

# 绿城中国 (03900.HK)

## 积极推动长库存去化，业绩受毛利率及减值等承压

公司积极推动长库存去化，利润率下滑、减值及结转结构等因素致业绩承压。

2025年，公司实现营业收入1549.7亿元（同比-2.3%，下同），净利润22.9亿元（-44.9%），归母净利润0.71亿元（-95.6%）。期内公司业绩下滑，主要是（1）房地产市场仍在调整，同时公司积极推动长库存去化，期内开发业务毛利率进一步走低至11.2%，整体毛利率降低至11.9%；同时公司应占合联营公司业绩下降；（2）若干资产的减值及公允价值变动净额合计49.21亿元；（3）归母净利润占净利润的比例大幅下滑至3.1%，我们认为可能是当期结转贡献利润较多的项目中，公司股权占比相对较低导致的。往后看，随着历史包袱逐步处置、近年新获取项目利润率相对可观、流速较快，结转毛利率或逐步展现企稳态势，2025年末公司已售未结转金额约1610亿元，我们认为优质资源有望助力公司业绩领先行业企稳。

公司融资成本创历史新低、债务结构持续优化，财务表现稳健。公司期末有息负债总额为人民币1333.9亿元（-2.8%），持续优化债务结构，一年内到期债务247.4亿元，占比18.6%。期内综合融资成本为3.3%，较2024年进一步下降60BP，创历史新低，充分展现公司稳健的财务状况和较高的信用水平。境内融资方面，2025年公司共发行信用债100亿元、供应链融资48.9亿元；境外融资方面，公司完成境外债务置换约10.06亿美元，其中包括成功发行5亿美元优先票据，重启中资地产美元债渠道，彰显公司信用实力。期末，公司剔除预资产负债率为69.0%，净负债率66.4%，现金短债比2.56倍。

销售保持行业领先身位，持续补库核心城市，优质货源快速转化。公司2025年实现合同销售金额（含代建）2519亿元（-9.0%）。其中，自投销售金额1534亿元（-10.7%）；自投权益销售金额为1043亿元（-13.5%），自投权益比68.0%。从结构看，一二线城市贡献销售占比达到84%（杭州35%、上海10%、北京7%），公司全年销售降幅小于TOP10房企，保持行业领先身位。拿地方面，2025年全年权益拿地金额511亿元，预计新增货值1355亿元，规模位列行业第四，其中一二线货值占比达86%（杭州38%、上海10%）。高质量投拓一方面快速转化销售（2025年新拓转化率33%），另一方面为结转业绩打下基础。公司期末土地储备建面为2371万方，总规模继续小幅下降；总土储货值3827亿元。

投资建议：考虑到公司（1）国资背景背书，财务稳健融资畅通，流动性保持充裕；（2）高度聚焦核心城市拿地，土储质优量足，叠加产品品质领先，销售去化确定性强；（3）已售未结资源充足，历史包袱逐步减轻，业绩向好。维持“买入”评级。基于目前行业下行周期以及公司结转节奏，我们预计公司2026/2027/2028年的收入为1355.5/1217.6/1132.0亿元，归母净利润为3.59/10.46/14.14亿元，EPS为0.14/0.41/0.56元/股，对应的PE为52.4/18.0/13.3倍。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	158546	154966	135546	121764	113199
增长率 yoy (%)	21%	-2%	-13%	-10%	-7%
归母净利润（百万元）	1596	71	359	1046	1414
增长率 yoy (%)	-49%	-96%	405%	192%	35%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.63	0.03	0.14	0.41	0.56
P/E（倍）	12.93	248.45	52.42	17.97	13.29

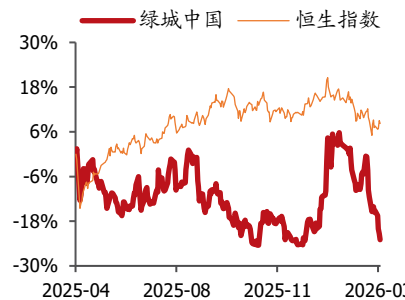
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年4月2日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04月02日收盘价（港元）	8.41
总市值（百万港元）	21,358.02
总股本（百万股）	2,539.60
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	11.06

#### 股价走势



#### 作者

分析师 金晶  
执业证书编号：S0680522030001  
邮箱：jinjing3@gszq.com  
分析师 夏陶  
执业证书编号：S0680524070006  
邮箱：xiatao@gszq.com

#### 相关研究

- 《绿城中国 (03900.HK)：25H1 结转结构和减值影响业绩，积极补库土储不断优化》 2025-08-24
- 《绿城中国 (03900.HK)：拿地销售领跑行业，合理减值业绩向好》 2025-04-02
- 《绿城中国 (03900.HK)：1H 拿地销售显著优于行业，合理减值出清历史包袱》 2024-08-26

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	437,691	374,437	351,349	328,643	315,085
现金	68,862	59,160	55,282	57,102	61,229
应收账款及票据	2,638	2,173	1,883	1,691	1,572
存货	252,016	214,823	202,014	187,050	175,309
其他	114,176	98,282	92,171	82,800	76,975
<b>非流动资产</b>	70,094	75,424	76,271	77,278	78,302
固定资产	10,933	11,656	11,326	10,867	10,429
无形资产	1,710	2,273	2,584	2,984	3,380
其他	57,452	61,495	62,361	63,427	64,493
<b>资产总计</b>	507,785	449,861	427,621	405,922	393,387
<b>流动负债</b>	285,505	233,503	210,190	187,460	171,820
短期借款	31,663	24,744	21,285	17,825	14,366
应付账款及票据	47,149	42,104	39,740	35,629	32,870
其他	206,693	166,655	149,165	134,006	124,583
<b>非流动负债</b>	108,796	110,644	108,773	107,526	106,591
长期债务	105,524	108,641	106,771	105,524	104,588
其他	3,272	2,002	2,002	2,002	2,002
<b>负债合计</b>	394,301	344,147	318,964	294,986	278,410
普通股股本	243	243	243	243	243
储备	36,085	34,941	34,657	34,496	35,910
<b>归属母公司股东权益</b>	36,328	35,184	34,900	34,739	36,153
少数股东权益	77,157	70,530	73,757	76,197	78,824
<b>股东权益合计</b>	113,484	105,714	108,657	110,936	114,976
负债和股东权益	507,785	449,861	427,621	405,922	393,387

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	28,831	28,800	8,209	13,390	13,347
净利润	1,596	71	359	1,046	1,414
少数股东权益	2,550	2,215	3,227	2,440	2,626
折旧摊销	736	904	1,018	1,059	1,043
营运资金变动及其他	23,948	25,610	3,605	8,845	8,263
<b>投资活动现金流</b>	-14,418	-31,888	-4,224	-4,041	-3,537
资本支出	-356	-1,286	-1,000	-1,000	-1,000
其他投资	-14,061	-30,602	-3,224	-3,041	-2,537
<b>筹资活动现金流</b>	-15,167	-6,613	-7,864	-7,528	-5,682
借款增加	-8,454	-6,613	-5,330	-4,707	-4,395
普通股增加	-11	0	0	0	0
股利	-1,089	0	-643	-1,207	0
其他	-5,613	0	-1,891	-1,614	-1,288
<b>现金净增加额</b>	-897	-9,701	-3,879	1,821	4,127

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	158,546	154,966	135,546	121,764	113,199
<b>营业成本</b>	138,321	136,495	119,221	106,886	98,611
销售费用	3,323	3,101	2,711	2,435	2,264
管理费用	4,441	3,964	3,389	3,044	2,830
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	2,579	2,226	1,891	1,614	1,288
<b>除税前溢利</b>	7,074	4,889	5,976	5,810	6,735
所得税	2,928	2,603	2,390	2,324	2,694
<b>净利润</b>	4,146	2,286	3,585	3,486	4,041
少数股东损益	2,550	2,215	3,227	2,440	2,626
<b>归属母公司净利润</b>	1,596	71	359	1,046	1,414
EBIT	9,652	7,115	7,867	7,424	8,022
EBITDA	10,389	8,019	8,885	8,483	9,065
EPS (元)	0.63	0.03	0.14	0.41	0.56

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.67%	-2.26%	-12.53%	-10.17%	-7.03%
归属于母公司净利润(%)	-48.79%	-95.55%	405.07%	191.66%	35.24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.76%	11.92%	12.04%	12.22%	12.89%
销售净利率	1.01%	0.05%	0.26%	0.86%	1.25%
ROE	4.39%	0.20%	1.03%	3.01%	3.91%
ROIC	2.26%	1.39%	1.99%	1.90%	2.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.65%	76.50%	74.59%	72.67%	70.77%
净负债比率	60.21%	70.21%	66.98%	59.72%	50.21%
流动比率	1.53	1.60	1.67	1.75	1.83
速动比率	0.62	0.65	0.67	0.72	0.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.30	0.32	0.31	0.29	0.28
应收账款周转率	68.20	64.43	66.85	68.14	69.38
应付账款周转率	2.89	3.06	2.91	2.84	2.88
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.63	0.03	0.14	0.41	0.56
每股经营现金流	11.38	11.34	3.23	5.27	5.26
每股净资产	14.33	13.85	13.74	13.68	14.24
<b>估值比率</b>					
P/E	12.93	248.45	52.42	17.97	13.29
P/B	0.57	0.54	0.54	0.54	0.52
EV/EBITDA	8.56	11.62	10.31	10.03	8.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 4 月 2 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com