

保利发展 (600048)

2025 年年报点评: 投销稳健聚焦核心, 融资回款优势延续

买入 (维持)

2026 年 04 月 20 日

证券分析师 姜好幸

执业证书: S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

证券分析师 刘汪

执业证书: S0600526030001

liuwang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	311,666	308,144	263,207	246,496	235,579
同比 (%)	(10.16)	(1.13)	(14.58)	(6.35)	(4.43)
归母净利润 (百万元)	5,001	1,035	1,839	2,389	2,818
同比 (%)	(58.56)	(79.31)	77.75	29.92	17.94
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.09	0.15	0.20	0.24
P/E (现价&最新摊薄)	14.53	70.22	39.51	30.41	25.78

投资要点

- **事件:** 4月17日公司发布2025年年报, 2025年公司实现营业收入3081.44亿元, 同比减少1.13%; 实现归母净利润10.35亿元, 同比减少79.31%。
- **结转承压叠加减值计提, 利润阶段性承压:** 公司2025年归母净利润大幅下滑, 主要受四方面因素影响: 1) 受结转规模下降、结转单方成本上升影响, 毛利率为12.7%, 同比-1.0pct; 2) 投资收益为-0.31亿元, 同比减少18.21亿元, 其中联营合营企业的投资收益为-1.44亿元, 同比减少13.62亿元; 3) 公司计提资产减值64.81亿元, 同比多计提14.28亿元; 4) 受结转项目结构影响, 少数股东损益占净利润比例同比提升30.8pct至79.4%。
- **销售稳居行业第一, 投资深耕核心城市:** 2025年公司实现销售签约金额2530亿元, 同比-21.7%, 销售金额连续三年稳居行业第一; 销售均价约20486元/平方米, 同比+13.9%。公司坚定聚焦高能级核心城市, 核心城市销售贡献占比达92%, 核心城市市占率提升至7.9%, 同比+0.8pct。投资端, 公司2025年拓展总地价791亿元, 同比+15.8%, 其中一二线城市拓展总地价占比超90%, 核心城市占比99%。截至2025年末, 公司待售面积5654万平方米, 其中存量项目4729万平方米, 同比-10.4%, 库存结构持续优化。
- **融资优势持续巩固, 回款表现优异:** 截至2025年末, 公司资产负债率同比下降2.08pct至72.26%, 连续五年下行; 有息负债3412亿元, 同比减少77亿元; 货币资金1229亿元, 并表口径已售待回笼资金498亿元。公司融资成本持续降低, 2025年有息负债综合成本2.72%, 同比下降38bp。2025年公司经营活动现金流净额151.9亿元, 同比+142.7%, 连续八年为正; 回笼资金2589亿元, 销售回笼率102%, 连续三年维持100%以上。
- **盈利预测与投资评级:** 在政策持续发力、行业格局持续优化的背景下, 公司依托央企龙头信用优势, 投销持续领跑行业, 盈利有望持续修复。我们预计公司2026/2027/2028年归母净利润分别为18.39/23.89/28.18亿元, 对应PE分别为39.5/30.4/25.8倍。考虑到公司销售规模韧性仍强、核心城市土储充沛、融资成本维持行业低位, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场修复不及预期; 政策效果不及预期; 行业流动性风险加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.94
一年最低/最高价	5.47/9.15
市净率(倍)	0.37
流通A股市值(百万元)	71,104.43
总市值(百万元)	71,104.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.03
资产负债率(% ,LF)	72.26
总股本(百万股)	11,970.44
流通A股(百万股)	11,970.44

相关研究

《保利发展(600048): 2024 年报点评: 行业龙头地位稳固, 积极布局核心城市》

2025-04-29

《保利发展(600048): 2024 年业绩快报点评: 计提减值业绩承压, 积极调整投资布局》

2025-01-19

保利发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,007,633	895,231	845,473	807,344	营业总收入	308,144	263,207	246,496	235,579
货币资金及交易性金融资产	123,251	120,802	124,399	129,025	营业成本(含金融类)	268,857	231,833	216,005	205,236
经营性应收款项	23,597	21,521	19,973	18,949	税金及附加	5,740	5,527	5,176	5,065
存货	668,175	574,582	531,012	494,889	销售费用	8,735	8,686	8,381	8,127
合同资产	196	158	148	141	管理费用	4,507	4,343	4,190	4,123
其他流动资产	192,414	178,168	169,941	164,339	研发费用	37	53	49	47
非流动资产	180,659	178,113	176,490	175,796	财务费用	3,912	3,866	3,785	3,651
长期股权投资	94,973	91,973	89,473	87,973	加:其他收益	105	100	100	100
固定资产及使用权资产	10,697	9,951	9,146	8,286	投资净收益	(31)	600	800	800
在建工程	606	616	626	636	公允价值变动	63	0	0	0
无形资产	323	327	330	330	减值损失	(7,069)	(5,500)	(4,400)	(3,800)
商誉	67	67	67	67	资产处置收益	154	80	80	80
长期待摊费用	298	318	338	358	营业利润	9,578	4,179	5,489	6,510
其他非流动资产	73,697	74,862	76,512	78,147	营业外净收支	159	200	200	200
资产总计	1,188,292	1,073,344	1,021,963	983,140	利润总额	9,737	4,379	5,689	6,710
流动负债	583,799	474,929	430,040	395,248	减:所得税	4,715	1,752	2,276	2,684
短期借款及一年内到期的非流动负债	70,621	68,721	68,821	68,921	净利润	5,022	2,627	3,414	4,026
经营性应付款项	127,823	107,046	96,742	89,072	减:少数股东损益	3,987	788	1,024	1,208
合同负债	246,332	184,245	160,223	141,347	归属母公司净利润	1,035	1,839	2,389	2,818
其他流动负债	139,023	114,917	104,255	95,908	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.09	0.15	0.20	0.24
非流动负债	274,858	267,888	258,938	252,008	EBIT	14,347	8,246	9,475	10,360
长期借款	207,369	195,369	183,369	173,369	EBITDA	17,396	10,027	11,337	12,310
应付债券	63,166	68,166	71,166	74,166	毛利率(%)	12.75	11.92	12.37	12.88
租赁负债	2,909	2,939	2,989	3,059	归母净利率(%)	0.34	0.70	0.97	1.20
其他非流动负债	1,414	1,414	1,414	1,414	收入增长率(%)	(1.13)	(14.58)	(6.35)	(4.43)
负债合计	858,657	742,816	688,978	647,256	归母净利润增长率(%)	(79.31)	77.75	29.92	17.94
归属母公司股东权益	191,889	191,992	193,426	195,117					
少数股东权益	137,747	138,535	139,559	140,767					
所有者权益合计	329,636	330,528	332,985	335,884					
负债和股东权益	1,188,292	1,073,344	1,021,963	983,140					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	15,189	10,361	15,811	15,901	每股净资产(元)	16.03	16.12	16.24	16.38
投资活动现金流	(1,997)	2,635	2,310	1,275	最新发行在外股份(百万股)	11,970	11,970	11,970	11,970
筹资活动现金流	(25,983)	(15,455)	(14,555)	(12,600)	ROIC(%)	1.08	0.74	0.86	0.95
现金净增加额	(12,800)	(2,459)	3,567	4,576	ROE-摊薄(%)	0.54	0.96	1.24	1.44
折旧和摊销	3,050	1,781	1,862	1,949	资产负债率(%)	72.26	69.21	67.42	65.84
资本开支	(482)	(670)	(690)	(720)	P/E (现价&最新股本摊薄)	70.22	39.51	30.41	25.78
营运资本变动	(1,876)	(2,517)	3,966	4,063	P/B (现价)	0.38	0.38	0.37	0.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>