

公司研究

分红派息保持稳定，投资开工相对谨慎

——华发股份（600325.SH）动态跟踪

要点

事件：5 月 20 日，公司发布 2024 年度权益分配实施公告。

- 1、A 股每股现金红利 0.104 元。
- 2、截至本公告日，公司总股本 2,752,152,116 股，扣除公司回购专用证券账户中的股份 7,485,000 股，实际参与本次利润分配的股数为 2,744,667,116 股，本次共计派发现金红利 285,445,380.06 元（含税）。

点评：分红派息相对稳定，Q1 毛利率下降明显，投资开工相对谨慎。

分红派息相对稳定：2024 年公司派发每股现金红利 0.104 元，剔除回购股份后共计派发现金红利 2.85 亿元，约占 2024 年归母净利润的 30.0%。近年来公司分红派息比例保持相对稳定，2020/2021/2022/2023/2024 分别占归母净利润的 32.8%、30.5%、30.4%、55.4%、30.0%，预计后续公司的分红派息策略将保持相对稳定。

Q1 毛利率下降明显：2025 年一季度，公司实现营业收入 184.8 亿元，单季毛利率约为 8.8%（2024 年全年约为 14.3%）下降明显，继续计提信用减值损失 3725 万元，对合联营企业的投资亏损 2830 万元，实现归母净利润 1.9 亿元（归母净利润率约为 1.0%）；2025 年一季度公司实现销售金额 294.9 亿元（同比增加 45%），销售面积 108.2 万平方米（同比增长 58%），销售均价约为 27255 元/平方米（同比下降 8.3%）。

投资开工相对谨慎：2025 年一季度，公司新增土地出让面积为 37,787 平方米，用地性质二类城镇住宅用地，容积率 2.10，公司拥有该项目 30.12%权益。2025 年一季度公司没有项目新开工，竣工面积为 12.72 万平方米，截至 2025 年一季度末，公司在建面积约为 767.80 万平方米，出租房地产总面积为 99.93 万平方米（2025 年第一季度租金收入约为 1.88 亿元）。

盈利预测、估值与评级：当前房地产行业销售区域分化明显，出于审慎性应持续计提资产减值；公司当前投资开工相对谨慎，结算资源持续下降，一季度毛利率下滑明显，我们维持公司 2025 年归母净利润预测为 8.2 亿元，下调 2026-2027 年归母净利润预测为 9.6 亿元、11.2 亿元（原为 10.2 亿元、12.7 亿元），当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 17/15/12 倍。公司为地方龙头国企，财务状况稳健，销售保持行业头部，聚焦核心城市优质土储，维持“增持”评级。

风险提示：销售与拿地不及预期、施工与交付不及预期、市场下行超预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	72,145	59,992	63,382	60,803	53,813
营业收入增长率	21.89%	-16.84%	5.65%	-4.07%	-11.50%
归母净利润（百万元）	1,838	951	824	956	1,122
归母净利润增长率	-28.71%	-48.24%	-13.43%	16.13%	17.30%
EPS（元）	0.67	0.35	0.30	0.35	0.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.29%	4.82%	4.06%	4.56%	5.14%
P/E	8	15	17	15	12
P/B	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-20

增持（维持）

当前价：5.09 元

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.52
总市值(亿元):	140.08
一年最低/最高(元):	4.82/8.09
近 3 月换手率:	76.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.03	-4.78	-35.85
绝对	-5.04	-5.57	-30.24

资料来源：Wind

相关研报

销售均衡布局，投资缩量保质——华发股份（600325.SH）动态跟踪（2025-03-25）
十月销售快速修复，回购股票拟加强激励——华发股份（600325.SH）动态跟踪（2024-11-10）
加强资源整合，财务保持稳健——华发股份（600325.SH）动态跟踪（2024-05-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,145	59,992	63,382	60,803	53,813
营业成本	59,061	51,404	54,896	52,646	46,473
折旧和摊销	514	482	473	480	487
税金及附加	2,746	2,241	2,367	2,271	2,010
销售费用	2,383	1,813	1,915	1,838	1,626
管理费用	1,485	1,358	1,434	1,376	1,218
研发费用	89	79	83	80	71
财务费用	274	512	536	508	472
投资收益	281	968	1,001	1,081	1,162
营业利润	5,807	1,980	2,032	2,290	2,686
利润总额	5,873	1,962	1,972	2,290	2,686
所得税	2,408	557	552	641	752
净利润	3,465	1,405	1,420	1,649	1,934
少数股东损益	1,627	453	596	693	812
归属母公司净利润	1,838	951	824	956	1,122
EPS(元)	0.67	0.35	0.30	0.35	0.41

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50,544	15,900	16,073	8,369	12,365
净利润	1,838	951	824	956	1,122
折旧摊销	514	482	473	480	487
净营运资金增加	24,757	-10,530	-12,132	-8,466	-14,726
其他	23,435	24,997	26,907	15,399	25,482
投资活动产生现金流	-69,492	-23,382	-5,011	-5,153	-5,397
净资本支出	-52,384	-10,306	-520	-470	-425
长期投资变化	25,246	28,025	-2,450	-2,486	-2,523
其他资产变化	-42,353	-41,101	-2,041	-2,196	-2,449
融资活动现金流	11,439	-5,419	-3,401	-951	-1,740
股本变化	635	0	0	0	0
债务净变化	-2,531	-3,357	-3,257	319	417
无息负债变化	29,289	-21,336	-1,063	-3,452	-8,312
净现金流	-7,521	-12,904	7,660	2,265	5,228

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.1%	14.3%	13.4%	13.4%	13.6%
EBITDA 率	11.9%	8.9%	6.8%	6.6%	6.4%
EBIT 率	11.6%	8.4%	6.0%	5.8%	5.5%
税前净利润率	8.1%	3.3%	3.1%	3.8%	5.0%
归母净利润率	2.5%	1.6%	1.3%	1.6%	2.1%
ROA	0.8%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
ROE (摊薄)	8.3%	4.8%	4.1%	4.6%	5.1%
经营性 ROIC	2.4%	2.0%	1.5%	1.5%	1.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	70%	70%	69%	68%
流动比率	1.95	1.99	2.01	2.01	2.03
速动比率	0.56	0.58	0.65	0.68	0.74
归母权益/有息债务	0.17	0.16	0.17	0.17	0.18
有形资产/有息债务	3.47	3.30	3.36	3.34	3.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	451,699	420,295	417,109	415,377	409,129
货币资金	46,320	33,206	40,865	43,130	48,359
交易性金融资产	22	22	22	22	22
应收账款	1,248	1,546	2,197	2,648	2,820
预付账款	1,628	1,860	1,986	1,905	1,681
其他应收款 (合计)	1,767	1,675	1,888	1,915	1,786
存货	275,032	247,950	231,056	220,623	203,091
其他流动资产	61,062	61,843	61,945	61,868	61,658
流动资产合计	387,106	349,034	339,988	332,139	319,446
投资性房地产	27,611	29,851	32,836	36,120	39,732
长期股权投资	25,246	28,025	30,426	32,862	35,335
固定资产	5,063	5,234	5,468	5,644	5,765
在建工程	37	77	95	105	109
无形资产	475	483	470	458	447
长期待摊费用	171	176	158	145	135
其他非流动资产	265	983	1,017	1,017	1,017
非流动资产合计	64,593	71,261	77,121	83,239	89,683
总负债	320,000	295,307	290,986	287,853	279,958
短期借款	463	3,480	0	0	0
应付账款	41,250	29,078	27,448	24,744	21,377
合同负债	93,018	81,270	79,145	77,516	73,106
预收账款	491	494	490	440	362
其他流动负债	7,965	6,790	7,118	6,869	6,193
流动负债合计	198,764	175,002	168,813	164,885	157,023
长期借款	82,013	79,382	79,382	79,382	79,382
应付债券	21,464	22,486	23,610	24,791	26,031
其他非流动负债	16,401	17,038	17,716	17,200	15,802
非流动负债合计	121,236	120,305	122,173	122,967	122,934
股东权益	131,700	124,988	126,123	127,525	129,172
股本	2,752	2,752	2,752	2,752	2,752
公积金	4,863	2,663	2,745	2,777	2,777
未分配利润	14,511	14,326	14,782	15,459	16,294
归属母公司权益	22,177	19,744	20,282	20,992	21,827
少数股东权益	109,523	105,244	105,840	106,533	107,345

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.30%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%
管理费用率	2.06%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
财务费用率	0.38%	0.85%	0.85%	0.84%	0.88%
研发费用率	0.12%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
所得税率	41%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.37	0.10	0.09	0.10	0.12
每股经营现金流	18.37	5.78	5.84	3.04	4.49
每股净资产	8.06	7.17	7.37	7.63	7.93
每股销售收入	26.21	21.80	23.03	22.09	19.55

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8	15	17	15	12
PB	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	28.0	43.4	52.5	54.3	59.4
股息率	7.3%	2.0%	1.8%	2.0%	2.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP