

开发业务结算增长强劲，经营性业务稳健增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中期业绩。2025H1，公司实现收入 949.2 亿元，同比增长 19.9%；归母净利润 118.8 亿元，同比增长 16.2%；核心净利润 100.0 亿元，同比下降 6.6%。董事会决议宣派中期股息每股人民币 0.2 元。
- **开发业务结算增长强劲，销售端展现韧性。**25H1，开发销售型业务结算营业额 743.6 亿元，同比增长 25.8%，毛利率同比提升 3.2pp 至 15.6%，盈利能力有所修复。25H1，受市场调整影响签约额为 1103.0 亿元，同比下降 11.6%，但销售规模仍稳居行业前三。截至 2025/6/30，公司已锁定已售未结营业额 2513.7 亿元，为未来业绩奠定坚实基础。公司坚持“量入为出”的稳健投资策略，上半年新增 18 个项目，均位于一二线核心城市，持续优化土储结构。
- **经营性业务稳健增长，盈利贡献持续提升。**25H1，经营性不动产业务营业额 121.1 亿元，同比增长 5.5%。其中，购物中心业务表现亮眼，零售额实现 1101.5 亿元，同比增长 20.2%；租金收入 104.2 亿元，同比增长 9.9%，展现出强大的抗周期韧性。期内新开业购物中心 2 座，在营数量增至 94 座。轻资产管理平台华润万象生活业绩贡献突出，实现核心净利润 20.1 亿元，同比增长 15.0%。整体来看，公司经常性业务核心净利润同比增长 9.6%，占公司核心净利润总额的比重提升至 60.2%，成为业绩的“压舱石”和增长新引擎。
- **盈利结构优化，财务优势无可撼动。**25H1，公司整体毛利率同比提升 1.8pp 至 24.0%，盈利能力增强，主要得益于开发业务毛利率修复及高毛利的经营性不动产业务稳健增长。公司费用管控成效显著，销售/管理费用率分别同比下降 0.5/0.3pp。财务状况保持行业领先地位，净有息负债率维持在 39.2% 的低位，加权平均融资成本进一步降至 2.79% 的历史新低，为穿越行业周期提供了坚实保障。公司维持每股 0.20 元的中期派息，体现了对股东回报的重视。
- **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%，公司经常性业务将继续提供稳健的盈利增长，开发业务凭借优质的土储和品牌优势，有望在市场企稳后恢复增长，同时公司财务状况稳健，融资成本行业最低，看好公司的长期配置价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济及房地产市场变动风险、居民消费意愿减弱风险、行业竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	278799	305260	331446	357102
增长率	11%	9%	9%	8%
归属母公司净利润(百万元人民币)	25577	26648	28065	29443
增长率	-18%	4%	5%	5%
每股收益 EPS	3.59	3.74	3.94	4.13
净资产收益率	9.39%	9.20%	9.11%	8.97%
PE	5.77	7.46	7.08	6.75

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：李垚
执业证号：S1250525060001
电话：15618507501
邮箱：liyao@swsc.com.cn

分析师：李艾菀
执业证号：S1250525070004
电话：17396222897
邮箱：liac@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)	19.12-33.1
3 个月平均成交量(百万)	17.97
流通股数(亿)	71.31
市值(亿)	2,167.81

相关研究

1. 华润置地(1109.HK)：销售排名逆势提升，经常性业务稳健增长 (2025-03-27)
2. 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)

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
流动资产	710,426	732,876	769,033	805,231	营业收入	278,799	305,260	331,446	357,102
现金	131,294	126,952	124,994	125,254	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	3,481	3,618	3,830	4,019	营业成本	218,466	240,515	262,374	283,565
存货	441,250	449,546	471,066	490,173	销售费用	7,794	8,547	9,281	9,999
其他	134,402	152,759	169,144	185,786	管理费用	6,001	6,716	7,292	7,856
非流动资产	417,967	426,804	434,699	441,649	研发费用	0	0	0	0
固定资产	15,009	14,453	13,926	13,424	财务费用	2,953	2,916	3,093	3,122
无形资产	4,358	3,750	3,172	2,624	除税前溢利	58,228	61,261	64,517	67,685
其他	398,600	408,600	417,600	425,600	所得税	24,550	25,729	27,097	28,428
资产总计	1,128,394	1,159,680	1,203,732	1,246,880	净利润	33,678	35,531	37,420	39,257
流动负债	503,363	503,618	514,750	523,141	少数股东损益	8,101	8,883	9,355	9,814
短期借款	69,423	72,423	75,423	78,423	归属母公司净利润	25,577	26,648	28,065	29,443
应付账款及票据	68,212	61,796	54,815	48,300	EBIT	46,538	49,482	52,500	55,682
其他	365,728	369,399	384,513	396,418	EBITDA	48,069	50,445	53,405	56,532
非流动负债	228,291	233,291	238,291	243,291	EPS (元)	3.59	3.74	3.94	4.13
长期债务	190,359	195,359	200,359	205,359					
其他	37,932	37,932	37,932	37,932	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	731,654	736,909	753,041	766,432	成长能力				
普通股股本	674	674	674	674	营业收入	11.01%	9.49%	8.58%	7.74%
储备	272,283	289,431	307,996	327,939	归属母公司净利润	-18.45%	4.19%	5.32%	4.91%
归属母公司股东权益	272,507	289,656	308,221	328,163	获利能力				
少数股东权益	124,232	133,115	142,470	152,284	毛利率	21.64%	21.21%	20.84%	20.59%
股东权益合计	396,740	422,771	450,691	480,448	销售净利率	9.17%	8.73%	8.47%	8.24%
负债和股东权益	1,128,394	1,159,680	1,203,732	1,246,880	ROE	9.39%	9.20%	9.11%	8.97%
					ROIC	4.10%	4.16%	4.19%	4.23%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	46,585	2,605	3,864	5,357	资产负债率	64.84%	63.54%	62.56%	61.47%
净利润	25,577	26,648	28,065	29,443	净负债比率	32.39%	33.31%	33.46%	33.00%
少数股东权益	8,101	8,883	9,355	9,814	流动比率	1.41	1.46	1.49	1.54
折旧摊销	1,531	963	905	850	速动比率	0.52	0.55	0.57	0.59
营运资金变动及其他	11,376	-33,890	-34,461	-34,750	营运能力				
投资活动现金流	-22,421	4,395	5,810	6,825	总资产周转率	0.24	0.27	0.28	0.29
资本支出	-966	200	200	200	应收账款周转率	80.66	86.00	89.00	91.00
其他投资	-21,455	4,195	5,610	6,625	应付账款周转率	2.87	3.70	4.50	5.50
筹资活动现金流	-5,692	-11,342	-11,632	-11,922	每股指标 (元)				
借款增加	27,503	8,000	8,000	8,000	每股收益	3.59	3.74	3.94	4.13
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	6.53	0.37	0.54	0.75
已付股利	-10,283	-19,342	-19,632	-19,922	每股净资产	38.21	40.62	43.22	46.02
其他	-22,911	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	18,619	-4,342	-1,958	260	P/E	5.77	7.46	7.08	6.75
					P/B	0.54	0.69	0.64	0.61
					EV/EBITDA	5.74	6.73	6.55	6.32

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。

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
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn