

买入

2025年4月8日

精益化运营提升效率，经常性业务利润占比持续提升

- **2024年核心净利润同比下降8.5%，营销及行政费用同比下降1.3%：**2024年公司实现营业收入2788亿元，同比增长11.0%。其中开发业务收入为2372亿元，同比增长11.8%；经常性业务收入416亿元，同比增长6.6%，营收占比为15%。整体毛利率为21.6%，同比下降3.6个ppt，主要由于开发业务毛利率下降3.9个ppt至16.8%。营销及行政费用同比下降1.3个ppt，营收占比下降0.6个ppt，保持高效精益化运营。归母净利润同比下降18.5%至256亿元，核心净利润人民币254亿元，同比下降8.5%。全年派息每股1.319元，下降8.5%，派息率维持37%。
- **开发业务销售额跃升行业第三，土储充足结构优：**期内公司实现销售额2611亿元，同比下降15%，权益比69%，签约面积同比下降13.5%至1134万方，均价同比降1.9%至23032元/平。虽然整体销售受市场影响有所下降，但跑赢大市，签约销售额排名跃居行业第三。25个主力城市市占率稳居前五，31个项目当地销售排名前三，品牌影响力及市占率持续扩大。期内公司新获取项目29个，权益地价527亿元，新增土储面积393万方。截止2024年末，公司开发土储为5194万方，44%的货值为2021年及之后获取的项目，一二线城市面积占比仍超7成；投资物业土储804万方，其中购物中心占比69%，优质充足的土储可保障公司3年以上发展。截止期末，公司已售未结销售额为2935亿元，其中2464亿元计划于2025年结算；2025-2026年可结算面积约2360万方，其中85%位于一二线城市，丰富优质资源保障公司业绩稳健增长。
- **经常性业务核心净利贡献提升，增长第二曲线持续发力：**公司经常性业务包括经营性不动产、轻资产管理及生态圈要素型业务，期内收入分别为233亿元、121亿元及62亿元，同比分别增长4.8%、14%及0.5%。经常性业务营收贡献占比下降0.7个ppt至14.9%，核心利润贡献同比提升6.3个ppt至40.7%。购物中心方面，公司在营购物中心数量增加16座至92座，整体零售额同比增长19.1%至1953亿元，同店增长4.6%，优于市场平均水平。租金收入179亿元，同比增长8.4%，整体出租率提升0.6个ppt至97.1%，租售比维持在12.2%合理水平。预计至2028年末，公司在营购物中心将增至116个，推动市场地位及业绩贡献稳步提升。期内写字楼租金收入18.8亿元，同比下降8.7%，虽然行业面临下行压力，但公司整体出租率仍维持在75%高位。期内万象生活收入及核心利润均保持较高增速，分别达到15.4%及20.1%。期内公司华夏华润商业REIT及有巢公募REIT的累计年化分红率分别达到5.08%及4.06%。
- **债务结构持续优化，风险敞口及融资成本行业低位：**期内公司加权平均融资成本较23年末下45个基点至3.11%，维持在行业最低梯队，平均债务年限延长至6.7年。截止期末，非人民币净负债敞口进一步下降0.5个ppt至3.9%，融资储备短债比1.46倍，总有息负债率39.6%，净有息负债率31.9%，三条红线维持绿档。公司债务结构持续优化，融资成本及汇率风险创历史新低，财务依旧稳健。
- **目标价34港元，维持买入评级：**公司具备精益化运营能力和稳健的财务结构，签约销售额跃升行业第三，市占率不断提升。截止期末，公司的资管规模同比提升8.1%至4621亿元，将助力公司在新发展模式下的价值释放和业务转型。我们预计公司2025年-2027年归母核心净利润可达235亿元/246亿元/269亿元，分别给予开发及经常性业务2025年5倍及18倍市盈率，目标价34港元，维持买入评级。

胡钰

852-25321539

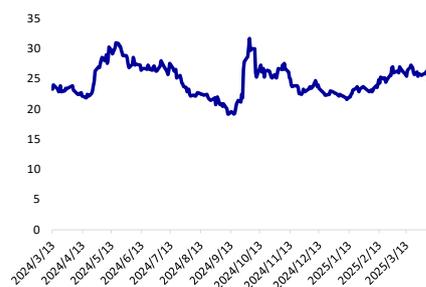
Katherine.hu@firstshanghai.com.hk

行业	房地产
股价	23.80 港元
目标价	34.00 港元 (+40.8%)
股票代码	1109
已发行股本	71.31 亿股
市值	1697.2 亿港元
52周高/低	32.30/18.56 港元
净资产	38.2 元/每股
主要股东	CRH (59.55%)

盈利摘要

股价表现

年结日: 31/12	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	251,137	278,799	270,143	270,054	295,301
变动(%)	21.3%	11.0%	-3.1%	0.0%	9.3%
归母净利润(百万人民币)	31,365	25,577	26,825	27,937	30,308
变动(%)	11.7%	-18.5%	4.9%	4.1%	8.5%
归母核心净利润(百万人民币)	27,770	25,420	23,514	24,552	26,886
变动(%)	2.9%	-8.5%	-7.5%	4.4%	9.5%
每股盈利(人民币元)	4.40	3.59	3.76	3.92	4.25
市盈率@23.8港元	5.0	6.1	5.8	5.6	5.2
DPS(元)	1.44	1.32	1.22	1.27	1.39
息率(%)	6.6%	6.0%	5.6%	5.8%	6.4%



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	251137	278799	270143	270054	295301	增长率 (%)					
-物业销售	212078	237152	222531	216687	235587	收入	21%	11%	-3%	0%	9%
-租金收入	22228	23296	26818	29796	32984	毛利润	16%	-4%	-4%	5%	12%
-其他	16831	18352	20794	23571	26730	税前利润	20%	-12%	-4%	4%	9%
毛利	63162	60334	58065	60848	68093	净利润	15%	-10%	0%	4%	8%
投资物业估值收益	8001	7632	6869	7006	7147	归属股东净利润	12%	-18%	5%	4%	8%
其他收入与损益	8588	6692	6022	5420	4878	盈利分析 (%)					
销售与管理费用	13980	13795	13777	13773	15060	综合毛利率	25%	22%	21%	23%	23%
应占联营合营收益	2360	388	576	591	680	经营利润率	27%	22%	21%	22%	22%
经营利润	68182	61410	57755	60092	65737	净利润率	15%	12%	12%	13%	13%
净财务成本	1744	3182	2098	2264	2437	地产业务净利率	6%	5%	5%	6%	6%
税前利润	66438	58228	55658	57829	63301	回报率 (%)					
税项	29134	24550	22126	22907	25416	派息比率	37%	37%	37%	37%	37%
少数股东权益	5938	8101	6706	6984	7577	ROA	3%	2%	2%	2%	2%
归属利润	31365	25577	26825	27937	30308	ROE	12%	10%	10%	9%	9%
核心利润	27770	25420	23514	24552	26886	偿付能力					
派息	10277	9388	8684	9068	9929	流动比率(倍)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
未分配利润	21088	16189	18141	18869	20378	利息覆盖率	7.0	6.2	7.1	6.9	7.0
每股盈利	4.40	3.59	3.76	3.92	4.25	净负债率	24%	25%	27%	28%	28%
每股派息	1.44	1.32	1.22	1.27	1.39						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	112675	131294	137362	150421	165100	税前利润	66438	58228	55658	57829	63301
存货	407	421	463	509	560	折旧摊销	1313	1333	1467	1613	1775
可供销售物业	524333	440829	462870	486014	510314	利息收入	-3073	-7169	-5718	-6169	-6641
其他	146946	137883	144659	152268	160395	营运资金变动	70328	5338	-12771	-7373	-7627
流动资产	784361	710426	745355	789212	836369	税项	-22976	-24550	-22126	-22907	-25416
固定资产	15827	15009	15759	16547	17375	经营现金流	47352	27189	10517	17001	19399
投资物业	262808	271199	284759	298997	313946	固定资产投资	-1678	-515	-2217	-2401	-2602
于联营合营企业持	85645	85092	95303	106740	119549	投资物业投资	-22770	-8391	-13560	-14238	-14950
其他	42536	46667	50744	55408	60742	合营联营公司投资	-9346	552	-10211	-11436	-12809
总资产	1191177	1128394	1191921	1266903	1347981	已收利息	2153	7169	5718	6169	6641
合同负债	267618	215482	226256	237569	249447	其他	-7663	-6573	-6625	-7333	-8145
应付账款	158671	133490	140164	147173	154531	投资现金流	-39302	-7757	-26896	-29240	-31864
短期借贷	42577	48949	53844	59229	65152	借贷变化	7177	28613	19703	21674	23841
其他	115340	105442	104082	109186	114801	已付股息	-11102	-11102	-11102	-11102	-11102
流动负债	584206	503363	524347	553157	583931	已付财务费用	-9432	-9396	-7816	-8433	-9078
长期借贷	113537	148085	162894	179183	197102	其他	12896	-18323	13845	14725	14404
应付高级票据	0	0	0	0	0	融资现金流	8971	-812	22447	25298	27144
递延税务	34516	27853	30639	33702	37073	现金变动	17021	18619	6068	13059	14679
其他	74769	52352	52455	53420	54480	期初现金及等价物	95545	112675	131294	137362	150421
总负债	807028	731654	770334	819463	872586	期末现金及等价物	112675	131294	137362	150421	165100
股东权益	264867	272507	290648	309518	329896						
少数股东权益	119282	124232	130939	137923	145500						
永续资本工具	0	0	0	0	0						
负债与权益合计	384149	396740	421587	447440	475395						

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。