

公司研究 | 点评报告 | 华发股份 (600325.SH)

集团大力支持，业绩压力持续释放 ——华发股份 2025A&2026Q1 点评

报告要点

1) 短期来看，行业仍在探底阶段，公司谨慎投资、盘活存量资产是理性选择；2) 中长期来看，行业供给格局优化，公司有望立足珠海大本营，深耕核心城市，扎实投资，实现有品质的销售；3) 公司努力提质增效，注重股东回报，积极回购，有效将股东利益与管理层利益紧密结合；向大股东定增，彰显集团对上市公司的大力支持；4) 公司围绕巩固地产开发板块、加快商业运营板块、物业服务板块协同发力，构建地产+商业+物业“三驾马车”齐头并进，第二增长曲线重点突破的全新发展格局。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



薛梦莹

SAC: S0490520120002

华发股份 (600325.SH)

2026-05-07

集团大力支持，业绩压力持续释放

——华发股份 2025A&2026Q1 点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 年营收 834.3 亿(+38.8%); 归母净利润亏损 95.0 亿(去年同期盈利 9.5 亿), 综合毛利率 8.7%(-5.6pct), 2025 年不派发现金红利。2026Q1 归母业绩亏损 9.5 亿(去年同期盈利 1.9 亿)。

事件评论

- 毛利率下滑、大幅计提减值等因素拖累业绩表现。** 2025 年公司营收 834.3 亿(+38.8%), 收入高增主因开发业务结算资源集中释放, 但归母净利润却亏损 95.0 亿, 收入与利润明显背离, 主因: 1) 综合毛利率同比下降 5.6pct 至 8.7%, 其中开发业务毛利率同比下降 4.3pct 至 10.05%; 2) 利息资本化金额下降, 费用化利息支出同比增长 59.6%至 20.4 亿; 3) 投资净收益为亏损 4.3 亿(去年同期盈利 9.7 亿); 4) 部分投资性房地产公允价值预期下降, 公允价值变动净收益为亏损 11.4 亿(去年同期盈利 3.5 亿); 5) 大幅计提减值严重拖累业绩表现, 资产与信用减值 64.7 亿(去年同期计提 19.7 亿)。截至 2025 年底, 公司账上预收款 439.2 亿元(-46.3%), 预收款/开发收入=0.60X, 未来结算收入料将承压, 毛利率底部震荡, 减值压力持续释放, 对后期业绩维持审慎展望。
- 销售规模仍居行业前列, 投资策略以审慎拿地、盘活存量为主。** 2025 年公司销售额 785.6 亿元(-25.5%), 行业排名第 11 位(数据源自克而瑞), 全年销售中有 81%由 4 大一线城市、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; 公司在珠海销售额稳居榜首, 市占率 48%, 在南京、无锡销售排名分别为第 2、第 3 位, 头部地位持续巩固。拿地角度, 2025 年公司在成都、杭州拿地, 全口径拿地金额 70.5 亿, 拿地额/销售额=9.0%, 行业探底阶段投资拿地保持高度审慎, 仍以盘活存量资产为主, 公司全年通过收储、调规变性的方式盘活 4 个资产, 回笼资金 57 亿。截至 2025 年底, 公司未竣工土储约 884 万方(-27.1%), 投资审慎、积极盘活存量的策略下, 土储逐渐趋薄。
- 积极回购增强股东信心, 向大股东定增彰显集团支持。** 公司努力提质增效, 2025 年综合融资成本 4.88%, 同比下降 0.34pct。公司注重股东回报, 积极回购股份, 将股东利益与管理层利益紧密结合, 截至 2025 年 10 月 28 日, 公司已完成股份回购计划, 集中竞价交易方式累计回购 5874 万股(占当时总股本 2.13%), 回购均价 5.28 元/股, 支付总额 3.1 亿元。2026 年 2 月公司公告向特定对象(大股东华发集团)发行股票募资, 集团认购金额不超过 30 亿元, 已获珠海市国资委批复, 彰显集团对上市公司的大力支持。
- 投资建议:** 1) 短期来看, 行业仍在探底阶段, 公司谨慎投资、盘活存量资产是理性选择; 2) 中长期来看, 行业供给格局优化, 公司有望立足珠海大本营, 扎实投资, 实现有品质的销售; 3) 公司努力提质增效, 注重股东回报, 积极回购, 有效将股东利益与管理层利益紧密结合; 向大股东定增, 彰显集团对上市公司的大力支持; 4) 公司围绕巩固地产开发板块、加快商业运营板块、物业服务板块协同发力, 构建地产+商业+物业“三驾马车”齐头并进, 第二增长曲线重点突破的全新发展格局。预测 2026-2028 年公司归母净利润-2.4/3.4/7.6 亿元, 2027-2028 年业绩对应 PE 为 28.7/12.9X, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1、市场销售延续弱势, 公司销售规模下滑;
- 2、销售不畅导致资金链趋紧, 核心城市拿地量不及预期。

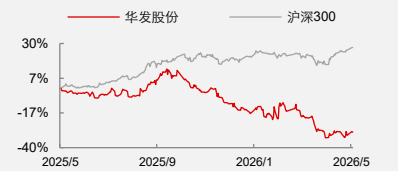
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	3.56
总股本(万股)	275,215
流通A股/B股(万股)	275,215/0
每股净资产(元)	3.12
近12月最高/最低价(元)	5.74/3.33

注: 股价为 2026 年 5 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《减值拖累业绩, 后期经营仍需努力——华发股份 2025 季报点评》2025-11-07
- 《减值拖累业绩, 中期现金分红注重股东回报——华发股份 2025 中报点评》2025-08-17
- 《收入增长, 盈利能力下滑拖累业绩表现——华发股份 2025Q1 点评》2025-05-06


 更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、市场销售延续弱势，公司销售规模下滑：市场需求持续疲弱，销售承压，公司销售规模恐会继续下滑。
- 2、销售不畅导致资金链趋紧，核心城市拿地量不及预期：销售下滑导致回款下降，资金趋紧，补货力度较弱。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	83426	71599	69942	68923	货币资金	28075	31297	30827	35701
营业成本	76129	64739	63189	62046	交易性金融资产	24	34	44	44
毛利	7297	6859	6753	6877	应收账款	2340	1845	1664	1513
%营业收入	9%	10%	10%	10%	存货	191007	178012	172724	168970
营业税金及附加	2146	1841	1799	1773	预付账款	1486	1264	1264	1241
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他流动资产	65789	65639	65760	65912
销售费用	1684	1504	1469	1447	流动资产合计	288721	278089	272283	273380
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	21579	22079	22379	22579
管理费用	1221	1048	1024	1009	投资性房地产	30873	31723	32383	32863
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	7709	7535	7325	6900
研发费用	68	59	57	56	无形资产	458	443	428	418
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	1643	1594	1518	1403	递延所得税资产	3582	3582	3582	3582
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他非流动资产	2920	3026	3129	3126
加: 资产减值损失	-5730	-1820	-980	-580	资产总计	355842	346477	341509	342849
信用减值损失	-736	-343	-130	-120	短期贷款	10996	11996	12996	13996
公允价值变动收益	-1139	255	265	280	应付款项	25770	21580	21063	20682
投资收益	-426	501	560	689	预收账款	478	410	401	395
营业利润	-7466	-564	629	1486	应付职工薪酬	219	194	202	199
%营业收入	-9%	-1%	1%	2%	应交税费	813	698	682	672
营业外收支	-4	72	74	74	其他流动负债	100731	99863	98421	97539
利润总额	-7470	-492	703	1560	流动负债合计	139008	134741	133765	133483
%营业收入	-9%	-1%	1%	2%	长期借款	63132	61532	60332	59332
所得税费用	2275	-140	200	443	应付债券	27000	24000	20000	21000
净利润	-9745	-352	504	1117	递延所得税负债	291	291	291	291
归属于母公司所有者的净利润	-9496	-239	341	757	其他非流动负债	17049	17054	17059	17064
少数股东损益	-249	-114	162	360	负债合计	246478	237617	231446	231168
EPS (元)	-3.48	-0.09	0.12	0.28	归属于母公司所有者权益	9445	9055	10096	11354
					少数股东权益	99919	99805	99967	100327
现金流量表 (百万元)					股东权益	109364	108860	110064	111681
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	355842	346477	341509	342849
经营活动现金流净额	19889	12207	7590	7074					
取得投资收益收回现金	378	501	560	689	基本指标				
长期股权投资	6446	-500	-300	-200		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-7187	-614	-612	-312	每股收益	-3.48	-0.09	0.12	0.28
其他	-14209	-626	-423	-213	每股经营现金流	7.23	4.44	2.76	2.57
投资活动现金流净额	-14572	-1239	-775	-36	市盈率	—	—	28.70	12.94
债券融资	4513	-3000	-4000	1000	市净率	1.23	1.08	0.97	0.86
股权融资	2661	0	0	0	EV/EBITDA	—	53.31	31.92	24.59
银行贷款增加(减少)	-8734	-600	-200	0	总资产收益率	-2.7%	-0.1%	0.1%	0.2%
筹资成本	-7287	-4006	-3794	-3670	净资产收益率	-100.5%	-2.6%	3.4%	6.7%
其他	-1421	10	10	5	净利率	-11.4%	-0.3%	0.5%	1.1%
筹资活动现金流净额	-10267	-7596	-7984	-2665	资产负债率	69.3%	68.6%	67.8%	67.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-4951	3373	-1170	4374	总资产周转率	0.21	0.20	0.20	0.20

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。