

华润置地 (01109.HK)

“十五五”向新行，楫击长浪，进而有为

事件：2026年3月30日，公司发布2025年年度报告。

构建好房子体系，行业排名稳居第三。2025年公司实现签约额2336亿元，yoy-10.5%，行业排名第三；签约面积922万平，yoy-18.7%。公司以深圳湾灃玺、上海灃启滨江、北京润园等标杆项目突围，进一步巩固产品力。2026年计划可售货值约4500亿元，全年销售目标较2025年持平。**土地投资聚焦一二线，保持一定强度。**2025年公司以总地价916.6亿元（权益地价673.7亿元）成功获取33宗土地；新增土储面积339万平（权益面积256万平），当期投资强度回升9.5pct达39.3%；且一二线投资占比99%，以有效投资做实增量，为公司业绩的持续增长夯实基础。

营收微增，结转毛利率下滑，收租及收费型业务利润贡献超百亿元。2025年公司营业额同比增长0.9%至2814亿元，近五年CAGR达7.3%。其中，物业开发/经常性业务营业额分别约2382/433亿元，yoy+0.4%/yoy+3.7%；后者贡献占比提升至15.4%。2025年公司综合毛利率为21.2%，yoy-0.4pct。预期公司当前毛利率受市场环境仍处于企稳阶段，但随着二、三增长曲线的拓宽，有望加速公司利润率筑底回升。2025年公司实现归母净利润及核心净利润254/225亿元，分别yoy-0.6%/-11.4%；其中经常性业务快速发展，其对核心净利润贡献占比已同比提升11.2pct至51.8%（达116亿元）。相较于传统开发商，公司已基本完成向开发、运营、服务相关赛道驱动的战略跃迁，在多元业务上的领先优势降低了行业下行对业绩波动的影响，为公司盈利可持续性提供有力支撑。

融资优势行业领先，杠杆水平突破新高。截至2025年末，公司剔除预后资产负债率55.2%、净有息负债率为39.2%、现金短债比近2.3x。公司加权平均融资成本较2024年末下降39BPs至2.72%，维持行业最低水平。

“十五五”战略升级，商业引领，进而有为。截至2025年末，公司已开业购物中心达98座，预计2030年末将增至127个。当期公司旗下自持购物中心实现零售额2392亿元，yoy+22.4%；出租率97.4%，yoy+0.3pct；营业额219.2亿元，yoy+13.3%。在部分经营表现向好的头部购物中心带动下，公司购物中心资产组合整体评估增值94.5亿元；评估后购物中心、写字楼、酒店资产组合账面总值（含土地使用权）为2887亿元，后续通过REITs平台实现价值持续释放可期。公司正积极推进旗下公募REITs常态化扩募，目标“十五五”期末公募REITs达到600亿以上的规模。

投资建议：公司“十五五”战略升级、目标清晰，基本盘排名稳固，收租型业务进而有为，融资成本维持优势。基于目前行业下行周期未完全筑底，我们调整盈利预测，预计公司2026/2027/2028年营收为2588/2483/2434亿元；归母净利润为239/245/257亿元；对应EPS为3.35/3.44/3.61元/股；对应PE为7.5倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策放松不及预期，拿地不及预期，行业基本面下行风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万人民币）	278,799	281,438	258,849	248,295	243,380
增长率 yoy (%)	11.0	0.9	-8.0	-4.1	-2.0
归母净利润（百万人民币）	25,577	25,418	23,916	24,511	25,736
增长率 yoy (%)	-18.5	-0.6	-5.9	2.5	5.0
EPS 最新摊薄（元/股）	3.59	3.56	3.35	3.44	3.61
净资产收益率 (%)	9.4	8.8	7.9	7.7	7.7
P/E (倍)	7.0	7.1	7.5	7.3	7.0
P/B (倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

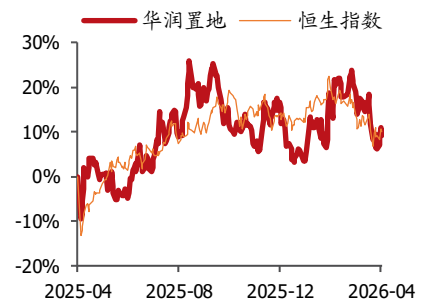
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月02日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04月02日收盘价（港元）	28.72
总市值（百万港元）	204,800.58
总股本（百万股）	7,130.94
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	16.26

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

相关研究

- 《华润置地 (01109.HK)：拿地聚焦有力，“大资管”业务打通价值释放通道》 2025-08-30
- 《华润置地 (01109.HK)：业绩稳健兑现，多元资产组合驱动价值创造》 2025-03-29
- 《华润置地 (01109.HK)：做优经营性不动产业务，转型步伐》 2024-08-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	710426	645784	626650	621753	634452
现金	131294	115449	146698	171341	200516
应收票据及应收账款	3481	3352	3236	3104	3042
其他应收款	123487	119248	108716	104284	102220
存货	441250	398087	358138	333310	318229
其他流动资产	10915	9648	9862	9714	10446
非流动资产	417967	432917	441978	457649	472691
长期投资	276724	301687	309687	321687	333687
固定资产	15009	14738	13770	12730	11620
无形资产	4358	7435	7615	7784	7958
其他非流动资产	121877	109057	110906	115448	119426
资产总计	1128394	1078701	1068628	1079401	1107143
流动负债	503363	388694	360681	345969	339869
短期借款	69423	50506	53233	54945	56668
应付票据及应付账款	68212	61139	53721	47616	44655
其他流动负债	365728	277049	253728	243408	238546
非流动负债	228291	270691	268260	272611	284165
长期借款	190359	230963	241245	253700	267145
其他非流动负债	37932	39728	27015	18910	17019
负债合计	731654	659385	628941	618579	624033
少数股东权益	124232	129832	136577	143491	150332
股本	674	674	674	674	674
资本公积	272283	288810	302436	316657	332104
归属母公司股东权益	272507	289484	303110	317331	332777
负债和股东权益	1128394	1078701	1068628	1079401	1107143

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	46585	41634	44848	38449	35304
净利润	25577	25418	23916	24511	25736
折旧摊销	1531	1254	1166	1137	1091
财务费用	3182	3083	3639	4047	4487
投资损失	388	1960	2019	2079	2142
营运资金变动	12535	10345	20187	13093	9498
其他经营现金流	3372	-426	-6079	-6418	-7650
投资活动现金流	-22421	-19345	-12677	-13637	-6520
资本支出	-966	-345	-377	-266	-155
长期投资	-12669	-24963	-8000	-12000	-12000
其他投资现金流	-8787	5963	-4300	-1371	5635
筹资活动现金流	-5692	-1234	-921	-169	391
短期借款	5136	-18917	2727	1712	1723
长期借款	22366	40605	10281	12455	13445
资本公积增加	7708	16527	13626	14221	15446
其他筹资现金流	-40902	-39449	-27555	-28558	-30223
现金净增加额	18619	21055	31249	24643	29175

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	278799	281438	258849	248295	243380
营业成本	218466	221694	201453	190463	184778
销售费用	7794	9334	8283	7697	7301
管理费用	6001	5195	5177	4966	4868
财务费用	3182	3083	3639	4047	4487
其他收益	14255	9098	8787	9173	10208
投资净收益	388	1960	2019	2079	2142
营业利润	46538	45216	43936	45169	46433
利润总额	58228	53353	51102	52375	54296
所得税	24550	20533	20441	20950	21718
净利润	33678	32819	30661	31425	32577
少数股东损益	8101	7402	6746	6913	6841
归属母公司净利润	25577	25418	23916	24511	25736
EBITDA	62941	56436	55907	57559	59874
EPS (元/股)	3.59	3.56	3.35	3.44	3.61

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	11.0	0.9	-8.0	-4.1	-2.0
营业利润 (%)	-5.4	-2.8	-2.8	2.8	2.8
归属母公司净利润 (%)	-18.5	-0.6	-5.9	2.5	5.0
获利能力					
毛利率 (%)	21.6	21.2	22.2	23.3	24.1
净利率 (%)	9.2	9.0	9.2	9.9	10.6
ROE (%)	9.4	8.8	7.9	7.7	7.7
ROIC (%)	5.4	5.0	4.5	4.4	4.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.8	61.1	58.9	57.3	56.4
净负债比率 (%)	32.4	39.6	33.6	29.8	25.5
流动比率	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	80.7	82.4	78.6	78.3	79.2
应付账款周转率	2.9	3.4	3.5	3.8	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.59	3.56	3.35	3.44	3.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.53	5.84	6.29	5.39	4.95
每股净资产 (最新摊薄)	38.21	40.60	42.51	44.50	46.67
估值比率					
P/E	7.0	7.1	7.5	7.3	7.0
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	6.0	5.9	5.5	5.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

内容目录

基本盘稳固，辑击长浪向新行	4
构建好房子体系，行业排名稳居第三	4
土地投资聚焦一二线，保持一定强度	5
坚守财务纪律，发展韧性强劲	9
营收微增，结转毛利率下滑	9
收租及收费型业务利润贡献超百亿元	10
注重股东回报，分红政策稳健	10
融资优势行业领先，杠杆水平突破新低	11
商业引领，进而有为	12
“十五五”战略定位升级，三大曲线助力周期穿越	12
购物中心零售额出租率双增，以精细化运营赋能资产增值	13
投资建议	14
风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司销售排行	4
图表 2: 销售金额及同比增速	5
图表 3: 销售单价及同比增速	5
图表 4: 公司 2025 年以来拿地明细	6
图表 5: 拿地金额及增速	7
图表 6: 拿地单价及增速	7
图表 7: 土地投资强度	7
图表 8: 土地投资结构（拿地金额排行）	7
图表 9: 土地储备及增速	8
图表 10: 开发销售型业务土储分线城市占比	8
图表 11: 营业收入及同比增速	9
图表 12: 营业收入构成	9
图表 13: 结算均价	10
图表 14: 盈利能力	10
图表 15: 归母净利润及同比增速	10
图表 16: 核心净利润及同比增速	10
图表 17: 核心净利润构成	11
图表 18: 每股盈利	11
图表 19: 平均融资成本	11
图表 20: 三道红线指标	11
图表 21: 华润置地业务模式升级	12
图表 22: 购物中心数量	13
图表 23: 购物中心零售额	13
图表 24: 购物中心租金收入	13
图表 25: 购物中心出租率	13
图表 26: 公司投融建管退平台畅通	14

基本盘稳固，辑击长浪向新行

构建好房子体系，行业排名稳居第三

2025 年，公司实现签约额 2336 亿元，yoy-10.5%，稳居行业排名第三；签约面积 922 万平方米，yoy-18.7%；销售权益比例约为 68%。纵观典型房企近八年销售排位变化，自 2022 年起行业格局呈现“头尾相对稳定、中段竞争加剧”的特征，洗牌与突围并存，公司自 2024 年末首次进入行业销售额前三后，地位稳固，头部优势持续强化。

得益于公司近年来持续聚焦高能级城市的战略布局，公司已于包括北京、上海、深圳等 18 个内市占率排名前三；当期一线城市销售占比同比提升 7pct 至 45%，带动销售单价同比上涨 10%至 25336 元/平方米。此外，公司基于产品力、交付力与服务力持续构建好房子体系，紧抓改善型需求，以深圳湾壹玺、上海壹启滨江、北京润园等标杆项目突围，进一步巩固公司产品力。

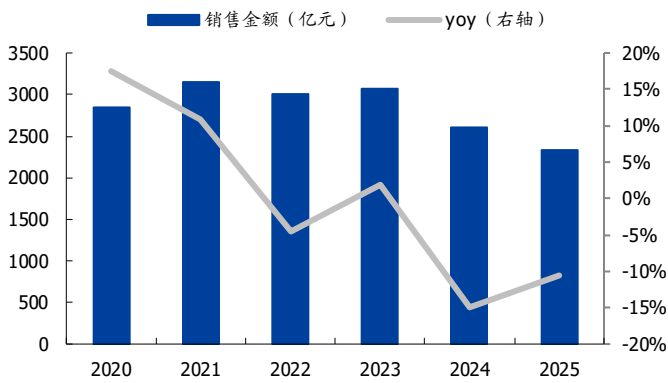
图表1: 公司销售排行

	全口径销售额 (亿元)	排行	全口径销售面积 (万方)	排行	权益口径销售额 (亿元)	排行
2025 年	2336.0	3	922.0	4	1592.8	3
2024 年	2611.0	3	1143.2	4	1800.4	3
2023 年	3070.3	4	1294.6	5	2179.2	4
2022 年	3013	4	1390.4	4	2112	5
2021 年	3158	8	1825.1	10	2174	8
2020 年	2850.3	9	1500	15	1819.1	12
2019 年	2430.0	10	1324.1	16	1675.5	11
2018 年	2106.0	9	1205.9	14	1811.2	8

资料来源: 克而瑞、业绩 ppt, 国盛证券研究所。注: 克而瑞数据与公司年报披露数据或存在细微差距, 以年报数据为准。

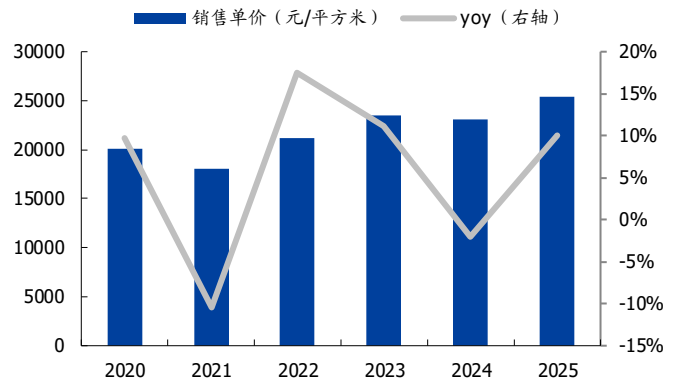
根据公司规划，2026 年其计划可售货值约为 4500 亿元，全年销售规模目标较 2025 年保持持平。展望后续，行业有望延续风险出清、逐步企稳的趋势，预期终局渐近。而公司凭借高信用背景和“核心城市、核心地段、改善型产品”三大优势，有望优先受益于需求侧改善。预期公司签约额的行业头部地位将稳固，开发销售型业务将持续为公司贡献稳健的营业收入与现金流。截至 2025 年末，公司锁定已签未结算开发物业营业额 1645.8 亿元，预计 1234.8 亿元将于 2026 年结算，为后续业绩稳健兑现提供保障。

图表2: 销售金额及同比增速



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表3: 销售单价及同比增速



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

土地投资聚焦一二线，保持一定强度

2025 年，公司以现金流安全为第一原则，围绕“战略城市+价值洼地”组合布局，以总地价 916.6 亿元（权益地价 673.7 亿元）成功获取 33 宗优质土地；新增土储面积 339 万平方米（权益面积 256 万平方米），投资金额增幅显著缘于获取的核心城市核心地块提升。当期投资强度回升 9.5pct 达 39.3%；且一、二线城市投资占比 99%、可售公建货值占比仅 2%。公司投资强度保持行业前三，在北京、上海等五大核心城市投资占比近 8 成，以有效投资做实增量，为公司业绩的持续增长进一步夯实基础。

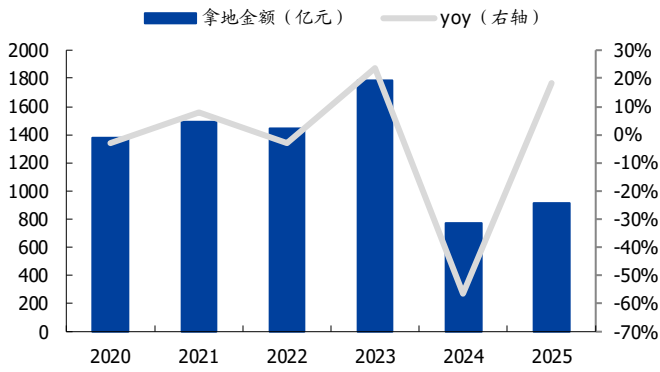
我们认为，行业竞争格局改善逻辑依旧适用，当前新房市场仅部分结构性的城市，结构性的区位，结构性的新产品具备向上弹性，而仅有活下来且具备资金优势的头部房企能通过逆周期拿地换仓进一步优化底层资产、边际向上，进而有望在政策导向中被重新定价。换言之拿地的房企总归能靠自身动力（通过拿地逐渐顺通造血正循环）对冲行业下行；不拿地则只能被动承受市场压力。

图表4: 公司2025年以来拿地明细

拿地月份	项目名称	所在城市	所在地区	城市能级	总楼面面积	华润方需支付价款	权益比例	总价	拿地楼面单价
					平方米	百万元		百万元	元/平方米
25M1	海淀区朱房村西住宅项目	北京	北京	1	102,562	4,576	50%	9,152	89,234
25M1	余杭区云城板块望云北住宅项目	杭州	浙江	2	58,486	1,526	100%	1,526	26,101
25M1	成华区万年场50亩住宅项目	成都	四川	2	82,701	1,687	100%	1,687	20,400
25M1	高新区凌水商住项目	大连	辽宁	2	151,979	1,462	100%	1,462	9,617
					21,313	101	100%	101	4,757
25M2	成华区崔家店72亩商住项目	成都	四川	2	96,494	1,708	100%	1,708	17,700
25M2	浦东新区杨思路南住宅项目	上海	上海	1	68,145	2,494	49%	5,090	74,691
25M2	滨海湾新区交椅湾住宅项目	东莞	广东	3	86,805	738	60%	1,230	14,812
25M2	上城区天台山路东住宅项目	杭州	浙江	2	51,649	2,618	100%	2,618	50,688
25M2	顺义区温榆河住宅项目	北京	北京	1	172,078	6,024	100%	6,024	35,007
25M2	鄞州区湖下路南住宅项目	宁波	浙江	2	45,789	1,168	100%	1,168	25,514
25M2	浐灞国际港灞河西路住宅项目	西安	陕西	2	98,835	1,177	100%	1,177	11,911
25M5	海淀区功德寺东住宅项目	北京	北京	1	89,173	4,149	65%	6,383	71,581
25M5	建邺区河西中绿博园南住宅项目	南京	江苏	2	71,116	1,570	49%	3,204	45,054
25M5	两江新区照母山板块住宅项目	重庆	重庆	2	16,200	219	100%	219	13,519
25M6	大兴区大兴产业园项目	北京	北京	1	89,781	387	100%	387	4,310
25M6	浐灞国际港林荫路住宅项目	西安	陕西	2	76,440	546	100%	546	7,143
25M6	经开区和雅路西住宅项目	合肥	安徽	2	33,235	345	100%	345	10,381
25M6	经开区和雅路东住宅项目	合肥	安徽	2	69,100	706	100%	706	10,217
25M7	元朗区龙田四号住宅项目	中国香港	中国香港	1	25,970	154	38%	405	15,605
25M7	鱼峰区文昌路住宅项目	柳州	广西	3	22,053	25	51%	49	2,223
25M7	西湖区莲池路商住项目	杭州	浙江	2	224,031	1,369	51%	2,684	11,982
25M8	耀华路及徐庙里商住项目	上海	上海	1	330,572	22,023	90%	24,470	74,023
25M8	宝安区南街坊商住项目	深圳	广东	1	145,000	3,888	45%	8,640	59,586
25M8	黄埔区新溪住宅项目一期地块	广州	广东	1	41,538	85	51%	167	4,012
25M9	武昌区横玉桥商住项目	武汉	湖北	2	46,300	300	51%	588	12,705
25M9	成都市成华区成华理工住宅项目	成都	四川	2	140,789	664	33%	2,012	14,292
25M10	松山湖高新区康庄路住宅项目	东莞	广东	3	88,401	1,910	100%	1,910	21,606
25M11	江岸区解放大道二期住宅项目	武汉	湖北	2	74,100	498	51%	976	13,178
25M11	晋江市梅岭中商住项目	泉州	福建	3	342,361	765	51%	1,500	4,381
25M12	东湖高新区荷叶山住宅项目	武汉	湖北	2	124,300	895	100%	895	7,200
25M12	历下区泺邑路西住宅项目	济南	山东	2	54,583	1,108	100%	1,108	20,299
25M12	罗湖区湖贝商住项目A9地块	深圳	广东	1	114,061	183	60%	305	2,674
25M12	高新区凌水03住宅项目	大连	辽宁	2	135,906	1,217	100%	1,217	8,955

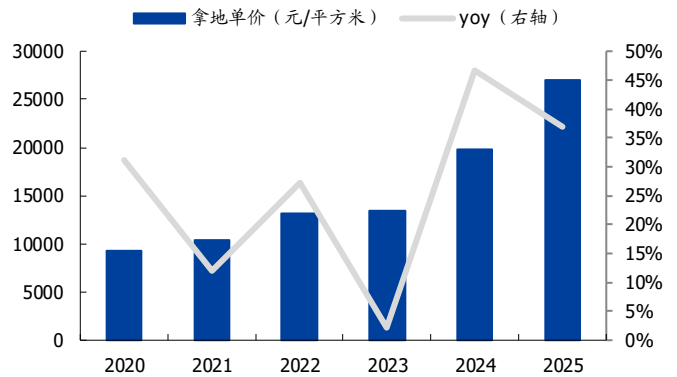
资料来源: 公司拿地通函、大连楼市儿, 国盛证券研究所。注: 拿地总价、拿地楼面单价为根据拿地通函的推算值, 仅供参考; 或因小数点与报告文字存在差异。大连地块拆分参考大连楼市儿咨询信息。

图表5: 拿地金额及增速



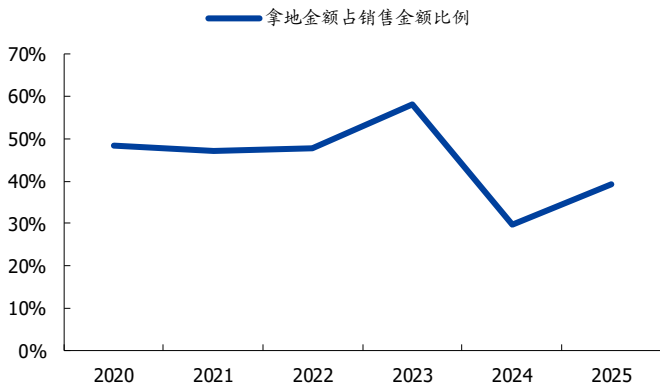
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表6: 拿地单价及增速



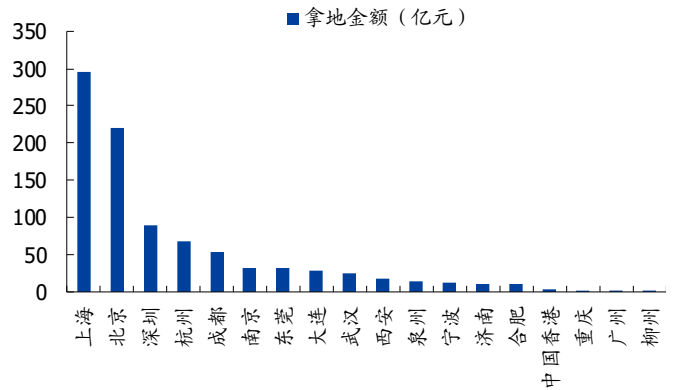
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表7: 土地投资强度



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

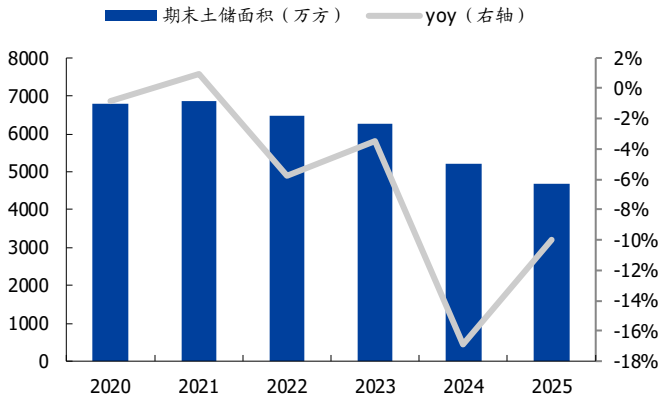
图表8: 土地投资结构 (拿地金额排行)



资料来源: 拿地通函, 国盛证券研究所

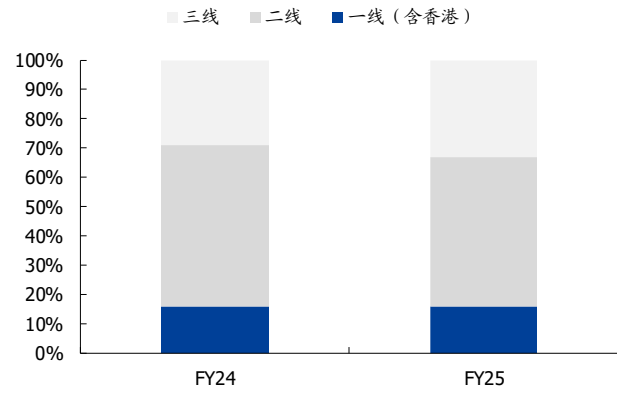
截至 2025 年末, 公司总土地储备面积为 4673 万平方米。具体来看: ①投资物业土地储备面积为 737 万平方米, 权益面积 525 万平方米。其中, 商业土地储备面积为 481 万平方米, 占投资物业土储的 65.3%, 包括 30 座处于在建及规划阶段的购物中心, 主要布局于北京、上海、深圳、广州、杭州、南京等核心城市。②开发物业土地储备面积为 3936 万平方米, 权益面积 2733 万平方米。从区域分布来看, 深圳、华南、中西部、华东、北方及中国香港大区的总建筑面积占比分别为 18%、14%、30.7%、15.7%、21%及 0.6%; 其中约 67%位于一、二线城市, 持续体现出公司深耕高能级城市的战略导向。

图表9: 土地储备及增速



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表10: 开发销售型业务土储分线城市占比



资料来源: 拿地通函, 国盛证券研究所

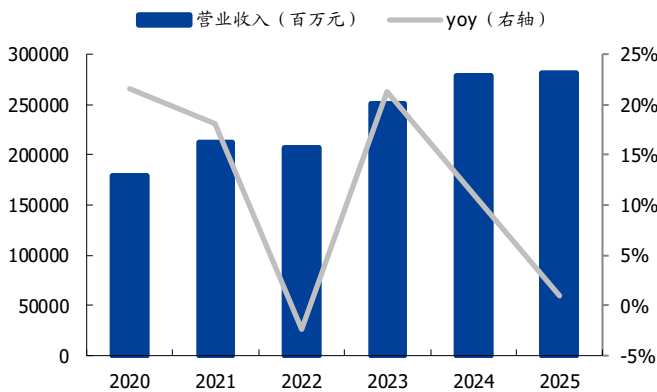
坚守财务纪律，发展韧性强劲

营收微增，结转毛利率下滑

2025年，公司营业额同比增长0.9%至2814亿元，近五年CAGR达7.3%。其中，物业开发营业额约2382亿元，yoy+0.4%；经常性业务营业额突破至433亿元，yoy+3.7%，对整体营收的贡献占比提升至15.4%，收租及收费型业务收入维持超两倍覆盖股息及利息，现金流安全垫持续增厚。经常性业务细分来看，2025年经营性不动产业务（第二增长曲线）/轻资产管理业务（第三增长曲线）分别实现营业收入254亿元/178亿元，分别yoy+9.2%/-3.6%。

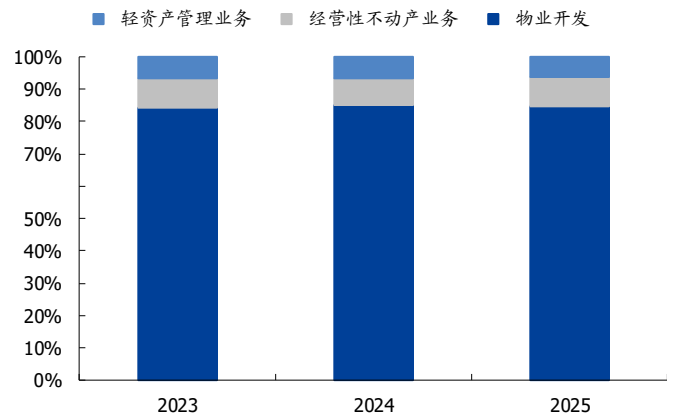
毛利率方面，2025年公司综合毛利率为21.2%，同比下降0.4pct。其中，公司一线及二线城市收入占比88%，拉动结算均价上升10.5%至24599元/平米，同时受行业整体环境影响结算单方成本上升12.3%至20716元/平米影响，致当期开发销售型业务结算毛利率同比下滑1.3pct至15.5%，但盈利水平依旧维持行业第一梯队。此外，公司经营性不动产收租型业务毛利率为71.8%，同比提升1.8pct；华润万象生活运营管理效率提升带动毛利率同比提升2.5pct至35.5%。考虑到当下房企高度聚焦核心城市核心地段拿地，竞争加剧或一定程度挤压开发业务毛利率，叠加当前地产基本面尚未企稳、部分核心城市新房房价需靠产品力突围，预期公司当前毛利率仍处于企稳阶段，但随着二、三增长曲线的跃升，有望加速公司利润率筑底回升。

图表11: 营业收入及同比增速



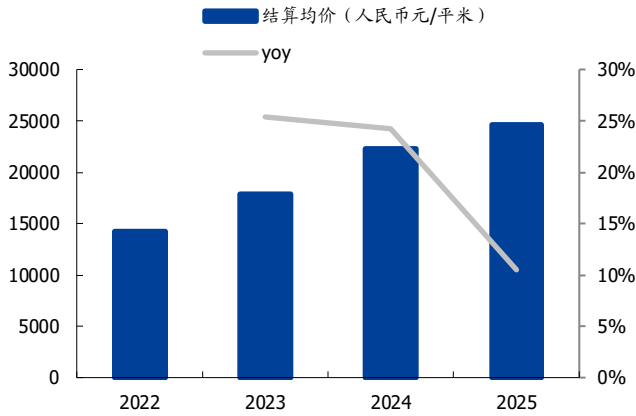
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表12: 营业收入构成



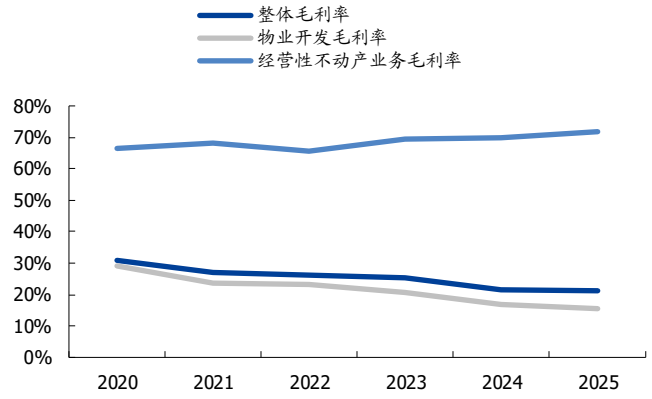
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表13: 结算均价



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表14: 盈利能力



资料来源: 业绩 ppt, 公司公告, 国盛证券研究所

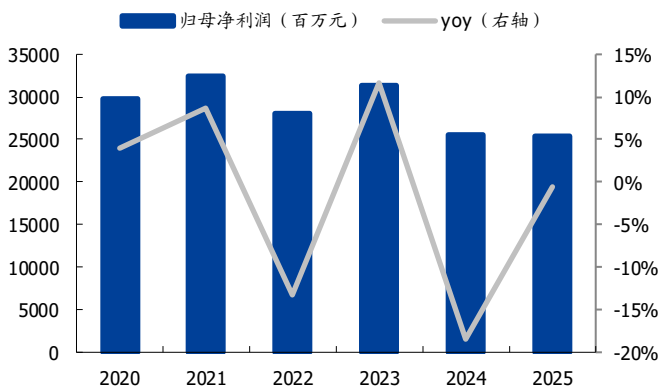
收租及收费型业务利润贡献超百亿元

2025年,公司分别实现归母净利润及核心净利润254亿元和225亿元,分别yoy-0.6%和yoy-1.1%。其中经常性业务(收租及收费型业务)快速发展,其对核心净利润贡献占比已同比提升11.2pct至51.8%(达116亿元)。相较于传统住开开发商,公司已基本完成向开发、运营、服务相关赛道驱动的战略跃迁,在多元业务上的领先优势降低了行业下行对业绩波动的影响,为公司盈利可持续性提供有力支撑。对应2025年公司股东应占净利润率和核心净利润率9.0%、8.0%。公司营收微增但核心净利润同比下滑,主要因①毛利率下滑,②公允价值变动收益由24年的76亿元收窄至58.9亿元。

注重股东回报,分红政策稳健

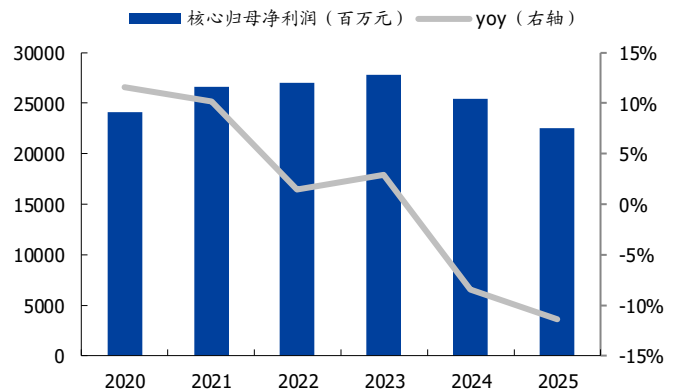
2025年,公司基本EPS为3.56元,每股核心EPS为3.15元;公司近年来持续稳定回馈股东,当期维持基于核心净利润37%的派息率,全年每股股息合计人民币1.166元,股息率达4.70%(基于2025年末收盘价)。公司过去5年累计派息560亿港元,分红金额保持行业第一,积极回馈股东。

图表15: 归母净利润及同比增速



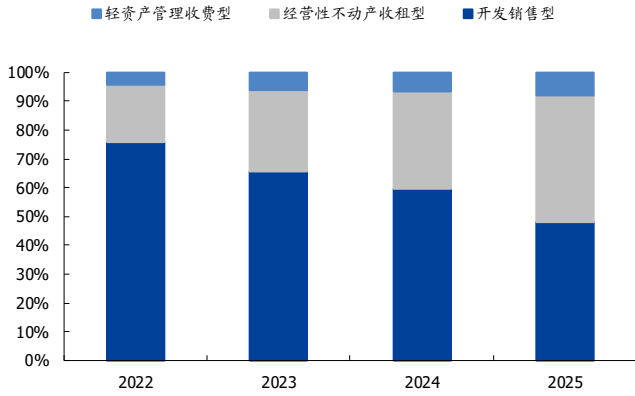
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表16: 核心净利润及同比增速



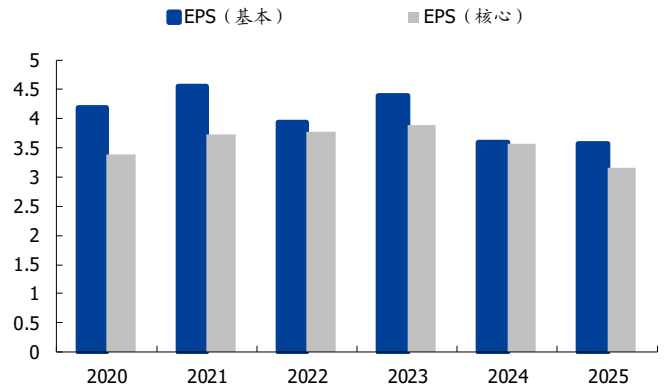
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表17: 核心净利润构成



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表18: 每股盈利



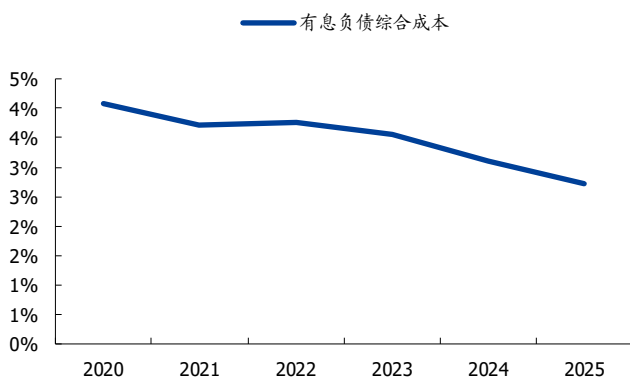
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

融资优势行业领先, 杠杆水平突破新低

截至 2025 年末, 公司综合借贷总额为 2814.7 亿元, 现金及银行结存达 1169.9 亿元, 财务结构保持稳健。当期资产负债率 61.1%、剔除预后的资产负债率 55.2%、净有息负债率为 39.2%、现金短债比近 2.3x, 三道红线指标维持绿档。

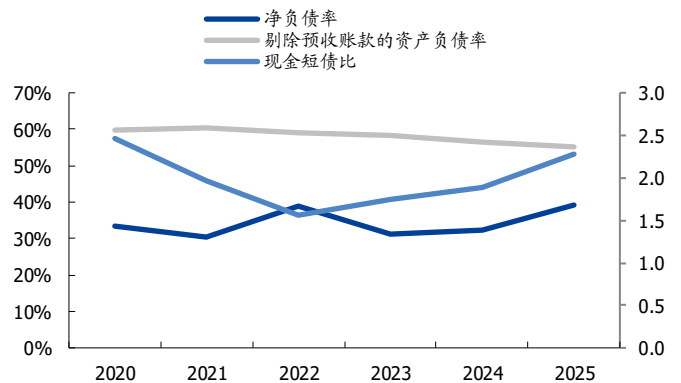
受益于央企背景加上自身财务状况稳健, 在融资环境收缩的背景下, 公司流动性充足且财务结构持续优化。公司于 2025 年在境内公开市场获取人民币融资 289 亿元, 票面利率介乎 1.74%至 2.20%区间; 在境外公开市场获取人民币融资 43 亿元, 票面利率 2.40%, 获取美元融资 3 亿元, 票面利率 4.125%。截至 2025 年末, 公司加权平均融资成本较 2024 年末下降 39BPs 至 2.72%, 维持行业最低水平。

图表19: 平均融资成本



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表20: 三道红线指标



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

商业引领，进而有为

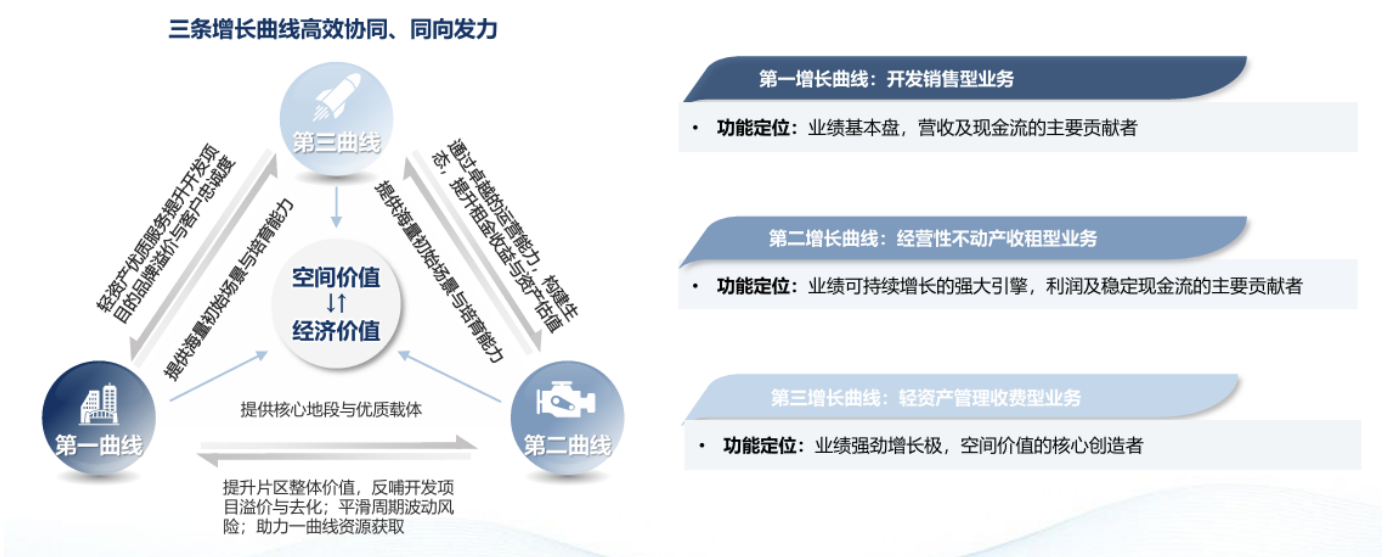
“十五五”战略定位升级，三大曲线助力周期穿越

公司近年来持续以“城市投资开发运营商”战略定位为指引，随着“十五五”规划的开局，公司将战略定位升级为“创建世界一流的城市投资开发运营商”，在坚守开发销售型业务基本盘的同时，巩固第二、三增长曲线——经营性不动产业务、轻资产管理业务的协同驱动。公司制定明确“十五五”业绩指引：预期开发销售业务营收维持 2000 亿-2500 亿元规模，占比 70%-75%，利润占比近 40%；经营性不动产收租业务营收 300 亿元以上，占比近 15%，利润占比近五成；轻资产管理收费业务营收 200 亿元以上，利润占比 10%-15%。三条曲线将协同发力，形成“开发稳基本盘、运营提利润、服务拓空间”的良性生态。

其中，公司以前瞻性布局的商业资产已构建穿越周期的护城河，稳定的租金收入为公司利润及稳定现金流提供核心贡献。另一方面，在行业融资趋紧的市场环境中，持有型资产自身的融资能力（经营性物业贷、CMBS、REITs 等）为企业在下行周期中增加了重要的对抗风险能力，亦为在核心城市获取土地资源增添助力。此外，在第二增长曲线经营现金流稳健成长的驱动模式下，此类企业在行业调整中保持了经营稳定，因此也更受金融机构青睐，凭借相对雄厚的资产抵押物获得融资额度（截至 2025 年末，公司通过资产抵押共获 1389.3 亿元的融资额度，该额度下贷款余额为 988.6 亿元，资产抵押期限从 3 年到 23 年不等）及内保外贷等债权工具支持，实现流动性补充；而其优质商业资产质量也带来后续通过 C-REITs 渠道退出的可能性。

纵观各国行业发展脉络，度过调整期后，多元化企业往往更易崭露头角穿越周期。中国的多元化房企在 2018-2019 年已开始显现优势，如今多元化房企又经历了一轮洗牌。而在存量竞争愈发激烈的环境下，头部商业不动产运营管理商对商业资产的定义亦完成从“配角化”辅助到重视专业化精细化经营管理，其资产价值或将被赋予更高意义。公司兼具优异开发业务且商业运营占比高，同时商业资产化下具备扩张能力，预计将展现出更强的抗周期能力与发展韧性。

图表21: 华润置地业务模式升级



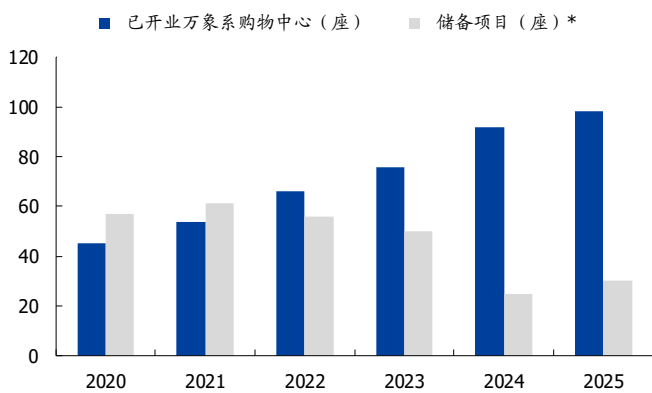
资料来源：业绩 ppt，国盛证券研究所

购物中心零售额出租率双增，以精细化运营赋能资产增值

截至 2025 年末，公司已开业购物中心达 98 座（年内新开业购物中心 7 座），其中 82 个项目零售额位列当地市场前三。根据业绩 ppt 披露，公司已有 27 个城市实现 2 个及以上购物中心布局，未来将持续聚焦一二线及省会等核心城市，预计 2030 年末在营购物中心将增至 127 个。

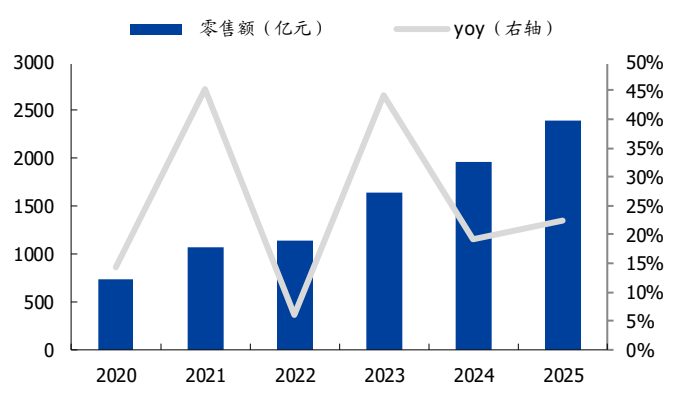
2025 年，公司旗下自持购物中心实现零售额 2392 亿元，yoy+22.4%，增速显著跑赢全国社零大盘；整体出租率较 2024 年末提升 0.3pct 至 97.4%；全年公司购物中心实现营业额 219.2 亿元，yoy+13.3%，租售比仍维持 11.5% 合理水平；毛利率及经营利润率分别升至 77% 及 63.1%；EBITDA 成本回报率达 9.8%。在部分经营表现向好的头部购物中心带动下，公司购物中心资产组合整体评估增值 94.5 亿元，评估后资产账面总值为 2403.5 亿元，占本集团资产总值 22.3%。

图表22: 购物中心数量



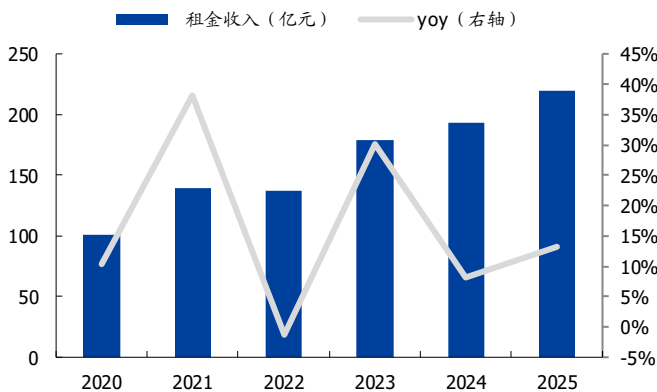
资料来源: 业绩 ppt、公司公告, 国盛证券研究所。

图表23: 购物中心零售额



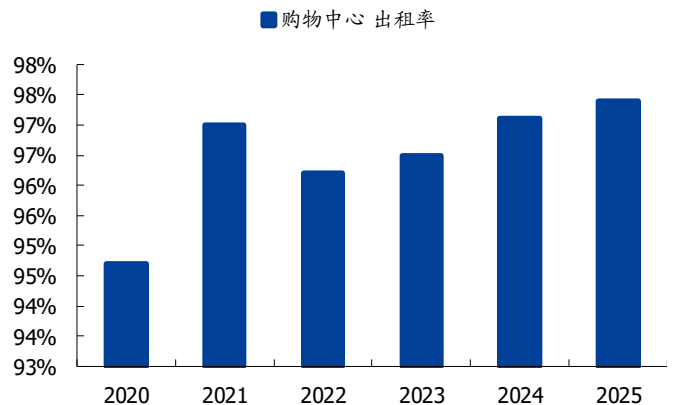
资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表24: 购物中心租金收入



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

图表25: 购物中心出租率



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

通过聚焦购物中心、写字楼、租赁住房等打造多元资产组合，截至 2025 年末公司资管规模突破至 5022 亿元，较 2024 年末增长 401 亿元；公司目标在“十五五”期末达到 8000 亿元以上的管理规模。此外，公司购物中心、写字楼、酒店资产组合评估后账面总值（含土地使用权）为人民币 2887 亿元，后续通过 REITs 平台实现价值持续释放可期。当下公司已成功搭建包括华润万象生活、华夏华润商业 REIT（市值突破百亿元，位居 C-REITs

首位)和有巢公募REIT(于2026年1月成功扩募上市,市值排名跃升至行业第三)在内的一个轻资产管理平台及两个公募REITs平台;同时2025年内公司成功设立首支Pre-REITs策略商业地产私募基金。

根据发展目标,公司正在积极推进旗下公募REITs常态化扩募,2026年REITs扩募资产储备5-6个,规模100-150亿元左右,目标在“十五五”期末公募REITs达到600亿以上的规模,市值保持行业第一。逐步完善的投融资管退“资本闭环”为公司多元扩展提供独立的集资平台,亦在行业向新发展模式转型进程中构建了先发优势。

图表26: 公司投融资管退平台畅通



资料来源: 业绩 ppt, 国盛证券研究所

投资建议

公司“十五五”战略升级、目标清晰,基本盘排名稳固,收租型业务进而有为,融资成本维持优势。基于目前行业下行周期未完全筑底,我们调整盈利预测,预计公司2026/2027/2028年营收为2588/2483/2434亿元;归母净利润为239/245/257亿元;对应EPS为3.35/3.44/3.61元/股;对应PE为7.5/7.3/7.0倍,维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 房地产政策放松力度不及预期。**若未来房地产政策放松力度不及预期,将进一步影响市场情绪,对公司整体销售带来不利影响。
- 2) 拿地规模及毛利率不及预期。**若未来公司市场开拓情况不佳、市场竞争加剧或市场基本面继续下行,导致公司拿地规模及毛利率不及预期,将对公司整体利润产生压制。
- 3) 行业基本面下行风险。**若房地产市场基本面持续下行,将对公司销售及整体利润产生不利影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com