

港股研究 | 公司深度 | 中国金茂 (00817.HK)

谋变而生，扬帆再起

——中国金茂深度覆盖报告

## 报告要点

中国金茂是一家以高品质住宅开发为主业的央企开发商。1) 中化集团实力雄厚，是公司最大单一控股股东，为公司提供流动性支持。2) 内部组织变革，推动一系列管理动作提振经营，全新发布“金玉满堂”产品系赢得市场美誉，开发节奏好于可研预期，做优增量带动盘活存量，力争用三年时间解决 80%的历史问题。3) 经营面取得优于同行的表现，销售排名首次跻身前十，拿地强度居头部房企最前列，新获取项目平均销售净利率相对较高。

## 分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



侯兆熔

SAC: S0490525060001

中国金茂 (00817.HK)

2025-10-21

# 谋变而生，扬帆再起

港股研究 | 公司深度

## ——中国金茂深度覆盖报告

投资评级 买入 | 首次

### 概况：边际改善显著的央企城市运营商

中国金茂是一家以高品质住宅开发为主业的央企开发商，得益于大股东支持和内部管理变革而迈入新的发展阶段。公司是中化集团旗下的城市运营商，以高品质地产开发为业务核心，早年以差异化模式低成本获取土地，打造高品质“科技住宅”实现产品溢价，构筑企业护城河。2024年中化集团为公司提供永续债及股东借款等资金支持，助力公司走出困境；2025年首席执行官陶天海接任董事会主席，开启一系列组织变革。2025Q1~3中国金茂实现全口径销售金额807亿元，同比+27%，显著优于同行，销售排名首次跻身前十；2021年后营业收入逐年下降，2025H1收入阶段性改善，同比双位数增长，综合毛利率16.2%，相比2024年提升1.6pct，逐步走出底部区间；2024年归母净利润实现扭亏为盈，2025H1归母净利润为7.6亿元，同比-22%。

### 资源：拿地显著改善，强化投资兑现

拿地强度居头部房企首位，净利率预期较高，存货减值计提相对充分。2024Q4以来公司重回土地市场积极拿地，2025Q1~3拿地强度（金额口径）为65%，居头部房企最前列。策略角度，对北上广深杭成6城的投入占比大幅提升，2025Q1~3达8成以上；合作开放，采用与其他头部房企合作的方式获取更多地块，拿地权益比降低至48%；获取的地块中有八成以上为小体量项目，风险偏好更为谨慎。兑现角度，近年来新获取项目的利润水平边际提升，尤其是2024Q4以来获取的项目，普遍有大个位数以上的预期净利率；公司披露信息显示，2024年以来累计获取的41个项目平均销售净利率预期相对较高。土储角度，截至2025年中，公司未售货值约3200亿元，其中一线城市占比约30%；2022~2024年累计计提存货减值约101亿元，减值计提的充分程度在头部房企中属于相对较高水平，为后续业绩释放奠定了一定基础。

### 效率：产品焕新运营强化，费率水平逐步压降

新产品系赢得市场美誉，运营节奏边际提升，效率费控等有进一步提升空间。2024年公司发布“金玉满堂”全新产品系，取得良好的市场反馈，多个项目首开量价双优；持续推动“6-10-12-24”运营创标，新项目平均首开周期4.8个月，经营性现金流平均回正周期11.4个月；用做优增量带动盘活存量，力争用三年时间解决80%的历史问题。公司的销管费用率较重点房企均值始终偏高，但近一年有明显压降的趋势；资本运营效率也尚有提升空间；三道红线指标维持绿档；2025H1融资成本为3.0%，同比大幅降低1.1pct，已好于重点房企平均水平。

### 投资建议：存量负担逐步消化，增量土储创造价值

中国金茂是一家以高品质住宅开发为主业的央企，存量负担逐步消化，增量土储创造价值，重点关注后续拿地的持续性和兑现情况。1) 中化集团实力雄厚，是最大单一控股股东，提供流动性支持。2) 内部组织变革，推动一系列管理动作提振经营，“金玉满堂”新产品系赢得美誉，开发节奏好于预期，做优增量带动盘活存量，力争用三年解决80%的历史问题。3) 经营面优于同行，销售排名首次跻身前十，拿地强度居头部房企最前列，新获取项目平均销售净利率预期较高。4) 业绩走出底部，盈利逐步修复。预计2025~2027年归母净利润分别为7.3/10.9/16.7亿元，同比分别+4%/+50%/+53%，对应PB分别为0.44x/0.43x/0.40x，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、需求和政策低于预期；
- 2、老货仍有一定压力；
- 3、关注后续拿地及兑现的稳定性；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价 (HKD) 1.42

注：股价为2025年10月20日收盘价


 更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

概况：边际改善显著的央企城市运营商 .....	6
“一核·三聚焦”战略导向下的高品质城市运营商 .....	6
大股东中化集团为其提供流动性支持 .....	7
全面深化改革，组织管理焕发生机 .....	7
经营面边际改善显著，业绩端走出底部区间 .....	8
资源：拿地显著改善，强化投资兑现 .....	11
投资策略：拿地焕发新机，重视风险把控 .....	12
投资兑现：新获取项目预期销售净利率较高 .....	13
土储盘面：未售结构边际优化，存货减值相对充分 .....	14
效率：产品焕新运营强化，费率水平逐步压降 .....	15
产品及运营：新产品系赢得美誉，开盘去化速度理想 .....	15
费控及效率：销管费率边际优化，运营效率仍待提升 .....	16
杠杆及融资：杠杆指标保持稳健，融资成本持续优化 .....	17
投资建议：存量负担逐步消化，增量土储创造价值 .....	18
风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：中国金茂发展历程及重要事件 .....	6
图 2：中国金茂“一核·三聚焦”业务战略 .....	7
图 3：中国金茂股权结构图（2025年中） .....	7
图 4：中国金茂现任核心管理团队 .....	8
图 5：2025Q1~3 实现全口径销售金额 807 亿元，同比+27% .....	9
图 6：2025Q1~3 销售均价大幅提升 20%至 21954 元/平 .....	9
图 7：2025Q1~3 公司销售排名跻身行业第 8 位 .....	9
图 8：2025 年销售同比表现明显优于其他头部房企 .....	9
图 9：2025H 实现营业收入 251 亿元，同比+14% .....	10
图 10：开发业务收入占比较高 .....	10
图 11：2025H 综合毛利率为 16%，较底部有所提升 .....	10
图 12：2024A 归母净利润扭亏为盈，2025H 同比-22% .....	10
图 13：中国金茂近几年分部毛利率变化 .....	10
图 14：2025H 中国金茂分部业绩占比 .....	10
图 15：金茂服务营业收入及同比变化 .....	11
图 16：金茂服务归母净利润及同比变化 .....	11
图 17：2025H 中国金茂商写及酒店业务经营表现稳健 .....	11
图 18：2025H 华夏金茂商业 REIT 平台经营业绩回顾 .....	11
图 19：中国金茂全口径拿地金额分城占比 .....	12
图 20：中国金茂历年拿地金额及拿地权益比 .....	13

图 21: 2024 年之后公司对核心 6 城的土地投资明显加大 .....	13
图 22: 2025Q1~3 中国金茂拿地强度领先行业 .....	13
图 23: 历年获取的项目按计容建面划分的宗数及占比 .....	13
图 24: 2023 年 1 月~2025 年 9 月中国金茂获取的全口径土地款超 10 亿的项目推算利润兑现情况 .....	14
图 25: 2025H 中国金茂货值结构 .....	14
图 26: 中国金茂存货减值计提相对充分 .....	14
图 27: 2024 年中国金茂“金玉满堂”产品焕新 .....	15
图 28: 多个项目首开量价双优, 全新产品得到市场验证 .....	16
图 29: 优化“6-10-12-24”运营标准, 开展三年奋进计划 .....	16
图 30: 中国金茂销售费用率与重点房企均值 .....	17
图 31: 中国金茂管理费用率与重点房企均值 .....	17
图 32: 中国金茂并表回款/有息负债与重点房企均值 .....	17
图 33: 中国金茂开发回款/开发类资本投入与重点房企均值 .....	17
图 34: 中国金茂剔除预收账款的资产负债率与重点房企均值 .....	18
图 35: 中国金茂净负债率与重点房企均值 .....	18
图 36: 中国金茂现金短债比与重点房企均值 .....	18
图 37: 中国金茂融资成本与重点房企均值 .....	18
图 38: 中国金茂 2025~2027 年盈利预测 .....	19

## 概况：边际改善显著的央企城市运营商

中国金茂是一家以高品质住宅开发为主业的央企开发商，得益于大股东支持和内部管理变革而迈入新的发展阶段。公司是中化集团旗下的城市运营商，以高品质地产开发为业务核心，早年以差异化模式低成本获取土地，打造高品质“科技住宅”实现产品溢价，构筑企业护城河。2024年中化集团为公司提供永续债及股东借款等资金支持，助力公司走出困境；2025年首席执行官陶天海接任董事会主席，开启一系列组织变革。2025Q1~3中国金茂实现全口径销售金额807亿元，同比+27%，显著优于同行，销售排名首次跻身前十；2021年后营业收入逐年下降，2025H1收入阶段性改善，同比双位数增长，综合毛利率16.2%，相比2024年提升1.6pct，逐步走出底部区间；2024年归母净利润实现扭亏为盈，2025H1归母净利润为7.6亿元，同比-22%。

### “一核·三聚焦”战略导向下的高品质城市运营商

中国金茂确立“一核·三聚焦”的战略导向，定位高品质城市运营商。中国金茂是中国中化旗下城市运营领域的平台企业，于2007年在香港联交所主板上市。公司始终坚持城市运营商定位，持续推进“一核·三聚焦”业务战略升级，以高品质地产开发为核心，聚焦精品持有、高端服务、建筑科技三类业务助力公司发展，打造企业核心竞争力。公司依托“城市运营与物业开发、商务租赁与零售商业运营、酒店经营、物业服务”多元化业务矩阵，以一二级联动或TOD等差异化模式低成本获取土地资源，打造高品质“科技住宅”标签实现产品溢价，构筑业务发展的护城河，具备穿越周期的竞争实力。

图 1：中国金茂发展历程及重要事件

发展阶段	年份	重要事件
初创阶段	1998	金茂大厦亮相上海黄浦江畔，成为中国经济崛起和改革开放精神的重要标志
	2007	中国金茂（原方兴地产）于8月17日在 <b>香港联合交易所主板上市</b>
起步阶段	2008	投资开发上海港国际客运中心、上海国际航运服务中心，着力打造城市综合体标杆项目上海金茂北外滩，成功入驻丽江，随即开发了金茂首个文旅特色小镇—丽江金茂谷镇
	2011	成功获取长沙梅溪湖片区一级开发权，标志着中国金茂 <b>首个一二级联动项目正式落地</b>
	2014	完成金茂酒店、写字楼资产包重建，成功实现了金茂投资在香港联合交易所主板上市
	2015	<b>正式更名为“中国金茂”</b> ，公司战略由“双轮驱动”升级为“双轮两翼”，至此成功实现由传统意义上的地产开发商向城市运营商角色的转变
成长阶段	2016	正式对外发布中国金茂“两驱动，两升级”城市运营模式，并重点聚焦“大科技、大文化、大健康”三大产业方向，推动城市运营产业升级
	2018	签约销售额达1280亿元，同比增长85%， <b>首次进军千亿阵营</b> ；升级发布 <b>金茂府2.0产品</b> ，致力于打造“科学至上”的未来品质人居生活
	2019	积极引入中国平安战略投资者，标志着双方未来将在城市运营拓展、项目开发等方面迎来更加广阔的合作空间
	2020	成功进入全国50余座核心城市，深度布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游、关平原六大城市群；全年签约销售额突破2300亿，位列Top20房企业绩增速第一
变革阶段	2021	不断深化城市运营战略内涵，在上海、长沙、南昌、贵阳、湖州等地深耕布局多个城市运营项目
	2022	中国金茂旗下高端物业管理及城市运营服务的平台企业— <b>金茂服务</b> 在香港联合交易所主板上市
	2023	确立“深耕聚焦、提质增效”的发展主旨，以及 <b>“一核·三聚焦”的发展战略</b>
	2024	<b>华夏金茂商业REIT</b> 上市；全年新增获取22宗一二线城市土地；焕新升级 <b>“金玉满堂”产品系</b> ，9府3璞2满3棠精彩呈现，产品力得到市场印证

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

图 2：中国金茂“一核·三聚焦”业务战略

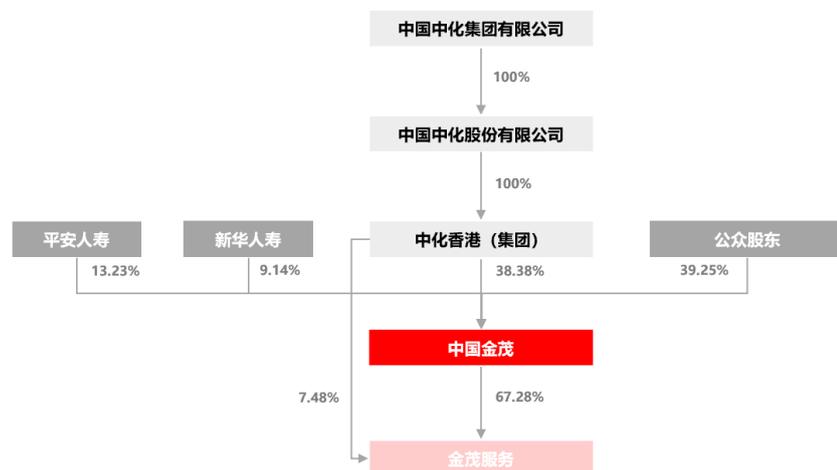


资料来源：公司年报，长江证券研究所

## 大股东中化集团为其提供流动性支持

中国金茂是中化集团旗下的央企开发商，中化集团直接向其提供流动性支持。截至 2025 年中，中化集团（隶属于国务院）通过中化香港持有中国金茂 38.38% 的股权，是公司的最大单一控股股东；平安人寿保险和新华人寿保险分别对公司持股 13.23% 和 9.14%，是公司的第二和第三大股东。中化集团为公司提供流动性支持，2024 年 6 月中国金茂的直接控股公司中化香港与本公司签订 150 亿元的永续借款协议，利率为 4.35%；此外，2024 年本公司应付控股股东中化集团款项净增加 106 亿元，2025 年上半年再增加 174 亿元，均体现了集团的强力支持。

图 3：中国金茂股权结构图（2025 年中）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 全面深化改革，组织管理焕发生机

2025 年以来公司核心管理团队迎来重大调整，组织架构深度变革，经营层面提升显著。2025 年 3 月，中国金茂换帅，首席执行官陶天海接任董事会主席，成为新的掌门人。陶天海自 2000 年加入本公司，2023 年 4 月起出任公司执行董事兼首席执行官，曾开疆

拓土带领华东区域做到集团第一，以业绩证明其卓越的领导能力，获得了中化认可。高层调整后，公司随即开展一系列组织变革，纵向层级压降，横向机构整合，开发业务落实运营管控，取消五大区域层级，经营单元由 33 个整合至 14 个，非开业务整合提升一批，收缩退出一批，经营单元由 10 个整合至 6 个，有效增强了组织灵敏度，提高了决策效率和经验质量。至 2025 年上半年，开发单位元均回款同比提升 17%，非开单位元均收入同比提升 12%，团队精气神提振。

图 4：中国金茂现任核心管理团队

	<p><b>陶天海 先生</b> 主席兼执行董事、首席执行官</p> <p>自2025年3月11日起出任本公司主席，同时承担首席执行官的工作和责任至今。陶先生自2000年7月加入本公司，在附属公司中国金茂（集团）有限公司陆续担任企业规划部经理、战略规划部总经理等多个管理职位。其自2009年10月起先后担任本公司战略运营部总经理、成本合约部总经理及总裁助理。陶先生自2017年1月起出任本公司副总裁，自2017年10月起出任本公司高级副总裁，并于2023年4月起出任本公司执行董事兼首席执行官。陶先生拥有逾25年的酒店及地产开发管理经验，在企业管理、战略管理、运营管理等方面积累了丰富的实践经验。</p>
	<p><b>乔晓洁 女士</b> 执行董事兼首席财务官</p> <p>自2023年4月起出任本公司执行董事兼首席财务官。乔女士自2008年2月加入本公司，担任财务管理部总经理至2013年1月。其后加入中国中化集团有限公司，于2013年1月至2017年9月间先后担任会计管理部副总经理、分析评价部副总经理、总经理及战略执行部副总监。乔女士于2017年9月再次加入本公司任财务副总监，自2021年5月起兼任财务资本中心总经理。于加入本公司前，乔女士自1995年7月至2008年2月间曾先后于北京三峡经济开发集团、华润置地（北京）股份有限公司财务部担任会计主管、副总经理等管理职位。乔女士在企业融资及财务管理方面拥有逾25年经验。</p>
	<p><b>张辉 先生</b> 执行董事兼高级副总裁</p> <p>自2023年10月起出任本公司执行董事。其于2010年加入本公司，自2010年1月至2014年7月任本公司副总裁，后自2017年10月起出任本公司高级副总裁。张先生于2017年10月至2019年7月期间分管本集团西南区域经营管理工作，后自2019年7月起分管本集团投资及产城拓展工作至今。张先生于2002年加入中国中化集团有限公司，历任上海东方储罐有限公司包括董事、总经理在内的多个高级职位。在加入中国中化集团有限公司前，张先生曾于1995年至2002年期间任职于中国石化集团上海海洋石油局。张先生在大型项目投资研究、开发建设、经营管理等方面拥有逾25年经验，并在上市公司企业管治方面拥有丰富经验。</p>

资料来源：公司官网，长江证券研究所

## 经营面边际改善显著，业绩端走出底部区间

近一年公司明显加大拿地力度，新获取项目取得良好的销售兑现，2025Q1~3 销售排名首次跻身行业前十，同比表现显著优于其他房企。业绩在 2023 年触底后，2024 年实现扭亏为盈，毛利率有所修复，逐渐回归正常经营轨道，开发业务外多元赛道也较为稳健。

## 销售同比表现亮眼，排名首次跻身前十

**2025Q1~3 销售排名跻身行业第 8，同比表现显著超越同行。**2018 年公司销售金额首次突破千亿，至 2021 年销售排名步步攀升至行业第 15 位；行业进入下行周期后，公司销售规模逐渐收缩，排名稳定在 12~13 位，2024 年实现全口径销售金额 983 亿元，同比 -30%；2024Q4 公司明显加大拿地力度，新获取的项目依次开盘兑现，取得良好的市场

反馈，2025Q1~3 实现全口径销售金额 807 亿元，同比+27%，表现显著优于其他头部房企，助力销售排名进一步提升至行业第 8 位。

图 5：2025Q1~3 实现全口径销售金额 807 亿元，同比+27%



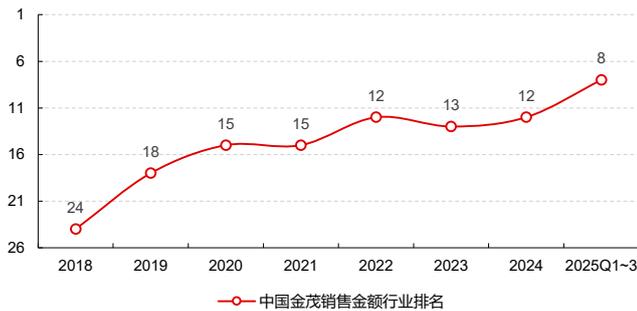
资料来源：Wind，公司公告，克而瑞，长江证券研究所

图 6：2025Q1~3 销售均价大幅提升 20% 至 21954 元/平



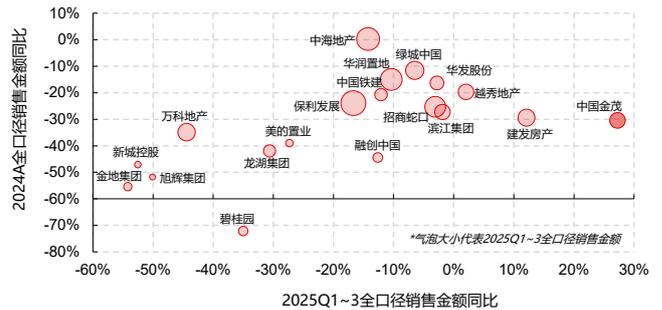
资料来源：Wind，公司公告，克而瑞，长江证券研究所

图 7：2025Q1~3 公司销售排名跻身行业第 8 位



资料来源：Wind，公司公告，克而瑞，长江证券研究所

图 8：2025 年销售同比表现明显优于其他头部房企

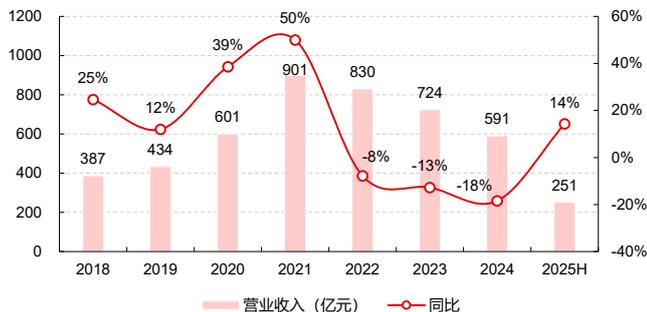


资料来源：克而瑞，长江证券研究所

## 业绩走出底部区间

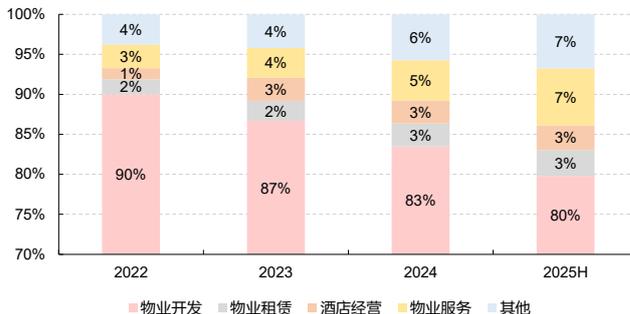
**2024 年营业收入有所下降，归母业绩扭亏为盈。**2021 年后中国金茂营业收入逐年下降，2024 年实现营业收入 591 亿元，同比-18%，2025H 实现营业收入 251 亿元，同比+14%，因行业规模收缩，公司拿地量减少，开发业务收入占比从 90% 降至 80%。2025H 公司综合毛利率为 16.2%，相比 2024 年提升 1.6pct，其中开发业务毛利率从 11% 提升至 12%，逐步走出底部区间。2023 年公司归母净利润出现较大亏损，2024 年实现扭亏为盈，2025H1 归母净利润为 7.6 亿元，同比-22%。

图 9: 2025H 实现营业收入 251 亿元, 同比+14%



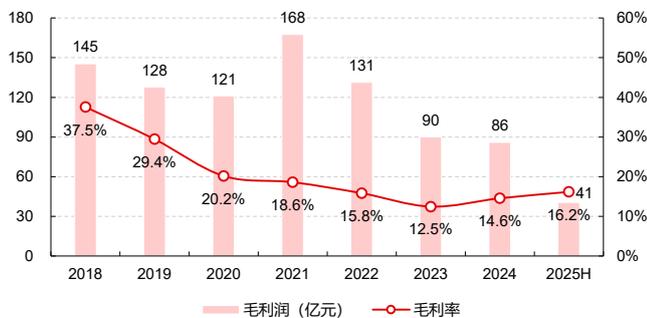
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 10: 开发业务收入占比较高



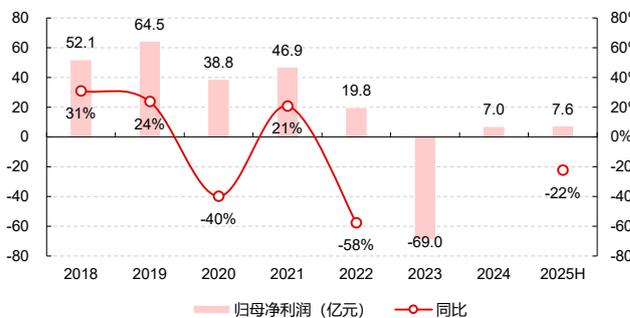
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 11: 2025H 综合毛利率为 16%, 较底部有所提升



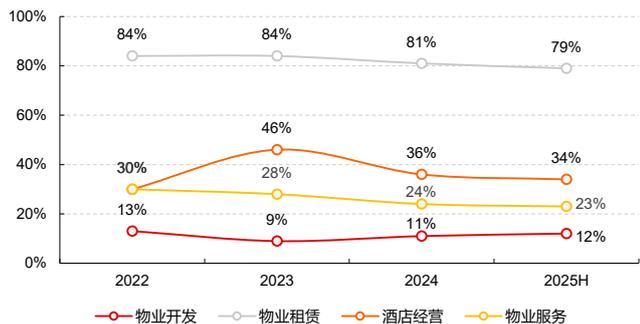
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 2024A 归母净利润扭亏为盈, 2025H 同比-22%



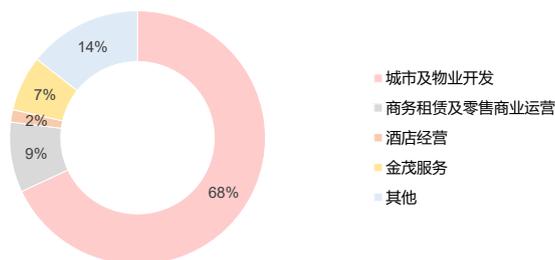
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 中国金茂近几年分部毛利率变化



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 2025H 中国金茂分部业绩占比



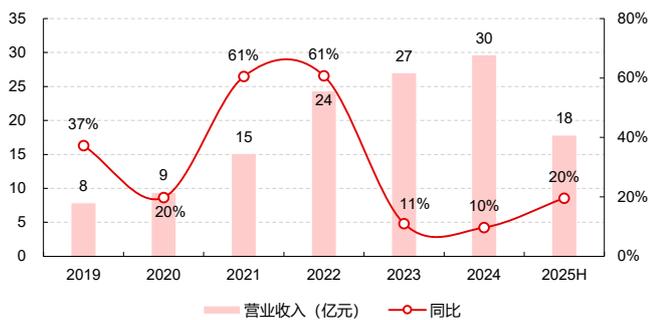
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

## 多元业务蓬勃发展, 贡献业绩增量

物管板块经营稳健、注重股东回报, 资管板块经营活力逆势提升。物管板块金茂服务 (0816.HK) 2022 年 3 月在香港联交所上市, 积极打造“品质”“智慧”“共生”三大核心 IP, 营收利润稳健增长, 在管规模保持优质增长; 注重股东回报, 2025 年中期分红率保持 40%, 并增设 30%上市三周年特别分红。公司聚焦精品持有, 着力提升资产经

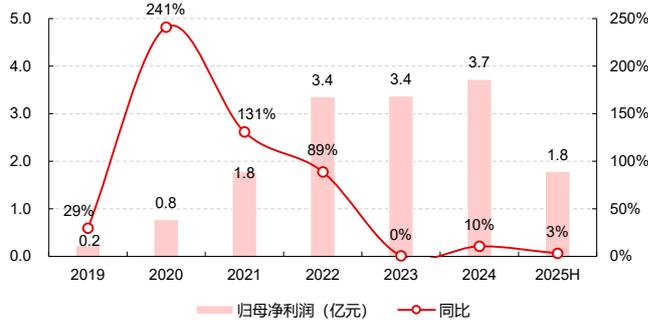
营质量，部分低效资产逐步退出，维持合理规模；市场承压背景下，核心酒店保持行业领先，商业运营稳步提升，筹备项目顺利开业，轻资产业务持续拓展。华夏金茂商业 REIT 作为国内首批消费类基础设施公募 REITs 上市至今，经营活力不断增强，运营指标逆势提升，已完成六次超预期分红。

图 15: 金茂服务营业收入及同比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 金茂服务归母净利润及同比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 2025H 中国金茂商写及酒店业务经营表现稳健



资料来源: 公司业绩资料, 长江证券研究所

图 18: 2025H 华夏金茂商业 REIT 平台经营业绩回顾



资料来源: 公司业绩资料, 长江证券研究所

## 资源：拿地显著改善，强化投资兑现

拿地强度居头部房企首位，净利率预期较高，存货减值计提相对充分。2024Q4 以来公司重回土地市场积极拿地，2025Q1~3 拿地强度（金额口径）为 65%，居头部房企最前列。策略角度，对北上广深杭成 6 城的投入占比大幅提升，2025Q1~3 达 8 成以上；合作开放，采用与其他头部房企合作的方式获取更多地块，拿地权益比降低至 48%；获取的地块中有八成以上为小体量项目，风险偏好更为谨慎。兑现角度，近年来新获取项目的利润水平边际提升，尤其是 2024Q4 以来获取的项目，普遍有大个位数以上的预期净利率；公司披露信息显示，2024 年以来累计获取的 41 个项目平均销售净利率预期相对较高。土储角度，截至 2025 年中，公司未售货值约 3200 亿元，其中一线城市占比约 30%；2022~2024 年累计计提存货减值约 101 亿元，减值计提的充分程度在头部房企中属于相对较高水平，为后续业绩释放奠定了一定基础。

## 投资策略：拿地焕发新机，重视风险把控

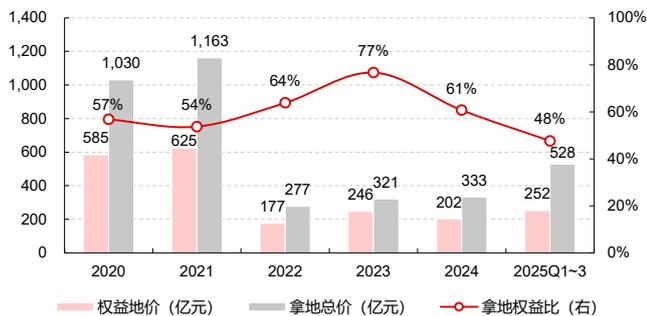
在大股东的支持下，2024Q4 以来公司重回土地市场积极拿地，策略上重仓核心 6 城，且重视合作及小体量地块。公司深度布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、长江中游、关中平原六大城市群，上行周期提出转型为城市运营商，并在上海、长沙、南昌、贵阳、湖州等多地布局一二级联动项目；2022 年市场规模迅速收缩，土地投资额锐减，拿地布局更为谨慎，拓展城市数量聚集至 10 个左右；2024 年 Q4 以来，得益于中化集团的资金支持，公司重新回归土地市场大手笔拿地，且对北上广深杭成 6 城的投入占比大幅提升。2025Q1~3 中国金茂拿地强度（金额口径）为 65%，居头部房企最前列；拿地权益比降低至 48%，主因合作开放，采用与其他头部房企合作的方式获取更多地块；新获取的地块中有八成以上为 12 万 m<sup>2</sup> 以下的小体量项目，风险偏好更为谨慎。

图 19：中国金茂全口径拿地金额分城占比

年份	2020		2021		2022		2023		2024		2025Q1~3							
	城市	拿地金额 (亿元)	占比	城市	拿地金额 (亿元)	占比	城市	拿地金额 (亿元)	占比	城市	拿地金额 (亿元)	占比						
1	武汉	173.0	16.8%	上海	197.4	17.0%	北京	78.1	28.2%	天津	67.7	21.1%	上海	119.3	35.8%	北京	234.1	44.3%
2	北京	121.1	11.8%	北京	143.0	12.3%	南京	45.4	16.4%	上海	59.4	18.5%	北京	64.5	19.4%	上海	89.6	17.0%
3	青岛	82.1	8.0%	苏州	82.1	7.1%	宁波	37.4	13.5%	宁波	40.7	12.7%	西安	41.0	12.3%	杭州	82.8	15.7%
4	苏州	80.7	7.8%	宁波	68.4	5.9%	上海	35.3	12.7%	苏州	34.9	10.9%	成都	40.7	12.2%	南京	26.9	5.1%
5	上海	75.4	7.3%	广州	63.1	5.4%	青岛	29.2	10.5%	西安	31.9	9.9%	天津	23.3	7.0%	成都	26.3	5.0%
6	佛山	62.9	6.1%	南京	57.9	5.0%	天津	19.0	6.9%	衢州	20.8	6.5%	郑州	16.2	4.9%	郑州	15.2	2.9%
7	泰州	41.7	4.0%	郑州	51.2	4.4%	西安	17.3	6.2%	太原	13.8	4.3%	长沙	8.7	2.6%	合肥	13.6	2.6%
8	天津	38.4	3.7%	无锡	41.2	3.5%	成都	9.6	3.5%	青岛	13.6	4.2%	南京	5.8	1.7%	青岛	12.7	2.4%
9	南昌	37.0	3.6%	厦门	40.1	3.4%	合肥	5.7	2.1%	厦门	12.7	3.9%	济南	4.8	1.4%	广州	10.8	2.0%
10	广州	35.6	3.5%	青岛	36.3	3.1%			南京	11.0	3.4%	三亚	3.9	1.2%	武汉	10.3	1.9%	
11	温州	34.4	3.3%	西安	35.7	3.1%			杭州	9.4	2.9%	嘉兴	2.5	0.7%	西安	6.2	1.2%	
12	福州	33.1	3.2%	绍兴	31.1	2.7%			雄安	5.3	1.6%	重庆	2.5	0.7%				
13	昆明	26.3	2.6%	南昌	28.4	2.4%												
14	郑州	26.2	2.5%	金华	27.4	2.4%												
15	宁波	25.5	2.5%	长沙	25.5	2.2%												
16	烟台	20.6	2.0%	衢州	23.0	2.0%												
17	台州	18.8	1.8%	重庆	21.9	1.9%												
18	厦门	15.8	1.5%	台州	20.6	1.8%												
19	南京	15.7	1.5%	盐城	20.5	1.8%												
20	济南	12.8	1.2%	嘉兴	18.0	1.6%												
21	深圳	12.7	1.2%	镇江	16.7	1.4%												
22	太原	10.8	1.1%	湖州	14.9	1.3%												
23	嘉兴	9.8	0.9%	温州	14.4	1.2%												
24	成都	8.9	0.9%	济南	14.3	1.2%												
25	石家庄	7.8	0.8%	东莞	12.7	1.1%												
26	张家口	2.9	0.3%	廊坊	11.9	1.0%												
27				天津	9.4	0.8%												
28				成都	9.2	0.8%												
29				常州	8.9	0.8%												
30				南通	8.4	0.7%												
31				合肥	8.3	0.7%												
32				贵阳	0.8	0.1%												
	总计	1029.7	100.0%	总计	1162.5	100.0%	总计	276.9	100.0%	总计	321.1	100.0%	总计	333.1	100.0%	总计	528.4	100.0%

资料来源：Wind，公司公告，中指院，长江证券研究所

图 20：中国金茂历年拿地金额及拿地权益比



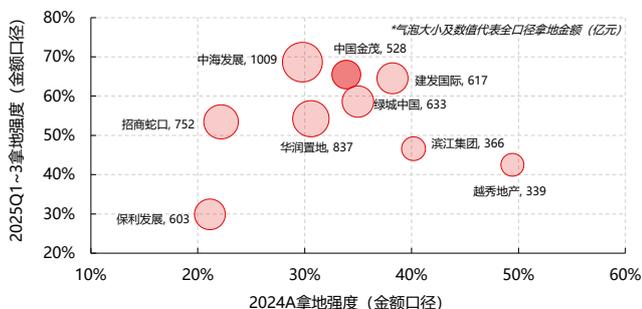
资料来源：Wind，公司公告，中指院，长江证券研究所

图 21：2024 年之后公司对核心 6 城的土地投资明显加大



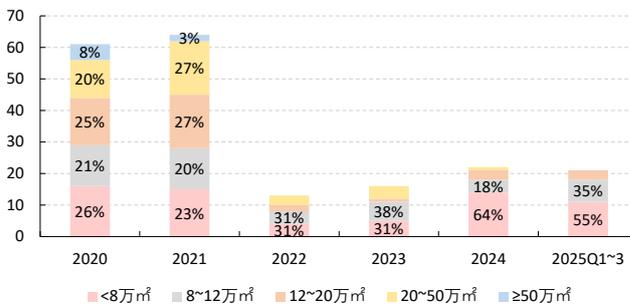
资料来源：Wind，公司公告，中指院，长江证券研究所

图 22：2025Q1~3 中国金茂拿地强度领先行业



资料来源：Wind，公司公告，克而瑞，长江证券研究所

图 23：历年获取的项目按计容建面划分的宗数及占比

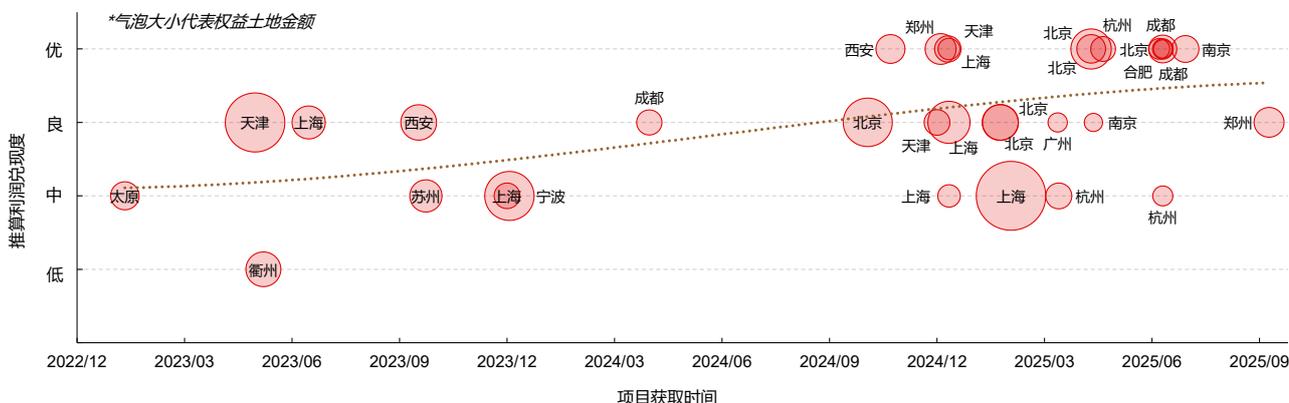


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资兑现：新获取项目预期销售净利率较高

获取项目的利润水平边际提升，新项目推算销售净利率普遍可达大个位数以上。对公司 2023 年以来获取的土地款超 10 亿元的重点项目的利润兑现度进行复盘，已开盘项目参考已售量价、未售项目参考可对标竞品做量价预判，推算中国金茂重点项目的利润兑现情况。研究发现，公司新获取项目的推算利润兑现度边际明显提升，尤其是 2024Q4 以来获取的项目，普遍有大个位数以上的预期销售净利率；少数项目的预期利润率可能较薄，但其普遍位于核心区位，通过打造名片级的精品项目提高品牌发声。公司披露信息显示，2024 年以来累计获取 41 个项目，聚焦核心，平均销售净利率超过 10%。

图 24：2023 年 1 月~2025 年 9 月中国金茂获取的全口径土地款超 10 亿的项目推算利润兑现情况

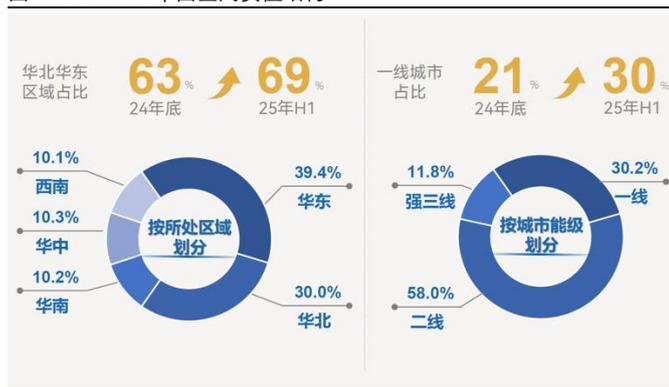


资料来源：Wind，公司公告，中指院，长江证券研究所

## 土储盘面：未售结构边际优化，存货减值相对充分

在发展中解决存量问题，公司未售货值结构边际优化，存货减值相对充分。截至 2025 年上半年末，中国金茂未售货值约 3200 亿元，较 2024 年底提升约 400 亿元，可支撑公司未来两年以上的经营需要。从结构上看，当前货值中 69%集中在华北及华东区域，88%位于一二线城市，其中一线城市占比约 30%，较 2024 年底进一步提升 9pct，公司货值结构持续优化。2022~2024 年中国金茂累计计提存货减值约 101 亿元，存货减值计提的充分程度在头部房企中属于相对较高水平，为公司下一步的业绩释放奠定了一定基础。

图 25：2025H 中国金茂货值结构



资料来源：公司业绩资料，长江证券研究所

图 26：中国金茂存货减值计提相对充分



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 效率：产品焕新运营强化，费率水平逐步压降

新产品系赢得市场美誉，运营节奏边际提升，效率费控等有进一步提升空间。2024 年公司发布“金玉满堂”全新产品系，取得良好的市场反馈，多个项目首开量价双优；持续推动“6-10-12-24”运营创标，新项目平均首开周期 4.8 个月，经营性现金流平均回正周期 11.4 个月；用做优增量带动盘活存量，力争用三年时间解决 80% 的历史问题。公司的销管费用率较重点房企<sup>1</sup>均值始终偏高，但近一年有明显压降的趋势；资本运营效率也尚有提升空间；三道红线指标维持绿档；2025H 融资成本为 3.0%，同比大幅降低 1.1pct，已好于重点房企平均水平。

## 产品及运营：新产品系赢得美誉，开盘去化速度理想

重新梳理产品系赢得市场美誉，极致优化运营标准，力争三年实现焕新目标。2024 年，中国金茂发布“金玉满堂”全新产品系，践行“一核五美两配套两服务”产品升级及“全维实景示范区”体验升级，并取得良好的市场反馈；至 2025 年上半年，公司合计 13 府、7 璞、4 满、6 棠得到了市场的验证，多个项目首开量价双优。公司持续推动“6-10-12-24”运营创标，新获取项目平均首开周期 4.8 个月，经营性现金流平均回正周期 11.4 个月，可研承诺达成度高；着力加快项目去化，资金得以快速回流，用做优增量带动盘活存量，中国金茂力争用三年时间解决 80% 的历史问题，其中 2025 年解决 35%。

图 27：2024 年中国金茂“金玉满堂”产品焕新



资料来源：公司业绩资料，长江证券研究所

<sup>1</sup> 重点房企包括保利发展、招商蛇口、华发股份、滨江集团、中国海外发展、华润置地、中国金茂、越秀地产、绿城中国、建发国际集团等 10 家 A 股和 H 股上市房企，后同。

图 28：多个项目首开量价双优，全新产品得到市场验证



资料来源：公司业绩资料，长江证券研究所

图 29：优化“6-10-12-24”运营标准，开展三年奋进计划



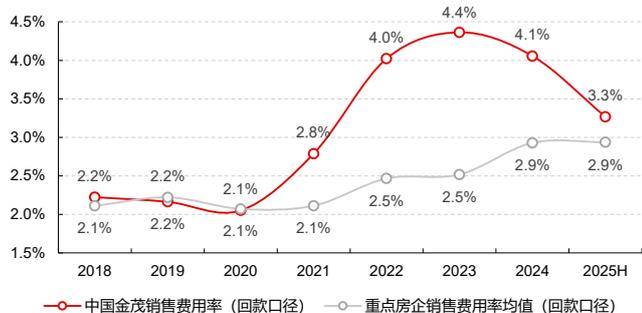
资料来源：公司业绩资料，长江证券研究所

## 费控及效率：销管费率边际优化，运营效率仍待提升

销管费率边际有所优化，运营运营效率仍待提升。2021年下半年起行业步入下行周期，房企销售压力增大，重点房企销售费用率整体抬升，中国金茂的销售费用率较重点房企的提升幅度更加明显，随着2024Q4之后新获取项目进入销售周期，公司的销售费用率得以有效降降，2025年回款口径的销售费用率为3.3%，同比大幅减少2.1pct；公司的管理费用率始终高于重点房企均值，2022年之后逐年降低，近一年来层级压降、机构整合的效用显现，2025H公司回款口径的管理费用率同比下降1.9pct至4.4%，但较重点房企均值2.1%更有较大差距。采用“并表回款/有息负债”和“开发回款/开发类资本

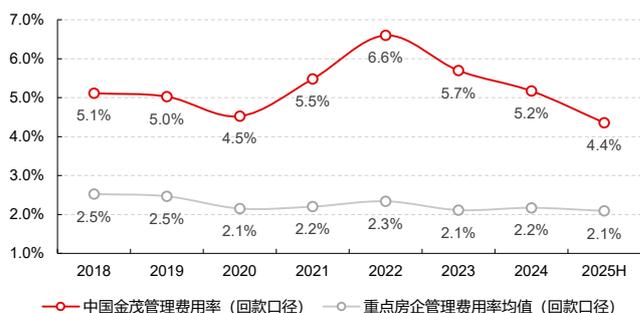
投入”反映公司的运营效率，以综合衡量货地比、周转率、回款率等指标的变化，中国金茂的运营效率指标跟随行业均值整体走势波动，但始终低于行业均值，尚有提升空间。

图 30：中国金茂销售费用率与重点房企均值



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 31：中国金茂管理费用率与重点房企均值



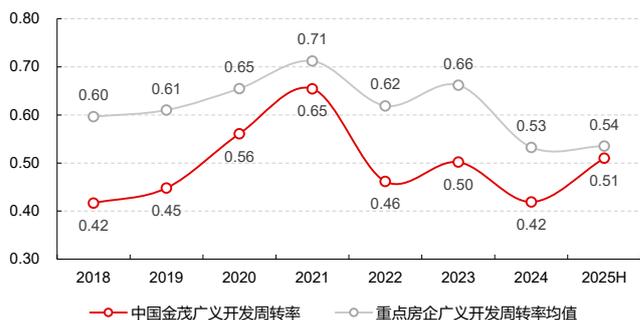
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 32：中国金茂并表回款/有息负债与重点房企均值



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 33：中国金茂开发回款/开发类资本投入与重点房企均值

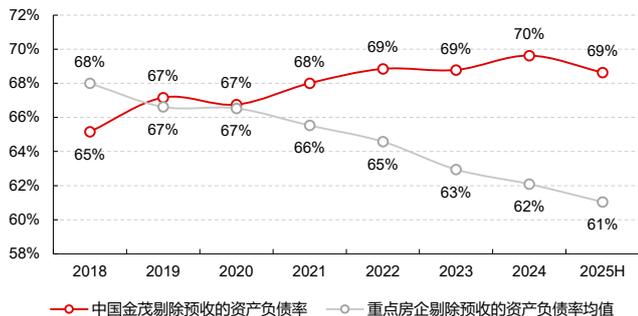


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 杠杆及融资：杠杆指标保持稳健，融资成本持续优化

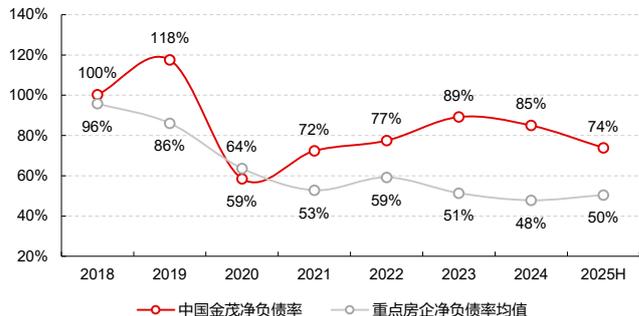
**财务安全边际稳固，融资成本持续优化。**中国金茂近几年剔除预收的资产负债率均维持在接近且小于 70%的水平，2025H 公司净负债率为 74%，同比下降 8.0pct，现金短债比 1.24，较去年年中降低 0.50，三道红线均维持在绿档，但与重点房企均值相比，杠杆水平始终偏高，未来有一定压降空间。2024 年以来融资成本持续优化，2025H 为 3.0%，同比大幅降低 1.1pct，好于重点房企平均水平。

图 34：中国金茂剔除预收账款的资产负债率与重点房企均值



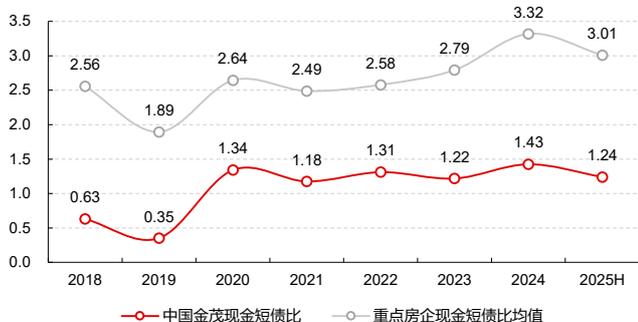
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 35：中国金茂净负债率与重点房企均值



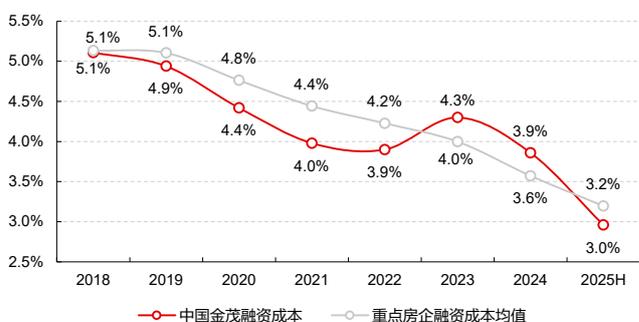
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 36：中国金茂现金短债比与重点房企均值



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 37：中国金茂融资成本与重点房企均值



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 投资建议：存量负担逐步消化，增量土储创造价值

中国金茂是一家以高品质住宅开发为主业的央企开发商，近一年得益于中化集团支持和内部管理变革展现出亮眼的边际趋势。公司的突出表现主要得益于：

**1) 大股东中化集团实力雄厚，支持公司长期稳健发展。**截至 2024 年末，中化集团持有中国金茂 38.38% 的股权，是公司的最大单一控股股东，其为公司提供流动性支持，2024 年 6 月中化香港与公司签订 150 亿元的永续借款协议，此外 2024 年~2025 年上半年中化集团向公司提供借款净增加额累计约 280 亿元。

**2) 内部组织变革，推动一系列管理动作提振经营。**2025 年 3 月中国金茂换帅，首席执行官陶天海接任董事会主席，公司随即开展一系列组织变革，有效增强了组织灵敏度，提高了决策效率和经营质量。全新发布“金玉满堂”产品系取得良好的市场反馈，多个项目首开量价双优；持续推动“6-10-12-24”运营创标，开发节奏超可研预期；用做优增量带动盘活存量，提出力争用三年时间解决 80% 的历史问题，其中 2025 年解决 35%。

**3) 经营面取得优于同行的表现。**2025Q1~3 中国金茂实现全口径销售金额 807 亿元，同比+27%，显著优于同行，销售排名首次跻身前十；2025Q1~3 中国金茂拿地强度（金

额口径)为65%，居头部房企最前列；新获取项目的利润水平边际提升，2024年以来累计获取项目平均销售净利率预期相对较高。经营面表现整体优于同行。

**4) 业绩走出底部，盈利边际修复。**2025H 公司预收对开发业务年化结算收入的覆盖倍数为 1.13X，后续结算资源相对充分，营收有一定保障；行业周期调整尚未充分，但主跌浪已过，减值计提或仍有一定比例，毛利率基本走出底部，短期内业绩预计仍旧承压，但后续或将逐步修复。预计 2025~2027 年归母净利润分别为 7.3/10.9/16.7 亿元，同比分别+4%/+50%/+53%，对应 PB 分别为 0.44x/0.43x/0.40x，给予“买入”评级。

图 38：中国金茂 2025~2027 年盈利预测

单位：亿元	2024	基准情形			悲观情形		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	590.5	708.6	744.1	781.3	679.1	699.5	713.5
YOY	-18.4%	20.0%	5.0%	5.0%	15.0%	3.0%	2.0%
毛利率	14.6%	14.6%	15.3%	16.8%	13.1%	14.2%	15.2%
归母净利润	7.0	7.3	10.9	16.7	3.7	7.6	11.5
YOY	/	3.5%	50.1%	52.8%	-47.6%	106.9%	51.2%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 风险提示

- 1、需求和政策低于预期：当前多数城市商品住宅库存去化周期较高，且亟需更多的稳就业、稳收入、稳预期政策来恢复居民购房信心，若需求表现和政策效果持续低于预期，则将继续对销量和房价构成压力。
- 2、老货仍有一定压力：公司存量货值中仍有一定比例较难去化的老项目，可能采取折扣促销或者土地置换等方式解决历史问题，毛利率和存货减值仍面临压力。
- 3、关注后续拿地与兑现的稳定性：公司自 2024Q4 重新发力拿地，做优增量带动盘活存量，须持续关注新拿地的兑现情况及后续继续拿地的力度，以及销售表现。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：基于对当前行业周期位置和公司经营状况的判断，预计中国金茂 2025~2027 年归母净利润分别为 7.3/10.9/16.7 亿元，同比分别 +4%/+50%/+53%，若上述假设不及预期，则盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若公司营收下降，毛利率降低等，对应 2025~2027 年归母净利润调降至 3.7/7.6/11.5 亿元。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。