

房地产

2026年05月19日

保利置业集团 (00119)

——积极投资优化土储，逐步迈向舞台中央

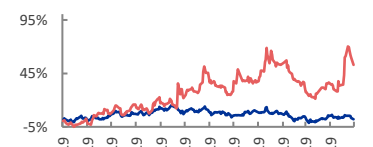
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2026年05月18日

收盘价 (港币)	2.21
恒生中国企业指数	8597.97
52周最高/最低 (港币)	2.55/1.37
H股市值 (亿港元)	84.45
流通H股 (百万股)	3,821.18
汇率 (港币/人民币)	0.8741

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

- **保利置业集团是保利集团地产主业重要柱石。**保利置业集团总部设在香港和上海，1993年通过收购新海康航业投资55%股权在港上市。公司控股股东为保利（香港）控股，持股41.45%；而保利集团、保利发展各持保利（香港）控股50%股权，保利置业由保利集团并表。2025年，公司营收484亿元，同比+20%，其中物业开发占95.6%、物业投资及管理占3.7%，多元业务协同发展。公司核心IP物业主要布局在北京、上海、深圳等城市，涉及办公、商业、酒店等业态；25年IP建面79万平、价值97亿元；酒店价值34亿元；其中北京保利大厦、上海保利广场等成为地标式建筑。
- **投资积极扩张，在发展中盘活库存、优化土储。**1) 拿地：拿地积极、聚焦核心四城。2020-25年公司总拿地金额1,481亿元，拿地强度达47%；2022-25年拿地布局在4-8城，聚焦济南、上海、宁波、杭州核心四城，四城拿地面积占比64%。公司自2021年开始大幅缩小拿地城市布局，巩固优势二线城市外、也加大一线城市投资。2) 土储：面积、成本口径中一二线占比分别为71%、94%。25年公司土储1,188万方，其中一二线面积占比71%。公司积极拿地，持续盘活土地储备，改善土储结构。以土地成本计算，一二线占比94%。公司积极去化滞重库存，25年公司存货1,126亿元，现货占比32%，同比-4pct。
- **近年销售稳定500亿规模，行业排名大幅跃迁。**1) 25年公司销售金额502亿元，同比-7%；销售均价3.1万元/平，同比+21%；在房地产行业大幅下行的背景下，公司2021-2025年销售额仅累计下降-11%，显著跑赢全国-54%；自2020年后稳定500-600亿元，行业排名从19年第68名提升至25年第15名；25年公司一二线及香港销售占比超90%，从城市看，根据克而瑞和中指院数据，2025年公司在上海/济南/广州/深圳/苏州/宁波分别销售80/60/59/59/32/32亿元，上述6城销售占比高达64%；公司当前销售在多城销售排名中名列前茅。2) 坚定推进产品领先，战略性推进1+N+X产品定型工作（1场景+N部品+X节点），构建涵盖甲第系、誉系、赋系、印系、壹号系的产品矩阵。
- **财务及估值：绿档央企，财务稳健，估值低位。**1) 利润率略有回升，业绩筑底在望。公司25年毛利率17%、净利率0.5%，同比分别+0.6pct、持平。毛利率出现小幅反弹，后续利润率有望触底回升。2) 绿档央企，融资成本持续改善。至25年末，公司货币资金311亿元，同比-10%；有息负债702亿元，同比-0.4%；融资成本降至2.9%，从19年高点5.5%持续下滑，凸显公司安全边际高、融资优势明显。3) 估值低位：当前PB(LF)仅0.24倍；在可比公司（均值0.40倍）中最低，明显低估。
- **投资分析意见：首次覆盖，目标价3.77港元，并给予“买入”评级。**保利置业集团布局中国核心一二线城市，投资积极、聚焦核心四城；推动土储结构持续优化、积极去化滞重库存；多维产品持续创新。我们认为，随着核心城市有望率先止跌回稳，公司销投积极、资产质量改善，预计将进入业绩及估值戴维斯双击。预计公司2026-28年归母净利润2.2、3.0、4.0亿元，同比分别-1%、+35%、+33%；当前公司PB仅0.24倍，在可比公司（均值0.40倍）中最低，明显低估；首次覆盖，目标价3.77港元，并给予“买入”评级。
- **风险提示：销售回款不及预期；市场回暖不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,208	48,382	46,375	45,452	46,044
同比增长率 (%)	-1.77	20.33	-4.15	-1.99	1.30
归属普通股股东净利润	183	225	223	301	401
同比增长率 (%)	-87.34	23.16	-0.98	34.87	33.38
每股收益 (元/股)	0.05	0.06	0.06	0.08	0.10
ROE (%)	0.53	0.67	0.66	0.88	1.16
市盈率					

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

保利置业集团布局中国核心一二线城市，投资积极、聚焦核心四城；推动土储结构持续优化、积极去化滞重库存；多维产品持续创新。我们认为，随着核心城市有望率先止跌回稳，公司销投积极、资产质量改善，预计将进入业绩及估值戴维斯双击。预计公司 2026-28 年归母净利润 2.2、3.0、4.0 亿元，同比分别-1%、+35%、+33%；当前公司 PB 仅 0.24 倍，在可比公司（均值 0.40 倍）中最低，明显低估；首次覆盖，目标价 3.77 港元，并给予“买入”评级。

关键假设点

1) 物业开发方面，2023-2025 年公司销售规模分别 536、542、502 亿元，整体稳中略降，推动后续结算端表现稳定；预计 2026-2028 年物业开发收入增速分别为 -4.5%、-2.3%、+1.2%。

2) 物业投资和管理方面，近年来投资物业规模保持小幅增长，带动租金及管理收入稳步增长，预计 2026-28 年保持 5%复合增速。

3) 酒店方面，整体略有承压，预计 2026-28 年收入端增速均为-5%。

有别于大众的认识

市场认为，保利置业集团资产主要布局二三线城市，且短期受到资产质量拖累；但我们认为，保利置业集团资金端具备较强优势，推动其在市场下行期通过积极的销投策略持续盘活自身资产质量，同时老货中部分项目获取时间比较早、成本较低，对资金占用情况相对可控。未来随着行业持续改善、止跌回稳稳步实现，公司未来经营有望持续改善。

股价表现的催化剂

- 1) 核心城市有望率先止跌回稳，房地产市场量价景气度持续回升；
- 2) 公司处置滞重库存进展超预期，资产质量快速好转。

核心假设风险

政策支持不及预期；销售回款不及预期；市场回暖不及预期。

目录

1. 保利置业集团是保利集团地产主业重要柱石	6
1.1 公司简介：提质增效、进入高质量发展期	6
1.2 股权结构：央企控股、保利集团并表.....	7
1.3 业务结构：物业开发绝对主导，多元业务协同发展	7
1.4 管理层：结构完善，经验丰富	9
2. 投资积极扩张，在发展中盘活库存、优化土储.....	10
2.1 拿地积极、聚焦核心城市拿地	10
2.2 土储回归一二线，积极去化滞重库存.....	12
3. 近年销售稳定 500 亿规模，行业排名大幅跃迁	14
4. 财务及估值：绿档央企，财务稳健，估值低位.....	17
4.1 财务：业绩端筑底在望，资金面持续优化	17
4.2 盈利预测：未来 3 年业绩稳定修复	20
5. 投资分析意见：首次覆盖，并给予“买入”评级.....	22
6. 风险提示：销售回款不及预期；市场回暖不及预期。	22

图表目录

图 1：保利置业发展历程.....	6
图 2：保利置业股权结构（截至 2025 年末）.....	7
图 3：保利置业营收及同比.....	8
图 4：保利置业各业务类型营收占比.....	8
图 5：保利置业投资性房地产及同比.....	8
图 6：保利置业拿地金额及拿地强度.....	10
图 7：保利置业拿地面积及拿地强度.....	10
图 8：保利置业拿地均价.....	10
图 9：保利置业拿地面积城市能级分布.....	10
图 10：保利置业拿地城市数量梳理.....	11
图 11：保利置业拿地城市数量各线城市分布.....	11
图 12：保利置业 2022 年以来拿地面积城市情况.....	11
图 13：保利置业土地储备面积.....	12
图 14：保利置业权益土储及权益比例.....	12
图 15：保利置业土地储备按土地成本区域划分.....	13
图 16：保利置业土地储备按土地成本城市能级划分.....	13
图 17：保利置业存货及同比.....	13
图 18：保利置业 2025 年土储面积城市能级分布.....	13
图 19：保利置业 2025 年土地储备城市分布.....	14
图 20：保利置业销售金额及同比.....	14
图 21：保利置业销售面积及同比.....	14
图 22：保利置业销售均价.....	15
图 23：保利置业销售规模排名.....	15
图 24：主要房企 2021-2025 年销售金额累计降幅.....	15
图 25：保利置业 2025 年销售金额区域分布.....	16
图 26：保利置业 2025 年销售金额城市能级分布.....	16
图 27：保利置业 2025 年销售金额城市分布.....	16
图 28：保利置业 2025 年销售金额城市占比.....	16
图：保利置业推进 +N+X 产品定型工作.....	

图 30: 甲第系: 广州保利翡丽甲第产品	17
图 31: 誉系: 深圳保利臻誉	17
图 32: 保利置业营收及同比	18
图 33: 保利置业归母净利润及同比	18
图 34: 保利置业销售毛利率及净利率	18
图 35: 保利置业期间费率	18
图 36: 保利置业货币资金及同比	19
图 37: 保利置业合同负债及同比	19
图 38: 保利置业剔除预后资产负债率及净负债率	19
图 39: 保利置业现金短债比	19
图 40: 保利置业有息负债规模及同比	19
图 41: 保利置业融资成本	19
图 42: 保利置业财务成本中资本化比例	20
图 43: 保利置业分红及分红比例	20
表 1: 保利置业核心经营物业	9
表 2: 保利置业集团核心管理层	9
表 3: 保利置业 2020 年以来各城市拿地面积 (万方)	11
表 4: 保利置业集团 2026-2028E 盈利预测	21
表 5: 可比公司 PB 估值	21

1. 保利置业集团是保利集团地产主业重要柱石

1.1 公司简介：提质增效、进入高质量发展期

保利置业集团有限公司(00119.HK)，简称保利置业，总部设在香港和上海，于香港联交所主板上市，公司前身为成立于1985年的嵘高贸易有限公司。作为中国保利集团地产主业的重要柱石、资本市场的重要平台和海外布局的重要窗口，公司通过多元化业务板块的扩展，形成了物业开发、物业投资及管理、酒店及餐厅营运和其他等业务板块。

保利置业发展历程分为**初创与多元化探索期、聚焦主业与规模扩张期、提质增效与高质量发展期**三个阶段。

(一) 初创与多元化探索期(1985-2004年)

1985年，保利置业集团的最初前身嵘高贸易有限公司在港成立。1993年，保利集团通过嵘高贸易收购香港上市公司新海康航业投资55%股权，实现在港主板上市。1996年，保利置业集团旗下上海保利物业酒店管理在北京成立。

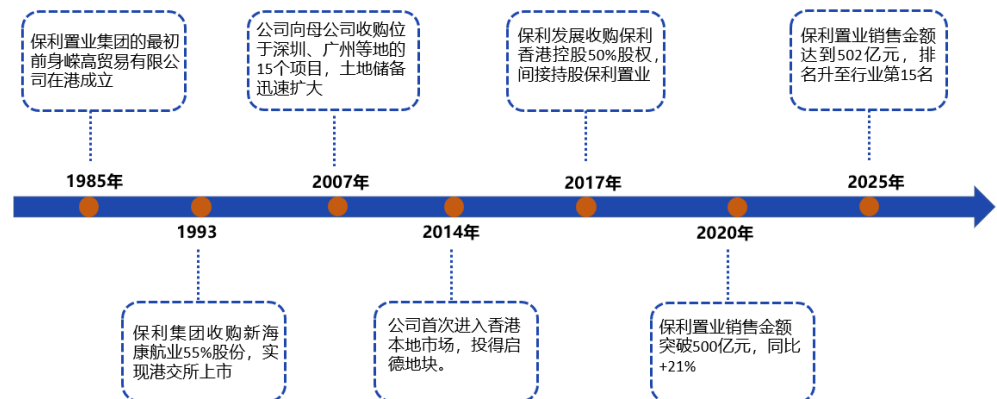
(二) 聚焦主业与规模扩张期(2005-2021年)

2005年，新海康航业投资更名为保利(香港)投资有限公司，正式确立以房地产开发为主业的战略。2007年，公司向母公司收购位于深圳、广州等地的15个项目，土地储备迅速扩大。2012年，保利香港更名为保利置业。2014年，公司首次进入香港本地市场。2017年，保利发展收购保利香港控股50%股权，间接持股保利置业。2020年，保利置业销售金额突破500亿元，同比+21%。

(三) 提质增效与高质量发展期(2022年至今)

2022年，保利商旅酒店成立，开启酒店轻资产业务运营模式。2024年，公司实现年度销售542亿，位列行业第17名。2025年，公司合约销售金额达到502亿元，排名升至行业第15名。

图1：保利置业发展历程

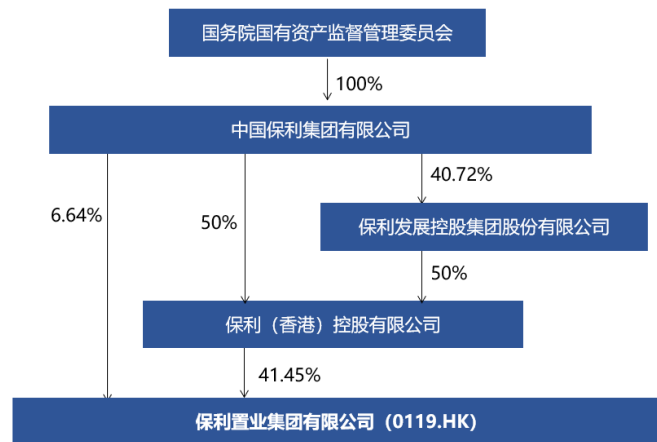


资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

1.2 股权结构：央企控股、保利集团并表

保利置业股权结构清晰，央企控股、保利集团并表。公司控股股东为保利（香港）控股有限公司，2018 年保利发展完成保利置业母公司保利香港控股 50% 股权收购，当前保利集团和保利发展各持有保利香港控股 50% 股权，保利置业由保利集团并表。截至 2025 年末，保利（香港）控股直接持有公司 3.15% 股份，通过其 100% 控股公司 Ting Shing Holdings Limited 间接持股 38.30%，总持股 41.45%，为第一大股东；其他公众股东持股 58.55%，其中包括保利集团直接持有的保利置业 6.64% 股份。

图 2：保利置业股权结构（截至 2025 年末）

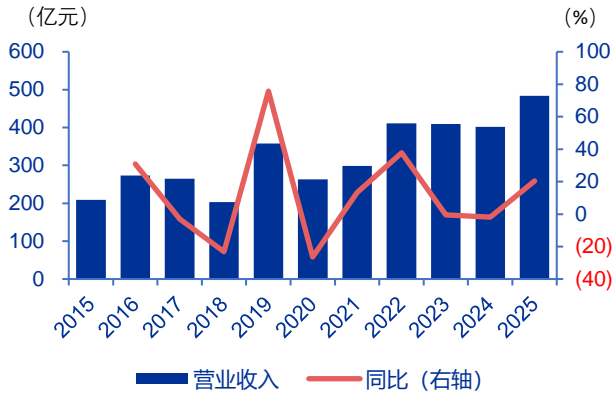


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 业务结构：物业开发绝对主导，多元业务协同发展

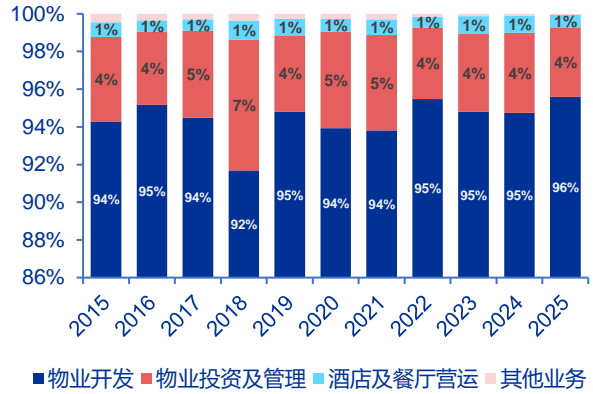
保利置业主营物业开发，辅以物业投资及管理、酒店及餐厅营运和其他业务。2025 年，公司实现营业收入 484 亿元，同比+20%。从业务结构上看，物业开发占收入的 95.6%，物业投资及管理占 3.7%，酒店及餐厅营运占 0.7%；公司毛利润 82 亿元，同比+25%；归母净利润 2.3 亿元，同比+23%。

图 3：保利置业营收及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：保利置业各业务类型营收占比



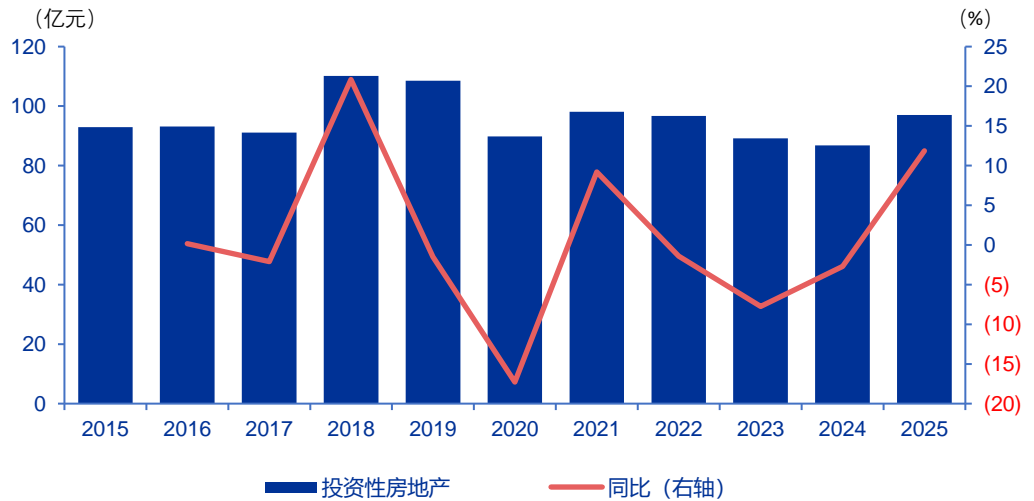
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1) 物业开发是保利置业的绝对核心业务。公司业务主要聚焦于长三角、大湾区；2025 年公司物业开发营收 463 亿元，同比+21%；销售金额 502 亿元，同比-7%，近年来稳定在 500 亿元规模。

2) 物业投资及管理业务上，2025 年末，公司投资物业总建筑面积 79 万平，持有投资物业价值 97 亿元；2025 年公司物业投资及管理项目营收 18 亿元，同比+4%。公司核心物业主要布局在北京、上海、深圳、武汉等城市，涉及办公、商业、酒店等业态；其中北京保利大厦、上海保利广场、上海证券大厦、深圳保利文化广场内在价值可观，经营表现良好，成为地标式建筑。

3) 酒店营运方面，公司酒店板块已布局在全国 8 个城市共 9 家酒店，酒店资产值 34 亿元；2025 年营收 3 亿元，同比-11%。

图 5：保利置业投资性房地产及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：保利置业核心经营物业

地区	项目	建筑面积 (万平)	2025 平均出租率(%)	2024 平均出租率(%)	权益比例 (%)	物业类型
投资物业						
北京	北京保利大厦	1.5	69%	75%	75%	办公楼
上海	上海保利广场	3	68%	72%	100%	办公楼及商业
上海	上海证券大厦	4.8	56%	57%	100%	办公楼
深圳	深圳保利文化广场	13.5	100%	92%	100%	商业
武汉	武汉保利广场	5.6	61%	52%	100%	办公楼
酒店						
北京	北京保利大厦酒店	6.3	71%	74%	75%	酒店
上海	上海嘉定凯悦酒店	6.9	81%	79%	100%	酒店
武汉	武汉保利大酒店	2.8	44%	62%	100%	酒店

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 管理层：结构完善，经验丰富

公司董事管理层结构完善，从业经验丰富。目前公司董事会包括两位执行董事、三位非执行董事、四位独立非执行董事。公司两位执行董事在保利集团任职时间均接近 30 年、经历多部门历练，经验丰富；董事会主席万宇清先生于 1997 年加入保利集团，历任保利南方集团及本公司下属公司副总经理、常务副总经理、董事长；于 2016 年 7 月获委任为本公司副总经理，于 2021 年 10 月获委任为本公司董事会主席。执行董事胡在新先生于 1998 年加入保利发展控股，先后在保利发展、保利物业担任要职，于 2024 年 3 月担任公司执行董事及董事总经理；此外三位非执行董事行业履历丰富，有效帮助公司稳健经营。

表 2：保利置业集团核心管理层

姓名	职务	任职日期	简介
万宇清	董事会主席 执行董事	2021-10-26	万宇清，持有清华大学五道口金融学院工商管理硕士。万先生于 1997 年加入保利集团，历任保利南方集团及本公司下属公司副总经理、常务副总经理、董事长。万先生于 2016 年 7 月获委任为本公司副总经理；于 2021 年 10 月获委任为本公司董事会主席，现为本公司提名委员会主席。
胡在新	执行董事	2024-03-14	胡在新，持有中山大学管理学院商业经济专业硕士研究生及中国传媒大学传媒经济学专业博士研究生。胡先生 1998 年加入保利发展控股；于 2002 年 9 月至 2021 年 9 月期间，胡先生分别先后出任保利发展控股策划研究中心副经理、营销中心总经理、品牌管理中心总经理、行销总监、总经理助理、副总经理等要职。胡先生亦于 2009 年 4 月至 2018 年 6 月期间担任保利物业董事长。胡先生于 2024 年 3 月获委任为本公司执行董事及董事总经理。
邓欢	非执行董事	2025-02-21	邓欢，于二零二五年二月获委任为本公司非执行董事、审核委员会及环境、社会及管治委员会成员。现任中国保利集团专职外部董事、上海保利置业董事及保利投资控股有限公司董事。
张毅	非执行董事	2025-02-21	张毅，于二零二五年二月获委任为本公司非执行董事、审核委员会及薪酬委员会成员。张先生现任中国保利集团专职外部董事，保利国际控股有限公司董事，上海保利置业董事。
耿跃华	非执行董事	2025-11-10	耿先生现任中国保利集团有限公司专职外部董事、保利(香港)控股有限公司董事及保利置业集团有限公司(上海)董事。

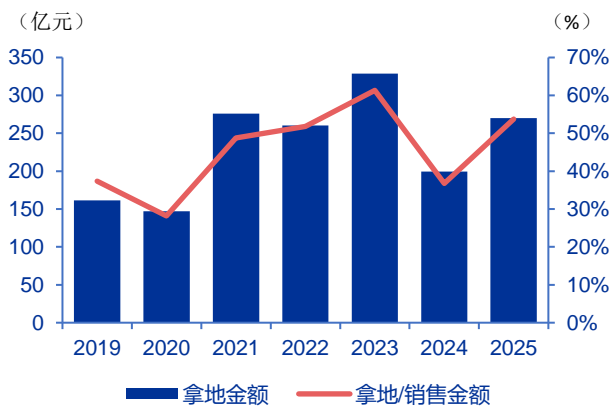
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 投资积极扩张，在发展中盘活库存、优化土储

2.1 拿地积极、聚焦核心城市拿地

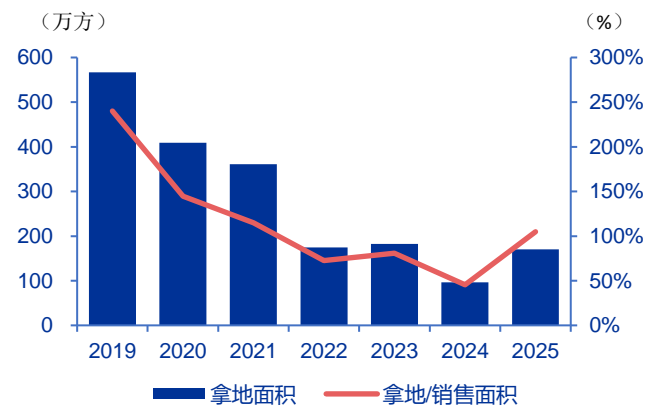
2020-2025 年拿地销售金额比 47%，投资积极、聚焦一二线城市。2020-2025 年公司总拿地金额 1,481 亿元，拿地销售金额比 47%；总拿地面积 1,393 万方，拿地销售面积比 97%。公司整体拿地仍处于较为积极态势，同时更为聚焦核心城市，2025 年公司拿地金额 270 亿元，同比+35%；拿地面积 170 万方，同比+76%；按区域分布，公司在一线、二线、三线城市拿地面积占比分别为 32%、49%、19%；公司拿地均价持续提升，楼面价从 2020 年前的 0.36 万元/平持续提升至 2025 年的 1.59 万元/平。

图 6：保利置业拿地金额及拿地强度



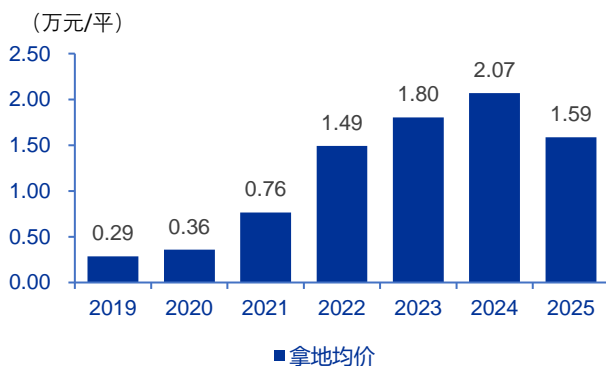
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：保利置业拿地面积及拿地强度



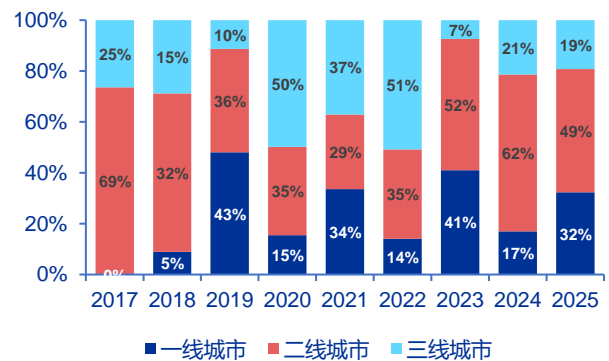
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：保利置业拿地均价



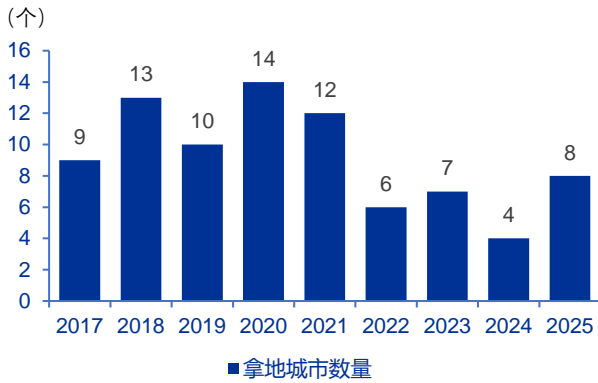
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：保利置业拿地面积城市能级分布

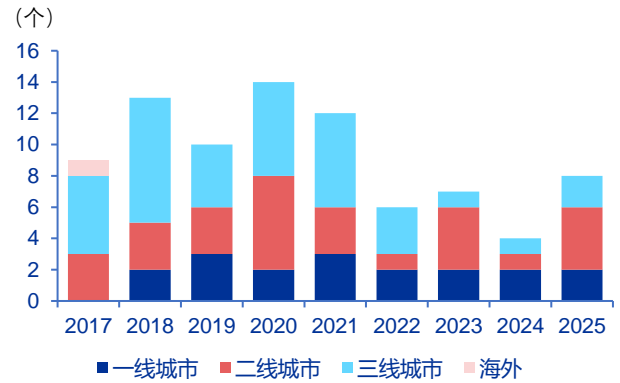


资料来源：公司公告，申万宏源研究

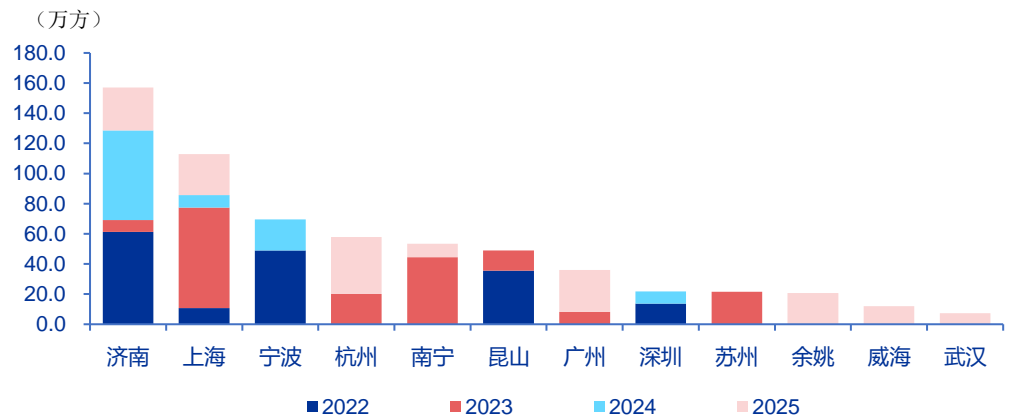
2022-25 年聚焦济南、上海、宁波、杭州核心四城，拿地面积占比 64%。从拿地具体城市分布看，公司自 2021 年开始大幅缩小拿地城市布局，巩固具备优势二线城市外，也在加大一线城市投资。2022-25 年拿地城市布局稳定在 4-8 个城市；2024 年公司仅在济南、上海、宁波、深圳获取土地；2025 年聚焦杭州、济南、广州、上海、余姚、威海、南宁、武汉 8 城，其中杭州、上海、济南、广州拿地面积占比合计高达 71%。从获取土地规模看，2022-25 年公司在济南、上海、宁波、杭州分别获取土地面积 157、113、70、58 万方，占比总拿地面积的 25%、18%、11%、9%，累计占比 64%。

图 10：保利置业拿地城市数量梳理


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：保利置业拿地城市数量各线城市分布


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：保利置业 2022 年以来拿地面积城市情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：保利置业 2020 年以来各城市拿地面积 (万方)

		2020	2021	2022	2023	2024	2025
济南	二线城市	22.3	52.5	61.2	8.0	59.4	28.5
上海	一线城市	30.4	8.6	10.7	66.7	8.3	27.1
宁波	三线城市	32.6	22.4	49.0	0.0	20.6	0.0
杭州	二线城市	30.4	0.0	0.0	20.1	0.0	37.8
南宁	二线城市
昆山	三线城市	22.1	46.6	35.6	13.4	0.0	0.0

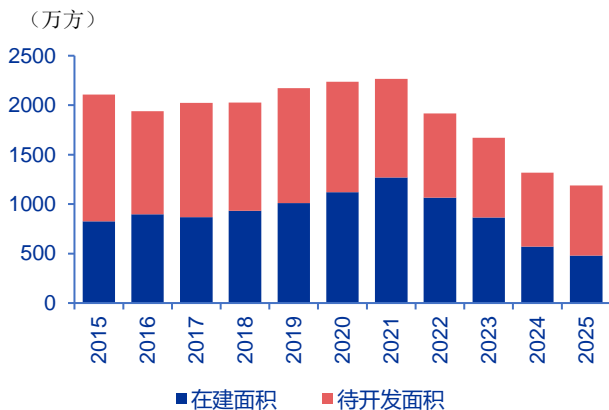
广州	一线城市	33.0	52.8	0.0	8.1	0.0	27.8
深圳	一线城市	0.0	60.0	13.8	0.0	8.0	0.0
苏州	二线城市	10.1	23.4	0.0	21.5	0.0	0.0
余姚	三线城市	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.6
威海	三线城市	34.5	0.0	0.0	0.0	0.0	12.0
武汉	二线城市	22.8	0.0	0.0	0.0	0.0	7.4
常熟	三线城市	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0
哈尔滨	二线城市	83.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
贵阳	二线城市	0.0	29.9	0.0	0.0	0.0	0.0
常州	三线城市	0.0	22.7	0.0	0.0	0.0	0.0
昆明	二线城市	22.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
佛山	三线城市	0.0	20.9	0.0	0.0	0.0	0.0
烟台	三线城市	18.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
柳州	三线城市	12.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
太仓	三线城市	0.0	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0
宁海	三线城市	0.0	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0
合计		409.2	361.0	174.3	182.3	96.3	170.1

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 土储回归一二线，积极去化滞重库存

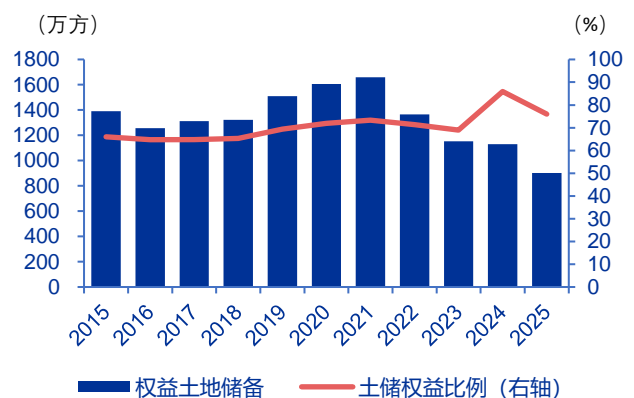
公司土储 1,188 万方，其中一二线占比 71%。截至 2025 年末，公司整体在手土储 1,188 万方，其中在建面积 480 万方、待建面积 708 万方，其中一线、二线、三线城市土储面积占比 30%、42%、29%，公司通过积极拿地策略持续盘活土地储备，提升土储结构；2025 年公司土地储备权益比 76%，保持相对稳定态势。

图 13：保利置业土地储备面积



资料来源：公司公告，申万宏源研究

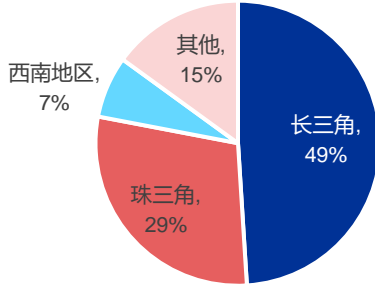
图 14：保利置业权益土储及权益比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

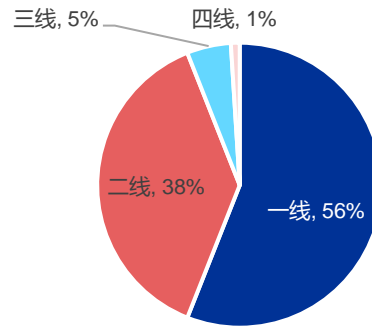
以土地成本计算，公司一二线城市土储占比高达 94%。截至 2025 年末，公司土地储备中，按土地成本计算，公司在一线、二线、三线、四线城市土地成本占比分别为 56%、38%、5%、1%；长三角、珠三角、西南及其他区域占比分别为 49%、29%、7%、15%。

图 15: 保利置业土地储备按土地成本区域划分



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 保利置业土地储备按土地成本城市能级划分



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

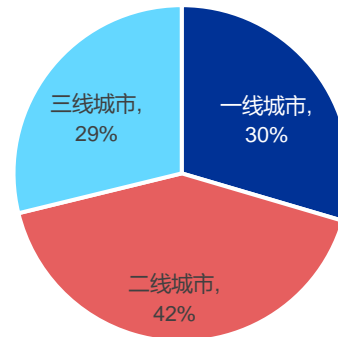
积极去化滞重库存, 改善土储结构。 存货方面, 2025 年公司存货 1,126 亿元, 自 2023 年后有所下滑, 从结构看存货中现货规模 356 亿元, 占比 32%, 较 24 年末同比-4pct。

图 17: 保利置业存货及同比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

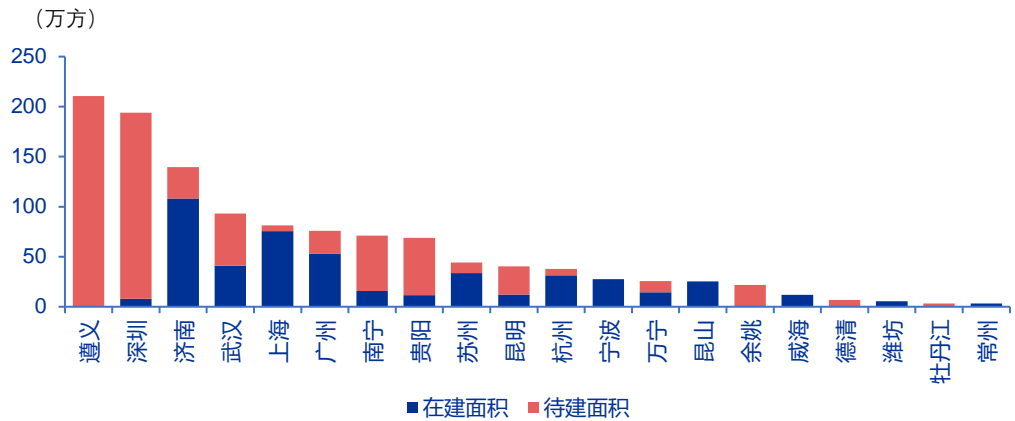
图 18: 保利置业 2025 年土储面积城市能级分布



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

从城市布局看, 公司土储主要聚焦在遵义、深圳、济南、武汉、上海等城市, 占比总土地储备规模的 60%。遵义项目于 2011 年获取, 目前剩余 211 万方处于土地状态; 深圳保利勤诚达誉都项目为公司 2019 年初通过旧改方式获取, 目前仍有 186 万方处于土地状态。

图 19: 保利置业 2025 年土地储备城市分布

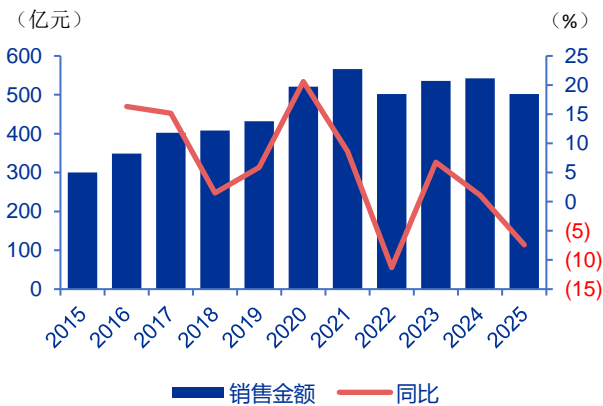


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3. 近年销售稳定 500 亿规模, 行业排名大幅跃迁

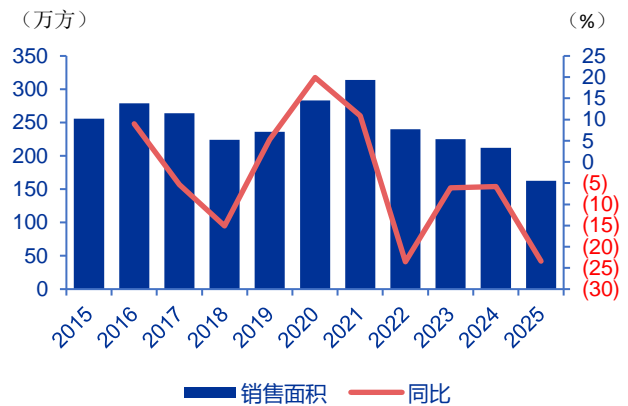
近年销售保持稳定, 行业排名大幅跃迁。2015 年以来公司销售规模持续增长, 至 2021 年公司销售金额创历史新高, 达到 566 亿元; 此后销售在 500 亿元规模持续波动; 2025 年公司实现销售金额 502 亿元, 同比-7%; 销售面积 162 万方, 同比-23%; 销售均价 3.1 万元/平方米, 同比+21%; 在房地产行业大幅下行的背景下, 公司 2021-2025 年销售金额仅累计下降-11%, 显著跑赢全国商品房销售额累计降幅-54%; 从行业排名看, 根据克而瑞数据, 公司销售排名从 2019 年的 68 名提升至 2025 年的行业第 15 名。

图 20: 保利置业销售金额及同比



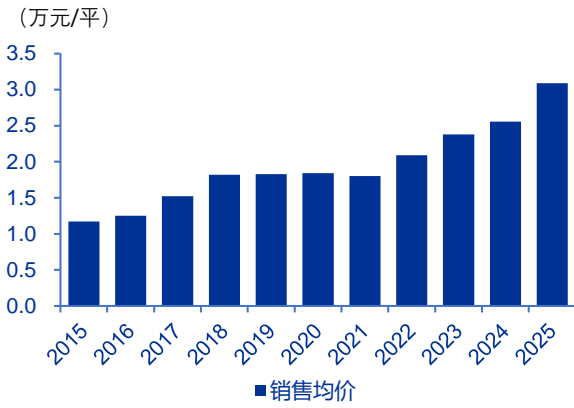
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 21: 保利置业销售面积及同比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 22: 保利置业销售均价



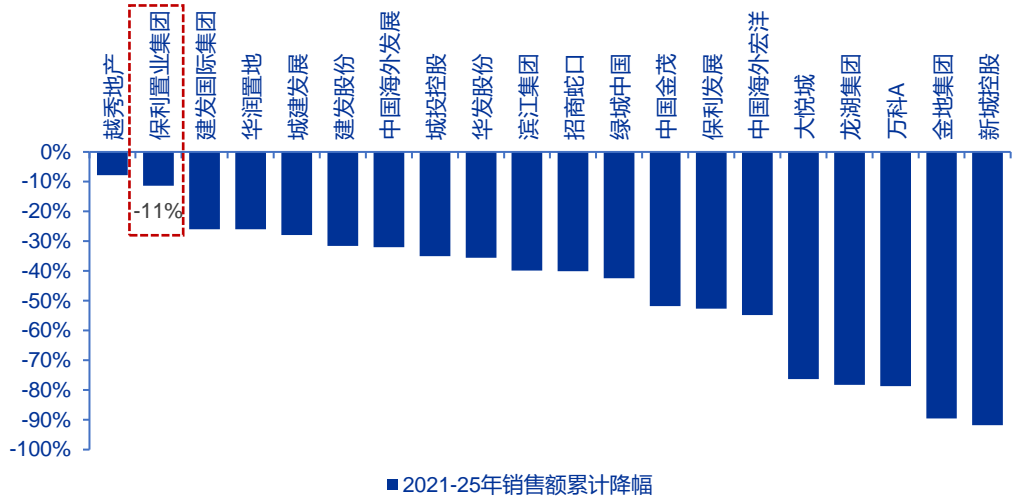
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 23: 保利置业销售规模排名



资料来源: 克而瑞, 申万宏源研究

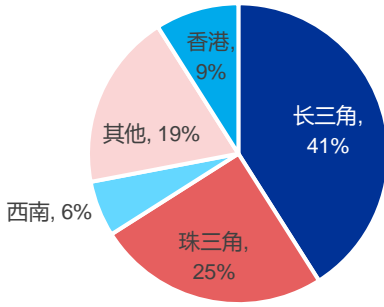
图 24: 主要房企 2021-2025 年销售金额累计降幅



资料来源: 各公司公告, 克而瑞, 申万宏源研究

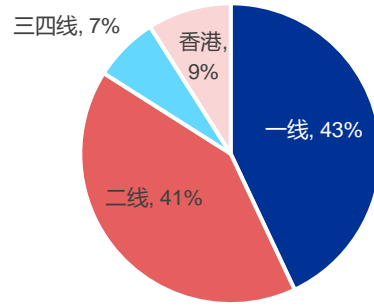
销售聚焦核心都市圈，一二线及香港销售占比超 90%。从区域分布看，公司 2025 年销售主要布局在长三角、珠三角区域，销售额中长三角、珠三角、西南区域分别占比 41%、25%、6%，公司战略仍然聚焦核心都市圈。从城市能级看，2025 年公司销售额中一线、二线、三四线、香港占比分别为 43%、41%、7%、9%。从城市看，根据克而瑞和中指院数据，2025 年公司主要核心城市分别实现销售：上海 80 亿元、济南 60 亿元、广州 59 亿元、深圳 59 亿元、苏州 32 亿元、宁波 32 亿元，上述 6 城销售额占比高达 64%；公司当前销售在多个城市销售排名中名列前茅。

图 25: 保利置业 2025 年销售金额区域分布



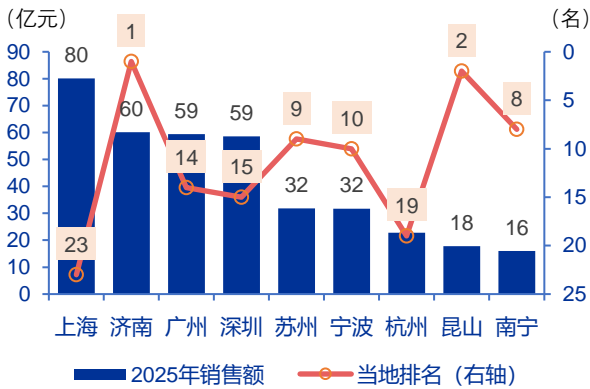
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 26: 保利置业 2025 年销售金额城市能级分布



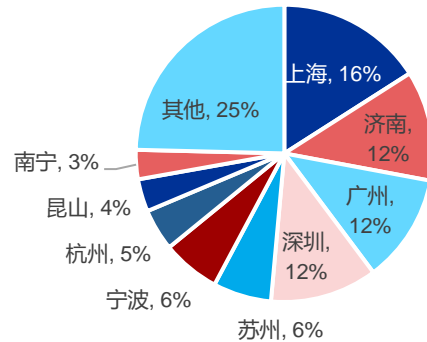
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 27: 保利置业 2025 年销售金额城市分布



资料来源: 克而瑞, 中指院, 申万宏源研究 (备注: 除杭州使用中指院数据外, 其他使用克而瑞数据)

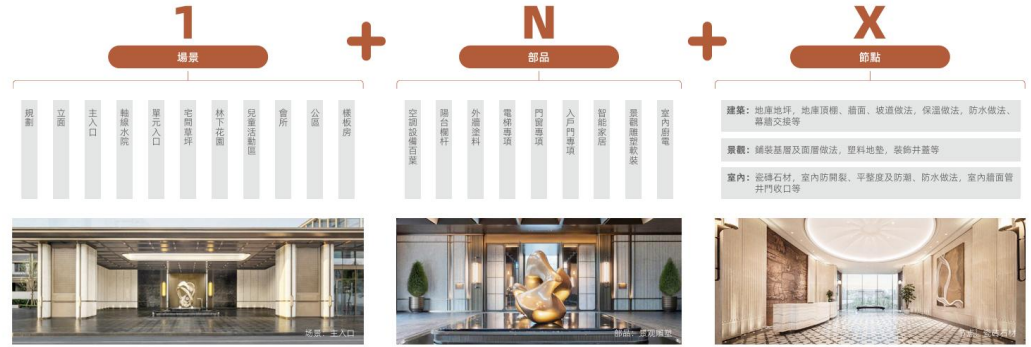
图 28: 保利置业 2025 年销售金额城市占比



资料来源: 克而瑞, 中指院, 申万宏源研究 (备注: 除杭州使用中指院数据外, 其他使用克而瑞数据)

公司坚定推进产品领先, 战略性推进 1+N+X 产品定型工作。保利置业创建“人居四感”体系, 以“质量八性”为筑家之本, 细化为 32 项质量刻度, 实现从营造好房子到成就好生活的跨越。产品落地层面, 公司**战略性推进 1+N+X 产品定型工作 (1 场景+N 部品+X 节点)**, 构建了涵盖**甲第系、誉系、赋系、印系、壹号系**的产品矩阵; 系统打造了包含材料数据库、产品基因库、空间智能中枢和创新工坊的**四维技术矩阵**, 全面推动产品研发从选材、设计到施工实现从经验驱动向科学化、标准化的系统性跨越。

图 29: 保利置业推进 1+N+X 产品定型工作



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 30: 甲第系: 广州保利翡丽甲第产品



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 31: 誉系: 深圳保利臻誉



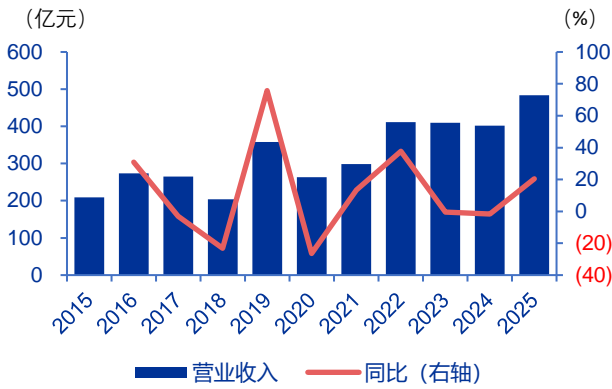
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 财务及估值: 绿档央企, 财务稳健, 估值低位

4.1 财务: 业绩端筑底在望, 资金面持续优化

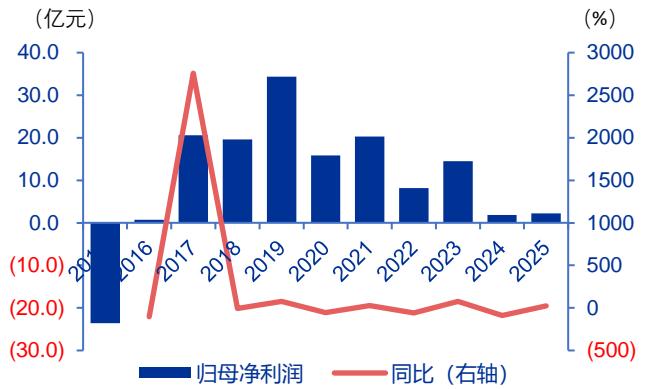
营收稳步提升, 利润率略有回升, 业绩筑底在望。公司 2025 年度营收 484 亿元, 同比+20%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比+23%; 公司实现毛利率 17%、净利率 0.5%, 同比分别+0.6pct、持平。公司毛利率自 2018 年达到高点后持续下滑, 符合房地产景气度下行大趋势, 但 2025 年公司毛利率出现小幅反弹, 后续利润率有望触底反弹。从期间费率方面, 公司 2025 年期间费率 9.5%, 同比-1.1pct; 其中销售费率、管理费率、财务费率分别为 4.6%、2.7%、2.2%, 销售费率有所回升, 但管理、财务费率均在改善。当前公司业绩仍处于底部状态, 后续随着房地产市场筑底企稳, 公司利润率有望持续改善, 推动业绩稳步增长。

图 32: 保利置业营收及同比



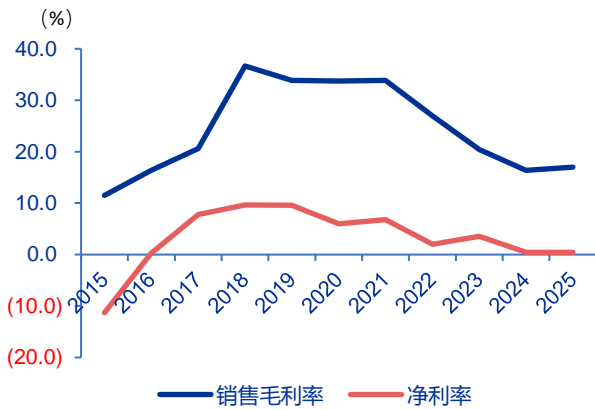
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 33: 保利置业归母净利润及同比



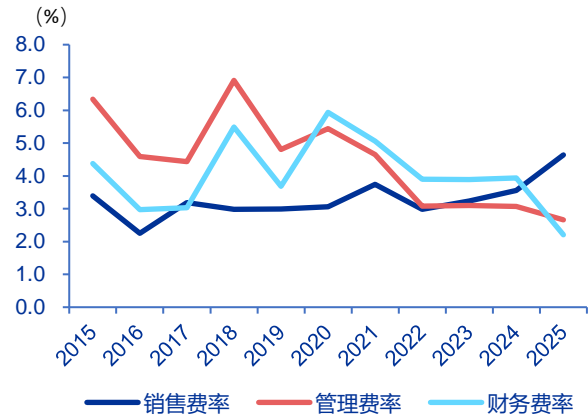
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 34: 保利置业销售毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 35: 保利置业期间费率



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

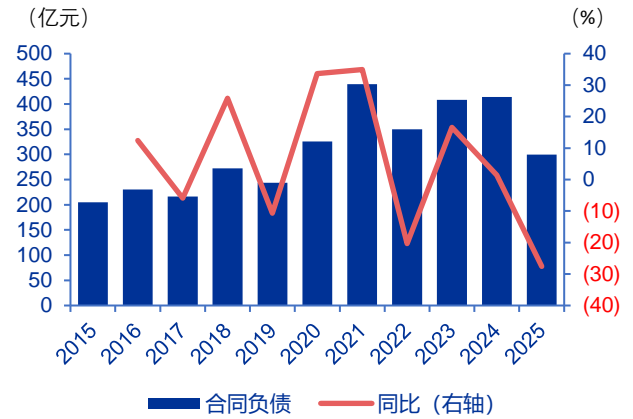
绿档央企, 融资成本持续改善。截至 2025 年末, 公司货币资金 311 亿元, 同比-10%; 有息负债 702 亿元, 同比-0.4%, 保持在可控区间; 剔除预售款后的资产负债率为 69%, 净负债率 82%, 现金短债比为 1.85, 保持稳健的财务状况。公司 25 年融资成本下降至 2.9%, 从 2019 年高点 5.5%持续下滑, 凸显公司安全边际高、融资优势明显。从资本化比例看, 公司 2025 年财务成本中资本化比例 58%, 同比+15pct。

图 36: 保利置业货币资金及同比



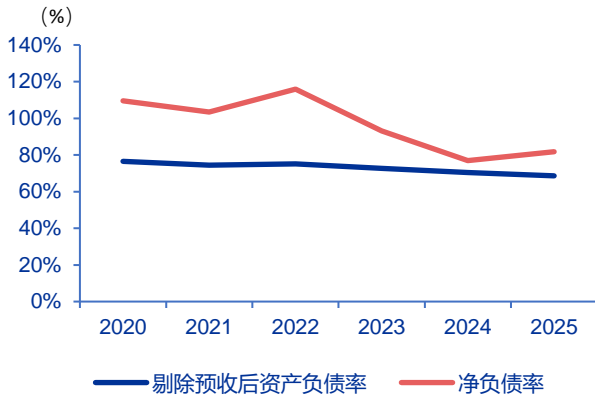
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 37: 保利置业合同负债及同比



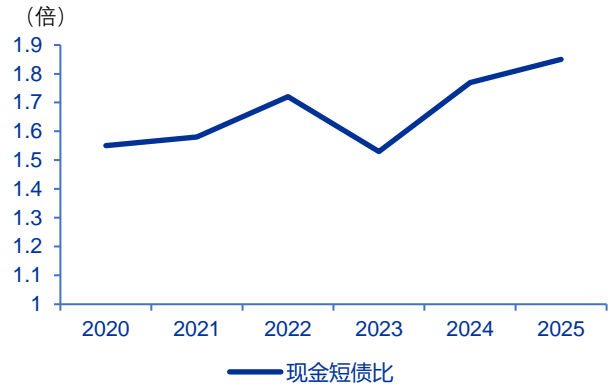
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 38: 保利置业剔除预收后资产负债率及净负债率



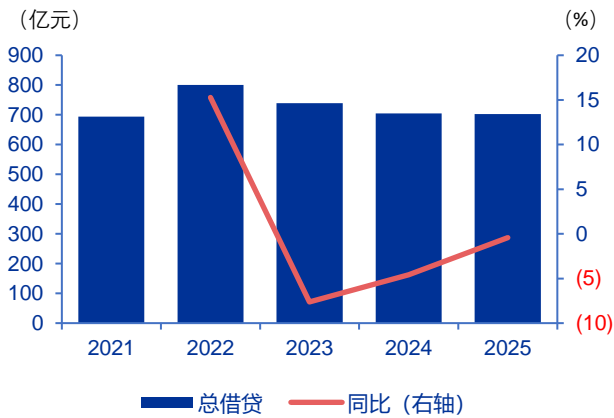
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 39: 保利置业现金短债比



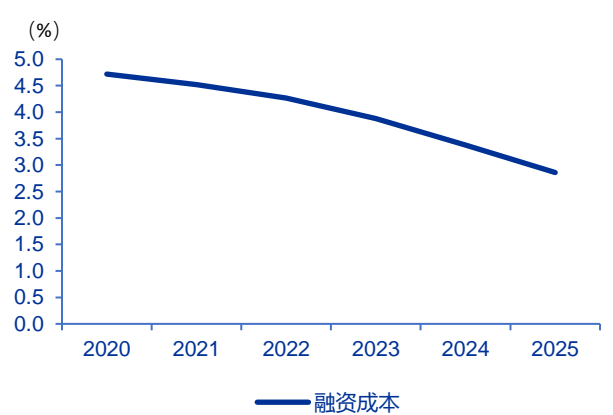
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 40: 保利置业有息负债规模及同比



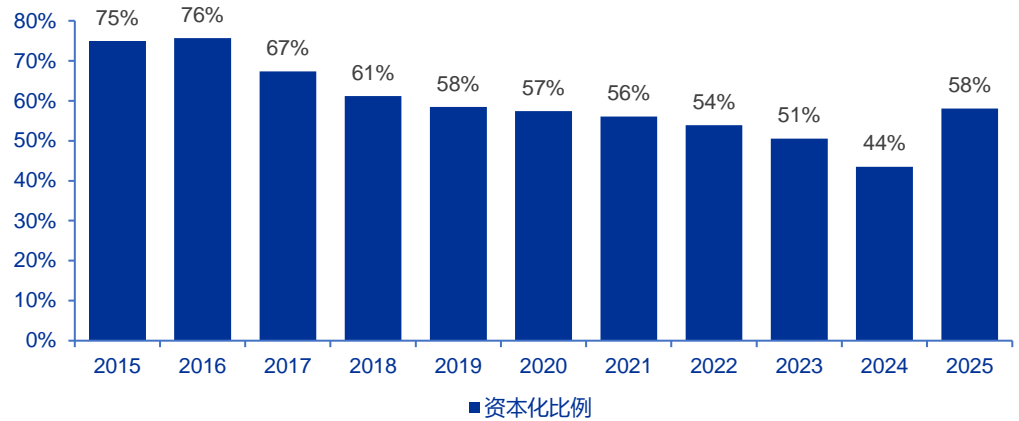
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 41: 保利置业融资成本



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

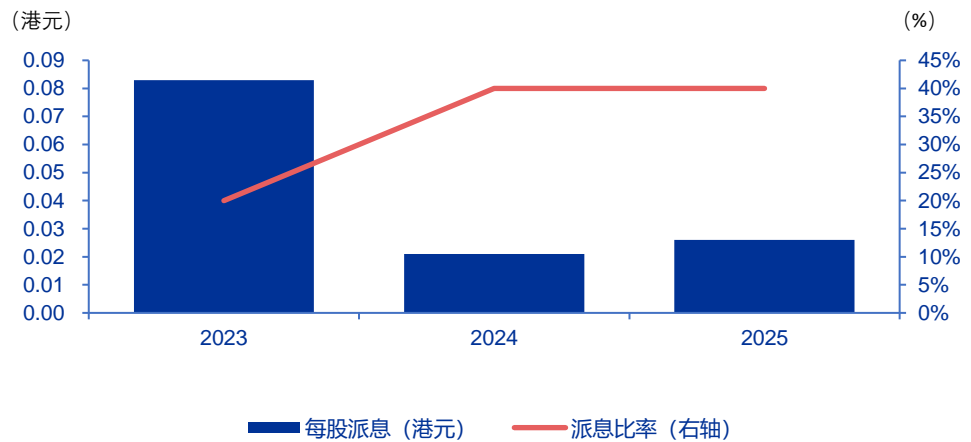
图 42: 保利置业财务成本中资本化比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024-25 年公司分红比例稳定在 40%。公司尽管业绩短期承压，但分红比例仍然客观，2023 年公司分红比例 20%，此后 24-25 年持续提升至 40%，保持慷慨分红策略。

图 43: 保利置业分红及分红比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 盈利预测：未来 3 年业绩稳定修复

保利置业集团形成了物业开发、物业投资及管理、酒店及餐厅营运和其他等业务板块。具体来看：

- 1) 物业开发方面，2023-2025 年公司销售规模分别 536、542、502 亿元，整体稳中略降，推动后续结算端表现稳定；预计 2026-2028 年物业开发收入增速分别为-4.5%、-2.3%、+1.2%；利润率方面考虑到当前结算仍然较多为老库存项目结转，因此利润率略有压力，预计 2027-2028 年将有所改善。

- 2) 物业投资和管理方面, 近年来投资物业规模保持小幅增长, 带动租金及管理收入稳步增长, 预计 2026-2028 年保持 5%复合增速。
- 3) 酒店方面, 整体略有承压, 预计 2026-28 年收入端增速均为-5%。

综上所述, 预计公司 2026-2028 年整体营收增速分别为-4.1%、-2.0%、+1.3%; 归母净利润增速分别为-1.0%+34.9%、+33.4%。短期内公司受到行业景气度影响、业绩规模较低, 导致表观 PE 较高, 但从 PB 端看, 公司当前 PB (LF) 仅 0.24 倍; 估值最低, 处于明显低估状态, 可比公司 PB 均值 0.40 倍, 若修复至可比公司均值水平, 则目标价达 3.77 港元。

表 4: 保利置业集团 2026-2028E 盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,208	48,382	46,376	45,453	46,044
同比	-1.8%	20.3%	-4.1%	-2.0%	1.3%
其中:					
物业开发	38,095	46,252	44,173	43,172	43,680
同比	-1.8%	21.4%	-4.5%	-2.3%	1.2%
物业投资及管理	1,707	1,779	1,868	1,961	2,059
同比	0.5%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
酒店及餐厅营运	365	324	308	292	278
同比	-3.2%	-11.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他业务	43	27	27	27	27
同比	-17.3%	-37.2%	0.0%	0.0%	0.0%
归属普通股股东净利润	183	225	223	301	401
同比	-87.3%	23.2%	-1.0%	34.9%	33.4%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 5: 可比公司 PB 估值

公司代码	公司简称	收盘价	市净率 PB (LF)
		5月18日	
600048.SH	保利发展	6.05	0.38
0123.HK	越秀地产	4.40	0.31
0688.HK	中国海外发展	15.92	0.42
0817.HK	中国金茂	1.72	0.60
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.96	0.31
	平均值		0.40
0119.HK	保利置业集团	2.21	0.24
	目标价	3.77	

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (备注: 收盘价除保利发展为人民币单位, 其他为港元)

5. 投资分析意见：首次覆盖，并给予“买入”评级

保利置业集团布局中国核心一二线城市，投资积极、聚焦核心四城；推动土储结构持续优化、积极去化滞重库存；多维产品持续创新。我们认为，随着核心城市有望率先止跌回稳，公司销投积极、资产质量改善，预计将进入业绩及估值戴维斯双击。预计公司 2026-28 年归母净利润 2.2、3.0、4.0 亿元，同比分别-1%、+35%、+33%；当前公司 PB 仅 0.24 倍，在可比公司（均值 0.40 倍）中最低，明显低估；首次覆盖，目标价 3.77 港元，并给予“买入”评级。

6. 风险提示：销售回款不及预期；市场回暖不及预期。

- 1) 市场回暖不及预期，导致公司销售额低于预期；
- 2) 房价再次超预期下跌，导致公司销售额超预期下行。

合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,208	48,382	46,375	45,452	46,044
主营收入	40,208	48,382	46,375	45,452	46,044
营业成本	-33,613	-40,148	-38,863	-37,816	-38,216
销售和管理费用	-2,667	-3,533	-3,035	-2,906	-2,916
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营损益	671	547	232	227	460
财务费用	-1,583	-1,068	-1,238	-1,108	-1,041
投资收益	190	-26	-25	50	50
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	-964	-1,245	-1,464	-1,493	-1,463
除税前利润	2,242	2,909	1,982	2,406	2,918
所得税	-2,146	-2,276	-1,487	-1,805	-2,188
净利润	96	634	496	602	729
少数股东损益及其他	-87	409	273	301	328
归属普通股股东净利润	183	225	223	301	401

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并资产负债表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	178,963	161,175	161,076	161,404	161,925
现金及等价物	34,508	31,076	32,463	34,037	33,085
应收款项	17,655	16,867	16,943	17,120	17,435
存货净额	125,532	112,599	111,036	109,613	110,772
其他流动资产	1,269	633	633	633	633
非流动资产	19,739	20,625	21,688	20,779	20,594
长期投资	6,429	5,945	7,225	6,535	6,568
固定资产	3,393	3,273	3,055	2,837	2,619
投资物业	8,677	9,706	9,706	9,706	9,706
无形资产及商誉	530	494	494	494	494
其他非流动资产	710	1,207	1,207	1,207	1,207
资产总计	198,703	181,800	182,763	182,182	182,519
流动负债	99,642	79,059	79,527	78,345	77,952
短期借款	9,416	11,691	11,929	11,691	11,691
应付款项	80,012	62,158	62,387	61,443	61,051
其他流动负债	10,213	5,210	5,210	5,210	5,210
非流动负债	52,514	55,005	55,005	55,005	55,005
负债合计	152,155	134,065	134,533	133,350	132,957
股本	15,712	15,712	15,712	15,712	15,712
总储备	18,497	18,007	18,230	18,531	18,932
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	12,338	14,016	14,288	14,589	14,917
权益总额	46,547	47,735	48,231	48,832	49,562
负债和股东权益合计	198,703	181,800	182,763	182,182	182,519

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	96	634	496	602	729
加：折旧摊销减值			218	218	218
利息净支出			1,238	1,108	1,041
投资损失			25	-50	-50
营运资本变动			1,715	303	-1,866
其他经营现金流			1,464	1,493	1,463
经营活动现金流	6,795	3,556	5,156	3,673	1,535
资本开支			0	0	0
其它投资现金流			-	-	-
投资活动现金流	-553	-992	-2,769	-752	-1,447

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

第23页 共25页

简单金融 成就梦想

支付股利和利息			-1,238	-1,108	-1,041
其它融资现金流			239	-239	0
融资活动现金流	-3,601	-5,783	-1,000	-1,347	-1,041
净现金流	2,640	-3,219	1,387	1,575	-953

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swwhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。