

公司研究 | 点评报告 | 保利发展 (600048.SH)

# 业绩短期承压，政策宽松预期下估值有望修复 ——保利发展 2025 年业绩快报点评

## 报告要点

周期压力下公司业绩难免承压，但考虑较充裕的未结资源、高盈利增量土储逐渐结转以及减值影响逐渐弱化，一旦周期筑底或意味着较大盈利弹性。销售稳居行业首位，投资拓展较为积极，重视土储质量优化。考虑周期压力下政策宽松预期提升，央企龙头估值修复可期。

## 分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



袁佳楠

SAC: S0490520070001

**保利发展 (600048.SH)**

2026-01-23

# 业绩短期承压，政策宽松预期下估值有望修复

## ——保利发展 2025 年业绩快报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

### 事件描述

公司 2025 年实现营收 3083 亿元 (-1.1%)，归母净利润 10.3 亿元 (-79.5%)，扣非归母净利润 6.3 亿元 (-85.2%)。

### 事件评论

- 盈利周期性承压，结算利润率下行与大幅减值拖累业绩表现。**公司竣工缩量对营收的压制（2025 年竣工目标较 2024 年实际-22.0%）被结算均价与并表比率提升对冲，2025 年实现营收 3083 亿元 (-1.1%)，2025Q4 营收+4.4%。周期压力在结算端持续兑现，公司结转项目毛利率同比下行（如 2025Q3 表内项目单季度综合毛利率 10.8%创近年新低）；全年大幅计提约 69 亿元减值损失也对全年归母业绩形成约 42 亿元拖累。所得税率与少数股东损益占比提升对归母业绩形成较大侵蚀，最终公司全年实现归母净利润 10.3 亿元 (-79.5%)，扣非归母净利润 6.3 亿元 (-85.2%)。后续展望方面，近年逐年下降的销售金额仍对未来结转规模形成压制，但并表比例的提升或使得营收下行斜率更为平滑。随着行业景气下行结算端毛利率或仍存一定压力，但随着增量土储陆续结转，盈利能力有望逐步探底。持续大幅减值之后，公司后续减值压力有所缓释，且公司持续推进“调转换退”改善土储质量，主动拓储优化土储结构。与行业一致，周期压力之下，公司短期业绩难免承压；但一旦周期触底反弹，央企龙头或有较大业绩弹性。
- 销售稳居行业首位，投资拓展较为积极。**行业景气下行压制销售表现，公司 2025 年实现销售金额 2530 亿元 (-21.7%)，面积 1235 万平 (-31.2%)，均价 2.05 万元/平 (+13.9%)，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，2025 年拿地金额 791 亿元 (+15.9%)，面积 457 万平 (+39.2%)，均价 1.73 万元/平 (-16.7%)；拿地面积强度 37.0% (+18.7pct)，金额强度 31.3% (+10.1pct)，拿地均价/销售均价 84.5% (-31.1pct)。公司在手土储整体仍较充裕，尽管历史原因导致其中存在部分低效存货，近年也持续推进土地置换与调规来优化土储质量，2025 年也加码优质地块的获取进一步优化土储结构，预计公司销售规模仍将长期居于行业前列。
- 重视融资提升资金实力，多元业务稳健发展。**公司 2025 年内成功发行 85 亿元 6 年期定向可转债，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认可；2026.01.15 新一批 50 亿元 6 年期定向可转债发行申请也已获上交所受理；此外公司 2025 年内也成功发行了多单低成本信用债，持续提升资金实力。多元业务稳健发展，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 2025H1 实现归母净利润 8.9 亿元 (+5.3%)。
- 政策宽松预期提升，央企龙头估值修复可期。**周期压力下公司业绩难免承压，但考虑较充裕的未结资源、高盈利增量土储逐渐结转以及减值影响逐渐弱化，一旦周期筑底或意味着较大盈利弹性。销售稳居行业首位，投资拓展较为积极，重视土储质量优化。预计 2026-2027 年归母净利润分别为 12/18 亿，对应 PE 为 65/43X，周期下行阶段市盈率参考性不强；考虑周期压力下政策宽松预期提升，央企龙头估值修复可期，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。

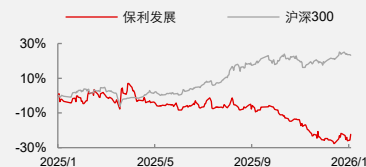
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	6.53
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)	16.12
近12月最高/最低价(元)	9.32/6.08

注：股价为 2026 年 1 月 20 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《盈利周期性承压，投资拓展更加积极——保利发展 2025 年三季报点评》2025-10-27
- 《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》2025-08-28
- 《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


 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>308261</b>	<b>280742</b>	<b>261173</b>	货币资金	134167	140876	168344	196510
营业成本	268260	269122	246793	229024	交易性金融资产	516	516	516	516
<b>毛利</b>	<b>43407</b>	<b>39139</b>	<b>33949</b>	<b>32149</b>	应收账款	4932	4223	3846	3578
%营业收入	14%	13%	12%	12%	存货	798559	801126	734657	681762
营业税金及附加	5904	5839	5318	4947	预付账款	24094	20184	18509	17177
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	204799	213674	203925	197568
销售费用	8893	8724	7889	7313	<b>流动资产合计</b>	<b>1167068</b>	<b>1180599</b>	<b>1129796</b>	<b>1097109</b>
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	101288	97978	94337	90333
管理费用	5081	4411	4017	3737	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	56	51	47	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	4164	4882	4908	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	6900	6000	6000	<b>资产总计</b>	<b>1335108</b>	<b>1346156</b>	<b>1292031</b>	<b>1255728</b>
信用减值损失	-667	0	0	0	短期贷款	4827	7976	0	0
公允价值变动收益	76	15	15	15	应付款项	145838	146306	134167	124507
投资收益	1790	308	561	261	预收账款	903	617	561	522
<b>营业利润</b>	<b>15141</b>	<b>9536</b>	<b>6520</b>	<b>5614</b>	应付职工薪酬	580	582	533	495
%营业收入	5%	3%	2%	2%	应交税费	13575	13427	12228	11376
营业外收支	440	190	200	210	其他流动负债	556875	558314	521058	491410
<b>利润总额</b>	<b>15581</b>	<b>9726</b>	<b>6720</b>	<b>5823</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>722599</b>	<b>727222</b>	<b>668548</b>	<b>628311</b>
%营业收入	5%	3%	2%	2%	长期借款	208132	209132	210132	211132
所得税费用	5843	3890	2688	2155	应付债券	56073	56073	56073	56073
净利润	9738	5835	4032	3669	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>1026</b>	<b>1210</b>	<b>1834</b>	其他非流动负债	4277	4277	4277	4277
少数股东损益	4737	4810	2822	1834	<b>负债合计</b>	<b>992578</b>	<b>998201</b>	<b>940528</b>	<b>901290</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.42</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	归属于母公司所有者权益	197596	198212	198938	200038
					少数股东权益	144933	149743	152565	154400
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>342530</b>	<b>347955</b>	<b>351503</b>	<b>354438</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>1335108</b>	<b>1346156</b>	<b>1292031</b>	<b>1255728</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6257</b>	<b>12118</b>	<b>42986</b>	<b>35938</b>					
取得投资收益收回现金	468	308	561	261	<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	0.09	0.10	0.15
其他	-7611	274	276	281	每股经营现金流	0.52	1.01	3.59	3.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1331</b>	<b>2892</b>	<b>3978</b>	<b>3963</b>	市盈率	15.63	76.20	64.62	42.61
债券融资	10808	0	0	0	市净率	0.40	0.39	0.39	0.39
股权融资	7728	0	0	0	EV/EBITDA	11.52	14.50	15.40	14.26
银行贷款增加(减少)	-27505	4149	-6976	1000	总资产收益率	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
筹资成本	-19877	-12450	-12520	-12735	净资产收益率	2.5%	0.5%	0.6%	0.9%
其他	9856	0	0	0	净利率	1.6%	0.3%	0.4%	0.7%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-18990</b>	<b>-8301</b>	<b>-19497</b>	<b>-11735</b>	资产负债率	74.3%	74.2%	72.8%	71.8%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-14063</b>	<b>6708</b>	<b>27468</b>	<b>28166</b>	总资产周转率	0.23	0.23	0.22	0.21

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。