

# 保利发展 (600048.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩短期波动，投销保持稳健

### 事件

2025年8月25日保利发展发布2025半年度报告，上半年实现营业收入1168.6亿元，同比-16.1%；归母净利润27.1亿元，同比-63.5%。

### 点评

**项目结转&毛利率下行，归母净利润承压回落：**公司营收主要来自房地产项目竣工交付结转，1H25公司交付6.3万套，同比下滑13.7%，拖累营收规模整体承压。而归母净利润同比跌幅高于营收，主要由于受市场下行及价格承压影响，1H25项目结转毛利率14.6%，同比下降1.4pct。

**销售规模稳居行业第一，销售回笼显著改善：**公司1H25签约销售金额1451.7亿元，同比-16.3%，规模稳居行业第一。38个核心城市销售贡献同比提升3pct至92%，在上海、广州、成都、西安等9个核心城市排名市场第一，在广州、佛山、太原、石家庄等7个核心城市市占率突破15%。1H25实现销售回笼1448亿元，综合回笼率100%，同比提高15pct。

**投资积极性提高，公司加大去库存力度：**公司1H25年拓展项目26个，总地价509亿元，同比+304%，权益地价443亿元，同比+306%，拿地权益比87%，新拓项目均位于核心城市。加大去库存力度，截至1H25，公司待售项目计容面积为5855万方，较年初下降403万方。其中增量项目待售计容面积约894万方，较年初下降84万方。

**财务结构安全稳健，信用优势明显：**公司1H25年三道红线水平稳居绿档，扣除预收款的资产负债率为63.3%、净负债率为59.6%、现金短债比为1.9；3年以上到期的有息负债占比42.8%，较年初提升3.2pct；融资成本持续下降至2.89%，较年初下降21bp。

### 投资建议

当前公司业绩承压，但保利作为央企强信用主体，销售投资稳健，有望受益于行业供给侧出清，长期市占率或持续提升。考虑到短期结转节奏不及预期，短期业绩或承压，后续高毛利项目进入结转周期后预计业绩重回增长轨道。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为37.5亿元/45.0亿元/66.9亿元，同比增速分别为-25.1%、+20.0%和+48.7%。公司股票现价对应PE估值为26.5x/22.1x/14.9x，维持“买入”评级。

### 风险提示

政策对市场提振不佳；市场信心持续走低；土地市场竞争加剧。

### 房地产组

分析师：池天惠 (执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

分析师：何裕佳 (执业 S1130525070009)

heyujia@gjzq.com.cn

联系人：陈健照

chenjianzhao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.30 元

### 相关报告：

- 《保利发展公司点评：短期业绩承压，投资专注核心城市》，2025.4.30
- 《保利发展公司点评：业绩承压，夯实经营》，2024.10.28



### 公司基本情况 (人民币)

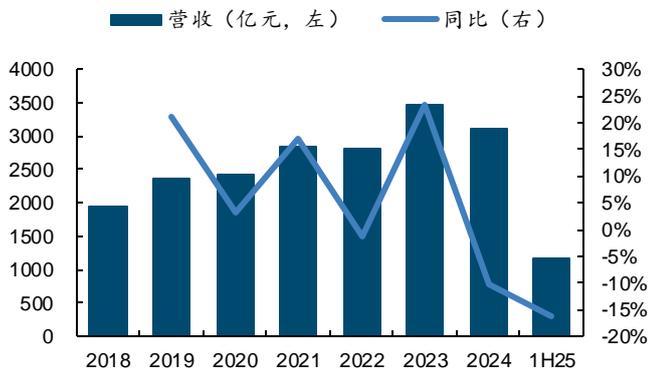
项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346,894	311,666	283,460	274,546	277,102
营业收入增长率	23.40%	-10.16%	-9.05%	-3.14%	0.93%
归母净利润(百万元)	12,067	5,001	3,748	4,498	6,689
归母净利润增长率	-34.23%	-58.56%	-25.07%	20.01%	48.71%
摊薄每股收益(元)	1.008	0.418	0.313	0.376	0.559
每股经营性现金流净额	1.16	0.52	6.86	2.62	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.08%	2.53%	1.88%	2.23%	3.25%
P/E	9.82	21.21	26.51	22.09	14.85
P/B	0.60	0.54	0.50	0.49	0.48

来源：公司年报、国金证券研究所

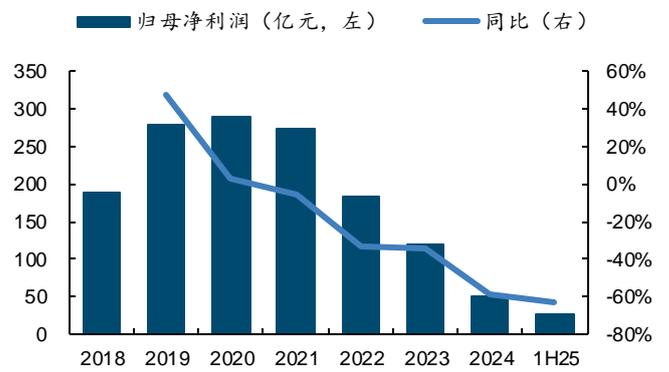


## 1H25 年公司业绩相关图表

图表1: 公司 2018-1H25 年营业收入及同比走势



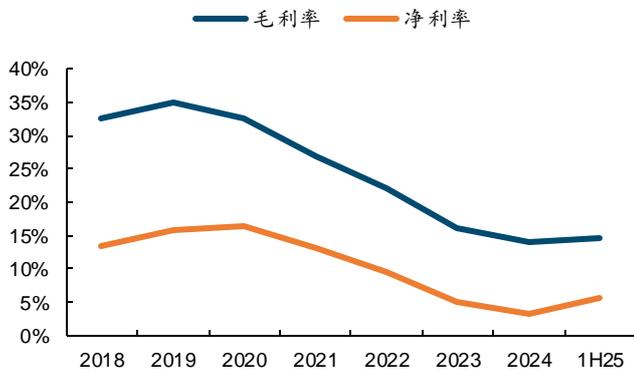
图表2: 公司 2018-1H25 年归母净利润及同比走势



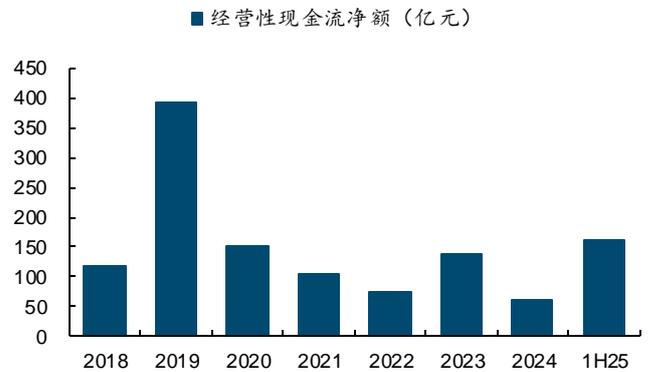
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表3: 公司 2018-1H25 年毛利率&净利率走势



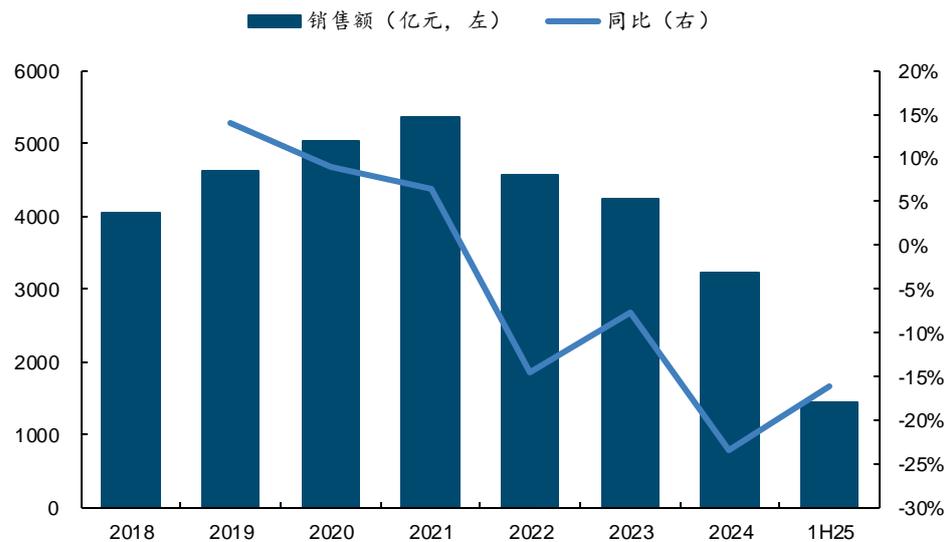
图表4: 公司 2018-1H25 年经营性现金流情况



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 公司 2018-1H25 年签约销售金额及同比走势



来源: wind, 国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	281,108	346,894	311,666	283,460	274,546	277,102
增长率	23.4%	-10.2%	-9.1%	-3.1%	0.9%	
主营业务成本	-219,228	-291,308	-268,260	-246,097	-236,787	-237,413
%销售收入	78.0%	84.0%	86.1%	86.8%	86.2%	85.7%
毛利	61,880	55,586	43,407	37,363	37,759	39,689
%销售收入	22.0%	16.0%	13.9%	13.2%	13.8%	14.3%
营业税金及附加	-13,121	-10,259	-5,904	-5,669	-5,491	-5,542
%销售收入	4.7%	3.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-7,530	-8,876	-8,893	-8,079	-7,825	-7,897
%销售收入	2.7%	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	-4,744	-5,159	-5,081	-4,620	-4,475	-4,517
%销售收入	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-1,238	-86	-56	-57	-55	-55
%销售收入	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	35,246	31,206	23,473	18,938	19,913	21,677
%销售收入	12.5%	9.0%	7.5%	6.7%	7.3%	7.8%
财务费用	-3,686	-4,391	-4,643	-3,283	-2,567	-2,305
%销售收入	1.3%	1.3%	1.5%	1.2%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-1,277	-5,088	-5,723	-7,079	-6,544	-2,085
公允价值变动收益	-142	16	76	0	0	0
投资收益	4,201	2,212	1,790	1,860	1,804	1,748
%税前利润	11.9%	9.0%	11.5%	16.8%	13.6%	8.8%
营业利润	34,693	24,318	15,141	10,604	12,774	19,203
营业利润率	12.3%	7.0%	4.9%	3.7%	4.7%	6.9%
营业外收支	607	308	440	484	532	585
税前利润	35,301	24,626	15,581	11,088	13,307	19,789
利润率	12.6%	7.1%	5.0%	3.9%	4.8%	7.1%
所得税	-8,290	-6,727	-5,843	-3,881	-4,657	-6,926
所得税率	23.5%	27.3%	37.5%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	27,011	17,899	9,738	7,207	8,649	12,863
少数股东损益	8,664	5,832	4,737	3,459	4,152	6,174
归属于母公司的净利润	18,347	12,067	5,001	3,748	4,498	6,689
净利率	6.5%	3.5%	1.6%	1.3%	1.6%	2.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	27,011	17,899	9,738	7,207	8,649	12,863
少数股东损益	8,664	5,832	4,737	3,459	4,152	6,174
非现金支出	3,576	7,462	8,020	8,310	7,869	3,515
非经营收益	-1,413	1,645	2,198	2,822	2,657	2,533
营运资金变动	-21,751	-13,076	-13,699	63,761	12,130	1,925
经营活动现金净流	7,422	13,930	6,257	82,100	31,305	20,836
资本开支	-106	-161	-172	-85	-101	-109
投资	-4,475	6,143	382	1,937	-99	-142
其他	5,218	1,284	-1,541	1,860	1,804	1,748
投资活动现金净流	637	7,266	-1,331	3,712	1,604	1,497
股权募资	2,674	11,049	7,728	0	0	0
债权募资	37,197	-31,072	-4,355	-14,301	-8,968	-8,675
其他	-42,886	-29,939	-22,363	-7,289	-7,460	-8,327
筹资活动现金净流	-3,015	-49,962	-18,990	-21,589	-16,429	-17,002
现金净流量	5,182	-28,826	-14,118	64,222	16,481	5,331

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	176,537	147,982	134,167	197,140	212,763	217,505
应收款项	161,480	154,210	148,095	136,692	132,387	133,626
存货	877,893	869,508	798,559	700,870	667,545	667,260
其他流动资产	85,675	96,838	86,246	79,970	79,755	80,988
流动资产	1,301,586	1,268,539	1,167,068	1,114,673	1,092,451	1,099,380
%总资产	88.5%	88.3%	87.4%	87.0%	86.8%	86.9%
长期投资	139,135	138,366	139,545	137,609	137,707	137,849
固定资产	10,718	8,953	6,189	5,760	5,288	4,767
%总资产	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	807	724	649	701	748	789
非流动资产	168,879	168,373	168,040	165,878	165,728	165,584
%总资产	11.5%	11.7%	12.6%	13.0%	13.2%	13.1%
资产总计	1,470,464	1,436,912	1,335,108	1,280,551	1,258,179	1,264,964
短期借款	81,145	73,740	84,611	75,794	72,005	68,404
应付款项	297,939	304,228	258,951	243,566	234,386	235,040
其他流动负债	463,197	435,763	379,037	349,895	339,903	345,446
流动负债	842,280	813,731	722,599	669,255	646,294	648,890
长期贷款	242,482	235,251	208,132	203,970	199,890	195,892
其他长期负债	63,510	50,902	61,847	59,276	57,319	55,653
负债	1,148,273	1,099,885	992,578	932,501	903,503	900,435
普通股股东权益	196,264	198,543	197,596	199,658	202,131	205,810
其中：股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
未分配利润	151,544	157,919	157,819	159,881	162,354	166,033
少数股东权益	125,927	138,484	144,933	148,393	152,544	158,718
负债股东权益合计	1,470,464	1,436,912	1,335,108	1,280,551	1,258,179	1,264,964

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.533	1.008	0.418	0.313	0.376	0.559
每股净资产	16.396	16.586	16.507	16.679	16.886	17.193
每股经营现金净流	0.620	1.164	0.523	6.859	2.615	1.741
每股股利	0.580	0.450	0.410	0.141	0.169	0.251
回报率						
净资产收益率	9.35%	6.08%	2.53%	1.88%	2.23%	3.25%
总资产收益率	1.25%	0.84%	0.37%	0.29%	0.36%	0.53%
投入资本收益率	3.83%	3.27%	2.12%	1.80%	1.90%	2.06%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.37%	23.40%	-10.16%	-9.05%	-3.14%	0.93%
EBIT 增长率	-24.13%	-11.46%	-24.78%	-19.32%	5.15%	8.86%
净利润增长率	-33.01%	-34.23%	-58.56%	-25.07%	20.01%	48.71%
总资产增长率	5.04%	-2.28%	-7.08%	-4.09%	-1.75%	0.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.7	4.1	5.1	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	1,404.8	1,094.7	1,134.8	1,050.0	1,050.0	1,050.0
应付账款周转天数	243.2	210.2	217.2	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	13.2	8.8	6.5	6.6	6.2	5.4
偿债能力						
净负债/股东权益	63.46%	61.08%	62.52%	39.38%	31.71%	27.17%
EBIT 利息保障倍数	9.6	7.1	5.1	5.8	7.8	9.4
资产负债率	78.09%	76.55%	74.34%	72.82%	71.81%	71.18%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	13	32	49	101
增持	0	2	3	5	4
中性	1	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.67</b>	<b>1.25</b>	<b>1.14</b>	<b>1.16</b>	<b>1.11</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究