

华润置地 (01109.HK)

拿地聚焦有力,“大资管”业务打通价值释放通道

基本盘稳固,土地投资聚焦有力。2025H1,公司实现签约额 1103.0 亿元, yoy-11.6%,但仍跑赢行业整体水平。得益于持续聚焦高能级城市的战略布局,当期一线城市销售占比同比提升 8pct,带动销售单价 yoy+11.9%至 26777 元/平,产品结构持续优化。公司自 2024 年末首次进入行业销售额前三后,地位稳固,头部优势持续强化。2025H1,公司以总地价 447.3 亿元成功获取 18 宗优质土地;当期投资强度达 40.6%,位列行业前三,且全部聚焦于一线及强二线城市。当下行业竞争格局改善逻辑依旧适用,公司凭借高信用背景和“核心城市、核心地段、改善型产品”三大优势,有望优先受益于需求侧改善。

财务数据稳健,发展韧性强劲。2025H1,公司营业额 yoy+19.9%至 949 亿元。受益于一线城市收入占比提升公司住开板块毛利率出现结构性修复,录得 15.6%, yoy+3.2pct。2025H1,公司实现归母净利润及核心净利润 118.8 亿元和 100.0 亿元,分别 yoy+16.2%和 yoy-6.6%,其中经常性业务对核心净利润的贡献占比提升至 60.2%。公司营收双位数增长但核心净利润同比下滑,主要因去年同期分拆 REITs 实现及其他一次性收益对核心利润增厚。截至 6 月末,公司融资成本较 2024 年末下降 32BPs 至 2.79%,维持行业最低梯队,三道红线维持绿档,偿债压力可控,安全边际充裕。

“3+1”业务模式协力发展,优质商业运营重塑核心竞争力。纵观各国行业发展脉络,度过调整期后,多元化企业往往更易崭露头角穿越周期。公司以前瞻性布局的商业资产已成功构建护城河,2024 年以来,随着新消费崛起,商业不动产重新走上资产价值重估的舞台;公司兼具优异开发业务且商业运营占比高,同时商业资产化下具备扩张能力,预计将展现出更强的抗周期能力与发展韧性。截至 2025H1,公司已开业购物中心达 94 座,实现零售额 1101 亿元, yoy+20.2%, 同店 yoy+9.4%;实现租金收入达 104 亿元, yoy+9.9%。

投资建议:公司作为头部央企受益竞争格局改善,行业排名稳固,拿地聚焦有力,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 2824/2812/2654 亿元;归母净利润为 248/257/262 亿元;对应 EPS 为 3.47/3.60/3.67 元/股;对应 PE 为 8.0/7.7/7.6 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	251137	278799	282371	281172	265418
增长率 yoy (%)	21.3%	11.0%	1.3%	-0.4%	-5.6%
归母净利润(百万元)	31365	25577	24771	25702	26160
增长率 yoy (%)	11.7%	-18.5%	-3.2%	3.8%	1.8%
EPS 最新摊薄(元/股)	4.40	3.59	3.47	3.60	3.67
净资产收益率(%)	11.8%	9.4%	8.6%	8.5%	8.2%
P/E(倍)	5.8	5.7	8.0	7.7	7.6
P/B(倍)	0.7	0.5	0.7	0.7	0.6

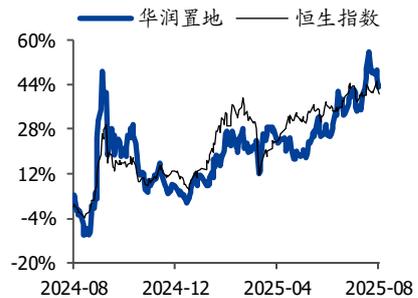
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价(港元)	30.48
总市值(百万港元)	217,351.04
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)	14.78

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):业绩稳健兑现,多元资产组合驱动价值创造》 2025-03-29
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	784361	710426	723848	701595	688683
现金	112675	131294	144335	151465	179480
应收账款及票据	3432	3481	3490	3460	3244
存货	524740	441250	442071	425316	383598
其他	143514	134402	133952	121354	122360
非流动资产	406816	417967	430771	445878	461734
固定资产	15827	15009	14009	13318	12746
无形资产	4879	4358	5089	5268	5437
其他	386110	398600	411673	427292	443551
资产总计	1191177	1128394	1154619	1147473	1150418
流动负债	584206	503363	511002	477187	449745
短期借款	64287	69423	74383	77109	78821
应付账款及票据	84243	68212	69468	62546	52309
其他	435676	365728	367151	337531	318615
非流动负债	222822	228291	223807	226350	232000
长期债务	167993	190359	198013	208294	215750
其他	54830	37932	25794	18056	16250
负债合计	807028	731654	734808	703537	681744
普通股股本	674	674	674	674	674
储备	264575	271834	286647	302206	318222
归属母公司股东权益	264867	272507	287321	302879	318896
少数股东权益	119282	124232	132489	141057	149777
股东权益合计	384149	396740	419810	443936	468673
负债和股东权益	1191177	1128394	1154619	1147473	1150418

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	47352	46585	25839	16971	36567
净利润	31365	25577	24771	25702	26160
少数股东权益	5938	8101	8257	8567	8720
折旧摊销	1313	1531	1190	1166	1137
营运资金变动及其他	8736	11376	-8380	-18464	550
投资活动现金流	-39302	-22421	-12471	-9338	-3877
资本支出	-1260	-966	-921	-654	-734
其他投资	-38042	-21455	-11550	-8684	-3143
筹资活动现金流	8971	-5692	-474	-649	-4822
借款增加	15326	18429	12614	13008	9168
已付股利	-10579	-10283	-10105	-10290	-10290
其他	4224	-13838	-2983	-3367	-3700
现金净增加额	17131	18619	13041	7130	28015

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	251137	278799	282371	281172	265418
营业成本	187975	218466	227351	225167	209236
销售费用	7302	7794	7342	7592	7166
管理费用	6679	6001	5647	5623	5308
财务费用	1744	3182	2983	3367	3700
除税前溢利	66438	58228	56946	59085	60138
所得税	29134	24550	23917	24816	25258
净利润	37304	33678	33029	34269	34880
少数股东损益	5938	8101	8257	8567	8720
归属母公司净利润	31365	25577	24771	25702	26160
EBIT	65109	58444	57158	59407	60642
EBITDA	66422	59975	58348	60572	61779
EPS (元)	4.40	3.59	3.47	3.60	3.67

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	21.3%	11.0%	1.3%	-0.4%	-5.6%
归属母公司净利润	11.7%	-18.5%	-3.2%	3.8%	1.8%
获利能力					
毛利率	25.2%	21.6%	19.5%	19.9%	21.2%
销售净利率	12.5%	9.2%	8.8%	9.1%	9.9%
ROE	11.8%	9.4%	8.6%	8.5%	8.2%
ROIC	5.9%	5.1%	4.8%	4.7%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	64.8%	63.6%	61.3%	59.3%
净负债比率	31.1%	32.4%	30.5%	30.2%	24.6%
流动比率	134.3%	141.1%	141.7%	147.0%	153.1%
速动比率	43.7%	52.4%	54.0%	56.7%	66.7%
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	81.0	80.9	79.2
应付账款周转率	2.0	2.9	3.3	3.4	3.6
每股指标 (元)					
每股收益	4.40	3.59	3.47	3.60	3.67
每股经营现金流	6.6	6.5	3.6	2.4	5.1
每股净资产					
估值比率					
P/E	5.8	5.7	8.0	7.7	7.6
P/B	0.7	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.5	4.6	5.6	5.5	5.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年8月28日收盘价

内容目录

基本盘稳固，土地投资聚焦有力	4
基本盘地位稳固，销售额稳居行业第三	4
土地投资高度聚焦核心城市，以有效投资做实增量	5
财务数据稳健，发展韧性强劲	9
营业收入双位数增长，毛利率结构性回升	9
多元化业务筑建护城河，经常性利润贡献超六成	10
注重股东回报，派息稳定	10
财务优势显著，杠杆水平突破新低	11
“3+1”业务模式协力发展，优质商业运营重塑核心竞争力	12
多元化企业往往更易穿越周期，新消费起势下商业资产价值重估	12
资管规模及质量具备领先优势，双 REITs 平台助力资产价值释放	13
投资建议	15
风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司销售排行	4
图表 2: 21 个市占率排名前 5 城市	5
图表 3: 销售金额及同比增速	5
图表 4: 销售单价及同比增速	5
图表 5: 公司 2025 年以来拿地明细	6
图表 6: 拿地金额及增速	7
图表 7: 拿地单价及增速	7
图表 8: 土地投资强度	7
图表 9: 2025H1 土地投资结构	7
图表 10: 土地储备及增速	8
图表 11: 开发销售型业务土储结构	8
图表 12: 营业收入及同比增速	9
图表 13: 营业收入构成	9
图表 14: 结算均价	9
图表 15: 房地产开发板块分城市收入占比	9
图表 16: 毛利率	10
图表 17: 核心归母净利率	10
图表 18: 归母净利润及同比增速	10
图表 19: 核心净利润及同比增速	10
图表 20: 核心净利润构成	11
图表 21: 每股盈利 (元)	11
图表 22: 平均融资成本及债务期限	11
图表 23: 债务期限结构	11
图表 24: 华润置地各业务板块前景展望	12
图表 25: 购物中心数量	13
图表 26: 购物中心零售额	13
图表 27: 购物中心租金收入	13
图表 28: 购物中心回报率 Ebitda/Cost	13
图表 29: 公司投融建管退平台畅通	14

基本盘稳固，土地投资聚焦有力

基本盘地位稳固，销售额稳居行业第三

2025H1，公司实现签约额 1103.0 亿元，yoy-11.6%，但仍跑赢行业整体水平；签约面积 412 万平方米，yoy-21.0%；销售权益比例为 67%。从区域贡献来看，深圳、华南、中西部、华东、北方及香港大区的销售额占比分别为 9.3%、13.4%、21.9%、33.0%、21.2%和 1.2%，其中华东区域贡献超三成，表现突出。

得益于公司近年来持续聚焦高能级城市的战略布局，当期一线城市销售占比同比提升 8pct，带动销售单价同比上涨 11.9%至 26777 元/平方米，产品结构持续优化。纵观典型房企近七年销售排位变化，自 2022 年起行业格局呈现“头尾相对稳定、中段竞争加剧”的特征，洗牌与突围并存，公司自 2024 年末首次进入行业销售额前三后，地位稳固，头部优势持续强化。

图表1: 公司销售排行

华润置地	全口径销售额 (亿元)	排行	全口径销售面积 (万方)	排行	权益口径销售额 (亿元)	排行
2025年 M1-7	1236	3	516.5	4	849.2	3
2025年 M1-6	1103.0	3	412.0	4	738.2	3
2024年	2611.0	3	1143.2	4	1800.4	3
2023年	3070.3	4	1294.6	5	2179.2	4
2022年	3013	4	1390.4	4	2112	5
2021年	3158	8	1825.1	10	2174	8
2020年	2850.3	9	1500	15	1819.1	12
2019年	2430.0	10	1324.1	16	1675.5	11
2018年	2106.0	9	1205.9	14	1811.2	8

资料来源：克而瑞，国盛证券研究所。注：克而瑞数据与公司年报披露数据或存在细微差距。

从市场表现来看，2025年年初，受去年“924”政策利好带动，核心城市改善性需求集中释放；进入二季度后，政策效应逐步减弱，叠加传统淡季因素，市场动能再度放缓。展望下半年，在政策进一步优化的预期下，行业有望延续风险出清、逐步企稳的趋势。2025年上半年，公司已于 15 个城市销售额位列前三，45 个项目进入所在城市销售前十。我们认为，公司凭借高信用背景和“核心城市、核心地段、改善型产品”三大优势，有望优先受益于需求侧改善。

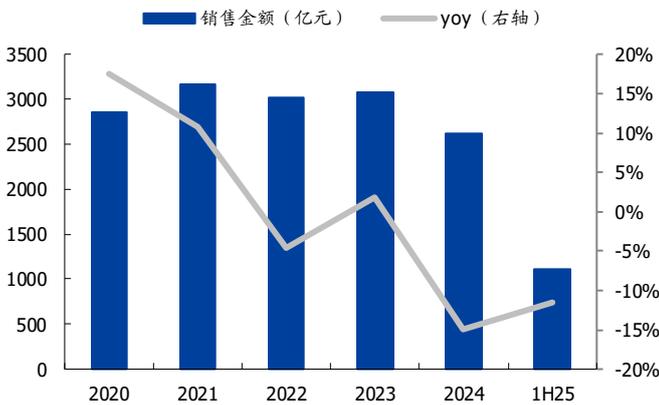
截至 2025H1，公司已签未结开发物业营业额达 2513.7 亿元，其中约 1595.3 亿元计划于 2025H2 结算，为全年业绩实现提供坚实保障。

图表2: 21个市占率排名前5城市



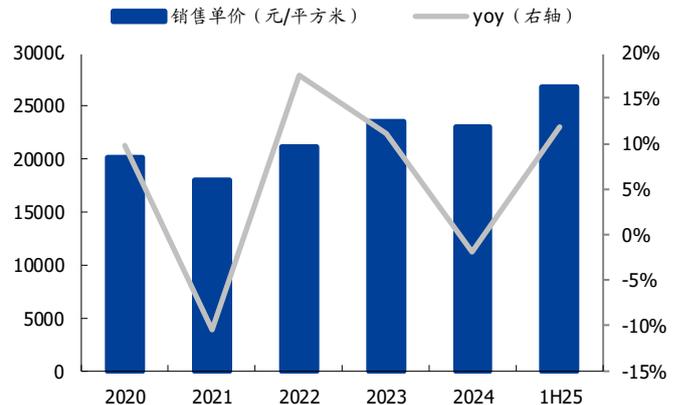
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表3: 销售金额及同比增速



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 销售单价及同比增速



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

土地投资高度聚焦核心城市, 以有效投资做实增量

2025H1, 公司以现金流安全为第一原则, 持续聚焦核心城市、核心地段与核心项目, 以总地价 447.3 亿元 (权益地价 322.8 亿元) 成功获取 18 宗优质土地; 新增总计容建筑面积 148 万平方米 (权益面积 128 万平方米), 投资金额增幅显著缘于获取的核心城市核心地块提升。当期投资强度达 40.6%, 位列行业前三, 且全部聚焦于一线及强二线城市, 其中包括上海新杨思、北京海淀朱房村等重点项目, 以有效投资做实增量, 为公司业绩的持续增长进一步夯实基础。

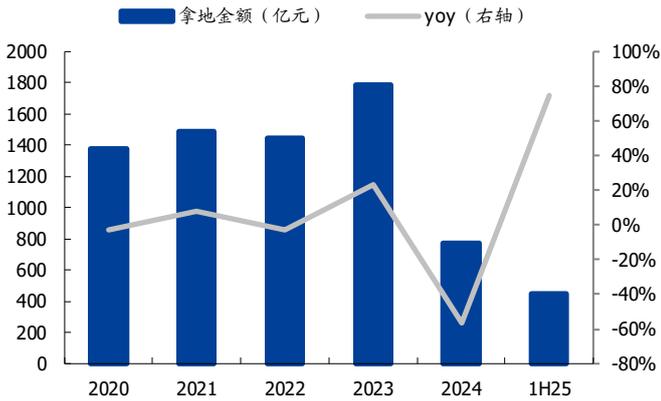
我们认为, 行业竞争格局改善逻辑依旧适用, 当前新房市场仅部分结构性的城市, 结构性的区位, 结构性的新产品具备向上弹性, 而仅有活下来且具备资金优势的头部房企能通过逆周期拿地换仓进一步优化底层资产、边际向上, 进而有望在政策导向中被重新定价。换言之拿地的房企总归能靠自身动力 (通过拿地逐渐顺通造血正循环) 对冲行业下行; 不拿地则只能被动承受市场压力。

图表5: 公司2025年以来拿地明细

拿地月份	项目名称	所在城市	所在地区	城市能级	总楼面面积	华润方需支付价款	权益比例	总价	拿地楼面单价
					平方米	百万元		百万元	元/平方米
25M1	海淀区朱房村西住宅项目	北京	北京	1	102,562	4,576	50%	9,152	89,234
25M1	余杭区云城板块望云北住宅项目	杭州	浙江	2	58,486	1,526	100%	1,526	26,101
25M1	成华区万年场50亩住宅项目	成都	四川	2	82,701	1,687	100%	1,687	20,400
25M1	高新区凌水商住项目	大连	辽宁	2	159,486	1,462	100%	1,462	9,164
					21,314	101	100%	101	4,757
25M2	成华区崔家店72亩商住项目	成都	四川	2	96,494	1,708	100%	1,708	17,700
25M2	浦东新区杨思路南住宅项目	上海	上海	1	68,145	2,494	49%	5,090	74,691
25M2	滨海湾新区交椅湾住宅项目	东莞	广东	3	86,805	738	60%	1,230	14,812
25M2	上城区天臺山路东住宅项目	杭州	浙江	2	51,649	2,618	100%	2,618	50,688
25M2	顺义区温榆河住宅项目	北京	北京	1	172,078	6,024	100%	6,024	35,007
25M2	鄞州区湖下路南住宅项目	宁波	浙江	2	45,789	1,168	100%	1,168	25,514
25M2	浐灞国际港灞河西路住宅项目	西安	陕西	2	98,835	1,177	100%	1,177	11,911
25M5	海淀区功德寺东住宅项目	北京	北京	1	89,173	4,149	65%	6,383	71,581
25M5	建邺区河西中绿博园南住宅项目	南京	江苏	2	71,116	1,570	49%	3,204	45,054
25M5	两江新区照母山板块住宅项目	重庆	重庆	2	16,200	219	100%	219	13,519
25M6	大兴区大兴产业园项目	北京	北京	1	89,781	387	100%	387	4,310
25M6	浐灞国际港林荫路住宅项目	西安	陕西	2	76,440	546	100%	546	7,143
25M6	经开区和雅路西住宅项目	合肥	安徽	2	33,235	345	100%	345	10,381
25M6	经开区和雅路东住宅项目	合肥	安徽	2	69,100	706	100%	706	10,217
25H1 合计 (万平、亿元)					149	332		447	
25M7	元朗区龙田四号住宅项目	香港	香港	4	25,970	154	38%	405	15,605
25M7	鱼峰区文昌路住宅项目	柳州	广西	3	22,053	25	51%	49	2,223
25M7	西湖区莲池路商住项目	杭州	浙江	2	224,031	1,369	51%	2,684	11,982
25M1-7 合计 (万平、亿元)					176	347		479	

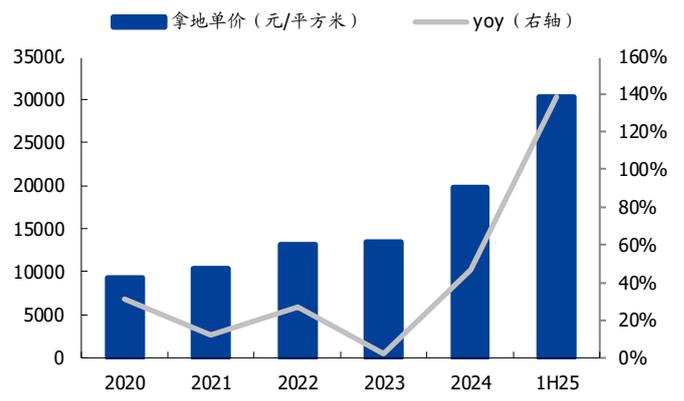
资料来源: 公司拿地通函, 国盛证券研究所。注: 拿地总价、拿地楼面单价为根据拿地通函的推算值, 仅供参考, 或因小数点与报告文字存在差异。

图表6: 拿地金额及增速



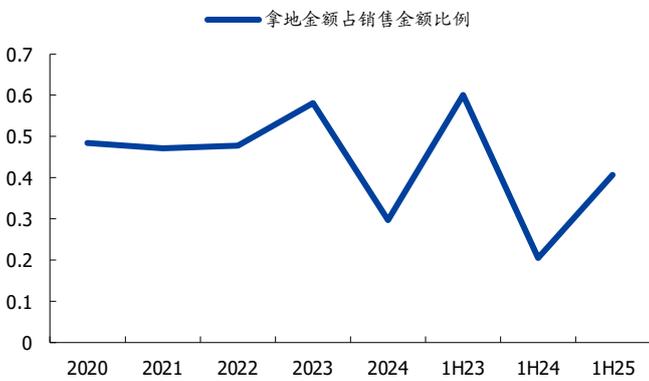
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 拿地单价及增速



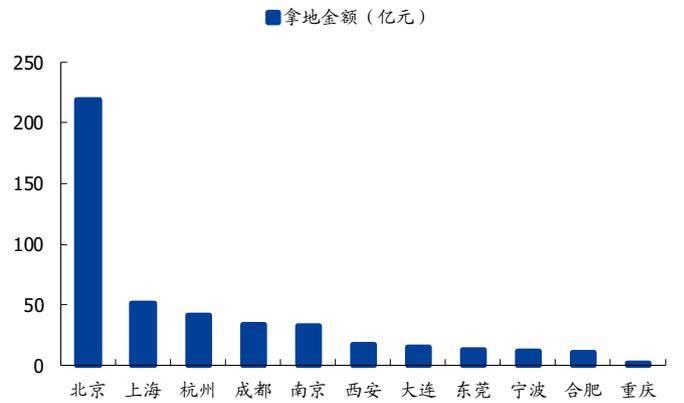
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 土地投资强度



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

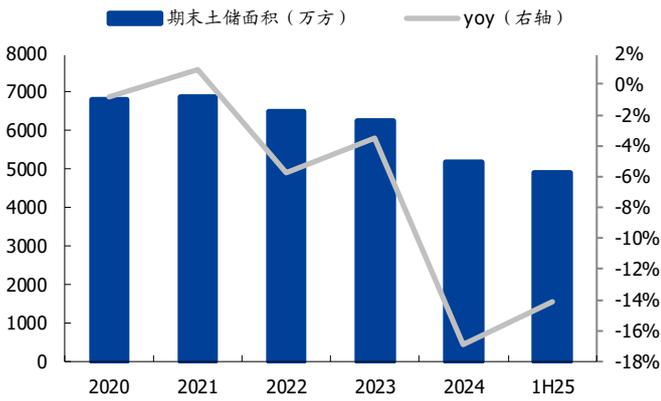
图表9: 2025H1 土地投资结构



资料来源: 拿地通函, 国盛证券研究所

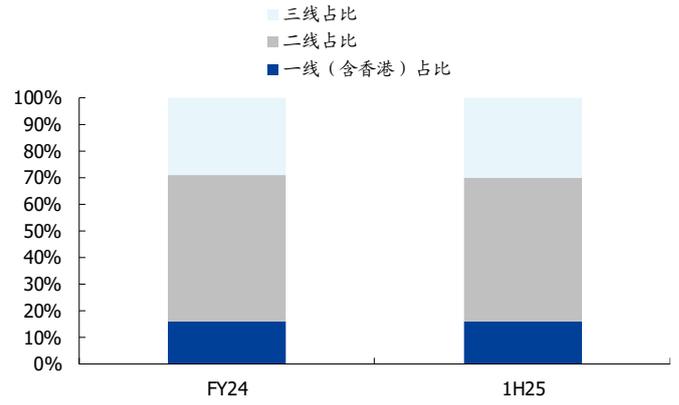
截至 2025H1, 公司总土地储备面积为 4895 万平方米。具体来看: ①投资物业土地储备面积为 776 万平方米, 权益面积 554 万平方米。其中, 商业土地储备面积为 515 万平方米, 占投资物业土储的 66.3%, 包括 33 座处于在建及规划阶段的购物中心, 主要布局于北京、上海、深圳、广州、杭州、南京等核心城市。②开发物业土地储备面积为 4119 万平方米, 权益面积 2884 万平方米。从区域分布来看, 深圳、华南、中西部、华东、北方及香港大区的总建筑面积占比分别为 15.9%、13.6%、31%、16%、23%及 0.5%; 其中约 70%位于一、二线城市, 持续体现出公司深耕高能级城市的战略导向。

图表10: 土地储备及增速



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 开发销售型业务土储结构



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

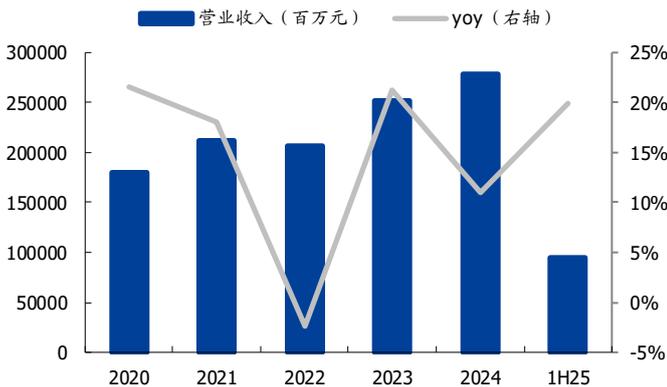
财务数据稳健，发展韧性强劲

营业收入双位数增长，毛利率结构性回升

2025H1，公司营业额同比增长 19.9%至 949 亿元。其中，物业开发营业额约 743.6 亿元，yoy+25.8%；经常性业务营业额突破至 205.6 亿元，yoy+2.5%，对整体营收的贡献占比持续提升至 21.7%，较 2024 年末提升 6.7pct，预计全年经常性业务营业额可两倍覆盖股息及利息，现金流安全垫持续增厚。经常性业务细分来看，2025H1 经营性不动产业务/轻资产管理业务/生活和生态系统分别实现营业收入 121.1 亿元/60 亿元/24.6 亿元，分别 yoy+5.5%/+1.1%/-7.7%。

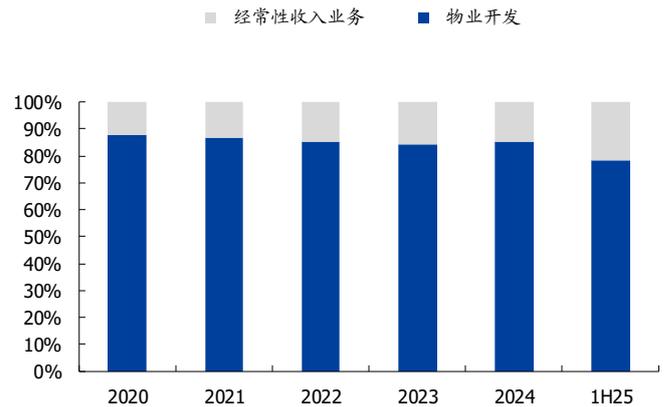
毛利率方面，公司住宅开发板块出现结构性修复（主要受益于一线城市收入贡献占比由 2024H1 的 11%提升至 46%，拉动结算均价提升 35.5%至 23192 元/平），2025H1 录得 15.6%，yoy+3.2pct；叠加经营性不动产业务毛利率维持 72.9%高位，yoy+1.4pct；拉动 2025H1 公司综合毛利率提升 1.8pct 至 24.0%，保持行业第一梯队。考虑到当下房企高度聚焦核心城市拿地，竞争加剧或挤压开发业务毛利率，叠加当前地产基本面尚未企稳、一线城市新房房价亦面临压力，预期公司当前毛利率仍处于筑底阶段，全年实现趋势性回升的难度较大。

图表12: 营业收入及同比增速



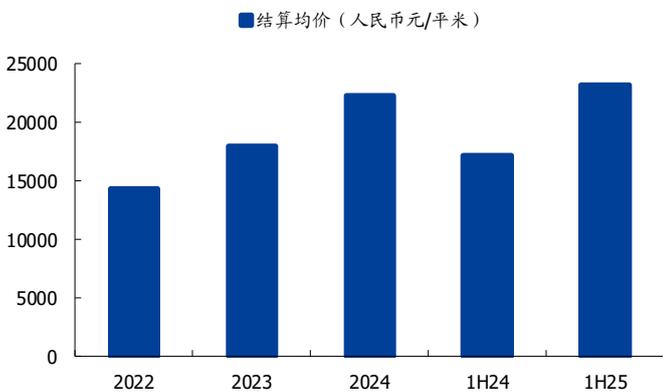
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表13: 营业收入构成



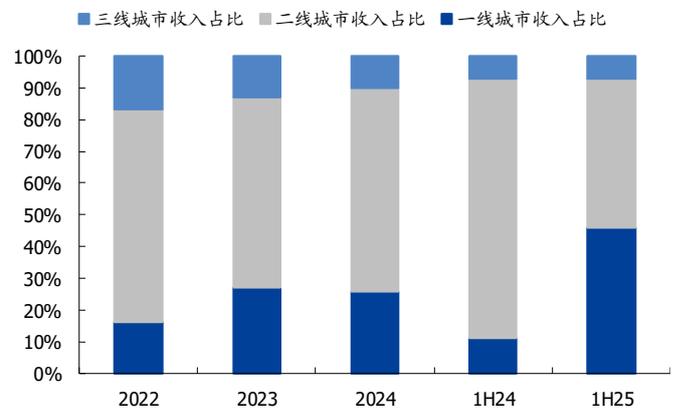
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 结算均价



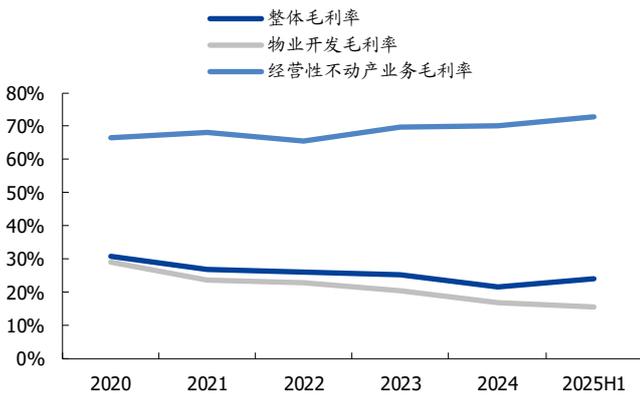
资料来源: 公司业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表15: 房地产开发板块分城市收入占比



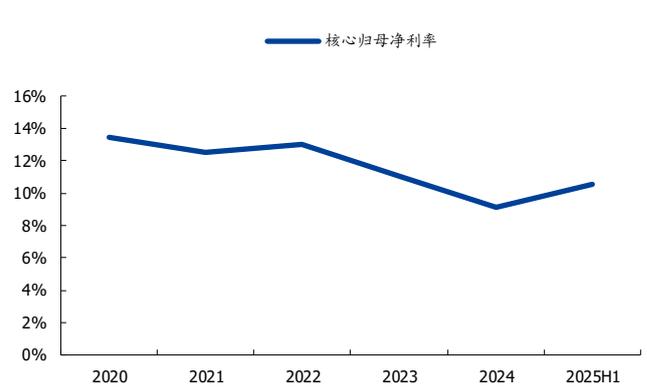
资料来源: 公司业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表16: 毛利率



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 核心归母净利率



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

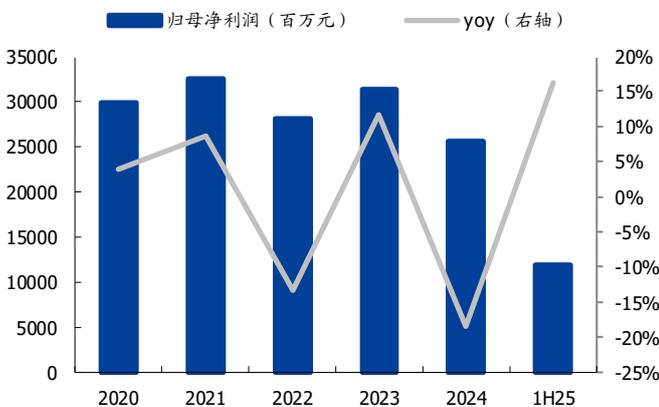
多元化业务筑建护城河, 经常性利润贡献超六成

2025H1, 公司分别实现归母净利润及核心净利润 118.8 亿元和 100.0 亿元, 分别 yoy+16.2%和 yoy-6.6%, 其中经常性业务对核心净利润的贡献占比提升至 60.2%。相较于传统住开开发商, 公司在多元业务上的领先优势降低了行业下行对业绩波动的影响, 为公司盈利可持续性提供有力支撑。对应 2025H1 公司股东应占净利润率和核心净利润率 12.5%、10.5%。公司营收双位数增长但核心净利润同比下滑, 主要因 2024 年同期分拆 REITs 实现的投资物业评估增值及其他一次性收益对核心利润增厚。

注重股东回报, 派息稳定

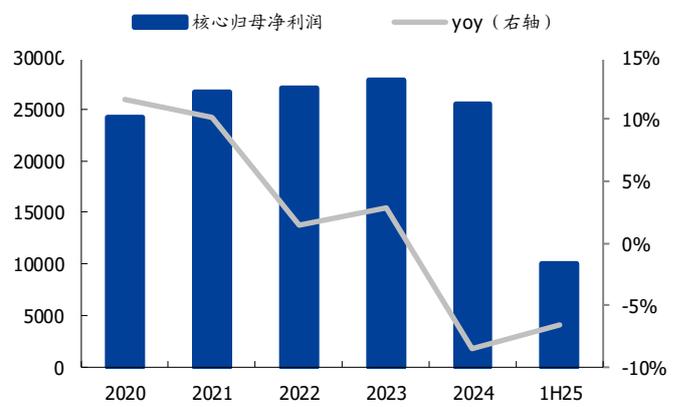
2025H1 公司归母 EPS 为 1.67 元, 每股核心 EPS 为 1.40 元; 公司近年来持续稳定回馈股东, 当期中期每股股息 0.2 元, 较 2024 年中期派息持平。

图表18: 归母净利润及同比增速



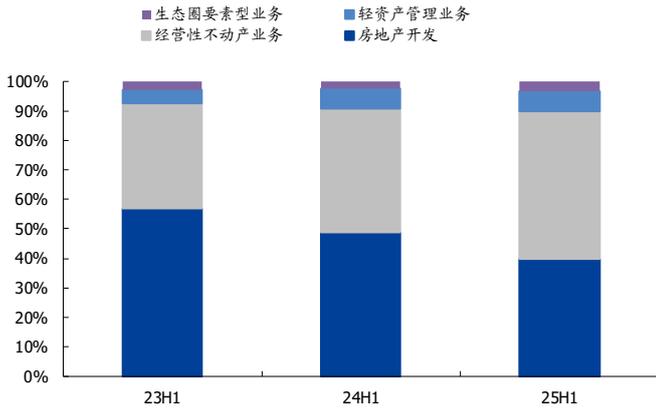
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 核心净利润及同比增速



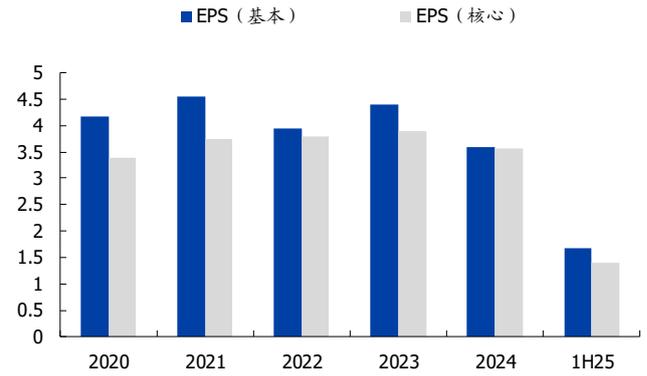
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 核心净利润构成



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表21: 每股盈利 (元)



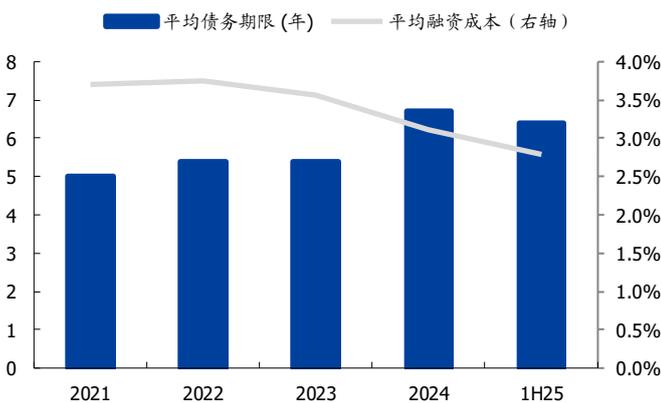
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

财务优势显著, 杠杆水平突破新低

截至 2025H1, 公司综合借贷总额为 2812.7 亿元, 现金及银行结存达 1202.4 亿元, 财务结构保持稳健。当期资产负债率 55.3%、剔预后的资产负债率 56.1%、净有息负债率为 39.2%、现金短债比近 1.9x, 三道红线指标维持绿档。

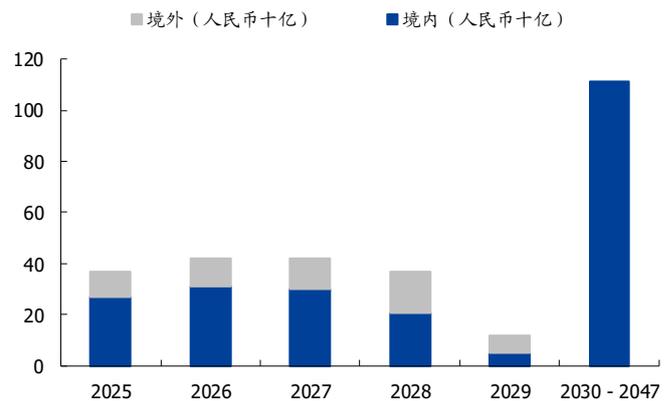
受益于央企背景加上自身财务状况稳健, 在融资环境收缩的背景下, 公司流动性充足且财务结构持续优化。截至 6 月末, 公司加权平均融资成本较 2024 年末下降 32BPs 至 2.79%, 维持行业最低梯队; 其中上半年境内新增融资平均成本 2.5%。债务期限结构方面, 公司当前平均债务期限 6.4 年, 约 21.9% 的有息负债将于一年内到期 (截至 2025H1), 整体偿债压力可控, 安全边际较为充裕。

图表22: 平均融资成本及债务期限



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表23: 债务期限结构



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

“3+1”业务模式协力发展，优质商业运营重塑核心竞争力

多元化企业往往更易穿越周期，新消费起势下商业资产价值重估

公司近年来持续以“城市投资开发运营商”战略定位为指引，通过构建 3+1 一体化发展的业务模式，以开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务三大主营业务叠加生态圈要素型业务形成合力共同发展。

其中，公司以前瞻性布局的商业资产构建护城河，稳定的租金收入反哺主业穿越周期。在行业融资趋紧的市场环境中，持有型资产自身的融资能力（经营性物业贷、CMBS、类 REITs 等）为企业在下行周期中增加了重要的对抗风险能力，亦为在核心城市获取土地资源增添助力。此外，在第二增长曲线经营现金流稳健成长的驱动模式下，此类企业在行业调整中保持了经营稳定，因此也更受金融机构青睐，凭借相对雄厚的资产抵押物获得融资额度（截至 2025H1，公司通过资产抵押共获 1298.2 亿元的融资额度，该额度下贷款余额为 1017.1 亿元，资产抵押期限从 3 年到 23 年不等）及内保外贷等债权工具支持，实现流动性补充；而其优质商业资产质量也带来后续通过 C-REITs 渠道退出的可能性。

纵观各国行业发展脉络，度过调整期后，多元化企业往往更易崭露头角穿越周期。中的多元化房企在 2018-2019 年已开始显现优势，如今多元化房企又经历了一轮洗牌（2020H2-2021H1 期间，受地产监管阀门收紧及大环境走弱影响，部分以高杠杆发展持有型业务的房地产企业受到投资性房地产轻重失衡带来的负面影响，商业资产高投入长回报周期导致企业大额资金沉淀且资产变现能力在行业下行期间快速恶化，最终走向无力偿债）。2024 年以来，随着新消费崛起，商业不动产重新走上资产价值重估的舞台；而在存量竞争愈发激烈的环境下，头部商业不动产运营管理商对商业资产的定义亦完成从“配角化”辅助到重视专业化精细化经营管理，其资产价值或将被赋予更高意义。公司兼具优异开发业务且商业运营占比高，同时商业资产化下具备扩张能力，预计将展现出更强的抗周期能力与发展韧性。

图表24: 华润置地各业务板块前景展望

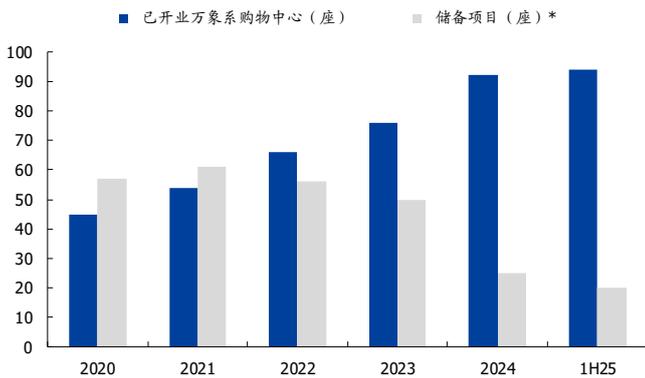


资料来源：业绩 ppt，国盛证券研究所

截至 2025H1，公司已开业购物中心达 94 座（上半年分别于佛山、郑州新开 2 座购物中心，下半年计划开业 4 座），已在 27 个城市实现“一城多汇、多层多汇”布局；未来公司表示持续聚焦一二线及省会核心城市，预计到 2028 年末购物中心总数将增至 114 座。

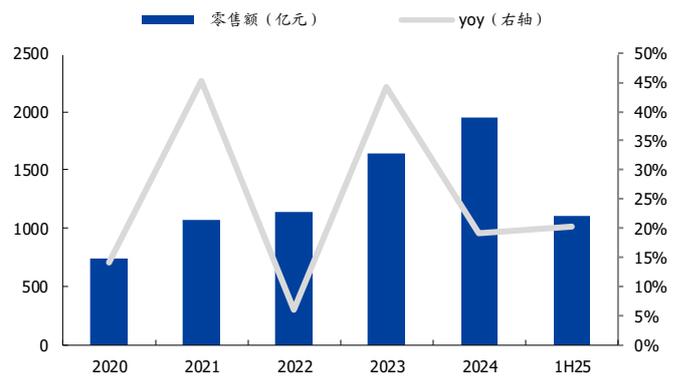
2025H1，公司旗下购物中心实现零售额 1101 亿元，yoy+20.2%，同店 yoy+9.4%，占社会消费品零售总 0.4%；近九成在营购物中心零售额排名当地前三；整体出租率较 2024 年末提升 0.2pct 至 97.3%。租金收入方面，上半年公司实现租金收入达 104 亿元（租售比仍维持 12.0%合理水平），yoy+9.9%；毛利率及经营利润率分别升至 78.4% 及 65.9%；公司预计全年 EBITDA 成本回报率 9.7%。

图表25: 购物中心数量



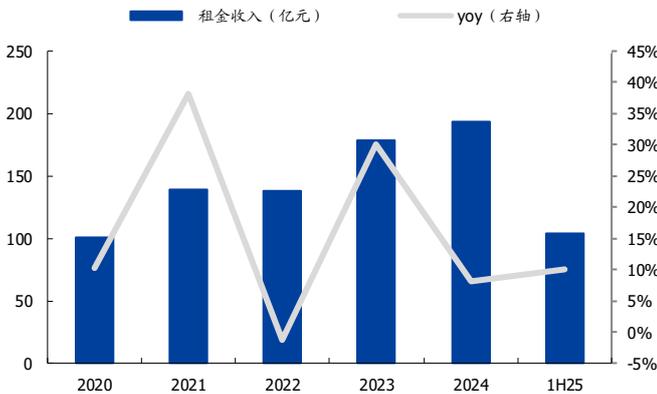
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 购物中心零售额



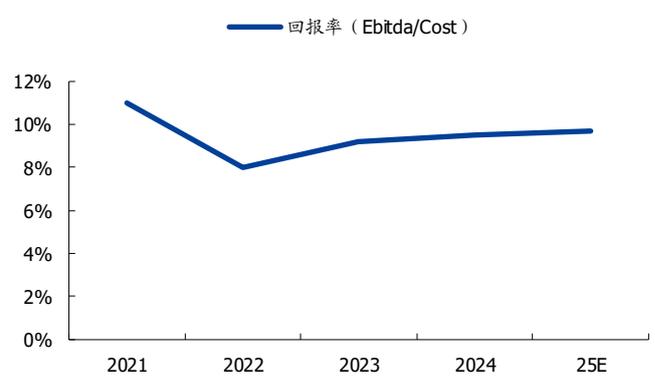
资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表27: 购物中心租金收入



资料来源: wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表28: 购物中心回报率 Ebitda/Cost



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

资管规模及质量具备领先优势，双 REITs 平台助力资产价值释放

通过聚焦购物中心打造多元资产组合，截至 2025H1 公司资管规模达 4835 亿元，较 2024 年末增长 214 亿元；其中，购物中心资管规模 3131 亿元，占比高达 65%，后续通过 REITs 平台实现资产“管理”价值持续释放可期。

当下公司已成功搭建包括华润万象生活、华夏华润商业 REIT（截至 2025H1，总市值破百亿元，稳居消费基础设施 REITs 首位，股价累计涨幅达 52.2%）和有巢公募 REIT（业绩稳中有增，截至 2025H1，股价累计涨幅达 73.9%）在内的一个轻资产管理平台及两个公募 REITs 平台，同步探索 Pre-REIT、私募 REIT 等多层次产品，逐步完善的投融资建管退“资本闭环”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。

图表29: 公司投融资建管退平台畅通



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

投资建议

公司作为头部央企受益竞争格局改善，行业排名稳固，拿地聚焦有力，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 2824/2812/2654 亿元；归母净利润为 248/257/262 亿元；对应 EPS 为 3.47/3.60/3.67 元/股；对应 PE 为 8.0/7.7/7.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 房地产政策放松力度不及预期。**若未来房地产政策放松力度不及预期，将进一步影响市场情绪，对公司整体销售带来不利影响。
- 2) 拿地规模及毛利率不及预期。**若未来公司市场开拓情况不佳、市场竞争加剧或市场基本面继续下行，导致公司拿地规模及毛利率不及预期，将对公司整体利润产生压制。
- 3) 行业基本面下行风险。**若房地产市场基本面持续下行，将对公司销售及整体利润产生不利影响。

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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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