



## 销售价升提质，优化债务结构

—— 2025 年半年报点评

2025 年 8 月 26 日

- 事件：**公司发布 2025 年半年报，公司 2025 年实现营业收入 1168.57 亿元，同比下降 16.08%，归母净利润 27.11 亿元，同比下降 63.47%。每股收益 0.23 元/股，同比下降 63.39%。
- 归母净利润下滑：**公司 2025 年实现营业收入 1168.57 亿元，同比下降 16.08%，归母净利润 27.11 亿元，同比下降 63.47%。收入下滑主要由于房地产项目结转规模下降。归母净利润下滑较多，主要由于以下因素。1) 毛利率较 2024 年同期下滑 1.38pct，但是较 2024 年全年水平略提高 0.71pct。2) 2025 年上半年投资净收益 9.27 亿元，较 2024 年同期下滑较多。其中联营和合营企业的投资收益为 8.48 亿元，较去年同期的 16.05 亿元下滑明显。3) 2025 年上半年公允价值变动收益 80.28 万元，较去年同期的 6223 万元明显降低。4) 2025 年上半年公司资产减值损失 2636.53 万元。5) 2025 年少股东损益为 38.57 亿元，占净利润的 58.73%，该比例较全同期提高 28.09pct，因而归母净利润规模受到相应影响。从费用管控看，2025 年上半年，公司销售费用率和管理费用率分别为 2.61%、1.46%，分别较去年同期提高 0.37cpt、下降 0.02pct。
- 销售价升提质：**2025 年上半年公司实现销售面积 713.54 万方，同比下降 25.23%；销售金额 1451.71 亿元，同比下降 16.25%；对应的销售均价 2.03 万元/平米，同比增长 12%。价升明显，公司推盘质量提高。从销售结构看，公司存量项目销售金额 514 亿元、增量项目销售金额 937 亿元，分别占销售金额的 35%、65%。在存量项目上，公司通过增量存量分类施策的策略，有效提高去化效率；在增量项目上，公司的增量销售提质，改善销售质量。从城市看，公司 38 个核心城市销售占比达到 92%，上海、广州、成都等 9 个核心城市市场排名第一。
- 拿地质量高：**2025 年上半年，公司新增项目 26 个，计容面积 228 万方，总地价 509 亿元，对应楼面价 2.23 万元/平米。按照地价计算的权益比例为 87%，稳定在公司近年来较高水平。从城市能级看，新增项目均位于高能级城市，其中 8 个位于一线城市，拿地质量高。从投资强度看，以总地价口径计算出公司 2025 年上半年投资力度 35.06%，其中 Q2 单季度的投资力度为 39.97%，Q2 拿地较 Q1 积极。从公司在手项目看，截至 2025 年上半年末，公司待售项目 5855 万方，其中增量项目待售计容面积 894 万方。
- 融资通畅债务结构优化：**1) 杠杆水平下降截至 2025 年上半年末，公司剔除预收款的资产负债率 63.30%，净负债率为 59.64%，分别较年初下降 1.40pct、3.02pct，债务安全稳步提高。2) 融资通畅，2025 年发行国内收单现金类定向可转债，发行规模 85 亿元，6 年期综合成本 2.32%；并且发行公司债和中期票据 57 亿元。3) 债务结构优化，经营性物业贷净增 29 亿元，最长期限 30 年，截至 2025 年上半年末经营性物业贷余额为 339 亿元。截至 2025 年上半年末，公司三年起以上有息负债占比 42.8%，较年初提升 3.2pct。4) 融资成本进一步降低，公司 2025 年上半年新增有息负债平均成本为 2.71%，截至 2025 年上半年末的综合成本为 2.89%，融资成本进一步下降。

保利发展（股票代码：600048）

推荐 维持评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

市场数据

2025-8-26

股票代码	600048.SH
A 股收盘价(元)	8.30
上证指数	3883.56
总股本(万股)	1197044
实际流通 A 股(万股)	1197044
流通 A 股市值(亿元)	993

相对沪深 300 表现图

2025-8-26



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河地产】公司点评\_优化土储结构，持续压降负债
- 【银河地产】公司点评\_营收略降，投资维持高权益比例\_保利发展 2024 年三季度点评
- 【银河地产】公司点评\_营收同比正增长，合理控制投资节奏\_保利发展 2024 年半年报点评
- 【银河地产】谨慎计提减值，深耕效果凸显\_保利发展 2023 年半年报点评

- **持续推动资产经营发展：不动产经营业态丰富收入增长。**截至 2025 年上半年末，公司在营面积 573 万方；业态包括酒店、购物中心、写字楼、租赁住房等；公司实现资产经营收入 25.4 亿元，同比增长 13%。资产经营助力公司拓宽融资渠道，发行商用物业类 REITs、新增租赁住房相关贷款，提升持有资产的资金使用效率。**不动产综合服务坚持市场化发展。**截至 2025 年上半年末保物业资管面积 8.34 亿方，实现营收 83.92 亿元，归母净利润 8.91 亿元，分别同比增长 6.6%、5.3%。公司拓展能力优秀，2025 年上半年公司新托第三方项目在管面积 5.5 亿方，占比 65.9%。
- **投资建议：**公司归母净利润受毛利率等因素影响同比下滑。公司销售价升提质，投资拿地质量高，财务方面持续优化债务结构，融资成本下行，稳步推动资产经营业务发展。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 51.13 亿元、52.49 亿元、54.42 亿元的预测，对应 EPS 为 0.43 元/股、0.44 元/股、0.45 元/股，对应 PE 为 19.43X、18.93X、18.26X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险、房地产销售不及预期的风险、房价大幅度下跌的风险、资金回流不及预期的风险、债务偿还不及预期的风险。

#### 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	311666.32	328496.30	342260.30	355437.32
收入增长率%	-10.16	5.40	4.19	3.85
归母净利润(百万元)	5001.18	5112.85	5248.71	5441.72
利润增速%	-58.56	2.23	2.66	3.68
毛利率%	13.93	13.94	13.95	13.98
摊薄 EPS(元)	0.42	0.43	0.44	0.45
PE	19.87	19.43	18.93	18.26
PB	0.50	0.49	0.48	0.46
PS	0.32	0.30	0.29	0.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1167068.46	1117163.79	1100198.58	1099697.77
现金	134167.48	117787.98	128222.45	133596.41
应收账款	4932.34	4513.97	4629.57	5105.38
其它应收款	143141.37	159102.32	157116.99	166184.43
预付账款	24094.49	25159.81	24844.65	24460.69
存货	798559.42	745984.08	719739.43	704673.50
其他	62173.37	64615.62	65645.49	65677.36
非流动资产	168039.56	167968.71	167953.54	167413.31
长期投资	101287.73	100287.73	99487.73	98587.73
固定资产	5585.98	6043.85	6351.06	6472.65
无形资产	346.10	337.85	318.09	287.33
其他	60819.75	61299.28	61796.67	62065.60
资产总计	1335108.02	1285132.50	1268152.13	1267111.08
流动负债	722598.65	667931.40	640544.85	629935.44
短期借款	4827.32	5127.32	5327.32	5927.32
应付账款	145837.63	141359.51	138255.33	135892.72
其他	571933.70	521444.58	496962.19	488115.40
非流动负债	269979.54	264764.51	264026.51	263087.51
长期借款	208132.33	202432.33	201232.33	200342.33
其他	61847.21	62332.18	62794.18	62745.18
负债合计	992578.19	932695.91	904571.35	893022.95
少数股东权益	144933.33	149652.89	154497.85	159726.18
归属母公司股东权益	197596.49	202783.70	209082.92	214361.96
负债和股东权益	1335108.02	1285132.50	1268152.13	1267111.08

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6257.31	8186.33	18168.84	12702.45
净利润	9737.89	9832.41	10093.68	10670.05
折旧摊销	2296.82	1813.97	1578.66	1377.33
财务费用	5917.54	5893.53	5838.89	5886.52
投资损失	-1790.33	-1872.43	-1777.84	-1411.94
营运资金变动	-13699.32	-10506.01	-248.12	-5407.63
其它	3794.71	3024.86	2683.56	1588.11
投资活动现金流	-1330.86	440.07	742.01	1073.72
资本支出	-171.67	-427.12	-304.66	-217.11
长期投资	382.19	-1005.39	-731.16	-121.11
其他	-1541.38	1872.57	1777.84	1411.94
筹资活动现金流	-18989.64	-23965.69	-8476.37	-8402.21
短期借款	-385.90	300.00	200.00	600.00
长期借款	-27119.08	-5700.00	-1200.00	-890.00
其他	8515.35	-18565.69	-7476.37	-8112.21
现金净增加额	-14117.87	-15347.61	10434.47	5373.95

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	311666.32	328496.30	342260.30	355437.32
营业成本	268259.82	282719.02	294508.40	305758.63
营业税金及附加	5903.67	10425.65	10849.65	11267.36
营业费用	8892.60	9362.14	9754.42	10272.14
管理费用	5081.39	5387.34	5613.07	6113.52
财务费用	4642.57	3810.18	4383.13	4322.07
资产减值损失	-5056.21	-3084.00	-2994.00	-2004.00
公允价值变动收益	76.18	62.60	57.10	51.00
投资净收益	1790.33	1872.43	1777.84	1411.94
营业利润	15141.10	15421.54	15845.24	17066.31
营业外收入	583.27	594.94	606.84	614.73
营业外支出	143.41	157.76	171.95	189.15
利润总额	15580.96	15858.72	16280.12	17491.88
所得税	5843.07	6026.31	6186.45	6821.83
净利润	9737.89	9832.41	10093.68	10670.05
少数股东损益	4736.70	4719.56	4844.96	5228.32
归属母公司净利润	5001.18	5112.85	5248.71	5441.72
EBITDA	20223.05	21482.87	22241.91	23191.29
EPS (元)	0.42	0.43	0.44	0.45

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-10.16%	5.40%	4.19%	3.85%
营业利润	-37.74%	1.85%	2.75%	7.71%
归属母公司净利润	-58.56%	2.23%	2.66%	3.68%
毛利率	13.93%	13.94%	13.95%	13.98%
净利率	1.60%	1.56%	1.53%	1.53%
ROE	2.53%	2.52%	2.51%	2.54%
ROIC	1.61%	1.77%	1.83%	1.87%
资产负债率	74.34%	72.58%	71.33%	70.48%
净负债比率	63.83%	62.19%	57.27%	54.13%
流动比率	1.62	1.67	1.72	1.75
速动比率	0.39	0.42	0.45	0.48
总资产周转率	0.22	0.25	0.27	0.28
应收账款周转率	71.21	69.55	74.86	73.02
应付账款周转率	1.68	1.97	2.11	2.23
每股收益	0.42	0.43	0.44	0.45
每股经营现金	0.52	0.68	1.52	1.06
每股净资产	16.51	16.94	17.47	17.91
P/E	19.87	19.43	18.93	18.26
P/B	0.50	0.49	0.48	0.46
EV/EBITDA	16.06	14.83	13.83	13.02
P/S	0.32	0.30	0.29	0.28

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，5年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn