



## 减值影响利润，拿地聚焦核心

—— 2025 年报点评

2026 年 04 月 18 日

### 核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年报。2025 年公司实现营业收入 3081.44 亿元，同比下降 1.13%；归母净利润 10.35 亿元，同比下降 79.31%；每股收益 0.09 元/股，同比下降 79.29%。每 10 股派发现金 0.35 元。
- 利润端下滑较多。**2025 年公司实现营收 3081.44 亿元，同比下降 1.13%，营收下降主要由于房地产项目结转规模下降。公司 2025 年实现归母净利润 10.35 亿元，同比下降 79.31%。归母净利润降幅远大于营收，主要受 4 方面因素影响。**1) 2025 年毛利率略有下滑。**公司 2025 年整体毛利率为 12.75%，较 2024 年下降 1.18pct，其中房地产销售业务 2025 年毛利率 12.86%，较 2024 年降低 0.99pct。**2) 2025 年投资收益为负。**公司 2025 年公司投资亏损 0.3 亿元，2024 年为收益 17.90 亿元。其中 2025 年公司权益法核算的长期股权投资收益为负。**3) 进一步计提减值损失。**2025 年公司计提房地产项目减值准备 69.58 亿元，其中存货跌价准备 54.42 亿元、长期股权投资减值准备 10.15 亿元、其他应收款减值准备 5.01 亿元。计提减值准备减少公司 2025 年归母净利润 44.47 亿元。**4) 少数股东损益占比高。**2025 年公司净利润中，少数股东损益占比 79.40%，较 2024 年 48.64% 提高 30.76pct，进而导致公司归母净利润占比下降，归母净利润下滑较多。从费用管控看，2025 年公司销售费用率、管理费用率分别为 2.83%、1.46%，分别较 2024 年下降 0.02pct、0.17pct，公司持续降低费用，积极提高管理效率。
- 销售量减价升。**2025 年，公司实现销售面积 1235 万方，同比下降 31.26%；销售金额 2530 亿元，同比下降 21.68%；对应销售均价 20486 元/平米，同比提高 13.94%。销售整体量减价升，销售金额连续 3 年行业第一，龙头地位稳固。公司坚持城市深耕，2025 年核心城市销售贡献 92%，连续 3 年保持 90% 左右的高位水平，核心城市市占率 7.9%，较 2024 年提高 0.8pct，10 个城市市占率超过 10%。全年回笼资金 2589 亿元，销售回笼率 102%，连续 3 年超 100%。
- 投资拿地聚焦核心。**2025 年公司全年拓地计容建面 457 万方，总地价 791 亿元，权益比例 87%，对应楼面价 17309 元/平米。按照全口径计算，公司投资力度 0.31，投资依然保持较谨慎的投资策略。从拿地质量看，公司 2025 年新增地块的地货比为 0.84，拿地质量高；公司一二线城市拓展总地价占比超过 90%，核心城市拓展占比 99%，其中北京、上海、广州三地占比约 48%。公司 2025 年新开工面积 703 万方，竣工面积 2450 万方。截至 2025 年末，公司待售面积 5654 万方，其中增量项目 925 万方、存量项目 4729 万方。
- 不动产经营和综合服务齐头并进。****1) 不动产经营：**2025 年公司实现资产经营收入 51.4 亿元，同比增长 28%；在营商业经营资产项目累计开业 620 万方，同比增长 16%，包括租赁住房、购物中心、酒店、写字楼等业态。公司在管的租赁住房规模超过 7.1 万件，在营规模超过 3.5 万件，同比增长 59%。2025 年公司稳定期的购物中心、写字楼、酒店出租率同比均提升 1pct。在不动产 REITs 方面，公司有序推动以保利中心、佛山保利水城时光汇项目为标的的商业不动产 REITs 申报发行工作，打通“投-融-管-退”闭环，进一步拓宽公司融资渠道。**2) 不动产综合服务：**2025 年保利物业实现全年物业总收入

保利发展（股票代码：600048）

推荐 维持评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130523070001

市场数据

2026 年 04 月 17 日

股票代码	600048
A 股收盘价(元)	6.07
上证指数	4,051.43
总股本(万股)	1,197,044
实际流通 A 股(万股)	1,197,044
流通 A 股市值(亿元)	727

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 17 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河地产】公司点评\_收入利润下滑，投资深耕核心\_保利发展 2025 年三季报点评
- 【银河地产】公司点评\_销售价升提质，优化债务结构\_保利发展 2025 半年报点评
- 【银河地产】公司点评\_优化土储结构，持续压降负债\_保利发展 2024 年报及一季报点评

171.3 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润 5.5 亿元，同比增长 5.1%。公司 2025 年第三方新签合同金额 29.3 亿元，来自第三方项目的物业管理收入 58.6 亿元，占物管收入比重提升至 44.6%，市场化发展成效显著。商业酒店服务上，2025 年外拓 7 个轻资产项目，并自主研发酒店数智管理决策系统，签约 21 家外部酒店。会展营运上，保利世贸博览馆 2025 年办展 82 场，182 场会议的场地及服务保障，出租率稳居同类型场馆行业前 3。

- **压降负债多元融资。杠杆下降：**2025 年公司资产负债率 72.26%，较 2024 年末下降 2.08pct，连续 5 年下降。**负债规模压降：**截至 2025 年末，公司有息负债规模 3412 亿元，同比减少 77 亿元。**负债结构健康：**截至 2025 年末，公司一年内到期有息负债金额 706 亿元，占有息负债金额的 20.7%，该比例较 2024 年末下降 3.6pct。**融资渠道多元：**2025 年发行国内首单现金类定向可转债，发行规模 85 亿元，并在 2025 年完成发行 110 亿元中票和 45 亿元公司债。**融资成本下降：**2025 年新增有息负债平均成本 2.59%，较 2024 年末降低 33bp，截至 2025 年末公司综合融资成本下降 38bp 至 2.72%。经营活动净现金连续 8 年为正，截至 2025 年末公司货币资金余额 1229 亿元，并表口径已售待回笼资金 498 亿元，占总资产比例超过 10%，为公司提供充裕的流动性储备。
- **投资建议：**公司收入下滑，受到开发行业整体影响、投资收益亏损、计提减值损失、少数股东损益占利润比例提高的影响，归母净利润下降。公司开发业务销售量减价升，维持龙头地位，投资聚焦核心城市，不动产经营和服务齐头并进，财务端降杠杆、压负债，多元化融资。基于此，我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为 17.25 亿元、19.13 亿元、21.14 亿元，按照目前股本计算对应 EPS 为 0.14 元/股、0.16 元/股、0.18 元/股，对应 PE 为 42.13X、37.99X、34.36X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险、房地产销售不及预期的风险、房价大幅度下跌的风险、资金回流不及预期的风险、债务偿还不及预期的风险、不动产经营和服务业务不及预期的风险。

#### 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	308,144	266,884	253,860	263,176
收入增长率%	-1.13	-13.39	-4.88	3.67
归母净利润(百万元)	1,035	1,725	1,913	2,114
利润增长率%	-79.31	66.68	10.91	10.54
分红率%	40.14	40.26	40.24	40.21
毛利率%	12.75	12.68	12.68	12.75
摊薄 EPS(元)	0.09	0.14	0.16	0.18
PE	70.22	42.13	37.99	34.36
PB	0.38	0.37	0.37	0.37
PS	0.24	0.27	0.29	0.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,007,633	978,616	959,552	953,314
现金	122,906	121,519	124,200	121,606
应收账款	7,622	7,413	6,911	6,799
其它应收款	130,377	126,028	117,058	109,657
预付账款	15,972	15,381	14,852	14,465
存货	668,175	645,401	633,430	637,501
其他	62,581	62,873	63,101	63,285
非流动资产	180,659	180,945	180,846	180,413
长期投资	95,572	94,773	93,878	92,853
固定资产	7,553	7,816	8,011	8,182
无形资产	323	351	369	383
其他	77,212	78,005	78,588	78,995
资产总计	1,188,292	1,159,561	1,140,398	1,133,728
流动负债	583,799	551,247	528,348	517,280
短期借款	4,723	4,591	4,502	4,426
应付账款	126,954	113,286	104,679	100,773
其他	452,122	433,370	419,167	412,082
非流动负债	274,858	274,338	273,900	273,843
长期借款	207,369	206,780	206,391	206,214
其他	67,489	67,558	67,509	67,629
负债总计	858,657	825,585	802,248	791,123
少数股东权益	137,747	140,129	142,770	145,690
归属母公司股东权益	191,889	193,847	195,380	196,914
负债和股东权益	1,188,292	1,159,561	1,140,398	1,133,728

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	15,189	8,871	12,442	6,488
净利润	5,022	4,106	4,554	5,034
折旧摊销	3,050	858	596	584
财务费用	4,614	8,289	8,272	8,263
投资损失	31	13	-3	-21
营运资金变动	-1,876	-7,752	-8,996	-10,522
其他	4,349	3,357	8,017	3,150
投资活动现金流	-1,997	-902	-267	83
资本支出	-482	-131	-102	-110
长期投资	-2,723	-766	-179	161
其他	1,208	-5	14	32
筹资活动现金流	-25,983	-9,356	-9,493	-9,165
短期借款	-105	-132	-89	-76
长期借款	-763	-589	-389	-177
其他	-25,115	-8,635	-9,015	-8,912
现金净增加额	-12,800	-1,387	2,681	-2,594

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	308,144	266,884	253,860	263,176
营业成本	268,857	233,045	221,673	229,609
税金及附加	5,740	8,487	7,946	8,158
销售费用	8,735	7,553	7,159	7,422
管理费用	4,507	3,870	3,681	3,816
研发费用	37	27	25	26
财务费用	3,912	4,030	3,442	3,889
资产减值损失	-6,484	-1,704	-1,004	-402
公允价值变动收益	63	8	11	11
投资收益及其他	-357	-77	66	116
营业利润	9,578	8,099	9,008	9,982
营业外收入	416	391	395	399
营业外支出	257	278	295	312
利润总额	9,737	8,213	9,109	10,069
所得税	4,715	4,106	4,554	5,034
净利润	5,022	4,106	4,554	5,034
少数股东损益	3,987	2,382	2,642	2,920
归属母公司净利润	1,035	1,725	1,913	2,114
EBITDA	16,699	13,101	13,147	14,541
EPS (元)	0.09	0.14	0.16	0.18

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-1.1%	-13.4%	-4.9%	3.7%
营业利润增长率	-36.7%	-15.4%	11.2%	10.8%
归母净利润增长率	-79.3%	66.7%	10.9%	10.5%
毛利率	12.7%	12.7%	12.7%	12.8%
净利率	1.6%	1.5%	1.8%	1.9%
ROE	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%
ROIC	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%
资产负债率	72.3%	71.2%	70.3%	69.8%
净资产负债率	260.5%	247.2%	237.2%	230.9%
流动比率	1.73	1.78	1.82	1.84
速动比率	0.45	0.46	0.47	0.46
总资产周转率	0.24	0.23	0.22	0.23
应收账款周转率	49.09	35.50	35.45	38.39
应付账款周转率	1.97	1.94	2.03	2.24
每股收益(元)	0.09	0.14	0.16	0.18
每股经营现金流(元)	1.27	0.74	1.04	0.54
每股净资产(元)	16.03	16.19	16.32	16.45
P/E	70.22	42.13	37.99	34.36
P/B	0.38	0.37	0.37	0.37
EV/EBITDA	17.60	22.48	22.16	20.20
PS	0.24	0.27	0.29	0.28

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，6年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn