

家居商场拖累业绩，销售投资提质增量——2025 年中报点评

核心观点

2025 年上半年公司实现收入 3153 亿元，同比降低 1.2%；实现归母净利润 8.4 亿元，同比降低 29.9%，归母净利润下降较多主要原因在于公允价值变动损失增多以及综合毛利率下降。分业务看，建发房产贡献利润同比增长 50%，供应链业务利润持平，联发集团与美凯龙亏损增多。销售投资提质增量，上半年公司开发业务销售额同比增长 11.7%，增货值 1120 亿元，同比增长 63%，拿地强度达 70%，截至 6 月底公司一二线城市权益土储货值占比较去年底提升 3.5 个百分点至 83%。

事件

公司发布 2025 年中报，2025 年上半年公司实现收入 3153 亿元，同比降低 1.2%；实现归母净利润 8.4 亿元，同比降低 29.9%。

简评

美凯龙投房价值下降影响业绩。2025 年上半年公司实现收入 3153 亿元，同比降低 1.2%；实现归母净利润 8.4 亿元，同比降低 29.9%。归母净利润下降较多主要原因在于，1) 公允价值变动损失增多，上半年公司公允价值变动损失 24.1 亿元，较上年同期多 14.7 亿元，主要系美凯龙租金收益下滑，投资性房地产公允价值下降较多；2) 综合毛利率下降，上半年公司毛利率为 4.2%，较上年同期下降 0.6 个百分点，毛利率较低的供应链业务收入占比提升 2.3 个百分点且供应链业务毛利率下降 0.3 个百分点。

建发房产利润高增，供应链经营业绩平稳。分业务看，上半年供应链业务贡献归母净利润 14.2 亿元，同比持平；建发房产贡献归母净利润 5.2 亿元，同比增长 50.0%；联发集团亏损 5.1 亿元，较上年同期多亏损 2.2 亿元，主要系其开发结转收入下降 33%，但期间费用上升 0.6 亿元；家居商场业务亏损 5.9 亿元，较上年同期多亏损 2.1 亿元，主要系投资性房地产公允价值下降 20.4 亿元。**开发业务销售投资表现亮眼。**上半年公司房地产开发业务销售额合计 829 亿元，同比增长 11.7%，其中建发房产销售额同比增长 7.3%，联发集团销售额同比增长 29.2%。拿地方面，上半年公司新增 24 宗优质项目，新增货值 1120 亿元，同比增长 63%，拿地强度达 70%。公司重点布局上海、北京、杭州、厦门、成都、南京等核心城市，上半年一二线城市拿地金额占比达 96%，截至 6 月底公司一二线城市权益土储货值占比较去年底提升 3.5 个百分点至 83%。

建发股份 (600153. SH)

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 30 日

当前股价：11.64 元

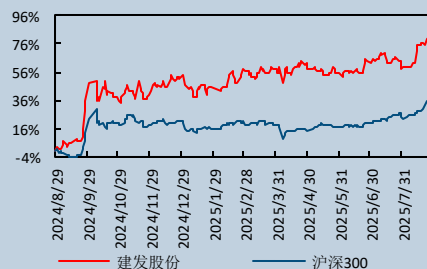
目标价格 6 个月：13.80 元

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
11.07/3.84	16.98/1.48	64.87/28.91
12 月最高/最低价 (元)		11.69/7.07
总股本 (万股)		289,953.86
流通 A 股 (万股)		289,953.86
总市值 (亿元)		337.51
流通市值 (亿元)		337.51
近 3 月日均成交量 (万)		1802.98
主要股东		
厦门建发集团有限公司		46.79%

股价表现

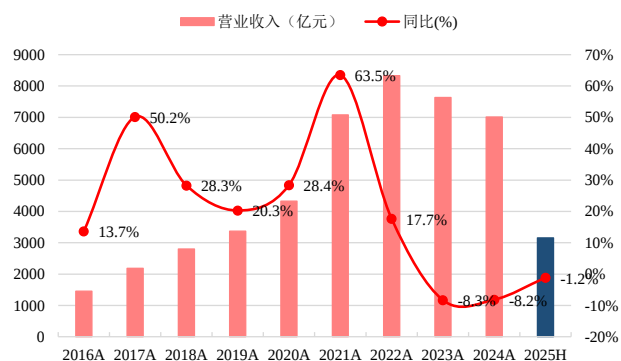


维持买入评级与目标价不变。公司今年以来开发业务销售逆势增长，投资业务提质增量。我们维持盈利预测不变，2025-2027 年 EPS 分别为 1.19/1.35/1.44 元，维持买入评级与目标价 13.80 元不变。

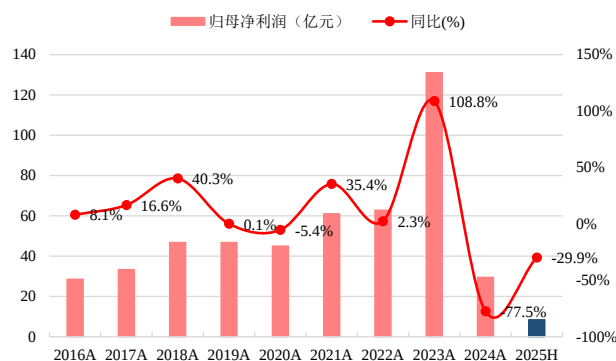
表 1:重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	763,678	701,296	746,770	775,545	794,460
YoY(%)	-8.30	-8.17	6.48	3.85	2.44
归母净利润(百万元)	13,104	2,946	3,458	3,912	4,176
YoY(%)	108.61	-77.52	17.38	13.14	6.75
毛利率(%)	4.36	5.87	5.70	5.50	5.36
归母净利率(%)	1.72	0.42	0.46	0.50	0.53
ROE(%)	18.85	4.09	4.64	5.06	5.20
EPS(摊薄/元)	4.52	1.02	1.19	1.35	1.44
P/E(倍)	2.58	11.46	9.76	8.63	8.08
P/B(倍)	0.60	0.60	0.57	0.55	0.52

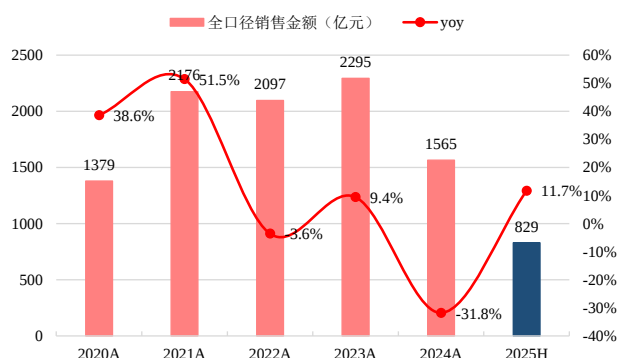
资料来源: ifind, 中信建投证券

图 1:上半年营收同比降低 1.2%


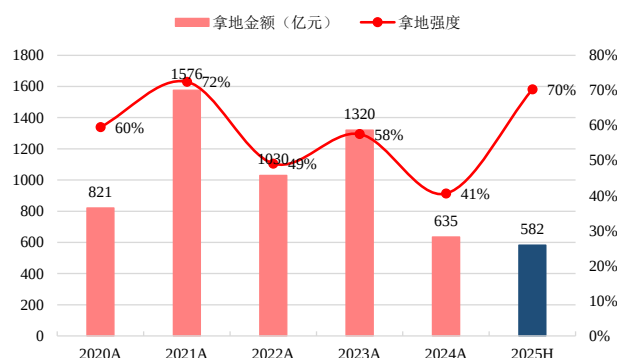
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:上半年归母净利润同比降低 29.9%


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3:上半年房地产销售金额同比增长 11.7%


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:上半年拿地强度上升至 70%


数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

1) 公司供应链运营业务商业模式为根据商品成交额并按照一定比例收取固定的费用，公司收入规模和盈利能力都有可能受到大宗商品价格变动冲击，公司积极拓展供应链业务品类和区域，但新品类和新区域都需要培育的过程，且过程中面临风险。此外，海外业务是公司供应链业务的重要组成，当前海外主要经济体面临衰退，俄乌战争也带来地缘政治风险，都有可能对公司业务造成影响。

2) 公司房地产业务板块由建发房产和联发集团两个主体运营，联发集团在三四线城市有较多存货，或对公司销售造成拖累，此外，尽管建发房产布局于核心城市的核心区域，在过去取得了优异的销售成绩，但这并不能代表未来。

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