

运营与服务赋能下的估值破局

华泰研究

2025年11月29日 | 中国香港

深度研究

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

15.21

龙湖集团作为深耕商业+地产 30 余年的龙头房企，聚焦开发、运营、服务三大板块，由此延展出地产开发、商业投资、资产管理、物业管理、智慧营造五大航道协同发展，实现一二线高能级城市的全面布局。站在当前时点推荐龙湖集团，源于我们认为公司价值存在低估，主要体现为：商业地产的重定价空间、科技赋能下的服务业务成长性以及市场出清格局下的开发修复动能。在行业大浪淘沙的时代，财务的严明纪律和经营的长期主义使得公司稳立行业第一梯队，作为民企更为可贵，重申“买入”。

运营重定价空间：C-REIT 更新定价逻辑，内驱加持有望推动重估
 我们认为龙湖商业投资板块有望迎来价值重估，主要有以下驱动因素：1. 公司内外兼修，积极谋求发展。一方面，公司持续保持外延式扩张。2022 年以来商场运营面积年复合增速约 14.1%，持续的扩张步伐为租金规模保持逆周期增长打下基础。另一方面，公司加大升级改造力度，推动存量进入内生成长期，内观公司商场运营效能，我们认为拐点将至；2. C-REIT 带来重新定价机遇。C-REIT 底层资产已拓展至消费基础设施，2025 年以来消费 REITs 估值显著增长，为商业地产估值给出新的定价逻辑；3. 一二线定位及 TOD 综合体标签锻造区位优势，由此带来修复弹性。

服务板块成长空间：科技赋能构筑超额利润点，有望形成未来增长点
 我们认为公司在科技赋能下的服务板块成长性被低估。公司自 2018 年起确立“空间即服务”战略，服务板块以科技为主要特色，我们认为科技赋能也将成为公司未来发展的重要看点：1. 构筑运营管理业务超额利润点。在 HALO 智慧空间管理平台加持下，物管板块毛利率达 28%，高于市场均值 9pct；2. 自研科技有望形成未来增长点。智慧营造服务品牌具备全业态+全流程两大优势，推动公司代建业务快速起势，25H1 新增签约建面同比+87%，超出 TOP20 均值 44pct。同时，通过“千丁数科”品牌对外输出自研科技能力。作为具有增长点的轻资产板块，服务业务更具估值看点。

开发板块潜在修复动能：稳健现金流+高能级布局+成熟产品力

公司近年来收缩地产开发投资头寸以及压降有息负债（22 年末至 25H1 累计压降 302 亿元至 1698 亿元），报表口径下经营性现金流持续为正，“三道红线”指标长期维持绿档，对于民企而言难能可贵。虽然由于市场调整，公司开发板块仍存在压力（规模收缩和减值压力），但我们认为当前估值已较为充分体现悲观预期。展望未来，随着市场逐步企稳以及竞争格局出清，公司作为少数兼具运营和开发的优质民企，其稳健现金流、成熟产品力和高能级市场布局都将转化为竞争红利，开发板块估值长期具备修复积累动能。

盈利预测与估值

考虑市场情况，公司开发业务因结算项目盈利能力下降短期承压，我们下调 2025-27 年毛利率假设，调整 2025-27 年 EPS 至 0.52/0.68/1.04 元（前值 0.83/0.93/1.06 元，对应下调 37%/26%/1%）。公司业绩下调主要源于开发业务，但通过分部估值，我们测算得出运营和服务板块价值可观，推动公司合计股权价值达 1260 亿港元。考虑公司多元化经营，我们在此基础上给予 15% 折让，得出目标股权价值为 1071 亿港元。我们给予目标价 15.21 港元/股（前值 13.86 港元，基于 0.53x 25E PB），维持“买入”评级。

风险提示：融资能力减弱；地产销售不及预期；经营性业务发展不及预期；测算偏差风险。

陈慎

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

研究员

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

刘璐

SAC No. S0570519070001
SFC No. BRD825

研究员

liulu015507@htsc.com
+(86) 21 2897 2053

林正衡

SAC No. S0570520090003
SFC No. BRC046

研究员

linzhengheng@htsc.com
+(86) 21 2897 2065

戚康旭*

SAC No. S0570524120001

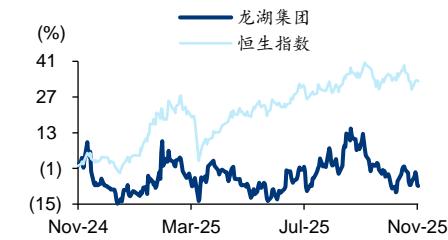
研究员

qikangxu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (港币 截至 11月 28 日)	9.72
市值 (港币百万)	68,445
6 个月平均日成交额 (港币百万)	201.54
52 周价格范围 (港币)	8.87-13.16

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	127,475	109,482	93,020	83,953
+/-%	(29.47)	(14.11)	(15.04)	(9.75)
归属母公司净利润 (百万)	10,401	3,677	4,762	7,328
+/-%	(19.06)	(64.65)	29.53	53.87
EPS (最新摊薄)	1.51	0.52	0.68	1.04
ROE (%)	6.64	2.27	2.89	4.32
PE (倍)	5.86	16.94	13.08	8.50
PB (倍)	0.38	0.38	0.37	0.36
EV EBITDA (倍)	19.62	44.31	28.64	17.81
股息率 (%)	3.62	1.77	2.29	3.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	180,737	127,475	109,482	93,020	83,953
销售成本	(150,153)	(107,064)	(99,581)	(81,472)	(67,588)
毛利润	30,584	20,411	9,901	11,548	16,365
销售及分销成本	(5,263)	(4,234)	(3,636)	(3,089)	(2,788)
管理费用	(5,502)	(4,464)	(3,834)	(3,257)	(2,940)
其他收入/支出	2,632	5,700	5,533	5,737	5,904
财务成本净额	724.88	471.67	422.27	323.46	417.40
应占联营公司利润及亏损	1,554	845.60	(726.24)	(678.75)	(673.84)
税前利润	24,729	18,731	7,660	10,583	16,285
税费开支	(7,597)	(6,605)	(3,064)	(4,233)	(6,514)
少数股东损益	4,283	1,724	919.19	1,587	2,443
归属净利润	12,850	10,401	3,677	4,762	7,328
折旧和摊销	(474.34)	(356.35)	(700.83)	(730.22)	(759.99)
EBITDA	24,479	18,615	7,938	10,990	16,627
EPS (人民币, 基本)	1.95	1.51	0.52	0.68	1.04

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	24,479	18,615	7,938	10,990	16,627
融资成本	(724.88)	(471.67)	(422.27)	(323.46)	(417.40)
营运资本变动	23,116	19,711	8,606	30,104	10,418
税费	(7,597)	(6,605)	(3,064)	(4,233)	(6,514)
其他	(6,266)	(13,296)	(4,547)	(4,209)	(1,779)
经营活动现金流	33,008	17,953	8,511	32,329	18,335
CAPEX	892.52	(562.09)	(361.89)	(371.86)	(371.86)
其他投资活动	(12,504)	(8,854)	(4,159)	(3,331)	(2,661)
投资活动现金流	(11,612)	(9,417)	(4,521)	(3,703)	(3,033)
债务增加量	(19,291)	(17,215)	(12,633)	(19,365)	(18,165)
权益增加量	0.00	26.96	0.00	0.00	0.00
派发股息	(11,930)	(3,625)	(2,204)	(1,103)	(1,429)
其他融资活动现金流	(3,046)	471.67	422.27	323.46	417.40
融资活动现金流	(34,267)	(20,342)	(14,415)	(20,145)	(19,177)
现金变动	(12,871)	(11,805)	(10,425)	8,481	(3,874)
年初现金	72,624	60,423	49,416	38,991	47,472
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	60,423	49,416	38,991	47,472	43,598

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	254,841	221,045	221,536	140,561	159,829
应收账款和票据	107,617	105,389	77,552	77,882	62,400
现金及现金等价物	60,423	49,416	38,991	47,472	43,598
其他流动资产	19,310	19,156	18,141	13,705	14,265
总流动资产	442,191	395,007	356,220	279,620	280,092
固定资产	2,200	2,284	2,224	2,153	2,061
无形资产	2,009	1,805	1,534	1,257	974.01
其他长期资产	254,006	266,546	265,812	265,123	264,436
总长期资产	258,216	270,635	269,570	268,533	267,471
总资产	700,407	665,642	625,790	548,152	547,562
应付账款	170,385	151,750	134,393	81,610	97,582
短期借款	28,508	31,785	27,917	24,317	21,917
其他负债	68,097	57,342	49,248	41,843	37,764
总流动负债	266,989	240,877	211,558	147,770	157,264
长期债务	178,970	158,478	149,713	133,947	118,182
其他长期债务	17,989	20,810	16,651	13,320	10,659
总长期负债	196,959	179,288	166,364	147,267	128,841
股本	574.48	601.44	601.44	601.44	601.44
储备/其他项目	151,392	160,830	162,302	165,962	171,861
股东权益	151,967	161,431	162,904	166,563	172,462
少数股东权益	84,492	84,046	84,965	86,552	88,995
总权益	236,458	245,477	247,869	253,115	261,458

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(27.87)	(29.47)	(14.11)	(15.04)	(9.75)
毛利润	(42.34)	(33.26)	(51.49)	16.64	41.71
营业利润	(48.10)	(22.44)	(54.27)	37.35	51.22
净利润	(47.25)	(19.06)	(64.65)	29.53	53.87
EPS	(49.74)	(22.54)	(65.42)	29.53	53.87
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	16.92	16.01	9.04	12.42	19.49
EBITDA	13.54	14.60	7.25	11.81	19.81
净利润率	7.11	8.16	3.36	5.12	8.73
ROE	8.74	6.64	2.27	2.89	4.32
ROA	1.73	1.52	0.57	0.81	1.34
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	55.92	51.70	50.72	0.00	0.00
流动比率	1.66	1.64	1.68	1.89	1.78
速动比率	0.70	0.72	0.64	0.94	0.76
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.24	0.19	0.17	0.16	0.15
应收账款周转天数	229.12	300.77	300.77	300.77	300.77
应付账款周转天数	466.34	541.59	517.23	477.23	477.23
存货周转天数	695.66	800.08	800.00	800.00	800.00
现金转换周期	458.45	559.27	583.55	623.55	623.55
每股指标 (人民币)					
EPS	1.95	1.51	0.52	0.68	1.04
每股净资产	23.05	23.44	23.13	23.65	24.49

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点	6
运营重定价空间：C-REIT 更新定价逻辑，内驱加持有望推动商业迎来重估	6
服务板块成长空间：科技赋能构筑超额利润点，有望形成未来增长点	6
开发板块潜在修复动能：稳健现金流+高能级布局+成熟产品力	6
我们与市场观点不同之处	6
龙湖集团：“开发+运营+服务”三位一体的民企龙头	7
历经 30 余年发展，成长为头部地产综合运营商	7
五大航道协同发展，穿越周期的民企龙头	7
商业：C-REIT、区位优势及管理溢价推动商业航道价值重估	9
深耕商业地产，稳居行业龙头	9
看点 1：一二线定位及 TOD 综合体标签锻造区位优势	10
看点 2：外延式增长推动租金规模持续扩张	10
看点 3：升级改造推动存量进入内生成长期	11
看点 4：C-REIT 重塑商业地产估值逻辑，推升商业航道重估空间	13
服务：服务业务赋能，五大航道协同受益	15
龙湖智创生活：智慧服务平台加持，推动物管业务高质量发展	15
龙湖龙智造：面向城市多元空间营造，自研科技能力已形成输出	17
开发：战略性收缩，弹性取决于二线市场	21
销投短期仍有压力	21
二线城市景气度弹性决定开发业务表现	22
融资：现金流高压期已过，多航道布局助力公司穿越周期	25
有息负债规模持续压降，常年维持经营性现金流净流入	25
债务结构健康，融资成本优势显著	25
投资建议	27
盈利预测和估值	27
风险提示	30

图表目录

图表 1：龙湖集团发展历程	7
图表 2：龙湖集团总资产	7
图表 3：龙湖集团权益净资产及同比	7
图表 4：龙湖集团股权结构与业务板块	8
图表 5：龙湖集团营收结构	8
图表 6：2025H1 龙湖集团营收（内圈）和毛利结构（外圈）	8
图表 7：龙湖集团商业地产布局	9

图表 8: 龙湖集团商业地产规模	9
图表 9: 龙湖集团商场项目城市分布	10
图表 10: 龙湖集团商业租金规模	10
图表 11: 龙湖集团商场出租率	10
图表 12: 龙湖集团商场租金坪效	11
图表 13: 龙湖集团商场销售坪效	11
图表 14: 不同年限商场 2024 年经营表现	11
图表 15: 2024 年完成调改商场租金同比表现	12
图表 16: 龙湖集团商场营业额同比	12
图表 17: 龙湖集团商场客流同比	12
图表 18: 龙湖集团商场同店租金同比 (分城市)	12
图表 19: 龙湖集团商场同店租金同比与城市平均租金比较	12
图表 20: 主要香港商业地产企业 2021 年-2024 年资本化率	13
图表 21: 消费 REITs 可供分派金额 (ttm) / 市值	13
图表 22: 消费 REITs 收盘价指数	13
图表 23: 购物中心资本化率区间	14
图表 24: 龙湖集团购物中心估值假设	14
图表 25: 龙湖集团购物中心 NOI 测算	14
图表 26: 龙湖集团购物中心股权价值评估	14
图表 27: 龙湖智创生活五大主营业务	15
图表 28: 头部物管公司重点指标对比	15
图表 29: 龙湖智创生活设施管理标杆项目：小米北京科技园	16
图表 30: 公司利用智能化系统为小米北京科技园管理赋能	16
图表 31: 公司打造了 HALO 智慧空间服务平台	16
图表 32: 龙湖智创生活合并抵消后营收和毛利率	17
图表 33: 公司增值服务业务布局	17
图表 34: 龙湖龙智造五大业务	18
图表 35: 龙湖龙智造标杆项目：南京麒麟天街	18
图表 36: 龙湖龙智造标杆项目：苏州姑苏区智慧城市管理平台	18
图表 37: 2025 年前三季度 TOP10 代建企业新增签约建筑面积和同比增速	19
图表 38: 千丁数科四大解决方案	19
图表 39: 公司全口径销售金额及其同比	21
图表 40: 公司全口径销售均价及其同比	21
图表 41: 公司权益销售金额及权益比例	21
图表 42: 公司权益拿地金额及其同比	22
图表 43: 公司权益拿地均价及其同比	22
图表 44: 公司权益拿地强度	22
图表 45: 公司土储建筑面积结构—按城市能级	22
图表 46: 公司土储建筑面积结构—按区域	22
图表 47: 公司土储建面结构以及权益比例	23

图表 48: 公司土储成本及其占比	23
图表 49: 公司开发业务估值情景假设	23
图表 50: 2025 年前 10 月房企操盘销售金额	24
图表 51: 龙湖集团经营性现金流净额	25
图表 52: 龙湖集团有息负债	25
图表 53: 龙湖集团净负债率以及扣预资产负债率	25
图表 54: 龙湖集团现金短债比	25
图表 55: 2025H1 末龙湖集团有息负债品种结构	26
图表 56: 龙湖集团外币债务以及短债占比	26
图表 57: 龙湖集团债务到期情况 (分年限)	26
图表 58: 2025H1 末龙湖集团债务到期情况 (分类别)	26
图表 59: 龙湖集团融资成本	26
图表 60: 关键假设简表 (按业务拆分)	28
图表 61: 盈利预测调整表	28
图表 62: 物业管理可比公司估值水平	29
图表 63: 智慧营造可比公司估值水平	29
图表 64: 参考估值	29
图表 65: 龙湖集团 PE-Bands	30
图表 66: 龙湖集团 PB-Bands	30

投资要点

龙湖集团作为深耕商业+地产 30 余年的龙头房企，聚焦开发、运营、服务三大板块，由此延展出地产开发、商业投资、资产管理、物业管理、智慧营造五大航道协同效应，实现一二线高能级城市的全面布局。站在当前时点推荐龙湖集团，源于我们认为公司价值存在低估，主要体现为：商业地产的重定价空间、科技赋能下的服务业务成长性以及市场出清格局下的开发修复动能。在行业大浪淘沙的时代，财务的严明纪律和经营的长期主义使得公司稳立行业第一梯队，作为民企更为可贵，重申“买入”。

运营重定价空间：C-REIT 更新定价逻辑，内驱加持有望推动商业迎来重估

商业投资板块有望迎来价值重估，主要有以下驱动因素：1. C-REIT 带来重新定价机遇。2025 年以来消费 REITs 估值显著增长，为商业地产估值给出新的定价逻辑。目前消费 REITs 的股息率在 3.6%-4.6% 之间，这意味着 Cap Rate 有望下降 100-150bp，推动估值提升；2. 公司内外兼修，积极谋求发展。一方面，公司持续保持外延式扩张。2022-2025H1 公司商场运营面积年复合增速约 14.1%，持续的扩张步伐为租金规模保持逆周期增长打下基础。另一方面，龙湖商场管控能力突出，NOI 利润率一直维持行业领先标准，同时，近年公司逐步开展升级改造，推动存量进入内生成长期，内观公司商场运营效能，我们认为拐点将至；3. 一二线定位及 TOD 综合体标签锻造区位优势，由此带来修复弹性。

服务板块成长空间：科技赋能构筑超额利润点，有望形成未来增长点

我们认为公司在科技赋能下的服务板块成长性被低估。公司自 2018 起确立“空间即服务”战略，即把服务板块看成五大航道全链协同发展的重要内核。龙湖集团的服务板块以科技为主要特色，我们认为科技赋能也将成为公司未来发展的重要看点：1. 构筑运营管理业务超额利润点。在持续升级的 HALO 智慧空间管理平台加持下，物管板块毛利率达 28%，高于市场均值 9pct；2. 自研科技打通管理输出路径，有望形成未来增长点。公司的智慧营造服务品牌“龙湖龙智造”集成公司 30 余年全业态建造、运营及行业领先的数字科技能力，具备全业态+全流程两大优势，推动公司代建业务快速起势，25H1 新增签约建面同比+87%，超出 TOP20 均值 44pct。同时，通过“千丁数科”品牌对外输出龙湖集团的自研科技能力，作为具有增长点的轻资产板块，服务业务更具估值看点。

开发板块潜在修复动能：稳健现金流+高能级布局+成熟产品力

公司近年来收缩地产开发投资头寸以及压降有息负债（22 年末至 25H1 累计压降 302 亿元至 1698 亿元，且 87% 为银行融资）。在负债规模压降的同时，公司始终保持健康的现金流表现：1. 常年维持经营性现金流为正（报表口径）；2. “三道红线”指标长期维持绿档。今年债务已全部结清，明年到期债务规模进一步下降。低至 3.58% 的平均借贷成本足见市场对其财务安全性的认可。虽然由于市场调整，公司开发板块仍存在压力（规模收缩和减值压力），但我们认为当前估值已较为充分体现悲观预期。展望未来，随着市场逐步企稳以及竞争格局出清，公司作为少数兼具运营和开发的优质民企，其稳健现金流、成熟产品力和高能级市场布局都将转化为竞争红利，开发板块估值长期具备修复积累动能。

我们与市场观点不同之处

1. 市场普遍认为龙湖集团近期利润下滑，因此忽略公司的配置价值。我们认为近期利润下滑主要受已售的地产开发亏损项目进入结算影响，而配置价值取决于经营效率，公司经营表现领先于财务报表，亦优于财务报表，因此其价值值得关注。
2. 市场普遍认为公司商业运营主要受制于二线城市的需求不足以及供给挤压，但我们认为公司商场区位优势可弱化市场影响，同时也能在市场修复周期展现更大弹性，同时，存量优化策略的落地在 2025 年达到高峰，我们预计补短板的动作或即将兑现收益。
3. 市场尚无对公司各项业务估值进行的详细拆解，我们经过细致测算，发现公司估值折价率高达 45%，强化推荐逻辑。

龙湖集团：“开发+运营+服务”三位一体的民企龙头

历经 30 余年发展，成长为头部地产综合运营商

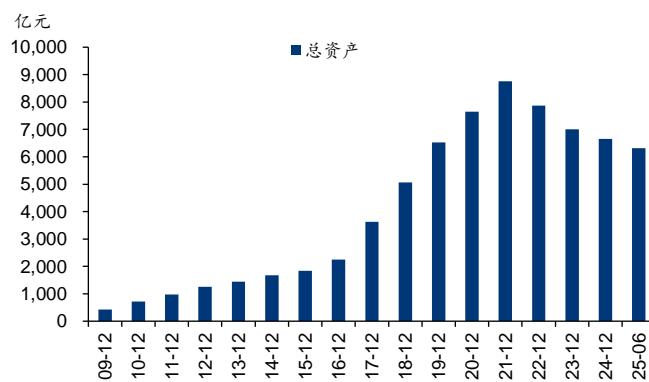
龙湖集团 1993 年创建于重庆，始于住宅开发，2002 年业务延伸至商业运营领域，2005 年则开启全国化发展。2009 年，公司于香港联交所主板上市，代码 960 HK，随后进一步深化全国化布局，同时开展多航道发展：2017 年布局资产管理，将业务拓展至长租公寓，2018 年将重点投向服务体系，提出空间即服务（SaaS）战略，着力于以服务进行全链赋能，22 年发布代建品牌“龙湖龙智造”。2021 年公司被纳入恒生指数成份股，连续 15 年位列《福布斯》全球企业 2000 强，多年入选《财富》世界 500 强。截至 2025 年 6 月末，公司总资产规模 6316 亿元，权益净资产规模达 1651 亿元。

图表1：龙湖集团发展历程



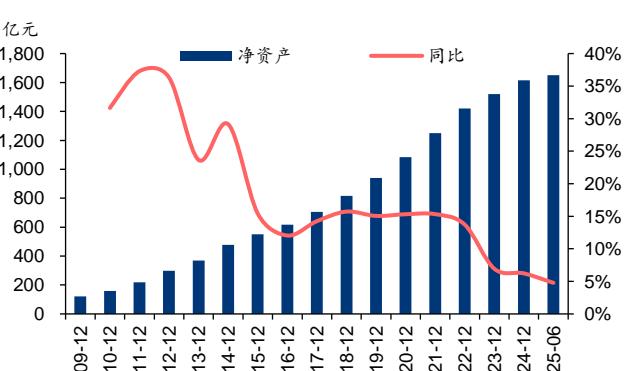
资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

图表2：龙湖集团总资产



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：龙湖集团权益净资产及同比



资料来源：Wind，华泰研究

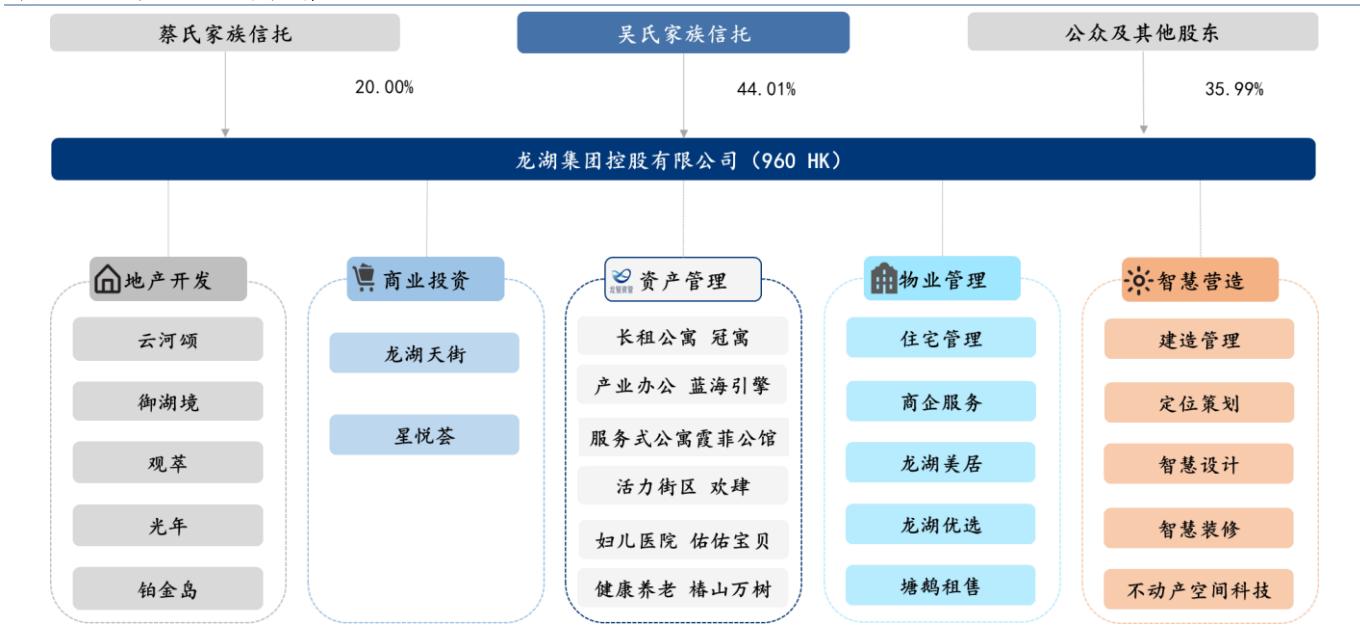
五大航道协同发展，穿越周期的民企龙头

业务布局方面，公司聚焦开发、运营、服务三大板块，由此延展出地产开发、商业投资、资产管理、物业管理、智慧营造五大航道（即 C1-C5）协同效应，实现一二线高能级城市的全面布局。

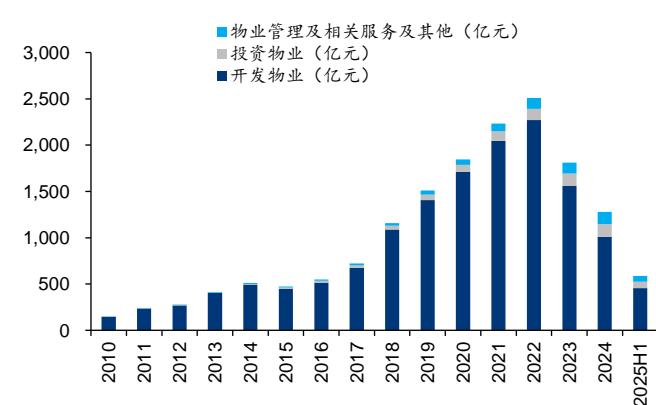
与此同时，龙湖持续提升各航道活力，不断优化提升资产质量，实现企业的可持续发展，C2-C5 航道对公司利润的贡献逐步加大。随着地产开发行业进入调整周期，公司营收规模自 2022 年高点 2506 亿元逐年收缩，2025 年 H1 公司营收规模 588 亿，其中地产开发收入占比达 77%，但毛利占比仅为 1%，商业投资等运营业务、物管及其他服务毛利贡献占比分别为 74% 和 25%。

公司大股东为吴氏家族信托，截至 2025H1 末持股比例达 44.01%。作为一家民企，公司持续保持审慎的财务管理策略，自上市以来持续保持经营性现金流（标准报表口径）为正的内生式增长，可见其管控能力和发展韧性。

图表4：龙湖集团股权结构与业务板块

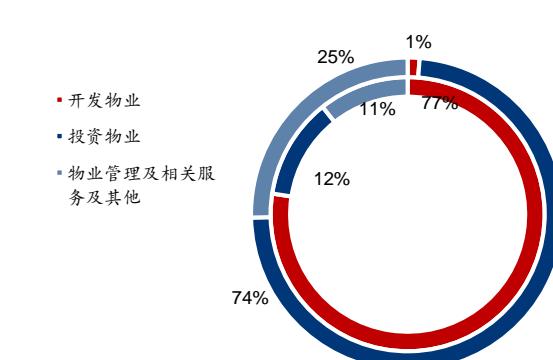


图表5：龙湖集团营收结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：2025H1 龙湖集团营收（内圈）和毛利结构（外圈）



资料来源：Wind，华泰研究

商业：C-REIT、区位优势及管理溢价推动商业航道价值重估

深耕商业地产，稳居行业龙头

商业投资(C2航道)是公司差异化优势的主要来源，也是保持持续稳定现金流的重要砝码。自2003年首个商业项目落地，至今龙湖集团已耕耘23年，并已经形成区域型购物中心“天街”、社区商业品牌“星悦荟”等产品系列，其中天街是公司最具代表性的商业品牌。

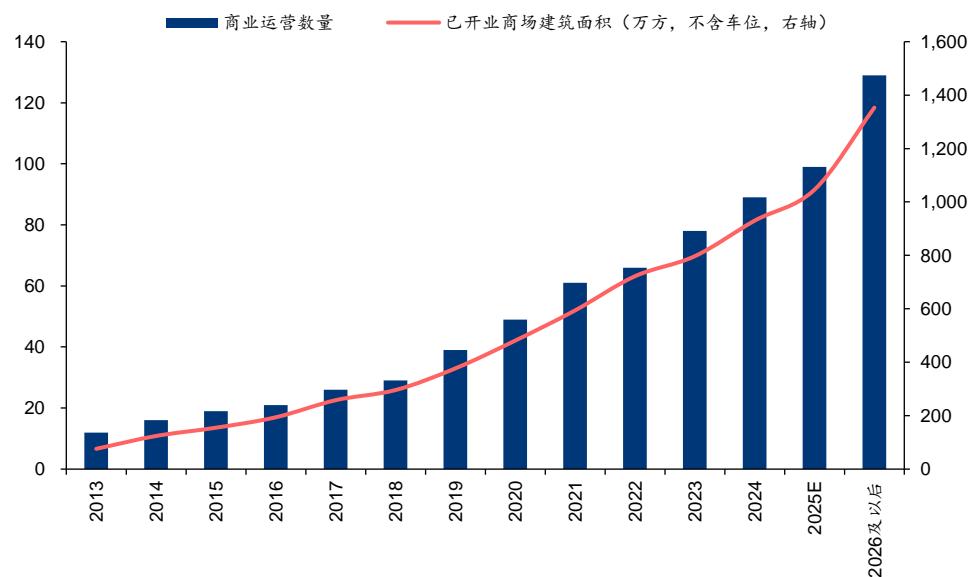
截至2025年中期，公司的商业运营版图覆盖全国24个重点城市，已开业商场89座，对应建面达943万方。多年深耕助力公司建立强大的品牌矩阵，合作品牌超7300家，处于国内商业地产运营商头部行列。

图表7：龙湖集团商业地产布局



资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

图表8：龙湖集团商业地产规模



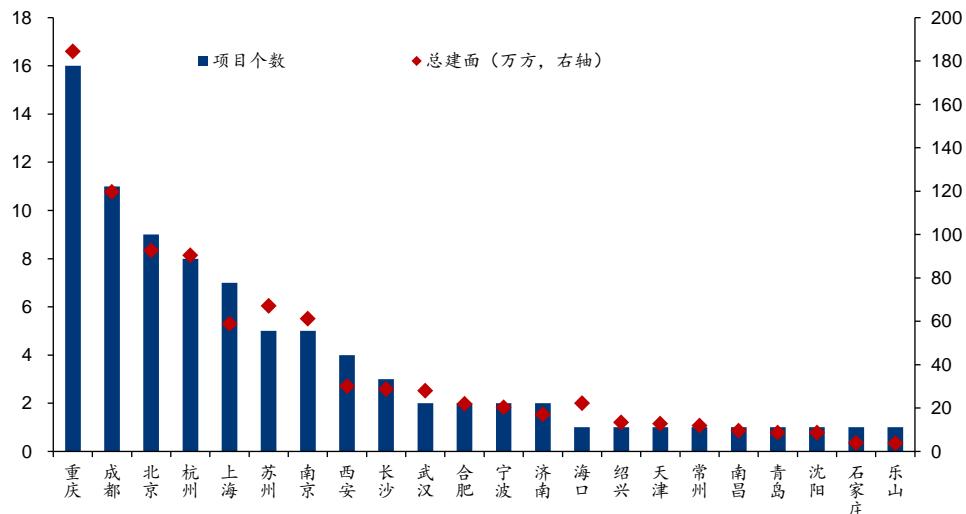
注：数据及预测来源于公司2025年中报业绩PPT

资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

看点 1：一二线定位及 TOD 综合体标签锻造区位优势

龙湖商业项目具备显著的区位优势，首先体现在城市能级层面：龙湖集团聚焦于一二线城市，重点布局重庆、成都、北京、杭州、上海、苏州、南京等地，上述 7 城均拥有 5 个或以上龙湖集团的商场，其中重庆和成都单城布局的商场超过 10 座；其次，商场多为 TOD 综合体。龙湖集团在手的 129 座商场中，TOD 综合体超过 80 座，进一步强化资产稀缺性。尽管一二线城市短期受制于供给高峰以及消费需求的收缩，商业运营效益有所下降，但长期而言，资产的区位优势有望在市场拐点展示更强的弹性。

图表9：龙湖集团商场项目城市分布



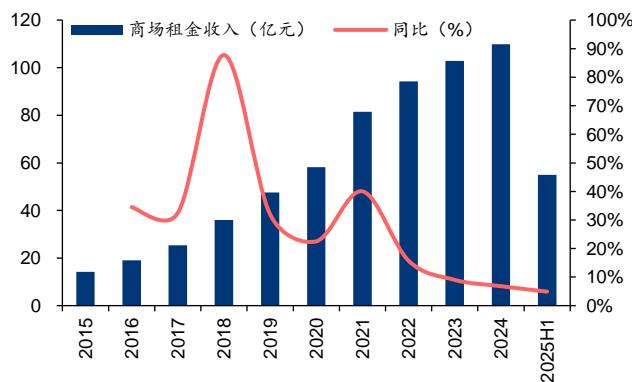
资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

看点 2：外延式增长推动租金规模持续扩张

公司持续保持外延式扩张，推动租金规模稳步增长。2013-2022 年间，公司商场开业建面年复合增速达 28.4%，2022-2025H1 末，增速有所趋缓，但依然高达 14.1%。出租率自 2023 年起持续回升，截至 2025H1 末，出租率约 97%。尽管近年全行业租金呈下行趋势，但公司凭借外延式扩张以及运营优势，近三年租金同比增速依然保持在 5%-10% 的区间。

展望未来，公司储备项目充沛，截至 2025H1 末仍有 40 个商场待开，其中 10 座将于今年下半年入市。待储备项目全部入市，运营建面将达 1353 万方。持续的扩张步伐为租金规模保持逆周期增长打下基础。

图表10：龙湖集团商业租金规模



资料来源：Wind，华泰研究

图表11：龙湖集团商场出租率



资料来源：Wind，华泰研究

看点3：升级改造推动存量进入内生成长期

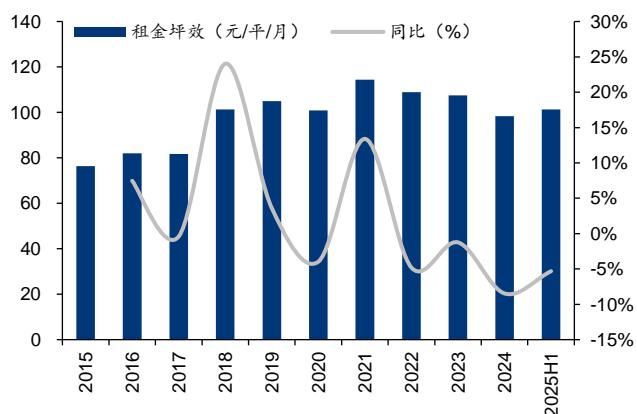
内观公司商场运营效能，我们认为拐点将至。从租金坪效来看，2022年起商场出现负增长，这一方面源自新开项目城市能级相对存量略有下沉，另一方面受市场租金下滑影响。但2025H1 租金坪效同比跌幅收窄，较2024年末回升3%，我们认为主要在于升级改造开始逐步兑现至收益端。

同店视角，近年增长乏力的主要集中在运营年限超过9年的老项目。对运营1年以上的项目按照开业年限分类，可见开业9年的项目在2024年的租金同比涨幅为-2.5%，开业6-9年、3-6年和3年内的项目同比分别实现2.4%/0.7%/3.7%的同比增长，说明旧存量项目焕新是提质增效的关键。

公司近两年加大升级改造力度，推动旧存量运营回归改善通道。改造的发力点包括硬件设施升级改造、品牌阵容更新等，助力商户经营、优化消费体验。从部分2024年已完成改造的项目来看，存量焕新战略颇有成效，2024年代表性项目坪效全面实现跌幅收窄，甚至同比回正。

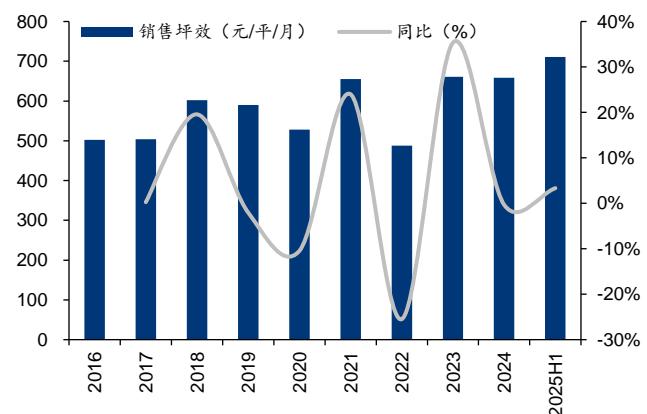
今年以来，公司存量改造的步伐进一步加快，公司最大的项目重庆北城天街运营效能逐步提升。开业20余年的龙湖重庆北城天街首次迎来大规模升级，对项目外立面、室内装修及外部景观环境进行分期改造。我们预计随着旧项目的焕新工程逐步完成，有望迎来新的增长点。

图表12：龙湖集团商场租金坪效



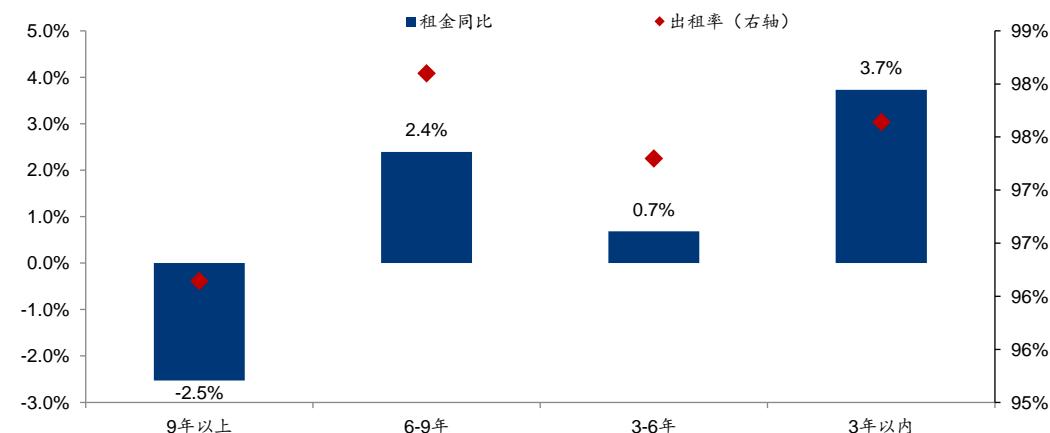
资料来源：Wind, 华泰研究

图表13：龙湖集团商场销售坪效



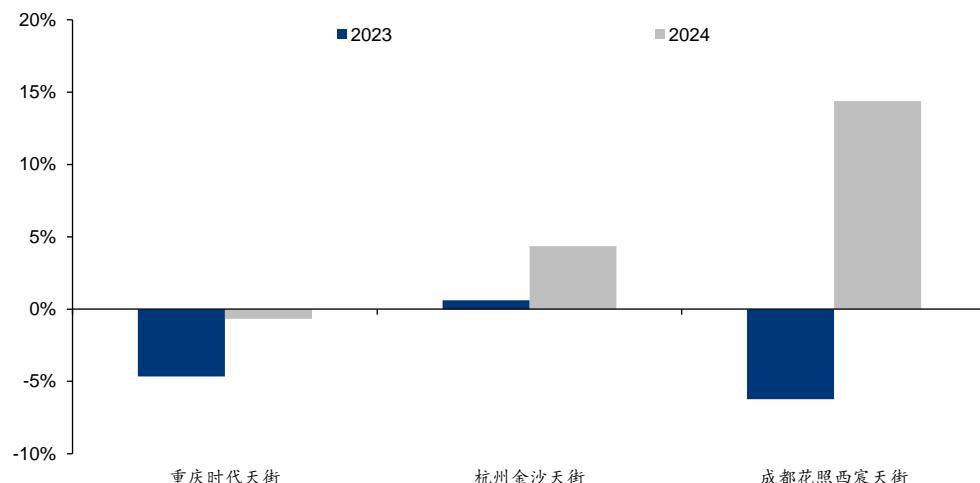
资料来源：Wind, 华泰研究

图表14：不同年限商场 2024 年经营表现



资料来源：龙湖集团官网, 华泰研究

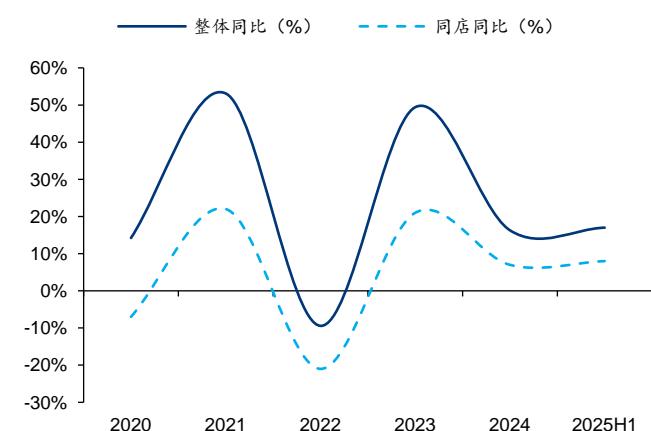
图表15：2024年完成调改商场租金同比表现



资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

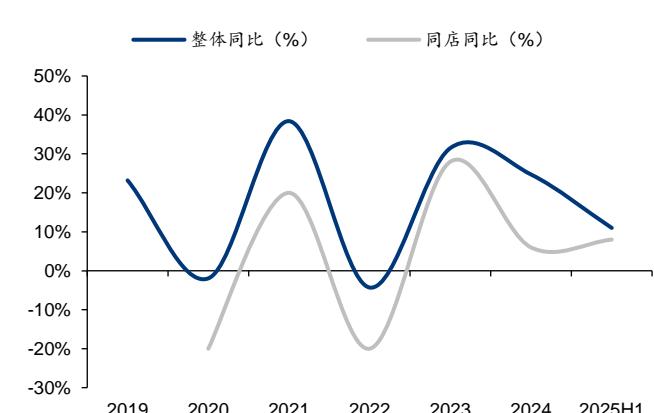
与此同时，公司的管理相对优势依然显著。分城市而言，大多数城市2024年的项目平均同店租金同比都有改善，同时，也高于城市平均租金涨幅。管理相对优势亦能助力公司存量项目领先于市场进入成长期。

图表16：龙湖集团商场营业同比



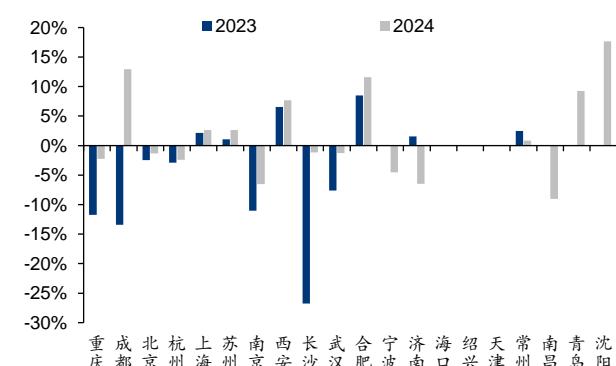
资料来源：Wind, 华泰研究

图表17：龙湖集团商场客流同比



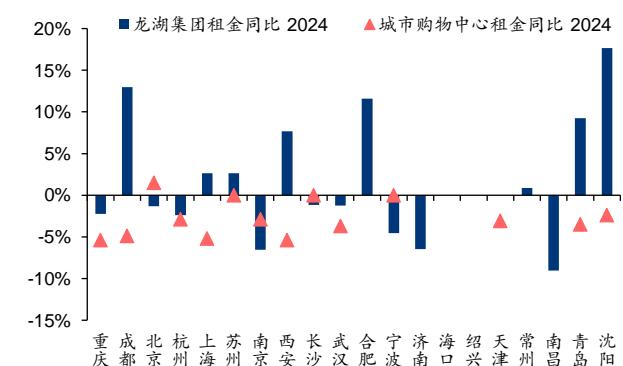
资料来源：Wind, 华泰研究

图表18：龙湖集团商场同店租金同比（分城市）



资料来源：Wind, 华泰研究

图表19：龙湖集团商场同店租金同比与城市平均租金比较



资料来源：Wind, 华泰研究

看点 4: C-REIT 重塑商业地产估值逻辑，推升商业航道重估空间

Cap Rate 是商业地产估值的锚。而站在当前时点，三大催化因素推动 Cap Rate 步入下行通道：1) 无风险收益率下降；2) C-REIT 的打通提升资产流动性溢价；3) 固收+投资人对于低波动且回报稳健资产的投资偏好。

地产开发运营企业经由第三方所作的持有物业估值，可作为这一估值锚点走势的印证。根据香港地产企业的财报披露情况，内地持有物业资本化率水平普遍略高于香港，自 2021 年以来一直稳定在 4.8%-8.5% 区间内，整体分化较为明显，而纵观 2021 年以来的数据，趋势上出现小幅下行。

图表20: 主要香港商业地产企业 2021 年-2024 年资本化率

	资本化率	2024	2023	2022	2021
新鸿基地产	香港	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%
	内地	6.60%	6.60%	6.60%	6.60%
恒基地产	香港				
	零售	2.75%-6.0%	2.75%-6.0%	2.75%-6.0%	2.75%-6.0%
	写字楼/工业	2.75%-4.125%	3.0%-4.125%	3.0%-4.125%	3.0%-4.125%
	内地				
	零售	5.5%-8.5%	5.5%-8.5%	6.0%-8.5%	6.0%-8.5%
	写字楼/工业	5.0%-6.75%	5.0%-7.5%	5.0%-7.5%	6.0%-7.5%
恒隆地产	香港	2.50% - 5.25%	2.50% - 4.75%	2.50% - 4.75%	2.50% - 4.88%
	内地	5.50% - 6.50%	5.50% - 6.50%	5.50% - 6.25%	6.00% - 6.75%
嘉里建设	香港	2.4%-5.0%	2.4%-5.0%	2.2%-5.0%	2.4%-5.0%
	内地	4.8%-7.0%	4.8%-7.3%	4.8%-7.3%	4.8%-8.3%
太古地产(计算得出)	合计	3.69%	4.02%	4.06%	4.00%

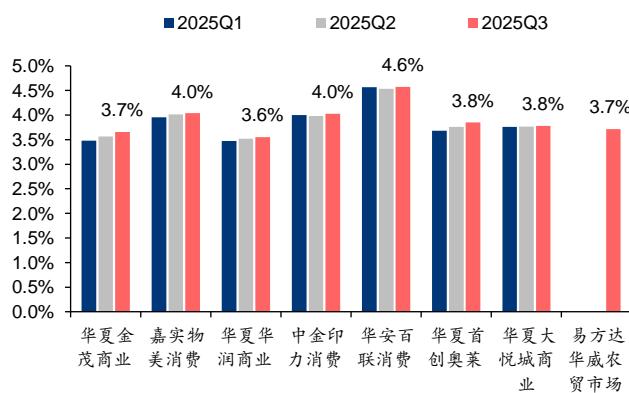
注：标红为 2024 年资本化率较 2021 年有所下降的数据

资料来源：Wind，华泰研究

消费 REITs 入市后，商业地产作为国际上 REITs 最常见的底层资产，估值层面也有了新的对标。Cap Rate 反映投资人的潜在理想回报率，这与消费 REITs 股息率（可供分派金额/市值）形成对照：目前消费 REITs 的股息率在 3.6%-4.6% 之间，其中华润商业 REIT 的股息率 3.6%（截至 2025 年 11 月 19 日），对比入市时 5.4% 的 Cap Rate，回报率下降约 180bp。

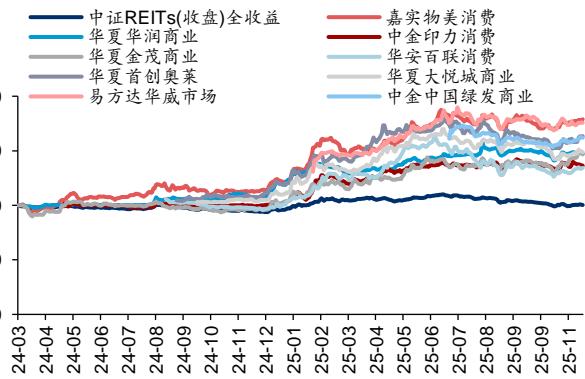
我们认为，站在当前时点，参照消费 REITs 的股息率，Cap Rate 下行空间得以打开。重点城市购物中心资本化率从 5.2%-7.6% 区间，有望整体下降 100-150bp，一线城市有望到 3.7%-5.6%，二线城市到 5.0%-6.6%。优质商场还有 NOI 增速的加成（ $\text{Cap Rate} \approx \text{折现率} - \text{NOI 同比增速}$ ），Cap Rate 则介于消费 REITs 股息率与市场均值水平之间。Cap Rate 的下行意味着龙湖集团持有的商场面临价值重估。

图表21: 消费 REITs 可供分派金额 (ttm) / 市值



资料来源：Wind，华泰证券

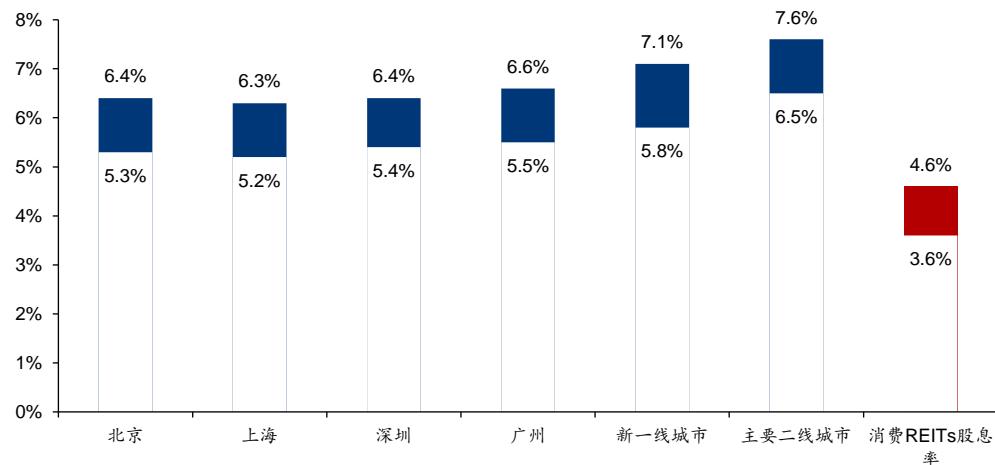
图表22: 消费 REITs 收益价指数



注：2024 年 3 月 14 日收盘价为基数 (100)

资料来源：Wind，华泰研究

图表23：购物中心资本化率区间



注：各个城市资本化率为 2024 年 9 月数据，消费 REITs 股息率为截至 2025 年 11 月 19 日数据

资料来源：戴德梁行，华泰研究

公司 NOI 的提升空间主要来自于运营规模的增长。我们根据公司开发节奏、出租率、租金坪效表现对公司 NOI 进行测算，待计划内资产全部开业，公司 NOI 或可达 100 亿元，在 4.5%-5%Cap Rate 假设下，公司商场股权价值评估值约 1993-2215 亿元。

图表24：龙湖集团购物中心估值假设

假设	在营面积增速	租金单价增速	出租率	收入增速	单位运营成本增速
2025	12.6%	-5.0%	96.8%	7.0%	1.5%
2026 及以后	8.3%	1.5%	97.0%	10.6%	1.5%

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表25：龙湖集团购物中心 NOI 测算

	面积(万方)	坪效(元/平)	收入(亿元)	单位面积成本(元/平)	成本(亿元)	NOI(亿元)	NOI 率
2025	1047	1,122	117	413	38	74	62.6%
2026	1140	1,141	130	419	44	82	62.7%
2027	1242	1,158	144	426	49	90	62.7%
2028	1353	1,175	159	432	54	100	62.7%

注：考虑 2025 年多数重点项目下半年整改结束入市，预计全年坪效同比跌幅收窄至 5%，2026 年及以后运营稳定，预测单位运营成本和坪效均以 1.5% 年增速同比增长

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表26：龙湖集团购物中心股权价值评估

NOI 偏离比例	NOI(亿元)	Cap Rate						
			4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
-10%	90	2,243	1,993	1,794	1,631	1,495	1,380	
-5%	95	2,367	2,104	1,894	1,722	1,578	1,457	
0	100	2,492	2,215	1,993	1,812	1,661	1,533	
5%	105	2,616	2,326	2,093	1,903	1,744	1,610	
10%	110	2,741	2,436	2,193	1,993	1,827	1,687	

资料来源：Wind，华泰研究预测

服务：服务业务赋能，五大航道协同受益

龙湖智创生活：智慧服务平台加持，推动物管业务高质量发展

公司于 1998 年成立物业管理部，早期主要为龙湖开发的住宅和商业项目提供物业管理服务，2009 年开启全国化布局，2015 年开启市场化拓展，先后于 2018、2022 年将品牌焕新为“龙湖智慧服务”、“龙湖智创生活”，逐步发展为具备较大规模、拥有较强市拓和科技实力的头部物业管理品牌。截至 25H1，龙湖智创生活进驻城市超 100 个，在管项目 2200 个，在管面积 4 亿平。其中，第三方项目占比 60%，我们预计非住宅占比约 30%（参考 2023 年数据），包括龙湖集团的 89 个购物中心（但不含商业运营业务），以及写字楼、产业园、企业总部、城市服务、医院、公建场馆、学校、交通场站、养老、文旅、酒店及长租公寓等多元业态。基础物管服务之外，公司还提供塘鹅租售、龙湖优选、龙智美居等社区增值服务。

图表27：龙湖智创生活五大主营业务

主营业务	服务内容
住宅管理	精心设计“珑之名”、“臻享”、“尊享”、“乐享”、“惠享”五大住宅物业产品体系，通过定制化的服务标准、丰富多彩的社区活动、全方位的科技赋能，让“满意+惊喜”的龙湖式幸福深入人心
商企服务	凭借数字化、定制化的运营及服务，形成融住商、能碳双控、数智驱动、全链运营四大差异服务特点，获得众多商企伙伴的认可
塘鹅租售	提供房屋托管、房屋租售、商写投资和新房购置四大服务，实现资产管理一站式覆盖，满足多样化需求
龙湖优选	致力于提供安心严选的优质商品，通过数智选品、严苛品控、源头直达和专属服务，带来高品质生活体验
龙智美居	整装局改、全屋定制、家具软装、智能家居，4 大场景产品封装，提供全生命周期家居生活解决方案

资料来源：公司官网，华泰研究

图表28：头部物管公司重点指标对比

	龙湖智创生活	碧桂园服务	万物云	绿城服务	招商积余	华润万象生活	保利物业	中海物业
25H1 营收（亿元）	55.30	231.85	181.37	92.89	91.07	85.24	83.92	70.90
25H1 归母净利润（亿元）	-	9.97	7.92	6.13	4.74	20.30	8.91	7.38
25H1 在管面积（万平）	40000	106330	-	53630	36849	42049	83370	43610
第三方占比	60%	51%	65%	82%	67%	61%	65%	41%
非住宅占比	30%	9%	36%	21%	62%	34%	61%	27%

注：龙湖智创生活营收为龙湖集团内部合并抵消后的数据，较其余公司的全口径数据偏低；万物云未披露在管面积数据，其第三方/非住宅占比为在管项目年化饱和收入口径，其余公司为在管面积口径

资料来源：公司公告，华泰研究

龙湖智创生活亮点一：积极拥抱设施管理广阔市场空间。我们在《升维新模式，掘金新蓝海》(2019.10.30) 中借鉴海外案例，指出国内非住宅物管市场空间广阔，且由于业态多元、专业化要求更高，将产生多元延伸增值服务的机会，服务模式将从基础服务升维到高附加值综合设施管理服务 (IFM)，是一片亟待挖掘的新蓝海。近年来尽管受经济环境影响，部分公司控制后勤预算，但在非主业外包支持主业发展、资产保值增值、绿色环保低碳、数字化改造提效等诉求支撑下，我国设施管理市场仍在逐步扩张，克而瑞估算 25 年市场规模达到 1.6-1.7 万亿元，预计 26 年或将突破 1.7 万亿元。

公司把握设施管理发展趋势，在传统住宅业务之外，大力拓展商企业务，25H1 非住宅在管面积占比在头部公司中处于中高水平。代表性标杆项目为小米北京科技园，公司于 2022 年 10 月进驻，为 34.8 万平的办公空间带来焕新服务，除升级保安、保洁、绿化、维修传统物管服务之外，还带来定制管家式职场服务、节假日园区装扮、会务服务、应急百宝箱、母婴室等增值服务，并通过 HALO 智慧空间管理平台监测各个设备的运行状态，有效降低园区整体能耗，获得业内好评。

图表29：龙湖智创生活设施管理标杆项目：小米北京科技园



资料来源：公司官网，华泰研究

图表30：公司利用智能化系统为小米北京科技园管理赋能



资料来源：公司官网，华泰研究

龙湖智创生活亮点二：通过 HALO 智慧空间管理平台，提升服务质量和效率。自 2014 年起，公司启动智慧引擎的探索，基于 BIM、AIoT、人工智能和数字孪生等底层技术，逐步构建了 HALO 智慧空间管理平台，将物理世界与数字世界深度融合，将人流、物流、能源流、信息流映射到数字空间中，形成了通行、运维、能源、运行、空间、物联、资产、安全八大场景的智慧管理能力。HALO 平台首先在公司的购物中心落地应用、打磨提升，成熟后逐步拓展到更多业态。例如在住宅业态，HALO 通过在消防设备末端全面关联物联网监测维护消防安全，AI 监工和“慧眼”系统维护乘梯安全，智能化漏保设备维护用電用气安全，高空抛物检测系统维护防坠落安全，数智化门岗模块维护高频通行安全；在企业总部业态，HALO 能够实现对于暖通、照明、通风系统的智能调节，有效节约能源开支；在城市服务业态，HALO 能够通过数字孪生技术打造三维城市底板，可视化展示设备状态、工单数据、人员分布，甚至能够模拟巡逻路线，提升城市运行的效率和安全。在 HALO 平台的助力下，公司提升了物业服务的质量和效率，并能将更多精力投入到对人的服务中，提升客户满意度。

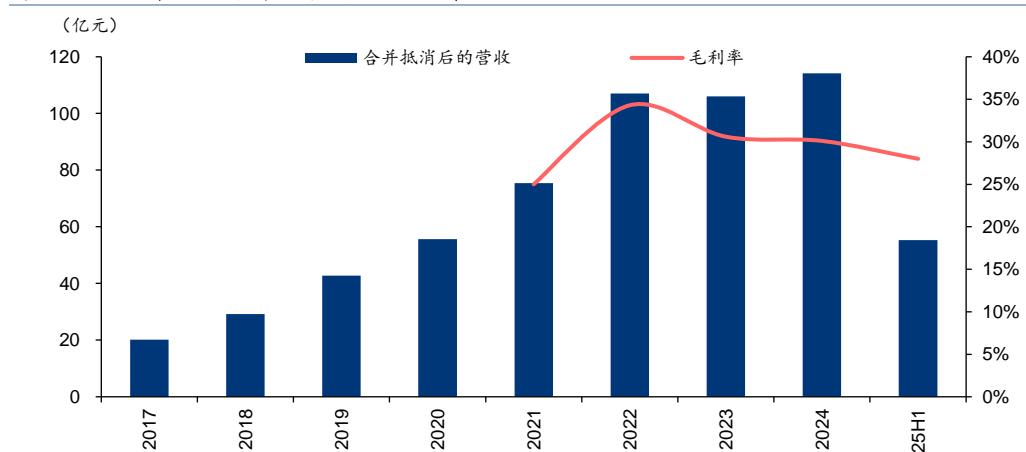
图表31：公司打造了 HALO 智慧空间服务平台



资料来源：公司官网，华泰研究

业绩迈入高质量发展阶段。2022 年及之前，公司物管板块保持了较高的营收（龙湖集团内部合并抵消后）增速；**2023 年以来**，伴随着房地产行业的调整，物业管理行业逐步进入高质量发展阶段，服务质量的优先级开始高于规模拓展，营收增速有所放缓、毛利率有所回落。但公司毛利率依然高于同业（根据华泰地产团队的报告《25H1 物管综述：业绩表现好转，但基本面仍面临挑战》（发布日期：2025 年 9 月 7 日），25H1 样本物管公司平均毛利率为 18.9%），我们认为主要原因在于：1、HALO 智慧空间管理平台带来的经营提效；2、相对高毛利的增值服务结构性抬升毛利率，参考 2023 年营收结构，我们预计 25H1 增值服务营收占比约为 20%，显著高于样本物管公司平均占比（10%）。

图表32：龙湖智创生活合并抵消后营收和毛利率



注：2022、2023 年营收为我们基于此前合并抵消前后的营收规模进行推算得出的数据，25H1 毛利率为我们基于服务业务总体毛利率变化趋势进行推算得出的数据

资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表33：公司增值服务业务布局

主要增值服务	服务内容
塘鹅租售	2008 年将租售业务作为重点孵化项目、试点租售门店，2020 年正式发布租售业务品牌“塘鹅租售”，主要提供二手房交易、新房销售、资产管理、商办租售等业务
龙湖优选	2015 年试点社区团购业务，2021 年“龙湖优选”正式上线，精选全球 2000+高品质、高性价比商品，通过线上直播、社群团购、市集自提等方式，为业主带来更安心的购物体验
龙智美居	2011 年开展美居业务，2018 年正式成立美居管理部，提供新房装修、全屋定制、厨卫刷新、智能设备等服务
其他服务	为龙湖业主定制旅游行程的“团圆游”、“田螺美家”家政服务等

资料来源：公司官网，华泰研究

龙湖龙智造：面向城市多元空间营造，自研科技能力已形成输出

龙湖龙智造是公司于 2022 年发布的轻资产智慧营造服务品牌，集成公司 30 余年全业态建造、运营及行业领先的数字科技能力，面向城市多元空间营造，以“龙湖智造未来城市”为理念，提供全业态、数字化的一站式解决方案。具体来看，公司能够对外输出研策、设计、建管、精工、千丁数科五大业务。

图表34：龙湖龙智造五大业务

五大业务	主要服务内容	标杆项目
研策	产品代建：灵活多变的合作模式，一键式全周期的项目管理，覆盖设计管理、工程咨询、成本咨询、报建咨询等环节；策划咨询：凭借行业真实有效的动态数据及发展趋势分析，输出全业态产品定位、研发策略、操盘分析、收益分析	南京麒麟天街、合肥央璟颂、广州升龙黄埔南湾项目（片区级策划咨询）、成都中铁卓著（项目级策划咨询）
设计	全过程数字化生产，业内规模及技术领先的BIM设计经验，体系化方案定位、产品模块、成本控制策略，输出建筑设计、室内设计、合肥城市更新项目	成都锦宸天街（全专业BIM正向设计）
建管	全周期、全业态智慧开发管理服务，覆盖研发管理、客研管理、运营管理、供应链管理、工程管理、营销管理、客服管理	苏州双子金融广场、蚂蚁全球总部（二期）
精工	一站式智慧建造服务，全业态覆盖，引领行业的装配式技术，全流程数字化管理，提供装配式装修、EPC智慧精装、EPC城市更新服务	北京高德地图总部、小米集团总部公寓（华程数字化管理，提供装配式装修、EPC智慧精装、EPC城市更新服务）
千丁数科	以龙湖集团科技实力为基座，输出不动产管理、零碳智慧空间、AI智能体、智慧企业服务解决方案	中铁诺德城投、青岛地铁、泰康集团、苏州姑苏区智慧城市管理平台

资料来源：公司官网，华泰研究

图表35：龙湖龙智造标杆项目：南京麒麟天街



资料来源：公司官网，华泰研究

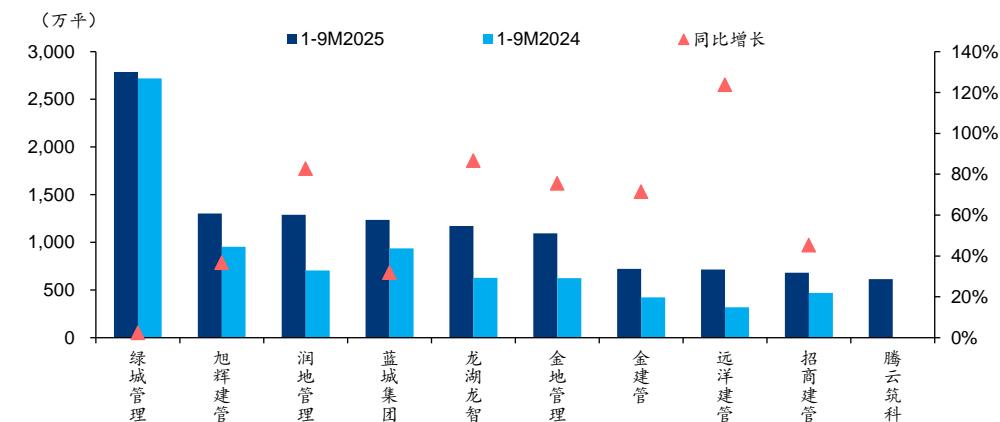
图表36：龙湖龙智造标杆项目：苏州姑苏区智慧城市管理平台



资料来源：公司官网，华泰研究

我们认为龙湖龙智造主要输出两类业务。其一是代建服务，主要竞争优势在于全业态（住宅、购物中心、写字楼、公建等）和全流程（涵盖项目定位、设计、建造、装修、营销、运营、管理）覆盖。根据克而瑞的数据，2025年前三季度，TOP20代建企业新增签约建面为1.58亿平，同比增长31%；其中，龙湖龙智造新增签约建面1172万平，排名行业第五，同比增长87%，前三季度新增签约建面已达到2024全年规模的146%，在激烈的市场竞争中保持了高速的规模拓展。根据公司公告，25H1代建项目实现销售金额84亿元，交付面积122万平，已累计获取代建项目210余个，总建面超3300万平，并与大家投控、中铁城投集团、中国东方、清华大学、蚂蚁集团、西安未央城建等央国企、地方平台公司、AMC、保险公司及大厂高校等企业机构建立了良好的合作关系。

图表37：2025年前三季度TOP10代建企业新增签约建筑面积和同比增速



资料来源：克而瑞，华泰研究

其二是科技服务，通过“千丁数科”品牌对外输出龙湖集团的自研科技能力。根据公司官网，公司自2014年开始数智化探索实践，在为公司自身赋能提效的同时，逐渐形成了一套可供行业参考借鉴的方法论体系，通过千丁数科品牌对外输出。千丁数科拥有超千人规模的产研团队，融合AI、BIM、IoT、数字孪生等前沿技术，服务超过3600家企业，覆盖住宅、商业、园区、康养等多个场景。千丁数科于25年9月发布《不动产数智化转型白皮书》，为行业提供不动产管理、零碳智慧空间、AI智能体、智慧企业服务四大解决方案，致力于为行业数智化转型提供可落地的实操方案。

图表38：千丁数科四大解决方案

四大解决方案	概述	主要服务内容	标杆案例
不动产管理解决方案	沉淀龙湖30余年投资、建造、管理经验，千丁数科以增长、增值、增效、风控（“三增三控”）为导向，打造数字化业务管理体系	地产开发：1000+项目验证，覆盖投资、建造、运营、销售等项目全周期；工程建造：全过程BIM正向设计，利用AIoT技术，保障项目精准落地，包括计划管理、设计管理、工程管理、智慧工地、成本管理；资产管理：资产在线、招商在线、运营在线、服务在线、管理在线；物业管理：30+年物管成功实践，九大闭环（投资拓展、项目接管、设施维护、服务管理、品质管理、客户服务、增值创收、收入结算、成本管控）驱动全业态、全场景一体化智慧服务	中铁诺德城投：千丁数科围绕地产开发运营、设计、招采建造核心场景，融合龙湖数字化建设&业务实施经验，助力实现数字化转型，节约成本1000万元，设计变更率≤2%；青岛地铁：千丁数科提供“统一智慧城市服务平台+AI安防体系建设+IBMS设施设备集中管理+社商多经增值服务+业财一体”服务方案，以数字赋能，实现19个在管多业态项目、全域24H防控及城服数据实时分析，在线管理100%，数据收集及简单处理任务量下降50%，工程巡检耗时下降50%
零碳智慧空间解决方案	依托龙湖各业态智慧空间应用场景成功实践以IBMS设备设施运营、管理、EMS能源管理、综合安全、通行管理等平台实现全连接、全覆盖、全场景、全智能服务，满足企业诉求	IBMS运行管理：76%人工巡检工作替代，物业人效翻倍；EMS能源管理：策略管理和智能控制实现建筑节能超20%；慧眼综合安全：安全响应速度提升80%，品质满意度提升97%；通行管理：提升通行效率，对比刷卡节约1300小时/年；孪生空间管理：管理精度提升，支持全场景空间推演	泰康集团：全国多园区“一屏统管”，实现设备设施智慧全在线、全局能耗监测及策略优化控制，赋能全国大健康园区安全、智慧、低碳运营，年度节能150万+，设备故障处置率提效80%
AI智能体解决方案	以“AI+数据+技术+场景”深度融合，围绕真实业务场景，交付能落地、可持续为企业创造价值的AI智能体与数字员工应用，目前已打磨出准确率95%以上的垂直领域算法模型	空间智能体：让物理资产自我感知、自我优化；服务智能体：打造7x24小时在线的全能服务台；数据智能体：人人可用的超级数据分析师；流程智能体：企业运营的自动化流程引擎；决策智能体：企业战略的认知增强中枢	某央企：基于客户端PC、APP、企业微信，搭建10类AI助理，覆盖知识管理、办公自动化、数据分析等核心业务场景，实现“一站式”智能服务，减少低价值重复性工作，有效降低人为错误，提高员工工作效率和工作价值

四大解决方案	概述	主要服务内容	标杆案例
智慧企业服务解决方案	源自先进企业管理的最佳实践，围绕企业经营目标构建的企业智慧服务+智慧采购+会员运营服务，为企业员工提效赋能，为客户提供优质的产品和服务，与合作伙伴建立合作共赢的生态	企业智慧服务：以服务为导向统一企业服务入口，构建端到端一站式服务平台，实现服务可视化、流程智能化、体验一致化，加速企业运营效率与数字化转型；智慧采购：企业采购业务全链路端到端线上管理闭环，帮助企业整合优质供应链资源，促进集采集约降本，凭借“全过程风控+AI驱动”有效降低采购风险；会员运营服务：统一企业会员服务体系，打通线上线下全链路场景，实现会员全生命周期的端到端运营与服务；形成标准化、智能化的服务闭环，保障体验一致、服务可视、运营精细，助力企业提升会员价值与长期增长	-

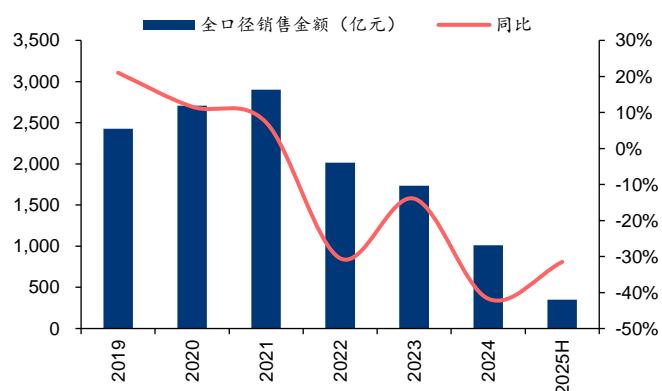
资料来源：龙湖龙智造微信公众号，华泰研究

整体而言，龙湖服务板块行业中的相对优势主要体现为：**1.得益于智慧空间管理平台与更高的增值服务占比，物业管理展现出高于同业的盈利能力；2.得益于全业态和全流程覆盖优势，显著高于行业的代建业务拓展速度；3.得益于在行业数智化的前瞻布局，已形成管理输出的自主研发能力，有望形成业绩未来增长点。**

开发：战略性收缩，弹性取决于二线市场 销售短期仍有压力

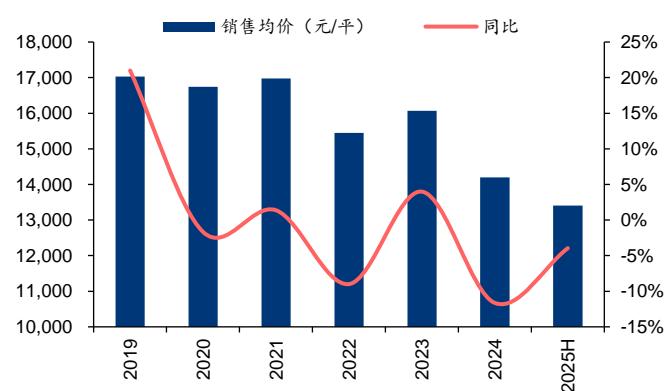
短期来看公司销售端压力犹在，但权益比例持续提高。2024年公司全口径销售金额约1011亿元，同比下降42%，较2021年高点下降约65%；2025上半年房地产市场仍相对较弱，公司销售金额同比下降32%至约350亿元。值得注意的是，公司权益销售金额降幅相对大盘更少，2024年权益销售金额同比下降41%至683亿元，权益比例约68%，2025上半年权益销售金额同比下降30%至245亿元，权益比例较2024年提升2pct至70%。此外，2024年与2025上半年公司销售均价有所下滑，分别同比下降12%、4%。2025上半年销售均价较2019年高点下滑21%。

图表39：公司全口径销售金额及其同比



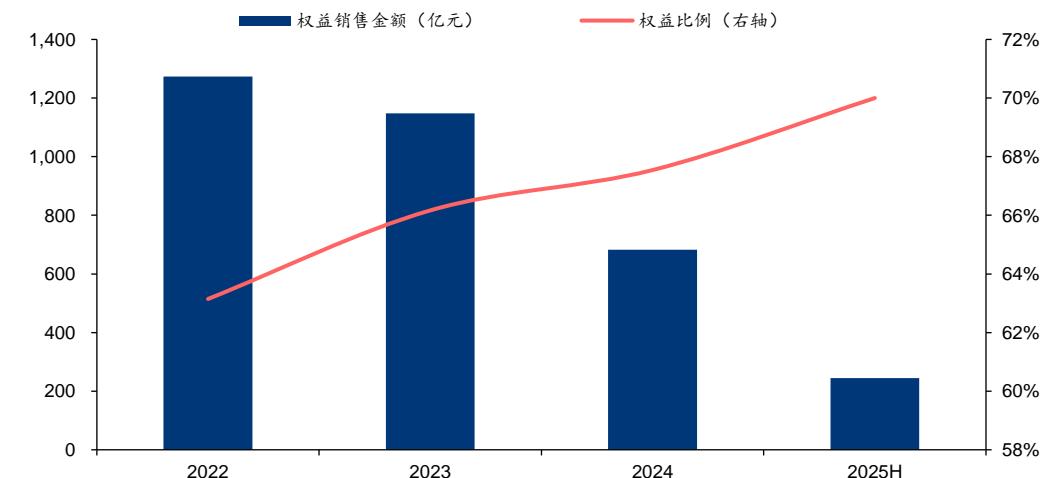
资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：公司全口径销售均价及其同比



资料来源：公司公告，华泰研究

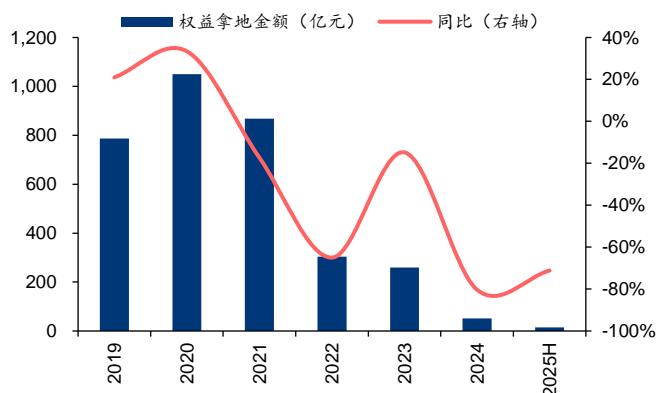
图表41：公司权益销售金额及权益比例



资料来源：公司公告，华泰研究

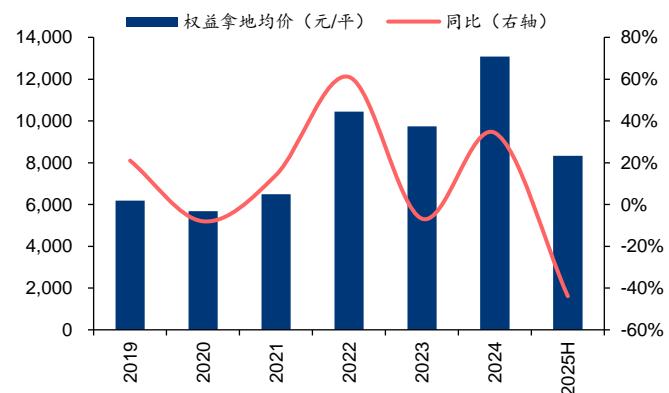
受销售下降影响，公司投资端近两年较为保守。2024年权益投资金额约51亿元，同比下降80%，较2020年高峰1050亿元下降95%，2025上半年权益投资金额约15亿元，同比下降71%。从投资强度来看，2024年公司权益投资金额占权益销售金额的比例约7%，较2022-23年下降约15pct，2025上半年投资强度约6%，分布在重庆、贵阳、苏州、上海。

图表42：公司权益拿地金额及其同比



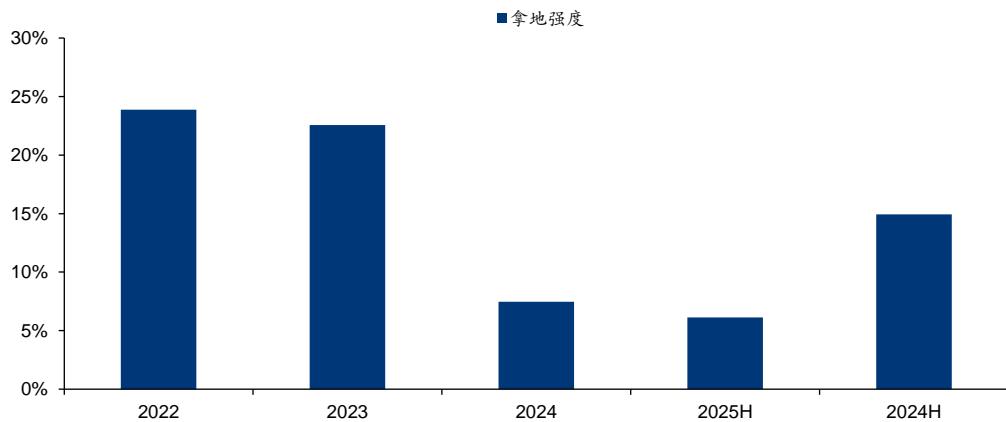
资料来源：公司公告，华泰研究

图表43：公司权益拿地均价及其同比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表44：公司权益拿地强度

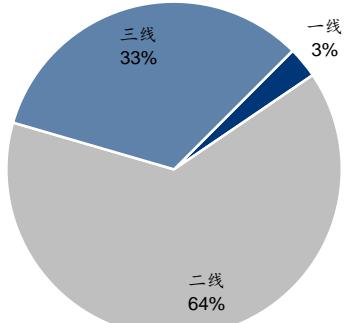


资料来源：公司公告，华泰研究

二线城市景气度弹性决定开发业务表现

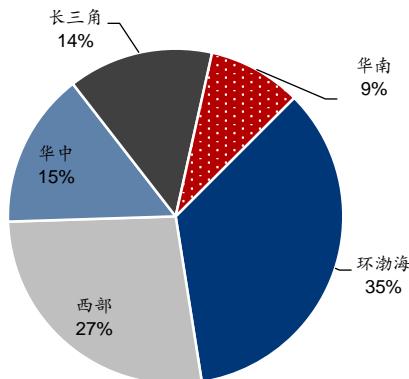
公司土储主要分布于二线城市，区域上以环渤海与西部区域为主。截至2025上半年，公司一线、二线、三线城市土储总货值占比分别为7%、60%、33%，土储建筑面积占比分别为3%、64%、33%；环渤海、西部、华中、长三角、华南土储建筑面积分别占比35%、27%、15%、14%、9%。

图表45：公司土储建筑面积结构—按城市能级



资料来源：公司公告，华泰研究

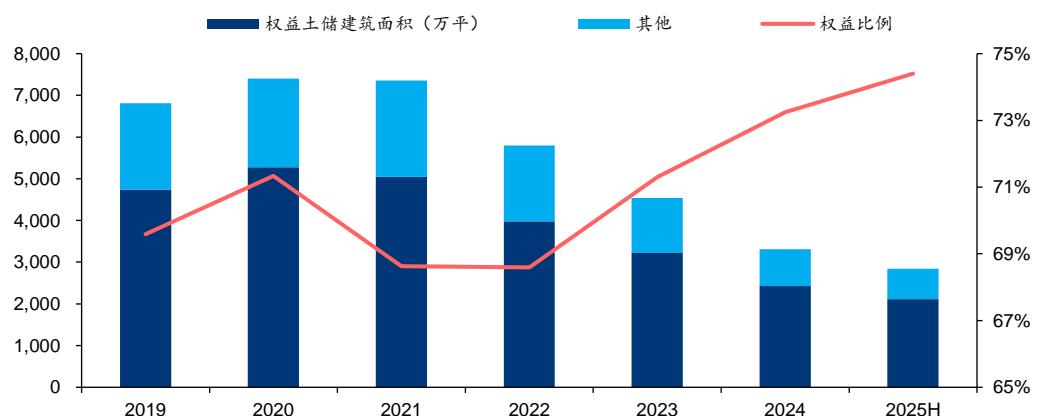
图表46：公司土储建筑面积结构—按区域



资料来源：公司公告，华泰研究

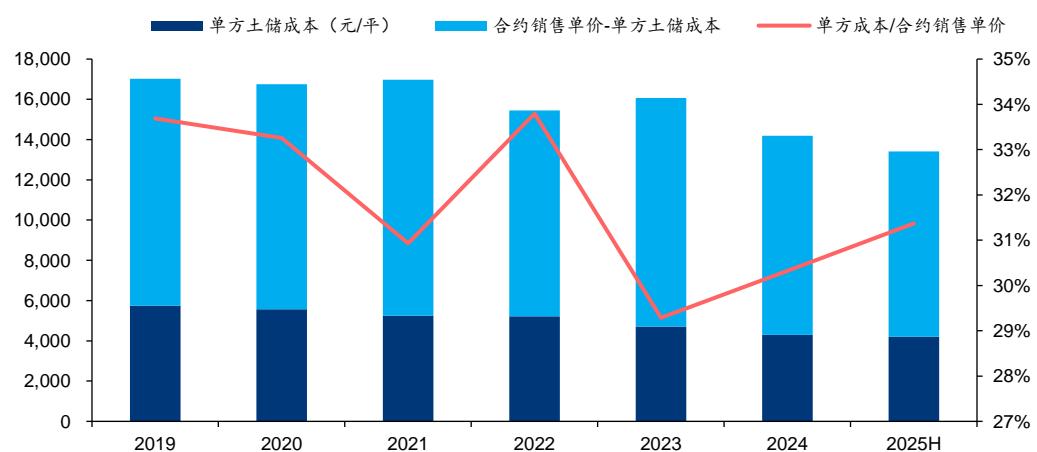
从权益上看，公司土储权益比例上升。截至 2024 年末，公司总土储建筑面积约 3312 万平，权益建筑面积约 2426 万平，权益比例约 73%。2025 上半年末，公司总土储建筑面积约 2840 万平，权益建筑面积约 2113 万平，权益比例约 74%，单方土地成本约 4207 元/平，占销售均价比例约 31%。

图表47：公司土储建面结构以及权益比例



资料来源：公司公告，华泰研究

图表48：公司土储成本及其占比



资料来源：公司公告，华泰研究

地产项目价值判断是目前市场关注焦点。我们采用 DCF 估值法对公司开发业务进行估值。截至 2024 年末，公司尚未结转土储项目建筑面积约 3312 万平，权益建筑面积约 2426 万平，我们对每个项目的利润情况与结转节奏进行测算，按 WACC—4% 的折现率进行折现，在房价较目前价格下跌 10%、下跌 5%、上涨 10% 三种预期下，计算出该业务估值分别为 -133、-68、127 亿元。

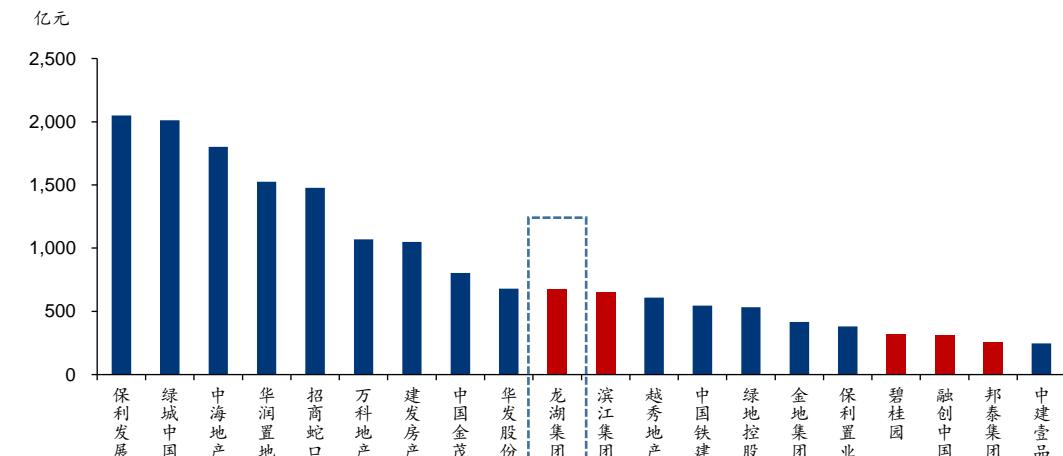
图表49：公司开发业务估值情景假设

	基准情形房价下跌 5%	弱市情形房价下跌 10%	强市情形房价上涨 10%
税后利润	-79.5	-152.7	140.0
WACC	4%	4%	4%
GAV	-68.2	-133.1	126.5

资料来源：Wind，华泰研究估算

整体而言，受行业景气度下行影响，公司开发业务呈战略性收缩，**2025H1** 开发业务毛利率降至 0.2%，对利润的影响有所扩大。但公司的一二线城市定位以及高端住宅开发领域的积累，推动公司打造出云河颂、御湖境、观萃等多条有代表性的高端产品线，因此去化能力依然保持相对优势。据克而瑞数据，**2025 年前 10 月**，公司操盘项目销售金额排名全国第十，在民企中排名第一。长期而言，公司专注于二线的土储布局，意味着开发业务的未来业绩具备弹性，高能级城市市场步入修复的节奏将是关键要素。

图表50：2025年前10月房企操盘销售金额



资料来源：克而瑞，华泰研究

融资：现金流高压期已过，多航道布局助力公司穿越周期 有息负债规模持续压降，常年维持经营性现金流净流入

自 2023 年起，公司有息负债保持每年 7%-9% 的同比幅度持续压降。截至 2025H1 末，公司有息负债规模自 2022 年末的 2080 亿，降至 1698 亿。在负债规模压降的同时，公司始终保持健康的现金流表现：1. 常年维持经营性现金流为正（标准化报表口径），连续两年实现含资本性支出的经营性现金流为正；2. “三道红线”指标长期维持绿档。

图表51：龙湖集团经营性现金流净额



资料来源：Wind, 华泰研究

图表52：龙湖集团有息负债



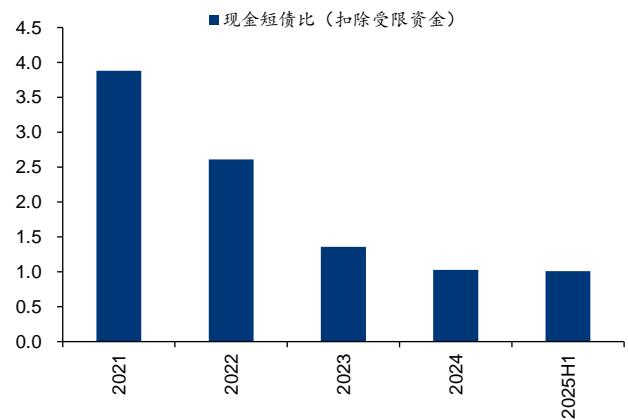
资料来源：Wind, 华泰研究

图表53：龙湖集团净负债率以及扣预资产负债率



资料来源：Wind, 华泰研究

图表54：龙湖集团现金短债比



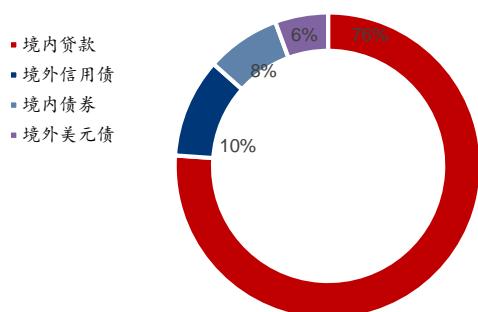
资料来源：Wind, 华泰研究

债务结构健康，融资成本优势显著

公司健康的债务结构体现为：1. 有息负债以银行融资为主。截至 2025H1 末，有息负债中银行融资占比达 87%；2. 债务久期较长。今年以来公司长短债结构优化，截止 2025H1 末，公司短债占比同比下降 0.6pct 至 15.1%。截止目前，2025 年到期的 71 亿境内外公开债务已经结清，随后债务规模削减，2026 年及以后到期债务规模大幅缩减，债务合计 161 亿元，其中境内信用债存续规模仅剩 44 亿元，单年来看，2026 年债务到期规模 59 亿元，2027 年及以后单年到期债务规模均不超过 33 亿元人民币。

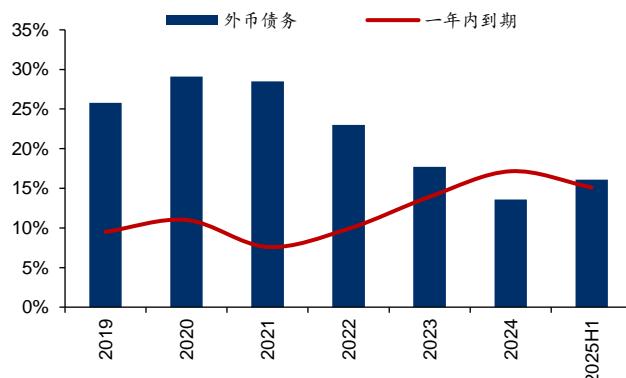
进一步优化的债务结构和持续压降的债务规模助力公司融资成本在过去的水平上进一步下降。截至 2025H1 末，公司融资成本同比进一步再降 58bp，至 3.58% 的低位。作为民企，该融资成本基本与大型央国企水平一致，可见其财务安全性。

图表55：2025H1末龙湖集团有息负债品种结构



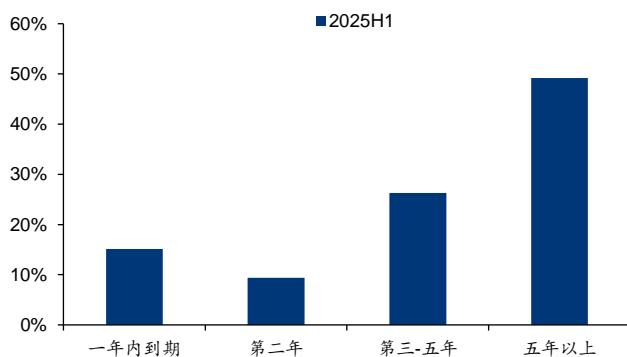
资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

图表56：龙湖集团外币债务以及短债占比



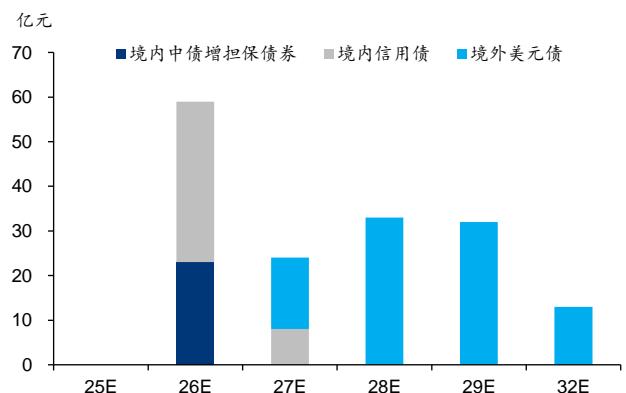
资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

图表57：龙湖集团债务到期情况（分年限）



资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

图表58：2025H1末龙湖集团债务到期情况（分类别）



注：数据及预测来源于公司 2025 年中报业绩 PPT

资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

图表59：龙湖集团融资成本



资料来源：龙湖集团官网，华泰研究

投资建议

盈利预测和估值

我们对各业务的关键假设/收入和利润预测如下：

1. 地产开发：

收入：随着公司地产开发销售规模自 2022 年以来持续下降，开发结算收入也从 2023 年起步入下行通道。2023-2024 年，公司地产开发营收增速同比分别 -27.9%/-29.5%，因为 2025 年以来公司拿地和销售同比依然收缩，我们参考公司销售和拿地节奏，预计 2025-2027 年公司物业开发业务并表收入同比分别为 -19%/-22.4%/-17.6%。

毛利率：回顾 2023-2024 年，公司地产开发业务毛利率分别为 11.0%/6.1%，2025H1 则进一步下降至 0.9%，逐年下降的原因在于房地产市场持续调整，因房价下行对于公司结算项目盈利空间的影响略超我们预期，叠加存货减值准备的影响，我们下调开发业务毛利率水平，预期公司 2025-2026 年开发业务毛利率或降至 -5%，2027 年有望在行业平稳预期下，毛利率修复至 1.5%。

2. 运营业务：

收入：运营业务主要以商业投资和资产管理两部分组成。据公司 2025 年中报披露，公司商业投资运营项目建面至年底有望达 1047 万方，即同比增长 12.6%，储备项目全部入市将达 1353 万方，我们预计 2026-2027 年运营项目建面同比增速有望达 8.9%，但考虑到公司升级改造有所发力，2025 年单位租金涨幅或受限，随着升级改造完成，后续增速会步入修复通道。同时，公司新增项目中轻资产占比或有所提升，因此并表的商业投资收入增速预计弱于运营项目建面增速；此外，资产管理业务以长租公寓冠寓为主，规模保持平稳，预计收入也相对平稳。综上，公司商业项目计划入市节奏较快，我们小幅上调运营业务板块收入增速，预测 2025-2027 年该板块收入增速分别为 5%/6%/7%。

毛利率：2024 年，公司运营业务板块毛利率为 75%，我们预计公司 2025-2027 年的毛利率较 2024 年或小幅下降，主要原因在于公司加大商场升级改造，或会小幅影响毛利率表现。我们预计 2025-2027 年毛利率维持在 73% 的水平。

3. 服务及其他：

收入：服务板块主要以物管和智慧营造两部分组成，2024 年，服务板块整体收入为 131.9 亿元，其中物管/智慧营造收入分别为 114.2/12.1 亿元，同比增速 8% 和 53%。

物管板块，我们预计公司仍将保持服务质量优先、规模稳中有进的经营态势，因此营收增速可能相对稳健、我们预计 2025-2027 年龙湖智创生活合并抵消后的营收分别为 115.3/121.1/127.2 亿元，对应增速为 1%/5%/5%；

智慧营造板块，23/24 年龙湖龙智造实现营收（合并抵消后）7.9/12.1 亿元，25H1 实现营收 7.0 亿元。考虑到该业务较强的增长势能及不动产行业广阔的数智化提效空间，我们预计 25-27 年营收分别为 15.7/19.7/23.6 亿元，对应增速为 30%/25%/20%。

其他收入我们预期维持平稳，则 2025-2027 年服务及其他收入合计同比增速分别为 3.6%/7.1%/6.8%，较预测前值有所提升，主要是智慧营造板块的扩张速度或高于此前预期。

毛利率：2024 年板块毛利率为 31.4%，其中物管板块为 30.1%，同比下降 0.5pct，智慧营造及其他业务毛利率略高于物管板块。我们预计物管板块将会进一步加大品质投入，毛利率或将继续下降。我们预计 2025-2027 年毛利率 26.0%/25.5%/25.0%，考虑智慧营造以及其他，我们预计 2025-2027 年板块整体毛利率为 27.0%/26.0%/25.0%。

整体而言，我们认为随着房地产市场逐步筑底回升，公司存量项目持续去化，地产开发业务亏损项目的影响有望在 2027 年显著弱化，业务板块毛利率有望修复。收入持续增长的运营业务和服务板块将持续优化收入结构，推动整体毛利率逐年改善。

图表60：关键假设简表（按业务拆分）

假设简表	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入-同比增速	-29.5%	-14.1%	-15.0%	-9.7%
地产开发	-35.3%	-19.0%	-22.4%	-17.6%
运营业务	4.5%	5.0%	6.0%	7.0%
服务及其他	10.4%	3.6%	7.1%	6.8%
毛利率	16.0%	9.0%	12.4%	19.5%
地产开发	6.1%	-5.0%	-5.0%	1.5%
运营业务	75.0%	72.5%	72.5%	72.5%
服务及其他	31.4%	27.0%	26.0%	25.0%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表61：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	109004	91275	80728	109482	93020	83953	0.44%	1.91%	3.99%
毛利润率（%）	13.2%	16.8%	19.4%	9.04%	12.4%	19.5%	-4.13pct	-4.34pct	0.08pct
归母净利润（百万元）	5830	6465	7394	3677	4762	7328	-36.93%	-26.34%	-0.89%
净利润率（%）	5.35%	7.08%	9.16%	3.36%	5.12%	8.73%	-1.99pct	-1.96pct	-0.43pct

注：因智能制造板块新增签约落地进展超出我们此前预期，因此营收小幅提升，因二手房价持续下行，预期会持续影响开发业务结算毛利率，同时物管板块加大品质投入，因此下调 2025-26 年毛利率水平，

资料来源：华泰研究预测

综上，考虑市场情况，公司开发业务因结算项目盈利能力下降或短期承压，我们下调 2025-27 年营收及毛利率假设，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 1095/930/840 亿元，同比分别-14.1%/-15.0%/-9.7%；归母净利润分别为 36.8/47.6/73.3 亿元。调整 2025-27 年 EPS 至 0.52/0.68/1.04 元（前值 0.83/0.93/1.06 元，对应下调 37%/26%/1%）。

根据前述内容，我们用分部估值对公司价值进行测算：

运营业务：股权估值预计 903 亿元

商业投资：根据前述分析，在 4.5%-5.0% 的 Cap Rate 假设下，公司运营商场项目的总估值（即 EV）预计为 1993-2215 亿元，考虑公司尚未发行 REITs，我们基于谨慎原则，取估值下限 1993 亿元；

资产管理板块，以长租公寓冠寓项目为主，2025H1 实现收入 12.4 亿，基于商业投资同样的逻辑测算，我们以 60%NOI 率，5% 的 Cap Rate 测算，总估值约 298 亿；

截至 2024 年末，公司商业投资项目权益约为 83%，由于运营业务基本以综合体模式获取，假设资产管理板块权益比例趋于一致，往后看，新增商业项目中轻资产占比或有所提升，我们预计权益比例或降至 80%，再扣除债务——经营性物业贷以及长租贷 930 亿，运营业务股权价值约 903 亿；

物业管理：估值预计 233 亿元

利润端，我们认为公司物管业务模式和管理规模与万物云、绿城服务、招商积余、保利物业、中海物业较为可比，参考这些公司 25H1 平均归母净利率和毛利率之比进行估算，并考虑到公司科技能力对于管理效率的加成，我们预计 2025-2027 年龙湖智创生活合并抵消后的归母净利润为 17.3/17.9/18.5 亿元。可比公司平均 2026PE 为 11 倍，考虑到可比公司盈利预测计算口径为全口径，而龙湖智创生活为合并抵消后的口径、基数偏低（2022 年合并抵消后营收为全口径营收的 78%），需要给予一定估值溢价进行补偿，我们认为公司物管业务合理 2026PE 为 13 倍，合理市值为 233 亿元。

图表62：物业管理可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (百万元)	收盘价 (交易货币)	EPS (元)				P/E (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2602 HK	万物云	21,490	20.22	0.98	1.25	1.45	1.64	18.76	14.70	12.70	11.24
2869 HK	绿城服务	12,851	4.48	0.25	0.29	0.34	0.39	16.42	13.81	11.86	10.43
001914 CH	招商积余	11,643	10.98	0.79	0.88	0.99	1.09	13.85	12.46	11.11	10.05
6049 HK	保利物业	17,662	35.08	2.68	2.82	3.01	3.22	11.90	11.30	10.59	9.91
2669 HK	中海物业	14,761	4.94	0.46	0.49	0.53	0.58	9.76	9.09	8.43	7.78
平均								14.14	12.27	10.94	9.88

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，统计时间为 2025 年 11 月 28 日

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

智慧营造：估值预计 79 亿元

我们预计公司智慧营造板块合理市值为 79 亿元。我们选取绿城管理控股（头部代建公司）、明源云（不动产云服务和软件服务公司）、金蝶国际（企业云服务公司）作为可比公司，以综合反映龙湖龙智造代建+科技输出的业务属性。可比公司平均 2026PS 为 4 倍，据此我们认为公司智慧营造业务合理 2026PS 为 4 倍，合理市值为 79 亿元。

图表63：智慧营造可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (百万元)	收盘价 (交易货币)	P/E (倍)				P/S (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
9979 HK	绿城管理控股	5,459	3.00	6.82	9.47	8.73	7.67	1.59	1.75	1.66	1.56
0909 HK	明源云	5,545	3.15	-28.63	530.25	94.19	59.78	3.86	4.23	4.31	4.21
0268 HK	金蝶国际	45,603	14.12	-320.08	384.28	122.47	68.64	7.29	6.48	5.66	4.92
平均				-113.96	308.00	75.13	45.36	4.25	4.16	3.88	3.56

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，统计时间为 2025 年 11 月 28 日

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

地产开发：估值预计-68 亿元

根据前述 DCF 估值法对公司开发业务的估值结果，在房价较目前价格下跌 10%、下跌 5%、上涨 10% 三种预期下，地产估值分别为 -133、-68、127 亿元。我们以房价下跌 5% 的测算作为中性假设，地产股权估值约 -68 亿元。

图表64：参考估值

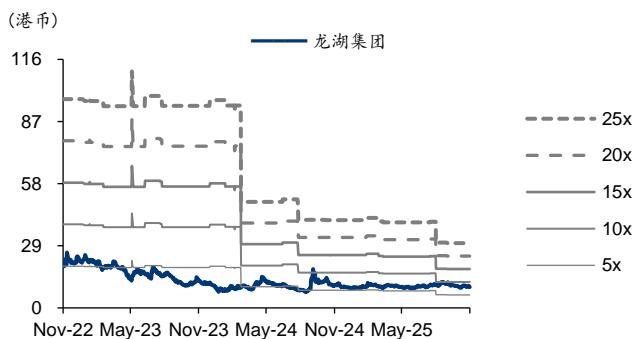
项目	估值
开发业务权益估值（亿元）	-68
运营业务权益估值（亿元）	903
物管业务估值（亿元）	233
智慧营造估值（亿元）	79
归属母公司估值（亿元）	1,147
归属母公司估值（亿港币）	1260

注：1HKD=0.9103RMB

资料来源：华泰研究预测

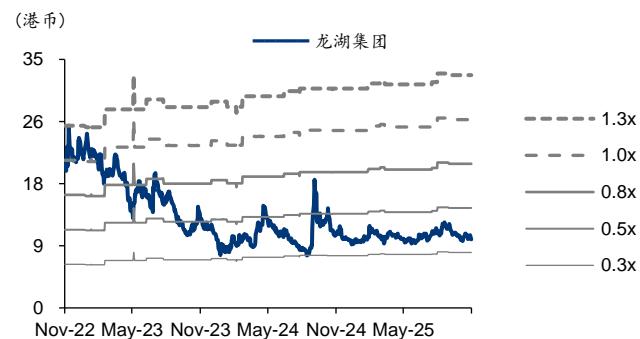
汇总可知，在中性假设下，公司的权益价值约为 1147 亿元人民币，对应 1260 亿港币。考虑公司多元化经营，我们在此基础上给予 15% 折让，得出目标股权价值为 1071 亿港元，我们给予目标价 15.21 港元/股（前值 13.86 港元，基于 0.53x 25E PB），维持“买入”评级。

图表65：龙湖集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表66：龙湖集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

融资能力减弱：近期公司评级有所下调，或会导致公司经营性物业贷抵押率下降或其他融资通道的变化；

地产销售不及预期：房地产基本面仍在筑底通道，二手房房价仍在下行，或导致公司项目去化进一步趋缓；

经营性业务发展不及预期：市场消费动力仍不充足，市场供应相对充沛，或导致公司经营性业务发展不及预期；

测算偏差风险：关于公司估值测算，各大业务板块的估值立足于我们对未来房价、公司商业地产租金、服务业务拓展规模等情况的预测，存在实际运营与我们测算存在偏差的风险。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡、戚康旭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标的人员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活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 龙湖集团 (960 HK): 华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参见华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡、戚康旭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 龙湖集团 (960 HK): 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
增持：预计股价超越基准5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业务的资格, 经营业务许可证编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东 (纽约 10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com