

# 建发股份 (600153.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩有所回落，销售投资稳中有进

### 事件

2025 年 4 月 14 日公司发布 2024 年年报，全年实现营收 7013.0 亿元，同比-8.2%；归母净利润 29.5 亿元，同比-77.5%；扣非归母净利润 19.1 亿元，同比-20.9%。拟每 10 股派发现金红利 7 元，占归母净利润比例 70.0%。

### 点评

营收利润均下滑，各业务板块当期业绩承压：2024 公司营收下滑主要由于供应链经营货物价格下滑所致，归母净利润大幅下滑主因是 2023 年收购美凯龙 29.95% 股份，取得归母重组收益 95.22 亿元计入非经常性损益，剔除重组收益后 2024 年归母净利润同比下滑幅度收窄至 17.75%。

- **供应链板块**: 2024 年分部实现营收 5089.4 亿元，同比-14.2%，实现归母净利润 35.1 亿元，同比-11.3%。2024 年供应链业务毛利率 2.21%，同比提升 0.17pct。
- **房地产板块**: 2024 年分部实现营收 1845.8 亿元，同比+10.9%，实现归母净利润 3.4 亿元，同比增速 79.3%；其中建发房产贡献归母净利润 20.2 亿元，同比减少 0.3 亿元，联发集团贡献归母净利润-17.7 亿元，同比减亏 0.9 亿元。虽然整体市场下行，建发房产和联发集团分别计提减值 37.1 亿元和 20.9 亿元，但公司地产板块毛利率从 2023 年的 11.51% 逆势提升至 2024 年的 13.81%，体现其良好的管理经营能力。
- **家居商场运营板块**: 2024 年分部实现营收 77.76 亿元，实现归母净利润-9.0 亿元。分部贡献亏损主要由于计提资产和信用减值、下调投资性房地产公允价值等。

**房地产销售排名提升，投资专注核心城市**：2024 年公司总销售金额 1565 亿元，同比-31.8%；其中建发房产销售金额 1335 亿元，同比-29.4%，居行业第 7 (2023 年居第 8)；联发集团销售金额 262 亿元，同比-35.0%。2024 年公司拿地 26 宗，总拿地金额 635 亿元，其中一二线城市占比接近 97%。

### 投资建议

公司供应链风控能力强，地产投销积极稳健，预计未来扣非业绩持续增长。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 38.1 亿元、42.5 亿元和 46.9 亿元，同比增速分别为 29.3%、11.6% 和 10.4%，公司股票现价对应 2025-27 年 PE 估值为 7.8/7.0/6.4 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

大宗商品价格剧烈波动；房地产市场销售低迷；政策不及预期。

### 房地产组

分析师：池天惠 (执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

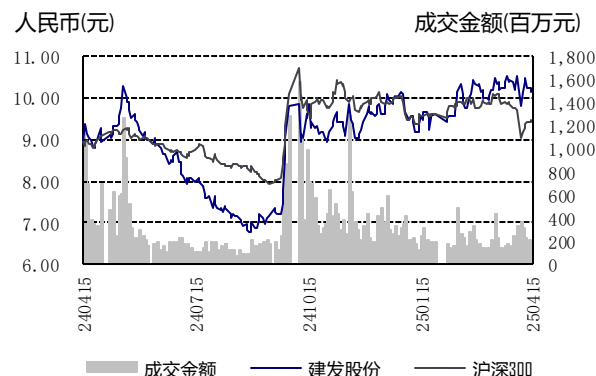
联系人：何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 10.12 元

### 相关报告:

1. 《建发股份公司点评：收购增厚利润，提升股东回报》，2024.12.19
2. 《建发股份公司点评：当期营收利润下滑，销售投资积极稳健》，2024.4.29
3. 《建发股份公司点评：重组拉动业绩增长，高分红回报股东》，2024.4.16



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)      | 763,678 | 701,296 | 721,972 | 748,181 | 797,797 |
| 营业收入增长率        | -8.30%  | -8.17%  | 2.95%   | 3.63%   | 6.63%   |
| 归母净利润(百万元)     | 13,104  | 2,946   | 3,809   | 4,250   | 4,692   |
| 归母净利润增长率       | 108.61% | -77.52% | 29.29%  | 11.60%  | 10.40%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 4.362   | 1.000   | 1.292   | 1.442   | 1.592   |
| 每股经营性现金流净额     | 9.79    | 3.80    | 15.75   | 7.82    | 8.16    |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 18.85%  | 4.09%   | 5.27%   | 5.69%   | 6.05%   |
| P/E            | 2.21    | 10.52   | 7.83    | 7.02    | 6.36    |
| P/B            | 0.42    | 0.43    | 0.41    | 0.40    | 0.38    |

来源：公司年报、国金证券研究所

# 附录：三张报表预测摘要

## 损益表 (人民币百万元)

|              | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入       | 832,812  | 763,678  | 701,296  | 721,972  | 748,181  | 797,797  |
| 增长率          | 20.3%    | -8.3%    | -8.2%    | 2.9%     | 3.6%     | 6.6%     |
| 主营业务成本       | -801,147 | -730,408 | -660,099 | -683,115 | -711,710 | -758,861 |
| %销售收入        | 96.2%    | 95.6%    | 94.1%    | 94.6%    | 95.1%    | 95.1%    |
| 毛利           | 31,665   | 33,270   | 41,197   | 38,857   | 36,472   | 38,936   |
| %销售收入        | 3.8%     | 4.4%     | 5.9%     | 5.4%     | 4.9%     | 4.9%     |
| 营业税金及附加      | -1,848   | -1,738   | -3,408   | -2,888   | -2,993   | -3,191   |
| %销售收入        | 0.2%     | 0.2%     | 0.5%     | 0.4%     | 0.4%     | 0.4%     |
| 销售费用         | -9,851   | -11,841  | -11,696  | -10,830  | -11,223  | -11,967  |
| %销售收入        | 1.2%     | 1.6%     | 1.7%     | 1.5%     | 1.5%     | 1.5%     |
| 管理费用         | -1,039   | -2,155   | -2,758   | -2,839   | -2,942   | -3,137   |
| %销售收入        | 0.1%     | 0.3%     | 0.4%     | 0.4%     | 0.4%     | 0.4%     |
| 研发费用         | -191     | -237     | -285     | -294     | -305     | -325     |
| %销售收入        | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 息税前利润 (EBIT) | 18,737   | 17,301   | 23,050   | 22,007   | 19,010   | 20,316   |
| %销售收入        | 2.2%     | 2.3%     | 3.3%     | 3.0%     | 2.5%     | 2.5%     |
| 财务费用         | -1,269   | -1,972   | -4,400   | -3,577   | -3,507   | -3,573   |
| %销售收入        | 0.2%     | 0.3%     | 0.6%     | 0.5%     | 0.5%     | 0.4%     |
| 资产减值损失       | -6,225   | -5,313   | -7,668   | -6,363   | -2,996   | -2,179   |
| 公允价值变动收益     | -70      | -835     | -2,924   | -3,000   | -2,000   | -2,500   |
| 投资收益         | 4,019    | 655      | 1,802    | 1,441    | 1,297    | 1,297    |
| %税前利润        | 24.8%    | 3.1%     | 16.0%    | 12.1%    | 9.7%     | 8.7%     |
| 营业利润         | 15,698   | 10,890   | 11,108   | 11,788   | 13,157   | 14,794   |
| 营业利润率        | 1.9%     | 1.4%     | 1.6%     | 1.6%     | 1.8%     | 1.9%     |
| 营业外收支        | 476      | 9,902    | 131      | 144      | 158      | 174      |
| 税前利润         | 16,174   | 20,792   | 11,239   | 11,932   | 13,315   | 14,968   |
| 利润率          | 1.9%     | 2.7%     | 1.6%     | 1.7%     | 1.8%     | 1.9%     |
| 所得税          | -4,907   | -3,943   | -5,419   | -5,131   | -5,726   | -6,436   |
| 所得税率         | 30.1%    | 19.0%    | 48.2%    | 43.0%    | 43.0%    | 43.0%    |
| 净利润          | 11,267   | 16,850   | 5,820    | 6,801    | 7,590    | 8,532    |
| 少数股东损益       | 4,985    | 3,746    | 2,874    | 2,992    | 3,339    | 3,839    |
| 归属于母公司的净利润   | 6,282    | 13,104   | 2,946    | 3,809    | 4,250    | 4,692    |
| 净利率          | 0.8%     | 1.7%     | 0.4%     | 0.5%     | 0.6%     | 0.6%     |

## 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润      | 11,267  | 16,850  | 5,820   | 6,801   | 7,590   | 8,532   |
| 少数股东损益   | 4,985   | 3,746   | 2,874   | 2,992   | 3,339   | 3,839   |
| 非现金支出    | 6,972   | 6,570   | 9,499   | 7,501   | 4,319   | 3,576   |
| 非经营收益    | -1,700  | 1,786   | 6,639   | 5,357   | 4,627   | 5,335   |
| 营运资金变动   | -1,050  | 4,189   | -10,744 | 26,745  | 6,514   | 6,593   |
| 经营活动现金净流 | 15,489  | 29,395  | 11,213  | 46,405  | 23,049  | 24,036  |
| 资本开支     | -1,336  | -2,495  | -1,825  | -3,942  | -1,010  | -973    |
| 投资       | -8,092  | -9,418  | 1,101   | -10,451 | -9,863  | -10,756 |
| 其他       | 822     | 11,178  | 6,400   | 441     | 297     | 297     |
| 投资活动现金净流 | -8,607  | -735    | 5,676   | -13,952 | -10,576 | -11,432 |
| 股权募资     | 27,333  | 15,295  | 20,214  | -2,068  | 0       | 0       |
| 债权募资     | 2,854   | -12,906 | 7,893   | -2,544  | 8,620   | 9,269   |
| 其他       | -33,288 | -33,800 | -45,498 | -5,619  | -5,956  | -6,378  |
| 筹资活动现金净流 | -3,102  | -31,412 | -17,390 | -10,231 | 2,664   | 2,891   |
| 现金净流量    | 3,830   | -2,822  | -305    | 22,222  | 15,138  | 15,495  |

## 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 96,524  | 98,346  | 95,867  | 117,372 | 132,019 | 147,179 |
| 应收款项     | 81,115  | 92,594  | 100,061 | 97,738  | 99,236  | 99,260  |
| 存货       | 361,501 | 370,186 | 327,632 | 311,800 | 302,623 | 300,322 |
| 其他流动资产   | 60,091  | 68,672  | 53,954  | 61,254  | 65,100  | 70,007  |
| 流动资产     | 599,231 | 629,798 | 577,515 | 588,163 | 598,979 | 616,767 |
| %总资产     | 90.1%   | 76.7%   | 75.2%   | 74.4%   | 73.9%   | 73.7%   |
| 长期投资     | 44,738  | 157,240 | 156,626 | 165,076 | 173,940 | 183,196 |
| 固定资产     | 6,336   | 8,469   | 10,399  | 12,596  | 12,441  | 12,222  |
| %总资产     | 1.0%    | 1.0%    | 1.4%    | 1.6%    | 1.5%    | 1.5%    |
| 无形资产     | 2,468   | 3,984   | 4,778   | 5,666   | 5,823   | 5,969   |
| 非流动资产    | 65,523  | 191,053 | 190,352 | 202,024 | 211,027 | 220,350 |
| %总资产     | 9.9%    | 23.3%   | 24.8%   | 25.6%   | 26.1%   | 26.3%   |
| 资产总计     | 664,754 | 820,852 | 767,867 | 790,187 | 810,005 | 837,117 |
| 短期借款     | 28,254  | 32,982  | 33,996  | 23,664  | 23,901  | 24,140  |
| 应付款项     | 102,958 | 148,103 | 150,081 | 147,940 | 152,177 | 156,021 |
| 其他流动负债   | 260,788 | 275,963 | 212,900 | 237,285 | 238,740 | 246,148 |
| 流动负债     | 391,999 | 457,048 | 396,977 | 408,889 | 414,818 | 426,308 |
| 长期贷款     | 56,424  | 63,232  | 68,866  | 72,309  | 75,924  | 79,721  |
| 其他长期负债   | 50,987  | 75,933  | 73,867  | 77,622  | 82,006  | 87,177  |
| 负债       | 499,411 | 596,213 | 539,709 | 558,819 | 572,748 | 593,206 |
| 普通股股东权益  | 58,480  | 69,511  | 71,986  | 72,203  | 74,753  | 77,569  |
| 其中：股本    | 3,005   | 3,004   | 2,947   | 2,947   | 2,947   | 2,947   |
| 未分配利润    | 37,030  | 47,307  | 47,005  | 49,290  | 51,840  | 54,656  |
| 少数股东权益   | 106,864 | 155,128 | 156,172 | 159,164 | 162,504 | 166,343 |
| 负债股东权益合计 | 664,754 | 820,852 | 767,867 | 790,187 | 810,005 | 837,117 |

## 比率分析

|             | 2022   | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|-------------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 每股指标        |        |         |         |        |         |        |
| 每股收益        | 2.090  | 4.362   | 1.000   | 1.292  | 1.442   | 1.592  |
| 每股净资产       | 19.460 | 23.139  | 24.426  | 24.500 | 25.365  | 26.320 |
| 每股经营现金净流    | 5.154  | 9.785   | 3.805   | 15.746 | 7.821   | 8.156  |
| 每股股利        | 0.600  | 0.800   | 0.700   | 0.517  | 0.577   | 0.637  |
| 回报率         |        |         |         |        |         |        |
| 净资产收益率      | 10.74% | 18.85%  | 4.09%   | 5.27%  | 5.69%   | 6.05%  |
| 总资产收益率      | 0.94%  | 1.60%   | 0.38%   | 0.48%  | 0.52%   | 0.56%  |
| 投入资本收益率     | 4.54%  | 3.71%   | 3.07%   | 3.23%  | 2.69%   | 2.76%  |
| 增长率         |        |         |         |        |         |        |
| 主营业务收入增长率   | 17.65% | -8.30%  | -8.17%  | 2.95%  | 3.63%   | 6.63%  |
| EBIT 增长率    | 21.18% | -7.66%  | 33.23%  | -4.52% | -13.62% | 6.87%  |
| 净利润增长率      | 3.01%  | 108.61% | -77.52% | 29.29% | 11.60%  | 10.40% |
| 总资产增长率      | 10.74% | 23.48%  | -6.45%  | 2.91%  | 2.51%   | 3.35%  |
| 资产管理能力      |        |         |         |        |         |        |
| 应收账款周转天数    | 4.7    | 8.2     | 10.4    | 10.0   | 10.0    | 10.0   |
| 存货周转天数      | 161.4  | 182.8   | 192.9   | 170.0  | 160.0   | 150.0  |
| 应付账款周转天数    | 18.9   | 25.2    | 32.6    | 31.0   | 30.0    | 27.0   |
| 固定资产周转天数    | 1.6    | 4.0     | 5.1     | 6.0    | 5.7     | 5.2    |
| 偿债能力        |        |         |         |        |         |        |
| 净负债/股东权益    | 11.73% | 16.00%  | 20.17%  | 9.39%  | 6.51%   | 3.80%  |
| EBIT 利息保障倍数 | 14.8   | 8.8     | 5.2     | 6.2    | 5.4     | 5.7    |
| 资产负债率       | 75.13% | 72.63%  | 70.29%  | 70.72% | 70.71%  | 70.86% |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 3    | 10   | 23   | 35   | 113  |
| 增持 | 1    | 1    | 1    | 1    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.25 | 1.09 | 1.04 | 1.03 | 1.00 |

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1  | 2023-04-30 | 买入 | 12.13 | N/A |
| 2  | 2023-08-30 | 买入 | 11.45 | N/A |
| 3  | 2023-10-30 | 买入 | 9.58  | N/A |
| 4  | 2023-12-24 | 买入 | 9.62  | N/A |
| 5  | 2024-01-30 | 买入 | 10.37 | N/A |
| 6  | 2024-04-16 | 买入 | 9.91  | N/A |
| 7  | 2024-04-29 | 买入 | 10.00 | N/A |
| 8  | 2024-12-19 | 买入 | 10.38 | N/A |

来源：国金证券研究所

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

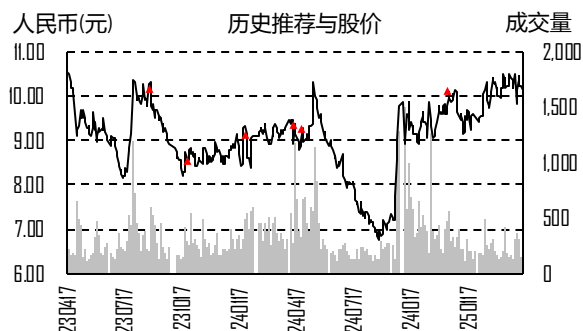
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |