

➤ **结转规模下降致营收利润下降，降本增效助毛利率小幅回升。**截至 2025 年上半年，公司实现营业收入 1168.57 亿元，同比减少 16.08%，主要系房地产项目结转规模下降所致；截至 2025 年上半年，公司实现归母净利润 27.11 亿元，同比减少 63.47%；公司 2025 年上半年结算毛利率为 14.6%，略高于 2024 年全年水平，主要得益于公司组织架构改革和费用端降本增效。

➤ **销售金额稳居行业第一，销售回款提升助力经营性现金流回正。**截至 2025 年上半年，公司共实现签约面积 713.54 万平方米，签约均价提升至 2.03 万元/m²；实现销售签约 1451.17 亿元，同比下降 16.25%，仍稳居行业第一；截至 2025 年上半年公司销售回款 1448 亿元，综合回款率达到 100%，大幅提升 15 个百分点；截至 2025 年上半年，公司经营性现金流净流入为 160.17 亿元，同比实现由负转正，货币资金余额 1385.62 亿元，另仍有 593 亿元已售未回笼资金，可动用资金充裕。

➤ **多措并举推进去库存，优质增量项目优化存货结构。**公司通过“老盘新作、全面焕新”、“以销定产”等销售策略实现存量项目去化，截至 2025 年上半年公司实现 2021 年之前获取的存量项目销售 394 万方，销售金额 514 亿元；增量项目有效改善了当期销售质量，截至 2025 年上半年公司实现 2022 年之后获取的存量项目销售金额 937 亿元，较 2023 年全年提 5 个百分点，38 个核心城市销售贡献同比提升 3 个百分点至 92%；截至 2025 年上半年，公司新增项目 26 个，位于北京、上海、杭州、西安、石家庄等核心城市，项目总地价 509 亿元，总计容面积 228 万平方米，公司存货质量正不断优化。

➤ **融资渠道不断拓宽，债务结构持续优化。**截至 2025 年上半年，公司实现多笔融资，包括成功发行国内首单现金类定向可转债 85 亿元，6 年期综合成本仅 2.32%，发行公司债和中期票据 57 亿元，并获取新一期中期票据、超短期融资券注册批文；截至 2025 年上半年，三年以上到期的有息负债占比 42.8%，较年初提升 3.2 个百分点；一年内到期有息负债占比 21.4%，较年初下降 2.9 个百分点，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。

➤ **投资建议：**公司作为央企龙头土地储备丰富，现金流充足，我们预测 2025-2027 年营收分别达 3193.06 亿元/3279.34 亿元/3379.58 亿元，同比增长 2.5%/2.7%/3.1%；2025-2027 年归母净利润分别为 56.02 亿元/64.12 亿元/75.51 亿元，同比增长 12.0%/14.5%/17.8%；2025-2027 年 PE 倍数为 18/15/13。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**公司土地拓展不及预期；市场回暖速度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	311,666	319,306	327,934	337,958
增长率 (%)	-10.2	2.5	2.7	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,001	5,602	6,412	7,551
增长率 (%)	-58.6	12.0	14.5	17.8
每股收益 (元)	0.42	0.47	0.54	0.63
PE	20	18	15	13
PB	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.30 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 陈立

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli_yj@mszq.com

相关研究

- 1.保利发展 (600048.SH) 2024 年年报点评：营收利润同比承压，去库存措施效果显现-2025/04/29
- 2.保利发展 (600048.SH) 2024 年半年报点评：营收受结转影响增加，销售金额稳居行业第一-2024/08/21
- 3.保利发展 (600048.SH) 2024 年一季报点评：营收同比提升，全口径销售金额稳居 TO P1-2024/05/02
- 4.保利发展 (600048.SH) 2023 年年报点评：利润受结转因素承压，分红比例提升彰显央企担当-2024/04/23
- 5.保利发展 (600048.SH) 2023 年三季报点评：营收净利累计同比增长，销售拓展位列前茅-2023/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	311,666	319,306	327,934	337,958
营业成本	268,260	277,530	283,608	290,240
营业税金及附加	5,904	6,048	6,212	6,402
销售费用	8,893	9,111	9,357	9,643
管理费用	5,081	5,206	5,347	5,510
研发费用	56	58	59	61
EBIT	17,926	21,382	23,391	26,143
财务费用	4,643	5,446	5,468	5,452
资产减值损失	-5,056	-4,957	-5,065	-5,184
投资收益	1,790	1,834	1,884	1,941
营业利润	15,141	12,897	14,827	17,538
营业外收支	440	440	440	440
利润总额	15,581	13,337	15,267	17,978
所得税	5,843	4,001	4,580	5,393
净利润	9,738	9,336	10,687	12,584
归属于母公司净利润	5,001	5,602	6,412	7,551
EBITDA	20,223	23,749	25,864	28,600

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	134,167	132,307	133,704	136,337
应收账款及票据	4,954	4,993	5,138	5,295
预付款项	24,094	24,927	25,473	26,069
存货	798,559	821,197	839,182	858,805
其他流动资产	205,293	208,808	212,777	217,389
流动资产合计	1,167,068	1,192,232	1,216,274	1,243,895
长期股权投资	101,288	101,288	101,288	101,288
固定资产	5,586	5,887	6,038	6,113
无形资产	346	346	346	346
非流动资产合计	168,040	167,774	167,724	167,769
资产合计	1,335,108	1,360,005	1,383,998	1,411,664
短期借款	4,827	4,827	4,827	4,827
应付账款及票据	145,838	151,159	154,469	158,081
其他流动负债	571,934	584,417	596,653	610,688
流动负债合计	722,599	740,402	755,949	773,596
长期借款	208,132	208,132	208,132	208,132
其他长期负债	61,847	61,772	61,772	61,772
非流动负债合计	269,980	269,905	269,905	269,905
负债合计	992,578	1,010,307	1,025,854	1,043,500
股本	11,970	11,970	11,970	11,970
少数股东权益	144,933	148,668	152,942	157,976
股东权益合计	342,530	349,698	358,144	368,164
负债和股东权益合计	1,335,108	1,360,005	1,383,998	1,411,664

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.16	2.45	2.70	3.06
EBIT 增长率	-33.44	19.28	9.39	11.77
净利润增长率	-58.56	12.00	14.47	17.76
盈利能力 (%)				
毛利率	13.93	13.08	13.52	14.12
净利润率	1.60	1.75	1.96	2.23
总资产收益率 ROA	0.37	0.41	0.46	0.53
净资产收益率 ROE	2.53	2.79	3.12	3.59
偿债能力				
流动比率	1.62	1.61	1.61	1.61
速动比率	0.39	0.38	0.38	0.38
现金比率	0.19	0.18	0.18	0.18
资产负债率 (%)	74.34	74.29	74.12	73.92
经营效率				
应收账款周转天数	5.06	5.59	5.56	5.56
存货周转天数	1,119.26	1,050.54	1,053.81	1,053.05
总资产周转率	0.22	0.24	0.24	0.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.47	0.54	0.63
每股净资产	16.51	16.79	17.14	17.56
每股经营现金流	0.52	0.62	0.89	1.03
每股股利	0.17	0.19	0.21	0.25
估值分析				
PE	20	18	15	13
PB	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	15.30	13.03	11.96	10.82
股息收益率 (%)	2.05	2.26	2.58	3.04

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,738	9,336	10,687	12,584
折旧和摊销	2,297	2,367	2,473	2,456
营运资金变动	-13,699	-14,238	-12,216	-12,578
经营活动现金流	6,257	7,367	10,708	12,286
资本开支	-172	-1,242	-1,328	-1,403
投资	382	0	0	0
投资活动现金流	-1,331	605	556	538
股权募资	7,728	0	0	0
债务募资	-4,355	-33	0	0
筹资活动现金流	-18,990	-9,833	-9,866	-10,191
现金净流量	-14,118	-1,861	1,397	2,633

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048