

保利发展 (600048.SH)

优化货值结构，夯实资产质量

核心观点：

- **业绩整体符合预期，连续三年分红 40%。**根据公司年报，保利发展 25 年营收 3081.4 亿元，同比-1.1%，毛利润 392.9 亿元，同比-9.5%，归母净利润 10.3 亿元，同比-79.3%，全年分红 4.2 亿元，分红率 40%（连续三年）。25 年业绩下滑的原因：一是公司整体、地产结算毛利率 12.7%、12.9%，较 24 年下降 1.2、1.0pct；二是减值规模增加，25 年资产及信用减值 70.7 亿元，同比+24%；三是投资收益-0.3 亿元，同比减少 18.2 亿元；四是少数股东损益占比提升。
- **连续三年销售第一，核心城市贡献突出。**25 年保利全口径销售金额 2530 亿元，同比-22%，权益比例 79%，提升 3pct，销售均价上升 14% 至 2.05 万元/平。核心城市贡献突出，根据克尔瑞，23-25 年保利发展在 20 个核心城市平均市占率 5.7%，排名主流房企第一。20 城市中 TOP3 的城市数量，保利 23-25 年平均为 8.7 个，并列第一。
- **权益补货 7 成，二线占比提升。**25 年保利全口径拿地金额 791 亿元，同比+16%，拿地权益比例 87%相对稳定，全口径拿地力度 31%，较 24 年提升 10pct，权益拿地货值 1368 亿元，约为当期权益销售的 68%，较 24 年提升 21pct。保利 25 年在 25 个城市获取 52 个项目（比 24 年多 8 个城市，多 15 个项目），广州拿地减少，增加杭州、厦门投资。
- **开源节流。**25 年末公司综合融资成本 2.72%，同比-38bp，新增有息负债融资成本 2.59%，同比-33bp，经营现金流净流入连续 8 年为正。
- **盈利预测与投资建议。**期内公司积极盘活存量资产，加大优质资源获取力度，资产结构与质量得到优化。预计 26-28 年归母净利润 22、34、47 亿元。合理价值方面，按保利 25 年归母净资产（扣其他权益工具）0.5xPB 估计，对应合理价值 8.01 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**购房者信心不足，景气度或持续维持低位，公司销售表现不及预期；房价下行存在减值压力；促销手段影响利润率。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	311,666	308,144	232,791	194,236	179,495
增长率 (%)	-10.2%	-1.1%	-24.5%	-16.6%	-7.6%
EBITDA	25,856	23,423	17,487	18,739	21,027
归母净利润	5,001	1,035	2,160	3,360	4,740
增长率 (%)	-58.6%	-79.3%	108.8%	55.5%	41.0%
EPS (元/股)	0.42	0.09	0.18	0.28	0.40
市盈率 (P/E)	21.2	70.6	32.9	21.2	15.0
ROE (%)	2.5%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%
EV/EBITDA	9.3	9.6	7.2	3.9	3.3

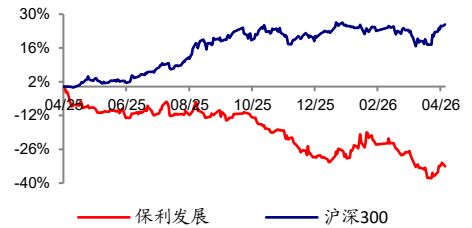
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.94 元
合理价值	8.01 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-21

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

保利发展 (600048.SH) :减	2026-01-26
值力度加大，整体符合预期	
保利发展 (600048.SH) :尾	2025-10-23
盘降价加速出清，全年业绩承压	
保利发展 (600048.SH) :低	2025-09-04
毛利项目加速出清，经营效率质量提升	

表 1：保利发展财务及经营数据

	21 年	22 年	23 年	24 年	25 年
一、利润表分析					
营业总收入（亿元）	2850.2	2811.1	3468.9	3116.7	3081.4
同比	17%	-1%	23%	-10%	-1.1%
并表结算金额（亿元）	2607.7	2565.8	3225.0	2873.5	2839.3
同比	15%	-2%	26%	-11%	-1%
其他业务收入（亿元）	242.6	245.3	243.9	243.1	242.2
同比	44%	1%	-1%	0%	0%
毛利润（亿元）	763.9	618.8	555.9	434.1	392.9
	-4%	-19%	-10%	-22%	-9.5%
整体毛利率	26.8%	22.0%	16.0%	13.9%	12.7%
地产结算毛利率	27.1%	21.8%	16.3%	13.9%	12.9%
扣税毛利率	21.3%	17.3%	13.1%	12.0%	10.9%
销售管理费用率（结算）	5.0%	4.8%	4.1%	4.5%	4.3%
资产及信用减值损失（亿元）	0.6	12.8	50.9	57.2	70.7
资产及信用减值/存货	0.0%	0.1%	0.6%	0.7%	1.1%
投资净收益（亿元）	62.1	42.0	22.1	17.9	-0.3
同比	1%	-32%	-47%	-19%	-102%
营业利润（亿元）	496.7	346.9	243.2	151.4	95.8
同比	-5%	-30%	-30%	-38%	-36.7%
归母净利润（亿元）	273.9	183.5	120.7	50.0	10.3
同比	-5%	-33%	-34%	-59%	-79.3%
扣非归母净利润（亿元）	268.3	179.7	117.9	42.6	6.6
同比	-5%	-33%	-34%	-64%	-84.5%
核心归母净利率	9.4%	6.4%	3.4%	1.4%	0.2%
分红金额（亿元）	69.4	53.9	48.6	20.2	4.2
分红率	25%	29%	40%	40%	40%
股息率	4.3%	2.8%	3.0%	1.8%	0.4%
二、销售分析					
销售金额（亿元）	5349	4573	4222	3230	2530
同比	6%	-15%	-8%	-23%	-22%
22 年以后的新货占比			39%	60%	62%
权益销售金额（亿元）	3716	2799	2883	2465	2000
同比	3%	-25%	3%	-15%	-19%
权益比例	69%	61%	68%	76%	79%
销售面积（万方）	3333	2748	2386	1797	1235
同比	-2%	-18%	-13%	-25%	-31%
销售均价（元/平）	16049	16642	17696	17980	20483
同比	9%	4%	6%	2%	14%
全口径回笼率（公告）	93.8%	93.4%	102.0%	101.4%	102.3%
三、拿地及工程面积分析					
拿地总价（亿元）	1857	1613	1632	683	791
拿地金额/销售金额	35%	35%	39%	21%	31%

权益拿地金额（亿元）	1338	1083	1359	602	688
同比	-13%	-19%	26%	-56%	14%
权益比例	72%	67%	83%	88%	87%
拿地总建面（万方）	2722	1054	1075	329	457
拿地均价（元/平）	6821	15310	15187	20776	17307
新开工面积（万方）	5155	2375	1491	1276	703
同比	11%	-54%	-37%	-14%	-45%
年初目标完成率	105%	59%	75%	71%	88%
竣工面积（万方）	4193	3975	4053	3257	2450
同比	5%	-5%	2%	-20%	-25%
年初目标完成率	105%	94%	91%	96%	96%
待售面积（万方）			7790	6258	5654
同比				-20%	-10%
1.22 以后增量项目（万方）			1182	978	925
同比				-17%	-5%
2.21 以前存量项目（万方）			6608	5280	4729
同比				-20%	-10%

四、资产负债表分析

有息负债（亿元）	3381.9	3813.4	3542.6	3488.2	3411.6
相比去年末增长	14%	13%	-7%	-2%	-2%
融资成本	4.46%	3.92%	3.56%	3.10%	2.72%
扣预资产负债率	68.0%	68.4%	67.1%	64.7%	64.2%
净负债率	55.1%	63.6%	61.2%	62.7%	66.2%
现金短债比	186%	157%	128%	159%	174%
三道红线分档	绿	绿	绿	绿	绿

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心；注：绿表示三道红线为“绿档”

一、业绩整体符合预期，连续三年分红 40%

保利发展25年营收3081.4亿元，同比-1.1%，毛利润392.9亿元，同比-9.5%，归母净利润10.3亿元，同比-79.3%，扣非净利润6.6亿元，同比-84.5%，全年分红4.2亿元，分红率40%（连续三年）。

收入方面，25年地产结算金额2839.3亿元，同比-1%，结算均价1.59万元/平，同比+12.6%，并表结算面积1790万方，同比-12.3%，好于当期竣工表现（同比-25%）。26年竣工计划1542万方，同比-37%，期末预收账款2680亿元，同比-27%，可结算资源规模下滑。

25年业绩下滑有几方面的原因：

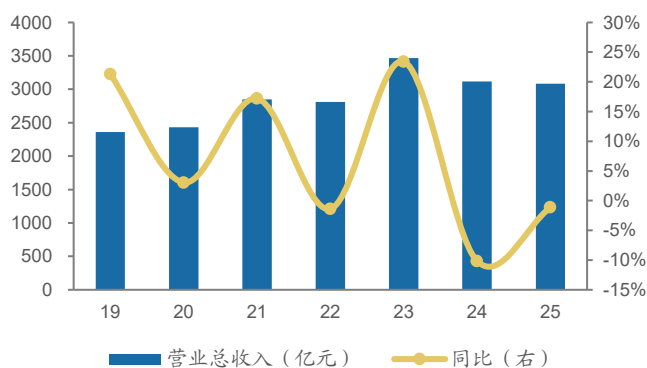
一是公司整体、地产结算毛利率12.7%、12.9%，较24年下降1.2、1.0pct，毛利同比减少41.2亿元；

二是减值规模增加，25年资产及信用减值70.7亿元，同比+24%，同比多提13.5亿元，22-25年累计减值191.6亿元，逐年递增；

三是投资收益-0.3亿元，同比减少18.2亿元；

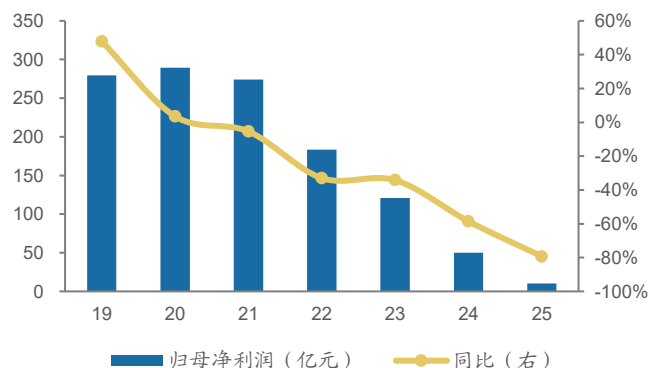
四是少数股东损益占比从24年的48.6%提升至79.4%，主要因高毛利项目低权益、低毛利项目高权益（更易降价）。

图 1：保利发展收入及增速



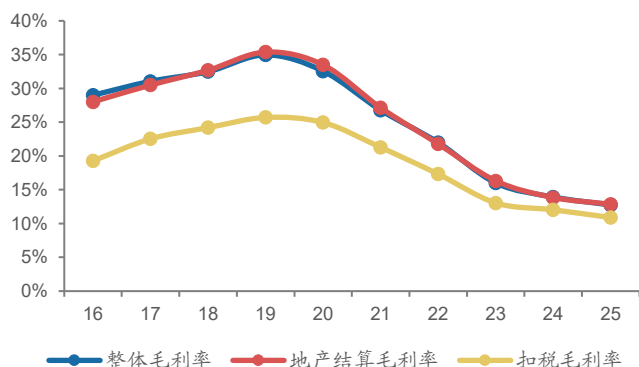
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：保利发展归母净利润及增速



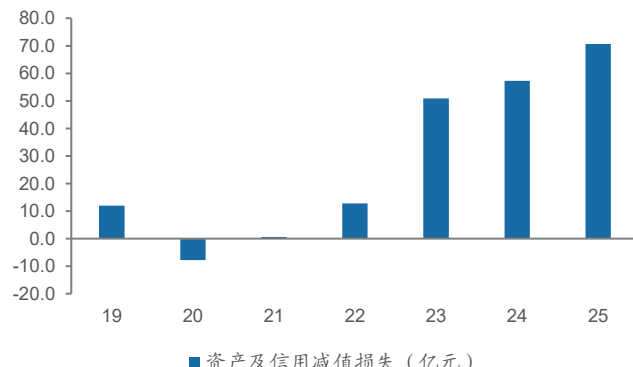
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：保利发展毛利率



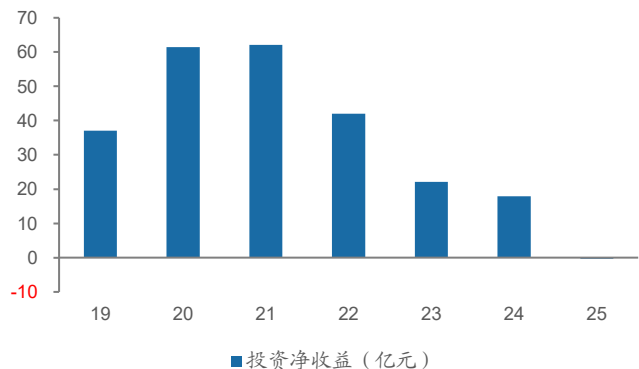
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4：保利发展减值规模



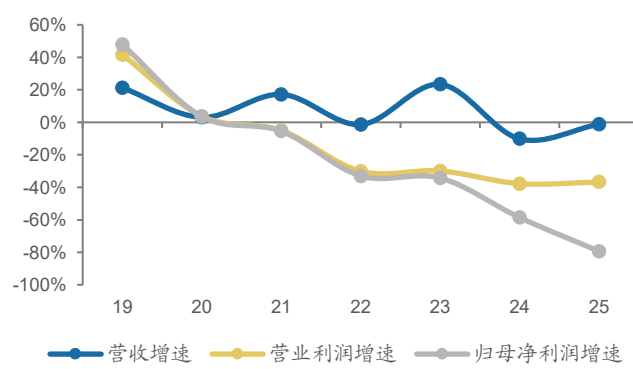
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 5：保利发展投资收益及同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：保利发展收入、营业利润及归母净利润增速

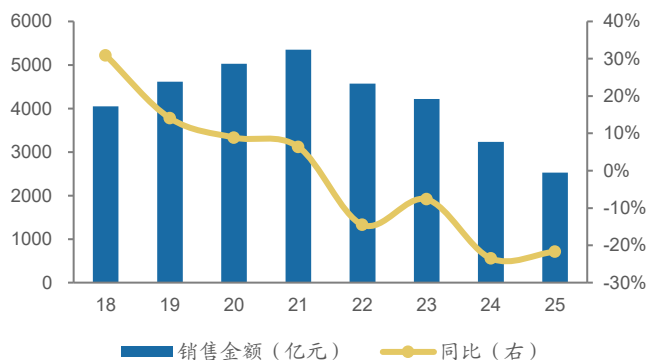


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、连续三年销售第一，核心城市贡献突出

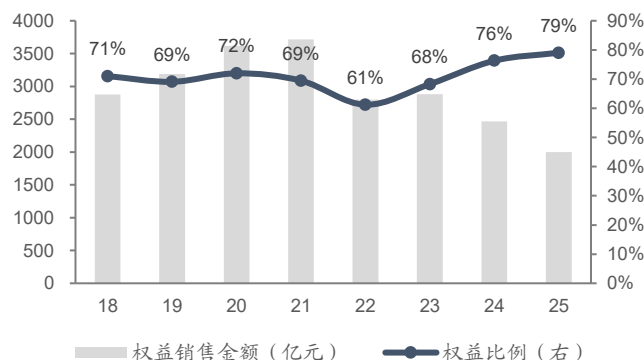
销售层面，25年保利全口径销售金额2530亿元，同比-22%，权益销售2000亿元，同比-19%，权益比例79%，提升3pct，销售均价上升14%至2.05万元/平，销售排名稳居行业第一。

图 7：保利发展销售金额及同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：保利发展权益销售金额及权益比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

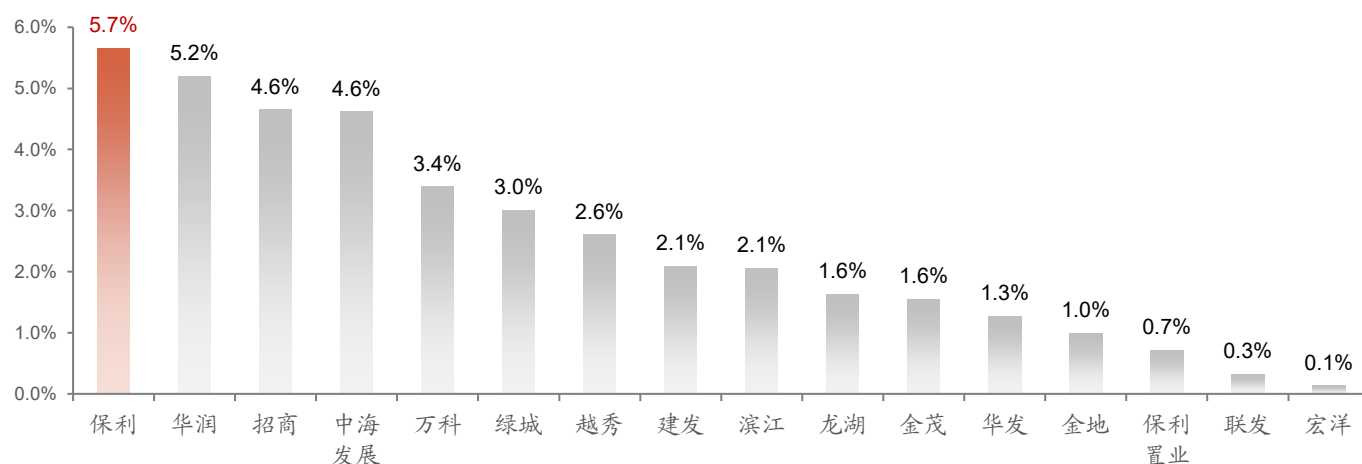
表 2：主流房企全口径销售金额排名

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展	保利发展	保利发展
2	万科 A	万科 A	万科 A	万科 A	中国恒大	万科 A	保利发展	万科 A	中海地产	中海地产
3	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科 A	融创中国	万科 A	中海地产	华润置地	华润置地
4	绿地控股	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地	万科 A	招商蛇口
5	保利地产	保利地产	保利地产	保利地产	保利发展	中国恒大	中海地产	招商蛇口	招商蛇口	绿城中国
6	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	建发股份	绿城中国	万科 A
7	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	碧桂园	建发房产	建发房产
8	华夏幸福	龙湖集团	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	建发股份	绿城中国	越秀地产	中国金茂
9	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂集团	华润置地	绿地控股	绿城中国	龙湖集团	滨江集团	越秀地产
10	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	华发股份	滨江集团
11	华润置地	绿城中国	世茂集团	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	融创中国	滨江集团	龙湖集团	华发股份
12	金地集团	金地集团	招商蛇口	招商蛇口	新城控股	世茂集团	中国金茂	越秀地产	中国金茂	中国铁建
13	龙湖集团	新城控股	华夏幸福	阳光城	金地集团	绿城中国	滨江集团	中国金茂	中国铁建	绿地控股
14	招商蛇口	招商蛇口	阳光城	金地集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股	华发股份	金地集团	龙湖集团
15	新城控股	旭辉集团	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	中国铁建	中国铁建	绿地控股	保利置业
16	世茂集团	世茂集团	金地集团	中南置地	金科股份	新城控股	越秀地产	绿地控股	碧桂园	中建东孚
17	首开股份	泰禾集团	绿城中国	金科集团	中南建设	建发股份	旭辉集团	融创中国	保利置业	中建壹品
18	旭辉集团	中南置地	中南置地	中国金茂	阳光城	中南建设	华发股份	新城控股	融创中国	碧桂园
19	富力地产	阳光城	富力地产	中梁控股	绿城中国	金科股份	新城控股	旭辉集团	中建壹品	融创中国
20	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团	华夏幸福	中梁控股	阳光城	远洋集团	中交地产	中交地产	中国中铁

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

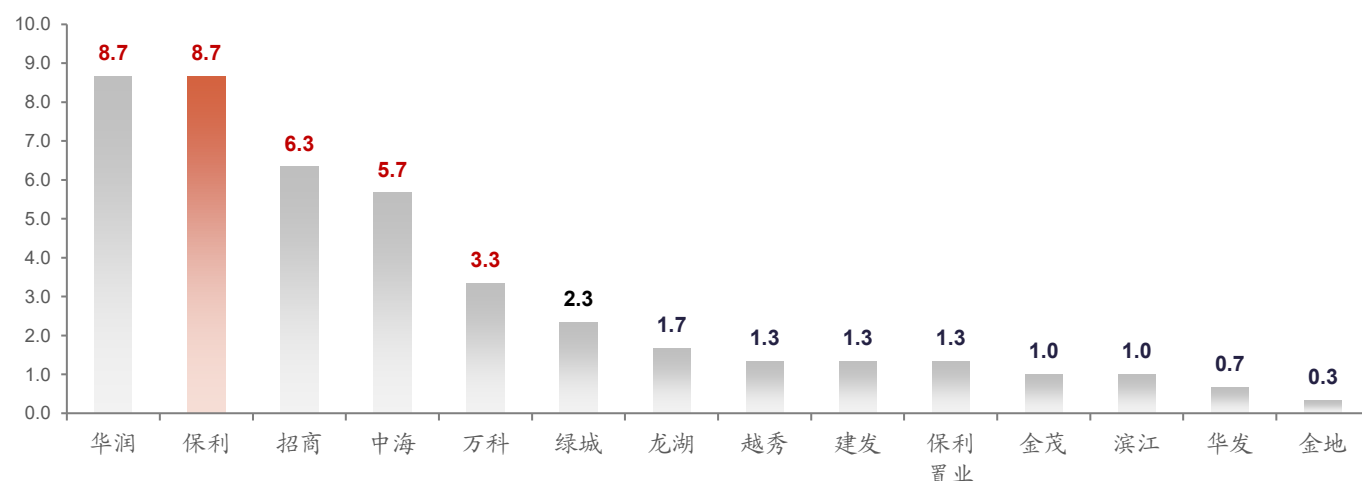
25年签约金额2530亿元中，新货占比提升5pct至67%，新货签约1695亿元，老货签约835亿元，老货叠加部分新货产成品去化953亿元。销售结构持续优化。

图 9：23-25年核心20城平均市占率



数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

图 10：核心20城进入TOP3的城市数量（个，23-25年平均）



数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

表 3：保利发展新货与老货结构

	销售金额（亿元）				销售面积（万方）			销售均价（元/平）		
	整体	新货	老货	新货占比	整体	新货	老货	整体	新货	老货
2021	5349	0	5349	0%	3333	0	3333	16049	-	16049
2022	4573	353	4220	8%	2748	131	2617	16642	27000	16125
2023	4222	1647	2575	39%	2386	743	1643	17696	22168	15673
2024	3230	2000	1230	62%	1797	719	1078	17980	27832	11413
2025	2530	1695	835	67%	1235	400	835	20483	42400	9994
21-25 累计	19905	5695	14210	29%	11499	1992	9507	17310	28588	14947
同比增速										

2022	-15%		-21%		-18%		-21%	4%		0%
2023	-8%	367%	-39%		-13%	469%	-37%	6%	-18%	-3%
2024	-23%	21%	-52%		-25%	-3%	-34%	2%	26%	-27%
2025	-22%	-15%	-32%		-31%	-44%	-22%	14%	52%	-12%

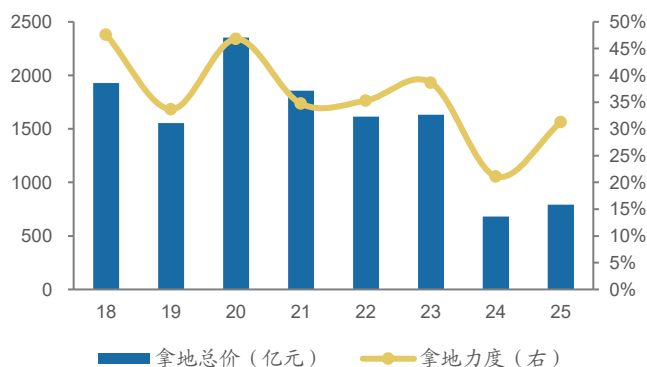
数据来源：公司年报，中指院，广发证券发展研究中心；注：25年新货均价为预估

核心城市贡献突出，根据公司年报，保利广州销售500亿元、上海390亿元、北京、三亚、佛山等城市签约破百亿。根据克尔瑞20个核心城市排行榜，23-25年保利发展在20个核心城市平均市占率5.7%，排名主流房企第一。核心20城市中进入TOP3的城市数量，保利23-25年平均为8.7个，与华润并列第一。

三、权益补货7成，二线占比提升

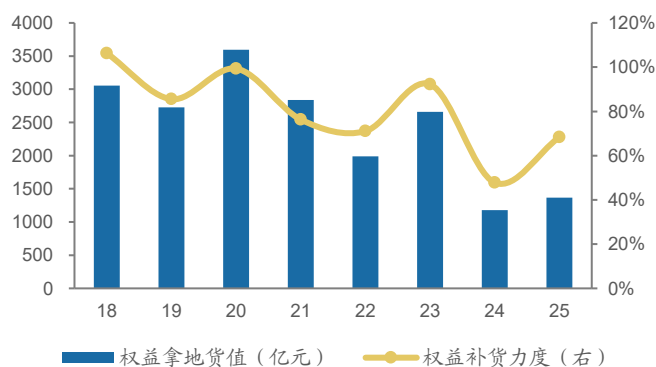
拿地层面，25年保利全口径拿地金额791亿元，同比+16%，拿地权益比例87%相对稳定，全口径拿地力度31%，较24年提升10pct，全口径拿地货值1537亿元，权益拿地货值1368亿元，约为当期权益销售的68%，较24年提升21pct。

图 11：保利发展拿地金额及拿地力度



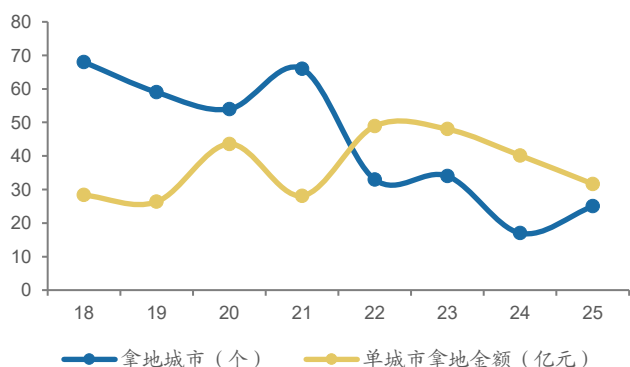
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12：保利发展权益拿地货值及权益补货力度



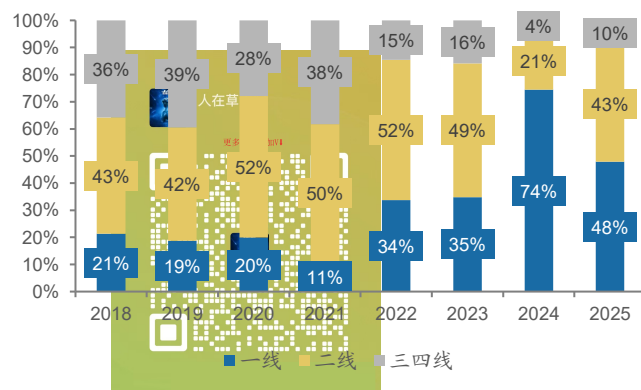
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 13：保利拿地城市数量（个）单城市拿地额（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 14：保利发展分线城市拿地金额占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

投资策略，保利25年在25个城市获取52个项目（比24年多8个城市，多15个项目），一线、二线、三四线占比分别为48%、43%、10%，较24年分别-27pct、+21pct、+5pct。一线资源减少主要在广州（同比少178亿），北京（133亿）、上海（169亿）依然是拿地金额最高的城市。二线资源增加主要在杭州（多88亿）、厦门（多34亿）以及青岛、温州、长沙等地。

表 4：保利发展分城市拿地金额（亿元）

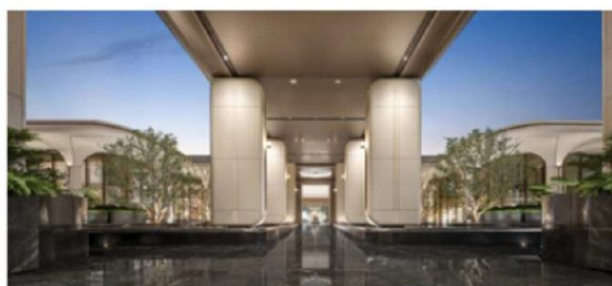
城市	布局年份	分线	2021	2022	2023	2024	2025	2022-2025
上海	2002	一线	105	281	101	152	169	702
北京	2002	一线	103	85	142	101	133	460
杭州	2007	二线	46	45	51	0	88	184
广州	1995	一线	0	179	326	256	77	838
佛山	2005	三四线	130	114	143	12	51	320
西安	2012	二线	14	38	71	43	51	203
厦门	2010	二线	50	150	38	0	34	222
石家庄	2011	二线	32	20	15	16	25	76
三亚	2012	二线	7	9	53	21	25	108
温州	2017	二线	89	27	7	0	17	52
青岛	2008	二线	18	17	5	0	16	38
天津	2008	二线	20	0	5	10	15	30
长沙	2003	二线	37	24	21	0	15	60
成都	2008	二线	30	43	90	21	11	165
昆明	2017	二线	1	0	10	0	11	21
莆田	2014	三四线	24	19	16	0	9	44
泉州	2015	三四线	1	28	32	0	8	68
大连	2009	二线	13	7	12	0	8	27
江门	2012	三四线	0	0	5	0	7	13
兰州	2014	二线	33	0	0	2	7	9
武汉	2004	二线	23	4	9	0	5	19
重庆	2004	二线	94	12	0	0	3	15
太原	2013	二线	24	10	10	5	3	29
合肥	2011	二线	19	119	37	12	2	170
南昌	2008	二线	34	8	10	0	1	20
南京	2009	二线	99	156	137	0	0	293
苏州	2016	二线	59	41	94	0	0	135
福州	2010	二线	69	38	46	8	0	93
宁波	2011	二线	10	26	64	0	0	90
东莞	2010	三四线	119	34	32	0	0	66
郑州	2011	二线	52	35	0	0	0	35
常州	2010	三四线	26	24	0	0	0	24
徐州	2017	三四线	5	0	19	4	0	22
芜湖	2017	三四线	0	10	7	0	0	17

长春	2007	二线	22	0	8	7	0	16
中山	2010	三四线	15	0	5	9	0	13
济南	2017	二线	0	0	10	0	0	10
其他			434	9	0	4	0	13
合计			1857	1613	1632	683	791	4719

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

年内，公司深化好房子体系建设，在广州、上海、杭州等重点城市树立起**玥玺湾**、**天珺**等品质标杆，根据公司年报，公司25年累计交付高品质住宅12.99 万套，客户满意度提升至87%，获评中指研究院交付力优秀企业TOP1；产品力连续两年保持行业第二。

图 15：保利发展重点城市标杆项目



广州 保利玥玺湾

项目位于广州珠江新城、国际金融城、琶洲三大CBD交汇的“黄金三角”，凭借顶尖的居住、生活、资产综合价值，开盘以百亿成绩刷新全国纪录。



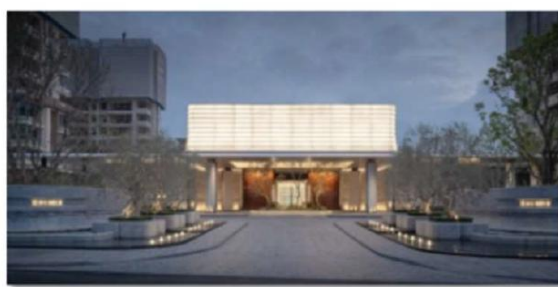
杭州 保利天珺

项目位于杭州奥体奥博板块，以“钱塘春芽”荣获建筑美学专利，构建奥体高阶生活的精神主场，重塑住宅国际标杆。



上海 保利天安

项目位于上海浦东新区，旨在建设都市中的“松弛”社区，通过艺术与松弛生活的融合，创造有温度的国际社区。项目多次开盘迅速售罄，市场认可度突出。



三亚 保利海晏仁境

项目位于三亚海棠湾国家海岸核心，融汇三亚海洋文化与黎族非遗精髓，重新定义全球高品质旅居标杆。

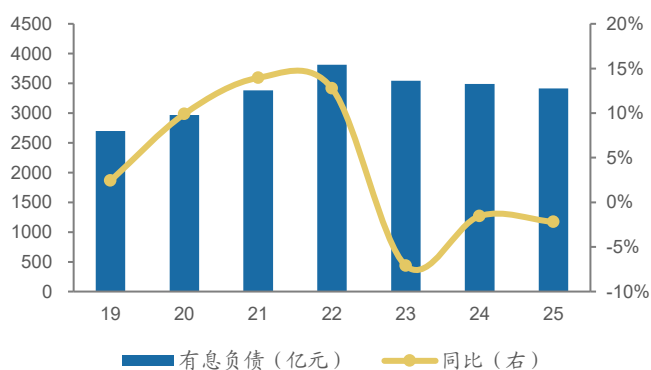
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

土地储备结构优化。公司期末待售面积5654万方，同比-10%，其中增量项目925万方，同比-5%，存量项目4729万方，同比-10%。期内公司“调转换退”181亿元，推动存量物业转经营135万方，夯实资产质量。26年公司计划新开工676万方，同比-4%，这是22年以来新开工降幅首次收窄至个位数。

四、开源节流，经营性现金流连续 8 年为正

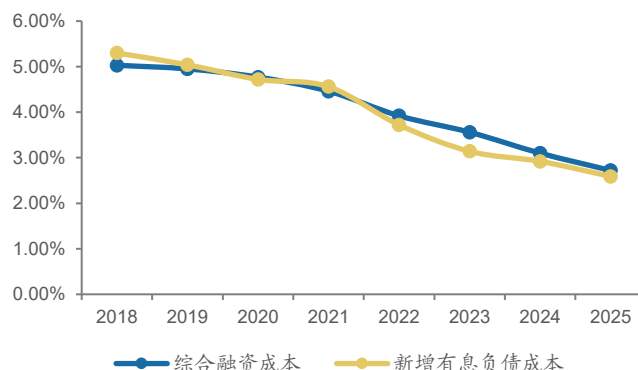
25年末公司有息负债3411.6亿元，同比-2%，综合融资成本2.72%，同比-38bp，新增有息负债融资成本2.59%，同比-33bp，三道红线绿档（扣预资产负债率64.2%、净负债率66.2%、现金短债比1.74x）。25年公司经营现金流净流入151.9亿元，为20年以来新高，连续8年为正。

图 16：保利发展有息负债及同比



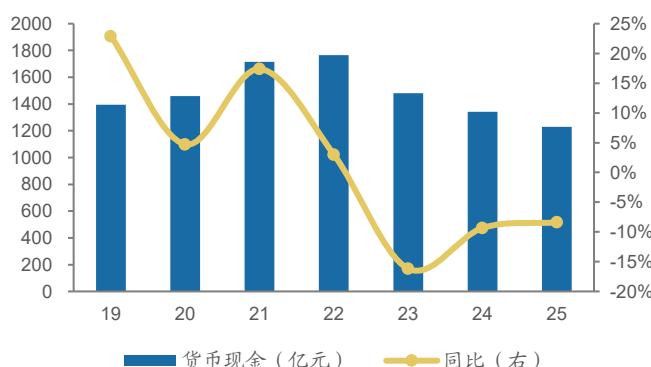
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 17：保利发展融资成本



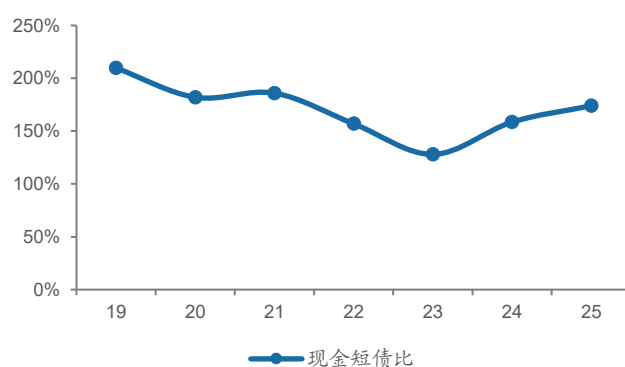
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 18：保利发展现金余额及同比



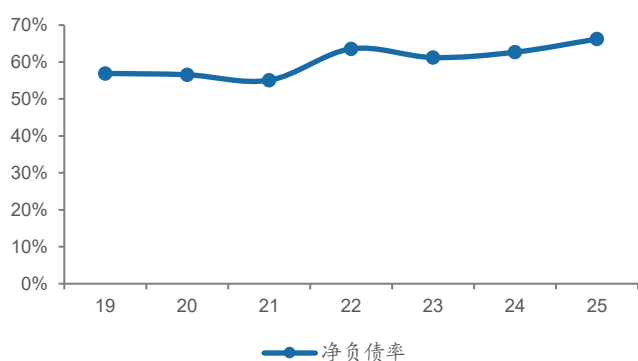
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 19：保利发展现金短债比



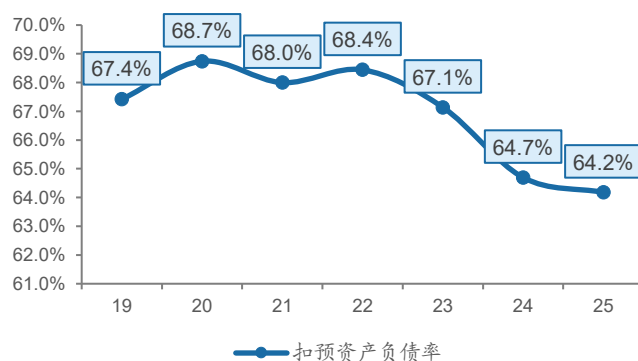
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 20：保利发展净负债率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 21：保利发展扣预资产负债率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

盈利预测几个重要参数如下。

第一，全口径销售预测，预计26-28年销售金额同比-15%、-5%、+5%，分别对应2151、2043、2145亿元。

第二，并表结算金额，假设并表回款率维持74%不变，结算/前一年预收账款的比例保持78%不变，那么26-28年结算金额分别为2086、1700、1553亿元，同比-27%、-18%、-9%。

第三，收入预测，假设其他收入26-28年保持持平，那么26-28年公司总收入分别为2328、1942、1795亿元，同比-24%、-17%、-8%。

第四，减值预测，23-25年公司减值规模分别为50.9、57.2、70.7亿元，预计随着行业逐步止跌回稳，减值压力逐年减弱，预计26-28年减值规模分别为60、50、40亿元。

第五，不含减值的净利率水平，23-25年分别为4.4%、2.7%、1.7%，净利率逐步下行但降幅收窄，随着22年以来新货结转比例的持续提升，净利率也将企稳，预计26-28年不含减值的净利率水平分别为2.5%、3.3%、4.0%。

表 5：保利发展分城市拿地金额（亿元）

	21	22	23	24	25	26E	27E	28E
收入合计（亿元）	2,850	2,811	3,469	3,117	3,081	2,328	1,942	1,795
增速	17%	-1%	23%	-10%	-1%	-24%	-17%	-8%
全口径销售金额（亿元）	5,349	4,573	4,222	3,230	2,530	2,151	2,043	2,145
增速	6%	-15%	-8%	-23%	-22%	-15%	-5%	5%
并表结算金额（亿元）	2,608	2,566	3,225	2,874	2,839	2,086	1,700	1,553
增速	15%	-2%	26%	-11%	-1%	-27%	-18%	-9%
结算金额/n-1 年已售未结算	65%	57%	72%	70%	78%	78%	78%	78%
预收账款规模（亿元）	4,534	4,495	4,114	3,649	2,680	2,185	1,995	2,029
增速	14%	-1%	-8%	-11%	-27%	-18%	-9%	2%
销售并表回款率	59%	55%	67%	75%	74%	74%	74%	74%
其他业务收入（亿元）	242.57	245.31	243.92	243.12	242.17	242.17	242.17	242.17
增速	44.1%	1.1%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润（亿元）	274	183	121	50	10	22	34	47
增速	-5%	-33%	-34%	-59%	-79%	109%	56%	41%
资产及信用减值(亿元)	0.6	12.8	50.9	57.2	70.7	60.0	50.0	40.0
资产及信用减值(亿元，税后)	0.4	7.8	31.0	34.9	43.1	36.6	30.5	24.4
不含减值的归母净利润(亿元)	274	191	152	85	53	58	64	72
不含减值的净利率水平	9.6%	6.8%	4.4%	2.7%	1.7%	2.5%	3.3%	4.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

根据以上预测，预计26-28年公司归母净利润分别为22、34、47亿元，同比分别+109%、+56%、+41%。

公司25年业绩下行，反映出行业下行趋势，也有高权益尾盘降价加速出清的影响。期内公司积极盘活存量资产，加大优质资源获取力度，资产结构与质量得到优化。

合理价值方面，参考A股可比公司估值，平均PB水平0.8x，按照保利25年期末归母净资产（扣除其他权益工具）0.5xPB估计，对应合理价值8.01元/股，维持公司“买入”评级。

表 6：保利发展可比公司估值

	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB	归母净资产
	2026/4/20	2025A/E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	LF	LF
招商蛇口	798	10	17	23	78	47	35	0.8	977
华发股份	99	-4	6	9	-26	16	11	0.5	190
滨江集团	328	29	32	35	11	10	9	1.1	297
平均								0.8	

数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心；注：盈利预测来自 Wind 一致预期，华发、滨江 25 年归母净利润为预测值

六、风险提示

第一，本轮下行持续时间长，若政策效果持续性不达预期，购房者信心不足，景气度或持续维持低位，公司销售表现不及预期；

第二，若房价持续下行，公司部分储备存在减值压力；

第三，房价下行，促销手段影响公司结算利润率水平。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	1,167,068	1,007,633	990,098	936,750	896,334
货币资金	134,167	122,906	210,360	262,530	266,460
应收及预付	29,295	23,793	23,504	20,951	20,383
存货	798,559	668,175	562,578	458,613	413,836
其他	205,046	192,759	193,656	194,656	195,656
非流动资产总额	168,040	180,659	172,183	166,080	160,194
长期股权投资	101,288	94,973	90,224	85,713	81,427
固定资产	5,586	7,553	6,461	5,369	4,277
在建工程	603	606	606	606	606
使用权资产	3,897	3,144	2,644	2,144	1,644
无形资产	346	323	323	323	323
其他	56,320	74,061	71,925	71,925	71,917
资产总额	1,335,108	1,188,292	1,162,281	1,102,829	1,056,529
流动负债总额	722,599	583,799	564,098	498,423	445,240
短期借款	4,827	4,723	4,700	4,600	4,500
应付及预收	481,223	374,155	359,856	296,156	244,761
其他	236,548	204,921	199,542	197,667	195,979
非流动负债总额	269,980	274,858	264,423	264,423	264,423
长期借款	208,132	207,369	197,001	197,001	197,001
应付债券	56,073	63,166	63,166	63,166	63,166
其他	5,774	4,322	4,255	4,255	4,255
负债总额	992,578	858,657	828,521	762,845	709,663
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
其他	185,626	179,918	181,971	185,331	190,024
归母权益合计	197,596	191,889	193,941	197,302	201,995
少数股东权益	144,933	137,747	139,819	142,682	144,871
负债和股东权益	1,335,108	1,188,292	1,162,281	1,102,829	1,056,529

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	311,666	308,144	232,791	194,236	179,495
营业成本	268,260	268,857	202,528	165,101	148,981
营业税金及附加	5,904	5,740	4,336	3,618	3,343
销售费用	8,893	8,735	6,599	5,506	5,088
管理费用	5,081	4,507	3,405	2,841	2,625
研发费用	56	37	28	23	21
财务费用	4,643	3,912	5,118	4,635	6,997
资产信用减值损失	-5,723	-7,069	-5,000	-4,000	-3,000
公允价值变动收益	76	63	10	20	0
投资收益	1,790	-31	100	200	300
营业利润	15,141	9,578	5,887	8,733	9,739
营业外收支	440	159	159	159	159
利润总额	15,581	9,737	6,046	8,892	9,898
所得税费用	5,843	4,715	1,814	2,668	2,969
合并净利润	9,738	5,022	4,232	6,224	6,928
少数股东损益	4,737	3,987	2,072	2,864	2,189
归母净利润	5,001	1,035	2,160	3,360	4,740
EPS (元/股)	0.42	0.09	0.18	0.28	0.40

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	6,257	15,189	101,418	54,537	6,480
合并净利润	9,738	5,022	4,232	6,224	6,928
折旧摊销	2,297	3,050	1,592	1,592	1,592
营运资金变动	-13,699	-1,876	83,503	35,942	-11,737
其他	0	0	-2,084	-1,876	-1,688
投资活动现金流净额	-1,331	-1,997	10,307	4,731	4,594
资本性开支	-172	-482	0	0	0
投资	932	49	6,885	4,511	4,286
其他	-2,091	-1,565	3,422	220	308
融资活动现金流净额	-18,990	-25,983	-21,062	-7,099	-7,144
股本融资	7,728	1,359	0	0	0
债权融资	-4,355	-6,741	-13,753	-100	-100
股利分配与偿付利息	-19,877	-14,521	-7,201	-6,999	-6,997
其他	-2,486	-6,080	-108	0	-47
现金净增加额	-14,118	-12,800	90,663	52,169	3,930
期初现金余额	146,616	132,498	119,698	210,360	262,530
期末现金余额	132,498	119,698	210,360	262,530	266,460

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-10.2%	-1.1%	-24.5%	-16.6%	-7.6%
营业利润增长率	-37.7%	-36.7%	-38.5%	48.3%	11.5%
归母净利增长率	-58.6%	-79.3%	108.8%	55.5%	41.0%
获利能力					
毛利率	13.9%	12.7%	13.0%	15.0%	17.0%
净利率	3.1%	1.6%	1.8%	3.2%	3.9%
ROE	2.5%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%
偿债能力					
资产负债率	74.3%	72.3%	71.3%	69.2%	67.2%
有息负债率	20.2%	23.2%	22.8%	24.0%	25.1%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
利息保障倍数	4.1	4.4	2.2	2.4	2.8
营运能力					
应收账款周转率	71.2	49.1	32.7	32.7	32.7
存货周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应付账款周转率	1.8	2.1	1.8	1.8	1.8
每股指标					
每股收益	0.42	0.09	0.18	0.28	0.40
每股净资产	16.51	16.03	16.20	16.48	16.87
每股经营现金流	0.52	1.27	8.47	4.56	0.54
估值比率					
PE	21.2	70.6	32.9	21.2	15.0
PB	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	9.6	7.2	3.9	3.3

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。