

优化土储结构，持续压降负债

—— 2024 年报&2025 年一季报点评

2025 年 4 月 29 日

- **事件：**公司发布 2024 年报及一季报，公司 2024 年实现营业收入 3116.66 亿元，同比下降 10.14%，归母净利润 50.01 亿元，同比下降 58.56%。每股收益 0.42 元/股，同比下降 58.32%。2025 年一季度公司实现营业收入 542.72 亿元，同比增长 9.09%，归母净利润 19.51 亿元，同比下降 12.27%，
- **归母净利润下滑：**公司 2024 年实现营业收入 3116.66 亿元，同比下降 10.14%，归母净利润 50.01 亿元，同比下降 58.56%。收入下滑主要由于房地产项目结转规模下降。归母净利润下滑较多，主要由于以下因素。1) 毛利率下滑，2024 年整体毛利率为 13.93%，较 2023 年下滑 2.08pct，其中开发业务结算毛利率 14%，较 2023 年下降 2pct。2) 公司出于谨慎性原则，公司共计提减值准备 55.38 亿元，其中存货跌价准备 49.65 亿元，长期股权投资 0.93 亿元，其他应收款减值准备 4.76 亿元。3) 2024 年少股东损益占净利润比例为 48.64%，较 2023 年提高 16.06pct。2025 年一季度公司收入增长归母净利润下降的原因在于 1) 项目结转毛利率下行，导致公司 2025 年 Q1 毛利率为 16.12%，较 2024 年 Q1 下降 2.52pct，但较 2024 年整体提高 2.19pct；2) 投资净收益下滑明显，2025 年 Q1 公司实现投资收益 1.34 亿元，同比下降 66.48%。从费用管控看，2024 年公司销售费用率和管理费用率分别为 2.85%、1.63%，分别较 2023 年提高 0.29pct、0.14pct，2025 年 Q1 销售费用率和管理费用率分别为 2.45%、1.50%，分别较 2024 年全年下降 0.41pct、0.13pct，公司费用管控逐渐加强。
- **销售均价提高：**销售层面，公司 2024 年实现销售面积 1796.61 万方，同比下降 24.7%，销售金额 3230.29 亿元，同比下降 23.5%，销售金额连续两年稳居行业第一，对应的销售均价为 17980 元/平米，同比增长 1.61%。2025 年 Q1，公司实现销售面积 308.07 万方，同比下降 16.03%，销售金额 630.27 亿元，同比增长 0.07%，对应的销售均价为 20459 元/平米，较 2024 年全年均价提升 13.79%，公司销售均价提高。公司 2022 年及以后获取的增量项目销售金额贡献近 2000 亿元，占全年销售金额六成，有力支撑公司销售规模，进一步优化销售结构。公司持续深耕 38 个核心城市，销售占比达到 90%，并且 38 城的市占率达 7.1%，较 2023 年进一步提升 0.3pct，深耕策略效果进一步凸显。
- **优化土储结构：**2024 年公司新拓项目共 37 个，计容面积 1103 万方，对应总地价 683 亿元，权益地价 602 亿元，位居行业第二，楼面价 6192 元/平米，2024 年地售比为 0.34。权益比例上，新拓展项目权益比例提升至 88%，创近十年新高。拿地力度上，全口径下的拿地力度为 0.21。2022-2024 年内，公司拓展项目近 4000 亿元，总货值约 7350 亿元，居行业第一。从投资区域看，2024 年 99% 的投资金额位于 38 个核心城市，74% 的投资金额位于北上广一线城市的核心区域核心地块。投资质量高运营高效率，2024 年当年拓展当年开盘项目 23 个，核心金额 172 亿元，动态销净率超过 9%。公司通过多种方式处置存量资源，2024 年通过调转换退等方式盘活约 270 万方的存量未开工

保利发展（股票代码：600048）

推荐 维持评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

市场数据

2025-4-28

股票代码	600048.SH
A 股收盘价(元)	8.31
上证指数	3288.41
总股本(万股)	1197044
实际流通 A 股(万股)	1197044
流通 A 股市值(亿元)	995

相对沪深 300 表现图

2025-4-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河地产】公司点评_营收略降，投资维持高权益比例_保利发展 2024 年三季报点评
2. 【银河地产】公司点评_营收同比正增长，合理控制投资节奏_保利发展 2024 年半年报点评
3. 【银河地产】谨慎计提减值，深耕效果凸显_保利发展 2023 年报点评

土地。截至 2024 年末，公司土储 6258 万方，其中存量土地规模约 5280 万方，较 2023 年下降 20%。2025 年 Q1 公司新拓项目 11 个，计容面积 100.16 万方，权益地价 125.56 亿元，对应的总地价 180.42 亿元，权益比例为 69.59%。从权益比例看，共有 6 个地块为 100%拿地；从拿地力度看，2025 年 Q1 的全口径拿地力度为 28.63%，较 2024 年全年有所提升；从地售比看，2025 年 Q1 的全口径地货比为 0.88，拿地质量进一步提升。

- **持续压降负债规模：**2024 年有息负债规模压降至 3488 亿元，资产负债率降至 74.3%，实现连续 4 年下降。2024 年公司新增有息负债 1664 亿元，其中直接融资 359 亿元，占新增有息负债的 21.6%，达历年最高。债务结构上，3 年以上到期债务金额 1381 亿元，占比达 39.6%，较 2023 年末提升 8pct；经营性物业贷余额 310 亿元，其中 2024 年新增 130 亿元，公司通过长周期低成本资金优化债务结构。融资成本上，2024 年公司新增有息负债综合成本 2.92%，较 2023 年下降 22bp，有息负债综合融资成本为 3.1%，同比下降 46bp，均创历史新低。2025 年 1 月以来，公司已发行中票和公司债，分别募集资金 20 亿元、7 亿元，对应的利率分别为 2.6%、2.39%，融资成本低。
- **多元业务稳步推进：资产经营稳固提升。**2024 年公司租赁住房、购物中心等商业经营类资产项目全年实现收入约 40 亿元，累计开业 534 万方，截至 2024 年末，在营租赁住房规模超过 2.2 万间，同比增长 47%，主要位于上海、广州、杭州、成都等核心城市；商业经营已构建三大购物中心产品系，在租购物中心出租率连续 3 年提升；持续经营保利世贸博览馆，2024 年出租率排名全国第二。**物业管理持续扩大规模。**2024 年，保利物业实现物管收入 116.7 亿元、社区增值服务 27.08 亿元；截至 2024 年末，保利物业在管面积 8 亿方。
- **投资建议：**公司归母净利润受毛利率等因素影响下滑。公司销售规模持续维持龙头地位，财务方面持续压降负债规模，融资成本继续下行，多元业务稳步推进。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 51.13 亿元、52.49 亿元、54.42 亿元的预测，对应 EPS 为 0.43 元/股、0.44 元/股、0.45 元/股，对应 PE 为 19.46X、18.95X、18.28X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险、房地产销售不及预期的风险、房价大幅度下跌的风险、资金回流不及预期的风险、债务偿还不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	311666.32	328496.30	342260.30	355437.32
收入增长率%	-10.16	5.40	4.19	3.85
归母净利润(百万元)	5001.18	5112.85	5248.71	5441.72
利润增速%	-58.56	2.23	2.66	3.68
毛利率%	13.93	13.94	13.95	13.98
摊薄 EPS(元)	0.42	0.43	0.44	0.45
PE	19.89	19.46	18.95	18.28
PB	0.50	0.49	0.48	0.46
PS	0.32	0.30	0.29	0.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1167068.46	1127335.85	1110370.65	1109869.83
现金	134167.48	127960.04	138394.52	143768.47
应收账款	4932.34	4513.97	4629.57	5105.38
其它应收款	143141.37	159102.32	157116.99	166184.43
预付账款	24094.49	25159.81	24844.65	24460.69
存货	798559.42	745984.08	719739.43	704673.50
其他	62173.37	64615.62	65645.49	65677.36
非流动资产	168039.56	168140.41	168125.25	167585.02
长期投资	101287.73	100287.73	99487.73	98587.73
固定资产	5585.98	6043.85	6351.06	6472.65
无形资产	346.10	337.85	318.09	287.33
其他	60819.75	61470.98	61968.37	62237.31
资产总计	1335108.02	1295476.26	1278495.90	1277454.85
流动负债	722598.65	678174.18	650787.62	640178.22
短期借款	4827.32	5127.32	5327.32	5927.32
应付账款	145837.63	141359.51	138255.33	135892.72
其他	571933.70	531687.35	507204.97	498358.18
非流动负债	269979.54	264770.15	264032.15	263093.15
长期借款	208132.33	202432.33	201232.33	200342.33
其他	61847.21	62337.82	62799.82	62750.82
负债合计	992578.19	942944.34	914819.78	903271.37
少数股东权益	144933.33	149652.89	154497.85	159726.17
归属母公司股东权益	197596.49	202879.04	209178.27	214457.30
负债和股东权益	1335108.02	1295476.26	1278495.90	1277454.85

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6257.31	8021.01	18235.37	12692.63
净利润	9737.89	9832.41	10093.68	10670.04
折旧摊销	2296.82	1813.97	1578.66	1377.33
财务费用	5917.54	5893.53	5838.89	5886.52
投资损失	-1790.33	-1872.43	-1711.30	-1421.75
营运资金变动	-13699.32	-10506.01	-248.12	-5407.63
其它	3794.71	2859.55	2683.56	1588.11
投资活动现金流	-1330.86	439.99	675.48	1083.53
资本支出	-171.67	-427.12	-304.66	-217.11
长期投资	382.19	-1005.39	-731.16	-121.11
其他	-1541.38	1872.50	1711.30	1421.75
筹资活动现金流	-18989.64	-13599.09	-8476.37	-8402.21
短期借款	-385.90	300.00	200.00	600.00
长期借款	-27119.08	-5700.00	-1200.00	-890.00
其他	8515.35	-8199.09	-7476.37	-8112.21
现金净增加额	-14117.87	-5175.54	10434.47	5373.95

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	311666.32	328496.30	342260.30	355437.32
营业成本	268259.82	282719.02	294508.40	305758.63
营业税金及附加	5903.67	10425.65	10849.65	11267.36
营业费用	8892.60	9362.14	9754.42	10485.40
管理费用	5081.39	5387.34	5749.97	6113.52
财务费用	4642.57	3810.18	4179.69	4118.63
资产减值损失	-5056.21	-3084.00	-2994.00	-2004.00
公允价值变动收益	76.18	62.60	57.10	51.00
投资净收益	1790.33	1872.43	1711.30	1421.75
营业利润	15141.10	15421.54	15845.24	17066.29
营业外收入	583.27	594.94	606.84	614.73
营业外支出	143.41	157.76	171.95	189.15
利润总额	15580.96	15858.72	16280.12	17491.87
所得税	5843.07	6026.31	6186.45	6821.83
净利润	9737.89	9832.41	10093.68	10670.04
少数股东损益	4736.70	4719.56	4844.96	5228.32
归属母公司净利润	5001.18	5112.85	5248.71	5441.72
EBITDA	20223.05	21482.87	22038.47	22987.84
EPS (元)	0.42	0.43	0.44	0.45

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-10.16%	5.40%	4.19%	3.85%
营业利润	-37.74%	1.85%	2.75%	7.71%
归属母公司净利润	-58.56%	2.23%	2.66%	3.68%
毛利率	13.93%	13.94%	13.95%	13.98%
净利率	1.60%	1.56%	1.53%	1.53%
ROE	2.53%	2.52%	2.51%	2.54%
ROIC	1.61%	1.74%	1.79%	1.83%
资产负债率	74.34%	72.79%	71.55%	70.71%
净负债比率	63.83%	62.19%	57.27%	54.13%
流动比率	1.62	1.66	1.71	1.73
速动比率	0.39	0.43	0.46	0.49
总资产周转率	0.22	0.25	0.27	0.28
应收账款周转率	71.21	69.55	74.86	73.02
应付账款周转率	1.68	1.97	2.11	2.23
每股收益	0.42	0.43	0.44	0.45
每股经营现金	0.52	0.67	1.52	1.06
每股净资产	16.51	16.95	17.47	17.92
P/E	19.89	19.46	18.95	18.28
P/B	0.50	0.49	0.48	0.46
EV/EBITDA	16.06	14.84	13.96	13.14
P/S	0.32	0.30	0.29	0.28

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，4年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn