

【广发地产 & 海外】绿城中国 (03900.HK)

用品质铸就，穿越周期的力量

核心观点：

- **强利润考核，股东诉求一致。** 25年3月中交刘成云接任董事会主席，12月落地了以“集团收权、精简组织、强利润考核”为导向的架构调整。26年3月前行政总裁郭佳峰退休，但关键执行岗位人员保持稳定。中交对于绿城管理诉求与中小股东高度一致，且具备较高市场化活力。
- **产品力构筑溢价护城河，销售规模与质量双升。** 25年公司自投及权益销售金额均升至行业第五，全口径（包括代建）第一。据测算25年底未售货值2217亿元，21年以后新货占比56%，且50%为24年之后新规项目。24-25年项目售价平均超过周边产品20%，对应净利率达到11%，完美适配好房子时代。
- **投资聚焦核心“短平快”，补货充足销售弹性大。** 公司拿地聚焦核心盈利城市，拿地强度维持在40%左右。25年权益补货强度86%，主流房企排名前三，重点布局上海、杭州、苏州等市场，26年有望率先企稳。
- **历史包袱加速出清，利润步入良性回升通道。** 绿城历史销售规模与利润规模差距较大，但随着管理机制与市场环境的变化，三大负面原因正全面改善。**第一费率压降**，25年已经优于行业平均水平。**第二减值压力释放**，21-25年，累计减值计提规模已达137亿元，剩余老货规模为1004亿元，样本测算有一半左右老货保持盈利，中性情景下后续减值不足百亿。**第三，权益摊薄改善**，永续债于2023年全部清还，且高权益项目利润率回升，普通股股东业绩将具备极大上升弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司26-28年归母净利润分别为15亿元、20亿元、33亿元，当前市值对应25年权益销售PS仅0.2x，市场对公司未来利润水平预测及过去两年经营管理变化存在较大预期差。基于悲观情景测算，公司NAV为316亿元，给予绿城中国合理价值14.20港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。** 景气度恢复不及预期；毛利率承压；投资毛利率下行等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	158,546	154,966	116,794	90,065	104,964
增长率 (%)	20.7%	-2.3%	-24.6%	-22.9%	16.5%
EBITDA	13,169	11,744	9,482	9,371	11,270
归母净利润	1,596	71	1,486	1,985	3,287
增长率 (%)	-48.8%	-95.6%	1,992.9%	33.6%	65.6%
EPS (元/股)	0.63	0.03	0.59	0.78	1.29
市盈率 (P/E)	12.9	265.4	15.3	11.4	6.9
EV/EBITDA	6.7	7.9	10.7	10.5	7.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：人民币对港币汇率 1.14

公司评级

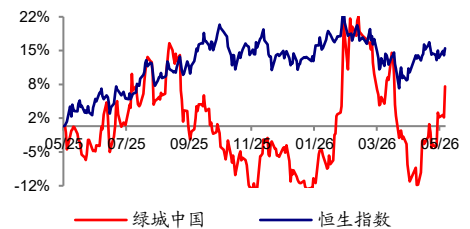
买入

当前价格	10.22 港元
合理价值	14.20 港元
报告日期	2026-05-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2539.60/2539.60
总市值/流通市值 (百万港元)	25954.70/25954.70
一年内最高/最低 (港元)	11.55/8.25
30日日均成交量/成交额 (百万)	8.83/81.01
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	-10.04/23.88

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

李怡慧



SAC 执证号: S0260524040001



SFC CE No. BVI219



021-38003636



liyihui@gf.com.cn

分析师：

谢淼



SAC 执证号: S0260522070007



SFC CE No. BVB342



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

目录索引

一、坚守品质，重新出发.....	5
(一) 发展历程：周期更迭，绿城始终坚持品质立身.....	5
(二) 股权结构：央企中交为单一最大股东，股权结构稳定.....	6
(三) 管理层：央企背书+绿城丰富执行经验，绿城成熟管理团队已构建.....	7
(四) 重资产板块组织架构最新变化：集团收权、组织精简、强利润考核.....	7
(五) 员工激励：绿城品质的基石是员工的积极性.....	8
二、好房子，强销售.....	9
(一) 19年以来销售排名持续提升，权益销售表现更佳.....	9
(二) 强销售源于好房子，布局分散、新货超半的货值储备将强支撑销售.....	11
(三) 新货销售表现突出，溢价强、去化快、开发效率高、利润率回升.....	16
(四) 好产品积累的绿城品牌效应带动老盘持续去化，老货压力相对可控.....	23
三、灵活资本运作，稳定积极投拓.....	27
(一) 中交背书重塑信用边界，投拓节奏稳定且积极.....	27
(二) 从大盘转向短平快项目，锁定能力舒适圈.....	29
(三) 更精准的拿地策略，带来更好的转化.....	31
四、现金流稳定，利润率将进入良性提升区间.....	31
(一) 预计绿城利润率水平将会进入良性提升区间.....	31
(二) 现金短债比维持 2X 以上，债务到期节奏可控.....	36
五、盈利预测与合理价值.....	37
(一) 销售净利润测算.....	37
(二) 减值讨论.....	42
(三) 盈利预测.....	42
(四) NAV 测算讨论.....	44
(五) 合理价值.....	47
六、风险提示.....	48

图表索引

图 1: 绿城中国发展历程	5
图 2: 绿城中国股权结构图 (截至 25 年 12 月 31 日)	6
图 3: 绿城中国目前董事会主要成员及高级管理层成员	7
图 4: 绿城中国重资产板块组织架构调整	8
图 5: 绿城股权激励 (份)	9
图 6: 绿城销售规模与销售排名变动回顾	10
图 7: 绿城全口径销售金额 (自投+代建)	10
图 8: 绿城权益销售金额及权益比例	10
图 9: 绿城自投销售金额及自投权益销售金额同比	11
图 10: 绿城自投销售金额及自投权益销售金额排名	11
图 11: 绿城与主流房企销售表现比较	11
图 12: 绿城产品系图谱	12
图 13: 绿城现象级豪宅盘 (销售数据截至 25 年底)	13
图 14: 绿城刚改楼盘 (销售数据截至 25 年底)	13
图 15: 绿城测算未售货值 (亿元)	14
图 16: 绿城测算 25 年末未售货值 (亿元) 分线结构	14
图 17: 测算 25 年末未售货值 (亿元) 中北上杭成占比	14
图 18: 绿城未售货值分城市结构	15
图 19: 绿城测算未售货值 (亿元) 期限结构	15
图 20: 绿城测算未售货值 (亿元) 中新货占比	15
图 21: 绿城 24-25 年拿地已售楼盘销售均价与溢价幅度	17
图 22: 绿城 24-25 年拿地已售楼盘容积率与溢价幅度	17
图 23: 24 个楼盘 (24-25 年拿地) 开盘半年价格趋势	20
图 24: 14 个楼盘 (23 年拿地) 开盘一年价格趋势	20
图 25: 绿城、主流房企及重点 11 城首开认购去化率	21
图 26: 绿城项目累计网签去化率 (截至 25 年底)	21
图 27: 绿城开发效率 (月)	22
图 28: 绿城地产结算净利率、测算 23-25 年拿地项目在 25 年的销售净利率	23
图 29: 绿城续销老盘 (销售数据截至 25 年底)	24
图 30: 绿城 25 年销售结构	25
图 31: 老货分年度平均降价幅度	25
图 32: 绿城新增资本与投资意愿变化	28
图 33: 绿城拿地金额及金额口径拿地力度	28
图 34: 绿城及主流房企金额口径拿地力度	29
图 35: 绿城权益拿地金额及金额口径权益比例	29
图 36: 绿城拿地单项目建面变化	29
图 37: 绿城拿地城市分布变化	30
图 38: 绿城销售金额 (亿元) / 前一年拿地金额 (亿元)	31
图 39: 绿城当年拿地货值及拿地货地比	31
图 40: 25 年销售中各年拿地销售净利率	31
图 41: 主流房企 19-25 年均销售额 vs 19-25 年均归母净利润	32
图 42: 绿城及主流房企平均扣税毛利率	32

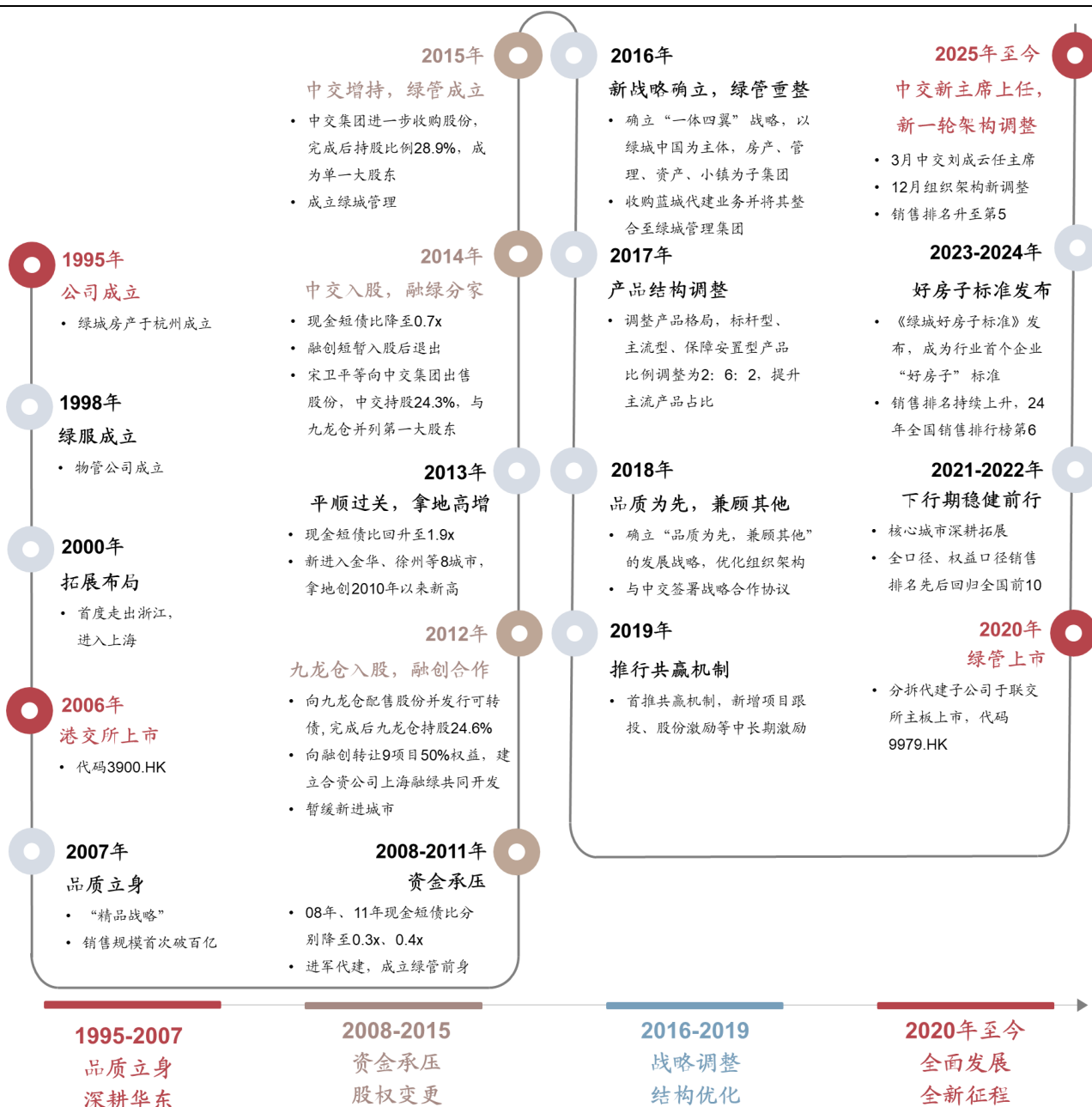
图 43: 绿城及主流房企平均销管费率	33
图 44: 绿城及主流房企平均财务费率	33
图 45: 绿城归母净利润及扣税减值	33
图 46: 绿城及主流房企平均净利率	34
图 47: 绿城净利润拆分	34
图 48: 绿城归母净利润及少数股东损益	35
图 49: 绿城扣永续债利息的归母净利润	35
图 50: 绿城有息负债及现金短债比	36
图 51: 绿城综合融资成本	36
图 52: 绿城权益销售净利润测算	37
表 1: 绿城购股权计划	8
表 2: 绿城 22-25 年拿地未售货值测算	16
表 3: 绿城 24-25 年拿地新项目价格表现 (销售数据截至 25 年底)	18
表 4: 绿城 24-25 拿地楼盘中出现价格上调的楼盘 (销售数据截至 25 年底)	20
表 5: 绿城 24-25 年拿地楼盘中开盘三个月网签去化率超过 70% 项目	21
表 6: 绿城 23-25 年拿地新货在 25 年的销售净利率测算	23
表 7: 绿城老货流速与价格降幅	24
表 8: 绿城老货降价幅度测算	25
表 9: 绿城 22 年及之前拿地老货在 25 年的销售净利率测算	26
表 10: 绿城权益销售净利润测算	37
表 11: 绿城 25 年整体销售净利率测算	38
表 12: 绿城 24 年销售净利率测算	38
表 13: 绿城 23-25 年拿地未售新货净利率测算项目明细	39
表 14: 从绿城披露货值推算降价幅度	42
表 15: 绿城减值测算	42
表 16: 绿城盈利预测	43
表 17: 绿城 NAV 测算—目前市场情景	44
表 18: 绿城 23-25 年拿地未售新货净利率测算—目前市场环境	45
表 19: 绿城减值测算—目前市场环境	45
表 20: 绿城 NAV 测算—弱政策市场情景	45
表 21: 绿城 23-25 年拿地未售新货净利率测算—弱政策市场情景, 新货价格下跌 10%	46
表 22: 绿城减值测算—弱政策市场情景	46
表 23: 绿城 NAV 测算—强政策市场情景	46
表 24: 绿城 23-25 年拿地未售新货净利率测算—强政策市场情景, 新货价格上涨 10%	47
表 25: 绿城减值测算—强政策市场情景	47
表 26: 可比公司估值表	47

一、坚守品质，重新出发

(一) 发展历程：周期更迭，绿城始终坚持品质立身

绿城中国自1995年于杭州成立以来，始终坚持“品质立身”的理念，依靠“好房子”穿越地产周期，保持行业领先地位。在30年的发展历程中，绿城经历了几轮股权结构与管理结构的变革，主要可划分为四个发展阶段。

图 1：绿城中国发展历程



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

第一阶段（1995-2007年）：品质奠基期。公司成立初期即确立了高品质路线，迅速树立品牌形象。2000年进军上海，开启区域扩张；2006年于港交所上市，助力资本布局；2007年正式成立“精品战略领导小组”，将品质提升至战略高度。同期，

旗下绿城服务获得国家一级资质，为产品售后与品牌口碑提供坚实支持，共同推动公司实现快速发展。

第二阶段（2008-2015年）：资金压力与战投引入期。受2008年金融危机及2011年市场下行影响，公司面临显著资金压力，现金短债比一度降至0.3-0.4倍。为缓解流动性危机，公司先后引入九龙仓和融创中国作为战略投资者，随后因经营理念差异，融创于2014年退出，同年中交集团入股，并于2015年增持成为第一大股东。

第三阶段（2016-2019年）：战略调整期。16年开始公司逐步推进战略与管理体系优化。战略层面，明确“一体四翼”发展架构，强化轻重资产协同。管理层面，持续优化产品结构，推动建立员工共赢机制，大力发展代建业务，补充轻资产收入来源。在此期间，公司始终未放松对产品品质的坚持，为下一阶段发展积蓄内力。

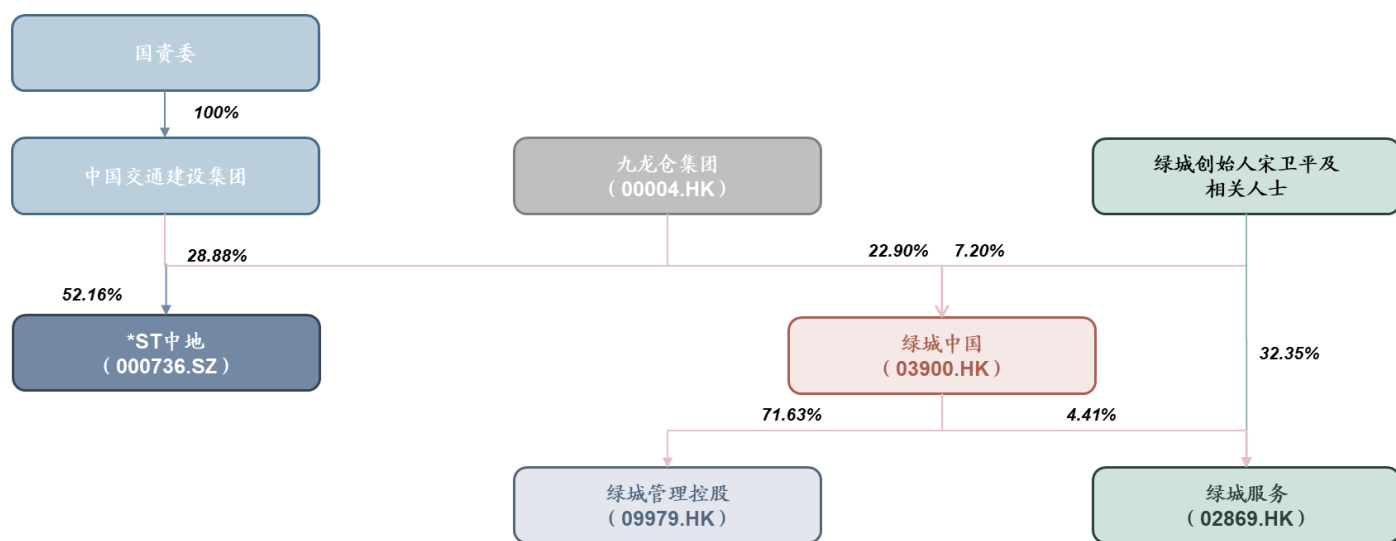
第四阶段（2020年至今）：全面发展期。随着行业进入深度调整，绿城凭借长期积累的产品力与布局韧性，销售排名稳步回升。公司治理结构经多轮优化后趋于稳定，2023年发布行业领先的“六好房子”标准，持续树立品质标杆。2025年中交刘成云出任董事会主席，在当前行业新阶段，公司依托央企信用背书与持续品质输出，抗周期能力进一步凸显，迎来新的发展征程。

（二）股权结构：央企中交为单一最大股东，股权结构稳定

绿城中国的股权结构来看，截至25年末，中交集团持股约28.88%，为绿城单一最大股东；九龙仓集团作为长期财务投资人持股约22.90%，创始人宋卫平的持股比例降至约7.20%。

除绿城中国外，“绿城”品牌下还有两家轻资产服务上市平台，做代建业务的绿城管理控股及做物业服务的绿城服务，三个平台协同发展，共同维护“绿城”品牌口碑。其中绿城管理控股为中交系培养，目前为绿城中国的并表子公司，截至25年末绿城中国持有绿管71.63%股权。绿城服务由创始人宋卫平主导，截至25年末绿城中国持有绿城服务的股权比例为4.41%。

图 2：绿城中国股权结构图（截至25年12月31日）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）管理层：央企背书+绿城丰富执行经验，绿城成熟管理团队已构建

25年3月中交刘成云接任董事会主席，26年3月原行政总裁郭佳峰退休，耿忠强代理行政总裁，主要高管保持稳定。绿城中国现已构建起一套成熟管理体系，既有央企中交的背景背书，也有在绿城有着丰富经验的管理层确保执行落地，有利于公司各业务协调的长期发展。

图 3：绿城中国目前董事会主要成员及高级管理层成员



刘成云
董事会主席

2026年董事会主要成员

刘成云，
董事会主席，
非执行董事，
中交集团副总经理。

耿忠强，
代理行政总裁，
执行董事，
绿管董事会主席。

李骏，
副总裁，
首席运营官，
执行董事。

洪蕾，
总法律顾问，
执行董事。

2026年高级管理层

周长江，
执行总裁，
董事会秘书。

赵晖，
执行总裁，
党委书记。

杜平，
副总裁。

肖力，
副总裁，
总工程师。

迟峰，
副总裁，
浙江区
董事长。

王朝晖，
总规划师，
华北区
董事长。

聂焕新，
助理总裁，
首席数字官，
运营管理
中心总经理。

张骥，
助理总裁，
发展投资中
心总经理。

数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

（四）重资产板块组织架构最新变化：集团收权、组织精简、强利润考核

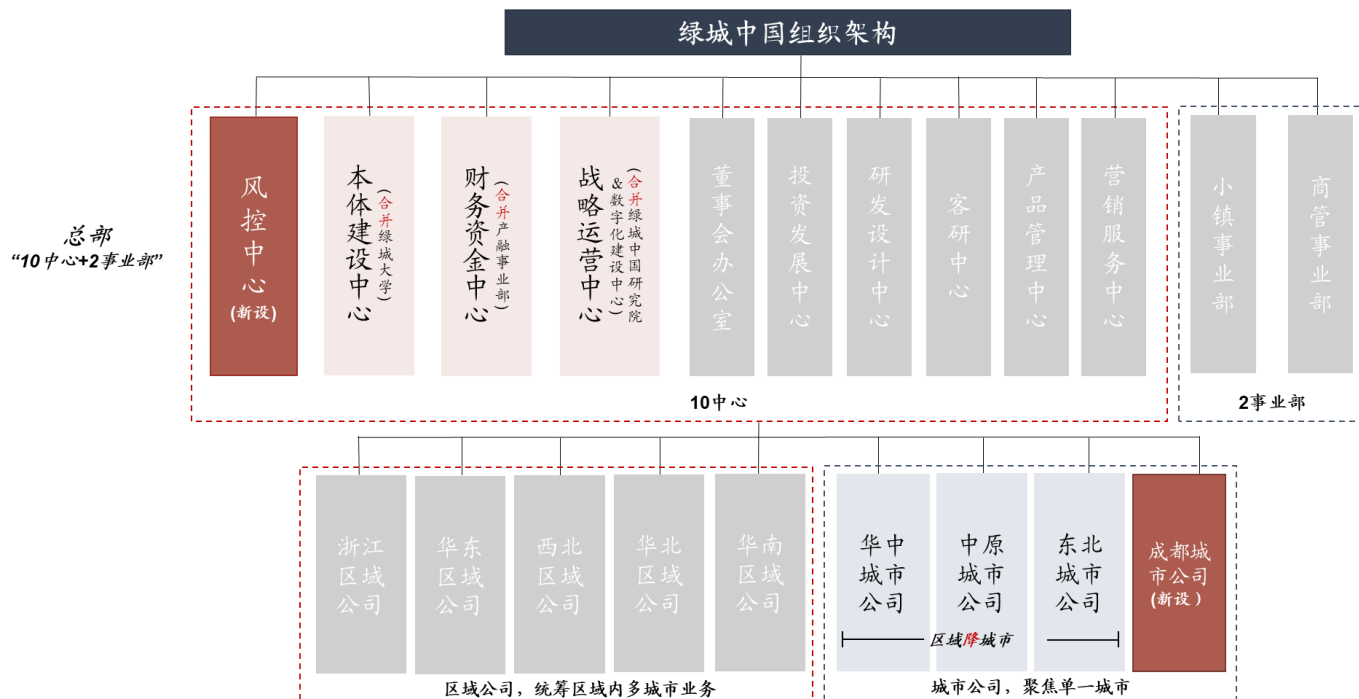
25年12月绿城进行了新一轮的重资产板块组织架构调整，调整主要体现为集团收权、组织架构精简及强化利润考核三大方向。

首先，集团总部收权特征明显。集团首次设立一级“风控中心”，将原隶属于董事会办公室的内部审计、风控法务等核心条线拆分并纳入该中心，正式将风险控制提升至集团战略核心层面。

其次，组织架构实现精简与整合。原“运营管理中心”升级为“战略运营中心”，并入原绿城中国研究院、数字化建设中心等。原产融事业部被撤销，并入财务资金中心。原绿城大学并入本体建设中心。

第三，考核机制转向强利润导向，持续亏损的地区公司面临撤销风险。原本区域公司管控各自为政，本次正式撤销业绩欠佳的东北、华中、中原三大区域公司，调整为城市公司并由集团直接管理，收缩非核心区域资源；同时新设立成都（城市）公司，由集团直管，给予强业绩区更多资源，利润导向更为明显。

图 4：绿城中国重资产板块组织架构调整



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

（五）员工激励：绿城品质的基石是员工的积极性

与行业内多数房企相比，绿城中国在员工激励体系的建设上更为全面和体系化，建立了一套覆盖不同维度员工的激励组合，这是其产品力持续领先的重要原因之一，绿城员工激励体系包括购股权计划、股份激励计划及员工跟投机制。

购股权计划：绑定核心管理层与骨干。公司分别于16年和23年推出两期购股权计划，每期有效期十年，主要授予对象为董事及合资格员工。16年计划下共授予2.16亿股，截至25H1，16年计划有8542万份购股权尚未行使，占总股本的3.4%，16年计划将于26年6月到期。现行23年计划下，可供授出的购股权总数约为2.53亿份，约占总股本10%，截至25H1该计划下暂无授予。

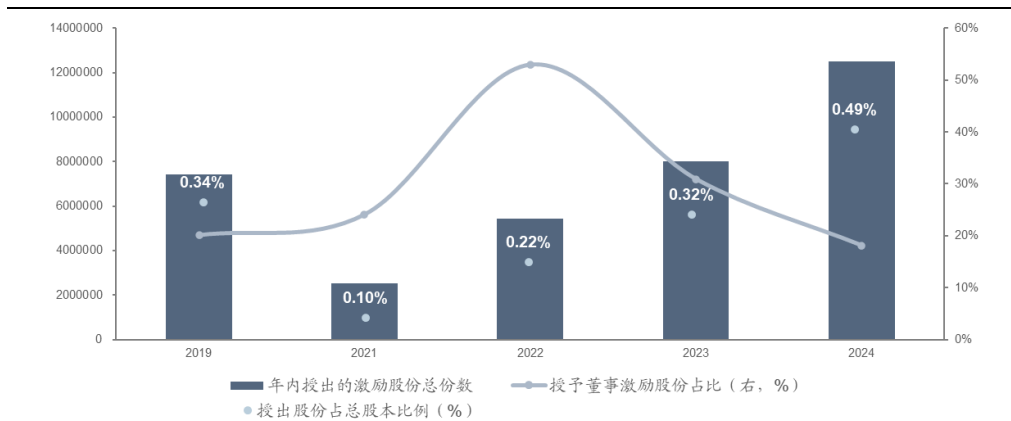
表1：绿城购股权计划

购股权计划	授出购股权日期	授予份数 (份)	占当年末 总股本比例	承授人	授予董事购股权占 当年总授予比例	行使比例
2006年计划	2009年1月、5月、6月及7月	102,856,000	6.3%	若干	28%	06年购股权计划在16年终止
2016年计划	2017年12月	100,000,000	4.6%	若干	35%	截至25H1，16年计划有8542万份购股权尚未行使，占计划总额的39.5%，占公司总股本的3.4%
	2018年8月	8,900,000	0.4%	张亚东、李骏	100%	
	2020年12月	77,349,600	3.1%	96人	28%	
	2023年5月	30,003,219	1.2%	33人	31%	
2023年计划	暂无授出	-	-			截至25H1，23年计划未行使，计划总额2.53亿股，占总股本比例10.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

股份激励计划：覆盖并激励广大绩优员工。中交入股之后，经过几年的战略调整，在2019年推行“员工共赢机制”。为激励更广泛的员工群体，公司于19年采纳了一项为期十年的股份激励计划，通过信托从公开市场购买股份进行奖励。该计划中约有70%的授予股份面向除董事及最高薪人士以外的普通员工，且近年来面向其他员工的激励占比呈上升趋势。

图 5：绿城股权激励（份）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

项目跟投机制：激发团队经营活力与效率。19年“员工共赢机制”下另一举措为项目跟投机制，19年后新获取项目实行强制跟投机制，将员工利益与具体项目深度捆绑，充分激励员工积极性。

二、好房子，强销售

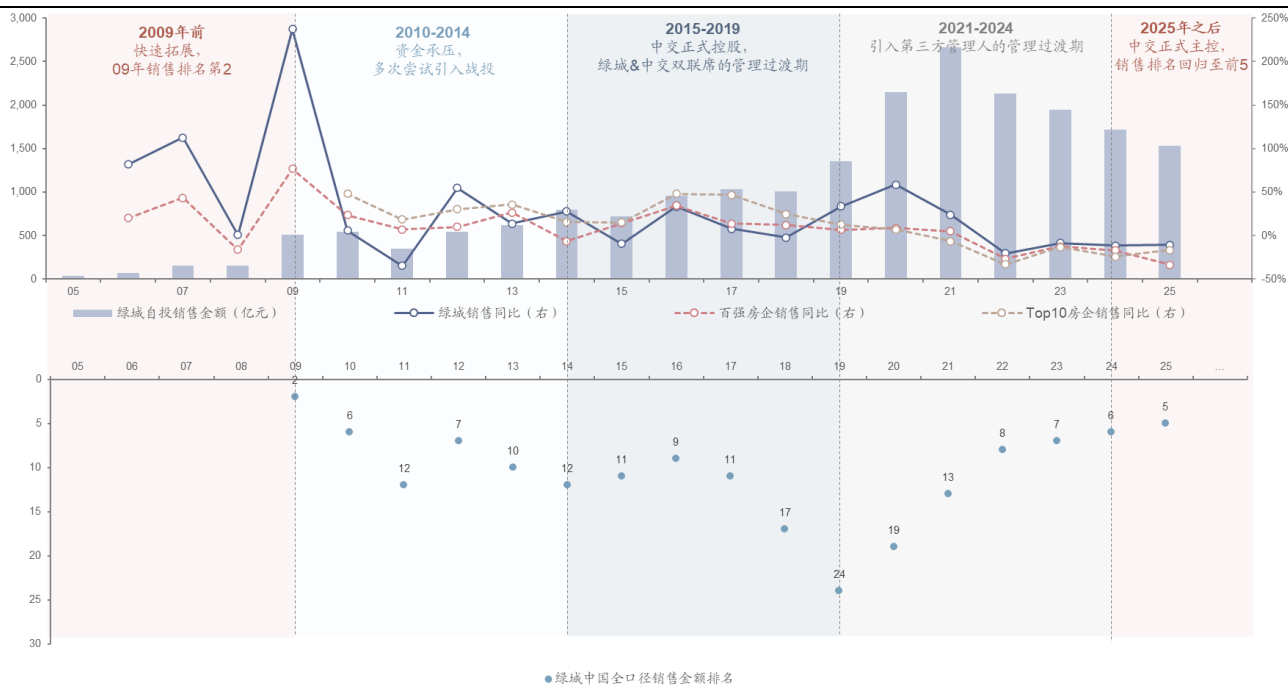
（一）19年以来销售排名持续提升，权益销售表现更佳

从成立以来，绿城销售排名保持在行业前列，在09年销售金额排名全国第2，为房地产发展初期就崭露头角的房企，尽管在10-14年的资金承压期及15-19年的管理层交接期绿城销售排名出现了一些波动，依靠品质的坚守，绿城成功穿越了多个地产周期，在25年排名回归全国第5，重新迈入头部房企队列。

绿城销售规模最高峰出现在21年，单年自投销售金额达到2666亿元，全口径销售金额为3509亿元。之后在地产行业下行压力下有所收缩，25年自投销售金额降至1534亿元，较21年最高点收缩42%，而百强房企、Top10房企分别较最高点收缩65%、66%，绿城25年销售金额单年降幅11%，而百强房企、Top10房企25年降幅分别为33%、16%，19年以来绿城销售表现稳定领先行业。

25年绿城中国包括代建在内的全口径销售金额为2519亿元，排名行业第一，自投销售金额为1534亿元，排名行业第五，权益销售金额为1040亿元，排名行业第五。公司25H1销售为包括杭州、苏州、宁波、西安、大连、长沙在内的10个城市的Top5，在8个城市为Top10，在绝大多数城市过去几年的销售排名均有长足的进步。

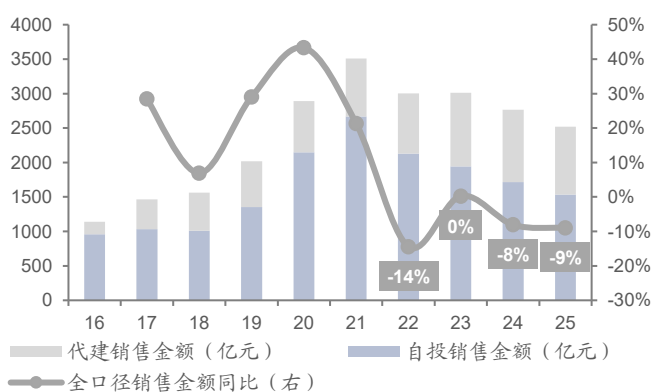
图 6: 绿城销售规模与销售排名变动回顾



数据来源: 公司财报, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

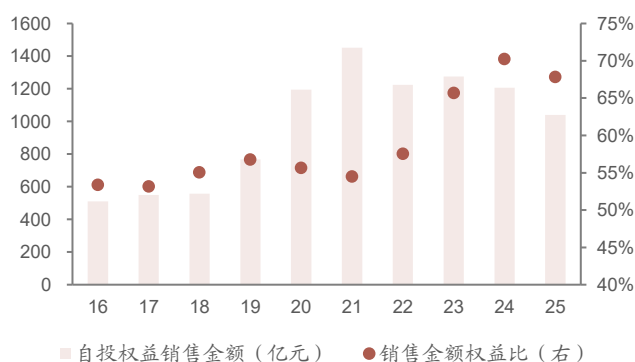
绿城在22年后的销售权益比逐年提升, 由21年的54%逐渐升至24年的70%、25年的68%, 带动权益销售表现回升, 21年以来绿城自投销售金额累计收缩42%, 自投权益销售金额累计收缩28%, 降幅明显小于全口径。且从往年销售排名表现来看, 受低权益比拖累, 绿城权益销售排名低于全口径销售排名, 而到25年, 绿城全口径与权益销售金额排名均升至第5名, 绿城权益销售排名进度幅度更大。

图 7: 绿城全口径销售金额 (自投+代建)



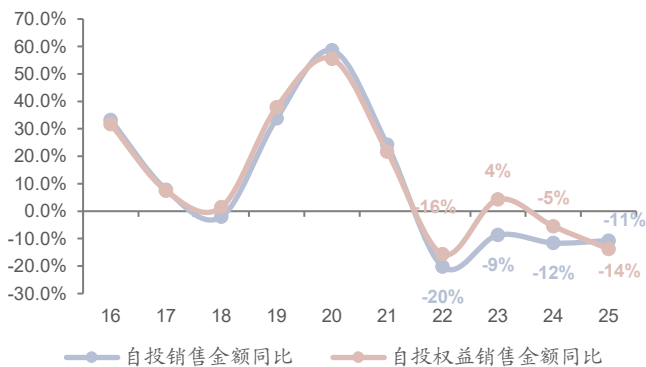
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 绿城权益销售金额及权益比例



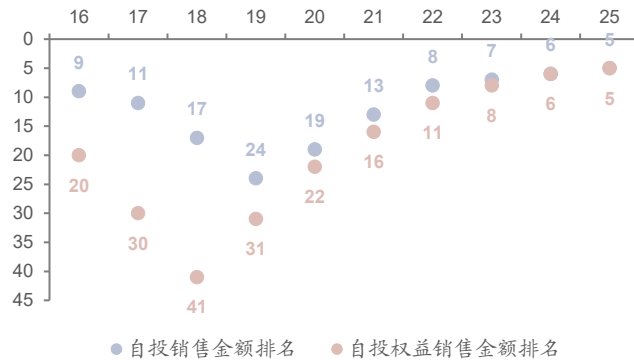
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 9：绿城自投销售金额及自投权益销售金额同比



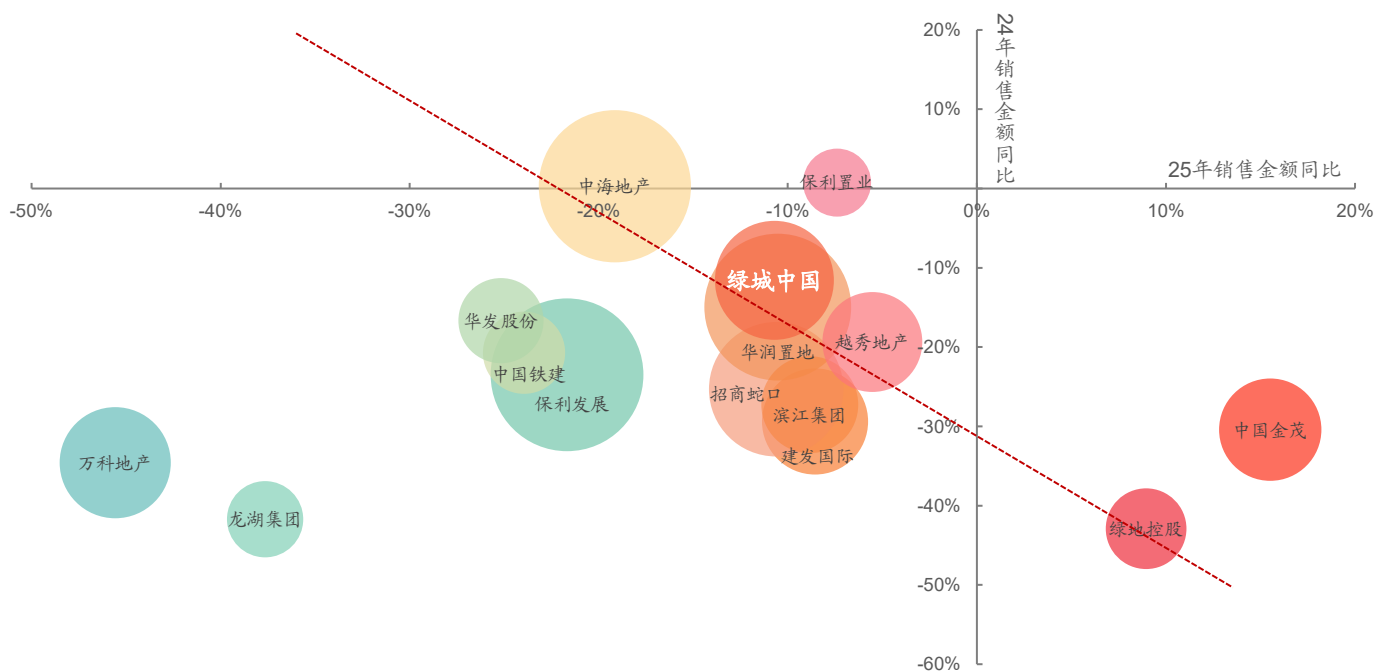
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：绿城自投销售金额及自投权益销售金额排名



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11：绿城与主流房企销售表现比较



数据来源：公司财报，克而瑞，广发证券发展研究中心；注：气泡大小代表 25 年销售金额规模大小

与其他主流房企相比，绿城销售韧性领先，在1500亿销售金额量级上，做到了24-25年连续两年降幅小于行业，随着管理的逐渐稳定，绿城找回了自己的经营节奏，25年3月中交正式接管管理层，在央企的资源加持下，绿城的“好房子”将更好的释放销售潜能。

（二）强销售源于好房子，布局分散、新货超半的货值储备将强支撑销售

绿城之所以可以穿越周期，再次回到行业前列，源于绿城极强的产品力。创始人宋卫平奠定了绿城扎实的审美基础，多年经营，绿城始终坚持这种绿城美学，积累了行业内最“优美”的产品系，覆盖刚需、改善、顶豪各层次需求，包括别墅、叠拼、大平层等多个产品类型。

目前绿城主要有7+产品系列，分为顶豪T档（玫瑰园系、凤起系）、改善S档（云庐系、月华系、晓风系）、刚需&刚改W档（海棠系、春月系），另外还有14+属地

特色产品系（浙江馥香园、华南名园等），各个系列尤其高端改善产品系，出现了很多现象级“好房子”，每一个新的作品出现，都在积攒绿城的产品口碑。

图 12：绿城产品系图谱



数据来源：公司财报，公司官网，广发证券发展研究中心

24-25年绿城的豪宅新作代表包括上海潮鸣东方、苏州玫瑰园、义乌凤起潮鸣，三个盘的销售均价在一线、二线及低能级四线均远超城市平均，分别达到了19.5万元/平、10.9万元/平、3.8万元/平，且去化速度也都领先城市平均，据中指院数据，上海潮鸣东方首月网签去化达到87%、目前已清盘，苏州玫瑰园首月网签去化率46%、三个月清盘，义乌凤起潮鸣3个月去化率43%、目前累计去化率86%。

绿城的顶豪线产品能力，在不同能级城市被反复验证，绿城不仅能在一线做出现象级豪宅，在二线甚至义乌这样的四线城市，也可以依靠房子本身的高品质，取得领先市场的价格和流速表现。

图 13: 绿城现象级豪宅盘 (销售数据截至25年底)

绿城现象级豪宅盘

一线—上海潮鸣东方



拿地时间	24/08
首开时间	25/05
销售均价 (元/平)	194729
容积率	2.2
可售货值 (亿元)	71.4
净利率	11.4%
权益比例	100%
权益净利润 (亿元)	8.1
去化情况	首月去化率87% 累计去化率100%

二线—苏州玫瑰园



拿地时间	24/03
首开时间	24/11
销售均价 (元/平)	109078
容积率	1.0
可售货值 (亿元)	51.3
净利率	13.2%
权益比例	49%
权益净利润 (亿元)	3.3
去化情况	首月去化率46% 累计去化率100%

四线—义乌凤起潮鸣



拿地时间	23/12
首开时间	24/08
销售均价 (元/平)	38166
容积率	1.4
可售货值 (亿元)	56.2
净利率	12.4%
权益比例	63%
权益净利润 (亿元)	4.4
去化情况	3个月去化率43% 累计去化率86%

数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

除了绿城顶豪产品能力外, 绿城刚改楼盘也依靠高品质, 在高利润率下保障稳定流速。比如绿城次核心区高性价比产品线海棠系, 25年在一线广州、强二线杭州、弱二线大连三个楼盘, 测算净利率分别达到16.5%、9.7%、19.8%, 三个月累计网签去化率分别为81%、60%、93%, 4-6个月基本清盘。

图 14: 绿城刚改楼盘 (销售数据截至25年底)

绿城刚改楼盘

一线—广州玉海棠



拿地时间	24/12
首开时间	25/05
销售均价 (元/平)	42023
容积率	3.0
可售货值 (亿元)	11.9
净利率	16.5%
权益比例	100%
权益净利润 (亿元)	2.0
去化情况	三个月去化率81% 累计去化率99%

强二线—杭州悦海棠



拿地时间	25/02
首开时间	25/08
销售均价 (元/平)	33565
容积率	2.3
可售货值 (亿元)	24.0
净利率	9.7%
权益比例	96%
权益净利润 (亿元)	2.3
去化情况	三个月去化率60% 累计去化率99%

弱二线—大连玉海棠

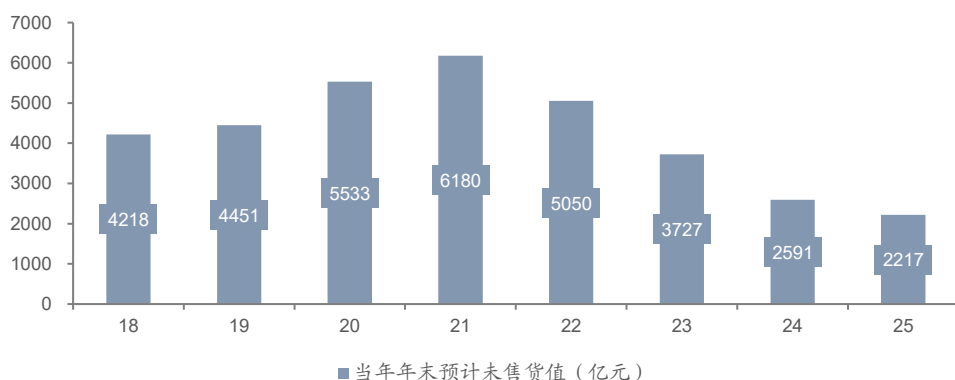


拿地时间	25/03
首开时间	25/08
销售均价 (元/平)	25020
容积率	1.3
可售货值 (亿元)	4.6
净利率	19.8%
权益比例	85%
权益净利润 (亿元)	0.8
去化情况	三个月去化率93% 累计去化率95%

数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

绿城始终保持丰富的土地储备，支撑源源不断的好产品面世。根据公司数据测算，截至25末绿城未售货值2217亿元，绿城未售货值在21年达到顶峰6180亿元，之后随着行业下行、投资减少而有所收缩，目前仍可覆盖约1.5年销售。

图 15: 绿城测算未售货值 (亿元)

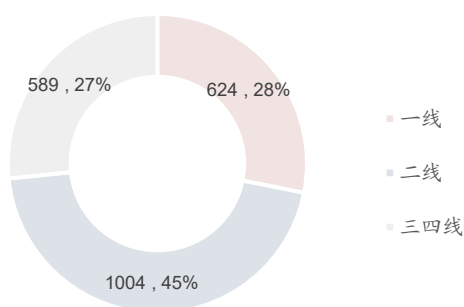


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

为了分拆货值结构，我们根据24年末公司披露项目表及25年拿地信息整理绿城在售项目表，通过中指院实际网签销售量及销售均价数据逐个测算项目未售货值。

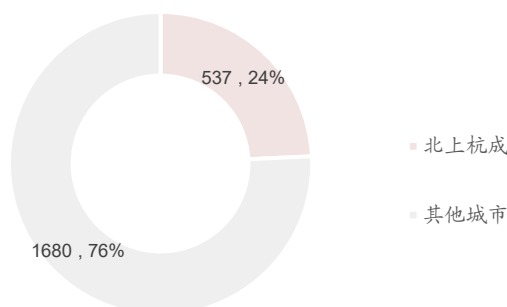
区域分布来看，绿城一线、二线、三四线货值占比分别为28%、45%、27%，一二线货值占比长期维持在70%-80%的高位，其中北上杭成核心四城的货值占比24%。绿城货值分布重仓核心的同时进行多样化布局，既可以享受核心城市稳健的基本盘，又可以通过顶豪产品“掐尖”次核心城市的优质客群，避免核心城市过于激烈的竞争给整体货值变现带来负面影响。绿城土地储备较高的城市，均是公司销售排名靠前的市场，按照25年全年销售金额计算，主要头部城市的货值去化时间都在1.5-2年以内，杭州这样的高周转市场货值去化周期仅为半年。

图 16: 绿城测算25年末未售货值 (亿元) 分线结构



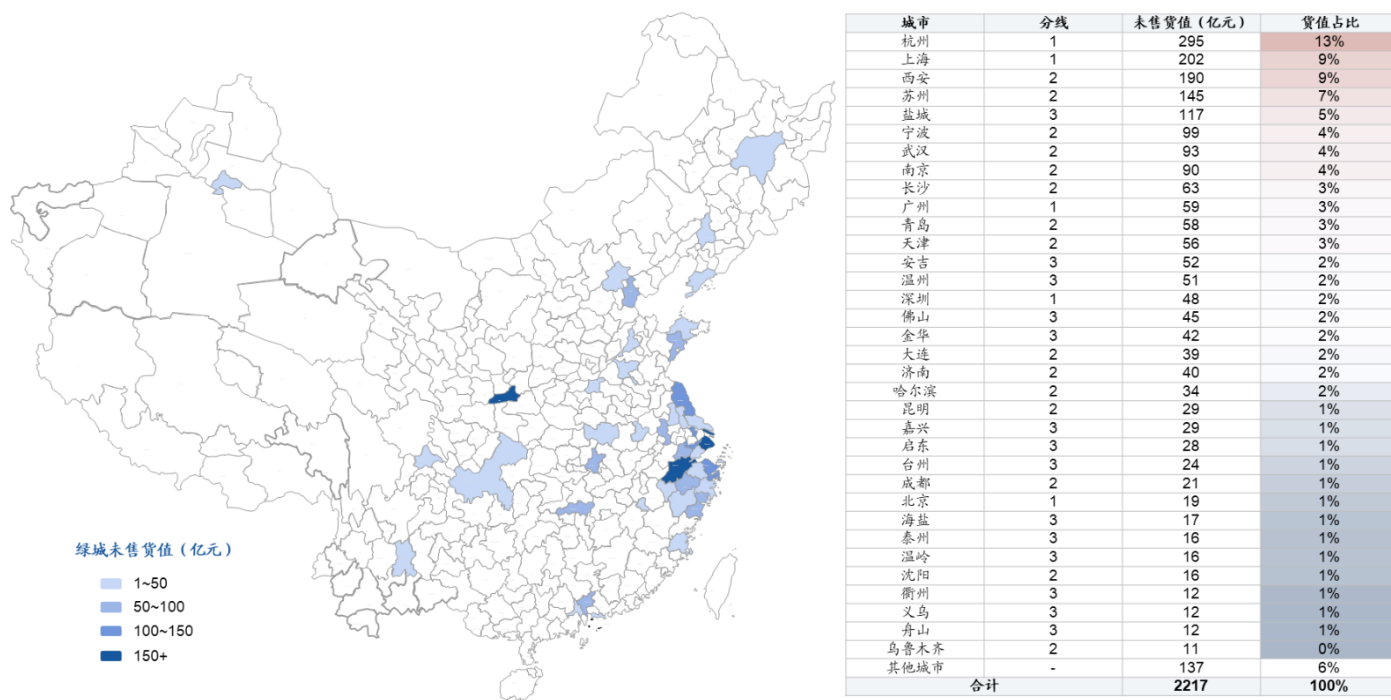
数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

图 17: 测算25年末未售货值 (亿元) 中北上杭成占比



数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

图 18: 绿城未售货值分城市结构

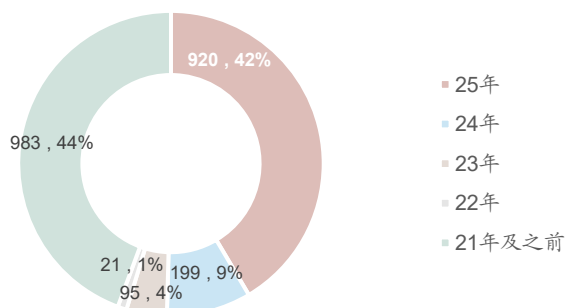


数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

未售货值期限结构来看, 根据公司披露货值储备结构, 我们针对公司22年以来的所有项目, 都做了最新售价和去化储备规模的测算, 得到每年的未售货值规模。截至25年底, 测算得到绿城22-25年拿地未售的货值分别为21亿元、95亿元、199亿元、920亿元, 占总未售货值的比例为1%、4%、9%、41%, 22及23年项目基本清盘。用25年末估算未售货值2217亿元, 减去22-25年测算剩余未售货值, 可以得到21年前拿地的未售货值为983亿元。

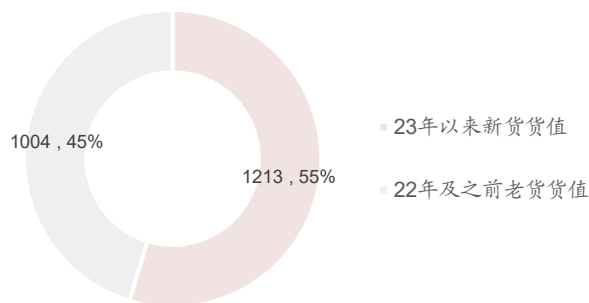
综合来看, 绿城23年以来新货货值1213亿元, 占比55%, 22年及之前老货1004亿元, 占比45%, 绿城新货占比超过一半, 可对目前销售水平形成有力支撑。

图 19: 绿城测算未售货值 (亿元) 期限结构



数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

图 20: 绿城测算未售货值 (亿元) 中新货占比



数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

表2: 绿城22-25年拿地未售货值测算

项目名称	拿地时间	城市	建面(万方)	住宅售价(元/平)	总货值(亿元)	累计去化比例(截至25年底)	剩余未售货值(亿元)
上海潮鸣外滩	25/07	上海	5	180958	93	0%	93
苏州凤起潮鸣	25/03	苏州	13	58547	76	17%	62
苏州玫瑰园二期	25/07	苏州	7	100000	72	26%	57
慈溪凤起潮鸣	25/07	慈溪	16	34207	52	0%	52
西安长安玉华	25/06	西安	16	29741	47	4%	45
.....							
2025			323	40345	1305	40%	920
济南凰栖和鸣	24/05	济南	25	21456	52	30%	37
杭州玉澜月华	24/10	杭州	7	67525	45	35%	29
西安锦海棠	24/12	西安	15	25304	39	29%	28
广州馥香园	24/12	广州	7	55474	38	70%	11
北京和樾玉鸣	24/11	北京	7	104036	76	86%	10
.....							
2024			275	37639	1036	88%	199
南京金陵月华	23/10	南京	16	69645	111	70%	34
北京晓月和风	23/08	北京	12	51408	62	85%	9
嘉兴晓风印月府	23/03	嘉兴	11	22592	23	64%	8
义乌凤起潮鸣	23/12	义乌	15	38166	56	86%	8
杭州云咏明月	23/12	杭州	7	34600	22	103%	4
.....							
2023			342	36468	1246	96%	95
南通桂语朝阳	22/01	南通	12	19125	21	74%	5
昆明柳岸晓风	22/03	昆明	17	13188	22	23%	16
2022			28	15372	44	49%	21

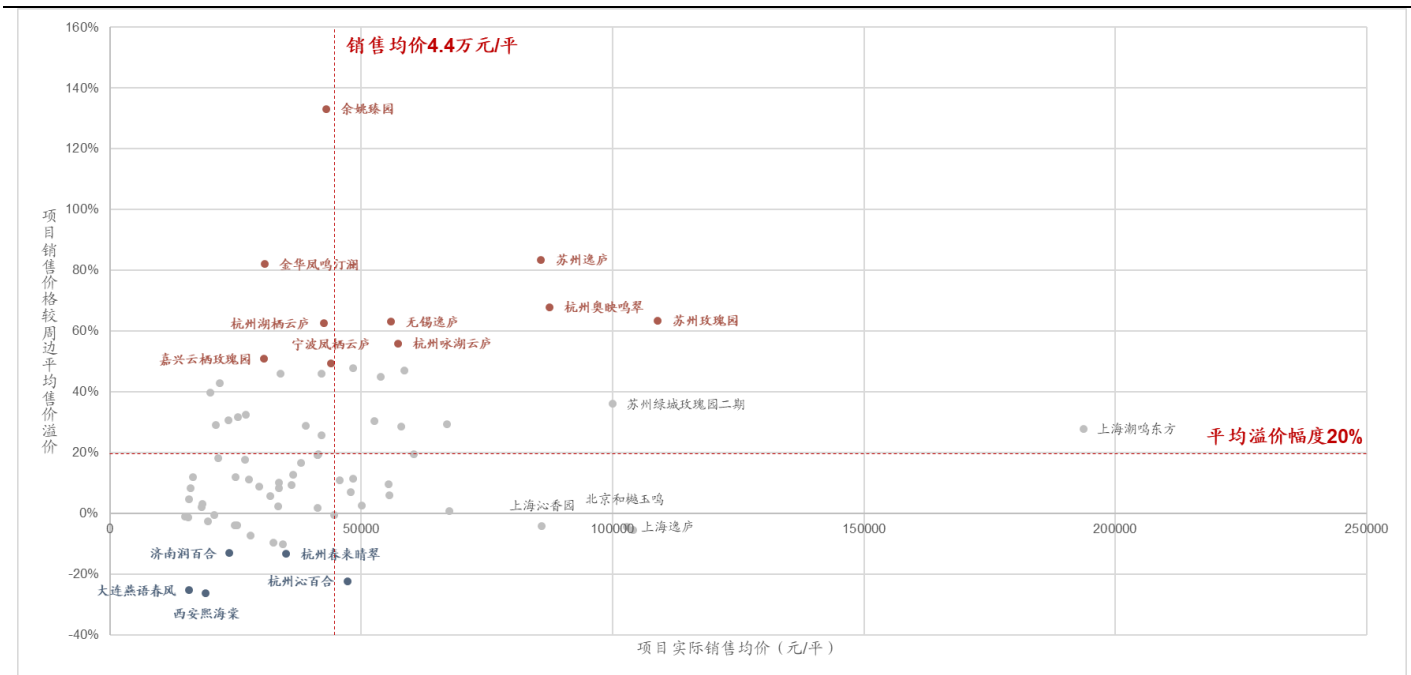
数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

(三) 新货销售表现突出, 溢价强、去化快、开发效率高、利润率回升

绿城的新老货质量分化较明显, 我们先来看绿城新货的销售表现, 从销售价格、去化表现、开发效率及销售利润率四方面来看绿城的竞争力。

销售价格方面, 绿城24-25年新拿地项目的销售表现全面印证了其产品力优势。从溢价幅度看, 75个已开盘楼盘平均溢价20%, 各价格带均能实现溢价, 三四线高端产品线溢价尤为突出, 余姚臻园、金华凤鸣汀澜、无锡逸庐、嘉兴云栖玫瑰园等项目溢价幅度均在50%以上, 充分说明绿城的产品力在三四线城市高端市场同样具备强劲的定价权。

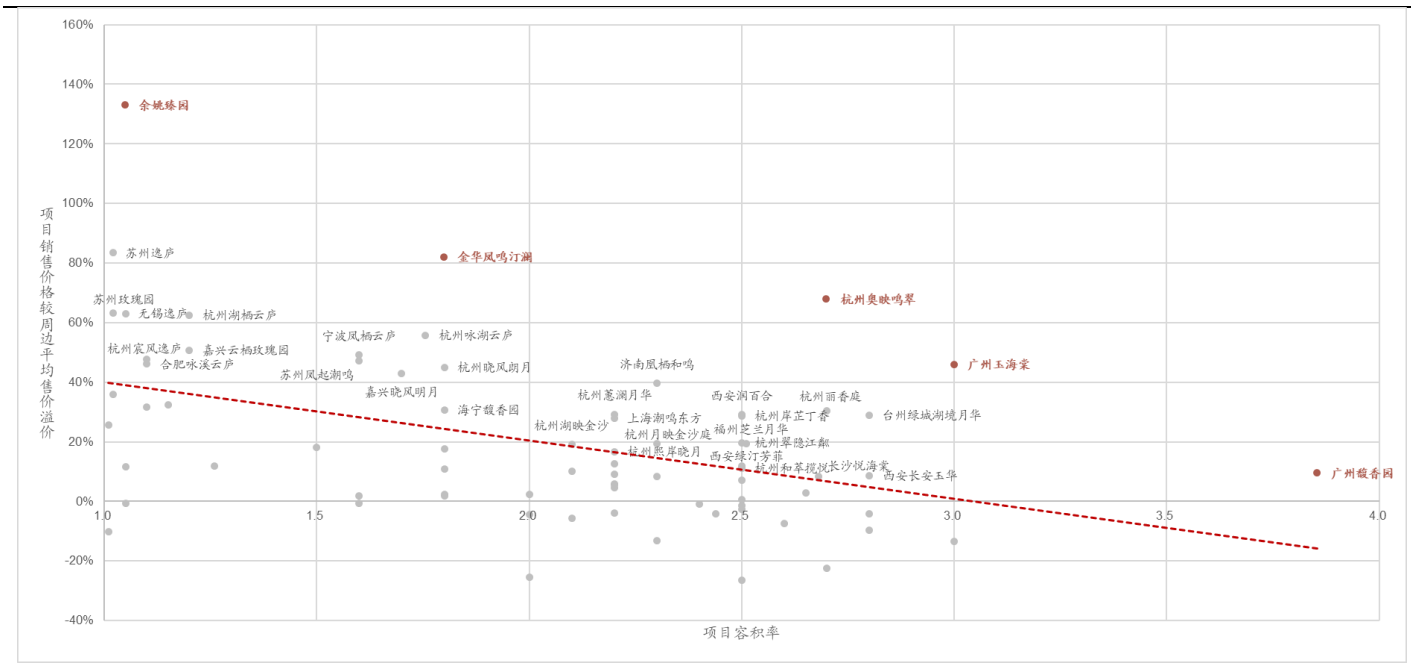
图 21: 绿城24-25年拿地已售楼盘销售均价与溢价幅度



数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

从容积率维度看, 低容积率改善型产品溢价弹性最强, 但即便高容积率刚需产品亦普遍跑赢周边, 余姚臻园(容积率1.1、溢价133%)、金华凤鸣汀澜(容积率约2.0、溢价82%)、广州玉海棠(容积率约3.0、溢价约46%)分别代表了低、中、高容积率产品中的溢价标杆, 验证了绿城即便在高容积率刚需产品线, 依然具备显著的相对溢价能力。

图 22: 绿城24-25年拿地已售楼盘容积率与溢价幅度



数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

从具体项目数据看, 超过75%楼盘实现正溢价, 溢价最为突出的前十大项目平均溢价幅度高达71%, 负溢价项目占比不足25%, 负溢价项目多集中于弱势城市且系主动以价换量, 不影响整体溢价格局。

表3: 绿城24-25年拿地新项目价格表现 (销售数据截至25年底)

楼盘名称	分线	拿地时间	首开时间	容积率	销售均价 (元/平)	周边楼盘均价 (元/平)	较周边均价 溢价率
余姚臻园	4	24/07	24/12	1.1	43060	18482	133%
苏州逸庐	2	24/03	24/09	1.0	85762	46767	83%
金华凤鸣汀澜	3	25/02	25/08	1.8	30864	16960	82%
杭州奥映鸣翠	2	24/11	25/08	2.7	87537	52171	68%
苏州玫瑰园	2	24/03	24/11	1.0	109078	66791	63%
无锡逸庐	2	24/12	25/06	1.0	55949	34333	63%
杭州湖栖云庐	2	24/07	24/12	1.2	42580	26200	63%
杭州咏湖云庐	2	24/07	24/12	1.8	57452	36881	56%
嘉兴云栖玫瑰园	3	25/04	25/10	1.2	30759	20412	51%
宁波凤栖云庐	2	25/03	25/11	1.6	43998	29500	49%
杭州宸风逸庐	2	25/04	25/11	1.1	48314	32715	48%
苏州凤起潮鸣	2	25/03	25/10	1.6	58547	39809	47%
合肥咏溪云庐	2	24/06	24/12	1.1	33897	23206	46%
广州玉海棠	1	24/12	25/05	3.0	42023	28800	46%
杭州晓风朗月	2	24/06	24/11	1.8	53849	37128	45%
嘉兴晓风明月	3	25/04	25/10	1.7	21931	15341	43%
济南凰栖和鸣	2	24/05	24/10	2.3	20022	14333	40%
苏州绿城玫瑰园二期	2	25/07	25/11	1.0	100000	73527	36%
嘉兴湖境云庐	3	24/05	24/11	1.2	27034	20412	32%
舟山桂香园	3	25/05	25/12	1.1	25527	19375	32%
海宁馥香园	4	25/02	25/09	1.8	23518	18000	31%
杭州丽香庭	2	25/02	25/08	2.7	52611	40363	30%
杭州蕙澜月华	2	25/03	25/11	2.2	66995	51834	29%
西安润百合	2	25/05	25/10	2.5	21009	16262	29%
台州绿城湖境月华	3	24/12	25/06	2.8	39000	30250	29%
杭州岸芷丁香	2	24/11	25/05	2.5	57881	45000	29%
上海潮鸣东方	1	24/08	25/05	2.2	193727	151533	28%
杭州溪径恒庐	2	24/12	25/08	1.0	42177	33550	26%
杭州翠隐江邨	2	25/03	25/10	2.5	60470	50577	20%
杭州月映金沙庭	2	25/07	25/12	2.3	41488	34741	19%
福州芝兰月华	2	24/03	24/11	2.5	41356	34676	19%
杭州湖映金沙	2	25/01	25/06	2.1	41387	34741	19%
嘉兴馥香园	3	24/09	25/02	1.5	21548	18250	18%
合肥锦海棠	2	24/08	25/01	1.8	26872	22833	18%
杭州熙岸晓月	2	25/05	25/12	2.2	37943	32556	17%
宁波馥香园	2	24/03	24/10	2.2	36412	32300	13%
大连玉海棠	2	25/03	25/08	1.3	25020	22375	12%
西安绿汀芳菲	2	25/06	25/10	2.5	16476	14738	12%
南京沁百合	2	24/11	25/04	1.0	48417	43421	12%
杭州和萃揽悦	2	24/12	25/03	2.5	27625	24848	11%

苏州沁百合	2	25/02	25/08	1.8	45753	41251	11%
杭州汀岸印月	2	24/10	25/02	2.1	33691	30579	10%
广州馥香园	1	24/12	25/04	3.9	55473	50667	9%
杭州溪听晓月	2	24/10	25/03	2.2	36115	33073	9%
西安长安玉华	2	25/06	25/12	2.8	29741	27359	9%
长沙悦海棠	2	25/07	25/12	2.7	16012	14775	8%
杭州悦海棠	2	25/02	25/08	2.3	33565	30997	8%
杭州晓风明月	2	24/04	24/09	2.5	47888	44750	7%
杭州晓澜玉华	2	25/04	25/11	2.2	55563	52513	6%
杭州知海棠	2	25/03	25/09	2.2	31946	30265	6%
合肥燕语春风	2	25/03	25/07	2.2	15712	15007	5%
长沙锦海棠	2	24/12	25/05	2.7	18401	17875	3%
杭州润百合	2	24/08	24/12	1.8	50069	48885	2%
成都润百合	2	25/02	25/08	2.0	33442	32660	2%
慈溪沁百合	4	24/07	24/11	1.6	18175	17825	2%
杭州晴澜轩	2	24/09	24/12	1.8	41338	40596	2%
杭州玉澜月华	2	24/10	25/05	2.5	67525	67080	1%
天津桂月云翠	2	24/06	24/09	1.6	20780	20900	-1%
南京云庐	2	25/06	25/12	1.1	44553	44858	-1%
长沙玉海棠	2	24/07	24/12	2.4	15009	15160	-1%
西安桂月云翠	2	24/03	24/07	2.5	15647	15873	-1%
西安紫棠苑	2	24/03	24/06	2.5	19505	20053	-3%
佛山锦海棠	3	25/05	25/10	2.2	24842	25847	-4%
西安锦海棠	2	24/12	25/05	2.8	25304	26373	-4%
上海沁香园	1	24/08	25/03	2.4	85924	89625	-4%
上海逸庐	1	25/03	25/09	2.0	102891	107781	-5%
北京和樾玉鸣	1	24/11	25/03	2.1	104036	110250	-6%
杭州熙海棠	2	24/01	24/06	2.6	28009	30248	-7%
杭州月咏和风	2	24/06	24/05	2.8	32495	36000	-10%
义乌凤栖逸庐	4	24/10	25/06	1.0	34377	38250	-10%
济南润百合	2	24/12	25/10	2.3	23878	27500	-13%
杭州春来晴翠	2	25/02	25/08	3.0	35106	40543	-13%
杭州沁百合	2	24/02	24/06	2.7	47302	60987	-22%
大连燕语春风	2	25/01	25/06	2.0	15820	21230	-25%
西安熙海棠	2	24/11	25/04	2.5	19183	26103	-27%
平均				2.0	43536	36796	20%

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

且从续销价格来看，绿城在售楼盘销售价格也较为坚挺，在绿城的在售楼盘中，我们甚至可以观察到部分热销楼盘开盘后的价格上涨趋势。如果看24个24-25年拿地楼盘样本开盘后半年的销售均价趋势，我们可以观察到销售均价的先降后升趋势，开盘后四个月销售折价5%左右，在第5-6个月价格明显回弹约8%，尾盘价格较开盘价平均上涨3%，如果绿城楼盘半年内清盘，基本可以在尾盘观察到价格上扬趋势。

如果续销时间拉长到1年维度，开盘半年后价格会出现一定回调来帮助去化，销售过程中平均价格最低点出现在开盘后第9个月，平均折价约4%，随着销售压力的减少尾盘价格也会出现2%左右的回弹，尾盘销售均价仅较开盘价下调2%左右，销售全过程价格较稳定。

我们综合对比绿城24-25拿地楼盘的开盘价与最新销售价，约44%的楼盘实现了开盘后的价格上涨，其中三四线豪宅代表盘余姚臻园25年9月的最新销售价较24年12月开盘价涨幅达到了36%，绿城在杭州、上海等多个核心城市的楼盘也有开盘后的价格上调，进一步印证了绿城在不同能级城市的产品能力。

图 23: 24个楼盘 (24-25年拿地) 开盘半年价格趋势

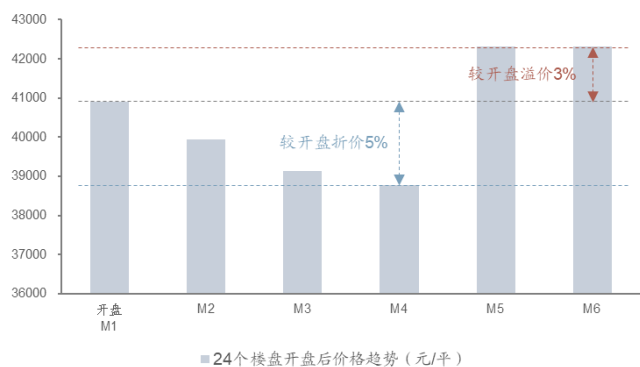
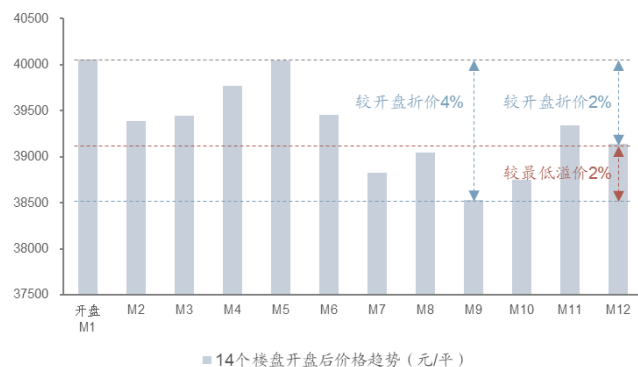


图 24: 14个楼盘 (23年拿地) 开盘一年价格趋势



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

表4: 绿城24-25拿地楼盘中出现价格上调的楼盘 (销售数据截至25年底)

	首开时间	最新销售时间	累计销售月份	开盘价格 (元/平)	最新销售价 (元/平)	价格变动幅度
余姚臻园	24/12	25/09	9	36621	49913	36%
嘉兴馥香园	25/02	25/06	4	20917	24413	17%
长沙锦海棠	25/05	25/12	7	16637	19013	14%
杭州湖栖云庐	24/12	25/05	5	41827	46672	12%
杭州晓澜玉华	25/11	25/12	1	52918	58551	11%
杭州晴澜轩	24/12	25/06	6	40929	45030	10%
上海沁香园	25/03	25/09	6	83832	91161	9%
杭州润百合	24/12	25/07	7	48224	51800	7%
杭州溪径恒庐	25/08	25/12	4	39510	41865	6%
杭州悦海棠	25/08	25/12	4	32828	34565	5%
慈溪沁百合	24/11	25/12	13	18166	19008	5%
杭州宸风逸庐	25/11	25/12	1	46564	48557	4%
广州玉海棠	25/05	25/12	7	41648	43414	4%
上海潮鸣东方	25/05	25/12	7	192661	200352	4%
苏州逸庐	24/09	25/07	10	62576	64144	3%
西安润百合	25/10	25/12	2	20680	21059	2%
杭州溪听晓月	25/03	25/07	4	35790	36409	2%
杭州知海棠	25/09	25/12	3	31511	32032	2%
嘉兴晓风明月	25/10	25/12	2	21629	21978	2%

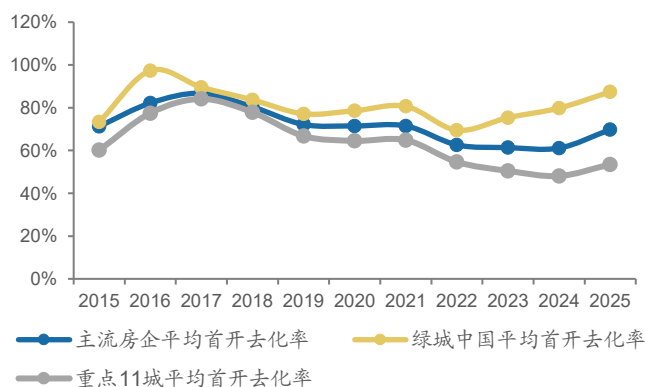
大连玉海棠	25/08	25/12	4	24538	24920	2%
济南润百合	25/10	25/12	2	23689	24004	1%
西安锦海棠	25/05	25/12	7	25195	25486	1%
嘉兴云栖玫瑰园	25/10	25/12	2	30589	30884	1%
西安熙海棠	25/04	25/12	8	19090	19182	0%
大连燕语春风	25/06	25/12	6	15752	15805	0%
杭州蕙澜月华	25/11	25/12	1	66875	67022	0%
南京沁百合	25/04	25/12	8	50601	50622	0%

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

去化方面，根据中指院数据，绿城楼盘首开去化率22年后呈现持续上升趋势，绿城25年平均首开去化率87%，22-24年分别为70%、75%、80%，年均提升6pct。且绿城去化水平始终领先主流房企及市场平均，25年主流房企、重点11城首开去化率分别为70%、53%，绿城分别领先18pct、34pct。

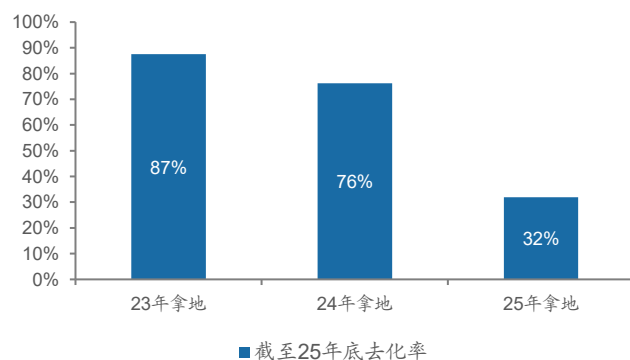
绿城新货在有溢价的情况下流速很快，基本能够顺畅实现完整去化。24-25年新拿地楼盘中，有30%的楼盘开盘3个月网签去化率超过70%，约一半楼盘开盘3个月网签去化率超过50%，三四线的楼盘去化速度也很快。绿城23年、24年、25年拿地的楼盘，截至25年底的累计网签去化率已经分别达到87%、76%、32%。

图 25：绿城、主流房企及重点11城首开认购去化率



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图 26：绿城项目累计网签去化率（截至25年底）



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

表5：绿城24-25年拿地楼盘中开盘三个月网签去化率超过70%项目

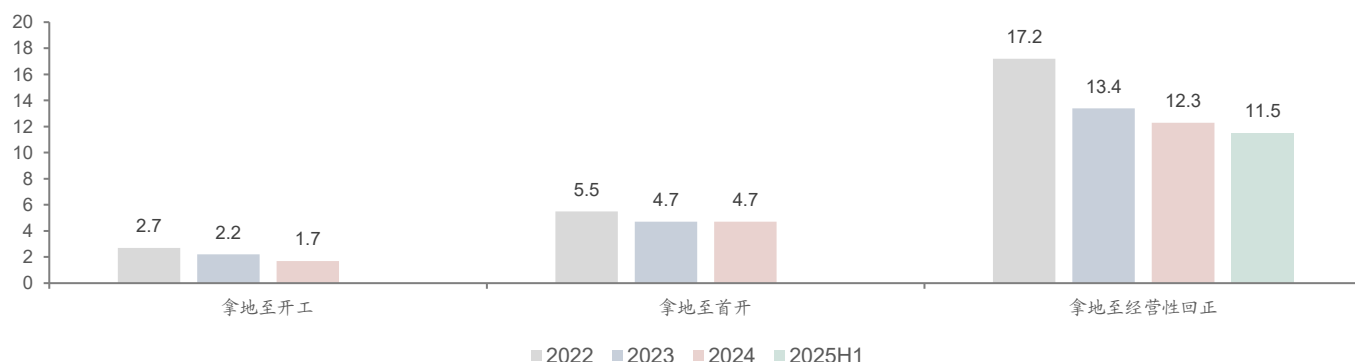
楼盘名称	城市	分线	拿地时间	首开时间	开盘三个月网签去化率
苏州逸庐	苏州	2	24/03	24/09	100%
苏州玫瑰园	苏州	2	24/03	24/11	100%
杭州岸芷丁香	杭州	2	24/11	25/05	100%
杭州晓风明月	杭州	2	24/04	24/09	98%
杭州晓风朗月	杭州	2	24/06	24/11	98%
杭州月咏和风	杭州	2	24/06	24/05	98%
无锡逸庐	无锡	2	24/12	25/06	97%
杭州熙海棠	杭州	2	24/01	24/06	97%
大连玉海棠	大连	2	25/03	25/08	93%
上海潮鸣东方	上海	1	24/08	25/05	90%

嘉兴馥香园	嘉兴	3	24/09	25/02	88%
西安绿汀芳菲	西安	2	25/06	25/10	87%
西安紫棠苑	西安	2	24/03	24/06	81%
广州玉海棠	广州	1	24/12	25/05	81%
义乌凤栖逸庐	义乌	4	24/10	25/06	81%
杭州熙岸晓月	杭州	2	25/05	25/12	80%
上海沁香园	上海	1	24/08	25/03	79%
杭州晴澜轩	杭州	2	24/09	24/12	77%
杭州晓澜玉华	杭州	2	25/04	25/11	73%
北京和樾玉鸣	北京	1	24/11	25/03	71%
大连燕语春风	大连	2	25/01	25/06	70%
余姚臻园	余姚	4	24/07	24/12	70%

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

开发效率方面，24年绿城项目从拿地到开工的平均时间仅为1.7个月，较22年缩短1.0个月，拿地到首开平均时间4.7个月，较22年缩短0.8个月，拿地至经营性回正时间12.3个月，较22年缩短4.9个月，25H1拿地至经营性回正时间进一步缩短至11.5个月，较24年缩短0.8个月。

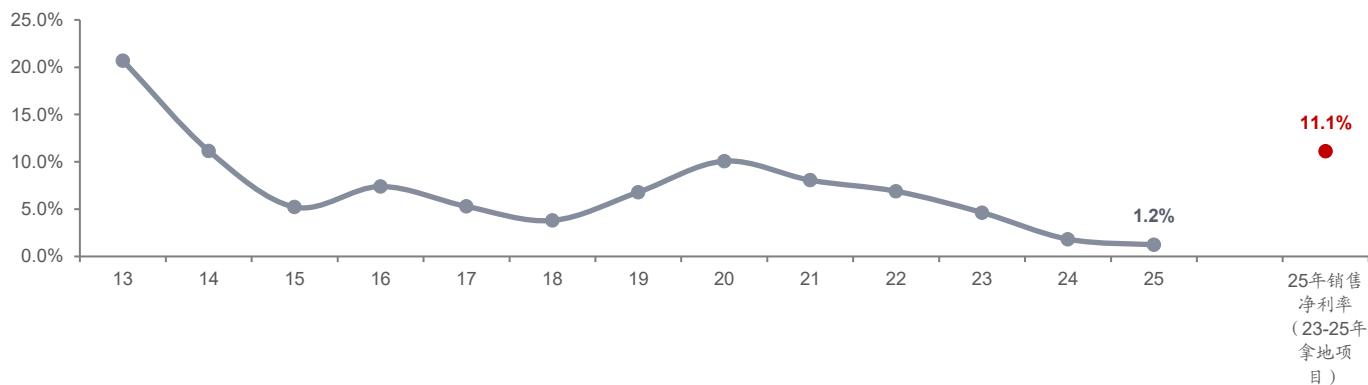
图 27：绿城开发效率（月）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

销售利润率方面，我们根据中指院绿城25年的实际网签销售数据进行逐个项目测算，绿城25年销售中23-25年拿地项目销售金额样本约为1105亿元，测算可贡献销售净利润123亿元，对应销售净利率高达11.1%，远高于25年表内地产结算净利率1.2%。预计绿城新货的利润率表现远超目前报表结算水平。

图 28: 绿城地产结算净利率、测算23-25年拿地项目在25年的销售净利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表6: 绿城23-25年拿地新货在25年的销售净利率测算

项目案名	拿地时间	首开时间	25年销售均价 (元/平)	25年销售金额 (亿元)	25年销售净利润 (亿元)	25年销售权益净利润 (亿元)	权益	销售净利率	销售权益净利率
南京金陵月华	23/10	24/07	71749	26.8	3.3	1.3	40%	12.4%	5.0%
义乌凤起潮鸣	23/12	24/08	39128	24.1	3.2	2.0	63%	13.2%	8.3%
杭州桂月云翠	23/08	24/03	37671	18.4	1.2	0.5	40%	6.7%	2.7%
北京晓月和风	23/08	23/11	50509	12.6	1.3	0.6	48%	10.7%	5.1%
上海春晓园	23/08	23/12	60726	10.5	1.0	1.0	100%	9.3%	9.3%
.....									
2023年拿地			54405	120.6	14.1	8.3	59%	11.7%	6.9%
上海潮鸣东方	24/08	25/05	194729	69.8	8.0	8.0	100%	11.4%	11.4%
北京和樾玉鸣	24/11	25/03	104580	65.6	6.7	6.7	100%	10.1%	10.1%
杭州咏湖云庐	24/07	24/12	59696	46.7	7.3	3.2	44%	15.7%	6.8%
杭州和萃揽悦	24/12	25/03	27727	35.2	5.6	1.4	25%	16.0%	4.0%
杭州汀岸印月	24/10	25/02	33700	28.9	3.8	3.6	96%	13.1%	12.6%
.....									
2024年拿地			43387	588.8	67.2	52.6	82%	11.4%	8.9%
杭州奥映鸣翠	24/11	25/08	88105	63.2	8.4	1.7	21%	13.4%	2.7%
杭州晓澜玉华	25/04	25/11	54430	34.6	2.9	1.7	60%	8.3%	5.0%
杭州湖映金沙	25/01	25/06	40185	28.4	1.7	0.8	48%	6.1%	2.9%
杭州悦海棠	25/02	25/08	33558	23.8	2.3	2.2	96%	9.7%	9.4%
杭州翠隐江邻	25/03	25/10	60638	20.6	1.4	0.6	42%	7.0%	2.9%
.....									
2025年拿地			42428	396.0	41.4	25.6	63%	10.5%	6.5%
23-25年新货			44003	1105.4	122.7	86.6	72%	11.1%	7.8%

数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

(四) 好产品积累的绿城品牌效应带动老盘持续去化, 老货压力相对可控

在当前市场环境下, 除了新货质量的普遍改善外, 我们也需要考虑老货的去化问题。22年前老货在拿地成本高、存在限价等因素影响下, 普遍质量一般, 续销时

间较长。绿城同样存在一定老货库存问题，但通过对绿城老货流速的整理我们发现，绿城的老货在绿城口碑效应的带动下，通过一系列促销活动，还能保持一定的流速，老货的整体去化节奏较超预期。

比如南通桂语朝阳、昆明凤起兰庭、佛山云悦江山三个老盘，前两个在22年9月开盘，佛山楼盘在20年9月开盘，开盘当年销售不畅，开盘三个月去化率仅4%、1%、2%，而在促销活动带动下，这三个楼盘仍在持续销售，最新三个月去化率分别为7%、3%、4%，高于开盘的流速。

三个楼盘累计去化率分别为74%、55%、73%，南通与佛山楼盘基本再按目前流速卖一年就可以回本。我们假设未售部分以尾盘价格销售，三个盘的净利率还分别能达到1.1%、3.8%、11.1%，佛山楼盘由于拿地时间较早，利润率安全垫较高。

图 29：绿城续销老盘（销售数据截至25年底）

持续续销老盘		
南通崇川区—中端改善		
		
拿地时间	22/01	
首开时间	22/09	
开盘销售均价(元/平)	25641	
尾盘销售均价(元/平)	16001	
当前剩余可售货值(亿元)	4.7	
开盘3个月去化率	4%	
最新3个月去化率	7%	
累计去化率	74%	
净利率	1.1%	
权益净利润(亿元)	0.1	
昆明西山区—市区高端改善		
		
拿地时间	19/08	
首开时间	22/09	
开盘销售均价(元/平)	22675	
尾盘销售均价(元/平)	15306	
当前剩余可售货值(亿元)	13.1	
开盘3个月去化率	1%	
最新3个月去化率	3%	
累计去化率	55%	
净利率	3.8%	
权益净利润	0.5	
佛山顺德区—中端刚需		
		
拿地时间	19/09	
首开时间	20/09	
开盘销售均价(元/平)	27989	
尾盘销售均价(元/平)	15538	
当前剩余可售货值(亿元)	9.5	
开盘3个月去化率	2%	
最新3个月去化率	4%	
累计去化率	73%	
净利率	11.1%	
权益净利润	2.2	

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

表7：绿城老货流速与价格降幅

楼盘名称	拿地年份	首开时间	最新销售月份	累计去化率	最近三个月去化率	开盘三个月去化率	开盘均价(元/平)	尾盘均价(元/平)	降价幅度
徐州和著湖山	2021	22/03	25/12	100%	9%	5%	24311	16472	-32%
南通桂语朝阳	2022	22/09	25/12	74%	7%	4%	25641	16001	-38%
天津水西云庐	2021	21/11	25/12	100%	7%	2%	36562	35531	-3%
烟台兰园	2020	21/10	25/12	81%	7%	2%	13019	15025	15%
重庆春月锦庐	2021	22/09	25/12	63%	6%	0%	19543	12461	-36%
天津桂语朝阳	2021	21/11	25/12	66%	6%	1%	15810	10179	-36%
济宁天悦一期	2021	22/05	25/12	87%	5%	8%	9443	7465	-21%
苏州春风湖滨	2021	22/08	25/12	70%	5%	6%	34015	22589	-34%
沈阳龙湖樾前	2021	21/09	25/12	83%	4%	3%	9901	10639	7%

佛山云悦江山	2019	20/09	25/12	73%	4%	2%	27989	15538	-44%
武汉湖畔云庐	2021	21/11	25/12	87%	4%	4%	35923	36118	1%
扬州云筑	2021	22/01	25/12	100%	3%	2%	16286	10007	-39%
昆明凤起兰庭	2020	22/09	25/12	55%	3%	1%	22675	15306	-32%
长沙凤起麓鸣	2021	22/08	25/12	65%	3%	8%	31015	22811	-26%
广州桂语汀澜	2021	22/07	25/12	53%	3%	4%	37327	19593	-48%
天津桂语映月	2019	23/11	25/12	23%	3%	2%	20788	18202	-12%
哈尔滨杨柳郡	2021	21/10	25/12	33%	2%	6%	9288	9544	3%
武汉桂语朝阳	2020	21/01	25/12	45%	2%	1%	17524	8854	-49%
大连海上明月	2021	22/04	25/12	33%	2%	3%	26419	16189	-39%
佛山杨柳郡	2019	20/11	25/12	47%	1%	2%	25083	13458	-46%
昆明柳岸晓风	2022	22/10	25/12	23%	1%	1%	18254	12720	-30%
平均				65%	4%	3%	22706	16414	-26%

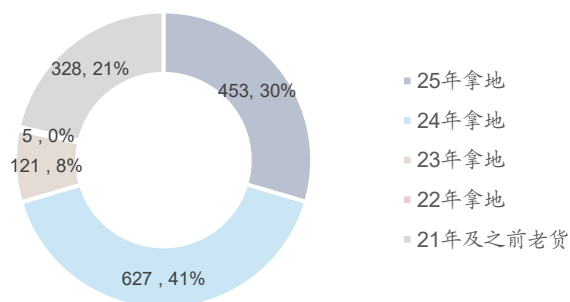
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

综合看21个老盘样本流速及价格情况，21个老盘开盘三个月累计流速3%，最新三个月累计流速4%，领先开盘1pct，绿城以7.5折左右的价格，换取了仍在持续的老货流速，绿城老货问题相对可解决。

25年绿城自投销售金额1534亿元中，23-25年拿地项目销售金额约为1201亿元，占比78%，22年及之前拿地的老货销售额333亿元，占比22%，在25年较弱的市场环境下，绿城仍然能够去化300亿元+老货，绿城针对老货的促销战略有效，按照25年的降价幅度和销售节奏测算，预计剩余老货未来3年可以完全消化。

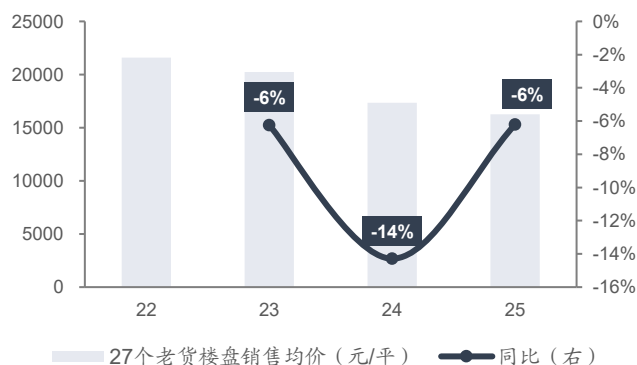
价格方面，我们整理了27个22年前开盘的老货年度的销售价格，24年、25年这些楼盘的平均价格跌幅分别为14%、6%，25年老货价格跌幅较24年有明显收窄，在累计约7.5折的折扣水平下，老货少量的价格下跌就带来了放量。**25年老货楼盘降价幅度的收窄，有助于减值规模的稳定。**

图 30：绿城25年销售结构



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图 31：老货分年度平均降价幅度



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

表8：绿城老货降价幅度测算

项目名称	分线	拿地年份	开盘时间	最新销售月份	销售均价 (元/平)				价格变动幅度		
					22年	23年	24年	25年	23年	24年	25年
哈尔滨杨柳郡	2	2021	21/10	25/12	9491	9653	9650	9545	2%	0%	-1%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

扬州云筑	3	2021	22/01	25/12	17015	16621	10398	10141	-2%	-37%	-2%
天津水西云庐	2	2021	21/11	25/12	38305	38077	32200	33848	-1%	-15%	5%
天津桂语朝阳	2	2021	21/11	25/12	12703	12574	11854	10766	-1%	-6%	-9%
长沙凤起麓鸣	2	2021	22/08	25/12	30945	30687	23521	23066	-1%	-23%	-2%
苏州春风湖滨	2	2021	22/08	25/12	29027	26929	24272	22849	-7%	-10%	-6%
广州桂语汀澜	1	2021	22/07	25/12	36427	33747	26426	22941	-7%	-22%	-13%
盐城晓风印月	3	2021	21/10	25/12	22613	22692	24727	23288	0%	9%	-6%
大连海上明月	2	2021	22/04	25/12	26335	21173	16871	16875	-20%	-20%	0%
徐州和著湖山	3	2021	22/03	25/12	24732	25178	23697	16707	2%	-6%	-29%
沈阳龙湖檀前	2	2021	21/09	25/12	11990	10467	11301	12607	-13%	8%	12%
武汉留香园	2	2021	22/12	25/12	19195	18332	19519	13925	-4%	6%	-29%
扬州云萃	3	2021	22/01	25/05	16116	15530	11266	9001	-4%	-27%	-20%
重庆春月锦庐	2	2021	22/09	25/12	19631	16820	15663	13725	-14%	-7%	-12%
济宁天悦一期	3	2021	22/05	25/12	9668	9530	7418	7470	-1%	-22%	1%
武汉湖畔云庐	2	2021	21/11	25/12	38668	35345	27820	28386	-9%	-21%	2%
武汉桂语朝阳	2	2020	21/01	25/12	15176	14295	11356	9786	-6%	-21%	-14%
昆明凤起兰庭	2	2020	22/09	25/12	20568	19234	16837	16783	-6%	-12%	0%
烟台兰园	3	2020	21/10	25/12	14309	14259	13886	14626	0%	-3%	5%
泰州桂语听澜轩	3	2020	21/05	25/12	23762	22651	19163	16341	-5%	-15%	-15%
济南春来晓园	2	2020	21/06	25/12	14686	15179	13730	12734	3%	-10%	-7%
启东海上明月	4	2020	19/08	25/12	9474	10664	11246	11579	13%	5%	3%
佛山云悦江山	3	2019	20/09	25/12	28749	27682	17684	15901	-4%	-36%	-10%
佛山杨柳郡	3	2019	20/11	25/12	26097	24115	14319	13736	-8%	-41%	-4%
武汉凤起听澜	2	2018	20/04	25/12	20845	20121	17915	16549	-3%	-11%	-8%
天津桃李春风	2	2016	18/09	25/09	13725	14356	13050	12687	5%	-9%	-3%
南京云栖玫瑰园	2	2017	20/08	25/06	32457	20362	22434	23296	-37%	10%	4%
27个老货楼盘平均					21582	20232	17342	16265	-6%	-14%	-6%

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

老货销售净利率方面，我们整理了25年老货销售样本107.5亿元，约占25年老货销售额的1/4，根据样本测算，25年老货销售净利率-3.7%，销售权益净利率-1.5%，整体略微亏损，但也有44%的老项目在25年销售价格下仍在盈利，老货减值压力相对可控。25年绿城表内计提减值49.4亿元，占25年末老货货值1004亿元的比例为4.9%，与老货测算净利率亏损相当，减值相对充分。

综合来看，绿城截至25年末2217亿元未售货值中，一半新货强兑现+一半老货稳流速，绿城目前的货值储备将有力支撑持续销售与业绩兑现。

表9：绿城22年及之前拿地老货在25年的销售净利率测算

项目案名	拿地年份	首开时间	25年 销售均价 (元/平)	25年 销售金额 (亿元)	25年销售 净利润 (亿元)	25年销售 权益净利润 (亿元)	权益	销售 净利率	销售权益 净利率
西安春和印月	2021	22/07	28952	0.1	0.0	0.0	99%	17.3%	17.2%
天津桃李春风	2016	18/09	12687	0.1	0.0	0.0	100%	12.1%	12.1%
青岛深蓝中心	2010	13/12	79947	0.7	0.2	0.1	40%	26.1%	10.4%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

天津水西云庐	2021	21/11	33848	16.2	1.6	1.4	85%	10.1%	8.6%
苏州春风湖滨	2021	22/08	22849	3.9	0.5	0.3	58%	13.6%	7.9%
宁波春熙月明	2020	21/09	12699	2.1	0.3	0.1	44%	16.2%	7.0%
武汉湖畔云庐	2021	21/11	28386	4.0	0.2	0.2	100%	6.1%	6.1%
烟台兰园	2020	21/10	14626	4.5	0.2	0.2	98%	5.5%	5.4%
海盐春风如意	2019	20/06	18250	0.1	0.0	0.0	18%	24.3%	4.4%
佛山云悦江山	2019	20/09	15901	5.0	0.7	0.2	33%	13.4%	4.4%
昆明柳岸晓风	2022	22/10	13404	1.4	0.1	0.1	60%	6.4%	3.8%
启东海上明月	2020	19/08	11579	3.3	0.2	0.1	50%	6.3%	3.2%
佛山杨柳郡	2019	20/11	13736	2.0	0.1	0.0	41%	5.6%	2.3%
昆明凤起兰庭	2020	22/09	16783	4.2	0.2	0.1	43%	4.5%	1.9%
哈尔滨杨柳郡	2021	21/10	9545	1.5	0.0	0.0	46%	2.7%	1.2%
盐城晓风印月	2021	21/10	23288	9.6	0.0	0.0	97%	0.0%	0.0%
沈阳龙湖樾前	2021	21/09	12607	3.2	-0.2	-0.1	30%	-5.9%	-1.8%
天津桂语映月	2019	23/11	18365	4.4	-0.2	-0.1	47%	-4.0%	-1.9%
长沙风起麓鸣	2021	22/08	23066	4.3	-0.1	-0.1	100%	-2.1%	-2.1%
武汉凤起听澜	2018	20/04	16549	0.8	-0.2	0.0	14%	-20.5%	-2.9%
大连海上明月	2021	22/04	16875	1.1	0.0	0.0	100%	-4.1%	-4.1%
济宁天悦一期	2021	22/05	7470	1.7	-0.4	-0.1	25%	-20.9%	-5.2%
南通桂语朝阳	2022	22/09	15938	3.9	-0.4	-0.3	58%	-11.2%	-6.5%
泰州桂语听澜轩	2020	21/05	16341	3.4	-0.3	-0.3	79%	-9.7%	-7.7%
徐州和著湖山	2021	22/03	16707	7.4	-1.8	-0.6	33%	-24.4%	-8.0%
广州桂语汀澜	2021	22/07	22941	1.8	-0.3	-0.1	50%	-16.7%	-8.3%
扬州云筑	2021	22/01	10141	2.0	-0.7	-0.2	30%	-36.6%	-10.8%
扬州云萃	2021	22/01	9001	1.0	-0.4	-0.1	30%	-41.4%	-12.3%
济南春来晓园	2020	21/06	12734	0.4	-0.1	-0.1	45%	-30.0%	-13.5%
重庆春月锦庐	2021	22/09	13725	1.8	-0.5	-0.3	49%	-29.6%	-14.6%
深圳桂语兰庭	2021	23/03	36987	4.5	-0.7	-0.7	100%	-14.7%	-14.7%
天津桂语朝阳	2021	21/11	10766	2.2	-0.4	-0.4	97%	-17.1%	-16.5%
南京云栖玫瑰园	2017	20/08	23296	0.8	-0.2	-0.1	76%	-22.1%	-16.8%
武汉留香园	2021	22/12	13925	0.6	-0.1	-0.1	86%	-24.3%	-20.9%
泰州春晓江南&桃李春风	2021	21/12	5727	0.5	-0.3	-0.1	39%	-54.7%	-21.3%
武汉桂语朝阳	2020	21/01	9786	3.1	-1.2	-0.8	70%	-39.3%	-27.5%
22年及之前老货样本			17260	107.5	-4.0	-1.6	49%	-3.7%	-1.5%

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

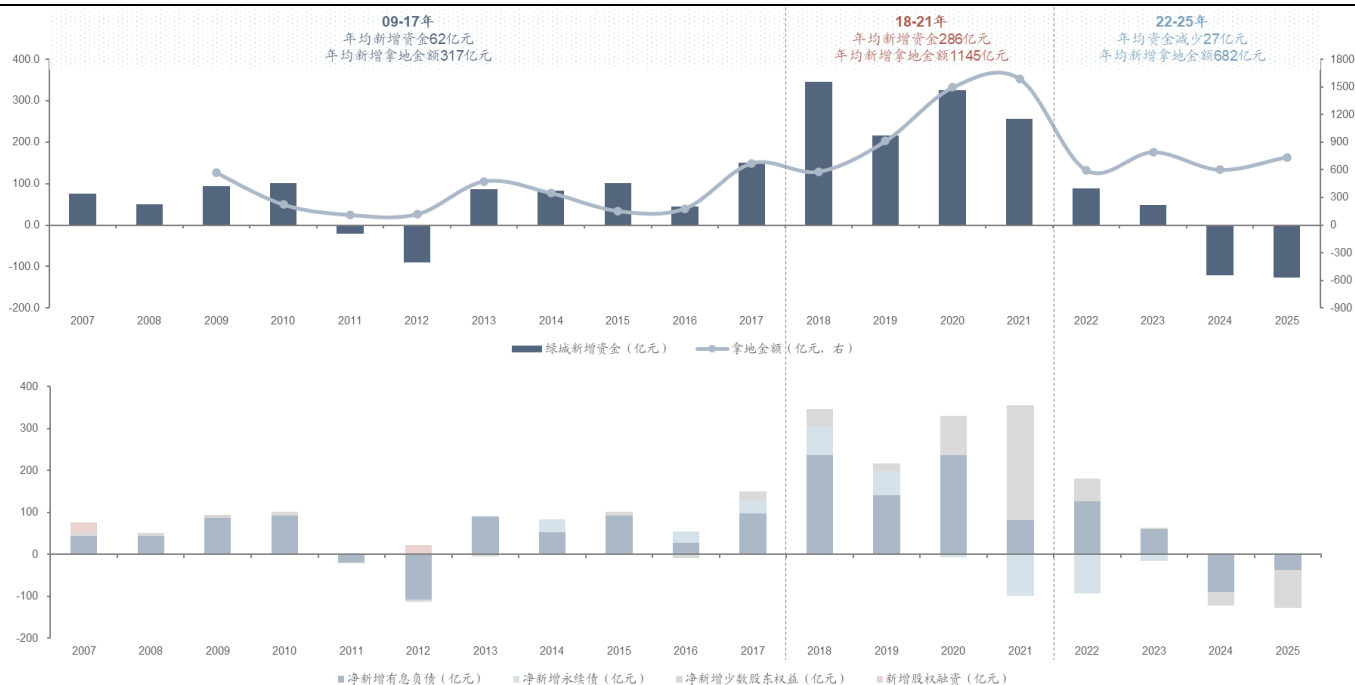
三、灵活资本运作，稳定积极投拓

（一）中交背书重塑信用边界，投拓节奏稳定且积极

从历史复盘来看，绿城中国的拿地行为与融资端的扩张表现出高度的战略同频。考虑新增有息负债、永续债、少数股东权益及股权融资在内的新增资本，09-17年公司资金相对紧张的时期，年均新增资金62亿元，对应年均新增拿地金额317亿元；中

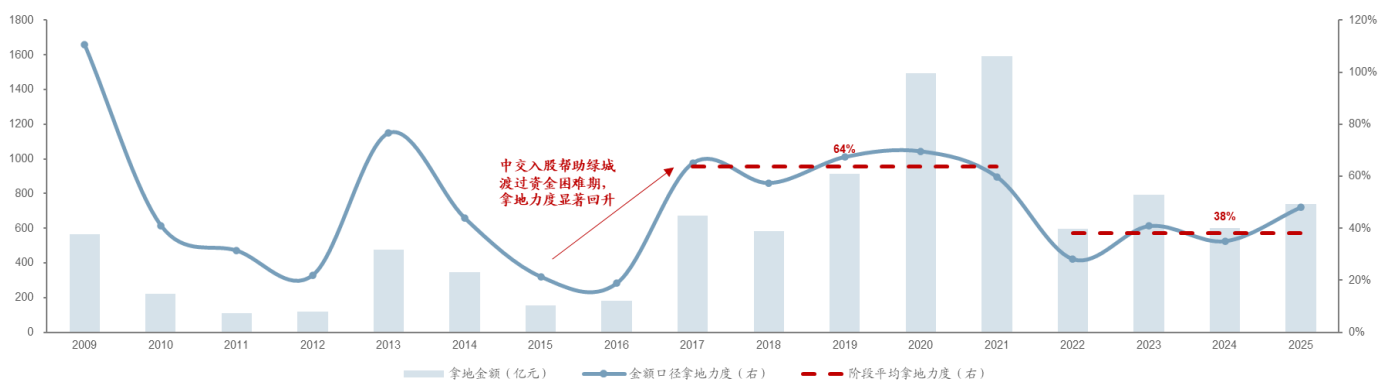
交入股后，经过两年运营公司资金短缺情况明显改善，18-21年年均新增资金增长至286亿元，对应年均新增拿地金额增长至1145亿元；22-25年，随着地产市场进入下行期，资金相对紧缩，公司年均资金减少27亿元，但公司通过稳定的销售运营，仍将年均新增拿地金额维持在了682亿元水平。

图 32：绿城新增资本与投资意愿变化



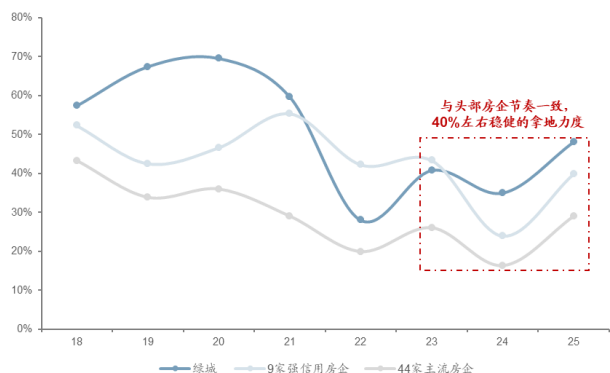
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 33：绿城拿地金额及金额口径拿地力度



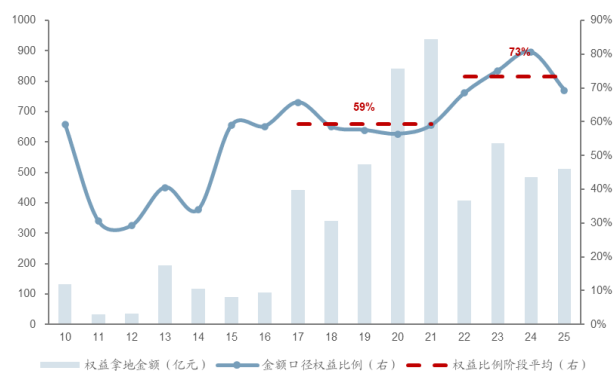
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 34: 绿城及主流房企金额口径拿地力度



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 绿城权益拿地金额及金额口径权益比例



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

拿地强度来看, 中交集团的入股为绿城提供了有力的信用背书, 使投资强度出现了明显的阶段性抬升, 17-21年, 绿城金额口径平均拿地力度达到64%, 较此前20%的低位回升明显。22年后绿城拿地力度随市场下行至40%左右水平, 与头部房企节奏一致, 维持稳定且积极的投拓节奏。25年绿城权益补货强度86%, 主流公司中排名第二。上海、杭州市场若能企稳将带来极大的销售弹性。

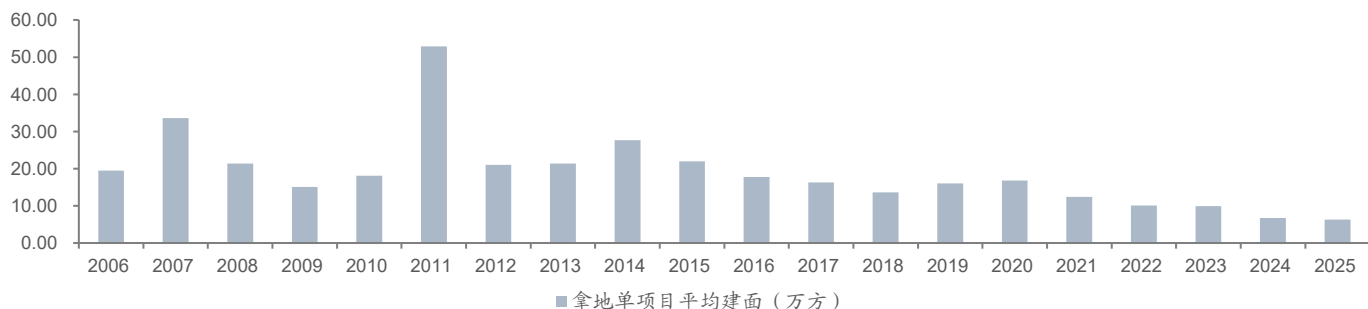
此外, 新增拿地权益比例的提升进一步优化了公司资产质量的含金量。绿城新增土储的权益比例已从早期的59%显著提升至目前的75%左右, 公司正逐步减少对“小股操盘”模式的依赖, 有助于未来归母净利润的释放。

(二) 从大盘转向短平快项目, 锁定能力舒适圈

在新增资本的规模限制下, 公司拿地策略也发生一定转变, 投资管理更加精细化, 主要体现在两方面, 一是在城市选择上更加聚焦于筛选出的强盈利城市, 二是在项目选择上从过去的“大盘模式”转向“短平快策略”。

在2018至2021年的拿地高峰期, 公司表现出强烈的全国化拓展意图, 2021年单拿地覆盖达到36个城市, 在二线及三四线城市进行了广泛尝试。而进入2022年后, 在新增资本的规模限制下, 公司迅速调整投资准则, 主动收缩管理半径, 将资源集中配置于已有盈利验证的、具备强抗风险能力的核心城市, 存量货值中60%以上锁定于绿城长期重仓的熟悉城市, 包括一线、二线中杭州、西安、苏州、宁波、武汉、南京、长沙等、三四线中金华、嘉兴、台州等城市, 22年后退出的城市目前剩余未售货值仅占绿城总货值的约11%。

图 36: 绿城拿地单项目建面变化



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

过去公司偏好大体量项目，曾尝试大量“小镇”等长周期、高投入的开发模式，但受限于去化周期与资金占用，实际盈利兑现度不佳。近期公司明显转向“小体量、短平快”的项目策略，拿地单项目平均建面由2020年的16.8万方收缩63%至2025年的6.3万方，通过降低单体项目投资额度、缩短从拿地到开盘的周期，实现了资金链的快速闭环。这种转变不仅降低了单一项目的试错成本，更显著提升了整体资产池的流动性。

图 37: 绿城拿地城市分布变化

城市	分线	频次	进入年份	剩余货值 (亿元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
上海	1	17	2005前	211																					
广州	1	7	2017	61																					
深圳	1	2	2021	50																					
北京	1	13	2005前	19																					
杭州	2	20	2005前	272																					
西安	2	8	2017	191																					
苏州	2	12	2006	145																					
宁波	2	18	2005前	98																					
武汉	2	6	2017	95																					
南京	2	6	2006	62																					
长沙	2	5	2005前	61																					
青岛	2	6	2006	58																					
天津	2	10	2009	56																					
温州	2	5	2006	51																					
大连	2	8	2008	39																					
济南	2	10	2007	37																					
哈尔滨	2	1	2021	34																					
昆明	2	3	2019	29																					
成都	2	5	2017	21																					
沈阳	2	4	2011	16																					
乌鲁木齐	2	3	2005前	11																					
福州	2	3	2018	9																					
合肥	2	8	2005前	6																					
重庆	2	4	2017	3																					
无锡	2	9	2007	0																					
郑州	2	3	2007	0																					
石家庄	2	1	2020	0																					
盐城	3	2	2020	117																					
佛山	3	5	2016	45																					
金华	3	8	2013	43																					
嘉兴	3	8	2012	29																					
台州	3	11	2007	24																					
泰州	3	2	2020	16																					
衢州	3	2	2020	12																					
舟山	3	10	2005前	12																					
开封	3	1	2020	7																					
信阳	3	1	2011	6																					
烟台	3	1	2020	6																					
南通	3	8	2006	5																					
绍兴	3	12	2005前	4																					
丽水	3	4	2009	3																					
扬州	3	1	2021	3																					
鹰潭	3	1	2021	2																					
济宁	3	3	2017	1																					
陵水	3	3	2008	-																					
湖州	3	8	2007	0																					
马鞍山	3	3	2014	0																					
徐州	3	2	2019	0																					
宿迁	3	1	2020	0																					
宜春	3	1	2019	0																					
淄博	3	1	2014	0																					
柳州	3	1	2015	0																					
常州	3	1	2010	0																					
泰安	3	1	2010	0																					
唐山	3	1	2010	0																					
东营	3	1	2011	0																					
眉山	3	1	2020	0																					
印度尼西亚	国外	1	2017	-																					
加拿大	国外	1	2018	-																					
美国	国外	1	2019	0																					

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

（三）更精准的拿地策略，带来更好的转化

更精细化的投拓管理体系显著强化了资源向业绩的转化效率，绿城拿地向销售的转化比例（当年销售金额/前一年拿地金额）由18-21年的1.9显著提升至23-25年的2.7，这意味着单位储备转化为现金流的速度大幅加快。

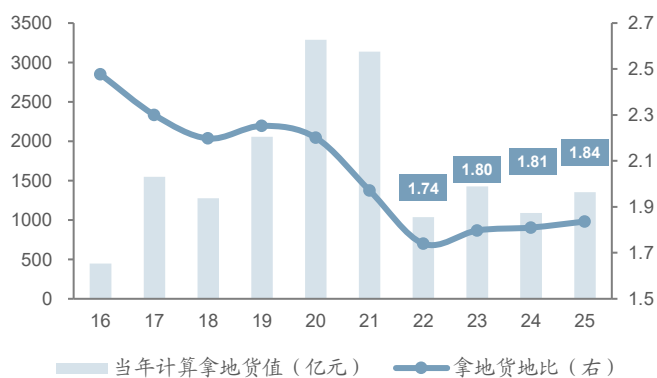
在此基础上，2023年后公司新增土储质量出现实质性飞跃，通过对核心城市地块的深度优选，货地比从22年低点的1.74倍提升至25年的1.84倍，23-25年拿地项目在25年的销售净利率跃升至11.7%、11.4%、10.5%，22年及之前拿地项目为-3.7%，配合权益比例的提升，公司在下行期实现了从“规模驱动”向“利润导向”的精准切换。这种高转化、高权益、高净利的投拓组合，为未来结算周期的归母净利润弹性提供了坚实保障。

图 38：绿城销售金额（亿元）/前一年拿地金额（亿元）



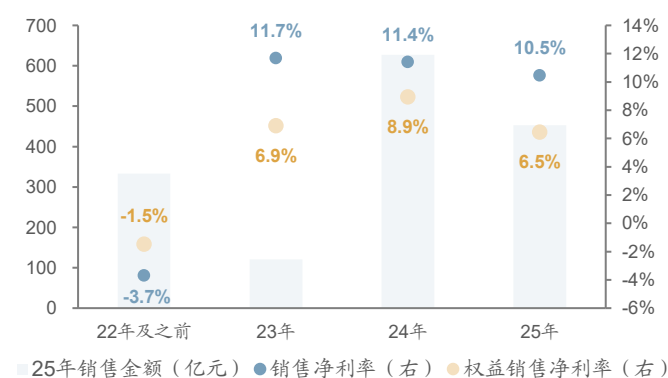
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 39：绿城当年拿地货值及拿地货地比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 40：25年销售中各年拿地销售净利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

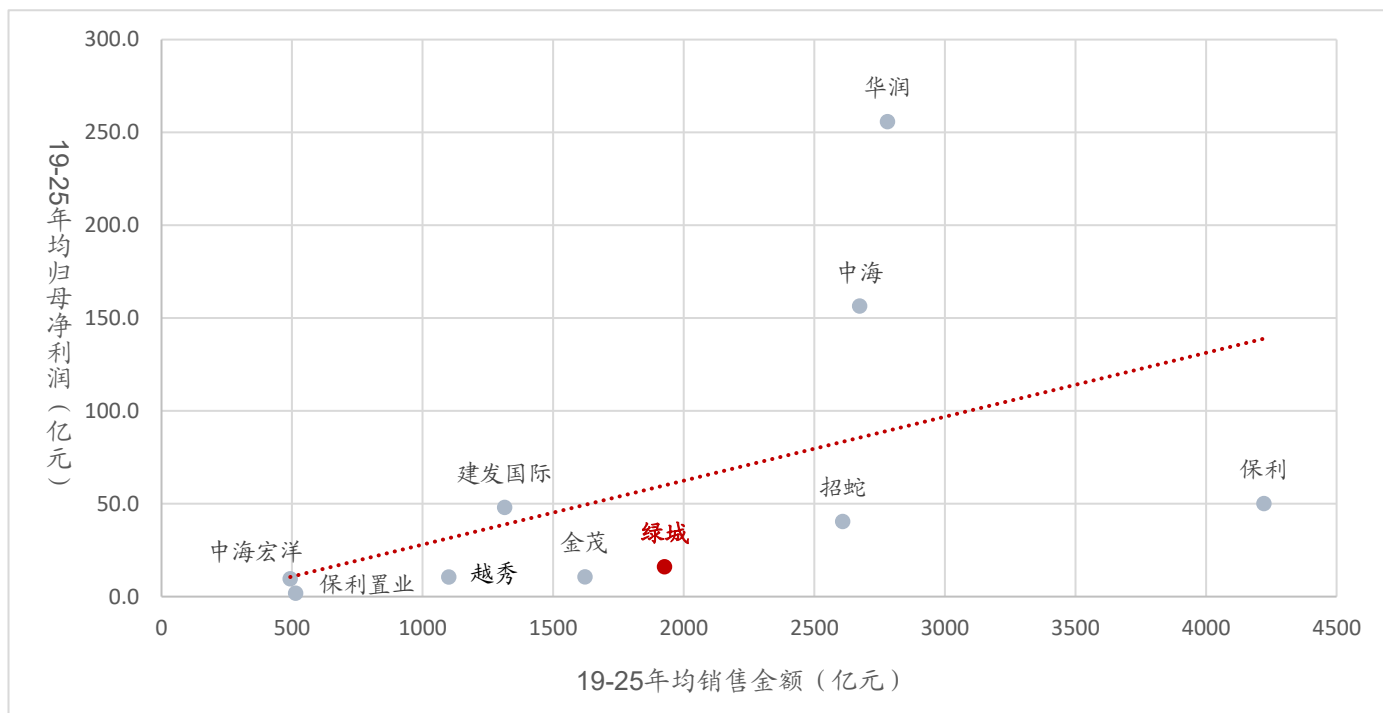
四、现金流稳定，利润率将进入良性提升区间

（一）预计绿城利润率水平将会进入良性提升区间

从主流房企销售规模与归母净利润的相对关系来看，绿城历史的利润表现低于行业平均。19-25年绿城年均销售金额达到1927亿元，按行业平均销售-利润兑现表现来看，绿城的归母净利润应该能达到60亿元左右，但绿城在此期间的年均归母净

利润规模为16亿元。这种“高销售、低利润”的模式是过去扩张周期与管理模式相对松散所遗留结果，通过对利润表的拆解，我们认为过去拖累绿城利润释放的因素已基本消失，预计绿城利润率水平将进入良性提升区间。

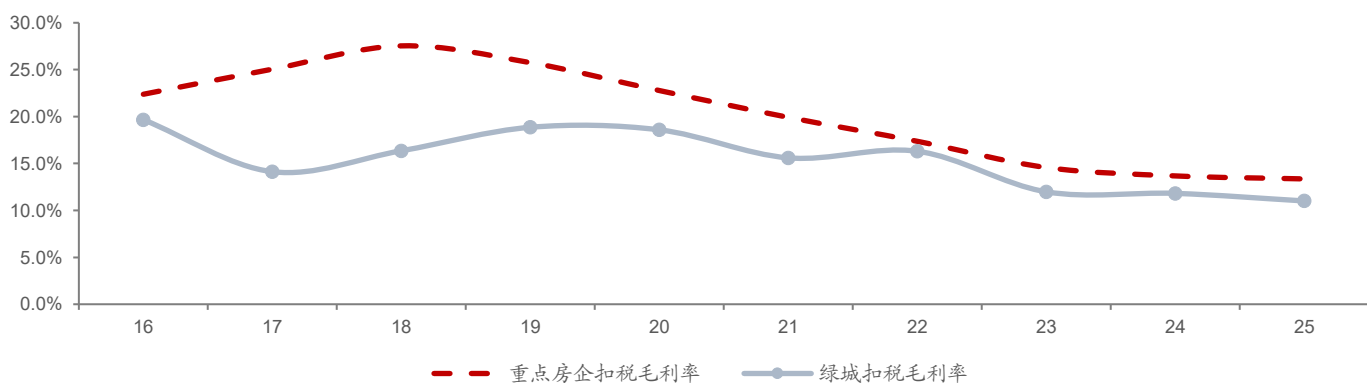
图 41：主流房企19-25年均销售额vs19-25年均归母净利润



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

第一，绿城毛利率水平逐步企稳，与同业差距逐渐收敛。受早期粗放拿地的影响，绿城的扣税毛利率在17年曾探至14.1%的阶段性低位，此后长期在17%左右徘徊，明显低于重点房企平均线。22年后随着拿地管理的精细度提升，绿城的毛利率开始与行业均值趋同，差距已由早期的10个百分点以上收窄至目前2个百分点左右，随着新货的结算，毛利率提升空间预计将更大。

图 42：绿城及主流房企平均扣税毛利率

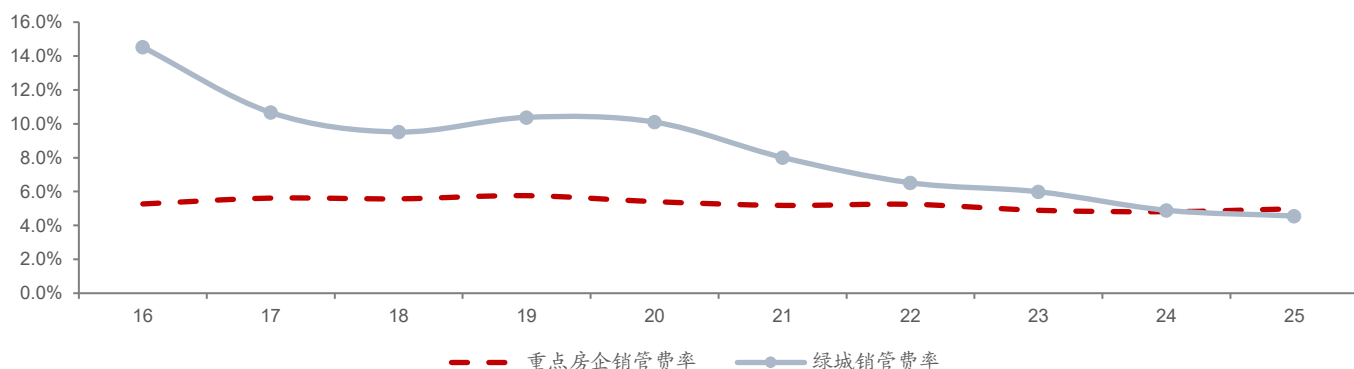


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

第二，管理稳定后，费率下降明显。绿城的销管费率已从16年14.5%的高点持续下行，并在25年首次降至约4.6%的水平，正式反超行业平均线，进入行业领先区间，25年3月中交主席的上任将进一步强化管理，销管费率仍有下行空间；同时，财务费

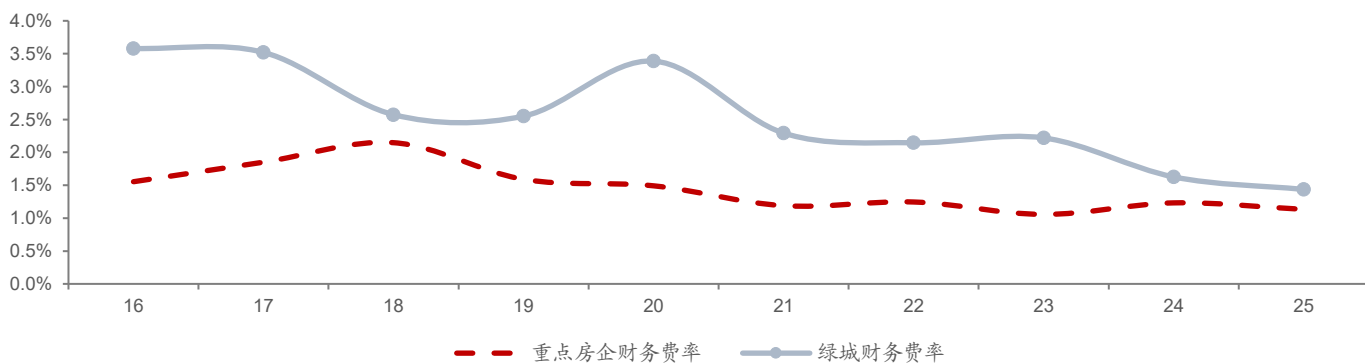
率也呈现稳步下降趋势，25年财务费率降至1.4%，较20年高点下降2.0pct，与行业平均的差距从最高2pct降至0.3pct。

图 43: 绿城及主流房企平均销管费率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

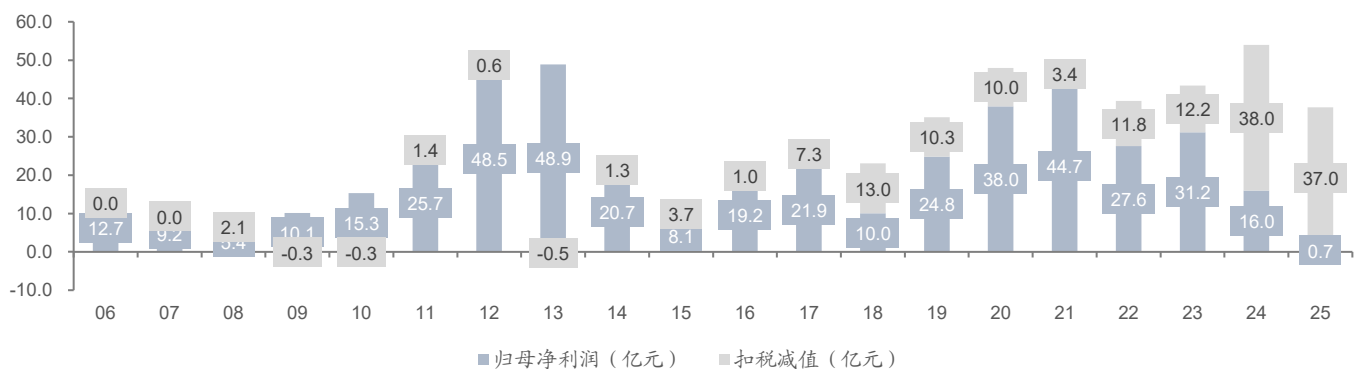
图 44: 绿城及主流房企平均财务费率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

第三，减值规模开始回落，预计26年开始公司负担将逐步减轻。24、25年绿城分别计提减值50.6亿元、49.4亿元，后续随着老货的不断去化，绿城的减值压力将逐步减小。

图 45: 绿城归母净利润及扣税减值

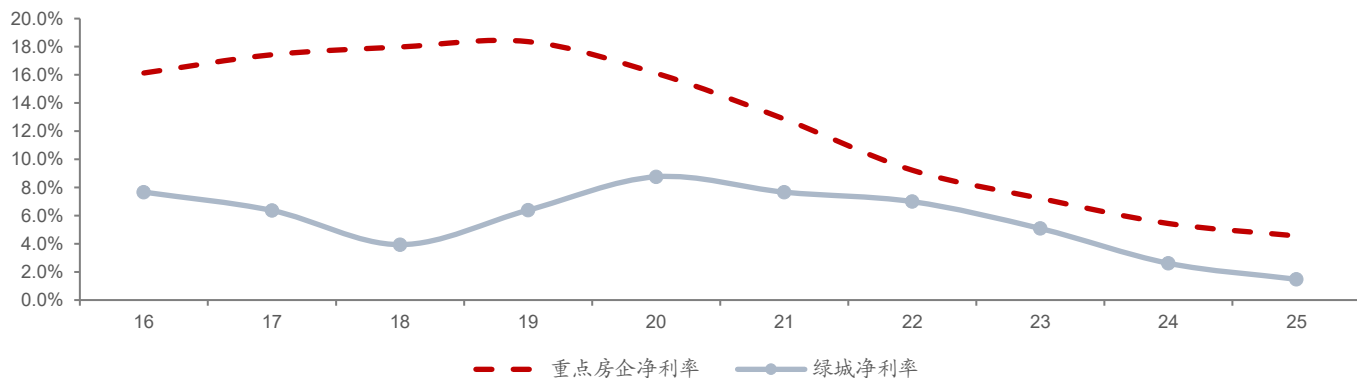


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

最终净利润表现来看，22年后净利润规模出现下滑，一部分为减值影响，一部

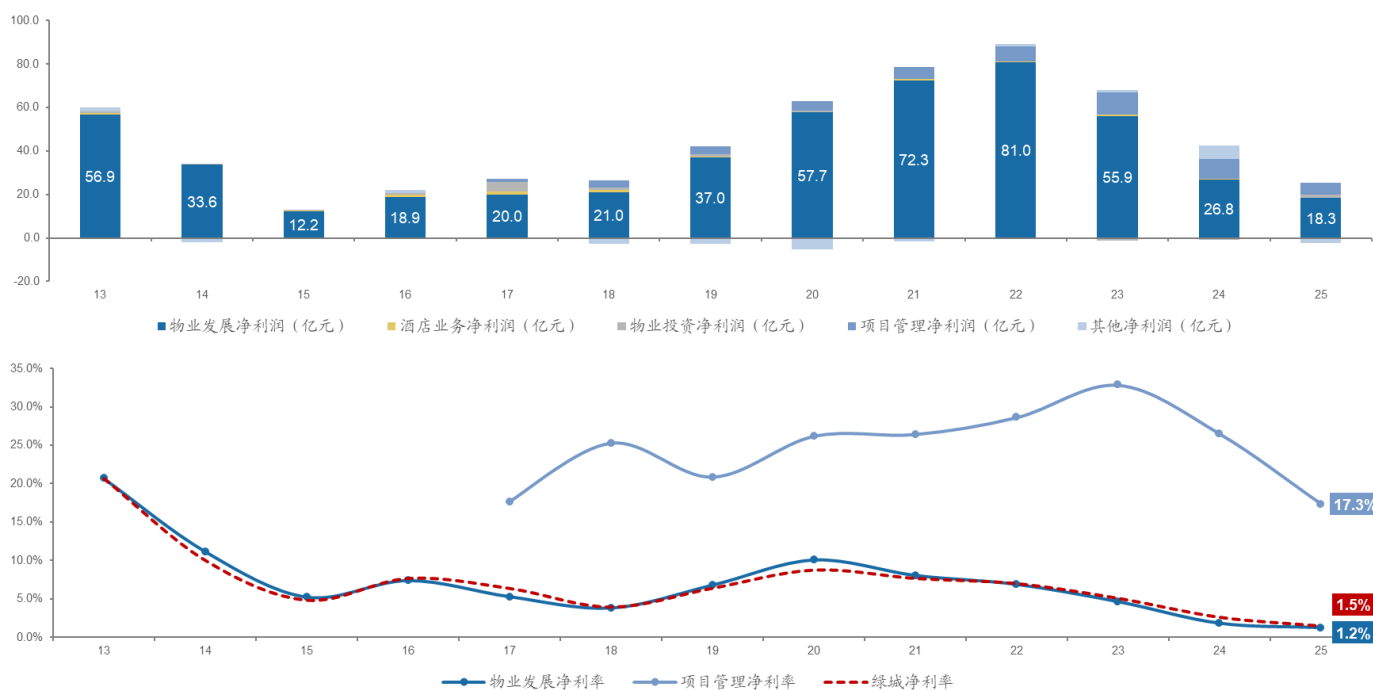
分为地产及代建利润率下滑影响，25年地产结算净利率降至1.2%，较20年的高点下滑8.8pct，代建净利率降至17.3%，较23年高点下滑15.5pct，后续随着地产新货的结算，绿城利润率有望进入回升区间。

图 46: 绿城及主流房企平均净利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 47: 绿城净利润拆分

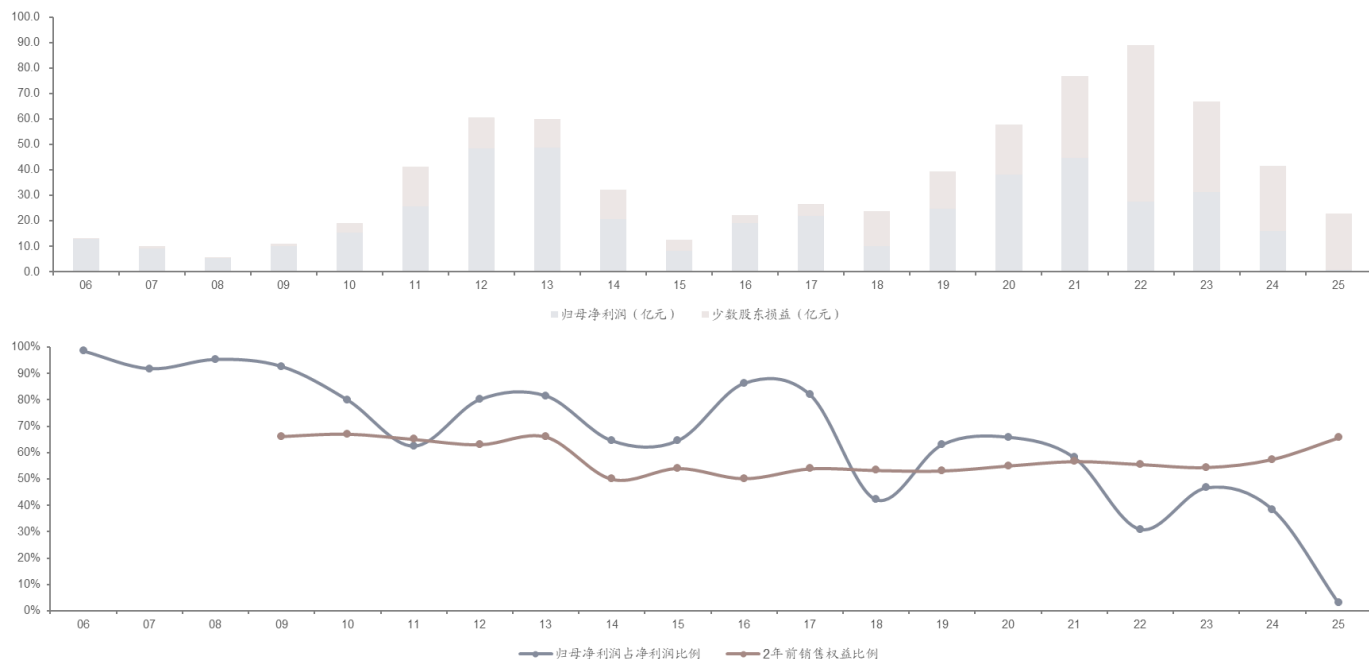


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

除了业绩释放外，业绩分配也会最终影响归母净利润表现，历史上绿城由于小股操盘及永续债发行的影响，净利润中较大比例分配给了少数股东及永续债持有人，实际归母净利润表现弱于净利润。

少数股东损益方面，17-21年的拿地高峰期，公司通过大量小股操盘拓宽覆盖范围，但也导致了少数股东权益在21年后大幅攀升，少数股东损益占比逐年增加，16年少数股东损益占净利润比例仅为14%，25年少数股东损益占比达到97%的高位。22年后拿地及销售权益比明显回升，预计未来少数股东权益将逐步回落，少数股东损益占比也将回归至正常水平，归母净利润释放的阻碍将进一步减少。

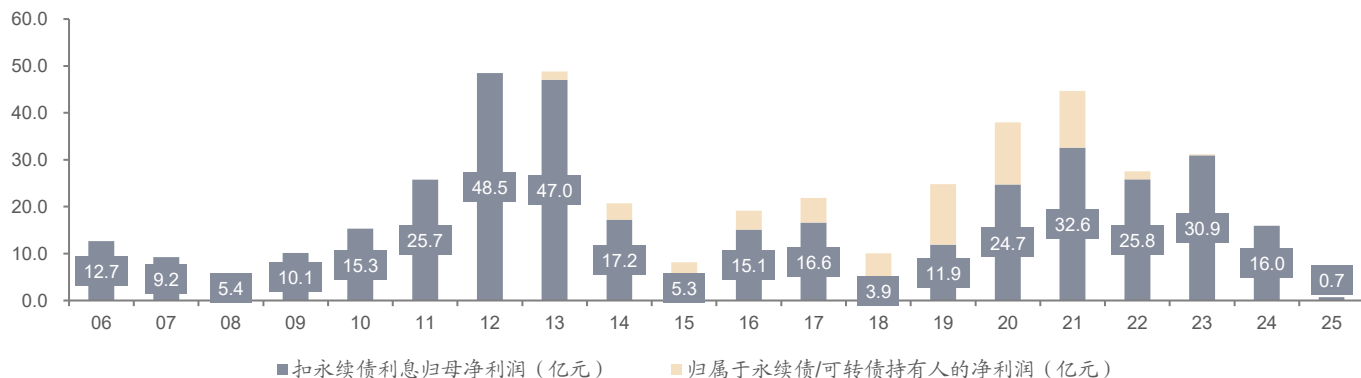
图 48: 绿城归母净利润及少数股东损益



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

永续债方面, 绿城永续债计入权益, 永续债利息在扣除少数股东损益的归母净利润后分走利润。绿城表内永续债19-20年最高达到200亿元, 对应利息支出高峰13亿元左右, 最高分走超过30%的净利润、超过50%的归母净利润, 23年起绿城清还全部永续债, 目前已不存在永续债利息对归母净利润的摊薄。

图 49: 绿城扣永续债利息的归母净利润



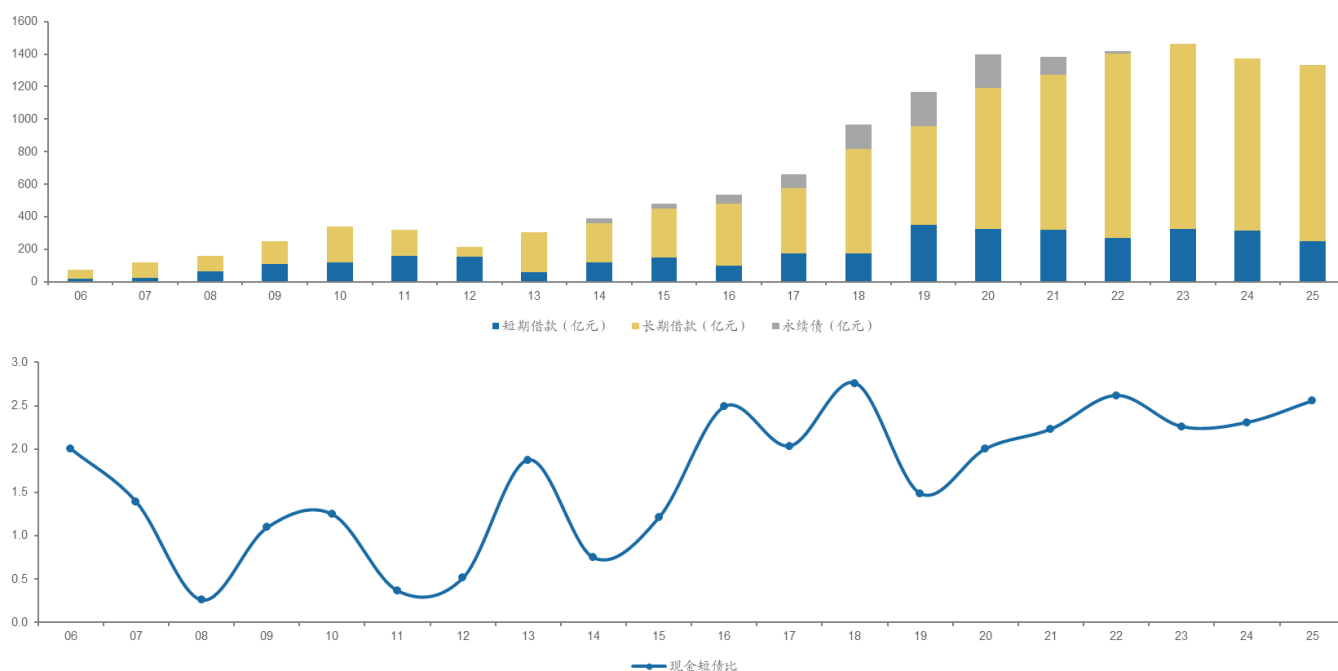
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

总的来看, 绿城利润率已经降至历史低位, 业绩压力已经得到一定释放, 在业绩释放限制大幅减少的26年, 绿城利润率有望开始进入回升通道, 带动业绩反映优秀经营表现。

(二) 现金短债比维持 2x 以上，债务到期节奏可控

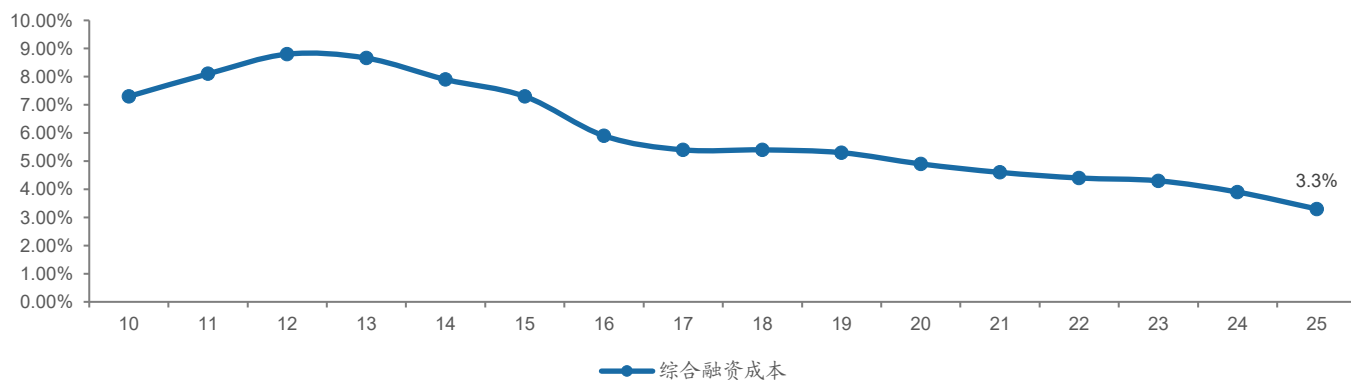
有息负债情况来看，截至25年底，绿城有息负债规模1334亿元，较24年下滑3%。有息负债期限结构来看，绿城短债比例21年以来维持在20%左右，现金短债比维持在2x以上。预计26年绿城公开债到期98亿元，且到期节奏较为分散，绿城债务到期压力不大，靠央企中交，绿城的综合融资成本持续下降，截至25年已降至3.30%，较12年的最高峰下降550bp，财务较为健康。

图 50: 绿城有息负债及现金短债比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 51: 绿城综合融资成本



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与合理价值

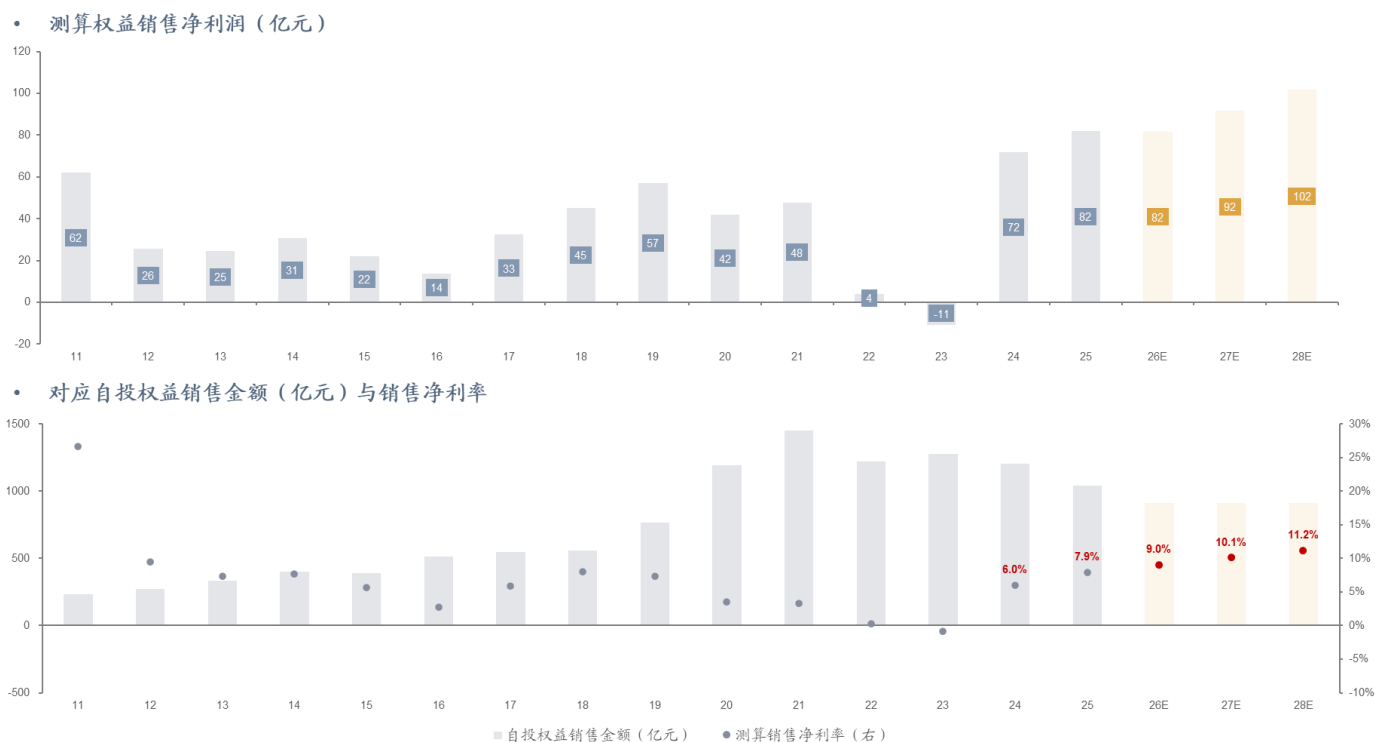
(一) 销售净利润测算

由房企期房销售的性质决定，房企实现销售到体现业绩有2年左右的结算周期，房企当期业绩并不能反映当下经营表现，与归母净利润趋势相比，房企权益销售净利润指标的变动更能反映实际的盈利能力变化，因此在讨论绿城的盈利预测与估值之前，我们先进行绿城的销售净利润测算。

对绿城的销售净利润讨论将分为三部分进行，首先我们从绿城的实际业绩表现推算23年前的销售净利润变化，第二我们通过24-25年实际销售样本逐个项目盈利测算，得到24-25年实际销售净利润结果，第三我们通过假设26-28年权益销售金额及销售净利率变化得到对绿城未来销售净利润的预测。

23年及之前年度的绿城销售净利润，约等于滞后2年的考虑少数股东损益影响的地产结算净利润（公司披露）+合联营业绩（小股权地产项目）。从结果来看，18-21年销售利润相对稳定，体量在50亿元左右，22-23年受两集中时期低利润率土地入市影响，销售利润表现较差。

图 52：绿城权益销售净利润测算



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表10：绿城权益销售净利润测算

单位：亿元	18	19	20	21	22	23	24	25
2年前测算权益销售净利润 【A*（1-B）+C】	13.9	32.6	45.0	56.9	41.9	47.8	4.0	-10.8
绿城披露地产结算净利润（A）	21.0	37.0	57.7	72.3	81.0	55.9	26.8	18.3

少数股东损益占比 (B)	57.8%	37.0%	34.1%	41.9%	69.0%	53.3%	61.5%	96.9%
合联营业绩 (C)	5.0	9.3	7.0	14.8	16.8	21.6	-6.3	-11.3

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

24-25年绿城拿地准确性大幅提升，销售净利率也明显改善，24-25年测算销售净利率分别为6.0%、7.9%。根据绿城23-25年拿地明细，我们统计了所有绿城中国23-25年新增拿地项目的利润情况（具体数据可见表13）。其中23年拿地项目在25年贡献销售为121亿元，销售占比为8%，净利率为11.7%；24年拿地项目在25年贡献销售为627亿元，销售占比为41%，净利率为11.4%，25年拿地对应年内贡献销售为453亿元，销售占比为30%，净利率为10.5%，新货项目整体在25年销售净利率为11.1%。根据老货销售讨论部分结果，22年及之前老货样本销售净利率-3.7%，结合绿城25年销售结构，得到25年销售净利率预计为7.9%。24年销售净利率方面，我们直接根据999亿元的24年销售样本进行逐个项目测算，得到24年销售净利率约为6.0%。

24-25年绿城权益销售金额分别为1206亿元、1043亿元，按24-25年测算销售净利率6.0%、7.9%计算，对应权益销售净利润分别为72亿元、82亿元，比较能反映绿城最新经营表现。而24-25年的销售利润，正常结算节奏下，将在26-27年左右进入结算周期，70亿元+的可结算利润预计将有力带动业绩释放。

表11：绿城25年整体销售净利率测算

	25年销售金额 (亿元)	25年销售净利润 (亿元)	25年销售净利率
2023	121	14	11.7%
2024	589	67	11.4%
2025	396	41	10.5%
样本 23-25 年	1105	123	11.1%
样本 22 年及之前	107	-4	-3.7%
绿城 23-25 年	1201	133.1	11.1%
绿城 22 年及之前	333	-12.3	-3.7%
绿城合计	1534	120.7	7.9%

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

表12：绿城24年销售净利率测算

	24年销售金额 (亿元)	24年销售净利润 (亿元)	24年销售净利率
22 年及之前	193	-3	-1.4%
2023	560	50	8.9%
2024	246	13	5.1%
样本合计	999	59	6.0%

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

70亿元是近期绿城经营所对应的2-3年利润天花板，但并不是绿城的长期上限。虽然在收缩的市场环境下，各家房企销售规模普遍收缩，预计绿城稳态权益销售金额也将降至900亿元左右，但中交管理下拿地质量的回升、绿城品牌溢价的不断加强，将进一步推高绿城未来销售利润率，拉升绿城的销售利润中枢。

我们按尾盘销售价格或周边同类型新房均价测算绿城23-25年拿地未售新货货值净利率，从结果来看，绿城未售新货预计销售净利率将达到11.2%，较25年销售净利率7.9%仍有3个百分点以上的提升空间，在900亿元权益销售金额体量下，可以额外给绿城每年贡献30亿元以上的归母净利润。我们假设未来销售净利率将向目前未售新货货值的净利率靠拢，假设绿城销售净利率在26-28年稳步提升至11.2%，26-28年销售净利率分别达到9.0%、10.1%、11.2%，在900亿元权益销售金额的假设下，对应26-28年的预测权益销售净利润将分别达到82亿元、92亿元、102亿元。

表13: 绿城23-25年拿地未售新货净利率测算项目明细

项目案名	城市	预计剩余销售价格 (元/平)	未售总货值 (亿元)	权益	未售权益货值 (亿元)	未售净利率	未售净利润 (亿元)	未售权益净利率	未售权益净利润 (亿元)
上海潮鸣外滩	上海	180958	92.5	100%	92.5	9.5%	8.77	9.5%	8.77
西安长安玉华	西安	29741	45.1	93%	41.8	18.0%	8.12	16.7%	7.52
苏州玫瑰园二期	苏州	100000	56.8	100%	56.8	10.4%	5.89	10.4%	5.89
慈溪风起潮鸣	慈溪	34207	52.4	58%	30.3	18.9%	9.91	10.9%	5.73
杭州未科低密项目	杭州	60000	30.3	100%	30.3	12.4%	3.74	12.4%	3.74
南京风起潮鸣	南京	71490	31.9	60%	19.2	15.2%	4.85	9.1%	2.91
武汉外滩玫瑰园	武汉	50000	23.8	85%	20.2	12.9%	3.06	11.0%	2.61
义乌芝澜月华	金华	45000	16.8	68%	11.5	20.8%	3.49	14.2%	2.38
杭州春来晴翠	杭州	33227	32.6	68%	22.2	10.5%	3.41	7.1%	2.32
南京云庐	南京	39942	19.2	85%	16.3	13.5%	2.60	11.5%	2.21
舟山桂香园	舟山	25527	11.5	85%	9.8	21.8%	2.52	18.6%	2.14
温岭湖畔恒庐	温岭	27650	16.1	85%	13.7	13.5%	2.18	11.5%	1.85
嘉兴晓风明月	嘉兴	21978	12.6	85%	10.7	16.5%	2.09	14.0%	1.77
西安润百合	西安	21059	21.7	62%	13.4	12.1%	2.63	7.5%	1.62
上海逸庐	上海	100007	25.6	100%	25.6	6.2%	1.60	6.2%	1.60
深圳锦和玉鸣	深圳	47097	25.5	43%	10.9	13.8%	3.51	5.8%	1.49
杭州月映金沙	杭州	41488	26.0	34%	8.8	16.2%	4.21	5.5%	1.43
苏州凤起潮鸣	苏州	57969	62.3	55%	34.4	4.1%	2.52	2.2%	1.39
武汉沁百合	武汉	32000	9.1	100%	9.1	14.9%	1.35	14.9%	1.35
苏州沁百合	苏州	45067	15.6	85%	13.2	9.8%	1.53	8.3%	1.30
义乌潮鸣海上	金华	42000	15.8	70%	11.0	11.5%	1.81	8.0%	1.26
杭州溪径恒庐	杭州	37466	20.3	36%	7.3	15.3%	3.10	5.5%	1.12
杭州知海棠	杭州	32032	23.4	98%	22.8	4.7%	1.11	4.6%	1.08
西安桂冠东方	西安	23076	17.8	49%	8.7	11.8%	2.11	5.8%	1.04
杭州晓澜玉华	杭州	58551	14.1	60%	8.4	11.7%	1.65	7.0%	0.98
广州云樾和鸣	广州	55000	21.6	49%	10.6	8.3%	1.79	4.1%	0.88
台州臻园	台州	38000	10.3	64%	6.6	13.3%	1.37	8.5%	0.87
嘉兴云栖玫瑰园	嘉兴	30884	8.0	85%	6.8	12.5%	1.00	10.7%	0.85
杭州宸风逸庐	杭州	48557	10.2	85%	8.7	9.8%	1.00	8.3%	0.85
宁波凤栖云庐	宁波	45627	9.7	87%	8.4	9.2%	0.89	8.1%	0.78
佛山锦海棠	佛山	24676	10.7	64%	6.8	10.2%	1.09	6.5%	0.69

长沙悦海棠	长沙	16073	16.2	92%	14.9	3.4%	0.55	3.1%	0.50
金华凤鸣汀澜	金华	25000	4.3	85%	3.6	11.3%	0.49	9.6%	0.41
海宁馥香园	海宁	23119	3.3	85%	2.8	14.3%	0.48	12.2%	0.41
成都润百合	成都	33185	5.0	86%	4.3	9.3%	0.46	8.0%	0.40
广州臻园	广州	46000	7.9	60%	4.8	7.7%	0.61	4.6%	0.37
杭州翠隐江鄰	杭州	60168	11.4	42%	4.7	6.6%	0.75	2.7%	0.31
杭州潮越万象	杭州	42115	27.2	15%	4.1	7.2%	1.97	1.1%	0.30
杭州熙岸晓月	杭州	37943	4.4	85%	3.8	7.0%	0.31	6.0%	0.26
合肥燕语春风	合肥	15130	4.1	85%	3.5	7.2%	0.30	6.1%	0.25
济南润百合	济南	24004	2.6	43%	1.1	16.3%	0.43	6.9%	0.18
大连燕语春风	大连	15805	1.4	85%	1.2	12.9%	0.18	11.0%	0.15
西安绿汀芳菲	西安	15936	1.6	85%	1.4	11.2%	0.18	9.5%	0.15
杭州蕙澜月华	杭州	65289	14.5	43%	6.1	2.0%	0.29	0.9%	0.12
杭州奥映鸣翠	杭州	81489	5.5	21%	1.1	10.9%	0.60	2.2%	0.12
杭州湖映金沙	杭州	44167	2.2	48%	1.1	10.8%	0.24	5.1%	0.11
余姚沁香园	余姚	16922	2.3	85%	1.9	4.6%	0.10	3.9%	0.09
大连玉海棠	大连	24920	0.2	85%	0.2	19.7%	0.05	16.8%	0.04
杭州悦海棠	杭州	34565	0.2	96%	0.2	11.2%	0.02	10.8%	0.02
杭州丽香庭	杭州	51200	15.9	37%	5.9	0.2%	0.04	0.1%	0.01
25年拿地项目			919.6	72%	663.7	11.2%	102.92	8.1%	74.65
西安锦海棠	西安	25486	28.0	86%	24.0	15.9%	4.44	13.7%	3.82
济南凤栖和鸣	济南	21939	37.4	32%	12.0	17.8%	6.66	5.7%	2.15
绿城湖境月华	台州	39000	5.2	100%	5.2	22.4%	1.16	22.4%	1.16
长沙锦海棠	长沙	19013	9.2	100%	9.2	10.1%	0.94	10.1%	0.94
福州芝兰月华	福州	40979	9.0	100%	9.0	9.4%	0.85	9.4%	0.85
北京和樾玉鸣	北京	100638	10.1	100%	10.1	8.2%	0.82	8.2%	0.82
慈溪沁百合	慈溪	19008	7.0	57%	4.0	20.1%	1.41	11.4%	0.80
广州馥香园	广州	53240	11.0	100%	11.0	5.8%	0.64	5.8%	0.64
余姚臻园	余姚	49913	2.2	95%	2.1	23.3%	0.50	22.2%	0.48
杭州玉澜月华	杭州	67500	29.0	89%	25.8	1.8%	0.53	1.6%	0.47
南京沁百合	南京	43385	4.4	65%	2.9	14.8%	0.66	9.6%	0.43
西安熙海棠	西安	19182	7.3	100%	7.3	5.4%	0.40	5.4%	0.40
上海沁香园	上海	91161	1.8	100%	1.8	15.4%	0.28	15.4%	0.28
长沙玉海棠	长沙	14988	3.5	100%	3.5	6.3%	0.22	6.3%	0.22
杭州和萃揽悦	杭州	26994	5.5	25%	1.4	15.3%	0.84	3.8%	0.21
上海潮鸣东方	上海	194729	1.6	100%	1.6	11.4%	0.18	11.4%	0.18
天津桂月云翠	天津	19051	1.3	85%	1.1	13.6%	0.18	11.6%	0.15
西安桂月云翠	西安	16180	1.8	77%	1.4	9.1%	0.16	7.0%	0.12
宁波馥香园	宁波	37743	2.0	51%	1.0	11.3%	0.23	5.8%	0.12
合肥咏溪云庐	合肥	33680	0.8	85%	0.7	12.7%	0.10	10.8%	0.09
合肥锦海棠	合肥	25268	2.7	85%	2.3	3.9%	0.10	3.3%	0.09
杭州晴澜轩	杭州	45030	3.1	51%	1.6	5.3%	0.16	2.7%	0.08
杭州汀岸印月	杭州	33202	0.5	96%	0.5	12.7%	0.06	12.1%	0.06

杭州熙海棠	杭州	28009	0.5	98%	0.4	10.5%	0.05	10.3%	0.05
广州玉海棠	广州	43414	0.2	100%	0.2	17.3%	0.04	17.3%	0.04
杭州咏湖云庐	杭州	93183	0.3	44%	0.1	25.0%	0.08	10.9%	0.04
西安紫棠苑	西安	16978	0.5	77%	0.4	6.3%	0.03	4.9%	0.03
杭州月咏和风	杭州	32495	0.8	91%	0.7	3.0%	0.02	2.7%	0.02
嘉兴湖境云庐	嘉兴	24909	0.1	96%	0.1	15.0%	0.02	14.5%	0.02
嘉兴馥香园	嘉兴	24413	0.1	94%	0.1	21.5%	0.02	20.2%	0.01
杭州溪听晓月	杭州	36409	0.1	68%	0.1	13.5%	0.02	9.1%	0.01
杭州晓风朗月	杭州	53850	0.5	98%	0.5	1.2%	0.01	1.2%	0.01
杭州润百合	杭州	51800	0.1	67%	0.1	3.3%	0.00	2.2%	0.00
杭州沁百合	杭州	46788	6.8	49%	3.3	0.1%	0.00	0.0%	0.00
义乌凤栖逸庐	义乌	32615	4.1	100%	4.1	-4.4%	-0.18	-4.4%	-0.18
24年拿地项目			198.6	75%	149.7	10.9%	21.65	7.4%	14.60
南京金陵月华	南京	68174	34.2	40%	13.8	10.7%	3.65	4.3%	1.48
嘉兴晓风印月府	嘉兴	22279	8.0	87%	6.9	11.5%	0.92	9.9%	0.80
台州凤起潮鸣	台州	45000	8.1	50%	4.0	19.2%	1.56	9.5%	0.77
绍兴晓风印月	绍兴	29750	4.4	98%	4.3	14.4%	0.63	14.1%	0.62
义乌凤起潮鸣	义乌	37519	7.6	63%	4.8	11.9%	0.91	7.5%	0.57
西安凤鸣海棠	西安	26074	3.5	83%	2.9	15.6%	0.55	13.0%	0.46
杭州云咏明月	杭州	37730	4.2	68%	2.9	15.7%	0.66	10.7%	0.45
北京晓月和风	北京	48990	9.0	48%	4.3	9.1%	0.82	4.4%	0.40
西安春熙海棠	西安	26128	2.7	84%	2.2	15.2%	0.40	12.7%	0.34
丽水湖境云庐	丽水	18700	3.4	96%	3.2	5.4%	0.18	5.2%	0.18
上海春晓园	上海	58333	1.2	100%	1.2	7.2%	0.08	7.2%	0.08
临海江澜鸣翠	临海	20567	1.2	98%	1.2	5.6%	0.07	5.5%	0.07
杭州桂月云翠	杭州	38448	1.8	40%	0.7	7.8%	0.14	3.1%	0.06
成都锦海棠	成都	23316	0.7	80%	0.6	9.6%	0.07	7.7%	0.05
杭州玉海棠	杭州	29405	0.7	99%	0.7	7.3%	0.05	7.2%	0.05
宁波凤鸣云翠	宁波	42028	1.0	27%	0.3	12.1%	0.12	3.2%	0.03
杭州丽澜轩	杭州	40145	0.5	87%	0.5	4.9%	0.03	4.3%	0.02
杭州宸岸印月	杭州	33412	0.6	93%	0.5	4.2%	0.02	3.9%	0.02
余姚映翠晓园	余姚	19968	0.2	50%	0.1	14.1%	0.03	7.1%	0.02
杭州咏溪云庐	杭州	30100	0.6	88%	0.5	2.2%	0.01	2.0%	0.01
杭州溪映明月	杭州	29778	0.3	94%	0.3	3.6%	0.01	3.4%	0.01
杭州绿汀春晓	杭州	27142	0.6	99%	0.6	1.2%	0.01	1.1%	0.01
宁波燕语春风	宁波	21502	0.3	89%	0.3	0.1%	0.00	0.1%	0.00
苏州春月锦园	苏州	27804	0.0	97%	0.0	0.0%	0.00	0.0%	0.00
杭州锦海棠	杭州	21962	0.1	83%	0.1	-8.0%	-0.01	-6.7%	-0.01
23年拿地项目			95.0	60%	57.0	11.5%	10.93	6.8%	6.48
23-25年拿地合计			1213.1	72%	870.3	11.2%	135.49	7.9%	95.73

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心；注：灰色底色为估算数据，部分项目中指网签销售数据缺失，未售货值按同期开盘项目平均流速估算

(二) 减值讨论

从前一部分讨论可以看到绿城销售利润充足的成长空间，而从销售利润到业绩兑现，减值是必须要考虑的因素。根据绿城老项目的降价幅度整理（图31及表8），我们可以得到25年绿城老楼盘平均降价幅度约为6.2%，较24年的14.3%明显收窄。此外，从绿城披露的货值相关数据，我们同样可以得到隐含的楼盘降价幅度，24年、25年分别为-13.6%、-7.5%，与我们的测算相当。

表14: 从绿城披露货值推算降价幅度

单位: 亿元	18	19	20	21	22	23	24	25
土储总货值	5300	5960	8065	9488	8295	6292	4496	3827
总已售未结金额	1082	1509	2532	3308	3245	2565	1905	1610
当年年末预计未售货值	4218	4451	5533	6180	5050	3727	2591	2217
同比		6%	24%	12%	-18%	-26%	-30%	-14%
销售金额	1012	1354	2147	2666	2128	1943	1718	1534
当年年末预计拿地货值	1276	2057	3288	3137	1037	1425	1088	1355
以上年货值推算的第二年货值		4921	5592	6004	5089	4532	3097	2412
由于降价带来的货值减少		-470	-59	176	-39	-805	-506	-195
估算降价幅度		-11.1%	-1.3%	3.2%	-0.6%	-15.9%	-13.6%	-7.5%

数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

考虑到新货利润率整体表现较好, 目前减值风险较小, 我们仅针对老货计提减值, 假设25年7.5%的降价均将带来减值, 25年末老货货值1004亿元, 对应全口径减值金额76亿元, 若考虑权益比影响, 与最终报表口径减值49.4亿元相当。

在当年老货7.5折的较低折扣下, 25年实现老货去化333亿元, 假设在目前较低价格下, 26-27年老货仍可维持25年的老货面积流速, 则老货将在未来三年消化完毕, 在26-27年加大老货促销力度, 老货降价幅度扩大至8%、10%的假设下, 考虑70%权益比, 对应26-27年应计提减值规模35亿元、21亿元。

表15: 绿城减值测算

	当年老货销售 (亿元)	年末老货货值 (亿元)	降价幅度	全口径减值 (亿元)	权益减值(70%权益比, 亿元)
25年	333	1004	8%	76	53 (实际 49)
26年	307	622	8%	50	35
27年	276	296	10%	30	21
合计未减值				79	56

数据来源: 公司财报, 中指院, 广发证券发展研究中心

(三) 盈利预测

在进行了销售净利润及减值的讨论后, 我们将参考此前的测算结果, 进行绿城的盈利预测。

收入端, 地产结算收入方面, 假设绿城维持积极的结算节奏, 假设26-28年预收账款结转比例分别为100%、90%、90%, 其他收入方面, 假设其他收入26年持平, 27-28年维持5%的增速, 对应26-28年绿城预测营业收入1168亿元、901亿元、1050

亿元，同比-25%、-23%、+17%。

利润率方面，假设26-28年地产结算毛利率稳定回升，分别达到11.2%、12.5%、13.0%，其他收入毛利率维持25%不变，对应26-28年预计毛利分别同比-17%、-14%、+20%。

减值方面，根据减值部分的讨论，假设26-28年减值计提规模分别为35亿元、21亿元、7亿元，对绿城业绩拖累越来越小，对应绿城净利润分别为37亿元、50亿元、73亿元，同比+62%、+34%、+47%。

除了经营及减值，少数股东损益占比也是影响绿城业绩释放的重要变量，假设26-28年少数股东损益占比随着结算销售权益比的上升而下降，分别为60%、60%、55%，对应26-28年绿城预计归母净利润分别为15亿元、20亿元、33亿元，同比+1993%、+34%、+66%，少数股东损益占比的下降将放大归母净利润的涨幅，26年之后绿城的业绩表现值得期待。

表16: 绿城盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	616	658	1002	1272	1314	1585	1550	1168	901	1050
同比		6.8%	52.4%	26.8%	3.3%	20.7%	-2.3%	-24.6%	-22.9%	16.5%
其中: 地产销售结算收入 (亿元)	544.3	573.3	897.5	1175.4	1205.8	1470.2	1471.9	1090.2	819.0	963.9
同比		5.3%	56.5%	31.0%	2.6%	21.9%	0.1%	-25.9%	-24.9%	17.7%
并表预收账款 (亿元)	763	1128	1489	1479	1598	1470	1090	910	1071	1157
结转比例		75%	80%	79%	82%	92%	100%	100%	90%	90%
自投项目权益金额 (亿元)	768	1194	1452	1224	1276	1206	1043	910	980	1050
同比		55%	22%	-16%	4%	-5%	-14%	-13%	8%	7%
地产结算毛利 (亿元)	94.7	101.3	131.8	178.7	122.9	157.1	150.8	122.6	102.4	125.3
地产结算扣税毛利率	17.4%	17.7%	14.7%	15.2%	10.2%	10.7%	10.2%	11.2%	12.5%	13.0%
其中: 其他收入 (亿元)	71.6	84.5	104.9	96.2	108.0	115.3	77.8	77.8	81.7	85.7
同比		18.0%	24.1%	-8.3%	12.3%	6.7%	-32.6%	0.0%	5.0%	5.0%
其他业务毛利 (亿元)	21.4	21.0	24.6	28.6	34.5	30.2	19.9	19.4	20.4	21.4
其他业务毛利率	29.9%	24.8%	23.5%	29.8%	31.9%	26.2%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
扣税毛利 (亿元)	116.2	122.3	156.4	207.3	157.4	187.3	170.6	142.0	122.8	146.7
同比		5.3%	27.9%	32.6%	-24.1%	19.0%	-8.9%	-16.8%	-13.5%	19.5%
毛利率	18.9%	18.6%	15.6%	16.3%	12.0%	11.8%	11.0%	12.2%	13.6%	14.0%
销管费用 (亿元)	63.9	66.4	80.3	82.9	78.7	77.6	70.6	52.1	40.2	46.8
销管费用率	10.4%	10.1%	8.0%	6.5%	6.0%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用 (亿元)	15.7	22.3	23.0	27.3	29.2	25.8	22.3	15.6	12.0	14.0
财务费用率	2.6%	3.4%	2.3%	2.1%	2.2%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
减值 (亿元)	13.8	13.3	4.6	15.7	16.2	50.6	49.4	34.8	20.7	6.5
公允价值变动损益 (亿元)	-0.4	-0.1	-1.2	-1.1	-3.5	-1.9	0.6	0.0	0.0	0.0
投资损益 (亿元)	10.3	8.7	16.8	17.0	25.5	-6.1	-10.5	-6.3	0.0	1.7
合联营结算金额 (亿元)	262	395	729	972	1460	658	471	628	715	336
合联营结算利润率	3.9%	2.2%	2.3%	1.8%	1.7%	-0.9%	-2.2%	-1.0%	0.0%	0.5%
营业利润 (亿元)	32.6	28.8	64.1	97.4	55.4	25.3	18.5	33.2	49.9	81.1

营业外收入 (亿元)	26.7	45.3	36.1	22.3	28.6	30.5	16.3	16.3	16.3	16.3
除税前利润 (亿元)	59.3	74.1	100.2	119.7	83.9	55.8	34.8	49.5	66.2	97.4
所得税 (亿元)	19.9	16.5	23.4	30.8	17.2	14.4	11.9	12.4	16.5	24.3
所得税率	34%	22%	23%	26%	20%	26%	34%	25%	25%	25%
净利润 (亿元)	39.4	57.6	76.9	88.9	66.8	41.5	22.9	37.1	49.6	73.0
同比		46.4%	33.4%	15.7%	-24.9%	-37.9%	-44.9%	62.5%	33.6%	47.2%
净利率	6.4%	8.8%	7.7%	7.0%	5.1%	2.6%	1.5%	3.2%	5.5%	7.0%
归母净利润 (亿元)	24.8	38.0	44.7	27.6	31.2	16.0	0.7	14.9	19.9	32.9
同比		53.1%	17.7%	-38.3%	13.1%	-48.8%	-96%	1993%	34%	66%
少数股东损益占比	37%	34%	42%	69%	53%	61%	97%	60%	60%	55%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(四) NAV 测算讨论

为了得到绿城的合理价值，我们对绿城进行NAV测算，在归母净资产上考虑“三增一减”的调整，“三增”指预收账款利润增厚、23-25年新货利润增厚、绿城应占绿管市值较净资产增厚，“一减”指22年及之前老货减值。

我们考虑目前市场情景、弱政策市场情景及强政策市场情景三种情景测算。

目前市场情景下，测算绿城NAV为407亿元，对应1.2xPB：

预收账款增厚方面，截至25年末绿城权益已售未结金额1071亿元，我们假设预收账款地产结算净利率与25年持平，25年地产结算净利率为1.2%，得到预收账款部分增厚13亿元；

新货利润增厚方面，根据项目明细测算，绿城23-25年新货未售货值1213亿元，测算权益净利率7.9%，对应新货利润增厚96亿元；

应占绿管市值较净资产增厚方面，绿城持有绿管71.63%股权，截至26年5月5日，绿管市值39亿元人民币，较其25年末末归母净资产增厚3亿元，绿城应占增厚2亿元。

老货减值方面，根据减值部分测算，绿城仍需计提减值56亿元。

截至25年末，绿城归母净资产352亿元，考虑“三增一减”，对应绿城NAV为407亿元，对应PB为1.2x。

表17：绿城NAV测算—目前市场情景

25年末归母净资产 (亿元)	352
预收账款增厚 (亿元)	13
25年末权益已售未结金额 (亿元)	1071
25年地产结算净利率	1.2%
23-25年新货权益净利润 (亿元)	96
23-25年新货未售货值 (亿元)	1213
23-25年新货归母净利率	7.9%
22年及之前老货减值 (亿元)	56
应占绿管市值较净资产增厚 (亿元)	2

NAV (亿元)	407
PB (x)	1.2

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表18: 绿城23-25年拿地未售新货净利率测算—目前市场环境

	未售货值 (亿元)	未售权益货值 (亿元)	权益比例	未售净利润 (亿元)	未售净利率	未售权益净利润 (亿元)	未售权益净利率
2023	95.0	57.0	60%	10.9	11.5%	6.5	6.8%
2024	198.6	149.7	75%	21.6	10.9%	14.6	7.4%
2025	919.6	663.7	72%	102.9	11.2%	74.7	8.1%
23-25年合计	1213.1	870.3	72%	135.5	11.2%	95.7	7.9%

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

表19: 绿城减值测算—目前市场环境

	当年老货销售 (亿元)	年末老货货值 (亿元)	降价幅度	全口径减值 (亿元)	权益减值 (70%权益比, 亿元)
25年	333	1004	8%	76	53 (实际 49)
26年	307	622	8%	50	35
27年	276	296	10%	30	21
合计未减值				79	56

数据来源：公司财报，中指院，广发证券发展研究中心

弱政策市场情景下，测算绿城NAV为316亿元，对应0.9xPB:

预收账款增厚与应占绿管市值增厚方面不变，分别对应增厚13亿元、2亿元；

新货利润增厚方面，假设新货价格在目前水平上下跌10%，对应绿城23-25年新货未售货值1092亿元，测算权益净利率4.4%，对应新货利润增厚减少至48亿元；

老货减值方面，假设26-27年老货价格降幅扩大至15%，则绿城仍需计提减值100亿元。

在25年末绿城归母净资产352亿元基础上考虑“三增一减”，对应绿城NAV为316亿元，对应PB为0.9x。

表20: 绿城NAV测算—弱政策市场情景

25年末归母净资产 (亿元)	352
预收账款增厚 (亿元)	13
25年末权益已售未结金额 (亿元)	1071
25年地产结算净利率	1.2%
23-25年新货权益净利润 (亿元)	48
23-25年新货未售货值 (亿元)	1092
23-25年新货归母净利率	4.4%
22年及之前老货减值 (亿元)	100
应占绿管市值较净资产增厚 (亿元)	2
NAV (亿元)	316

$PB(x)$	0.9
---------	-----

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表21：绿城23-25年拿地未售新货净利率测算—弱政策市场情景，新货价格下跌10%

	未售货值(亿元)	未售权益货值(亿元)	权益比例	未售净利润(亿元)	未售净利率	未售权益净利润(亿元)	未售权益净利率
2023	85.5	51.3	60%	5.6	6.6%	3.4	3.9%
2024	178.7	134.7	75%	11.3	6.3%	6.5	3.6%
2025	827.6	597.3	72%	53.2	6.4%	38.5	4.7%
23-25年合计	1091.8	783.3	72%	70.1	6.4%	48.4	4.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表22：绿城减值测算—弱政策市场情景

	当年老货销售(亿元)	年末老货货值(亿元)	降价幅度	全口径减值(亿元)	权益减值(70%权益比, 亿元)
25年	333	1004	8%	76	53(实际49)
26年	283	645	15%	97	68
27年	241	307	15%	46	32
合计未减值				143	100

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

强政策市场情景下，测算绿城NAV为492亿元，对应1.4xPB：

预收账款增厚与应占绿管市值增厚方面不变，分别对应增厚13亿元、2亿元；

新货利润增厚方面，假设新货价格在目前水平基础上上涨10%，对应绿城23-25年新货未售货值1334亿元，测算权益净利率10.3%，对应新货利润增厚增加至138亿元；

老货减值方面，假设老货在较低价格下维持25年流速，26年价格降幅3%，27年不再需要计提减值，则仍需计提的减值规模为13亿元。

在25年末绿城归母净资产352亿元基础上考虑“三增一减”，对应绿城NAV为492亿元，对应PB为1.4x。

表23：绿城NAV测算—强政策市场情景

25年末归母净资产(亿元)	352
预收账款增厚(亿元)	13
25年末权益已售未结金额(亿元)	1071
25年地产结算净利率	1.2%
23-25年新货权益净利润(亿元)	138
23-25年新货未售货值(亿元)	1334
23-25年新货归母净利率	10.3%
22年及之前老货减值(亿元)	13
应占绿管市值较净资产增厚(亿元)	2
NAV(亿元)	492

$PB(x)$	1.4
---------	-----

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表24：绿城23-25年拿地未售新货净利率测算—强政策市场情景，新货价格上涨10%

	未售货值(亿元)	未售权益货值(亿元)	权益比例	未售净利润(亿元)	未售净利率	未售权益净利润(亿元)	未售权益净利率
2023	104.5	62.7	60%	15.3	14.6%	9.1	8.7%
2024	218.4	164.6	75%	31.5	14.4%	22.3	10.2%
2025	1011.5	730.0	72%	147.0	14.5%	106.3	10.5%
23-25年合计	1334.4	957.4	72%	193.8	14.5%	137.6	10.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表25：绿城减值测算—强政策市场情景

	当年老货销售(亿元)	年末老货货值(亿元)	降价幅度	全口径减值(亿元)	权益减值(70%权益比, 亿元)
25年	333	1004	8%	76	53(实际49)
26年	323	605	3%	18	13
27年	323	263	0%	0	0
合计未减值				18	13

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(五) 合理价值

目前市场环境、弱政策环境、强政策环境下绿城测算NAV分别达到407亿元、316亿元、492亿元，分别对应1.2x、0.9x、1.4xPB。根据弱政策市场环境下测算NAV 316亿元人民币给予绿城估值，考虑人民币对港币汇率1.14，给予绿城合理价值14.20港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表26：可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新	PE(x)		PB(x)
			收盘价	2026E	2027E	MRQ
建发国际集团	01908.HK	港币	16.10	8.7	8.1	1.08
滨江集团	002244.SZ	人民币	9.55	8.9	8.1	1.03
华润置地	01109.HK	港币	33.12	10.0	9.5	0.79
中国海外宏洋集团	00081.HK	港币	2.88	11.7	6.3	0.31
中国海外发展	00688.HK	港币	13.99	11.8	10.8	0.38
绿城中国	03900.HK	港币	10.22	15.3	11.4	0.67
中国金茂	00817.HK	港币	1.81	17.7	15.0	0.58
招商蛇口	001979.SZ	人民币	8.70	27.1	16.4	0.84
保利发展	600048.SH	人民币	6.14	35.5	22.8	0.39
新城控股	601155.SH	人民币	14.78	36.4	18.3	0.56
越秀地产	00123.HK	港币	3.87	433.0	94.4	0.28

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：建发国际集团、中国金茂盈利预测来自Wind一致预期，其他来自广发地产团队最新外发报告

六、风险提示

行业景气度恢复不及预期影响公司全年销售；市场促销因素导致销售毛利率承压；土地市场热度上升导致投资毛利率下行；房价进一步波动带来减值上升；测算数据可能与实际情况存在较大差异。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	437,691	374,437	361,769	349,375	351,630
现金及现金等价物	68,862	59,160	48,383	44,828	51,503
应收账款及票据	2,638	2,173	1,622	1,251	1,458
存货	252,016	214,823	213,738	205,270	200,643
其他	114,176	98,282	98,026	98,026	98,026
非流动资产合计	70,094	75,424	75,751	76,987	78,323
固定资产净值	10,933	11,656	11,156	10,656	10,156
长期投资	47,724	49,668	51,512	53,448	55,482
商誉及无形资产	1,710	1,467	1,257	1,057	858
其他	9,727	12,633	11,827	11,827	11,828
资产总额	507,785	449,861	437,520	426,361	429,953
流动负债合计	285,505	233,503	223,326	212,959	215,135
短期借款	31,663	24,744	23,507	22,332	21,215
应付账款及票据	47,149	42,104	34,198	25,929	30,097
其他	206,693	166,655	165,620	164,699	163,823
非流动负债合计	108,796	110,644	105,212	100,051	95,149
长期借款	105,524	108,641	103,209	98,049	93,146
其他非流动负债	3,272	2,002	2,002	2,002	2,002
总负债	394,301	344,147	328,537	313,011	310,284
普通股股本	243	243	243	243	243
储备	36,085	34,941	35,981	37,371	39,672
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	36,328	35,184	36,224	37,614	39,915
少数股东权益	77,157	70,530	72,759	75,737	79,754
股东权益合计	113,484	105,714	108,983	113,351	119,669
负债及股东权益合计	507,785	449,861	437,520	426,361	429,953

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	158,546	154,966	116,794	90,065	104,964
营业成本	138,321	136,495	102,594	77,787	90,290
毛利	20,225	18,471	14,200	12,279	14,674
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	3,323	3,101	2,453	1,891	2,204
行政管理费用	4,441	3,964	2,755	2,124	2,476
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	12,461	11,407	8,993	8,263	9,994
利息收入	2,284	973	1,222	1,222	1,222
利息支出	2,579	2,226	1,561	1,204	1,403
权益性投资损益	-633	-1,046	-628	0	168
其他非经营性损益	605	717	407	407	407
除税前利润	7,074	4,889	4,952	6,618	9,739
所得税	2,928	2,603	1,238	1,655	2,435
合并净利润	4,146	2,286	3,714	4,964	7,304
少数股东损益	2,550	2,215	2,229	2,978	4,017
归母净利润	1,596	71	1,486	1,985	3,287

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	28,831	5,619	-779	6,109	16,544
合并净利润	4,146	2,286	3,714	4,964	7,304
折旧与摊销	736	667	710	700	700
营运资本变动	20,401	-1,896	-6,985	-351	7,712
其他非经营性调整	6,097	6,778	1,781	796	827
投资活动现金流净额	-14,418	-18,911	-1,323	-1,528	-1,461
处置固定资产收益	230	182	407	407	407
资本性支出	-356	-347	0	0	-1
投资资产支出	45	-4,484	-1,102	-1,936	-2,036
其他	-14,336	-14,262	-628	0	168
融资活动现金流净额	-15,167	3,678	-8,676	-8,135	-8,408
长期债权融资	-8,454	-2,382	-5,432	-5,160	-4,902
股权融资	-11	-19	0	0	0
支付股利	-1,089	-762	-446	-596	-986
其他	-5,613	6,841	-2,798	-2,379	-2,519
现金净增加额	-897	-9,701	-10,778	-3,555	6,675
期初现金余额	69,758	68,862	59,160	48,383	44,828
期末现金余额	68,862	59,160	48,383	44,828	51,503

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	20.7%	-2.3%	-24.6%	-22.9%	16.5%
营业利润增长率	35.4%	-8.5%	-21.2%	-8.1%	20.9%
归母净利润增长率	-48.8%	-95.6%	1,992.9	33.6%	65.6%
获利能力					
毛利率	12.8%	11.9%	12.2%	13.6%	14.0%
净利率	2.6%	1.5%	3.2%	5.5%	7.0%
ROE	4.4%	0.2%	4.1%	5.3%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	77.7%	76.5%	75.1%	73.4%	72.2%
有息负债率	27.0%	29.7%	29.0%	28.2%	26.6%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
利息保障倍数	4.8	5.0	5.6	7.2	7.5
营运能力					
应收账款周转天数	5.3	5.6	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	700.8	615.6	750.0	950.0	800.0
应付账款周转天数	124.6	117.7	120.0	120.0	120.0
每股指标					
每股收益	0.63	0.03	0.59	0.78	1.29
每股净资产	14.33	13.85	14.26	14.81	15.72
每股经营现金流	11.38	2.21	-0.31	2.41	6.51
估值比率					
PE	12.9	265.4	15.3	11.4	6.9
PB	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	7.9	10.7	10.5	7.6

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。