

匠心润物已而立，城市置业有新声

—— 华润置地首次覆盖&商业系列报告四

2026年02月02日

核心观点

- 3+1 业务模式有机联动：**华润置地 1994 年成立，是我国综合实力领先的城市投资开发运营商，是世界 500 强企业华润集团旗下核心业务单元之一。公司形成开发销售、经营性不动产与资管、轻资产管理三大主营业务与生态圈业务联动的“3+1”业务模式。2025 年 H1，公司营收 949 亿元，核心归母净利润 100 亿元；2024 年营收 2788 亿元，核心归母净利润 254 亿元，派息比例 37%。
- 经营性不动产构建增长曲线：**1) 购物中心：截至 2025 年 H1 末公司在营 94 座购物中心，注重核心城市和经济发达区域的覆盖，实现兼顾规模和质量的优质增长。2025 年 H1，公司购物中心实现收入 104 亿元。2) 写字楼和酒店：2020 年~2025 年 H1 末在管规模的 CAGR 分别为 3.01%、5.11%，写字楼业态出租率和租金维持较高水平、酒店业态通过提供差异化的产品和服务实现较高的入住率和稳定的平均单价。
- 开发销售巩固头部地位：**2025 年公司销售金额 2336 亿元，在行业内权益销售口径排名前 3。公司聚焦头部核心区域和高能级城市，截至 2025 年 H1 末公司开发销售土储 4119 万方，合理把握投资节奏，优质货源充足，穿越周期。
- 大资管平台搭建完成：**公司积极向资管业务转型。2022 年起公司即成功发行公募 REIT，“投融建管退”搭建完成。针对非自持资产，公司依托轻资产管理业务平台管理购物中心、写字楼等多个业态的资产。
- 投资建议：**公司是我国商业地产和开发销售龙头企业，凭借优秀的运营和资产管理能力实现商业地产规模扩张和业绩增长，稳健经营开发业务穿越周期，并积极构建多元业态的大资管平台。基于公司的市场地位和稀缺性，我们预测公司 2025-2027 年核心归母净利润 214.04 亿元、220.28 亿元、237.20 亿元，PE 为 7.90X、7.68X、7.13X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险；政策推动和实施不及预期的风险；房价大幅波动的风险；房屋销售和竣工不及预期的风险；零售消费不及预期的风险；汇率大幅波动的风险；海外利率大幅波动的风险。

主要财务指标预测（人民币）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	278,799.43	279,324.92	277,579.80	284,762.83
收入增速 (%)	11.01	0.19	-0.62	2.59
核心归母净利润(百万元)	25,418.00	21,403.89	22,028.17	23,720.21
利润增速 (%)	-8.48	-15.79	2.92	7.68
毛利率 (%)	21.64	20.22	20.86	21.13
摊薄*EPS(元)	3.56	3.00	3.09	3.33
*PE	6.61	7.85	7.63	7.08
PB	0.62	0.59	0.56	0.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：EPS 和 PE 均根据核心归母净利润计算得来，PE 和 PB 均按照 2026 年 2 月 2 日收盘价计算

华润置地（股票代码：1109.HK）

推荐 首次评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523070001

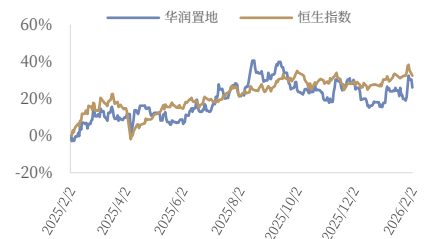
市场数据

2026-02-02

股票代码	1109.HK
H 股收盘价(元)	29.7
恒生指数	26,775.57
总股本(万股)	713,093.96
实际流通股(万股)	713,093.96
流通股市值(亿元)	2,117.89

相对恒生指数表现图

2026-02-02



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河地产】二十载传承万物生，融汇商业新气象_华润万象生活首次覆盖
- 【银河地产】存量地产有生机，商管服务正当时_2026 年商业地产策略&商业系列报告三
- 【银河地产】公司点评_购物中心稳健增长，慷慨分红回馈股东_华润万象生活 2025 半年度业绩点评

目录

Catalog

一、 公司介绍：城市投资运营开发商	3
(一) 上市三十年，逐渐向大资管转型	3
(二) 头部央企，专业运管	6
(三) 规模逐年扩大，经营性不动产稳定增长	8
二、 经营性不动产：构建增长曲线	12
(一) 购物中心：量升质优的快速发展	14
(二) 写字楼：在管规模平稳扩大	21
(三) 酒店：中高端定位收获市场认可	23
(四) 潜力：以购物中心为主的充分布局	24
三、 轻资产与生态圈：助力公司加速发展	27
(一) 轻资产业务：全国商管服务龙头	27
(二) 生态圈要素型业务：多业态规模化运营	31
四、 开发销售：穿越周期夯实行业地位	34
(一) 销售：规模稳居前列	35
(二) 投资：顺应市场坚持聚焦	38
(三) 储备：土储充足巩固行业地位	39
五、 大资管平台：平台间联动完善资本闭环	41
(一) 在管资产：多元平台管理丰富业态	41
(二) 平台搭建：“投融建管退”全过程管理	42
六、 财务分析：压低杠杆与优化债务	43
(一) 盈利能力：经营性不动产毛利率逐年提高	43
(二) 杠杆水平：严格控制财务杠杆	44
(三) 资金储备：融资成本低	45
(四) 分红：稳健分红回馈股东	46
七、 投资建议：盈利预测和估值	47
(一) 盈利预测：经营性不动产稳健提高	47
(二) 估值：商业与开发的龙头标的	50
八、 风险提示	52

一、公司介绍：城市投资运营开发商

华润置地，全称华润置地有限公司，是综合实力领先的城市投资开发运营商，是华润（集团）旗下的核心业务单元之一。公司构建了开发销售型业务、经营性不动产与资管业务、轻资产管理业务三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动的“3+1”一体化业务模式。截至 2025 年 6 月末，公司实现营业收入 949 亿元，核心归母净利润 100 亿元，2025 年中期每股派息 0.2 元，核心净利润派息率 14.27%。

（一）上市三十年，逐渐向大资管转型

1.1994~2004 年前：改组和上市

1994 年，华润创业入股北京市华远房地产股份有限公司，通过财务管控进入地产行业；1996 年，公司改组为华润北京置地有限公司，并于 11 月在香港联交所上市；2001 年，公司重组北京华远，将北京华远更名为华润置地（北京）股份有限公司，业务模式由投资管理转变为自主经营；2002 年，公司更名为华润置地有限公司，确立全国发展战略，开始进入上海、成都。

2.2004~2014 年：逐渐整合地产业务并明确商业地产战略

2004 年，国资委明确地产及相关行业成为华润集团的主营业务之一，同年深圳罗湖万象城开业，是公司首家万象城开业；2005 年，华润集团重组旗下地产业务，确定了“住宅开发+投资物业”双轮驱动的生意模式，华润置地由住宅发展商转型为综合型房地产发展商，实现第一次转型。

2007 年，公司收购华润集团旗下华润建筑、优高雅装饰公司，确定了住宅开发+投资物业+增值服务的独特商业发展模式；2010 年 3 月，公司纳入香港恒生指数成分股（蓝筹股）；2014 年，公司发布商业地产战略，致力于成为“中国商业地产领导者”。2014 年，公司新开业 6 家购物中心，整体开业购物中心规模达到 12 座。

图1: 华润置地 1994~2014 年发展阶段



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

3.2015~2018 年：确定销售+投资+X 的商业模式

2015 年开始，公司进入新建购物中心投入运营的高峰期。2015 年，公司新开业商场 6 座，公司开业购物中心规模达到 20 座。2016 年，公司确定“十三五”期间“销售物业+投资物业+X”的商业模式，同年开业 2 家购物中心。2017 年，公司在部分项目实践轻资产管理输出模式；2018 年，公司全面落成华润深圳湾综合体项目、大冲城市旧改项目。截至 2018 年末，公司在手开业购物中心数量超过 30 座。开发销售方面，2018 年公司全年权益销售金额位列全行业第 8，实现销售业务和投资业务齐头并进。

4.2019 年~2020 年：二次转型分拆万象生活上市

2019 年公司第二次转型为城市投资开发运营商，公司当年开业购物中心 8 座，重装开业 3 座；2020 年公司分拆商业运营和物业管理业务，成立华润万象生活有限公司，并正式在香港联交所主板挂牌上市。截至 2020 年末，公司已开业购物中心数量达到 45 个，储备项目 57 个。

图2：华润置地 2015~2020 年发展阶段



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

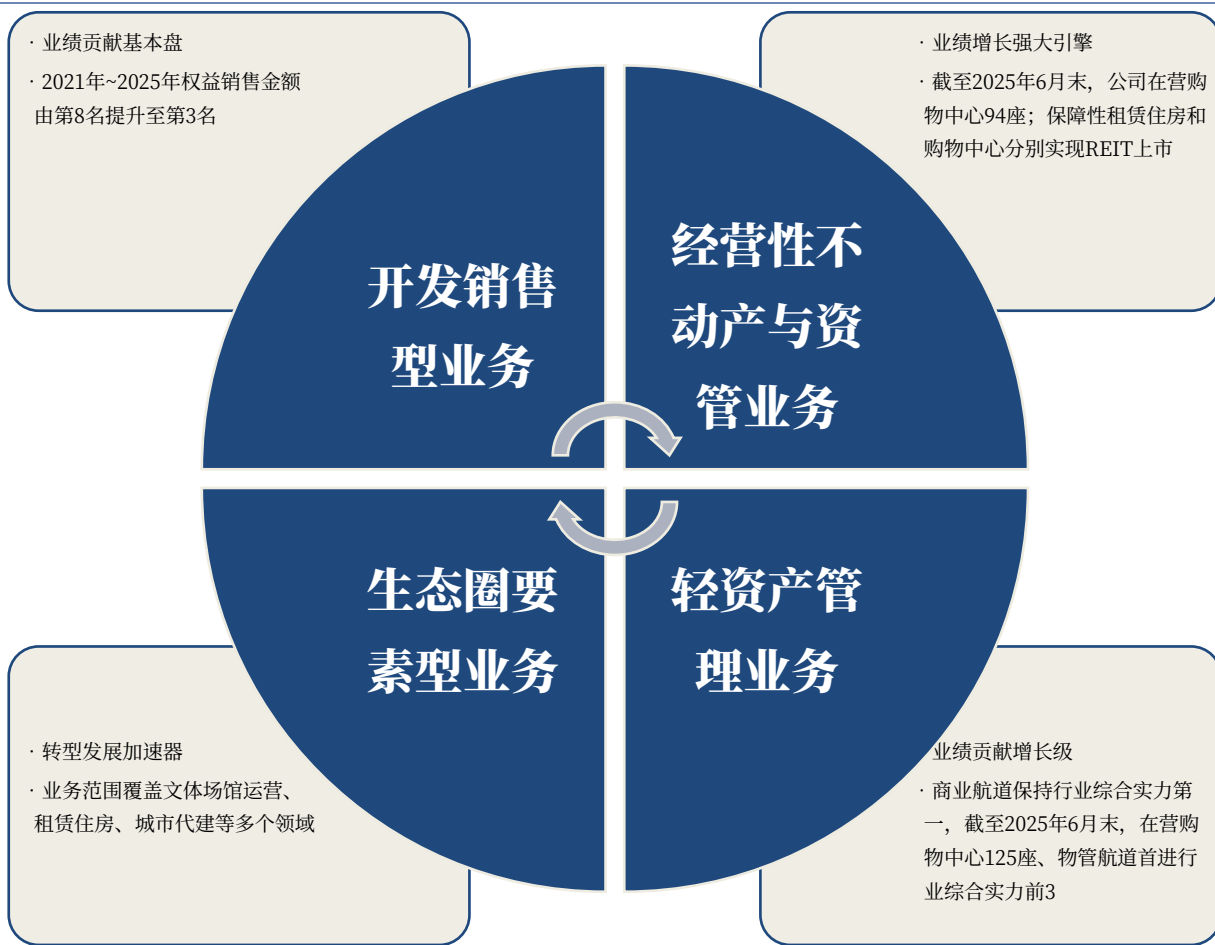
5.2021 年至今：确立“3+1”一体化发展业务模式

2021 年，公司以城市投资开发投资运营商的战略定位为指引，在商业领域公司 2021 年新开购物中心 9 座，在住宅销售领域公司持续深耕一、二线高能级城市，“瑞系”产品获得“全国十大顶级豪宅产品系”大奖，实现住宅产品力的竞争力和品牌溢价。在住宅销售领域，公司的行业内排名逐年提升，于 2022 年、2023 年、2024 年、2025 年，公司的权益销售金额全行业排名分别为 5、4、3、3，目前公司的销售规模稳居行业前 3。

2022 年公司新开购物中心 12 座。华润万象生活通过收并购禹洲物业、中南物业、九洲物业等公司，物管规模挺进行业前 10。2022 年，公司成功发行国内首单市场化机构运营的保障性租赁住房公募 REIT，实现“投融管退”闭环。2023 年，公司旗下在营购物中心规模达到 76 座，其中 61 座购物中心的零售额排名当地前 3。2024 年公司旗下的华夏华润商业资产 REIT 作为首批消费基础设施 REITs 项目获批上市。

公司的生态圈要素型业务是公司转型发展的加速器，业务范围包括文体场馆运营、租赁住房业务、城市代建业务等，发展质量和品牌影响力稳步提高。

图3: 华润置地 2021 年至今发展阶段



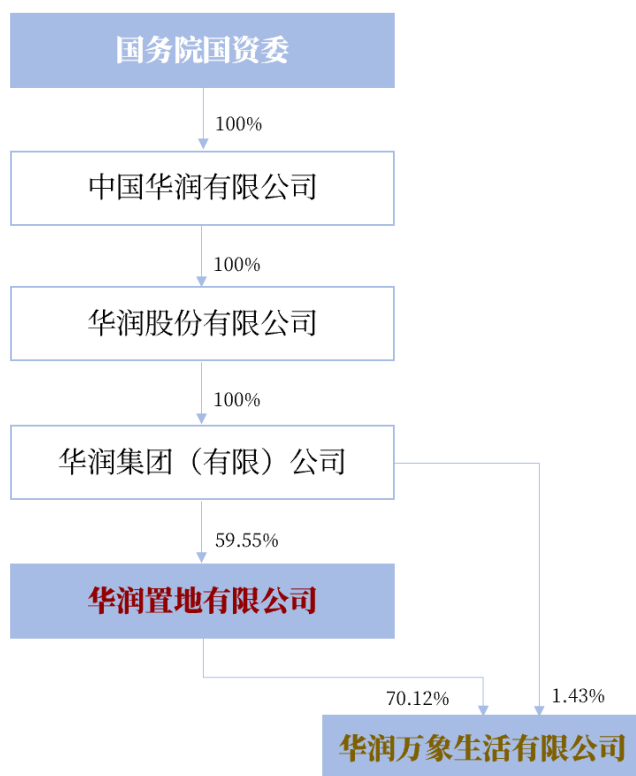
资料来源: 公司官网, 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 头部央企, 专业运管

1. 股权关系稳定

华润置地是华润集团旗下公司, 由华润集团持股 59.51%, 若考虑股权穿透华润集团共持股 59.55%。华润集团在 2024 年《财富》世界五百强位列第 72 位, 业务范围涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新型产业等 6 大领域, 下设 25 个业务单元, 其中 9 家企业在香港上市、13 家在内地上市。2003 年华润集团归属国务院国资委直接监管, 因此考虑股权穿透后华润置地的实控人是国务院国资委。公司是轻资产管理平台【华润万象生活】的控股股东, 截至 2025 年 11 月 30 日, 公司持有【华润万象生活】70.12%股份。

图4: 截至 2025 年 11 月 30 日华润置地股权架构



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

2.管理层经验丰富

公司董事长李欣先生于 2001 年加入公司, 2001 年 7 月~2013 年 6 月任公司企业发展部总经理、华润(大连)有限公司总经理、华润置地副总裁及沈阳区域总经理等职位。李欣先生于 2016 年获任公司联席总裁并兼任华东大区董事长, 负责华润置地华东地区业务发展; 2017 年李欣先生获任公司执行董事, 2018 年获任公司总裁, 2022 年获任公司董事长。截至 2025 年 6 月末, 李欣先生持有公司 4 万股。

公司总裁徐荣先生于 2023 年加入公司, 2024 年获任公司执行董事, 并于 2024 年 12 月获任公司总裁。徐荣先生曾任职于深圳市规划和国土资源委员会、招商局集团、深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司, 拥有丰富的都市规划、开发建设及都市更新管理经验。

表1: 华润置地部分董事及高管履历

职务	姓名	履历
董事长、执行董事	李欣	二零零一年加入公司, 于二零一六年七月获委任为公司联席总裁, 于二零一七年四月获委任为公司执行董事, 于二零一八年十二月获委任为公司总裁, 于二零二二年五月获委任为本公司董事会主席。彼亦为公司执行委员会、可持续发展委员会(前称企业社会责任委员会)和提名委员会主席, 及企业管治委员会成员。李先生于二零二零年八月获委任为本公司附属公司华润万象生活(股份代号: 1209.HK)董事会主席及非执行董事, 该公司于香港联合交易所有限公司(联交所)之主板上市。李先生同时任华润万象生活提名委员会和可持续发展委员会主席及薪酬委员会委员。李先生亦为公司多间其他附属公司的董事。李先生持有东北财经大学管理学学士学位及香港理工大学项目管理理学硕士学位, 彼拥有丰富的地产及企业管理等方面的经验。李先生于一九九四年加入华润集团, 曾任职于华润物业有限公司。
执行董事, 首席产品官	张大为	二零零六年加入本公司, 于二零一六年七月获委任为本公司联席总裁, 于二零一七年四月获委任为本公司执行董事, 于二零一八年十二月获委任为本公司董事会副主席, 于二零二三年八月获委任为本公司首席产品官。彼亦为本公司执行委员会成员。张先生亦为本公司多间附属公司的董事。张先生持有大连理工大学结构工程学士学位、抗震工程硕士学位及中欧国际工商学院高

		级管理人员工商管理硕士学位，彼拥有丰富的地产及企业管理等方面的经验。张先生于一九九四年加入华润集团，曾任职于华润营造有限公司。
总裁、执行董事	徐荣	二零二三年一月加入本公司并获委任为本公司副总裁，于二零二四年十月获委任为执行董事及本公司执行委员会成员，并于二零二四年十二月获委任为本公司总裁及可持续发展委员会（前称企业社会责任委员会）成员。彼亦为本公司多间附属公司的董事。徐先生曾任职于深圳市规划和国土资源委员会、招商局集团、深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司，拥有丰富的都市规划、开发建设及都市更新管理经验。徐先生持有华中理工大学（后更名为华中科技大学）建筑学学士学位及建筑设计专业硕士学位。彼亦为城乡规划专业正高级工程师。
执行董事	郝忠明	二零二二年十月加入本公司，于二零二五年九月获委任为执行董事及执行委员会成员。彼也是华润（深圳）有限公司（本公司的附属公司）的副董事长。于一九九三年七月至二零一八年九月任职于国家机关，最后的职位是中央国家机关工委组织部副部长。彼于二零一八年一月至二零二一年三月担任华润医药商业集团有限公司党委副书记、于二零二一年三月至二零二二年十月担任华润（集团）有限公司（华润集团）人力资源部副总经理及于二零二一年四月至二零二二年十月担任华润集团党委组织部副部长。郝先生于二零零九年取得北京航空航天大学公共管理学院公共管理硕士学位。
执行董事、首席财务官、董秘	赵伟	二零二五年九月加入本公司，获委任为执行董事、执行委员会成员、首席财务官、董事会秘书及授权代表。于二零二三年八月至二零二五年九月及于二零二三年六月至二零二五年九月分别担任华润啤酒(控股)有限公司（华润啤酒，其股份于联交所上市，股份代号：0291）的执行董事及首席财务官。彼于二零零三年加入华润啤酒（天津）有限公司担任财务总监助理，彼先后分别担任以下公司多个部门的重要职务，其中包括但不限于华润雪花啤酒（中国）有限公司资金管理部总经理、管理会计与统计部总经理及财务部总监。他曾担任华润医药商业集团有限公司首席财务官。彼自二零二四年二月起担任华润啤酒附属公司贵州金沙窖酒酒业有限公司的董事。彼分别于二零二四年二月获委任为山东景芝白酒有限公司的董事、于二零二四年三月获委任为安徽金种子集团有限公司的董事及于二零二四年七月获委任为安徽金种子酒业股份有限公司（其股份于上海证券交易所上市，股份代号：600199）的董事。彼于财务管理方面拥有逾二十年经验。彼持有天津大学工学博士学位，以及英国特许管理会计师公会 CIMA 资格证书。
执行董事、首席运营官	陈伟	二零二零年十二月加入本公司，获委任为本公司运营管理部总经理，于二零二三年三月获委任为本公司副总裁，于二零二四年三月获委任为本公司执行董事及首席运营官，彼亦为本公司执行委员会成员。加入本公司前，陈先生曾任远洋地产控股有限公司（后来更名为远洋集团控股有限公司（股份代号：3377.HK，彼之股票于联交所上市）开发管理部总经理、其下属天津公司总经理、其下属开发事业一部总经理及远洋集团控股有限公司副总裁等职务。彼亦为本公司附属公司润材电子商务有限公司的董事。陈先生持有重庆大学工程管理学士学位及清华大学土木工程系管理科学与工程硕士学位，彼拥有丰富的地产及企业管理等方面的经验。

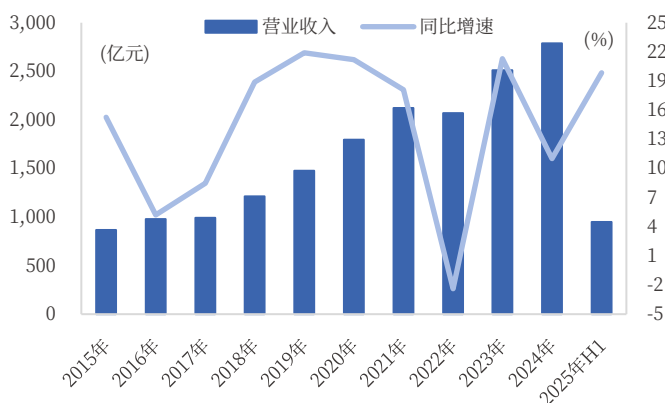
资料来源：公司公告，华润万象生活公告，Wind，中国银河证券研究院

（三）规模逐年扩大，经营性不动产稳定增长

公司 2024 年实现营业收入 2787.99 亿元，同比增长 11.01%，2025 年上半年实现营业收入 949.21 亿元，同比增长 19.86%。按照业务类型划分，公司主业包括经营性不动产业务、轻资产管理业务、生态圈要素型业务、开发销售型业务等四类。2024 年公司经营性不动产业务 232.96 亿元，占营收的 8.36%、轻资产管理业务 121.3 亿元，占营收的 4.35%、生态圈要素型业务 62.19 亿元，占营收的 2.23%、开发销售业务实现营业收入 2371.52 亿元，占公司营收的 85.06%。

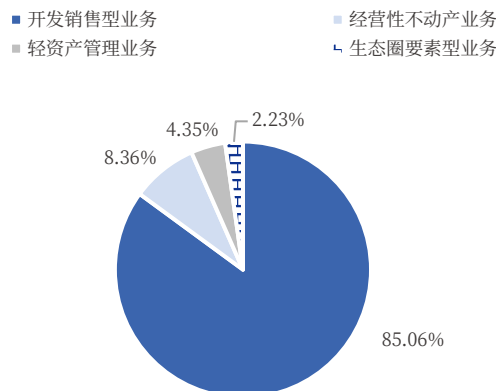
公司 2024 年实现核心净利润 254.2 亿元，同比下滑 8.5%，其中经营性业务、轻资产业务、生态圈要素型业务等经常性业务的核心净利润占比为 40.69%。2025 年 H1 核心净利润为 100 亿元，其中经常性业务占比 60.20%。

图5：华润置地 2015 年以来营收及同比增速



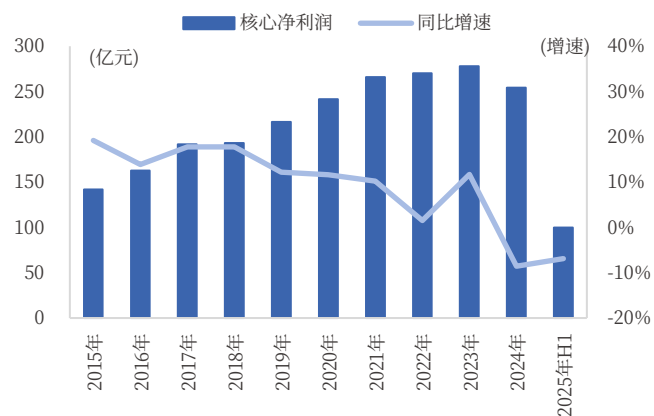
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：华润置地 2024 年各业务营收占比



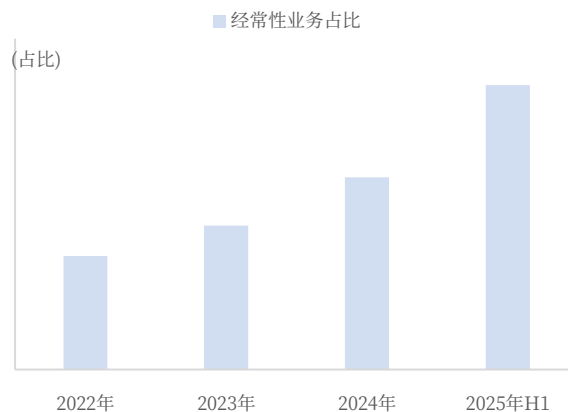
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：华润置地 2015 年以来核心净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：华润置地 2022 年以来经常性业务核心净利润占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1. 经营性不动产业务

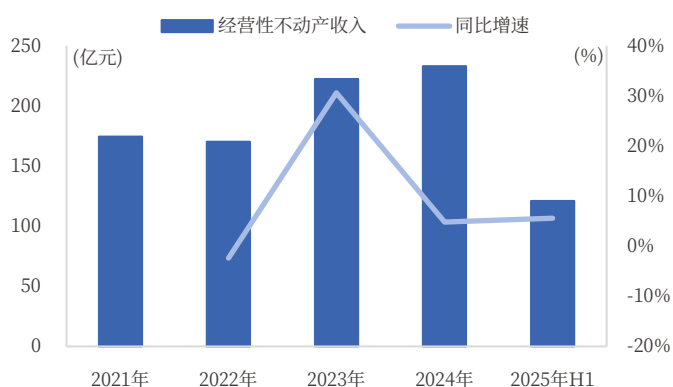
公司经营性业务主要为经营持有型物业每年获取租金等营业收入，主要涉及购物中心、写字楼、酒店等业态。2024 年公司经营性不动产实现收入 232.96 亿元，同比增长 4.80%；2025 年 H1 经营性不动产实现收入 121.1 亿元，同比增长 5.55%。

2024 年，购物中心业态共实现收入 193.5 亿元，同比增长 8.40%，主要为购物中心店铺租金收入，占经营性收入的 83.06%。2025 年上半年，购物中心业态共实现收入 104.2 亿元，同比增长 9.90%，占经营性收入的 86.07%。

2024 年，写字楼业态共实现收入 18.8 亿元，同比下滑 8.7%，主要为写字楼的租金收入，占经营性收入的 8.07%。2025 年上半年，写字楼业态共实现收入 8.2 亿元，同比下滑 14.20%，占经营性收入的 6.77%。

2024 年，酒店业态共实现收入 20.7 亿元，同比下滑 10.80%，主要为酒店的经营收入，占经营性收入的 8.89%。2025 年上半年，酒店业态共实现收入 8.7 亿元，同比下滑 16.30%，占经营性收入的 7.19%。

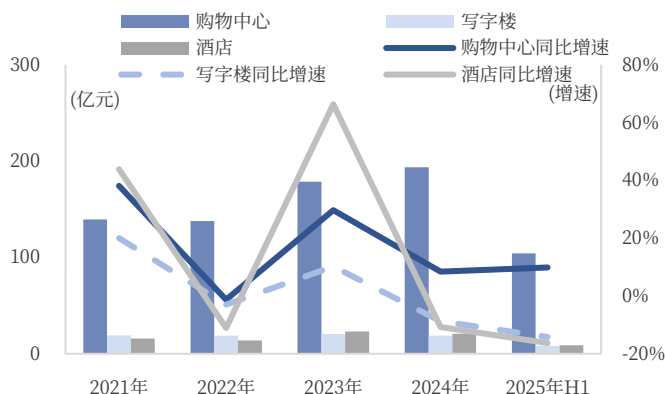
图9：华润置地 2021 年以来经营性不动产营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

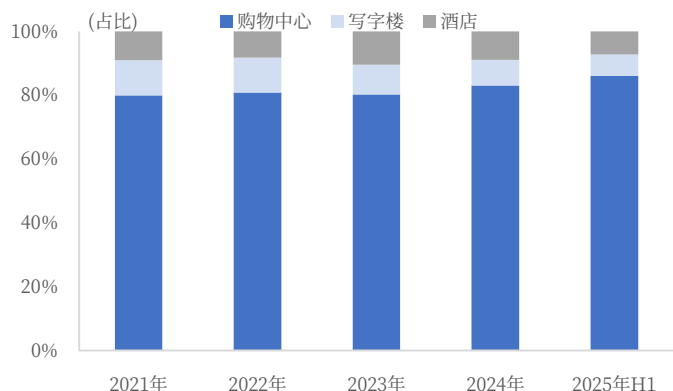
随着经营性不动产的收入规模逐渐提升，利润规模同样逐渐提高。2024 年，公司经营性不动产实现核心净利润 85.63 亿元，同比增长 9.1%；2025 年 H1 实现核心净利润 49.88 亿元，同比增长 10.67%

图10：华润置地 2021 年以来经营性不动产各业态营收及同比增速



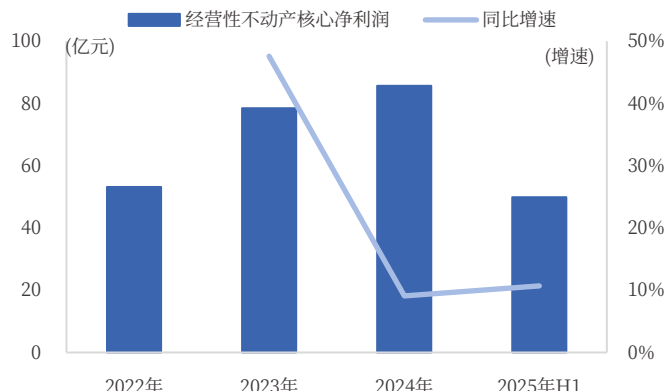
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：华润置地 2021 年以来经营性不动产各业态营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：华润置地 2022 年以来经营性不动产核心净利润及同比增速



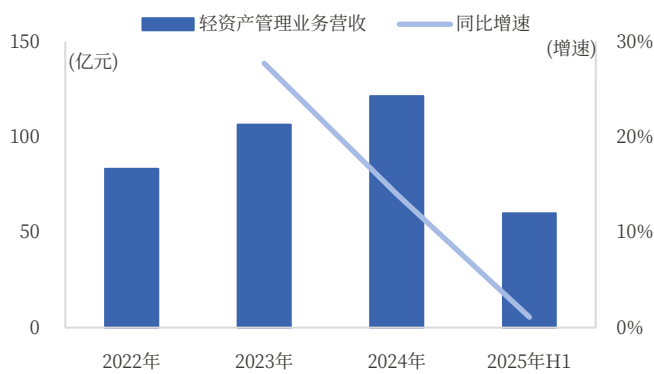
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2.轻资产管理业务

公司轻资产管理业务主要为公司旗下上市公司【华润万象生活】的轻资产管理服务收入，剔除集团内业务后，2024 年公司轻资产管理业务共实现收入 121.33 亿元，同比增长 13.99%；2025 年实现营收 60.0 亿元，同比增长 1.10%。

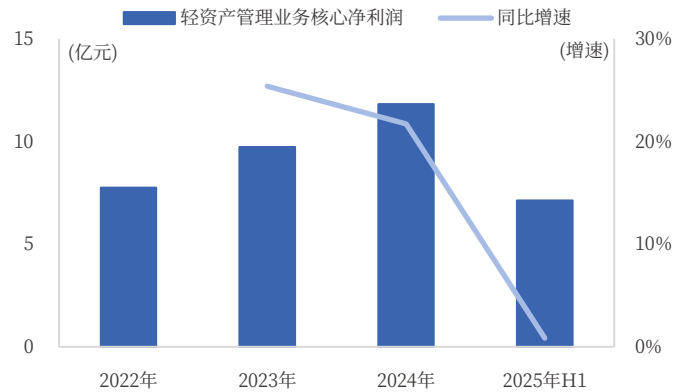
2024 年公司轻资产管理业务实现核心净利润 11.83 亿元，同比增长 21.7%；2025 年上半年实现核心净利润 7.13 亿元，同比增长 0.85%。

图13: 华润置地 2022 年以来轻资产管理业务营收占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 华润置地 2022 年以来经营性业务核心净利润及同比增速

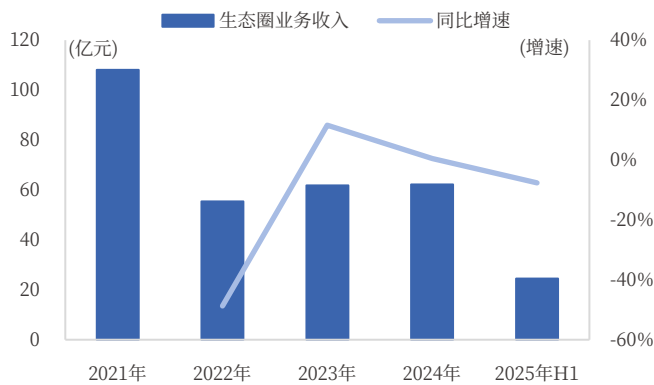


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3.生态圈业务

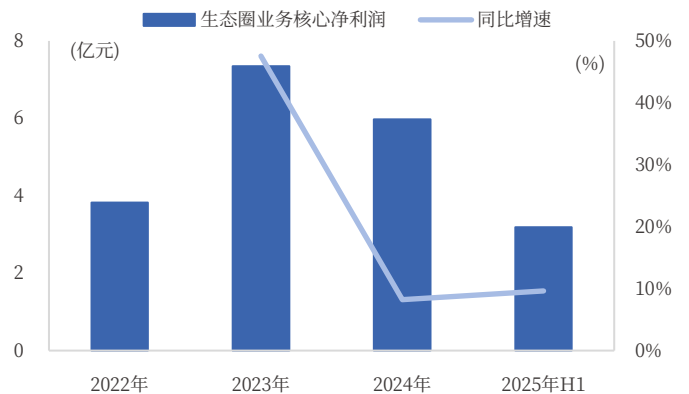
公司生态圈业务主要包括城市代建业务、租赁住房业务、文体场馆运营等。2024 年公司生态圈业务实现收入 62.19 亿元, 同比增长 0.5%; 2025 年上半年实现营收 24.6 亿元, 同比下降 7.66%。从利润看, 2024 年生态圈业务贡献核心净利润 5.97 亿元, 同比下降 18.78%; 2025 年 H1 贡献核心净利润 3.19 亿元, 同比增长 15.3%。

图15: 华润置地 2021 年以来生态圈业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 华润置地 2022 年以来生态圈业务核心净利润及同比增速

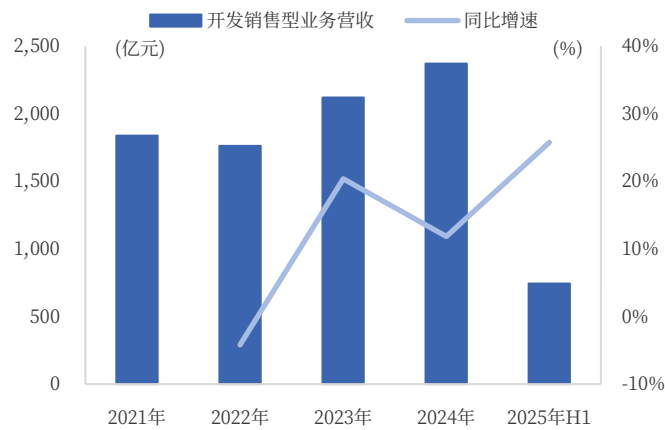


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

4.开发销售业务

公司通过销售住宅并结转实现开发销售的营业收入。2024 年公司开发销售实现营收 2371.5 亿元, 同比增长 11.82%; 2025 年上半年实现营收 743.6 亿元, 同比增长 25.76%。

图17: 华润置地 2021 年至今开发销售营收及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

二、经营性不动产：构建增长曲线

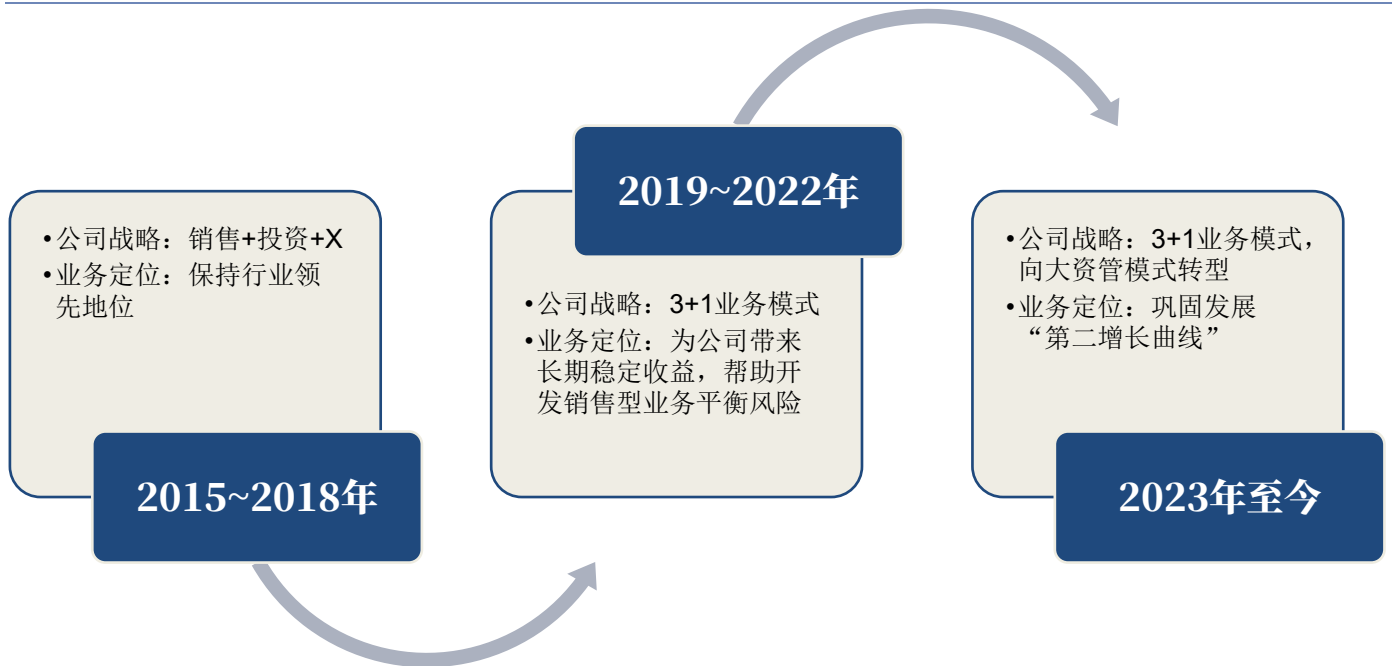
公司自 2004 年开业深圳万象城后，持续将经营性不动产作为公司重要的业务条线。2016 年，公司确立【销售物业+投资物业+X】的商业模式，经营性不动产作为公司的主营业务持续为公司贡献收入，具备丰富的成熟领先的经营经验。2020 年公司构建的一体化发展的【3+1】业务模式，经营性不动产被视为公司的第二增长曲线，并逐渐向大资管模式转型。

表2: 经营性不动产的战略规划有关表述

年份	经营性不动产的战略规划有关表述
2015 年展望	投资物业市场竞争压力依旧，本集团将进一步提升购物中心运营管理能力，合理安排在建项目开发节奏，积极探索商业业态创新，试点【购物中心+互联网】生态运营系统， 持续巩固在中国商业地产行业的领先优势。
2016 年展望	购物中心方面，本集团二零一七年计划开业深圳万象天地、上海万象城、西安万象城、泰州万象城等四个购物中心，继续扩大商业地产规模，同时积极探索业态创新，提升客户消费体验，强化服务质量，保持行业领先优势。
2017 年展望	在商业方面，本集团已形成中国内地最具影响力的商业品牌，积累了成熟领先的经营经验。在未来将聚焦一二线城市，稳步扩张规模，固本强基，持续提升专业能力及组织能力。本集团二零一八年计划新开业六个购物中心项目，不断扩大商业地产规模。
2018 年展望	在投资物业方面，本集团将通过多元化渠道挖掘增量及存量机会，顺应新零售发展趋势，主动拥抱互联网、新技术，探索数字化转型，强化购物情景化，提升客户体验， 保持中国商业地产领导者的领先地位。
2019 年展望	在投资物业方面，本集团将顺应新零售发展趋势，多元化挖掘增量和存量机会，实现规模高质量有序增长；优化商业运营管理标准，提高经营质量和运营效率；积极尝试商业创新，明确商业数字化战略，推动投资物业的资产证券化，继续保持中国商业地产的领先地位。
2020 年展望	构建开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务（即华润万象生活）三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动、一体化发展的【3+1】 业务模式 。经营性不动产业务包括持有购物中心、写字楼等， 为公司带来长期稳定收益，帮助开发销售型业务平衡风险、获取资源，提升轻资产服务能力。
2021 年展望	经营性不动产业务：中国经济正在向消费拉动转型，随着居民收入稳步增长、消费结构不断升级，我们坚定且长期看好中国消费市场的增长潜力。本集团将持续巩固在中高端零售市场的竞争优势，多措并举推动投资组合资产价值及租金收入的稳步增长。在核心城市重要商圈有序扩张，提升重点布局城市的零售市场份额；加强投资组合中的资产梳理工作，关注核心资产的价值提升，通过高效的翻新改造重燃场景活力，促进内生增长动力；对长期收入表现稳定的优质资产，积极探索多元化的证券化渠道，实现资产有序进退。
2022 年展望	经营性不动产业务强化重奢品牌的招商运营，全面优化门店的运营效率，持续提升综合体资产价值，筑牢商业综合实力第一的护城河。
2023 年展望	经营性不动产业务依托优质的底层资产、行业领先的资产管理能力和运营能力， 加快向【大资管】模式转型。
2024 年展望	经营性不动产业务要落实精益管理，持续提升资产价值，全面布局资管业务， 加快巩固发展【第二增长曲线】。
2025 年展望	做专做优做强做大经营性不动产业务及资管业务， 推动第二增长曲线实现高质量发力。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

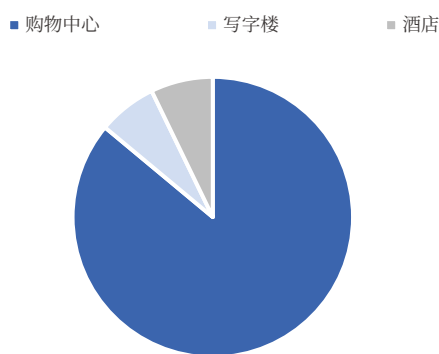
图18：经营性不动产业务在公司的战略定位



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

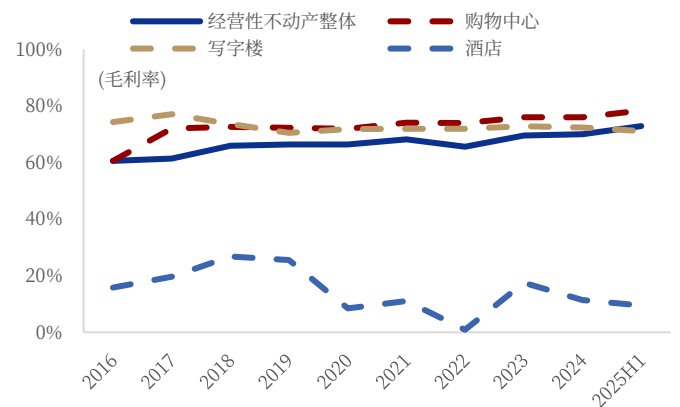
公司经营性不动产 2024 年实现收入 232.96 亿元，同比增长 4.80%，2025 年 H1 实现收入 121.06 亿元，同比增长 5.55%。经营性不动产业务主要包括购物中心、写字楼、酒店等业态。从收入占比看，2024 年购物中心、写字楼、酒店的营收分别占经营性不动产业务收入的 83.06%、8.07%、8.89%，购物中心贡献 8 成以上的收入。从毛利率看，2024 年购物中心、写字楼、酒店业态的毛利率分别为 76%、72.40%、11.40%，其中购物中心和写字楼的毛利率水平显着高于酒店业态。

图19：华润置地 2025 年 H1 经营性不动产业务各业态收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：华润置地 2016 年以来经营性不动产业务毛利率表现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

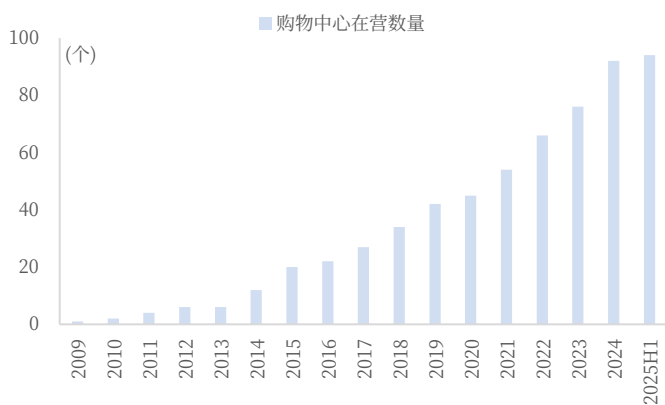
注：2022 年的购物中心和写字楼毛利率均为剔除减租影响后的数据

(一) 购物中心：量升质优的快速发展

1. 规模持续扩张

截至 2024 年末，公司在营购物中心 92 座，建面 1146 万方；截至 2025 年上半年末，公司购物中心在营 94 座，建面 1185 万方。自 2010 年至 2025 年 H1，公司零售物业在营面积的 CAGR 为 23.65%，其中 2021 年至 2025 年 H1 的 CAGR 为 17.37%，高于 2015~2020 年的 CAGR。公司购物中心在营数量和建面规模稳步提升。

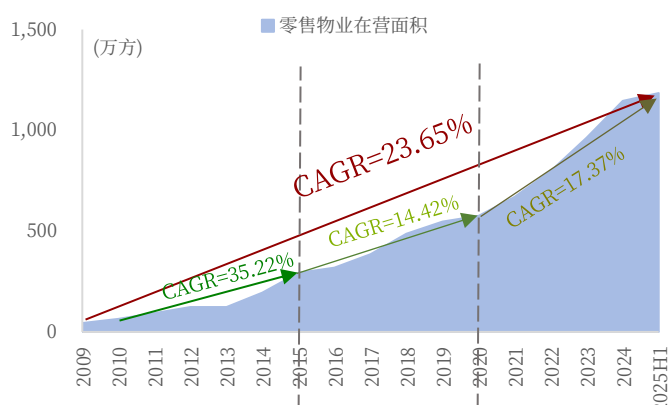
图21：华润置地在营购物中心数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2009~2014 年仅包含万象城/万象汇/五彩城项目，2015 年至今为公司披露数量口径

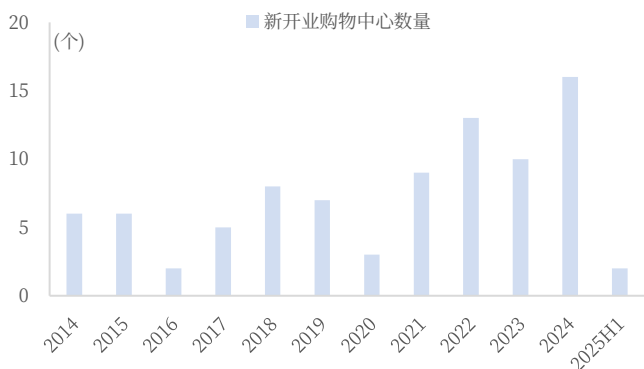
图22：华润置地零售物业在营面积规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

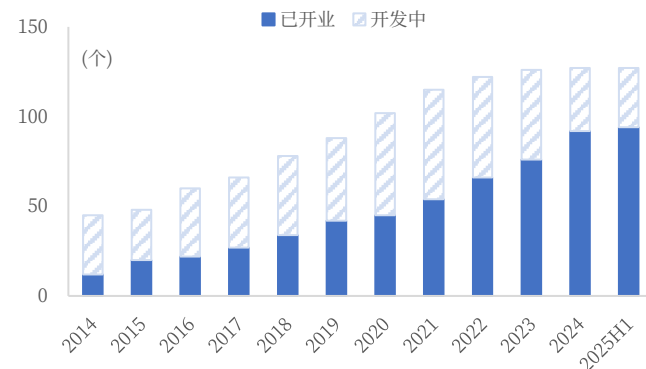
公司的购物中心业务发展迅速。2021 年~2024 年每年新开购物中心数量分别为 9 个、12 个、10 个、16 个，2025 年 H1 新开业 2 个购物中心。公司储备规模可观，支撑业务持续发展。从历年待开购物中心规模看，截至 2021 年~2024 年末，每年开发中的购物中心规模分别为 61 座、56 座、50 座、35 座，截至 2025 年 H1 末开发中购物中心 33 座。按照 2025 年 H1 末的购物中心数量计算，开发中的购物中心/在营购物中心的比例为 0.35，为购物中心业务持续稳定贡献增量。

图23：华润置地 2014 年至今每年新开购物中心数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：华润置地 2014 年至今历年已开业和开发中购物中心数量



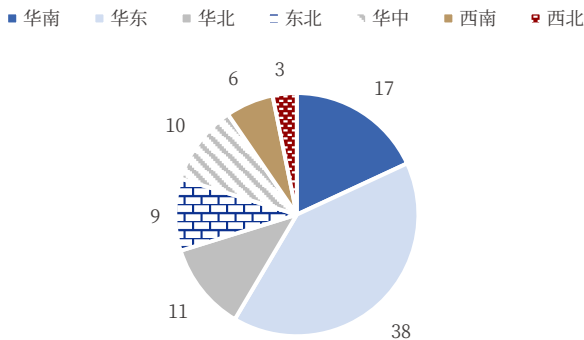
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 质量维持上乘

公司购物中心覆盖范围以经济发达区域为主，并主要覆盖一、二线城市。从覆盖区域看，公司的购物中心为全国覆盖，其中华东、华南、华北区域分别 39、17 个、11 个购物中心，共占开业购物中心数量的 70.5%。从覆盖的城市看，公司的购物中心主要覆盖一、二线城市。目前公司在营的

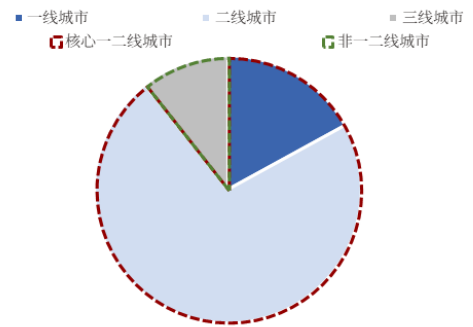
94 座共购物中心中，一线城市、二线城市、三线城市的数量分别为 16 个、68 个、10 个，一、二线城市的数量占比为 89%。

图25: 华润置地截至 2025 年 H1 未开业购物中心开业数量覆盖区域



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图26: 华润置地截至 2015 年 H1 末开业购物中心覆盖城市分类

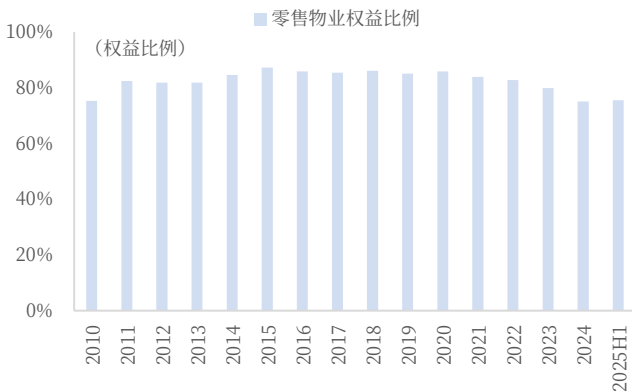


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司购物中心资产持有的权益比例高。公司的购物中心业务经历 2017~2019 年、2021~2024 年 2 个集中开业期后，公司的购物中心权益比例依然维持 75% 以上的高位。**重资产经营一方面考验企业的现金流管理、资产运营能力，另一方面优质的资产可以增厚公司资产价值，为公司经营端贡献优质的现金流。**针对公司优秀的运营能力，公司的品牌输出通过子公司华润万象生活进行轻资产经营，请参考后文。

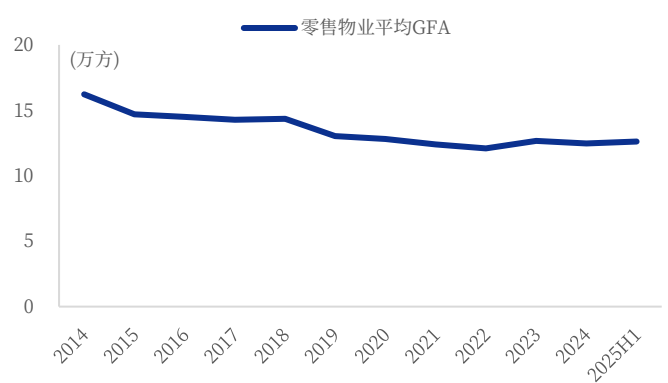
公司购物中心以中大型体量为主。从平均 GFA 看，2014 年以来该值维持在 12 万方以上，在密集开业期和平稳发展期，单项目体量均维持在合理水平，表明公司对购物中心的长期发展战略定位。

图27: 华润置地 2010 年至今零售物业建面口径下权益比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图28: 华润置地截至 2014 年至今零售物业平均 GFA



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司的购物中心产品线包括“万象城”、“万象汇”、“万象天地”，从运营能级看，购物中心包括重奢商场、非重奢商场。截至 2025 年 H1 末，公司在营 94 座购物中心中，重奢商场 13 个，占公司 在营购物中心数量的 13.8%。

表3：公司母公司各年开业购物中心列表

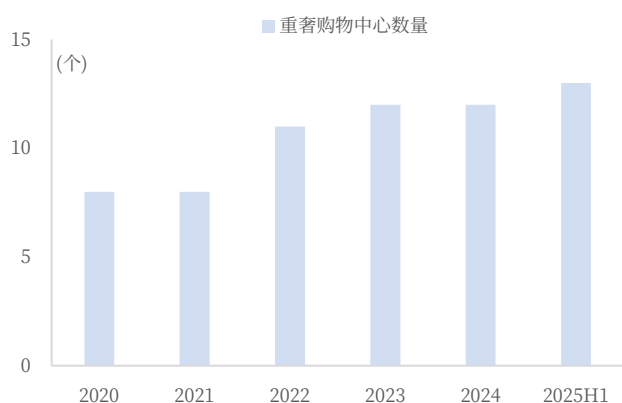
年份	当年开业购物中心
2004年	深圳万象城
2005年	-
2006年	-
2007年	-
2008年	-
2009年	-
2010年	杭州万象城
2011年	沈阳万象城、南宁万象城、北京清河五彩城
2012年	成都万象城
2013年	-
2014年	郑州万象城、重庆万象城、无锡万象城、合肥蜀山五彩城、上海南翔五彩城、宁波余姚五彩城
2015年	青岛万象城、合肥万象城、赣州万象城、山东淄博万象汇、沈阳铁西万象汇、长沙星沙万象汇
2016年	温州万象城、山东日照万象汇
2017年	西安西线万象城、上海万象城、泰州万象城、深圳万象天地、北京密云万象汇
2018年	太原万象城、南通万象城、柳州万象城、石家庄万象城、厦门万象城、深圳湾万象城、杭州萧山万象汇、重庆弹子石万象汇
2019年	苏州吴江万象汇、苏州昆山万象汇、 济南万象城 、临沂万象汇、哈尔滨松北万象汇、桂林万象城、合肥庐阳万象汇
2020年	宁波钱湖万象汇、沈阳长白万象汇、成都万象城二期
2021年	宁波万象城、重庆大渡口万象汇、南昌万象汇、西安万象天地、南宁五象万象汇、汕头万象城、烟台万象汇、万象前海、贵阳万象汇
2022年	南宁中山路万象汇、北京姚家园万象汇、沈阳皇姑万象汇、武汉万象城、福州万象城、海口万象城、青岛崂山万象汇、东莞松山湖万象汇、深圳笋岗万象食家、南京万象天地、南昌万象城、上海苏河湾万象天地、大连华南万象汇
2023年	北京西三旗万象汇、重庆万象城、长春万象城、宜宾万象汇、杭州城北万象城、沈阳三台子万象汇、杭州中心、南京城北万象汇、温州滨江万象城、昆明万象城、无锡滨湖万象汇
2024年	邯郸万象汇、 武汉武昌万象城、合肥包河万象汇、常州万象城、北京西北旺万象汇、桐乡万象汇、贵阳万象城、义乌天地、北京通汇万象汇、绍兴天地、济宁万象汇、西安万象城、深圳啤酒小镇、长沙万象城、汕头万象汇、南京雨花万象天地
2025年 H1	佛山顺德万象汇、郑州郑东万象城

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司的重奢商场以万象城产品线为主，位于一二线城市的核心或潜力地段，公司在全国主要区域均有重奢商场布局（兰州万象城为第三方项目，由华润万象生活运营管理）。

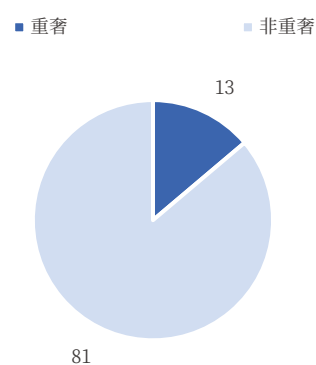
公司的非重奢商场包括万象汇及部分万象城购物中心。万象汇主要位于一二线城市区域中心或三线城市的核心地段。截至 2025 年 H1 末，公司在营非重奢购物中心 81 个。公司在部分重点城市深耕，如在同一城市不同区域万象汇等非重奢购物中心，多点辐射市域聚合效应。

图29: 华润置地 2020 年以来重奢购物中心开业数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图30: 华润置地截至 2025 年 H1 末开业重奢和非重奢商场数量

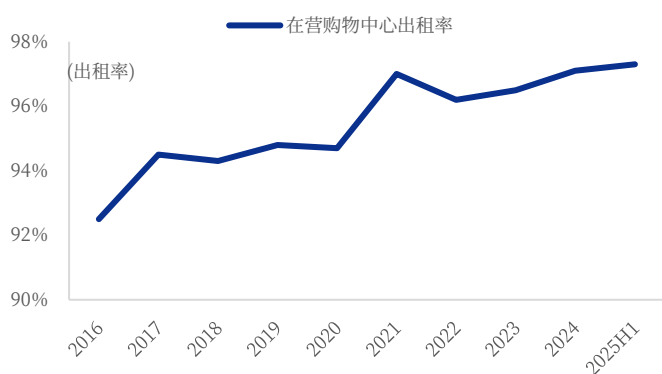


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3.运营保持前列

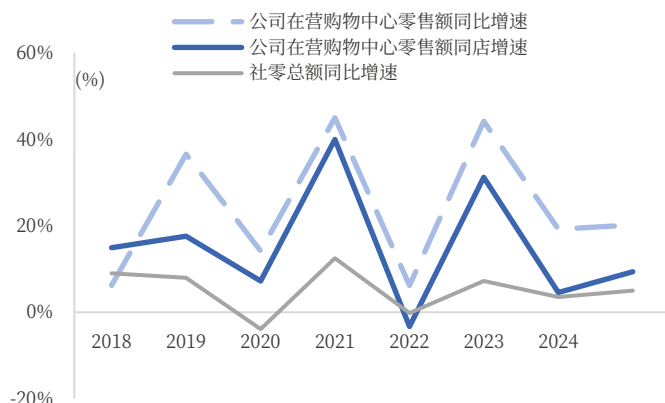
公司的购物中心业务能够持续稳健的发展源自于公司的强运营实力。从购物中心的出租率看, 公司 2021 年以来维持在 95% 以上的高位, 截至 2025 年 H1 末, 公司在营购物中心出租率为 97.3%。从在营购物中心的零售额表现看, 2023 年以来公司的零售额同店表现持续优于社零, 2025 年上半年公司在营零售额同店增长 9.4%, 高出社零 5% 的同比增速。

图31: 华润置地 2016 年以来在营购物中心出租率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

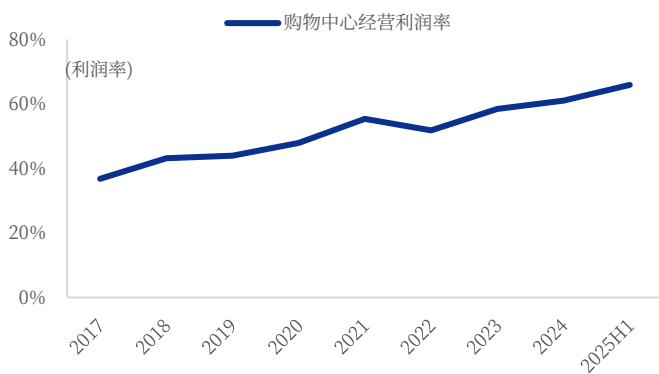
图32: 华润置地 2018 年以来在营购物中心零售额表现 VS 社零表现



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

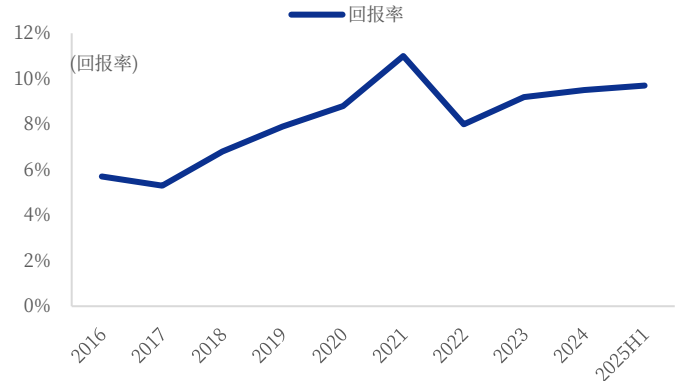
强运营赋予公司较高的盈利能力。重资产经营购物中心前期所需资本投入较多, 但后期的盈利可观。公司购物中心的经营利润率持续提高, 2017 年该值为 36.80%, 2025 年 H1 该值已达到 65.90%。从回报率看, 按照 EBITDA/cost 的口径计算, 2022 年至今购物中心的回报率持续上行, 预计 2025 年该值达到 9.7%。

图33: 华润置地 2017 年以来购物中心经营利润率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图34: 华润置地 2016 年以来的购物中心回报率

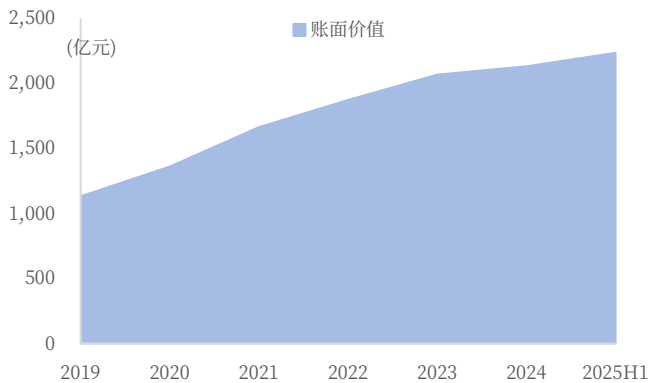


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 回报率计算口径为 EBITDA/cost

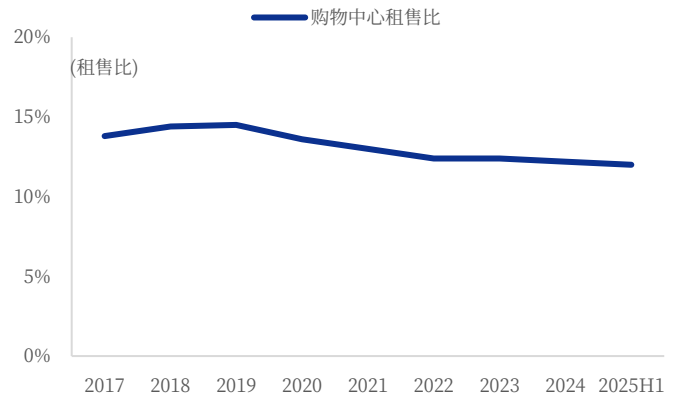
优秀的运营助力公司的购物中心账面价值持续增厚。截至 2025 年 H1 末, 公司购物中心账面价值 2235.1 亿元, 较 2024 年末提高 105.2 亿元。由于公司善于经营, 购物中心保持较高的租售比。2025 年 H1, 公司租售比达到 12%。

图35: 华润置地 2019 年以来购物中心账面价值



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图36: 华润置地 2017 年以来的购物中心租售比



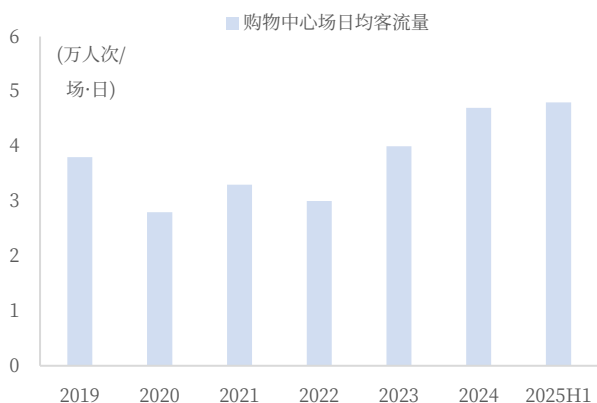
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司强运营能力主要体现在稳健的客流、系统的会员管理体系、精细的坪效管理。

1) 公司的在营购物中心逐渐增加, 客流量同样扩大。2023 年公司的购物中心场日均客流量超过 4 万人次, 2025 年 H1 该值提升至 4.8 万人次。

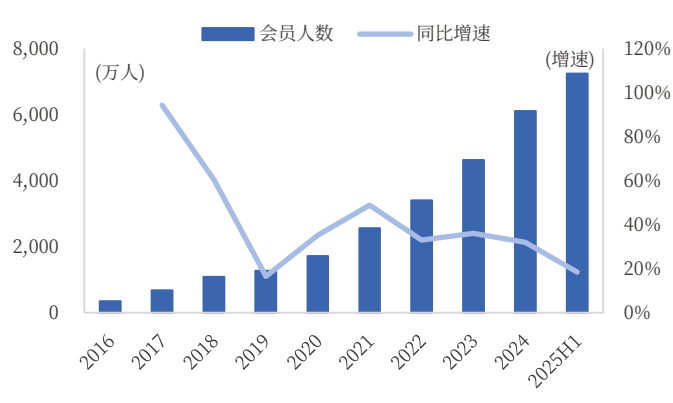
2) 公司构建系统的会员管理体系。截至 2025 年 H1 末公司会员数量达到 7237 万人, 较 2024 年末的 6107 万人提升 18.5%。

图37: 华润置地在营购物中心场日均客流量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

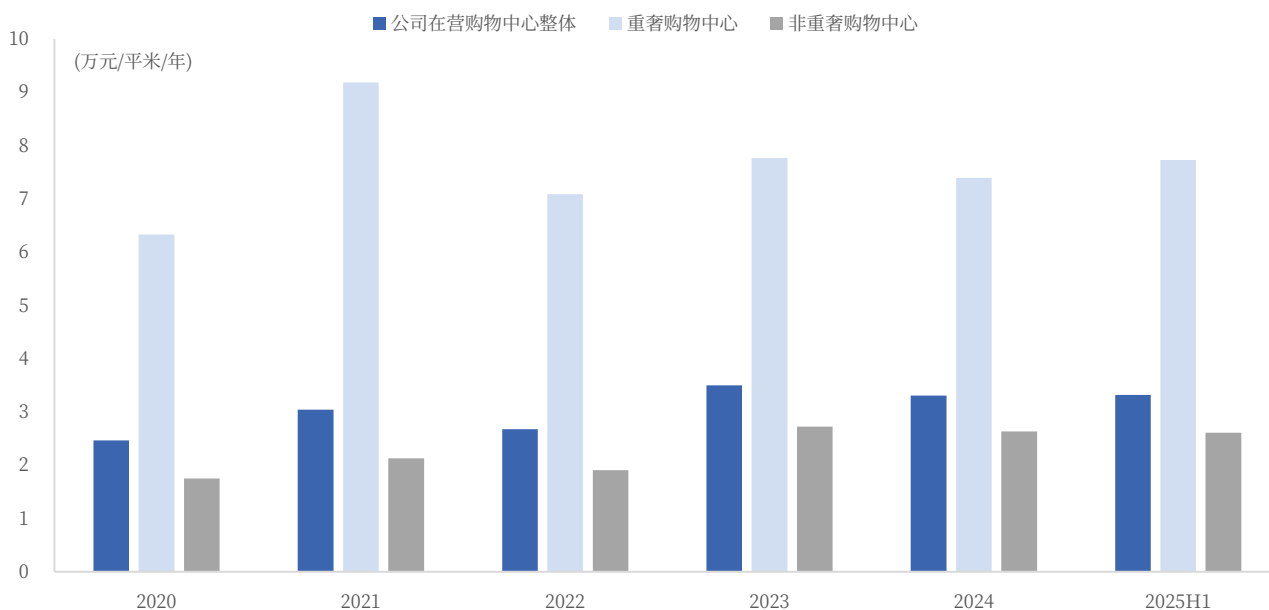
图38: 华润置地 2016 年以来购物中心会员人数



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3) 公司的在营商购物中心坪效有所提高。2024 年公司购物中心年坪效达到 3.31 万元/平米, 2025 年该值为 3.32 万元/平米。从商场能级看, 重奢商场的坪效由 7.40 万元/平米提高到 7.73 万元/平米, 非重奢商场由 2022 年的 1.91 万元/平米提高到 2025 年 H1 的 2.61 万元/平米。

图39: 华润置地 2020 年至今各类购物中心的坪效

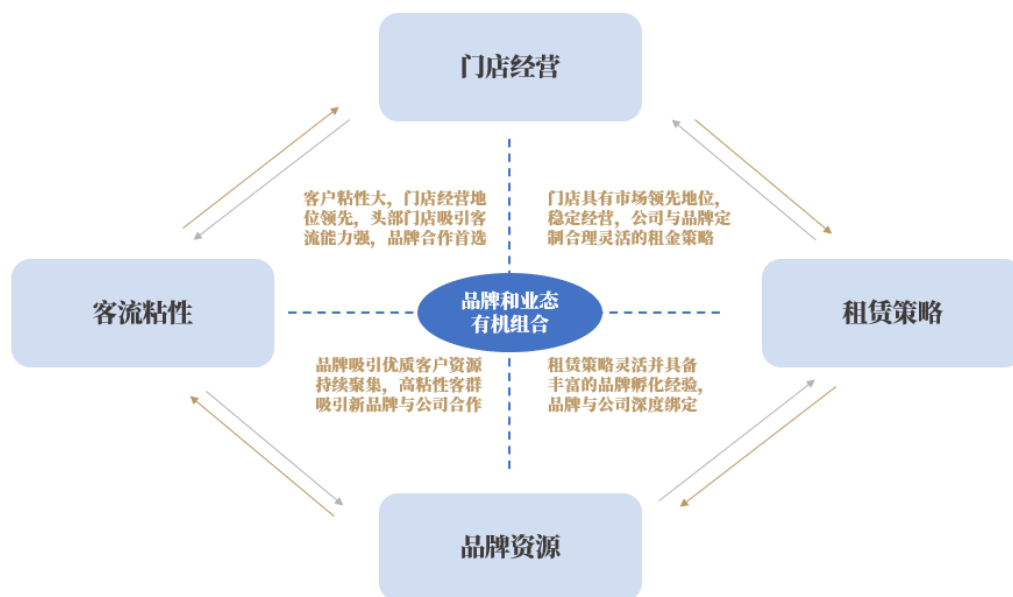


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司购物中心的招商运营由子公司华润万象生活完成。华润万象生活主要通过如下的方法实现强运营:

1) 不断扩充品牌库吸纳新鲜品牌资源入驻, 与品牌紧密合作积累资源, 成为众多国际、国内著名品牌拓展中国市场的首选之地和优良载体, 并引导和跟随潮流。

图40: 华润万象生活的招商能力形成机制



资料来源: 华润万象生活官网, 中国银河证券研究院

2) 擅长利用购物中心独有的地理资源精准定位, 利用区位优势放大购物中心独有的优势吸引客流, 适时举办相应活动, 维持较高的客流量。

3) 购物中心是长期运营的资产, 随着时间推移, 购物中心或需要重修、品牌升级、空间改造、东线调整, 并存在拓展延申的可能。公司对商场适时进行空间改造, 升级零售业态和设施, 实现释放存量资产价值, 挖掘更大的潜在增长来源。

表4: 华润万象生活 2024 年改造部分购物中心

时间	购物中心	改造效果
2024 年 3 月	沈阳万象城	月均零售额增长近 18 倍; 月均租金增长近 8 倍
2024 年 6 月	合肥万象城	月度新增零售额 1600 万; 月度新增客流 90 万人次
2024 年 6 月	青岛万象城	预计月均零售额坪效增长 17 倍; 月均租金坪效增长 14 倍

资料来源: 华润万象生活官网, 中国银河证券研究院

4) 构建会员体系, 增加消费者的粘性, 精细化管理运营提高客户消费体验, 更好的服务消费者, 从而充分释放会员价值。

图41: “一点万象” app

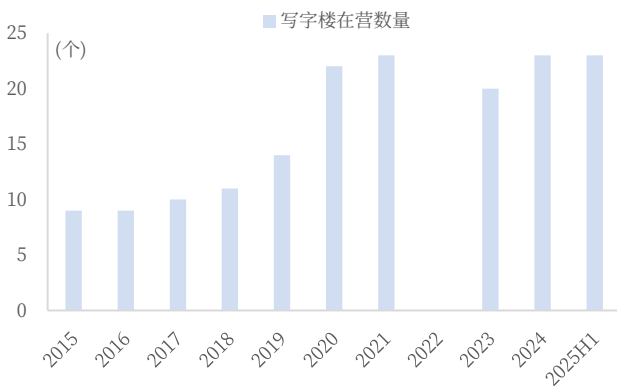


资料来源: 一点万象 app, 中国银河证券研究院

(二) 写字楼: 在管规模平稳扩大

公司持有的投资物业包括写字楼业态, 公司主要通过持有、出租写字楼实现租金收入。截至 2025 年 H1 末, 公司在营写字楼 146 万方, 2021 年~2025 年 H1 的 CAGR 为 3.01%。公司的写字楼业务逐渐进入平稳发展期, 2010 年~2025 年 H1, 公司写字楼在管面积的 CAGR 为 15.63%, 其中 2010~2015 年、2016~2020 年的 CAGR 分别为 18.02%、25.71%, 均高于近 5 年的复合增速。

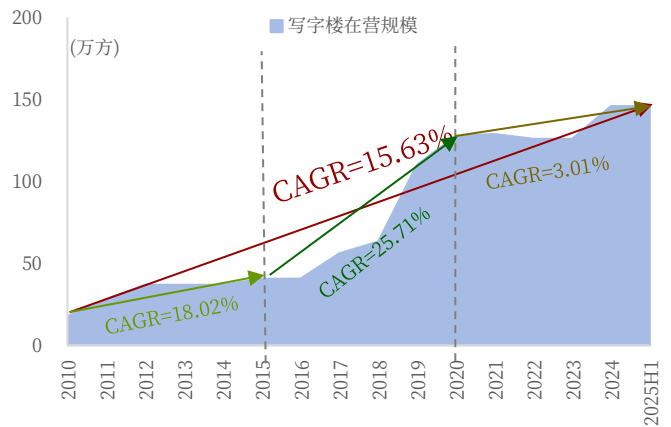
图42: 华润置地 2015 年以来写字楼在营数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 2022 年无披露数据

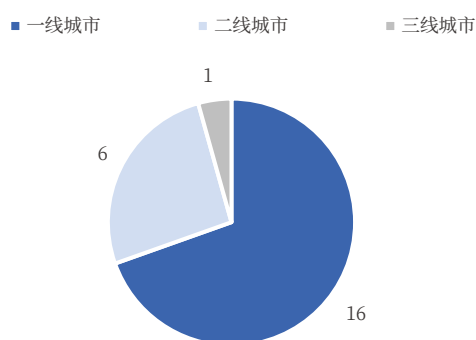
图43: 华润置地 2010 年以来写字楼在营规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

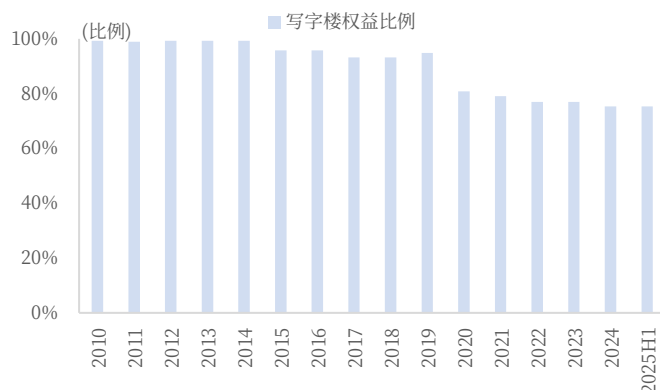
公司在营写字楼具有高质量、重核心的特点。从平均体量看, 公司在营写字楼的平均规模维持在 6 万方左右。从权益比例看, 公司在营写字楼的权益比例维持在 75% 以上, 表明公司重资产持有的信心。从覆盖区域看, 公司重点布局北、上、深、杭等一、二线城市, 目前在营 23 座写字楼中, 16 座写字楼位于一线城市 (其中一座位于英国伦敦)、6 座位于二线城市、1 座位于三线城市 (雄安新区); 23 座写字楼中 10 座位于华东、6 座位于华北、4 座位于华南、2 座位于东北、1 座位于海外。

图44: 华润置地截至 2025 年 H1 末在营写字楼所在城市能级分布



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图45: 华润置地截至 2025 年 H1 末在营写字楼权益比例



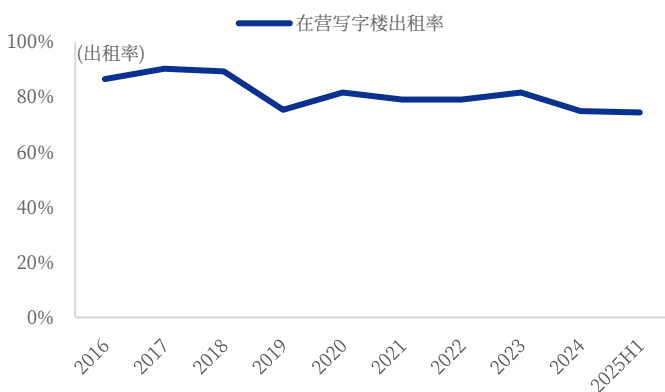
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司写字楼注重运营, 具体表现在:

1) **公司写字楼出租率维持在较高水平。**截至 2024 年末, 公司在营写字楼的平均出租率 75%, 截至 2025 年 H1 末, 出租率为 74.5%, 精准制定招商策略, 持续优化租户结构, 使得公司的出租率维持在行业优秀水平。

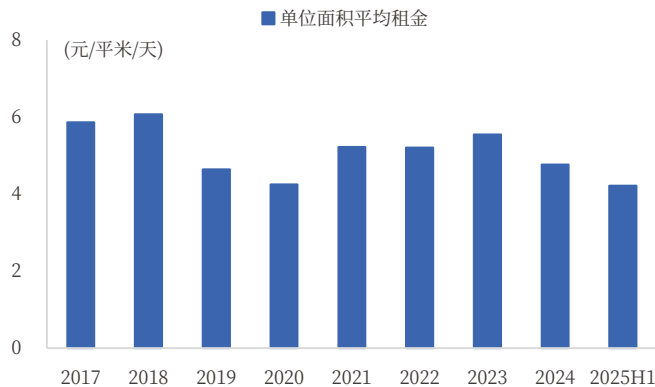
2) **公司写字楼的平均租金较高, 维持在 4 元/平米/天。**2024 年, 公司在营写字楼的单位面积实现平均租金为 4.77 元/平米/天; 2025 年上半年, 公司在营写字楼的单位面积实现平均租金为 4.22 元/平米/天。

图46: 华润置地 2016 年以来各年期末写字楼平均出租率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图47: 华润置地 2017 年以来各年在营写字楼单位面积平均租金



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表5: 华润置地截至 2024 年末在营写字楼

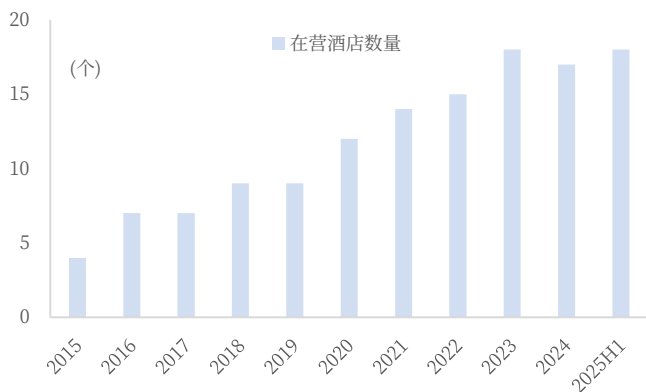
区域	在营写字楼	数量 (个)
华南	深圳华润大厦、南宁华润大厦、深圳华润置地大厦 BCD 座、深圳华润前海中心 T5	4
华北	北京凤凰汇置地广场写字楼、北京清河万象汇写字楼、北京华润大厦、北京华润时代中心、北京昌平区未来科技城项目、雄安华润绿色建筑展示中心	6
华东	杭州华润大厦、上海万象城写字楼、上海时代广场、上海苏河湾万象天地、厦门华润大厦 A 座、上海陆家嘴滨江中心、上海万象企业中心、合肥市滨湖区成都路项目、济南置地中心 T1、宁波星湖中心	10
东北	沈阳华润大厦、大连君尚中心	2
海外	英国伦敦 20Gresham Street 项目	1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 酒店：中高端定位收获市场认可

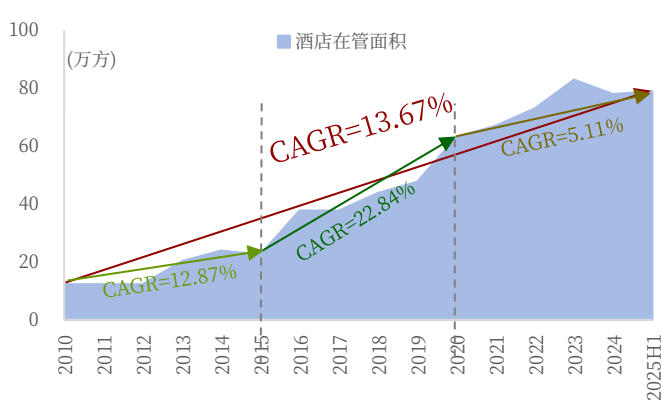
公司的酒店业务主要通过持有酒店物业获取营业额收入。截至 2025 年 H1 末，公司持有酒店 18 座，对应建面 79 万方，2020 年至今的 CAGR 为 5.11%。公司的酒店业务同样逐渐进入平稳发展期，从公司酒店业态的在管面积看，2010 年~2025 年 H1 在管面积的 CAGR 为 13.67%，其中 2010 年~2015 年、2015~2020 年的 CAGR 分别为 12.87%、22.84%。

图48：华润置地 2015 年以来在营酒店数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

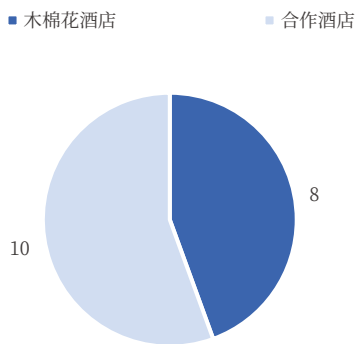
图49：华润置地 2010 年以来酒店在营面积



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

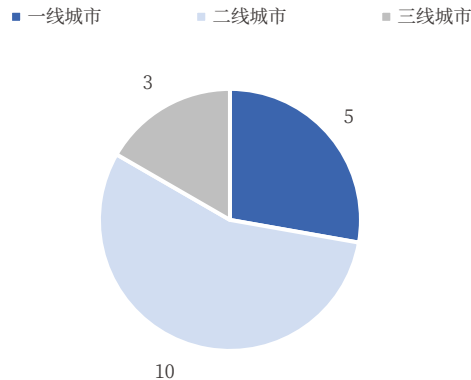
公司酒店的产品包括 1) 自有品牌“木棉花”、2) 涵盖全球高端品牌（如凯悦、万豪、香格里拉等）的合作品牌两类。截至 2025 年 H1 末，公司在营酒店 18 座，其中木棉花酒店 8 座，合作品牌 10 座。从区域覆盖看，18 座酒店中，分别有 5 座和 10 座酒店位于一线城市和二线城市，共占 18 座在营酒店的 83%。

图50：华润置地截至 2025 年 H1 末木棉花和合作品牌的酒店数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图51：华润置地截至 2025 年 H1 末酒店区域布局



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

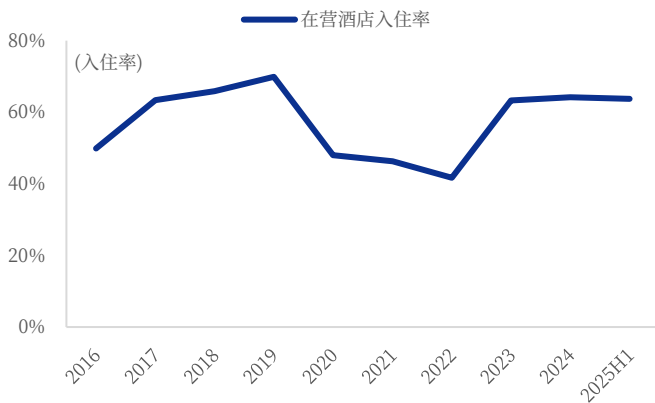
表6：华润置地截至 2025 年 H1 在营酒店

城市能级	在营酒店	数量 (个)
一线城市	深圳君悦、 深圳湾木棉花 、 罗湖木棉花 、 北京大兴机场木棉花 、深圳湾安达仕	5
二线城市	沈阳君悦、大连君悦、小径湾艾美、杭州柏悦、合肥君悦、厦门安达仕、 成都东安湖木棉花 、南宁香格里拉、 成都万象城木棉花 、 杭州亚运村木棉花	10
三线城市	石梅湾艾美、 日照木棉花 、 绍兴木棉花凯悦臻选	3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

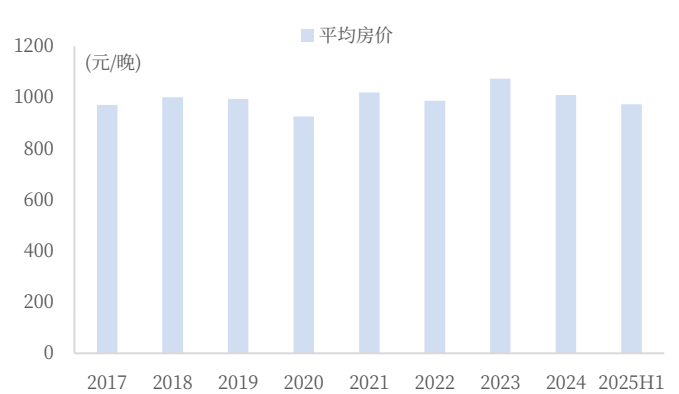
公司通过差异化的产品和服务，提供商务差旅、亲子度假、小众旅行目的地等品牌多样化选择，满足不同消费群体的住宿需求。公司的运营优势体现在较高的入住率和稳定的平均单价。在入住率上，若剔除 2020~2022 年，2017 年至今公司在营酒店的入住率维持在 60% 以上。公司在营酒店普遍定位中高端，合作品牌均为当地标志性酒店。公司在营酒店的平均房价维持在 1000 元/晚。

图52：华润置地 2016 年以来在营酒店入住率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

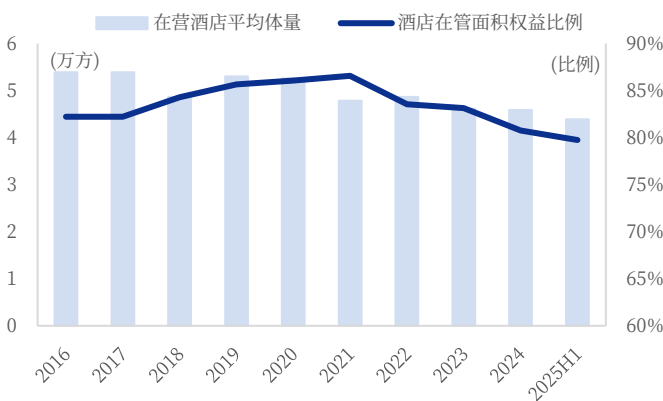
图53：华润置地 2017 年以来在营酒店的平均房价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

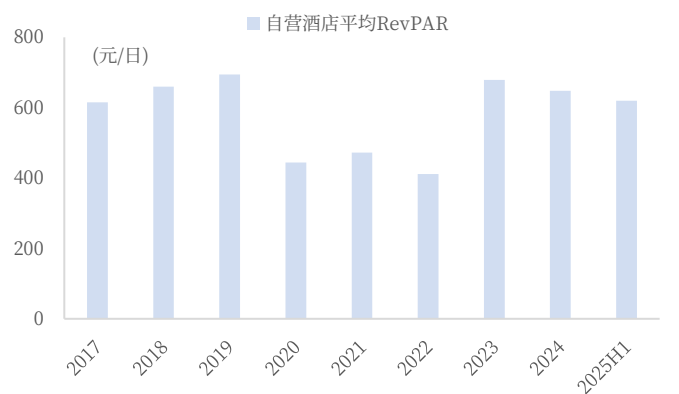
从公司在管面积的权益比例看，2014 年~2024 年之间，公司维持 80% 以上的权益比例，2025 年 H1 公司在营酒店的权益比例为 79.75%，表明公司对酒店业务的持续运营。从在营酒店的平均体量看，2020 年以来平均体量有所波动，但在营酒店平均规模维持为 4 万方以上。从酒店行业的核心指标 RevPAR 看，公司在营酒店的 RevPAR 维持在 600 元/晚以上（剔除 2020~2022 年），表明公司优秀的酒店运营能力。

图54：华润置地 2016 年以来在营酒店平均建面及权益比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图55：华润置地 2017 年以来在营酒店平均 RevPAR



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

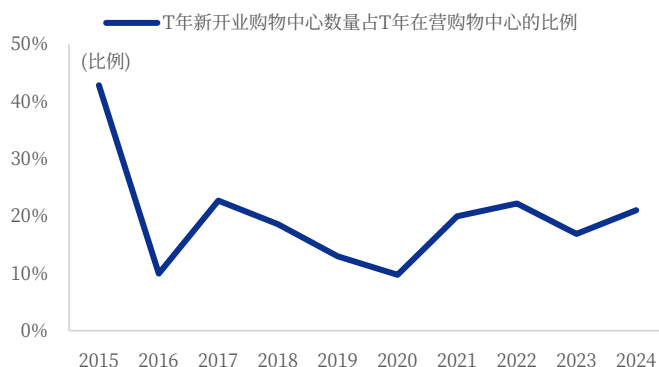
(四) 潜力：以购物中心为主的充分布局

1. 稳健的开业节奏

经营性不动产是公司成长和业绩的主要贡献来源，公司持续把握扩张节奏和储备规模，为公司未来增长做好储备。从购物中心看，作为收入重要组成部分，公司维持稳健的开业节奏，并保持充足的储备规模。2015 年~2024 年，公司当年新开的购物中心数量对当年在营购物中心数量的贡献度基本维持在 10% 以上（仅 2020 年为 9.76%）。在 2015 年~2023 年期间，公司 T+2 年后预计新开

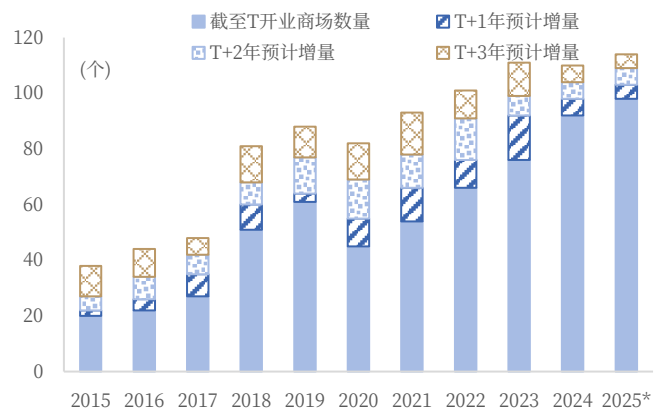
购物中心数量基本高于 T+1 年新开业购物中心数量，保持较快的成长性。2024 年开始，公司一年后、两年后和三年后计划新开业购物中心数量维持稳定，有望为公司投资物业业务贡献稳定的增量。

图56: 华润置地 2015 年以来 T 年新开业购物中心数量占 T 年在营购物中心的比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图57: 华润置地 2015 年以来截至 T 年末在营购物中心规模及 T~T+3 年每年增量计划

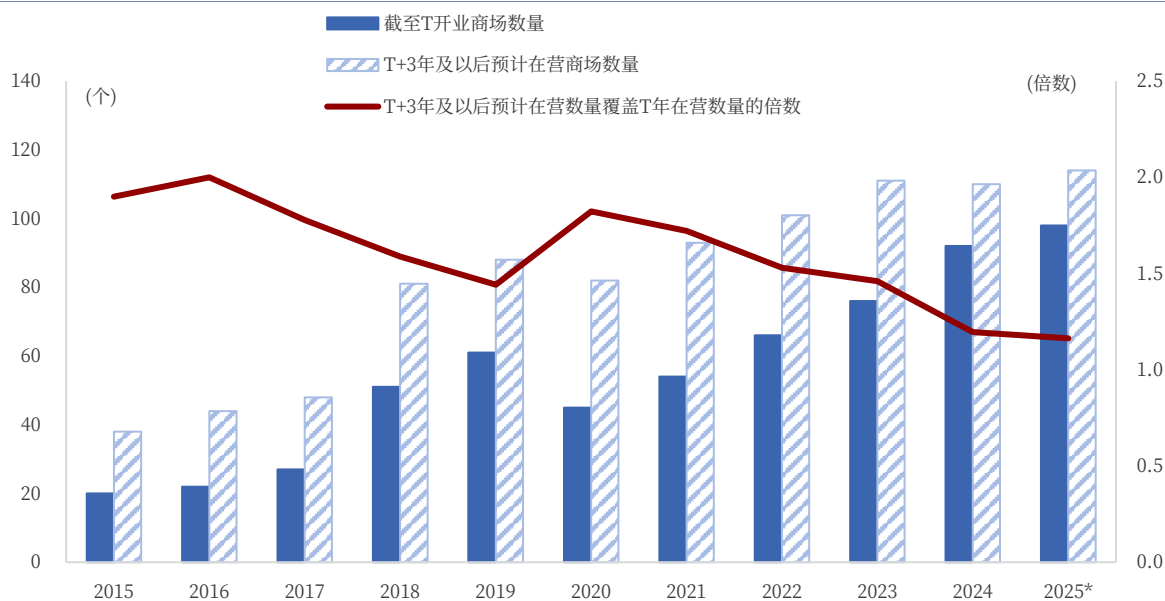


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 2025 年*为公司于 2025 年 H1 披露的全年预计数据

公司维持充足的购物中心储备。2015 年~2022 年公司当年的三年后 (即 T+3) 预计在营商购物中心数量/截至当年末 (T 年) 购物中心在营数量的倍数维持在 1.5 倍以上 (仅 2019 年为 1.44 倍), 2025 年该值降至 1.16。若按照当年的 4 年后预计在营商规模计算, 2024 年时该覆盖倍数为 1.26 倍。

图58: 华润置地 2015 年以来商场开业数量及储备规模

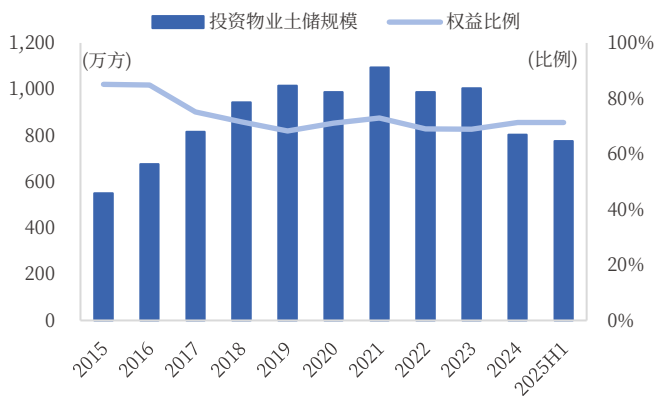


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 多业态配置

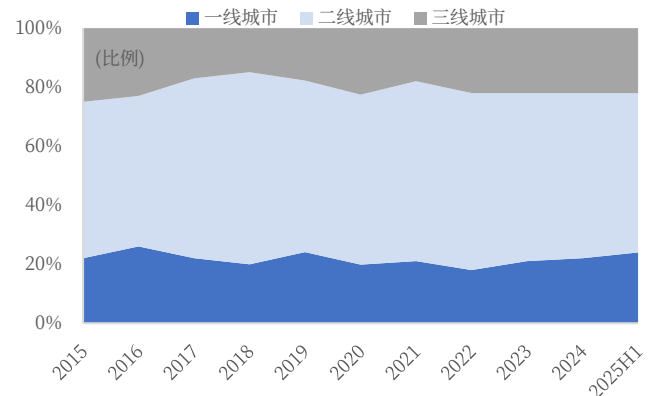
从公司的投资物业整体储备看, 截至 2025 年 H1 末公司投资物业土储建面达 776.3 万方, 其中一线城市、二线城市、三线城市分别占 24%、54%、22%, 即一、二线城市的土储占比达到 78%。从权益比例看, 截至 2024 年末投资物业土储的权益比例为 71.32%, 较 2022 年、2023 年有所提升, 2018 年至今投资物业土储的权益比例维持在 70% 左右。

图59: 华润置地 2015 年以来投资物业土储规模及权益比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

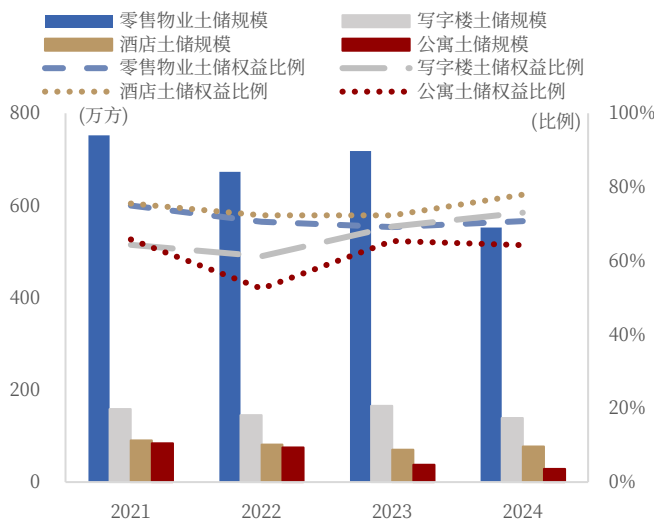
图60: 华润置地 2015 年以来投资物业土储的区域占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

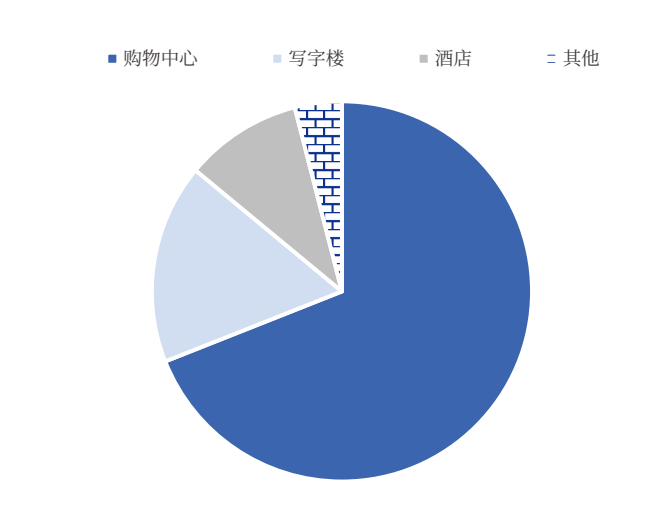
从投资物业的业态看,截至 2024 年末购物中心、写字楼、酒店等业态的土储达到 803.77 万方,其中三个业态分别占投资物业土储规模的 69%、17%、10%,购物中心业态的占比由 2020 年前不足 60%提升 70%左右,表明公司对购物中心业态的重视。从各业态土储的权益比例看,截至 2024 年末,零售物业、写字楼、酒店、公寓的权益比例分别为 70.73%、73.05%、77.93%、64.28%,除公寓业态外,购物中心、写字楼、酒店等三种主要业态的权益比例均在 70%以上。

图61: 华润置地 2021 年以来投资物业土储规模及权益比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

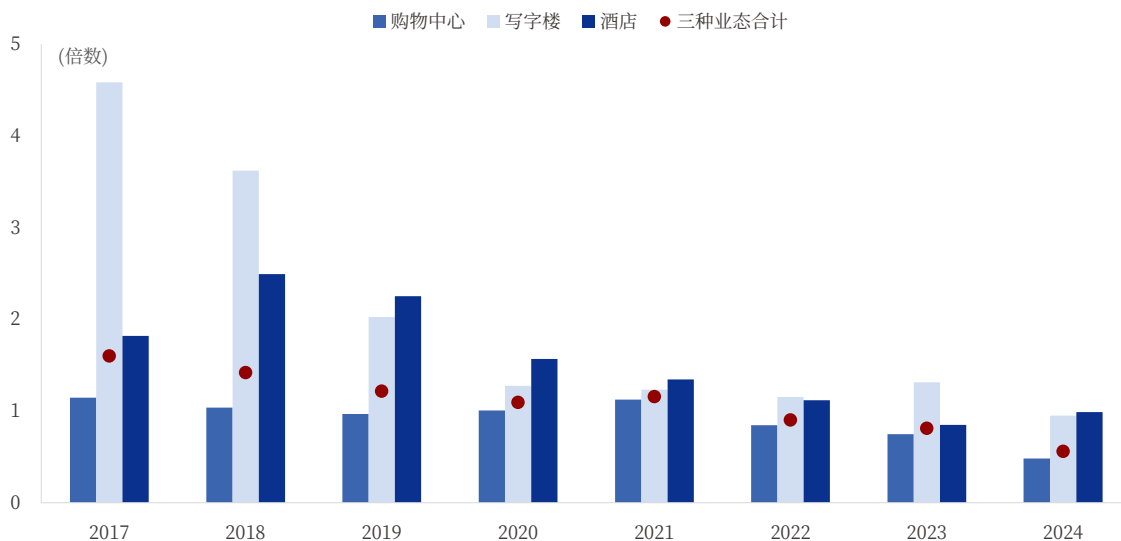
图62: 华润置地截至 2024 年末投资物业土储各业态占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

截至 2024 年末公司在营投资物业建面达 1370 万方,因此投资物业的土储整体覆盖倍数为 0.56。分具体业态看,购物中心、写字楼、酒店的土储覆盖倍数分别为 0.48、0.95、0.99。受到房地产行业整体的影响,公司对投资物业的储备节奏转慢,因此三种业态的储备倍数均小于 1。考虑到购物中心业态的在营规模远高于其他业态,其覆盖倍数相对较低为正常表现。

图63: 华润置地 2017 年以来投资物业主要的三种业态土储规模/在营规模的倍数



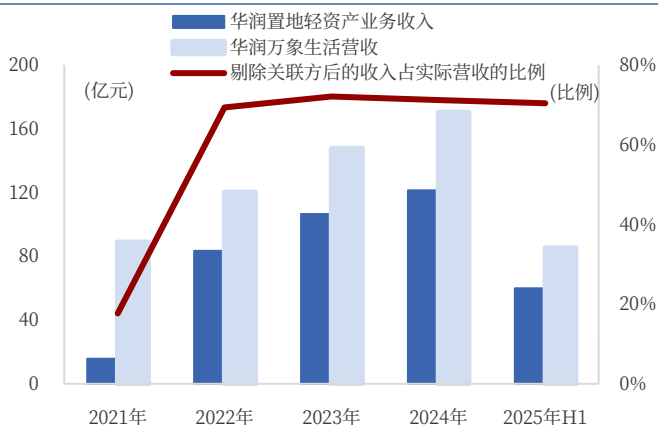
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、轻资产与生态圈: 助力公司加速发展

(一) 轻资产业务: 全国商管服务龙头

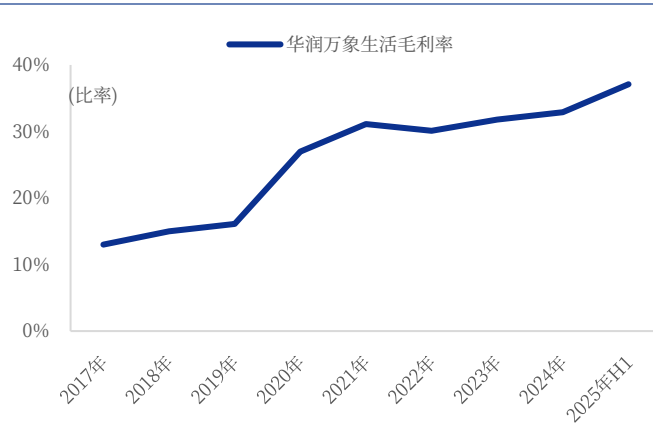
公司的轻资产业务通过旗下子公司【华润万象生活】实现。华润万象生活于 2020 年 12 月分拆上市香港联交所, 主要经营商业运营管理和物业管理等业务。目前华润万象生活已实现综合实力第一的行业地位。2024 年华润万象生活实现营业收入 170.43 亿元, 剔除关联交易后为公司贡献收入 121.33 亿元, 同比增长 13.99%, 占公司营收的 4.35%, 对应的核心净利润 11.83 亿元, 占公司核心净利润的 4.65%; 2025 年 H1, 华润万象生活为公司贡献收入 60 亿元, 同比增长 1.10%, 占公司营收的 6.32%, 对应的核心净利润 3.19 亿元, 占公司核心净利润的 7.13%。从毛利率看, 2024 年华润万象生活的毛利率 32.9%, 2025 年 H1 毛利率为 37.1%。

图64: 华润置地 2021 年轻资产业务营收



资料来源: 公司公告, 华润万象生活公告, 中国银河证券研究院

图65: 华润万象生活 2017 年以来毛利率



资料来源: 华润万象生活公告, 中国银河证券研究院

公司对轻资产业务的定位为公司业绩贡献增长极, 协同开发销售型业务获取资源, 实现资产的保值、增值, 并为该业务设定“巩固综合实力第一”的目标, 并加快向世界一流企业迈进。公司重视华润万象生活的发展, 2021 年公司坚持“城市投资开发运营商战略”定位, 轻资产管理业务作为

三大主营业务之一在公司内与各业务有机联动，打造城市投资开发运营生态圈。

表7：轻资产管理业务的战略规划有关表述

时间	公司对轻资产业务战略表述
2020年中	本集团围绕「城市综合投资开发运营商」定位，积极推进协同主业的创新业务，不断提升片区统筹开发能力，为未来可持续增长培育新的业务模式和利润增长点。其中， 物业服务以「致力于成为中国最值得托付的资产运营服务商」为愿景 ，聚焦质量物业、资产经营、智慧物联三大业务组合。于二零二零年六月三十日，物业管理分拆上市工作已经启动，按计划顺利推进。
2021年	展望「十四五」，本集团将坚持城市投资开发运营商战略定位，以「重塑华润置地，实现高质量发展」为战略目标，构建开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务（即华润万象生活）三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动、一体化发展的「3+1」业务模式，打造城市投资开发运营生态圈。 华润万象生活作为本集团旗下商业运营管理及物业管理业务的平台，将成为公司新的业绩增长极，协同开发销售型业务获取资源，实现资产的保值增值。
2022年	轻资产管理服务业务：二零二二年， 万象生活将继续实现高质量发展，强化外拓，巩固行业地位。 商业管理将通过聚焦人才培养、强化商业产品力、构建全赛道经营能力等方面继续筑牢行业护城河。物管业务将全面提升服务质量稳定性，并通过重点打造标杆项目，持续构建城市空间管理与服务组织能力和核心竞争力。同时，加强科技赋能与空间运营，构建跨场景、一体化的大会员体系，实现跨业态客户交叉引流，赋能业务发展。
2023年	轻资产管理业务以创建世界一流企业为纲领，持续提升业务规模、精进业务管理能力，加快创新业务突破， 打造第二增长曲线 ，保持资本市场市值领先。
2024年	华润万象生活有限公司保持高速增长， 坚定向城市空间运营服务商转型。 华润万象生活不断精进管理能力和服务质量，做强做精商管物管两大主航道，持续推进数字化转型，提升客户体验及管理效率， 打造新的业绩增长极。
2025年初	二零二四年， 华润万象生活有限公司坚定行业综合实力第一的商业运营商和城市空间运营服务商的战略定位和生意模式。万象生活要坚持「内涵式增长+外延式增长」双轮驱动，巩固行业头部地位。
2025年中	展望未来，随着多年来对统筹推动「3+1」一体化高质量发展的持续探索，本集团围绕「城市投资开发运营商」的战略定位，正逐步构建起清晰的发展路径： 进一步扩大万象生活轻资产管理业务的市场领先优势，强化其作为业绩贡献强劲增长极的作用。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

华润万象生活以“城市品质生活服务平台”为战略定位，坚持围绕“成为客户信赖和喜爱的城市IP年至生活服务商”的企业远景，聚焦涵盖商业运营、物业服务、大会员体系的“2+1”业务模式，致力打造全业态、全客户、全产品、全服务一体化生态体系。华润万象生活2024年坚定向“城市空间运营服务商”转型，做强做精商管、物管两大主航道，并于2025年提出“坚持‘内涵式增长+外延式增长’双轮驱动，巩固行业头部地位”。

图66: 华润置地轻资产业务华润万象生活 2020 年以来战略定位

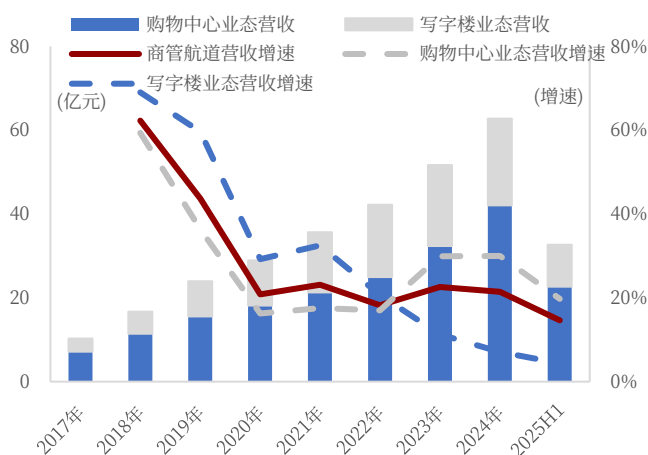


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

1. 商业航道快步向前

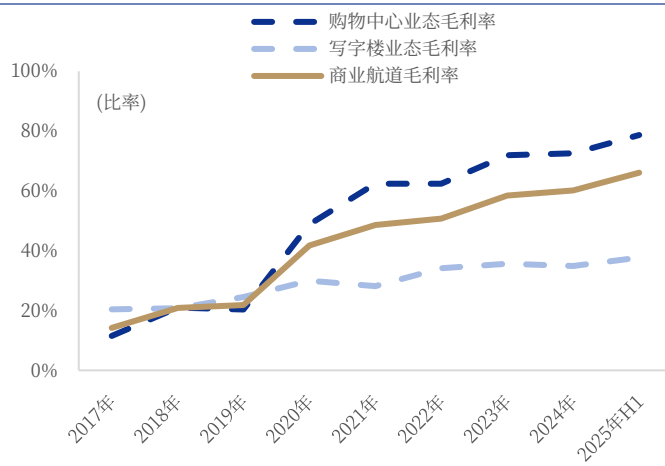
华润万象生活的商业航道主要为商业地产提供商业运营服务，业态包括购物中心和写字楼。商业地产的业主方看，华润万象生活提供服务的商业地产主要源自母公司华润置地、第三方。2024年，华润万象生活商业航道共实现 62.74 亿元，占华润万象生活营收的 36.8%，2025 年 H1 实现收入 32.67 亿元，占华润万象生活营收的 38.3%。按照具体业态看，2024 年购物中心和写字楼分别实现收入 42.09 亿元、20.65 亿元，2025 年 H1 分别实现 22.64 亿元、10.02 亿元。从盈利能力看，2024 年商业航道毛利率 60.20%，其中购物中心和写字楼的毛利率分别为 72.60%、34.90%，2025 年 H1 商业航道毛利率 66.10%，其中购物中心和写字楼的毛利率分别为 78.70%、37.70%。购物中心为华润万象生活商业航道的主要管理业态，并凭借高毛利率为华润万象生活贡献可观的利润。

图67: 华润万象生活 2017 年以来商业航道营收和增速



资料来源: 华润万象生活公告, 中国银河证券研究院

图68: 华润万象生活 2017 年以来商业航道毛利率

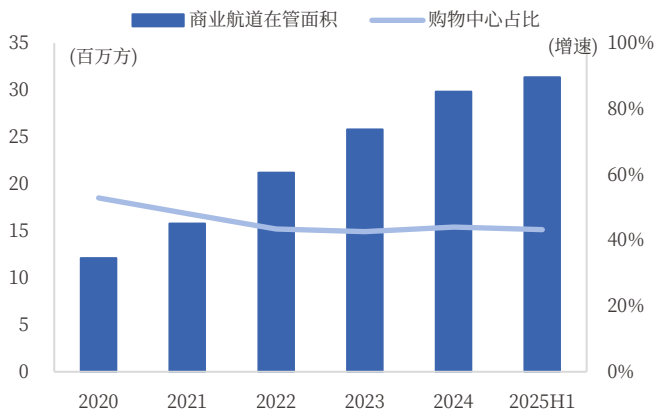


资料来源: 华润万象生活公告, 中国银河证券研究院

从在管业态规模看，截至 2025 年 H1 末，华润万象生活商业航道的在管规模达到 0.3 亿方，其中购物中心和写字楼在管面积分别占 43.24%、56.76%。从在管物业的所有权看，在管面积的 67.79% 来自母公司华润置地，其中购物中心和写字楼的在管面积中母公司占比分别达到 81.56%、57.29%。

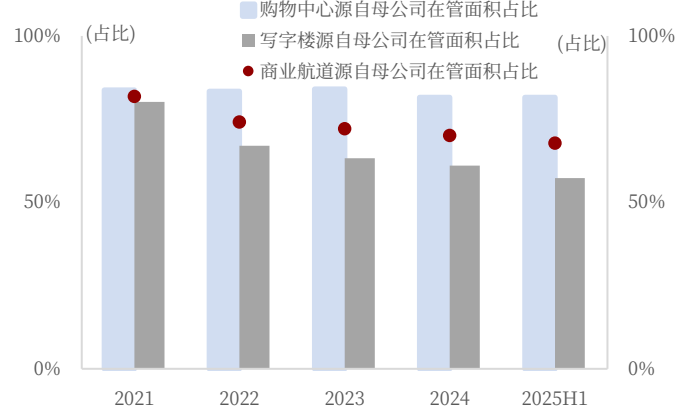
华润万象生活商管航道的在管规模由母公司和第三方贡献增量，助力公司的轻资产业务持续增长。

图69：华润万象生活 2020 年以来商业航道在管面积及业态占比



资料来源：华润万象生活公告，中国银河证券研究院

图70：华润万象生活 2021 年以来商业航道在管面积来源

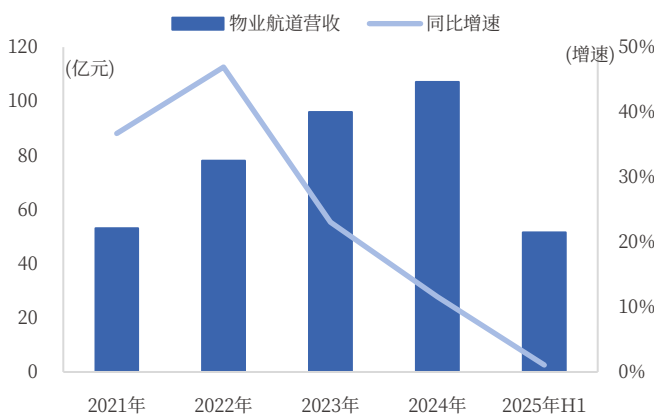


资料来源：华润万象生活公告，中国银河证券研究院

2. 物业航道稳扎稳打

华润万象生活的物业航道为住宅物业及公用设施（包括体育馆、公园、产业园等）等非商业物业提供管理服务，主要为社区家庭住户提供服务，包括物管服务、开发商增值服务、社区增值服务，为城市空间物业提供城市空间运营服务。从项目来源看，主要分为母公司华润置地、第三方两类。2024 年华润万象生活的物业航道实现营收 107.15 亿元，占华润万象生活营收的 62.9%；2025 年 H1 物业航道营收规模 51.57 亿元，占华润万象生活营收的 60.5%。从盈利能力看，2024 年物业航道的毛利率为 17%，2025 年 H1 的毛利率为 18.80%。

图71：华润万象生活 2021 年以来物业航道营收及同比增速



资料来源：华润万象生活公告，中国银河证券研究院

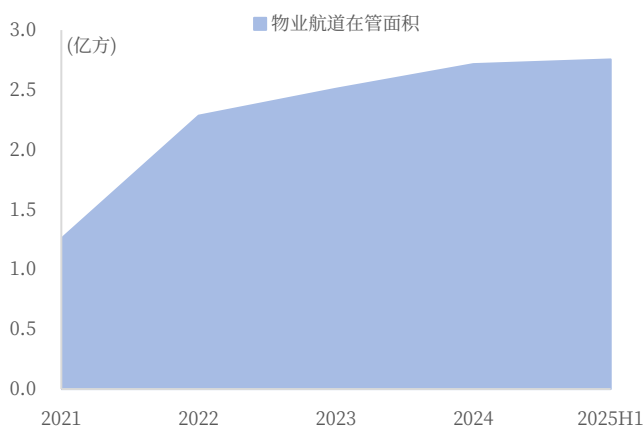
图72：华润万象生活 2021 年以来物业航道毛利率



资料来源：华润万象生活公告，中国银河证券研究院

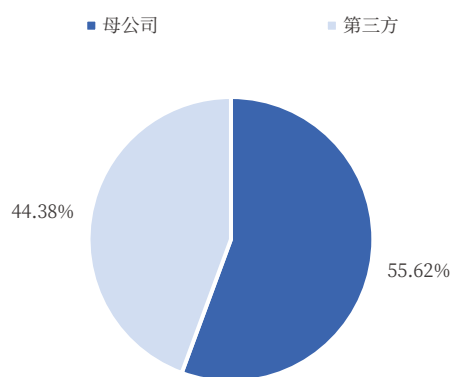
从在管规模看，截至 2025 年 H1 末，华润万象生活物业航道社区空间在管建面 2.75 亿方，较 2024 年末增加 1.50%。从项目来源看，截至 2025 年 H1 末，母公司和第三方分别贡献在管面积的 55.62%、44.38%。公司的物管航道已实现内生增长+外延增长双轮驱动的业务增长模式。

图73: 华润万象生活 2021 年以来物业航道在管面积



资料来源: 华润万象生活公告, 中国银河证券研究院

图74: 华润万象生活截至 2025 年 H1 末物业航道社区空间项目来源

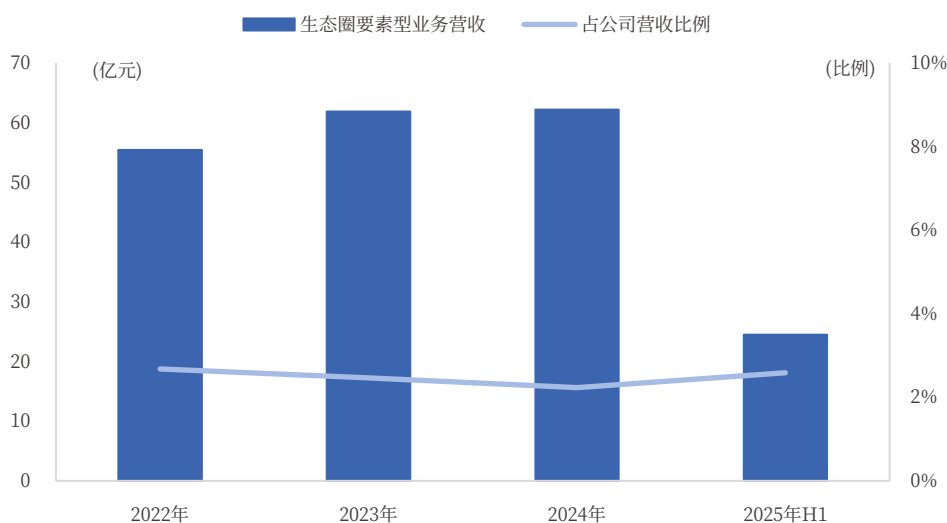


资料来源: 华润万象生活公告, 中国银河证券研究院

(二) 生态圈要素型业务: 多业态规模化运营

公司的生态圈要素型业务主要包括租赁住房、城市代建、文体场馆运营、城市更新、城市运营等业务, 联动开发销售、经营性不动产投资物业、轻资产管理等主营业务, 共同构建城市投资开发运营的综合能力。2024 年, 公司的生态要素型业务共实现营收 62.2 亿元, 占公司营收的 2.23%, 2025 年 H1 实现营收 24.5 亿元, 占公司营收的 2.59%。

图75: 华润置地 2022 年以来生态圈要素型业务营收及占公司营收比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司于 2021 年提出“3+1”业务模式, 其中的“1”指生态圈要素型业务。公司对生态圈要素型业务定位为公司转型发展加速器, 目标为助力公司城市运营商定位落地。2021 年开始, 公司持续提升品牌市场影响力。

表8: 经营性物业的战略规划有关表述

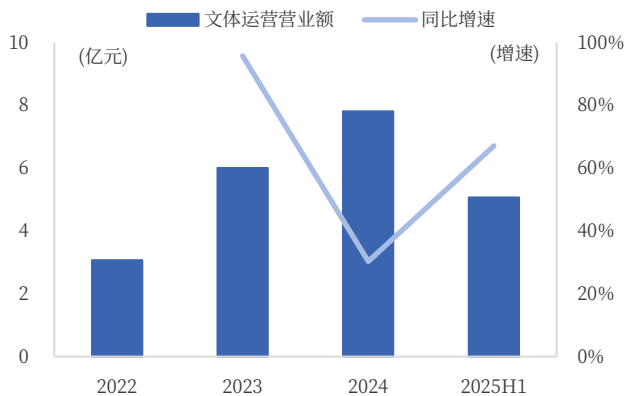
时间	公司对生态圈要素型业务战略表述
2021年	展望「十四五」, 本集团将坚持城市投资开发运营商战略定位, 以「重塑华润置地, 实现高质量发展」为战略目标, 构建开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务(即华润万象生活)三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动、一体化发展的「3+1」业务模式, 打造城市投资开发运营生态圈。 生态圈要素型业务包括城市建设运营、城市更新、长租、产业、康养等, 将联合三大主营业务, 共同构建城市投资开发运营的综合能力, 既能有力支持主营业务业绩增长, 又能自主盈利, 自主发展, 同时成为华润置地品牌影响力的突出贡献者。
2022年	本集团将继续发挥生态圈要素型业务在服务地产主业, 协同资源获取, 提升品牌市场影响力的重大作用。 本集团将坚定轻资产业务模式 , 基于过往成功项目的经验, 全面发展政府代建、大场馆代建、综合体代建、住宅(保障房)代建和代运营业务, 打造卓越的城市建设和运营能力及服务品牌。同时, 本集团将积极把握未来国家租赁型住房用地供应大幅增加的投资窗口, 探索长期可持续的盈利模式和创新性融资平台, 加大投资力度, 争取先发优势。
2023年	生态圈要素型业务坚定推动业态聚焦, 加大长租、产业地产、代建代运营业务发展速度, 推动智能城市运营模式走向成熟, 并通过保障成都第31届大运会、杭州第19届亚运会进一步提升文体场馆的运营能力。
2024年	生态圈要素型业务进一步聚焦, 持续提升行业地位和品牌影响力, 围绕城市运营商战略定位形成合力、创造整体价值, 在深圳前海试点项目基础上, 推动城市运营样板全面落地。
2025年初	生态圈要素型业务要进一步提升发展质量与行业影响力。
2025年中	积极培育生态圈要素型业务, 以转型发展加速器的定位形成增长新动能, 进而构建起各业务板块 协同共进的发展格局。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司的生态圈业务主要涉及如下业务:

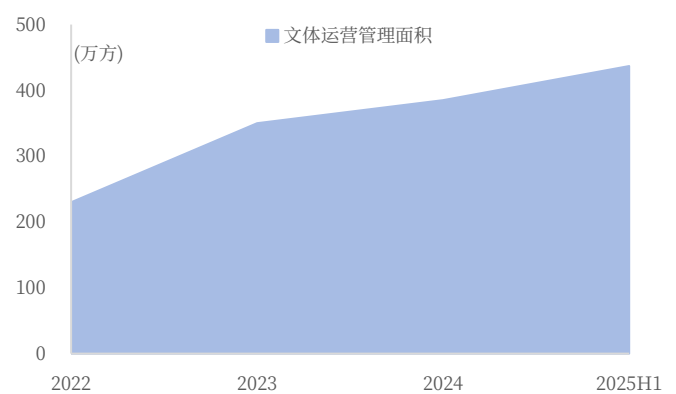
- 1) 公司 2025 年 H1 的**文体场馆运营与管理业务**共实现营业收入 5.1 亿元, 截至 2025 年 H1 末在管项目 19 个, 管理面积达到 437 万方, 其中 2025 年 H1 新增广州、深圳的 2 座优质场馆运营权, 新增管理面积 52 万方。

图76: 华润置地 2022 年以来文体运营业务营业额及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

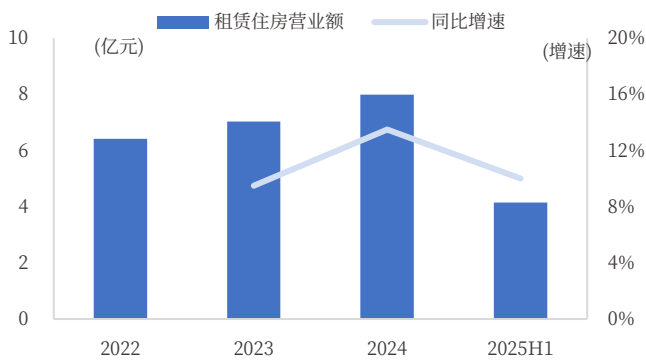
图77: 华润置地 2022 年以来文体运营管理面积



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

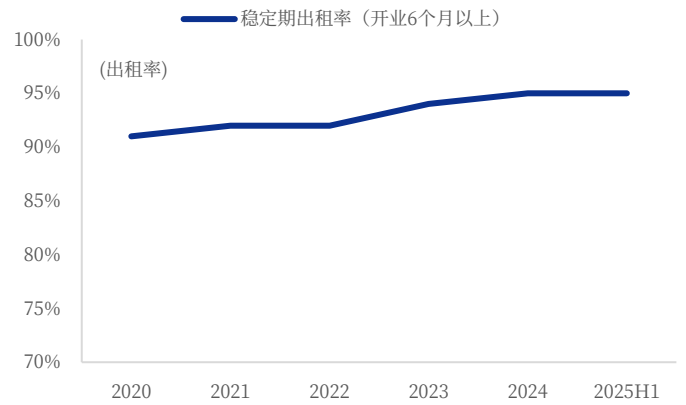
- 2) 公司 2025 年 H1 的**租赁住房业务**实现营业收入 4.15 亿元(全口径在营项目), 同比增长 10%。截至 2025 年 H1 末, 公司累计在管项目 69 个, 管理规模 8.5 万间, 稳定期项目的出租率为 95%。其中北京、上海、广州、深圳、成都等五大城市管理规模占比 80%。公司轻重并举实现质量增长。

图78: 华润置地 2022 年以来租赁住房营业额及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

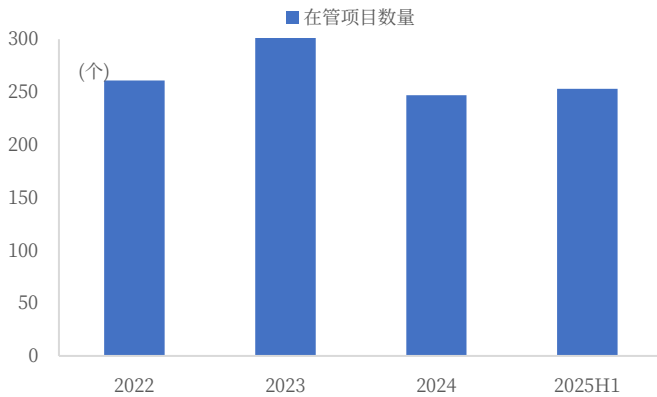
图79: 华润置地 2020 年以来租赁住房业务在管项目出租率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

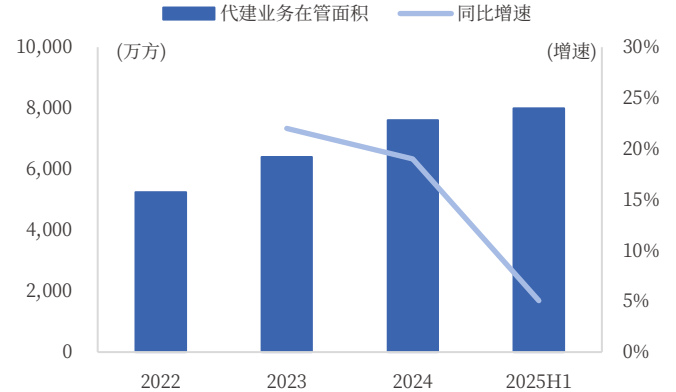
3) 公司的**代建业务**重点布局大场馆、保障房、学校、产业园区、市政、医院等 6 大主赛道和住宅、商办 2 大机会赛道。截至 2025 年 H1 末, 在管项目 253 个, 在管面积 7992 万方, 其中 2025 年 H1 新增项目 40 个。

图80: 华润置地 2022 年以来代建业务在管项目数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图81: 华润置地 2022 年以来代建业务在管面积及较上年末增速

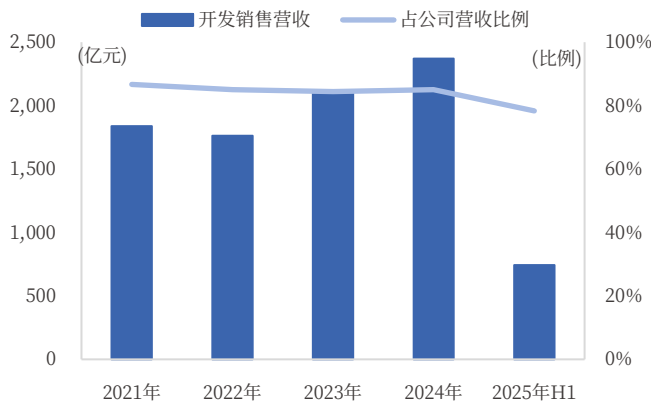


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

四、开发销售：穿越周期夯实行业地位

2024 年公司的开发销售业务实现营业收入 2371.5 亿元，占公司营业收入的 85.06%；2025 年 H1 实现营收 743.6 亿元，占公司营收的 78.34%。盈利能力上，受到行业整体的影响，2024 年公司的开发业务结算毛利率为 16.8%，较此前有所下滑。

图82：华润置地 2021 年以来开发销售营收



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图83：华润置地 2010 年以来开发业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

开发销售型业务是公司业绩贡献的基本盘。尽管行业发展逐渐由重规模转向重运营，但是公司的经营策略保持一致，2018 年开始，公司即提出高效运营、注重品质和品牌影响力。2024 年，公司提出坚持战略聚焦、区域深耕，以现金流安全为底线，夯实行业地位，为公司的第一增长曲线注入高质效动能。

表9：开发销售的战略规划有关表述

年份	开发销售的战略规划有关表述
2018 年	二零一八年，在开发业务方面本集团将继续顺应国家区域协调发展战略导向，立足大局配置资源，对国家战略发展区域提前布局； 同时聚焦规模增长与高效运营，提升管理水平，加快周转，提高开发效率。
2019 年	在开发业务方面，本集团将深度参与城镇化进程，不断满足客户对美好生活的需求，推动全价值链标准化， 提质增效，管控成本，高快周转。 以客户为中心，保障客户权益，重视客户体验，持续打造好产品好服务，实现有质量的增长。
2020 年	在开发物业方面，本集团将顺应变化趋势，深度参与国家城镇化进程，加强投资力度，夯实基础管理：本集团将坚持「调结构」，围绕战略导向，优化资源配置，因城因项施策，实现投资结构有质量的调整；坚持「调节奏」，主动识别市场节奏变化，动态调整投资策略，实现投资节奏有质量的管理；坚持「调布局」，聚焦京津冀、长三角、粤港澳三大热点区域，聚焦国家中心城市和相关城市群，倾斜资源和团队，深耕重点发展区域，争做区域领先，实现投资布局有质量的优化。本集团将夯实基础管理， 持续提升运营效率，提升土储供货率和库存去化率 ，加速公建去化，优化供应链生态，深化推进产品、工程、成本、客户关系管理体系的优化，实现「降本提质增效」。本集团将继续大力发展开发物业，确保「高品质、高效率、低风险、优成本」，持续提升品牌影响力，保持销售规模行业前十的地位，实现规模和利润双增长。
2021 年	开发销售型业务包括住宅、可售公建等，是公司收益主要贡献者， 为经营性不动产业务提供现金流支撑。
2022 年	开发销售型业务： 本集团将持续加强销售及现金流管理，发挥融资优势 ，把握投资窗口期，在坚持投资定力和回报要求的基础上，采取公开市场拿地及收并购多渠道并举， 实现精准投资，提升土储质量，提高销售安全系数，力争实现有质量的规模增长。
2023 年	开发销售型业务坚持做优存量、做实增量， 以销售回款为重要任务，加强库存去化、坚持以销定产、保障交付质量，「一项一策」做优项目效益管理，实现长期稳健发展。
2024 年	开发销售型业务将坚持战略引领投资， 坚持战略聚焦、区域深耕 ，推动全价值链组织能力的重塑和提升， 进一步夯实行业地位；
2025 年初	开发销售型业务要紧抓政策窗口期， 在做优增量、盘活存量中成功穿越周期，推动行业地位和发展质量稳中精进
2025 年中	做精做优做强开发销售型业务，通过 深化产品迭代、优化开发节奏、提升周转效率强化市场竞争力 ，为第一增长曲线注入高质效动能、筑牢发展根基

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图84：华润置地 2018 年以来开发销售型业务战略部分重要表述



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）销售：规模稳居前列

1. 规模排名升至前 3

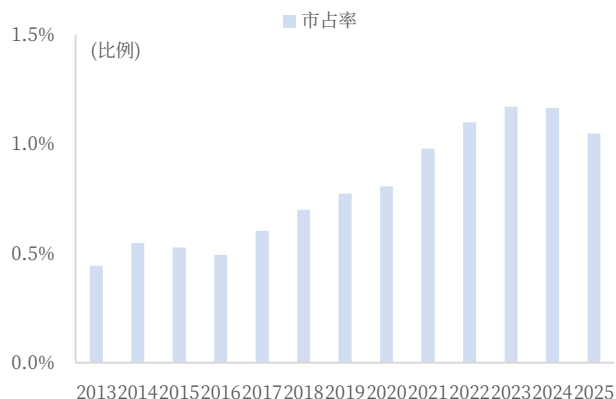
公司开发销售业务在行业内排名稳中有升，按照权益销售金额口径看，2016~2020 年维持在 10 名左右，2021 年~2025 年公司排名由 8 名提升至 3 名。按照销售面积的市占率看（以公司全口径销售面积/行业全年销售面积），公司的市占率由 2016 年的 0.5% 提升至 2024 年的 1.16%。在开发销售整体承压的背景下，公司相对排名持续提升，穿越周期，巩固行业头部的地位。

图85：华润置地 2016 年以来排名



资料来源：克而瑞，中国银河证券研究院

图86：华润置地销售面积的市占率



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

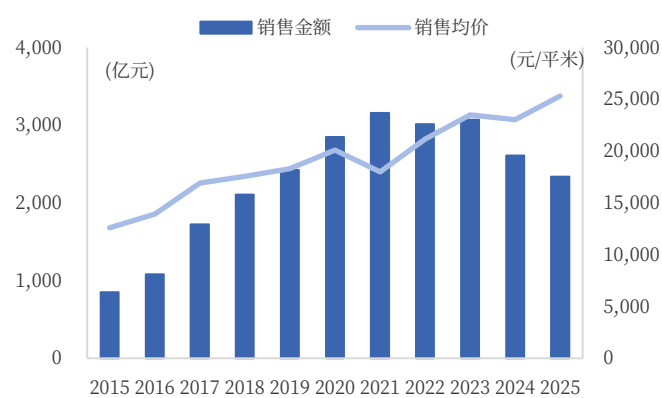
2024 年，公司实现销售金额 2611 亿元，同比下降 14.96%、2025 年实现销售金额 2336 亿元，同比下降 10.53%；对应 2024 年销售面积 1134 万方，同比下降 13.30%，2025 年实现销售面积 922.4 万方，同比下降 18.64%。公司的产品均价自 2021 年以来持续高于 20000 元/平米，2024 销售均价为 23032 元/平米，2025 年达到 25325 万元/平米。

图87: 华润置地 2015 年以来销售面积及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图88: 华润置地 2015 年以来的销售金额和均价



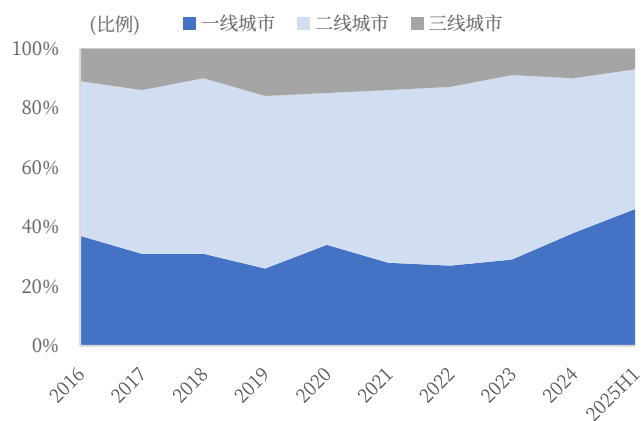
资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

2. 产品质量上乘

公司产品均价能够实现逐年提升并且稳定在 20000 元/平方米以上的水平, 主要依靠公司聚焦头部核心区域和高能级城市, 并且打造高端产品线, 凭借高品质赢得市场口碑。

1) **公司持续深耕核心区域。**2023 年前, 公司的一线城市和二线城市的签约销售占销售金额的比例在 87%左右, 2023 年~2025 年 H1, 该比例维持在 90%以上, 其中一线城市的占比由 2021 年的 28%提升至 2024 年的 38%, 2025 年 H1 一线城市占比达到 46%。公司在深耕的区域维持头部优势。2022 年以来, 公司市占率排名在前 5 的城市数量维持在 20 个以上, 其中 2023 年市占率第 1 的城市数量达到 6 个, 较 2021、2022 年均有所提升。从区域分布看, 2025 年 H1 公司在华东大区、中西部大区、北方大区、华南大区、深圳大区、香港等区域的销售金额占比分别为 33.0%、21.9%、21.2%、13.4%、9.3%、1.2%。

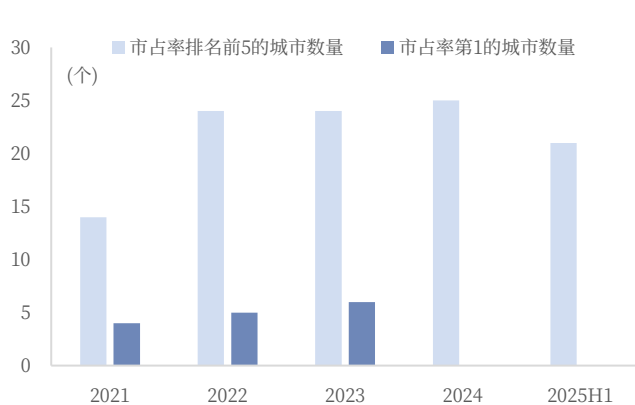
图89: 华润置地 2016 年以来各能级城市销售金额占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 一线城市包含香港

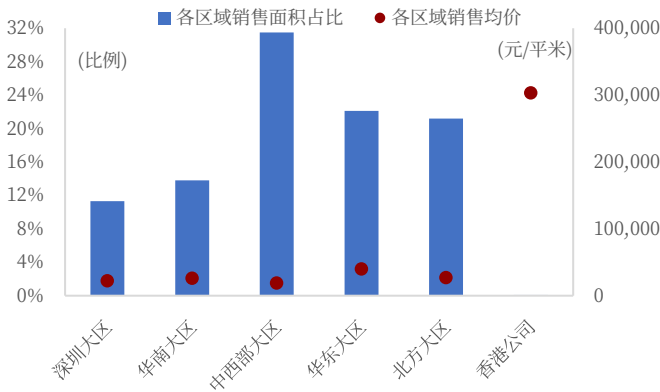
图90: 华润置地 2021 年以来市占率排名前 5 和第 1 的城市数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

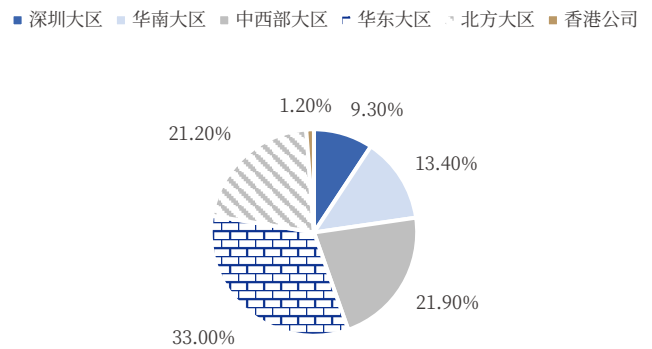
注: 2024 年、2025 年未披露 H1 市占率第 1 的城市数量

图91: 华润置地 2025 年 H1 各区域销售面积占比及销售均价



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图92: 华润置地 2025 年 H1 各区域销售金额占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2) 公司持续为市场推出高端产品。目前公司打造“瑞系”、“悦系”、“润系”、“时光系”等 4 条产品线多个标杆项目。凭借优秀的产品, 公司历年均会收获多项荣誉, 如【上海翡云悦府】和【三亚观岚】荣获“2025 年上半年全国十大轻奢作品”, 【成都中环天宸】、【南宁江南润府】、【万宁石梅湾九里七期】均荣获“2025 年上半年全国十大品质作品”, 【上海时代之城】、【杭州望云璟晨府】荣获“2024 年度全国十大品质作品”、【武汉瑞府】荣获“2024 年度全国十大高端作品”。

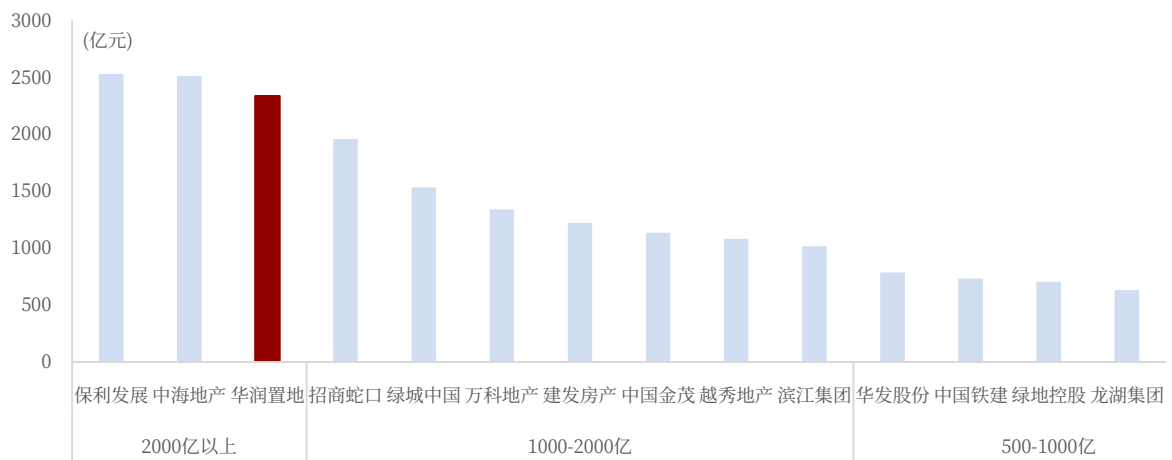
图93: 华润置地代表产品



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

凭借以上优势, 公司保持行业前 3 名, 销售规模维持在 2000 亿以上, 处于行业第一梯队。

图94: 2025 年行业 500 亿以上销售规模房企排序



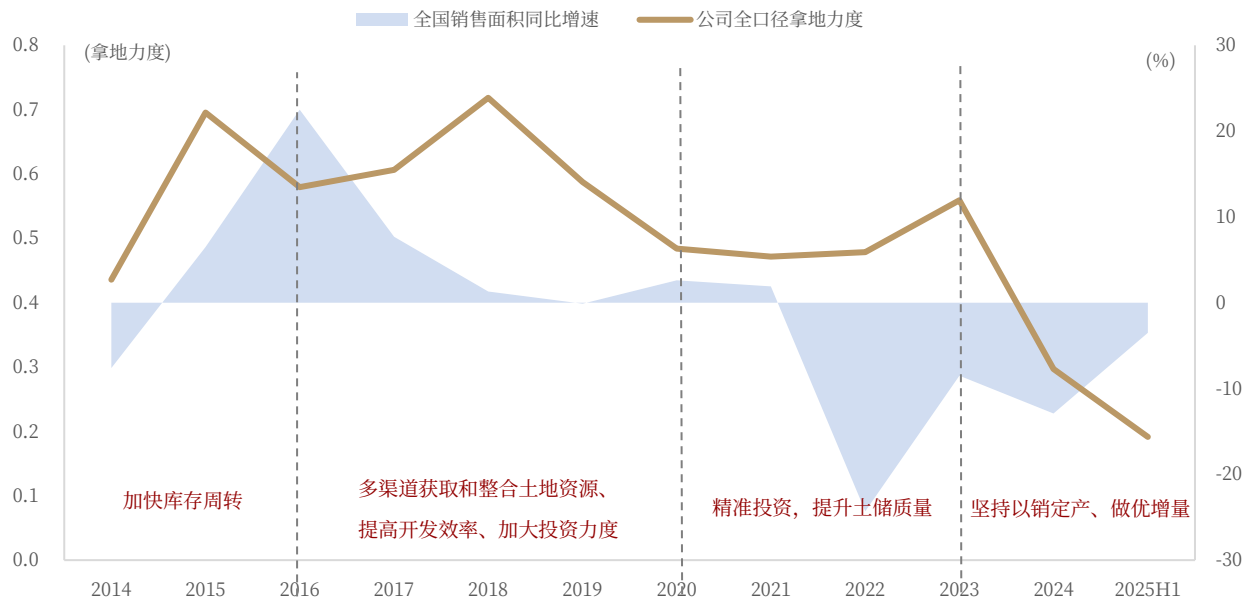
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 投资：顺应市场坚持聚焦

1. 合理把握投资节奏

公司在 2015~2019 年投资积极，按照全口径计算的拿地力度维持在 0.5 以上；2020~2023 年拿地趋于稳健，拿地力度普遍低于 2015~2019 年；2024 年至今，在行业整体压力下，公司的整体拿地趋于谨慎，2024 年的拿地力度为 0.3，是 2013 年以来最低的拿地力度，2025 年 H1 拿地力度为 0.19，公司坚持量入为出的原则，合理把握投资节奏。

图95：华润置地 2014 年至今拿地力度与投资策略

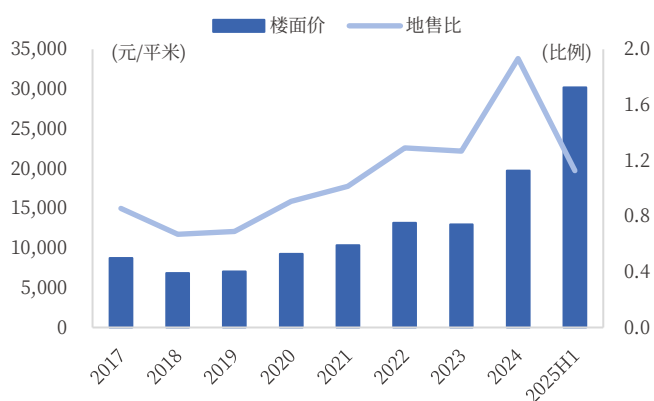


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 补货聚焦核心

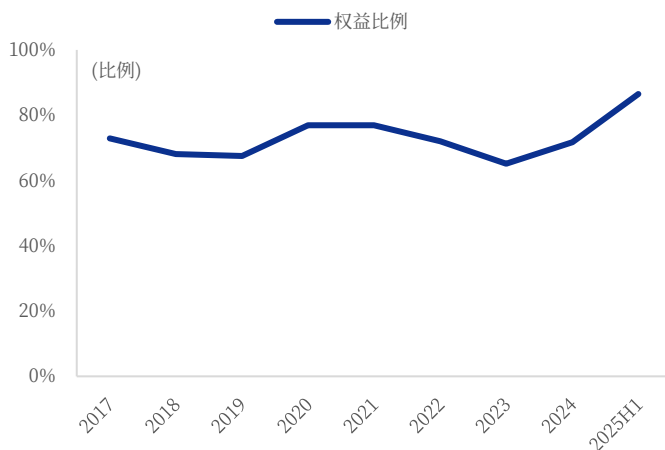
公司坚持高质量拿地的策略。从公司拿地表现看，2024 年公司新增地块 29 个，土地建面 393 万方；2025 年 H1 新增地块 18 个，土地建面 148 万方。从拿地质量看，公司每年新增土储的楼面价呈现逐年提升的趋势。2024 年公司新增土地的楼面价为 19740 元/平米，2025 年 H1 新增土地的楼面价为 30223 元/平米。2021 年至今，公司的地售比持续在 1.0 以上，表明公司高质量拿地的投资策略，为公司供应优质产品提供基础。从公司拿地的权益比例看，2017 年~2024 年公司拿地的权益比例维持在 70% 左右，2025 年 H1 公司新增地块的权益比例达到 86.49%，权益比例进一步提升。

图96: 华润置地 2017 年以来楼面价和地售比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

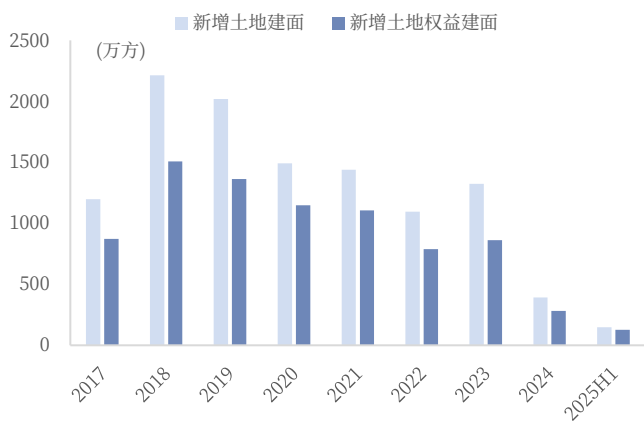
图97: 华润置地 2017 年以来新增土地权益比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

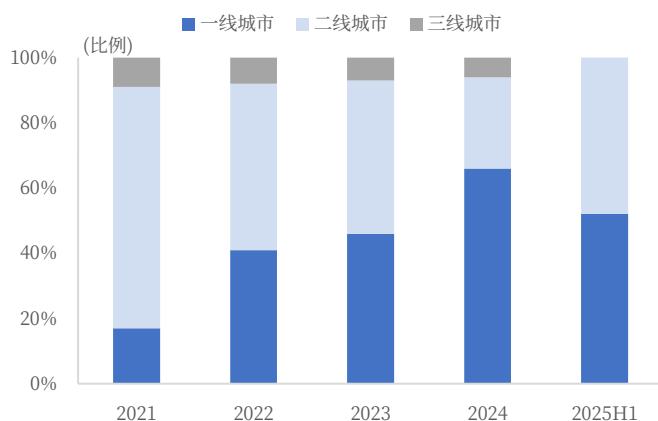
公司 2024 年新增土地 393 万方建面, 较 2023 年下降 70%。受到行业整体的影响, 公司的规模有所下降, 但公司维持聚焦核心的策略。按照权益拿地金额看, 2024 年公司在一线城市、二线城市的拿地占比为 94%, 2025 年 H1 该比例为 100%。

图98: 华润置地 2017 年以来新增土地建面和权益建面规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图99: 华润置地 2021 年新增土地权益拿地金额下各区域占比



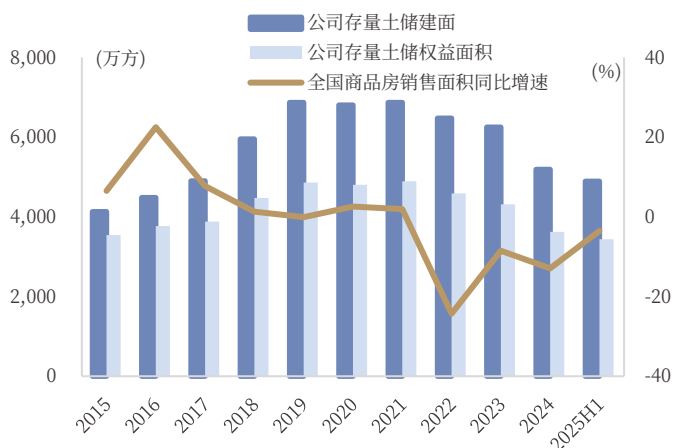
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 一线城市包含香港

(三) 储备: 土储充足巩固行业地位

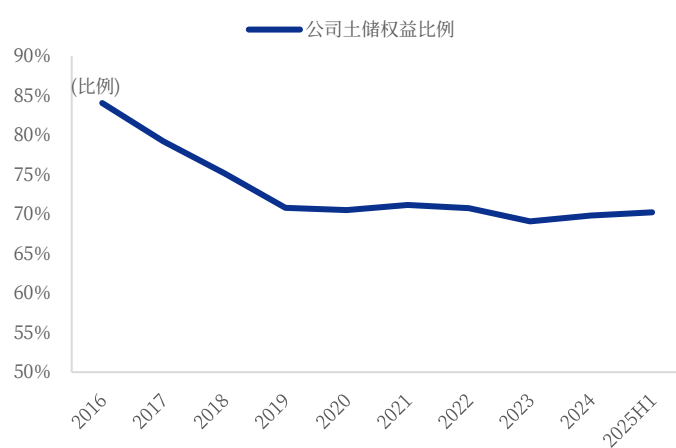
公司持续保持充足的土地储备。截至 2025 年 H1 末, 公司总土储面积规模 4895 万方, 受到行业整体的影响, 公司的土地储备自 2022 年以来逐年下降, 这与公司应对行业整体下行的压力采取去库存的策略有关。公司土储的权益比例维持较高的水平, 截至 2025 年 H1 末, 公司总权益土储面积达到 3438 万方, 对应的权益比例为 70.23%。2019 年~2025 年, 除 2023、2024 年, 公司权益比例维持在 70% 以上。

图100: 华润置地 2015 年以来土地储备



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

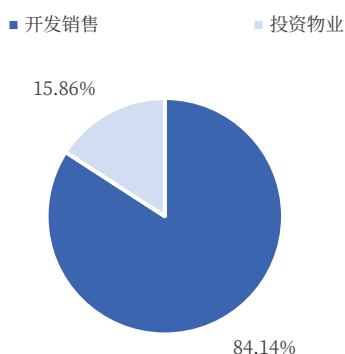
图101: 华润置地 2016 年以来公司土储权益比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

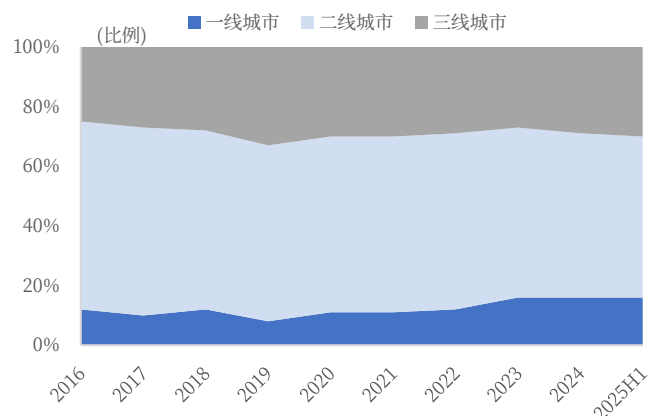
开发销售依然是公司土储中的主要土地类型。截至 2025 年 H1 末, 公司开发销售类型的土地建面占总土储的 84.14%, 并且该比例持续维持在 80% 以上。公司开发销售业务持续深耕核心。从开发销售土储的区域占比看, 可售面积口径下, 截至 2025 年 H1 末, 公司一线、二线城市的占比达到 70%, 其中一线城市、二线城市、三线城市占比分别为 16%、54%、30%。

图102: 华润置地截至 2025 年 H1 末土储建面类型占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

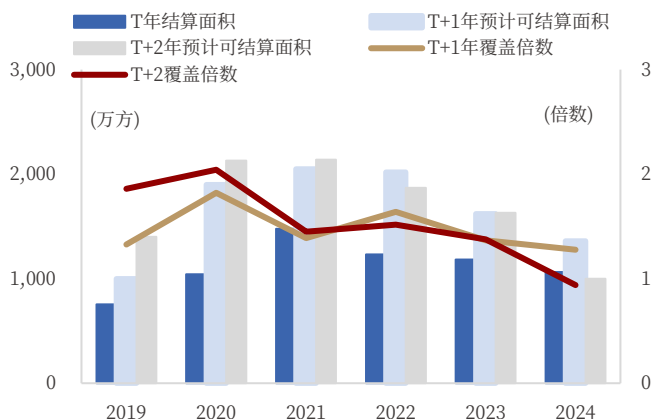
图103: 华润置地 2016 年以来公司开发土储建面各区域占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

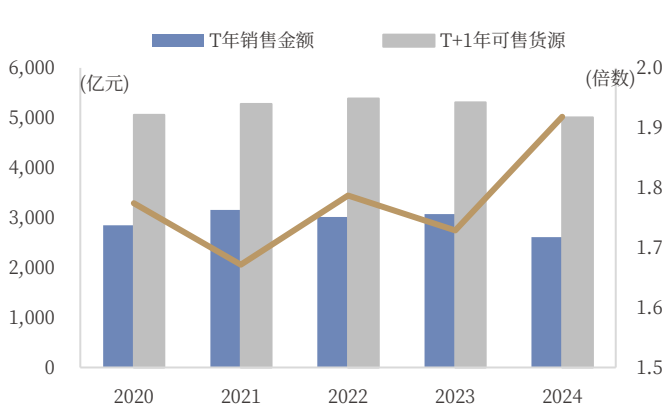
从公司开发业务的未来潜力看, 公司有望维持现有规模, 行业地位有望持续巩固。根据我们整理, 若按照当年为 T 年, 则 T+1 年可结算面积/T 年当年结算面积的覆盖倍数持续高于 1, 2025 年前 T+2 年覆盖倍数持续高于 1.3, 2024 年 T+2 覆盖倍数为 0.94, 表明公司未来规模有较强的稳定性。从可售货源看, 公司 T+1 年可售货源货值/T 年销售金额的覆盖倍数持续逐渐提高, 2024 年该覆盖倍数 1.92。在当前行业整体承压的背景下, 公司的有望维持现有规模并持续巩固头部地位。

图104: 华润置地 2019 年以来结算面积覆盖倍数



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

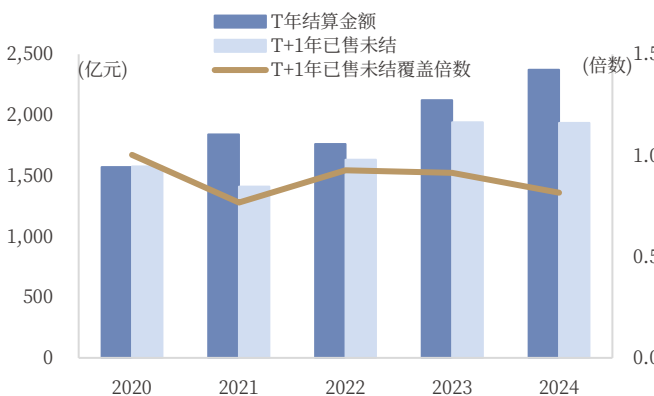
图105: 华润置地 2020 年以来可售货源覆盖倍数



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

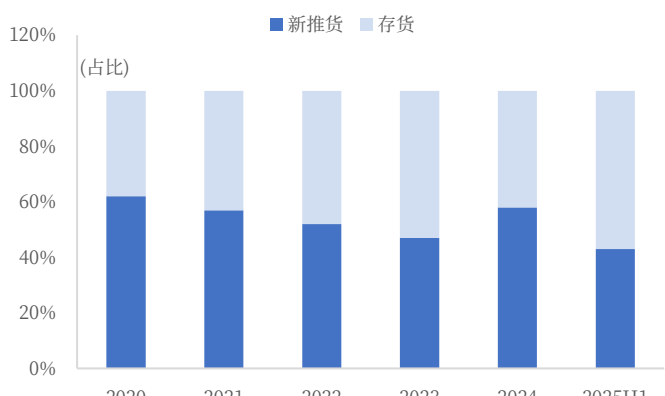
公司未来发展确定性较强。从已售未结看, 2022 年以来公司 T+1 年的已售未结/T 年结算金额维持在 0.8 以上 (均为并表口径)。公司未来销售和结算质量有望持续提升。2024 年公司货源类型中, 新推货和存货的占比分别占比 58%、42%, 2025 年占比分别为 43%、57%。

图106: 华润置地 2020 年以来下一年已售未结对当年的覆盖倍数



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图107: 华润置地 2020 年以来每年货源类型占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

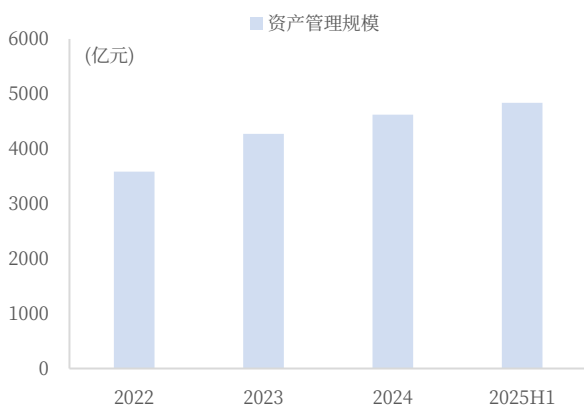
五、大资管平台: 平台间联动完善资本闭环

(一) 在管资产: 多元平台管理丰富业态

1. 非并表占比逐渐提高

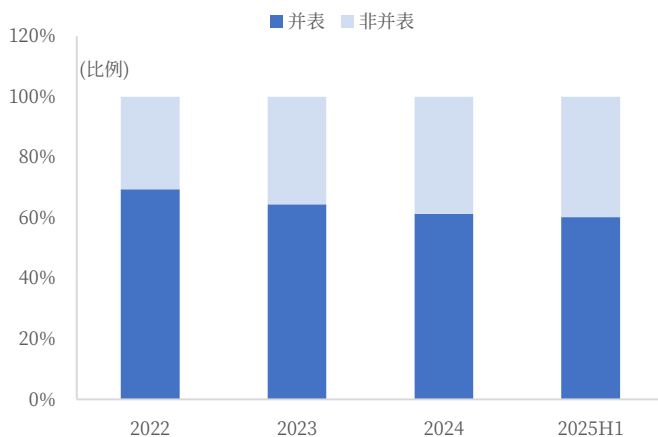
公司是内地较早布局商业地产的房企之一, 2004 年深圳万象城开业以来, 公司在管的业态日益丰富, 在管规模持续扩大。截至 2025 年 H1 末, 公司资产管理规模达到 4835 亿元, 其中并表规模占比 60.19%, 非并表规模占 39.81%, 随着公司轻资产管理业务和生态圈业务的持续发展, 公司的非并表规模占比持续提高。

图108: 华润置地 2022 年以来资产管理规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图109: 华润置地 2022 年以来管理规模分类

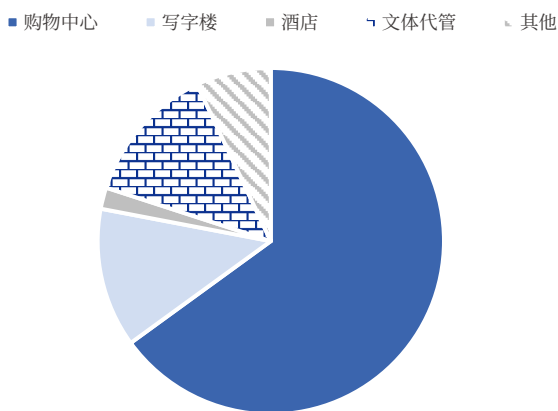


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2.在管业态丰富

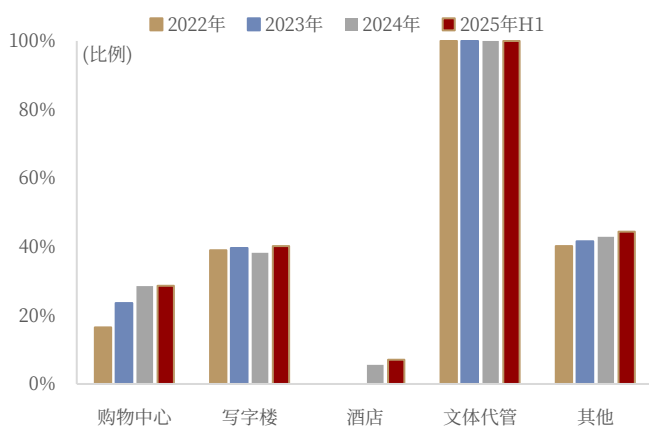
公司在管业态丰富, 并且不仅局限于公司持有的投资物业。截至 2025 年 H1 末, 公司共管理购物中心、写字楼、酒店、文体代管等, 分别占资产管理规模的 65%、13%、2%、13%。公司对各类业态的管理策略不尽相同。针对文体代管类的业态, 公司以管理输出的方式进行资产管理, 因此近年来的管理规模非并表比例维持在 100%; 对于购物中心和写字楼业态, 公司以并表(自持)和非并表(管理团队输出)相结合的方式进行资产管理; 对于酒店业态, 公司以并表(自持)的管理方式为主。

图110: 华润置地截至 2025 年 H1 末资产管理业态分布



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图111: 华润置地 2022 各业态管理规模的非并表比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 平台搭建: “投融建管退”全过程管理

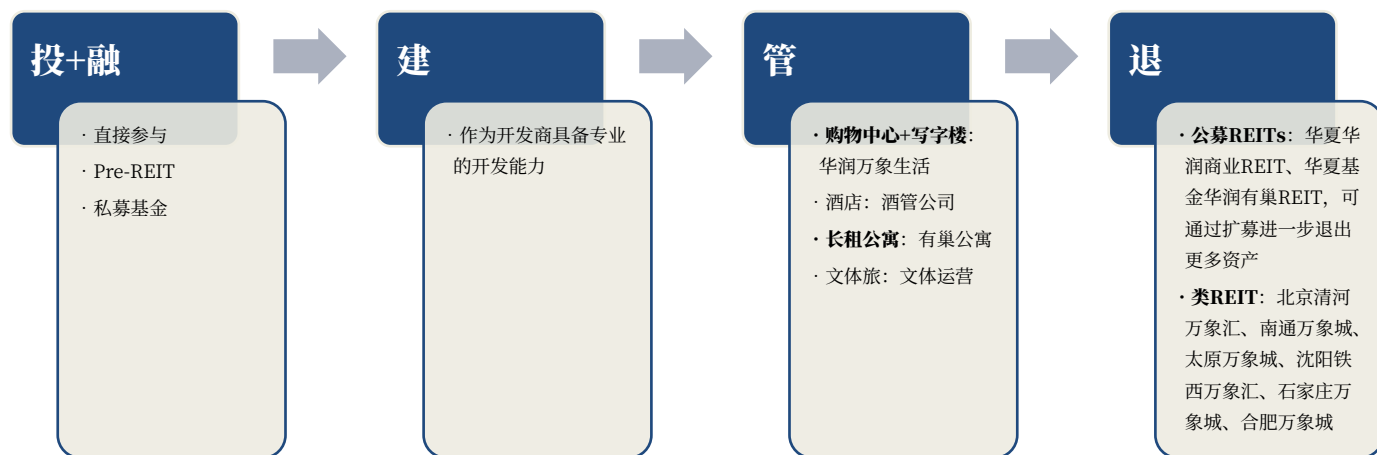
公司 2023 年提出“推动资管业务转型, 做大资产管理规模”, 积极打造行业领先的资产管理平台。公司旗下已搭建完成包括华润万象生活、有巢公寓、酒管公司、文体公司等 4 个产业运营平台, 以及 2 个公募 REIT 平台。

在资产管理运营上, 公司可以通过如上 4 个产业运营平台进行专业管理, 一方面可以更直接快速的扩大公司专业运营的影响力, 另一方面避免公司持有过多资产降低资产回报率。分业态看, 购物中心和写字楼的运管主要依托华润万象生活完成、长租公寓的运管主要通过有巢公寓完成; 并根据公司打造的三亚海棠湾模式和深圳大运模式进行文商旅片区统筹和运营。

针对自持的资产，公司打通资产价值释放通道。2022 年公司成功发行国内首单市场化机构运营的保障性租赁住房公募 REIT，随后公司获批发行消费基础设施公募 REIT，标志着公司的资产管理投-融-建-管-退搭建完成。经历优秀的运营维护管理，资产的回报率逐渐达到相对稳定的水平，资产所有者可通过公募 REITs 的方式实现资产上市。1) 于**资产所有者而言**，REITs 上市可实现资产的退出，并通过保留一定比例所有权的方式实现相对稳定的回报，为自身其他业务运营提供良好的现金流支撑。2) 于**REITs 投资者而言**，优秀的资产整体规模相对较大，通过 REITs 上市给予投资者持有和获得稳定收益的机会。2022 年，国务院办公厅发出《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，其中在优化完善存量资产盘活方式中提到“推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)健康发展”。

公司已实现“投融建管退”的资本闭环。在**投资和融资**环节，公司通过直接参与、Pre-REIT、私募基金等方式介入；在**建设**环节，公司具有独有的商业综合体开发能力，2004 年公司持有的深圳万象城即开业；在**管理**环节，公司的 4 个产业运营平台可针对不同业态进行专业运营；在**退出**环节，公司的公募 REITs 平台目前可实现购物中心、长租公寓的适时退出，并通过类 REIT 的形式退出相应资产，如 2022 年-2024 年每年有序通过类 REIT 退出 2 个购物中心。

图112: 华润置地大资管平台



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

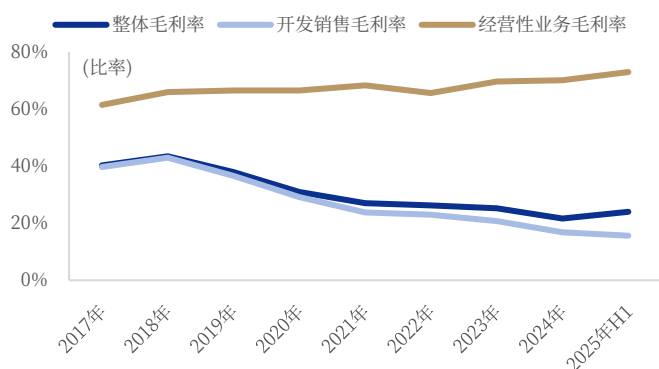
六、财务分析：压低杠杆与优化债务

(一) 盈利能力：经营性不动产毛利率逐年提高

公司毛利率维持在 20% 以上。2015 年~2020 年，公司的整体毛利率维持在 30% 以上。随着开发行业在 2021 年之后逐渐承压，公司的开发毛利率由 2020 年的 29.0% 下滑至 2024 年的 16.8%，公司的经常性业务毛利率逐渐提升，因而缓解公司整体毛利率的下滑压力，公司整体毛利率由 2020 年的 30.90% 下滑至 2024 年的 21.6%，2025 年 H1 公司整体毛利率为 24.0%。

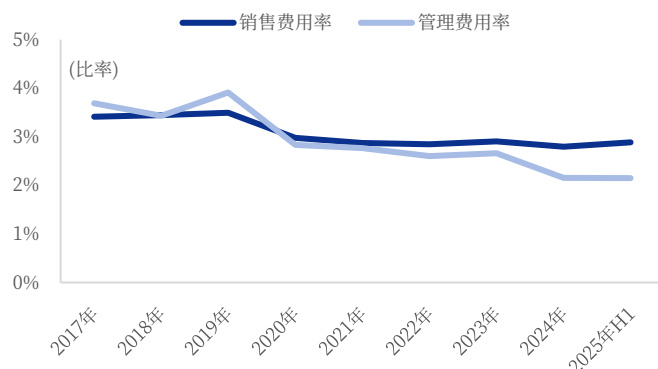
公司持续有效的进行费用管控。销售费用方面，2021 年以来公司的销售费用率维持在 3% 以内；管理费用率已由 2019 年的 3.91% 降至 2024 年的 2.15%。

图113: 华润置地 2017 年以来毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

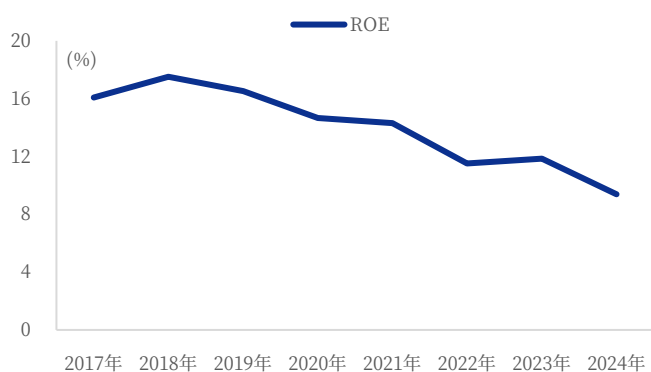
图114: 华润置地 2017 年以来销售费用率和管理费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

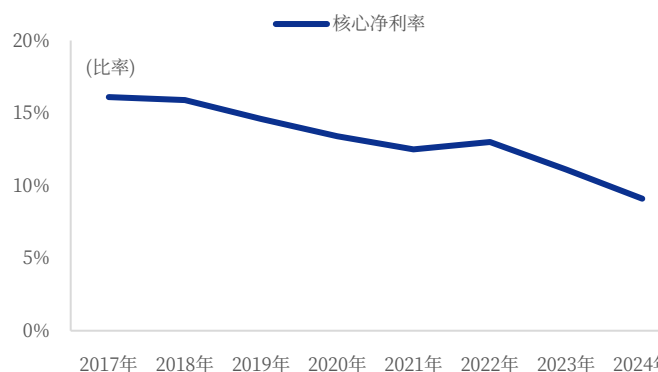
2024 年前, 公司的 ROE 维持在 10% 以上, 2024 年 ROE 为 9.39%。2024 年公司的核心净利率为 9.10%, 较 2023 年及以前有所下降, 这主要受到开发业务毛利率下滑影响。

图115: 华润置地 2017 年以来 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图116: 华润置地 2017 年以来核心净利率

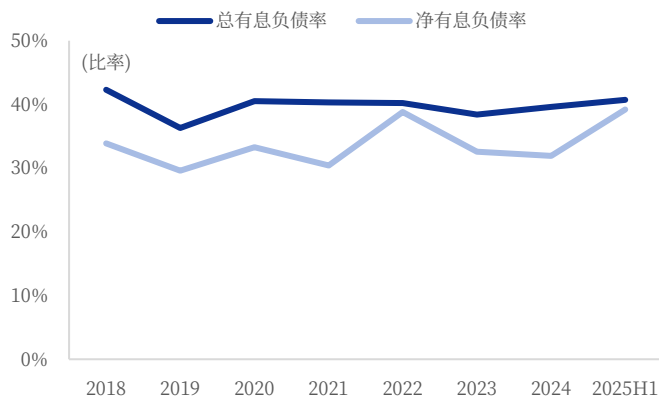


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 杠杆水平: 严格控制财务杠杆

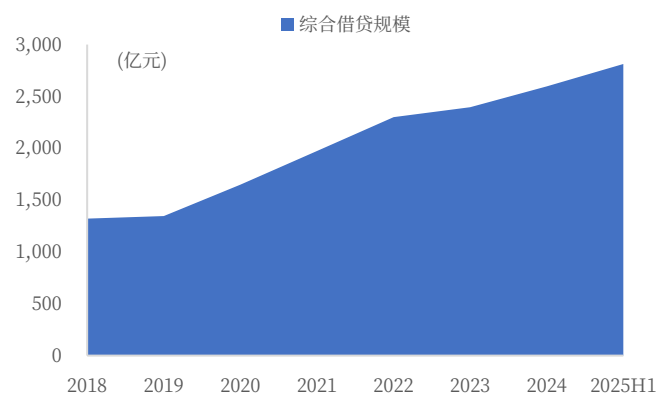
公司严格控制杠杆, 严守财务底线。截至 2025 年 H1 末, 公司的综合借贷规模为 2812.7 亿元。公司的总有息负债率和净有息负债率分别为 40.70%、39.20%, 资产负债率为 55.30%, 有效控制杠杆水平。

图117: 华润置地 2018 年以来有息负债率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

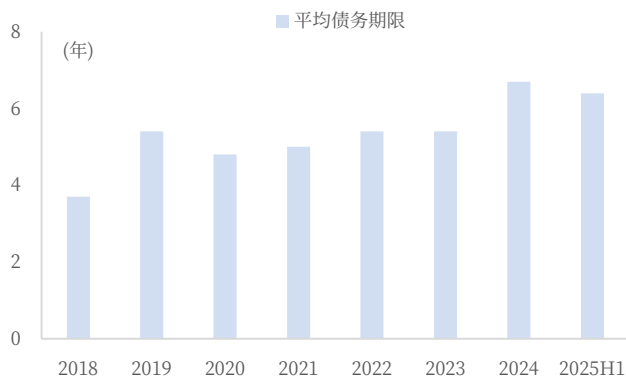
图118: 华润置地 2018 年以来综合借贷规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

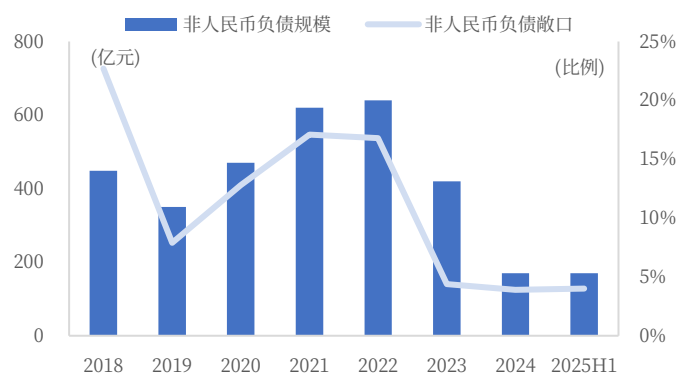
公司有效控制偿债压力。2019 年以来，公司的平均债务期限年限逐年提高，截至 2025 年 H1 末，公司的平均债务期限达到 6.4 年，表明公司合理控制偿债节奏。由于目前境外的债务成本高于境内，公司合理控制非人民币的负债规模。截至 2025 年 H1 末，公司非人民币负债规模由 2022 年的 640 亿元压降至 170 亿元，敞口由 2022 年的 16.80% 降至 4%。

图119: 华润置地 2018 年以来平均债务期限



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图120: 华润置地 2018 年以来非人民币负债规模及敞口

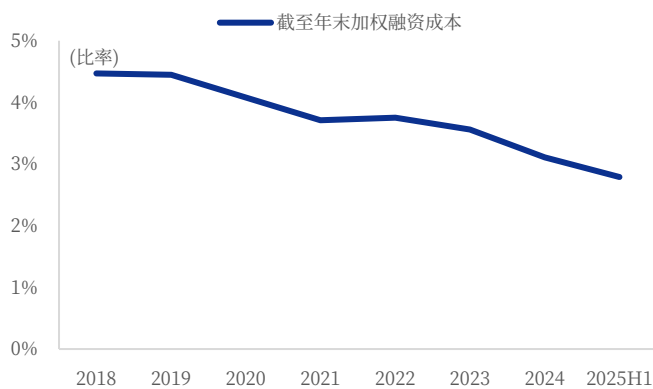


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 资金储备: 融资成本低

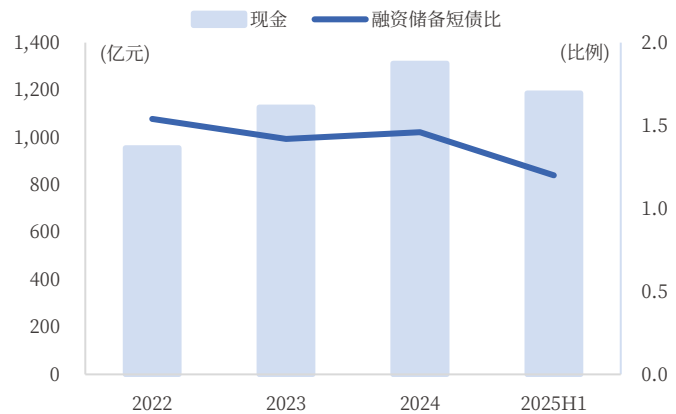
从融资来源上，公司资金成本低，2019 年开始逐年下行，截至 2025 年 H1 末的加权融资成本已降至 2.79%，较 2024 年末进一步收窄 0.32pct。从融资储备上，公司维持充足的资金，截至 2025 年 H1 末，公司的融资储备/短债的比例为 1.20，公司保持良好的现金储备。

图121: 华润置地 2018 年以来加权融资成本



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图122: 华润置地 2022 年以来现金和融资储备短债比

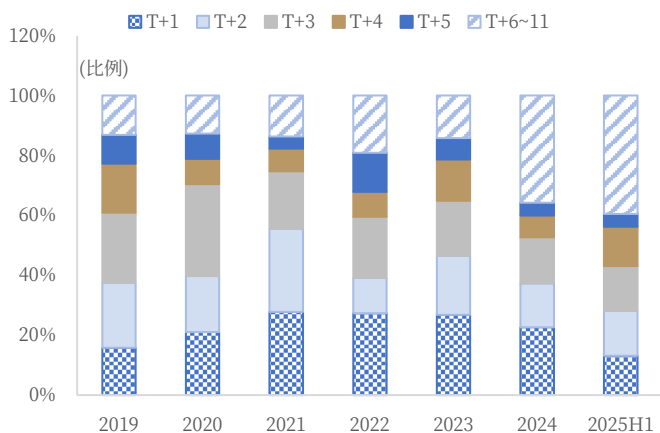


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司对于融资的期限有良好的掌控，合理控制一年内到期的债务占比。截至 2025 年 H1 末，公司 1 年内到期的债务占比为 13.17%，2 年内、3 年内到期的债务占比分别为 14.95%、14.95%，6 年及以后到期的占比为 39.50%，有利于缓解公司短期内的偿债压力。

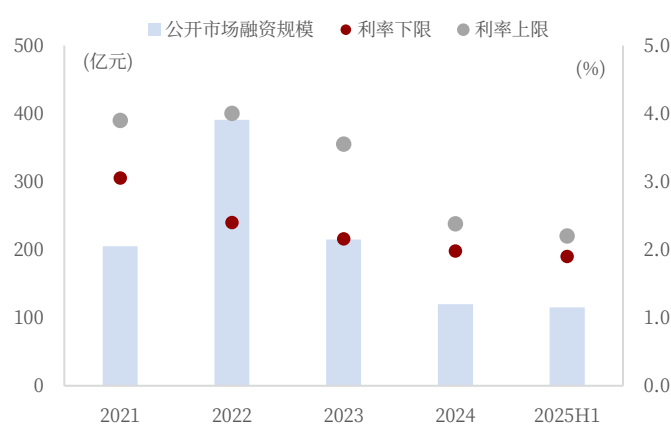
公司公开市场融资通畅，融资成本逐年降低。2024 年公司主要以超短期融资券融资 120 亿元，票面利率在 (1.98%，2.38%) 区间；2025 年 H1 公司以中票形式融资 115 亿元，票面利率在 (1.9%，2.2%) 区间。

图123: 华润置地 2019 年以来按照到期期限分类的加权融资成本



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图124: 华润置地 2021 年以来公开市场融资情况

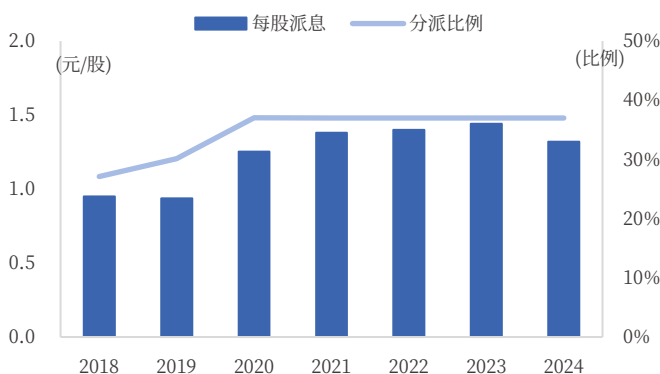


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(四) 分红: 稳健分红回馈股东

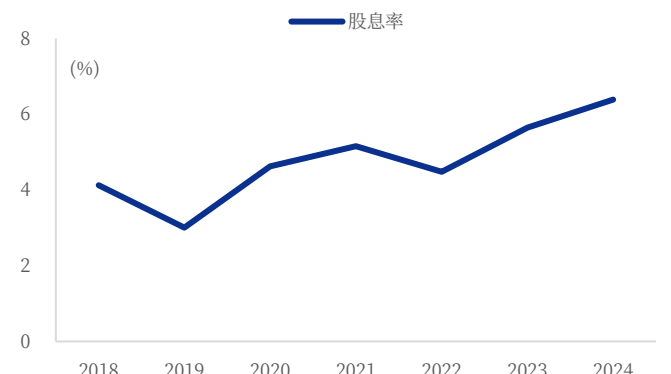
公司持续回馈股东, 自 2016 年派息比例提升至 30% 以上后, 2020 年-2024 年, 公司的派息比例维持在 37%, 分红派息稳定。2025 年 H1 公司宣派中期股息每股 0.2 元。相应的公司股息率已由 2022 年的 4.48% 提升至 2024 年的 6.39%。

图125: 华润置地 2018 年以来派息和分派比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图126: 华润置地 2018 年以来股息率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 以上为 TTM 股息率

七、投资建议：盈利预测和估值

(一) 盈利预测：经营性不动产稳健提高

我们在公司 2024 年、2025 年 H1 的营收按照业务分别进行预测。

1. 经营性不动产

2024 年公司经营性不动产实现收入 232.96 亿元，核心净利润 85.63 亿元。我们按照业态分别预测购物中心、写字楼和酒店的收入。

1) 购物中心业态，2024 年实现租金收入 193 亿元，同比增长 8.40%，对应的零售额规模 1950 亿元，我们计算得到的提点率（租金/零售额比例）为 9.90%。零售额中，重奢购物中心零售额和非重奢购物中心零售额占比分别为 38%、62%，对应的零售额同比增速分别为 26.50%、8.7%。我们预测 2025 年-2027 年，公司零售额 GMV 分别达到 2303.5 亿元、2567.9 亿元、2751.6 亿元，同比分别增长 18.13%、11.48%、7.15%；提点率分别为 9.5%、9.0%、8.7%，对应的 2025 年-2027 年购物中心租金收入分别为 218.8 亿元、231.1 亿元、239.4 亿元，同比分别增长 13.39%、5.61%、3.58%。2024 年购物中心业态的毛利率为 76%，我们假设 2025 年-2027 年毛利率分别为 76.0%、76.1%、76.2%。

表10：华润置地 2024 年-2027 年 E 购物中心业态收入预测

单位：百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
购物中心租金收入	19300	21883.58	23111.03	23938.85
yoy	8.40%	13.39%	5.61%	3.58%
零售额	195000	230353.50	256789.26	275159.18
yoy	19.20%	18.13%	11.48%	7.15%
重奢零售额	74100	93736.5	110609.07	121669.98
yoy	26.50%	18.00%	10.00%	8.00%
非重奢零售额	120900	136617.00	146180.19	153489.20
yoy	8.70%	13.00%	7.00%	5.00%
提点率	9.90%	9.50%	9.00%	8.70%
毛利率	76%	76.00%	76.10%	76.20%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2) 写字楼业态，2024 年实现租金收入 18.79 亿元，同比下降 8.70%，对应的在管面积 146 万方，我们计算得出其单位租金为 4.77 元/平米/天。因此我们预测 2025 年-2027 年写字楼在管面积的同比增速分别为 0、1%、1%，单位租金增速分别为-10%、-5%、0%，出租率均为 74%，对应的写字楼租金收入分别为 16.69 亿元、16.01 亿元、16.20 亿元，分别同比下降 11.20%、下降 4.05%、提高 1%。2024 年写字楼毛利率为 72.40%，我们假设 2025 年-2027 年毛利率均为 72%。

表11：华润置地 2024 年-2027 年 E 写字楼业态收入预测

单位：百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
写字楼租金收入	1879	1668.55	1600.98	1616.99
yoy	-8.70%	-11.20%	-4.05%	1.00%
在管面积（万方）	146	146	147.46	148.93
yoy	15.87%	0.00%	1.00%	1.00%

单位租金 (元/天/平米)	4.77	4.29	4.08	4.08
yoy	-14.06%	-10%	-5%	0%
出租率	75%	74.00%	74.00%	74.00%
毛利率	72.40%	72.00%	72.00%	72.00%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3) 酒店业态, 2024 年实现收入 20.68 亿元, 同比增长 10.80%, 平均房价 1009 元/天, 出租率为 64.20%, 对应的 RevPAR 为 647.78 元/天。我们根据预测平均房价和出租率得出 2025 年-2027 年的 RevPAR 分别为 645.11 元/天、645.11 元/天、645.76 元/天, 对应的收入分别为 20.60 亿元、20.60 亿元、20.62 亿元, 同比分别下降 0.41%、0%、增长 0.10%。2024 年酒店的毛利率为 11.40%, 我们假设 2025 年-2027 年的毛利率维持 11.40% 不变。

表12: 华润置地 2024 年-2027 年 E 酒店业态收入预测

单位: 百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
酒店收入	2068	2059.50	2059.50	2061.56
Yoy	10.80%	-0.41%	0.00%	0.10%
平均房价 (元/天)	1009	1007.99	1007.99	1009.00
出租率	64.20%	64.00%	64.00%	64.00%
RevPAR (元/天)	647.78	645.11	645.11	645.76
yoy	-4.63%	-0.41%	0.00%	0.10%
毛利率	11.40%	11.40%	11.40%	11.40%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

以上合计我们预测 2025 年-2027 年公司的经营性不动产业务实现收入 256.12 亿元、267.72 亿元、276.17 亿元, 同比增速分别为 9.94%、4.53%、3.16%, 毛利率为 70.54%、70.88%、71.12%, 对应的核心净利率为 36.80%、37.00%、37.00%, 核心净利润分别为 94.25 亿元、99.05 亿元、102.18 亿元, 同比分别增长 10.07%、5.10%、3.16%。

表13: 华润置地 2024 年-2027 年 E 经营性不动产业务预测

单位: 百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性不动产收入	23295.79	25611.63	26771.51	27617.39
yoy	4.80%	9.94%	4.53%	3.16%
毛利率	70.00%	70.54%	70.88%	71.12%
核心净利率	36.76%	36.80%	37.00%	37.00%
核心净利润	8563	9425.08	9905.46	10218.43
yoy	9.10%	10.07%	5.10%	3.16%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 轻资产和生态圈

1) 公司的轻资产业务通过华润万象生活主体进行。2024 年公司经内部抵消后的轻资产收入为 121.33 亿元, 同比增长 13.99%, 占华润万象生活营收的 71.19%。我们此前预测华润万象生活 2025 年-2027 年分别实现营收 184.12 亿元、205.22 亿元、222.61 亿元, 假设剔除并表后的收入占华润万象生活营收的比例均为 72%, 因此我们预测 2025 年-2027 年公司轻资产业务分别实现收入 131.65 亿元、147.76 亿元、160.28 亿元, 同比增速分别为 8.51%、12.24%、8.47%。2024 年公司轻资产业务毛利率为 32.90%, 我们假设 2025 年-2027 年轻资产业务毛利率分别为 32.56%、36.24%、

37.47%；2024 年核心净利率为 9.75%，我们假设 2025 年-2027 年核心净利率分别 10%、11%、12%。

2) 公司的生态圈业务为 2024 年实现收入 62.19 亿元，同比增长 0.52%。我们假设 2025 年-2027 年的收入分别为 65.30 亿元、68.57 亿元、72.00 亿元，同比增速均为 5%。2024 年毛利率为 3.11%，假设 2025 年-2027 年的毛利率分别 4%、5%、5%；对应的核心净利率为 9.60%，我们假设 2025 年-2027 年的核心净利率为 9.6%、9.8%、10%。

表14：华润置地 2024 年-2027 年 E 轻资产和生态圈业务预测

单位：百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
轻资产管理收入	12132.57	13164.57	14776.18	16027.67
yoy	13.99%	8.51%	12.24%	8.47%
华润万象生活营业收入	17042.66	18411.99	20522.47	22260.66
剔除并表部分后的收入占比	71.19%	72%	72%	72%
毛利率	32.90%	35.56%	36.24%	37.47%
核心净利率	9.75%	10%	11%	12%
生态圈收入	6219.43	6530.40	6856.92	7199.77
yoy	0.52%	5%	5%	5%
毛利率	3.11%	4%	5%	5%
核心净利率	9.60%	9.60%	9.80%	10.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 开发销售业务

根据开发结算的特点，当年结算通常由过去三年的销售项目逐年结转组成。2024 年公司开发销售实现收入 2371.52 亿元。取当年为 T 年，我们根据 T-1 年、T-2 年、T-3 年等各年份销售额按照不同的结转比例预测当年的开发销售收入。因此我们预测 2025 年-2027 年开发销售分别实现收入 2340.18 亿元、2291.75 亿元、2339.18 亿元，同比增速分别为-1.32%、-2.07%、2.07%。2024 年公司开发销售毛利率为 16.80%，受行业整体影响，2025 年开发毛利率整体承压，因此我们预测 2025 年-2027 年公司开发销售毛利率分别为 14.30%、14.50%、14.60%。考虑到减值、REITs 业务对核心净利润的影响后，我们预测 2025 年-2027 年公司开发销售业务核心净利润分别为 100.62 亿元、98.25 亿元、108.58 亿元，对应的核心净利率分别为 4.30%、4.29%、4.64%。

表15：华润置地 2024 年-2027 年 E 开发销售业务预测

单位：百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
开发销售收入	237151.64	234018.31	229175.19	233918.00
yoy	11.82%	-1.32%	-2.07%	2.07%
毛利率	16.80%	14.30%	14.50%	14.60%
核心净利率	6.36%	4.30%	4.29%	4.64%
核心净利润	15080	10061.76	9825.36	10858.47
yoy	-17.20%	-33.28%	-2.35%	10.51%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

综上，我们预测公司 2025 年-2027 年的营收分别为 2793.25 亿元、2775.80 亿元、2847.63 亿元，同比增速分别为 0.19%、-0.62%、2.59%；对应的公司的毛利率分别为 20.22%、20.86%、21.13%，核心净利率分别为 7.66%、7.94%、8.33%，核心净利润为 214.04 亿元、220.28 亿元、237.20 亿元。

元，同比分别下降 15.79%、增长 2.92%、增长 7.68%。分红比例与 2024 年及以前持平，即 2025 年-2027 年预计分红比例依然为核心净利润的 37%。

表16：华润置地 2024 年-2027 年 E 盈利预测

单位：百万元人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	278,799.4	279324.92	277579.80	284762.83
yoy	11.01%	0.19%	-0.62%	2.59%
毛利率	21.60%	20.22%	20.86%	21.13%
核心净利率	9.10%	7.66%	7.94%	8.33%
核心净利润	25418	21403.89	22028.17	23720.21
yoy	-8.48%	-15.79%	2.92%	7.68%
分红比例	37.01%	37%	37%	37%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）估值：商业与开发的龙头标的

由于公司分别包含开发销售业务和投资性房地产业务，因此我们采取分步估值法，并结合绝对估值法和相对估值法给予估值。

1. 开发销售业务

我们采用 RNAV 法对开发销售业务进行估值。截至 2025 年末，公司尚未结转的开发项目包括已售未结部分、未开发土储部分和 2025 年 H2 新增土储部分，我们根据以上三部分对应的权益比例计算得到三者合计的权益货值为 7505.62 亿元。由于存货和新增货值的净利率不同，我们分别给予 5%-6.5% 不等的净利率假设，并考虑 10% 的折价率，对应的三者合计给予公司的权益增加值为 392.01 亿元。

表17：华润置地开发部分 RNAV 法估值

单位：亿元，人民币	已售未结算部分	未开发部分	新增部分
时间周期	截至 2025 年 H1 末	截至 2025 年 H1 末	2025 年 7~11 月
权益货值	1684.18	5406.04	415.39
权益增加值	84.21	324.36	27.00
合计		392.01	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 经营性业务

1) 绝对估值法

根据我们如上盈利预测，2026 年-2027 年公司的投资性房地产业务的核心净利润分别为 99.05 亿元、102.18 亿元，我们假设 2028 年及未来公司该业务核心净利润的永续增速为 2%。结合公司 WACC 为 5.18% 的假设，我们得出公司投资性房地产截至 2026 年 1 月 28 日资产现值应为 3161.08 亿元。截至 2025 年 H1 末公司投资物业的账面价值为 2721.2 亿元，因此对应的投资物业权益增加值应为 307.92 亿元。

表18: 华润置地投资性房地产绝对估值法估值

科目	数值	科目	数值
2028年及以后每年较上年增速	2%	WACC	5.18%
2026年及以后投资物业折现值	3161.08 亿元	投资物业账面价值	2721.2 亿元
权益比例	70%	权益增加值	307.92 亿元

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2) 相对估值法

我们预测公司 2026 年投资性房地产核心净利润为 99.05 亿元, 按照市场上可比公司 2026 年 PE 平均估值 17.38X, 可以得到按照相对估值法公司投资性房地产的估值为 1721.90 亿元。由于相对估值法为按照现有资产可产生的核心净利润给予的估值, 因此我们按照相对估值得出谨慎情况下, 公司投资性房地产资产账面价值折价率为 37%。

结合绝对估值法和相对估值法, 我们得到公司投资物业的权益增加值应为 194.84 亿元。

表19: 华润置地投资性房地产谨慎情况下估值

可比公司	PE_2026	可比公司	PE_2026	可比公司	PE_2026
恒隆地产	16.31X	太古地产	19.75X	中国国贸	16.09X
均值	17.38X				
谨慎情况下投资性房地产权益增加值	194.84 亿元				

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3. 合计

截至 2025 年 H1 末, 公司目前净资产 2762.3 亿元, 按照可比公司 PB 平均估值 0.75X, 可以得到公司目前净资产合理估值为 2080.94 亿元, 叠加开发业务和投资性房地产业务分别给予的价值增量后, 得到公司净资产合理估值为人民币 2667.79 亿元, 按照 1 港币=0.89 人民币的汇率计算对应港币 2997.52 亿元。目前公司市值低于该估值, 因此我们给予推荐评级。

表20: 华润置地估值

科目	数值 (人民币)	科目	数值 (人民币)	科目	数值 (人民币)
账面净资产重估价值	2080.94 亿元	投资性房地产权益增加值	194.84 亿元	开发销售的权益增加值	392.01
公司净资产合理估值	2667.79 亿元				

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

八、风险提示

- 宏观经济不及预期的风险
- 政策推动和实施不及预期的风险
- 房价大幅波动的风险
- 房屋销售和竣工不及预期的风险
- 零售消费不及预期的风险
- 居民出行不及预期的风险
- 存货账面价值大幅减值的风险
- 汇率大幅波动的风险
- 海外利率大幅波动的风险

图表目录

图 1: 华润置地 1994~2014 年发展阶段	4
图 2: 华润置地 2015~2020 年发展阶段	5
图 3: 华润置地 2021 年至今发展阶段	6
图 4: 截至 2025 年 11 月 30 日华润置地股权架构	7
图 5: 华润置地 2015 年以来营收及同比增速	9
图 6: 华润置地 2024 年各业务营收占比	9
图 7: 华润置地 2015 年以来核心净利润及同比增速	9
图 8: 华润置地 2022 年以来经常性业务核心净利润占比	9
图 9: 华润置地 2021 年以来经营性不动产营收及同比增速	10
图 10: 华润置地 2021 年以来经营性不动产各业态营收及同比增速	10
图 11: 华润置地 2021 年以来经营性不动产各业态营收占比	10
图 12: 华润置地 2022 年以来经营性不动产核心净利润及同比增速	10
图 13: 华润置地 2022 年以来轻资产管理业务营收占比	11
图 14: 华润置地 2022 年以来经营性业务核心净利润及同比增速	11
图 15: 华润置地 2021 年以来生态圈业务收入及同比增速	11
图 16: 华润置地 2022 年以来生态圈业务核心净利润及同比增速	11
图 17: 华润置地 2021 年至今开发销售营收及同比增速	12
图 18: 经营性不动产业务在公司的战略定位	13
图 19: 华润置地 2025 年 H1 经营性不动产业务各业态收入占比	13
图 20: 华润置地 2016 年以来经营性不动产业务毛利率表现	13
图 21: 华润置地在营购物中心数量	14
图 22: 华润置地零售物业在营面积规模	14
图 23: 华润置地 2014 年至今每年新开购物中心数量	14
图 24: 华润置地 2014 年至今历年已开业和开发中购物中心数量	14
图 25: 华润置地截至 2025 年 H1 未开业购物中心开业数量覆盖区域	15
图 26: 华润置地截至 2015 年 H1 未开业购物中心覆盖城市分类	15
图 27: 华润置地 2010 年至今零售物业建面口径下权益比例	15
图 28: 华润置地截至 2014 年至今零售物业平均 GFA	15
图 29: 华润置地 2020 年以来重奢购物中心开业数量	17
图 30: 华润置地截至 2025 年 H1 未开业重奢和非重奢商场数量	17
图 31: 华润置地 2016 年以来在营购物中心出租率	17
图 32: 华润置地 2018 年以来在营购物中心零售额表现 VS 社零表现	17
图 33: 华润置地 2017 年以来购物中心经营利润率	18
图 34: 华润置地 2016 年以来的购物中心回报率	18

图 35: 华润置地 2019 年以来购物中心账面价值	18
图 36: 华润置地 2017 年以来的购物中心租售比	18
图 37: 华润置地在营购物中心场日均客流量	19
图 38: 华润置地 2016 年以来购物中心会员人数	19
图 39: 华润置地 2020 年至今各类购物中心的坪效	19
图 40: 华润万象生活的招商能力形成机制	20
图 41: “一点万象” app.....	21
图 42: 华润置地 2015 年以来写字楼在营数量	21
图 43: 华润置地 2010 年以来写字楼在营规模	21
图 44: 华润置地截至 2025 年 H1 末在营写字楼所在城市能级分布.....	22
图 45: 华润置地截至 2025 年 H1 末在营写字楼权益比例	22
图 46: 华润置地 2016 年以来各年期末写字楼平均出租率.....	22
图 47: 华润置地 2017 年以来各年在营写字楼单位面积平均租金	22
图 48: 华润置地 2015 年以来在营酒店数量	23
图 49: 华润置地 2010 年以来酒店在营面积	23
图 50: 华润置地截至 2025 年 H1 末木棉花和合作品牌的酒店数量.....	23
图 51: 华润置地截至 2025 年 H1 末酒店区域布局	23
图 52: 华润置地 2016 年以来在营酒店入住率	24
图 53: 华润置地 2017 年以来在营酒店的平均房价	24
图 54: 华润置地 2016 年以来在营酒店平均建面及权益比例.....	24
图 55: 华润置地 2017 年以来在营酒店平均 RevPAR	24
图 56: 华润置地 2015 年以来 T 年新开业购物中心数量占 T 年在营购物中心的比例.....	25
图 57: 华润置地 2015 年以来截至 T 年末在营购物中心规模及 T~T+3 年每年增量计划.....	25
图 58: 华润置地 2015 年以来商场开业数量及储备规模.....	25
图 59: 华润置地 2015 年以来投资物业土储规模及权益比例.....	26
图 60: 华润置地 2015 年以来投资物业土储的区域占比.....	26
图 61: 华润置地 2021 年以来投资物业土储规模及权益比例.....	26
图 62: 华润置地截至 2024 年末投资物业土储各业态占比.....	26
图 63: 华润置地 2017 年以来投资物业主要的三种业态土储规模/在营规模的倍数.....	27
图 64: 华润置地 2021 年轻资产业务营收	27
图 65: 华润万象生活 2017 年以来毛利率	27
图 66: 华润置地轻资产业务华润万象生活 2020 年以来战略定位	29
图 67: 华润万象生活 2017 年以来商业航道营收和增速.....	29
图 68: 华润万象生活 2017 年以来商业航道毛利率	29
图 69: 华润万象生活 2020 年以来商业航道在管面积及业态占比	30
图 70: 华润万象生活 2021 年以来商业航道在管面积来源.....	30
图 71: 华润万象生活 2021 年以来物业航道营收及同比增速.....	30
图 72: 华润万象生活 2021 年以来物业航道毛利率	30

图 73: 华润万象生活 2021 年以来物业航道在管面积	31
图 74: 华润万象生活截至 2025 年 H1 末物业航道社区空间项目来源	31
图 75: 华润置地 2022 年以来生态圈要素型业务营收及占公司营收比例	31
图 76: 华润置地 2022 年以来文体运营业务营业额及同比增速	32
图 77: 华润置地 2022 年以来文体运营管理面积	32
图 78: 华润置地 2022 年以来租赁住房营业额及同比增速	33
图 79: 华润置地 2020 年以来租赁住房业务在管项目出租率	33
图 80: 华润置地 2022 年以来代建业务在管项目数量	33
图 81: 华润置地 2022 年以来代建业务在管面积及较上年末增速	33
图 82: 华润置地 2021 年以来开发销售营收	34
图 83: 华润置地 2010 年以来开发业务毛利率	34
图 84: 华润置地 2018 年以来开发销售型业务战略部分重要表述	35
图 85: 华润置地 2016 年以来排名	35
图 86: 华润置地销售面积的市占率	35
图 87: 华润置地 2015 年以来销售面积及同比增速	36
图 88: 华润置地 2015 年以来的销售金额和均价	36
图 89: 华润置地 2016 年以来各能级城市销售金额占比	36
图 90: 华润置地 2021 年以来市占率排名前 5 和第 1 的城市数量	36
图 91: 华润置地 2025 年 H1 各区域销售面积占比及销售均价	37
图 92: 华润置地 2025 年 H1 各区域销售金额占比	37
图 93: 华润置地代表产品	37
图 94: 2025 年行业 500 亿以上销售规模房企排序	37
图 95: 华润置地 2014 年至今拿地力度与投资策略	38
图 96: 华润置地 2017 年以来楼面价和地售比	39
图 97: 华润置地 2017 年以来新增土地权益比例	39
图 98: 华润置地 2017 年以来新增土地建面和权益建面规模	39
图 99: 华润置地 2021 年新增土地权益拿地金额下各区域占比	39
图 100: 华润置地 2015 年以来土地储备	40
图 101: 华润置地 2016 年以来公司土储权益比例	40
图 102: 华润置地截至 2025 年 H1 末土储建面类型占比	40
图 103: 华润置地 2016 年以来公司开发土储建面各区域占比	40
图 104: 华润置地 2019 年以来结算面积覆盖倍数	41
图 105: 华润置地 2020 年以来可售货源覆盖倍数	41
图 106: 华润置地 2020 年以来下一年已售未结对当年的覆盖倍数	41
图 107: 华润置地 2020 年以来每年货源类型占比	41
图 108: 华润置地 2022 年以来资产管理规模	42
图 109: 华润置地 2022 年以来管理规模分类	42
图 110: 华润置地截至 2025 年 H1 末资产管理业态分布	42

图 111: 华润置地 2022 各业态管理规模的非并表比例	42
图 112: 华润置地大资管平台	43
图 113: 华润置地 2017 年以来毛利率	44
图 114: 华润置地 2017 年以来销售费用率和管理费用率	44
图 115: 华润置地 2017 年以来 ROE	44
图 116: 华润置地 2017 年以来核心净利率	44
图 117: 华润置地 2018 年以来有息负债率	44
图 118: 华润置地 2018 年以来综合借贷规模	44
图 119: 华润置地 2018 年以来平均债务期限	45
图 120: 华润置地 2018 年以来非人民币负债规模及敞口	45
图 121: 华润置地 2018 年以来加权融资成本	45
图 122: 华润置地 2022 年以来现金和融资储备短债比	45
图 123: 华润置地 2019 年以来按照到期期限分类的加权融资成本	46
图 124: 华润置地 2021 年以来公开市场融资情况	46
图 125: 华润置地 2018 年以来派息和分派比例	46
图 126: 华润置地 2018 年以来股息率	46
表 1: 华润置地部分董事及高管履历	7
表 2: 经营性不动产的战略规划有关表述	12
表 3: 公司母公司各年开业购物中心列表	16
表 4: 华润万象生活 2024 年改造部分购物中心	20
表 5: 华润置地截至 2024 年末在营写字楼	22
表 6: 华润置地截至 2025 年 H1 在营酒店	23
表 7: 轻资产管理业务的战略规划有关表述	28
表 8: 经营性物业的战略规划有关表述	32
表 9: 开发销售的战略规划有关表述	34
表 10: 华润置地 2024 年-2027 年 E 购物中心业态收入预测	47
表 11: 华润置地 2024 年-2027 年 E 写字楼业态收入预测	47
表 12: 华润置地 2024 年-2027 年 E 酒店业态收入预测	48
表 13: 华润置地 2024 年-2027 年 E 经营性不动产业务预测	48
表 14: 华润置地 2024 年-2027 年 E 轻资产和生态圈业务预测	49
表 15: 华润置地 2024 年-2027 年 E 开发销售业务预测	49
表 16: 华润置地 2024 年-2027 年 E 盈利预测	50
表 17: 华润置地开发部分 RNAV 法估值	50
表 18: 华润置地投资性房地产绝对估值法估值	51
表 19: 华润置地投资性房地产谨慎情况下估值	51
表 20: 华润置地估值	51

附录:

公司财务预测表 (百万元, 人民币)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	710,426.47	717,335.74	711,403.23	711,137.94
现金	133,206.18	139,662.46	138,789.90	142,381.42
应收票据及应收账款合计	3,480.69	3,443.73	3,422.22	3,510.77
预付账款	89,533.72	88,006.48	83,654.19	84,258.59
存货	441,249.60	445,700.76	445,372.93	439,980.11
非流动资产	417,967.20	427,642.75	437,915.99	448,548.94
长期投资	85,092.31	85,463.31	85,892.31	86,442.31
固定资产	15,008.89	14,650.41	14,959.63	15,924.55
无形资产	6,269.81	5,642.83	5,015.85	4,388.87
资产总计	1,128,393.67	1,144,978.50	1,149,319.23	1,159,686.87
流动负债	503,363.11	496,265.66	487,496.42	484,933.34
短期借款	69,422.87	61,673.90	69,233.81	72,589.89
应付票据及应付账款合计	68,211.97	67,160.39	65,000.37	64,612.46
非流动负债	228,290.96	231,150.06	224,175.70	217,058.87
长期借款	190,358.98	196,016.06	191,036.70	185,924.87
负债合计	731,654.07	727,415.71	711,672.12	701,992.21
少数股东权益	124,232.25	131,992.76	139,051.44	146,257.45
股本	673.83	673.83	673.83	673.83
归属母公司股东权益	272,507.35	285,570.02	298,595.66	311,437.21
负债和股东权益	1,128,393.67	1,144,978.50	1,149,319.23	1,159,686.87

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	46585.28	27784.49	16907.18	27690.18
净利润	33,678.45	28,742.62	28,234.75	28,824.03
折旧摊销	1,530.69	1,645.46	1,737.76	1,882.06
财务费用	3,181.78	4,676.48	4,640.53	4,645.31
其它经营现金流	8,194.37	-7,280.07	-17,705.86	-7,661.22
投资活动现金流	-22,421.09	-6,640.40	-7,569.35	-8,921.12
资本支出	-32,836.74	-13,097.98	-12,995.00	-13,305.00
其他投资现金流	10,415.65	6,457.59	5,425.65	4,383.88
筹资活动现金流	-5,691.75	-14,687.81	-10,210.39	-15,177.54
短期借款增加	5,136.04	-7,748.97	7,559.92	3,356.08
长期借款增加	22,366.47	5,657.08	-4,979.35	-5,111.83
其他筹资现金流	-33,194.26	-12,595.92	-12,790.96	-13,421.79
现金净增加额	18,472.44	6,456.28	-872.56	3,591.52

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	278,799.43	279,324.92	277,579.80	284,762.83
营业成本	218,465.92	222,850.38	219,677.19	224,605.23
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	7,794.38	7,960.76	7,938.78	8,258.12
管理费用	6,000.91	5,865.82	5,690.39	5,780.69
财务费用	3,181.78	4,676.48	4,640.53	4,645.31
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7,632.23	4,232.00	3,806.00	2,894.00
投资净收益	388.23	371.00	429.00	550.00
营业利润	51,376.90	42,574.47	43,867.91	44,917.48
其他非经营性收益	6,851.29	5,135.00	4,003.00	3,848.00
利润总额	58,228.19	47,709.47	47,870.91	48,765.48
所得税	24,549.74	18,966.85	19,636.16	19,941.45
净利润	33,678.45	28,742.62	28,234.75	28,824.03
少数股东损益	8,101.09	7,760.51	7,058.69	7,206.01
归属母公司净利润	25,577.36	20,982.11	21,176.06	21,618.02
EBITDA	62,940.65	54,031.41	54,249.20	55,292.85
EPS (元)	3.59	2.94	2.97	3.03

主要财务比率 (%)	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入	11.01	0.19	-0.62	2.59
归属母公司净利润	-9.72	-14.66	-1.77	2.09
获利能力				
销售毛利率	21.64	20.22	20.86	21.13
销售净利率	12.08	10.29	10.17	10.12
ROE	9.39	7.35	7.09	6.94
ROIC	5.18	4.78	4.75	4.75
偿债能力				
资产负债率	64.84	63.53	61.92	60.53
净负债比率	31.90	28.27	27.76	25.37
流动比率	1.41	1.45	1.46	1.47
速动比率	0.49	0.51	0.51	0.52
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.24	0.24	0.25
应收账款周转率	80.10	81.11	81.11	81.11
存货周转率	0.50	0.50	0.49	0.51
固定资产周转率	18.58	19.07	18.56	17.88
每股指标				
每股收益	3.59	2.94	2.97	3.03
每股经营现金	6.53	3.90	2.37	3.88
每股净资产	38.21	40.05	41.87	43.67
P/E	7.38	9.00	8.91	8.73
P/B	0.69	0.66	0.63	0.61

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，6年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn