

建发股份 (600153.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

计提减值影响业绩,销售投资保持强势

事件

2025 年 8 月 29 日公司发布 2025 年半年报,1H25 实现营收 3153.2 亿元,同比-1.2%;归母净利润 8.4 亿元,同比-29.9%。

点评

营收利润均下滑,地产及家居商场板块当期业绩承压:1H25 公司营收回落主要由于房地产业务交房结算金额下滑所致,归母净利润下滑主要因为房地产板块、家居商场运营板块当期业绩均有一定下滑,家居商场运营业务分部减少 2.13 亿元,以及房地产业务分部减少 1.43 亿元,供应链运营业务分部与上年同期基本持平。

- **供应链板块:**1H25 年分部实现营收 2678.5 亿元,同比+1.6%,实现归母净利润 14.2 亿元,同比基本持平。1H25 年供应链业务毛利率 2.01%,同比下滑 0.26pct。
- **房地产板块:**1H25 年分部实现营收 441.4 亿元,同比-13.8%,实现归母净利润 0.11 亿元,同比减少 1.43 亿元;其中建发房产贡献归母净利润 5.19 亿元,同比增加 1.73 亿元,联发集团贡献归母净利润-5.08 亿元,同比减少 2.22 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 3.79 亿元和 2.32 亿元,但公司 1H25 板块毛利率为 13.33%,同比+0.2pct,体现其良好运营能力。
- **家居商场运营板块:**1H25 年分部实现营业利润超 2 亿元,实现归母净利润-20 亿元。分部贡献亏损主要①:由于商场的租金增长未达预期,导致投资性房地产公允价值下降超 20 亿元②资产减值准备和信用减值准备合计超 1 亿元。

房地产销售优于行业龙头水平,投资强度持续偏强:1H25 公司总销售金额 829 亿元,同比+12%;子公司建发房产销售金额 708 亿元,同比+7% (十强房企平均增速-14%);子公司联发集团销售金额 134.1 亿元,同比+29%。1H25 年公司拿地 24 宗,总拿地金额 582 亿元,其中一二线城市占比超过 96%,新增货值超 1120 亿元。

投资建议

公司供应链风控能力强,地产投销积极稳健,但短期内受行业承压影响,计提减值仍有一定压力。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24.8 亿元、31.6 亿元和 38.2 亿元,同比增速分别为-15.7%、+27.2%和 21.1%,公司股票现价对应 2025-27 年 PE 估值为 13.6/10.7/8.8 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

分析师:何裕佳 (执业 S1130525070009)

heyujia@gjzq.com.cn

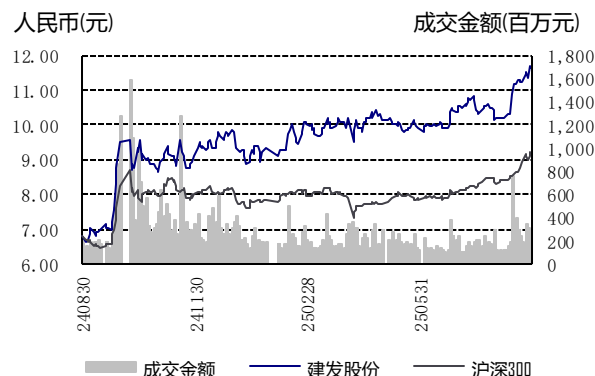
联系人:陈健照

chenjianzhao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 11.64 元

相关报告:

- 1.《建发股份公司点评:业绩相对平稳,销售投资表现强势》,2025.4.30
- 2.《建发股份公司点评:业绩有所回落,销售投资稳中有进》,2025.4.16
- 3.《建发股份公司点评:收购增厚利润,提升股东回报》,2024.12.19



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	718,862	744,916	794,368
营业收入增长率	-8.30%	-8.17%	2.50%	3.62%	6.64%
归母净利润(百万元)	13,104	2,946	2,483	3,158	3,824
归母净利润增长率	108.61%	-77.52%	-15.70%	27.17%	21.09%
摊薄每股收益(元)	4.362	1.000	0.856	1.089	1.319
每股经营性现金流净额	9.79	3.80	14.16	8.04	8.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.85%	4.09%	3.49%	4.32%	5.08%
P/E	2.21	10.52	13.59	10.69	8.83
P/B	0.42	0.43	0.47	0.46	0.45

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	718,862	744,916	794,368
增长率	20.3%	-8.3%	-8.2%	2.5%	3.6%	6.6%
主营业务成本	-801,147	-730,408	-660,099	-682,611	-710,373	-757,306
%销售收入	96.2%	95.6%	94.1%	95.0%	95.4%	95.3%
毛利	31,665	33,270	41,197	36,251	34,543	37,062
%销售收入	3.8%	4.4%	5.9%	5.0%	4.6%	4.7%
营业税金及附加	-1,848	-1,738	-3,408	-2,875	-2,980	-3,177
%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	-10,783	-11,174	-11,916
%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	-2,827	-2,929	-3,124
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
研发费用	-191	-237	-285	-293	-303	-323
%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	19,473	17,157	18,522
%销售收入	2.2%	2.3%	3.3%	2.7%	2.3%	2.3%
财务费用	-1,269	-1,972	-4,400	-3,610	-3,565	-3,622
%销售收入	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-6,225	-5,313	-7,668	-7,948	-4,508	-3,105
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%	18.5%	13.1%	10.6%
营业利润	15,698	10,890	11,108	7,636	9,735	12,024
营业利润率	1.9%	1.4%	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%
营业外收支	476	9,902	131	144	158	174
税前利润	16,174	20,792	11,239	7,780	9,893	12,198
利润率	1.9%	2.7%	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%
所得税	-4,907	-3,943	-5,419	-3,345	-4,254	-5,245
所得税率	30.3%	19.0%	48.2%	43.0%	43.0%	43.0%
净利润	11,267	16,850	5,820	4,434	5,639	6,953
少数股东损益	4,985	3,746	2,874	1,951	2,481	3,129
归属于母公司的净利润	6,282	13,104	2,946	2,483	3,158	3,824
净利率	0.8%	1.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%

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	4,434	5,639	6,953
少数股东损益	4,985	3,746	2,874	1,951	2,481	3,129
非现金支出	6,972	6,570	9,499	9,086	5,830	4,502
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	22,865	7,592	6,918
经营活动现金净流	15,489	29,395	11,213	41,742	23,689	23,708
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	297	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	-2,336	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	-5,089	-5,519	-6,031
筹资活动现金净流	-3,102	-31,412	-17,390	-9,969	3,101	3,238
现金净流量	3,830	-2,822	-305	17,822	16,214	15,514

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	112,972	128,696	143,875
应收款项	81,115	92,594	100,061	97,317	98,803	98,833
存货	361,501	370,186	327,632	309,980	298,940	295,661
其他流动资产	60,091	68,672	53,954	61,226	65,039	69,936
流动资产	599,231	629,798	577,515	581,494	591,478	608,305
%总资产	90.1%	76.7%	75.2%	74.2%	73.7%	73.4%
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%	1.6%	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%	25.8%	26.3%	26.6%
资产总计	664,754	820,852	767,867	783,518	802,505	828,655
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	147,827	151,888	155,699
其他流动负债	260,788	275,963	212,900	232,836	234,902	242,859
流动负债	391,999	457,048	396,977	404,327	410,691	422,697
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	77,620	82,250	87,175
负债	499,411	596,213	539,709	554,255	568,865	589,592
普通股股东权益	58,480	69,511	71,986	71,140	73,035	75,329
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	48,495	50,390	52,684
少数股东权益	106,864	155,128	156,172	158,123	160,604	163,733
负债股东权益合计	664,754	820,852	767,867	783,518	802,505	828,655

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.090	4.362	1.000	0.856	1.089	1.319
每股净资产	19.460	23.139	24.426	24.535	25.189	25.980
每股经营现金净流	5.154	9.785	3.805	14.164	8.038	8.044
每股股利	0.600	0.800	0.700	0.337	0.429	0.519
回报率						
净资产收益率	10.74%	18.85%	4.09%	3.49%	4.32%	5.08%
总资产收益率	0.94%	1.60%	0.38%	0.32%	0.39%	0.46%
投入资本收益率	4.54%	3.71%	3.07%	2.87%	2.45%	2.55%
增长率						
主营业务收入增长率	17.65%	-8.30%	-8.17%	2.50%	3.62%	6.64%
EBIT 增长率	21.18%	-7.66%	33.23%	-15.52%	-11.89%	7.95%
净利润增长率	3.01%	108.61%	-77.52%	-15.70%	27.17%	21.09%
总资产增长率	10.74%	23.48%	-6.45%	2.04%	2.42%	3.26%
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%	11.40%	8.03%	5.26%
EBIT 利息保障倍数	14.8	8.8	5.2	5.4	4.8	5.1
资产负债率	75.13%	72.63%	70.29%	70.74%	70.89%	71.15%

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	8	14	24	73
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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	2023-10-30	买入	9.58	N/A
2	2023-12-24	买入	9.62A	
3	2024-01-30	买入	10.37	N/A
4	2024-04-16	买入	9.91	N/A
5	2024-04-29	买入	10.00	N/A
6	2024-12-19	买入	10.38	N/A
7	2025-04-16	买入	10.12	N/A
8	2025-04-30	买入	10.63	N/A

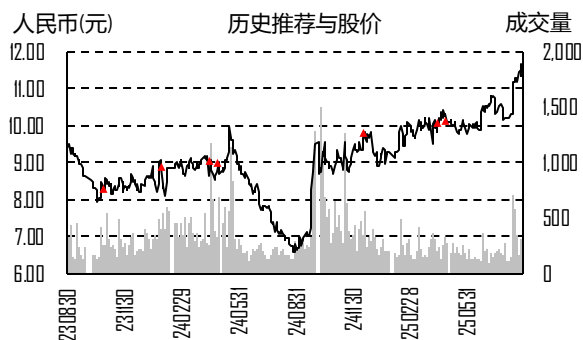
来源：国金证券研究所

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


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。

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