

# 保利发展 (600048.SH)

## 计提减值拖累业绩，存量盘活持续推进

**事件：**2026年4月17日，公司发布2025年年度报告。

**受毛利率下降、资产减值增加等因素影响，全年业绩承压。**2025年公司营业收入3081.4亿元，同比减少1.1%；归母净利润10.3亿元，同比下降79.3%；扣非归母净利润6.6亿元，同比下降84.5%。利润降幅大于收入降幅主要由于：(1)2025年公司毛利率12.7%，同比下降1.3pct；(2)投资净收益-0.3亿元，同比减少18.2亿元；(3)资产减值损失64.8亿元，同比增加14.3亿元，其中包括存货跌价损失54.4亿元（佛山保利中交大都汇、温州滨江云谷、常州保利天汇等项目）和长期股权投资减值损失10.2亿元；(4)少数股东损益40亿元，占净利润比重79.4%，同比提升30.8pct。

**销售规模稳居行业榜首，核心城市市占率提升。**公司2025年签约金额2530亿元，同比减少21.7%；签约面积1235万方，同比减少31.3%；均价2万元/平，同比提升13.9%，销售金额连续三年行业第一。全年回笼资金2589亿元，销售回笼率102%，连续三年超100%。公司在重点城市竞争优势持续巩固，2025年在核心城市销售贡献达92%，连续三年保持90%左右的高位水平，核心城市市占率7.9%，同比提升0.8pct，10个城市市占率超10%。此外，在广州、上海分别销售约500亿元和390亿元，北京、三亚、佛山等单城破百亿。

**加大投资力度、聚焦核心布局，同步发力存量资源盘活。**公司2025年拓展总计容建面457万平方米，同比增长39%；总地价791亿元，同比增长16%，权益比维持在87%的较高水平；投销比31.3%，同比提升10.1pct。拓展聚焦核心城市，一二线城市总地价占比超90%，其中北京、上海、广州三地占比约48%。截止2025年末，公司待售项目计容面积5654万平方米，其中存量项目4729万平方米，同比减少约10%。此外，公司继续推进存量项目“调转换退”，全年通过多种方式盘活资源181亿元；推动存量物业转经营超135万平方米，新增融资金额79亿元。

**多渠道融资方式增厚公司现金储备，融资成本持续降低。**截至2025年末，公司总资产11883亿元，同比减少11%；货币资金1229亿元，同比减少8.4%，已售待回笼资金498亿元，流动性储备充裕。总负债8587亿元，同比减少13.5%；有息负债3412亿元，同比减少2.2%，有息负债规模持续压降；资产负债率72.3%、扣除预收款的资产负债率为65%、净负债率为67.1%，负债率可控。年内公司创新公开市场融资，成功发行国内首单现金类定向可转债，规模85亿元，6年期综合成本2.32%；并完成110亿元中期票据和45亿元公司债发行；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%。

**投资建议：**公司作为央企龙头，经营稳健融资优势显著，且拿地聚焦核心城市，土储质量不断优化，我们认为随着拿地毛利率修复，结算利润率有望得到改善。考虑到行业销售量价尚未企稳，我们调整了公司的盈利预测，预测公司2026/2027/2028年营业收入为2732/2470/2254亿元，归母净利润分别为16/23/28亿元，对应摊薄EPS为0.13/0.19/0.24元/股，当前股价对应2026年动态PE42.7x。维持“买入”评级。

**风险提示：**政策放松不及预期，毛利率下行超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311,666	308,144	273,178	246,980	225,409
增长率 yoy (%)	-10.1	-1.1	-11.3	-9.6	-8.7
归母净利润(百万元)	5,001	1,035	1,607	2,304	2,844
增长率 yoy (%)	-58.6	-79.3	55.4	43.3	23.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.42	0.09	0.13	0.19	0.24
净资产收益率 (%)	2.5	0.5	0.8	1.2	1.5
P/E(倍)	13.7	66.4	42.7	29.8	24.2
P/B(倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月24日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04月24日收盘价(元)	5.74
总市值(百万元)	68,710.35
总股本(百万股)	11,970.44
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	109.10

#### 股价走势



#### 作者

分析师	金晶
执业证书编号:	S0680522030001
邮箱:	jinjing3@gszq.com
分析师	肖依依
执业证书编号:	S0680523080005
邮箱:	xiaoyiyi3664@gszq.com

#### 相关研究

- 《保利发展(600048.SH): 前三季度业绩下滑, 投资质量提升》 2025-10-22
- 《保利发展(600048.SH): 上半年业绩下滑, 加速存量化解》 2025-08-30
- 《保利发展(600048.SH): 多因素致业绩下滑, 销售规模稳居榜首》 2025-05-01

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1167068	1007633	997197	947315	908859
现金	134167	122906	126919	128684	128832
应收票据及应收账款	4954	7625	5329	5100	4723
其他应收款	143141	130377	119355	107693	97866
预付账款	24094	15972	21412	19308	17572
存货	798559	668175	661611	623977	597330
其他流动资产	62152	62578	62572	62553	62536
<b>非流动资产</b>	168040	180659	181094	180979	181234
长期投资	101288	94973	97980	100296	102844
固定资产	5586	7553	7052	6622	6192
无形资产	346	323	299	270	235
其他非流动资产	60820	77811	75762	73791	71964
<b>资产总计</b>	1335108	1188292	1178291	1128294	1090094
<b>流动负债</b>	722599	583799	571765	521290	482587
短期借款	4827	4723	4628	4544	4467
应付票据及应付账款	145838	126954	122932	108634	98427
其他流动负债	571934	452122	444205	408113	379693
<b>非流动负债</b>	269980	274858	272186	268980	265454
长期借款	208132	207369	204697	201492	197965
其他非流动负债	61847	67489	67489	67489	67489
<b>负债合计</b>	992578	858657	843951	790271	748041
少数股东权益	144933	137747	141498	143802	146129
股本	11970	11970	11970	11970	11970
资本公积	17872	18061	18061	18061	18061
留存收益	163894	162704	163657	165036	166739
归属母公司股东权益	197596	191889	192842	194221	195924
<b>负债和股东权益</b>	1335108	1188292	1178291	1128294	1090094

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	6257	15189	16146	14292	13585
净利润	9738	5022	5358	4608	5171
折旧摊销	2297	3050	2034	2014	1996
财务费用	5918	4614	7328	7246	7154
投资损失	-1790	31	-820	-599	-495
营运资金变动	-13699	-1876	-2030	-1920	-2407
其他经营现金流	3795	4349	4275	2942	2165
<b>投资活动现金流</b>	-1331	-1997	-1386	-1065	-1539
资本支出	-172	-482	302	208	195
长期投资	382	-2723	-2507	-1872	-2229
其他投资现金流	-1541	1208	820	599	495
<b>筹资活动现金流</b>	-18990	-25983	-10738	-11462	-11898
短期借款	-386	-105	-94	-85	-76
长期借款	-27119	-763	-2672	-3206	-3526
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	384	189	0	0	0
其他筹资现金流	8132	-25304	-7973	-8171	-8295
<b>现金净增加额</b>	-14118	-12800	4012	1765	148

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	311666	308144	273178	246980	225409
营业成本	268260	268857	237911	214537	195245
营业税金及附加	5904	5740	5616	6421	5635
营业费用	8893	8735	7635	6960	6341
管理费用	5081	4507	4160	3756	3407
研发费用	56	37	55	42	39
财务费用	4643	3912	5196	5055	4936
资产减值损失	-5056	-6484	-4539	-3177	-2383
其他收益	86	105	89	80	73
公允价值变动收益	76	63	0	0	0
投资净收益	1790	-31	820	599	495
资产处置收益	82	154	123	107	102
<b>营业利润</b>	15141	9578	9097	7817	8092
营业外收入	583	416	369	334	305
营业外支出	143	257	228	206	188
<b>利润总额</b>	15581	9737	9238	7945	8208
所得税	5843	4715	3880	3337	3037
<b>净利润</b>	9738	5022	5358	4608	5171
少数股东损益	4737	3987	3751	2304	2327
<b>归属母公司净利润</b>	5001	1035	1607	2304	2844
EBITDA	20223	17396	16469	15013	15141
EPS (元/股)	0.42	0.09	0.13	0.19	0.24

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-10.1	-1.1	-11.3		-8.7
营业利润(%)	-37.7	-36.7	-5.0	-14.1	3.5
归属母公司净利润(%)	-58.6	-79.3	55.4	43.3	23.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.9	12.7	12.9	13.1	13.4
净利率(%)	1.6	0.3	0.6	0.9	1.3
ROE(%)	2.5	0.5	0.8	1.2	1.5
ROIC(%)	1.6	1.1	1.2	1.1	1.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.3	72.3	71.6	70.0	68.6
净负债比率(%)	63.8	67.1	64.1	61.9	60.1
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	71.2	49.1	42.2	47.4	46.0
应付账款周转率	1.7	2.0	1.9	1.9	1.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.09	0.13	0.19	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	1.27	1.35	1.19	1.13
每股净资产(最新摊薄)	16.51	16.03	16.11	16.23	16.37
<b>估值比率</b>					
P/E	13.7	66.4	42.7	29.8	24.2
P/B	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	16.1	16.9	17.2	18.5	18.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 至 +10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com