

华发股份 (600325.SH)

毛利率短期承压，资产减值拖累业绩

事件: 2026年4月24日，公司发布2025年年度报告。

销售规模收缩26%，仍位居克而瑞百强房企前列。2025年公司实现销售额785.6亿元，yoy-25.5%，销售排名位居克而瑞百强房企第十一；实现销售面积299.8万方，yoy-18.9%（克而瑞数据）；对应销售均价约26204元/平，yoy-8.1%。2024、2025公司连续两年当期销售回款率超100%；当期经营性现金流净额198.89亿元，资金链始终保持安全可控。

拿地延续谨慎、收拢策略，为公司未来发展储备动能。2025年公司全口径共获取项目4个，其中成都/杭州/武汉2/1/1个。公司当期总拿地金额62亿元，yoy-34%；总拿地建面33万平，yoy-2%；对应拿地均价18816元/平，yoy-32.7%；权益比47%，yoy+13pct。公司拿地偏谨慎一则存量去化是短期主要方向，二则公司土地投资已全面收拢至高能级核心城市，公司新增项目拿地成本尚可，为未来去化流速的确定性与利润结转的盈利空间提供了一定的安全底座。另一方面，需注意公司合作开发规模较大，虽合作方以国企和央企为主。此外，公司在广州、武汉、苏州等城市获取8个轻资产代建项目，有助于带来新业绩增量。

上市以来首现亏损，未来随着优质项目结转，业绩有望逐步企稳。2025年华发股份实现营业收入834.26亿元，yoy+38.85%；实现归母净利润-94.96亿元，同比由盈转亏，降幅达1095.54%；房地产开发业务毛利率10.05%，yoy-4.26pct；物业服务毛利率15.64%，yoy-0.77pct。业绩大幅亏损主要原因如下：1、结算项目结构叠加降价促销等手段导致开发业务毛利率较低；2、计提资产减值准备57.30亿元、信用减值7.36亿元，主要源于存货跌价、联合营公司投资减值及投资性房地产公允价值下降，直接拖累利润；3、由于2025年新获取项目数量减少，利息资本化减少，导致费用化财务利息支出达16.43亿元，同比激增221%；4、公司积极盘活存量资产，回笼现金，部分土地收储业务产生亏损；5、受整体房地产市场行情影响，公司部分投资性房地产的公允价值预期下降。因年度可供分配利润为负，公司2025年度不派发现金红利、不送红股、不以公积金转增股本。我们认为，在行业整体下行环境中，开发商的存货计提减值压力和毛利率压力较大，一方面促使上层更加重视房地产和房企，另一方面亏损并非经营失速的信号，公司及时释放资产负债表的压力利于主动优化资产结构、有效清理历史包袱、保障公司长期高质量发展，未来随着优质项目结转，业绩有望逐步企稳。

投资建议: 维持“买入”评级。1、公司具有国资背景，大股东支持力度高，流动性保持充裕；2、近年利润率较高的地块将进入结转周期，对业绩有托底作用。考虑到目前行业下行环境，我们调整业绩预测，预计公司2026/2027/2028年营收分别为650.0/617.5/555.8亿元；归母净利润为-29.7/1.9/5.9亿元；对应的EPS为-1.08/0.07/0.21元/股。

风险提示: 政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期，模型假设和测算误差风险，定增发行存在不确定性。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	60,085	83,426	65,000	61,750	55,575
增长率 yoy (%)	-16.7	38.8	-22.1	-5.0	-10.0
归母净利润(百万元)	954	-9,496	-2,966	185	592
增长率 yoy (%)	-48.1	-1,095.5	68.8	106.2	219.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.35	-3.45	-1.08	0.07	0.21
净资产收益率(%)	4.8	-100.5	-45.8	2.8	8.2
P/E(倍)	9.9	—	—	50.8	15.9
P/B(倍)	0.5	1.0	1.5	1.4	1.3

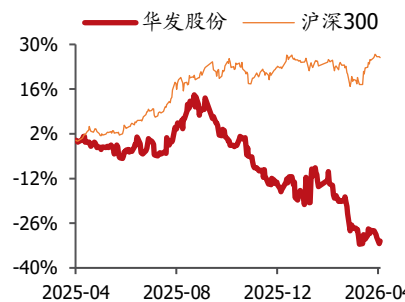
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年04月28日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04月28日收盘价(元)	3.42
总市值(百万元)	9,412.36
总股本(百万股)	2,752.15
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	38.08

股价走势



作者

分析师	金晶
执业证书编号:	S0680522030001
邮箱:	jinjing3@gszq.com
分析师	周卓君
执业证书编号:	S0680523070006
邮箱:	zhouzhuojun@gszq.com

相关研究

- 《华发股份(600325.SH): 定增预计募集不超过30亿元, 大股东全额认购展现强力支持》 2026-02-06
- 《华发股份(600325.SH): 前海冰雪世界即将开业, 可转债落地后有望加力拿地》 2025-09-10
- 《华发股份(600325.SH): 25H1 释放压力大幅计提减值, 销售同比增长11%跑赢行业》 2025-08-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	349112	288721	264883	250751	232227
现金	33220	28075	29380	28896	20455
应收票据及应收账款	1584	2344	1672	1644	1476
其他应收款	1700	3734	2333	2320	2124
预付账款	1860	1486	1188	1257	1222
存货	247951	191007	163801	149803	140058
其他流动资产	62799	62075	66509	66831	66892
非流动资产	71265	67121	69198	71145	73435
长期投资	28025	21579	22549	23538	24625
固定资产	5234	7709	7287	6936	6584
无形资产	483	458	424	392	353
其他非流动资产	37522	37376	38937	40279	41871
资产总计	420377	355842	334081	321896	305662
流动负债	175066	139008	130120	129429	125409
短期借款	3480	10996	13250	15280	17106
应付票据及应付账款	29105	25820	19827	16723	13610
其他流动负债	142480	102192	97043	97427	94693
非流动负债	120305	107471	97721	86021	73151
长期借款	79382	63132	53382	41681	28811
其他非流动负债	40923	44339	44339		
负债合计	295371	246478	227841	215450	198559
少数股东权益	105244	99919	99763	99783	99849
股本	2752	2752	2752	2752	2752
资本公积	1421	1136	1136	1136	1136
留存收益	15586	5750	2782	2967	3559
归属母公司股东权益	19762	9445	6477	6662	7254
负债和股东权益	420377	355842	334081	321896	305662

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	15906	19889	15210	14960	8150
净利润	1407	-9745	-3122	206	657
折旧摊销	483	487	595	596	597
财务费用	776	1806	4048	3587	3040
投资损失	-890	426	-195	-153	-77
营运资金变动	13348	17757	12857	10127	3635
其他经营现金流	782	9159	1027	597	298
投资活动现金流	-23382	-14572	-2359	-2186	-2508
资本支出	-10306	-7187	48	-25	-19
长期投资	-13307	-7772	-2602	-2315	-2566
其他投资现金流	232	387	195	153	77
筹资活动现金流	-5420	-10267	-11544	-13258	-14084
短期借款	3017	7516	2255	2029	1826
长期借款	-2632	-16250	-9750	-11700	-12870
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-2298	-285	0	0	0
其他筹资现金流	-3507	-1248	-4048	-3587	-3040
现金净增加额	-12898	-4953	1305	-484	-8442

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	60085	83426	65000	61750	55575
营业成本	51490	76129	59381	54630	48894
营业税金及附加	2241	2146	1495	1359	1278
营业费用	1813	1684	1300	1173	1056
管理费用	1358	1221	845	803	722
研发费用	79	68	52	49	45
财务费用	512	1643	3532	3047	2509
资产减值损失	-1840	-5730	-1146	-802	-602
其他收益	36	29	35	30	27
公允价值变动收益	354	-1139	122	207	306
投资净收益	968	-426	195	153	77
资产处置收益	4	0	1	1	1
营业利润	1983	-7466	-2399	277	879
营业外收入	58	39	30	29	26
营业外支出	76	42	33	31	28
利润总额	1965	-7470	-2402	274	876
所得税	558	2275	720	69	219
净利润	1407	-9745	-3122	206	657
少数股东损益	453	-249	-156	21	66
司净利润					
EBITDA	1938	-3773	1726	3918	3983
EPS (元/股)	0.35	-3.45	-1.08	0.07	0.21

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-16.7	38.8	-22.1	-5.0	-10.0
营业利润(%)	-65.8	-476.4	67.9	111.6	217.1
归属母公司净利润(%)	-48.1	-1095.5	68.8	106.2	219.5
获利能力					
毛利率(%)	14.3	8.7	8.6	11.5	12.0
净利率(%)	1.6	-11.4	-4.6	0.3	1.1
ROE(%)	4.8	-100.5	-45.8	2.8	8.2
ROIC(%)	0.4	-2.4	0.7	1.2	1.2
偿债能力					
资产负债率(%)	70.3	69.3	68.2	66.9	65.0
净负债比率(%)	74.5	89.7	84.1	75.3	72.4
流动比率	2.0	2.1	2.0	1.9	1.9
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	42.4	42.5	32.4	37.3	35.7
应付账款周转率	1.5	2.8	2.6	3.0	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	-3.45	-1.08	0.07	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	5.78	7.23	5.53	5.44	2.96
每股净资产(最新摊薄)	7.18	3.43	2.35	2.42	2.64
估值比率					
P/E	9.9	—	—	50.8	15.9
P/B	0.5	1.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	56.2	-29.1	57.2	22.9	21.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com