



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 10 月 23 日

基础数据

10 月 22 日收盘价（元）	7.58
总市值（亿元）	907.36
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 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-2025.08.29

【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

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)

保利发展 2025 年三季报点评：业绩有所承压，销售规模稳居行业龙头位置

投资要点：

- 受结算毛利率下降等因素影响，前三季度归母净利润有所承压。2025 年前三季度，公司实现营业收入 1737.2 亿元，同比-5.0%；实现归母净利润 19.3 亿元，同比-75.3%，扣非归母净利润 17.4 亿元，同比-76.8%；加权平均净资产收益率 0.98%，同比下降 2.93 个百分点。归母净利润降幅大于营收的主要原因为：1）结算毛利率下降：2025 年前三季度结转毛利率为 13.4%，同比下降 2.5 个百分点；2）投资净收益转负：2025 年前三季度投资净收益为-1.47 亿元，而同期为 16.4 亿元；3）少数股东损益占比提升：2025 年前三季度少数股东损益占净利润的比例为 70.4%，同比上升 34.2 个百分点。
- 前三季度销售稳居行业龙头位置，增量存量分类施策。2025 年前三季度公司实现签约金额 2017.31 亿元，同比-16.5%；实现签约面积 1010.4 万方，同比-25.1%；前三季度签约均价 2.0 万元/平米，同比+11.5%。根据克而瑞数据统计，前三季度公司销售金额市场排名稳居行业第一，龙头地位巩固。年初公司确立了全面抢抓销售、增量存量分类施策的策略，上半年新完成“调转换退” 51 万平方米。
- 拿地聚焦核心城市，权益比例进一步提升。2025 年前三季度公司新增 35 宗地块，拿地总金额 603.5 亿元，拿地总建面 289.9 万方；地价权益比例（权益地价款/总地价款）85.9%，保持高位；拿地力度为 29.9%，同比提升 12.7 个百分点。近 12 个月拿地金额情况来看，不同能级城市金额占比方面，一二线占比为 92.3%，三四线占比仅为 7.7%。拿地金额占比较高的城市有上海（29.0%）、广州（17.7%）、北京（15.2%）、杭州（10.1%）、西安（4.1%）。
- 多种策略盘活资金，上半年回笼率同比提升。9 月 23 日，公司公告拟发行不超过人民币 150 亿的公司债券预案。上半年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%。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。
- 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 10 月 22 日收盘价计算，对应的 PE 为 17.5 倍和 16.2 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	18.1	17.5	16.2	15.1

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

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	18.1	17.5	16.2	15.1
PB	0.5	0.5	0.4	0.4

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%
	行业评级	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
		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.xyzq.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，并应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门、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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn