

公司研究 | 点评报告 | 保利发展 (600048.SH)

# 毛利率表现优于去年全年，投资拓展更加积极 ——保利发展 2025 年中报点评

## 报告要点

毛利率与经营端拐点渐至，远期估值有望修复。中期毛利率表现优于去年全年，考虑较充裕的未结资源以及相对平稳的资产减值体量，未来业绩仍有望维持一定体量。销售稳居行业首位，投资拓展更加积极，持续通过调改规等优化土储质量。优异的转债定价表明内在价值正逐渐受到认可，远期估值有望修复。

## 分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



袁佳楠

SAC: S0490520070001

保利发展 (600048.SH)

# 毛利率表现优于去年全年，投资拓展更加积极

## ——保利发展 2025 年中报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

### 事件描述

公司 2025H1 公司实现营收 1169 亿元 (-16.1%)，归母净利润 27 亿元 (-63.5%)。

### 事件评论

- 竣工结转规模下降压制收入表现，中期毛利率表现优于去年全年。** 2025H1 公司实现营收 1169 亿元 (-16.1%)，营收同比下行主因项目竣工结转规模下降，公司竣工面积/全口径结算面积/全口径结算金额/并表结算收入分别同比-5.4%/-23.1%/-22.4%/-17.7%。周期压力下毛利率依旧承压，但较上年全年水平有所修复，2025H1 公司结算毛利率 14.9% (-0.9pct，去年全年 13.9%)，综合毛利率 14.6% (-1.4pct，去年全年 13.9%)，最终公司实现毛利润 171 亿元 (-23.3%)。受合联营企业投资收益大幅下滑，所得税率提升，以及结算项目结构变化带来的少数股东损益占比提升影响，公司 2025H1 实现归母净利润 27 亿元 (-63.5%)，降幅较毛利润明显扩大。后续展望方面，尽管 2025 年全年项目交付结转量预期下行（公司 2025 年竣工目标较 2024 年实际-22.0%），但持续上涨的销售均价有望在后端兑现，且公司已售未结资源对收入端仍有支撑（年中“总预收/年化结算”为 1.3X）；结算端毛利率仍存一定压力但降幅有限（年中毛利率已优于去年全年水平），且随着增量土储陆续结转，盈利能力有望逐步探底；叠加资产减值体量相对平稳，推进土地置换与调规也有望改善土储质量，周期压力之下，公司未来业绩仍难免承压，但仍将保持一定体量。
- 销售稳居行业首位，投资拓展更加积极。** 行业景气下行压制销售表现，公司 2025H1 实现销售金额 1452 亿元 (-16.2%，其中存量项目占比 35%)，面积 714 万平 (-25.2%)，均价 2.03 万元/平 (+12.0%)，销售回笼率 99.7% (+15.2pct)，参考第三方克而瑞榜单销售规模仍稳居行业首位。投资拓展更加积极，主动出手补充优质土储，2025H1 拿地金额 509 亿元 (+303.7%)，面积 228 万平 (+96.5%)，均价 2.23 万元/平 (+105.4%)；拿地面积强度 31.9% (+19.8pct)，金额强度 35.0% (+27.8pct)，拿地均价/销售均价 109.8% (+49.9pct)。截至 2025H1 公司在手土储 5855 万平，客观来说存在部分低效存货，但公司持续推进土地置换与调规来改善土储质量（2025H1 完成“调转换退”51 万平）；本年度加码优质地块的获取进一步优化土储结构，公司销售规模仍将长期居于行业前列。
- 多元业务亮点频频，转债定价优异彰显公司价值。** 2025H1 公司实现资产经营收入 25.4 亿元 (+13%)，经营性不动产在营面积达到 573 万平。保利物业经营稳健，2025H1 实现归母净利润 8.9 亿元 (+5.3%)，新拓第三方单年合同额 14.1 亿元 (+17.2%)。年内成功发行 85 亿元 6 年期可转债，首年票面利率仅 2.20%，整体利率中枢 2.325%，优异的转债定价彰显了投资人对于其含权价值的高度认可，公司资金实力进一步提升。
- 毛利率与经营端拐点渐至，远期估值有望修复。** 中期毛利率表现优于去年全年，考虑较充裕的未结资源以及相对平稳的资产减值体量，未来业绩仍有望维持一定体量。销售稳居行业首位，投资拓展更加积极，持续通过调改规等优化土储质量。优异的转债定价表明内在价值正逐渐受到认可，远期估值有望修复。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 43/43/50 亿，对应 PE 为 22/22/19X，周期下行阶段市盈率参考性不强，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、毛利率何时触底存在不确定性；
- 2、如若房价继续下行，公司仍有减值压力。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	7.98
总股本(万股)	1,197,044
流通A股/B股(万股)	1,197,044/0
每股净资产(元)	16.18
近12月最高/最低价(元)	12.13/7.30

注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- [《短期业绩表现承压，长期关注估值修复——保利发展 2025 年半年度业绩快报点评》2025-07-15](#)
- [《转债定价彰显公司价值，估值仍有修复空间》2025-05-29](#)
- [《投资边际转积极，估值仍存修复空间——保利发展 2024 年报&2025 年一季报点评》2025-04-30](#)



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、毛利率何时触底存在不确定性：近年结算毛利率持续下行成为压制房地产上市公司业绩的重要因素，考虑公司近年拿地质量较好，预计后续利润率大概率会有更好表现，但受结算节奏与结构影响，毛利率何时触底仍存在一定不确定性。
- 2、如若房价继续下行，公司仍有减值压力：近年公司业绩承压的重要原因之一为资产减值，如若房价持续承压，公司仍存一定减值压力。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>311666</b>	<b>275755</b>	<b>252043</b>	<b>246646</b>	货币资金	134167	175232	211321	226902
营业成本	268260	237944	216542	210798	交易性金融资产	516	516	516	516
<b>毛利</b>	<b>43407</b>	<b>37811</b>	<b>35502</b>	<b>35848</b>	应收账款	4932	3777	3453	3379
%营业收入	14%	14%	14%	15%	存货	798559	708316	644605	627506
营业税金及附加	5904	5223	4774	4672	预付账款	24094	17846	16241	15810
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	204799	197616	189354	189993
销售费用	8893	7721	7057	6906	<b>流动资产合计</b>	<b>1167068</b>	<b>1103303</b>	<b>1065489</b>	<b>1064105</b>
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	101288	97978	94337	90333
管理费用	5081	3998	3655	3576	投资性房地产	35651	35651	35651	35651
%营业收入	2%	1%	1%	1%	固定资产合计	5586	6401	6706	7083
研发费用	56	50	46	45	无形资产	346	346	346	346
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	66	66	66	66
财务费用	4643	4124	4029	4090	递延所得税资产	17751	17751	17751	17751
%营业收入	1%	1%	2%	2%	其他非流动资产	7352	7364	7377	7389
加: 资产减值损失	-5056	5200	5000	4500	<b>资产总计</b>	<b>1335108</b>	<b>1268860</b>	<b>1227724</b>	<b>1222724</b>
信用减值损失	-667	27	27	27	短期贷款	4827	0	0	0
公允价值变动收益	76	15	15	15	应付款项	145838	129357	117722	114599
投资收益	1790	1103	1008	987	预收账款	903	552	504	493
<b>营业利润</b>	<b>15141</b>	<b>12787</b>	<b>12127</b>	<b>13220</b>	应付职工薪酬	580	514	468	456
%营业收入	5%	5%	5%	5%	应交税费	13575	12011	10978	10743
营业外收支	440	487	536	589	其他流动负债	556875	506294	470583	460999
<b>利润总额</b>	<b>15581</b>	<b>13274</b>	<b>12662</b>	<b>13809</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>722599</b>	<b>648727</b>	<b>600255</b>	<b>587290</b>
%营业收入	5%	5%	5%	6%	长期借款	208132	209132	210132	211132
所得税费用	5843	4911	4622	4833	应付债券	56073	56073	56073	56073
净利润	9738	8363	8041	8976	递延所得税负债	1497	1497	1497	1497
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>5001</b>	<b>4349</b>	<b>4262</b>	<b>5026</b>	其他非流动负债	4277	4277	4277	4277
少数股东损益	4737	4014	3779	3949	<b>负债合计</b>	<b>992578</b>	<b>919707</b>	<b>872235</b>	<b>860270</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.42</b>	<b>0.36</b>	<b>0.36</b>	<b>0.42</b>	归属于母公司所有者权益	197596	200206	202763	205778
					少数股东权益	144933	148947	152727	156676
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>342530</b>	<b>349153</b>	<b>355489</b>	<b>362454</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>1335108</b>	<b>1268860</b>	<b>1227724</b>	<b>1222724</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6257</b>	<b>54617</b>	<b>43998</b>	<b>23529</b>					
取得投资收益收回现金	468	1103	1008	987	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	3009	3310	3641	4005		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	2804	-1000	-500	-583	每股收益	0.42	0.36	0.36	0.42
其他	-7611	562	604	656	每股经营现金流	0.52	4.56	3.68	1.97
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1331</b>	<b>3974</b>	<b>4753</b>	<b>5064</b>	市盈率	19.10	21.97	22.42	19.00
债券融资	10808	0	0	0	市净率	0.48	0.48	0.47	0.46
股权融资	7728	0	0	0	EV/EBITDA	12.19	12.82	11.61	10.53
银行贷款增加(减少)	-27505	-3827	1000	1000	总资产收益率	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
筹资成本	-19877	-13699	-13661	-14012	净资产收益率	2.5%	2.2%	2.1%	2.4%
其他	9856	0	0	0	净利率	1.6%	1.6%	1.7%	2.0%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-18990</b>	<b>-17527</b>	<b>-12661</b>	<b>-13012</b>	资产负债率	74.3%	72.5%	71.0%	70.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-14063</b>	<b>41064</b>	<b>36089</b>	<b>15581</b>	总资产周转率	0.23	0.22	0.21	0.20

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。