

华发股份（600325.SH）

2024 业绩下滑，销售领先行业，待结转资源托底未来业绩

公司 2024 年全年营收同比-16.8%，归母净利润同比-48.2%。公司 2024 年全年实现营业收入 599.9 亿元（同比-16.8%，下同）；实现归母净利润 9.5 亿元（-48.2%）；实现扣非归母净利润 6.6 亿元（-24.5%）。业绩下滑主要因：（1）受房地产市场下行以及公司结转结构影响，当期营收规模下滑；（2）毛利率继续下滑 3.8pct 至 14.3%，影响利润规模；（3）计提资产减值损失 18.4 亿元、计提信用减值损失 1.26 亿元，合计减值损失 19.67 亿元，对期内归母净利润影响 12.44 亿元。考虑到从 2025 年开始，结转结构中核心城市较高利润率 and IRR 的项目占比将开始提升，对整体利润表现有托底作用；但基于行业尚未完全企稳，我们预计 2025 年或仍有一定减值压力。

销售持续跑赢行业，2024 拿地收缩，在手资源仍充足。公司 2024 年全年实现合约销售金额为 1054.4 亿元（-16.3%），排名克而瑞百强房企第 10 位；对比行业看，公司销售跌幅明显小于百强房企 30.3% 的跌幅，也小于 TOP10 房企 24.4% 的跌幅。据克而瑞，2025 年 1-2 月公司实现全口径销售金额 172 亿元（+58.6%），排名进一步提升至第 7 位，同比表现显著跑赢行业。公司 2024 年拿地规模和力度下滑，于上海、广州、成都、西安获取 6 幅土地，拿地总价 94 亿元，权益地价 32 亿元。我们认为，公司拿地偏谨慎主要是考虑到市场依然低迷、且公司在手资源尚充足。截至 2024 年底，公司总土地储备（待开发+在建）面积为 1212 万方。考虑到政策端持续发力，我们认为在未来核心城市可能率先企稳筑底的背景下，公司将适时加力拿地。

保持财务稳健、流动性充裕，拟发行定向可转债。2024 年公司融资成本继续下降，期末加权平均融资成本为 5.22%，有望进一步压降。公司期末有息负债规模为 1416 亿元（-1.7%），其中短期有息负债占比 16.0%（-0.76pct），债务结构进一步优化。截至期末，公司剔除预资产负债率 63.1%，净负债率 86.7%，现金短债比 1.47 倍。公司拟发行定向可转债，总额不超过 55 亿元；1 月 21 日，申请获上交所受理，尚需上交所审核通过并经中国证监会同意注册后方可实施。我们认为，如最终发行成功，一方面将增强公司流动性，为后续项目开发提供资金支持；另一方面，公司资产总额、负债总额将同时增加，随着可转债逐渐转换为公司股份，公司长期权益资本将得到有效补充，改善财务结构、降低资产负债率，减少偿债风险，同时也为后续债务融资提供空间。公司此前于 2024 年 10 月发布以集中竞价方式回购股份的预案，不低于人民币 3 亿元且不超过人民币 6 亿元，至 2025 年 2 月末公司累计回购金额 1993 万元。

投资建议：维持“买入”评级。1、公司具有国资背景，大股东支持力度高，流动性无忧，能把握市场潜在复苏环境加力拿地；2、近年利润率较高的地块将进入结转周期，对业绩有托底作用；3、考虑到目前行业下行环境，公司可能仍有一定减值压力。我们调整盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 613.3/631.7/650.2 亿元；归母净利润为 9.8/11.8/12.5 亿元；对应的 EPS 为 0.36/0.43/0.46 元/股；对应 PE 为 16.1/13.4/12.5 倍。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	72,145	59,992	61,334	63,165	65,016
增长率 yoy（%）	19.4	-16.8	2.2	3.0	2.9
归母净利润（百万元）	1,838	951	978	1,177	1,253
增长率 yoy（%）	-29.6	-48.2	2.8	20.4	6.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.67	0.35	0.36	0.43	0.46
净资产收益率（%）	2.6	1.1	1.3	1.8	1.9
P/E（倍）	8.6	16.5	16.1	13.4	12.5
P/B（倍）	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7

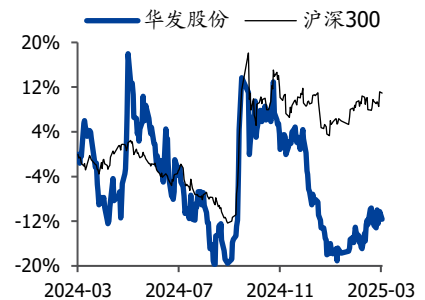
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
03 月 17 日收盘价（元）	5.71
总市值（百万元）	15,714.79
总股本（百万股）	2,752.15
其中自由流通股（%）	93.43
30 日日均成交量（百万股）	43.73

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 夏陶

执业证书编号：S0680524070006

邮箱：xiatao@gszq.com

相关研究

- 1、《华发股份（600325.SH）：前三季度业绩承压，公司计划回购股份，展现管理层信心》 2024-10-30
- 2、《华发股份（600325.SH）：1H24 业绩承压，大股东计划 120 亿元收购公司存量项目》 2024-09-02
- 3、《华发股份（600325.SH）：计提减值出清包袱，投拓聚焦销售稳健》 2024-04-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	387106	349034	329910	326944	320298
现金	46320	33206	42912	46650	47246
应收票据及应收账款	1248	1546	1307	1220	1144
其他应收款	1767	1675	1844	1780	1950
预付账款	1628	1860	2521	2158	2486
存货	275032	247950	217276	209801	200825
其他流动资产	61112	62798	64051	65336	66647
非流动资产	64593	71261	78002	85284	93182
长期投资	25246	28025	28369	28737	28838
固定资产	5063	5234	6240	7416	9750
无形资产	496	483	509	543	535
其他非流动资产	33789	37519	42885	48588	54058
资产总计	451699	420295	407913	412228	413480
流动负债	198764	175002	153643	149500	144050
短期借款	463	3480	3515	3550	3585
应付票据及应付账款	41250	29078	39776	26421	46123
其他流动负债	157051	142445	110353	119529	94342
非流动负债	121236	120305	126912	133074	137903
长期借款	103478	101868	108285	112617	115432
其他非流动负债	17758	18437	18627	20458	22470
负债合计	320000	295307	280555	282574	281953
少数股东权益	109523	105244	105896	107004	108208
股本	2752	2752	2752	2752	2752
资本公积	3719	1401	1401	1401	1401
留存收益	15655	15588	16623	18040	19514
归属母公司股东权益	22177	19744	21462	22650	23320
负债和股东权益	451699	420295	407913	412228	413480

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50544	15900	7557	8617	9033
净利润	3465	1405	1629	2286	2457
折旧摊销	285	311	304	360	442
财务费用	274	512	547	586	627
投资收益	281	968	513	454	111
营运资金变动	-18010	2943	5043	5501	5768
其他经营现金流	64249	9762	-479	-569	-372
投资活动现金流	-69492	-23382	-6070	-6610	-7849
资本支出	52385	10306	5972	5855	6707
长期投资	-15465	-12777	-344	-368	-101
其他投资现金流	-32572	-25852	-442	-1123	-1243
筹资活动现金流	11439	-5419	8220	1731	-588
短期借款	47	3017	35	35	35
长期借款	-2394	-1610	6418	4331	2815
普通股增加	635	0	0	0	0
资本公积增加	3035	-2318	0	0	0
其他筹资现金流	10117	-4508	1767	-2636	-3439
现金净增加额	-7521	-12904	9707	3738	596

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72145	59992	61334	63165	65016
营业成本	59061	51404	51640	52958	54408
营业税金及附加	2746	2241	2331	2400	2471
销售费用	2383	1813	2085	2084	2081
管理费用	1485	1358	1227	1579	1625
研发费用	89	79	90	92	89
财务费用	274	512	547	586	627
资产减值损失	-1595	-1840	-1840	-947	-390
其他收益	73	36	50	53	55
公允价值变动收益	992	354	383	474	275
投资净收益	281	968	513	454	111
资产处置收益	-4	4	0	0	0
营业利润	5807	1980	2520	3499	3767
营业外收入	115	58	80	88	85
营业外支出	49	76	93	71	72
利润总额	5873	1962	2507	3516	3780
所得税	2408	557	877	1231	1323
净利润	3465	1405	1629	2286	2457
少数股东损益	1627	453	652	1109	1204
归属母公司净利润	1838	951	978	1177	1253
EBITDA	6158	2273	2810	3876	4222
EPS (元)	0.67	0.35	0.36	0.43	0.46

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.4	-16.8	2.2	3.0	2.9
营业利润(%)	-10.6	-65.9	27.2	38.9	7.7
归属于母公司净利润(%)	-29.6	-48.2	2.8	20.4	6.5
获利能力					
毛利率(%)	18.1	14.3	15.8	16.2	16.3
净利率(%)	2.5	1.6	1.6	1.9	1.9
ROE(%)	2.6	1.1	1.3	1.8	1.9
ROIC(%)	2.1	0.9	0.9	1.3	1.4
偿债能力					
资产负债率(%)	70.8	70.3	68.8	68.5	68.2
净负债比率(%)	75.7	88.2	86.7	85.3	84.4
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	58.1	42.9	43.0	50.0	55.0
应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.35	0.36	0.43	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	18.37	5.78	2.75	3.13	3.28
每股净资产(最新摊薄)	8.06	7.17	7.43	7.53	7.69
估值比率					
P/E	8.6	16.5	16.1	13.4	12.5
P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	36.5	101.7	82.2	59.8	55.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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