

## 公司研究

## 销售维持龙头地位，探索多元路径发展

## ——保利发展（600048.SH）2025 年报及 2026 年一季报点评

## 要点

## 事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报

1) 2025 年，公司实现营业收入 3081.4 亿元，同比下降 1.1%（其中房地产销售 2839.3 亿元，同比下降 1.2%）；实现归母净利润 10.3 亿元，同比下降 79.3%。

2) 2026 年一季度，公司实现营业收入 457.3 亿元，同比下降 15.7%；实现归母净利润 9.2 亿元，同比下降 57.1%。

## 点评：销售维持龙头地位，探索多元路径发展，信用优势维持稳定

**销售维持龙头地位：**公司连续 16 年荣获“中国房地产行业领导公司品牌”，地产开发、物业服务常年稳居央企龙头。2025 年实现销售签约金额 2530 亿元，签约面积 1235 万平方米，销售金额连续三年行业第一，销售权益比 79%，同比提升 3 个百分点；公司持续坚持城市深耕策略，2025 年在核心城市销售贡献 92%，核心城市的市占率为 7.9%，同比提升 0.8 个百分点，在 10 个城市的市占率超过 10%。

**探索多元路径发展：**公司不断做大资产经营业务，积极发展保障性租赁住房，持续提升写字楼、酒店、购物中心、展馆等资产经营效能。截至 2025 年末，公司租赁住房、购物中心、酒店、写字楼等主要商业经营资产项目累计开业约 620 万平方米，实现资产经营收入 51.4 亿元，其中在管租赁住房规模超 7.1 万间，在营规模超过 3.5 万间；公司积极挖掘经营资产融资潜力，首次落地住房租赁购置贷款，并有序推进商业不动产 REITs 申报发行工作。

**信用优势维持稳定：**截至 2025 年末，公司资产负债率为 72.3%，连续五年下降。公司发挥多元化融资优势，推动债务结构优化，融资成本持续下降，2025 年期末综合融资成本降至 2.72%；2025 年公司实现公开市场融资创新，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%；完成 110 亿元中期票据和 45 亿元公司债发行，多渠道融资方式增厚公司现金储备。截至 2025 年末，公司货币资金余额 1229 亿元。

**盈利预测、估值与评级：**由于当前房地产行业仍处于磨底阶段，城市分化和区域分化持续加深，部分城市项目仍有计提减值的可能性，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测为 12.6/15.2 亿元（原预测为 33.5/34.7 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 19.0 亿元。当前股价对应 2026-2028 年的 PB 估值分别为 0.4/0.4/0.4 倍。公司规模优势明显，龙头地位稳固，探索多元路径发展，融资成本持续下降，信用优势维持稳定，维持“买入”评级。

**风险提示：**拿地、销售、交付不及预期，多元化拓展不及预期，市场下行超预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	311,666	308,144	236,147	209,730	201,546
营业收入增长率	-10.14%	-1.13%	-23.36%	-11.19%	-3.90%
归母净利润（百万元）	5,001	1,035	1,263	1,515	1,900
归母净利润增长率	-58.56%	-79.31%	22.03%	19.98%	25.41%
EPS（元）	0.42	0.09	0.11	0.13	0.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.53%	0.54%	0.66%	0.78%	0.97%
P/E	14	67	55	46	36
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-27

## 买入（维持）

当前价：5.78 元

## 作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

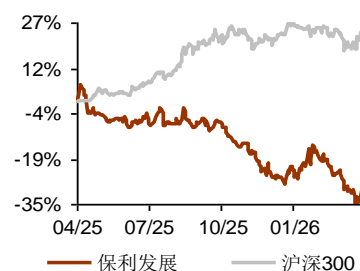
021-52523801

hemianan@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	119.70
总市值(亿元)	691.89
一年最低/最高(元)	5.47/8.55
近 3 月换手率	68.50%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.24	-16.12	-55.09
绝对	-1.03	-15.00	-28.93

资料来源：Wind

## 相关研报

销售维持龙头地位，债务安全稳步提升——保利发展（600048.SH）动态跟踪报告（2025-09-05）  
龙头地位稳固，信用优势明显——保利发展（600048.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评（2025-05-01）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	311,666	308,144	236,147	209,730	201,546
营业成本	268,260	268,857	205,355	181,815	174,388
折旧和摊销	2,297	3,050	3,119	3,220	3,348
税金及附加	5,904	5,740	4,487	3,985	4,031
销售费用	8,893	8,735	6,694	5,945	5,713
管理费用	5,081	4,507	3,454	3,067	2,948
资产减值损失	-5,056	-6,484	-4,390	-3,967	-3,561
财务费用	4,643	3,912	3,337	3,127	2,981
投资收益	1,790	-31	44	92	182
营业利润	15,141	9,578	8,217	7,569	7,782
利润总额	15,581	9,737	8,417	7,769	7,982
所得税	5,843	4,715	3,367	2,719	2,395
净利润	9,738	5,022	5,050	5,050	5,588
少数股东损益	4,737	3,987	3,788	3,535	3,688
归属母公司净利润	5,001	1,035	1,263	1,515	1,900
EPS(元)	0.42	0.09	0.11	0.13	0.16

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6,257	15,189	38,730	32,053	48,138
净利润	5,001	1,035	1,263	1,515	1,900
折旧摊销	2,297	3,050	3,119	3,220	3,348
净营运资金增加	411	-34,408	12,047	4,894	7,328
其他	-1,452	45,513	22,301	22,424	35,562
投资活动产生现金流	-1,331	-1,997	-4,294	-5,026	-3,097
净资本支出	-172	-482	-245	-245	-245
长期投资变化	-3,009	-6,315	954	887	723
其他资产变化	1,850	4,800	-5,003	-5,667	-3,575
融资活动现金流	-18,990	-25,983	6,953	844	1,092
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-5,440	-7,660	10,706	4,476	4,679
无息负债变化	-101,867	-126,262	-103,782	-20,312	1,772
净现金流	-14,118	-12,800	41,389	27,871	46,133

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	13.9%	12.7%	13.0%	13.3%	13.5%
EBITDA 率	10.0%	9.5%	10.2%	10.8%	11.0%
EBIT 率	9.5%	8.8%	8.9%	9.3%	9.3%
税前净利润率	5.0%	3.2%	3.6%	3.7%	4.0%
归母净利润率	1.6%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
ROA	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
ROE (摊薄)	2.5%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%
经营性 ROIC	3.3%	2.7%	2.4%	2.3%	2.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	74%	72%	70%	69%	69%
流动比率	1.62	1.73	1.91	1.95	1.95
速动比率	0.51	0.58	0.78	0.84	0.92
归母权益/有息债务	0.57	0.56	0.55	0.54	0.54
有形资产/有息债务	3.77	3.42	3.07	2.99	2.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,335,108	1,188,292	1,099,851	1,088,559	1,099,991
货币资金	134,167	122,906	164,295	192,166	238,299
交易性金融资产	516	345	345	345	345
应收账款	4,932	7,622	9,118	8,639	8,311
预付账款	24,094	15,972	12,199	10,801	10,360
其他应收款 (合计)	143,141	130,377	123,002	112,868	109,996
存货	798,559	668,175	544,744	513,401	479,939
其他流动资产	61,389	61,934	61,934	61,934	61,934
流动资产合计	1,167,068	1,007,633	915,836	900,352	909,382
债权投资	1,994	2,136	2,136	2,136	2,136
长期股权投资	101,288	94,973	93,629	92,275	90,991
投资性房地产	35,651	50,954	55,702	61,161	64,619
使用权资产	3,897	3,144	2,503	2,045	1,718
无形资产	346	323	324	326	327
递延所得税资产	17,751	19,999	20,599	21,217	21,854
长期待摊费用	237	298	354	353	352
非流动资产合计	168,040	180,659	184,016	188,208	190,610
总负债	992,578	858,657	765,580	749,744	756,194
应付账款	145,838	126,954	103,129	96,762	92,809
合同负债	334,482	246,332	193,707	185,698	194,415
其他应付款	112,829	99,953	84,960	83,261	81,596
一年到期的非流动负债	79,783	65,898	69,193	72,653	76,285
其他流动负债	29,492	20,840	13,640	10,998	10,180
流动负债合计	722,599	583,799	478,526	461,607	466,942
长期借款	208,132	207,369	206,869	206,369	205,869
应付长期债券	56,073	63,166	75,800	77,316	78,862
租赁负债	3,987	2,909	2,909	2,909	2,909
非流动负债合计	269,980	274,858	287,054	288,136	289,252
股东权益	342,530	329,636	334,271	338,816	343,797
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
公积金	23,946	24,135	24,135	24,135	24,135
未分配利润	157,819	156,629	157,477	158,487	159,780
归属母公司权益	197,596	191,889	192,736	193,746	195,040
少数股东权益	144,933	137,747	141,535	145,070	148,758

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.85%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
管理费用率	1.63%	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%
财务费用率	1.49%	1.27%	1.41%	1.49%	1.48%
研发费用率	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	38%	48%	40%	35%	30%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.17	0.03	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.52	1.27	3.24	2.68	4.02
每股净资产	16.51	16.03	16.10	16.19	16.29
每股销售收入	26.04	25.74	19.73	17.52	16.84

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14	67	55	46	36
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.1	13.3	14.2	13.6	12.0
股息率	2.9%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