司权益	36,428	36,428	36,428	36,428
递延税项资产	8,448	8,448	8,448	8,448
按公平值计入损益的资产	1,012	1,012	1,012	1,012
其他非流动资产	2,989	2,989	2,989	2,989
资产总计	**507,785**	**506,160**	**508,645**	**515,004**
流动负债	**285,505**	**279,304**	**273,056**	**269,865**
短期银行及其他借款	91,142	93,009	97,509	102,009
合同负债	146,959	137,599	131,043	127,273
贸易及其他应付款	56,354	55,379	54,188	53,266
其他流动负债	-8,950	-6,683	-9,683	-12,683
非流动负债	**108,796**	**110,662**	**115,162**	**119,662**
长期银行及其他借款	91,142	93,009	97,509	102,009
公司债券	14,381	14,381	14,381	14,381
其他非流动负债	3,272	3,272	3,272	3,272
负债合计	**394,301**	**389,966**	**388,219**	**389,527**
本公司拥有人应占权益	36,328	37,005	38,063	39,326
少数股东权益	77,157	79,189	82,363	86,151
股东权益合计	**113,484**	**116,194**	**120,426**	**125,477**
负债及权益合计	**507,785**	**506,160**	**508,645**	**515,004**

现金流量表 单位:百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,146	3,388	5,290	6,314
折旧及摊销	736	500	500	500
所得税开支	6,504	2,354	3,676	4,388
营运资金的变动	17,372	2,463	5,347	6,477
经营活动产生现金流量	**2,883**	**6,351**	**11,137**	**13,291**
投资活动产生现金流量	**-14,418**	**-2,000**	**-2,000**	**-2,000**
融资活动产生现金流量	**-15,167**	**5,322**	**4,942**	**4,737**
现金净变动	-897	9,673	14,079	16,028
现金的期初余额	69,758	68,862	78,535	92,614
现金的期末余额	**68,862**	**78,535**	**92,614**	**108,642**

利润表 单位:百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**158,546**	**156,197**	**153,930**	**151,743**
营业成本	138,321	138,448	135,470	133,165
其它收益	3,051	2,967	3,347	3,829
销售费用	3,323	3,124	3,079	3,035
管理费用	4,441	4,295	4,233	4,173
营业利润	**15,512**	**13,297**	**14,496**	**15,199**
财务费用	2,579	2,474	2,476	2,471
资产减值损失	5,064	5,081	3,054	2,027
税前盈利	**7,074**	**5,742**	**8,966**	**10,701**
所得税	2,928	2,354	3,676	4,388
净利润	**4,146**	**3,388**	**5,290**	**6,314**
少数股东损益	2,550	2,033	3,174	3,788
归母净利润	**1,596**	**1,355**	**2,116**	**2,525**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)				
营业收入增长率	20.7	-1.5	-1.5	-1.4
营业利润增长率	28.6	-14.3	9.0	4.8
归母净利润增长率	-48.8	-15.1	56.2	19.4
盈利能力(%)				
毛利率	12.8	11.4	12.0	12.2
归母净利率	1.0	0.9	1.4	1.7
ROE	4.4	3.7	5.6	6.5
偿债能力				
净负债率(%)	56.6	52.1	43.6	33.8
流动比率（倍）	2.3	2.3	2.6	2.9
营运能力(次)				
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	13.8	13.0	13.0	13.0
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.53	0.83	0.99
每股净资产	14.35	14.57	14.99	15.49
每股股息	0.30	0.27	0.42	0.50
估值比率(倍)				
PE	15.8	18.7	11.9	10.0
PB	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI ’ AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limite 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	**香 港（兴证国际）**
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk