

保利发展 (600048.SH)

销售行业领先，存货质量改善

优于大市

核心观点

归母净利润下降 79%。2025 年公司实现营业收入 3081 亿元，同比下降 1.1%；实现归母净利润 10.3 亿元，同比下降 79.3%。业绩下滑主要原因：1) 毛利率下降 1.18pct 至 12.75%；2) 计提资产和信用减值共约 70 亿元，同比增加约 15 亿元；3) 投资收益由盈转亏，同比减少约 13 亿元。

销售保持领先，聚焦高能级城市。2025 年公司实现签约金额 2530 亿元，同比下降 21.7%；签约面积 1235 万平方米，同比下降 31.3%；销售金额连续三年位居行业第一，销售权益比 79%，同比提升 3pct。公司持续坚持城市深耕策略，在核心城市的销售贡献达 92%，核心城市市占率提升至 7.9%，同比提升 0.8pct。公司全年实现销售回笼资金 2589 亿元，回笼率达 102%，连续 3 年超 100%。2025 年公司拓展项目总地价 791 亿元，总计容面积 457 万平方米，同比分别增长 16%和 39%；拓展金额权益比维持在 87%的较高水平。新增拓展资源中，一二线城市总地价占比超过 90%，北京、上海、广州三地占比约 48%。截至 2025 年末，公司待售面积 5654 万平方米，其中增量项目 925 万平方米，存量项目 4729 万平方米，同比减少约 10%。

财务结构稳健，融资成本持续下降。截至 2025 年末，公司货币资金余额 1229 亿元，占总资产比例超 10%；已售待回笼资金 498 亿元，资金较为充裕。公司资产负债率 72.3%，同比下降 2.1pct；有息负债规模同比减少 77 亿元至 3412 亿元，其中一年内到期有息负债占比 20.7%，较年初下降 3.6 个百分点。期末综合融资成本进一步降至 2.72%，较年初下降 38BP，年内新增有息负债平均成本为 2.59%。

投资建议：根据公司的结转节奏，预计公司 26、27 年营业收入分别为 2810/2616 亿元（原值 2723/2758 亿元），根据公司现有的结转毛利率水平和减值幅度，我们适当下调公司未来的盈利预测，预计公司 26、27 年归母净利润分别为 16/25 亿元（原值 53/54 亿元），对应 EPS 分别为 0.13/0.21 元，对应最新股价 PE 分别为 46.7/29.0X，维持“优于大市”评级。（具体盈利预测见正文）

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311,666	308,144	281,028	261,637	250,648
(+/-%)	-10.2%	-1.1%	-8.8%	-6.9%	-4.2%
净利润(百万元)	5001	1035	1555	2505	2910
(+/-%)	-58.6%	-79.3%	50.3%	61.0%	16.2%
每股收益(元)	0.42	0.09	0.13	0.21	0.24
EBIT Margin	7.5%	6.6%	6.4%	6.5%	6.4%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	0.5%	0.8%	1.4%	1.8%
市盈率 (PE)	14.5	70.2	46.7	29.0	25.0
EV/EBITDA	42.5	41.8	51.0	52.1	53.5
市净率 (PB)	0.37	0.38	0.39	0.41	0.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

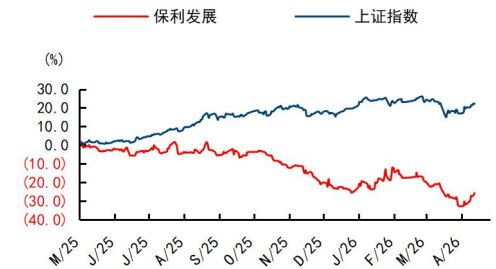
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.07 元
总市值/流通市值	72661/72661 百万元
52 周最高价/最低价	9.15/5.47 元
近 3 个月日均成交额	1109.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《保利发展 (600048.SH) - 业绩下滑，积极推进存量去化》 — 2025-08-27
- 《保利发展 (600048.SH) - 毛利率下行和资产减值拖累短期业绩》 — 2025-05-12
- 《保利发展 (600048.SH) - 销售保持领先，负债结构稳定》 — 2024-08-21
- 《保利发展 (600048.SH) - 业绩短期承压，土储持续优化》 — 2024-04-25

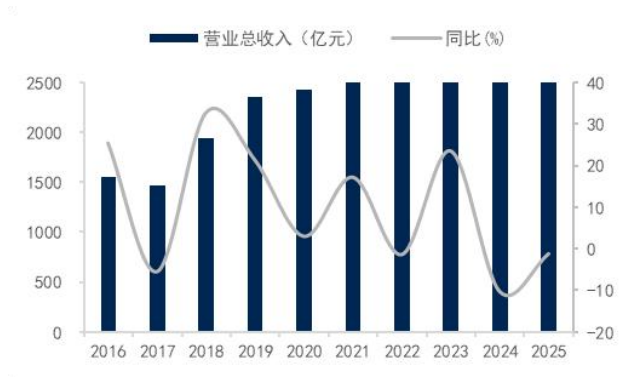
归母净利润下降 79%。2025 年公司实现营业收入 3081 亿元，同比下降 1.1%；实现归母净利润 10.3 亿元，同比下降 79.3%。业绩下滑主要原因：1) 毛利率下降 1.18pct 至 12.75%；2) 计提资产和信用减值共约 70 亿元，同比增加约 15 亿元；3) 投资收益由盈转亏，同比减少约 13 亿元。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售保持领先，聚焦高能级城市。2025 年公司实现签约金额 2530 亿元，同比下降 21.7%；签约面积 1235 万平方米，同比下降 31.3%；销售金额连续三年位居行业第一，销售权益比 79%，同比提升 3pct。公司持续坚持城市深耕策略，在核心城市的销售贡献达 92%，核心城市市占率提升至 7.9%，同比提升 0.8pct。公司全年实现销售回笼资金 2589 亿元，回笼率达 102%，连续 3 年超 100%。2025 年公司拓展项目总地价 791 亿元，总计容面积 457 万平方米，同比分别增长 16%和 39%；拓展金额权益比维持在 87%的较高水平。新增拓展资源中，一二线城市总地价占比超过 90%，北京、上海、广州三地占比约 48%。截至 2025 年末，公司待售面积 5654 万平方米，其中增量项目 925 万平方米，存量项目 4729 万平方米，同比减少约 10%。

图3：公司销售面积及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司销售金额及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务结构稳健，融资成本持续下降。截至 2025 年末，公司货币资金余额 1229 亿元，占总资产比例超 10%；已售待回笼资金 498 亿元，资金较为充裕。公司资产负债率 72.3%，同比下降 2.1pct；有息负债规模同比减少 77 亿元至 3412 亿元，其中一年内到期有息负债占比 20.7%，较年初下降 3.6 个百分点。期末综合融资成本进一步降至 2.72%，较年初下降 38BP，年内新增有息负债平均成本为 2.59%。

投资建议：根据公司的结转节奏，预计公司 26、27 年营业收入分别为 2810/2616 亿

元（原值 2723/2758 亿元），根据公司现有的结转毛利率水平和减值幅度，我们适当下调公司未来的盈利预测，预计公司 26、27 年归母净利润分别为 16/25 亿元（原值 53/54 亿元），对应 EPS 分别为 0.13/0.21 元，对应最新股价 PE 分别为 46.7/29.0X，维持“优于大市”评级。

风险提示：房价下跌幅度超预期，公司毛利率不及预期，政策放松实际效果不及预期，销售复苏进度不及预期，公司财务风险超预期。

盈利预测：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、2022 至 2025 年，公司的销售金额分别为 4573/4222/3230/2530 亿元，同比 -14%/-8%/-24%/-22%。在公司未来两年销售增速保持行业平均水平的情况下，综合考虑公司合同负债余额和结算进度，预计公司 2026、2027 年总营业收入分别为 2810/2616 亿元，同比 -9%/-7%。

2、预计公司未来两年营业成本/营业收入分别为 87%，与 2025 年基本持平，考虑到公司低毛利项目陆续结算完毕，预计公司毛利率将保持稳定。

3、预计公司未来两年管理费用/营业收入 1.5%，与 2025 年基本持平。

4、预计公司未来两年销售费用/营业收入为 2.8%，与 2025 年基本持平。

5、公司 2025 年计提减值约 70 亿元，同比减少约 15 亿元；投资收益由盈转亏同比减少约 13 亿元；由于投资收益和减值计提与行业基本面相关度较高，无法精确预测，基于保守审慎的原则，我们假设公司未来投资收益和减值计提与行业平均水平基本相似（减值金额/存货）。

表1：公司营收假设

	2024	2025	2026E	2027E
营业收入（百万元）	311666	308144	281028	261637
YOY	-10.2%	-1.1%	-8.8%	-6.9%
营业成本/营业收入	86.07%	87.25%	87.40%	87.40%
管理费用/营业收入	1.61%	1.45%	1.50%	1.50%
销售费用/营业收入	2.85%	2.83%	2.80%	2.80%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测及敏感性分析：按上述假设条件，2026、2027 年总营业收入分别为 2810/2616 亿元，归母净利润分别为 16/25 亿元，同比+50%/+61%，每股收益分别为 0.13/0.21 元。

表2：未来两年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E
营业收入	311666	308144	281028	261637
营业成本	268260	268857	245618	228670
销售费用	8893	8735	7869	7326
管理费用	5081	4507	4228	3937
营业利润	15581	9737	7054	11359
归母净利润	5001	1035	1555	2505
每股收益	0.42	0.09	0.13	0.21
ROE	3%	1%	1%	1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析：公司以房地产开发为主业，未来的销售增速、结算节奏、成本费率将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1) 在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期，且无减值计提；2) 在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期，且有大量减值计提；3) 在中性预测条件下，公司 2026、2027 年 EPS 分别为 0.13/0.21 元。

表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311,666	308,144	314,615	322,481	331,833
(+/-%)	-10.2%	-1.1%	2.1%	2.5%	2.9%
净利润(百万元)	5001	1035	2881	3972	4412
(+/-%)	-58.6%	-79.3%	178.4%	37.9%	11.1%
每股收益(元)	0.42	0.09	0.24	0.33	0.37
中性预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311,666	308,144	281,028	261,637	311,666
(+/-%)	-10.2%	-1.1%	-8.8%	-6.9%	-10.2%
净利润(百万元)	5001	1035	1555	2505	5001
(+/-%)	-58.6%	-79.3%	50.3%	61.0%	-58.6%
每股收益(元)	0.42	0.09	0.13	0.21	0.42
悲观预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311,666	308,144	261,614	225,250	198,445
(+/-%)	-10.2%	-1.1%	-15.1%	-13.9%	-11.9%
净利润(百万元)	5001	1035	414	1361	1747
(+/-%)	-58.6%	-79.3%	-60.0%	228.5%	28.4%
每股收益(元)	0.42	0.09	0.03	0.11	0.15

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	134167	122906	164887	180640	194740	营业收入	311666	308144	281028	261637	250648
应收款项	148067	137946	128081	120223	113872	营业成本	268260	268857	245618	228670	219066
存货净额	798559	668175	687788	629206	586561	营业税金及附加	5904	5740	5058	4709	4512
其他流动资产	85759	78158	75578	69572	65877	销售费用	8893	8735	7869	7326	7018
流动资产合计	1167068	1007633	1056781	1000089	961499	管理费用	5081	4507	4228	3937	3773
固定资产	6189	8158	4065	2289	1397	研发费用	56	37	281	113	130
无形资产及其他	346	323	311	299	287	财务费用	4643	3912	5211	3611	2791
投资性房地产	60217	77206	77206	77206	77206	投资收益	1790	(31)	0	0	0
长期股权投资	101288	94973	91214	86853	82041	资产减值及公允价值变动	(5132)	(6547)	(5921)	(2084)	(482)
资产总计	1335108	1188292	1229576	1166735	1122430	其他收入	(10668)	(13331)	(281)	(113)	(130)
短期借款及交易性金融负债	84611	70621	77683	85451	93996	营业利润	15141	9578	6841	11185	12876
应付款项	145838	126954	131247	118056	111139	营业外净收支	440	159	213	174	321
其他流动负债	492150	386224	424420	380368	352367	利润总额	15581	9737	7054	11359	13197
流动负债合计	722599	583799	633349	583874	557502	所得税费用	5843	4715	2610	4203	4883
长期借款及应付债券	264205	270535	280535	295535	310535	少数股东损益	4737	3987	2889	4651	5404
其他长期负债	5774	4322	3832	4090	4415	归属于母公司净利润	5001	1035	1555	2505	2910
长期负债合计	269980	274858	284367	299625	314950	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	992578	858657	917716	883499	872452	净利润	5001	1035	1555	2505	2910
少数股东权益	144933	137747	126192	107587	85970	资产减值准备	11	1428	(3013)	(1489)	(795)
股东权益	197596	191889	185667	175649	164009	折旧摊销	1597	1994	1444	1483	1502
负债和股东权益总计	1335108	1188292	1229576	1166735	1122430	公允价值变动损失	(5132)	(6547)	5921	2084	482
						财务费用	4643	3912	5211	3611	2791
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(19560)	6285	31817	13970	17303
每股收益	0.42	0.09	0.13	0.21	0.24	其它	(14100)	(53401)	(8541)	(17116)	(20822)
每股红利	1.66	1.21	0.65	1.05	1.22	经营活动现金流	(32184)	(49206)	29183	1436	580
每股净资产	16.51	16.03	15.51	14.67	13.70	资本开支	(3928)	(11896)	(247)	(289)	(286)
ROIC	2.01%	1.45%	1%	2%	2%	其它投资现金流	(106)	67	0	0	0
ROE	2.53%	0.54%	1%	1%	2%	投资活动现金流	(1025)	(5514)	3512	4072	4526
毛利率	14%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	(55)	1359	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	6%	6%	6%	负债净变化	(27119)	(763)	10000	15000	15000
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(19877)	(14521)	(7777)	(12523)	(14550)
收入增长	-10%	-1%	-9%	-7%	-4%	其它融资现金流	113440	72669	7062	7768	8545
净利润增长率	-59%	-79%	50%	61%	16%	融资活动现金流	19394	43459	9285	10245	8995
资产负债率	85%	84%	85%	85%	85%	现金净变动	(13815)	(11261)	41980	15753	14101
股息率	27.4%	20.0%	10.7%	17.2%	20.0%	货币资金的期初余额	147982	134167	122906	164887	180640
P/E	14.5	70.2	46.7	29.0	25.0	货币资金的期末余额	134167	122906	164887	180640	194740
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	企业自由现金流	(7222)	6836	44337	25799	28693
EV/EBITDA	42.5	41.8	51.0	52.1	53.5	权益自由现金流	79100	78741	58117	46292	50480

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032