

# 盈利能力提升,土储结构优化——2025 年中期业绩点评

建发国际集团(1908.HK)

## 核心观点

公司 2025 年上半年实现营业收入 341.6 亿元,同比增长 4.2%,实现归母净利润 9.1 亿元,同比增长 11.8%。利润增速高于营收增速主要原因在于毛利率较去年同期上升 1.0 个百分点以及总借贷成本较去年同期降低 0.9 亿元;公司 6 月底公司存量有息负债平均成本 3.17%,较去年底降低 39BP。土储结构进一步优化,上半年公司新增土储货值 987 亿元,同比增长 33%,其中北上成杭厦五大城市占比达 74%。

## 事件

公司发布 2025 年中期业绩公告,实现营业收入 341.6 亿元,同比增长 4.2%,实现归母净利润 9.1 亿元,同比增长 11.8%。

## 简评

**经营业绩稳健,盈利能力提升。**上半年公司实现营业收入 341.6 亿元,同比增长 4.3%,实现归母净利润 9.1 亿元,同比增长 11.8%。利润增速高于营收增速主要原因在于,1) 公司盈利能力提升:上半年毛利率较去年同期上升 1.0 个百分点;2) 借贷成本下降:得益于融资利率下降,上半年公司总借贷成本为 15.9 亿元,较去年同期降低 0.9 亿元,6 月底公司存量有息负债平均成本 3.17%,较去年底降低 39BP。

**销售额逆势上升,行业排名更进一步。**上半年全国商品房销售额同比下降 5.5%,公司销售逆势提升,全口径销售额 707 亿元,同比增长 7%;权益销售额 534 亿元,同比增长 5%;全国排名第 6 位,较去年全年上升一位。销售分布来看,上半年公司在 12 个城市销售额位列第一,北上成杭厦五大城市销售额占比达 46%,较上年同期增长 15 个百分点。

**土储结构继续优化。**上半年公司新增土储货值 987 亿元,同比增长 33%;其中北上成杭厦五大城市占比达 74%,拿地进一步聚焦核心城市。截至 6 月底,公司土储可售货值 2496 亿元,北上成杭厦的可售货值占比达 54%;从土储年限结构来看,2022 年及之后拿地的货值占比达 81%。

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期: 2025 年 08 月 23 日

当前股价: 18.50 港元

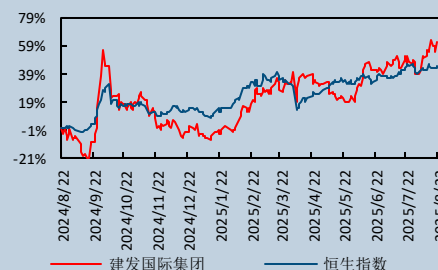
目标价格: 25.85 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.31/6.93	21.55/15.21	48.24/2.53
12 月最高/最低价(港元)		18.96/10.24
总股本(万股)		224,015.41
流通 H 股(万股)		224,015.41
总市值(亿港元)		373.18
流通市值(亿港元)		373.18
近 3 月日均成交量(万)		553.96
主要股东		
益能国际有限公司		56.64%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 25.03.28 【中信建投房地产】建发国际集团(1908):经营业绩稳健,核心城市土储占比提升——2024 年年度业绩点评
- 24.08.23 【中信建投房地产】建发国际集团(1908):业绩短期承压,持续深耕核心城市——2024 年中期业绩点评
- 24.03.23 【中信建投房地产】建发国际集团(1908):业绩保持正增长,销售拿地强劲——2023 年年度业绩点评

维持盈利预测不变，上调目标价至 **25.85 港元**。上半年公司新增土储提质增量，存量土储的区域结构和年限结构继续优化，有助于提升公司盈利能力。我们维持公司盈利预测不变，2025-2027 年 EPS 分别为 2.25/2.41/2.48 元，可比公司 2025 年 PE 一致预期为 10.5 倍，我们给予公司 10.5xPE，对应目标价为 25.85 港元，维持买入评级不变。

**表 1:重要财务指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	134,430	142,986	146,015	139,749	134,047
YoY(%)	34.9	6.4	2.1	-4.3	-4.1
净利润（百万元）	5,035	4,804	5,048	5,397	5,559
YoY(%)	2.0	-4.6	5.1	6.9	3.0
毛利率(%)	11.1	13.3	13.0	13.0	12.9
净利率(%)	4.7	4.5	4.3	4.8	5.1
ROE(%)	23.5	18.8	17.8	17.3	16.3
EPS(摊薄/元)	2.25	2.14	2.25	2.41	2.48
P/E(倍)	7.5	7.9	7.5	7.0	6.8
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源: ifind, 中信建投证券

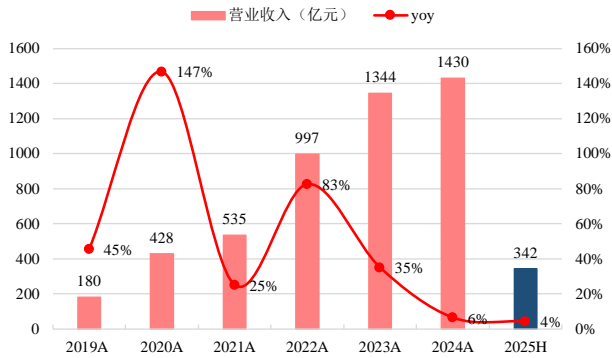
**表 2:可比公司估值表（截至 2025/8/22）**

代码	公司	股价 (元/港元)	市值 (亿人民币)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
3900.HK	绿城中国	10.70	248	0.68	0.88	1.04	14.5	11.2	9.4
0688.HK	中国海外发展	14.26	1425	1.51	1.60	1.71	8.7	8.2	7.7
1109.HK	华润置地	31.46	2048	3.68	3.90	4.20	7.8	7.4	6.9
002244.SZ	滨江集团	10.20	317	0.92	1.00	1.08	11.1	10.2	9.4
	平均						10.5	9.3	8.3
1908.HK	建发国际集团	18.50	378	2.25	2.41	2.48	7.5	7.0	6.8

资料来源: wind, 中信建投证券

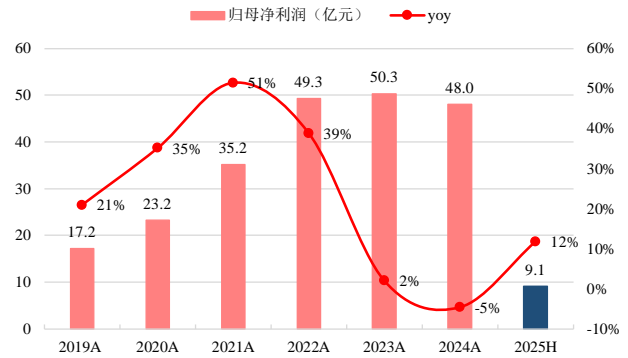
注: 可比公司 EPS 为 wind 一致预期

图 1:上半年公司营收同比增长 4.2%



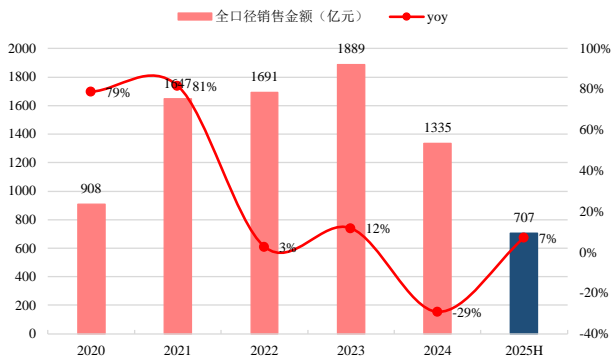
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:上半年公司归母净利润同比增长 11.8%



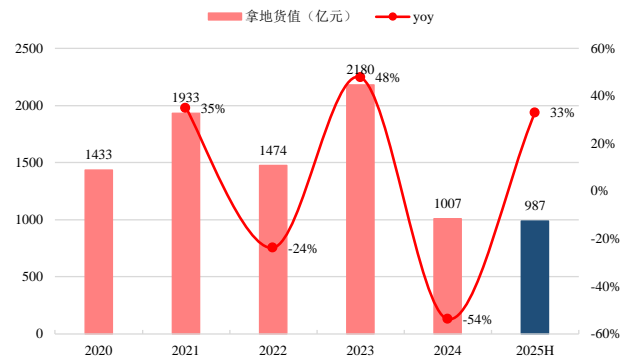
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3:上半年全口径销售额同比增长 7%



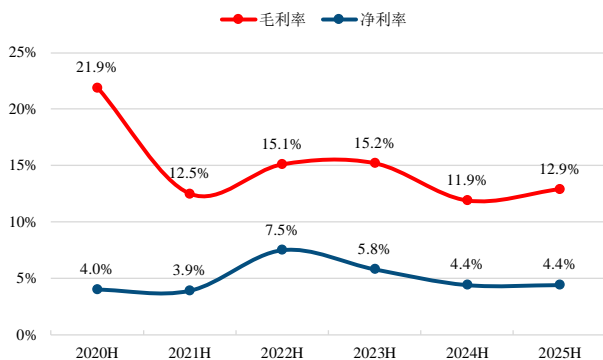
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4:上半年拿地货值同比增长 33%



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5:上半年毛利率较上年同期上升 1 个百分点



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

## 风险分析

- 1、销售方面，当前市场仍存在下行的风险。公司在前期保持了较高的拿地强度，如果布局城市基本面超预期恶化，有可能会导导致拿地时的预期价格无法实现，从而进一步影响后续业绩。
- 2、布局方面，公司拿地布局集中于海西区域，尤其是福建省，尽管作为公司大本营，公司以其优质的产品和品牌认知度具备本土优势，但后续需持续关注福建市场情况。
- 3、结转方面，公司当前可结转资源充沛，但项目进度不一，若部分城市存在交付延期的状况，则可能造成公司结转不及预期，继而影响公司收入利润实现。

## 分析师介绍

### 竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

## 研究助理

### 王文涛

wangwentao1@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk