

保利发展（600048.SH）

优于大市

毛利率下行和资产减值拖累短期业绩

核心观点

归母净利下降 59%。2024 年公司实现营业收入 3117 亿元，同比下降 10.2%；实现归母净利润 50 亿元，同比下降 58.6%。公司营收和利润双双下降的主要原因是年内交付结转规模下降，以及毛利率下降和计提减值所致。2024 年公司实现毛利率 13.9%，同比下降 2.5pct，全年计提减值约 55 亿元。

销售持续保持领先，在手资源不断优化。2024 年公司实现销售面积 1797 万平方米，同比下降 24.7%；实现销售金额 3230 亿元，同比下降 23.5%，销售金额连续两年稳居行业第一，实现归属于股东的权益销售金额相对稳定，约 2465 亿元，同比下降 14.5%。公司核心城市深耕效果进一步凸显，全年 38 个核心城市销售占比达到 90%，同比提升 2pct；38 个核心城市销售市占率达 7.1%，同比提升 0.3pct，其中 14 个核心城市取得 10%以上市占率，16 个城市连续三年排名前三。2024 年公司全年新增拓展总地价 683 亿元，权益地价 602 亿元，位居行业第二，新拓展项目权益比提升至 88%，创近十年新高。截至 2024 年末，公司在手土地储备计容面积约 6258 万平方米，其中增量项目约 1000 万平方米，基本集中在核心 38 城；存量项目约 5280 万平方米，较年初下降 20%，在手资源结构不断优化。

负债结构保持稳定。截至 2024 年末，公司债务结构持续优化，三年以上到期的有息负债占比 39.6%，较年初提升 8pct。年内公司新增有息负债综合成本同比下降 22bp 至 2.92%，有息负债综合融资成本同比下降 46bp 至 3.1%，均创历史新低。

投资建议：由于行业下行导致公司交付结转规模下降，我们下调公司 25、26 年的营业收入为 2842/2723 亿元（原值为 3613/3660 亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司 25、26 年归母净利润分别为 52/53 亿元（原值为 123/145 亿元），对应 EPS 分别为 0.43/0.44 元，对应最新股价 PE 分别为 19.1/18.6X，维持“优于大市”评级。

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346,894	311,666	284,240	272,302	275,842
(+/-%)	23.4%	-10.2%	-8.8%	-4.2%	1.3%
净利润(百万元)	12067	5001	5164	5323	5447
(+/-%)	-34.2%	-58.6%	3.2%	3.1%	2.3%
每股收益(元)	1.01	0.42	0.43	0.44	0.46
EBIT Margin	9.0%	7.5%	5.9%	5.9%	6.1%
净资产收益率(ROE)	6.1%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%
市盈率(PE)	8.2	19.7	19.1	18.6	18.1
EV/EBITDA	36.5	43.5	64.4	63.7	62.9
市净率(PB)	0.50	0.50	0.52	0.54	0.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

8.25 元

总市值/流通市值

98756/98756 百万元

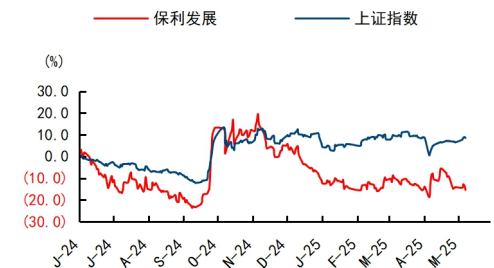
52 周最高价/最低价

12.13/7.30 元

近 3 个月日均成交额

1067.59 百万元

市场走势



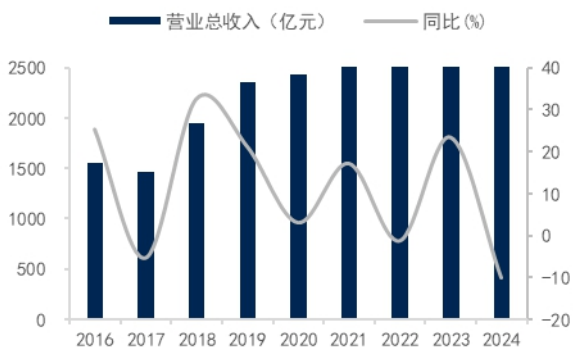
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《保利发展（600048.SH）-销售保持领先，负债结构稳定》——2024-08-21
- 《保利发展（600048.SH）-业绩短期承压，土储持续优化》——2024-04-25
- 《保利发展（600048.SH）-业绩承压，分红比例提升》——2024-01-23
- 《保利发展（600048.SH）-业绩稳健，投资聚焦》——2023-10-30
- 《保利发展（600048.SH）-业绩回升，经营稳健》——2023-08-31

归母净利下降 59%。2024 年公司实现营业收入 3117 亿元，同比下降 10.2%；实现归母净利润 50 亿元，同比下降 58.6%。公司营收和利润双双下降的主要原因是年内交付结转规模下降，以及毛利率下降和计提减值所致。2024 年公司实现毛利率 13.9%，同比下降 2.5pct，全年计提减值约 55 亿元。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

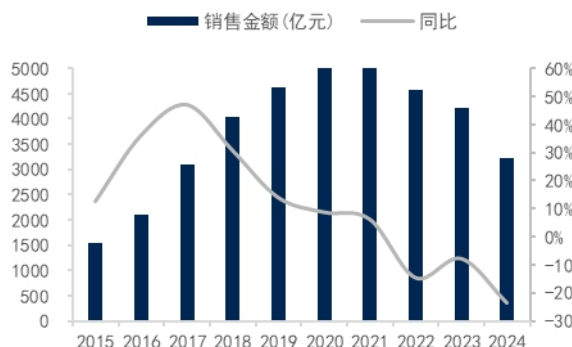
销售持续保持领先，在手资源不断优化。2024 年公司实现销售面积 1797 万平方米，同比下降 24.7%；实现销售金额 3230 亿元，同比下降 23.5%，销售金额连续两年稳居行业第一，实现归属于股东的权益销售金额相对稳定，约 2465 亿元，同比下降 14.5%。公司核心城市深耕效果进一步凸显，全年 38 个核心城市销售占比达到 90%，同比提升 2pct；38 个核心城市销售市占率达 7.1%，同比提升 0.3pct，其中 14 个核心城市取得 10%以上市占率，16 个城市连续三年排名前三。2024 年公司全年新增拓展总地价 683 亿元，权益地价 602 亿元，位居行业第二，新拓展项目权益比提升至 88%，创近十年新高。截至 2024 年末，公司在手土地储备计容面积约 6258 万平方米，其中增量项目约 1000 万平方米，基本集中在核心 38 城；存量项目约 5280 万平方米，较年初下降 20%，在手资源结构不断优化。

图3：公司销售面积及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司销售金额及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

负债结构保持稳定。截至 2024 年末，公司债务结构持续优化，三年以上到期的有息负债占比 39.6%，较年初提升 8pct。年内公司新增有息负债综合成本同比下降 22bp 至 2.92%，有息负债综合融资成本同比下降 46bp 至 3.1%，均创历史新低。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、2022 至 2024 年，公司的销售金额分别为 4573/4222/3230 亿元，同比-14.5%/-7.7%/-23.5%。截至 2024 年末公司已售未入账金额 3345 亿元，在公司未来两年销售保持平稳的情况下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司 2025、2026、2027 年总营业收入分别为 2842/2723/2758 亿元，同比-9%/-4%/+1%。
- 2、预计公司未来三年营业成本/营业收入分别为 87%/87%/87%，较 2024 年小幅提升 1pct，考虑到公司高地价低毛利项目陆续结算完毕，且 2023、2024 年减值计提较为充分（合计 105 亿元），预计公司毛利率将保持稳定。
- 3、预计公司未来三年管理费用/营业收入为 1.6%，与过去三年平均水平基本持平。
- 4、预计公司未来三年销售费用/营业收入为 2.6%，与过去三年平均水平基本持平。
- 5、预计公司未来三年计提减值幅度好转。

表1：公司营收假设

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	311666	284240	272302	275842
YOY	-10.2%	-8.8%	-4.2%	1.3%
营业成本/营业收入	86.1%	87.3%	87.3%	87.1%
管理费用/营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用/营业收入	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测及敏感性分析：按上述假设条件，我们得到公司 2025、2026、2027 年的营收分别为 2842/2723/2758 亿元，归母净利润分别为 52/53/54 亿元，同比+3%/+3%/+2%，每股收益分别为 0.43/0.44/0.46 元。

表2：未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	311666	284240	272302	275842
营业成本	268260	248141	237719	240258
销售费用	8893	7277	7080	7172
管理费用	5081	4562	4371	4427
营业利润	15141	15627	16155	16387
归母净利润	5001	5164	5323	5447
每股收益	0.42	0.43	0.44	0.46
ROE	3%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析：公司以房地产开发为主业，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1）在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2）在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3）在中性预测条件下，公司 2025、2026 年 EPS 分别为 0.43/0.44 元。

表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346894	311666	298888	297991	305441
(+/-%)	23.4%	-10.2%	-4.1%	-0.3%	2.5%
净利润(百万元)	12067	5001	6664	6942	6881
(+/-%)	-34.2%	-58.6%	33.3%	4.2%	-0.9%
每股收益(元)	1.01	0.42	0.56	0.58	0.57
中性预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346894	311666	284240	272302	275842
(+/-%)	23.4%	-10.2%	-8.8%	-4.2%	1.3%
净利润(百万元)	12067	5001	5164	5323	5447
(+/-%)	-34.2%	-58.6%	3.2%	3.1%	2.3%
每股收益(元)	1.01	0.42	0.43	0.44	0.46
悲观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346894	311666	272708	243801	227710
(+/-%)	23.4%	-10.2%	-12.5%	-10.6%	-6.6%
净利润(百万元)	12067	5001	3469	3562	3355
(+/-%)	-34.2%	-58.6%	-30.6%	2.7%	-5.8%
每股收益(元)	1.01	0.42	0.29	0.30	0.28

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：由于行业下行导致公司交付结转规模下降，我们下调公司 25、26 年的营业收入为 2842/2723 亿元（原值为 3613/3660 亿元），并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计，预计公司 25、26 年归母净利润分别为 52/53 亿元（原值为 123/145 亿元），对应 EPS 分别为 0.43/0.44 元，对应最新股价 PE 分别为 19.1/18.6X，维持“优于大市”评级。

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	147982	134167	176029	209284	206090	营业收入	346894	311666	284240	272302	275842
应收款项	154203	148067	141550	128672	132920	营业成本	291308	268260	248141	237719	240258
存货净额	869508	798559	815857	733251	750445	营业税金及附加	10259	5904	7106	6808	6896
其他流动资产	96436	85759	80843	76025	77123	销售费用	8876	8893	7277	7080	7172
流动资产合计	1268539	1167068	1214794	1147747	1167094	管理费用	5159	5081	4562	4371	4427
固定资产	8953	6189	6799	7507	7663	研发费用	86	56	284	130	152
无形资产及其他	373	346	333	320	308	财务费用	4391	4643	5253	3559	2780
投资性房地产	54750	60217	60217	60217	60217	投资收益	2212	1790	1500	1200	1000
长期股权投资	104296	101288	103354	102389	101753	资产减值及公允价值变动	5061	5132	2510	2320	1231
资产总计	1436912	1335108	1385497	1318181	1337035	其他收入	(9855)	(10668)	(284)	(130)	(152)
短期借款及交易性金融负债	73740	84611	93072	102379	112617	营业利润	24318	15141	15627	16155	16387
应付款项	173734	145838	154088	139576	140602	营业外净收支	308	440	213	174	321
其他流动负债	566257	492150	530431	468492	476547	利润总额	24626	15581	15840	16329	16708
流动负债合计	813731	722599	777591	710448	729766	所得税费用	6727	5843	5861	6042	6182
长期借款及应付债券	280516	264205	274205	289205	304205	少数股东损益	5832	4737	4815	4964	5079
其他长期负债	5637	5774	6140	6398	6723	归属于母公司净利润	12067	5001	5164	5323	5447
长期负债合计	286154	269980	280345	295603	310928	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1099885	992578	1057936	1006050	1040693	净利润	12067	5001	5164	5323	5447
少数股东权益	138484	144933	137710	130264	122645	资产减值准备	3889	11	1055	768	202
股东权益	198543	197596	189851	181866	173696	折旧摊销	1627	1597	1105	1146	1172
负债和股东权益总计	1436912	1335108	1385497	1318181	1337035	公允价值变动损失	(5061)	(5132)	(2510)	(2320)	(1231)
						财务费用	4391	4643	5253	3559	2780
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(15870)	(19560)	42087	24877	(12933)
每股收益	1.01	0.42	0.43	0.44	0.46	其它	(9719)	(14100)	(8278)	(8214)	(7821)
每股红利	2.02	1.66	1.08	1.11	1.14	经营活动现金流	(13065)	(32184)	38623	21580	(15165)
每股净资产	16.59	16.51	15.86	15.19	14.51	资本开支	0	(3928)	(247)	(289)	(286)
ROIC	3.30%	2.01%	1%	1%	2%	其它投资现金流	(260)	(106)	0	0	0
ROE	6.08%	2.53%	3%	3%	3%	投资活动现金流	1693	(1025)	(2313)	676	350
毛利率	16%	14%	13%	13%	13%	权益性融资	(60)	7728	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	6%	6%	6%	负债净变化	(7231)	(27119)	10000	15000	15000
EBITDA Margin	9%	8%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(24129)	(19877)	(12909)	(13308)	(13617)
收入增长	23%	-10%	-9%	-4%	1%	其它融资现金流	45597	105658	8461	9307	10238
净利润增长率	-34%	-59%	3%	3%	2%	融资活动现金流	(17183)	19394	5552	10999	11621
资产负债率	86%	85%	86%	86%	87%	现金净变动	(28555)	(13815)	41862	33255	(3194)
股息率	24.4%	20.1%	13.1%	13.5%	13.8%	货币资金的期初余额	176537	147982	134167	176029	209284
P/E	8.2	19.7	19.1	18.6	18.1	货币资金的期末余额	147982	134167	176029	209284	206090
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	企业自由现金流	0	(7222)	53573	35936	(1378)
EV/EBITDA	36.5	43.5	64.4	63.7	62.9	权益自由现金流	0	71317	68725	58001	22109

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032