

华润置地 (01109.HK)

业绩稳健兑现，多元资产组合驱动价值创造

事件：2025 年 3 月 26 日，公司发布 2024 年业绩。

大资管巩固营收增长曲线，平稳兑现全年业绩。2024 年公司实现营业收入 2788.0 亿元，同比增长 11.0%。其中，开发业务为 2371.5 亿元，同比增长 11.8%；经常性收入 416.5 亿元，同比增长 6.6%，占比达 14.9%。具体来看，经营性不动产业务方面公司已然成为内资商业运营引领者，以“万象系”购物中心为代表的投资物业为公司业绩稳健贡献动能，既能自主盈利贡献长期稳定现金流同时亦是公司估值差异化体现所在；2024 年公司经营性不动产中的购物中心/写字楼/酒店分别实现租金收入 194/18.8/20.7 亿元；其中购物中心全年新开业 16 家，旗下在营购物中心已达 92 家，实现零售额（同比+19.2%至 1953 亿元）及出租率（较年底+0.6pct 至 97.1%）双增长。

开发毛利率阶段性承压，经常性业务利润贡献破百亿。2024 年公司综合毛利率 21.6%；其中开发毛利率受行业下行影响同比-3.9pct 至 16.8%，不动产业务毛利率同比+0.4pct 达 70.0%。公司归母及核心净利润分别为 255.8 亿元（同比-18.5%）和 254.2 亿元（同比-8.5%），值得注意的是公司经常性收入对核心净利润贡献占比持续加大，贡献同比提升 6.3pct 达 40.7%且首次突破百亿大关达 103.4 亿元，成为价值创造重要驱动器。

销售排名首进前三，投资策略稳健与高质量并重。2024 年公司实现签约额 2611 亿元（行业排名提升至第三，市占率升至 2.70%），同比下降 15.0%；实现签约面积 1134 万方，同比下滑 13.3%，其中于 25 个城市市占率排名前五；期末已售未结营业额 2319.7 亿元。全年公司量入为出，以 776 亿元聚焦核心城市核心地段获取项目 29 个（一、二线投资占比 94%），对应拿地强度 29.7%。同期公司总土储面积 5194 万方（一二线占比超 7 成），开发土储覆盖当期销售面积 3.9X。

财务管理稳健，杠杆水平维持健康。截至 2024 年底，公司资产负债率 55.6%，总有息负债率 39.6%，现金储备增长 16.5%至 1332 亿元，净有息负债率 31.9%，三道红线指标维持绿档。受益于央企背景加上自身财务状况稳健致公司 2024 年融资成本仅 3.11%，较 2023 年末下降 45bp，维持行业最低梯队，融资成本维持优势。

双 REITs 助力构建大资管运作平台。公司已完成长租公寓+商业双 REITs 平台的搭建，为公司多元扩展提供独立的集资平台，亦为向大资管业务转型夯实基础。截至 2024 年末，公司资管规模达 4621 亿元，同比增长 346 亿元，后续或可通过 REITs 平台实现资产“管理”价值持续释放。

投资建议：公司作为头部央企受益竞争格局改善，行业排名及市占率逆势提升，融资成本维持优势。基于目前行业下行周期，我们调整盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年营收为 2746.6/2792.7/2646.8 亿元；归母净利润为 260.0/264.6/265.7 亿元；对应 EPS 为 3.65/3.71/3.73 元/股；对应 PE 为 6.4/6.3/6.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策放松不及预期，拿地不及预期，行业基本面下行风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	251137	278799	274660	279268	264678
增长率 yoy（%）	21.3%	11.0%	-1.5%	1.7%	-5.2%
归母净利润（百万元）	31365	25577	26001	26456	26566
增长率 yoy（%）	11.7%	-18.5%	1.7%	1.8%	0.4%
EPS 最新摊薄（元/股）	4.40	3.59	3.65	3.71	3.73
净资产收益率（%）	11.8%	9.4%	8.7%	8.1%	7.6%
P/E（倍）	5.9	5.8	6.4	6.3	6.3
P/B（倍）	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5

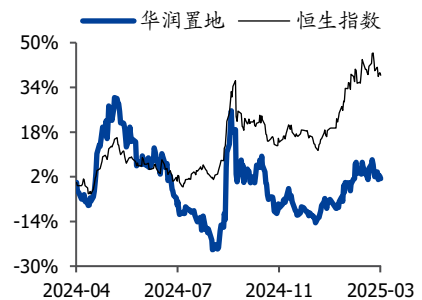
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
03 月 28 日收盘价（港元）	25.55
总市值（百万港元）	182,195.51
总股本（百万股）	7,130.94
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	23.22

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

相关研究

- 《华润置地 (01109.HK)：做优经营性不动产业务，加速大资管转型步伐》 2024-08-31
- 《华润置地 (01109.HK)：夯实资管业务竞争力，受益差异化优势》 2024-04-01
- 《华润置地 (01109.HK)：竞争格局改善优先受益方，优质资产运营引领者》 2023-10-09

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	784361	710426	719212	732885	713757
现金	112675	131294	159559	190292	211367
应收账款及票据	3432	3481	3395	3437	3235
存货	524740	441250	425776	420064	380106
其他	143514	134402	130482	119092	119050
非流动资产	406816	417967	433193	434925	448006
固定资产	15827	15009	14009	13318	12746
无形资产	4879	8079	8587	7737	7401
其他	386110	394879	410596	413869	427859
资产总计	1191177	1128394	1152404	1167809	1161764
流动负债	584206	503363	498416	474130	421913
短期借款	64287	69423	74383	77109	78821
应付账款及票据	84243	68212	66908	61774	51833
其他	435676	365728	357126	335247	291259
非流动负债	222822	228291	223807	227640	237803
长期债务	167993	190359	198013	208294	215750
其他	54830	37932	25794	19345	22054
负债合计	807028	731654	722223	701769	659716
普通股股本	674	674	674	674	674
储备	264575	271834	297942	324505	351179
归属母公司股东权益	264867	272507	298616	325179	351853
少数股东权益	119282	124232	131566	140861	150195
股东权益合计	384149	396740	430181	466040	502048
负债和股东权益	1191177	1128394	1152404	1167809	1161764

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	47352	36175	34002	13074	10986
净利润	31365	25577	26001	26456	26566
少数股东权益	5938	8101	7334	9295	9334
折旧摊销	1313	1378	1413	1350	1274
营运资金变动及其他	8736	1118	-746	-24027	-26189
投资活动现金流	-39302	-40482	-10475	12910	9514
资本支出	-1260	-480	-921	191	-366
其他投资	-38042	-40001	-9554	12719	9880
筹资活动现金流	8971	12218	4631	4641	468
借款增加	15326	11197	12614	13008	9168
其他	4224	1020	-7983	-8367	-8700
现金净增加额	17131	3929	28265	30732	21076

利润表 (百万元)

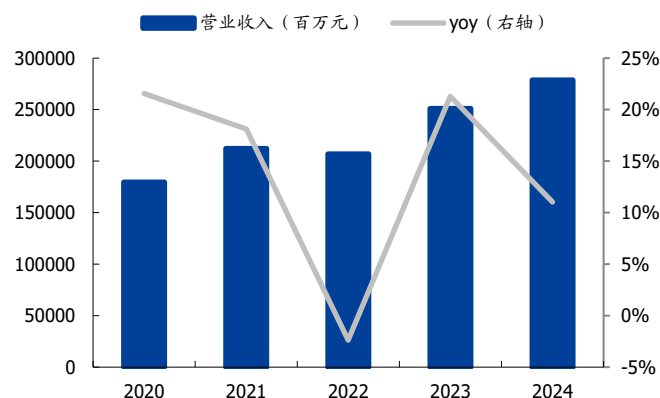
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	251137	278799	274660	279268	264678
营业成本	187975	218466	218970	222387	207330
销售费用	7302	7794	7278	7540	7146
管理费用	6679	6001	5493	5585	5294
财务费用	1744	3182	5212	5000	4684
除税前溢利	66438	58228	57473	61640	61897
所得税	29134	24550	24139	25889	25997
净利润	37304	33678	33334	35751	35900
少数股东损益	5938	8101	7334	9295	9334
归属母公司净利润	31365	25577	26001	26456	26566
EBIT	64943	61181	62685	66640	66582
EBITDA	66255	62559	64098	67990	67856
EPS (元)	4.40	3.59	3.65	3.71	3.73

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.3%	11.0%	-1.5%	1.7%	-5.2%
归属母公司净利润	11.7%	-18.5%	1.7%	1.8%	0.4%
获利能力					
毛利率	25.2%	21.6%	20.3%	20.4%	21.7%
销售净利率	12.5%	9.2%	9.5%	9.5%	10.0%
ROE	11.8%	9.4%	8.7%	8.1%	7.6%
ROIC	5.9%	5.4%	5.2%	5.1%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	64.8%	62.7%	60.1%	56.8%
净负债比率	31.1%	32.4%	26.2%	20.4%	16.6%
流动比率	134.3%	141.1%	144.3%	154.6%	169.2%
速动比率	43.7%	52.4%	57.8%	64.8%	77.8%
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	75.5	80.7	79.9	81.8	79.3
应付账款周转率	2.0	2.9	3.2	3.5	3.6
每股指标 (元)					
每股收益	4.40	3.59	3.65	3.71	3.73
每股经营现金流	6.6	5.1	4.8	1.8	1.5
每股净资产	37.1	38.2	41.9	45.6	49.3
估值比率					
P/E	5.9	5.8	6.4	6.3	6.3
P/B	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.6	4.4	4.4	3.9	3.7

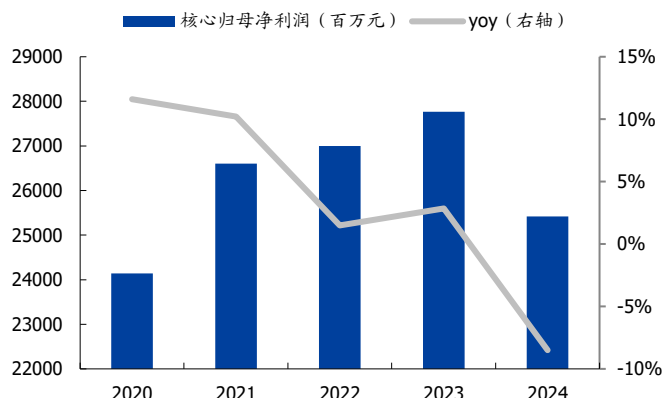
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

图表1: 营业收入及增速



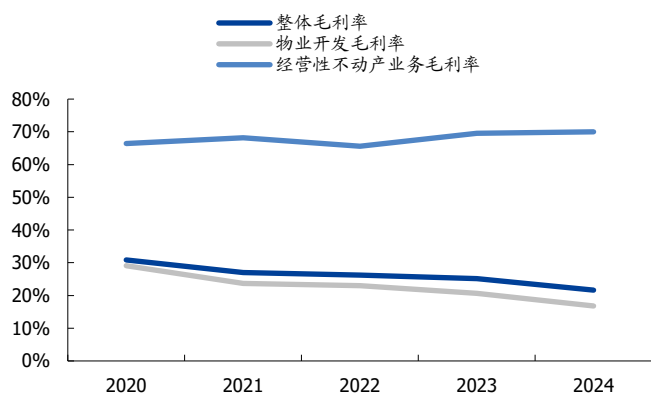
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 核心归母净利润及增速



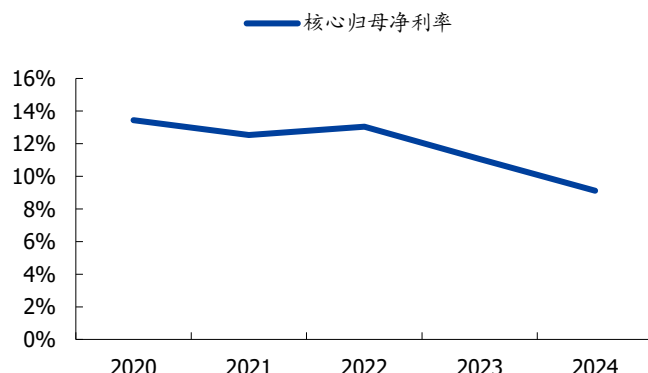
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 毛利率



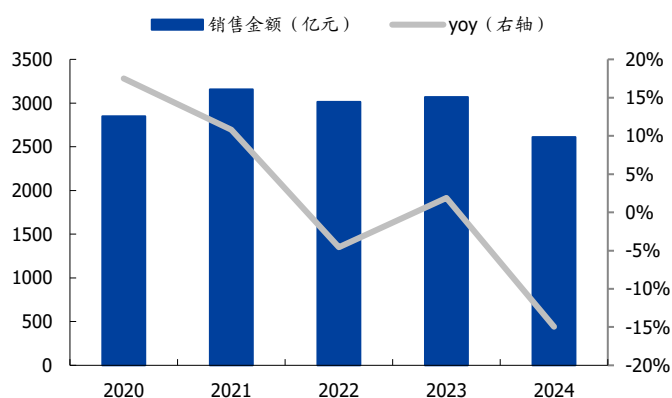
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 核心归母净利率



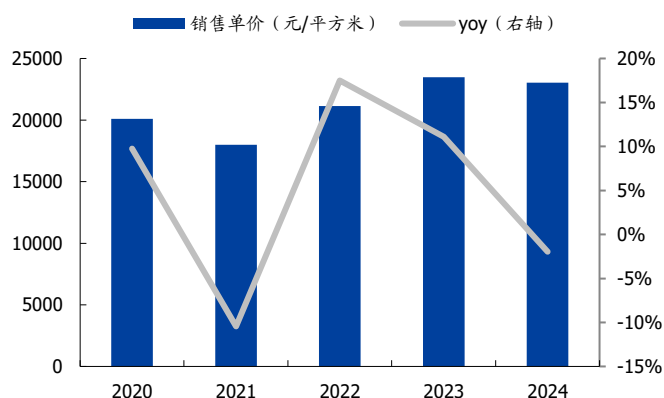
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 销售金额及增速



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表6: 销售单价及增速



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com