

绿城中国 (03900.HK)

业绩承压，土储优化

优于大市

核心观点

归母净利润同比-95.6%。2025年公司实现营业收入1549.7亿元，同比下降2.3%；实现归母净利润0.7亿元，同比下降95.6%。公司归母净利润大幅下降的主要原因是：1) 毛利率同比-0.8pct至11.9%；2) 投资收益亏损同比扩大5亿元至11.3亿元；3) 结算权益占比下降导致少数股东损益占比增加。同时，公司计提减值49.4亿元，同比减少1.2亿元。

销售行业排名提升，土储结构更加安全。2025年公司实现总合同销售金额约2519亿元，同比下降9.0%，行业排名跃升至全国第二，其中自投项目实现合同销售金额1534亿元，权益销售金额1043亿元，排名提升至全国第五；实现销售面积1208万平方米，同比下降14.3%。公司销售结构持续优化，一、二线城市销售额占比达84%，长三角区域占比71%，全年回款率达101%，维持行业标杆水平。2025年公司新增项目50个，对应面积318万平方米，新增货值1355亿元，新增土地权益比为69%。截至2025年末，公司总土地储备3827亿元，对应权益可售建筑面积约972万平方米，其中一二线城市货值占比约80%，结构更加安全。

现金储备充裕，财务稳健。截至2025年末，公司拥有货币资金632亿元，其中剔除预售监管受限资金后拥有368亿元可用资金，现金短债比为2.6倍，流动性较为充裕。公司债务结构健康，一年内到期借贷占比降至18.6%，为历年新低，2025年总借贷加权平均融资成本降至3.3%，较2024年末的3.7%下降40bp。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：预计公司26/27年收入为1392/1297亿元，归母净利为1.3/1.8亿元，对应EPS分别为0.05/0.07元，对应PE分别为97/70X，维持“优于大市”评级。（具体盈利预测见正文）

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	158546	154966	139160	129697	125676
(+/-%)	20.7%	-2.3%	-10.2%	-6.8%	-3.1%
净利润(百万元)	1596	71	131	182	288
(+/-%)	-48.8%	-95.6%	84.6%	38.6%	58.3%
每股收益(元)	0.63	0.03	0.05	0.07	0.11
EBIT Margin	7.9%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
净资产收益率(ROE)	4.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%
市盈率(PE)	11.0	247.9	134.3	96.9	61.2
EV/EBITDA	33.1	31.7	25.9	26.3	26.5
市净率(PB)	0.48	0.50	0.50	0.50	0.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

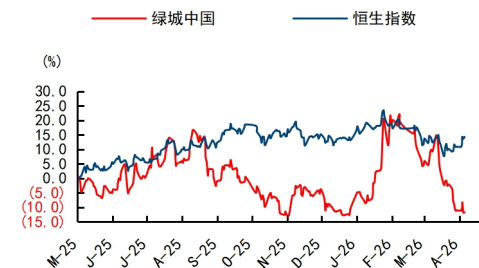
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.35 港元
总市值/流通市值	21206/21206 百万港元
52周最高价/最低价	11.98/8.10 港元
近3个月日均成交额	131.56 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

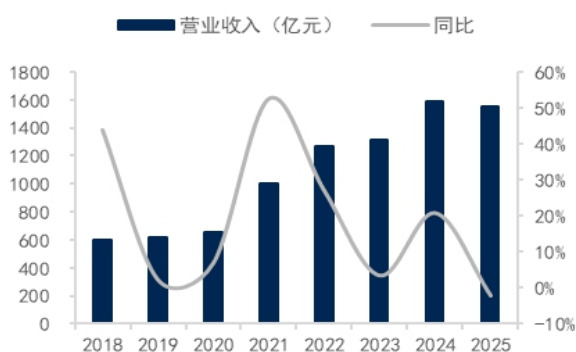
《绿城中国(03900.HK)-结算和计提节奏导致盈利承压，销售拿地仍优于行业平均》——2025-08-27

《绿城中国(03900.HK)-业绩承压，销售拿地优于行业平均》——2025-04-07

《绿城中国(03900.HK)-核心净利增长，销售权益提升》——2024-08-28

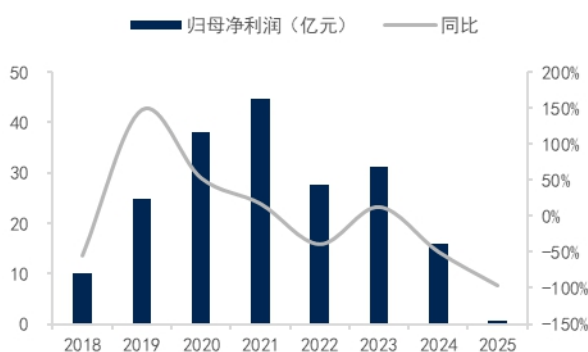
归母净利润同比-95.6%。2025 年公司实现营业收入 1549.7 亿元，同比下降 2.3%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比下降 95.6%。公司归母净利润大幅下降的主要原因是：1) 毛利率同比-0.8pct 至 11.9%；2) 投资收益亏损同比扩大 5 亿元至 11.3 亿元；3) 结算权益占比下降导致少数股东损益占比增加。同时，公司计提减值 49.4 亿元，同比减少 1.2 亿元。

图1：公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

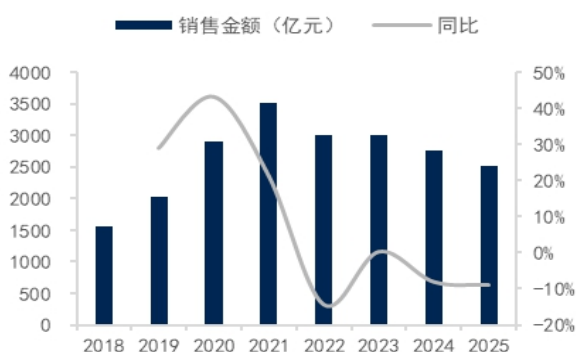
图2：公司归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

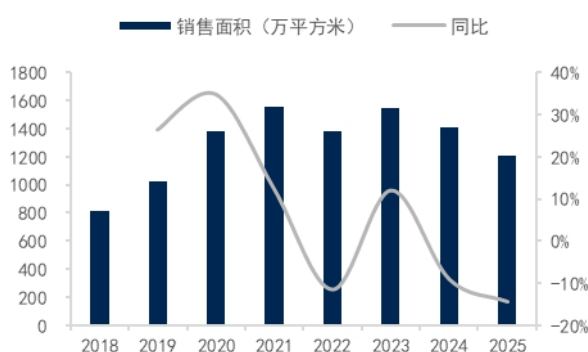
销售行业排名提升，土储结构更加安全。2025 年公司实现总合同销售金额约 2519 亿元，同比下降 9.0%，行业排名跃升至全国第二，其中自投项目实现合同销售金额 1534 亿元，权益销售金额 1043 亿元，排名提升至全国第五；实现销售面积 1208 万平方米，同比下降 14.3%。公司销售结构持续优化，一、二线城市销售额占比达 84%，长三角区域占比 71%，全年回款率达 101%，维持行业标杆水平。2025 年公司新增项目 50 个，对应面积 318 万平方米，新增货值 1355 亿元，新增土地权益比为 69%。截至 2025 年末，公司总土地储备 3827 亿元，对应权益可售建筑面积约 972 万平方米，其中一二线城市货值占比约 80%，结构更加安全。

图3：公司销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司销售面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现金储备充裕，财务稳健。截至 2025 年末，公司拥有货币资金 632 亿元，其中剔除预售监管受限资金后拥有 368 亿元可用资金，现金短债比为 2.6 倍，流动性较为充裕。公司债务结构健康，一年内到期借贷占比降至 18.6%，为历年新低，2025 年总借贷加权平均融资成本降至 3.3%，较 2024 年末的 3.7% 下降 40bp。

风险提示：市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议：预计公司 26/27 年收入为 1392/1297 亿元，归母净利润为 1.3/1.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.05/0.07 元，对应 PE 分别为 97/70X，维持“优于大市”评级。

盈利预测：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、2022 至 2025 年，公司的销售金额分别为 3003/3011/2798/2519 亿元，同比 -14%/+0%/-8%/-9%。在公司未来两年销售增速保持行业平均水平的前提下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司 2026、2027 年总营业收入分别为 1392/1297 亿元，同比 -10%/-7%。

2、预计公司未来两年营业成本/营业收入分别为 88%，与 2025 年基本持平，考虑到公司低毛利项目陆续结算完毕，预计公司毛利率将保持稳定。

3、预计公司未来两年管理费用/营业收入为 2.6%，与 2025 年基本持平。

4、预计公司未来两年销售费用/营业收入为 2.0%，与 2025 年基本持平。

5、公司 2025 年业绩下滑的主要原因是除毛利率承压外，结算权益比例下降影响较大，基于保守审慎的原则，我们预计公司未来两年结算权益比例与 2025 年基本持平。

6、公司 2025 年计提减值 49.4 亿元，同比减少 1.2 亿元；投资收益亏损同比扩大 5 亿元至 11.3 亿元；由于投资收益和减值计提与行业基本面相关度较高，无法精确预测，基于保守审慎的原则，我们假设公司未来投资收益和减值计提与 2025 年基本持平。

表1：公司营收假设

	2024	2025	2026E	2027E
营业收入（百万元）	158546	154966	139160	129697
YOY	20.7%	-2.3%	-10.2%	-6.8%
营业成本/营业收入	87.24%	88.08%	88.00%	88.00%
管理费用/营业收入	2.80%	2.56%	2.60%	2.60%
销售费用/营业收入	2.10%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测及敏感性分析：按上述假设条件，2026、2027 年总营业收入分别为 1392/1297 亿元，归母净利润分别为 1.3/1.8 亿元，同比 +84%/+38%，每股收益分别为 0.05/0.07 元。

表2：未来两年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E
营业收入	158546	154966	139160	129697
营业成本	138321	136495	122460	114133
销售费用	3323	2784	2783	2594
管理费用	4441	5160	3618	3372
营业利润	7050	4802	4377	5502
归母净利润	1596	71	131	181
每股收益	0.63	0.03	0.05	0.07
ROE	4%	0%	0%	1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析：公司以房地产开发为主业，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1) 在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2) 在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3) 在中性预测条件下，公司 2026、2027 年 EPS 分别为 0.05/0.07 元。

表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	158546	154966	145978	142913	145628
(+/-%)	20.7%	-2.3%	-5.8%	-2.1%	1.9%
净利润(百万元)	1596	71	749	890	1009
(+/-%)	-48.8%	-95.6%	955.2%	18.7%	13.4%
每股收益(元)	0.63	0.03	0.29	0.35	0.40
中性预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	158546	154966	139160	129697	125676
(+/-%)	20.7%	-2.3%	-10.2%	-6.8%	-3.1%
净利润(百万元)	1596	71	131	181	250
(+/-%)	-48.8%	-95.6%	84.4%	38.3%	38.2%
每股收益(元)	0.63	0.03	0.05	0.07	0.10
悲观预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	158546	154966	130327	113514	101709
(+/-%)	20.7%	-2.3%	-15.9%	-12.9%	-10.4%
净利润(百万元)	1596	71	57	106	132
(+/-%)	-48.8%	-95.6%	-19.4%	85.3%	24.2%
每股收益(元)	0.63	0.03	0.02	0.04	0.05

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	68862	59160	78173	90666	98659	营业收入	158546	154966	139160	129697	125676
应收款项	107483	92198	82794	77164	74772	营业成本	138321	136495	122460	114133	110595
存货净额	252016	214823	188545	175425	169858	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	9330	8256	6262	5836	5655	销售费用	3323	2784	2783	2594	2514
流动资产合计	437691	374437	355773	349091	348944	管理费用	4441	5160	3618	3372	3268
固定资产	10933	11656	6318	2459	371	财务费用	2581	3698	1896	1613	1429
无形资产及其他	1710	2273	1948	1624	1299	投资收益	(633)	(1134)	(1019)	(949)	(920)
投资性房地产	8891	11827	11827	11827	11827	资产减值及公允价值变动	(5060)	(4940)	(3000)	(1513)	257
长期股权投资	36428	36871	37314	37758	38201	其他收入	2863	4047	0	0	0
资产总计	495652	437064	413181	402758	400642	营业利润	7050	4802	4383	5522	7209
短期借款及交易性金融负债	31663	24744	24744	24744	24744	营业外净收支	23	88	0	0	0
应付款项	70213	61502	53979	50223	48629	利润总额	7074	4889	4383	5522	7209
其他流动负债	183629	147257	129454	120476	116644	所得税费用	2928	2603	2266	2839	3655
流动负债合计	285505	233503	208177	195443	190017	少数股东损益	2550	2215	1986	2502	3266
长期借款及应付债券	105524	108641	108641	108641	108641	归属于母公司净利润	1596	71	131	182	288
其他长期负债	3272	2002	1368	1050	891	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	108796	110644	110009	109692	109533	净利润	1596	71	131	182	288
负债合计	394301	344147	318186	305134	299550	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	77157	70530	72516	75018	78284	折旧摊销	0	0	2662	2671	2670
股东权益	36328	35184	35276	35403	35604	公允价值变动损失	5060	4940	3000	1513	(257)
负债和股东权益总计	507785	449861	425978	415556	413439	财务费用	2581	2227	1896	1613	1429
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(1288)	4263	11716	6124	2556
每股收益	0.63	0.03	0.05	0.07	0.11	其它	2550	2215	1986	2502	3266
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.02	0.03	经营活动现金流	7918	11490	19495	12991	8523
每股净资产	14.30	13.85	13.89	13.94	14.02	资本开支	4950	4217	0	0	0
ROIC	4%	3%	3%	3%	3%	其它投资现金流	15320	0	0	0	0
ROE	4%	0%	0%	1%	1%	投资活动现金流	24167	3774	(443)	(443)	(443)
毛利率	13%	12%	12%	12%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	(8071)	3118	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	9%	9%	10%	支付股利、利息	0	0	(39)	(55)	(86)
收入增长	21%	-2%	-10%	-7%	-3%	其它融资现金流	(16839)	(31200)	0	0	0
净利润增长率	-49%	-96%	85%	39%	58%	融资活动现金流	(32982)	(24965)	(39)	(55)	(86)
资产负债率	93%	92%	92%	91%	91%	现金净变动	(897)	(9701)	19012	12493	7993
息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	货币资金的期初余额	69758	68862	59160	78173	90666
P/E	11.0	247.9	134.3	96.9	61.2	货币资金的期末余额	68862	59160	78173	90666	98659
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	企业自由现金流	10966	13814	19352	13459	9811
EV/EBITDA	33.1	31.7	25.9	26.3	26.5	权益自由现金流	(15456)	(15309)	18436	12675	9107

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032