

【广发地产 & 海外】华润置地 (01109.HK)

销售稳居前三，购物中心租金双位数增长

核心观点:

- 开发业务: 销售稳居前三，投资力度提升。**根据月度经营公告，25 年公司销售金额 2336 亿元，同比-10.5%，销售面积 923 万方，同比-18.6%，销售均价 2.5 万元/平，同比+10%。投资端，25 年拿地金额 916 亿元，同比+18%，权益拿地金额 683 亿元，同比+30%，拿地权益比 74%，比 24 年提升了 7pct。全口径拿地力度 39%，同比提升 10pct，权益补货力度 80%，同比提升 24pct。华润置地 25 年拿地城市结构变化不大，拿地均价提升 39%，表明在核心城市内部聚焦。
- 经常性业务: 购物中心租金双位数增长。**根据经营公告（全口径），25 年租金收入 329.4 亿元，同比+12.8%，增速平稳，轻资产管理和生态圈收入 182.1 亿元，同比-3.3%。整体经常性收入 512 亿元，同比+6.5%。
- 业绩预测: 预计 25 年核心净利润 210 亿元。**我们预计 25-27 年核心净利润分别为 210 亿元、232、256 亿元，同比分别-17%、+10%、+10%。拆解来看，预计 25 年 210 亿元核心净利润=开发 93 亿元+投资物业 98 亿元+轻资产生态圈 19 亿元，剔除 REITs 贡献、并表税后减值、投资收益影响后，并表开发经营净利润为 105 亿元，净利率为 5.0%，较 24 年回落 1.2pct。公司业绩结构不断优化。一方面是非开发核心净利润占比预计 56%，首次突破 50%，另一方面，25 年开发结转规模与质量保持领先，随着新货占比提升，整体减值包袱逐步减弱。
- 盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年公司归母净利润 240、242、266 亿元，合理价值方面，参考可比公司 PE 估值，确定公司分部业务合理估值合计为 3085 亿元，对应合理价值 48.16 港元/股（港币兑人民币汇率为 0.89820，2026/1/21），维持“买入”评级。
- 风险提示。**销售表现不及预期；储备存在减值压力；结算利润率水平承压；消费不及预期，影响购物中心表现。

盈利预测:

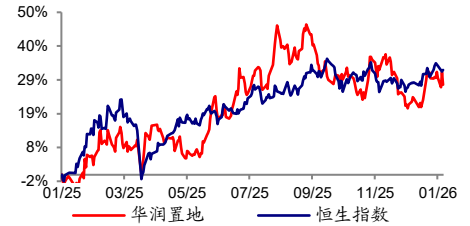
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	251,137	278,799	253,683	201,380	202,297
增长率 (%)	21.3%	11.0%	-9.0%	-20.6%	0.5%
EBITDA	69,277	62,552	52,442	49,122	53,315
归母净利润	31,365	25,577	24,024	24,233	26,599
增长率 (%)	11.7%	-18.5%	-6.1%	0.9%	9.8%
EPS (元/股)	4.40	3.59	3.37	3.40	3.73
市盈率 (P/E)	5.7	5.6	7.9	7.8	7.1
ROE (%)	11.8%	9.4%	8.1%	7.5%	7.6%
EV/EBITDA	4.3	4.4	4.5	3.6	2.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	28.76 港元
合理价值	48.16 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-22

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 邢莘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。

相关研究:

【广发地产&海外】华润置地 2025-04-06 (01109.HK):经常核心利润过百亿元, 开发毛利率回升

一、开发业务：销售稳居前三，投资力度提升

根据月度经营公告，25年全年公司实现销售金额2336亿元，同比-10.5%，销售面积923万方，同比-18.6%，销售均价2.5万元/平，同比+10%。根据克而瑞销售排行榜，公司已连续两年排名行业前三，行业地位稳固。

表 1：主要房企销售金额及增速

	全口径销售金额 (亿元)					销售金额增速					销售均价 (元/平)			
	2016	2021	2023	2024	2025	09-16	16-21	21-23	2024	2025	2021	2023	2024	2025
						CAGR	CAGR	CAGR						
中国金茂	375	2356	1412	983	1135		44%	-23%	-30%	16%	17842	17046	16887	23671
越秀地产	303	1152	1420	1145	1082	27%	31%	11%	-19%	-6%	27569	31910	29202	38113
滨江集团	367	1691	1535	1116	1018	27%	36%	-5%	-27%	-9%	47615	46004	47320	42685
绿城中国	958	2666	1943	1718	2519	9%	23%	-15%	-12%	-9%	28422	28324	19645	20853
华润置地	1080	3158	3070	2611	2336	23%	24%	-1%	-15%	-11%	17992	23485	23039	26670
招商蛇口	739	3268	2936	2193	1960	26%	35%	-5%	-25%	-11%	22318	24001	23432	27370
建发股份	477	2176	2388	1648	1493		37%	5%	-33%	-11%	20187	22793	21607	22502
中海集团	1886	3695	3098	3107	2512	24%	14%	-8%	0%	-19%	19545	23195	27048	23789
保利发展	2101	5349	4222	3230	2530	25%	21%	-11%	-23%	-22%	16049	17696	17980	20483
融创中国	1506	5974	848	471	368	57%	32%	-62%	-44%	-22%	14423	13952	20849	25354
中国铁建	477	1429	1216	964	733		25%	-8%	-21%	-24%	14348	16194	13757	13364
华发股份	357	1219	1260	1050	786	33%	28%	2%	-17%	-25%	26000	31542	28406	26204
远洋集团	504	1363	506	352	263	20%	22%	-39%	-30%	-25%	17757	12209	11733	11493
碧桂园	3088	7636	2134	605	423	45%	20%	-47%	-72%	-30%	8401	8036	9568	8168
龙湖集团	881	2901	1735	1011	631	25%	27%	-23%	-42%	-38%	16975	16396	14194	12375
万科 A	3648	6278	3761	2460	1339	28%	11%	-23%	-35%	-46%	16486	15252	13588	13144
新城控股	651	2338	760	402	193	37%	29%	-43%	-47%	-52%	9928	7836	7455	7600
旭辉控股	530	2473	700	337	161		36%	-47%	-52%	-52%	17066	13606	12103	10395
金地集团	1006	2867	1536	685	300	25%	23%	-27%	-55%	-56%	20819	17505	14530	13236

数据来源：克而瑞，公司经营公告，广发证券发展研究中心

表 2：主要房企全口径销售金额排名

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展	保利发展	保利发展
2	万科 A	万科 A	万科 A	万科 A	中国恒大	万科 A	保利发展	万科 A	中海地产	中海地产
3	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科 A	融创中国	万科 A	中海地产	华润置地	华润置地
4	绿地控股	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地	万科 A	招商蛇口
5	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利发展	中国恒大	中海地产	招商蛇口	招商蛇口	绿城中国

6	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	建发股份	绿城中国	万科 A
7	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	碧桂园	建发房产	建发房产
8	华夏幸福	龙湖集团	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	建发股份	绿城中国	越秀地产	中国金茂
9	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂集团	华润置地	绿地控股	绿城中国	龙湖集团	滨江集团	越秀地产
10	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	华发股份	滨江集团
11	华润置地	绿城中国	世茂集团	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	融创中国	滨江集团	龙湖集团	华发股份
12	金地集团	金地集团	招商蛇口	招商蛇口	新城控股	世茂集团	中国金茂	越秀地产	中国金茂	中国铁建
13	龙湖集团	新城控股	华夏幸福	阳光城	金地集团	绿城中国	滨江集团	中国金茂	中国铁建	绿地控股
14	招商蛇口	招商蛇口	阳光城	金地集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股	华发股份	金地集团	龙湖集团
15	新城控股	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	中国铁建	中国铁建	绿地控股	保利置业
16	世茂集团	世茂集团	金地集团	中南置地	金科股份	新城控股	越秀地产	绿地控股	碧桂园	中建东孚
17	首开股份	泰禾集团	绿城中国	金科集团	中南建设	建发股份	旭辉集团	融创中国	保利置业	中建壹品
18	旭辉集团	中南置地	中南置地	中国金茂	阳光城	中南建设	华发股份	新城控股	融创中国	碧桂园
19	富力地产	阳光城	富力地产	中梁控股	绿城中国	金科股份	新城控股	旭辉集团	中建壹品	融创中国
20	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团	华夏幸福	中梁控股	阳光城	远洋集团	中交地产	中交地产	中国中铁

数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

拿地层面，根据经营公告，25年公司共在18个城市获取40个项目，拿地金额916亿元，同比+18%，权益拿地金额683亿元，同比+30%，拿地权益比74%，比24年提升了7pct。

从拿地力度来看，全口径拿地金额/销售金额为39%，较24年提升10pct，公司25年全年全口径拿地货值1706亿元，权益拿地货值1271亿元，权益销售金额为1593亿元，权益补货力度（1271/1593）为80%，补货力度较24年提升了24pct。

表 3：主要房企全口径拿地金额及拿地力度

公司	全口径拿地金额 (亿元)				全口径销售金额 (亿元)				拿地力度 (拿地金额/销售金额, 老口径)			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
招商蛇口	1279	1134	486	1205	2926	2936	2193	1960	44%	39%	22%	62%
中国海外发展	1107	1342	806	1187	2544	2670	2706	2190	44%	50%	30%	54%
建发国际集团	827	1169	556	642	1691	1889	1335	1221	49%	62%	42%	53%
中国金茂	277	321	333	586	1550	1412	983	1135	18%	23%	34%	52%
绿城中国	596	793	601	624	2128	1943	1718	1534	28%	41%	35%	41%
滨江集团	721	577	448	410	1539	1535	1116	1018	47%	38%	40%	40%
华润置地	1442	1783	776	916	3013	3070	2611	2336	48%	58%	30%	39%
越秀地产	838	700	494	415	1250	1420	1145	1082	67%	49%	43%	38%
中国海外宏洋	112	98	52	117	403	428	401	322	28%	23%	13%	36%
保利发展	1613	1632	683	791	4573	4222	3230	2530	35%	39%	21%	31%
华发股份	493	865	94	51	1202	1260	1054	786	41%	69%	9%	7%
龙湖集团	469	366	115	40	2016	1735	1011	632	23%	21%	11%	6%
万科 A	886	849	108	71	4170	3761	2460	1339	21%	23%	4%	5%

金地集团	368	125	4	14	2218	1536	685	300	17%	8%	1%	5%
新城控股	28	25	0	0	1160	760	402	193	2%	3%	0%	0%
碧桂园	67	0	0	0	4642	2169	605	422	1%	0%	0%	0%
融创中国	0	0	0	0	1693	848	471	369	0%	0%	0%	0%

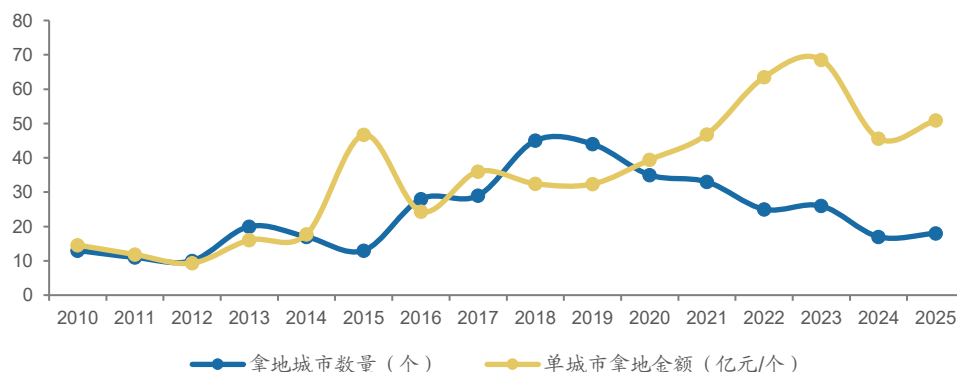
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表 4：主要房企权益口径拿地货值及权益补货力度

公司	权益拿地货值 (亿元)				权益销售金额 (亿元)				权益补货力度 (权益拿地货值/权益销售)			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
中国海外宏洋	196	178	127	295	342	336	343	280	57%	53%	37%	105%
绿城中国	682	984	793	1027	1224	1276	1206	1043	56%	77%	66%	98%
建发国际集团	1075	1464	726	819	1215	1380	1034	909	88%	106%	70%	90%
招商蛇口	1369	1560	649	1130	1609	1644	1506	1323	85%	95%	43%	85%
滨江集团	674	417	327	396	874	740	544	477	77%	56%	60%	83%
华润置地	2154	2458	1010	1271	2088	2155	1800	1593	103%	114%	56%	80%
中国海外发展	1564	2371	1329	1542	2419	2453	2515	2031	65%	97%	53%	76%
保利发展	2009	2674	1165	1355	2799	2883	2465	2000	72%	93%	47%	68%
中国金茂	332	489	399	474	1070	974	678	783	31%	50%	59%	61%
越秀地产	884	606	512	291	1252	855	687	649	71%	71%	75%	45%
龙湖集团	559	492	91	65	1273	1148	683	438	44%	43%	13%	15%
万科 A	1016	878	131	115	2731	2441	1590	870	37%	36%	8%	13%
华发股份	524	626	51	32	751	873	692	503	70%	72%	7%	6%
金地集团	224	153	3	6	1374	951	424	186	16%	16%	1%	3%
新城控股	10	0	0	0	798	538	278	148	1%	0%	0%	0%
碧桂园	122	0	0	0	3575	1743	472	330	3%	0%	0%	0%
融创中国	0	0	0	0	976	466	259	177	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

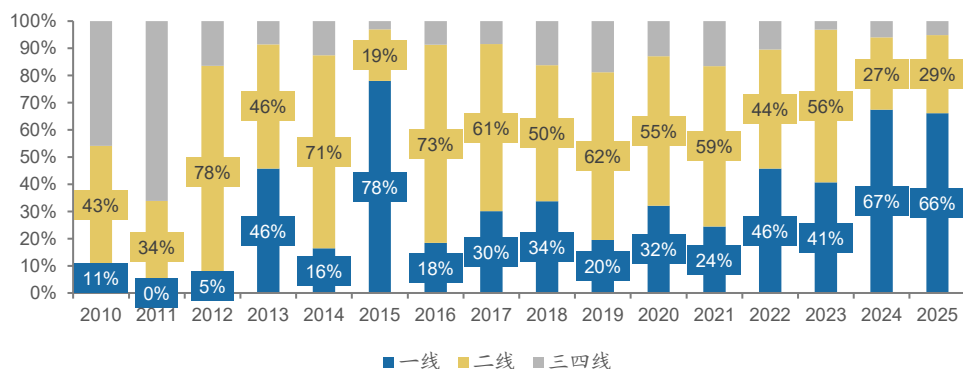
图 1：华润置地单城市拿地金额及拿地城市数量



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

华润置地25年拿地城市结构整体变化不大，一线城市占比66%（同比-1pct），二线占比29%（同比+2pct），三四线5%（同比-1pct），但25年拿地均价2.7万元/平米，较24年提升39%，表明公司在核心城市内部的地块区位提升，这里面包括了后滩+庆余里244亿地块，以及北京海淀区的部分项目，公司充分发挥资源优势，新规产品叠加区位优势，项目质量进一步改善。

图 2：华润置地分线城市拿地金额占比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表 5：华润置地拿地金额及城市分布（亿元）

城市	首次进入时间	分线	2022	2023	2024	2025
上海	2004	一线	0	244	192	295
北京	2004	一线	290	159	93	219
深圳	2005	一线	397	50	185	89
杭州	2007	二线	45	78	37	68
成都	2004	二线	112	128	22	54
南京	2011	二线	24	68	0	32
东莞	2017	三四线	74	0	12	31
大连	2007	二线	18	10	7	28
武汉	2004	二线	0	147	36	25
西安	2012	二线	39	66	0	17
泉州	2024	三四线	0	0	16	15
宁波	2006	二线	58	17	0	12
济南	2015	二线	10	3	19	11
合肥	2004	二线	63	72	0	11
香港	2017	二线	0	141	0	4
重庆	2007	二线	16	43	3	2
广州	2013	一线	39	273	53	2
柳州	2014	三四线	0	0	0	0
三亚	2022	二线	31	37	51	0
佛山	2016	三四线	39	1	19	0
沈阳	2008	二线	0	0	16	0

福州	2009	二线	0	0	9	0
郑州	2010	二线	0	5	6	0
苏州	2006	二线	84	83	0	0
长沙	2006	二线	58	45	0	0
金华	2020	三四线	20	35	0	0
温州	2012	二线	31	27	0	0
太原	2013	二线	0	23	0	0
南通	2009	三四线	4	20	0	0
南昌	2010	二线	0	5	0	0
南宁	2012	二线	3	4	0	0
厦门	2007	二线	79	0	0	0
嘉兴	2017	三四线	27	0	0	0
青岛	2009	二线	25	0	0	0
湛江	2018	三四线	1	0	0	0
汇总			1442	1783	776	916

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

二、经常性业务：购物中心租金双位数增长

（一）25H1 表现：大客流驱动零售额增长，购物中心租金增长 10%

从25H1中报来看，投资物业方面，公司三类资产收入121.1亿元，同比+5.5%，其中购物中心、写字楼、酒店收入分别为104.2、8.2、8.7亿元，同比分别+9.9%、-14.2%、-16.3%。

在营面积合计1410万方，同比+12%，上半年新开2座购物中心（佛山顺德万象汇、郑州郑东万象城），下半年计划开业4座。储备面积776万方，同比-16%，储备+在营合计总面积2186万方，同比持平。

25H1购物中心客流同比+36%，零售额1102亿元，同比+20.2%（同店增长9.4%），租金同比+9.9%，同店+5.7%，租售比（PPT）口径12.0%，计算口径9.5%，同比回落0.9pct，公司通过大客流拉升租金表现。

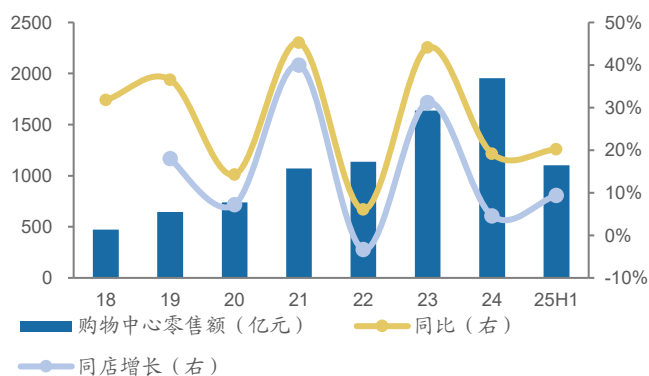
表 6：华润置地投资物业运营情况梳理

	20	21	22	23	24	25H1	24H1
租金收入（减租后，亿元）	127.87	174.35	170.21	222.3	233.0	121.1	114.7
购物中心	100.9	139.4	137.6	178.5	193.5	104.2	94.8
写字楼	16.03	19.24	18.7	20.58	18.8	8.2	9.5
酒店	10.89	15.67	13.94	23.17	20.7	8.7	10.4
租金同比	6.3%	36.3%	-2.4%	30.6%	4.8%	5.5%	7.0%

购物中心	7.9%	38.1%	-1.3%	29.7%	8.4%	9.9%	9.7%
写字楼	15.5%	20.0%	-2.8%	10.1%	-8.6%	-14.2%	-5.0%
酒店	-27.0%	43.9%	-11.0%	66.2%	-10.7%	-16.3%	-3.7%
毛利率	66.5%	68.2%	65.6%	69.6%	70.0%	72.9%	71.5%
购物中心	71.9%	74.1%	71.6%	76.0%	76.0%	78.4%	77.7%
写字楼	71.8%	71.9%	69.1%	72.9%	72.4%	71.1%	74.8%
酒店	8.4%	11.1%	0.9%	17.5%	11.4%	9.5%	11.7%
并表不动产公允价值(亿元)	1835	2116.3	2311.1	2554.2	2631.9	2721	2555.2
购物中心	1360	1664.2	1873.2	2066.9	2129.9	2235	2066.1
写字楼	379.1	348.4	326.1	359.3	384.2	368	364.3
酒店	95.9	103.7	111.8	128.0	117.8	118	124.8
出租率							
购物中心	94.7%	97.0%	96.2%	96.5%	97.1%	97.3%	97.3%
写字楼	81.8%	79.2%	79.2%	81.8%	75.0%	74.5%	75.0%
酒店(入住率)	48.0%	46.0%	41.7%	63.0%	64.2%	63.7%	62.5%
三大业态在营面积(万方)	767	873	997	1172	1370	1410	1259
购物中心	576	669	798	963	1146	1185	1045
写字楼	128	137	126	126	146	146	136
酒店	63	67	73	83	78	79	78
三大业态储备面积(万方)	842	1001	900	953	768	776	928
购物中心	580	752	673	718	552	515	679
写字楼	163	159	145	165	139	139	145
酒店	99	90	82	70	77	77	61
三大业态总面积(万方)	1609	1874	1897	2125	2138	2186	2187
购物中心	1156	1421	1471	1682	1698	1700	1724
写字楼	291	296	271	290	285	285	281
酒店	162	157	155	153	155	156	139

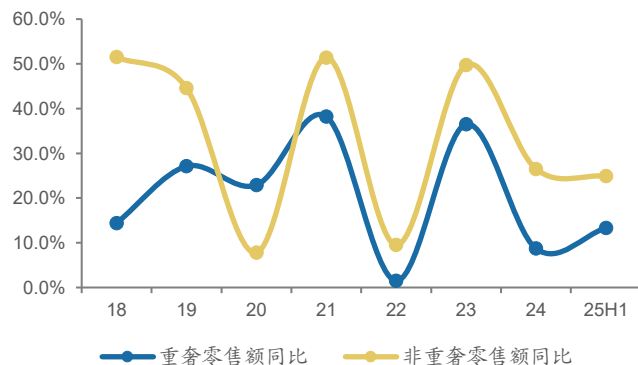
数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图 3：华润置地购物中心零售额及同比



数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

图 4：购物中心零售额重奢非重奢同比

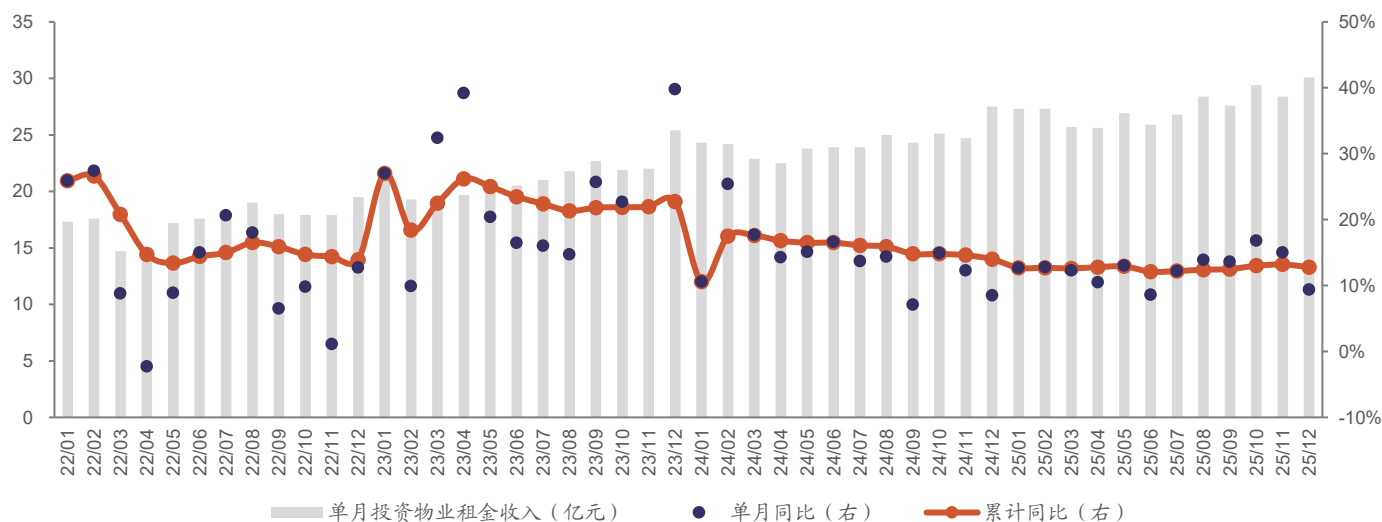


数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

(二) 月度经营全口径表现

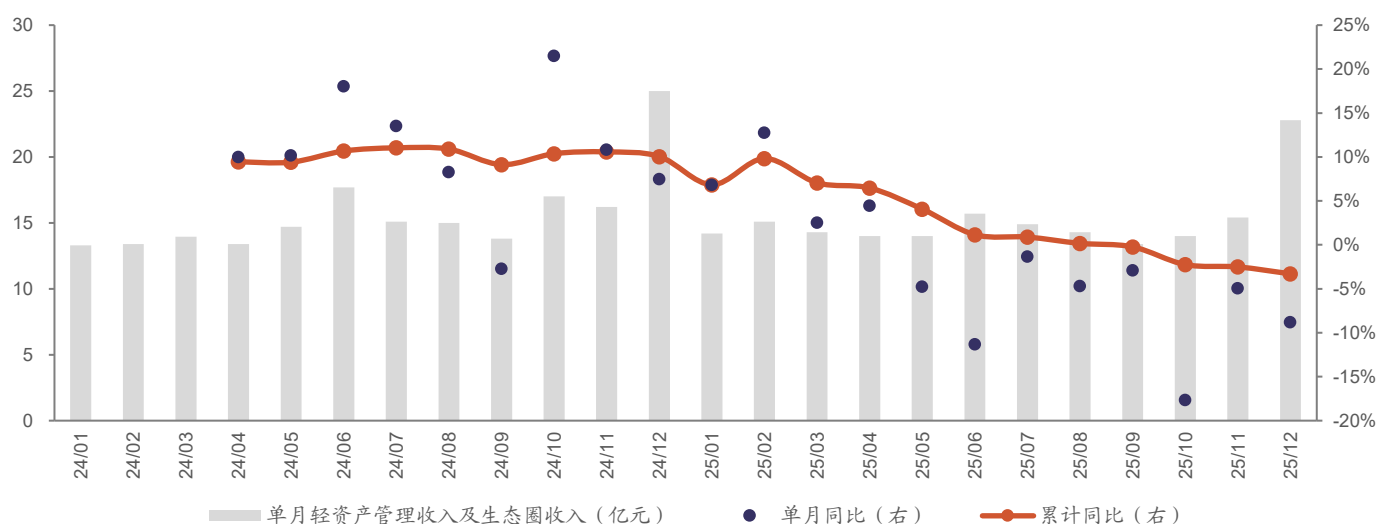
根据月度经营公告，25年全年经营性不动产业务租金收入329.4亿元，同比+12.8%，分季度来看，25Q1-Q4租金收入分别为80、78、83、88亿元，同比分别+12.5%、+11.7%、+13.1%、+13.7%，季度之间波动不大，整体租金增速保持平稳。

图 5: 华润置地（母公司）投资物业租金收入及同比



数据来源：华润置地经营公告，广发证券发展研究中心

图 6: 华润置地（母公司）轻资产管理收入及生态圈收入及同比



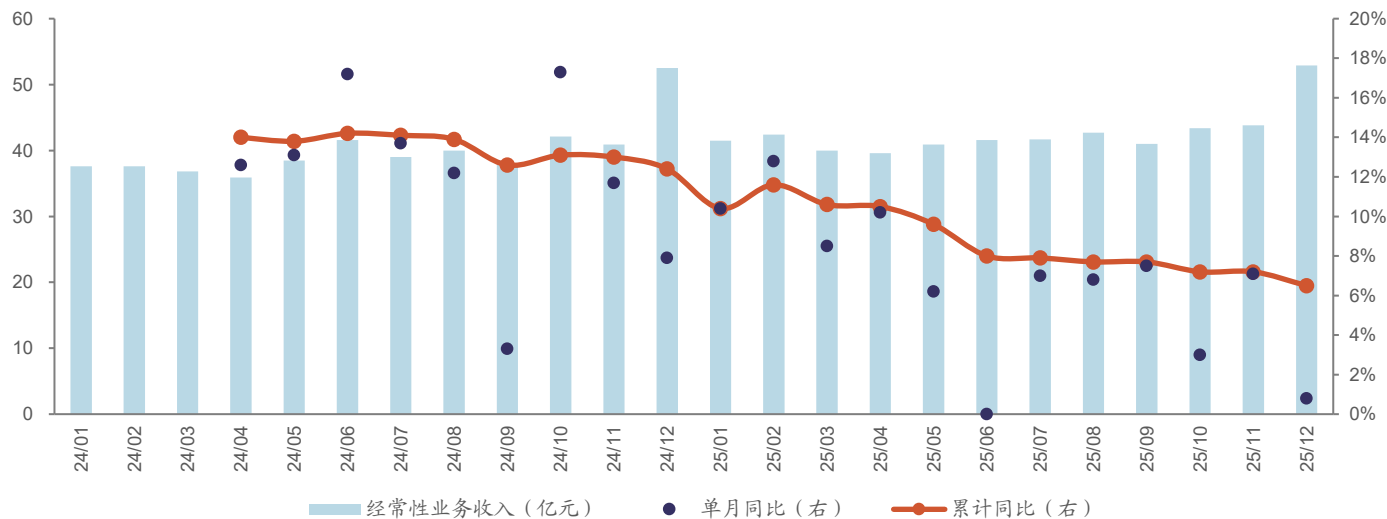
数据来源：华润置地经营公告，广发证券发展研究中心

根据月度经营公告，25年轻资产管理和生态圈收入182.1亿元，同比-3.3%，分季度来看，25Q1-Q4轻资产管理和生态圈收入分别为44、44、43、52亿元，同比分

别+7.3%、-4.6%、-3.0%、-10.3%，二季度后承压下行。

两部分合计，公司经常性业务收入，月度经营全口径25年为512亿元，同比+6.5%，其中25Q1-Q4收入分别为124、122、125、140亿元，同比分别+11%、+5%、+7%、+3%。

图 7：华润置地（母公司）轻资产管理收入及生态圈收入及同比



数据来源：华润置地经营公告，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

(一) 华润置地盈利预测

盈利预测方面，首先对投资物业收入进行预测。

根据公司业绩PPT，公司25-27年计划新开6座、5座、6座购物中心，25-27年累计在营购物中心分别为98、103、109座，单店租金方面，由于出表REITs项目导致24年单店租金回落，考虑到新项目集中入市，预计25-27年恢复至2.25、2.25、2.30亿元/座的水平（近5年均值为2.27亿元）。预计25-27年购物中心租金同比分别+14%、+5%、+8%。写字楼预计25-27年收入同比分别-14%、-5%、持平，酒店预计25-27年收入同比-16%、-5%、持平。

最终整体投资物业收入规模25-27年预计254、264、282亿元，同比分别+9%、+4%、+7%。

表 7: 华润置地投资物业收入预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资物业收入 (亿元, 包括减租)	174	170	222	233	254	264	282
同比	36%	-2%	31%	5%	9%	4%	7%
购物中心租金收入 (亿元)	139.4	137.6	178.5	194	221	232	251
同比	38%	-1%	30%	8%	14%	5%	8%
购物中心在营数量 (座)	54	66	76	92	98	103	109
购物中心新开业 (座)	9	12	11	16	6	5	6
购物中心单店租金 (亿元/座)	2.58	2.08	2.35	2.10	2.25	2.25	2.30
写字楼租金收入 (亿元)	19.2	18.7	20.6	18.8	16.1	15.3	15.3
同比	20%	-3%	10%	-9%	-14%	-5%	0%
酒店租金收入 (亿元)	15.7	13.9	23.2	20.7	17.3	16.5	16.5
同比	44%	-11%	66%	-11%	-16%	-5%	0%

数据来源: 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

收入预测: 25年公司可售资源充裕, 25年销售金额2336亿元, 预计26-27年销售规模分别2453、2575亿元, 同比分别增长5%、5%, 并表回笼率维持24年水平, 预计25-27年地产结算收入规模分别为2090、1548、1528亿元, 同比分别-12%、-26%、-1%。轻资产及生态圈业务收入假设每年增长5%, 那么25-27年公司营业收入总规模分别为2537、2014、2023亿元, 同比分别-9%、-21%、持平。

利润预测: 首先明确利润构成, 公司核心净利润24年为254亿元, 其中开发、投资物业、轻资产及生态圈分别贡献151、86、18亿元 (非开发贡献103亿元), 开发核心净利润151亿元中, 包含了REITs及类REITs贡献的46亿元, 也包含了计提减值的影响 (并表减值规模预计78亿元, 对核心净利润47亿元), 再剔除投资收益的影响, 因此并表部分开发经营净利润金额=151-46+47-4=147亿元, 对应开发净利率率为6.2%。

(1) 假设开发核心净利率25年承压, 随后逐步企稳回升, 25-27年分别为5.0%、6.0%、6.5%, 那么开发经营净利润分别为105、93、99亿元, 25年比24年下降43亿元。

(2) 假设减值规模逐步减少, 预计25-27年并表减值税后影响业绩25、19、15亿元。25年较24年并表税前减值规模下降36亿元, 对核心净利润影响下降22亿元。

(3) 假设REITs及类REITs持续为公司创造可持续的盈利, 预计25-27年分别贡献税后10、30、30亿元, 受REITs出表节奏影响, 25年这一部分贡献比24年少36亿元。

(4) 投资收益维持平稳, 预计25-27年分别贡献4、5、10亿元。

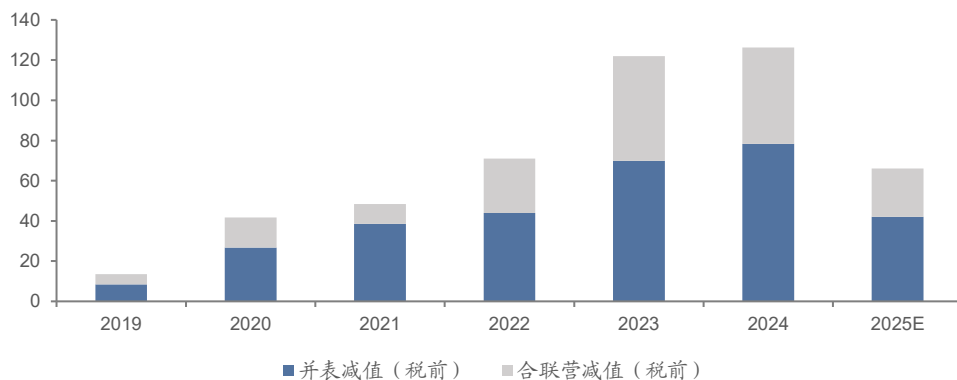
以上三部分共同决定了开发核心净利润规模25-27年分别为93、109、124亿元。其中25年核心净利润规模受毛利率下降以及REITs出表节奏影响有所下滑, 但也能看到减值压力的释放对开发净利润的拖累也在减弱。

