

港股研究 | 公司点评 | 绿城中国 (03900.HK)

销售排名再进一位，盈利承压静待修复

——绿城中国 2025 年报点评

报告要点

2025 年公司营业收入基本持平，但归母净利润降幅较大，主因毛利率继续下探、联营合营企业亏损扩大及减值计提维持高位，预计 2026 年结算资源和销售规模仍面临行业性压力。2025 年销售端表现亮眼，自投排名提升一位至行业第五，持续聚焦核心城市拿地，守牢安全底线。融资成本进一步降低，债务结构持续优化，现金流管理审慎，流动性稳健。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



侯兆熔

SAC: S0490525060001

绿城中国 (03900.HK)

2026-04-03

销售排名再进一位，盈利承压静待修复

——绿城中国 2025 年报点评

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布业绩公告，2025 年实现营业收入 1549.7 亿元 (-2.3%)，毛利率 11.9% (-0.9pct)，归母净利润 0.7 亿元 (-95.6%)，业绩降幅较大主要是毛利率进一步下降、分占合联营公司业绩下滑及计提资产减值及公允价值变动损失 49.2 亿元（较 2024 年基本持平）所致。

事件评论

- 毛利率下行叠加合联营亏损扩大，业绩显著承压。**2025 年公司实现营业收入 1549.7 亿元 (-2.3%)，归母净利润 0.71 亿元 (-95.6%)，收入基本持平，但业绩降幅较大，主因市场仍处调整期，结算毛利率持续下探且合联营公司亏损扩大。综合毛利率同比下降 0.9pct 至 11.9%，其中物业销售毛利率 11.2%，较 2024 年的 11.7% 下降 0.5pct，主因公司为促进长远发展，积极推动长库存去化，导致部分货值折损；计提资产减值及公允价值变动损失 49.2 亿元，维持高位；分占合营企业及联营公司亏损扩大至 11 亿元（2024 年为 6 亿元），对归母业绩形成一定拖累。截至 2025 年末，公司已售未结金额约 1610 亿元，权益比约 67%，合同负债为 1090.2 亿元 (-25.9%)，合同负债/开发业务结算收入=0.7X；2026 年可推售货值 1631 亿元，其中存量在售 801 亿元、计划新推 830 亿元（含全新首开 270 亿元），行业延续下行趋势，预计 2026 年公司的结算资源和销售规模仍面临行业性压力。
- 销售排名再进一步，持续聚焦核心，守牢安全底线。**销售方面，公司精准施策，整体销售表现稳中有进，2025 年实现自投销售金额 1534 亿元 (-11%)，降幅低于 TOP10 房企，销售排名再进一位至行业第五；全年首开 54 个项目，平均首开去化率达 69%，其中 25 个项目实现首开溢价 27.8 亿元。拓展方面，以守牢安全底线为前提，持续聚焦、适度扩面，公司年内新增项目 50 个，权益土地款约 511 亿元，预计新增货值约 1355 亿元 (+25%)，位列行业第四；新拓项目平均权益比约 69%，保持较高水平。运营方面，公司精益管控，进一步巩固优势，拿地至首开仅 6.1 个月、拿地至交付平均 26.2 个月。资源方面，公司 2025 年底未竣工土储总货值约 3827 亿元，其中一二线城市占比进一步提升 4pct 至 80%。
- 融资成本进一步降低，债务结构持续优化。**2025 年末，公司加权平均融资成本进一步下降 40BP 至 3.3%，境内外融资通道保持通畅；短债占比较 2024 年末进一步降低 4.5pct 至 18.6%，创历年新低，债务结构持续改善；净资产负债率约 66%，较 2024 年末有所上升，主要是公司积极拿地、银行存款及现金减少所致，但仍保持在合理区间；现金短债比 2.6X，创历年新高。公司现金流管理审慎，着力优化资产负债结构，确保流动性稳健。
- 销售排名再进一位，盈利承压静待修复。**2025 年公司营业收入基本持平，但归母净利润降幅较大，主因毛利率继续下探、联营合营企业亏损扩大及减值计提维持高位，预计 2026 年结算资源和销售规模仍面临行业性压力。2025 年销售端表现亮眼，自投排名提升一位至行业第五，持续聚焦核心城市拿地，守牢安全底线。融资成本进一步降低，债务结构持续优化，现金流管理审慎，流动性稳健。预测 2026~2028 年归母净利润分别为 2.3/9.6/22.7 亿元，同比+230%/+310%/+137%，对应 PE 为 80/20/8X，给予“买入”评级。

风险提示

- 房地产行业销售复苏不及预期；
- 管理层变动对公司经营稳定性的影响。

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) 8.41

注：股价为 2026 年 4 月 2 日收盘价

相关研究

- 《业绩基本筑底，经营边际突出——绿城中国 2025 年中报点评》2025-08-24
- 《销售拿地表现亮眼，业绩压力逐步出清——绿城中国 2024 年业绩点评》2025-04-01
- 《大浪淘沙始见金，综合优势渐兑现——绿城中国深度覆盖报告》2025-01-06


 更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、房地产行业销售复苏不及预期：当前行业仍处于筑底期，若宏观经济承压导致居民购房意愿持续低迷，公司销售目标兑现度将受到挑战，进而影响结转收入及现金流安全。
- 2、管理层变动对公司经营稳定性的影响：公司公告 CEO 郭佳峰先生辞任，耿忠强先生获委任为代理 CEO，董事会及高管成员对公司经营决策的影响至关重要，须观察管理层变动对公司经营产生的影响。

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。