

保利发展 (600048.SH) 结转规模下降, 销售稳健, 投资质量不断提高

2025 年 08 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远 (联系人)

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

证书编号: S0790524070001

证书编号: S0790124070064

日期 2025/8/25

当前股价(元) 8.30

一年最高最低(元)	12.13/7.30
-----------	------------

总市值(亿元)	993.55
---------	--------

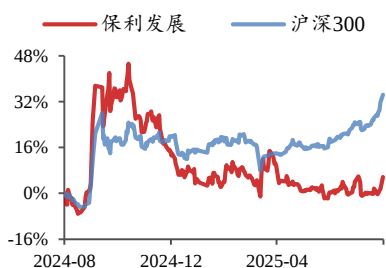
流通市值(亿元)	993.55
----------	--------

总股本(亿股)	119.70
---------	--------

流通股本(亿股)	119.70
----------	--------

近3个月换手率(%)	64.72
------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《半年度结转业绩下滑，销售拿地保持稳健—公司信息更新报告》
-2025.7.15

《高能级城市重点深耕，行业销售排名保持第一——公司信息更新报告》
-2025.6.10

《业绩压力逐步释放，融资和销售保持优势—公司信息更新报告》
-2025.5.5

● 经营管理能力优秀的龙头央企，维持“买入”评级

保利发展发布 2025 年中期报告。公司收入利润均下滑，结转毛利率承压，但销售排名稳居首位，土储结构不断优化，负债结构优化，资金成本优势明显。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 56.8、65.6、75.1 亿元，EPS 分别为 0.47、0.55、0.63 元，当前股价对应 PE 估值分别为 17.5、15.1、13.2 倍，我们看好公司低价项目结转完成后业绩持续修复，维持“买入”评级。

● 营收下降利润承压，投资净收益显著下滑

公司 2025H1 实现营业收入 1168.6 亿元，同比-16.1%；实现归母净利润 27.1 亿元，同比下降 63.5%；实现经营性净现金流 160.2 亿元，同比实现由负转正；毛利率和净利率分别为 14.6%和 5.6%，分别同比-1.4pct、-2.1pct。公司业绩下滑主要由于（1）结转规模和毛利率同比下降；（2）受房地产销售市场景气度影响，销售费率同比提升 0.4pct 至 2.6%；（3）投资净收益同比-46.0%，其中对合联营企业投资收益同比-47.2%。

● 销售稳居第一，拿地强度提升

2025H1 公司实现签约金额 1451.7 亿元，同比-16.3%；实现签约面积 713.5 万方，签约均价提升至 2.03 万元/平；38 城销售占比同比+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；2022 年及之后获取的增量项目签约金额约 937 亿元，占比较 2024 全年+5pct 至 65%；实现销售回笼 1448 亿元，综合回笼率 100%，同比提高 15pct。公司拿地聚焦核心 38 城，上半年新增项目 26 个，拿地总土地款 509 亿元，同比+304%，拿地权益比 87%，拿地强度达 35.1%。截至上半年末公司土储建面 5855 万方，较年初下降 403 万方。

● 融资成本继续压降，负债指标持续优化

截至 2025H1，公司有息负债 3488 亿元，新增有息负债平均成本降低 21BP 至 2.71%，期末综合成本 2.89%，融资成本进一步下降；资产负债率 73.5%，扣除预收款的资产负债率为 63.3%、净负债率为 59.6%，较期初分别-0.8pct、-1.4pct、-3.0pct；一年内到期有息负债占比 21.4%，较年初-2.9pct。

● **风险提示：**行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346,828	311,666	269,090	225,899	206,910
YOY(%)	23.4	-10.1	-13.7	-16.1	-8.4
归母净利润(百万元)	12,067	5,001	5,678	6,560	7,505
YOY(%)	-34.1	-58.6	13.5	15.5	14.4
毛利率(%)	16.0	13.9	13.1	14.1	15.8
净利率(%)	3.5	1.6	2.1	2.9	3.6
ROE(%)	5.3	2.8	2.4	2.7	3.1
EPS(摊薄/元)	1.01	0.42	0.47	0.55	0.63
P/E(倍)	8.2	19.9	17.5	15.1	13.2
P/B(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1268539	1167068	1106975	1024975	1029944	营业收入	346828	311666	269090	225899	206910
现金	147982	134167	103699	101752	85519	营业成本	291308	268260	233926	194051	174201
应收票据及应收账款	3822	4954	2626	3735	2092	营业税金及附加	10259	5904	5382	4518	4138
其他应收款	150388	143141	110290	102464	92406	营业费用	8876	8893	7187	6078	5573
预付账款	21635	24094	15388	17757	12602	管理费用	5159	5081	4516	3662	3320
存货	869508	798559	814722	740794	780608	研发费用	86	56	58	45	43
其他流动资产	75203	62152	60249	58473	56716	财务费用	4391	4643	4451	4147	4149
非流动资产	168373	168040	168755	171874	175639	资产减值损失	-5045	-5056	-4036	-1807	-1448
长期投资	104296	101288	100278	99790	99646	其他收益	132	86	161	154	133
固定资产	8362	5586	4871	5007	6363	公允价值变动收益	16	76	49	-0	35
无形资产	373	346	297	238	180	投资净收益	2212	1790	1584	1481	1332
其他非流动资产	55341	60820	63310	66840	69450	资产处置收益	232	82	111	134	140
资产总计	1436912	1335108	1275730	1196849	1205583	营业利润	24318	15141	11250	13183	15506
流动负债	813731	722599	648995	573406	592983	营业外收入	572	583	612	637	601
短期借款	5213	4827	4022	3871	3826	营业外支出	264	143	182	191	195
应付票据及应付账款	173734	145838	143609	94576	114656	利润总额	24626	15581	11680	13629	15912
其他流动负债	634784	571934	501365	474959	474501	所得税	6727	5843	3330	3982	4875
非流动负债	286154	269980	275855	268453	251757	净利润	17899	9738	8350	9647	11037
长期借款	280516	264205	270081	262679	245983	少数股东损益	5832	4737	2672	3087	3532
其他非流动负债	5637	5774	5774	5774	5774	归属母公司净利润	12067	5001	5678	6560	7505
负债合计	1099885	992578	924850	841859	844740	EBITDA	36256	26707	17537	19840	22254
少数股东权益	138484	144933	147605	150692	154224	EPS(元)	1.01	0.42	0.47	0.55	0.63
股本	11970	11970	11970	11970	11970						
资本公积	17488	17872	17872	17872	17872	主要财务比率					
留存收益	163993	163894	168203	172626	177004	成长能力					
归属母公司股东权益	198543	197596	203274	204298	206618	营业收入(%)	23.4	-10.1	-13.7	-16.1	-8.4
负债和股东权益	1436912	1335108	1275730	1196849	1205583	营业利润(%)	-29.9	-37.7	-25.7	17.2	17.6
						归属于母公司净利润(%)	-34.1	-58.6	13.5	15.5	14.4
						获利能力					
						毛利率(%)	16.0	13.9	13.1	14.1	15.8
						净利率(%)	3.5	1.6	2.1	2.9	3.6
						ROE(%)	5.3	2.8	2.4	2.7	3.1
						ROIC(%)	4.5	2.9	2.3	2.7	3.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	76.5	74.3	72.5	70.3	70.1
						净负债比率(%)	61.2	62.8	57.2	55.7	55.1
						流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7
						速动比率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	88.2	71.2	71.2	71.2	71.2
						应付账款周转率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.01	0.42	0.47	0.55	0.63
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.52	1.55	1.27	0.96
						每股净资产(最新摊薄)	16.16	16.08	16.56	16.64	16.83
						估值比率					
						P/E	8.2	19.9	17.5	15.1	13.2
						P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						EV/EBITDA	12.2	17.2	25.5	22.5	20.3

现金流量表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13930	6257	18528	15215	11500
净利润	17899	9738	8350	9647	11037
折旧摊销	1758	1727	869	935	1159
财务费用	4391	4643	4451	4147	4149
投资损失	-2212	-1790	-1584	-1481	-1332
营运资金变动	-13076	-13699	6413	1924	-3511
其他经营现金流	5170	5639	30	44	-2
投资活动现金流	7266	-1331	159	-2438	-3417
资本支出	179	179	4588	4541	5068
长期投资	3287	-42	1010	488	144
其他投资现金流	4158	-1109	3737	1615	1507
筹资活动现金流	-49962	-18990	-49155	-14724	-24316
短期借款	4016	-386	-806	-151	-45
长期借款	-19682	-16311	5876	-7402	-16696
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-138	384	0	0	0
其他筹资现金流	-34157	-2676	-54225	-7172	-7575
现金净增加额	-28826	-14118	-30468	-1947	-16233

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn