

华发股份（600325.SH）

销售增长拿地谨慎，中期减值拖累业绩

优于大市

核心观点

上半年归母净利润-86%。2025H1，公司实现营业收入 382 亿元，同比+54%；归母净利润 1.7 亿元，同比-86%；归母净利率为 0.5%，同比下降 4.6pct。上半年增收不增利，一方面，公司结合市场情况 2025H1 计提存货跌价准备 14.4 亿元，资产和信用减值损失与公司总营收的比值合计为 4.0%，同比增加 3.8pct。另一方面，公司 2025H1 毛利率受市场下行影响，同比下降 2.6pct 至 14.2%，但销售管理财务费率合计同比下降 1.5pct 至 4.8%，与毛利率下降略有抵消。此外，公司 2025H1 归母净利润占净利润整体的比重为 23%，同比下降 50pct，主要受结转项目的权益结构变化影响。2025H1，公司每股派发现金红利 0.02 元，中期分红率 32%。

销售规模同比增长，审慎拿地盘活存量。2025H1，公司签约销售金额 502 亿元，同比+11%，行业排名第 11，稳居前列；销售面积 190 万^m²，同比+14%；通过收储、调规、土地置换等方式多措并举，盘活存量闲置资产，并审慎推动土地拓展工作。截至 2025H1 末，公司在建项目面积 670 万^m²，预收账款余额 683 亿元，预收楼款余额（含销项税）745 亿元，待结转资源仍算充沛。

探索多元业务布局，助力公司可持续发展。在做优地产开发主业的基础上，公司进一步提升商业和物业经营管理水平。2025H1，公司实现商业租金收入 4.0 亿元，同比+9%；物业服务收入为 9.4 亿元，同比+11%。截至 2025H1 末，公司物业管理合约面积和在管面积分别为 6320 万^m²和 5850 万^m²，出租房地产总面积 101 万^m²。

财务状况保持健康，融资成本持续降低。2025H1，公司经营性现金流净额 95 亿元，保持为正；融资成本为 4.76%，同比下降 46bp。截至 2025H1 末，公司剔除预收款的资产负债率为 63%，现金短债比为 1.34 倍，有息负债中的长期负债占比保持在八成以上，负债结构合理。

投资建议：综合考虑公司地产开发业务的结转资源规模及利润率水平，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2026 年收入分别为 654/607 亿元（原值为 613/662 亿元），2025-2026 年归母净利润分别为 6.3/8.8 亿元（原值为 10.9/12.9 亿元），对应每股收益分别为 0.23/0.32 元，对应当前股价 PE 分别为 22.9/16.6 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72,145	59,992	65,412	60,730	57,643
(+/-%)	21.9%	-16.8%	9.0%	-7.2%	-5.1%
归母净利润(百万元)	1838	951	634	876	1232
(+/-%)	-28.7%	-48.2%	-33.3%	38.1%	40.6%
每股收益(元)	0.67	0.35	0.23	0.32	0.45
EBIT Margin	8.8%	5.2%	4.9%	5.4%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	4.8%	3.1%	4.2%	5.7%
市盈率 (PE)	7.9	15.3	22.9	16.6	11.8
EV/EBITDA	50.7	92.2	94.9	84.0	75.9
市净率 (PB)	0.66	0.74	0.72	0.70	0.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.28 元
总市值/流通市值	14531/14531 百万元
52 周最高价/最低价	8.09/4.69 元
近 3 个月日均成交额	180.11 百万元

市场走势



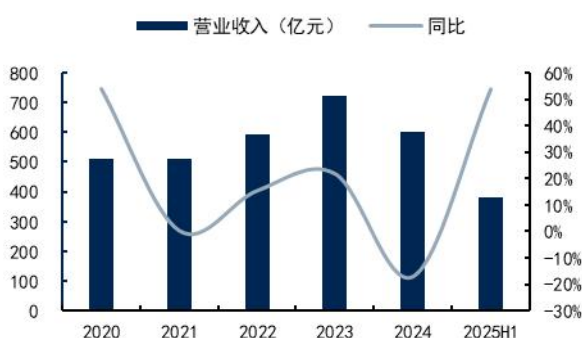
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华发股份（600325.SH）-营收下降利润承压，但销售排名持续提升》——2025-04-08
- 《华发股份（600325.SH）-归母净利润同比下降 34%，控股股东提供收储支持》——2024-09-03
- 《华发股份（600325.SH）-归母净利润受减值拖累，债务结构持续优化》——2024-05-08
- 《华发股份（600325.SH）-业绩平稳销售高增，控股股东持续助力》——2023-11-01

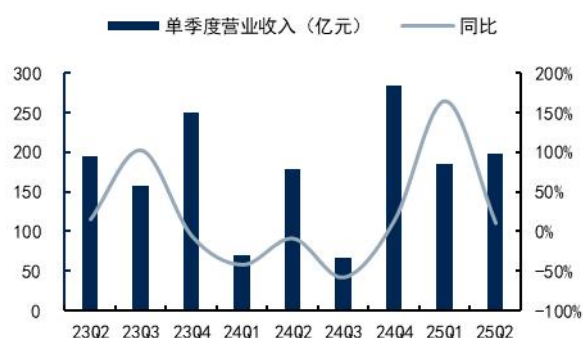
上半年归母净利润-86%。2025H1，公司实现营业收入 382 亿元，同比+54%；归母净利润 1.7 亿元，同比-86%；归母净利率为 0.5%，同比下降 4.6pct。上半年增收不增利，一方面，公司结合市场情况 2025H1 计提存货跌价准备 14.4 亿元，资产和信用减值损失与公司总营收的比值合计为 4.0%，同比增加 3.8pct。另一方面，公司 2025H1 毛利率受市场下行影响，同比下降 2.6pct 至 14.2%，但销售管理财务费率合计同比下降 1.5pct 至 4.8%，与毛利率下降略有抵消。此外，公司 2025H1 归母净利润占净利润整体的比重为 23%，同比下降 50pct，主要受结转项目的权益结构变化影响。2025H1，公司每股派发现金红利 0.02 元，中期分红率 32%。

图1：公司历年营业收入及同比



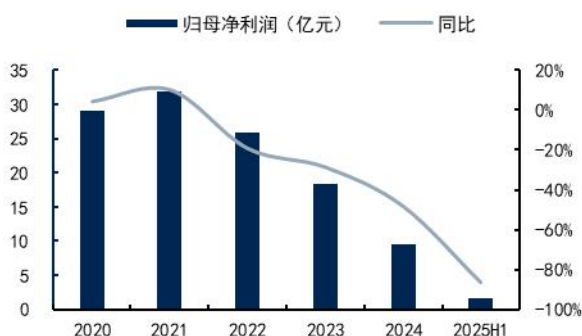
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比



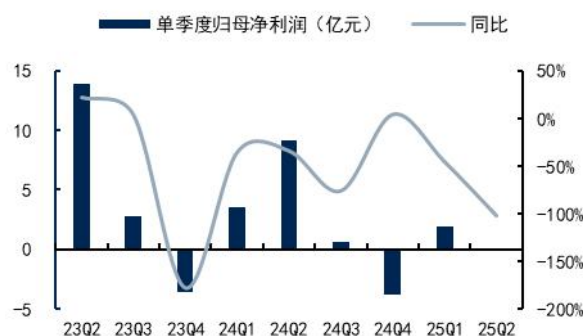
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司历年归母净利润及同比



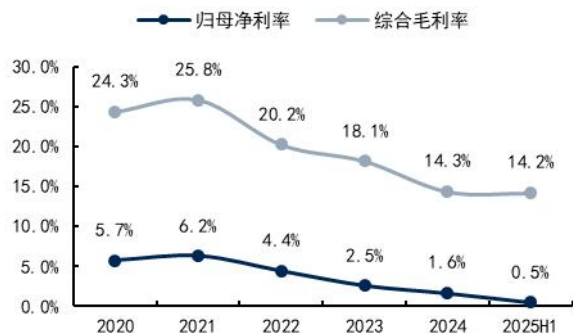
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司历年归母净利润率及毛利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度归母净利润率及毛利率



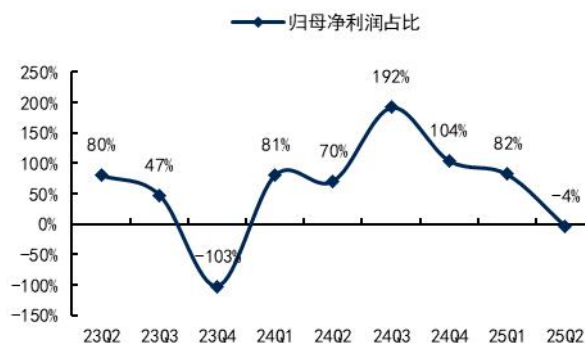
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司历年归母净利润占净利润整体的比重



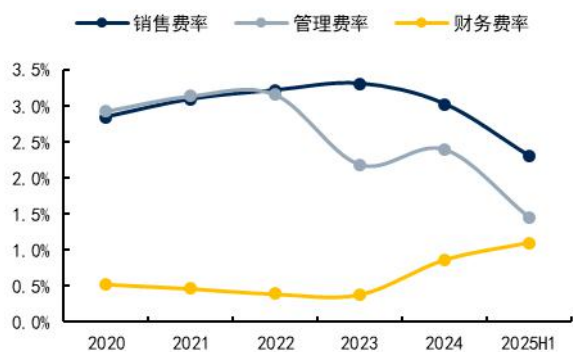
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润占净利润整体的比重



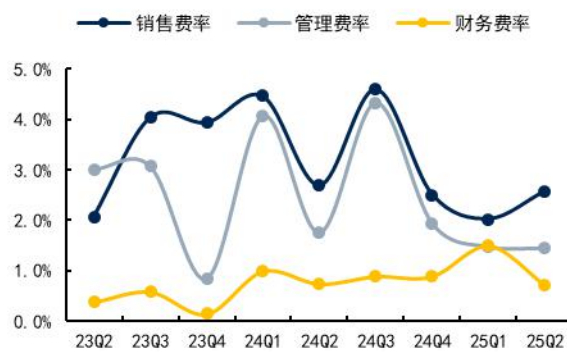
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司历年销售/管理/财务费率



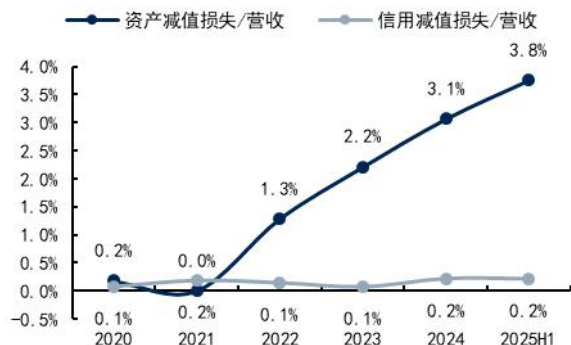
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度销售/管理/财务费率



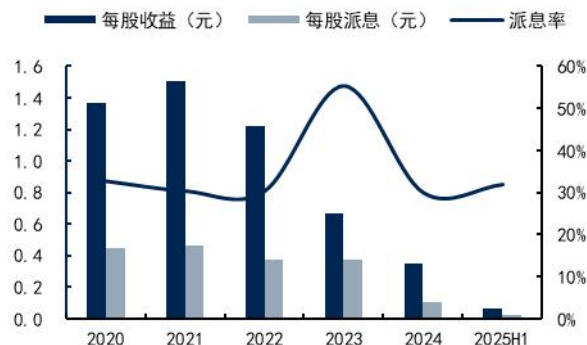
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年资产/信用减值损失与营收的比值



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

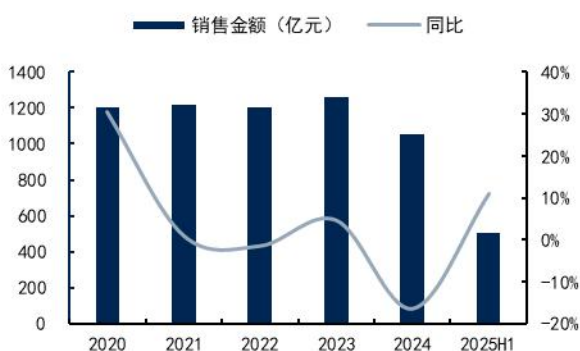
图12: 公司历年派息率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

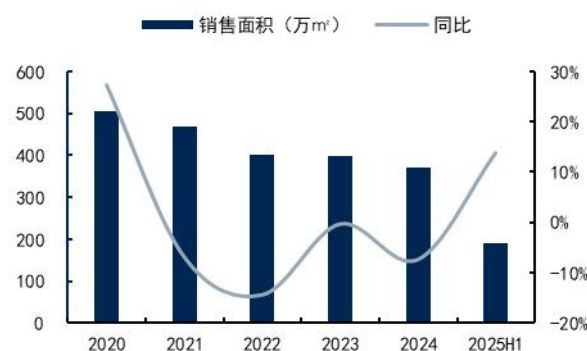
销售规模同比增长，审慎拿地盘活存量。2025H1，公司签约销售金额 502 亿元，同比+11%，行业排名第 11，稳居前列；销售面积 190 万 m^2 ，同比+14%；通过收储、调规、土地置换等方式多措并举，盘活存量闲置资产，并审慎推动土地拓展工作。截至 2025H1 末，公司在建项目面积 670 万 m^2 ，预收账款余额 683 亿元，预收楼款余额（含销项税）745 亿元，待结转资源仍算充沛。

图13: 公司历年销售金额及同比



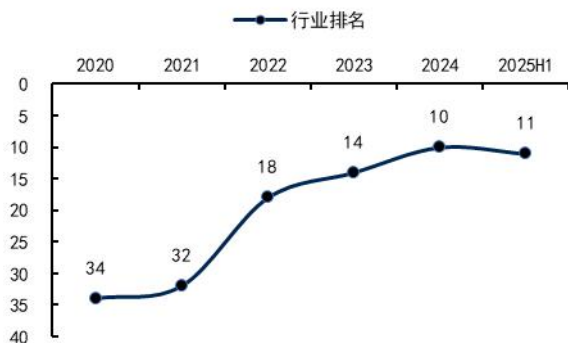
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年销售面积及同比



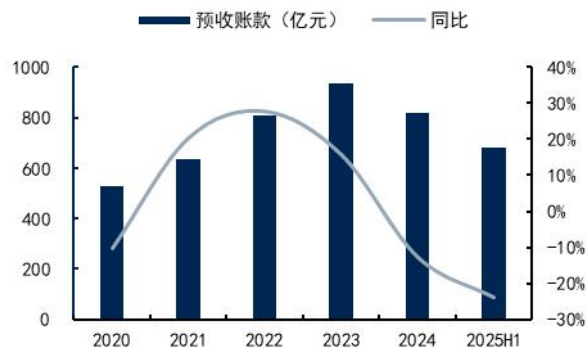
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年销售额行业排名



资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年预收账款及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

探索多元业务布局, 助力公司可持续发展。在做优地产开发主业的基础上, 公司进一步提升商业和物业经营管理水平。2025H1, 公司实现商业租金收入 4.0 亿元, 同比+9%; 物业服务收入为 9.4 亿元, 同比+11%。截至 2025H1 末, 公司物业管理合约面积和在管面积分别为 6320 万 m^2 和 5850 万 m^2 , 出租房地产总面积 101 万 m^2 。

财务状况保持健康, 融资成本持续降低。2025H1, 公司经营性现金流净额 95 亿元, 保持为正; 融资成本为 4.76%, 同比下降 46bp。截至 2025H1 末, 公司剔除预收款的资产负债率为 63%, 现金短债比为 1.34 倍, 有息负债中的长期负债占比保持在八成以上, 负债结构合理。

图17: 公司历年融资成本



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司历年经营性现金流净额



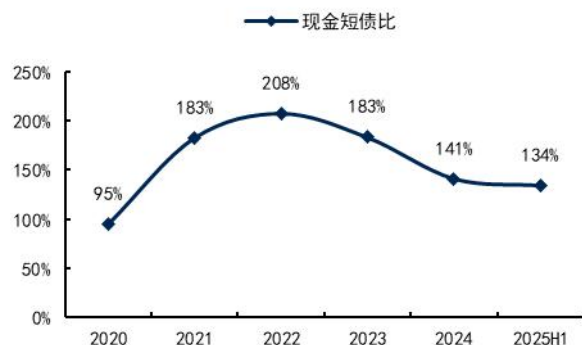
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司历年剔除预收款的资产负债率



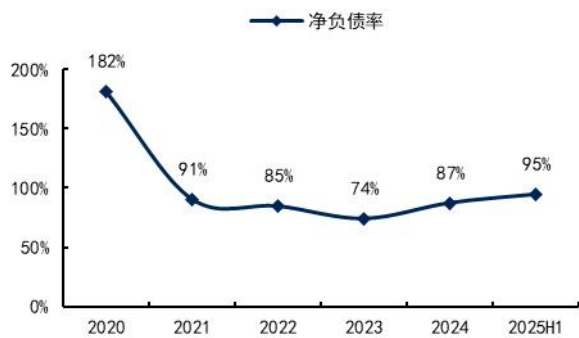
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司历年现金短债比



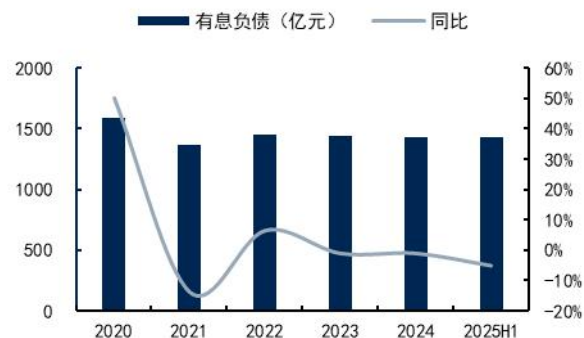
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历年净负债率



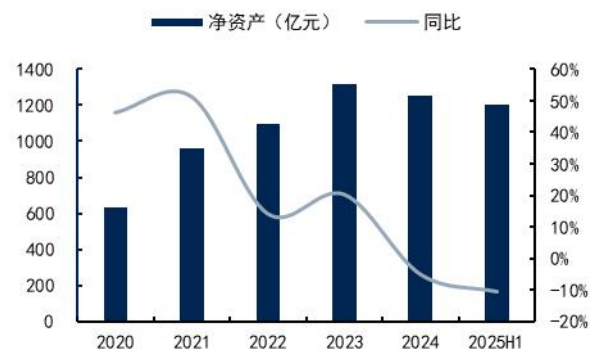
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司历年有息负债及同比



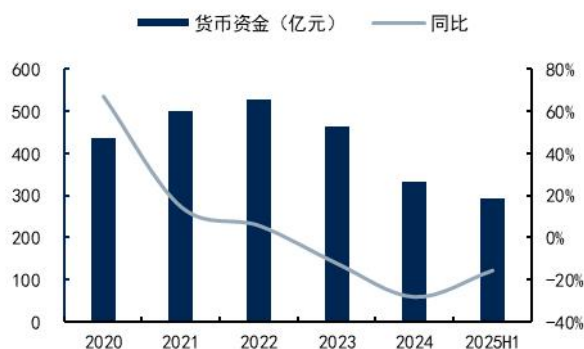
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司历年净资产及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司历年货币资金及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：综合考虑公司地产开发业务的结转资源规模及利润率水平，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2026 年收入分别为 654/607 亿元（原值为 613/662 亿元），2025-2026 年归母净利润分别为 6.3/8.8 亿元（原值为 10.9/12.9 亿元），对应每股收益分别为 0.23/0.32 元，对应当前股价 PE 分别为 22.9/16.6 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	46320	33206	33206	45712	52926	营业收入	72145	59992	65412	60730	57643
应收款项	3015	3221	3512	3260	3095	营业成本	59061	51404	56254	51924	48996
存货净额	275032	247950	263935	235504	221446	营业税金及附加	2746	2241	2443	2268	2153
其他流动资产	62690	64607	70443	65402	62077	销售费用	2383	1813	1977	1835	1742
流动资产合计	387106	349034	371146	349928	339594	管理费用	1485	1358	1460	1357	1289
固定资产	5100	5310	8296	11419	14501	研发费用	89	79	86	80	76
无形资产及其他	475	483	464	445	425	财务费用	274	512	1333	1208	795
投资性房地产	33772	37442	37442	37442	37442	投资收益	281	968	968	968	968
长期股权投资	25246	28025	28025	28025	28025	资产减值及公允价值变动	(603)	(1487)	(1500)	(1200)	(1000)
资产总计	451699	420295	445374	427259	419987	其他收入	(68)	(166)	(86)	(80)	(76)
短期借款及交易性金融负债	25268	23521	31391	23521	23521	营业利润	5807	1980	1327	1826	2560
应付款项	41250	29078	33592	32382	30449	营业外净收支	66	(18)	(18)	(18)	(18)
其他流动负债	132245	122404	133764	123146	115856	利润总额	5873	1962	1308	1807	2541
流动负债合计	198764	175002	198747	179049	169825	所得税费用	2408	557	372	513	722
长期借款及应付债券	103478	101868	101868	101868	101868	少数股东损益	1627	453	302	418	587
其他长期负债	17758	18437	19115	19794	20473	归属于母公司净利润	1838	951	634	876	1232
长期负债合计	121236	120305	120983	121662	122341	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	320000	295307	319730	300710	292166	净利润	1838	951	634	876	1232
少数股东权益	109523	105244	105455	105748	106158	资产减值准备	835	246	118	124	201
股东权益	22177	19744	20188	20801	21663	折旧摊销	211	262	331	488	651
负债和股东权益总计	451699	420295	445374	427259	419987	公允价值变动损失	603	1487	1500	1200	1000
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	274	512	1333	1208	795
每股收益	0.67	0.35	0.23	0.32	0.45	营运资本变动	(23787)	199	(5441)	22699	9205
每股红利	0.37	0.10	0.07	0.10	0.13	其它	70844	12755	94	168	209
每股净资产	8.06	7.17	7.34	7.56	7.87	经营活动现金流	50544	15900	(2764)	25555	12500
ROIC	2%	1%	1%	1%	1%	资本开支	0	0	(4915)	(4915)	(4915)
ROE	8%	5%	3%	4%	6%	其它投资现金流	21	(1)	0	0	0
毛利率	18%	14%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(69492)	(23382)	(4915)	(4915)	(4915)
EBIT Margin	9%	5%	5%	5%	6%	权益性融资	(12)	9794	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	5%	6%	7%	负债净变化	(571)	(2632)	0	0	0
收入增长	22%	-17%	9%	-7%	-5%	支付股利、利息	(1018)	(286)	(191)	(263)	(370)
净利润增长率	-29%	-48%	-33%	38%	41%	其它融资现金流	17096	(17508)	7870	(7870)	0
资产负债率	95%	95%	95%	95%	95%	融资活动现金流	13905	(13549)	7680	(8133)	(370)
股息率	7.0%	2.0%	1.3%	1.8%	2.5%	现金净变动	(6512)	(13114)	0	12506	7214
P/E	7.9	15.3	22.9	16.6	11.8	货币资金的期初余额	52832	46320	33206	33206	45712
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	46320	33206	33206	45712	52926
EV/EBITDA	50.7	92.2	94.9	84.0	75.9	企业自由现金流	0	2678	(7740)	20609	7366
						权益自由现金流	0	(17461)	(824)	11874	6797

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032