

中报业绩略低于预期，中长期看好资产优化带来的估值修复

——保利发展 2025 半年度业绩快报点评

核心观点

- **中报业绩略低于预期，周期下行对后端结转的影响仍在体现。**2025 年上半年，公司实现营收 1168 亿元，同比-16%，主要由于结转规模收缩，2025 全年计划竣工面积较 2024 年实际下降 22%；公司部分低毛利率项目结转导致毛利率承压，利润总额同比-30%至 99 亿元；归母净利润同比-63%至 27 亿元，表现略低于预期。2025 全年，结转规模预计仍处于下行通道，结转毛利率可能继续承压。但公司近年来积极获取核心城市的优质项目，同时积极推进调规、换地以优化土地库存，随着此类具备较强盈利前景的项目陆续交付，盈利能力有望筑底。
- **在行业出清格局愈加明朗的形势下，积极投资拿地，在“好房子”时代注入发展动能，进一步巩固地产龙头地位。**受行业需求整体收缩与供货节奏影响，公司 2025 年上半年实现销售金额 1452 亿元（同比-16%），面积 714 万方（同比-25%），均价 2.03 万元/方（+12%），公司仍稳居克而瑞销售规模榜单行业首位。近年来地方推出不少位于核心区域、配套成熟的优质地块，同时，多地调整土地及房屋规划，例如调整土地性质、优化容积率计算规则、放宽层高限制等，公司积极把握土地市场窗口机会，积极投资拿地。根据克而瑞房企新增货值排行榜，公司在 2025 年 1-7 月新增土地价值 512 亿元（+95%），新增土地建面 231 万平（+54%），排名前列。公司不断新增项目以强化在上海、杭州等高能级城市的战略深耕，在“好房子”时代注入发展动能，进一步巩固地产龙头地位。

盈利预测与投资建议

- **根据公司上半年业绩以及经营情况，我们认为虽然公司短期业绩不及预期，但这是周期下行对于后端结转影响的体现，在前端公司积极投资拿地，同时通过调规、换地优化土地库存，我们看好中长期公司资产优化带来的估值修复。**
- 我们下调了 2025 年公司营收增速、开发业务毛利率，同时调整了期间费用率。调整后公司 2025-2026 年 EPS 预测值为 0.49/0.50 元（原预测值为 1.03/1.05 元），并引入 2027 年预测值 0.70 元。参考可比公司 2025 年平均估值 17 倍 PE，对应目标价 8.33 元，维持买入评级。

风险提示：房地产销售大幅低于预期。逆周期政策不及预期。资产减值损失超预期。拿地强度不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346,828	311,666	261,846	234,674	220,949
同比增长(%)	23.4%	-10.1%	-16.0%	-10.4%	-5.8%
营业利润(百万元)	24,318	15,141	11,758	11,783	16,792
同比增长(%)	-29.9%	-37.7%	-22.3%	0.2%	42.5%
归属母公司净利润(百万元)	12,067	5,001	5,914	5,942	8,376
同比增长(%)	-34.1%	-58.6%	18.3%	0.5%	41.0%
每股收益(元)	1.01	0.42	0.49	0.50	0.70
毛利率(%)	16.0%	13.9%	13.7%	15.4%	18.3%
净利率(%)	3.5%	1.6%	2.3%	2.5%	3.8%
净资产收益率(%)	6.1%	2.5%	2.9%	2.9%	3.9%
市盈率	8.0	19.2	16.3	16.2	11.5
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年08月07日）	8.04 元
目标价格	8.33 元
52 周最高价/最低价	12.13/7.3 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,197,044/1,197,044
A 股市值（百万元）	96,242
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2025 年 08 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.75	-1.47	-5.41	-5.08
相对表现%	-0.21	-5.24	-12.8	-28.22
沪深 300%	0.96	3.77	7.39	23.14



证券分析师

赵旭翔 zhaoxuxiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070001

联系人

孙怡萱 sunyixuan@orientsec.com.cn

相关报告

营收增长业绩承压，聚焦核心城市持续优化投拓 2024-05-09
业绩平稳增长，强化深耕优势：——2023 年中报点评 2023-09-06

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/8/7	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
招商蛇口	001979	8.87	0.45	0.51	0.57	0.63	19.90	17.39	15.70	14.18
中国国贸	600007	20.51	1.25	1.27	1.29	1.34	16.36	16.21	15.91	15.29
华润置地	01109	26.73	3.59	3.68	3.90	4.20	7.45	7.26	6.86	6.36
张江高科	600895	36.79	0.63	0.74	0.82	0.88	57.99	49.40	44.91	41.80
华发股份	600325	4.82	0.35	0.36	0.41	0.45	13.94	13.56	11.86	10.70
城投控股	600649	4.46	0.10	0.23	0.33	0.38	46.03	19.51	13.64	11.59
		最大值					57.99	49.40	44.91	41.80
		最小值					7.45	7.26	6.86	6.36
		平均数					26.95	20.56	18.15	16.65
		调整后平均					24	17	14	13

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	147,982	134,167	116,244	93,870	88,380
应收票据及应收账款	3,822	4,954	2,645	2,370	2,232
预付账款	21,635	24,094	20,948	18,774	17,676
存货	869,508	798,559	746,720	726,605	714,496
其他	225,591	205,293	193,089	179,477	172,600
流动资产合计	1,268,539	1,167,068	1,079,646	1,021,095	995,383
长期股权投资	104,296	101,288	109,000	112,000	115,000
固定资产	8,362	5,586	6,500	7,855	9,885
在建工程	590	603	1,076	1,556	2,283
无形资产	373	346	277	208	138
其他	54,750	60,217	52,115	53,821	55,621
非流动资产合计	168,373	168,040	168,968	175,440	182,927
资产总计	1,436,912	1,335,108	1,248,614	1,196,535	1,178,310
短期借款	5,213	4,827	5,000	26,084	36,573
应付票据及应付账款	173,734	145,838	124,562	89,542	72,393
其他	634,784	571,934	498,787	455,817	435,678
流动负债合计	813,731	722,599	628,349	571,443	544,644
长期借款	235,251	208,132	205,132	202,132	199,132
应付债券	45,265	56,073	56,573	57,073	57,573
其他	5,637	5,774	5,691	5,649	5,619
非流动负债合计	286,154	269,980	267,396	264,854	262,325
负债合计	1,099,885	992,578	895,745	836,297	806,969
少数股东权益	138,484	144,933	148,118	151,318	155,828
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
资本公积	17,236	16,871	17,872	17,872	17,872
留存收益	163,993	163,894	169,808	173,976	180,570
其他	5,343	4,861	5,101	5,101	5,101
股东权益合计	337,027	342,530	352,869	360,237	371,342
负债和股东权益总计	1,436,912	1,335,108	1,248,614	1,196,535	1,178,310

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	17,899	9,738	9,099	9,142	12,887
折旧摊销	145	229	378	365	322
财务费用	4,391	4,643	4,370	4,369	4,097
投资损失	(2,212)	(1,790)	(1,348)	(1,146)	(1,009)
营运资金变动	(19,752)	(14,814)	(15,535)	(41,691)	(21,748)
其它	13,458	8,252	14,377	3,817	3,628
经营活动现金流	13,930	6,257	11,339	(25,144)	(1,823)
资本支出	1,882	2,785	(1,550)	(2,036)	(3,009)
长期投资	103	(2,001)	(8,512)	(3,800)	(3,800)
其他	5,281	(2,115)	423	1,207	1,062
投资活动现金流	7,266	(1,331)	(9,639)	(4,629)	(5,747)
债权融资	(31,850)	(7,146)	(16,428)	(7,542)	(2,529)
股权融资	(390)	(365)	1,001	0	0
其他	(17,722)	(11,478)	(4,197)	14,941	4,609
筹资活动现金流	(49,962)	(18,990)	(19,624)	7,399	2,080
汇率变动影响	(60)	(55)	-0	-0	-0
现金净增加额	(28,826)	(14,118)	(17,923)	(22,374)	(5,490)

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	346,828	311,666	261,846	234,674	220,949
营业成本	291,308	268,260	226,065	198,542	180,531
销售费用	8,876	8,893	7,471	8,165	8,574
管理费用	5,159	5,081	4,269	4,701	4,761
研发费用	86	56	52	47	44
财务费用	4,391	4,643	4,370	4,369	4,097
资产减值损失	5,088	5,723	4,447	4,878	4,682
公允价值变动收益	16	76	46	61	54
投资净收益	2,212	1,790	1,348	1,146	1,009
其他	(9,830)	(5,736)	(4,808)	(3,397)	(2,531)
营业利润	24,318	15,141	11,758	11,783	16,792
营业外收入	572	583	578	580	579
营业外支出	264	143	204	174	189
利润总额	24,626	15,581	12,132	12,190	17,182
所得税	6,727	5,843	3,033	3,047	4,296
净利润	17,899	9,738	9,099	9,142	12,887
少数股东损益	5,832	4,737	3,185	3,200	4,510
归属于母公司净利润	12,067	5,001	5,914	5,942	8,376
每股收益（元）	1.01	0.42	0.49	0.50	0.70

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	23.4%	-10.1%	-16.0%	-10.4%	-5.8%
营业利润	-29.9%	-37.7%	-22.3%	0.2%	42.5%
归属于母公司净利润	-34.1%	-58.6%	18.3%	0.5%	41.0%
获利能力					
毛利率	16.0%	13.9%	13.7%	15.4%	18.3%
净利率	3.5%	1.6%	2.3%	2.5%	3.8%
ROE	6.1%	2.5%	2.9%	2.9%	3.9%
ROIC	3.0%	1.8%	1.8%	1.7%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	76.5%	74.3%	71.7%	69.9%	68.5%
净负债率	61.2%	62.7%	61.1%	69.8%	71.3%
流动比率	1.56	1.62	1.72	1.79	1.83
速动比率	0.48	0.50	0.51	0.49	0.48
营运能力					
应收账款周转率	88.2	71.2	68.6	90.3	89.7
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标（元）					
每股收益	1.01	0.42	0.49	0.50	0.70
每股经营现金流	1.16	0.52	0.95	-2.10	-0.15
每股净资产	16.59	16.51	17.10	17.45	18.00
估值比率					
市盈率	8.0	19.2	16.3	16.2	11.5
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.5	13.7	16.7	16.7	13.0
EV/EBIT	9.6	13.9	17.1	17.0	13.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。