



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月20日

基础数据

04月17日收盘价(元)	6.07
总市值(亿元)	726.61
总股本(亿股)	119.70

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证地产】保利发展 2025 年三季度报点评: 业绩有所承压, 销售规模稳居行业龙头位置-2025.10.23

【兴证地产】保利发展 2025 年半年度报告点评: 稳居行业龙头位置, 增量存量分类施策, 聚焦核心 38 城-2025.08.29

【兴证地产】保利发展: 保利发展发行定向可转债点评: 定价彰显公司价值, 募资助力长期发展-2025.05.29

分析师: 靳璐瑜

S0190520080003
jinluyu@xyzq.com.cn

分析师: 洪波

S0190523040002
hongbo@xyzq.com.cn

保利发展(600048.SH)

保利发展 2025 年年报点评: 业绩有所承压, 销售规模稳居行业第一, 拿地聚焦核心城市

投资要点:

- **营收保持稳健, 归母净利润受多方面因素影响有所承压。**2025 年全年公司实现营业收入 3081.44 亿元, 同比-1.13%; 归母净利润 10.35 亿元, 同比-79.31%; 加权平均净资产收益率 0.54%, 同比下降 1.99 个百分点。归母净利润降幅大于营收的主要原因为: 1) 结转毛利率同比下降 1.2 个百分点至 12.7%; 2) 2025 年投资净收益为负, 同比减少 18.2 亿元; 3) 2025 年资产减值损失同比多损失 14.3 亿元; 4) 2025 年年少数股东损益占净利润的比例为 79%, 同比上升 31 个百分点。
- **销售规模稳居行业第一, 核心城市贡献维持高位。**2025 年公司实现签约金额 2530.3 亿元, 同比-21.7%, 销售金额连续三年行业第一; 实现签约面积 1235.3 万方, 同比-31.2%; 签约均价提升至 2.05 万元/平米, 同比+13.9%; 销售权益比 79%, 同比提升 3 个百分点。公司在核心城市的深耕优势继续兑现, 2025 年核心城市销售贡献达 92%, 连续三年维持在 90%左右的高位, 核心城市市占率提升 0.8 个百分点至 7.9%, 10 个城市市占率超过 10%; 其中广州、上海销售额分别约 500 亿元和 390 亿元, 北京、三亚、佛山等单城销售破百亿元。
- **精准投资聚焦核心城市, 优质资源储备进一步夯实。**2025 年公司新增拓展总地价 791.3 亿元, 新拓展项目权益比提升至 88.2%, 稳定在近年较高水平。2025 年拿地力度 31.3%, 同比上升 10.1 个百分点。从 2025 全年来看, 一二线城市拓展总地价占比超过 90%, 其中拿地金额前三的城市分别为上海(21.4%)、北京(16.8%)、杭州(11.1%), 核心城市拓展占比 99%。当年拿地、当年开盘项目达 28 个, 贡献签约金额超 200 亿元。
- **分类施策盘活资源, 释放存量资产价值。**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, 同比减少约 10%。公司在建项目 6462 万方、待开发面积 4578 万方。其中在建面积占比前三的城市分别为广州(9.5%)、佛山(6.4%)、西安(5.4%); 待开发面积占比前三的城市分别为武汉(7.3%)、佛山(6.7%)、昆明(6.2%)。2025 年公司累计盘活资源 181 亿元; 推动存量物业转经营超过 135 万方, 新增融资金额 79 亿元。
- **回款与融资优势持续兑现, 债务结构进一步优化。**2025 年全年公司销售回笼资金 2589 亿元, 销售回笼率 102%, 连续三年保持在 100%以上; 经营活动现金流净额 152 亿元, 连续八年为正。截至 2025 年末, 公司货币资金余额 1229 亿元, 占总资产比例超 10%, 并表口径已售待回笼资金 498 亿元。2025 年, 公司资产负债率同比下降 2.08 个百分点至 72.26%, 连续五年下降。有息负债规模余额 3412 亿元, 同比减少 77 亿元。成功发行国内首单现金类定向可转债, 发行规模 85 亿元, 6 年期综合成本 2.32%。期末, 一年内到期有息负债金额 706 亿元, 占比较年初下降 3.6 个百分点至 20.7%。年内新增有息负债平均成本同比下降 33BP 至 2.59%, 期末综合融资成本同比下降 38BP 至 2.72%, 其中公司债利率最低至 2.12%, 中期票据利率最低至 1.85%, 创历史新低。
- **投资建议:** 保利发展销售排名保持行业第一, 拿地聚焦核心城市, 未来增长可期。向特定对象发行 85 亿元可转债, 中期票据利率最低至 1.85%, 融资优势凸显, 债务结构持续优化。我们调整公司 2026-2027 年 EPS 的预测为 0.15 元、0.21 元, 以 2026 年 4 月 17 日收盘价计算, 对应的 PE 为 39.4 倍和 28.7 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售改善不及预期, 资产减值风险, 拿地利润率存在不确定性。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	308144	251322	235815	232405
同比增长	-1.1%	-18.4%	-6.2%	-1.4%
归母净利润（百万元）	1035	1842	2528	2856
同比增长	-79.3%	78.1%	37.2%	12.9%
毛利率	12.7%	12.8%	13.1%	13.3%
ROE	0.5%	1.0%	1.3%	1.5%
每股收益（元）	0.09	0.15	0.21	0.24
市盈率	70.2	39.4	28.7	25.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	100763	943127	907864	905007
货币资金	122906	164413	188024	193430
交易性金融资产	345	477	480	479
应收票据及应收账款	7625	4903	4870	4869
预付款项	15972	15232	13566	13565
存货	668175	576895	526578	520281
其他	192610	181207	174346	172382
非流动资产	180659	176846	172562	173158
长期股权投资	94973	93793	93769	93777
固定资产	7553	7019	6759	6459
在建工程	606	537	501	482
无形资产	323	305	250	194
商誉	67	66	66	66
其他	77139	75125	71217	72179
资产总计	1188292	1119973	1080426	1078165
流动负债	583799	523750	482905	478203
短期借款	4723	6362	6362	6362
应付票据及应付账款	126954	108678	100089	98943
其他	452122	408711	376455	372899
非流动负债	274858	261415	256181	251113
长期借款	207369	204110	199163	194162
其他	67489	57305	57018	56951
负债合计	858657	785166	739087	729316
股本	11970	11970	11970	11970
未分配利润	156629	157471	158608	159867
少数股东权益	137747	141781	146739	152546
股东权益合计	329636	334808	341339	348849
负债及权益合计	1188292	1119973	1080426	1078165

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1035	1842	2528	2856
折旧和摊销	3050	1115	1098	1113
营运资金的变动	-1876	39640	17729	4255
经营活动产生现金流量	15189	60104	34127	15572
资本支出	-482	516	446	435
长期投资	-2723	-2599	23	-3
投资活动产生现金流量	-1997	-997	3595	3411
债权融资	-6741	-10456	-7431	-6718
股权融资	1359	0	0	0
融资活动产生现金流量	-25983	-17613	-14111	-13551
现金净变动	-12800	41507	23611	5407

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	308144	251322	235815	232405
营业成本	268857	219028	205033	201587
税金及附加	5740	4708	4409	4348
销售费用	8735	7140	6695	6599
管理费用	4507	3816	3537	3500
研发费用	37	35	31	31
财务费用	3912	4848	3753	2880
投资收益	-31	1654	2876	2802
公允价值变动收益	63	34	27	0
信用减值损失	-584	-137	-28	10
资产减值损失	-6484	-3333	-2043	-1026
营业利润	9578	10326	13548	15605
营业外收支	159	316	315	316
利润总额	9737	10642	13864	15921
所得税	4715	4766	6377	7259
净利润	5022	5876	7487	8662
少数股东损益	3987	4034	4959	5807
归属母公司净利润	1035	1842	2528	2856
EPS(元)	0.09	0.15	0.21	0.24

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-1.1%	-18.4%	-6.2%	-1.4%
营业利润增长率	-36.7%	7.8%	31.2%	15.2%
归母净利润增长率	-79.3%	78.1%	37.2%	12.9%
盈利能力				
毛利率	12.7%	12.8%	13.1%	13.3%
归母净利率	0.3%	0.7%	1.1%	1.2%
ROE	0.5%	1.0%	1.3%	1.5%
偿债能力				
资产负债率	72.3%	70.1%	68.4%	67.6%
流动比率	1.73	1.80	1.88	1.89
速动比率	0.45	0.53	0.61	0.63
营运能力				
资产周转率	24.4%	21.8%	21.4%	21.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.09	0.15	0.21	0.24
每股经营现金	1.27	5.02	2.85	1.30
估值比率(倍)				
PE	70.2	39.4	28.7	25.4
PB	0.4	0.4	0.4	0.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	
行业评级	推荐	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	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn