

➤ **营收规模受益于物业开发及金茂服务提升，扣非归母净利同比小幅提升。**截至 2025 年上半年，公司实现 251.13 亿元营收，同比提升 14%，主要系物业开发及金茂服务收入较 2024 年上半年增加所致，其中土地及物业开发实现 200.41 亿元营收，同比提升 17%，金茂服务实现 17.83 亿元营收，同比提升 20%；截至 2025 年上半年，公司实现 11.23 亿元扣非归母净利，同比提升 2%，主要系营销及管理费用较上年同期各减少 15%和 5%所致。

➤ **四大产品线全面升级，助力销售规模首进第一梯队。**公司通过全面升级“金玉满堂”四大产品线，在北京、上海及西安等重点城市发力，截至 2025 年上半年，实现全口径销售金额 533.5 亿元，同比 2024 年的 446.2 亿元提升 16.36%，销售排名提升三位至全国第 9 位，首次跻身全国第十；公司在做优增量的同时，进一步盘活存量，2025 年 1 月份公司以 7.81 亿元的价格，将湖州南太湖的 4 宗土地出让给湖州南太湖管委会，实现了土地收储的探索。

➤ **土地拓展力度加速，核心城市布局集中。**截至 2025 年上半年，公司获取了上海虹口、北京朝阳区、杭州拱墅及成都龙泉驿区地块等 16 宗土地，获取项目计容建筑面积超 145 万方；公司 2025 年上半年全口径新增货值 749 亿元，位列全国第三，权益口径新增货值 403 亿元，均超过 2024 年全年水平。截至 2025 年上半年，公司持有的物业开发项目的未销售面积为 2681 万平米，足以支持公司未来销售。

➤ **积极拓展多种资金渠道，融资成本大幅下降。**公司拓展多种资金筹集渠道，2025 年 2 月、3 月及 7 月分别发行交易所公司债人民币 17 亿元、16 亿元和 20 亿元，期限为 2+2 年，票面利率分别为 2.79%、2.93%和 2.38%；2025 年 7 月发行无担保中期票据 20 亿元，期限为 3 年，最终票面利率为 2.30%；截至 2025 年上半年，公司利息开支为 32.56 亿元，同比减少 8%，资本化利息开支 20.42 亿元，同比减少 10%。

➤ **投资建议：**中国金茂背靠母公司中国中化，融资成本具备央企优势，随着公司在一线和核心二线城市获取的项目越来越多，凭借“金玉满堂”的产品力公司或将在销售端逐渐发力。我们预测 2025-2027 年营收分别达 636.40 亿元/694.38 亿元/767.90 亿元，归母净利润分别为 13.55 亿元/19.10 亿元/27.18 亿元，对应 PE 倍数为 13X/9X/7X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**城市运营项目再谈判不及预期；销售回暖不及预期；计提减值不充分风险。

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**1.45 港元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 陈立**

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli\_yj@mszq.com

## 相关研究

- 中国金茂 (0817.HK) 2024 年度业绩点评：归母净利润“止跌回稳”，未来增长可期-2025/03/26
- 中国金茂 (0817.HK) 2024 年正面盈利预告点评：利润扭亏大幅转正，管理层换届剑指经营优化-2025/03/12
- 中国金茂 (0817.HK) 2024 年半年报点评：公司归母净利润同比大幅提升，销售规模稳居第一梯队-2024/08/28
- 中国金茂 (0817.HK) 2023 年年报点评：公司计提大额减值，提质增效再出发-2024/03/31
- 中国金茂 (0817.HK) 2023 年中报点评：“双轮两翼”战略定位不变，经营型物业复苏明显-2023/08/31

## 盈利预测与财务指标

单位 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	59,053	63,640	69,438	76,790
增长率(%)	-18.4	7.8	9.1	10.6
归母净利润	1,065	1,355	1,910	2,718
增长率(%)	115.4	27.2	41.0	42.3
EPS	0.08	0.10	0.14	0.20
P/E	17	13	9	7
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB)

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	193,056	197,522	216,482	240,669
现金及现金等价物	30,805	35,545	41,025	48,707
应收账款及票据	2,129	2,273	2,480	2,742
存货	83,585	86,200	92,777	100,527
其他	76,537	73,504	80,201	88,692
<b>非流动资产合计</b>	216,201	222,185	221,165	220,156
固定资产	82,225	83,226	82,228	81,241
商誉及无形资产	1,189	2,172	2,150	2,129
其他	132,787	136,787	136,787	136,787
<b>资产总计</b>	409,256	419,707	437,647	460,826
<b>流动负债合计</b>	173,329	186,420	200,540	218,283
短期借款	21,607	27,607	27,607	27,607
应付账款及票据	22,858	23,573	25,372	27,491
其他	128,864	135,240	147,562	163,185
<b>非流动负债合计</b>	127,649	122,298	122,298	122,298
长期借贷	101,194	95,843	95,843	95,843
其他	26,455	26,455	26,455	26,455
<b>负债合计</b>	300,978	308,718	322,839	340,582
普通股股本	26,925	26,925	26,925	26,925
储备	32,007	33,361	35,271	37,989
<b>归属母公司股东权益</b>	53,575	54,930	56,840	59,558
少数股东权益	54,703	56,058	57,968	60,686
<b>股东权益合计</b>	108,279	110,988	114,808	120,244
<b>负债和股东权益合计</b>	409,256	419,707	437,647	460,826

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-3,628	11,165	5,588	7,790
净利润	1,065	1,355	1,910	2,718
少数股东权益	1,135	1,355	1,910	2,718
折旧摊销	757	1,016	1,020	1,008
营运资金变动及其他	-6,585	7,439	748	1,346
<b>投资活动现金流</b>	1,011	-5,597	1,403	1,403
资本支出	-766	-3,000	0	0
其他投资	1,776	-2,597	1,403	1,403
<b>筹资活动现金流</b>	2,502	-828	-1,511	-1,511
借款增加	-6,084	650	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-370	0	0	0
其他	8,956	-1,477	-1,511	-1,511
<b>现金净增加额</b>	-115	4,740	5,480	7,682

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	59,053	63,640	69,438	76,790
其他收入	0	0	0	0
营业成本	50,456	52,035	56,005	60,683
销售费用	2,287	2,336	2,548	2,818
管理费用	2,917	2,953	3,222	3,563
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2,535	1,169	1,155	1,100
权益性投资损益	1,307	1,403	1,403	1,403
其他损益	2,273	-2,034	-2,034	-2,034
除税前利润	4,438	4,516	5,877	7,994
所得税	2,238	1,806	2,057	2,558
净利润	2,200	2,710	3,820	5,436
少数股东损益	1,135	1,355	1,910	2,718
<b>归属母公司净利润</b>	1,065	1,355	1,910	2,718
EBIT	6,972	5,685	7,032	9,094
EBITDA	7,729	6,701	8,052	10,102
EPS (元)	0.08	0.10	0.14	0.20

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	-18.44	7.77	9.11	10.59
归属母公司净利润	115.44	27.24	40.97	42.30
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	14.56	18.24	19.35	20.97
销售净利率	1.80	2.13	2.75	3.54
ROE	1.99	2.47	3.36	4.56
ROIC	1.50	1.46	1.92	2.54
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	73.54	73.56	73.77	73.91
净负债比率(%)	84.96	79.20	71.79	62.16
流动比率	1.11	1.06	1.08	1.10
速动比率	0.60	0.56	0.58	0.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.17
应收账款周转率	28.86	28.92	29.22	29.41
应付账款周转率	1.86	2.24	2.29	2.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.10	0.14	0.20
每股经营现金流	-0.27	0.83	0.41	0.58
每股净资产	3.97	4.07	4.21	4.41
<b>估值比率</b>				
P/E	17	13	9	7
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	13.85	15.98	13.29	10.60

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048