

买入

2026年5月5日

高能级土储强化安全边际，销售修复与低成本融资支撑长期优势

➤ **销售额领先行业，重点城市表现强劲：**2025 年公司合同销售额约 2512.3 亿元，同比下降 19.0%，权益销售额为行业第一。合同销售面积约 1056 万方，同比下降 12%，销售均价下降 12% 至 23800 元/平方米。公司精准投资，聚焦高能级城市，香港和北上广深 5 个一线城市合约销售额为 1254.4 亿元，五城销售额均超百亿，一线城市销售额占比 57.3%。北京销售额超 500 亿元，香港销售额首次突破 200 亿元，保持市场领先地位。行业仍处于下行周期，根据公司已披露 2026 年 1-3 月累计合约销售额 515.20 亿元，同比增加 11.0%；累计销售面积 181.71 万平方米，同比减少 17.1%，2026 年开局销售金额已有修复。

➤ **财务状况稳健，营收及利润承压：**公司 2025 年收入利润承压，实现营收 1680.9 亿元，同比下降 9%；归属股东核心净利润同比下降 18.8% 至 130.1 亿元，核心净利润率下降 0.8 pct 至 7.7%。但财务安全度为行业天花板，三道红线全部绿档。资产负债率为 54.1%，处于行业最低区间。净借贷比率仅 34.2%，平均融资成本下降至 2.8%，分销及行政费为 4%，均为行业低位。股东回报稳健，全年派息 50 港仙，折算人民币后核心净利润口径派息率 42.3%。年末在手现金 1036.3 亿元，占总资产 11.3%；有息负债 2473.8 亿元。1 年期以内借贷占比仅 17.1%，人民币有息负债占比 87.7%，债务结构优质。

➤ **精准拿地，优质土储结构：**2025 年公司新增总购地金额 1186.9 亿元，新增土地建面为 499 万方，拿地规模行业领先。年内新增 35 宗地块，其中 18 宗地块是低溢价获取，占比 51%，投资精准度行业领先。一线城市权益购地占比 73.9%，一线和强二线城市占比 89.8%。公司土储（不含中海宏洋）总建面积为 2527.8 万方，权益面积 2285.6 万方；土储货值中一线和强二线占比为 86.5%。公司全年销售回款 1704.9 亿元，经营现金流净流入 167.3 亿元，连续三年超百亿。

➤ **经营能力引领行业，资管能力持续提升：**公司购物中心和写字楼收入贡献占比达 81%；一线及新一线城市收入占比 78%，同比增加 6pct。商业运营收入 72 亿元，租金收入首次全面覆盖费用化利息支出。华夏中海商业 REIT 在深交所成功上市，实现了“收购—改造提升—退出”的资产全周期闭环。

➤ **目标价 16.8 港元，买入评级：**公司致力于成为中国房地产行业领导者，实现品质、效益、新模式“三个领军”。同时，公司融资能力和成本费用管控能力行业领先，稳健的财务状况也为公司的长远发展打下了坚实的基础。我们预计公司 2026 年至 2028 年的归母核心净利润分别 133 亿元、134 亿元及 140 亿元，给予 2026 年 12 倍市盈率，目标价 16.8 港元，买入评级。

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

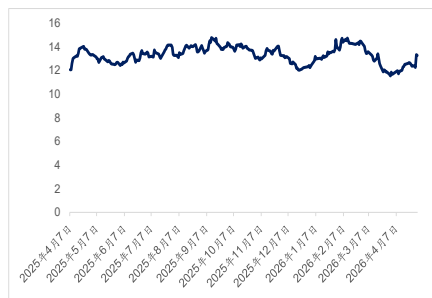
行业	房地产
股价	13.8 港元
目标价	16.8 港元 (+21.6%)
股票代码	688
已发行股本	109.45 亿股
市值	1525 亿港元
52 周高/低	15.0/11.4 港元
净资产	39.24 元/每股
主要股东	中国建筑 (56.10%)

盈利摘要

年结日: 31/12	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入(百万元)	185,154	168,089	178,377	167,402	173,261
变动(%)	-8.6%	-9.2%	6.1%	-6.2%	3.5%
归母核心利润(百万元)	15,720	13,010	13,319	13,496	14,036
变动(%)	-33.5%	-17.2%	2.4%	1.3%	4.0%
每股盈利(元)	1.43	1.16	1.24	1.25	1.30
市盈率@13.8港元	9.7	11.9	11.2	11.0	10.6
DPS(港元)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
息率(%)	4.3%	3.6%	2.6%	2.7%	2.8%

来源: 公司资料, 第一上海

股价表现



来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万人民币,每股除外>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	185,154	168,089	178,377	167,402	173,261	增长率 (%)					
-物业销售	174,716	156,774	166,394	154,565	160,142	收入	-8.6%	-9.2%	6.1%	-6.2%	3.5%
-物业租赁	7,129	7,200	7,848	8,351	8,251	开发业务收入	-9.4%	-10.3%	6.1%	-7.1%	3.6%
-其他	3,308	4,115	4,135	4,487	4,868	毛利	-20.4%	-20.4%	2.7%	0.1%	-1.0%
毛利	32,765	26,064	26,757	26,784	26,509	经营利润	-34.1%	-22.0%	-1.0%	1.0%	4.8%
投资物业估值收益	417	272	285	300	315	净利润	-34.2%	-24.5%	10.2%	1.2%	4.3%
其他收入与损益	326	1,286	1,286	1,286	1,286	归属核心利润	-33.5%	-17.2%	2.4%	1.3%	4.0%
销售与管理费用	6,813	6,807	7,725	7,555	6,305	每股盈利	-38.9%	-18.8%	6.6%	1.4%	4.0%
经营利润	26,694	20,815	20,603	20,815	21,804	盈利分析 (%)					
应占联营合营收益	649	522	2,206	2,215	2,206	毛利率	17.7%	15.5%	15.0%	16.0%	15.3%
净财务成本	935	728	787	821	856	地产业务净利润率	7.3%	5.9%	4.7%	5.0%	5.1%
税前利润	26,408	20,609	22,021	22,209	23,154	回报率 (%)					
税项	8,621	7,178	7,223	7,240	7,548	ROE	4.1%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%
少数股东权益	2,152	740	1,265	1,248	1,334	ROA	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
归属利润	15,636	12,691	13,533	13,720	14,272	股息率	38.3%	42.3%	30.0%	30.0%	30.0%
核心利润	15,720	13,010	13,319	13,496	14,036	偿还能力 (%)					
派息	6,016	5,505	3,996	4,049	4,211	流动比率(倍)	2.41	2.46	2.35	2.25	2.15
未分配利润	11,772	7,926	10,802	10,920	11,395	净负债比率	30.8%	37.1%	36.1%	37.8%	39.6%
每股盈利 (港元)	1.43	1.16	1.24	1.25	1.30	资产负债率	55.8%	54.1%	54.9%	55.6%	56.4%
每股派息 (港元)	0.60	0.50	0.37	0.37	0.38						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	124,168	103,628	114,495	114,974	114,944	税前利润	26,408	20,609	22,021	22,209	23,154
库存物业	454,274	491,000	491,000	500,820	510,836	折旧摊销	460	483	507	532	559
其他	60,741	50,997	55,739	60,947	66,670	营运资本变动	37,742	-43,716	12,050	3,228	4,119
流动资产	639,184	645,624	661,234	676,741	692,450	税项	-17,883	-7,178	-7,223	-7,240	-7,548
固定资产	7,301	7,138	7,852	8,637	9,501	经营现金流	46,454	16,730	24,627	16,216	17,963
投资物业	208,399	205,836	226,420	249,062	273,968	资本开支	-198	-320	-1,220	-1,317	-1,422
联合合营企业投资	45,897	49,389	51,021	52,717	54,481	合营联营公司投资	-45	-3,492	-1,631	-1,696	-1,764
其他	7,854	7,710	8,088	8,486	8,904	其他	2,085	5,154	-16,815	-19,036	-21,437
总资产	908,634	915,697	954,614	995,643	1,039,304	投资现金流	1,842	1,342	-19,667	-22,049	-24,623
合同负债	132,543	125,033	137,537	151,290	166,419	借贷变化	195	6,179	9,903	10,361	10,840
应付账款	55,601	52,191	54,801	57,541	60,418	已付股息	-8,207	-5,505	-3,996	-4,049	-4,211
短期借贷	16,634	30,727	32,263	33,876	35,570	其他	-21,785	-18,730	0	0	0
流动负债	265,232	262,589	280,917	300,787	322,339	融资现金流	-29,797	-18,057	5,908	6,312	6,630
长期借贷	149,523	142,194	149,303	156,769	164,607	现金变动	18,498	-20,541	10,868	479	-30
递延税务	27,733	27,912	29,307	30,773	32,311	期初现金及等价物	105,344	123,892	103,628	114,495	114,974
总负债	506,804	495,798	523,912	554,021	586,287	期末现金及等价物	123,892	103,628	114,495	114,974	114,944
股东权益	380,611	387,948	397,485	407,157	417,218	受限制现金	276	0	0	0	0
少数股东权益	21,219	31,951	33,217	34,465	35,799						
负债与权益合计	908,634	915,697	954,614	995,643	1,039,304						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。