



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年08月29日

基础数据

08月28日收盘价(元)	7.96
总市值(亿元)	952.85
总股本(亿股)	119.70

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证地产】保利发展: 保利发展发行定向可转债点评: 定价彰显公司价值, 募资助力长期发展-2025.05.29

【兴证地产】保利发展2024年年报&2025年一季报点评: 业绩短期承压, 龙头地位稳固, 深耕成效凸显-2025.04.29

【兴证地产】保利发展2024年三季报点评: 业绩代表过往, “止跌回稳”下, 彰显发展能力-2024.10.29

分析师: 靳璐瑜

S0190520080003
jinluyu@xyzq.com.cn

分析师: 洪波

S0190523040002
hongbo@xyzq.com.cn

保利发展(600048.SH)

2025年半年度报告点评: 稳居行业龙头位置, 增量存量分类施策, 聚焦核心38城

投资要点:

2025年上半年业绩下行主要受毛利率下降影响。2025年上半年全年公司实现营业收入1168.57亿元, 同比-16.08%; 归母净利润27.11亿元, 同比-63.47%, 扣非归母净利润25.79亿元, 同比-64.32%; 加权平均净资产收益率1.36%, 同比下降2.33个百分点。**归母净利润降幅大于营收的主要原因为:** 1) 结转毛利率同比下降1.4个百分点至14.6%; 2) 2025年上半年投资净收益同比少收益7.8亿元; 3) 2025年上半年少数股东损益占净利润的比例为58.7%, 同比上升28.1个百分点。

销售规模稳居行业龙头位置, 增量存量分类施策。2025年上半年公司实现签约金额1451.7亿元, 站稳行业龙头位置, 同比-16.3%; 实现签约面积713.5万方, 同比-25.2%; 签约均价提升至2.03万元/平米, 同比+12.0%。年初公司确立了全面抢抓销售、增量存量分类施策的策略。公司2021年及以前获取的存量项目签约销售394万平方米, 销售金额514亿元, 占比达35%。2022年及之后获取的增量项目合计签约金额约937亿元, 占比65%, 较2024年全年提升了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%。

聚焦核心38城, 持续提高资源投放的精准度。2025年上半年公司全年新增拓展总地价508.7亿元, 权益地价442.3亿元, 新拓展项目权益比提升至86.9%, 稳定在近年较高水平。2025年上半年拿地力度35.0%, 同比提升27.8个百分点。从近12个月的情况来看, 一二线合计拿地金额占比95.2%, 其中拿地金额前五的城市分别为广州(25.5%)、北京(20.8%)、上海(20.7%)、杭州(8.2%)、石家庄(3.8%)。截至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。

当期回笼率同比提升, 多种策略盘活资金。2025年上半年实现销售回笼1448亿元, 综合回笼率100%, 同比提高15个百分点; 当期销售回笼率65.3%, 同比提升9个百分点。2025年上半年, 公司经营活动现金净流入160.17亿元, 同比实现由负转正。成功发行国内首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%。

投资建议: 保利发展销售排名保持行业第一, 拿地聚焦核心城市, 未来增长可期。向特定对象发行85亿元可转债, 融资优势凸显, 债务结构持续优化。我们维持公司2025-2026年EPS的预测为0.43元、0.47元, 以2025年8月28日收盘价计算, 对应的PE为18.4倍和17.0倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 销售改善不及预期, 资产减值风险, 可转债落地不确定性。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	311666	289494	257686	250464
同比增长	-10.2%	-7.1%	-11.0%	-2.8%
归母净利润(百万元)	5001	5183	5615	5991
同比增长	-58.6%	3.6%	8.3%	6.7%
毛利率	13.9%	14.7%	14.7%	14.8%
ROE	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%
每股收益(元)	0.42	0.43	0.47	0.50
市盈率	19.1	18.4	17.0	15.9

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

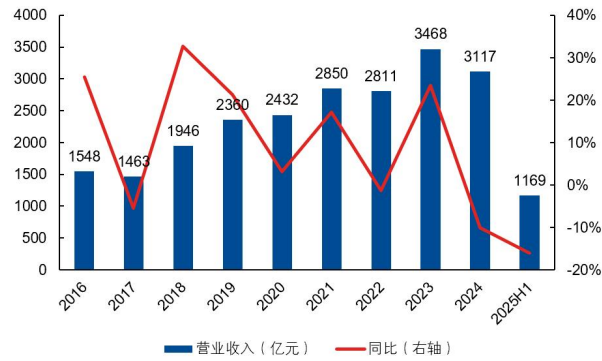
2025年8月25日，保利发展发布2025年半年报。2025年上半年，公司实现营业收入1168.57亿元，同比-16.08%；实现归母净利润27.11亿元，同比-63.47%。

点评

1. 受结转毛利率下降等因素影响，业绩有所承压

2025年上半年业绩下行主要受毛利率下降影响。2025年上半年全年公司实现营业收入1168.57亿元，同比-16.08%；归母净利润27.11亿元，同比-63.47%，扣非归母净利润25.79亿元，同比-64.32%；加权平均净资产收益率1.36%，同比下降2.33个百分点。归母净利润降幅大于营收的主要原因为：**1）结转毛利率下降**：2025年上半年结算毛利率14.6%，同比下降1.4个百分点；**2）投资净收益下降**：2025年上半年投资净收益9.2亿元，同比少收益7.8亿元；**3）少数股东损益占比提高**：2025年上半年少数股东损益占净利润的比例为58.7%，同比上升28.1个百分点。

图 1、2025 年 H1 营业收入同比-16.08%



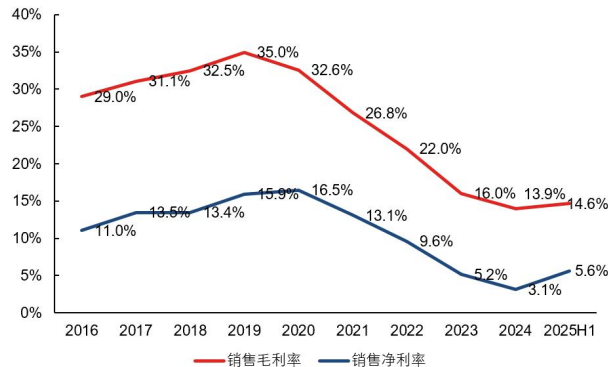
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2025 年 H1 归母净利润同比-63.47%



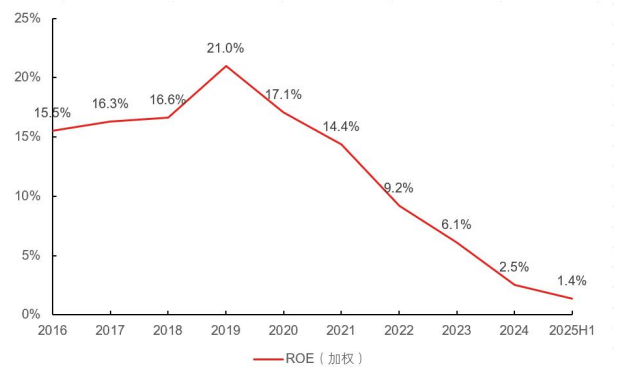
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、历年销售毛利率、净利率变化趋势



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、历年加权平均 ROE 变化趋势



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 稳居行业龙头位置，增量存量分类施策

销售规模稳居行业龙头位置，增量存量分类施策。2025年上半年公司实现签约金额 1451.7 亿元，站稳行业龙头位置，同比-16.3%；实现签约面积 713.5 万方，同比-25.2%；签约均价提升至 2.03 万元/平米，同比+12.0%。年初公司确立了全面抢抓销售、增量存量分类施策的策略。一季度把握市场窗口，优化产品、提升展示，取得 630 亿元签约，取得良好开局；二季度市场有所下行，公司迅速应对，抓好五一关键节点、用好房票安置等政策机会，稳住市场份额。

多措并举推进存量去化，以项目为单位做实债务与盈利规划。公司 2021 年及以前获取的存量项目签约销售 394 万平方米，销售金额 514 亿元，占比达 35%。公司坚守品质与服务的高标准，推行“老盘新作、全面焕新”。继续推进存量资源盘活处置，上半年新完成“调转换退” 51 万平方米。公司还以项目为单位，围绕项目刚性开支和资金安全，系统开展债务规划与盈利规划，分级筛选潜在风险项目，制定经营、财务、法律等综合治理手段，综合统筹总部运营及资金支持，有效控制了债务偿还、建设交付等各类风险。

增量项目取得良好收益。2022 年及之后获取的增量项目合计签约金额约 937 亿元，占比 65%，较 2024 年全年进一步提升了 5 个百分点，项目立项兑现度整体较好，推动平均签约利润率实现回升。同时，重点城市竞争优势得到巩固，38 个核心城市销售贡献同比提升 3 个百分点至 92%，公司在上海、广州、成都、西安等 9 个核心城市排名市场第一，在石家庄、福州等 8 个核心城市排名前三，在广州、佛山、太原、石家庄等 7 个核心城市市占率突破 15%。

图 5、2016-2025H1 历年销售面积



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2016-2025H1 历年销售金额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

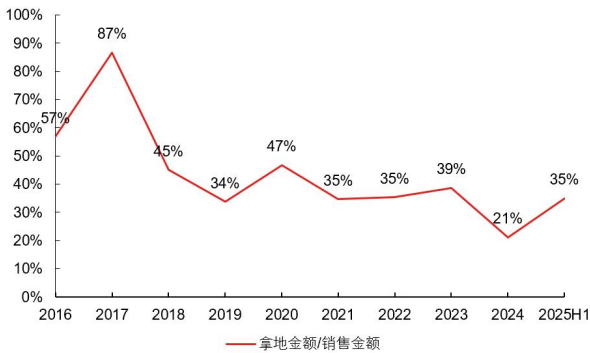
3. 聚焦核心 38 城，土储结构持续优化

聚焦核心 38 城，持续提高资源投放的精准度。一季度，部分城市土地市场阶段性过热，公司坚定立项标准，不盲目追高；二季度则把握结构性机会，重点在市

场表现稳定、公司竞争优势突出的城市开展投资。2025 年上半年公司全年新增拓展总地价 508.7 亿元，权益地价 442.3 亿元，新拓展项目权益比提升至 86.9%，稳定在近年较高水平。其中，8 个项目已首开销售，签约超 40 亿元；8 个项目挂钩存量土地置换或资金回收。2025 年上半年拿地力度 35.0%，同比提升 27.8 个百分点。从近 12 个月的情况来看，一二线合计拿地金额占比 95.2%，其中拿地金额前五的城市分别为广州（25.5%）、北京（20.8%）、上海（20.7%）、杭州（8.2%）、石家庄（3.8%）。

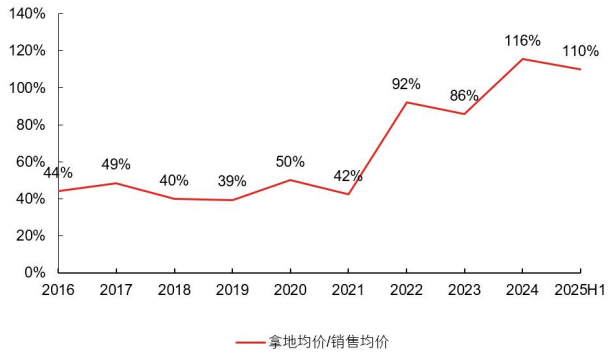
整体土储充足，结构不断优化。截至 2025 年上半年末，公司待售项目计容面积为 5855 万平方米，较年初下降 403 万平方米。其中，增量项目待售计容面积约 894 万平方米，较年初下降 84 万平方米，随着产品品质与运营效率的系统性提升，将实现较快的开发销售。公司在建面积 4792 万方、待开发面积 4616 万方，其中在建面积占比前五的城市分别为广州（8.1%）、佛山（6.6%）、西安（6.2%）、上海（4.4%）、北京（3.6%）；待开发面积占比前五的城市为武汉（7.5%）、佛山（6.4%）、昆明（6.3%）、茂名（5.2%）、汕尾（4.7%）。

图 7、历年拿地金额/销售金额趋势



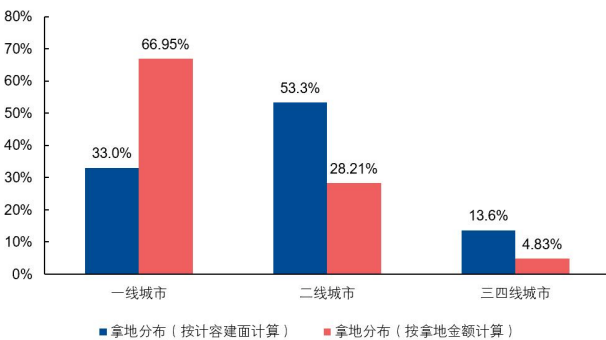
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、历年拿地均价/销售均价趋势



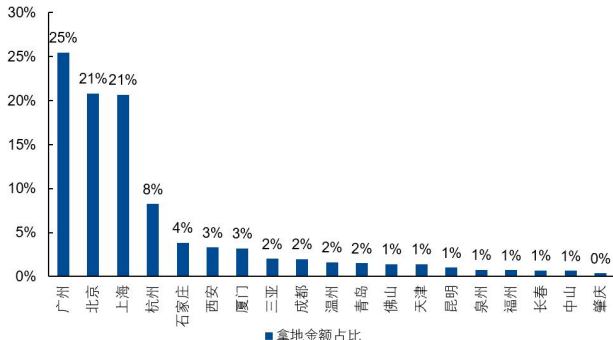
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、近 12 个月拿地不同能级城市分布



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：时间区间为 2024 年 7 月至 2025 年 6 月

图 10、近 12 个月主要拿地金额占比城市



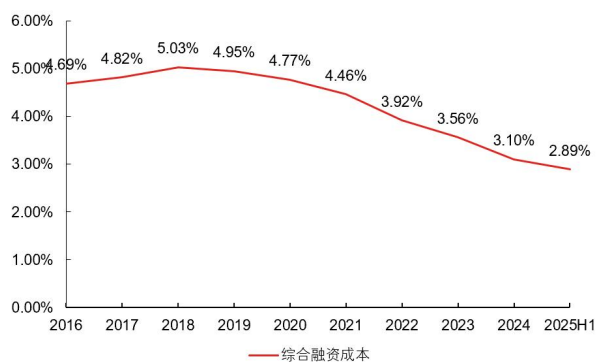
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：时间区间为 2024 年 7 月至 2025 年 6 月

4. 多种策略盘活资金，债务结构进一步优化

当期回笼率同比提升，多种策略盘活资金。2025 年上半年实现销售回笼 1448 亿元，综合回笼率 100%，同比提高 15 个百分点；当期销售回笼率 65.3%，同比提升 9 个百分点。同时，公司想尽办法盘活资金，以推动存量项目纳入收储、收回政府回购款和返还款、加快已投资项目转化落地等方式，解决占压资金 122 亿元；通过盘活预售监管资金、加快退税等增加可动用资金 107 亿元。2025 年上半年，公司经营活动现金净流入 160.17 亿元，同比实现由负转正；期末货币资金余额 1385.62 亿元，占总资产比例保持在 10%以上，另有 593 亿元已售待回笼资金，未来可动用资金充裕。

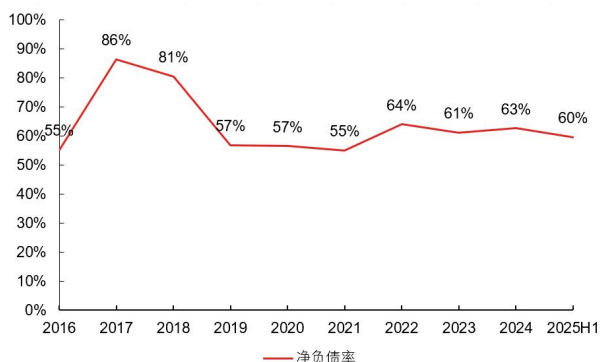
继续发挥信用优势，加强有息负债久期管理。1) **公开市场融资创新：**成功发行国内首单现金类定向可转债，发行规模 85 亿元，6 年期综合成本 2.32%。2) **已有渠道保持畅通：**2025 年上半年发行公司债和中期票据 57 亿元，期末直接融资占比 21.53%，并获取新一期中期票据、超短期融资券注册批文。3) **优化贷款结构：**经营物业贷款净增 29 亿元，最长期限达 30 年，期末经营物业贷款余额 339 亿元。截至 2025 年上半年末，三年以上到期的有息负债占比 42.8%，较年初提升 3.2 个百分点；一年内到期有息负债占比 21.4%，较年初下降 2.9 个百分点。公司资产负债率 73.53%，扣除预收款的资产负债率为 63.30%、净负债率为 59.64%，较期初分别下降 0.82、1.40 和 3.02 个百分点，债务安全稳步提高；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。

图 11、历年综合融资成本



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、历年净负债率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 持续提升服务竞争力，推动经营与服务主业发展

不动产经营方面，在营资产规模和效益稳步提升。截至 2025 年上半年末，公司酒店、购物中心、写字楼、租赁住房等资产在营面积 573 万平方米，较上年末增加 39 万平方米；其中在营租赁住房 2.6 万间，较上年末增加 18%，部分来自产

成品改造转化。购物中心板块推出“开新时光季”，18城联动打造在地化主题活动，累计吸引客流 2530 万人次；深耕黏性客户转化，适时调整业态布局和品牌组合，攻坚空铺去化，推动项目出租率继续稳步提升，新签品牌数量同比增加 15%。社区商业全国新增招商 13 万平方米，是去年全年的两倍，通过丰富社区生活氛围，助力项目销售去化。报告期内，公司实现资产经营收入 25.4 亿元，同比提升 13%，同时拓宽融资渠道，发行商用物业类 REITs、新增租赁住房相关贷款，提高持有资产的资金使用效率。

不动产综合服务方面，旗下保利物业继续坚定市场化发展路线，强化品质服务和精益运营。截至 2025 年上半年末，保利物业合同管理面积 9.96 亿平方米，在管面积 8.34 亿平方米；实现营业收入 83.92 亿元，归母净利润 8.91 亿元，同比分别提升 6.6%、5.3%。以专业能力建设为导向，保利物业开展组织架构变革调整，组建住宅、商企、城服、资产和工程等独立运营架构，实施专业化、垂直化管控，加快全流程作业标准沉淀，为市场拓展和运营管理赋能。依托属地平台 - 专业公司 - 总部职能的分工协同，公司千万级项目拓展能力显著提升，2025 年上半年新拓展第三方项目单年合同金额 14.06 亿元，同比增长 17.2%，超千万元合同占比超五成；第三方项目在管面积增加至 5.50 亿平方米，占比达 65.9%；第三方项目物管收入 27.78 亿元，同比增长 19.9%。

投资建议：保利发展销售排名保持行业第一，拿地聚焦核心城市，未来增长可期。向特定对象发行 85 亿元可转债，融资优势凸显，债务结构持续优化。我们维持公司 2025-2026 年 EPS 的预测为 0.43 元、0.47 元，以 2025 年 8 月 28 日收盘价计算，对应的 PE 为 18.4 倍和 17.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：销售改善不及预期，资产减值风险，可转债落地不确定性。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1167068	1117924	1046332	1031038
货币资金	134167	158827	177988	189120
交易性金融资产	516	644	776	779
应收票据及应收账款	4954	4131	3817	3665
预付款项	24094	20909	18994	18299
存货	798559	732667	648340	626142
其他	204777	200745	196417	193032
非流动资产	168040	166690	164947	165645
长期股权投资	101288	101247	100067	100043
固定资产	5586	4499	4191	4156
在建工程	603	460	391	355
无形资产	346	327	310	255
商誉	66	65	65	65
其他	60151	60091	59922	60772
资产总计	1335108	1284613	1211279	1196683
流动负债	722599	674202	605442	587640
短期借款	4827	6148	7787	7787
应付票据及应付账款	145838	138651	122143	118883
其他	571934	529403	475513	460970
非流动负债	269980	259702	246844	241123
长期借款	208132	206002	202744	197797
其他	61847	53700	44100	43326
负债合计	992578	933904	852286	828762
股本	11970	11970	11970	11970
未分配利润	157819	160164	162690	165360
少数股东权益	144933	149623	154482	159825
股东权益合计	342530	350710	358993	367921
负债及权益合计	1335108	1284613	1211279	1196683

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5001	5183	5615	5991
折旧和摊销	2297	996	1012	996
营运资金的变动	-13699	33433	18791	7768
经营活动产生现金流量	6257	55902	39844	22871
资本支出	-172	1280	511	447
长期投资	382	-3704	-2599	23
投资活动产生现金流量	-1331	-1440	1010	3450
债权融资	-4355	-21262	-13416	-7374
股权融资	7728	0	0	0
融资活动产生现金流量	-18990	-29814	-21692	-15163
现金净变动	-14118	24660	19161	11132

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	311666	289494	257686	250464
营业成本	268260	247050	219932	213312
税金及附加	5904	9264	7020	6874
销售费用	8893	7892	7063	6899
管理费用	5081	4610	4091	3998
研发费用	56	58	52	50
财务费用	4643	4840	4024	3266
投资收益	1790	1654	2876	2802
公允价值变动收益	76	67	34	27
信用减值损失	-667	-287	-137	-28
资产减值损失	-5056	-3417	-3333	-2543
营业利润	15141	14157	15304	16681
营业外收支	440	315	316	315
利润总额	15581	14472	15620	16997
所得税	5843	4599	5146	5663
净利润	9738	9873	10474	11334
少数股东损益	4737	4690	4860	5343
归属母公司净利润	5001	5183	5615	5991
EPS(元)	0.42	0.43	0.47	0.50

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-10.2%	-7.1%	-11.0%	-2.8%
营业利润增长率	-37.7%	-6.5%	8.1%	9.0%
归母净利润增长率	-58.6%	3.6%	8.3%	6.7%
盈利能力				
毛利率	13.9%	14.7%	14.7%	14.8%
归母净利率	1.6%	1.8%	2.2%	2.4%
ROE	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%
偿债能力				
资产负债率	74.3%	72.7%	70.4%	69.3%
流动比率	1.62	1.66	1.73	1.75
速动比率	0.39	0.44	0.49	0.52
营运能力				
资产周转率	22.5%	22.1%	20.6%	20.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.42	0.43	0.47	0.50
每股经营现金	0.52	4.67	3.33	1.91
估值比率(倍)				
PE	19.1	18.4	17.0	15.9
PB	0.5	0.5	0.5	0.5

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	
行业评级	推荐	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	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn