

建发股份(600153)

报告日期: 2026年04月28日

## 低谷已过, 静待修复

### ——建发股份点评报告

#### 投资要点

□ **核心观点:** 我们认为, 虽然建发股份的主营三项业务(供应链+地产+家居卖场)均处于周期行业, 但建发股份各项业务在行业内都做到了龙头地位, 有较强的竞争壁垒。公司在2025年年报中对地产和美凯龙业务依照市场情况进行了相应的计提减值。尽管减值幅度较大, 但是主要是会计变化, 对公司经营性现金流并无影响。我们认为周期底部充分的计提减值, 即为公司在行业周期磨底阶段守住盈利下限, 也为周期修复时打开了业绩弹性。基于我们对建发股份的深度报告分析《涅槃在即》, 我们认为建发股份在2026-2028年会先后经历1)美凯龙减少拖累、2)联发集团结算利润开始好转; 3)供应链随宏观经济逐步修复, 从而实现业绩的逐步修复。

#### □ 三项主营业务未来三年怎么看?

基于我们在深度报告《涅槃在即》中搭建的建发股份研究框架和跟踪指标, 我们认为市场对建发股份经营方面的改善在建发股份2025年报和美凯龙一季报中已经得到一定的体现。

**1) 我们认为美凯龙的业绩拖累告一段落:** 我们认为建发系国资入主美凯龙以后, 美凯龙的核心矛盾已从债务危机转为经营改善。我们认为家居卖场和商场模式有显著的不同, 家居卖场具有“低客流高客单”的特点, 如何将客户的建材消费留存到卖场中, 需要更多维的客户服务。根据美凯龙公告, 公司正从“家居建材卖场”向“家消费”主题混合业态的战略转型, 通过引入高端电器、整装设计、生活餐饮等体验业态, 重塑空间价值。我们认为美凯龙的减值是有据可依的, 自营商场的出租率、单平米租金、股东的战略支持, 共同决定了是否还有进一步的减值风险。2025年美凯龙共计计提减值230+亿元。受收益法影响, 投资性房地产减值的主要原因在于对未来美凯龙租金增长预期的变化, 此次减值是采取了管理层审慎的租金判断(未来租金收入难以迅速反弹)。我们认为此次减值后的美凯龙投资性房地产体现了较为公允的资产价值, 未来减值风险显著降低。美凯龙2026Q1净利润0.55亿元, 2025年同期-5.96亿元; 归母净利润0.48亿元, 去年同期-5.13亿元。公司在商场数量收缩的背景下, 单体经营质量提升、公允价值损失收敛及费用端刚性压降共同推动业绩触底回升。

**2) 建发房产稳健持续, 联发房产利空出尽:** 2025年建发房产和联发房产存货跌价准备分别计提减值41.5亿元和71亿元。我们预计如果按可售货值来算, 公司此次减值后“老库存”的可售货值占比会进一步压降。建发房产以中高端房地产项目为主, 灯塔项目获得市场认可, 土地储备布局聚焦一线城市+杭州和成都, 土地储备优质。与之相比, 我们认为联发集团反转潜力更大, 联发集团整体货值不高因此转型也更容易。2025年联发集团在核心城市积极补充货值, 并推出“新澍”系列产品, 针对年轻人提供低总价小户型的好房子, 2025年表现不俗。2025年联发集团计提减值较为充分, 我们认为是利好信号。根据公司公告“为应对市场下行, 为加快资金回笼, 子公司联发集团紧跟市场, 调整销售策略并加大库存去化力度, 采取了“以价换量”等措施, 导致部分历史项目出现售价与成本倒挂”, 联发集团产生大幅计提减值是为了将存货转为现金。我们认为房地产市场未来结构性修复的可能性更大, 加速去化老旧库存有助于提前止损。我们在《涅槃在即》报告中复盘了存货所在城市房价走势, 我们认为计入2025年底之后部分城市价格下跌开始出现收敛, 联发集团在2025-2026年陆续结算完历史低毛利项目之后, 有望迎来利润好转。

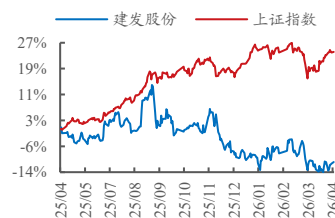
#### 投资评级: 买入(维持)

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

#### 基本数据

收盘价	¥9.00
总市值(百万元)	26,095.85
总股本(百万股)	2,899.54

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《涅槃在即》2025.11.06
- 2 《现金流稳健提供安全垫, 地产改善蓄力弹性》2025.09.01
- 3 《反内卷+降息为盾, 产业链为矛》2025.08.13

**3) 供应链盈利稳健, 出海规模持续增长:** 建发股份的 2024-2025 年归母净利润约为 30 亿元左右。2025 年公司供应链海外业务销售规模 140 亿美元, 同比 +37%。虽然市场更关注建发股份供应链业务的周期性, 但是我们认为其业务已从简单的模式变为集物流、信息、金融等综合服务。宏观经济向好, PPI 回升, 货量周转和价格回升对供应链来说是利润增长的加速器。在周期磨底时, 公司供应链的龙头地位+持续出海+综合服务给公司供应链的利润和现金流奠定较好的基础盘。

#### □ 关于分红

市场认为建发股份分红可能会因为财务上的减值影响而减少或者归零。我们认为公司分红情况和经营性现金流的关联度更高, 而美凯龙的大额计提减值对建发股份的现金流量表无实质影响(详见《涅槃在即》)。公司公布的 2026-2028 年的股东回报计划内容和 2023-2025 年相同, 回溯公司上市以来分红表现 2005-2024 年平均股利支付率为 35%, 我们认为 2026 年公司会延续分红。

#### □ 盈利预测和投资建议

综上所述, 我们认为建发股份三项业务“最差时期”已过, 公司 Alpha 在向好有助于公司 2026-28 年业绩企稳修复, 而行业 Beta 修复(如有)则有可能放大公司利润增速。我们预计建发股份 2026-2028 年三年归母净利润分别为 33、43、48 亿元, 对应 2026 年 EPS 为 1.14 元, 我们给予公司 2026 年 11 倍 PE 估值, 目标价为 12.50 元。

风险提示: 1) 美凯龙出租率和租金修复斜率还需跟踪; 2) 联发集团和建发房产协同情况还需跟踪; 3) 大宗商品价格修复情况还需跟踪。

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	671270.43	689053.81	708526.66	729637.55
(+/-) (%)	-4.28%	2.65%	2.83%	2.98%
归母净利润	-10814.73	3295.87	4346.52	4825.47
(+/-) (%)	—	—	31.88%	11.02%
每股收益(元)	-3.73	1.14	1.50	1.66
P/E	—	7.92	6.00	5.41

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>566,005</b>	<b>563,499</b>	<b>573,470</b>	<b>577,995</b>
现金	92,610	100,653	125,678	126,880
交易性金融资产	2,010	2,012	2,212	2,412
应收账款	23,305	22,568	20,937	20,354
其它应收款	75,262	81,689	79,698	86,497
预付账款	25,182	26,169	26,896	27,726
存货	314,699	298,171	285,784	281,832
其他	32,937	32,237	32,265	32,295
<b>非流动资产</b>	<b>167,119</b>	<b>175,390</b>	<b>180,165</b>	<b>185,586</b>
金融资产类	1,788	1,788	1,788	1,788
长期投资	39,849	44,974	48,133	51,826
固定资产	9,927	11,693	12,648	13,462
无形资产	3,063	3,737	4,403	4,935
在建工程	1,518	1,473	1,429	1,386
其他	110,973	111,726	111,766	112,190
<b>资产总计</b>	<b>733,124</b>	<b>738,889</b>	<b>753,635</b>	<b>763,580</b>
<b>流动负债</b>	<b>399,119</b>	<b>397,032</b>	<b>401,825</b>	<b>400,859</b>
短期借款	20,297	21,297	26,297	26,797
应付款项	109,958	104,480	104,712	103,230
预收账款	687	689	709	730
其他	268,177	270,566	270,107	270,103
<b>非流动负债</b>	<b>149,638</b>	<b>152,638</b>	<b>155,638</b>	<b>158,638</b>
长期借款	80,667	83,667	86,667	89,667
其他	68,971	68,971	68,971	68,971
<b>负债合计</b>	<b>548,757</b>	<b>549,669</b>	<b>557,463</b>	<b>559,496</b>
少数股东权益	122,964	126,259	130,606	135,431
归属母公司股东权益	<b>61,404</b>	<b>62,960</b>	<b>65,567</b>	<b>68,652</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>733,124</b>	<b>738,889</b>	<b>753,635</b>	<b>763,580</b>

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,589</b>	<b>20,501</b>	<b>29,047</b>	<b>10,143</b>
净利润	(28,094)	6,592	8,693	9,651
折旧摊销	2,329	1,384	1,455	1,773
财务费用	3,631	6,940	5,815	5,328
投资损失	(45)	(1,792)	(1,842)	(1,897)
营运资金变动	<b>(7,080)</b>	<b>1,464</b>	<b>9,547</b>	<b>(10,089)</b>
其它	40,849	5,913	5,379	5,377
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,146)</b>	<b>(7,778)</b>	<b>(4,467)</b>	<b>(5,373)</b>
资本支出	(2,914)	(4,443)	(2,950)	(3,378)
长期投资	<b>(1,825)</b>	<b>(5,082)</b>	<b>(3,359)</b>	<b>(3,893)</b>
其他	(8,408)	1,747	1,842	1,897
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,034)</b>	<b>(4,680)</b>	<b>446</b>	<b>(3,568)</b>
短期借款	9,731	1,000	5,000	500
长期借款	<b>11,801</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>
其他	(23,567)	(8,680)	(7,554)	(7,068)
<b>现金净增加额</b>	<b>(3,181)</b>	<b>8,043</b>	<b>25,025</b>	<b>1,202</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>671,270</b>	<b>689,054</b>	<b>708,527</b>	<b>729,638</b>
营业成本	633,922	654,216	672,403	693,139
营业税金及附加	3,172	3,170	3,188	3,210
营业费用	11,909	11,714	11,691	11,674
管理费用	2,256	2,412	2,126	2,189
研发费用	414	413	425	438
财务费用	3,570	4,625	3,802	2,815
资产减值损失	(15,050)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
公允价值变动损益	(25,594)	(45)	0	0
投资净收益	(294)	1,792	1,842	1,897
其他经营收益	1,023	1,034	1,063	1,094
<b>营业利润</b>	<b>(25,429)</b>	<b>9,367</b>	<b>12,369</b>	<b>13,737</b>
营业外收支	(4)	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>(25,432)</b>	<b>9,417</b>	<b>12,419</b>	<b>13,787</b>
所得税	2,662	2,825	3,726	4,136
<b>净利润</b>	<b>(28,094)</b>	<b>6,592</b>	<b>8,693</b>	<b>9,651</b>
少数股东损益	(17,279)	3,296	4,347	4,825
<b>归属母公司净利润</b>	<b>(10,815)</b>	<b>3,296</b>	<b>4,347</b>	<b>4,825</b>
EBITDA	9,805	20,547	21,712	22,354
EPS (最新摊薄)	(3.73)	1.14	1.50	1.66

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.28%	2.65%	2.83%	2.98%
营业利润	—	—	32.05%	11.06%
归属母公司净利润	—	—	31.88%	11.02%
<b>获利能力</b>				
毛利率	5.56%	5.06%	5.10%	5.00%
净利率	-1.61%	0.48%	0.61%	0.66%
ROE	-17.61%	5.23%	6.63%	7.03%
ROIC	2.33%	3.69%	3.75%	3.70%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.85%	74.39%	73.97%	73.27%
净负债比率	42.00%	38.79%	28.73%	28.75%
流动比率	1.42	1.42	1.43	1.44
速动比率	0.49	0.52	0.57	0.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.89	0.94	0.95	0.96
应收账款周转率	31.68	30.67	33.90	36.91
应付账款周转率	9.52	9.00	9.47	9.73
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-3.73	1.14	1.50	1.66
每股经营现金	4.00	7.07	10.02	3.50
每股净资产	21.18	21.71	22.61	23.68
<b>估值比率</b>				
P/E	—	7.92	6.00	5.41
P/B	0.42	0.41	0.40	0.38
EV/EBITDA	10.63	4.84	3.80	3.79

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>