

建发股份(600153)

报告日期: 2025年09月01日

现金流稳健提供安全垫, 地产改善蓄力弹性

——建发股份点评报告

事件: 公司公告 2025H1 中报
投资要点
□ 25H1 公司营业收入微降, 归母净利润受家居拖累较多

2025 年上半年, 公司实现营业收入 3,153.21 亿元, 同比下降 1.16%; 归母净利润 8.41 亿元, 同比下降 29.87%。其中:

- 1) 供应链运营业务实现营业收入 2678.45 亿元, 同比增长 1.62%; 实现归母净利润 14.20 亿元, 与上年同期基本持平。
- 2) 房地产业务分部实现营业收入 441.39 亿元, 同比下降 13.83%; 实现归母净利润 0.11 亿元。
- 3) 美凯龙商场租赁及运营业务的营业利润超 2 亿元; 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, 同时根据谨慎性原则计提的资产减值准备和信用减值准备合计超 1 亿元, 两项合计金额超 21 亿元, 美凯龙实现“归母净利润”为-20 亿元。综合股权比例因素后, 美凯龙为建发股份贡献的“归母净利润”为-5.90 亿元。

□ 现金充裕, 支撑现金分红, 稳健特质不变

25H1 公司供应链利润贡献稳定在 14.2 亿元, 同比基本持平。尽管红星美凯龙利润亏损同比多增 2.13 亿元, 但是主要由于投资性物业公允价值波动引起, 不影响现金流。美凯龙上半年经营活动产生的现金净流入为 2.02 亿元, 同比增加 10.23 亿元。建发股份 2025H1 经营性活动产生净现金 179 亿元, 好于 24H1-221 亿元。2025H1 中报现金净增加 112 亿元。我们认为, 公司现金充裕, 能够支撑公司 2025 年每股 0.7 元分红, 稳健特质不变, 安全边际较高。

□ 地产板块基本面弹性先于利润结算

2025H1 建发股份的房地产板块利润贡献从 2024H1 的 1.55 亿元下滑到 0.11 亿元。其中, 建发房产 25H1 归母净利润贡献 5.2 亿元, 同比+50%。联发集团 25H1 归母净利润亏损 5 亿元, 其中 2.32 亿存货减值(比 24 中报 6 亿存货减值显著减少)。先前重点推荐建发股份时, 我们提示关注联发集团 2025 年的基本面积极改善, 在中报中我们看到了相关印证:

- 销售改善: 全口径合同销售金额 134.07 亿元, 同比增长 29.19%, 权益销售金额 89.60 亿元, 同比增长 56.27%。

- 土储优化: 联发集团在一、二线城市的权益口径土地储备(未售口径)货值占比超 79%, 较 2024 年末提高 13.61 个百分点, 土储结构大幅改善。

- 提升产品力: 联发集团厦门“嘉悦里”二期首开当日去化超九成, 三期实现首开即罄, 连续 4 个月蝉联厦门岛外销售套数、面积、金额三冠王; 莆田“嘉和府”单盘销售金额及销售均价都位列莆田第一; 重庆“嘉和府”6 月首开去化九成以上, 当月位列重庆市销售金额前三。

我们认为, 联发集团基本面改善显著, 助推未来业绩改善逻辑不变。

□ 盈利预测与估值

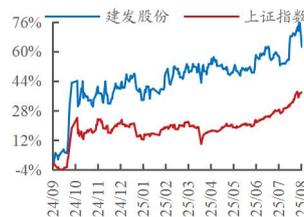
我们认为, 公司现金充裕, 维持 2025 年每股 0.7 元分红的的能力不变, 10-11 元股价对应 6-7% 的安全边际仍在。与此同时, 2025H1 联发集团地产链的边际改善在销售和土地储备方面均已显现。联发集团基本面出现积极改善将助力公司未来盈利弹性释放。由于地产结转业绩滞后销售, 所以地产的估值修复通常会先于业绩结转。考虑 2025 年中期红星美凯龙亏损超预期, 我们适度调整 25-27 年归母净利润, 但同时我们提示公司中报现金流韧性依旧, 对现金分红影响不大。我们维持建发股份“买入”评级。

□ 风险提示: 计提减值存在波动性, 红星美凯龙对公司短期业绩形成拖累。
投资评级: 买入(维持)
分析师: 杨凡

 执业证书号: S1230521120001
 yangfan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥10.80
总市值(百万元)	31,315.02
总股本(百万股)	2,899.54

股票走势图

相关报告

- 1 《反内卷+降息为盾, 地产链为矛》 2025.08.13
- 2 《重整旗鼓, 继续向前》 2025.01.21
- 3 《地产销售拿地亮眼, 高股息价值凸显》 2024.04.17

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	701,296	712,664	744,609	778,046
(+/-) (%)	-8.17%	1.62%	4.48%	4.49%
归母净利润	2,946	3,149	3,661	4,766
(+/-) (%)	-77.52%	6.89%	16.25%	30.19%
每股收益(元)	1.02	1.09	1.26	1.64
P/E	10.63	9.94	8.55	6.57

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	577,515	642,064	704,447	725,114
现金	95,867	109,450	126,428	136,014
交易性金融资产	1,234	1,236	1,436	1,636
应收账款	19,302	18,004	18,939	18,427
其它应收款	79,820	78,550	86,919	85,981
预付账款	23,797	43,809	45,780	47,843
存货	327,632	362,068	395,933	406,134
其他	29,862	28,946	29,012	29,080
非流动资产	190,352	197,128	204,094	210,245
金融资产类	2,495	2,495	2,495	2,495
长期投资	37,056	44,543	51,232	56,477
固定资产	9,787	11,568	13,679	15,114
无形资产	2,805	3,451	4,254	5,092
在建工程	612	594	576	559
其他	137,597	134,479	131,859	130,509
资产总计	767,867	839,193	908,541	935,359
流动负债	396,977	459,396	518,566	533,039
短期借款	10,566	30,566	31,066	31,566
应付款项	91,115	77,379	86,959	84,786
预收账款	794	855	868	920
其他	294,501	350,595	399,672	415,767
非流动负债	142,733	145,733	148,733	151,733
长期借款	68,866	71,866	74,866	77,866
其他	73,867	73,867	73,867	73,867
负债合计	539,709	605,128	667,299	684,772
少数股东权益	156,172	159,197	162,714	167,293
归属母公司股东权	71,986	74,867	78,528	83,294
负债和股东权益	767,867	839,193	908,541	935,359

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,213	5,321	29,002	18,834
净利润	5,820	6,174	7,178	9,345
折旧摊销	1,831	1,009	1,213	1,218
财务费用	4,853	4,848	5,655	5,780
投资损失	(2,190)	(1,853)	(1,936)	(2,023)
营运资金变动	(10,744)	(12,845)	10,466	1,091
其它	11,644	7,988	6,426	3,422
投资活动现金流	5,676	(9,623)	(9,868)	(6,968)
资本支出	(1,825)	(3,986)	(4,915)	(3,546)
长期投资	(1,559)	(3,689)	(3,389)	(3,945)
其他	9,060	(1,947)	(1,564)	523
筹资活动现金流	(17,390)	17,884	(2,155)	(2,280)
短期借款	953	20,000	500	500
长期借款	5,634	3,000	3,000	3,000
其他	(23,977)	(5,116)	(5,655)	(5,780)
现金净增加额	(305)	13,583	16,978	9,585

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	701,296	712,664	744,609	778,046
营业成本	660,099	673,979	704,309	736,050
营业税金及附加	3,408	3,563	3,723	3,890
营业费用	11,696	12,115	12,658	13,227
管理费用	2,758	2,851	2,978	3,112
研发费用	285	285	298	311
财务费用	4,400	2,931	3,466	3,252
资产减值损失	(6,291)	(3,000)	(2,000)	(1,500)
公允价值变动损益	(2,924)	(3,800)	(3,500)	(1,500)
投资净收益	1,841	1,853	1,936	2,023
其他经营收益	1,025	1,069	1,117	1,167
营业利润	11,108	11,874	13,803	17,971
营业外收支	131	0	0	0
利润总额	11,239	11,874	13,803	17,971
所得税	5,419	5,699	6,626	8,626
净利润	5,820	6,174	7,178	9,345
少数股东损益	2,874	3,025	3,517	4,579
归属母公司净利润	2,946	3,149	3,661	4,766
EBITDA	18,414	23,248	23,973	24,340
EPS (最新摊薄)	1.02	1.09	1.26	1.64

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-8.17%	1.62%	4.48%	4.49%
营业利润	2.01%	6.89%	16.25%	30.19%
归属母公司净利润	-77.52%	6.89%	16.25%	30.19%
获利能力				
毛利率	5.87%	5.43%	5.41%	5.40%
净利率	0.42%	0.44%	0.49%	0.61%
ROE	4.09%	4.21%	4.66%	5.72%
ROIC	2.29%	2.87%	2.86%	2.82%
偿债能力				
资产负债率	70.29%	72.11%	73.45%	73.21%
净负债比率	22.02%	25.49%	19.14%	16.00%
流动比率	1.45	1.40	1.36	1.36
速动比率	0.50	0.45	0.45	0.46
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.89	0.85	0.84
应收账款周转率	35.04	39.25	42.63	44.16
应付账款周转率	11.21	12.00	13.33	13.33
每股指标(元)				
每股收益	1.02	1.09	1.26	1.64
每股经营现金	3.87	1.84	10.00	6.50
每股净资产	24.83	25.82	27.08	28.73
估值比率				
P/E	10.63	9.94	8.55	6.57
P/B	0.44	0.42	0.40	0.38
EV/EBITDA	4.41	3.91	3.23	2.93

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>