


公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月04日

基础数据

04月30日收盘价(元)	3.46
总市值(亿元)	95.22
总股本(亿股)	27.52

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证地产】华发股份 2025 年三季报点评：业绩有所承压，销售表现好于百强房企整体-2025.11.04

【兴证地产】华发股份 2025 年半年报点评：逐步释放历史包袱，积极盘活存量资产，销售排名稳居前列-2025.08.29

【兴证地产】华发股份 2025 年一季报点评：营收高增，利润承压，销售表现亮眼-2025.05.04

分析师：靳璐瑜

 S0190520080003
 jinluyu@xyzq.com.cn

分析师：洪波

 S0190523040002
 hongbo@xyzq.com.cn

华发股份(600325.SH)

2025 年年报&2026 年一季报点评：短期业绩压力得到释放，大股东锁价定增持续支持发展

投资要点：

- **2025 年营收大幅度增长，归母净利润受多重因素影响有所亏损。**2025 年，公司实现营业收入 834.26 亿元，同比+38.85%；归母净利润亏损 94.96 亿元。**归母净利润大幅亏损的主要原因为：**1) **毛利率下降：**2025 年公司毛利率受房地产开发毛利率下降及土地收储业务影响降至 8.7%，同比下降 5.6 个百分点。2) **资产减值损失：**2025 年公司资产减值损失 57.3 亿元，同比多损失 38.9 亿元；信用减值损失 7.4 亿元，同比多损失 6.1 亿元。3) **公允价值变动损失：**2025 年公司投资性房地产的公允价值预期下降，使得公允价值变动净收益为-11.4 亿元，同期为 3.5 亿元。4) **投资净收益转负：**2025 年公司投资净收益为-4.26 亿元，同期为 9.68 亿元。2026 年第一季度公司营业收入 40.38 亿元，同比-78.18%；归母净利润亏损 9.46 亿元。主要原因为营收大幅度下降的同时，毛利率同步下降，2026 年第一季度公司毛利率 3.76%，同比下降 5.09 个百分点。
- **销售规模位居前列，“科技+”好房子领跑产品优势。**2025 年公司实现全口径销售金额 785.6 亿元，同比-25.5%。根据克而瑞数据统计，2025 年公司全口径销售金额行业排名为第 11 名，稳居克而瑞中国房地产百强企业前列。2025 年全年销售中有 81% 的销售额由 4 个一线城市、杭州、成都、南京、西安、武汉 5 个重点二线城市及大本营珠海贡献。其中，珠海销售金额与面积稳居全市榜首，整体市场占有率约 48%。2026 年一季度公司实现全口径销售金额 102.1 亿元，同比-65.4%，有所承压。
- **聚焦核心城市获取优质土地，存量资产盘活取得突破。**根据中指数据统计，2025 年公司拿地总金额约为 85.8 亿元，拿地力度约 10.9%，权益比例约 67.8%，同比下降约 3.9 个百分点。拿地城市结构上，拿地金额占比以成都（约 42%）、珠海（约 40%）为主，2025 年新增土储已全面收拢至高能级核心城市。截至 2025 年底，公司的总土储（待开发+在建）面积共 883.9 万方。分城市能级来看，一二线面积占比合计 74.0%。公司全年通过用地收储、调规变性的方式实现 4 个资产盘活，回笼资金 57 亿元。深圳前海冰雪世界 7 宗商业用地成为深圳单笔最大金额的专项债收储项目。2026 年第一季度公司在上海新增拿地 1 宗，成交总价 19.38 亿元，拿地力度约 19.0%，权益比例 44.87%。
- **融资渠道畅通，大股东锁价定增持续支持发展。**2025 年，公司先后获取 100 亿元中期票据、78.2 亿元公司债等多笔大额融资批文，定向可转债以 2.70% 的下限利率实现低成本发行，3 年期信用债最低发行利率降至 2.9%。2026 年 2 月，公司拟向控股股东华发集团定向增发 A 股股票，募集资金总额不超过 30 亿元，发行价格 4.21 元/股。2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额达 198.89 亿元，持续保持正向流入。同时，公司剔除预收账款的资产负债率为 64.54%，负债指标持续优化。2024、2025 连续两年当期销售回款率超 100%。
- **重塑资产经营管理体系，推动商业物业提质增效。**1) **商业板块：**全年实现租金收入 8.78 亿元，同比+11.9%。在管商业面积约 201 万方，年度客流量 8542 万人次，较上年增长 24%。2) **前海华发冰雪世界：**自 2025 年 9 月底启幕以来，开业 3 个月即实现营收超 1.6 亿。2026 年第一季度实现营收超 1.7 亿。截至 4 月中旬，总客流量突破 205 万人次，其中全球最大的室内雪场共计接待超 77 万人次。3) **物业服务：**2025 年营业收入 19.32 亿元，同比增长 15.4%，在管面积超 5948 万方，合约面积 6456 万方。

- **投资建议：**华发股份 2025 年销售规模保持行业前列，积极盘活存量闲置资产；定向可转债完成发行，大股东锁价定增持续支持发展。我们调整公司 2026-2027 年 EPS 的预测至-1.11 元、0.13 元，以 2026 年 4 月 30 日收盘价计算，对应的 2027 年 PE 为 26.9 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**需求端政策力度、销售改善不及预期，销售利润率不确定性。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	83426	72884	58466	57478
同比增长	38.8%	-12.6%	-19.8%	-1.7%
归母净利润（百万元）	-9496	-3054	354	511
同比增长	-1,095.5%	67.8%	111.6%	44.5%
毛利率	8.7%	9.6%	10.4%	10.8%
ROE	-100.5%	-47.2%	5.3%	7.3%
每股收益（元）	-3.45	-1.11	0.13	0.19
市盈率	—	—	26.9	18.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	288721	300783	272798	276324
货币资金	28075	46669	44034	35427
交易性金融资产	24	26	26	28
应收票据及应收账款	2344	1853	1323	1092
预付款项	1486	1651	1216	1222
存货	191007	185512	161461	173794
其他	65785	65072	64739	64762
非流动资产	67121	69504	69138	68378
长期股权投资	21579	23079	23129	23129
固定资产	7709	7658	7404	6910
在建工程	599	659	709	709
无形资产	458	447	440	397
商誉	0	0	0	0
其他	36777	37661	37457	37234
资产总计	355842	370288	341936	344702
流动负债	139008	161345	129659	131975
短期借款	10996	9996	10496	11496
应付票据及应付账款	25820	27327	20398	20399
其他	102192	124023	98765	100080
非流动负债	107471	103294	106328	106378
长期借款	63132	62132	64132	63132
其他	44339	41163	42196	43246
负债合计	246478	264640	235987	238353
股本	2752	2752	2752	2752
未分配利润	4435	1379	1571	1798
少数股东权益	99919	99182	99238	99333
股东权益合计	109364	105648	105950	106349
负债及权益合计	355842	370288	341936	344702

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	-9496	-3054	354	511
折旧和摊销	487	693	689	796
营运资金的变动	17757	20840	-7800	-11485
经营活动产生现金流量	19889	22702	-4655	-8209
资本支出	-7187	-537	-142	-7
长期投资	-7772	-2512	-138	10
投资活动产生现金流量	-14572	-3238	-146	45
债权融资	-3409	4412	3534	1050
股权融资	2661	0	0	0
融资活动产生现金流量	-10267	-868	2169	-441
现金净变动	-4953	18593	-2635	-8607

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	83426	72884	58466	57478
营业成本	76129	65922	52383	51283
税金及附加	2146	2156	1654	1651
销售费用	1684	1714	1310	1309
管理费用	1221	1260	959	960
研发费用	68	72	54	54
财务费用	1643	961	792	846
投资收益	-426	-144	176	78
公允价值变动收益	-1139	4	9	10
信用减值损失	-736	-152	-145	-200
资产减值损失	-5730	-3467	-820	-469
营业利润	-7466	-2926	557	818
营业外收支	-4	-9	-7	-8
利润总额	-7470	-2935	550	810
所得税	2275	856	140	204
净利润	-9745	-3791	410	606
少数股东损益	-249	-737	57	95
归属母公司净利润	-9496	-3054	354	511
EPS(元)	-3.45	-1.11	0.13	0.19

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	38.8%	-12.6%	-19.8%	-1.7%
营业利润增长率	-476.4%	60.8%	119.0%	46.8%
归母净利润增长率	-1,095.5%	67.8%	111.6%	44.5%
盈利能力				
毛利率	8.7%	9.6%	10.4%	10.8%
归母净利率	-11.4%	-4.2%	0.6%	0.9%
ROE	-100.5%	-47.2%	5.3%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	69.3%	71.5%	69.0%	69.1%
流动比率	2.08	1.86	2.10	2.09
速动比率	0.25	0.32	0.37	0.29
营运能力				
资产周转率	21.5%	20.1%	16.4%	16.7%
每股资料(元)				
每股收益	-3.45	-1.11	0.13	0.19
每股经营现金	7.23	8.25	-1.69	-2.98
估值比率(倍)				
PE	—	—	26.9	18.6
PB	1.0	1.5	1.4	1.4

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	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	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn