

建发合诚 (603909.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期波动,股东拿地提供合同增量

事件

2025 年 4 月 25 日, 公司发布 2025 年一季度业绩: 实现营收 15.4 亿元, 同比-5.5%; 实现归母净利润 2020.7 万元, 同比-9.6%; 实现扣非归母净利润 1865.2 万元, 同比-8.7%。

点评

营收及归母净利润小幅回落。公司一季度营收及归母净利润均出现小幅回落, 主要受建筑施工业务收入减少影响, 此外去年建筑施工业务提供业绩增量较高, 导致业绩基数偏高。

新签合同金额同比上涨。截至 2025 年 3 月底, 公司累计新签合同额 28.1 亿元, 同比+171.7%, 其中工程施工业务新签 26.0 亿元, 同比+249.9%, 主要受益于一季度控股股东拿地情况同比去年显著好转; 工程咨询新签 2.0 亿元, 同比-29.4%。

控股股东拿地积极, 为业务发展奠定基础。在行业销售承压的背景下, 控股股东建发房产仍积极拿地, 根据中指院, 2025 年 1-3 月建发房产共拿地 7 宗, 总权益拿地金额达 207 亿元, 同比去年同期 43 亿权益拿地金额大幅增长, 为一季度工程施工项目增长提供重要支撑。此外 2025 年一季度建发房产权益拿地金额位列行业第四, 相比去年第 13 名大幅提升。考虑到未来建发房产持续新获取项目, 为后续公司业务发展提供了良好的基础。

现金流短期承压。2025 年 1-3 月公司经营性现金流量净额-2.63 亿元, 同比-280.1%, 主要受建筑施工业务回款减少及成本支出增加的影响。考虑到后续随着专项债的落地, 地方化债力度加强将有助于加快公司合同应收款项的回收, 持续提升资产质量、改善 ROE 和现金流状况。

投资建议

考虑到 2023-2024 已签建筑施工合同对 2025 年收入、利润的增长具有保障性, 而 2024 年建筑施工的新签合同额下降, 或对后续几年的确收产生一定影响, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.29 亿元、1.29 亿元、1.61 亿元, 同比增速分别为+34.9%、+0.3% 和+24.5%。维持“买入”评级, 公司股票现价对应 2025-2027 年的 PE 估值分别为 18.1x、18.0x、14.5x。

风险提示

控股股东业务发展不顺; 应收账款减值风险; 商誉减值风险

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): 8.96 元

相关报告:

- 《建发合诚公司点评: 业绩持续兑现, 化债带来业务新机遇》, 2025.3.23
- 《建发合诚公司点评: 业绩维持高增, 新签施工合同额下降》, 2024.10.27
- 《建发合诚公司点评: 业绩处上升期, 受益政策利好》, 2024.10.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,946	6,609	8,675	6,950	8,152
营业收入增长率	212.9%	67.5%	31.3%	-19.9%	17.3%
归母净利润(百万元)	65.9	95.6	129.0	129.4	161.1
归母净利润增长率	16.3%	45.0%	34.9%	0.3%	24.5%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.37	0.49	0.50	0.62
每股经营性现金流净额	1.71	1.81	0.28	1.39	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.6%	8.9%	11.2%	10.5%	12.2%
P/E	44.9	25.0	18.1	18.0	14.5
P/B	3.0	2.2	2.0	1.9	1.8

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	1,261	3,946	6,609	8,675	6,950	8,152
增长率	4.5%	212.9%	67.5%	31.3%	-19.9%	17.3%
主营业务成本	-976	-3,596	-6,216	-8,199	-6,467	-7,582
%销售收入	77.4%	91.1%	94.1%	94.5%	93.0%	93.0%
毛利	285	350	393	476	483	570
%销售收入	22.6%	8.9%	5.9%	5.5%	7.0%	7.0%
营业税金及附加	-7	-15	-16	-16	-18	-20
%销售收入	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
销售费用	-17	-25	-23	-26	-28	-30
%销售收入	1.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
管理费用	-114	-122	-130	-141	-153	-171
%销售收入	9.1%	3.1%	2.0%	1.6%	2.2%	2.1%
研发费用	-34	-36	-41	-46	-49	-57
%销售收入	2.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	113	152	184	246	236	292
%销售收入	8.9%	3.9%	2.8%	2.8%	3.4%	3.6%
财务费用	-5	0	2	18	22	37
%销售收入	0.4%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-43	-58	-39	-49	-48	-54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	2	6	4	4	4
%税前利润	5.7%	1.9%	3.7%	1.8%	1.9%	1.5%
营业利润	75	99	158	224	219	279
营业利润率	6.0%	2.5%	2.4%	2.6%	3.1%	3.4%
营业外收支	-3	-2	-3	-3	-3	-4
税前利润	72	97	154	221	216	275
利润率	5.7%	2.5%	2.3%	2.5%	3.1%	3.4%
所得税	-10	-17	-32	-44	-43	-55
所得税率	14.1%	17.4%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	62	80	123	177	172	220
少数股东损益	5	14	27	48	43	59
归属于母公司的净利润	57	66	96	129	129	161
净利率	4.5%	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%	2.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	62	80	123	177	172	220
少数股东损益	5	14	27	48	43	59
非现金支出	74	89	72	68	70	80
非经营收益	-1	-10	-12	94	15	0
营运资金变动	76	286	288	-250	188	91
经营活动现金净流	210	445	471	89	446	391
资本开支	-18	-17	-14	-80	-33	-34
投资	5	-1	0	0	0	0
其他	-1	2	6	4	4	4
投资活动现金净流	-14	-16	-7	-76	-29	-30
股权募资	37	0	0	0	0	0
债权募资	-168	-83	0	666	-673	0
其他	-23	-20	-42	-69	-68	-65
筹资活动现金净流	-154	-103	-42	596	-741	-65
现金净流量	42	326	421	609	-324	296

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	327	651	1,084	1,691	1,366	1,661
应收款项	812	859	977	1,051	1,273	1,381
存货	16	25	177	187	223	259
其他流动资产	252	1,038	1,970	1,339	1,083	1,267
流动资产	1,407	2,573	4,207	4,269	3,945	4,568
%总资产	77.4%	85.8%	91.1%	91.7%	90.9%	92.0%
长期投资	55	54	51	51	51	51
固定资产	105	98	92	97	99	98
%总资产	5.8%	3.3%	2.0%	2.1%	2.3%	2.0%
无形资产	172	173	169	225	231	237
非流动资产	410	425	409	387	394	398
%总资产	22.6%	14.2%	8.9%	8.3%	9.1%	8.0%
资产总计	1,816	2,998	4,617	4,655	4,340	4,967
短期借款	89	9	7	673	0	0
应付款项	429	1,537	3,044	2,373	2,614	3,049
其他流动负债	237	310	338	262	259	296
流动负债	756	1,855	3,390	3,308	2,874	3,346
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	22	12	9	7	6
负债	770	1,878	3,402	3,317	2,880	3,352
普通股股东权益	935	994	1,074	1,151	1,228	1,325
其中：股本	201	261	261	321	321	321
未分配利润	521	572	645	731	809	905
少数股东权益	112	127	140	188	231	290
负债股东权益合计	1,816	2,998	4,617	4,655	4,340	4,967

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.28	0.25	0.37	0.49	0.50	0.62
每股净资产	4.66	3.81	4.12	4.41	4.71	5.08
每股经营现金净流	1.05	1.71	1.81	0.28	1.39	1.22
每股股利	0.07	0.04	0.08	0.13	0.16	0.20
回报率						
净资产收益率	6.1%	6.6%	8.9%	11.2%	10.5%	12.2%
总资产收益率	3.1%	2.2%	2.1%	2.8%	3.0%	3.2%
投入资本收益率	8.5%	11.1%	12.0%	9.8%	12.9%	14.4%
增长率						
主营业务收入增长率	49.9%	212.9%	67.5%	31.3%	-19.9%	17.3%
EBIT 增长率	15.6%	35.2%	20.7%	33.5%	-4.1%	23.8%
净利润增长率	40.2%	16.3%	45.0%	34.9%	0.3%	24.5%
总资产增长率	11.5%	65.1%	54.0%	0.8%	-6.8%	14.5%
资产管理能力						
应收账款周转天数	216.7	74.4	49.2	43.0	65.0	60.0
存货周转天数	6.1	2.1	5.9	8.5	13.0	13.0
应付账款周转天数	107.9	93.6	128.3	100.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	30.5	9.0	5.1	4.1	5.2	4.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.7%	-57.4%	-88.6%	-76.0%	-93.6%	-102.9%
EBIT 利息保障倍数	22.1	871.4	-104.6	-13.7	-11.0	-7.8
资产负债率	42.4%	62.6%	73.7%	71.2%	66.4%	67.5%

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	0	0	8	9	15
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.11	1.10	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	2023-10-26	买入	12.31	N/A
2	2024-03-20	买入	10.04	N/A
3	2024-04-25	买入	9.75	N/A
4	2024-07-10	买入	8.02	N/A
5	2024-08-22	买入	7.03	N/A
6	2024-10-15	买入	8.16	N/A
7	2024-10-27	买入	9.25	N/A
8	2025-03-23	买入	9.45	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 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 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 18 楼 1806