

华润置地 (01109.HK)

长风万里稳行舟，多元驱动占鳌头

2025年03月04日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

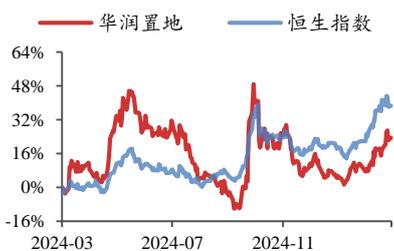
证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

日期	2025/3/3
当前股价(港元)	26.250
一年最高最低(港元)	33.700/18.560
总市值(亿港元)	1,871.87
流通市值(亿港元)	1,871.87
总股本(亿股)	71.31
流通港股(亿股)	71.31
近3个月换手率(%)	14.7

股价走势图



数据来源：聚源

● 央企龙头销售拿地稳健，多元驱动领航未来，给予“买入”评级

华润置地作为央企背景的城市建设开发运营商，销售拿地稳健，市占率持续提升，充裕土储保障未来结转业绩；不动产业务资产优质，盈利水平保持高位；生态圈要素业务规模扩张，利润修复增厚业绩。我们预计2024-2026年归母净利润分别为277.4、304.7、338.8亿元，EPS分别为3.89、4.27、4.75元，当前股价对应PE为6.2、5.7、5.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 销售排名稳步提升，拿地强度维持稳健

2024年公司实现签约销售金额2611.0亿元，同比-15.0%，进入行业前三，市占率提升至2.7%的新高。公司2021-2023年权益拿地金额均超过1100亿元，权益拿地强度超50%；2024H1拿地金额256亿元，一线城市拿地金额占比提升至60%，2024全年克而瑞拿地金额排名行业前二。截至2024H1，公司开发销售型土储4771万方，占比84%，其中一二线面积占比超70%，2021年及之后新获取土储货值占比67%。公司2019年以来已售未结算金额与开发销售收入占比均超一倍，2024上半年超1.5倍，未来结转业绩增长保障充足。

● 不动产经营打造第二增长，多元业务协同共进

(1) 不动产经营：2024H1实现总租金收入114.7亿元，同比增长7.0%；实现核心净利润45.1亿元，同比增长12.5%，购物中心和写字楼毛利率维持70%左右。(2) 轻资产管理：华润万象生活盈利能力保持稳健，自2019年来收入利润均保持增长，2024H1收入和归母净利润同比分别+17.1%、36.0%，盈利水平在头部物企均保持前列。(3) 生态圈要素业务：城市更新、运营、代建及长租公寓等生态要素型业务进入稳健经营期，毛利率改善可期。

● 结转业绩稳健，负债结构持续优化

2024H1公司营收同比+8.5%，归母净利润同比-25.4%，利润短期承压主要由于开发销售毛利率12.4%，同比-4.6pct，但净利率仍在头部样本房企排名首位。公司负债结构健康，2024H1剔预资产负债率较年初下降11.4pct至56.4%，净负债率33.6%，现金短债比1.54，加权平均融资成本降至3.24%的历史低位，2020年以来分红比例超30%，2024H1仍维持稳健的派息水平。

● **风险提示：**房地产行业加速下行、消费复苏不及预期、公司后续拿地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	208,045	252,003	266,559	275,317	278,144
YOY(%)	(2.2)	21.1	5.8	3.3	1.0
净利润(百万元)	28,092	31,365	27,736	30,474	33,878
YOY(%)	(13.3)	11.7	(11.6)	9.9	11.2
毛利率(%)	26.1	25.1	19.1	21.3	23.7
净利率(%)	15.6	14.8	12.1	12.7	13.8
ROE(%)	11.5	11.8	10.9	10.8	12.3
EPS(摊薄/元)	3.94	4.40	3.89	4.27	4.75
P/E(倍)	6.1	5.5	6.2	5.7	5.1
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 华润旗下物业服务平台，物管商管齐发力.....	5
1.1、 大股东实力雄厚，股权集中.....	5
1.2、 营收保持增长，经常性业务占比提升.....	6
2、 销售排名稳步提升，拿地强度维持稳健.....	9
2.1、 销售规模同比下滑，排名及市占率稳步提升.....	9
2.2、 稳健开展增量投资，拿地金额排名前三.....	11
2.3、 土储结构理想，待结转资源重充足.....	13
3、 不动产经营稳健发展，打造第二增长曲线.....	14
3.1、 购物中心综合实力第一，购物中心规模强势增长.....	15
3.2、 写字楼出租率有所下降，酒店入住率基本稳定.....	19
4、 华润万象商管服务龙头，生态圈要素型业务协同发展.....	21
4.1、 物管商管齐发力，盈利能力显著提升.....	21
4.2、 五大生态要素型业务协同，加速转型发展.....	24
4.3、 双 REIT 平台稳步推进，大资管业务积极转型.....	26
5、 负债结构持续优化，分红派息保持稳定.....	26
5.1、 负债结构健康，融资成本持续创新低.....	26
5.2、 在手现金充裕，分红比例较高.....	27
6、 盈利预测与投资建议.....	28
7、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 华润置地发展三十余年，以城市投资开发运营商为战略指引.....	5
图 2： 公司旗下拥有四大业务板块.....	6
图 3： 截至 2024H1，大股东华润置地对公司持股 73.72%.....	6
图 4： 2024H1 公司营业收入同比增长 8.5%.....	7
图 5： 2024H1 开发销售型业务占比 74.7%.....	7
图 6： 2024H1 经常性业务占比提升至 25.3%.....	7
图 7： 2024H1 公司归母净利润同比下降 25.4%.....	7
图 8： 2024H1 公司核心净利润同比下降 4.7%.....	7
图 9： 2024H1 公司开发销售毛利率同比下降 4.6pct.....	8
图 10： 2024H1 公司净利率同比下降 6.2pct 至 15.7%.....	8
图 11： 2024H1 公司结转毛利率保持行业中上水平.....	8
图 12： 2024H1 公司净利率在头部样本房企排名首位.....	8
图 13： 2024 年公司销售金额同比下降 15.0%.....	9
图 14： 2024 年公司销售均价微降至 23041 元/平米.....	9
图 15： 2024 年公司克而瑞全口径销售金额排名第 3.....	9
图 16： 2024 年公司销售市占率提升至 2.7%.....	9
图 17： 2024H1 公司在五座城市销售市占率排名第一.....	10
图 18： 2024 年公司销售规模处于行业一梯队.....	10

图 19: 公司销售金额增速自 2020 年以来均跑赢商品房销售金额增速及百强房企销售金额增速	11
图 20: 2024H1 公司拿地规模有所下降	11
图 21: 2024H1 公司权益拿地均价较 2023 年提升	11
图 22: 2024H1 公司拿地金额权益比 72%	12
图 23: 2019 年以来公司权益拿地强度维持 50% 以上	12
图 24: 公司 2021 年以来一线城市权益拿地占比逐年提升	12
图 25: 公司 2024 年克而瑞拿地金额排名前二	12
图 26: 公司 2024 年销售增速和拿地强度均排名行业前列	13
图 27: 2024H1 公司开发销售型土储占比 84%	13
图 28: 2024H1 公司开发销售型土储中一二线城市面积占比超 70%	13
图 29: 公司 2021 年及之后新获取土储货值占比 67%	14
图 30: 2024H1 公司并表口径开发类项目已售未结算金额同比下降 3%	14
图 31: 2024H1 公司已售未结算金额/开发销售收入超 1.5 倍	14
图 32: 2024H1 公司经营性不动产业务收入同比增长 7.0%	15
图 33: 2024H1 公司经营性不动产业务核心净利润同比增长 12.5%	15
图 34: 万象商业拥有三大品牌	15
图 35: 公司预计 2027 年末, 在营购物中心将增加至 110 个	16
图 36: 截至 2024H1 公司已在 27 个城市实现 2 个及以上购物中心布局	16
图 37: 2024H1 公司购物中心收入同比增长 9.7%	16
图 38: 2024H1 公司购物中心毛利率及经营利润率分别升至 77.7% 及 64.7%	16
图 39: 公司预计 2024 年购物中心 EBITDA 回报率 9.7%	17
图 40: 2024H1 公司购物中心出租率提升至 97.3%	17
图 41: 2020 年以来公司购物中心零售额增速领先社会消费品总额增速	17
图 42: 公司 2024H1 商场日均客流较 2023 年提升 10.3%	17
图 43: 公司 2024H1 会员数量较 2023 年提升 12.9%	17
图 44: 2024H1 公司购物中心月均坪效有所下降	17
图 45: 2023 年公司获取优质商业综合体项目 8 个	18
图 46: 2024 上半年公司获取优质商业综合体项目 2 个	18
图 47: 2024H1 公司投资物业土储一二线占比 73%	18
图 48: 2024H1 公司购物中心占投资物业土储比例 73%	18
图 49: 2024H1 华润置地商场开业面积四家最大	19
图 50: 2024H1 华润置地商场运营收入四家最高	19
图 51: 2024H1 公司商场出租率保持行业高位	19
图 52: 2024H1 华润置地商场单方运营收入四家最高	19
图 53: 2024H1 公司写字楼收入同比下降 4.9%	20
图 54: 2024H1 公司写字楼毛利率提升至 74.8%	20
图 55: 公司预计 2024 年写字楼 EBITDA 回报率 6.1%	20
图 56: 2024H1 公司写字楼出租率下滑至 75%	20
图 57: 2024H1 公司酒店收入同比下降 3.8%	20
图 58: 2024H1 公司酒店毛利率降至 11.7%	20
图 59: 2024H1 公司酒店入住率基本持平	21
图 60: 2024H1 公司酒店平均房价有所下降	21
图 61: 华润万象生活业务主要分为商业航道和物业航道两部分	21
图 62: 华润万象生活 2021-2023 年物管收入增速较高	22
图 63: 2024H1 华润万象生活归母净利润同比增长 36.0%	22

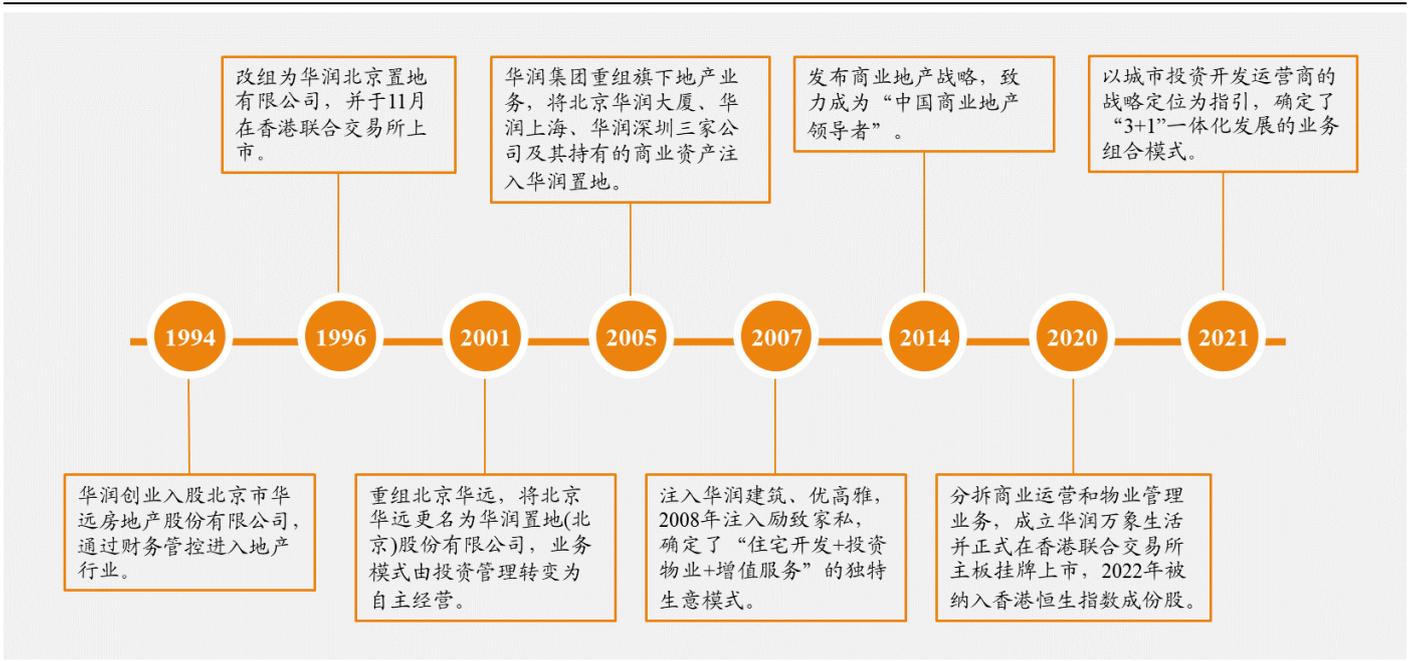
图 64:	2024H1 华润万象生活核心净利润同比增长 24.2%	22
图 65:	华润万象生活 2021 年以来毛利率均超 30%	23
图 66:	2024H1 华润万象净利率同比提升 3.4pct 至 24.1%	23
图 67:	华润万象生活 2024H1 毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列	23
图 68:	华润万象生活购物中心在管面积逐年增长	23
图 69:	华润万象生活写字楼在管面积逐年增长	23
图 70:	华润万象生活物管在管面积较 2023 年末增长 7.5%	24
图 71:	公司生态要素型业务包括城市代建、长租公寓、文体、城市运营及城市更新	24
图 72:	2024H1 公司生态要素型业务收入同比增长 0.8%	25
图 73:	公司“6+2”赛道典型项目涵盖多个领域	25
图 74:	2024H1 公司租赁住房收入同比增长 18.9%	26
图 75:	2024H1 公司稳定期项目出租率达 96%	26
图 76:	2024H1 公司有息负债同比增长 9%	27
图 77:	公司三道红线长期维持绿档	27
图 78:	2024H1 公司加权平均融资成本降至 3.24%	27
图 79:	公司平均融资成本维持在行业最低梯队	27
图 80:	公司在手现金较充裕	28
图 81:	公司 2021 年以来现金分红总额均超 100 亿元	28
图 82:	我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长 (亿元)	31
图 83:	我们预计公司 2024-2026 年毛利率逐步修复	31
图 84:	我们预计公司 2025-2026 年归母净利润保持增长	31
图 85:	我们预计公司 2024-2026 年净利率逐步修复	31
表 1:	公司长租公寓拥有 4 大产品线	26
表 2:	公司旗下双 REIT 表现优异	26
表 3:	我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长	30
表 4:	公司 2024-2026 年 PE 估值低于可比公司均值	32

1、华润旗下物业服务平台，物管商管齐发力

1.1、大股东实力雄厚，股权集中

华润置地有限公司（以下简称“华润置地”、“公司”，股份代码 01109.HK）是华润集团旗下负责城市建设的开发运营商，已布局内地及中国香港 85 座城市。公司于 1994 年改组成立，1996 年在港交所上市，2002 年更名为华润置地开始全国化布局，2005 年注入商业资产，2010 年纳入中国香港恒生指数成分股，2021 年确立了“3+1”一体化业务发展模式，2022 年被国资委确立为国企公司治理示范企业。

图1：华润置地发展三十余年，以城市投资开发运营商为战略指引



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司以“城市投资开发运营商”为战略指引，资管业务、轻资产管理业务三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动的“3+1”一体化业务模式，包括开发销售业务、经营性不动产与资管业务、轻资产管理业务及生态圈要素型业务，业务范围涵盖住宅、公寓、购物中心、写字楼、酒店、商业运营、物业管理、长租公寓、城市代建、文体、城市更新、城市运营等领域，构建城市投资开发运营生态圈。

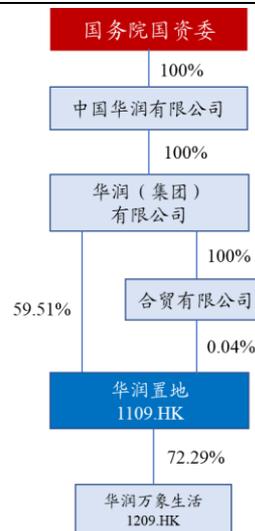
图2：公司旗下拥有四大业务板块



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司控股股东华润集团是国资委全资控股的大型央企，业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，截至 2024H1，华润集团对公司直接持股 59.51%，同时合贸公司间接持股 0.04%，总持股 59.55%，股权集中，保障了业绩决策的一致性。

图3：截至 2024H1，大股东华润置地对公司持股 73.72%

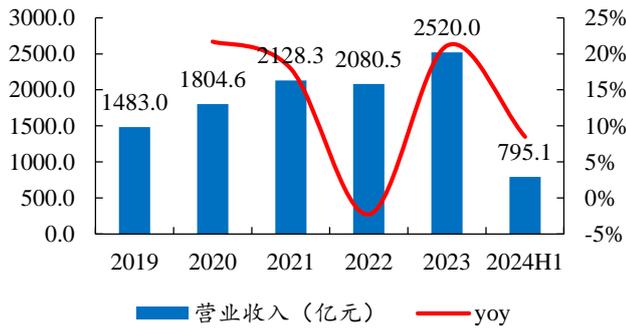


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、营收保持增长，经常性业务占比提升

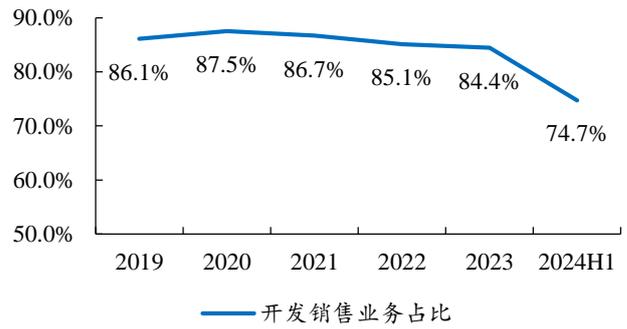
得益于地产开发规模的扩大，公司开发销售业务结转收入提升，公司近年来营业收入呈增长态势。2023 年，公司实现营收 2520.0 亿元，同比增长 21.1%，其中地产开发销售业务占比 84.4%，仍为公司主要收入来源。2024H1，公司实现营收 795.1 亿元，同比增长 8.5%，其中经常性业务收入同比增长 9.0%至 200 亿元，占比提升至 25.3%，可持续经营业务占比明显提升。

图4：2024H1 公司营业收入同比增长 8.5%



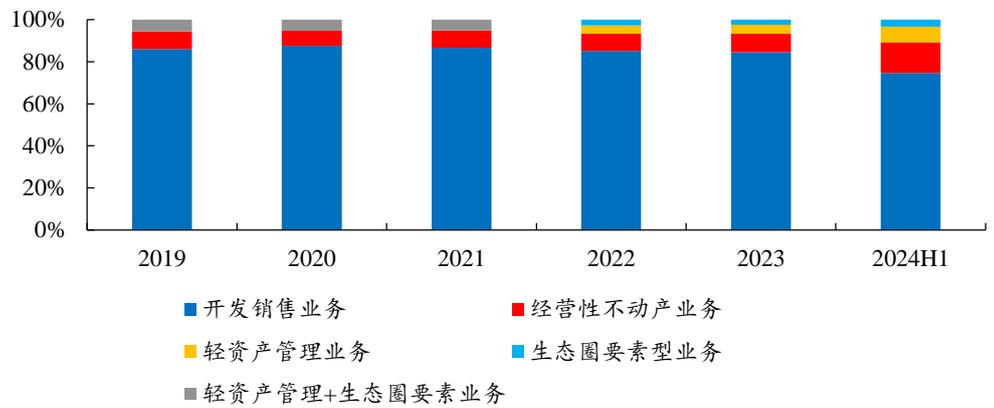
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024H1 开发销售型业务占比 74.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

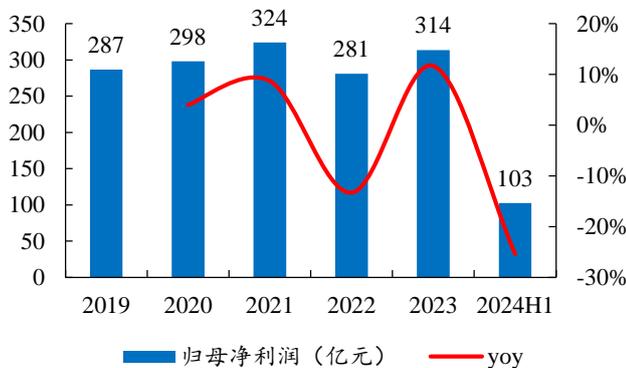
图6：2024H1 经常性业务占比提升至 25.3%



数据来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

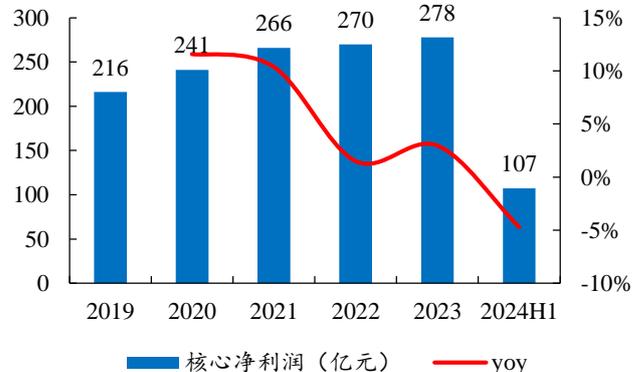
公司归母净利润保持相对稳健水平，在地产行业结转利润下行压力下，2023 年利润同比仍实现增长。2024H1 公司实现归母净利润 102.5 亿元，同比下降 25.4%；实现核心净利润 107.4 亿元，同比下降 4.7%。

图7：2024H1 公司归母净利润同比下降 25.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024H1 公司核心净利润同比下降 4.7%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司 2024 上半年利润规模下滑主要由于开发业务结转毛利率下降，2024H1 毛利率 22.3%，同比下降 3.4pct；其中开发销售毛利率 12.4%，同比下降 4.6pct，但仍保持行业中上水平。受此影响，公司 2024H1 净利率同比下降 6.2pct 至 15.7%，净利率在头部样本房企排名首位，公司管理费率显著压降，期间费率维持行业中游水平。

图9：2024H1 公司开发销售毛利率同比下降 4.6pct

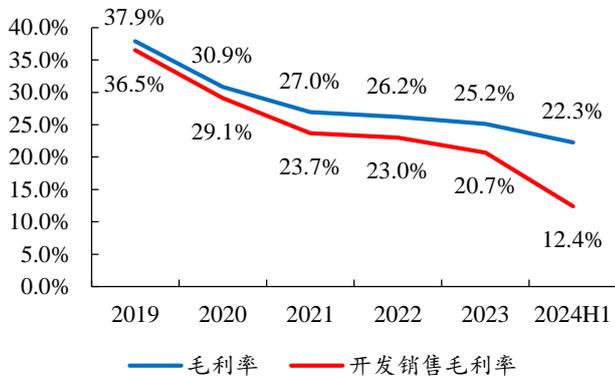


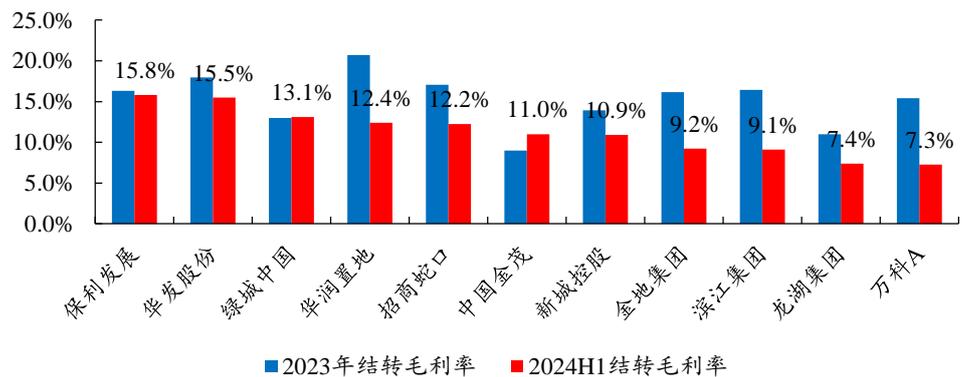
图10：2024H1 公司净利率同比下降 6.2pct 至 15.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

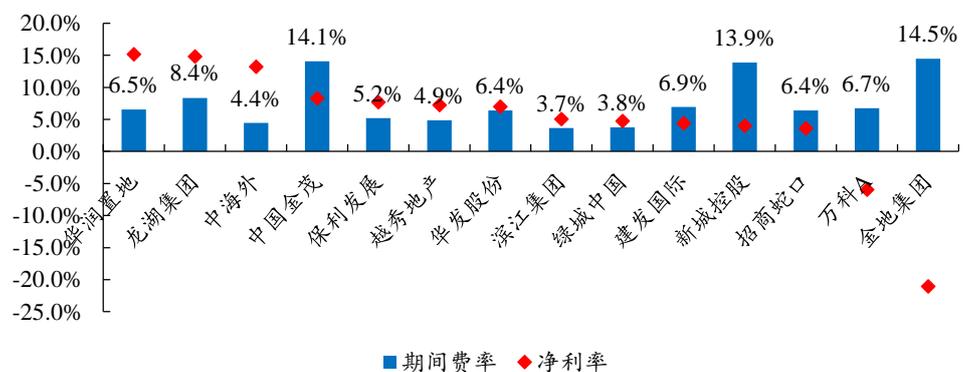
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024H1 公司结转毛利率保持行业中上水平



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图12：2024H1 公司净利率在头部样本房企排名首位



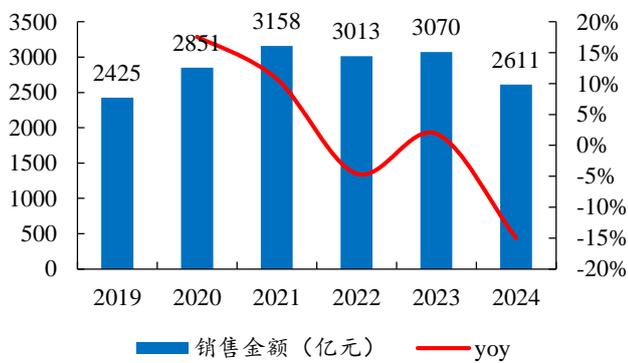
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、销售排名稳步提升，拿地强度维持稳健

2.1、销售规模同比下滑，排名及市占率稳步提升

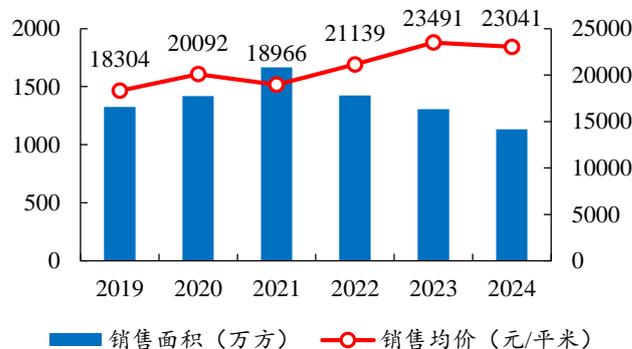
公司销售规模保持行业头部水平，2019年来销售金额均超过2000亿元，且销售排行稳定在前十。2024年公司实现签约销售金额2611.0亿元，签约销售面积1133.2万方，同比分别下降15.0%和13.3%，克而瑞销售排名较2023年提升1位，进入行业前三；销售均价微降至23041元/平方米，但较2023年之前仍有较大提升；销售市占率提升至2.7%，达到历年新高。公司2024H1在20城市占率排名前五，在成都、西安、郑州、长沙和温州5城市占率排名第一，竞争优势和品牌影响力不断扩大。

图13：2024年公司销售金额同比下降15.0%



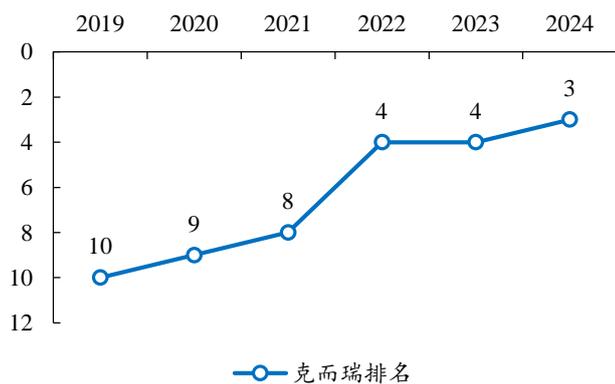
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2024年公司销售均价微降至23041元/平米



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2024年公司克而瑞全口径销售金额排名第3



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

图16：2024年公司销售市占率提升至2.7%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

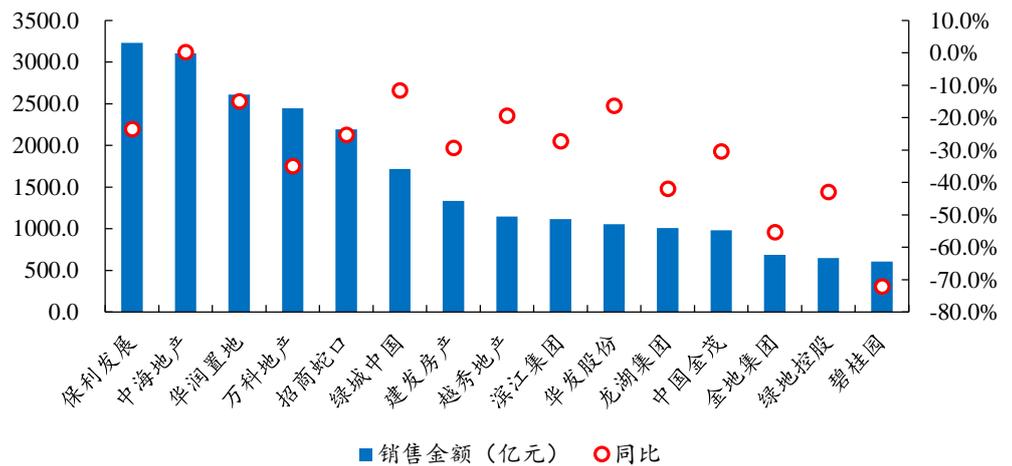
图17: 2024H1 公司在五座城市销售市占率排名第一



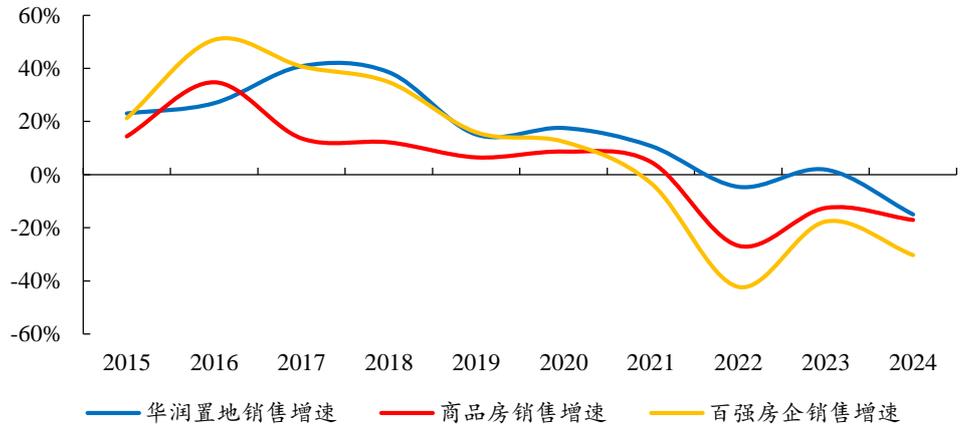
资料来源: 公司官网

全行业对比来看, 2024 年销售金额超过 2000 亿元房企仅 5 家, 公司销售规模处于行业一梯队。公司销售金额增速自 2020 年以来均跑赢商品房销售金额增速及百强房企销售金额增速, 公司 2024 年销售金额降幅-15.0%, 头部房企中仅次于中国海外发展和绿城中国, 销售韧性较强。

图18: 2024 年公司销售规模处于行业一梯队



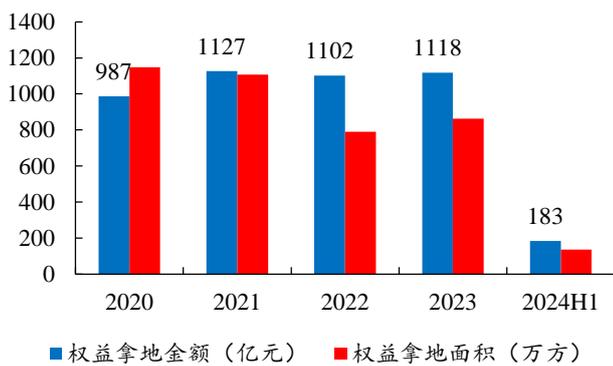
数据来源: 克而瑞、开源证券研究所

图19：公司销售金额增速自 2020 年以来均跑赢商品房销售金额增速及百强房企销售金额增速


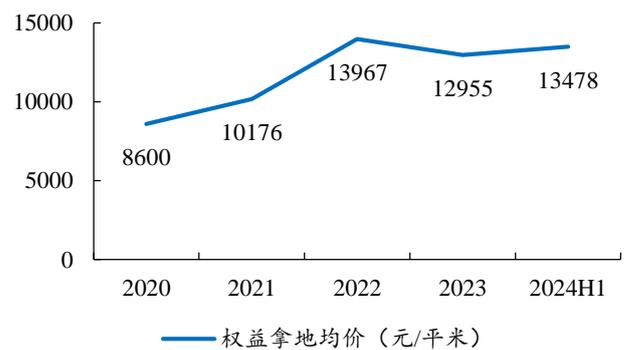
数据来源：Wind、克而瑞、公司公告、开源证券研究所

2.2、稳健开展增量投资，拿地金额排名前三

拿地表现来看，公司 2021-2023 年权益拿地金额均超过 1100 亿元，其中 2023 年公司获取 68 宗土地，权益地价 1118 亿元；2024H1 公司聚焦核心城市核心地段，获取项目 11 个，新增土储面积 202 万方，权益面积 136 万方，对应拿地金额 256 亿元，权益金额 183 亿元；其中一二线城市拿地占比 87%，在北京、大连获取优质商业综合体项目 2 个。公司 2024H1 权益拿地均价达 13478 元/平米，较 2023 年有所提升，主要由于一线城市拿地金额由 2023 年的 46% 提升至 2024H1 的 60%。

图20：2024H1 公司拿地规模有所下降


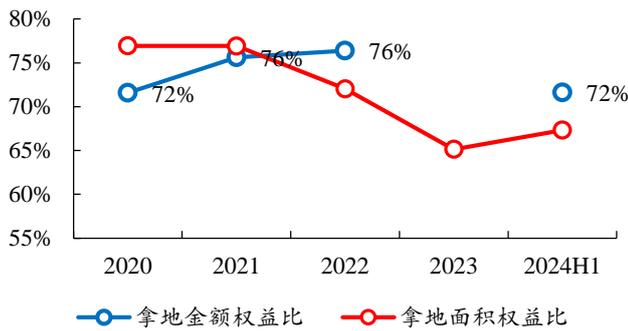
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2024H1 公司权益拿地均价较 2023 年提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

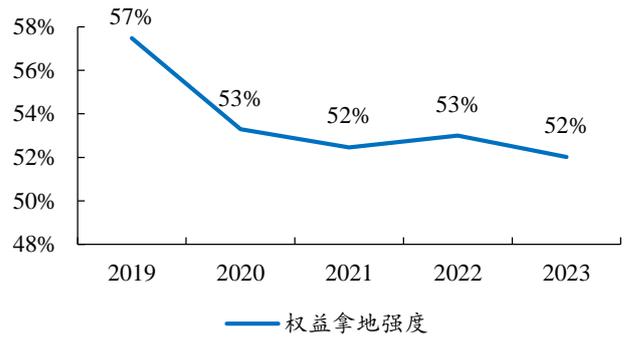
公司 2020 年以来拿地权益比均超 65%，2024H1 面积和金额口径拿地权益比分别为 67% 和 72%。公司 2020-2023 年权益拿地强度（权益拿地金额/权益销售金额）稳定在 52%-53%，2024H1 投资谨慎，拿地强度有所下降。

图22：2024H1 公司拿地金额权益比 72%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

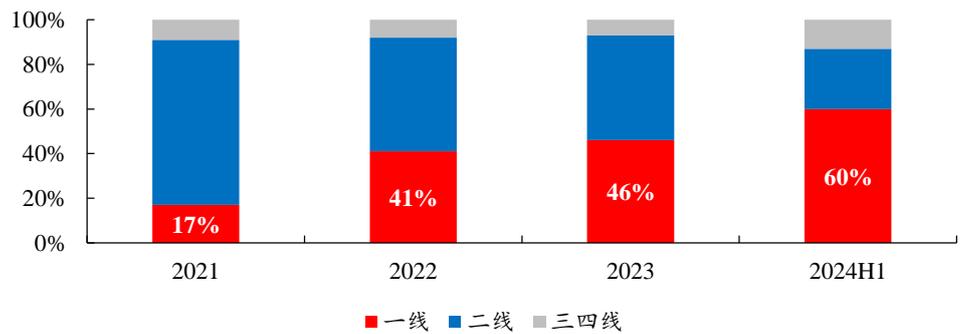
图23：2019 年以来公司权益拿地强度维持 50% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从拿地城市能级来看，公司坚持聚焦高能级城市布局，一线城市权益地价占比由 21 年 17% 提升至 2024 上半年 60%，投资结构抗风险能力提升。

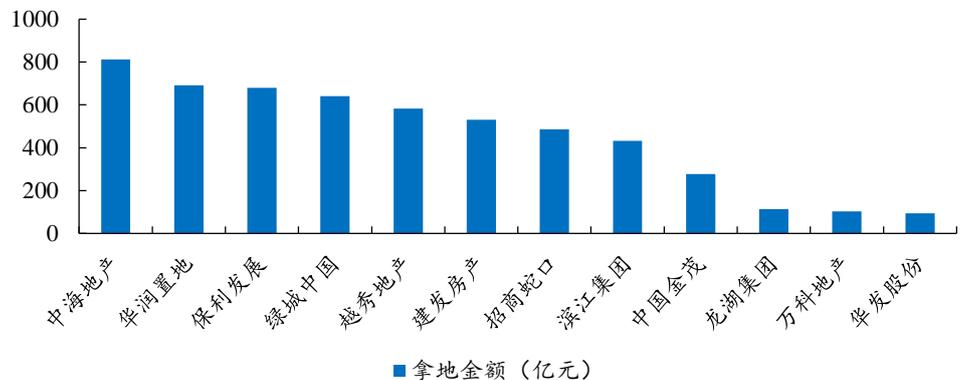
图24：公司 2021 年以来一线城市权益拿地占比逐年提升



数据来源：Wind、克而瑞、公司公告、开源证券研究所

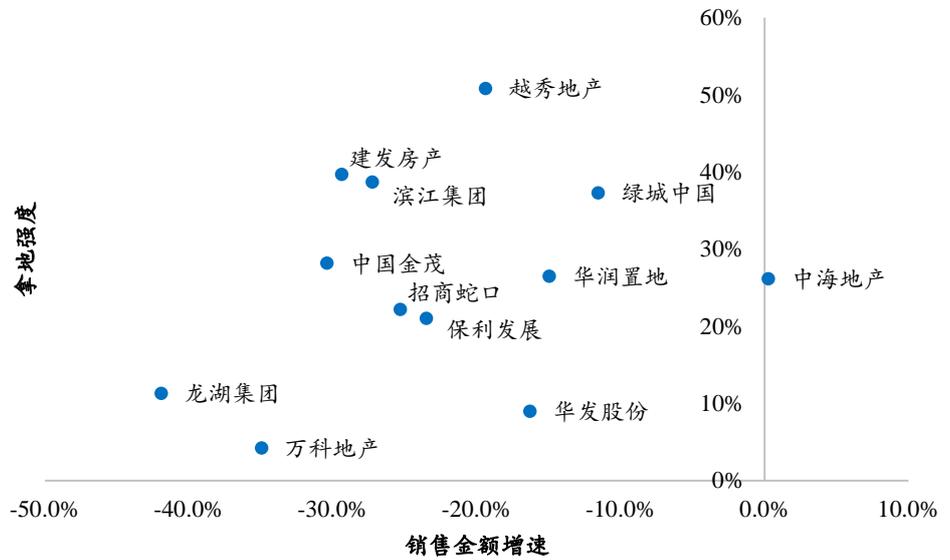
根据克而瑞 2024 年销售和拿地数据，公司 2024 全年拿地金额 692 亿元，排名行业第二，仅次于中国海外发展。综合销售增速和拿地强度，公司 2024 年均表现稳健，排名行业前列。

图25：公司 2024 年克而瑞拿地金额排名前二



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

图26：公司 2024 年销售增速和拿地强度均排名行业前列

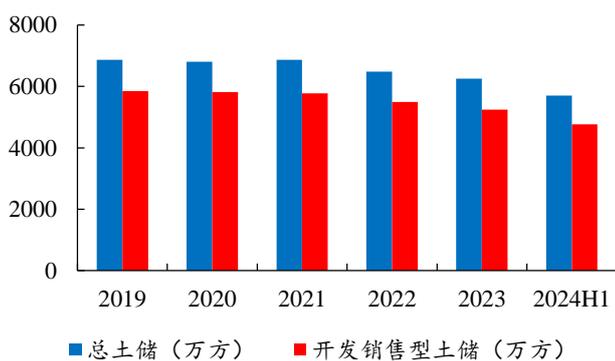


数据来源：克而瑞、开源证券研究所

2.3、土储结构理想，待结转资源重充足

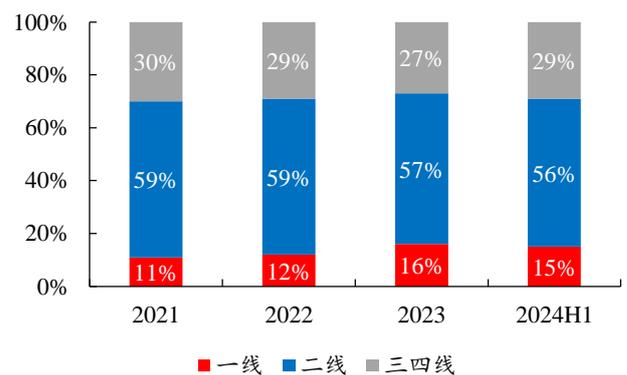
截至 2024H1，公司总土储面积 5699 万方，其中开发销售型土储 4771 万方，占比 84%，其中一二线城市面积占比超 70%，2021 年及之后新获取土储货值占比 67%；投资型土储 928 万方，其中购物中心占比 73%。

图27：2024H1 公司开发销售型土储占比 84%

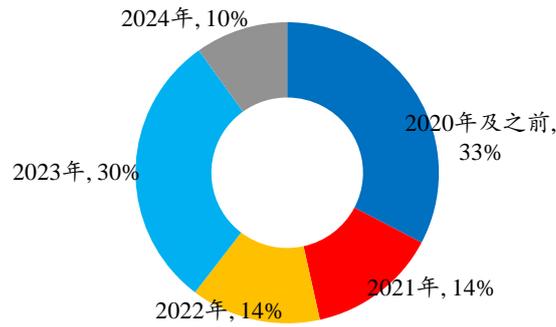


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2024H1 公司开发销售型土储中一二线城市面积占比超 70%

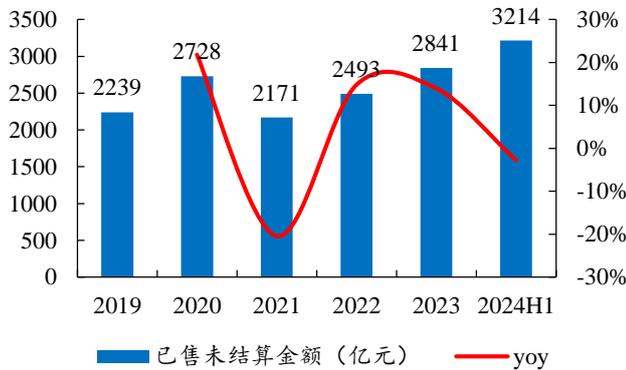


数据来源：公司公告、开源证券研究所

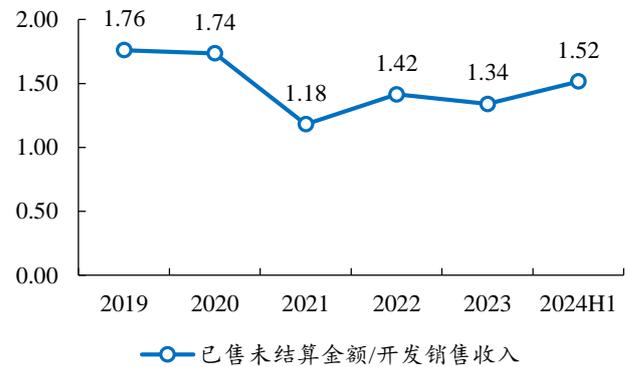
图29：公司 2021 年及之后新获取土储货值占比 67%


数据来源：公司官网、开源证券研究所

未结算资源层面，截至 2024H1，公司并表口径开发类项目已售未结算金额达 3214 亿元，同比下降 3%；非并表口径开发类项目已售未结算金额 844 亿元，持续贡献合联营收益。公司 2019 年以来已售未结算金额与开发销售收入占比均超一倍，2024 上半年超 1.5 倍，未来结转业绩增长保障充足。

图30：2024H1 公司并表口径开发类项目已售未结算金额同比下降 3%


数据来源：公司官网、开源证券研究所

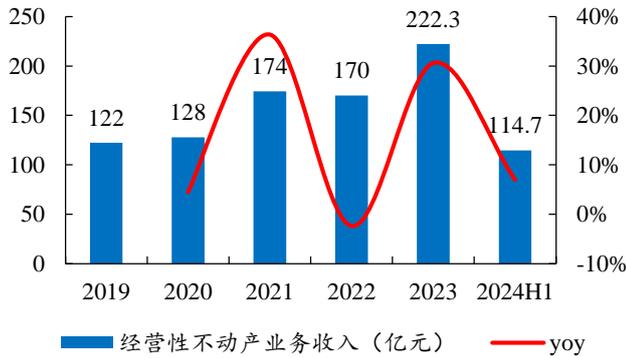
图31：2024H1 公司已售未结算金额/开发销售收入超 1.5 倍


数据来源：公司官网、Wind、开源证券研究所

3、不动产经营稳健发展，打造第二增长曲线

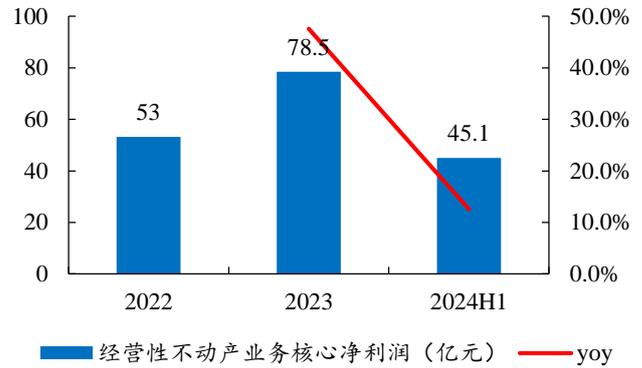
作为国内领先的综合开发运营服务商，华润置地经营性不动产业务包括持有租赁经营的购物中心、写字楼、酒店等，是公司业绩和长期稳定现金流的主要贡献者。2023 年以来，得益于减租政策结束、在管面积增长及经营效率提升，公司 2023 年经营性不动产业务实现总租金收入 222.3 亿元，同比增长 30.6%，实现核心净利润 78.5 亿元，同比增长 47.6%；2024H1 实现总租金收入 114.7 亿元，同比增长 7.0%；实现核心净利润 45.1 亿元，同比增长 12.5%。

图32: 2024H1 公司经营性不动产业务收入同比增长 7.0%



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图33: 2024H1 公司经营性不动产业务核心净利润同比增长 12.5%



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

3.1、购物中心综合实力第一，购物中心规模强势增长

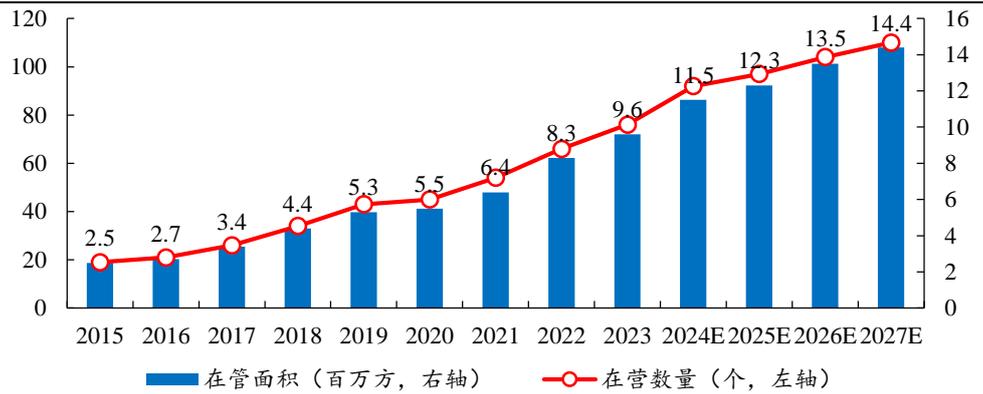
公司旗下购物中心已经形成了“万象城”、“万象汇”、“万象天地”三大商业产品线布局，截至 2024 上半年末，公司旗下共开业购物中心 82 座，开发中购物中心 46 座，其中 69 座零售额排名当地前三。公司购物中心聚焦一二线及省会等核心城市，落实“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略，截至 2024H1 已有 27 个城市实现 2 个及以上购物中心布局，公司预计 2027 年末，在营购物中心将增加至 110 个，开业面积预计达 1440 万方。

图34: 万象商业拥有三大品牌



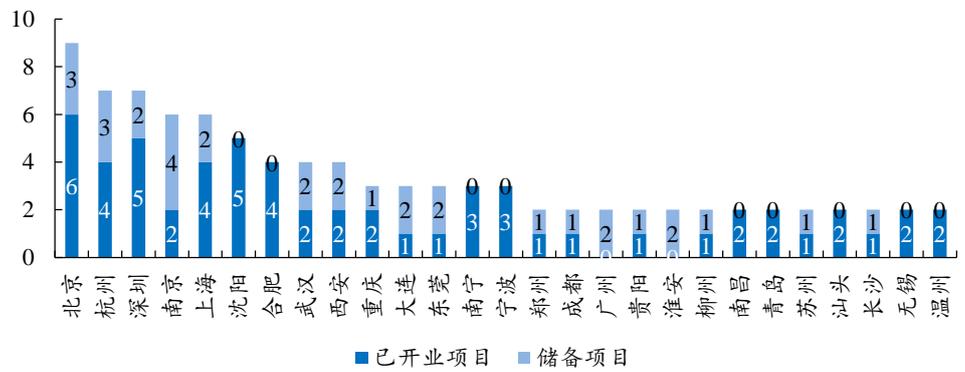
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图35: 公司预计 2027 年末, 在营购物中心将增加至 110 个



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

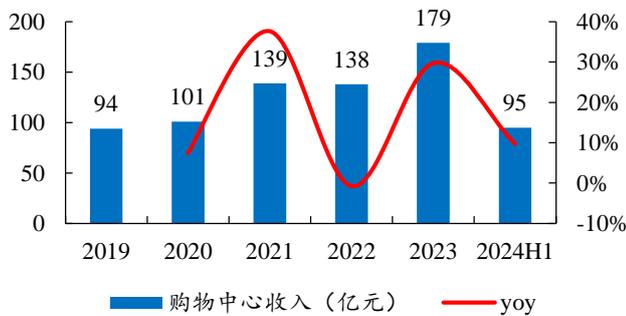
图36: 截至 2024H1 公司已在 27 个城市实现 2 个及以上购物中心布局



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

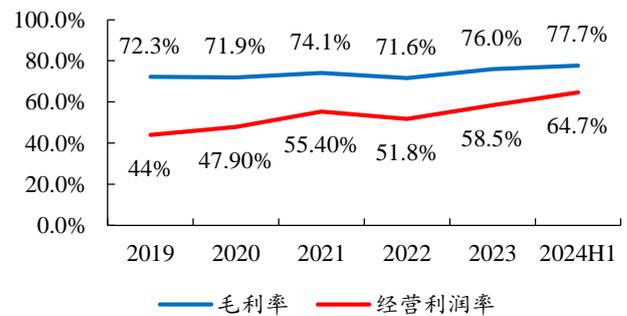
2024 上半年公司旗下购物中心实现收入 95 亿元, 同比增长 9.7%; 营业成本及两费占比同比下降 3.6pct, 毛利率及经营利润率分别升至 77.7% 及 64.7% 近年高位; 预计全年 EBITDA 成本回报率 9.7%; 整体出租率较年初提升 0.8pct 至 97.3%。

图37: 2024H1 公司购物中心收入同比增长 9.7%



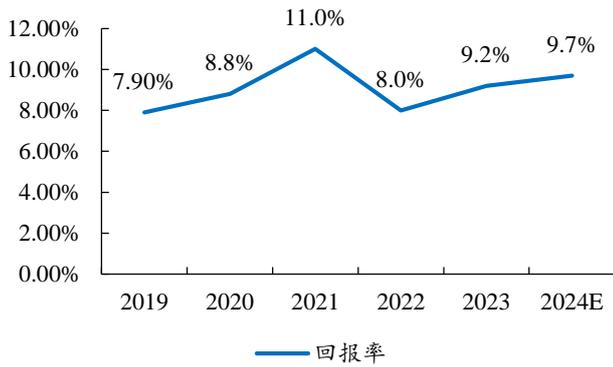
数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图38: 2024H1 公司购物中心毛利率及经营利润率分别升至 77.7% 及 64.7%



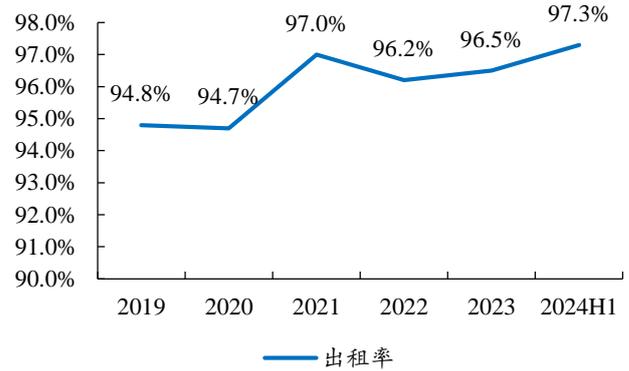
数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图39：公司预计 2024 年购物中心 EBITDA 回报率 9.7%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

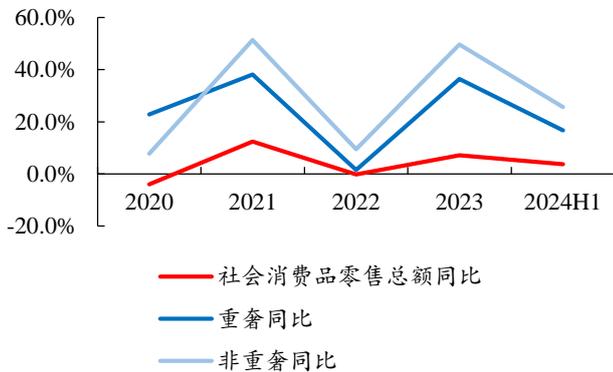
图40：2024H1 公司购物中心出租率提升至 97.3%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

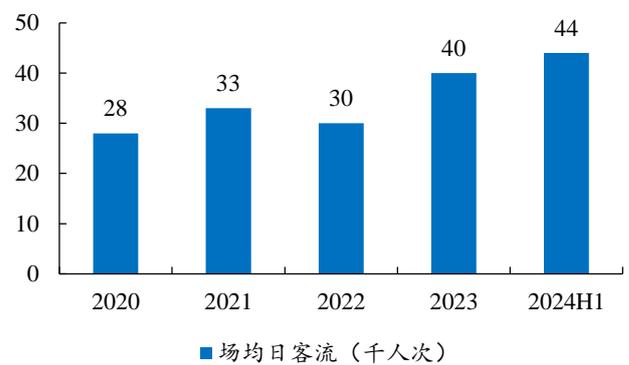
公司购物中心经营效率稳步提升,2024H1 购物中心零售额同比增长 21.9%至 916 亿元, 同店增长 7.5%, 持续领先社会消费品总额增速; 场均日客流较 2023 年提升 10.3%, 会员数量提升 12.9%, 月均坪效受重奢品类影响有所下降, 但仍维持较高水平。

图41：2020 年以来公司购物中心零售额增速领先社会消费品总额增速



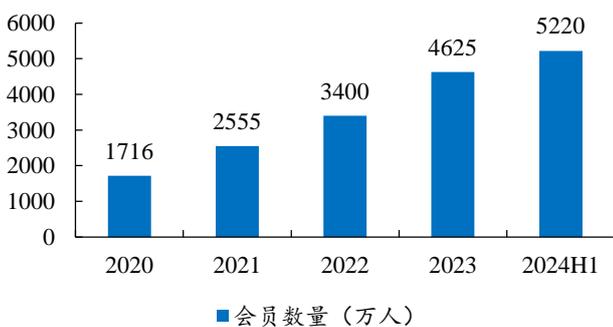
数据来源：公司官网、Wind、开源证券研究所

图42：公司 2024H1 商场场均日客流较 2023 年提升 10.3%



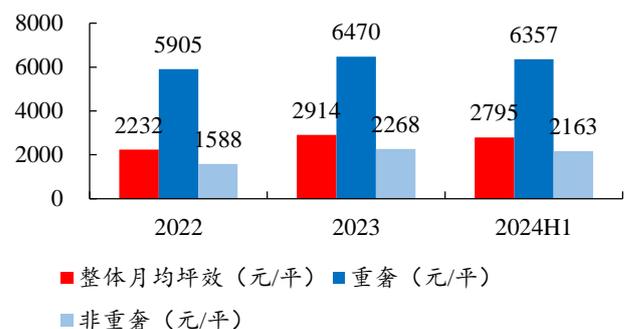
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图43：公司 2024H1 会员数量较 2023 年提升 12.9%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

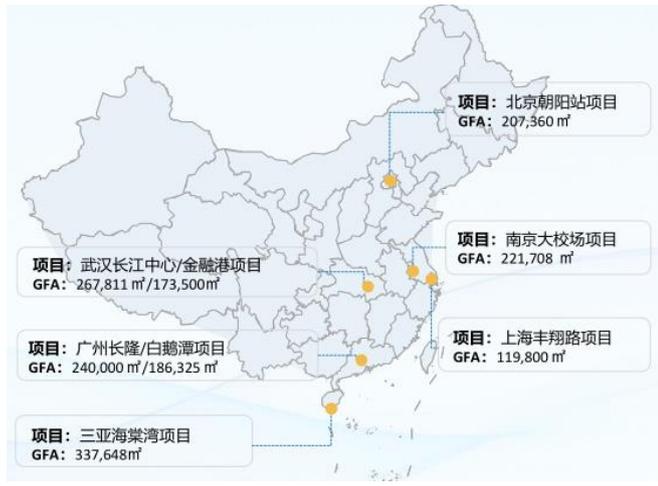
图44：2024H1 公司购物中心月均坪效有所下降



数据来源：公司官网、开源证券研究所

公司 2024 上半年新开业 6 家购物中心，包括武汉和常州两座万象城及北京、合肥、邯郸、嘉兴桐乡 4 座万象汇，新开业购物中心零售额及租金贡献占比分别为 1.1% 及 1.3%，平均出租率 97.8%，整体运营表现优秀。公司 2023 年获取优质商业综合体项目 8 个，2024H1 在北京、大连获取优质商业综合体项目 2 个，截至上半年末，公司投资物业土储面积 928 万平米，其中购物中心占比 73%，后续待开业面积充足。

图45：2023 年公司获取优质商业综合体项目 8 个



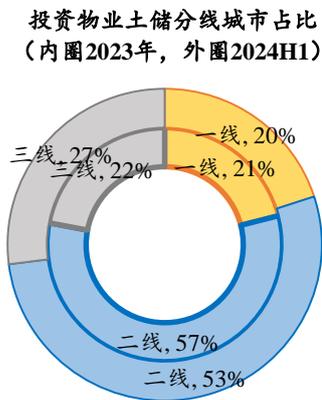
资料来源：公司官网

图46：2024 上半年公司获取优质商业综合体项目 2 个



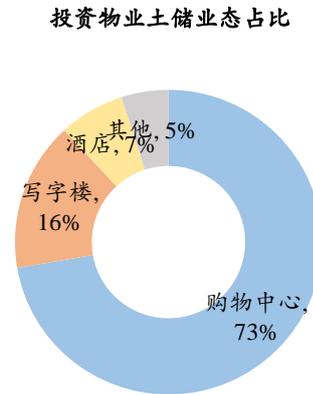
资料来源：公司官网

图47：2024H1 公司投资物业土储一二线占比 73%



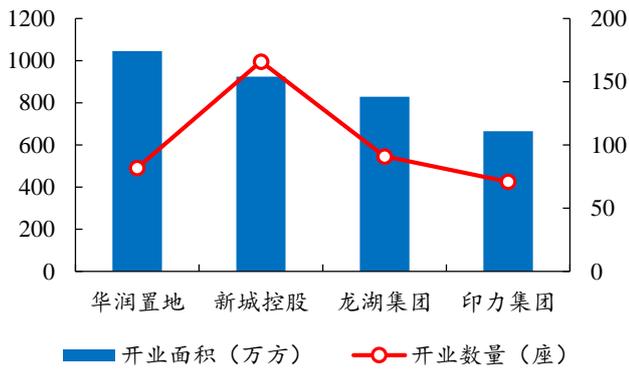
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图48：2024H1 公司购物中心占投资物业土储比例 73%

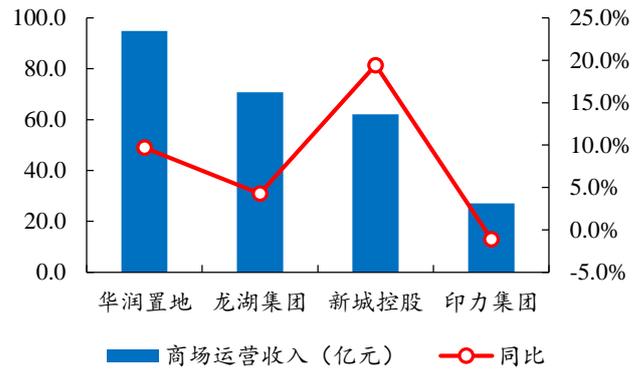


数据来源：公司官网、开源证券研究所

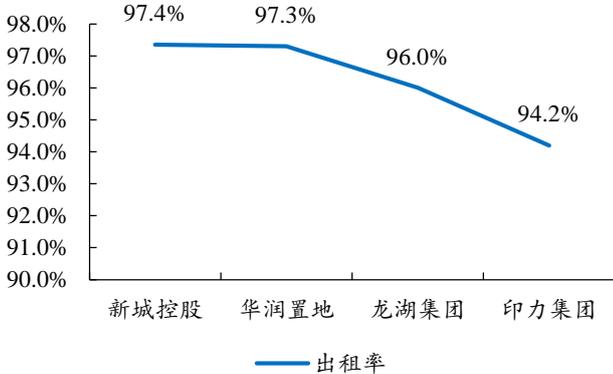
我们选取华润商业、新城吾悦广场、龙湖天街和万科印力四个头部商业重资产主体进行对比，华润商业开业面积最大，出租率维持第一梯队，营收规模和经营效率大幅领先。

图49：2024H1 华润置地商场开业面积四家最大


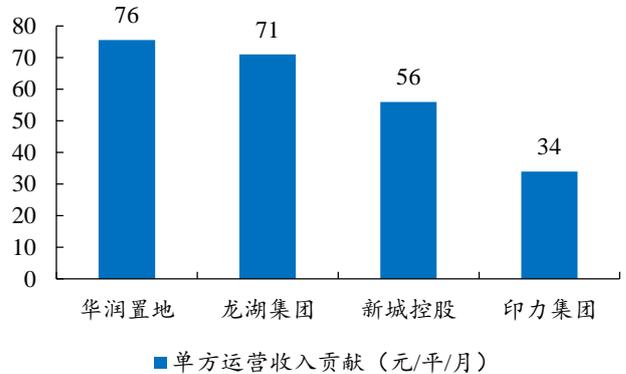
数据来源：公司官网、各公司公告、开源证券研究所

图50：2024H1 华润置地商场运营收入四家最高


数据来源：公司官网、各公司公告、开源证券研究所

图51：2024H1 公司商场出租率保持行业高位


数据来源：公司官网、各公司公告、开源证券研究所

图52：2024H1 华润置地商场单方运营收入四家最高


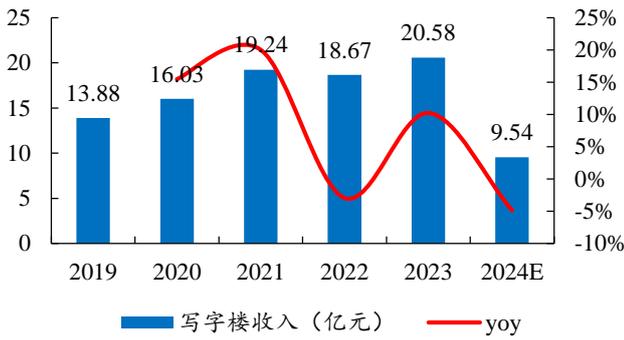
数据来源：公司官网、各公司公告、开源证券研究所

3.2、写字楼出租率有所下降，酒店入住率基本稳定

公司写字楼运营起源于1999年建成的北京华润大厦，此后重点布局北上杭等一二线城市，截至2024H1，公司在营写字楼资产达21个，总建筑面积136万方，同比增加7.7%；权益面积105万方，权益比达77%。公司写字楼资产评估价值达364.2亿元，占资产总值3.0%。

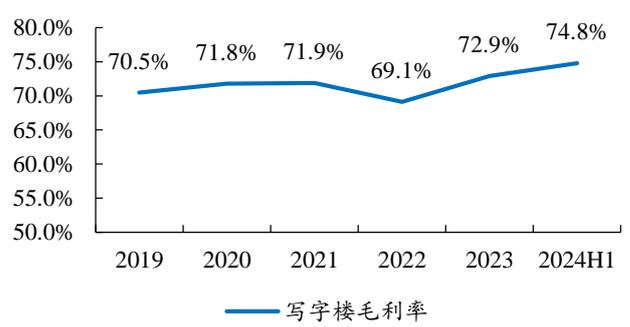
在写字楼市场下行压力下，公司2024H1写字楼收入9.5亿元，同比下降4.9%；期末出租率同比下降6.8pct至75.0%，主要受上半年入市济南置地中心T1出租率较低影响。公司预计2024年通过经营管理提质增效带动两费率改善，预计全年EBITDA成本回报率为6.1%。

图53：2024H1 公司写字楼收入同比下降 4.9%



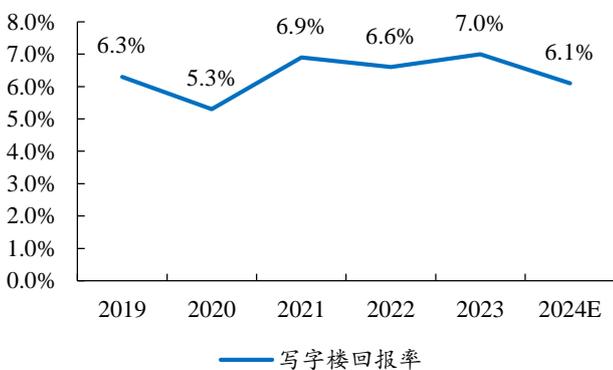
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图54：2024H1 公司写字楼毛利率提升至 74.8%



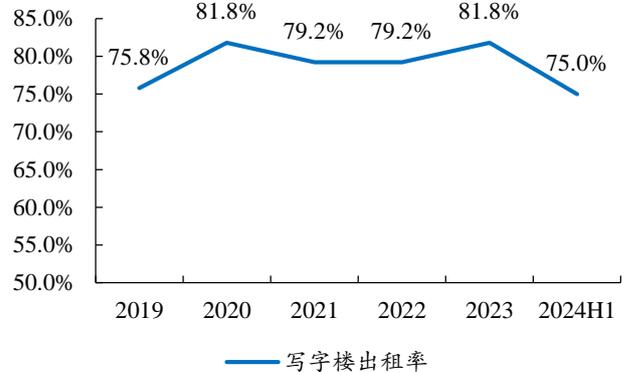
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图55：公司预计 2024 年写字楼 EBITDA 回报率 6.1%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

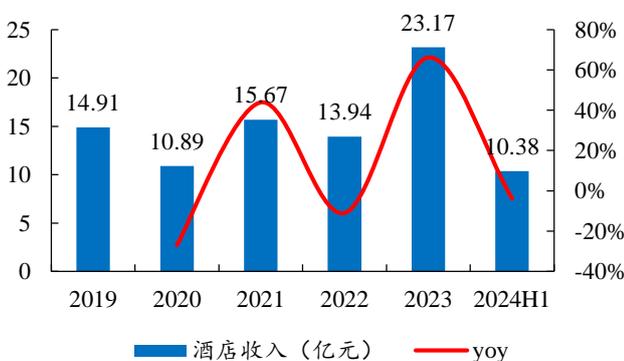
图56：2024H1 公司写字楼出租率下滑至 75%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

公司酒店业务拥有自有品牌“木棉花”，合作品牌涵盖凯悦、万豪、香格里拉等全球高端品牌。截至 2024H1，公司在营酒店数量达 17 家，房间数 4995 间，总面积 78 万方，同比增长 1.0%。2024H1 公司酒店收入 10.4 亿元，同比下降 3.8%，主要由于酒店入住率同比下降 1.4pct 至 62.5%，同时平均房价降至 996 元/晚。

图57：2024H1 公司酒店收入同比下降 3.8%



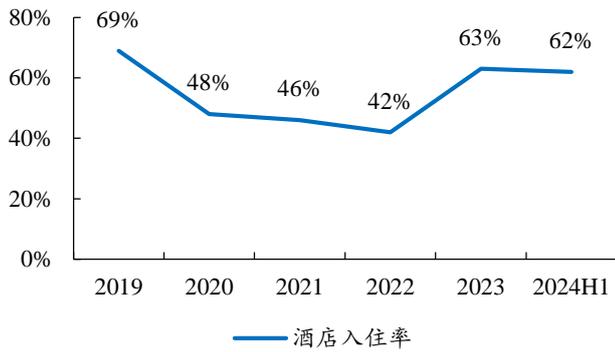
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图58：2024H1 公司酒店毛利率降至 11.7%



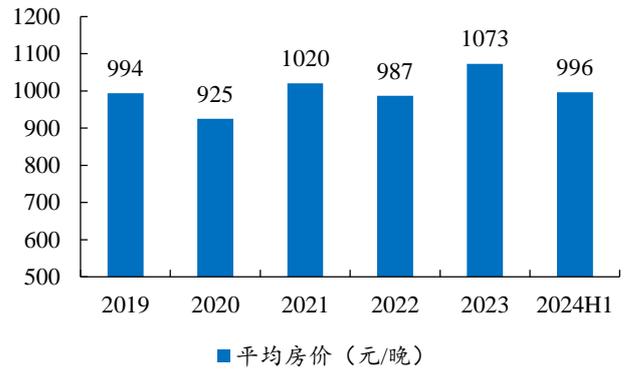
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图59：2024H1 公司酒店入住率基本持平



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图60：2024H1 公司酒店平均房价有所下降



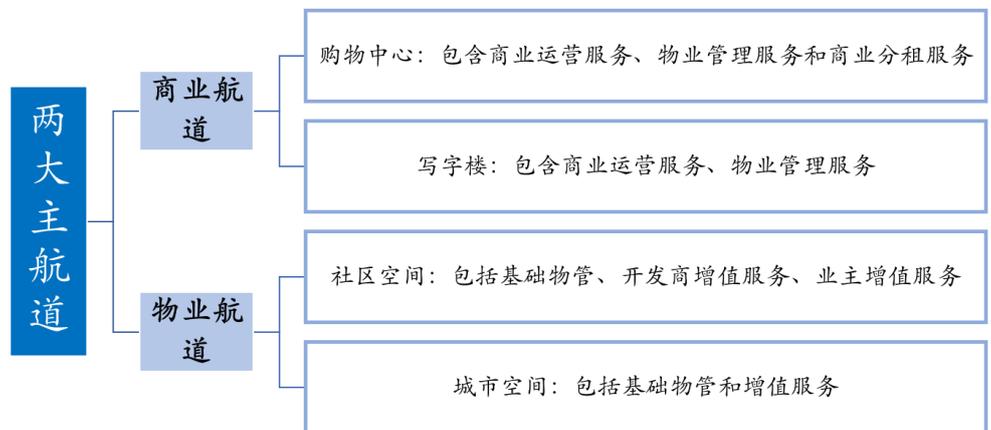
数据来源：公司官网、开源证券研究所

4、华润万象商管服务龙头，生态圈要素型业务协同发展

4.1、物管商管齐发力，盈利能力显著提升

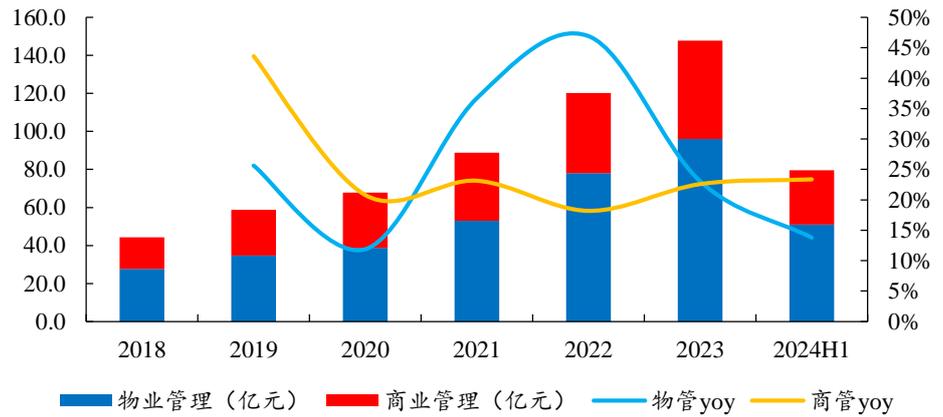
华润万象生活是公司旗下领先的物业管理及商业运营服务商，涵盖商管航道、物管航道及大会员体系的一体化“2+1”业务模式，截至 2024H1，华润置地对华润万象生活持股 72.29%。

图61：华润万象生活业务主要分为商业航道和物业航道两部分



资料来源：华润万象生活公告、开源证券研究所

华润万象生活 2018-2023 年收入复合增速 27.2%，从收入构成上看 2021-2023 年主要得益于物管收入高速增长。2024H1，华润万象生活实现营业收入 79.6 亿元，同比增长 17.1%；其中物业管理和商业管理收入分别占比 64%和 36%，分别同比增长 13.8%和 23.4%；华润万象生活收入增长主要来自客户合同收入的增加，特别是物业管理业务的合同收入增长显著。

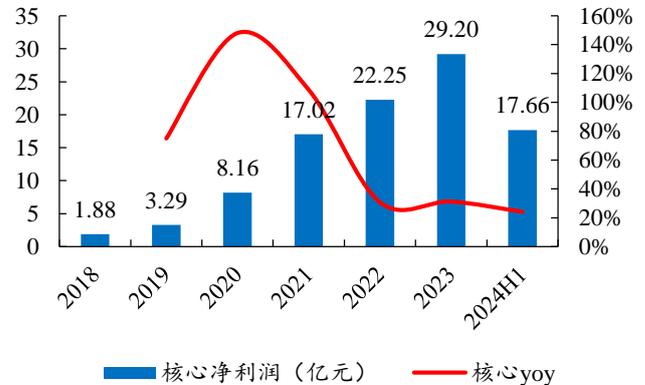
图62：华润万象生活 2021-2023 年物管收入增速较高


数据来源：华润万象生活公告、开源证券研究所

华润万象生活归母净利润自 2019 年以来保持增长,2019-2023 年复合增速 68.3%；2024H1 实现归母净利润 19.1 亿元,同比增长 36.0%；核心净利润 17.7 亿元,同比增长 24.2%，净利润的增长主要得益于毛利的提升和费用的有效控制,同时投资物业的公允价值变动收益大幅增长。

图63：2024H1 华润万象生活归母净利润同比增长 36.0%

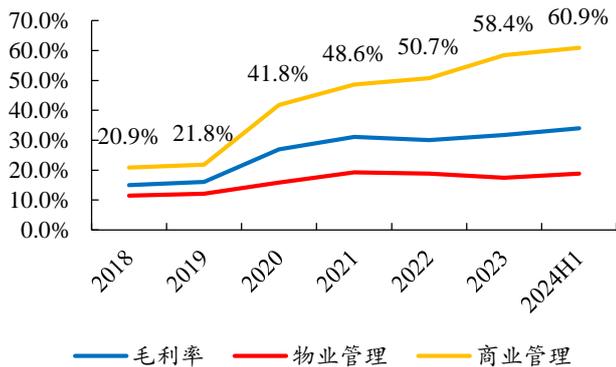

数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：2024H1 华润万象生活核心净利润同比增长 24.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

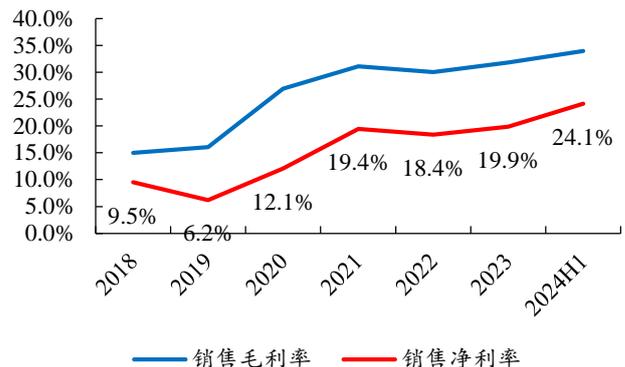
华润万象生活 2021 年以来毛利率均超 30%，盈利能力表现优秀。2024H1 得益于商管毛利率边际提升,整体毛利率同比提升 0.8pct 至 34.0%；2024H1 净利率同比提升 3.4pct 至 24.1%。华润万象生活毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列。

图65：华润万象生活 2021 年以来毛利率均超 30%



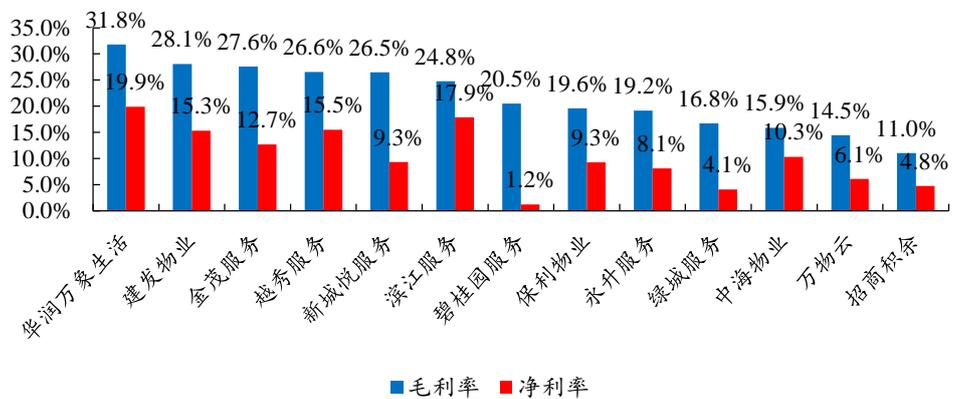
数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2024H1 华润万象净利率同比提升 3.4pct 至 24.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：华润万象生活 2024H1 毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

截至 2024H1，华润万象生活在管购物中心数量增至 108 个，管理面积 1185 万方；写字楼物业在管项目 206 个，在管面积 1523 万方；物管在管面积较 2023 年末增长 7.5% 至 4.0 亿平。

图68：华润万象生活购物中心在管面积逐年增长



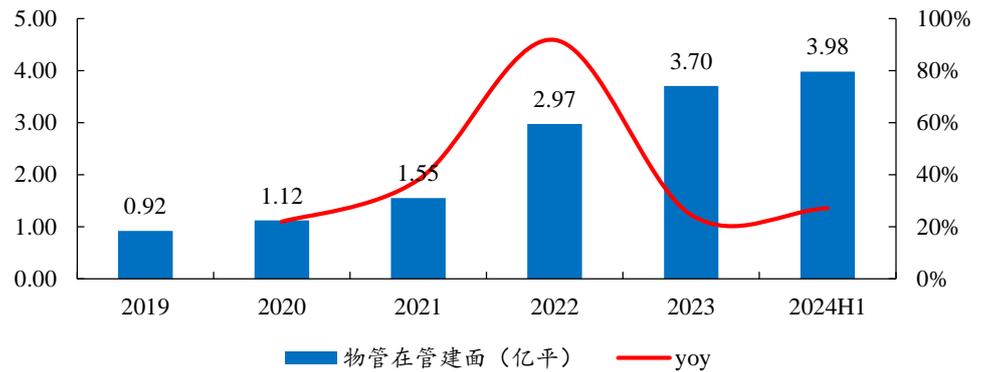
数据来源：华润万象生活公司公告、开源证券研究所

图69：华润万象生活写字楼在管面积逐年增长



数据来源：华润万象生活公司公告、开源证券研究所

图70：华润万象生活物管在管面积较 2023 年末增长 7.5%



数据来源：华润万象生活公司公告、开源证券研究所

4.2、五大生态要素型业务协同，加速转型发展

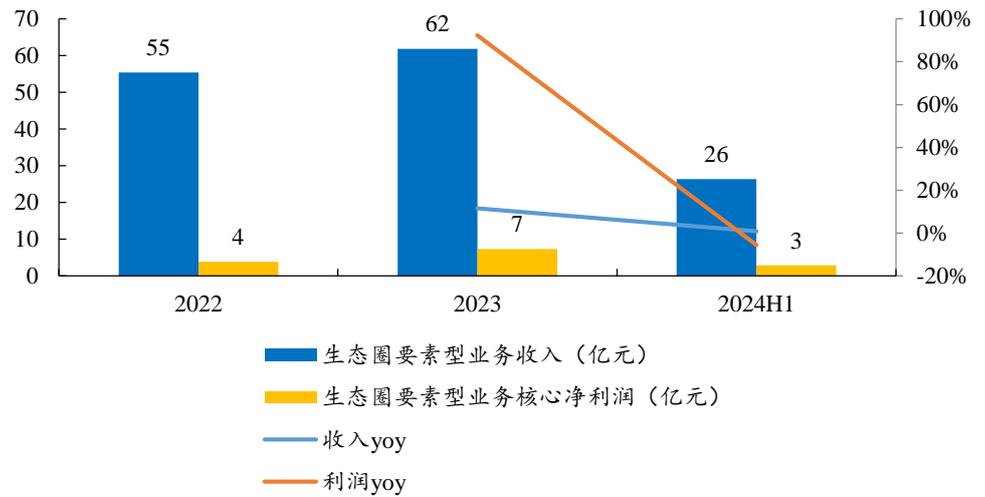
公司生态要素型业务包括城市代建、长租公寓、文体、城市运营及城市更新，助力构建城市投资开发运营生态圈。2024H1，公司生态要素型业务实现收入 26.4 亿元，同比增长 0.8%，其中建筑业务、代建代运营业务、租赁住房业务、文体场馆运营业务分别实现收入 12 亿元、6.9 亿元、2.4 亿元、3.0 亿元。

图71：公司生态要素型业务包括城市代建、长租公寓、文体、城市运营及城市更新



资料来源：公司官网

图72：2024H1 公司生态要素型业务收入同比增长 0.8%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

(1) 城市代建

在代建领域，公司积极投身城市建设，业务涵盖场馆、医院、学校、保障房、市政公园、产业园区、住宅、商办“6+2”赛道，是国内领先的公共项目代建服务商。截至 2024H1，公司在管代建项目 358 个，在管面积 6940 万方，实现收入 3.9 亿元；上半年新签面积 536 万方，同比增长 37%，政府代建新增签约面积位列行业第 2 名。

图73：公司“6+2”赛道典型项目涵盖多个领域



资料来源：公司官网

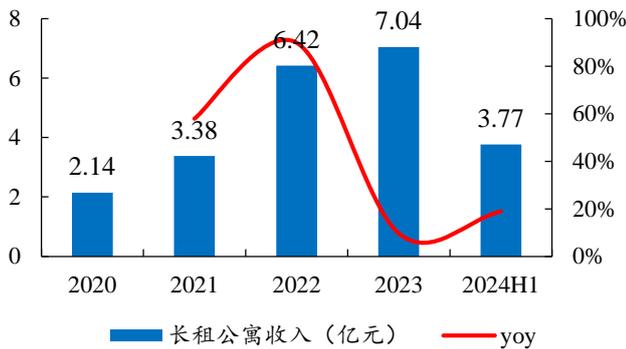
(2) 租赁住房

公司于 2008 年创立长租公寓品牌“有巢”，积极贯彻落实“房住不炒”“租售并举”政策要求，深度参与保障性租赁住房建设。截至 2024H1，公司累计在管长租公寓项目 62 个，管理规模 5.6 万间，其中一线四城+成都占比 80%；上半年租赁住房业务收入 3.8 亿元，同比增长 18.9%，开业 6 个月以上稳定期项目出租率达 96%。

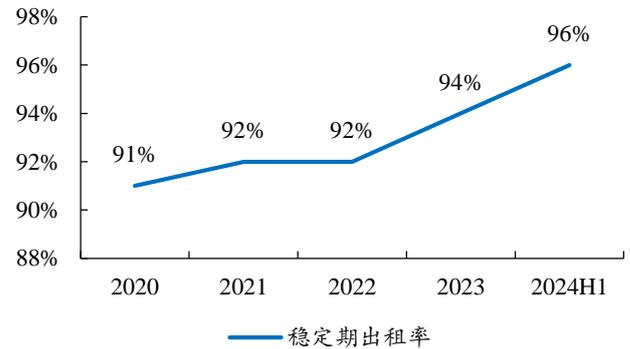
表1: 公司长租公寓拥有 4 大产品线

产品类型	针对客群
有巢公邸	企业高管
有巢公馆	城市白领
有巢公寓	新市民、青年人
有巢国际公寓社区	新市民、青年人

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图74: 2024H1 公司租赁住房收入同比增长 18.9%


数据来源: 公司官网、开源证券研究所

图75: 2024H1 公司稳定期项目出租率达 96%


数据来源: 公司官网、开源证券研究所

4.3、双 REIT 平台稳步推进，大资管业务积极转型

公司积极向大资管业务转型，资管规模持续做大，已搭建长租公寓和商业两个 REITs 平台，实现“投融资管退”闭环。公司于 2022 年 12 月成功发行有巢 REIT，为首单市场化机构运营的保障性租赁住房公募 REIT，发行规模 12.1 亿元；于 2024 年 3 月发行华夏华润商业 REIT，为消费基础设施 REIT，发行规模 69.0 亿元。受底层资产稳健经营及“租售并举”、促进消费等政策刺激，两单 REITs 较发行价格涨幅较大。

表2: 公司旗下双 REIT 表现优异

公募 REIT	代码	发行日	基金规模	年化派息率	较发行价涨幅
华夏基金华润有巢 REIT	508077.SH	2022/12/9	12.09	3.6%	39.8%
华夏华润商业 REIT	180601.SZ	2024/3/14	69.02	4.2%	40.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价截止 2025 年 2 月 5 日)

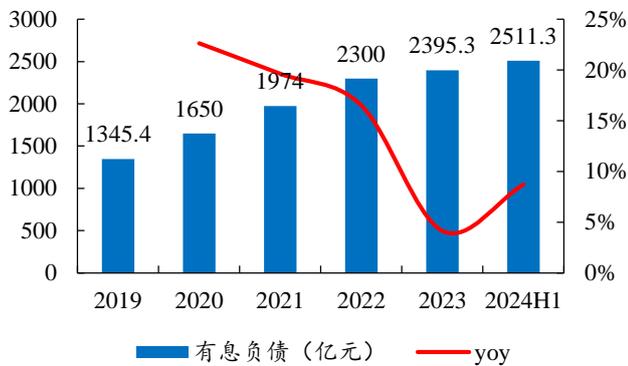
5、负债结构持续优化，分红派息保持稳定

5.1、负债结构健康，融资成本持续创新低

公司有息负债结构健康，维持行业较低水平。截至 2024H1，公司总有息负债 2511.3 亿元，同比增长 9%，平均债务期限较年初增加 1.1 年至 6.5 年；剔预资产负债

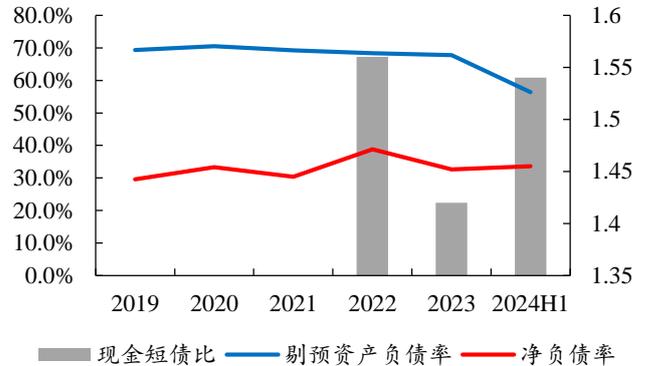
债率较年初下降 11.4pct 至 56.4%，净负债率 33.6%，现金短债比 1.54，三道红线维持绿档。

图76：2024H1 公司有息负债同比增长 9%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

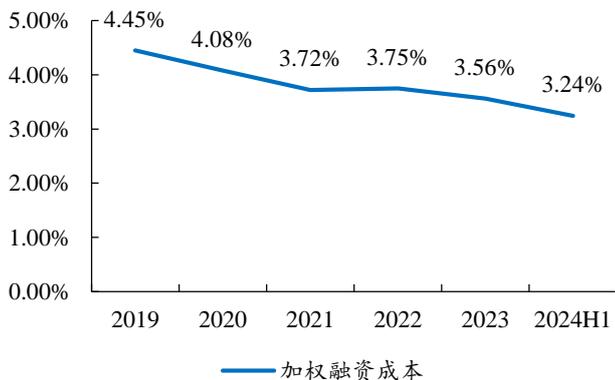
图77：公司三道红线长期维持绿档



数据来源：公司官网、开源证券研究所

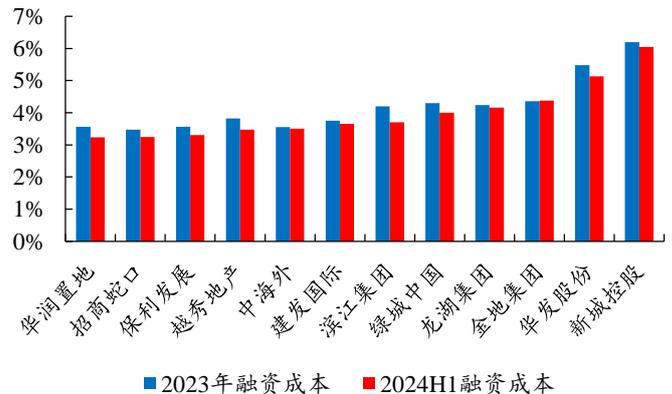
公司 2024H1 加权平均融资成本较年初下降 32BP 至 3.24% 的历史低位，维持在行业最低梯队。

图78：2024H1 公司加权平均融资成本降至 3.24%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

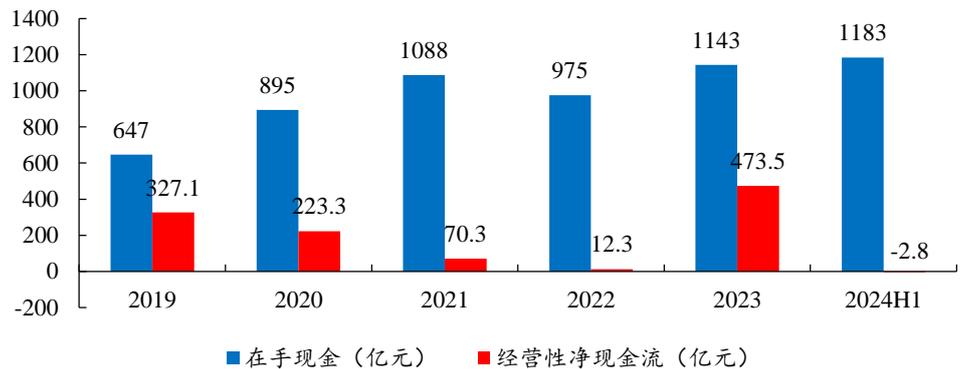
图79：公司平均融资成本维持在行业最低梯队



数据来源：公司官网、开源证券研究所

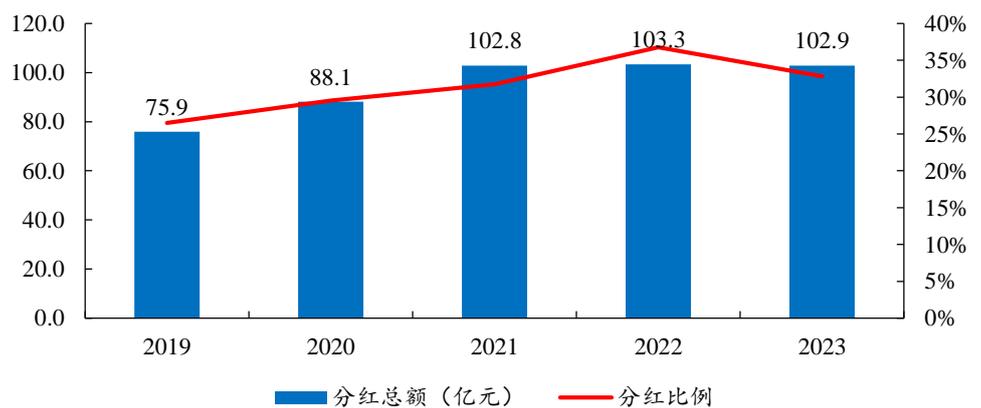
5.2、在手现金充裕，分红比例较高

公司在手现金充裕，2023 年以来均超 1000 亿。2024H1 公司现金及现金等价物 1183 亿元，同比下降 7.5%，仍拥有充足的现金储备来应对短期财务需求。受销售规模收缩影响，公司上半年实现经营性净现金流-2.8 亿元。

图80：公司在手现金较充裕


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司近年来分红派息稳定，2021年以来现金分红总额均超100亿元，2020年以来分红比例超30%。公司于10月25日派发2024年中期股息每股0.2元，同比增长1.0%，维持稳健的派息水平。

图81：公司2021年以来现金分红总额均超100亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成开发销售业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务及生态圈要素型业务进行分析。

(1) 开发销售业务

公司2021-2023年权益销售金额均超2000亿元，按照地产项目2.5-3年的结转周期，预计2024-2025年结转规模仍将保持增长。公司2024年权益销售额同比下降16%至1802亿元，或将影响2026年结转收入，因此我们预计公司2024-2026年开发销售业务收入增速分别为5%、2%、-1%。

伴随行业销售下行，公司开发销售毛利率亦将承压，2024H1公司开发结转毛利率为12.4%，同比下降4.6pct，后续待高价地结转结束，2022年及之后获取的高毛利

项目将带动开发毛利率企稳回升,我们预计公司 2024-2026 年开发销售业务毛利率分别为 13%、15%、17%。

(2) 经营性不动产业务

购物中心:公司预计 2024-2026 年购物中心在管面积分别为 11.5、12.3、13.5 百万方,我们对购物中心单方收入贡献进行假设,算出 2024-2026 年购物中心收入增速分别为 16%、10%、13%。2024 年社会消费零售总额增速有所下降,我们预计购物中心毛利率同比小幅下滑,后续企稳回升,预计 2024-2026 年购物中心毛利率分别为 75.0%、75.5%、76.0%。

写字楼:在写字楼市场下行压力下,公司 2024H1 写字楼同比下降 4.9%,出租率同比下降 6.8pct 至 75.0%。我们预计公司下半年新入市项目出租率攀升后,写字楼收入有望保持平稳增长,毛利率承压下滑后逐步企稳回升。

酒店:公司 2023 年酒店收入同比高增,2024 上半年公司酒店入住率和平均房价有所下降,2024H1 酒店收入同比下降 3.8%。我们预计公司 2024-2026 年酒店收入放缓,在入住率和平均房价压力下毛利率先降后升。

(3) 轻资产管理业务

根据我们对华润万象生活的盈利预测,物管业务得益于华润置地销售市占率持续提升,拿地稳健,在管及合同面积稳步增长,同时在城市空间业态拓展发力,新拓占比高企,后续增速可期;商管业务拥有商管服务全价值链一体化能力和全产品线组合优势,得益于在管面积及出租率的提升,预计购物中心运营及物管收入将保持高增,毛利率稳中有升。综合预计华润万象生活 2024-2026 年收入增速为 14.1%、11.7%、9.4%,毛利率分别为 33.0%、34.5%、35.6%。

(4) 生态圈要素型业务

城市更新+运营:公司聚焦全周期、多领域、智慧化的专业能力,以平台化集成服务为政府提供片区级城市运营的系统性解决方案,2022 年 12 月华润置地成功中标“深圳南山后海中心区智慧城市建设运营服务项目”,代建领域重点推进项目充足,我们预计 2024-2026 年公司城市更新+运营收入增速维持在 5%。

长租公寓:公司“华润有巢”租赁品牌价值行业领先,2024H1 租赁收入同比增长 18.9%,在“租售并举”政策背景下,看好公司长租公寓迎来快速发展,我们预计 2024-2026 年公司长租公寓收入增速维持在 20%。

城市代建:公司近年来聚焦“6+2”赛道和深耕城市 2024H1 政府代建新增签约面积位列行业第 2 名,受地产行业销售下行影响,预计公司 2024 年代建收入下降 10%,但公司新签规模较高,预计 2025-2026 年代建收入增速为 20%。

文化体育:公司 2024H1 新获取深圳、三亚、厦门 3 座优质场馆运营权,管理规模扩大,预计 2024-2026 年公司文化体育收入增速维持在 5%。

公司生态圈要素型业务仍处在规模扩张期,前期投入成本较高,毛利率相对较低,据我们测算 2022-2023 年业务毛利率分别为 2.3%和 6.7%,后续进入稳定运营期我们预计业务毛利率将稳步提升,预计公司 2024-2026 年生态圈要素型业务毛利率分别为 8%、9%、10%。

综上：我们预计公司 2024-2026 年收入增速为 5.8%、3.3%、1.0%，毛利率分别为 19.1%、21.3%、23.7%。

表3：我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	2080	2520	2666	2753	2781
yoy	-2%	21%	5.8%	3.3%	1.0%
开发销售业务	1762	2121	2227	2271	2249
yoy	-4%	20%	5%	2%	-1%
权益销售金额	2079	2149	1802		
yoy	-3%	3%	-16%		
经营性不动产业务	170	222	253	276	307
yoy	-2%	31%	14%	9%	11%
购物中心	138	179	207	228	257
yoy	-1%	30%	16%	10%	13%
写字楼	19	21	22	23	24
yoy	-3%	10%	5%	5%	5%
酒店	14	23	24	26	27
yoy	-11%	66%	5%	5%	5%
轻资产管理业务	83	106	122	136	148
yoy		28%	14%	12%	9%
华润万象生活收入	120	148	169	188	206
yoy	35%	23%	14%	12%	9%
生态圈要素型业务	55	62	64	70	77
城市更新+运营	39.2	37.4	39.3	41.3	43.3
长租公寓	6.4	7.0	8.4	10.1	12.2
城市代建	6.7	11.4	10.3	12.3	14.8
文化体育	3.1	6.0	6.3	6.6	6.9
毛利率	26.22%	25.15%	19.1%	21.3%	23.7%
开发销售业务	23.0%	20.7%	13.0%	15.0%	17.0%
经营性不动产业务	65.5%	69.6%	68.8%	69.6%	70.5%
购物中心	71.6%	76.0%	75.0%	75.5%	76.0%
写字楼	69.1%	72.9%	70.0%	71.0%	72.0%
酒店	0.9%	17.5%	15.0%	16.0%	17.0%
轻资产管理业务	30.1%	31.8%	33.0%	34.5%	35.6%
生态圈要素型业务	2.3%	6.7%	8.0%	9.0%	10.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，华润置地作为地产头部央企，拥有多重优势，能够在行业出清格局中提升市占率，修复整体业绩。

(1) 公司控股股东华润集团是国资委全资控股的大型央企，业务范围较广，资金实力雄厚，能够给公司提供较为充足的各类资源及授信资质。

(2) 销售拿地规模均进入行业前三，权益拿地强度维持 50% 以上，拿地金额权

益比超 70%，未来销售和结转业绩均有充足保障，且公司在一二线核心城市项目占比较高，结转毛利率和计提减值压力相对更小。

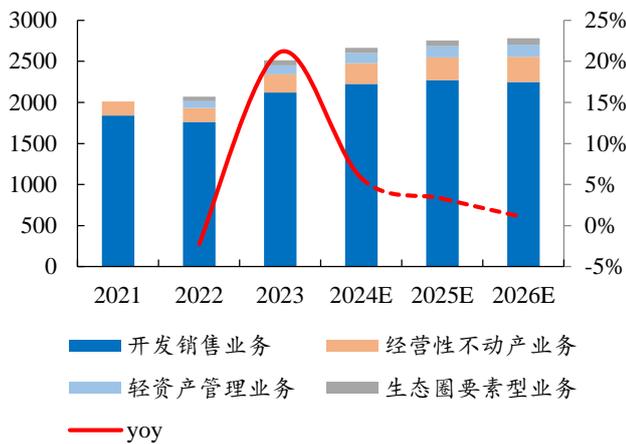
(3) 不动产业务经营稳健，资产基本位于一二线城市核心区域，2023 年购物中心和写字楼毛利率均超 70%，且收入占比持续提升，能够对冲开发销售业务利润下降的影响。

(4) 华润万象生活物管项目储备优质，商业管理赛道作为行业龙头，在管购物中心及写字楼运营效率提升，盈利能力保持稳健，自 2019 年来收入利润均保持增长，毛利率和净利率水平在头部物企均保持前列。

(5) 城市更新、运营、代建及长租公寓等生态要素型业务进入稳健经营期，毛利率改善可期；已搭建长租公寓和商业两个 REITs 平台，实现“投融资管退”闭环。

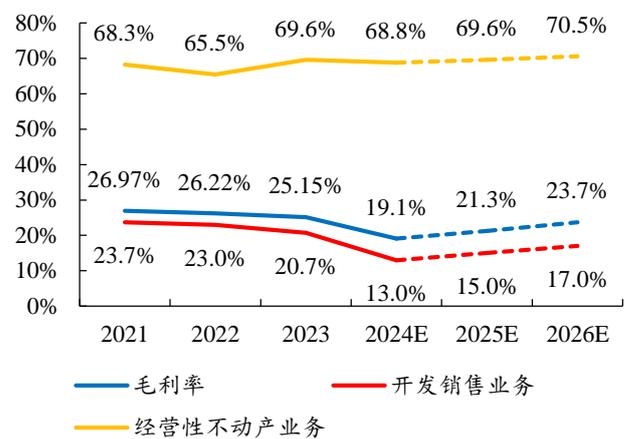
(6) 2024H1 融资水平降至 3.24%，为行业较低水平，在手现金充裕，派息水平保持稳定。

图82：我们预计公司 2024-2026 年营收保持增长（亿元）



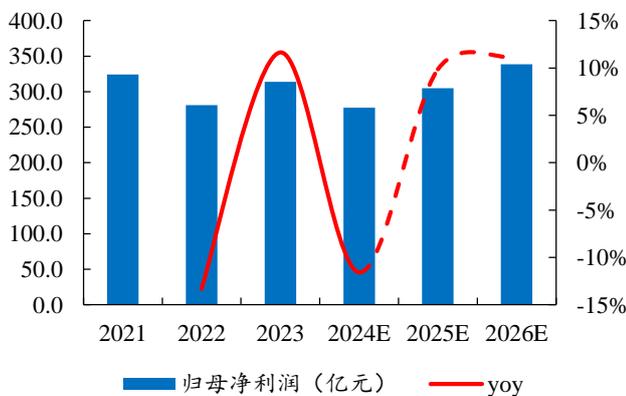
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图83：我们预计公司 2024-2026 年毛利率逐步修复



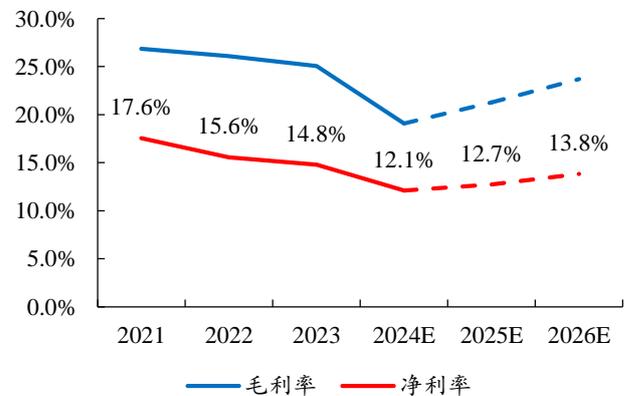
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图84：我们预计公司 2025-2026 年归母净利润保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图85：我们预计公司 2024-2026 年净利率逐步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

华润置地作为央企背景的城市建设开发运营商，销售拿地稳健，市占率持续提升，充裕土储保障未来结转业绩；不动产业务资产优质，盈利水平保持高位；生态圈要素业务规模扩张，利润修复增厚业绩。我们选取行业前五的头部央企中国海外发展和招商蛇口、住宅开发与商业运营并重的新城控股以及高品质开发港股标的绿城中国与公司进行对比，公司 2024-2026 年 PE 估值低于可比公司均值，公司商办等重资产价值较高，持续经营可贡献稳定的现金流。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 277.4、304.7、338.8 亿元，EPS 分别为 3.89、4.27、4.75 元，当前股价对应 PE 为 6.2、5.7、5.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司 2024-2026 年 PE 估值低于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	市值 亿人民币	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0688.HK	中国海外发展	买入	1456.0	256.1	278.8	298.5	316.5	5.7	5.2	4.9	4.6
001979.SZ	招商蛇口	买入	906.1	63.2	50.9	70.0	74.0	14.3	17.8	12.9	12.2
3900.HK	绿城中国	买入	301.4	7.4	11.8	16.7	21.6	40.9	25.6	18.0	13.9
601155.SH	新城控股	买入	275.9	31.2	24.7	33.3	45.4	8.8	11.2	8.3	6.1
								17.4	14.9	11.0	9.2
1109.HK	华润置地	买入	1726.8	313.7	277.4	304.7	338.8	5.5	6.2	5.7	5.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、五家公司盈利预测与估值均来自开源证券研究所预测；2、股价数据截至 2025 年 3 月 3 日，汇率 1 港币=0.92 人民币。

7、风险提示

(1) 房地产行业加速下行：地产政策与销售回暖进度不及预期，公司开发项目去化流速变慢，销售成本增加，存货减值压力增大，影响结转利润。

(2) 消费复苏不及预期：经济下行加剧，公司购物中心和酒店等重资产业务经营情况不及预期，不动产经营收入和利润下降。

(3) 公司后续拿地不及预期：头部房企投资拿地区域选择趋同化，土拍竞争加剧，公司拿地后市占率有所下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	713,285	784,361	815,978	857,632	892,721
现金	95,545	112,675	119,952	129,399	130,728
应收账款	116,743	135,275	139,401	143,656	148,041
存货	495,961	524,740	550,977	578,526	607,452
其他流动资产	5,036	11,671	5,647	6,051	6,500
非流动资产	368,047	406,816	419,781	433,624	448,077
固定资产及在建工程	16,012	15,827	16,302	16,791	17,295
无形资产及其他长期资产	352,036	390,989	403,479	416,833	430,782
资产总计	1,081,332	1,191,177	1,235,758	1,291,256	1,340,798
流动负债	527,256	584,206	632,950	636,774	682,743
短期借款	61,243	64,287	65,573	66,884	68,222
应付账款	99,909	84,243	111,218	90,665	113,291
其他流动负债	366,104	435,676	456,159	479,224	501,231
非流动负债	212,369	222,822	233,963	245,661	257,945
长期借款	159,515	167,993	176,392	185,212	194,472
其他非流动负债	52,853	54,830	57,571	60,450	63,472
负债合计	739,625	807,028	866,913	882,435	940,688
股本	682	683	696	710	724
储备	243,924	264,567	253,627	281,168	275,148
归母所有者权益	244,605	265,249	254,323	281,878	275,872
少数股东权益	97,660	119,282	114,533	126,943	124,238
负债和股东权益总计	1,081,332	1,191,177	1,235,769	1,291,256	1,340,798

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,230	47,352	20,012	21,884	28,375
税前利润	55,509	66,438	51,193	58,379	66,375
折旧和摊销	1,333	1,313	1,352	1,393	1,434
营运资本变动	(23,757)	11,642	(10,676)	(11,635)	(8,606)
其他	(31,855)	(32,041)	(21,857)	(26,253)	(30,828)
投资活动现金流	(39,337)	(39,302)	(4,428)	11,368	15,480
资本开支	1,897	1,260	1,134	1,021	919
其他	(41,234)	(40,563)	(5,563)	10,347	14,561
融资活动现金流	26,136	8,971	(8,427)	(23,937)	(42,671)
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	109,028	120,806	114,766	34,018	35,679
其他	(82,892)	(111,835)	(123,193)	(57,955)	(78,351)
汇率变动对现金的影响	743	109	120	132	146
现金净增加额	(11,228)	17,131	7,277	9,447	1,329
期末现金总额	95,545	112,675	119,952	129,399	130,728

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	208,045	252,003	266,559	275,317	278,144
营业成本	152,771	187,975	215,682	216,735	212,192
营业费用	5,895	7,302	7,730	7,984	8,066
管理费用	5,386	6,679	6,931	7,158	7,232
其他收入/费用	9,113	15,775	16,576	16,592	17,389
营业利润	53,107	65,822	52,792	60,031	68,044
净财务收入/费用	(1,700)	(1,744)	(1,599)	(1,652)	(1,669)
其他利润	702	(1,128)	(3,199)	(3,304)	(3,338)
除税前利润	55,509	66,438	51,193	58,379	66,375
所得税	23,140	29,134	18,941	23,352	27,878
少数股东损益	4,278	5,938	4,515	4,554	4,620
归母净利润	28,092	31,365	27,736	30,474	33,878
EBITDA	57,209	68,182	52,792	60,031	68,044
扣非后净利润	453	538	476	523	582
EPS(元)	3.94	4.40	3.89	4.27	4.75

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	(2.2)	21.1	5.8	3.3	1.0
营业利润(%)	(7.6)	23.9	(19.8)	13.7	13.3
归属于母公司净利润(%)	(13.3)	11.7	(11.6)	9.9	11.2
获利能力					
毛利率(%)	26.1	25.1	19.1	21.3	23.7
净利率(%)	15.6	14.8	12.1	12.7	13.8
ROE(%)	11.5	11.8	10.9	10.8	12.3
ROIC(%)	34.0	33.3	30.7	30.4	34.6
偿债能力					
资产负债率(%)	68.4	67.8	70.2	68.3	70.2
净负债比率(%)	62.1	61.5	63.7	62.0	63.7
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
应收账款周转率	74.5	75.5	75.8	74.5	71.7
应付账款周转率	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.94	4.40	3.89	4.27	4.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	6.6	2.8	3.1	4.0
每股净资产(最新摊薄)	34.3	37.2	35.7	39.5	38.7
估值比率					
P/E	6.1	5.5	6.2	5.7	5.1
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn