

0119.HK

买入

原评级:未有评级

市场价格:港币 1.47

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.9)	2.1	(2.0)	(14.5)
相对恒生指数	(22.8)	(7.0)	(3.7)	(33.9)

发行股数 (百万)	3,821.18
流通股 (百万)	3,821.18
总市值 (港币 百万)	5,617.14
3 个月日均交易额 (港币 百万)	10.90
主要股东持股比例 (%)	
保利 (香港) 控股有限公司	41.45

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 5 月 19 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

证券分析师: 夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

保利置业集团

行业深度调整周期中经营韧性凸显, 债务结构明显优化, 兼顾稳与进

核心观点

- 保利置业是保利集团地产主业与资本市场的重要平台。保利集团持有公司 6.64% 的股份, 通过保利 (香港) 控股间接持有公司 41.45% 的股份, 合计持有公司 48.09% 的股份。得益于保利集团的支持, 一方面, 为保利置业提供了强大的融资保障; 另一方面, 在保利置业发展初期, 得益于保利集团优质资产注入的支持, 使得公司房地产开发业务快速起步。
- 公司管理层多为保利系老员工, 管理及专业经验丰富。现任保利置业董事会主席万宇清从事地产行业超过 20 年, 经历了房开各个专业管理岗位, 担任过集团多家房企的高级管理人员, 拥有丰富的企业管理和房地产开发运营管理经验。其晋升董事会主席后保利置业进入新的发展通道, 不仅推动组织变革、人才升级, 内部管理与产品力维度上也在快速提升。2024 年 3 月公司委任胡在新为执行董事及董事总经理, 担任保利置业“第二把手”, 主要负责整体战略规划及运营管理, 例如老盘新做、品牌营销实施, 同时主管营销和人力, 推动内部培训提升工作, 有望为公司带来新的业务发展机遇。此外, 2020 年至今, 公司持续推动人才市场化, 从知名房企引进不少人才加入。
- 本轮行业深度调整周期中, 公司逆势取得突破, 销售规模首次进入行业 TOP20。1) 销售: 2024 年公司销售金额为 542 亿元, 同比+1.1%, 销售排名提升至第 17 名, 首次进入了 TOP20 房企的行列, 一、二线城市销售金额占比达 85%。25 年销售目标仍为 500 亿元。2) 供货: 2025 年公司预计推货 1200 亿元, 其中年初有约 750 亿元存量, 年内计划新增 450 亿元。3) 拿地: 2010 年至今, 公司已完成了上海、深圳、广州、宁波、济南、南宁、苏州、杭州、贵阳、武汉、昆明、哈尔滨等 31 个城市的布局, 累计获取 165 个项目。2024 年拿地金额 199.5 亿元, 同比-39.3%, 拿地强度回落至 37%, 同比-25pct, 虽然拿地强度有所减弱, 但楼面均价仍然继续上涨至 2.07 万元/平, 同比+14.7%。2024 年、2025 年 1-3 月获取的所有地块均全部位于一、二线城市。公司上海与济南市场销售表现较好。公司拿地布局的城市能级有着明显提升, 虽然单位成本增加, 但项目质量和预期去化应该有所提升。我们认为, 在市场下行周期中, 这样的拓招思路是相对安全的。3) 土地储备: 2024 年末公司总土储 1316 万平, 土储权益比例为 70%, 平均土地成本 1.1 万元/平, 土储逐渐向高能级城市和长三角倾斜, 一线城市全口径土储占比达 29%, 二线城市占比 44%; 三四线城市占比 26%。
- 多元业务方面, 1) 物业管理: 上海保利物业酒店管理有限公司业务涉及住宅、商业、办公楼、酒店和剧院等多种类型物业的经营管理服务。公司于 1996 年在北京成立, 隶属于保利置业集团, 作为首批国家一级资质物业, 率先将星级酒店服务品质融入物业服务。截至 2024 年末, 管理物业项目数量达 288 个, 在管面积达 5274 万平, 同比+3.9%。2024 年物业管理公司实现收入 12.06 亿元, 同比持平。2) 投资性物业及酒店: 保利商旅酒店管理有限公司是保利置业全资子公司, 负责保利置业自营酒店项目的经营管理, 外置酒店品牌的业主管理、部分商业及写字楼管理、健身房运营及新项目的开发等。截至 2024 年末, 酒店板块已布局在全国 8 个城市共 9 家酒店, 既有位于一线城市核心区的高端商务型酒店, 也有位于城市周边的温泉酒店、景区酒店等项目。其中委托管理酒店项目 4 家分别与洲际酒店集团和凯悦酒店集团合作; 另有 5 家自营酒店。截至 2024 年末, 公司持有投资物业总建面 68.2 万平, 持有投资物业之资产净值 87 亿元, 酒店资产净值 35 亿元。
- 财务指标分析: 1) 营收与业绩: 2024 年营业总收入 402.1 亿元, 同比-1.9%; 归母净利润 1.8 亿元, 同比-87.3%; 核心净利润 3.4 亿元, 同比-80.6%。2) 盈利能力: 2024 年毛利率降至 16.4%, 同比-4pct。2024 年末公司已售未结的规模约为 507 亿元, 已售未结毛利率约 16%, 与 2024 年的结算毛利率基本持平。3) 偿债能力: 2024 年末有息负债规模 705 亿元, 同比-4.7%, 一年内到期的占比降至 28%, 信托贷款占比降至 3%, 债券融资占比提升至 34%, 未来一年内到期的债券规模仅 65 亿元。通过多项债务结构的调节置换, 平均融资成本也降至 3.38%, 同比-0.5pct。2024 年末净负债率、剔除预收后的资产负债率为 77.2%、70.4%, 同比下降 16.4、2.2pct; 现金短债比 1.77X, 同比+0.24X。4) 现金流: 2024 年末货币资金 345 亿元, 同比+9.1%, 现金流稳健, 安全性较高, 2023、2024 年经营性现金流净流入 54、68 亿元。5) 分红: 公司于 2025 年修订了股息政策: 在符合利润分配条件时, 原则上每年进行一次股息分派, 金额不低于归母净利润的 40%。2024 年公司拟每股派息 0.021 港元, 股息率为 1.5%, 分红率 (现金分红总额/归母净利润) 为 41%, 与 2019-2023 年 20% 左右的分红比例相比明显提升, 公司在市场下行压力下仍注重股东回报。

投资建议

- 在此轮行业深度调整周期中, 保利置业作为销售和拿地均有显著突破的“小而美”的房企, 债务结构持续优化, 经营韧性凸显。我们认为, 公司的核心亮点有: 1) 作为一家老牌央企背景的房企, 股东实力雄厚。2) 当前经营韧性凸显, 公司逆势取得突破。2024 年是少数销售维持正增长的房企之一, 核心区域业绩贡献增加, 且销售规模首次进入行业 TOP20。同时公司基本保持投资强度, 在区域、项目和合作的选择上注重聚焦性和安全性, 近两年重点加仓了长三角、上海地区, 抢占市场修复先机。3) 由于整体规模不大, 根据市场情况适时掉头、快速调整战略。4) 新任管理层房地产相关经验丰富, 市场的专业研判与把控能力较强, 同时也引进了众多市场化的人才, 引领公司走向稳步向上发展的道路。我们认为, 公司目前已经基本调整到位, 未来将朝更稳健更正向的方向发展。当前公司已售未结资源充裕, 且毛利率水平不低, 能够为未来结算奠定基础。我们预计公司 2025-2027 年主营业务营业收入分别为 390/404/409 亿元, 同比增速分别为-3%/4%/1%; 归母净利润分别为 1.8/1.9/2.0 亿元, 同比增速分别为 1%/5%/2%; 对应 EPS 分别为 0.048/0.051/0.052 元。当前股价对应的 PE 分别为 28.1X/26.7X/26.2X, 当前股价对应的 PB 分别为 0.150X、0.149X、0.149X。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 销售与结算不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务营业收入 (人民币 百万)	40,932.42	40,208.48	38,961.56	40,449.09	40,921.50
变动 (%)	-0.47	-1.77	-3.10	3.82	1.17
归母净利润 (人民币 百万)	1,444.63	182.87	183.91	193.72	197.56
变动 (%)	77.01	-87.34	0.57	5.34	1.98
每股收益 (人民币)	0.38	0.048	0.048	0.051	0.052
变动 (%)	77.01	-87.34	0.57	5.34	1.98
市盈率(倍)	3.58	28.26	28.10	26.67	26.15
市净率(倍)	0.152	0.151	0.150	0.149	0.149

资料来源:公司公告, 中银证券预测

目录

1 峥嵘三十载，再创美好启新程	6
1.1 发展历程：30 年沉淀经营，锚定以地产为主业的定位，市场地位实现稳步提升	6
1.2 股权结构：背靠保利集团，老牌央企实力强劲	7
1.3 管理层：管理及专业经验丰富，积极引进市场化人才	9
2 地产开发业务：在当前行业深度调整背景下，公司近年来仍保持良好的发展势头	11
2.1 打造“甲第”、“誉”、“赋”、“印”、“壹号”五大产品系满足多元需求	11
2.2 销售：此轮行业深度调整周期中，公司逆势取得突破，首次进入行业 TOP20	11
2.3 拿地：公司仍能维持一定拿地强度，近两年加仓一、二线城市	14
2.4 公司在上海、济南地区去化表现较好，流速与利润率均有保障	18
2.5 土地储备：结构连年优化，高能级城市占比与权益比例均保持较高水平	20
2.6 开竣工与结算：受行业下行影响，近年来开工与结算规模均收缩	23
3 多元业务：依托集团强大的资源协同支撑，打造地产开发、商旅服务、物业服务、科技创新四大业务板块	25
3.1 物业管理：服务多类型物业，在管规模稳步增长	25
3.2 投资性物业及酒店：当前总建面 68 万平，资产价值合计 122 亿元	27
4 财务指标分析：未来业绩保障度较高，债务结构不断优化	29
4.1 在行业深度调整期间公司营收与业绩均出现波动，但目前已经基本调整到位	29
4.2 盈利能力：毛利率有待企稳，2023 年净利率出现回升	30
4.3 偿债能力：债务结构进一步优化，杠杆水平有所改善	31
4.4 现金流：公司现金流稳健，安全性较高	33
4.5 分红：加大分红比例，提振投资信心	34
5 投资建议	36
6 风险提示	38

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 保利置业集团发展历程.....	7
图表 2. 保利置业集团股权结构：公司控股股东为保利（香港）控股有限公司（持有公司 41.45% 的股份），最终实际控制人为国务院国资委.....	8
图表 3. 保利置业董事会与管理层成员.....	10
图表 4. 保利置业打造了“甲第”、“誉”、“赋”、“印”、“壹号”五大产品系.....	11
图表 5. 保利置业 2010 年销售金额突破百亿元，2020 年突破五百亿元，2021 年达到峰值，2022-2024 年虽有收缩但仍保持五百亿元以上.....	12
图表 6. 保利置业 2007-2015 年销售面积年复合增速为 24.8%，2016-2019 年为 -5.4%，2022-2024 年虽有收缩，但仍好于行业整体表现.....	12
图表 7. 2024 年保利置业销售排名提升至第 17 名，首次进入了 TOP20 房企的行列.....	12
图表 8. 此轮行业深度调整周期（2021-2024 年）中，保利置业销售表现显著好于同业.....	12
图表 9. 2023、2024 年保持较高的销售目标完成度，2025 年的销售目标为 500 亿元.....	13
图表 10. 2021 年以来销售权益比例逐年下滑，2022、2023 年销售权益比例分别为 75.9%、74.4%，2024 年降至 66.8%，2025 年 1-3 月回升至 72.2%.....	13
图表 11. 2024 年公司销售金额中一线城市占比达 35%，较 2023 年占比提升了 10 个百分点，一二线城市占比达 85%，较 2023 年提升了 5 个百分点.....	14
图表 12. 公司近两年销售均价明显提升，2024 年销售均价达 2.55 万元/平，同比增长 7.3%，2025 年 1-3 月为 2.77 万元/平.....	14
图表 13. 2024 年长三角和大湾区（包括香港）销售金额占比较 2023 年提升 6 个百分点至 73%.....	14
图表 14. 2024 年公司拿地建面 96.4 万平，同比下降 47.1%.....	15
图表 15. 2024 年公司拿地权益比例下降至 52.8%.....	15
图表 16. 2024 年公司拿地金额 199.5 亿元，同比下降 39.3%，拿地强度为 37%，同比下降了 25 个百分点.....	15
图表 17. 2024 年公司拿地楼面均价为 2.07 万元/平，同比增长 14.7%.....	15
图表 18. 从拿地销售建面比来看，2017-2021 年新增土地建面始终高于销售建面，2022 年以来新增土地建面低于销售面积，在市场下行周期中，公司的拿地强度也相应减弱.....	15
图表 19. 2010 年至今（截至 2025 年 3 月），保利置业已经完成了上海、深圳、广州、宁波、济南、南宁、苏州、杭州、贵阳、武汉、昆明、哈尔滨等 31 个城市的布局，累计获取 165 个项目.....	16
图表 20. 在城市能级方面，保利置业 2019 年以来逐步换仓高能级城市.....	17
图表 21. 在区域布局方面，2020 年以来保利置业集中于长三角、环渤海和大湾区布局.....	17

图表 22. 保利置业重点城市更新项目梳理.....	18
图表 23. 保利置业上海项目布局图.....	19
图表 24. 2020-2025 年 5 月（截至 5 月 9 日）公司连续五年在上海获地，累计斩获了 10 宗土地，主要位于杨浦区以及郊区（闵行、青浦、奉贤、崇明），拿地规划建面累计 89.0 万平，拿地总价 252.0 亿元，楼面均价 28304 元/平，平均溢价率 6.35%.....	19
图表 25. 自 2022 年 5 月开始，保利置业在济南东部核心区相继拿下臻誉、珑誉、鹊华赋、云上璟誉、琅誉、凤栖和鸣等多个顶级改善地块.....	20
图表 26. 自 2023 年以来济南主城区 350 万+顶级改善累计成交了约 1.8 万套，保利置业成交了近 1800 套，占比 10%.....	20
图表 27. 截至 2024 年末，保利置业总土地储备 1316 万平，权益土地储备 916 万平，土地储备权益比例为 70%.....	21
图表 28. 截至 2024 年末，保利置业土地储备平均土地成本为 10994 元/平，同比下降 2%.....	21
图表 29. 截至 2024 年末，保利置业在建面积 570 万平，待建面积 747 万平.....	21
图表 30. 截至 2024 年末，保利置业全口径土地储备中一线城市占比 29%，二线城市占比 44%.....	22
图表 31. 截至 2024 年末，保利置业全口径土地储备中长三角地区占比 20%，珠三角地区占比 24%，西南地区占比 31%.....	22
图表 32. 截至 2024 年末，全口径土地储备在 50 万平以上的城市有深圳、遵义、济南、武汉、南宁、上海、广州、贵阳、昆明.....	22
图表 33. 2019 年以前获取的项目土地储备面积占比为 52%，而 2019 年及以后获取的项目面积占比为 48%.....	23
图表 34. 2024 年公司房地产项目新开工面积为 156 万平，同比下降 29.6%.....	23
图表 35. 2024 年公司房地产项目竣工面积为 455 万平，同比增长 7.3%.....	23
图表 36. 2024 年房地产开发销售业务结算金额 379 亿元，同比下降 2.1%.....	24
图表 37. 2024 年房地产开发销售业务结算面积 196 万平，同比下降 24.7%.....	24
图表 38. 2024 年房地产开发销售业务结算均价 19387 元/平，同比增长 30.3%.....	24
图表 39. 2023 年公司物业管理公司实现收入 12.06 亿元，同比增长 12.0%；2024 年收入与 2023 年持平.....	26
图表 40. 截至 2024 年末，公司管理物业项目数量达 288 个，在管面积达 5274 万平，同比增长 3.9%.....	26
图表 41. 上海保利物业酒店管理集团有限公司隶属于保利置业集团，保利置业集团持股 100%.....	26
图表 42. 截至 2024 年末，公司持有投资物业总建筑面积 68.2 万平.....	27
图表 43. 截至 2024 年末，公司持有投资物业资产为 87 亿元，酒店资产为 35 亿元.....	27
图表 44. 2024 年公司物业投资及管理收入为 17.07 亿元，同比增长 0.5%.....	27
图表 45. 2024 年公司酒店及餐厅营运收入 3.65 亿元，同比下降 3.3%.....	27
图表 46. 截至 2024 年末，公司主要投资物业和酒店列表.....	28
图表 47. 2024 年公司实现营业总收入 402.1 亿元，同比下降 1.9%.....	29

图表 48. 2024 年公司实现归母净利润 1.8 亿元，同比下降 87.3%.....	29
图表 49. 2024 年公司核心净利润为 3.4 亿元，同比下降 80.6%.....	30
图表 50. 截至 2024 年末，公司预收账款 413.8 亿元，同比增长 1.4%.....	30
图表 51. 截至 2024 年末，公司预收账款/营业收入为 1.01X.....	30
图表 52. 2024 年公司毛利率降至 16.4%，同比下降了 4.0 个百分点.....	31
图表 53. 2024 年公司核心净利润率为 0.9%，同比下降 3.5 个百分点.....	31
图表 54. 公司整体三费率 2022 年以来基本稳定在 10%-12% 左右	31
图表 55. 2024 年公司 ROE 降至 0.5%，同比下降 3.7 个百分点	31
图表 56. 截至 2024 年末，公司有息负债 705 亿元，同比下降 4.7%.....	32
图表 57. 截至 2024 年末，公司一年内到期的有息负债占比降至 28%，较 2023 年年末下降 0.2 个百分点	32
图表 58. 公司有息负债中信托贷款占比下降，债券融资占比提升.....	32
图表 59. 2024 年末，公司平均融资成本也降至 3.38%，较 2023 年末下降了 0.5 个百分点	32
图表 60. 截至 2024 年末，公司净负债率为 77.2%；剔除预收后的资产负债率为 70.4%；现金短债比为 1.77X	33
图表 61. 2025 年公司国内外债券到期规模为 65 亿元，2026 年债券到期规模为 36 亿元	33
图表 62. 截至 2024 年末，公司货币资金 345 亿元，同比增长 9.1%.....	34
图表 63. 2024 年公司经营性现金流净额 68 亿元，筹资性现金流净额-36 亿元	34
图表 64. 2024 年公司拟每股派息 0.021 港元，分红率（现金分红总额/归母净利润）为 41%	35
图表 65. 保利置业集团收入拆分	36
图表 66. 保利置业集团可比上市公司估值比较.....	37
损益表(人民币 百万)	39
财务指标	39
资产负债表(人民币 百万)	39

1 峥嵘三十载，再创美好启新程

1.1 发展历程：30 年沉淀经营，锚定以地产为主业的定位，市场地位实现稳步提升

保利置业是中国保利集团地产主业与资本市场的重要平台。保利置业，总部设在香港和上海，1993 年于香港联交所主板上市，公司控股股东为保利(香港)控股有限公司，前身为成立于 1985 年的嵘高贸易有限公司，其主要业务包括房地产投资开发销售、自持物业运营管理，分布在香港、上海、江苏、浙江、广东、深圳等 11 个区域、30 多个城市，在建拟建项目过百，拥有高质量的投资物业组合，包括上海保利广场、上海证券大厦、北京保利大厦、广州中信广场、上海保利大剧院、深圳保利文化广场、武汉保利广场等 20 余座城市地标作品，打造了上海翡丽甲第、香港臻誉、云璟等国际住宅，济南臻誉、上海珑誉等品质项目。过去 30 余年，保利置业的发展历程可以概括为以下几个关键阶段：

初创成立期（1985-2004 年）：1984 年初，经国务院和中央军委批准，保利科技有限公司正式成立。1985 年，为开始发展出口主业，嵘高贸易公司在香港成立，也就是后来的保利(香港)控股有限公司。1993 年，保利科技有限公司经批准重组，中国保利集团有限公司正式成立。同年，保利(香港)控股通过资本运作收购了老牌香港上市公司新海康航业（后更名为保利置业集团）55% 的股权，实现在港主板上市，也成为中国保利集团旗下第一家上市公司。也是从 1993 年开始，保利投身于浦东开发，参与建设当时全球规模最大、设施最先进的上海证券大厦。不过，早期保利的这一香港平台并非主要用来发展房地产业务，1993-2004 年间，集团将这一上市平台定位为“投资多元化的综合企业”，业务范围涉及基础设施、地产投资、能源、制造业、保险等多个领域。

稳步发展期（2005-2015 年）：2005 年，新海康航业正式更名为保利（香港）投资有限公司，此后几年间，通过陆续剥离非房地产资产，同时吸收新的房地产项目，以房地产开发销售业务为主业的定位逐步确立。同样在 2005 年 12 月，保利（香港）以 5.85 亿元向保利集团、保利科技有限公司收购保利上海（即保利置业上海）的全部股权，通过收购获得了北京、上海、苏州、武汉、重庆等城市多个住宅、商业项目以及土地储备。2007 年 9 月，保利（香港）以 14.3 亿港元向保利集团配发约 2.35 亿股新股，用于收购保利南方全资持有的深圳保利全部股权，获得了集团位于深圳、广州、贵阳、南宁、哈尔滨、济南等地的共 15 个项目，保利置业的土储规模从 200 万平增至 600 万平。2009 年 10 月，保利（香港）再度向保利集团配股融资 30.13 亿港元，主要用于收购大股东价值 27.42 亿港元的房地产项目，总建面 213 万平，保利置业土地储备规模扩大至 1150 万平。2010 年公司房地产销售规模也首次突破百亿元。通过以上多次的资产注入，公司房地产业务格局基本形成。为更准确的反映公司的业务定位，2012 年 7 月保利（香港）投资有限公司正式更名为保利置业集团有限公司。

发展瓶颈期（2016-2021 年）：虽然伴随着中国房地产行业的快速发展，保利置业销售规模在 2020 年突破五百亿元，但在 2016-2021 年间，公司的市场排名有所下降，此前 2010-2015 年公司销售排名稳居 TOP30，2018-2021 年降至 60-70 名。我们认为，主要原因是：1) 在 2017 年 12 月保利发展与公司重组之前，公司与保利发展由于部分同业竞争问题无法进驻一些保利发展已经布局的核心城市，因此也可以看到，这一阶段公司三四线城市的销售占比也明显增加。2) 由于公司项目数量相对较少（2018-2021 年每年平均新增项目仅 17 个），而同期其他开发商在高周转模式下，规模快速扩张，在这一阶段迅速抢占市场份额，挤占了保利置业的销售份额，销售排名被动下滑。3) 2019 年 2 月公司管理层变动，带来了拓展策略的变化，由于处于团队磨合期，团队操盘能力有待提升，2019 年获取了一些质量不佳的地块，导致部分项目去化困难。

逆势成长期（2022 年至今）：这一阶段，公司迅速调整，核心城市布局明显提升。即使在行业深度调整的大背景下，公司市场占有率与品牌影响力仍实现了稳步提升，2023 年公司销售金额同比增长 6.8%，销售排名提升至行业第 27 名；2024 年首次进入行业 TOP20（排名第 17 名），是少有的销售实现正增长的房企（销售金额同比增长 1.1%）。

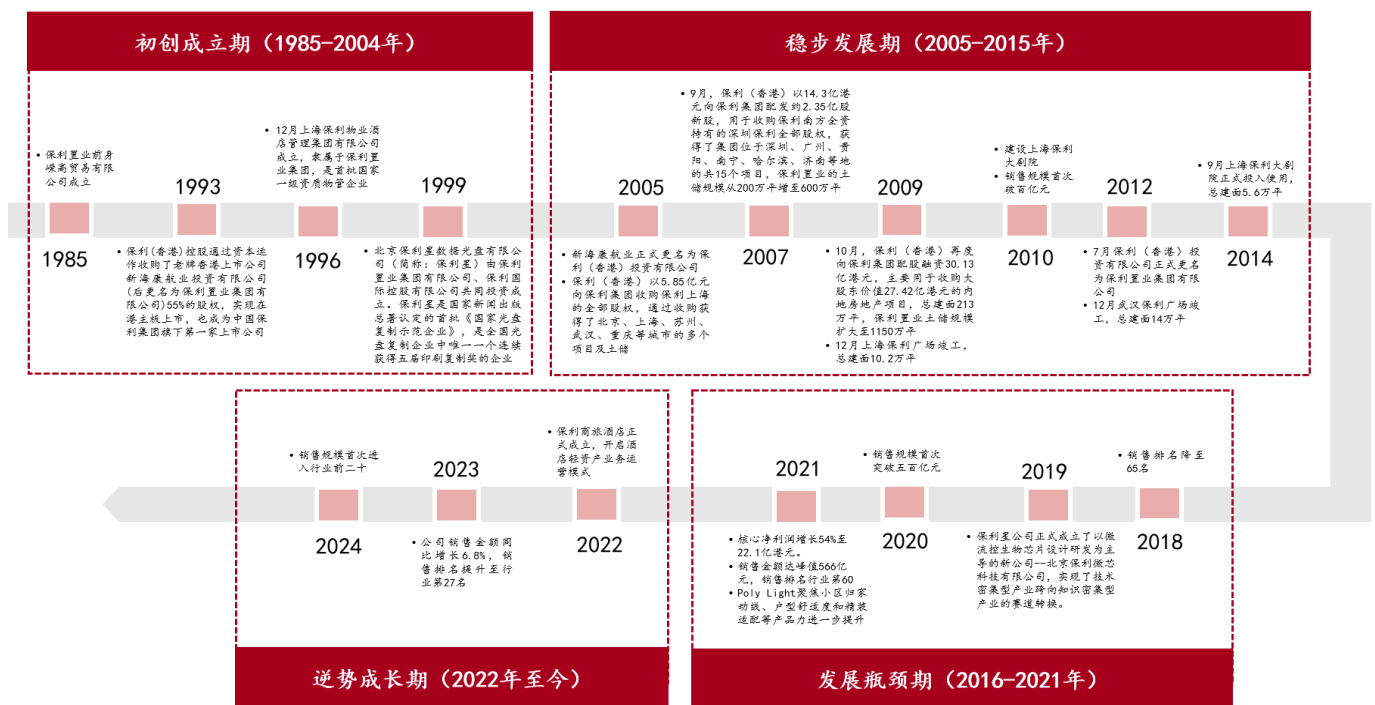
多元业务方面，保利置业依托保利集团强大的资源协同支撑，实现产业全面升级，打造房地产开发、物业服务、商旅服务、科技创新 4 大业务板块。

1) 物业服务：1996 年 12 月上海保利物业酒店管理集团有限公司在北京成立，隶属于保利置业集团，是首批国家一级资质物业管理企业，目前是保利置业集团的物业管理业务平台，管理业务涉及住宅物业、商务写字楼、商业综合体、城市运营和景区公共服务等多元物业服务。截至 2024 年末，管理物业项目数量达 288 个，在管面积达 5274 万平。

2) **商旅服务**: 2022 年 7 月, 保利商旅酒店管理有限公司 (保利置业集团全资子公司) 正式成立, 并开启酒店轻资产业务运营模式。目前, 保利商旅酒店管理业务除拥有自营品牌酒店外, 分别与洲际酒店、凯悦酒店国际知名酒店管理集团合作, 根据官网最新数据 (截至 2025 年 5 月), 已经布局上海、北京、武汉、柳州、贵阳、顺德等 8 个城市的优质地段打造并经营四星、五星酒店 9 家。

3) **科技创新**: 北京保利星数据光盘有限公司 (简称: 保利星) 由保利置业集团有限公司、保利国际控股有限公司共同投资 (保利置业集团持股比例为 66%), 于 1999 年 7 月成立。保利星是国家新闻出版总署认定的首批《国家光盘复制示范企业》, 是全国光盘复制企业中唯一一个连续获得五届印刷复制奖的企业。先后制定国家标准 3 项、行业标准 20 项, 获得国家专利 10 余项。自 2001 年起至今连续七次被评为高新技术企业。2019 年 8 月保利星公司将微流控芯片业务剥离, 由保利置业集团有限公司投资成立了北京保利微芯科技有限公司 (保利置业持股 100%)。凭借在微流控芯片设计领域的技术积累和创新实力, 保利微芯成功被认定为国家级高新技术企业、北京市专精特新中小企业。产品实现了用于循环肿瘤细胞捕获、单细胞捕获、微液滴生成检测、单细胞微珠液滴等微流控芯片产品, 实现对国外产品的替代, 达到国际同等水平。已取得专利 8 件, 其中发明专利 4 件。通过 ISO13485 医疗器械行业质量管理体系认证。与北京工业大学共建了“产学研联合培养研究生基地”。

图表 1. 保利置业集团发展历程



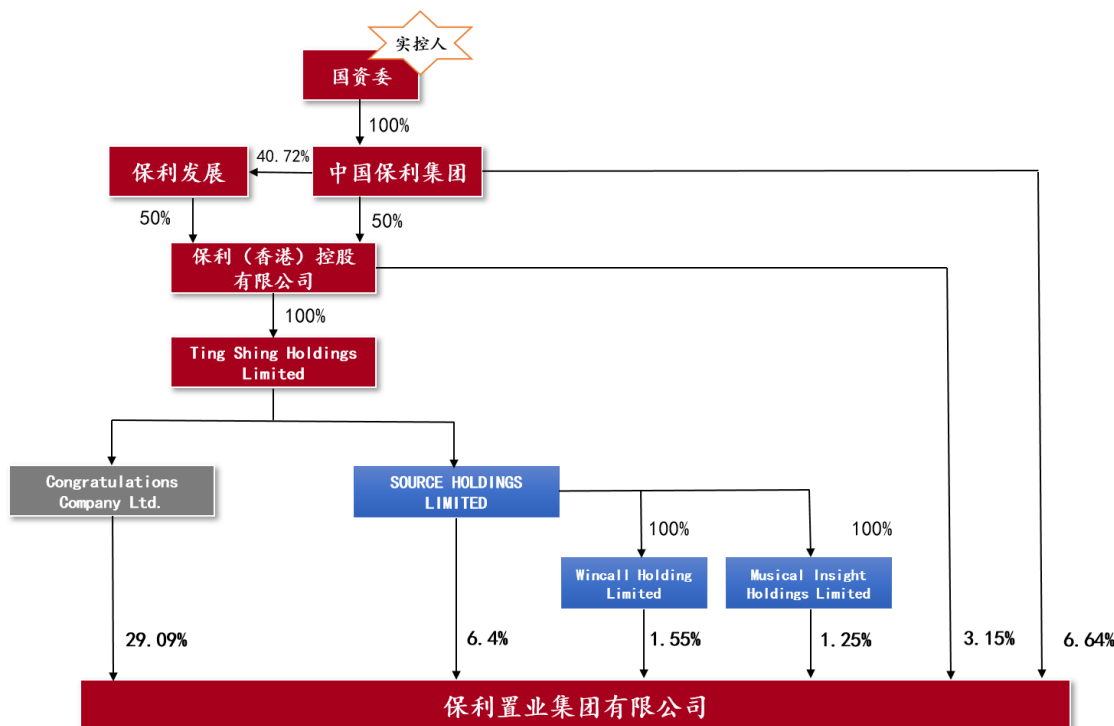
资料来源: 公司公告, 公司官网, 中银证券

1.2 股权结构: 背靠保利集团, 老牌央企实力强劲

从股权结构来看, 公司控股股东为保利(香港)控股有限公司 (持有公司 41.45% 的股份), 最终实际控制人为国务院国资委。根据最新财报数据, 截至 2024 年末,

- 1) 保利集团直接持有公司 6.64% 的股份, 通过保利(香港)控股间接持有公司 41.45% 的股份, 合计持有公司 48.09% 的股份。
- 2) 保利发展: 通过保利香港控股间接持有保利置业 41.45% 的股份。
- 3) 保利(香港)控股直接持有公司 3.15% 的股份, 通过 Ting Shing Holdings Limited 间接持有公司 38.30% 的股份, 合计持有公司 41.45% 的股份。
- 4) Ting Shing Holdings Limited 通过 Congratulations Company Ltd. 和 Source Holdings Limited 分别间接持有公司 29.09%、9.21% 的股份, 合计持有公司 38.30% 的股份。
- 5) Source Holdings Limited 直接持有公司 6.40% 的股份, 通过 Wincall Holding Limited、Musical Insight Holdings Limited 间接持有公司 1.55%、1.25% 的股份, 合计持有公司 9.21% 的股份。

图表 2. 保利置业集团股权结构：公司控股股东为保利（香港）控股有限公司（持有公司 41.45% 的股份），最终实际控制人为国务院国资委



资料来源：公司公告，中银证券

备注：数据截至 2024 年年报。

背靠保利集团，老牌央企实力强劲。保利集团是经国务院、中央军委批准组建，由国务院国有资产监督管理委员会直接管理的大型中央企业，成立于 1993 年 2 月，前身为保利科技有限公司。成立 30 余年来，已形成“优化贸易、升级地产、做强文化、创新科技、做特工程、金融支撑”的“5+1”业务体系，成为业务遍布国内 100 多个城市及全球近百个国家的多元化企业集团。保利集团位列 2024 年《财富》世界 500 强第 173 位，13 次获国务院国资委业绩考核 A 级。截至 2024 年末，保利集团拥有 11 家主要子公司，职工 10 万人，境内外控股上市公司 5 家，分别为：保利发展（保利集团持股比例：40.7%）、保利置业集团（保利集团持股比例：48.1%）、中国海诚（保利集团持股比例：46.5%）、保利联合（保利集团持股比例：44.5%）、保利物业（保利发展持股比例：72.3%）。得益于保利集团的支持，一方面，为保利置业提供了强大的融资保障，使得公司授信额度充足，融资成本维持低位；另一方面，在保利置业发展初期，得益于保利集团优质资产注入的支持，使得公司房地产开发业务快速起步。

保利置业与保利发展都是中国保利集团旗下的子公司，在市场定位上有所不同，目前已经不存在同业竞争问题。2017 年 12 月 1 日，保利发展发布公告，采用现金方式收购公司实际控制人保利集团持有的保利（香港）控股有限公司 50% 股权，其主要资产为持有保利置业集团 39.66% 股份。本次交易的目的是以保利发展为核心对保利集团境内房地产业务进行整合，以逐步解决保利地产和保利置业的潜在同业竞争。通过此次交易，使得保利置业的经营收益成为保利发展联营公司收益，通过这种形式的安排，保利发展与保利置业不再存在同业竞争问题，保利发展分享保利置业的未来收益，并进一步扩大业务区域，有利于提升经营规模和市场占有率，保利置业的定位也在于协助保利发展稳固行业龙头的市场地位。自 2018 年以来保利置业与保利发展在业务拓展方面，不再考虑城市重合问题，目前广州、深圳、苏州、佛山、上海、杭州、武汉、宁波等地两者均有布局。

1.3 管理层：管理及专业经验丰富，积极引进市场化人才

现任保利置业董事会主席万宇清从事房地产行业超过 20 年，经历了房地产开发的各个专业管理岗位，担任过集团多家房地产企业的高级管理人员，拥有丰富的企业管理经验和房地产开发运营管理经验。万总生于 1975 年，1997 年 7 月加入保利集团，历任保利南方集团及保利置业集团下属公司副总经理、常务副总经理、总经理、董事长。1997-2000 年任保利南方进出口公司项目经理，2000-2003 年任广东利海实业总公司市场营销部经理，2003-2005 年任哈尔滨保利房地产开发有限公司董事、副总经理，2005-2007 年任广西保利远辰房地产有限责任公司董事、常务副总经理，2007-2009 年任广州保利置业有限公司董事、总经理，2009-2015 年任广东保利置业有限公司董事、总经理，2015 年 9 月-2021 年 10 月任广东保利置业有限公司董事长；于 2016 年 7 月获委任保利置业集团副总经理，期间，2016 年 8 月-2019 年 10 月兼任湖北保利投资有限公司董事长，2019 年 10 月-2021 年 10 月兼任浙江保利置业有限公司董事长，2021 年 3 月-10 月兼任保利江苏置业有限公司董事长。2019 年 10 月至今兼任保利置业（香港）有限公司董事。2021 年 10 月随着保利置业前任董事长张炳南辞任，万宇清晋升保利置业董事会主席，主要负责把控公司大方向。万宇清担任副总期间，保利置业就已经开始思考战略转型，成为董事会主席后万总带领保利置业进入新的快速发展通道，不仅推动组织变革以及人才升级，同时内部管理与产品力维度上也在快速提升。

2024 年 3 月胡在新被委任为公司执行董事及董事总经理。2024 年 3 月 14 日，公司发布公告，委任胡在新为公司执行董事及董事总经理，以填补因王健先生辞任后而产生的临时空缺。胡总主要负责保利置业整体战略规划及运营管理，例如老盘新做、品牌营销实施，同时主管营销和人力，推动内部培训提升工作。2023 年 11 月王健辞任，直到胡在新补位前，该职位已空缺了四个月。胡在新此次担任保利置业“第二把手”，其对于市场的专业研判与把控能力，有望为公司带来新的业务发展机遇。胡总在保利发展深耕多年，于 1998 年 8 月加入保利发展的附属公司任职，2002 年 9 月-2021 年 9 月期间，分别先后出任保利发展控股策划研究中心副经理、营销中心总经理、总经理助理、品牌管理中心总经理、营销总监、副总经理、党委副书记等要职，一路从基层岗位实打实干，经历了众多房地产开发专业的业务岗位，曾主要负责保利发展地产项目营销策划，拥有专业的市场研判能力。在调任之前，胡总作为保利发展的党委副书记，曾是保利发展的第三号人物，仅次于董事长刘平和总经理周东利。同时，2009 年 4 月-2018 年 6 月胡总还曾担任保利物业董事长，于 2019 年 5 月起调任为非执行董事；2024 年 3 月 13 日，胡在新已辞任保利发展控股及保利物业的所有职务。

此外，2020 年至今，保利置业持续推动人才市场化，从知名房企引进不少人才加入。保利置业的人才市场化主要是从 2020 年开始，之前管理干部一直比较稳定，以内部人才为主。2020 年，保利置业引进吴志侃担任总部品牌营销中心总经理。吴志侃生于 1982 年，上海复旦大学本科毕业，曾供职于宝龙、远洋、复地等公司，加入保利置业之前曾任阳光城集团营销中心副总经理。吴志侃的引进创造了不俗的业绩，这也给保利置业继续人才引进的信心。2022-2023 年，保利置业在市场上放出了一批管理岗位，基本上总部每个职能部门都在招聘副总经理。这一阶段加入保利置业人才不少，比如：保利置业战略投资中心总经理窦义粟，出生于 1981 年，上海大学硕士，曾长期任仁恒置地集团投资管理部总经理，后转战旭辉集团投拓中心拓展管理部总经理，2022 年底加盟保利置业任战略投资中心副总，后晋升中心总。保利置业产品管理中心总经理顾菲，生于 1978 年，同济大学建筑学硕士，曾在设计院工作 10 年，后来加入绿城、融创，曾任融创上海区域集团产品中心总经理，2023 年初加入保利置业任产品中心副总，后晋升中心总。保利置业法务合规中心副总经理武志国，生于 1980 年，法学专业毕业，曾在多家律所担任律师，后来加入融创，曾任集团法务高级经理、杭州公司法务总监，东南区域法务总、华中区域法务总，2023 年下半年加入保利置业。2024 年以来，保利置业继续加大人才引进力度。如原阳光城广州区域营销总黄幸，加入保利置业上海公司任营销总监；原龙湖北京公司营销总刘大路，加入保利置业广州公司任营销总监。原万科北京区域工程客服中心合伙人张贵祥，加入保利置业总部任工程管理中心副总经理。原中骏集团总部运营中心总经理洪昊，加入保利置业总部任运营管理中心副总经理。原碧桂园沪苏区域区域营销总邹磊，加入保利置业总部任品牌营销中心总监，兼任海南公司营销负责人。

图表 3. 保利置业董事会与管理层成员

董事会成员		
姓名	职务	简介
万宇清	董事会主席,执行董事	清华大学五道口金融学院工商管理硕士。于 1997 年 7 月加入中国保利集团,从事房地产行业超过 20 年,历任保利南方集团及本公司下属公司副总经理、常务副总经理、董事长。于 2016 年 7 月获委任保利置业副总经理。于 2021 年 10 月获委任为保利置业董事会主席,现为保利置业提名委员会及环境、社会及管治委员会主席。现亦为上海保利置业党委书记、董事长,保利香港控股董事长。
胡在新	执行董事	中山大学管理学院商业经济专业硕士研究生及中国传媒大学传媒经济学专业博士研究生,在房地产市场及物业管理领域拥有丰富的工作经验。现任广州市人大代表及中国物业管理协会副会长。于 1998 年 7 月加入保利发展控股,前称保利房地产(集团)股份有限公司,期间出任销售部业务经理、业务主管、策划研究中心负责人、营销中心负责人等职务。2002 年 9 月,调任至保利发展控股任职。于 2002 年 9 月至 2021 年 9 月期间,分别先后出任保利发展控股策划研究中心副经理、营销中心总经理、总经理助理、品牌管理中心总经理、营销总监、副总经理、党委副书记等要职。2021 年 10 月,获委任为保利发展控股董事及董事会审计委员会成员。亦于 2009 年 4 月获委任为保利物业董事,于 2009 年 4 月至 2018 年 6 月期间担任董事长,于 2019 年 5 月起调任为非执行董事,亦为保利物业董事会审核委员会成员。于 2024 年 3 月 13 日辞任保利发展控股及保利物业的所有职务。于 2024 年 3 月 14 日获委任为保利置业执行董事及董事总经理。现亦为保利香港控股及上海保利置业的董事及总经理。
张毅	非执行董事	西北大学经济管理学院工商管理硕士学位,正高级会计师资格。自 1988 年参加工作以来,历任中国新时代科技有限公司财务总监,中国新时代控股(集团)公司经营管理部副主任,中国保利集团财务部主任助理,山东银光民爆器材有限公司副总经理、总会计师、党委书记、总经理、董事长,保利化工控股有限公司副总经理,保利久联控股集团党委委员、副总经理,保利联合党委副书记、副总经理、总经理、董事。现任中国保利集团专职外部董事,保利国际控股有限公司董事,保利置业集团有限公司(上海)(上海保利置业)董事。
龚健	非执行董事	中国社会科学院研究生院发展经济学硕士学位。自 1986 年参加工作以来,历任保利文化艺术有限公司办公室主任,中国保利集团房地产部副主任、战略投资中心副总监等职务。现任中国保利集团专职外部董事、保利发展监事,保利(香港)控股有限公司董事,上海保利置业董事,中国工艺集团有限公司董事,保利联合监事,北京新保利大厦房地产开发有限公司董事。
邓欢	非执行董事	中央财经大学工商管理硕士研究生学位,高级经济师。自 2009 年 7 月至今,历任中国轻工集团有限公司规划发展部主管、主任助理,董事会办公室主任助理、副主任、主任,企业发展部主任,科技管理与产业推进中心主任,监事,总经理助理等职务。现任中国保利集团专职外部董事、上海保利置业董事及保利投资控股有限公司董事。
冯志坚	独立非执行董事	于 2021 年 5 月加入保利置业为独立非执行董事,现为审核委员会、薪酬委员会、提名委员会及环境、社会及管治委员会委员。为金银业贸易场永远名誉会长及冯志坚顾问有限公司之董事。从事银行金融业务超过三十四年。于退休之前,曾任宝生银行有限公司之董事兼副总经理、中银国际证券有限公司之董事总经理及中银国际控股有限公司之行政总监。于 1998 年 10 月至 2000 年 6 月,担任香港特别行政区第一届立法会议员。彼亦曾先后担任多项重要公职,包括金银业贸易场理事长、联交所副主席、香港期货交易所有限公司董事、香港中央结算有限公司董事及香港事务顾问等。自 2019 年 6 月起获委任为港银控股合规主任。自 2003 年 9 月起担任超大现代农业(控股)有限公司之独立非执行董事。亦于 2017 年 9 月至 2020 年 7 月担任致浩达控股有限公司之独立非执行董事。亦于 2018 年 7 月至 2023 年 9 月期间为生兴控股(国际)有限公司之非执行董事。
梁秀芬	独立非执行董事	于 2010 年 8 月加入保利置业担任独立非执行董事,现为审核委员会主席、薪酬委员会及提名委员会委员。曾担任中国航天国际控股有限公司独立非执行董事,于 2022 年 6 月退任。在公司秘书及企业融资咨询领域拥有逾二十年的经验。
黄家伦	独立非执行董事	于 2012 年 11 月加入保利置业担任独立非执行董事,现为薪酬委员会主席、审核委员会及提名委员会委员。香港大学社会科学学士学位,主修经济及心理学。曾于国泰航空有限公司、John Swire&Sons(China)Limited 及太古旅游有限公司担任多个不同行政及管理职位。是香港国际电影节协会有限公司董事。于 2022 年 10 月退任香港中乐团理事会委员。
吴剑林	独立非执行董事	于 2010 年 5 月获委任为保利置业独立非执行董事、环境、社会及管治委员会主席和审核委员会成员。曾担任毕马威中国科技及媒体行业主管合伙人。任职期间,负责于 2015 年成立创新创业共享中心,建立服务高增长科技公司的线上及线下模式,并带领团队开发连结初创公司、领军企业、投资机构、研究机构及政府的线上生态应用系统以及用于识别和评估早期科技公司的 SIP 框架。曾担任核心/领导合伙人,建立中国高增长科技企业生态。现为绿色发展研究院副院长暨绿色科技中心总经理,致力于推动国内绿色科技及绿色金融的发展。为 Aquila Acquisition Corporation 及中银国际有限公司的独立非执行董事。于 2023 年 6 月被香港特区政府委任为「绿色科技及金融发展委员会」之委员,为期两年。为注册信息安全专家(CISSP)、注册信息系统审计师(CISA)、美国注册会计师协会(AICPA)会员及全球特许管理会计师(CGMA)。
高管成员		
姓名	职务	简介
胡在新	董事总经理	-
叶黎闻	副总经理	东北财经大学经济学学士及北京大学工商管理硕士学位。于 1994 年 6 月加入中国保利集团,1994 年至 1999 年期间任中国保利集团经理,2001 年 6 月加入保利置业任投资部经理。于 2003 年 7 月获委任为保利置业副总经理,2006 年 11 月获委任为保利置业执行董事,现为保利置业提名委员会委员。现亦为保利香港控股副总经理、上海保利置业副总经理及保利集团若干附属公司之董事。
万宇清	副总经理	-
刘雨	副总经理	武汉工程大学工商管理硕士专业学位。于 2000 年 8 月加入中国保利集团,2013 年 4 月至 2015 年 10 月任保利山东置业集团有限公司董事、副总经理,2015 年 10 月至 2019 年 8 月期间任保利置业集团黑龙江有限公司董事、总经理,2019 年 7 月至今任保利云南置业有限公司董事长,2020 年 1 月至今任湖北保利投资有限公司董事长,2021 年 9 月至今任广西保利置业集团有限公司董事长,2022 年 8 月至今任保利置业集团(上海)投资有限公司董事长。于 2021 年 11 月获委任为保利置业副总经理、上海保利置业副总经理。
彭祎	副总经理	中山大学企业管理硕士学位,经济师职称。于 2006 年 7 月加入中国保利集团,2007 年 10 月加入保利置业,2010 年 9 月至 2015 年 8 月任投资管理部总监,2015 年 9 月至 2021 年 11 月任广东保利置业有限公司董事、总经理。2021 年 11 月至今任广东保利置业有限公司及保利贵州置业集团有限公司董事长。于 2021 年 11 月获委任为保利置业副总经理、上海保利置业副总经理,现亦为保利集团若干附属公司之董事。
祖大勇	副总经理	北京物资学院会计学学士、清华大学经济管理学院工商管理硕士学位。于 1999 年 7 月加入中国保利集团,2009 年 12 月至 2015 年 5 月期间任深圳市保利房地产开发有限公司副总经理,2015 年 5 月至 2020 年 1 月期间先后任湖北保利投资有限公司总经理、董事长,2020 年 1 月至 2021 年 11 月任深圳市保利房地产开发有限公司党委书记、董事长、总经理。2021 年 11 月至今任深圳市保利房地产开发有限公司董事长、上海保利物业酒店管理集团有限公司党委书记、董事长、海南保利置业有限公司董事长、保利商旅酒店管理有限公司董事长。于 2021 年 11 月获委任为保利置业副总经理、上海保利置业副总经理。
刘忱	副总经理,首席合规官,财务总监	南开大学会计学学士、中山大学工商管理硕士学位,高级经济师、会计师职称。于 2004 年 7 月加入保利集团,于 2014 年 1 月至 2019 年 11 月为保利发展控股助理总经理及其若干附属公司董事。于 2019 年 11 月获委任为保利置业副总经理、上海保利置业副总经理,现为保利香港控股总会计师、总法律顾问,保利置业副总经理、总法律顾问、财务总监,上海保利置业副总经理、总会计师、首席合规官及本集团若干附属公司之董事长、董事。
潘治平	总经理助理,财务总监	香港城市大学财务管理硕士学位,香港会计师公会会员。于 1994 年 5 月加入保利香港控股,2000 年 4 月加入保利集团,2009 年 10 月获委任为保利置业助理总经理,现亦为保利集团若干附属公司之董事。

资料来源:公司公告,中银证券

2 地产开发业务：在当前行业深度调整背景下，公司近年来仍保持良好的发展势头

2.1 打造“甲第”、“誉”、“赋”、“印”、“壹号”五大产品系满足多元需求

房地产开发业务方面，面对多元化需求，保利置业打造了“甲第”、“誉”、“赋”、“印”、“壹号”五大产品系，打造具有卓越竞争力的品牌生态链。1) 甲第系：打造 TOP 豪宅产品，有杨浦滨江·翡丽甲第、苏州紫金·翡丽甲第两个项目，多为大平层产品，带超大会所，具备优质外立面和社区设计。2) 誉系：保利置业誉系产品从香港启航，落地上海、深圳、广州，再延伸至济南、宁波，偏向高端改善住宅产品。香港保利·龙誉是保利置业在香港首个独资操盘住宅，地处香港启德发展区优越位置，前临启德邮轮码头及维多利亚港，独具交通优势及生活配套便利；香港保利·臻誉是香港低密度的海景洋房项目，黄金泳滩、新咖啡湾泳滩等五个海滩一览无余。其他典型项目有：广州保利·琅誉、济南保利·珑誉、上海保利·琅誉。3) 赋系：营造符合当代审美趣味的人文宅，偏向东方风格。苏州保利·尚云赋是保利置业全国首个“赋”系产品，约 6000 方全实景示范区，承袭传统苏州园林造园手法；济南保利·鹊华赋，以传世名画《鹊华秋色图》为灵感来打造住宅。4) 印系：注重打造知识圈层的当代雅居。典型项目有：南宁保利·宸上印、上海保利·海上印。5) 壹号系：择址旅游度假资源富集之地，打造出物质与精神栖息的第二居所。典型项目为海南保利·半岛壹号。

图表 4. 保利置业打造了“甲第”、“誉”、“赋”、“印”、“壹号”五大产品系

产品系列	典型项目	产品定位	典型项目开盘售价
甲地系	苏州紫金·翡丽甲第、杨浦滨江·翡丽甲第	TOP 豪宅系列	苏州紫金·翡丽甲第 (6.36 万元/平)、杨浦滨江·翡丽甲第 (11.2 万元/平)
誉系	香港保利·龙誉、香港保利·臻誉、上海保利·琅誉、济南保利·珑誉	高端改善住宅	济南保利·珑誉 (3.3 万元/平)、上海保利·琅誉 (11.7 万元/平)
赋系	苏州保利·尚云赋、济南保利·鹊华赋	精粹传统人文住宅，偏东方风格	苏州保利·尚云赋 (2.88 万元/平)、济南保利·鹊华赋 (2.35 万元/平)
印系	南宁保利·宸上印、上海保利·海上印	打造知识圈层的当代雅居	南宁保利·宸上印 (8800 元/平)、上海保利·海上印 (7.9 万元/平)
壹号系	海南保利·半岛壹号	择址旅游度假资源富集之地，打造出物质与精神栖息的第二居所	海南保利·半岛壹号 (1.7 万元/平)

资料来源：公司官网，房天下，安居客，中银证券

2.2 销售：此轮行业深度调整周期中，公司逆势取得突破，首次进入行业 TOP20

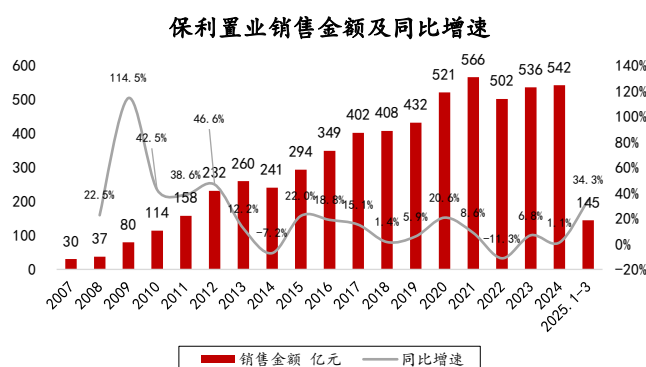
虽然公司也曾暂时性经历过下行、波动时期，导致公司业绩波动相对较大。但由于整体规模不大，能够根据市场情况适时掉头，并快速调整战略。我们认为，公司目前已经基本调整到位，未来将朝更稳健更正向的方向发展。

1) 2007-2015 年，公司规模稳中有升。从 2007 年 30.5 亿元的销售金额提升至 2015 年的 294.0 亿元，年复合增速达 32.8%。其中仅 2014 年主要受到行业下行的影响，销售金额同比下降了 7.2%。2010 年销售规模首次突破百亿元，销售规模排在行业第 25 名，2010-2015 年规模排名维持在 20-30 名之间。

2) 2016-2019 年，公司经历了暂时性的下挫期。公司销售面积从 2016 年的 278.8 万平，降至 2019 年的 236.0 万平，年复合增速为 -5.4%；销售金额排名也从 2015 年的 24 名下降至 2019 年的 68 名。我们认为，主要原因有二：1) 在 2017 年 12 月保利发展与保利置业重组之前，存在同业竞争问题，保利置业无法进驻保利发展已经布局的一些核心城市，公司在这个阶段的项目布局不佳，2015-2018 年公司新增土地储备中的三四线城市占比明显提升（详见 2.3 章节）。2) 由于公司项目数量相对较少，而同期其他开发商在高周转模式下，规模快速扩张，在这一阶段迅速抢占市场份额，挤占了保利置业的销售份额。

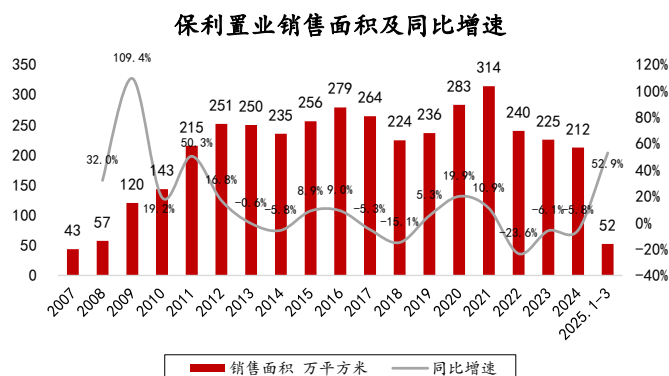
3) 2020 年开始, 公司快速调整战略、及时掉头, 更加注重获取优质地块并确保利润率, 重回上升通道。公司销售规模在 2020 年首次突破 500 亿元, 2021 年销售金额达到峰值 566 亿元。在 2021 年下半年开始的行业下行期, 公司销售虽然略有收缩, 但在行业内仍保持较好的表现, 销售规模也始终保持在 500 亿元以上, 销售排名不断提升。2022 年公司销售金额达 502 亿元, 同比下降 11.3%, 但降幅显著小于百强房企 (-42.3%) 和头部房企 (CR10 同比下降 33.2%), 销售排名提升至第 40 名, 较 2021 年提升了 20 个身位。2023 年销售金额 536.0 亿元, 同比增长 6.8%, 表现好于同期百强房企 (同比下降 17.7%) 和头部房企 (CR10 同比下降 13.2%), 销售排名提升至第 27 名。2024 年销售金额为 542 亿元, 同比增长 1.1%, 销售排名提升至第 17 名, 首次进入了 TOP20 房企的行列, 也是少有的销售仍能实现正增长的房企。2025 年 1-3 月销售金额 145 亿元, 同比增长 34.3%, 销售排名进一步提升至第 14 名。

图表 5. 保利置业 2010 年销售金额突破百亿元, 2020 年突破五百亿元, 2021 年达到峰值, 2022-2024 年虽有收缩但仍保持五百亿元以上



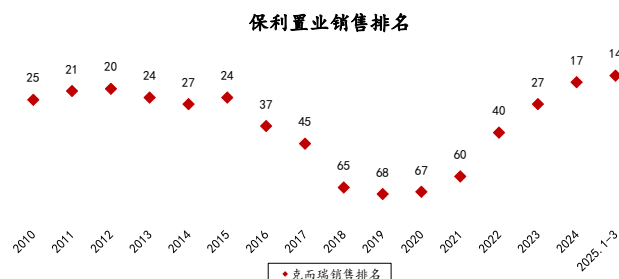
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 保利置业 2007-2015 年销售面积年复合增速为 24.8%, 2016-2019 年为 -5.4%, 2022-2024 年虽有收缩, 但仍好于行业整体表现



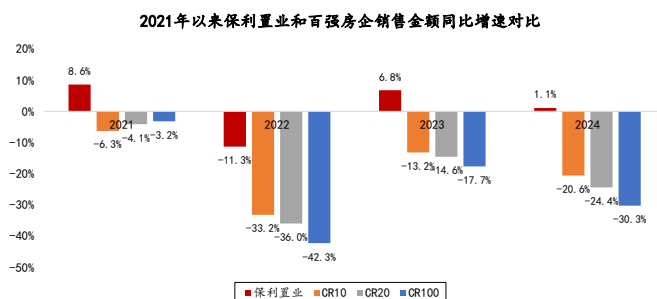
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 2024 年保利置业销售排名提升至第 17 名, 首次进入了 TOP20 房企的行列



资料来源: 克而瑞, 中银证券

图表 8. 此轮行业深度调整周期 (2021-2024 年) 中, 保利置业销售表现显著好于同业



资料来源: 中指院, 中银证券

公司注重稳健经营, 销售目标稳定在五百亿元。公司曾在 2020 年时, 提出了“十四五”期间“再造一个保利置业、实现千亿规模”的目标, 但是在 2021 年下半年行业持续遇冷、市场环境变化的当下, 公司相较于销售规模的追求, 更加注重稳健发展, 2023、2024 年的销售目标均定在约 500 亿元, 且均超额完成了销售目标。2025 年的销售目标为“继续维持在 500 亿元的销售体量”。

2025 年公司预计推货 1200 亿元。根据公司业绩会, 2025 年公司预计全年供货 1200 亿元 (其中年初有约 750 亿元的存量项目供应, 同时 2025 年年内还计划新增货值约 450 亿元), 较 2024 年的 1270 亿元的供货量略有下降; 供货节奏方面, 预计上、下半年供货占比为四六开。去化率方面, 受市场下行的影响, 近年来公司去化率有所波动, 2021、2022、2023 年分别为 50%、38.6%、50%, 2024 年为 42%, 根据公司计划, 2025 年争取去化率略微有所提升, 以在可供货量略有降低的情况下保持 500 亿销售规模, 同时也能今年的拓展腾出更多投资空间。

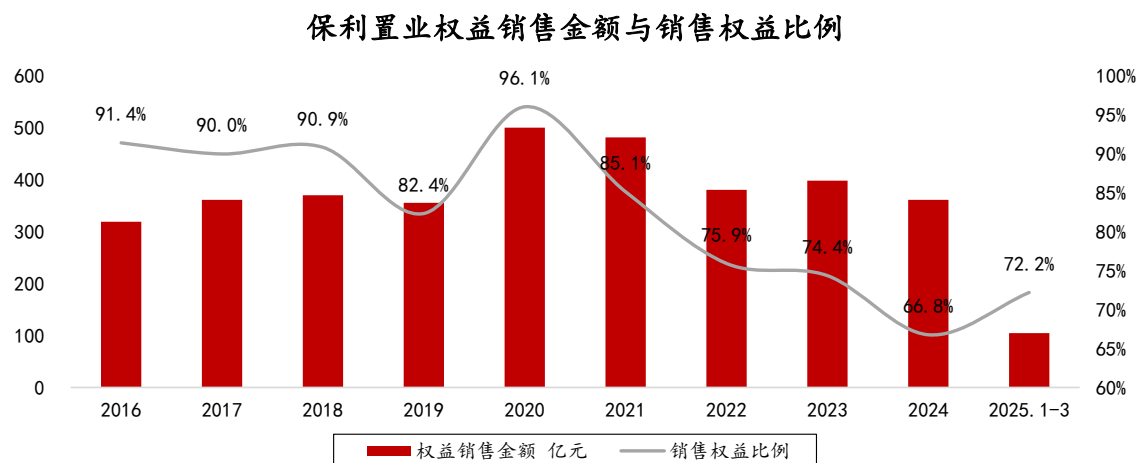
图表 9. 2023、2024 年保持较高的销售目标完成度，2025 年的销售目标为 500 亿元



资料来源：公司公告，公司业绩会，中银证券

此外，2021 年以来销售权益比例明显下滑，公司更多采用合作开发。2022、2023 年销售权益比例分别为 75.9%、74.4%，2024 年降至 66.8%，2025 年 1-3 月回升至 72.2%。我们认为，公司更多选择合作方式拿地的原因主要包括：1) 公司曾在 2020 年时，提出了“十四五”期间“再造一个保利置业、实现千亿规模”的目标，因此当时对于快速扩张有一定诉求，合作方式可以帮助公司快速获取土地资源，增加土地储备，支持公司的业务扩张和区域布局。2) 2021 年下半年以来，行业进入下行周期，房企普遍面临资金压力，通过合作方式拿地可以帮助公司减轻资金压力，同时可以分散风险。

图表 10. 2021 年以来销售权益比例逐年下滑，2022、2023 年销售权益比例分别为 75.9%、74.4%，2024 年降至 66.8%，2025 年 1-3 月回升至 72.2%



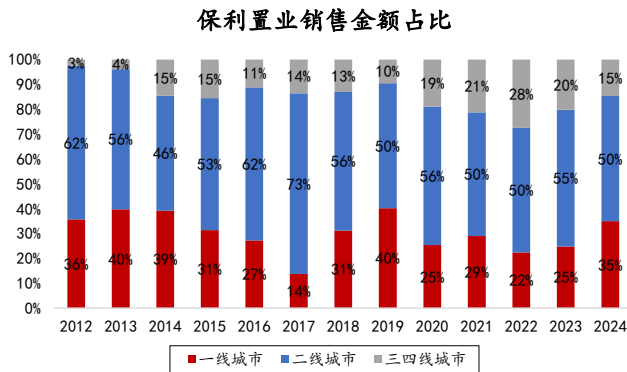
资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

数据说明：权益销售金额来源于克而瑞，销售金额来源于公司财报。

从城市能级分布来看，公司项目主要集中在一、二线城市，2023 年以来一、二线城市销售占比明显提升，2024 年一、二线城市销售金额占比达 85%。根据中指院，2023 年公司销售金额中一线城市占比达 25%，较 2022 年占比提升了 3 个百分点，一、二线城市总共占比达 80%，较 2022 年提升了 8 个百分点。2024 年公司销售金额中一线城市占比达 35%，较 2023 年占比再度提升了 10 个百分点，一、二线城市总共占比达 85%，较 2023 年提升了 5 个百分点。受益于一、二线城市占比提升，公司近两年销售均价明显提升，2024 年销售均价达 2.55 万元/平，同比增长 7.3%，2025 年 1-3 月销售均价为 2.77 元/平，同比下降 12.5%。

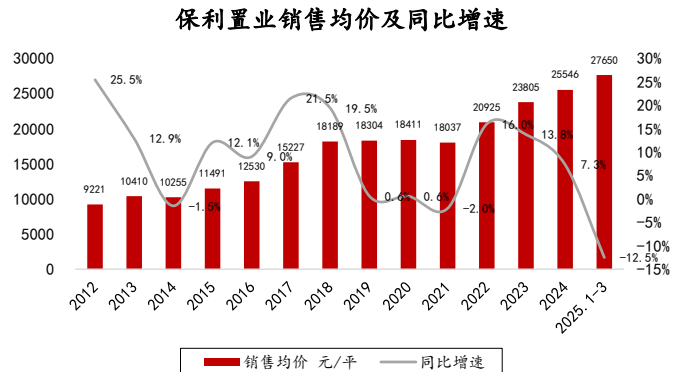
从区域分布来看，当前销售金额贡献最大的区域仍是长三角地区。根据公司财报披露，2024 年长三角地区销售金额占比达 41%。此外，2020 年以来保利置业加大在珠三角区域的布局，整体来看，长三角和珠三角区域对公司销售越来越重要，2024 年长三角和大湾区（包括香港）销售金额占比较 2023 年提升 6 个百分点至 73%。

图表 11. 2024 年公司销售金额中一线城市占比达 35%，较 2023 年占比提升了 10 个百分点，一二线城市占比达 85%，较 2023 年提升了 5 个百分点



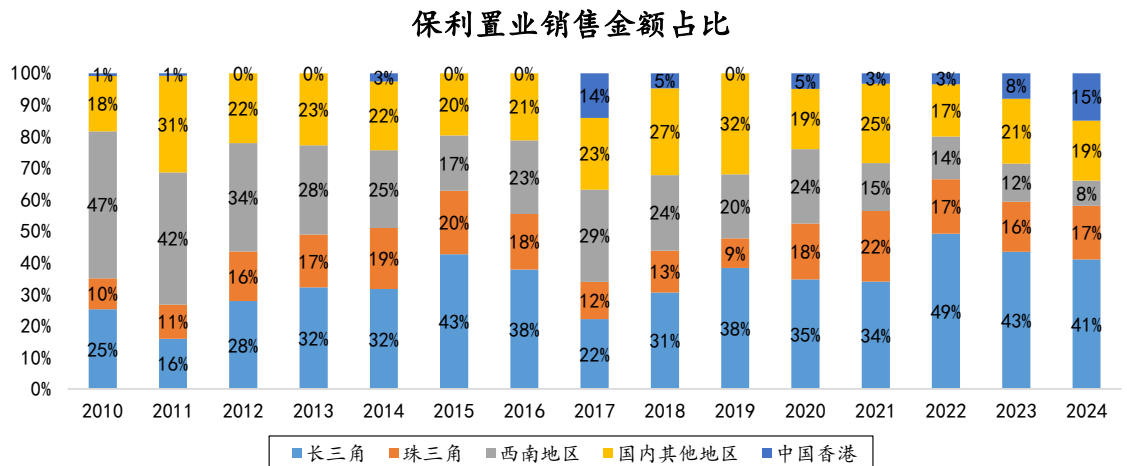
资料来源：中指院，中银证券

图表 12. 公司近两年销售均价明显提升，2024 年销售均价达 2.55 万元/平，同比增长 7.3%，2025 年 1-3 月为 2.77 万元/平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 2024 年长三角和大湾区（包括香港）销售金额占比较 2023 年提升 6 个百分点至 73%

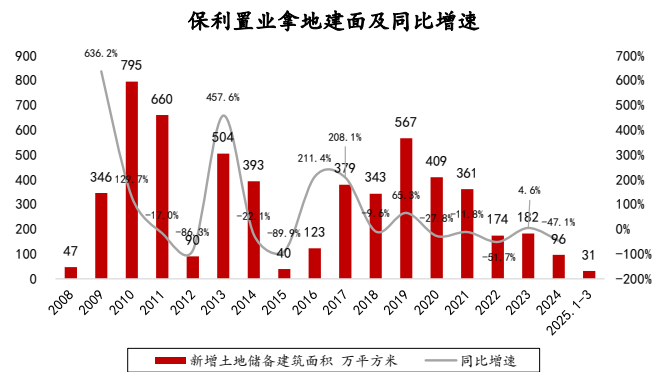


资料来源：公司公告，中银证券

2.3 拿地：公司仍能维持一定拿地强度，近两年加仓一、二线城市

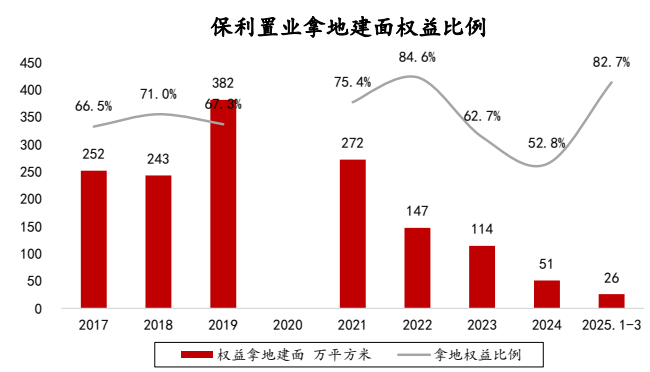
在行业深度调整的背景下，近两年公司适当收缩拿地规模，保持合理拿地节奏。2022 年公司拿地建面 174.2 万平，同比下降 51.7%，拿地金额 260.1 亿元，拿地强度 52%，拿地权益比例达 84.6%。2023 年公司逆势加强拿地投资，当年拿地建面 182.3 万平，同比增长 4.6%，拿地金额 328.7 亿元，同比增长 26.4%，拿地强度提升至 61%，由于新增土地城市能级提升，楼面均价同比提升 20.8%至 18031 元/平，拿地权益比例下降至 62.7%。2024 年公司拿地建面为 96.4 万平，同比下降 47.1%，拿地金额 199.5 亿元，同比下降 39.3%，拿地强度回落至 37%，同比下降了 25 个百分点，拿地权益比例降至 52.8%，虽然拿地强度有所减弱，但楼面均价仍然继续上涨至 20690 元/平，同比增长 14.7%。2025 年 1-3 月公司分别在广州、杭州、济南获取了 3 宗地块，拿地建面 31.4 万平，拿地总金额 64.7 亿元，楼面均价 2.06 万元/平。从拿地销售建面比同样也可以观察到近两年投拓收缩。2017-2021 年新增土地建面始终高于销售建面，2022 年以来新增土地建面低于销售面积，在市场下行周期中，公司的拿地强度也相应减弱。从这里也能看出，公司拿地布局的城市能级有着明显提升，虽然单位成本增加，但项目质量和预期去化应该有所提升。我们认为，在市场下行周期中，这样的投拓思路是相对安全的。

图表 14. 2024 年公司拿地建面 96.4 万平, 同比下降 47.1%



资料来源: 公司公告, 中银证券

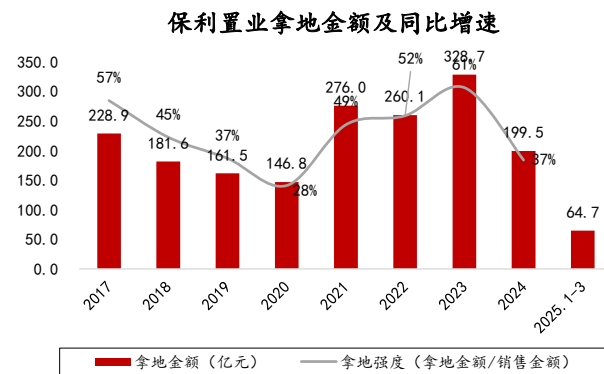
图表 15. 2024 年公司拿地权益比例下降至 52.8%



资料来源: 公司公告, 中银证券

数据说明: 2020 年末披露权益口径数据。

图表 16. 2024 年公司拿地金额 199.5 亿元, 同比下降 39.3%, 拿地强度为 37%, 同比下降了 25 个百分点



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 中银证券

备注: 其中 2019-2021 年拿地金额为克而瑞数据, 其余年份为根据公司公告的楼面均价以及拿地建面计算得到的数据。

图表 17. 2024 年公司拿地楼面均价为 2.07 万元/平, 同比增长 14.7%



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 中银证券

备注: 2019、2021 年楼面均价为克而瑞数据, 其余年份为公司公告数据, 2020 年数据缺失。

图表 18. 从拿地销售建面比来看, 2017-2021 年新增土地建面始终高于销售建面, 2022 年以来新增土地建面低于销售面积, 在市场下行周期中, 公司的拿地强度也相应减弱



资料来源: 公司公告, 中银证券

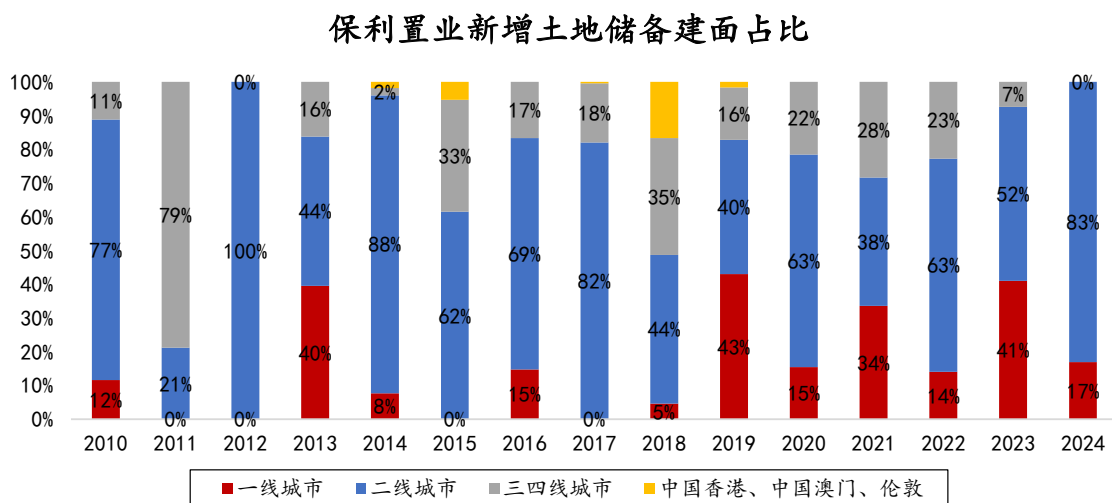
“船小好掉头”特征显著，2019 年之后，公司拿地投资城市和区域分布均集中在重点都市圈和核心城市。2010 年至今（截至 2025 年 3 月），保利置业已经完成了上海、深圳、广州、宁波、济南、南宁、苏州、杭州、贵阳、武汉、昆明、哈尔滨等 31 个城市的布局，累计获取 165 个项目。在城市能级方面，保利置业曾经在 2015、2018 年加大了在三四线城市的布局，当年三四线城市新增土地储备建面占比均超过三成，这也是因为当年行业的棚改货币化带来了一波三四线销售的热潮，公司顺应时势增加了低线城市项目。但是，从 2019 年以来便逐步换仓高能级城市，尤其是一线城市的布局明显加重，这也再次说明了公司“船小好掉头”的特性，在这一轮的换仓之后，公司就锁定了深耕核心城市的战略。2023 年一线城市新增土储占比高达 41%，一、二线城市合计占比 93%，2024 年获取的六宗地块全部位于一、二线城市（上海、深圳、宁波、济南），2025 年 1-3 月获取的三宗地块也均位于一、二线城市（广州、济南、杭州）。从大区域的分布角度来说，2019 年以前，公司曾重仓西南地区，但在 2019 年之后，则侧重于长三角、环渤海和大湾区一二线城市的布局，2021 年、2022 年、2024 年、2025 年 1-3 月所获取的地块全部位于以上三大区域，2023 年以上三大区域的拿地建面占比也高达 76%。

图表 19. 2010 年至今（截至 2025 年 3 月），保利置业已经完成了上海、深圳、广州、宁波、济南、南宁、苏州、杭州、贵阳、武汉、昆明、哈尔滨等 31 个城市的布局，累计获取 165 个项目

新增土地储备数量																		
能级	城市	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	合计
一线城市	上海	2			1	2		1		1		3	1	1	3	1		16
	深圳	1			1						1		3	1		1		8
	广州				3	1					2	2	3		1		1	13
二线城市	宁波	1	1			1			1	1	1	2	3	3		1		15
	济南	1		2	1	1			4	1		1	1	3	1	3	1	20
	南宁				1	2		1	1	1		1			2			9
	苏州	1							2	1	3	1	2		2			12
	杭州	1										1			1		1	4
	贵阳	1	1		1	1							1					5
	武汉	3			1		1				2	1						8
	昆明	1		1				1			1	1						5
	哈尔滨				1	1				2		2						6
	常熟													1				1
三四线城市	昆山	3										1	2	1	1			8
	佛山				1				1	1	2		1					6
	常州												1					1
	柳州											1						1
	威海		1				1		1			2						5
	烟台		1		1			1				1						4
	泰安										1							1
	惠州		1								1							2
	德清								1	1								2
	淄博								1	1								2
	太仓												1					1
	潍坊									1								1
	牡丹江									1								1
	桂林					1												1
	遵义		1															1
中国港澳	香港					1	1			1	1							4
	澳门									1								1
海外	伦敦								1									1
合计		15	6	3	12	11	3	4	13	14	15	20	19	10	11	6	3	165

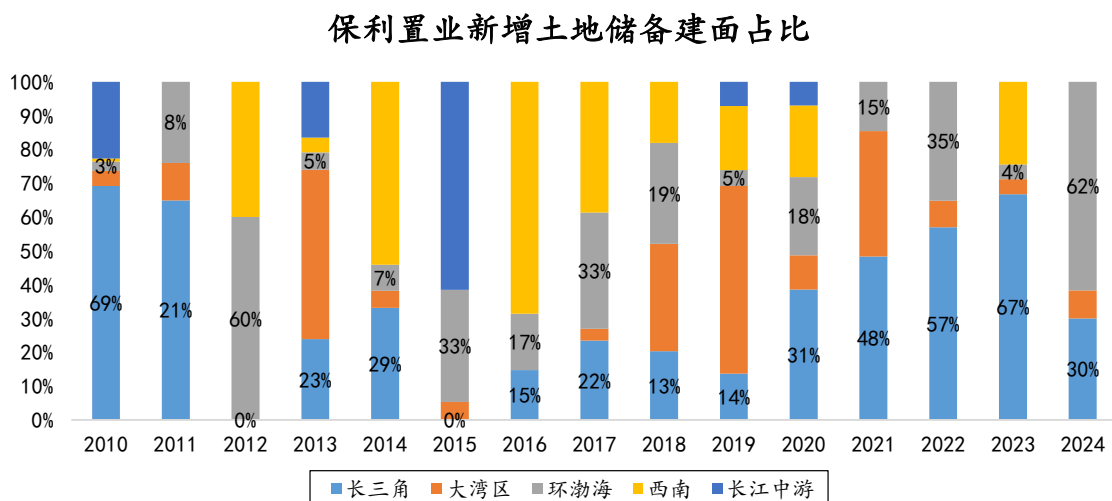
资料来源：公司公告，中银证券
数据说明：根据公司披露的新增土地储备明细统计，土地性质包括住宅、商业、商住类型。

图表 20. 在城市能级方面，保利置业 2019 年以来逐步切换高能级城市



资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 在区域布局方面，2020 年以来保利置业集中于长三角、环渤海和大湾区布局



资料来源：公司公告，中银证券

同时，保利置业也没有错过城市更新的拓展模式，积极配合各地政府实施棚户区改造、旧城改造、城市更新，拿下了广州东濠涌村、济南五里牌坊、深圳龙岗旧改等多个项目。以上三个项目合计规划建筑面积超过 400 万平。其中：

1) 广州荔湾区东濠涌村旧改：为广州大型城中村三旧改造项目，位于原芳村老城区的核心位置，整个改造项目将分期建 51 栋住宅及超过 10 栋以上的商业楼宇，总建筑面积超过 120 万平。2012 年 5 月，保利置业与荔湾东濠涌村签订了城中村改造协议，最早的项目名为**保利西悦湾**，共分三期开发。2015 年 11 月首期开卖，建面 88-108 平三至四房，截至 2024 年末，一、二期 2 个组团已在清盘当中，已售 1237 套，剩余 27 套，均价 4.19 万元/平。2023 年，第三期组团更名为**保利锦上印**，共规划 15 栋住宅，1 栋商业。其中，N1-N6 的住宅楼为一期，定位刚需、刚改，主打面积约 88-126 平的三至四房，N3 为商业。根据观点网，截至 2025 年 1 月，一期去化率约 84%。2024 年底，保利锦上印新推二期 N7-N16 栋，并更名为**保利臻誉**，定位高端改善，大户型产品 107-170 平。二期产品在一期基础上，升级了产品用料、园林、物业服务，以及打造了泳池俱乐部、景观会客厅、全龄儿童探索空间等。2025 年 4 月推出全新楼盘**保利·怡璟湾**，是整个东濠涌村旧改的第四个楼盘项目。

2) 深圳龙岗旧改项目：是龙岗目前规模最大、深圳超大型旧改项目，保利置业 2018 年获取该项目，项目名称为保利勤诚达誉都，体量达 210 万平，分为八期开发，总货值达 350 亿元，毛利率 30% 以上。首期于 2021 年 5 月开盘，推出了 523 套住宅，建面为 63-115 平，均价 4.25 万元/平，开盘当天售罄；2021 年 8 月推出 613 套住宅入市，基本售罄，均价 4.24 万元/平；2022 年 5 月再度推出 623 套住宅入市，均价 4.22 万元/平。从公司的土地储备表中可以看到，截至 2024 年末，保利勤诚达誉都仍有 185.8 万平的待开发面积。

3) 济南保利天禧（五里牌坊）项目：从 2016 年 7 月五里牌坊动迁启动开始，保利置业包揽了前期棚户拆迁、土地熟化的巨额费用，再加上后期整体的设计规划和高品质住区的建造。2020 年 1 月，公司以 10.43 亿元的底价竞得五里牌坊棚户区改造项目地块，楼面价为 6142 元/平，该地块是五里牌坊棚户区改造项目用地之一，保利熟化地块。项目名称为**保利天禧**，一期于 2020 年 9 月开盘，均价为 2.8 万元/平，目前仍然在售；二期于 2022 年 8 月首开。从公司的土地储备表中可以看到，截至 2024 年末，保利天禧二期仍有 5.2 万平的在建面积及 13.9 万平的待建面积。

图表 22. 保利置业重点城市更新项目梳理

获取时间	城市更新项目	规划总建面 (万平)	项目名称
2012 年 5 月	广州东濠村	120	保利西悦湾：最早开盘时间 2015 年 11 月，目前已经基本售罄。 保利锦上印：最早开盘时间 2022 年 6 月，目前在售。 保利臻誉：2024 年推出，在售。 保利·怡璟湾：2025 年 4 月推出新盘。
2018 年 12 月	深圳龙岗项目	210.1	保利勤诚达誉都：分为八期开发，总货值达 350 亿元。 首期于 2021 年 5 月开盘，推出了 523 套住宅，建面为 63-115 平，均价 4.25 万元/平，开盘当天售罄。 2021 年 8 月推出 613 套住宅入市，基本售罄，均价 4.24 万元/平。 2022 年 5 月再度推出 623 套住宅入市，均价 4.22 万元/平。 截至 2024 年末，保利勤诚达誉都仍有 185.8 万平的待开发面积。
2020 年 1 月	济南五里牌坊	22.3	保利天禧：一期于 2020 年 9 月开盘，均价为 2.8 万元/平，目前仍然在售；二期于 2022 年 8 月首开。 截至 2024 年末，保利天禧二期仍有 5.2 万平的在建面积及 13.9 万平的待建面积。

资料来源：公司公告，中银证券

2.4 公司在上海、济南地区去化表现较好，流速与利润率均有保障

2020 年以来保利置业重点加仓长三角、上海地区。1993 年保利置业落子浦东，投资建设了首个城市地标项目——上海证券大厦，正式揭开了公司布局上海的序幕。2006 年保利广场在上海浦东举行了奠基仪式。2021 年 7 月，绿地控股与保利置业签约战略合作，双方将在城市综合开发建设与管理、城市更新、国资改革等重要领域展开全面深度合作，重点聚焦在上海等长三角未来重点发展区域。2021-2023 年期间，保利置业联合碧桂园、龙湖、象屿、中铁置业等众多品牌开发商，合力落子布局太仓、常州、花桥、昆山等多个长三角城市，陆续打造了天和雅园、景玥府、明玥逸庭、明月璟宸苑等项目。2020 年以来公司在上海地区再拓版图，参与奉贤新城、青浦新城发展建设；深耕杨浦区中心城市建设；拓展崇明、花桥、昆山等城市外围区域；辐射常州、太仓等多个城市发展业务。

根据公司官方公众号，截至 2025 年 3 月底，保利置业上海公司累计开发项目 34 个，开发总建筑面积约 610 万方，累计已开工约 603 万方，已竣工约 525 万方。根据公司公告，2020-2024 年公司连续五年在上海拿地，累计斩获了 9 宗土地，主要位于杨浦区以及郊区（闵行、青浦、奉贤、崇明）。根据中指院，公司 2020-2025 年 5 月（截至 5 月 9 日）获取的 10 个上海项目，拿地规划建面累计 89.0 万平，拿地总价 252.0 亿元，楼面均价 28304 元/平，平均溢价率 6.35%。其中，2024 年 11 月以 25.95 亿元、溢价率 18.49% 摘得闵行梅陇地块，楼面均价 48665 元/平。2025 年 5 月 9 日经过 72 轮竞价后，由保利置业拿下杨浦区东外滩地块，成交总价 42.41 亿，溢价率 26.3%，成交楼面价 80199 元/平，刷新了定海社区板块单价“地王”纪录。

保利置业 2024 年在上海市场表现不俗。根据中指院，2024 年保利置业在上海的销售面积积达 14.6 万平，销售金额为 76.6 亿元，为公司贡献了 14.1% 的销售（按销售金额计算），在上海地区的市占率达 2.2%（按销售面积计算）。这一销售成绩主要是因为 2024 年在杨浦推出了 11.7 万元/平的保利琅誉，凭借产品力和性价比，斩获了 7 月上海单盘销冠。此外，2023 年与华丽家族联合拿下的上海革新级城市风貌杨浦东外滩项目，也在近期取得进展，2024 年 11 月 18 日举行了隆重开工仪式。我们预计，未来公司在上海、长三角地区将拥有更多发展空间。

图表 23. 保利置业上海项目布局图



资料来源：公司官方公众号，中银证券

图表 24. 2020-2025 年 5 月（截至 5 月 9 日）公司连续五年在上海购地，累计斩获了 10 宗土地，主要位于杨浦区以及郊区（闵行、青浦、奉贤、崇明），拿地规划建面累计 89.0 万平，拿地总价 252.0 亿元，楼面均价 28304 元/平，平均溢价率 6.35%

地块名称	区域	板块	用地性质	土地成交日期	拿地权益比例	成交楼面价(元/㎡)	规划建筑面积(万平)	拿地金额(亿元)	权益拿地金额(亿元)	溢价率	拿地企业(权益)	项目名称	最新开盘时间	最早开盘时间	平均售价	销售状态
杨浦区 N090602 单元 L4-02 地块	杨浦区	东外滩	住宅用地	2025/5/9	100%	80199	5.29	42.41	42.41	26.30%	保利置业 (100.0%)					待售
闵行区 MHP0-0303 单元 01-28-01a 地块	闵行区	梅陇春申	住宅用地	2024/11/27	100%	48665	5.33	25.95	25.95	18.49%	保利置业 (100.0%)	保利海上印	2025/4/30	2025/4/30	79100 元/平	在售
杨浦区平凉社区 01D4-04 地块(平凉街道 71 街坊东)	杨浦区	东外滩	住宅用地	2023/12/5	50%	70002	0.6	4.19	2.09	0.00%	华置家族 (50.0%)、保利置业 (50.0%)					待售
杨浦区平凉社区 01D4-06 地块(平凉街道 71 街坊)、01D2-03 地块(平凉街道 75 街坊)	杨浦区	东外滩	住宅用地	2023/7/11	100%	74250	3.06	22.73	22.73	10.00%	保利置业 (100.0%)	保利琅誉	2024/7/9	2024/7/9	117000 元/平	售罄
青浦区盈浦街道竹盈路南侧 17-01、18-01、19-01、20-01、21-01、22-01、23-02、24-01 地块	青浦区	青浦新城	综合用地(含住宅)	2023/4/20	50%	18149	38.71	70.26	35.13	8.72%	建发房产 (50.0%)、保利置业 (50.0%)	保利 建发·印象青城	2024/12/12	2023/11/23	55572 元/平	在售
奉贤区奉贤新城 10 单元 10-06 区域地块	奉贤区	南桥新城	住宅用地	2022/6/1	100%	19500	7.41	14.46	14.46	0.00%	保利置业 (100.0%)	保利明玥·宸光	2023/7/19	2023/3/29	42600 元/平	售罄
杨浦区文海社区 D2-2 地块(定海路街道 152 街坊)	杨浦区	东外滩	住宅用地	2021/10/12	100%	58011	6.35	36.81	36.81	0.00%	保利置业 (100.0%)	保利·珑誉	2023/2/25	2022/11/26	99000 元/平	售罄
奉贤区奉贤新城 10 单元 04-02 区域地块	奉贤区	南桥新城	综合用地(含住宅)	2020/11/3	100%	17480	7.4	12.93	12.93	0.00%	保利置业 (100.0%)	保利明玥·宸光	2022/6/1	2021/12/9	40248 元/平	售罄
崇明区城桥镇 CMC10303 单元 01A-01A (51 号) 地块	崇明区	崇明新城	住宅用地	2020/8/6	100%	10687	8.07	8.62	8.62	0.00%	保利置业 (100.0%)	保利·明玥·潮升	2022/9/8	2022/1/22	31330 元/平	在售
奉贤区奉贤新城 10 单元 03A-02 区域地块	奉贤区	南桥新城	住宅用地	2020/4/3	100%	20000	6.8	13.6	13.6	0.00%	保利置业 (100.0%)	保利明玥·潮光	2021/10/19	2021/10/19	39098 元/平	售罄
合计/平均					85%	28304	89.0	252.0	214.7	6.35%						

资料来源：公司公告，中指院，中银证券

此外，公司济南项目的销售去化表现也相对较好，主要得益于改善型产品销售情况较好。济南市场改善型产品销售情况较好，主要是因为过去旧改释放出来了部分购买力资金。自 2022 年 5 月开始，保利置业在济南东部核心区相继拿下臻誉、珑誉、鹊华赋、云上璟誉、琅誉、凤栖和鸣等多个顶级改善地块。根据中指院，2024 年保利置业在济南的销售面积达 28.2 万平，销售金额为 60 亿元，销售均价高达 2.13 万元/平，为公司贡献了 11.1% 的销售（按销售金额计算），在济南地区的市占率达 6.1%（按销售面积计算）。2025 年 1-3 月保利置业在济南的销售面积达 11.3 万平，销售金额为 13 亿元，为公司贡献了 9.0% 的销售（按销售金额计算），在济南地区的市占率提升至 13.6%（按销售面积计算）。根据济南楼市锐评的统计，自 2023 年以来济南主城区 350 万+顶级改善累计成交了约 1.8 万套，保利置业成交了近 1800 套，占比 10%，保利置业占据了济南改善市场的重要位置。2025 年 3 月 17 日，保利置业山东公司与济南历下城发联合成功摘得济南中央商务区西片区 A1 地块，此地块作为 2025 年济南市本级挂牌出让的首个地块，楼面价近 1.5 万元/平，是济南“地王”项目。

图表 25. 自 2022 年 5 月开始，保利置业在济南东部核心区相继拿下臻誉、珑誉、鹊华赋、云上璟誉、琅誉、凤栖和鸣等多个顶级改善地块

拿地时间	项目名称	规划总建面 (万平)	拿地总价 (亿元)	楼面均价 (元/平)	保利置业权益比例	合作方	售价 (元/平)	最新开盘时间	最早开盘时间	销售状态
2022 年 5 月	济南保利臻誉	15.1	10.02	11029	100%	-	36000-39000	2022/12/17	2022/12/17	售罄
2022 年 8 月	济南保利公园上城	14.0	8.99	6423	80%	济南轨交集团	23000	2023-07-23	2022-01-10	售罄
2022 年 12 月	济南保利·珑誉	32.1	19.98	9830	100%	-	33000	2023-07-30	2023-07-30	在售
2023 年 11 月	济南鹊华赋项目	8.0	4.87	9203	51%	北京稳象置业、山东天齐置业集团	23500	2024-05-16	2024-05-16	在售
2024 年 6 月	济南保利金茂琅誉	6.6	4.75	14059	30%	中国金茂	31000	2024-10-27	2024-10-27	在售
2024 年 6 月	济南保利绿城凤栖和鸣	39.3	18.85	7570	34%	瑞玛、绿城中国	22000	2024-10-30	2024-10-30	在售
2024 年 8 月	济南保利云上璟誉	13.5	8.72	9480	51%	济南高新	27000-32000	2024/9/28	2024/9/28	在售
2025 年 3 月	济南历下项目	10.81	16.21	14995	50%	济南历下城发	-	-	-	未售

资料来源：公司公告，中指院，中银证券

图表 26. 自 2023 年以来济南主城区 350 万+顶级改善累计成交了约 1.8 万套，保利置业成交了近 1800 套，占比 10%

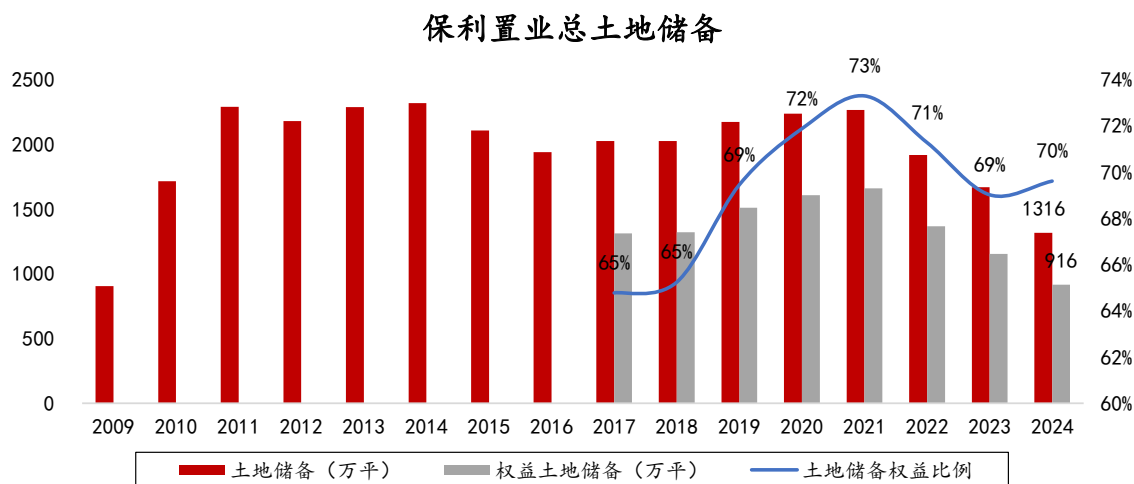
济南主城区 2023-2025 年总价 350 万+成交套数			
年份	济南主城	保利置业	占比
2023 年	10352	973	9%
2024 年	6423	762	12%
2025 年 1-2 月	790	54	7%
合计	17565	1789	10%

资料来源：济南楼市锐评，中银证券

2.5 土地储备：结构连年优化，高能级城市占比与权益比例均保持较高水平

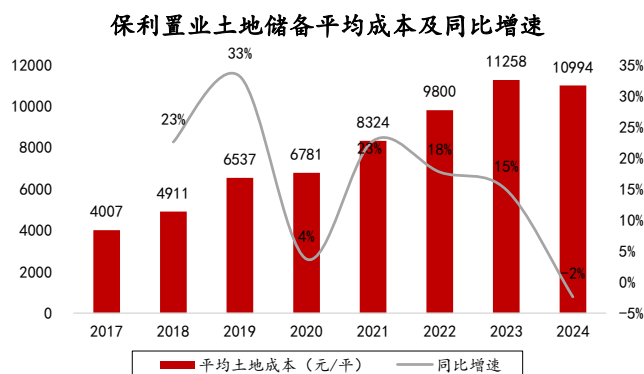
由于拿地减少，2022 年以来公司土地储备缩量，但土地储备权益比例和平均土地成本保持较高水平。截至 2024 年末，公司总土地储备（在建及待建面积）降至 1316 万平，其中在建面积 570 万平，待建面积 747 万平；权益土地储备降至 916 万平，土地储备权益比例为 70%，较 2023 年年末提升了 1 个百分点，受益于高能级城市布局占比的提升，土地储备平均土地成本为 10994 元/平，同比虽然小幅下降了 2%，但仍处于较高水平。

图表 27. 截至 2024 年末，保利置业总土地储备 1316 万平，权益土地储备 916 万平，土地储备权益比例为 70%



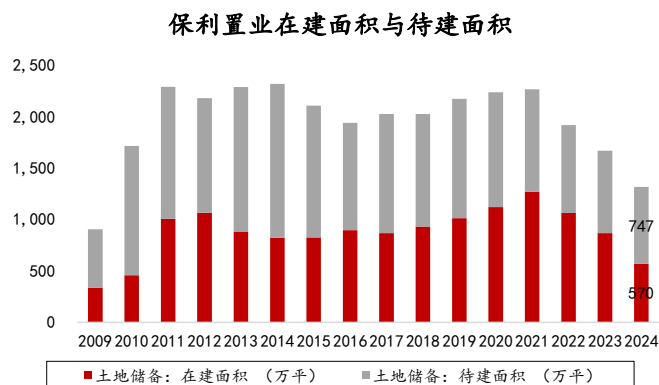
资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 截至 2024 年末，保利置业土地储备平均土地成本为 10994 元/平，同比下降 2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 29. 截至 2024 年末，保利置业在建面积 570 万平，待建面积 747 万平



资料来源：公司公告，中银证券

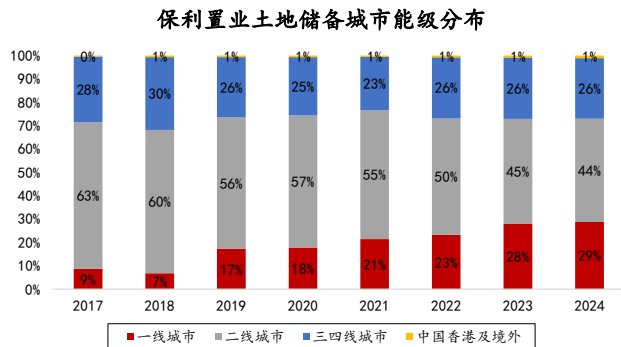
2021 年以来公司土地储备结构也是逐渐向高能级城市和长三角倾斜。

1) 从区域分布来看，2020 年以来，长三角土储占比呈现上升趋势，珠三角土储占比相对稳定，西南地区土储占比下降。截至 2024 年末，公司长三角地区全口径土地储备占比为 20%，较 2019 年末提升了 7 个百分点，珠三角地区全口径土地储备占比为 24% 2019 年末以来占比基本稳定在 20%-24%，西南地区全口径土地储备占比为 31%，较 2019 年末下降 6 个百分点。

2) 从城市能级分布来看，一、二线城市土储占比超过 7 成。截至 2024 年末，公司一线城市全口径土地储备占比达 29%，较 2019 年末提升了 12 个百分点；二线城市占比 44%；三四线城市占比 26%；香港地区（香港朗誉、香港濠璟两个项目）占比 1%。

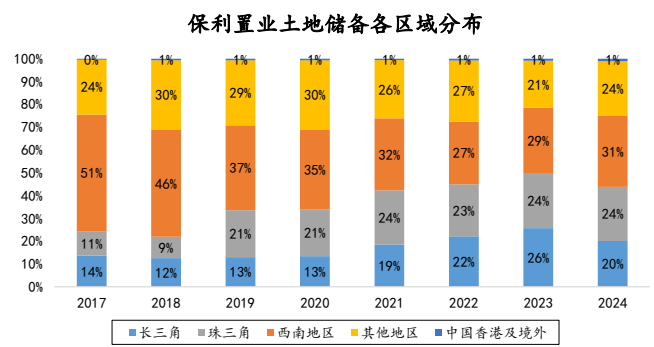
3) 具体到城市层面，截至 2024 年末，全口径土地储备在 50 万平以上的城市有深圳（231.8 万平）、遵义（210.5 万平）、济南（141.9 万平）、武汉（108.3 万平）、南宁（80.3 万平）、上海（75.0 万平）、广州（71.5 万平）、贵阳（62.8 万平）、昆明（58.6 万平）。

图表 30. 截至 2024 年末，保利置业全口径土地储备中一线城市占比 29%，二线城市占比 44%



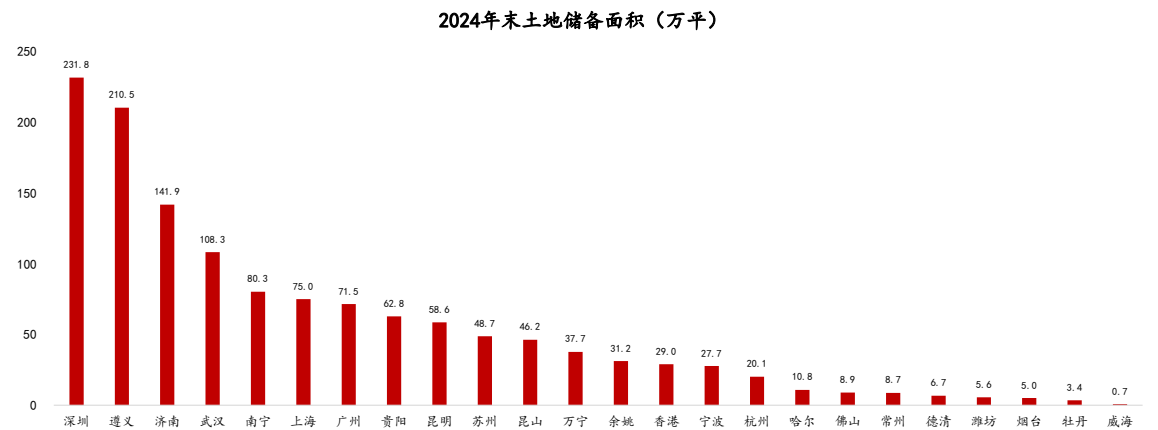
资料来源：公司公告，中银证券

图表 31. 截至 2024 年末，保利置业全口径土地储备中长三角地区占比 20%，珠三角地区占比 24%，西南地区占比 31%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 32. 截至 2024 年末，全口径土地储备在 50 万平以上的城市有深圳、遵义、济南、武汉、南宁、上海、广州、贵阳、昆明



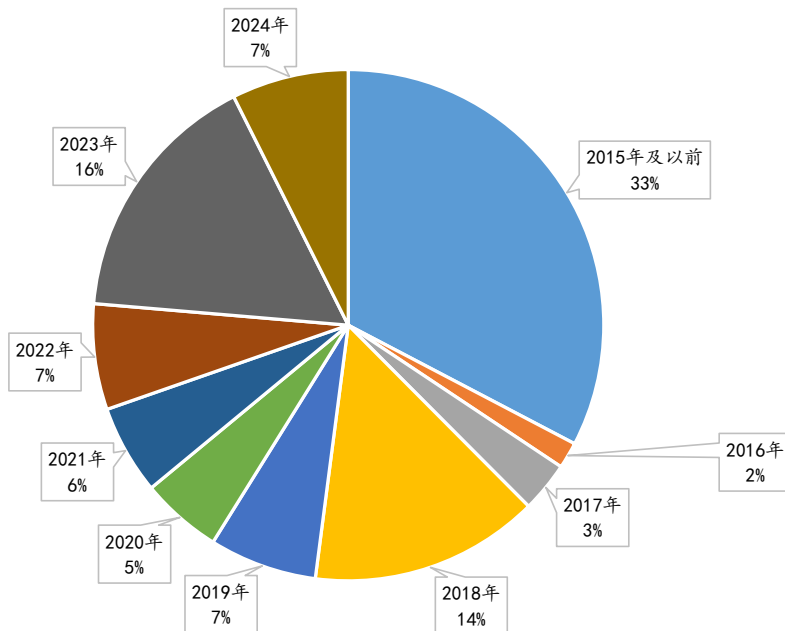
资料来源：公司公告，中银证券

多数非旧改项目库存为 2019 年以后获取的项目，城市能级相对较高。我们也对公司国内（不含港澳地区）所有的土地储备进行梳理，我们发现：截至 2024 年末，土地储备（在建+待建面积）中 33% 为 2015 年及以前所获取的项目，但其中一半的库存是遵义保利未来城市项目（待建面积 210.5 万平，占总土储的比重达 16%），遵义地块是公司 2011 年获取的，虽然地块面积较大，但拿地成本较低，2011 年遵义市成交土地楼面均价仅 371 元/平，因此对公司利润表影响不大。另外，2016-2018 年以前获取的项目土地储备面积占比也有 19%，2019 年及以后获取的项目面积占比为 48%。不过，2019 年以前获取的项目中有一些旧改项目体量大、成本低、推进节奏相对缓慢一些，例如，武汉保利城（2010 年获取，待建面积 46 万平）、深圳保利勤诚达誉都（2018 年获取，待建面积 185.8 万平）、广州西悦湾（2012 年获取，在建面积 21.8 万平，待建面积 17.2 万平）均为旧改项目。

除去遵义及三个旧改项目后，2019 年以前的获取的项目面积占比仅 15%，2019 年及以后获取的项目面积占比为 85%。虽然部分项目可能存在去化压力，但其中也包含了较多商业业态，因此相对影响较小。不过，未来在收储相关政策的推进下，存在规划变更的可能性，为公司未来发展带来增益；其他住宅项目整体城市能级较高，我们预计仍能实现稳步推货与去化。

图表 33. 2019 年以前获取的项目土地储备面积占比为 52%，而 2019 年及以后获取的项目面积占比为 48%

2024 年末土地储备面积占比（按获取项目的时间计）

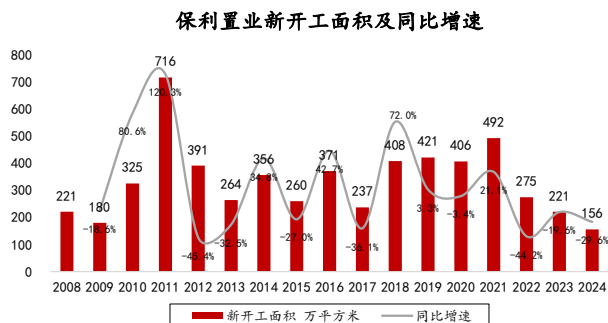


资料来源：公司公告，中银证券

2.6 开工与结算：受行业下行影响，近年来开工与结算规模均收缩

受整体房地产行业下行期的影响，公司近年来开工与结算规模均收缩，但由于高能级城市布局的提升，结算均价有明显上涨。2024 年公司房地产项目新开工面积为 156 万平，同比下降 29.6%；2024 年公司竣工面积为 455 万平，同比增长 7.3%。2024 年房地产开发销售业务共有 111 个项目实现销售结转，结算面积 196 万平，同比下降 24.7%，结算金额 379 亿元，同比下降 2.1%，由于高能级城市布局的提升，结算均价 19387 元/平，同比增长 30.3%。按结转金额计算，普通住宅占比 93%、别墅占比 3%、商铺占比 3%、车位占比 1%。区域分布上，长三角占比 44%、珠三角占比 18%、西南地区占比 12%、香港地区占比 1%、其余地区占比 25%。

图表 34. 2024 年公司房地产项目新开工面积为 156 万平，同比下降 29.6%



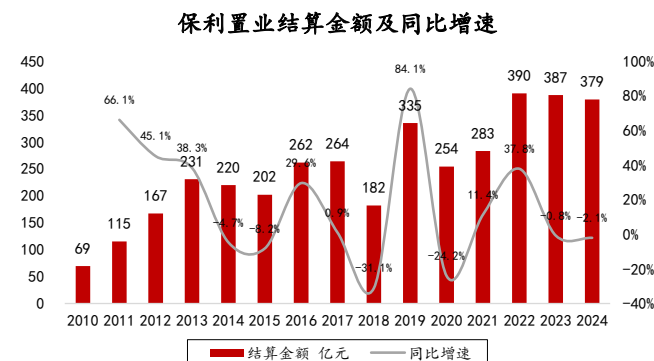
资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 2024 年公司房地产项目竣工面积为 455 万平，同比增长 7.3%



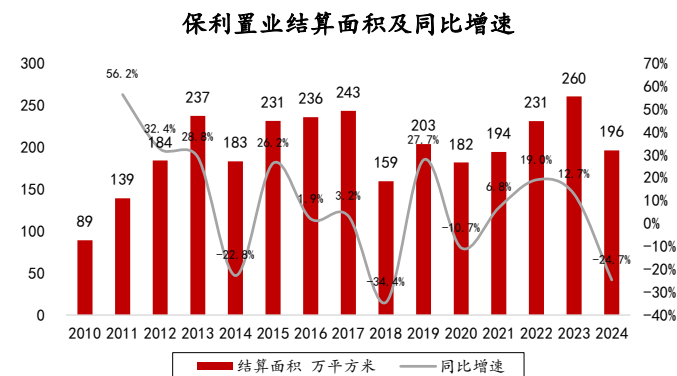
资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 2024 年房地产开发销售业务结算金额 379 亿元，同比下降 2.1%



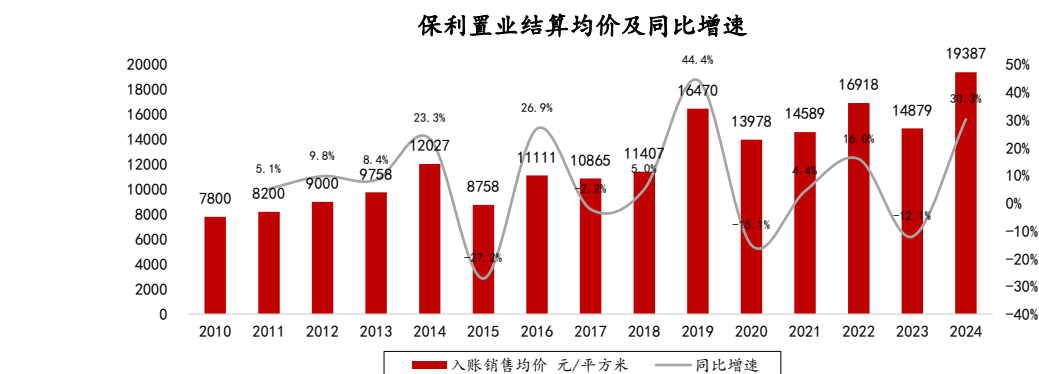
资料来源：公司公告，中银证券

图表 37. 2024 年房地产开发销售业务结算面积 196 万平，同比下降 24.7%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 38. 2024 年房地产开发销售业务结算均价 19387 元/平，同比增长 30.3%



资料来源：公司公告，中银证券

3 多元业务：依托集团强大的资源协同支撑，打造地产开发、商旅服务、物业服务、科技创新四大业务板块

保利置业依托保利集团强大的资源协同支撑，实现产业全面升级，打造境内外高端房地产开发、城市综合投资运营（酒店、商业、办公楼运营）、城市美好生活服务（物业服务）、科技创新 4 大业务板块，形成“两轮、双翼、多元驱动”卓越发展战略：以境内外高端房地产开发和城市综合投资运营为“两轮”，通过两大核心业务的合理组合及良性发展，巩固行业领先地位；以城市美好生活服务和综合金融服务为“双翼”，塑造企业持续发展特色，助力业务发展；同时协同保利集团多项优质产业资源实现“多元驱动”，全面提升城市综合运营服务能力，实现企业高质量可持续发展。

1) 房地产开发：保利置业地产开发业务遍及上海、北京、香港、广州、深圳、杭州、重庆、武汉、济南、哈尔滨、贵阳、南宁、昆明、苏州、宁波、佛山、烟台、万宁等城市，开发投资近 200 个项目，先后投资开发北京新保利大厦、北京保利大厦、上海保利广场、上海证券大厦、上海保利大剧院、广州中信广场、武汉保利广场等城市地标建筑。

2) 物业服务：1996 年 12 月上海保利物业酒店管理集团有限公司在北京成立，隶属于保利置业集团，是首批国家一级资质物业管理企业，目前是保利置业集团的物业管理业务平台，管理业务涉及住宅物业、商务写字楼、商业综合体、城市运营和景区公共服务等多元物业服务。截至 2024 年末，管理物业项目数量达 288 个，在管面积达 5274 万平。

3) 商旅服务：2022 年 7 月，保利商旅酒店管理有限公司（保利置业集团全资子公司）正式成立，并开启酒店轻资产业务运营模式。目前，保利商旅酒店管理业务除拥有自营品牌酒店外，分别与洲际酒店、凯悦酒店国际知名酒店管理集团合作，根据官网最新数据（截至 2025 年 5 月），已经布局上海、北京、武汉、柳州、贵阳、顺德等 8 个城市的优质地段打造并经营四星、五星酒店 9 家。

4) 科技创新：北京保利星数据光盘有限公司（简称：保利星）由保利置业集团有限公司、保利国际控股有限公司共同投资（保利置业集团持股比例为 66%），于 1999 年 7 月成立。保利星是国家新闻出版总署认定的首批《国家光盘复制示范企业》，是全国光盘复制企业中唯一一个连续获得五届印刷复制奖的企业。先后制定国家标准 3 项、行业标准 20 项，获得国家专利 10 余项。自 2001 年起至今连续七次被评为高新技术企业。2019 年 8 月保利星公司将微流控芯片业务剥离，由保利置业集团有限公司投资成立了北京保利微芯科技有限公司（保利置业持股 100%）。凭借在微流控芯片设计领域的技术积累和创新实力，保利微芯成功被认定为国家级高新技术企业、北京市专精特新中小企业。产品实现了用于循环肿瘤细胞捕获、单细胞捕获、微液滴生成检测、单细胞微珠液滴等微流控芯片产品，实现对国外产品的替代，达到国际同等水平。已取得专利 8 件，其中发明专利 4 件。通过 ISO13485 医疗器械行业质量管理体系认证。与北京工业大学共建了“产学研联合培养研究生基地”。

3.1 物业管理：服务多类型物业，在管规模稳步增长

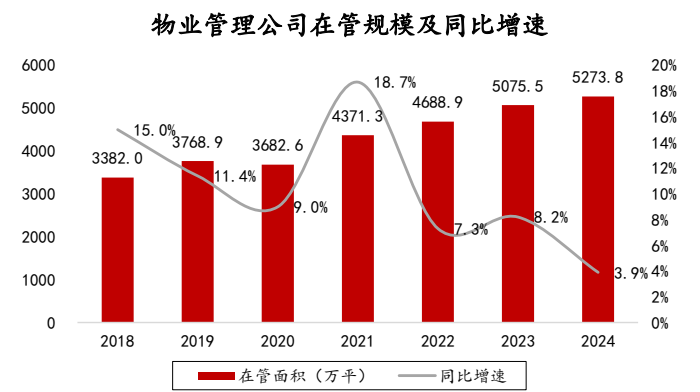
公司旗下物业管理公司——上海保利物业酒店管理集团有限公司业务涉及住宅、商业、办公楼、酒店和剧院等多种类型物业的经营管理服务。公司于 1996 年 12 月在北京成立，隶属于保利置业集团，起步于中国保利集团北京保利大厦和上海证券大厦的物业管理及酒店管理，是首批国家一级资质物业管理企业，率先将星级酒店服务品质融入物业服务。自 1997 年保利物业第一个大型涉外别墅项目北京丽京花园起，以日益精益的服务打造出上海翡丽甲第、上海证券大厦、广州中信广场、北京新保利大厦等标杆项目。截至 2024 年末，管理物业项目数量达 288 个，在管面积达 5274 万平，同比增长 3.9%；实现收入 12.06 亿元，与 2023 年持平。

图表 39. 2023 年公司物业管理公司实现收入 12.06 亿元，同比增长 12.0%；2024 年收入与 2023 年持平



资料来源：公司公告，中银证券

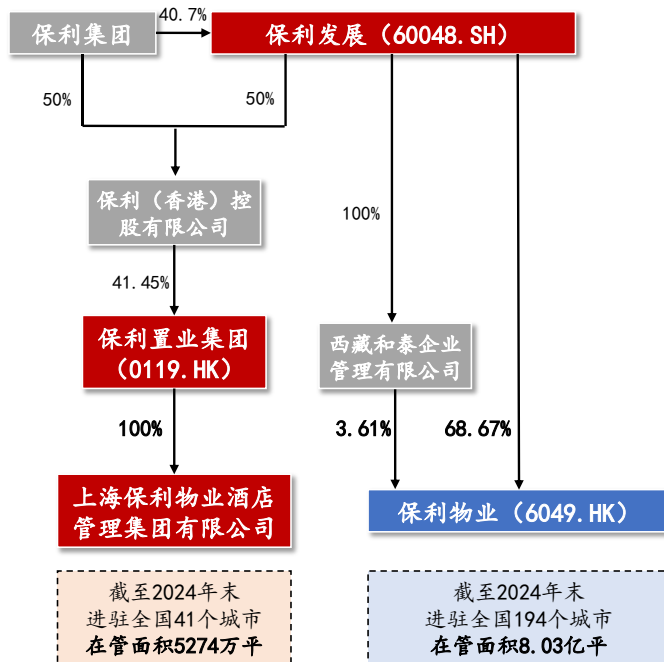
图表 40. 截至 2024 年末，公司管理物业项目数量达 288 个，在管面积达 5274 万平，同比增长 3.9%



资料来源：公司公告，中银证券

上海保利物业酒店管理集团有限公司与保利物业（6049.HK）并无直接关系，保利发展均为股东。上海保利物业酒店管理集团有限公司隶属于保利置业集团，保利置业集团持股 100%，保利发展通过保利（香港）控股有限公司间接持有保利置业集团 41.5% 的股份，而保利发展持有另一家上市物管公司保利物业（6049.HK）72.3% 的股份。截至 2024 年末，上海保利物业酒店管理集团有限公司进驻全国 41 个城市，在管面积 5274 万平，规模远小于上市公司保利物业（2024 年末进驻全国 194 个城市，在管面积 8.03 亿平）。

图表 41. 上海保利物业酒店管理集团有限公司隶属于保利置业集团，保利置业集团持股 100%



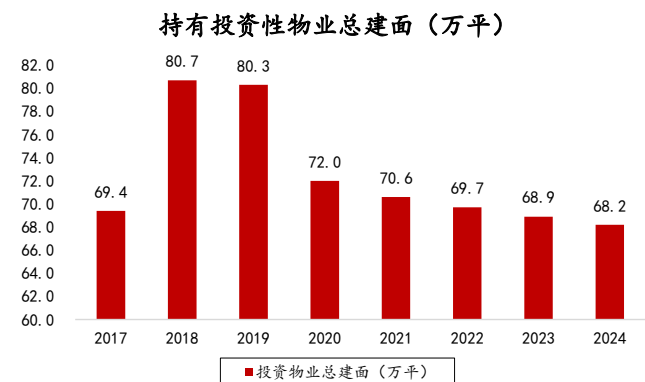
资料来源：公司公告，中银证券

备注：数据截至 2024 年年末。

3.2 投资性物业及酒店：当前总建面 68 万平，资产价值合计 122 亿元

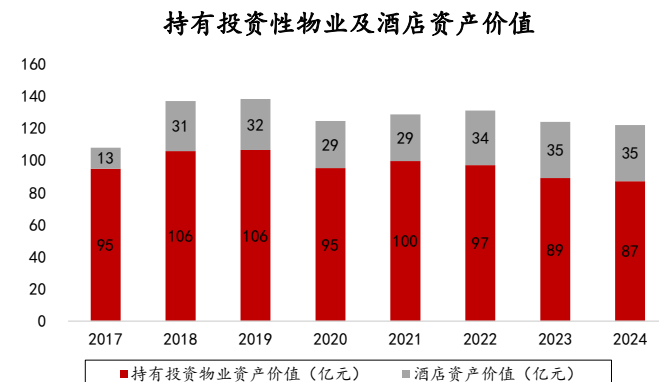
公司旗下投资性物业及酒店运营平台——保利商旅酒店管理有限公司，是保利置业集团有限公司全资子公司，是融合酒店、商业、写字楼、健身等多业态、市场化、品牌化的酒店及商业资产管理公司，负责置业集团自营酒店项目的经营管理，外资酒店品牌的业主管理、部分商业及写字楼管理、健身房运营及新项目的开发等。截至 2024 年末，主业酒店板块已布局在全国 8 个城市共 9 家酒店，既有位于一线城市核心区的高端商务型酒店，也有位于城市周边的温泉酒店、景区酒店等项目。其中委托管理酒店项目 4 家分别与洲际酒店集团和凯悦酒店集团合作，分别是上海嘉定凯悦酒店、柳州凯悦嘉轩酒店、德清凯悦嘉轩酒店、顺德保利假日酒店；自营酒店 5 家，包括北京保利大厦酒店、湖北保利大酒店、贵阳保利国际温泉酒店、四川保利新九寨宾馆及四川华龙山庄等。截至 2024 年末，公司持有投资性物业总建筑面积 68.2 万平。投资性物业资产为 87 亿元，酒店资产为 35 亿元。2024 年公司物业投资及管理收入为 17.07 亿元，同比增长 0.5%；酒店及餐厅营运收入 3.65 亿元，同比下降 3.3%。

图表 42. 截至 2024 年末，公司持有投资性物业总建筑面积 68.2 万平



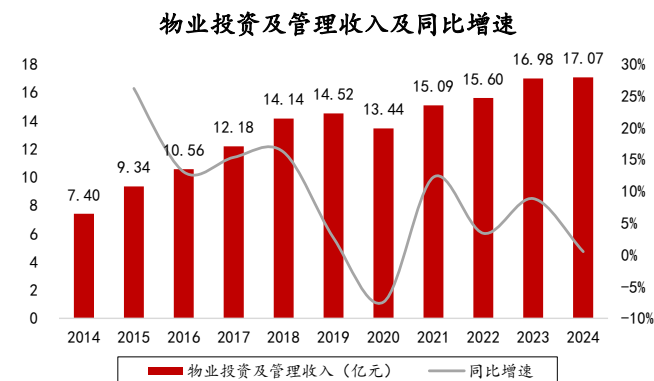
资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 截至 2024 年末，公司持有投资性物业资产为 87 亿元，酒店资产为 35 亿元



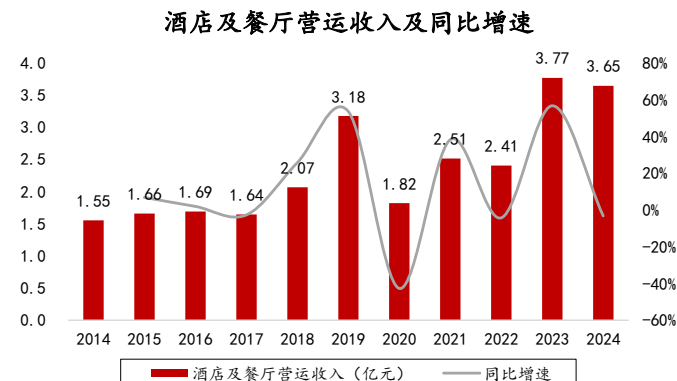
资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 2024 年公司物业投资及管理收入为 17.07 亿元，同比增长 0.5%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. 2024 年公司酒店及餐厅营运收入 3.65 亿元，同比下降 3.3%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 46. 截至 2024 年末，公司主要投资物业和酒店列表

城市	项目	物业类型	持有建面（万平）	公司权益
北京	北京保利大厦	办公楼	1.5	75%
上海	上海保利广场（部分）	办公楼及商业	3.0	100%
上海	上海证券大厦（部分）	办公楼	4.8	100%
深圳	深圳保利文化广场（部分）	商业	13.5	100%
武汉	武汉保利广场（部分）	办公楼	5.6	100%
北京	北京保利大厦（酒店）	酒店	6.3	75%
上海	上海嘉定凯悦酒店	酒店	6.9	100%
武汉	武汉保利大酒店	酒店	2.8	100%

资料来源：公司公告，中银证券

4 财务指标分析：未来业绩保障度较高，债务结构不断优化

4.1 在行业深度调整期间公司营收与业绩均出现波动，但目前已经基本调整到位

2008-2013 年公司营收与业绩稳步增长，营业总收入从 2008 年的 29.5 亿元增至 2013 年的 225.7 亿元，年复合增速为 50.2%，归母净利润从 2.0 亿元增至 21.4 亿元，年复合增速为 61.1%。

受市场下行的影响 2014-2016 年公司营收与业绩有所波动。尤其是 2015 年出现了 23.6 亿元的亏损，主要是由于当年所结算的项目大部分为 2014 年或以前的已销售未结转资源，当时市场不景气，随行就市的促销增加，均价相应降低，导致整体结算收入减少，毛利率也受到影响，2015 年公司毛利率降至 11.5%；同时，公司基于审慎的财务策略，对部分可能存在风险的项目计提减值亏损；此外，受人民币贬值影响，公司出现一定规模的汇兑亏损。

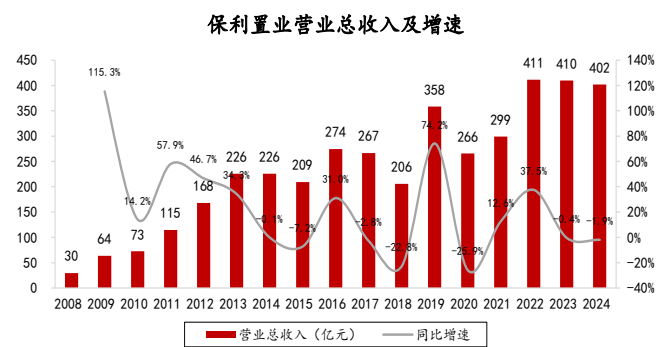
房地产市场迎来规模增长，2017-2019 年公司核心净利润稳步增长。公司核心净利润（剔除投资物业和金融资产之公允价值变动及汇兑损益后的归母净利润）从 2016 年的 5.2 亿元提升至 2019 年的 40.6 亿元，年复合增速高达 98.4%。其中 2019 年公司营收业绩达到阶段性小高点，当年实现营业总收入 358.4 亿元，归母净利润 34.3 亿元，同比分别增长 74.2%、74.8%，这主要是由于结转收入增加，公司在香港的首个独立操盘开发项目——启德龙誉在 2019 年入账，为收入和利润做出显著贡献，且同期结转的其他项目毛利率也较高。

2022-2023 年在行业整体下行的大背景下，公司仍能保持稳健发展。2022 年公司实现营业总收入 411.5 亿元，同比增长 37.5%，由于毛利率下滑，归母净利润和核心净利润分别为 8.2、15.2 亿元，同比分别下降 59.8%、17.3%。2023 年公司实现营业总收入 409.9 亿元，同比微降 0.4%；毛利润同比减少 24.55% 至 83.6 亿元，因此毛利率同比降低了 6.52 个百分点至 20.42%。虽然毛利率仍在持续降低，但是由于其他收入的增加、计提存货减值减少以及加强纳税管控等原因，公司归母净利润反而同比增长 77.0% 至 14.4 亿元，核心净利润提升至 17.6 亿元，同比提升 15.9%。

2024 年公司业绩短期承压。2024 年公司实现营业总收入 402.1 亿元，同比下降 1.9%；归母净利润 1.8 亿元，同比减少 87.3%；核心净利润 3.4 亿元，同比下降 80.6%。**业绩降幅明显大于营收原因：1）**结算利润率下滑导致整体毛利润下滑 17.6 亿元，毛利率 16.4%，同比下降 4.0 个百分点，核心净利润受此影响也有所下滑，同比减少 14.2 亿元。**2）**计提资产减值损失 7.08 亿元（23 年为 1.01 亿元），计提减值的项目主要包括香港朗誉、济南保利山语及常州保利景玥府等。

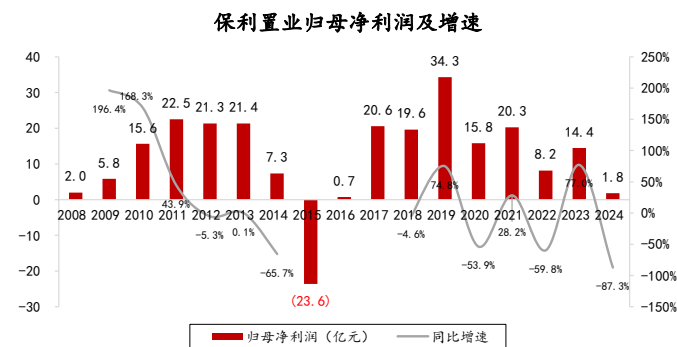
我们注意到，公司近几年的业绩有明显波动，主要与结算节奏有关，2015-2018 年公司新增土地储备中的三四线城市占比明显提升，2019 年新管理层上任初期由于当时的团队磨合还未到位、团队操盘能力相对有限、部分获取的项目质量不佳、去化较为困难，拖累了部分年份的结算。**2019 年后公司迅速调整，更加注重获取优质地块并确保利润率**。我们认为，公司目前已经基本调整到位，未来将朝更稳健更正向的方向发展，基本面将逐步重回稳增长通道。

图表 47. 2024 年公司实现营业总收入 402.1 亿元，同比下降 1.9%



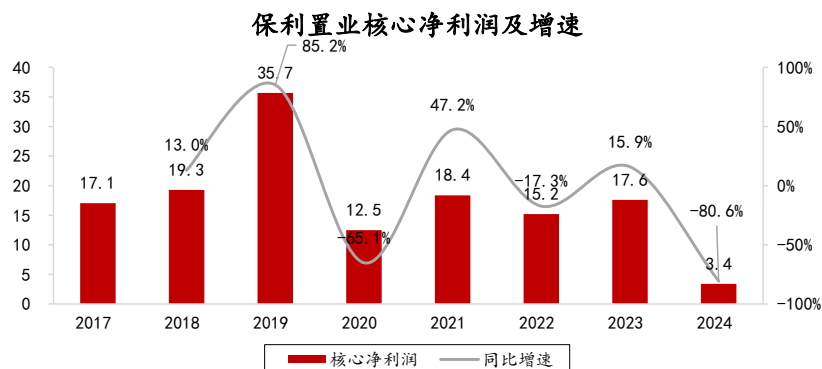
资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 2024 年公司实现归母净利润 1.8 亿元，同比下降 87.3%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 49. 2024 年公司核心净利润为 3.4 亿元，同比下降 80.6%



资料来源：公司公告，中银证券

公司待结转资源充足，对未来营收有一定支撑。截至 2024 年末，公司预收账款 413.8 亿元，同比增长 1.4%。公司预收账款/营业收入为 1.01X，待结算资源相对充足，未来业绩有一定保障。根据公司业绩会，截至 2024 年末，公司已售未结的规模约为 507 亿元。

图表 50. 截至 2024 年末，公司预收账款 413.8 亿元，同比增长 1.4%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 截至 2024 年末，公司预收账款/营业收入为 1.01X



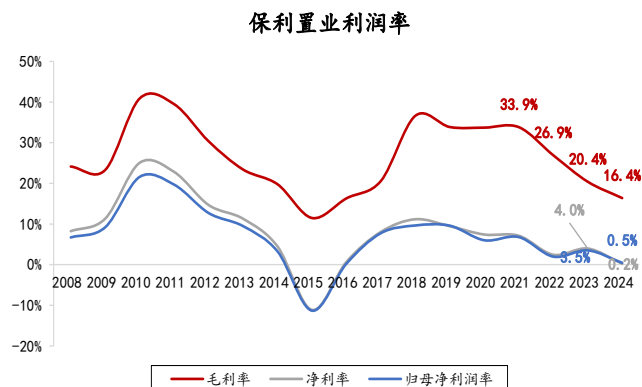
资料来源：公司公告，中银证券

4.2 盈利能力：毛利率有待企稳，2023 年净利率出现回升

2012-2015 年公司毛利率下滑的主要原因是当时市场不景气，公司随行就市的促销增加，均价相应降低。2016-2019 年随着结算项目结构的优化和市场的回暖，毛利率恢复上行。2022 年以来，公司毛利率再度出现下滑，2024 年毛利率降至 16.4%，同比下降了 4.0 个百分点。根据公司业绩会，截至 2024 年末，公司已售未结资源的毛利率约 16%，与 2024 年的结算毛利率基本持平。

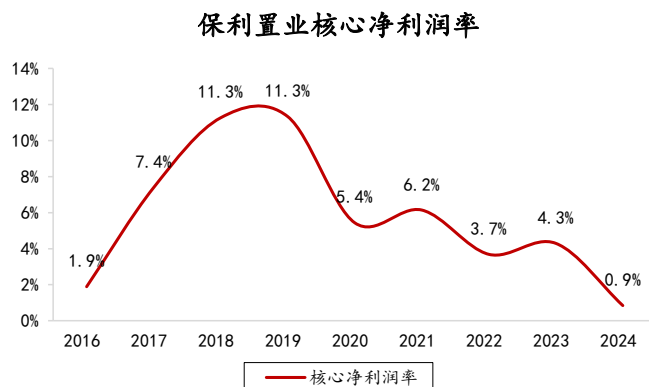
公司整体三费率相对不低，但近三年有所下降，基本稳定在 10%-12% 左右。公司净利率与毛利率基本同步变化，仅在 2023 年，毛利率虽然仍在持续降低，但是由于其他收入的增加、计提存货减值减少以及加强纳税管控等原因，净利率反而逆势同比提升了 1.5 个百分点至 4.0%，归母净利润率同比提升了 1.5 个百分点至 3.5%。2024 年公司净利率、归母净利润率、核心净利润率分别为 0.2%、0.5%、0.9%，同比分别下降 3.7、3.1、3.5 个百分点。受利润率下滑的影响，2024 年公司 ROE 降至 0.5%，同比下降 3.7 个百分点。

图表 52. 2024 年公司毛利率降至 16.4%，同比下降了 4.0 个百分点



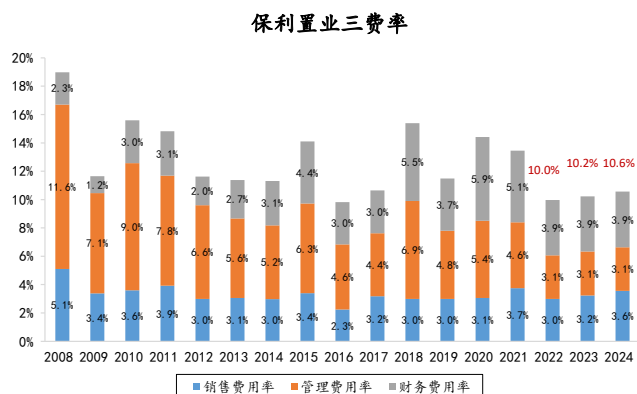
资料来源：公司公告，中银证券

图表 53. 2024 年公司核心净利润率为 0.9%，同比下降 3.5 个百分点



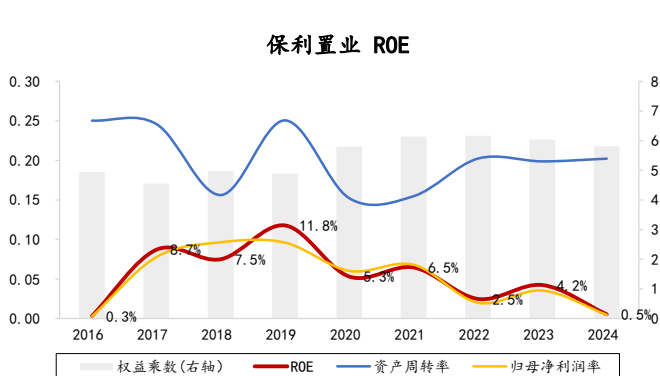
资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 公司整体三费率 2022 年以来基本稳定在 10%-12% 左右



资料来源：公司公告，中银证券

图表 55. 2024 年公司 ROE 降至 0.5%，同比下降 3.7 个百分点

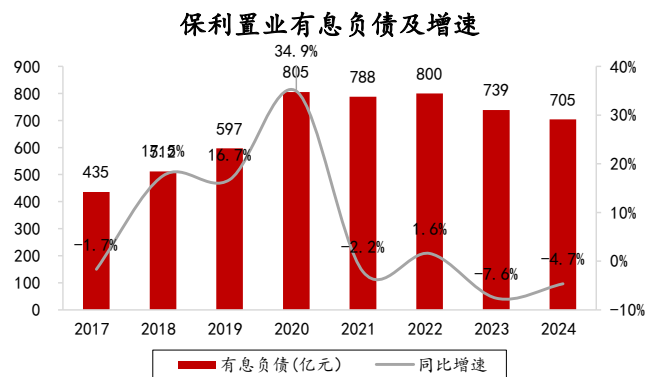


资料来源：公司公告，中银证券

4.3 偿债能力：债务结构进一步优化，杠杆水平有所改善

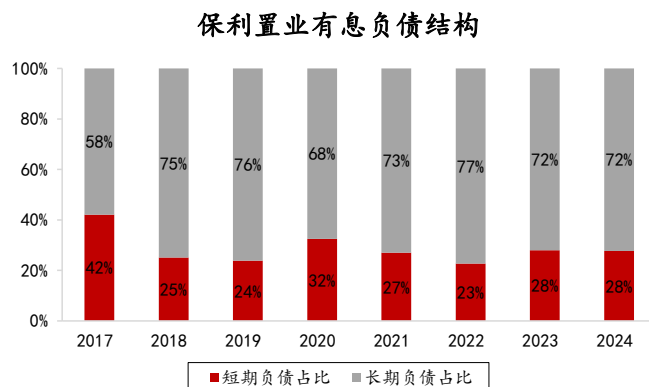
债务结构进一步优化。截至 2024 年末，公司有息负债规模 705 亿元，同比下降 4.7%，2023 年以来主动压降有息负债规模。一年内到期的有息负债占比降至 28%，较 2023 年年末下降了 0.2 个百分点。与此同时公司也通过减少信托贷款融资来改善债务水平，截至 2024 年末，公司有息负债中信托贷款占比仅为 3%，较 2019 年的 23% 大幅下降。2022 年以来公司抓住政策窗口期，加大直接融资比例，2022 年共获取 100 亿元公司债券和 50 亿元中期票据额度，并完成 60 亿元公司债券和 20 亿元中期票据发行。2023 年完成了 40 亿元公司债和 30 亿元中期票据的发行。2024 年通过发行港币 39 亿元可持续发展挂钩银团贷款和人民币 50 亿元的公司债券等置换到期债务，2024 年发行了五笔公司债券，发行规模合计 50 亿元。2025 年 1 月获批 1 年内发行不超过 70 亿元的公司债券的申请，3-4 月在此额度内已经发行了两笔合计 30 亿元的公司债券。**直接融资占比显著提高**，截至 2024 年末，有息负债中债券占比达到 34%，较 2019 年末提升了 27 个百分点。**通过多项债务结构的调节置换，公司平均融资成本也降至 3.38%，较 2023 年末下降了 0.5 个百分点，较 2019 年大幅下降了 2.08 个百分点，具有一定的融资优势。**

图表 56. 截至 2024 年末，公司有息负债 705 亿元，同比下降 4.7%



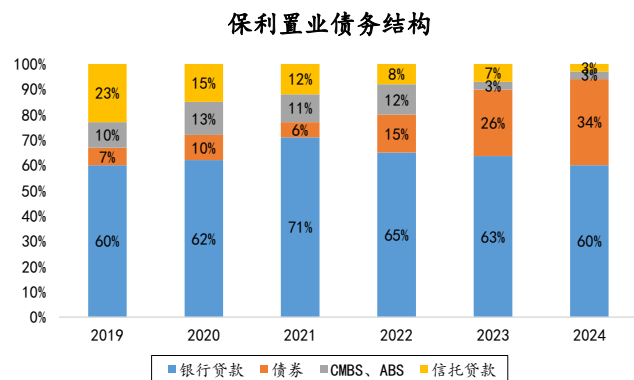
资料来源：公司公告，中银证券

图表 57. 截至 2024 年末，公司一年内到期的有息负债占比降至 28%，较 2023 年年末下降 0.2 个百分点



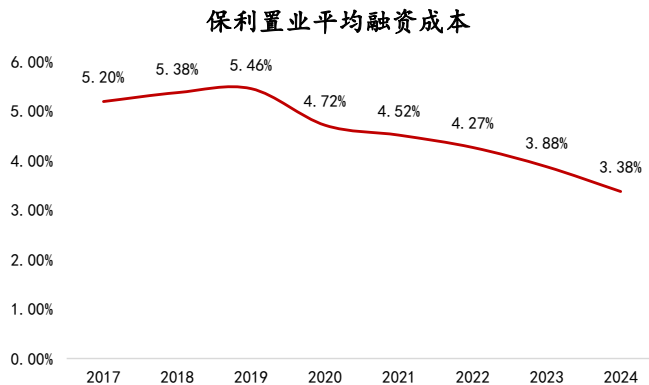
资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 公司有息负债中信托贷款占比下降，债券融资占比提升



资料来源：公司公告，中银证券

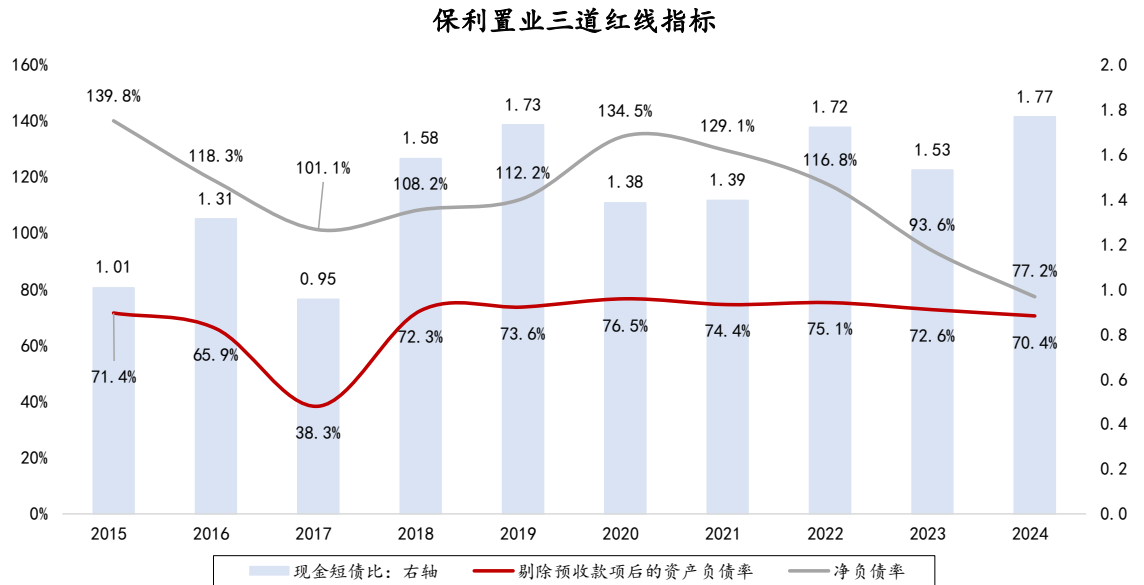
图表 59. 2024 年末，公司平均融资成本也降至 3.38%，较 2023 年末下降了 0.5 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

债务结构的改善也助力公司杠杆水平的降低，三道红线指标改善明显，但仍在“黄档”。截至 2024 年末，公司净负债率同比下降 16.4 个百分点至 77.2%；剔除预收后的资产负债率也同比下降 2.2 个百分点至 70.4%，但仍略超 70%；现金短债比为 1.77X，同比提升 0.24X，保持较高水平。整体来看，公司三条红线指标有所改善，仅剔除预收账款后的资产负债率略高于要求（70%），为黄档房企。

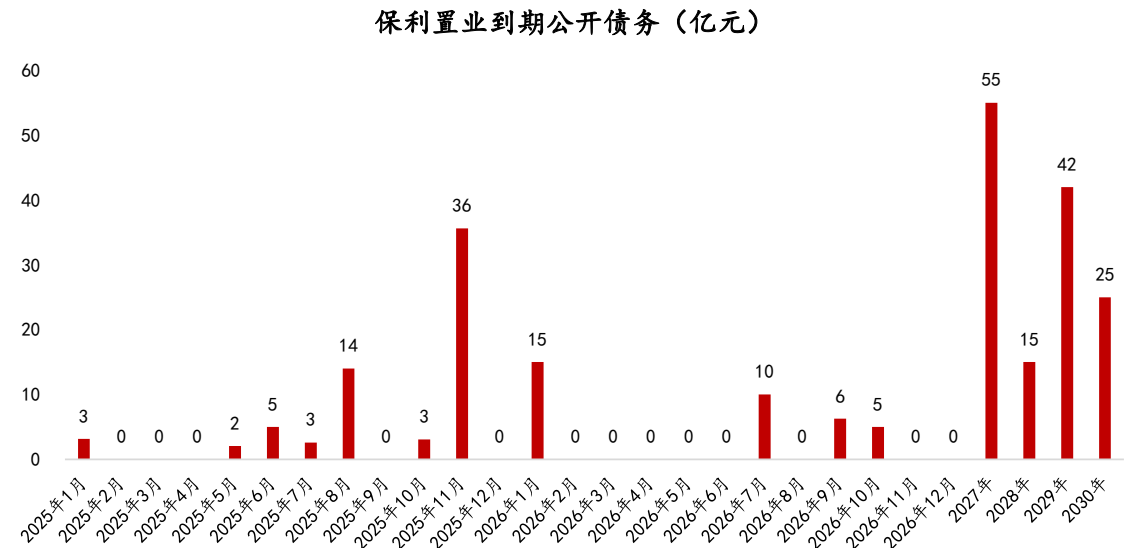
图表 60. 截至 2024 年末，公司净负债率为 77.2%；剔除预收后的资产负债率为 70.4%；现金短债比为 1.77X



资料来源：公司公告，中银证券

从未来的公开债券到期情况来看，未来一年到期规模仅 65 亿元。2025 年公司国内外债券到期规模为 65 亿元，其中海外债券 5 亿美元，一般中期票据 15 亿元，ABS 与 ABN 15 亿元；2026 年债券到期规模为 36 亿元，其中一般公司债券 6 亿元，一般中期票据 30 亿元；2027、2028、2029、2030 年债券到期规模分别为 55、15、42、25 亿元。

图表 61. 2025 年公司国内外债券到期规模为 65 亿元，2026 年债券到期规模为 36 亿元



资料来源：公司公告，中银证券

4.4 现金流：公司现金流稳健，安全性较高

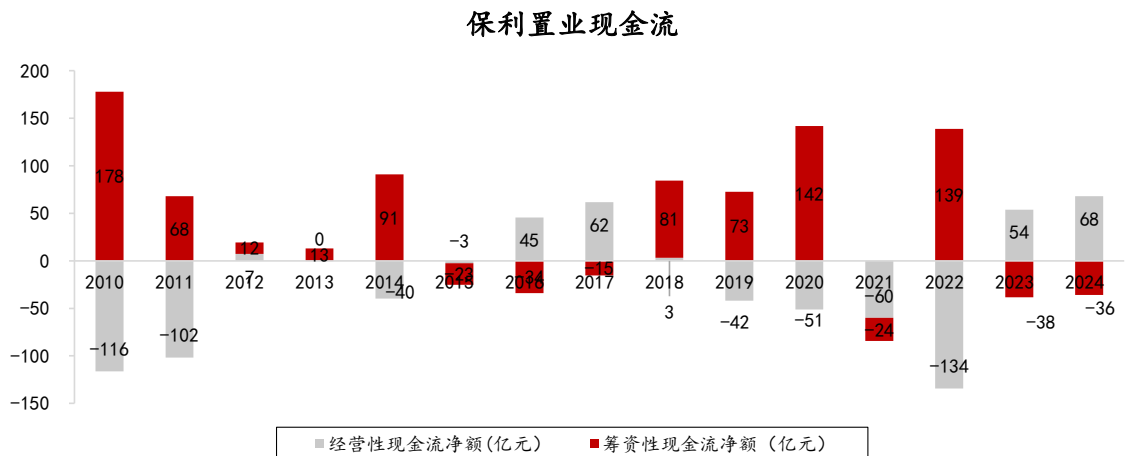
公司现金流稳健，安全性较高。截至 2024 年末，公司货币资金 345 亿元，同比增长 9.1%。在行业深度调整期，公司通过策略性投资和高质量产品保障销售流量和现金回笼，2023 年、2024 年公司经营性现金流分别净流入 54、68 亿元，经营性现金流持续为正；与此同时公司融资渠道畅通，债务偿还能力较好，2024 年筹资性现金流净流出 36 亿元，与 2023 年（筹资性现金流净流出 38 亿元）相比有所改善。

图表 62. 截至 2024 年末，公司货币资金 345 亿元，同比增长 9.1%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 63. 2024 年公司经营性现金流净额 68 亿元，筹资性现金流净额-36 亿元

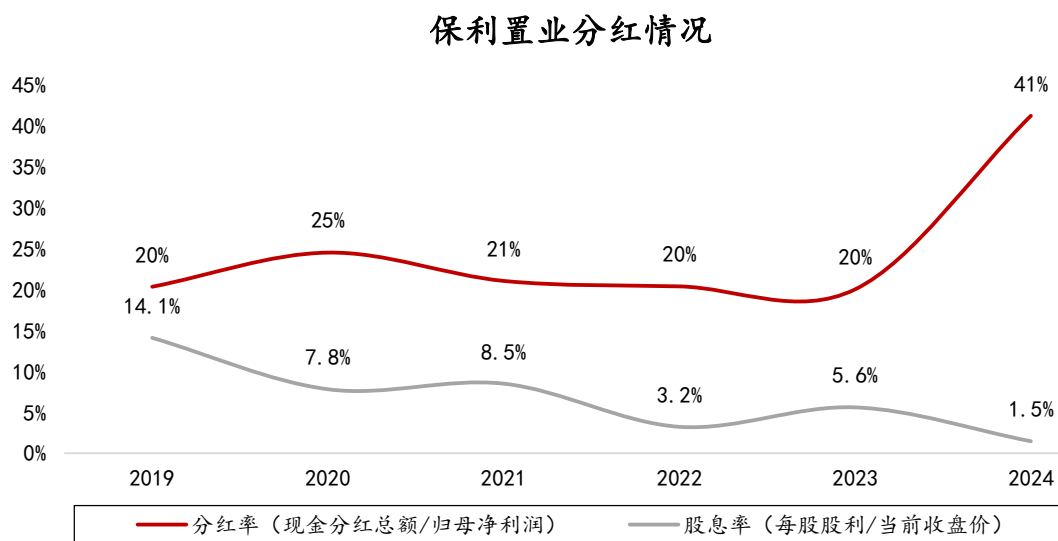


资料来源：公司公告，中银证券

4.5 分红：加大分红比例，提振投资信心

公司加大分红比例，向股东派付长期稳定的股息。公司于 2025 年修订了股息政策：在符合利润分配条件时，原则上每年进行一次股息分派，金额不低于归母净利润的 40%。2024 年公司拟每股派息 0.021 港元，股息率（每股股利/2025 年 5 月 19 日最新收盘价）为 1.5%，分红率（现金分红总额/归母净利润）为 41%，与 2019-2023 年 20% 左右的分红比例相比明显提升，公司在市场下行压力下仍注重股东回报。

图表 64. 2024 年公司拟每股派息 0.021 港元，分红率（现金分红总额/归母净利润）为 41%



资料来源：公司公告，中银证券

备注：当前收盘价按 2025 年 5 月 19 日收盘价，港元按汇率 0.92 换算。

5 投资建议

在此轮行业深度调整周期中，保利置业作为销售和拿地均有显著突破的“小而美”的房企，债务结构持续优化，经营韧性凸显。我们认为，公司的核心亮点有：1) 作为一家老牌央企背景的房企，股东实力雄厚。2) 当前经营韧性凸显，公司逆势取得突破。2024 年是少数销售维持正增长的房企之一，核心区域业绩贡献增加，且销售规模首次进入行业 TOP20。同时公司基本保持投资强度，在区域、项目和合作的选择上注重聚焦性和安全性，近两年重点加仓了长三角、上海地区，抢占市场修复先机。3) 由于整体规模不大，根据市场情况适时掉头、快速调整战略。4) 新任管理层房地产相关经验丰富，市场的专业研判与把控能力较强，同时也引进了众多市场化的人才，引领公司走向稳步向上发展的道路。我们认为，公司目前已经基本调整到位，未来将朝更稳健更正向的方向发展。当前公司已售未结资源充裕，且毛利率水平不低，能够为未来结算奠定基础。

我们预计公司 2025-2027 年主营业务营业收入分别为 390 / 404 / 409 亿元，同比增速分别为 -3% / 4% / 1%；归母净利润分别为 1.8 / 1.9 / 2.0 亿元，同比增速分别为 1% / 5% / 2%；对应 EPS 分别为 0.048 / 0.051 / 0.052 元。当前股价对应的 PE 分别为 28.1X / 26.7X / 26.2X，当前股价对应的 PB 分别为 0.150X、0.149X、0.149X。

图表 65. 保利置业集团收入拆分

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	411	409	402	390	404	409
同比增速	37.8%	-0.5%	-1.8%	-3.1%	3.8%	1.2%
房地产开发销售	393	388	381	367	381	385
同比增速	40.2%	-1.2%	-1.8%	-3.6%	3.8%	0.9%
占比	95.5%	94.8%	94.7%	94.3%	94.2%	94.0%
物业投资及管理	16	17	17	18	19	20
同比增速	3.4%	8.9%	0.5%	5%	5%	5%
占比	3.8%	4.1%	4.2%	4.6%	4.6%	4.8%
酒店营运	2	4	4	4	4	4
同比增速	-4.3%	56.7%	-3.3%	5%	5%	5%
占比	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
其他业务	1	1	0	1	1	1
同比增速	-29.6%	-15.0%	-18.6%	0%	0%	0%
占比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总成本	300	326	336	327	342	348
毛利率	26.9%	20.4%	16.4%	16.0%	15.5%	15.0%

资料来源：公司公告，中银证券

其他业务：制造及销售数码光碟及其他。保利置业持有北京保利星数据光盘有限公司（“保利星”）66%的股份，保利星是中国保利集团旗下的按照国际化标准生产运营的高科技光盘复制企业。

相对估值：我们选取央企龙头保利发展、招商蛇口，以及同为重点布局一二线城市、销售基本面相对较好的绿城中国、越秀地产、建发国际集团、滨江集团来作为可比公司进行估值比较，根据 2025 年 5 月 19 日收盘价，可比公司 2025 年 PE 平均为 14.27X，PB 平均为 0.61X。公司 2025 年预测盈利对应市盈率 28.1X，当前市净率 0.15X，PB 远低于可比公司平均。公司作为销售和拿地均有显著突破的“小而美”的房企，目前已经基本调整到位，未来将朝更稳健更正向的方向发展。**首次覆盖，给予买入评级。**

图表 66. 保利置业集团可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (人民币 元)	总市值 (人 民币亿元)	每股收益 (元)				市盈率 (倍)				市净率 (倍)				评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
保利发展	600048.SH	8.28	991	0.42	0.42	0.43	0.45	19.82	19.71	19.26	18.40	0.50	0.49	0.49	0.48	买入
招商蛇口	001979.SZ	8.98	814	0.45	0.51	0.57	0.63	20.15	17.57	15.83	14.36	0.73	-	-	-	未有评级
绿城中国	3900.HK	8.87	225	0.63	0.65	0.71	0.78	14.11	13.64	12.49	11.37	0.62	0.59	0.57	0.54	买入
越秀地产	0123.HK	4.20	169	0.26	0.24	0.26	0.28	16.27	17.52	16.17	15.01	0.31	0.30	0.30	0.29	买入
建发国际集团	1908.HK	13.87	280	2.38	2.46	2.48	2.53	5.82	5.64	5.59	5.48	0.74	0.66	0.59	0.53	买入
滨江集团	002244.SZ	9.58	298	0.82	0.83	0.85	0.88	11.71	11.54	11.27	10.89	1.08	1.00	0.93	0.86	买入
可比公司估值均值								14.65	14.27	13.43	12.59	0.66	0.61	0.57	0.54	
保利置业集团	0119.HK	1.35	52	0.05	0.05	0.05	0.05	28.26	28.10	26.67	26.15	0.151	0.150	0.149	0.149	买入

资料来源：万得，中银证券

注 1：股价与市值截止日 2025 年 5 月 19 日，未有公司评级公司盈利预测来自万得一致预期，已出年报公司数据来自年报。

注 2：汇率换算采用 2025 年 5 月 19 日央行汇率中间价：港币/人民币：0.92

6 风险提示

销售与结算不及预期：公司销售不及预期，进而影响后续的结算收入。

房地产调控超预期收紧：地产调控政策收紧，地产销售量价进一步面临下行压力，进而影响公司的销售及销售目标完成情况。

融资收紧：房地产融资渠道收紧后，对房企融资产生影响，进而影响其债务偿还和投资。

多元业务发展不及预期：业务扩张不及预期，业务收入波动。

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40992.29	40208.48	38961.56	40449.09	40921.50
营业收入	40932.42	40208.48	38961.56	40449.09	40921.50
营业成本	32572.34	33612.96	32727.71	34179.48	34783.28
经营费用	3040.51	3113.84	3228.22	3335.65	3424.48
息税折旧前利润	6125.80	4181.16	3143.44	3067.74	2843.37
折旧及摊销	746.36	699.48	137.80	133.77	129.62
经营利润 (息税前利润)	5379.44	3481.68	3005.63	2933.96	2713.75
净利息收入/(费用)	-917.32	-1583.37	-828.90	-578.68	-536.94
其他收益/(损失)	-444.07	-103.13	-97.98	-93.08	5.00
税前利润	4032.10	2241.64	2357.80	2582.98	2634.18
所得税	2400.19	2145.82	2122.02	2324.68	2370.76
净利润	1631.91	95.81	235.78	258.30	263.42
少数股东损益	187.28	-87.05	51.87	64.57	65.85
归母净利润	1444.63	182.87	183.91	193.72	197.56
每股收益 (人民币)	0.38	0.05	0.05	0.05	0.05
每股股息 (人民币)	0.08	0.02	0.02	0.02	0.02
收入增长	-0.47%	-1.77%	-3.10%	3.82%	1.17%
息税前利润增长	-34.72%	-35.28%	-13.67%	-2.38%	-7.51%
息税折旧前利润增长	-31.92%	-31.75%	-24.82%	-2.41%	-7.31%
净利润增长	61.68%	-94.13%	146.08%	9.55%	1.98%
归母净利润增长	77.01%	-87.34%	0.57%	5.34%	1.98%

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	-0.47	-1.77	-3.10	3.82	1.17
盈利能力					
息税前利润率(%)	9.85	5.58	6.05	6.39	6.44
毛利率(%)	20.42	16.40	16.00	15.50	15.00
归母净利润率(%)	3.53	0.45	0.47	0.48	0.48
ROE(%)	4.24	0.53	0.53	0.56	0.57
偿债能力					
资产负债率	78.06	76.57	76.04	76.55	76.10
营运能力					
资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.20	0.21
存货周转率	0.24	0.27	0.26	0.26	0.27
费用率					
销售费用率(%)	2.98	3.24	3.71	3.64	3.71
管理费用率(%)	3.08	3.10	3.20	3.15	3.20
财务费用率(%)	3.90	3.89	4.10	4.03	4.10
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.05	0.05	0.05	0.05
每股净资产 (人民币)	8.92	8.95	9.00	9.05	9.10
估值比率					
P/E(最新摊薄)	3.58	28.26	28.10	26.67	26.15
P/B	0.152	0.151	0.150	0.149	0.149

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31631.92	34507.50	34255.82	33485.65	32472.88
应收账款	308.64	451.04	432.91	449.43	454.68
存货	134443.24	125531.98	123985.95	129362.49	127359.18
其他流动资产	717.70	1268.75	1168.85	1213.47	1227.65
流动资产总计	182913.97	178963.38	176207.39	181499.66	178701.42
固定资产	3479.55	3392.94	3306.22	3222.97	3143.06
无形资产	60.45	24.70	16.04	1.66	-17.10
其他非流动资产	676.44	709.95	745.45	782.72	821.85
非流动资产合计	22896.98	19739.40	19058.25	19140.78	19227.26
总资产	205810.95	198702.78	195265.64	200640.44	197928.68
应付账款	19562.27	26687.00	25175.16	26291.91	26756.37
短期债务	23143.72	9416.40	8945.58	8498.30	8073.39
其他流动负债	55285.71	55451.55	54546.19	56628.72	55244.03
流动负债总计	105766.98	99641.53	96952.58	103052.90	101061.37
长期借款	53280.67	50910.71	49910.71	48910.71	47910.71
其他长期负债	1602.67	1603.23	1619.26	1635.45	1651.81
股本	15712.16	15712.16	15712.16	15712.16	15712.16
储备	18041.49	17990.42	18174.33	18368.05	18565.61
股东权益	45160.63	46547.31	46783.09	47041.39	47304.81
少数股东权益	11060.36	12337.96	12389.83	12454.40	12520.26
总负债及权益	205810.95	198702.78	195265.64	200640.44	197928.68
每股净资产 (人民币)	8.92	8.95	9.00	9.05	9.10
每股有形资产 (人民币)	0.91	0.89	0.87	0.84	0.82

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371