公司评级	买入（维持）
报告日期	2025 年 08 月 31 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（港元）	30.56
总市值（亿港元）	2,179.22
总股本（亿股）	71.31

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外地产】华润置地(01109.HK)2024 年度业绩点评：多元化高质量发展，股东回报有保障-2025.03.27

分析师：宋健
S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

分析师：孙钟涟
S0190521080001
请注意：孙钟涟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
sunzhonglian@xyzq.com.cn

华润置地(01109.HK)

经常性业务利润占比提升

投资要点：

- **2025 年中期业绩符合预期**：公司 2025 年中期营收 949.2 亿元，同比增长 19.9%，其中经常性业务收入合计 205.6 亿元，同比增长 2.5%，占营业额 21.7%。股东应占核心净利润为 100 亿元，同比减少 6.6%，经常性业务核心净利润占比达到 60.2%；公司中期每股派息 0.20 元，同比持平，中期业绩符合预期。
- **毛利率改善，经常性业务利润占比提升**：公司 2025 年中期综合毛利率为 24.0%，同比提升 1.8 个百分点，其中开发销售业务毛利率同比提升 3.2 个百分点至 15.6%；经营性不动产业务的毛利率提升 1.4 个百分点至 72.9%；轻资产管理业务的毛利率提升 3.1 个百分点至 37.1%。经常性业务的核心净利润占比提升至 60.2%，利润的持续性和稳健性增强。
- **购物中心经营表现突出**：公司 2025 年上半年购物中心营业额 104.2 亿元，同比增长 9.9%。各项经营指标表现突出，零售额同比增长 20.2%至 1101.5 亿元，整体出租率保持在 97.3%的高位。公司将继续实施“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略，将保持每年新开 5-6 个的节奏，稳健扩张规模。
- **销售保持行业领先，继续去化库存**：公司 2025 年上半年合约销售 1103 亿元，保持行业前三的位置。公司继续去化库存，总土储较 2024 年底减少 299 万平米至 4895 万平米。公司以“量入为出”的原则投资，上半年聚焦核心一二线城市，新获取 18 个项目，新增土储面积为 148 万平米。
- **融资成本新低**：截至 2025 年中期公司净负债率提升至 39.2%，预计到年底会降至更低水平。平均融资成本降至 2.79%的新低，财务实力雄厚。
- **维持“买入”评级**：我们预计公司 2025/2026 年的营业收入为 2538/2462 亿元，同比减少 9.0%/3.0%；核心净利润 245/252 亿元，同比减少 3.5%和增长 2.7%，维持“买入”评级。公司派息持续，当前股价对应 2025E 的股息收益率约为 4.6%。
- **风险提示**：宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、公司销售不及预期、租金收入不及预期、人民币贬值。

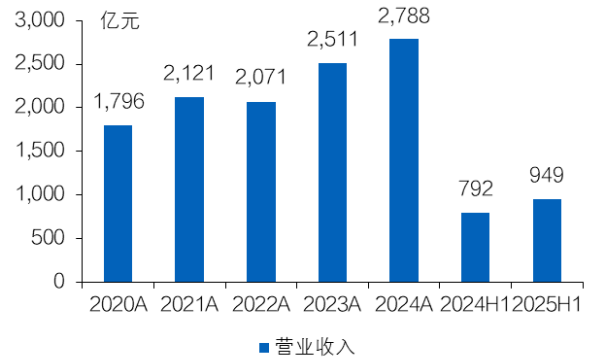
主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	2,788	2,538	2,462	2,492
同比增长(%)	11.0	-9.0	-3.0	1.2
核心净利润(亿元)	254	245	252	266
同比增长(%)	-8.5	-3.5	2.7	5.4
毛利率(%)	21.6	20.7	21.5	22.0
核心净利润率(%)	9.1	9.7	10.2	10.7
净资产收益率(%)	9.5	8.8	8.5	8.5
每股核心收益(元)	3.56	3.44	3.53	3.72
每股股息(元)	1.32	1.27	1.31	1.38

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

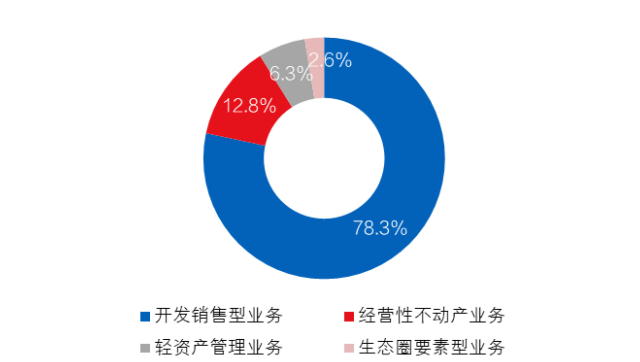
- **2025 年中期业绩符合预期**：公司 2025 年中期营收 949.2 亿元，同比增长 19.9%，其中经常性业务收入合计 205.6 亿元，同比增长 2.5%，占营业额 21.7%。股东应占核心净利润为 100 亿元，同比减少 6.6%，经常性业务核心净利润占比达到 60.2%；公司中期每股派息 0.20 元，同比持平，中期业绩符合预期。
- **业务多元化发展**：公司的开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务和生态圈要素型业务收入分别为 743.6、121.1、60.0 和 24.5 亿元，分别同比增长 25.8%、5.5%、1.1%和减少 7.7%，其中经常性收入占总营收比例为 21.7%。

图1、营业收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

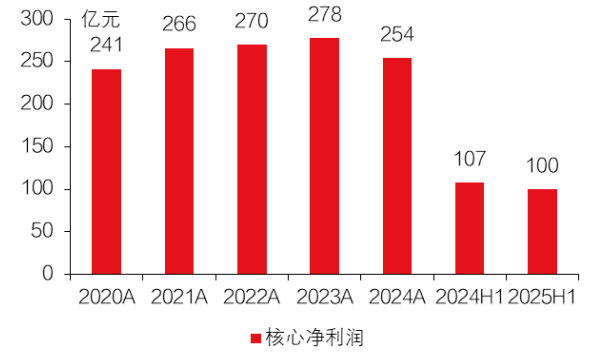
图2、营收结构（截至 2025H1）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

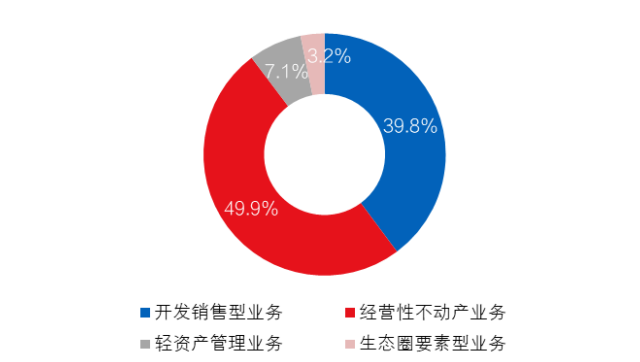
- **毛利率改善，经常性业务利润占比提升**：公司 2025 年中期综合毛利率为 24.0%，同比提升 1.8 个百分点，其中开发销售业务毛利率同比提升 3.2 个百分点至 15.6%；经营性不动产业务的毛利率提升 1.4 个百分点至 72.9%；轻资产管理业务的毛利率提升 3.1 个百分点至 37.1%。经常性业务的核心净利润占比提升至 60.2%，利润的持续性和稳健性增强。

图3、核心净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

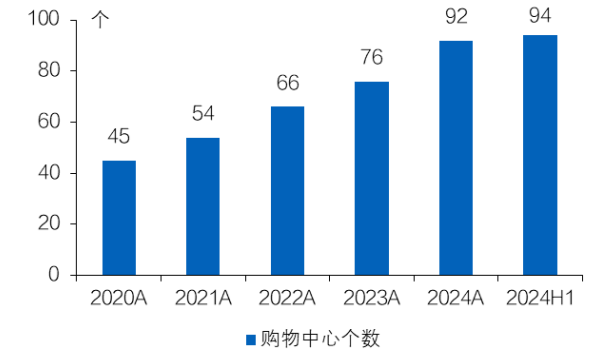
图4、核心净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

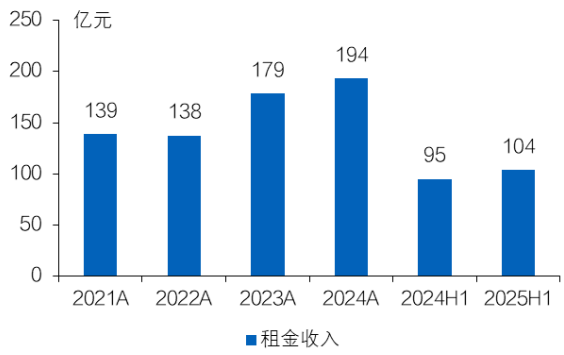
- **购物中心经营表现突出**：公司 2025 年上半年购物中心营业额 104.2 亿元，同比增长 9.9%。各项经营指标表现突出，零售额同比增长 20.2%至 1101.5 亿元，整体出租率保持在 97.3%的高位。公司将继续实施“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略，将保持每年新开 5-6 个的节奏，稳健扩张规模。

图5、购物中心数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

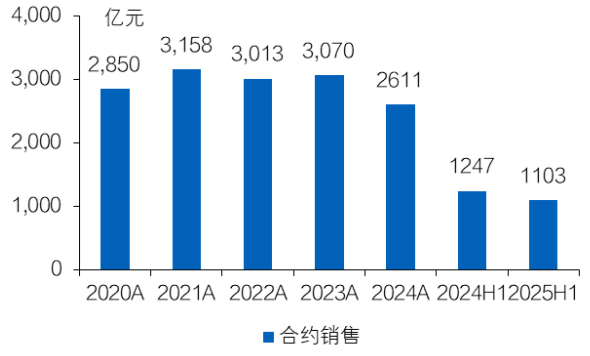
图6、购物中心租金收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

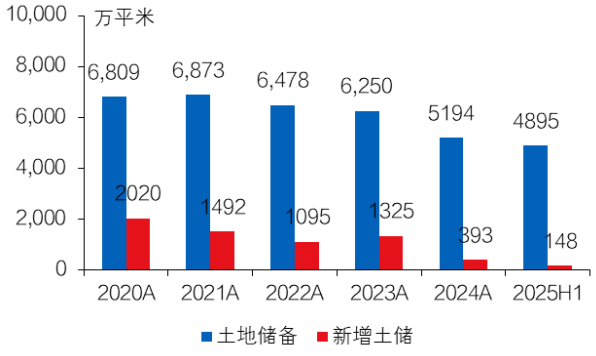
- **销售保持行业领先，继续去化库存**：公司 2025 年上半年合约销售 1103 亿元，保持行业前三的位置。公司继续去化库存，总土储较 2024 年底减少 299 万平米至 4895 万平米。公司以“量入为出”的原则投资，上半年聚焦核心一二线城市，新获取 18 个项目，新增土储面积为 148 万平米。

图7、合约销售



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

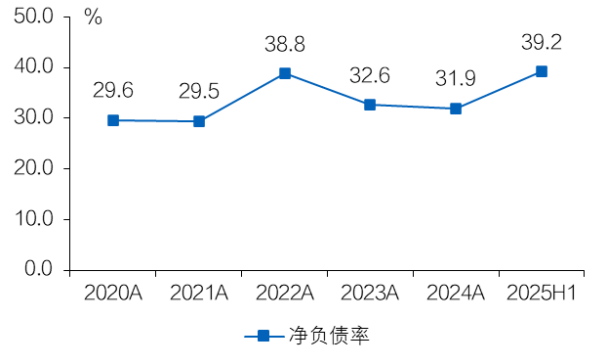
图8、土地储备



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

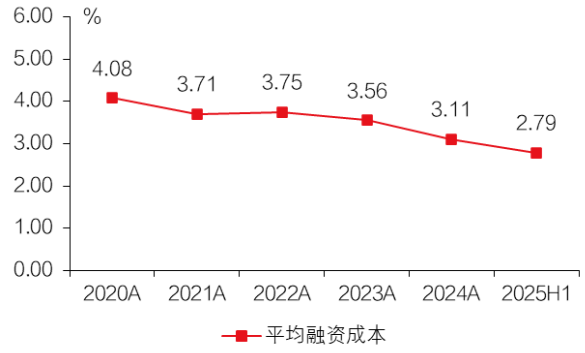
- **融资成本新低**：截至 2025 年中期公司净负债率提升至 39.2%，预计到年底会降至更低水平。平均融资成本降至 2.79%的新低，财务实力雄厚。

图9、净负债率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、平均融资成本



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级**：我们预计公司 2025/2026 年的营业收入为 2538/2462 亿元，同比减少 9.0%/3.0%；核心净利润 245/252 亿元，同比减少 3.5%和增长 2.7%，维持“买入”评级。公司派息持续，当前股价对应 2025E 的股息收益率约为 4.6%。
- **风险提示**：宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、公司销售不及预期、租金收入不及预期、人民币贬值。

附表

资产负债表 单位:亿元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**7,104**	**7,744**	**7,853**	**8,043**
货币资金	1,336	1,321	1,745	1,973
存货	4,412	5,031	4,832	4,858
应收账款	528	564	448	383
其他应收款	578	578	578	578
其他流动资产	251	251	251	251
非流动资产	**4,180**	**4,387**	**4,609**	**4,849**
物业、厂房及设备	150	151	152	153
使用权资产	50	50	50	50
投资物业	2,712	2,918	3,140	3,379
于联合营公司的权益	851	851	851	851
其他非流动资产	365	365	365	365
递延税项资产	51	51	51	51
资产总计	**11,284**	**12,131**	**12,463**	**12,892**
流动负债	**5,034**	**5,636**	**5,673**	**5,795**
短期借款	694	737	736	732
应付账款	1,335	1,829	1,757	1,767
应付税项	310	310	310	310
合同负债	2,155	2,219	2,330	2,447
其他流动负债	531	531	531	531
非流动负债	**2,283**	**2,340**	**2,442**	**2,545**
长期借款	1,904	1,961	2,062	2,166
长期应付款	18	18	18	18
递延所得税负债	279	279	279	279
负债合计	**7,317**	**7,976**	**8,114**	**8,340**
股本	7	7	7	7
储备	2,718	2,873	3,032	3,199
少数股东权益	1,242	1,276	1,310	1,346
股东权益合计	**3,967**	**4,155**	**4,349**	**4,552**
负债及权益合计	**11,284**	**12,131**	**12,463**	**12,892**

现金流量表 单位:亿元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	582	481	494	520
折旧和摊销	9	9	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
财务费用	19	21	21	22
所得税开支	-245	-202	-207	-219
营运资金的变动	580	-160	243	48
经营活动产生现金流量	**425**	**213**	**670**	**498**
投资活动产生现金流量	**-340**	**-216**	**-232**	**-249**
融资活动产生现金流量	**102**	**-11**	**-15**	**-21**
现金净变动	186	-15	424	229
现金的期初余额	1,127	1,313	1,298	1,722
现金的期末余额	1,313	1,298	1,722	1,951

利润表 单位:亿元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**2,788**	**2,538**	**2,462**	**2,492**
营业成本	2,185	2,012	1,933	1,943
销售费用	77.9	68.5	66.5	67.3
管理费用	60.0	50.8	49.2	49.8
财务费用	31.8	20.7	21.5	22.3
其它收益	66.9	69.2	75.3	85.1
营业利润	**532.3**	**475.5**	**489.1**	**516.7**
公允价值变动	77.9	0.0	0.0	0.0
投资收益	3.9	26.0	26.0	26.0
其它经营开支	31.8	20.7	21.5	22.3
税前盈利	**582.3**	**480.8**	**493.6**	**520.4**
所得税	245.5	201.9	207.3	218.6
税后盈利	336.8	278.9	286.3	301.8
少数股东损益	81.0	33.5	34.4	36.2
核心净利润	254.2	245.4	251.9	265.6
核心 EPS(元)	3.56	3.44	3.53	3.72
每股股息(分)	132	127	131	138

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)				
营业收入	11.0	-9.0	-3.0	1.2
核心净利润	-8.5	-3.5	2.7	5.4
盈利能力(%)				
毛利率	21.6	20.7	21.5	22.0
核心净利率	9.1	9.7	10.2	10.7
ROE	9.5	8.8	8.5	8.5
偿债能力				
净负债率(%)	30.4	31.8	22.9	19.1
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.3	4.5	5.5	6.5
每股资料(元)				
每股核心收益	3.56	3.44	3.53	3.72
每股净资产	38.2	40.4	42.6	45.0
估值比率(倍)				
PE	7.7	8.0	7.8	7.4
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI ’ AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	**香 港（兴证国际）**
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk