

## 建发股份 (600153.SH)

增持 (维持)

### 经营货量稳健增长, 计提减值轻装上阵

周期/交通运输  
目标估值: NA  
当前股价: 9.45 元

公司 2025 年营业收入同比下滑 4.3%至 6713 亿元, 受联发集团及美凯龙大额资产减值计提影响, 归母净利润同比转亏至-108 亿元, 扣非归母净利润同比转亏至-57 亿元; 公司 26Q1 营业收入同比下滑 2.5%至 1401 亿元, 主要系受益于家居板块同比扭亏, 归母净利润同比增加 20.1%至 7 亿。

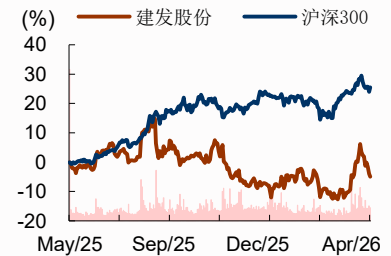
#### 基础数据

总股本 (百万股)	2900
已上市流通股 (百万股)	2900
总市值 (十亿元)	27.4
流通市值 (十亿元)	27.4
每股净资产 (MRQ)	21.2
ROE (TTM)	-17.4
资产负债率	77.7%
主要股东	厦门建发集团有限公司
主要股东持股比例	46.79%

□ **供应链: 25 年经营货量稳健增长, 26Q1 受行情扰动利润承压。** 25 年板块实现营业收入/归母净利润分别为 5083 亿元/32.6 亿元, 分别较上年同比-0.1%/-7%。具体看: (1) 核心品类货量稳中有升, 经营货量同比增长约 3%至 2.3 亿吨, 其中钢材/农产品/纸浆纸张经营货量分别较上年同比增长约 7%/13%/6%; (2) 分产品看, 冶金原材料/农林产品/其他实现营业收入分别为 2472/1564/1047 亿元, 分别较上年-3.4%/-2%/+12.2%, 实现毛利润分别为 48.9/20.2/41 亿元, 分别较上年同比+24.9%/-10.4%/-19.6%。2026Q1 公司供应链板块实现营业收入/归母净利润 1319 亿元/7.56 亿元, 分别较上年同期+2%/-10.8%, 主要系浆纸业务板块受行情波动影响, 经营利润较上年同期下降。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-8	-2
相对表现	6	-17	-26



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **房地产: 25 年板块业绩受存货跌价准备增加影响转亏, 26Q1 业绩在毛利率回升带动下亏损规模收窄。** 2025 年房地产板块实现营业收入/归母净利润分别为 1564 亿元/-69 亿元, 分别较上年同比下滑 15%/减少 73 亿元。具体看: (1) 房地产板块营收下滑主要是滞后反应销售规模的收缩; (2) 归母净利润下滑明显主要是因为计提减值明显增加。25 年建发房产和联发集团分别计提存货跌价准备 42 亿元/71 亿元, 较上年分别增加 4 亿元/50 亿元, 另 25 年整体毛利率同比上升 1pct 至 14%; (3) 归母利润分公司结构上, 其中建发房产贡献归母净利润为 20 亿元; 联发集团贡献归母净利润为-89 亿元。2026Q1 公司房地产板块实现营业收入/归母净利润分别为 67 亿元/-0.6 亿元, 分别较上年同期下滑 48%/增加 0.3 亿元。具体看: (1) 房地产板块营收下滑主要是滞后反映销售规模的收缩; (2) 归母净利润亏损收窄部分是因为毛利率回升。26Q1 毛利率较 25Q1 增加 10pct 至 20%。

#### 相关报告

- 《建发股份 (600153) —收购建发房产股权, 高分红计划凸显高股息属性》2024-12-30
- 《建发股份 (600153) —撤销配股计划或利好估值修复, 静待行业景气度转暖》2024-11-12

□ **房地产板块子公司建发国际及联发集团加快新货补货, 25 年权益口径拿地力度分别提升至 56%/72%, 有望推动公司销售额规模及利润更快回升。** 具体分建发国际和联发集团来看: (1) 25 年建发国际实现全口径销售额 1220 亿元, 同比-9%, 据克而瑞数据, 26M1-4 母公司建发房产实现全口径销售额 380 亿元, 同比-11%; 25 年子公司全口径拿地金额 654 亿元, 同比+18%; 25 年子公司全口径/权益口径拿地力度分别为 54%/56%, 同比分别+12pct/+13pct; (2) 25 年联发集团实现全口径销售额 258 亿, 同比-2%; 据克而瑞数据, 26M1-4 联发集团实现全口径销售 88 亿, 同比+14%; 25 年子公司全口径拿地金额 134 亿元, 同比-4%; 25 年子公司全口径/权益口径拿地力度分别为 52%/72%, 同比分别-1pct/+26pct。

王春环 S1090524060003  
wangchunhuan@cmschina.com.cn  
张瑜玲 S1090525060006  
zhangyuling2@cmschina.com.cn  
赵可 S1090513110001  
zhaoke@cmschina.com.cn  
李盛天 S1090524080003  
lishengtian@cmschina.com.cn

□ **家居商场运营: 25 年板块业绩受投资性房地产公允价值变动损失明显增加影响, 26Q1 板块业绩由亏转盈, 公允价值变动损失减少明显。** 2025 年业绩主要受美凯龙出租率下滑和投资性房地产公允价值变动损失增加影响。2025 年实现收入及归母净利润分别为 66 亿/-71 亿元, 分别同比较上年下滑 16%/减少 62 亿元, 具体看: (1) 收入下滑主要是因为家具零售需求较弱背景下公

司通过减免租金等方式稳商留商，以及公司主动调整品类布局；（2）归母净利润亏损幅度扩大，主要是因为公允价值变动损失增加明显。25 年美凯龙投资性房地产公允价值变动损失 234 亿元，较上年增加 214 亿元。基于美凯龙当前归母净资产（截止 25 年末 225 亿元）已接近公司收购其股权时估值（210 亿元），判断公司当前投资性房地产公允价值调整幅度或已相对充分。26Q1 公司家居板块实现收入/归母净利润分别为 15 亿元/0.1 亿元，分别同比较上年同比下滑 4%/增加 1.8 亿元；其中投资性房地产公允价值变动损失为 0.5 亿元，较 25 年同期收缩 4.3 亿元。

□ **投资建议：**考虑到供应链板块有望受益于经济回暖释放利润弹性，房地产板块加快补货推动销售与利润回升，家居板块业绩已实现由亏转盈，建议关注公司各业务板块复苏带来的价值重估机会。我们预计公司 2026-28 年归母净利润分别为 18.1/28.1/38 亿元，当期股价对应 2026-28 年 P/E 分别为 15.2/9.7/7.2 倍，维持公司“增持”评级。

□ **风险提示：**大宗商品价格波动风险；地产需求不及预期；毛利率不及预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	701296	671270	671673	675032	676382
同比增长	-8%	-4%	0%	0%	0%
营业利润(百万元)	11108	(25429)	4596	7146	9645
同比增长	2%	-329%	118%	55%	35%
归母净利润(百万元)	2946	(10815)	1809	2813	3805
同比增长	-78%	-467%	117%	56%	35%
每股收益(元)	1.02	-3.73	0.62	0.97	1.31
PE	9.3	-2.5	15.2	9.7	7.2
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	577515	566005	550974	557194	564530
现金	95867	92610	71304	76224	83691
交易性投资	1946	2333	2333	2333	2333
应收票据	194	41	41	41	41
应收款项	19109	23264	23278	23394	23441
其它应收款	79820	75262	75307	75684	75835
存货	327632	314699	320436	321033	320667
其他	52948	57796	58275	58486	58522
<b>非流动资产</b>	190352	167119	166693	166324	166005
长期股权投资	37056	39849	39849	39849	39849
固定资产	9787	9927	10055	10173	10281
无形资产商誉	4077	4239	3815	3434	3090
其他	139432	113103	112972	112868	112785
<b>资产总计</b>	<b>767867</b>	<b>733124</b>	<b>717666</b>	<b>723519</b>	<b>730535</b>
<b>流动负债</b>	396977	399119	382403	385170	387299
短期借款	10566	20297	22327	24559	27015
应付账款	91115	109958	111962	112171	112043
预收账款	182046	151056	153810	154096	153921
其他	113250	117809	94304	94345	94320
<b>长期负债</b>	142733	149638	149638	149638	149638
长期借款	68866	80667	80667	80667	80667
其他	73867	68971	68971	68971	68971
<b>负债合计</b>	<b>539709</b>	<b>548757</b>	<b>532040</b>	<b>534808</b>	<b>536937</b>
股本	2947	2900	2900	2900	2900
资本公积金	19683	22313	22313	22313	22313
留存收益	49355	36191	35970	36753	38528
少数股东权益	156172	122964	124443	126745	129858
归属于母公司所有者权益	71986	61404	61182	61966	63741
<b>负债及权益合计</b>	<b>767867</b>	<b>733124</b>	<b>717666</b>	<b>723519</b>	<b>730535</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	11213	11589	6873	8724	10799
净利润	5820	(28094)	3288	5114	6918
折旧摊销	1083	1241	1378	1320	1271
财务费用	4853	3631	3573	3455	3327
投资收益	(2190)	(45)	(235)	(400)	(521)
营运资金变动	424	36210	(1131)	(766)	(197)
其它	1224	(1354)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	5676	(13146)	(717)	(552)	(431)
资本支出	(2054)	(3167)	(952)	(952)	(952)
其他投资	7730	(9980)	235	400	521
<b>筹资活动现金流</b>	(17390)	(2034)	(27462)	(3252)	(2901)
借款变动	(11035)	2201	(21860)	2233	2456
普通股增加	(57)	(48)	0	0	0
资本公积增加	2842	2630	0	0	0
股利分配	(2103)	(2063)	(2030)	(2030)	(2030)
其他	(7038)	(4754)	(3573)	(3455)	(3327)
<b>现金净增加额</b>	<b>(502)</b>	<b>(3591)</b>	<b>(21306)</b>	<b>4920</b>	<b>7467</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	701296	671270	671673	675032	676382
营业成本	660099	633922	645478	646680	645944
营业税金及附加	3408	3172	3174	3190	3196
营业费用	11696	11909	11916	11976	12000
管理费用	2758	2256	2257	2268	2273
研发费用	285	414	414	416	417
财务费用	4400	3570	3573	3455	3327
资产减值损失	(7483)	(16591)	(500)	(300)	(100)
公允价值变动收益	(2924)	(25594)	(835)	(835)	(835)
其他收益	1025	1023	953	1000	1050
投资收益	1841	(294)	118	235	306
<b>营业利润</b>	11108	(25429)	4596	7146	9645
营业外收入	589	597	141	152	203
营业外支出	458	601	91	93	97
<b>利润总额</b>	11239	(25432)	4647	7205	9752
所得税	5419	2662	1359	2091	2834
少数股东损益	2874	(17279)	1480	2301	3113
<b>归属于母公司净利润</b>	2946	(10815)	1809	2813	3805

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-8%	-4%	0%	0%	0%
营业利润	2%	-329%	118%	55%	35%
归母净利润	-78%	-467%	117%	56%	35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.9%	5.6%	3.9%	4.2%	4.5%
净利率	0.4%	-1.6%	0.3%	0.4%	0.6%
ROE	4.2%	-16.2%	3.0%	4.6%	6.1%
ROIC	2.0%	-7.6%	1.9%	2.5%	3.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.3%	74.9%	74.1%	73.9%	73.5%
净负债比率	13.4%	17.0%	14.4%	14.5%	14.7%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	34.9	31.5	28.8	28.9	28.8
应付账款周转率	7.2	6.3	5.8	5.8	5.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.02	-3.73	0.62	0.97	1.31
每股经营净现金	3.87	4.00	2.37	3.01	3.72
每股净资产	24.83	21.18	21.10	21.37	21.98
每股股利	0.71	0.70	0.70	0.70	0.70
<b>估值比率</b>					
PE	9.3	-2.5	15.2	9.7	7.2
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	37.8	-29.1	64.2	51.4	43.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。