

华发股份（600325.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周小龙
机械、轻工、地产
行业研究员

2026年2月1日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	4.26
总市值	117.24 亿
PE-TTM	-1.47
PB-MRQ	0.62

估值结果

	价值	106.64 亿
DDM 估值	上行空间	-9.1%
	状态	合理估值
	价值	120.31 亿
动态估值	上行空间	2.6%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

华发股份是总部位于珠海的大型国有控股房地产上市公司，是珠海城市建设与经济发展的主力军。公司以“立足珠海、面向全国”为战略，已成功布局北京、上海、广州、深圳、武汉等国内核心城市，形成以住宅开发为主，商业地产与城市更新等为辅的多元化业务格局。

尽管公司所处的地产行业已经越过了繁荣的顶点，但公司近年逆势扩张，成长空间处于中等水平。公司前些年拿地较为激进，且这些土地盈利能力较差；随着这些地块进入结转周期，公司的盈利能力可能会持续下行，盈利趋势相对较差。公司前些年进行了大规模拿地，我们判断公司在未来几年将以消化存量库存为主，拿地可能减少，市场份额可能会出现一定的下滑，产业格局相对较差。由于房地产行业同质化严重，公司的竞争优势不明显，护城河相对一般。

基于我们对地产有望在未来几年筑底回升的假设，根据壹评级的DDM和动态估值模型，公司的估值处于合理的水平。

风险提示

1、如果房地产行业下行周期超预期，公司的盈利回升的时间可能会持续延后；2、房产税等政策仍然悬而未决，若房产税落地，或对购房者的信心构成打击，购房需求可能下滑。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 客户集中度	4
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	5
表2：公司整体业绩预测	6
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

华发股份是总部位于珠海的大型国有控股房地产上市公司，是珠海城市建设与经济发展的主力军。公司以“立足珠海、面向全国”为战略，已成功布局北京、上海、广州、深圳、武汉等国内核心城市，形成住宅、商业地产与配套、城市更新等多元化业务格局。

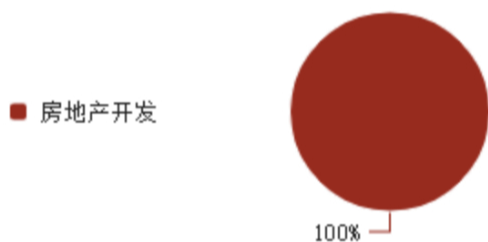
2. 业务介绍

对于华发股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

房地产开发：

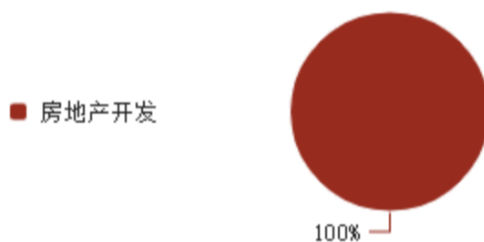
住宅开发与销售是公司传统核心收入和利润来源。业务遍布全国近50个主要城市，产品线覆盖高端改善、品质刚需等多种类型，以“华发”品牌进行标准化、系列化开发。我们对于此业务的竞争市场范围界定为中国房地产市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

华发股份以城市综合开发运营为核心，通过拿地-开发-销售的商业模式，赚取销售价格和拿地等成本的差价，其下游主要为广大的购房者群体，客户较为分散，客户集中度低。作为传统的房地产开发商，华发股份需要获取大量的土地以供开发销售，资产强度高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

作为房地产开发商，公司需要获取大量土地以供销售，这也导致公司的资产强度处于高水平。截至2025年中期，公司的存货和固定资产超过2000亿，资产强度高。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

由于公司的客户主要为下游的购房者，以C端客户为主，客户集中度低。截至2024年年末，公司的前五大客户占比仅为2%左右，客户集中度低。

3.3 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

作为地产行业的重要玩家，公司的供应商选择范围大，供应商同样较为分散。截至2024年年末，公司的前五大供应商占比仅为21%左右，供应商集中度较低。

4. 历史经营绩效

作为房地产行业的重要玩家，公司的业绩受到房地产周期较大的影响。自2020年以来，随着房地产行业进入下行周期，公司的成长能力和盈利能力持续恶化，公司近年来逆势扩张，杠杆水平持续提升，这导致公司的债务水平相对较高，财务健康水平较差。

4.1 历史盈利能力

★☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



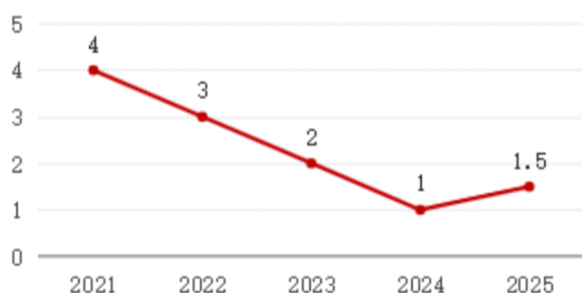
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力主要受到房地产景气的影响。随着房地产行业近年持续下行，房价不断下跌，削弱了公司的盈利能力，公司的盈利水平明显恶化，盈利能力较差。

4.2 历史成长能力

★☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

受到房地产行业景气恶化的影响，公司的成长能力呈现出持续下降的状态。由于房价持续下跌，且公司获取了较多的高价地块，公司的毛利率持续走低，整体的成长能力较差。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来逆势扩张，杠杆水平持续提升，这导致公司的债务水平相对较高，财务健康水平较差。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

受到房地产行业景气恶化的影响，公司的盈利能力持续恶化，能够给股东的回报也随之下滑，股东回报评级相对较低。

5. 四维评级

尽管公司所处的地产行业已经越过了繁荣的顶点，但公司近年逆势扩张，成长空间处于中等水平。公司前些年拿地较为激进，且这些土地盈利能力较差；随着这些地块进入结转周期，公司的盈利能力可能会持续下行，盈利趋势相对较差。公司前些年进行了大规模拿地，我们判断公司在未来几年将以消化存量库存为主，拿地可能减少，市场份额可能会出现一定的下滑，产业格局相对较差。

5.1 成长空间

★★★★☆

尽管公司所处的地产行业已经越过了繁荣的顶点，但公司近年逆势扩张，成长空间处于中等水平。

房地产开发(3星)：

公司的成长能力受到房地产周期较大的影响。随着房地产行业越过了繁荣的顶点，房地产企业的整体成长空间相对有限。公司前些年扩张较为迅猛，获取的土地有望在未来几年结转，公司的收入表现有望跑赢行业，成长空间处于中等水平。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司前些年拿地较为激进，且这些地块盈利能力较差，随着这些地块进入结转周期，公司的盈利能力可能会持续下行，盈利趋势相对较差。

房地产开发(2星):

公司在地产下行期逆势拿地，拿地较为激进，拿地成本不低，叠加房价下跌，导致公司此前获取的土地盈利能力较差，随着这些土地进入结转周期，公司的盈利能力可能会持续下行，盈利趋势相对较差。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司前些年进行了大规模拿地，我们判断公司在未来几年将以消化存量库存为主，拿地可能减少，市场份额可能会出现一定的下滑，产业格局相对较差。

房地产开发(2.5星):

公司前些年进行了大规模拿地，这推高了公司的债务水平和库存。我们判断公司在未来几年将以消化存量库存为主，拿地减少；2025年公司仅在成都等城市获取少量地块，其市场份额可能会出现一定的下滑，产业格局相对较差。

5.4 护城河

★★★★☆

房地产行业本身的进入门槛较低，同质化程度较深，公司的护城河相对较差；从持续性来看，随着房地产行业进入发展的后半段，资源护城河的重要性持续凸显；作为国企，公司拥有较强的融资能力和土地获取能力，有望在竞争中取得优势，护城河的持续性尚可。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
房地产开发	(1星) 经壹评级调整，招商蛇口经调整后的ROIC仅为1%左右，没有超额利润，护城河相对一般。公司作为国企，是房地产行业的重要玩家，业务控制力尚可。	(3星) 房地产行业本身的进入门槛较低，同质化程度较深，叠加居民购买力较弱，公司没有超额利润。但随着房地产行业进入下半场，融资和土地获取的能力愈发凸显，公司作为国企的竞争力有望提升。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对地产有望在未来几年筑底回升的假设，根据壹评级的DDM和动态估值模型，公司的估值处于合理的水平。

6.1 核心假设及逻辑

考虑到公司过去的业绩表现受到房地产周期较大的影响，因此我们更多的参考对房地产市场的预测来预测公司的收入情况。

1) 房地产市场预测：

本轮下行周期已经进入了第5个年头，调整的时间和空间均已足够大。参考海外30多个经济体的情况，房地产下行的幅度是没有规律的，时间有规律，下行周期的平均时间大约在4年左右。

具体来说，小型危机一般跌4.25年，但磨底时间更久。小型危机跌幅逐年收敛特征明显；更快见底，但磨底时间更长；一般第6年开始上涨。如果认为是大型泡沫，如果是大型地产危机，下跌时长6年；从第4年开始，环比跌幅会显著收敛，直到第7年开始反弹。

考虑到我国房地产市场从21年开始进入下降通道，我们中性的预计房地产行业可能在26-27年见底。

2) 收入和利润预测：

营业收入假设：考虑到周期可能于2026-2027年见底，且公司历史上体现出了一定程度的韧性，我们预计其收入的变动幅度大致与行业相同。考虑到公司此前的销售情况表现较为优异，我们预计公司的收入将在2025-2028年仍将维持个位数增长。公司前些年进行了大规模拿地，这推高了公司的债务和库存水平。我们判断华发股份在未来几年或将以消化存量库存为主，拿地可能减少，公司在2029-2032年的收入表现或逊于行业，营业收入的CAGR维持在小个位数。

毛利率假设：考虑到行业周期仍在下行，我们预计公司的毛利率在2025-2026年仍将下滑，下滑至大约12%左右的水平。此后，随着周期转为上行，公司的毛利率有望在2027年回升，并逐步回升至17%的水平。

费用水平：综合考虑公司收入下行对费用率产生的影响，叠加公司持续降本增效的措施，我们预计公司的费用水平保持相对稳定。

表2：公司整体业绩预测

华发股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	604.9	722.4	599.9	650.0	662.0	670.0	726.8	695.4
归母净利润(亿)	26.6	18.4	9.5	2.0	4.7	9.6	19.4	24.2
归母净利润增速(%)	-16.8	-30.7	-48.2	-78.7	133.6	103.1	101.3	24.7
经营性净利润(亿)	26.5	19.4	-1.8	-5.9	-1.7	5.8	20.9	28.2
经营性净利润增速(%)	-24.9	-26.7	-109.0	-235.0	71.1	444.0	257.5	35.4
经营性归母净利润(亿)	14.5	10.3	-1.2	-3.8	-1.1	3.8	13.6	18.4
经营性归母净利润增速(%)	-40.0	-28.7	-111.5	-221.5	71.1	444.0	257.5	35.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

房地产开发	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	604.9	722.4	599.9	650.0	662.0	670.0	726.8	695.4
收入增速(%)	18.1	19.4	-17.0	8.3	1.8	1.2	8.5	-4.3
经营性净利润(亿)	26.5	19.4	-1.8	-5.9	-1.7	5.8	20.9	28.2
经营性净利率(%)	4.4	2.7	-0.3	-0.9	-0.3	0.9	2.9	4.1
经营性净利润增速(%)	-24.9	-26.7	-109.0	-235.0	71.1	444.0	257.5	35.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
房地产开发	6.6%	中等	一般	较强	8.3%	14.04	23.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
房地产开发(亿)	-6.1	238.5	232.3	-	391.0	279.0	120.3
公司整体测算(亿)	-6.1	238.5	232.3	-	391.0	279.0	120.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
房地产开发(亿)	55.1	163.5	218.6	-	391.0	279.0	106.6
公司整体测算(亿)	55.1	163.5	218.6	-	391.0	279.0	106.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

从历史上来看，华发股份业绩的可预测性较低，收入波动性较大。从信息披露的角度来看，公司每个月均会披露其销售情况，跟踪难度较低；综上，公司的估值的确定性相对一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。