

## 销售排名逆势提升, 经常性业务稳健增长

### 投资要点

- 各业务稳步发展, 财务状况持续优化。**2024年公司实现营业收入2788亿元, 同比增长11.0%;其中开发业务收入2371.5亿元, 同比增长11.8%, 经营性不动产业务收入233.0亿元, 同比增长4.8%, 轻资产管理业务收入121.3亿元, 同比增长14.0%, 生态圈要素型业务收入62.2亿元, 同比增长0.5%。实现核心净利润255.8亿元, 同比下降18.5%, 主要由于受行业整体毛利率持续探底影响同比下降8.5%, 其中经常性业务核心净利润103.4亿元, 核心净利润贡献占比同比增长6.3pp至40.7%。公司融资渠道畅通, 净有息负债率为31.9%, 加权平均债务融资成本较2023年底下降45pp至3.11%, 维持行业最低水平。
- 销售排名逆势提升, 聚焦高能级城市土储优质。**2024年公司签约销售额2611亿元, 同比下降15.0%, 签约面积1134万平方米, 同比减少13.2%, 销售额约占全国商品房销售总额的2.7%, 行业排名升至第三, 25个主力城市市占率稳居前五。期末已售未结开发物业营业额2320亿元, 待结算资源充足。2024年公司新获取项目29个, 新增土储计容建筑面积393万平方米, 权益投资526亿元, 投资强度保持行业前三, 一二线投资占比94%, 期末总土地储备约5194万平方米, 其中物业开发土地储备面积为4390万平方米。
- 经营性不动产业务韧性较强, 商业项目储备充足。**2024年公司经营性不动产业务营业额233亿元, 同比增长4.8%。2024年公司购物中心营业额193.5亿元, 同比增长8.4%, 出租率97.1%, 同比提升0.6个百分点。期内新开业购物中心16座, 在营购物中心数量达到92座, 总建筑面积1146万平方米, 同比增加19.0%。期末投资物业土地储备面积804万平方米, 其中商业土地储备面积552万平方米, 占比68.7%, 在建及规划中购物中心35座。公司写字楼/酒店分别实现收入18.8/20.7亿元, 分别同比下降8.7%/10.8%, 写字楼出租率提升6.9个百分点至75%, 在营写字楼23座, 总建筑面积146万平。酒店平均入住率64.2%, 同比提升0.9个百分点, 在营酒店17座, 总建筑面积78万平。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司2025-2027年归母净利润复合增速为4.8%, 考虑公司商业项目快速拓展, 运营能力行业领先, 且住宅开发仍然保持稳健增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**商业拓展不及预期、地产销售回款不及预期、项目结算不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	278799	305260	331446	357102
增长率	11%	9%	9%	8%
归属母公司净利润(百万元)	25577	26648	28069	29449
增长率	-18%	4%	5%	5%
每股收益EPS(元)	3.59	3.74	3.94	4.13
PE	5.87	6.46	6.14	5.85
PB	0.55	0.59	0.56	0.52

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250523070005  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52周区间(港元)	19.12-32.85
3个月平均成交量(百万)	18.88
流通股数(亿)	71.31
市值(亿)	1,843.35

### 相关研究

- 华润置地(1109.HK): 经常性收入稳健增长, 资管规模持续提升 (2024-08-29)
- 华润置地(1109.HK): 开发业务稳健增长, 资管规模持续提升 (2024-03-29)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：受公司开发销售型业务结算节奏影响，预计 2025-2027 年结算金额增速分别为 10%/9%/8%；

假设 2：随着公司新增购物中心项目持续开业，预计公司 2025-2027 年经营性不动产业务收入增速分别为 5%/5%/5%；

假设 3：随着公司管理规模的增长，2025-2027 年公司轻资产管理业务收入增速分别为 12%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
开发销售型业务	收入	237152	260867	284345	307092
	增速	11.8%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	16.8%	16.5%	16.2%	16.0%
经营性不动产业务	收入	23296	24461	25684	26968
	增速	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
轻资产管理业务	收入	12133	13588	14947	16442
	增速	14.0%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	32.9%	33.0%	33.0%	33.0%
生态圈要素型业务	收入	6219	6344	6471	6600
	增速	0.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
合计	收入	278799	305260	331446	357102
	增速	11.0%	9.5%	8.6%	7.7%
	毛利率	21.6%	21.2%	20.8%	20.6%

数据来源：公司公告，西南证券

**附：财务报表**

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	710,426	733,062	769,402	805,776	<b>营业总收入</b>	278,799	305,260	331,446	357,102
现金	131,294	127,488	125,713	126,149	<b>营业成本</b>	218,466	240,515	262,374	283,565
应收账款	3,481	3,618	3,830	4,019	销售费用	7,794	8,547	9,281	9,999
存货	441,250	449,546	471,066	490,173	管理费用	6,001	6,716	7,292	7,856
其他	134,402	152,409	168,794	185,436	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	417,967	426,618	434,336	441,118	财务费用	2,953	2,916	3,082	3,108
固定资产	15,009	14,453	13,926	13,424	<b>除税前溢利</b>	58,228	61,261	64,528	67,699
无形资产	8,079	7,285	6,531	5,815	所得税	24,550	25,729	27,102	28,434
其他	394,879	404,879	413,879	421,879	<b>净利润</b>	33,678	35,531	37,426	39,266
<b>资产总计</b>	1,128,394	1,159,680	1,203,738	1,246,894	少数股东损益	8,101	8,883	9,356	9,816
<b>流动负债</b>	503,363	503,618	514,750	523,141	<b>归属母公司净利润</b>	25,577	26,648	28,069	29,449
短期借款	69,423	72,423	75,423	78,423	<b>EBITDA</b>	46,538	50,631	53,582	56,700
应付账款	68,212	61,796	54,815	48,300	<b>EPS (元)</b>	3.59	3.74	3.94	4.13
其他	365,728	369,399	384,513	396,418					
<b>非流动负债</b>	228,291	233,291	238,291	243,291	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
长期借款	190,359	195,359	200,359	205,359	<b>成长能力</b>				
其他	37,932	37,932	37,932	37,932	营业收入	11.01%	9.49%	8.58%	7.74%
<b>负债合计</b>	731,654	736,909	753,041	766,432	归属母公司净利润	-18.45%	4.19%	5.33%	4.92%
普通股股本	674	674	674	674	<b>获利能力</b>				
储备	271,834	288,982	307,551	327,501	毛利率	21.64%	21.21%	20.84%	20.59%
<b>归属母公司股东权益</b>	272,507	289,656	308,225	328,174	销售净利率	9.17%	8.73%	8.47%	8.25%
少数股东权益	124,232	133,115	142,472	152,288	ROE	9.39%	9.20%	9.11%	8.97%
股东权益合计	396,740	422,771	450,697	480,462	ROIC	4.10%	4.16%	4.19%	4.23%
<b>负债和股东权益</b>	1,128,394	1,159,680	1,203,738	1,246,894	<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	64.84%	63.54%	62.56%	61.47%
					净负债比率	32.39%	33.18%	33.30%	32.81%
					流动比率	1.41	1.46	1.49	1.54
					速动比率	0.52	0.55	0.57	0.59
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.24	0.27	0.28	0.29
					应收账款周转率	80.66	86.00	89.00	91.00
					应付账款周转率	2.87	3.70	4.50	5.50
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.59	3.74	3.94	4.13
					每股经营现金流	0.00	0.44	0.57	0.78
					每股净资产	38.21	40.62	43.22	46.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	5.87	6.46	6.14	5.85
					P/B	0.55	0.59	0.56	0.52
					EV/EBITDA	5.99	6.17	6.02	5.82
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>					
<b>经营活动现金流</b>	32,237	3,141	4,047	5,533					
净利润	25,577	26,648	28,069	29,449					
少数股东权益	8,101	8,883	9,356	9,816					
折旧摊销	1,222	1,149	1,082	1,018					
营运资金变动及其他	-2,663	-33,540	-34,461	-34,750					
<b>投资活动现金流</b>	-17,343	4,395	5,810	6,825					
资本支出	200	200	200	200					
其他投资	-17,543	4,195	5,610	6,625					
<b>筹资活动现金流</b>	-5,953	-11,342	-11,632	-11,922					
借款增加	27,503	8,000	8,000	8,000					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	-12,953	-19,342	-19,632	-19,922					
其他	-20,503	0	0	0					
<b>现金净增加额</b>	8,942	-3,806	-1,775	436					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---