表 8: 华润置地盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计 (亿元)	2121	2071	2511	2788	2537	2014	2023
同比	18%	-2%	21%	11%	-9%	-21%	0%
销售金额 (亿元)	3158	3013	3070	2611	2336	2453	2575
同比	11%	-5%	2%	-15%	-11%	5%	5%
并表回笼率	52%	70%	76%	71%	71%	71%	71%
预收账款 (亿元)	2127	2478	2676	2155	1720	1910	2207
①开发结算金额 (亿元)	1839	1762	2121	2372	2090	1548	1528
同比	17%	-4%	20%	12%	-12%	-26%	-1%
结算金额/T-1 年预收账款	79%	83%	86%	89%	97%	90%	80%
②投资物业收入 (亿元)	174	170	222	233	254	264	282
同比	36%	-2%	31%	5%	9%	4%	7%
③轻资产及生态圈业务收入 (亿元)	108	139	168	184	193	202	212
同比	12%	28%	21%	9%	5%	5%	5%
归母净利润 (亿元, 公布)	324	281	314	256	240	242	266
	9%	-13%	12%	-18%	-6%	1%	10%
PE (归母净利润)					7.9	7.8	7.1
公允价值变动 (亿元)	78	70	80	76	53	53	53
公允价值变动: 税后 (亿元)	58	52	60	48	40	40	40
REITs 上市贡献收益: 税后 (亿元)		1.9	0.0	16.1	0.0	20.0	20.0
其他收益 (类 REITs 等): 税后 (亿元)		39.5	24.1	30.3	10.0	10.0	10.0
核心净利润 (亿元, 公告口径)	266	270	278	254	210	232	256
同比	10%	2%	3%	-8%	-17%	10%	10%
核心净利润率	12.5%	13.0%	11.1%	9.1%	8.3%	11.5%	12.6%
PE (核心净利润)					9.0	8.2	7.4
①开发核心净利润 (亿元)		205	182	151	93	109	124
1.1 REITs 贡献 (亿元)		41	24	46	10	30	30
撇减供销售之物业至可变现净值 (亿元, 并表税前)	38	44	70	78	42	31	25
1.2 并表税后减值影响	-23	-26	-42	-47	-25	-19	-15
1.3 投资收益	43	41	24	4	4	5	10
1.4 并表开发经营净利润 (亿元)		149	176	147	105	93	99
并表开发净利率		8.5%	8.3%	6.2%	5.0%	6.0%	6.5%
②投资物业核心净利润 (亿元)		53	79	86	98	103	110
投资物业净利率		31.2%	35.3%	36.7%	38.5%	39.0%	39.0%
③轻资产及生态圈核心净利润 (亿元)		12	17	18	19	20	21
轻资产生态圈净利率		8.3%	10.2%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
非开发核心净利润 (亿元)		65	96	103	117	123	131
非开发占比		24.0%	34.4%	40.7%	55.7%	53.1%	51.4%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 8：华润置地并表及合联营减值进度



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

再看非开发部分，也就是经常性业务，首先，投资物业25H1利润率改善，假设25-27年净利率38.5%、39.0%、39.5%（高毛利购物中心占比提升），轻资产生态圈净利率均为10%，那么25-27年投资物业核心净利润98、103、110亿元，轻资产生态圈核心净利润19、20、21亿元。25-27年预计非开发核心净利润规模117、123、133亿元。

整体核心净利润分别为210、232、256亿元，同比分别-17%、+10%、+10%，非开发核心利润贡献比例从24年的41%提升至25年的56%，首次突破50%。

最后，公允价值变动24年税后贡献约48亿元，预计25-27年公允价值变动均税后贡献40亿元。核心净利润加上公允价值变动再扣除REITs等收益的影响后，预计25-27年归母净利润规模分别为240、242、266亿元，同比分别-6%、+1%、+10%。

总的来说，预计公司业绩水平保持稳健，业绩结构不断优化。一方面是非开发核心净利润占比预计将突破50%，且有不断增长的势能，另一方面，对于开发业务来说，25年整体结转规模与结转质量维持行业领先水平，随着新货占比提升，整体减值包袱逐步减弱。

（二）华润置地盈利预测

合理价值方面，采用分部估值法进行估值：第一，开发业务，根据以上测算，25年预计公司实现核心净利润93亿元，参考可比公司（中国海外发展、越秀地产、建发国际集团），按照25年PE（8x）进行估值，开发业务部分合理估值744亿元；

第二，投资物业，25年预计核心净利润贡献98亿元，参考可比公司25年物业租赁类（中国国贸、太古地产）25年平均PE为23x（扣除公允价值的影响），按照25年PE（20x）进行估值，投资物业部分合理估值1955亿元。

第三，轻资产及生态圈，25年预计核心净利润19亿元，参考可比公司，按照25年PE（20x）进行估值，这一部分合理估值385亿元。

以上三部分合理估值合计为3085亿元，对应合理价值48.16港元/股（港币兑人民币汇率为0.89820，2026/1/21），维持“买入”评级。

表 9：华润置地可比公司估值

公司	市值	归母净利润（Wind 一致预期）			PE（不含公允价值变动）		
		2026/1/21	2024	2025E	2026E	2024	2025E
中国海外发展	1318	156	156	165	8.6	8.6	8.1
越秀地产	153	10	12	13	14.7	13.3	11.9
建发国际集团	305	43	48	51	6.7	6.0	5.6
H 股龙头开发企业平均					10	9	9
中国国贸	200	12.6	12.4	12.6	16	16	16
太古地产	1196	-7.1	40.3	57.1	35	30	21
物业租赁企业平均					25	23	18
华润万象生活	890	36	41	46	25	22	19
轻资产管理公司					25	22	19

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；盈利预测来自 Wind 一致预期

四、风险提示

第一，本轮下行持续时间长，若政策效果持续性不达预期，购房者信心不足，景气度或持续维持低位，公司销售表现不及预期；

第二，若房价持续下行，公司部分储备存在减值压力；

第三，房价下行，促销手段影响公司结算利润率水平；

第四，消费不及预期，影响购物中心表现。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	784,361	710,687	723,294	739,621	773,262
现金及现金等价物	112,675	131,381	192,845	255,898	296,966
应收账款及票据	3,432	3,605	3,171	2,461	2,416
存货	524,740	441,251	399,550	353,534	346,152
其他	143,514	134,450	127,727	127,727	127,727
非流动资产合计	406,816	418,814	397,528	396,028	394,528
固定资产净值	15,827	15,015	13,515	12,015	10,515
长期投资	349,700	362,628	344,497	344,497	344,497
商誉及无形资产	4,879	8,081	8,081	8,081	8,081
其他	36,411	33,090	31,436	31,436	31,436
资产总额	1,191,177	1,129,501	1,120,823	1,135,649	1,167,790
流动负债合计	584,206	503,918	476,191	460,726	459,619
短期借款	64,287	69,446	60,000	60,000	60,000
应付账款及票据	84,243	68,441	68,494	53,030	51,923
其他	435,676	366,031	347,696	347,696	347,696
非流动负债合计	222,822	228,631	217,200	217,200	217,200
长期借款	167,993	190,673	181,139	181,139	181,139
其他非流动负债	54,830	37,958	36,061	36,061	36,061
总负债	807,028	732,549	693,390	677,926	676,819
普通股股本	674	674	674	674	674
储备	264,575	272,496	296,520	320,753	347,351
其他	-382	-449	0	0	0
归母权益总额	264,867	272,720	297,194	321,426	348,025
少数股东权益	119,282	124,232	130,238	136,296	142,946
股东权益合计	384,149	396,952	427,432	457,723	490,971
负债及股东权益合计	1,191,177	1,129,501	1,120,823	1,135,649	1,167,790

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	251,137	278,799	253,683	201,380	202,297
营业成本	187,975	218,466	205,483	159,090	155,768
毛利	63,162	60,334	48,200	42,290	46,528
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	7,302	7,794	7,103	5,639	5,664
行政管理费用	6,679	6,001	5,454	4,330	4,349
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	49,181	46,538	35,642	32,322	36,515
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	1,577	2,953	2,506	2,411	2,411
权益性投资损益	2,360	388	300	300	300
其他非经营性损益	16,422	14,095	15,000	15,000	15,000
除税前利润	66,438	58,228	48,436	45,210	49,403
所得税	29,134	24,550	18,406	14,919	16,155
合并净利润	37,304	33,678	30,030	30,291	33,248
少数股东损益	5,938	8,101	6,006	6,058	6,650
归母净利润	31,365	25,577	24,024	24,233	26,599

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	47,352	46,585	49,061	50,164	28,180
合并净利润	37,304	33,678	30,030	30,291	33,248
折旧与摊销	1,313	1,531	1,500	1,500	1,500
营运资本变动	11,642	12,535	30,324	31,262	6,320
其他非经营性调整	3,032	6,942	-12,794	-12,889	-12,889
投资活动现金流净额	-39,302	-22,421	33,440	15,300	15,300
处置固定资产收益	262	313	15,000	15,000	15,000
资本性支出	-1,260	-966	0	0	0
投资资产支出	-35,504	-23,032	18,383	0	0
其他	-2,800	1,263	57	300	300
融资活动现金流净额	8,971	-5,692	-21,036	-2,411	-2,411
长期债权融资	15,326	18,429	-9,534	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	-10,579	-10,283	0	0	0
其他	4,224	-13,838	-11,502	-2,411	-2,411
现金净增加额	17,131	18,619	61,464	63,052	41,068
期初现金余额	95,545	112,675	131,381	192,845	255,898
期末现金余额	112,675	131,294	192,845	255,898	296,966

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	21.3%	11.0%	-9.0%	-20.6%	0.5%
营业利润增长率	11.8%	-5.4%	-23.4%	-9.3%	13.0%
归母净利润增长率	11.7%	-18.5%	-6.1%	0.9%	9.8%
获利能力					
毛利率	25.2%	21.6%	19.0%	21.0%	23.0%
净利率	14.9%	12.1%	11.8%	15.0%	16.4%
ROE	11.8%	9.4%	8.1%	7.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	64.9%	61.9%	59.7%	58.0%
有息负债率	19.5%	23.0%	21.5%	21.2%	20.6%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
利息保障倍数	43.1	20.7	20.3	19.7	21.5
营运能力					
应收账款周转天数	4.8	4.5	4.5	4.4	4.3
存货周转天数	977.4	795.9	700.0	800.0	800.0
应付账款周转天数	176.3	125.8	120.0	120.0	120.0
每股指标					
每股收益	4.40	3.59	3.37	3.40	3.73
每股净资产	53.87	55.67	59.94	64.19	68.85
每股经营现金流	6.64	6.53	6.88	7.03	3.95
估值比率					
PE	5.7	5.6	7.9	7.8	7.1
PB	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	4.4	4.5	3.6	2.5

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：资深分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。