

保利发展 (600048.SH)

减值力度加大, 整体符合预期

核心观点:

- **业绩符合预期。**公司发布业绩预告暨业绩快报, 25 年总营收 3082.61 亿元, 同比-1.1%, 归母净利润 10.26 亿元, 同比-79.5%, 扣非归母净利润 6.3 亿元, 同比-85.2%。单独四季度, 单季度归母净利润-9.03 亿元, 24Q4 同期为-28.11 亿元, 四季度同比少亏 19.08 亿元。
- **四季度净利率同比回升。**25 年公司计提资产减值及信用减值损失约 69 亿元, 对业绩影响为 42 亿元, 不考虑减值因素的归母净利润 52 亿元, 还原减值归母净利率 1.7%, 较 24 年回落 1.0pct, 如果从季度来看, 25Q4 还原减值归母净利率 2.4%, 同比提升 2.0pct。从减值计提节奏来看, 公司 22-25 年并表口径的减值规模为 12.8、50.9、57.2、69.0 亿元, 22-25 年累计 189.9 亿元, 25 年减值压力持续释放。
- **销售均价提升, 投资端积极进取。**根据公司经营公告, 销售层面, 25 年公司销售金额 2530 亿元, 同比-22%, 销售均价 2.05 万元/平, 同比+13.9%。拿地层面, 25 年公司全口径拿地金额 791 亿元, 同比+16%, 拿地权益比 88% 维持不变。拿地金额/销售金额为 31%, 同比回升 10pct, 全口径拿地货值 1537 亿元, 权益拿地货值 1355 亿元, 权益补货力度为 68%, 较 24 年提升 20pct。25 年公司共在 25 个城市获取 52 个项目, 一线城市资源占比从 24 年的 74% 降至 25 年的 48%, 二线占比从 24 年 21% 提升至 43%, 三四线占比从 24 年的 4% 提升至 10%。
- **盈利预测与投资建议。**整体来看, 25 年公司业绩符合预期, 四季度净利率同环比回升。投资端补货力度上升 2 成, 资产质量不断优化。预计 26-27 年归母净利润 33、67 亿元。合理价值方面, 按保利 25Q3 归母净资产 (扣永续债) 0.6xPB 估计, 对应合理价值 9.67 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**购房者信心不足, 景气度或持续维持低位, 公司销售表现不及预期; 房价下行存在减值压力; 促销手段影响利润率。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	346,894	311,666	308,261	233,251	194,752
增长率 (%)	23.4%	-10.2%	-1.1%	-24.3%	-16.5%
EBITDA	33,712	25,856	22,382	22,093	24,623
归母净利润	12,067	5,001	1,026	3,338	6,688
增长率 (%)	-34.2%	-58.6%	-79.5%	225.4%	100.4%
EPS (元/股)	1.01	0.42	0.09	0.28	0.56
市盈率 (P/E)	9.8	21.2	73.0	22.4	11.2
ROE (%)	6.1%	2.5%	0.5%	1.7%	3.2%
EV/EBITDA	7.6	9.3	9.4	5.7	2.2

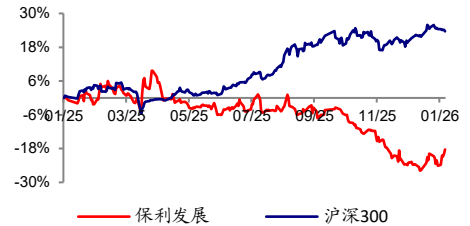
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	6.71 元
合理价值	9.67 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-26

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

保利发展 (600048.SH): 尾盘降价加速出清, 全年业绩承压	2025-10-23
保利发展 (600048.SH): 低毛利项目加速出清, 经营效率质量提升	2025-09-04
保利发展 (600048.SH): 盘活存量资源, 提升发展能力	2025-05-07

一、盈利预测和投资建议

公司发布业绩预告暨业绩快报，25年总营收3082.61亿元，同比-1.1%，归母净利润10.26亿元，同比-79.5%，扣非归母净利润6.3亿元，同比-85.2%。单独四季度，单季度归母净利润-9.03亿元，24Q4同期为-28.11亿元，四季度同比少亏19.08亿元。整体业绩符合预期。

25年公司计提资产减值及信用减值损失约69亿元，对业绩影响为42亿元，不考虑减值因素的归母净利润52亿元，还原减值归母净利率1.7%，较24年回落1.0pct，如果从季度来看，25Q4还原减值归母净利率2.4%，同比提升2.0pct。从减值计提节奏来看，公司22-25年并表口径的减值规模为12.8、50.9、57.2、69.0亿元，22-25年累计189.9亿元，25年减值压力持续释放。

盈利预测方面，有以下关键假设：

一是销售规模，25年同比下降22%，根据公司拿地强度及权益比例的变化，预计26年全口径销售金额下滑15%，27年下滑5%。

二是结算金额，假设25-27年结算比例维持78%不变。

三是其他收入，假设25年增长5%，26-27年保持不变。

四是不含减值的净利率水平，随着新货占比提升，假设26-27年较25年水平有所改善，分别回升至3.0%、5.0%的水平。

五是减值规模，已知25年减值69亿元，对净利润的影响42亿元，是计提减值最大的一年，预计26-27年减值规模分别为60、50亿元，公司优化货值结构，减值拖累减弱。

基于以上，预计25-27年归母净利润分别为10、33、67亿元。

合理价值方面，按保利25Q3归母净资产（扣永续债）0.6xPB估计，对应合理价值9.67元/股，维持公司“买入”评级。

表 1：保利发展盈利预测

主要指标	21	22	23	24	25E	26E	27E
销售金额 (亿元)	5,349	4,573	4,222	3,230	2,530	2,151	2,043
增速	6%	-15%	-8%	-23%	-22%	-15%	-5%
结算金额 (亿元)	2,608	2,566	3,225	2,874	2,828	2,078	1,693
增速	15%	-2%	26%	-11%	-2%	-27%	-19%
结算金额/n-1 年已售未结算	65%	57%	72%	70%	78%	78%	78%
预收账款规模 (亿元)	4,534	4,495	4,114	3,649	2,681	2,184	1,993
增速	14%	-1%	-8%	-11%	-27%	-19%	-9%
销售并表回款率	63%	59%	66%	74%	74%	74%	74%
其他业务收入 (亿元)	242.57	245.31	243.92	243.12	254.81	254.81	254.81
增速	44.1%	1.1%	-0.6%	-0.3%	4.8%	0.0%	0.0%
收入合计 (亿元)	2,850	2,811	3,469	3,117	3,083	2,333	1,948

	增速	17%	-1%	23%	-10%	-1%	-24%	-17%
不含减值的归母净利润(亿元)		274	191	152	85	52	70	97
不含减值的净利率水平		9.6%	6.8%	4.4%	2.7%	1.7%	3.0%	5.0%
资产及信用减值(亿元)		0.6	12.8	50.9	57.2	69.0	60.0	50.0
资产及信用减值(亿元, 税后)		0.4	7.8	31.0	34.9	42.0	36.6	30.5
归母净利润(亿元)		274	183	121	50	10	33	67
	增速	-5%	-33%	-34%	-59%	-79%	225%	100%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值表

	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB
		2026/1/25	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
招商蛇口	890	40	42	47	22.0	21.1	18.9	0.90
华发股份	115	10	5	7	12.1	23.0	16.4	0.61
滨江集团	342	25	29	32	13.4	11.8	10.7	1.15
平均								0.89

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心; 注: 盈利预测来自 Wind 一致预期

二、风险提示

第一, 本轮下行持续时间长, 若政策效果持续性不达预期, 购房者信心不足, 景气度或持续维持低位, 公司销售表现不及预期;

第二, 若房价持续下行, 公司部分储备存在减值压力;

第三, 房价下行, 促销手段影响公司结算利润率水平。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	1,268,539	1,167,068	1,156,031	1,015,603	969,172
货币资金	147,982	134,167	122,648	196,850	268,307
应收及预付	25,687	29,295	28,734	21,322	17,277
存货	869,508	798,559	798,603	590,384	475,541
其他	225,361	205,046	206,046	207,046	208,046
非流动资产总额	168,373	168,040	158,425	151,590	144,996
长期股权投资	104,296	101,288	96,223	91,412	86,842
固定资产	8,362	5,586	4,762	3,938	3,114
在建工程	590	603	603	603	603
使用权资产	4,047	3,897	2,697	1,497	297
无形资产	373	346	346	346	346
其他	50,704	56,320	53,794	53,794	53,794
资产总额	1,436,912	1,335,108	1,314,456	1,167,193	1,114,167
流动负债总额	813,731	722,599	706,031	561,736	498,183
短期借款	5,213	4,827	4,800	4,700	4,600
应付及预收	551,766	481,223	479,604	341,454	280,389
其他	256,752	236,548	221,628	215,583	213,194
非流动负债总额	286,154	269,980	259,373	249,487	249,487
长期借款	235,251	208,132	197,726	187,839	187,839
应付债券	45,265	56,073	56,073	56,073	56,073
其他	5,637	5,774	5,574	5,574	5,574
负债总额	1,099,885	992,578	965,404	811,223	747,669
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
其他	186,573	185,626	186,892	190,230	196,918
归母权益合计	198,543	197,596	198,862	202,200	208,888
少数股东权益	138,484	144,933	150,190	153,770	157,609
负债和股东权益	1,436,912	1,335,108	1,314,456	1,167,193	1,114,167

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	346,894	311,666	308,261	233,251	194,752
营业成本	291,308	268,260	268,187	198,263	159,697
营业税金及附加	10,259	5,904	5,839	4,418	3,689
销售费用	8,876	8,893	8,795	6,655	5,557
管理费用	5,159	5,081	5,026	3,803	3,175
研发费用	86	56	56	42	35
财务费用	4,391	4,643	5,086	4,697	4,180
资产信用减值损失	-5,088	-5,723	-6,900	-6,000	-5,000
公允价值变动收益	16	76	0	10	20
投资收益	2,212	1,790	1,160	1,160	1,160
营业利润	24,318	15,141	9,532	10,542	14,599
营业外收支	308	440	440	440	440
利润总额	24,626	15,581	9,972	10,982	15,039
所得税费用	6,727	5,843	3,690	4,063	4,512
合并净利润	17,899	9,738	6,282	6,919	10,528
少数股东损益	5,832	4,737	5,256	3,580	3,839
归母净利润	12,067	5,001	1,026	3,338	6,688
EPS (元/股)	1.01	0.42	0.09	0.28	0.56

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	13,930	6,257	9,640	88,292	72,311
合并净利润	17,899	9,738	6,282	6,919	10,528
折旧摊销	2,375	2,297	2,024	2,024	2,024
营运资金变动	-13,076	-13,699	-11,951	67,826	49,435
其他	0	0	-2,949	-2,654	-2,389
投资活动现金流净额	7,266	-1,331	9,887	5,981	5,751
资本性开支	-161	-172	0	0	0
投资	6,146	932	7,058	4,811	4,571
其他	1,281	-2,091	2,829	1,170	1,180
融资活动现金流净额	-49,962	-18,990	-29,378	-20,071	-6,605
股本融资	11,049	7,728	0	0	0
债权融资	-31,072	-4,355	-22,605	-13,377	-100
股利分配与偿付利息	-24,129	-19,877	-7,012	-6,694	-6,505
其他	-5,810	-2,486	240	0	0
现金净增加额	-28,826	-14,118	-9,850	74,203	71,457
期初现金余额	175,442	146,616	132,498	122,648	196,850
期末现金余额	146,616	132,498	122,648	196,850	268,307

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	23.4%	-10.2%	-1.1%	-24.3%	-16.5%
营业利润增长率	-29.9%	-37.7%	-37.0%	10.6%	38.5%
归母净利润增长率	-34.2%	-58.6%	-79.5%	225.4%	100.4%
获利能力					
毛利率	16.0%	13.9%	13.0%	15.0%	18.0%
净利率	5.2%	3.1%	2.0%	3.0%	5.4%
ROE	6.1%	2.5%	0.5%	1.7%	3.2%
偿债能力					
资产负债率	76.5%	74.3%	73.4%	69.5%	67.1%
有息负债率	19.9%	20.2%	19.7%	21.3%	22.3%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.8	1.9
利息保障倍数	4.8	4.1	2.9	3.0	3.5
营运能力					
应收账款周转率	88.2	71.2	71.2	71.2	71.2
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应付账款周转率	1.7	1.8	1.8	2.1	2.1
每股指标					
每股收益	1.01	0.42	0.09	0.28	0.56
每股净资产	16.59	16.51	16.61	16.89	17.45
每股经营现金流	1.16	0.52	0.81	7.38	6.04
估值比率					
PE	9.8	21.2	73.0	22.4	11.2
PB	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.6	9.3	9.4	5.7	2.2

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6年房地产研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：资深分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。