

2026年04月22日

建发国际集团 (01908.HK)

投资评级：买入（首次）

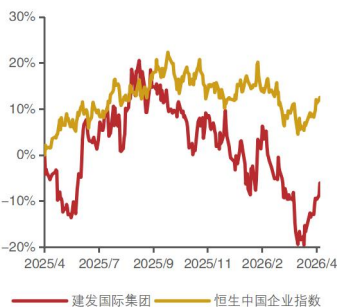
——国资赋能稳健成长，高质量结转支撑业绩企稳

证券分析师

邓力
SAC: S1350525070006
dengli@jzsec.com
陈颖
SAC: S1350525110002
chenying02@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月21日

收盘价 (港元)	14.72
一年内最高/最低 (港元)	19.19/12.52
总市值 (百万港元)	32,975.07
流通市值 (百万港元)	32,975.07
资产负债率 (%)	73.89

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **国资背景赋能与市场化机制并行，产品力优势突出。**建发国际集团是建发房地产集团的控股子公司，其背后实控人厦门建发集团为厦门国资委旗下综合投资企业，国资股东占绝对控股地位，同时内部实行市场化管理机制，兼具国资信用与运营效率。公司产品品质行业领先，交付满意度长期稳居行业第一梯队。2017-2024年，凭借聚焦高能级城市的土储布局，叠加上色产品力和国企背景加持，公司合约销售金额从101亿元增长至1335亿元，对应年复合增速45%，行业销售排名提高54名至第7，为2025年TOP10房企中排名跃升最快的企业。
- **业绩受行业周期影响，历史包袱或已大幅减轻。**2017-2023年，公司营收和归母净利润复合年增长率分别达86%和58%，主要反映2015-2021年合同销售高速增长在报表端的滞后释放。进入2024-2025年，受房地产行业调整影响，公司归母净利同比均有所下滑。2025年，公司实现营收1368亿元，同比-4%；归母净利润36.5亿元，同比-24%，利润下滑主因营收下滑、开发项目结转净利润及合联营投资收益下降，同时营销费用增加，结转项目权益比下降。公司采取审慎存货减值政策，2022-2025年累计减值172亿元，历史包袱或已大幅减轻。
- **销售韧性突出，逆周期补仓推动土储结构持续优化。**2025年，公司全口径销售金额1220亿元，同比-9%，优于百强房企平均降幅（-20%），销售规模稳居行业第七，37个城市的市占率位列当地前十。投资端，公司坚持“流动性优先、兼顾利润率”的拿地策略，2025年拿地金额654亿元，同比+18%，对应新增全口径货值1304亿元，同比+29%，拿地强度达54%，较2024全年提升12pct，新增土储货值约82%位于一二线城市，在市场调整期逆势积极补充优质土储。截至2025年末，公司土储可售货值约2217亿元，其中2022年及之后拿地的项目货值占比达83%，土储资产结构持续优化，有望为未来销售与业绩回升提供重要支撑。
- **融资成本持续下行，财务保持稳健。**公司融资成本近年持续下降，存量有息负债平均融资成本由2022年末的4.33%降至2025年末的3.15%，创历史新低。截至2025年末，公司主要有息负债为737亿元，其中股东借款388亿元、银行借款385亿元，股东借款以长期借款为主；公司核心财务指标稳健：剔除预收账款后资产负债率60.9%、净负债率34.8%、现金短债比3.60倍，三道红线维持绿档，手持现金充裕。
- **盈利预测与评级：**建发国际集团凭借国资背景加持、核心城市布局与出色的产品力，在行业调整期持续扩大市场份额，稳健的财务结构与高质量的土储资源有望为未来业绩提供良好的可见性与韧性支撑。我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为34.73亿元、36.98亿元和38.68亿元，对应4月21日收盘价的PE为8.3、7.8、7.4倍，2026年PB(MRQ)为0.96倍。我们选取土储布局跟公司比较接近的绿城中国、滨江集团、招商蛇口作为可比公司，2026年平均PB(MRQ)约为0.83倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：母公司支持力度变化风险；房地产行业复苏不及预期；新获取项目利润兑现度不及预期。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	142,986	136,789	125,254	118,395	115,350
同比增长率 (%)	6.4%	-4.3%	-8.4%	-5.5%	-2.6%
归母净利润 (百万元)	4,804	3,651	3,473	3,698	3,868
同比增长率 (%)	-4.6%	-24.0%	-4.9%	6.5%	4.6%
每股收益 (元/股)	2.38	1.58	1.55	1.65	1.73
ROE (%)	12.8%	8.7%	7.9%	8.1%	8.1%
市盈率 (P/E)	4.78	8.63	8.28	7.77	7.43

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

注：以上预测数据基于港元兑人民币汇率假设（1HKD=0.87RMB）测算。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。