

保利发展 (600048)

证券研究报告
2026年04月25日

龙头地位稳固，土储持续优化——保利发展 2025 年报点评

事件：公司发布 2025 年年报，公司 25 年实现营业收入 3081.44 亿元，同比-1.13%；归母净利润 10.35 亿元，同比-79.31%；基本每股收益 0.09 元/股，同比-79.29%。

营收显现韧性，利润受多重因素深度承压。收入端，公司 25 年实现营收 3081.44 亿元，同比微降 1.13%；截至 25 年末，公司合同负债中预收房款 2430.3 亿元，后续收入结转仍具良好支撑。利润端，归母净利润同比下滑 79.31%至 10.35 亿元，核心源于：1) 毛利率持续低位：25 年房地产销售毛利率 12.86%，同比降低 0.99 个百分点；2) 大额资产减值：对存货/长期股权投资计提减值准备 54.4/10.2 亿元，侵蚀当期利润。费用方面，销售/管研/财务费率分别-0.02/-0.18/-0.22pct 至 2.83%/1.47%/1.27%，销售费用相对刚性，此外费用同比均有优化。

销售蝉联行业第一，核心城市市占率持续跃升。销售端，25 年公司实现签约面积 1235 万平，同比-31.3%；实现签约金额 2530 亿元，同比-21.7%，连续三年稳居行业榜首，权益比提升至 79%，同比增 3 个百分点。城市布局聚焦高效，核心城市销售贡献达 92%，同比提升 2 个百分点；核心城市市占率 7.9%，同比增 0.8 个百分点，10 城市市占率超 10%。资金回笼优异，全年回笼资金 2589 亿元，销售回笼率 102%，连续 3 年超 100%，经营现金流净额 152 亿元，连续 8 年为正，现金流安全垫较为厚实。拿地端，公司 25 年全年拓展总地价 791 亿元，总计容面积 457 万平方米，分别同比+16%、+39%，拓展金额权益比维持 87%的高位；一二线拿地金额占比超 90%，核心城市拓展占比 99%，其中北、上、广三地占比约 48%，积极储备优质发展资源。截至 25 年末，公司土储建面 5654 万方，同比-9.7%，增量、存量面积分别为 925、4729 万方，分别同比-7.5%、-10.4%，老货更快消耗、新增土储利润率优势有望为后续盈利修复蓄力。

财务结构持续优化，融资成本创历史新低。债务端，截至 25 年末，公司资产负债率同比降 2.08 个百分点至 72.26%，连续五年下降；有息负债余额 3412 亿元，同比减少 77 亿元，债务规模相对可控。一年内到期有息负债 706 亿元，占比 20.7%，同比降低 3.6 个百分点，短期偿债压力下降、期限结构改善。融资端，公司融资优势凸显，全年新增融资平均成本 2.59%，同比降 33bp，综合融资成本降至 2.72%，创历史新低，公司债、中期票据最低利率分别至 2.12%、1.85%。25 年成功发行国内首单现金类定向可转债 85 亿元，6 年期成本仅 2.32%。直接融资占比提升，财务弹性良好。

分红比例维持高位，稳健经营彰显长期信心。公司发布 2025-2027 年股东回报规划，明确每年现金分红比例不低于 40%。25 年拟每 10 股派现 0.35 元（含税），分红比例达 40.14%，在利润承压下仍坚守分红承诺，凸显对股东回报的重视。此外，公司及控股股东过往多次在市场波动期通过回购、增持等方式稳定股价，传递经营信心。

投资建议：公司龙头地位稳固，未来或有望逐步受益行业出清与集中度提升。考虑房价下行压力延续或继续拖累结转利润率及存货质量，我们调整公司 26 年归母净利润预测 14.53 亿元（调整前 134.59 亿元），新增 27、28 年归母净利润预测 20.02、30.20 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场不确定性加大风险、行业竞争加剧风险、创新业务孵化风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311,666.32	308,144.19	280,095.24	257,562.89	239,375.20
增长率(%)	(10.16)	(1.13)	(9.10)	(8.04)	(7.06)
EBITDA(百万元)	32,048.09	28,815.17	24,217.14	22,453.15	22,337.85
归属母公司净利润(百万元)	5,001.18	1,034.70	1,453.49	2,002.36	3,019.52
增长率(%)	(58.56)	(79.31)	40.48	37.76	50.80
EPS(元/股)	0.42	0.09	0.12	0.17	0.25
市盈率(P/E)	13.74	66.41	47.27	34.31	22.76
市净率(P/B)	0.36	0.36	0.35	0.34	0.33
市销率(P/S)	0.22	0.22	0.25	0.27	0.29
EV/EBITDA	12.64	12.20	13.62	13.81	12.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,970.44
流通 A 股股本(百万股)	11,970.44
A 股总市值(百万元)	68,710.35
流通 A 股市值(百万元)	68,710.35
每股净资产(元)	16.03
资产负债率(%)	72.26
一年内最高/最低(元)	9.14/5.47

作者

李蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080007	
lirong@tfzq.com	
师亮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525020001	
shiliang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《保利发展-季报点评:Q3 业绩增速承压，投资力度加大》2024-10-30
- 《保利发展-半年报点评:市占率提升逻辑稳步兑现，存量优化调整进展积极》2024-08-21
- 《保利发展-年报点评报告:地位稳固，趋势向好——保利发展 2023 年报点评》2024-04-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	134,167.48	122,906.45	116,047.93	104,731.83	95,357.95
应收票据及应收账款	4,954.09	7,624.76	5,601.96	5,845.28	4,128.69
预付账款	24,094.49	15,971.82	11,129.56	11,187.68	7,063.40
存货	798,559.42	668,174.93	524,285.92	504,786.96	464,801.91
其他	205,292.99	192,955.30	184,013.39	179,364.36	174,495.54
流动资产合计	1,167,068.46	1,007,633.27	841,078.76	805,916.10	745,847.49
长期股权投资	101,287.73	94,972.78	94,972.78	94,972.78	94,972.78
固定资产	5,585.98	7,552.51	5,309.08	3,065.66	822.24
在建工程	602.58	605.81	605.81	605.81	605.81
无形资产	346.10	322.52	281.39	240.26	199.13
其他	60,217.17	77,205.53	78,388.66	78,005.64	79,276.03
非流动资产合计	168,039.56	180,659.15	179,557.73	176,890.15	175,875.99
资产总计	1,335,108.02	1,188,292.42	1,020,636.49	982,806.26	921,723.48
短期借款	4,827.32	4,722.67	4,500.00	4,500.00	4,500.00
应付票据及应付账款	145,837.63	126,954.14	89,856.93	110,998.26	88,622.98
其他	571,933.70	452,122.08	342,346.20	312,908.21	300,915.32
流动负债合计	722,598.65	583,798.89	436,703.12	428,406.47	394,038.30
长期借款	208,132.33	207,369.02	175,788.59	137,555.32	102,480.56
应付债券	56,072.91	63,166.43	66,324.76	67,651.25	69,004.28
其他	5,774.30	4,322.21	5,244.66	5,113.72	4,893.53
非流动负债合计	269,979.54	274,857.66	247,358.01	210,320.29	176,378.37
负债合计	992,578.19	858,656.55	684,061.13	638,726.76	570,416.67
少数股东权益	144,933.33	137,747.10	140,121.14	142,223.62	144,337.28
股本	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44	11,970.44
资本公积	17,872.00	18,060.90	18,060.90	18,060.90	18,060.90
留存收益	163,893.75	162,703.75	163,721.20	165,122.85	167,236.51
其他	3,860.30	(846.33)	2,701.67	6,701.67	9,701.67
股东权益合计	342,529.83	329,635.87	336,575.36	344,079.49	351,306.82
负债和股东权益总计	1,335,108.02	1,188,292.42	1,020,636.49	982,806.26	921,723.48

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	9,737.89	5,022.15	1,453.49	2,002.36	3,019.52
折旧摊销	1,727.07	2,093.96	2,284.55	2,284.55	2,284.55
财务费用	5,917.54	4,614.05	4,315.23	4,289.89	4,172.32
投资损失	(1,790.33)	31.16	32.72	34.35	41.22
营运资金变动	(16,966.94)	(10,885.09)	9,350.81	12,352.42	11,179.82
其它	7,632.08	14,312.92	3,469.83	3,008.20	2,990.30
经营活动现金流	6,257.31	15,189.15	20,906.62	23,971.77	23,687.73
资本支出	(4,340.48)	(921.73)	(922.45)	130.94	220.19
长期投资	(3,008.77)	(6,314.95)	0.00	0.00	0.00
其他	6,018.38	5,239.60	727.90	(180.03)	(208.66)
投资活动现金流	(1,330.86)	(1,997.08)	(194.55)	(49.09)	11.53
债权融资	(10,082.95)	(11,571.61)	(29,665.11)	(37,737.01)	(34,261.43)
股权融资	(2,864.07)	(4,517.72)	2,094.51	2,498.23	1,188.29
其他	(6,042.61)	(9,893.99)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(18,989.64)	(25,983.32)	(27,570.60)	(35,238.79)	(33,073.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(14,063.19)	(12,791.25)	(6,858.52)	(11,316.11)	(9,373.87)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	311,666.32	308,144.19	280,095.24	257,562.89	239,375.20
营业成本	268,259.82	268,856.98	243,912.45	223,172.43	205,324.70
营业税金及附加	5,903.67	5,739.83	6,268.73	5,764.44	5,357.39
销售费用	8,892.60	8,735.25	7,699.59	7,190.79	6,631.62
管理费用	5,081.39	4,506.69	4,276.36	4,189.91	3,894.04
研发费用	56.31	36.82	51.14	47.02	43.70
财务费用	4,642.57	3,911.85	4,315.23	4,289.89	4,172.32
资产/信用减值损失	(5,723.45)	(7,068.63)	(4,525.85)	(3,473.26)	(2,425.94)
公允价值变动收益	76.18	62.56	78.34	4.66	(29.22)
投资净收益	1,790.33	(31.16)	(32.72)	(34.35)	(41.22)
其他	168.07	258.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	15,141.10	9,578.31	9,091.51	9,405.44	11,455.04
营业外收入	583.27	416.32	523.90	507.83	482.68
营业外支出	143.41	257.26	221.55	207.41	228.74
利润总额	15,580.96	9,737.37	9,393.85	9,705.87	11,708.98
所得税	5,843.07	4,715.22	4,548.87	4,699.96	5,669.95
净利润	9,737.89	5,022.15	4,844.98	5,005.91	6,039.03
少数股东损益	4,736.70	3,987.46	3,391.49	3,003.54	3,019.52
归属于母公司净利润	5,001.18	1,034.70	1,453.49	2,002.36	3,019.52
每股收益(元)	0.42	0.09	0.12	0.17	0.25

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-10.16%	-1.13%	-9.10%	-8.04%	-7.06%
营业利润	-37.74%	-36.74%	-5.08%	3.45%	21.79%
归属于母公司净利润	-58.56%	-79.31%	40.48%	37.76%	50.80%
获利能力					
毛利率	13.93%	12.75%	12.92%	13.35%	14.22%
净利率	1.60%	0.34%	0.52%	0.78%	1.26%
ROE	2.53%	0.54%	0.74%	0.99%	1.46%
ROIC	2.53%	1.40%	1.47%	1.54%	1.82%
偿债能力					
资产负债率	74.34%	72.26%	67.02%	64.99%	61.89%
净负债率	62.67%	66.21%	59.35%	51.62%	44.67%
流动比率	1.62	1.73	1.93	1.88	1.89
速动比率	0.51	0.58	0.73	0.70	0.71
营运能力					
应收账款周转率	71.03	48.99	42.35	45.00	48.00
存货周转率	0.37	0.42	0.47	0.50	0.49
总资产周转率	0.22	0.24	0.25	0.26	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.09	0.12	0.17	0.25
每股经营现金流	0.52	1.27	1.75	2.00	1.98
每股净资产	16.08	16.03	16.41	16.86	17.29
估值比率					
市盈率	13.74	66.41	47.27	34.31	22.76
市净率	0.36	0.36	0.35	0.34	0.33
EV/EBITDA	12.64	12.20	13.62	13.81	12.99
EV/EBIT	13.30	13.10	15.03	15.37	14.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，并应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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com