

保利发展 (600048.SH)

上半年业绩下滑，加速存量化解

受结算收入以及毛利率下降等影响，上半年业绩下滑。2025年上半年公司营业收入1168.6亿元，同比减少16.1%；归母净利润27.1亿元，同比下降63.5%。营收下滑主要受房地产项目结转规模下降的影响，利润降幅大于营收降幅主要由于：（1）毛利率同比下降1.4pct至14.6%；（2）投资净收益同比减少45.9%至9.2亿元；（3）少数股东损益38.6亿元，占净利润比重58.7%，同比提升28.1pct。

销售额维持行业第一，增量项目占比提升推动销售质量改善

2025年上半年签约金额1451亿元，同比减少16.3%；签约面积713.5万方，同比减少25.2%；均价2万元/平，同比提升12%，销售额排名维持克而瑞榜单第一。其中2022年及之后获取的增量项目签约金额约937亿元，占比65%，较2024年全年提升了5pct，增量项目有效改善销售质量，推动签约利润率回升。公司在重点城市竞争优势得到巩固，38城销售贡献同比提升3pct至92%，在上海、广州、成都、西安等9城排名第一，在石家庄、福州等8城排名前三，在广州、佛山、太原等7城市占率突破15%。

投资强度大幅提升，积极推进存量化解。公司2025年上半年共拓展项目26个，总地价509亿元，同比增长304%；权益地价442亿元，同比增长307%；投销比35%，同比提升28pct；权益比为86.9%，稳定在近年较高水平。其中8个项目挂钩存量土地置换或资金回收，加速存量化解。上半年投资额49%位于北京和上海等一线城市，43%位于杭州、厦门、西安、石家庄等二线城市。截止2025年上半年末，公司待售项目计容面积为5855万平方米，较年初下降403万平方米。其中，增量项目约894万平方米，占总土储15.3%，土储质量不断优化。

负债率可控，融资成本持续降低。截至2025年上半年末，公司总资产13055亿元，同比减少6.1%；货币资金1386亿元，同比减少5.3%，另有593亿元已售待回笼资金，未来可动用资金充裕。总负债9599亿元，同比减少8.3%；有息负债3467亿元，同比减少7.2%，有息负债规模持续压降；资产负债率73.53%，扣除预收款的资产负债率为63.3%、净负债率为59.64%，负债率可控。新增有息负债平均成本降低21BP至2.71%，期末综合成本同比降低42BP至2.89%，融资成本持续降低。

投资建议：考虑到公司作为央企龙头，经营稳健融资优势显著，且拿地聚焦核心城市，土储质量不断优化，随着拿地毛利率修复，结算利润率有望得到改善。根据公司拿地和销售情况，我们调整了盈利预测，预测公司2025/2026/2027年营业收入为2730/2484/2387亿元，归母净利润分别为43/43/49亿元，对应摊薄EPS为0.36/0.36/0.41元/股，当前股价对应2025年动态PE22x。维持“买入”评级。

风险提示：政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	346,828	311,666	273,044	248,410	238,706
增长率 yoy (%)	23.4	-10.1	-12.4	-9.0	-3.9
归母净利润(百万元)	12,067	5,001	4,292	4,327	4,939
增长率 yoy (%)	-34.1	-58.6	-14.2	0.8	14.1
EPS 最新摊薄(元/股)	1.01	0.42	0.36	0.36	0.41
净资产收益率 (%)	6.1	2.5	2.1	2.1	2.3
P/E(倍)	7.9	19.1	22.2	22.0	19.3
P/B(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

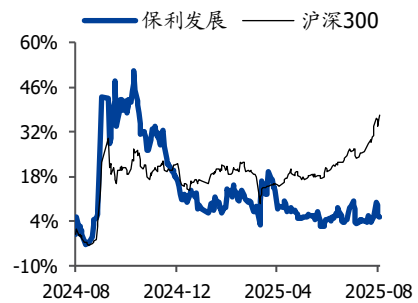
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年08月29日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
08月29日收盘价(元)	7.96
总市值(百万元)	95,284.73
总股本(百万股)	11,970.44
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	182.36

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

- 《保利发展(600048.SH)：多因素致业绩下滑，销售规模稳居榜首》 2025-05-01
- 《保利发展(600048.SH)：Q3业绩承压，投资持续聚焦》 2024-10-29
- 《保利发展(600048.SH)：销售市占率提升，拟发行可转债有助现金流改善》 2024-08-21

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1268539	1167068	1067979	1020500	1011609
现金	147982	134167	128837	127360	119625
应收票据及应收账款	3822	4954	3830	3514	3437
其他应收款	150388	143141	127660	114053	110272
预付账款	21635	24094	21245	19307	18437
存货	869508	798559	724291	694171	697748
其他流动资产	75203	62152	62117	62095	62089
非流动资产	168373	168040	162702	157498	152254
长期投资	104296	101288	98807	96326	93845
固定资产	8362	5586	5193	4870	4547
无形资产	373	346	325	309	289
其他非流动资产	55341	60820	58377	55993	53574
资产总计	1436912	1335108	1230681	1177998	1163863
流动负债	813731	722599	623915	570145	550581
短期借款	5213	4827	4480	4167	3886
应付票据及应付账款	173734	145838	140290	123946	118326
其他流动负债	634784	571934	479146	442031	428369
非流动负债	286154	269980	256351	249571	246181
长期借款	235251	208132	194573	187793	184403
其他非流动负债	50902	61847	61778	61778	61778
负债合计	1099885	992578	880266	819715	796762
少数股东权益	138484	144933	148589	152130	156010
股本	11970	11970	11970	11970	11970
资本公积	17488	17872	17872	17872	17872
留存收益	163993	163894	168148	172475	177414
归属母公司股东权益	198543	197596	201825	206152	211091
负债和股东权益	1436912	1335108	1230681	1177998	1163863

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13930	6257	10925	7206	-2572
净利润	17899	9738	7948	7867	8819
折旧摊销	2375	2297	1969	2020	2008
财务费用	6512	5918	7056	6774	6631
投资损失	-2212	-1790	-1693	-1510	-1447
营运资金变动	-13076	-13699	-7362	-9933	-19985
其他经营现金流	2432	3795	3007	1988	1402
投资活动现金流	7266	-1331	5565	5184	5139
资本支出	-161	-172	537	412	391
长期投资	6143	382	3336	3262	3300
其他投资现金流	1284	-1541	1693	1510	1447
筹资活动现金流	-49962	-18990	-21783	-13867	-10302
短期借款	4016	-386	-347	-313	-281
长期借款	-7231	-27119	-13560	-6780	-3390
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	-46608	8132	-7876	-6774	-6631
现金净增加额	-28826	-14118	-5330	-1477	-7735

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	346828	311666	273044	248410	238706
营业成本	291308	268260	236053	214526	204858
营业税金及附加	10259	5904	7403	6459	5968
营业费用	8876	8893	7444	6808	6576
管理费用	5159	5081	4348	3944	3811
研发费用	86	56	55	50	47
财务费用	4391	4643	4332	4131	4009
资产减值损失	-5045	-5056	-3539	-2478	-1858
其他收益	132	86	111	89	86
公允价值变动收益	16	76	53	37	26
投资净收益	2212	1790	1693	1510	1447
资产处置收益	232	82	115	102	93
营业利润	24318	15141	11843	11753	13231
营业外收入	572	583	511	465	447
营业外支出	264	143	126	114	110
利润总额	24626	15581	12228	12104	13568
所得税	6727	5843	4280	4236	4749
净利润	17899	9738	7948	7867	8819
少数股东损益	5832	4737	3656	3540	3881
归属母公司净利润	12067	5001	4292	4327	4939
EBITDA	29306	20223	18529	18254	19586
EPS (元/股)	1.01	0.42	0.36	0.36	0.41

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.4	-10.1	-12.4	-9.0	-3.9
营业利润(%)	-29.9	-37.7	-21.8	-0.8	12.6
归属母公司净利润(%)	-34.1	-58.6	-14.2	0.8	14.1
获利能力					
毛利率(%)	16.0	13.9	13.5	13.6	14.2
净利率(%)	3.5	1.6	1.6	1.7	2.1
ROE(%)	6.1	2.5	2.1	2.1	2.3
ROIC(%)	2.8	1.6	1.6	1.5	1.6
偿债能力					
资产负债率(%)	76.5	74.3	71.5	69.6	68.5
净负债比率(%)	62.4	63.8	59.7	56.9	56.6
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
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	62.4	67.9	68.9
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	0.42	0.36	0.36	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.52	0.91	0.60	-0.21
每股净资产(最新摊薄)	16.59	16.51	16.86	17.22	17.63
估值比率					
P/E	7.9	19.1	22.2	22.0	19.3
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.2	16.1	16.4	16.4	15.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com