

港股研究 | 公司点评 | 华润置地 (1109.HK)

业绩平稳兑现，质量与韧性兼具 ——华润置地 2025 中报点评

报告要点

公司是国内稀缺的多元地产商，业务模式优势明显。开发维度，禀赋、财务、运营、品牌等能力行业领先，土储充裕且结构优良，保障后期销售规模；减值压力释放相对充分，新拿地利润率可观，业绩扎实度与兑现度较高。作为商业龙头，优势体现在布局、招商、运营、租金、效率、重奢等各维度，商业 REITs 打通资产退出通道，优质自持资产提供稳定现金流助力穿越周期，亦能提升公司派息与估值潜力。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

华润置地 (1109.HK)

2025-08-31

业绩平稳兑现，质量与韧性兼具

——华润置地 2025 中报点评

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025H 公司营收 949 亿 (+19.9%)，归母净利润 119 亿 (+16.2%)，核心归母净利 100 亿 (-6.6%)，综合毛利率 24.0% (+1.8pct)，中期每股分红 0.2 元，派息率 14.3% (相对核心业绩)。

事件评论

- 收入与盈利能力提升助推业绩增长，后期维持稳健展望。** 2025H 公司营收 949 亿 (+19.9%)，其中开发/经营性不动产/轻资产管理业务分别同比增长 25.8%、5.5%、1.1%。综合毛利率 24.0% (+1.8pct)，开发/经营性不动产业务分别提升 3.2pct、1.4pct 至 15.6%、72.9%。虽然投资物业公允价值评估同比下降 28.0%、对合联营公司的投资收益同比下降 12.2%，收入与毛利率双升仍助推归母净利同比增长 16.2%。2025H 核心归母净利 100 亿 (-6.6%)，核心业绩的体量与增速弱于归母业绩表现，主因去年同期出表青岛万象城发行商业 REIT 贡献核心业绩，今年的扩募项目仍在推进中。截至 2025H 公司预收账款 2134.5 亿 (-25.5%)，预收款/年化结算收入=0.85X，预收款相对充裕保障结算收入，毛利率与减值承压但压力有望放缓，经营性业务仍有增长，对后期业绩维持稳健的展望。
- 销售处于第一梯队，稳健投资，土储充裕优良保障后期销售。** 2025H 公司全口径销售额 1103 亿 (-11.6%)，行业排名第三，销售面积 411.9 万方 (-21.0%)，销售均价 2.7 万元/平 (+11.9%)。拿地角度，2025H 累计获取 18 个项目，全口径拿地金额 447.3 亿 (+74.7%)，拿地面积 148.2 万方 (-26.8%)，拿地楼板价 3.0 万元/平 (+138.5%)，地价大幅上涨主因投资布局进一步聚焦核心城市，金额维度的拿地强度为 40.6%，补货力度处于行业前列。截至 2025H 公司开发土储可售面积 4119 万方 (相较去年底-6.2%)，其中一二线城市面积占比 70%，土储充裕且结构优良，保障后期销售规模稳定在第一梯队。
- 零售额出租率双增长，商业运营稳中向好。** 公司是商业运营行业领导者，重奢业态构筑强大护城河，2025H 购物中心零售额 1101 亿 (+20.2%)，其中重奢、非重奢同比增长 13.3%、24.9%。零售额同店增速 9.4%，优异运营赋能内生增长，近九成在营购物中心零售额排名当地前三，出租率较 2024 年底提升 0.2pct 至 97.3%。2025H 租金收入 104 亿 (+9.9%)，销管费率同比下降 2.0pct 至 12.1%，经营利润率提升至 65.9%，运营效率行业领先。截至 2025H 公司累计开业购物中心 94 座，2025 上半年新开 2 座，下半年预计再新开 4 座，2026-2028 年计划每年新开 5/6/5 座，至 2028 年底累计开业购物中心量将增至 114 个，内生增长叠加外延扩张，出表节奏有序下，购物中心收入维持稳健增长展望。
- 投资建议：国内稀缺的多元地产商，业务模式优势明显。** 开发维度，禀赋、财务、运营、品牌等能力行业领先，土储充裕且结构优良，保障后期销售规模；减值压力释放相对充分，新拿地利润率可观，业绩扎实度与兑现度较高。作为商业龙头，优势体现在布局、招商、运营、租金、效率、重奢等各维度，商业 REITs 打通资产退出通道，优质自持资产提供稳定现金流助力穿越周期，亦能提升公司派息与估值潜力。预测 2025-2027 年归母业绩 262/270/282 亿，同比 2%、3%、5%，对应 PE 为 7.6/7.4/7.0X，给予“买入”评级。

风险提示

1、地产需求不振，房价下行，资产减值压力加大；2、经济与消费疲弱，经营性业务收入承压。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 30.48

注：股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

相关研究

- 《质量与韧性兼具，业绩扎实度与兑现度高——华润置地 2024 年报点评》2025-03-31
- 《固本开新领转型，稳中精进显风范——华润置地深度覆盖报告》2025-03-25



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、地产需求不振，房价下行，资产减值压力加大。**若地产销售持续不振，需求低迷下公司销售规模仍将下滑，房价延续下跌，毛利率承压，资产减值压力加大，业绩承压。
- 2、经济与消费疲弱，经营性业务收入承压。**经济与消费不景气，购物中心零售额难持续高增，公司租金与运营收入面临下降风险；写字楼的出租率与租金也承压。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。