

保利发展 (600048.SH) 营收微降利润承压, 一线城市拿地占比超五成

2025 年 10 月 22 日

## ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远 (联系人)

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

证书编号: S0790524070001

证书编号: S0790124070064

日期 2025/10/22

当前股价(元) 7.58

|           |            |
|-----------|------------|
| 一年最高最低(元) | 11.82/7.56 |
|-----------|------------|

|         |        |
|---------|--------|
| 总市值(亿元) | 907.36 |
|---------|--------|

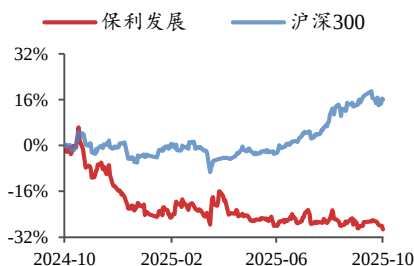
|          |        |
|----------|--------|
| 流通市值(亿元) | 907.36 |
|----------|--------|

|         |        |
|---------|--------|
| 总股本(亿股) | 119.70 |
|---------|--------|

|          |        |
|----------|--------|
| 流通股本(亿股) | 119.70 |
|----------|--------|

近3个月换手率(%) 98.09

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《结转规模下降，销售稳健，投资质量不断提高—公司信息更新报告》  
-2025.8.26

《半年度结转业绩下滑，销售拿地保持稳健—公司信息更新报告》  
-2025.7.15

《高能级城市重点深耕，行业销售排名保持第一——公司信息更新报告》  
-2025.6.10

### ● 经营管理能力优秀的龙头央企，维持“买入”评级

保利发展发布 2025 年三季报。公司收入利润均下滑，结转毛利率承压，但销售排名稳居首位，土储结构不断优化，一线城市拿地占比超 5 成，负债结构优化，资金成本优势明显。受公司结转毛利率下降影响，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 42.6、52.4、64.1 亿元（原值 56.8、65.6、75.1 亿元），EPS 分别为 0.36、0.44、0.54 元，当前股价对应 PE 估值分别为 21.3、17.3、14.1 倍，我们看好公司低价项目结转完成后业绩持续修复，维持“买入”评级。

### ● 营收微降利润承压，合联营投资收益显著下滑

2025 前三季度公司实现营业收入 1737.2 亿元, 同比-4.95%; 实现归母净利润 19.3 亿元, 同比-75.31%; 实现经营性净现金流 69.8 亿元, 同比实现由负转正; 毛利率和净利率分别为 13.4%和 3.8%, 分别同比-2.5pct、-2.9pct。公司业绩下滑主要由于 (1) 结转规模和结转毛利率同比下降; (2) 对合联营企业投资收益由 2024 年同期 15.2 亿元降至-2.1 亿元。

● 销售稳居第一，拿地均位于核心 38 城

2025 前三季度公司实现签约金额 2017.3 亿元,同比-16.5%;实现签约面积 1010.4 万方,同比-25.1%,销售排名稳居行业第一;实现销售回笼 1941 亿元,回笼率 96%。公司前三季度新增拿地建面 290 万方,总土地款 603 亿元,同比+45%,拿地强度约 30%,拿地均位于核心 38 城,其中北上广三城拿地金额占比 51%。截至三季度末,公司待开发建面 4516 万方,同比-14.6%。

### ● 货币资金保持稳健，融资成本不断压降

截至 2025 三季度末，公司货币资金余额 1226.5 亿元，同比-3.7%；资产负债率 73.3%，较年初下降 1.1pct。公司前三季度公开市场发债 283 亿元，票融资成本持续下行，最新发 3 年期中票融资成本仅 2.00%；截至 2025 上半年末，公司综合成本降至 2.89%，资产负债率 73.5%，扣除预收款的资产负债率为 63.3%、净负债率为 59.6%。

● **风险提示：**行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

## 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 346,828 | 311,666 | 269,090 | 225,899 | 206,910 |
| YOY(%)     | 23.4    | -10.1   | -13.7   | -16.1   | -8.4    |
| 归母净利润(百万元) | 12,067  | 5,001   | 4,258   | 5,241   | 6,413   |
| YOY(%)     | -34.1   | -58.6   | -14.9   | 23.1    | 22.4    |
| 毛利率(%)     | 16.0    | 13.9    | 13.1    | 14.1    | 15.8    |
| 净利率(%)     | 3.5     | 1.6     | 1.6     | 2.3     | 3.1     |
| ROE(%)     | 5.3     | 2.8     | 2.2     | 2.6     | 3.0     |
| EPS(摊薄/元)  | 1.01    | 0.42    | 0.36    | 0.44    | 0.54    |
| P/E(倍)     | 7.5     | 18.1    | 21.3    | 17.3    | 14.1    |
| P/B(倍)     | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) |         |         |         |         |         | 利润表(百万元) |        |        |        |        |        |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 流动资产       | 1268539 | 1167068 | 1107219 | 1025413 | 1030546 | 营业收入     | 346828 | 311666 | 269090 | 225899 | 206910 |
| 现金         | 147982  | 134167  | 103944  | 102190  | 86122   | 营业成本     | 291308 | 268260 | 233926 | 194051 | 174201 |
| 应收票据及应收账款  | 3822    | 4954    | 2626    | 3735    | 2092    | 营业税金及附加  | 10259  | 5904   | 5382   | 4518   | 4138   |
| 其他应收款      | 150388  | 143141  | 110290  | 102464  | 92406   | 营业费用     | 8876   | 8893   | 7187   | 6078   | 5573   |
| 预付账款       | 21635   | 24094   | 15388   | 17757   | 12602   | 管理费用     | 5159   | 5081   | 4516   | 3662   | 3320   |
| 存货         | 869508  | 798559  | 814722  | 740794  | 780608  | 研发费用     | 86     | 56     | 58     | 45     | 43     |
| 其他流动资产     | 75203   | 62152   | 60249   | 58473   | 56716   | 财务费用     | 4391   | 4643   | 4448   | 4140   | 4139   |
| 非流动资产      | 168373  | 168040  | 167903  | 170376  | 173628  | 资产减值损失   | -5045  | -5056  | -4036  | -1807  | -1448  |
| 长期投资       | 104296  | 101288  | 99425   | 98292   | 97635   | 其他收益     | 132    | 86     | 161    | 154    | 133    |
| 固定资产       | 8362    | 5586    | 4871    | 5007    | 6363    | 公允价值变动收益 | 16     | 76     | 49     | -0     | 35     |
| 无形资产       | 373     | 346     | 297     | 238     | 180     | 投资净收益    | 2212   | 1790   | 731    | 835    | 819    |
| 其他非流动资产    | 55341   | 60820   | 63310   | 66840   | 69450   | 资产处置收益   | 232    | 82     | 111    | 134    | 140    |
| 资产总计       | 1436912 | 1335108 | 1275122 | 1195789 | 1204175 | 营业利润     | 24318  | 15141  | 10400  | 12544  | 15003  |
| 流动负债       | 813731  | 722599  | 648995  | 573406  | 592983  | 营业外收入    | 572    | 583    | 612    | 637    | 601    |
| 短期借款       | 5213    | 4827    | 4022    | 3871    | 3826    | 营业外支出    | 264    | 143    | 182    | 191    | 195    |
| 应付票据及应付账款  | 173734  | 145838  | 143609  | 94576   | 114656  | 利润总额     | 24626  | 15581  | 10830  | 12990  | 15410  |
| 其他流动负债     | 634784  | 571934  | 501365  | 474959  | 474501  | 所得税      | 6727   | 5843   | 3088   | 3796   | 4721   |
| 非流动负债      | 286154  | 269980  | 275855  | 268453  | 251757  | 净利润      | 17899  | 9738   | 7742   | 9195   | 10689  |
| 长期借款       | 280516  | 264205  | 270081  | 262679  | 245983  | 少数股东损益   | 5832   | 4737   | 3484   | 3954   | 4275   |
| 其他非流动负债    | 5637    | 5774    | 5774    | 5774    | 5774    | 归属母公司净利润 | 12067  | 5001   | 4258   | 5241   | 6413   |
| 负债合计       | 1099885 | 992578  | 924850  | 841859  | 844740  | EBITDA   | 36256  | 26707  | 16685  | 19195  | 21741  |
| 少数股东权益     | 138484  | 144933  | 148417  | 152371  | 156646  | EPS(元)   | 1.01   | 0.42   | 0.36   | 0.44   | 0.54   |
| 股本         | 11970   | 11970   | 11970   | 11970   | 11970   |          |        |        |        |        |        |
| 资本公积       | 17488   | 17872   | 17872   | 17872   | 17872   |          |        |        |        |        |        |
| 留存收益       | 163993  | 163894  | 167890  | 172105  | 176345  |          |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益  | 198543  | 197596  | 201855  | 201559  | 202788  |          |        |        |        |        |        |
| 负债和股东权益    | 1436912 | 1335108 | 1275122 | 1195789 | 1204175 |          |        |        |        |        |        |

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 经营活动现金流    | 13930  | 6257   | 18770  | 15402  | 11654  |
| 净利润        | 17899  | 9738   | 7742   | 9195   | 10689  |
| 折旧摊销       | 1758   | 1727   | 869    | 935    | 1159   |
| 财务费用       | 4391   | 4643   | 4448   | 4140   | 4139   |
| 投资损失       | -2212  | -1790  | -731   | -835   | -819   |
| 营运资金变动     | -13076 | -13699 | 6413   | 1924   | -3511  |
| 其他经营现金流    | 5170   | 5639   | 30     | 44     | -2     |
| 投资活动现金流    | 7266   | -1331  | 159    | -2438  | -3417  |
| 资本支出       | 179    | 179    | 4588   | 4541   | 5068   |
| 长期投资       | 3287   | -42    | 1863   | 1133   | 657    |
| 其他投资现金流    | 4158   | -1109  | 2885   | 970    | 994    |
| 筹资活动现金流    | -49962 | -18990 | -49153 | -14718 | -24305 |
| 短期借款       | 4016   | -386   | -806   | -151   | -45    |
| 长期借款       | -19682 | -16311 | 5876   | -7402  | -16696 |
| 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    | -34157 | -2676  | -54223 | -7165  | -7565  |
| 现金净增加额     | -28826 | -14118 | -30223 | -1754  | -16068 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 评级               | 说明                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------|
| 证券评级                                                                                                                                                                                                                                                                               | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级                                                                                                                                                                                                                                                                               | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |
| 备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |                  |                       |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn