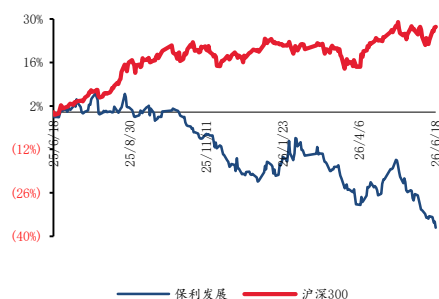


保利发展(600048): 短期业绩承压, 龙头地位稳固

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 119.7/119.7
总市值/流通(亿元) 588.95/588.95
12 个月内最高/最低价 (元) 8.55/4.92

相关研究报告

<<保利发展 2026 年一季报点评: 营收和归母净利润同比承压, 货币资金余额充足>>—2026-04-30

<<保利发展 2025 年报点评: 销售规模稳居行业首位, 拿地聚焦核心城市>>—2026-04-22

<<保利发展 2025 年三季报点评: 营收利润同比承压, 拿地规模保持稳健>>—2025-10-25

证券分析师: 徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190521050001

证券分析师: 戴梓涵

电话: 18217681683

E-MAIL: daizh@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110003

报告摘要

一、公司概况: 从广州走向全国, 历经四大发展阶段。截至 2026 年 5 月末, 保利集团持有保利发展 40.72% 的股份, 为公司实际控制人, 公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。发展战略方面, 2024 年至今, 提出“打造具有卓越竞争力的不动产生态平台”为战略愿景, 坚持不动产投资开发主业, 加快构建起“一个新的保利发展、三大主业支撑”的业务格局, 自公司成立以来, 公司始终坚持战略引领, 管理团队长期保持稳定。

二、经营表现: 公司销售规模稳居行业第一。公司自 2023 年起全口径销售额超过碧桂园, 成为销售金额排名第一的房地产主体。公司自 2023 年起全口径销售额超过碧桂园, 成为销售金额排名第一的房地产主体, 但近两年销售规模受景气度影响持续下降, 2025 年公司实现签约销售金额 2530 亿元, 同比下降 21.7%; 实现全口径销售面积 1235 万平, 同比下降 31.3%, 销售均价 20485.8 元/平方米, 较上年同比提升 13.9%。公司坚持“核心城市+城市群”深耕战略, 聚焦一、二线城市及核心城市群内三线城市组成的 38 个核心城市。近两年拿地节奏放缓, 拿地权益比上升。公司集中在高能级城市拿地。

三、财务概况: 受到公司房地产项目结转规模下降影响, 2025 年公司营收同比下降 1.13%, 实现归母净利润 10.35 亿元, 同比下降 79.31%。毛利率较去年同期下降 1.18 个百分点至 12.75%。公司盈利空间持续收窄, 公司持续加强各项费用管控, 销售管理费率保持低位。

四、债务情况与偿债压力: 公司表内有息债务规模持续压降, 偿债指标表现良好, 融资成本低。据募集说明书, 截至 2025 年末, 公司有息债务余额为 3411.56 亿元, 较 2024 年末减少 2.20%, 债务规模持续压降; 短期债务占比基本维持在 20% 左右。公司发挥多元化融资优势, 持续推动债务结构优化。

五、投资建议: 公司作为央企信用资质好, 2025 年控股股东变更为保利集团, 公司在集团内的股权层级提升, 股东支持强。龙头地位保持稳固, 销售金额维持行业第一, 拿地新增项目聚焦核心城市, 土储结构持续优化, 融资渠道畅通, 综合融资成本较低, 未来随着行业集中度提高, 公司具备竞争优势, 我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 18.08/23.91/28.34 亿元, 对应 26/27/28 年 PE 分别为 32.58X/24.63X/20.78X, 持续给予“买入”评级。

六、风险提示:

房地产行业政策风险; 销售改善不及预期; 土地市场竞争加剧

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	308,144	279,600	267,620	259,930
营业收入增长率(%)	-1.13%	-9.26%	-4.28%	-2.87%
归母净利（百万元）	1,035	1,808	2,391	2,834
净利润增长率(%)	-79.31%	74.71%	32.29%	18.53%
摊薄每股收益（元）	0.09	0.15	0.20	0.24
市盈率（PE）	56.92	32.58	24.63	20.78

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况.....	5
1.1 发展历程：从广州走向全国，历经四大发展阶段.....	5
1.2 股权结构：央企背景国资控股.....	6
1.3 发展战略：坚守主业不动摇.....	8
1.4 管理：管理团队稳定专业.....	9
二、 经营表现.....	10
2.1 销售表现：销售规模领跑行业，高能级城市占比高.....	11
2.2 拿地表现：拿地节奏放缓，补货高能级城市.....	14
三、 财务概况.....	18
四、 债务情况与偿债压力.....	20
4.1 有息债务情况.....	20
4.2 综合融资成本降低.....	20
五、 投资建议.....	22
六、 风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构图	7
图表 3: 公司战略规划调整	9
图表 4: 公司最新管理团队	10
图表 5: 公司营业收入构成 (亿元, %)	11
图表 6: 公司全口径销售金额 (亿元)	12
图表 7: 公司全口径销售面积 (万平方米)	12
图表 8: 全口径销售金额 TOP10 排名变化	12
图表 9: 2026 年 1-5 月销售情况	13
图表 10: 公司核心 38 城销售金额占比	14
图表 11: 公司拿地规模 (亿元, 万平方米)	14
图表 12: 可比公司 2026 年 1-5 月拿地规模 (亿元)	15
图表 13: 2025 年各城市能级全口径拿地金额占比 (%)	16
图表 14: 2025 年各城市能级全口径新增计容建面占比 (%)	16
图表 15: 2025 年公司于各城市全口径新增计容建面及新增地块个数 (平方米, 个)	16
图表 16: 2025 年末公司土地储备分城市能级情况	17
图表 17: 城市等级列表	17
图表 18: 公司营业收入 (亿元, %)	18
图表 19: 2025 年可比公司营业收入	18
图表 20: 公司归母净利润 (亿元, %)	18
图表 21: 2025 年可比公司归母净利润	18
图表 22: 可比公司毛利率 (%)	19
图表 23: 可比公司净利率 (%)	19
图表 24: 可比公司销售费用率 (%)	19
图表 25: 可比公司管理费用率 (%)	19
图表 26: 公司有息债务规模	20
图表 27: 公司有息债务结构	20
图表 28: 公司综合融资成本	21
图表 29: 可比公司综合融资成本	21

一、公司概况

1.1 发展历程：从广州走向全国，历经四大发展阶段

保利发展控股集团股份有限公司（股票代码：600048.SH，以下简称“保利发展”或“公司”）成立于1992年，是中国保利集团有限公司（简称“保利集团”）下属房地产上市公司，保利集团系国务院国资委首批确定的16家以房地产为主业的央企之一。公司历经四个主要发展阶段：

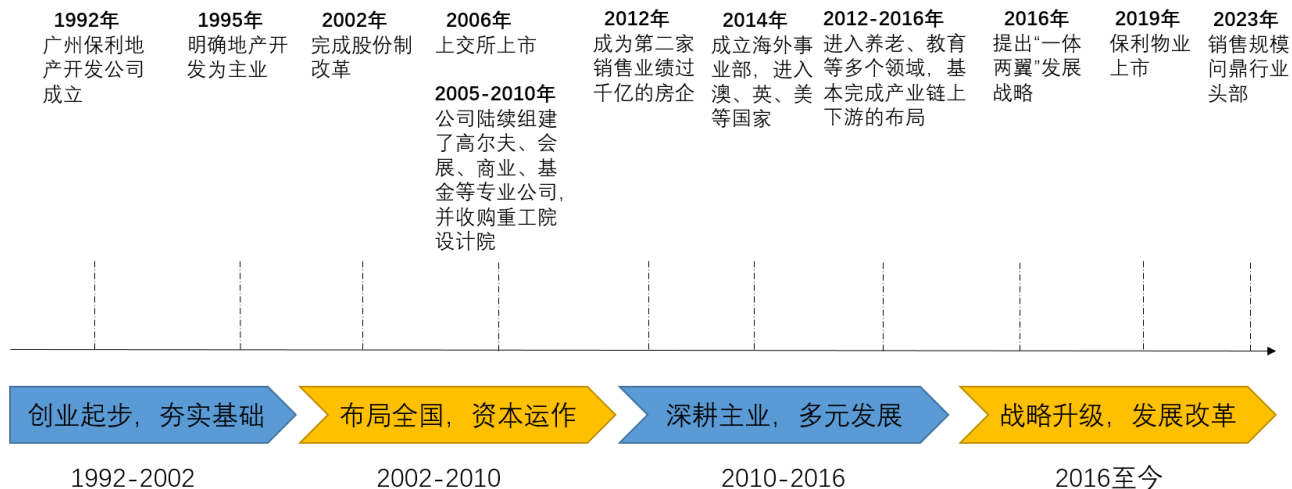
1) 创业起步、夯实基础 (1992-2002)：1992年，广州保利房地产开发公司成立；1995年，公司开发保利红棉花园，明确地产开发为主业；1998年，公司开发保利花园，打造国家首个康居示范小区。

2) 布局全国、资本运作 (2002-2010)：2002-2003年，公司完成股份制改革，更名为“保利地产股份有限公司”、确立“和谐生活，自然舒适”品牌战略，启动“三个为主，两个结合”战略及启动“大十字”全国布局；2006年，公司在上交所上市，更名为“保利房地产(集团)股份有限公司”；2005年至2010年，公司陆续组建了高尔夫、会展、商业、基金等专业公司，并收购重工院设计院。

3) 深耕主业、多元发展 (2010-2016)：2010年，公司提出“三个为主、三个结合”企业发展战略、品牌升位，提出“和者筑善”企业品牌理念，“自然和美”产品品牌理念、打造“琶洲模式”，助力老城市焕发新活力；2012年公司首次迈入千亿俱乐部；2014年，公司成立海外事业部，进入澳、英、美等国家；2012年至2016年，公司进入养老、教育等多个领域，基本完成产业链上下游的布局。

4) 战略升级、发展改革 (2016-至今)：2016年，提出“一主两翼”发展战略；2018年，公司更名为“保利发展控股”提出打造不动产生态平台；2019年，旗下保利物业上市；2020年，公司销售额突破5000亿规模。2023年销售规模问鼎行业头部、提出“行业进入高质量发展品质时代”、提出“人文社区”产品理念；2024年提出“人文服务”服务理念、产品力问鼎行业头部。

图表1：公司发展历程

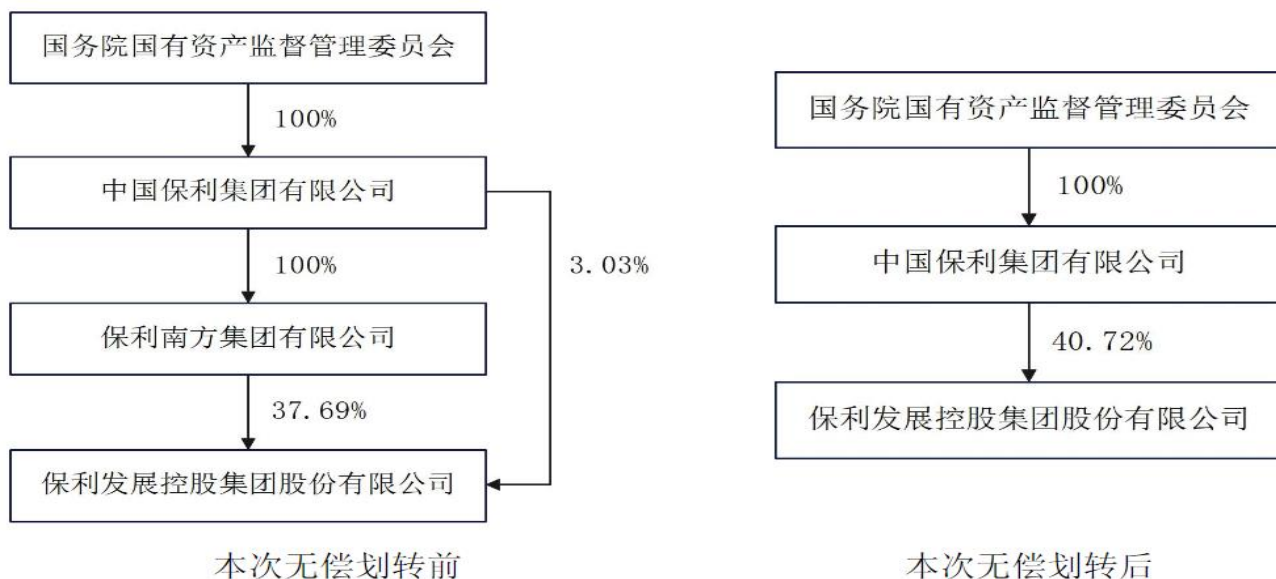


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

1.2 股权结构：央企背景国资控股

2025年10月10日，公司发布《关于控股股东无偿划转国有股份暨控股股东变更的提示性公告》，保利南方集团有限公司（简称“保利南方集团”）拟将其持有的公司37.69%股份全部无偿划转至保利集团。本次无偿划转完成后，保利集团将直接持有公司总股本的40.72%，为公司控股股东，保利南方集团将不再持有公司股份，公司的控股股东由保利南方变更为保利集团，公司在集团内的股权层级提升。

图表2：公司股权结构图



资料来源：Wind，太平洋证券整理

截至 2026 年 5 月末，保利集团持有保利发展 40.72% 的股份，为公司实际控制人，公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司实际控制人保利集团是直属于国务院国资委的大型央企，也是十六家以房地产为主业的央企之一，具有经国家批准的军品进出口贸易资质，目前已形成国际贸易、房地产开发、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及相关业务为主业的多元发展格局，业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 余个城市，具有极强的综合实力。保利集团旗下控股 5 家上市公司。公司作为保利集团的主要房地产开发平台，可依托资源丰富，项目合作等方面具有优势。公司作为大型中央企业中国保利集团控股的房地产上市公司，资金支持方面，保利集团通过财务公司借贷等方式给予公司资金支持，同时可借助保利集团的品牌和社会影响力助力公司快速扩张，并且可以在项目合作方面促进公司房地产业务的发展。

1.3 发展战略：坚守主业不动摇

公司自 2002 年以来主战略方向经历了几次变迁：

2002 年—2009 年：“三个为主，两个结合”。公司于 2002 年制定《十年发展规划纲要》，确立了“三个为主，两个结合”以及“大十字布局”战略。在公司布局全国阶段强调以房地产为主，以中心城市为主和以住宅开发为主，开发性收入和经营性收入相结合，资产经营与资本经营相结合。

2010 年—2015 年：“三个为主，三个结合”。公司调整战略为“三个为主，三个结合”，房地产主业、城市布局和住宅开发未变，在行业平均利润普遍下降的背景下，公司在新增“扩大经营规模与提高开发效益相结合”，确立了销售超千亿、净利润过百亿的发展目标，争取实现开发规模和经济效益的平衡发展。

2016 年—2017 年：“一主两翼”。2016 年公司结合十三五期间的发展目标，提出了以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务板块布局的战略定位，通过三者的协同作用，逐步构建“多元”利润增长模式。一方面仍坚持房地产开发为主的战略主线，另一方面前瞻性地开展战略布局，不断完善“两翼”布局，在社区消费服务板块，公司发力物业、商业运营和养老等领域；在房地产金融板块，基金管理规模持续增长，并把握市场机遇，参与战略投资。

2018 年—2023 年，“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。2018 年公司结合行业发展新趋势与市场新特点，将公司名称变更为“保利发展集团股份有限公司”，并将“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。在不动产投资开发主业不变的背景下，积极发展和培育两翼产业，大幅提升市场化竞争力，打造新的盈利增长点。

2024 年至今，提出“打造具有卓越竞争力的不动产生态平台”为战略愿景，坚持不动产投资开发主业，加快构建起“一个新的保利发展、三大主业支撑”的业务格局，一是做强不动产投资开发业务，巩固行业龙头地位。二是做大不动产经营业务，创新资产管理机制，大力发展租赁住房，提高持有资产经营收益。三是做优不动产综合服务，从标准服务迈向标杆服务，实现市场化生存、产业化发展，提升专业能力强化竞争壁垒。

图表3：公司战略规划调整

年份	战略规划	具体内容
2002-2009	"三个为主，两个结合"及"大十字布局"战略	"三个为主"即以做强做大房地产业为主，适度拓展相关行业；以北京、上海、广州等地区为主，择机拓展其他区域市场；以商品住宅开发为主，适度开发其它物业。"两个结合"即滚动性开发收入与物业经营性收入相结合，资产经营与资本运营相结合。"大十字布局"战略，即重点沿京广线和长江流域的城市进行布局。
2010-2015	"三个为主，三个结合"战略	"三个为主"即以房地产为主业，拓展相关产业；二是以省会及中心城市为主，逐步向二三线城市辐射；三是以住宅开发为主，有计划地增持国家中心城市的商业地产。"三个结合"即坚持扩大经营规模与提高开发效益相结合；开发性收入和经营性收入相结合；资产经营和资本经营相结合。
2016-2017	"一主两翼"战略	"一主两翼"即以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼。
2018-2023	以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼，打造不动产生态发展平台	不动产投资开发是公司坚定的主业方向，围绕不动产投资开发，搭建覆盖物业管理、销售代理、商业管理等十余个综合服务板块，以及以房地产基金、普惠金融为主的不动产金融平台。
2024 至今	坚持不动产投资开发主业，打造具有卓越竞争力的不动产生态平台	加快构建“一个新的保利发展、三大主业支撑”的业务格局。一是做强不动产投资开发业务，巩固行业龙头地位。二是做大不动产经营业务，创新资产管理机制，大力发展租赁住房，提高持有资产经营收益。三是做优不动产综合服务。

资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.4 管理：管理团队稳定专业

自公司成立以来，公司始终坚持战略引领，管理团队长期保持稳定，历任管理团队皆长期扎根公司，接班延续性强，更能秉承长期主义，保证公司战略的高效落地。自公司创立以来，管理团队始终与公司共同成长，人员结构稳定、项目运作经验丰富、管理能力突出，能够根据复杂多变的宏观经济形势和行业环境灵活优化经营策略，确保公司的长期平稳发展。现任董事长刘平 1998 年加入保利，与公司共同成长，先后担任保利发展计划审计部经理、总经理办公室主任、总经理助理、董事会秘书、副总经理，自 2016 年起担任公司总经理，并于 2021 年接任公司董事长，现任公司董事长、保利南方集团董事长。

图表4：公司最新管理团队

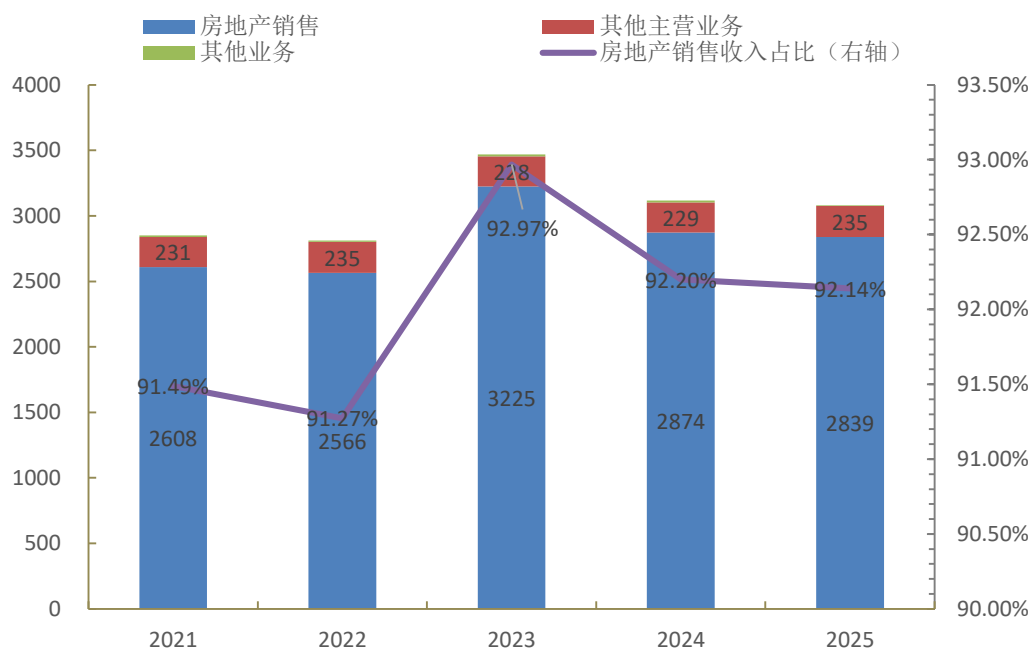
职位/姓名	主要工作经历
董事长：刘平	经济学学士，高级审计师。1989 年参加工作，历任广东省审计厅直属分局科长，保利发展控股集团股份有限公司计划审计部经理、总经理办公室主任、总经理助理、董事会秘书、副总经理、总经理。现任本公司董事长、保利南方集团董事长。
总经理：潘志华	管理学博士，正高级经济师。2001 年参加工作，历任河北保利房地产开发有限公司总经理，山西保利房地产开发有限公司总经理，国铁保利设计院有限公司副董事长，保利发展战略投资管理中心总经理、助理总经理、副总经理。现任本公司董事、总经理。
财务总监：王一夫	经济学硕士，中国注册会计师协会非执业会员及英国特许公认会计师协会资深会员，并持有中国法律职业资格证书。1998 年参加工作，历任中国水利投资公司项目经理，中国保利集团有限公司财务部项目经理、高级经理，保利财务有限公司总审计师、副总经理、董事，保利国际控股有限公司总会计师。现任本公司财务总监。

资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、经营表现

公司主营业务为房地产开发销售业务，2022-2025 年收入占比在 90%以上；其他主营业务包括主要由保利物业服务股份有限公司（简称“保利物业”，股票代码：6049.HK）负责运营的物业管理业务，以及对租赁住房、写字楼等业态的商业运营业务。从各业务营收占比来看，2023-2025 年其他主营业务（包括物业管理、租赁等）收入占比分别为 6.58%、7.36%、7.63%。目前房地产开发销售业务仍为公司收入贡献的最主要来源。

图表5：公司营业收入构成（亿元，%）

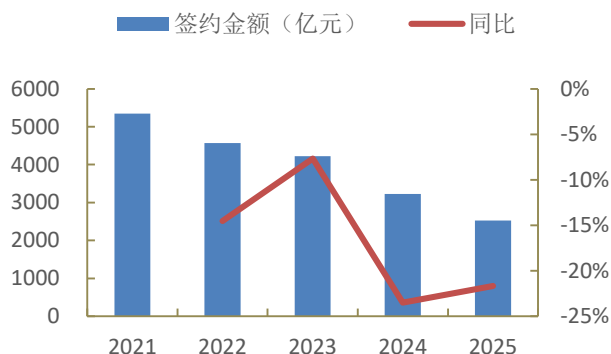


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.1 销售表现：销售规模领跑行业，高能级城市占比高

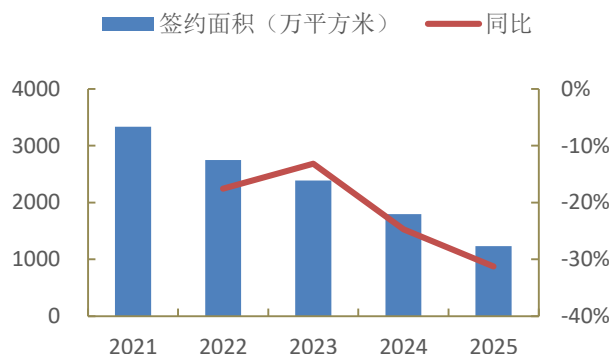
公司销售规模稳居行业第一。公司自 2023 年起全口径销售额超过碧桂园，成为销售金额排名第一的房地产主体，但近两年销售规模受景气度影响持续下降，2025 年公司实现签约销售金额 2530 亿元，同比下降 21.7%，实现全口径销售面积 1235 万平，同比下降 31.3%，销售均价 20485.8 元/平方米，较上年同比提升 13.9%。

图表6：公司全口径销售金额（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表7：公司全口径销售面积（万平方米）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2016年-2020年，公司销售排名均位于第5名，落后于碧桂园、万科、恒大、融创等扩张较快的民营房企；2021年公司在管理层新老交替叠加下半年行业调整背景下，排名提升至第4名；2022年公司积极抓住土地市场和销售市场带来的双重机遇，聚焦核心城市，竞争优势不断强化，销售额行业排名提升至行业第2名。2023年至2025年，公司销售排名稳居行业第一。

图表8：全口径销售金额 TOP10 排名变化

排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	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	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展	万科地产	中海地产	中海地产
3	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产	中海地产	华润置地	华润置地
4	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	万科地产	招商蛇口
5	保利地产	保利发展	保利发展	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	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	碧桂园	绿城中国	万科地产
7	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	绿城中国	建发房产	建发房产
8	龙湖地产	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	绿城中国	建发房产	越秀地产	中国金茂
9	华夏幸福	华润置地	世茂房地产	华润置地	绿地控股	龙湖集团	龙湖集团	滨江集团	越秀地产
10	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	建发房产	金地集团	华发股份	滨江集团

资料来源：克而瑞，太平洋证券整理

据中指研究院数据，2026 年 1-5 月公司签约销售金额 1053.1 亿元，同比增速为-9.3%；签约销售面积 469.3 万平，同比增速为-17.8%；5 月单月销售金额 276.1 亿元，单月同比下降 3.1%，单月销售面积 119.3 万平方米，同比下降 16.3%，5 月单月销售均价为 23149.7 元/平，同比增速为 15.7%。

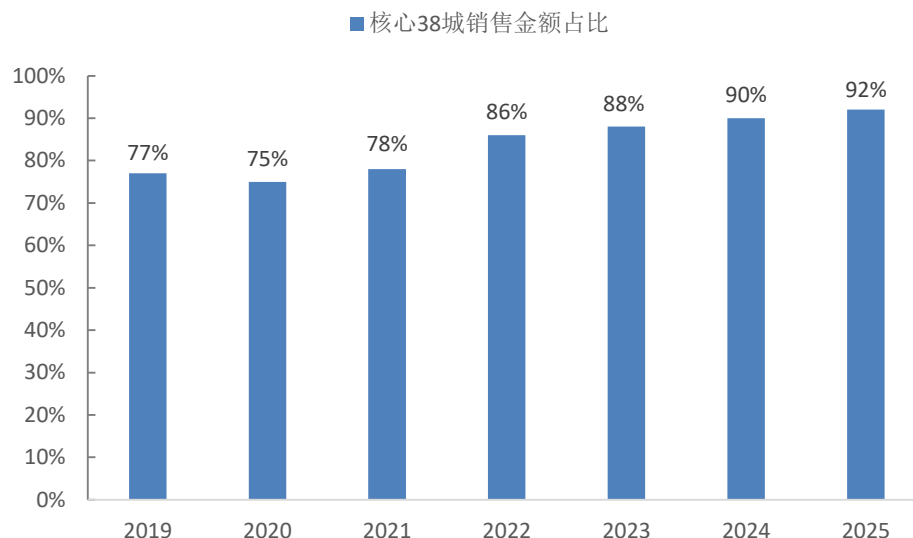
图表9：2026 年 1-5 月销售情况

序号	公司名称	2026 年 1-5 月全口径累计销售额 (亿元)	累计同比 (%)	2026 年 1-5 月全口径累计销售面积 (万平)	累计同比 (%)	2026 年 5 月销售均价 (元/平)
1	保利发展	1053.1	-9.3	469.3	-17.8	23149.7
2	中海地产	1030.0	13.9	356.3	-8.9	30559.0
3	华润置地	935.0	7.7	286.5	-10.6	32638.9
4	招商蛇口	759.4	13.1	261.0	-8.4	39525.6
5	绿城中国	737.0	-23.6	326.0	-20.6	24415.6
6	建发房产	518.2	-7.6	189.0	-12.1	24381.6
7	中国金茂	417.3	10.5	168.2	-3.7	28610.4
8	越秀地产	370.0	-27.2	129.8	-27.4	28320.8
9	滨江集团	336.0	-22.5	58.2	-53.8	64301.6
10	万科	276.5	-51.5	232.1	-45.3	12979.2

资料来源：中指研究院，太平洋证券整理

区域定位方面，公司坚持“核心城市+城市群”深耕战略，聚焦一、二线城市及核心城市群内三线城市组成的 38 个核心城市。2025 年公司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，核心城市市占率达 7.9%，同比提升 0.8 个百分点，10 个城市市占率超过 10%；公司在广州、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。

图表10：公司核心 38 城销售金额占比



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.2 拿地表现：拿地节奏放缓，补货高能级城市

近两年拿地节奏放缓，拿地权益比上升。保利发展于 2022-2023 年拿地规模较高，全口径拿地金额超过 1600 亿元，2023 年中指研究院权益口径拿地金额中排名第一；2024 年起投资力度明显下降，全口径拿地金额减少至 683 亿元，仅新增 37 幅地块，2025 全年拓展项目 52 个，全口径拿地金额 791 亿元，同比增长 15.9%，权益口径拿地金额 698 亿元，总计容面积 457 万平方米，同比增长 39%，中指研究院拿地榜单连续两年均位列第二。2025 年拿地权益比达到 88.15%。截至 2025 年末，公司待售面积 5654 万平方米，其中增量项目 925 万平方米，存量项目 4729 万平方米，同比减少约 10%。

图表11：公司拿地规模（亿元，万平方米）

类别	2022	2023	2024	2025
拿地金额（全口径）	1613.00	1632.00	683.00	791.29
拿地金额（权益口径）	1078.57	1359.00	602.00	697.55
拿地权益比（%）	66.87%	83.27%	88.14%	88.15%
新增地块数量（个）	91	103	37	52
新增地块规划计容建面（全口径）	1054.00	1075.00	329.00	457.21

销售金额（全口径）	4573.00	4222.00	3230.29	2530.30
拿地强度（%）	35.27%	39.65%	21.14%	31.27%
新增额楼面均价（万元/平方米）	1.53	1.52	2.08	1.73

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

横向对比来看，公司 2026 年 1-5 月全口径拿地金额为 214 亿元，权益口径拿地金额 206 亿元，行业排名位列第 3 名，拿地权益比为 96.5%，拿地权益比高于其他三家可比公司，全口径拿地销售比为 20.3%，权益口径拿地销售比为 24.8%，高于中海地产和招商蛇口。

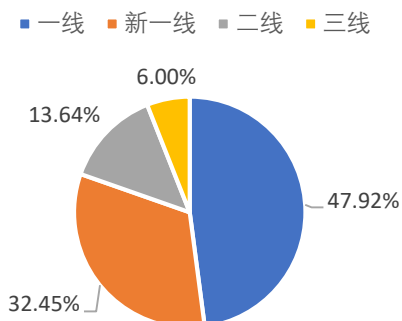
图表12：可比公司 2026 年 1-5 月拿地规模（亿元）

类别	保利发展	中海地产	华润置地	招商蛇口
销售金额（全口径）	1053	1030	935	759
销售金额（权益口径）	830	948	661	468
拿地金额（全口径）	214	75	313	74
拿地金额（权益口径）	206	60	290	58
拿地权益比（%）	96.5%	80.4%	92.6%	78.9%
拿地销售比（全口径）	20.3%	7.2%	33.5%	9.7%
拿地销售比（权益口径）	24.8%	6.3%	43.9%	12.4%

资料来源：克而瑞，中指研究院，太平洋证券整理

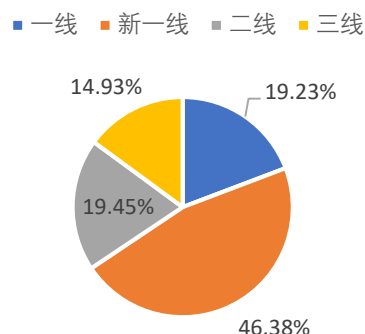
公司集中在高能级城市拿地。以全口径拿地金额计算，2025 年一线城市、新一线城市、二线城市和三线城市拿地金额占比分别为 47.9%/32.4%/13.6%/6.0%。规划容积率面积方面，2025 年一线城市、新一线城市、二线城市和三线城市规划容积率面积占比分别为 19.2%/46.4%/19.4%/14.9%。分城市来看，2025 年新增建面主要分布于西安、佛山、上海、石家庄和杭州，前五大拿地城市的新增建面占比合计达到 48.2%，拿地区域较为集中。2025 年获取项目中，年内实现“当年拿地、当年开盘”项目达 28 个，贡献签约金额超 200 亿元，保持高效精准的开发运营能力。

图表13：2025 年各城市能级全口径拿地金额占比（%）



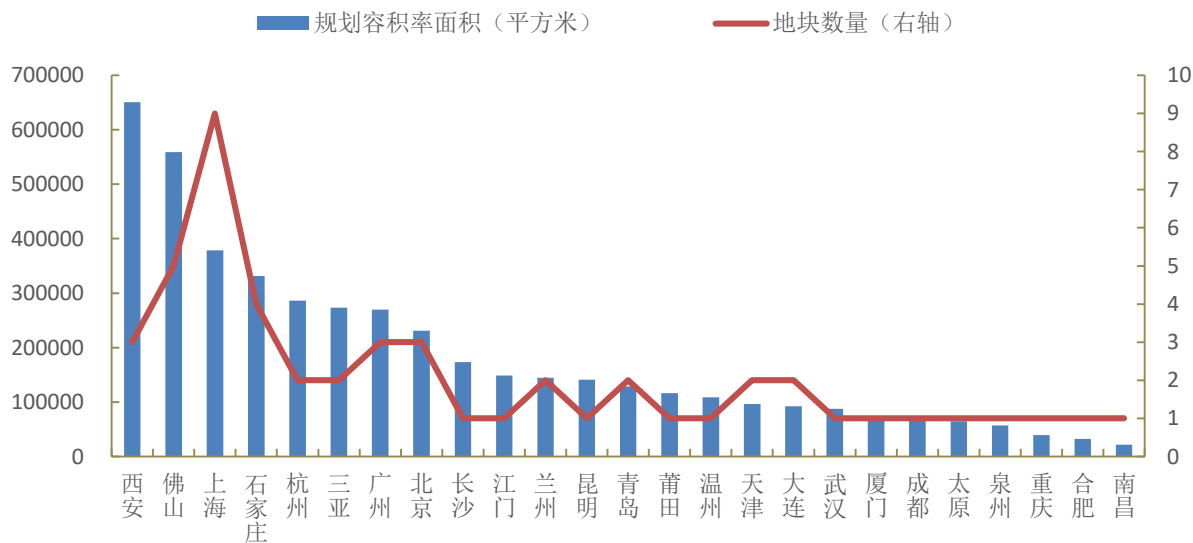
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2025 年各城市能级全口径新增计容建面占比（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

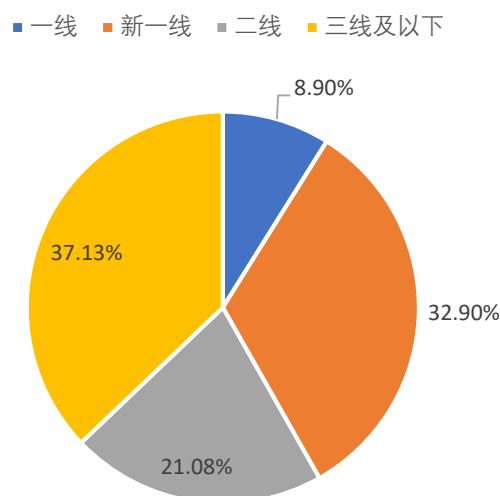
图表15：2025 年公司于各城市全口径新增计容建面及新增地块个数（平方米，个）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

截至 2025 年末，公司土地储备合计约 5219.49 万平方米，土储资源较充足，其中一线城市、新一线城市、二线城市和三线及以下城市的土储面积分别占比 8.9%/32.9%/21.1%/37.1%，武汉、佛山、广州和昆明等城市剩余土储规模较高。

图表16：2025 年末公司土地储备分城市能级情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表17：城市等级列表

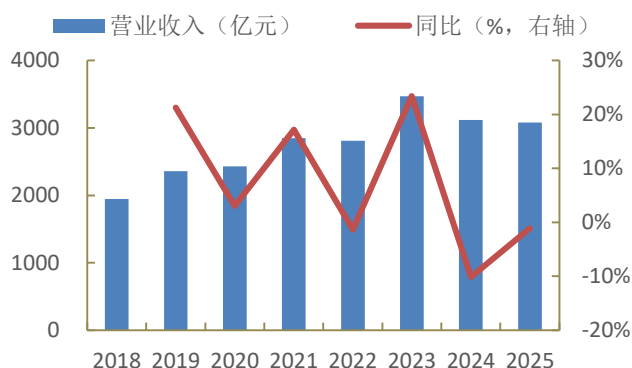
类别	具体城市
一线城市	北京、上海、广州、深圳
新一线城市	佛山、东莞、杭州、宁波、南京、合肥、天津、苏州、青岛、武汉、长沙、郑州、重庆、成都、西安
二线城市	太原、惠州、珠海、福州、厦门、泉州、绍兴、台州、温州、徐州、无锡、常州、石家庄、潍坊、济南、烟台、沈阳、大连、长春、南昌、洛阳、昆明、贵阳
三线及以下	包头、晋中、大同、临汾、晋城、阳江、茂名、清远、韶关、湛江、肇庆、河源、汕尾、汕头、梅州、揭阳、中山、江门、莆田、漳州、舟山、扬州、连云港、盐城、淮安、芜湖、阜阳、秦皇岛、廊坊、沧州、邯郸、德州、济宁、营口、宜昌、荆州、孝感、常德、益阳、湘潭、衡阳、赣州、九江、抚州、宜春、开封、德阳、遂宁、宜宾、三亚、海口、琼海、兰州、天水、乌鲁木齐、西双版纳等

资料来源：太平洋证券整理

三、 财务概况

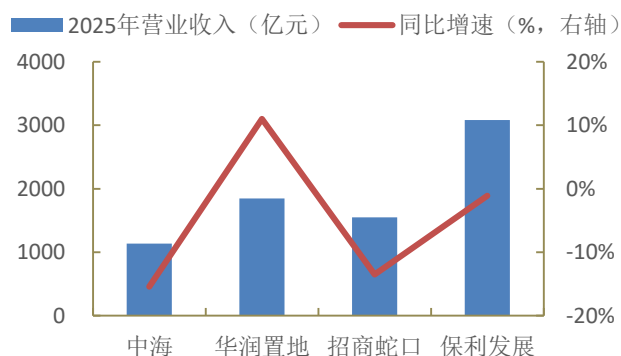
受到公司房地产项目结转规模下降影响, 2025 年公司营收同比下降 1.13%, 实现归母净利润 10.35 亿元, 同比下降 79.31%。公司归母净利润降幅更大主要原因包括: 1) 市场出现波动背景下, 结转毛利率下降, 毛利率较去年同期下降 1.18 个百分点至 12.75%; 2) 2025 年投资净收益为-0.31 亿元, 而去年同期为 17.90 亿元; 3) 2025 年公司资产减值损失较去年同期多损失 14.28 亿元。营业收入较另外三家可比公司华润置地、中国海外发展和招商蛇口相对较高, 但利润端, 归母净利润、毛利率和净利率相对较低。

图表18: 公司营业收入 (亿元, %)



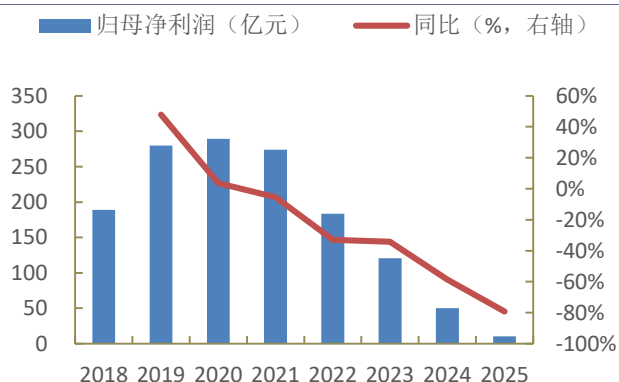
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表19: 2025 年可比公司营业收入



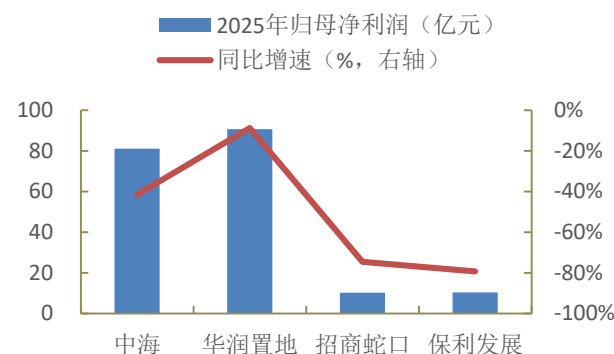
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表20: 公司归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

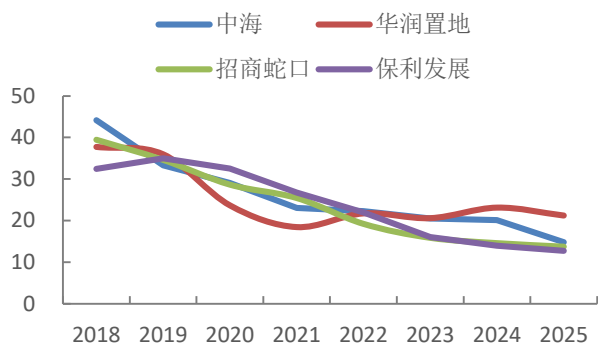
图表21: 2025 年可比公司归母净利润



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

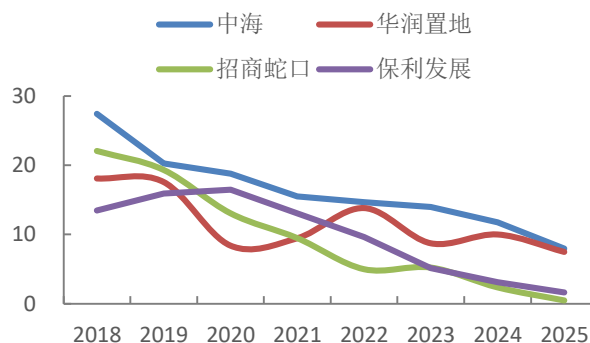
公司盈利空间持续收窄, 2023-2025 年毛利率分别为 16.02%、13.93%、12.75%, 净利率分别为 5.16%、3.12%、1.63%, 2025 年公司毛利率低于另外三家可比公司。

图表22: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

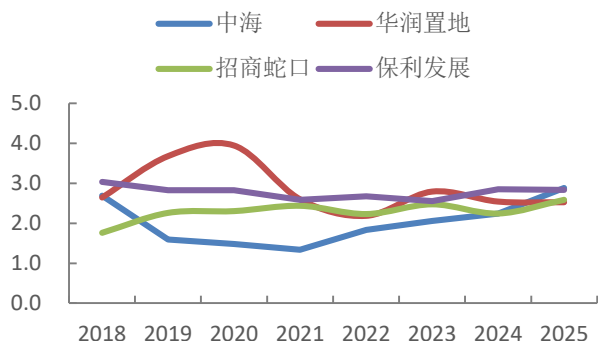
图表23: 可比公司净利率 (%)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

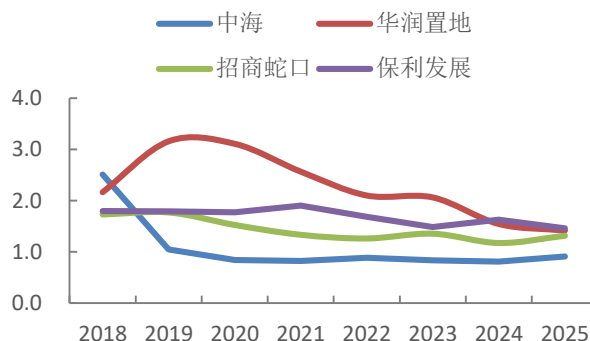
在行业利润率普遍下行的情况下, 公司持续加强各项费用管控, 销售管理费率保持低位。2025 年公司的销售费用率和管理费用率分别为 2.83%和 1.46%, 较 24 年分别下降 0.02 和 0.17 个百分点, 费用率下降幅度超过其他几家可比公司。

图表24: 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表25: 可比公司管理费用率 (%)



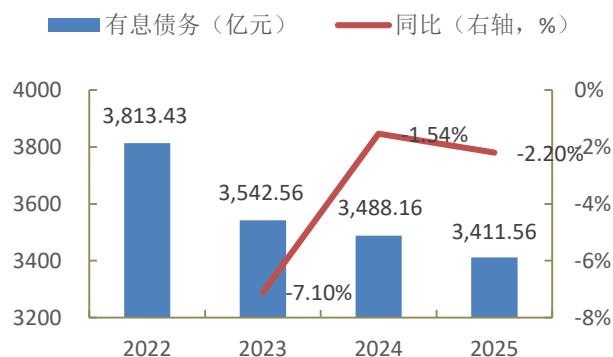
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

四、 债务情况与偿债压力

4.1 有息债务情况

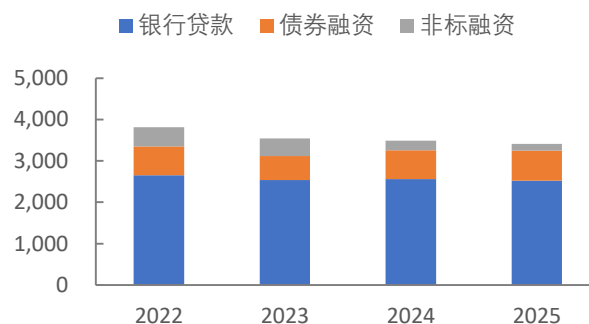
公司表内有息债务规模持续压降, 偿债指标表现良好, 融资成本低。据募集说明书, 截至 2025 年末, 公司有息债务余额为 3411.56 亿元, 较 2024 年末减少 2.20%, 债务规模持续压降; 短期债务占比基本维持在 20% 左右。品种构成上, 2025 年末银行借款占比 73.93% (较 2024 年末增加 0.6pct), 债券占比 21.28% (较 2024 年末增加 1.25pct), 非标占比仅 4.79% (较 2024 年末减少 1.85pct), 近几年非标规模显著减少, 债务结构有所优化。

图表26: 公司有息债务规模



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表27: 公司有息债务结构

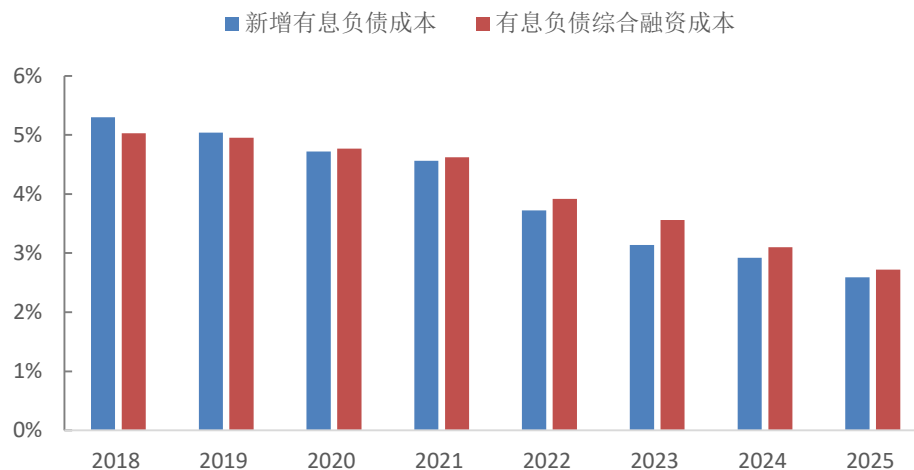


资料来源: Wind, 太平洋证券整理

4.2 综合融资成本降低

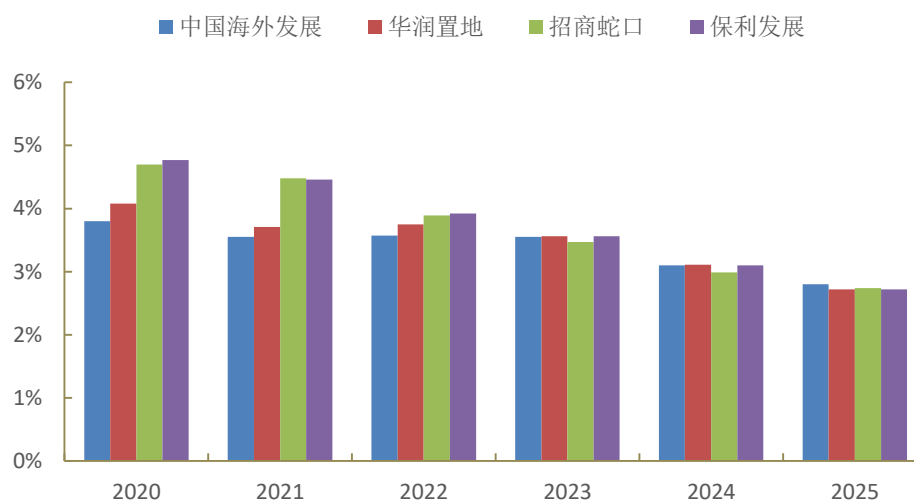
公司发挥多元化融资优势, 持续推动债务结构优化。融资类型包括 ABS, 公司债, 中期票据等多种方式, 多元化的融资手段, 有助于降低公司融资成本。2025 年内, 公司实现公开市场融资创新, 成功发行国内首单现金类定向可转债, 发行规模 85 亿元, 6 年期综合成本 2.32%; 同时, 公司全年完成 110 亿元中期票据和 45 亿元公司债发行, 多渠道融资方式增厚公司现金储备。2025 年公司新增有息负债成本为 2.59%, 较 2024 年下降 33bp, 期末有息负债综合成本较 24 年末下降 38bp 至 2.72%, 其他可比公司如中国海外发展、招商蛇口和华润置地的 2025 年期末综合融资成本分别为 2.80%/2.74%/2.72%, 公司仍保持行业内优势地位。

图表28：公司综合融资成本



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表29：可比公司综合融资成本



资料来源：Wind，太平洋证券整理

五、投资建议

公司作为央企信用资质好, 2025 年控股股东变更为保利集团, 公司在集团内的股权层级提升, 股东支持强。龙头地位保持稳固, 销售金额维持行业第一, 拿地新增项目聚焦核心城市, 土储结构持续优化, 融资渠道畅通, 综合融资成本较低, 未来随着行业集中度提高, 公司具备竞争优势, 我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 18.08/23.91/28.34 亿元, 对应 26/27/28 年 PE 分别为 32.58X/24.63X/20.78X, 持续给予“买入”评级。

六、风险提示

房地产行业政策风险;

销售改善不及预期;

土地市场竞争加剧

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	134,167	122,906	170,783	163,559	191,609
应收和预付款项	29,049	23,597	19,297	18,958	18,629
存货	798,559	668,175	663,425	655,409	629,925
其他流动资产	205,293	192,955	188,187	181,428	176,282
流动资产合计	1,167,068	1,007,633	1,041,691	1,019,354	1,016,444
长期股权投资	101,288	94,973	92,893	89,893	87,893
投资性房地产	35,651	50,954	53,903	56,473	58,273
固定资产	5,586	7,553	7,460	7,392	7,200
在建工程	603	606	545	520	486
无形资产开发支出	346	323	311	298	279
长期待摊费用	237	298	257	246	221
其他非流动资产	1,191,397	1,033,587	1,067,440	1,044,675	1,041,309
资产总计	1,335,108	1,188,292	1,222,808	1,199,496	1,195,661
短期借款	4,827	4,723	4,523	4,323	4,133
应付和预收款项	146,741	127,823	135,529	130,614	126,797
长期借款	208,132	207,369	197,369	188,817	186,817
其他负债	632,878	518,741	553,590	539,510	537,170
负债合计	992,578	858,657	891,011	863,264	854,918
股本	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970
资本公积	17,872	18,061	18,061	18,061	18,061
留存收益	163,894	162,704	161,478	162,869	164,546
归母公司股东权益	197,596	191,889	191,339	192,731	194,407
少数股东权益	144,933	137,747	140,459	143,502	146,336
股东权益合计	342,530	329,636	331,798	336,233	340,744
负债和股东权益	1,335,108	1,188,292	1,222,808	1,199,496	1,195,661

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	6,257	15,189	58,439	4,833	34,328
投资性现金流	-1,331	-1,997	-2,412	-1,100	-1,045
融资性现金流	-18,990	-25,983	-5,943	-10,957	-5,234
现金增加额	-14,118	-12,800	50,085	-7,223	28,050

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	311,666	308,144	279,600	267,620	259,930
营业成本	268,260	268,857	244,993	233,756	227,700
营业税金及附加	5,904	5,740	5,284	5,219	4,999
销售费用	8,893	8,735	8,220	7,761	7,538
管理费用	5,081	4,507	4,444	4,121	3,977
财务费用	4,643	3,912	5,184	4,434	4,254
资产减值损失	-5,056	-6,484	-3,600	-3,500	-2,100
投资收益	1,790	-31	140	268	260
公允价值变动	76	63	47	47	45
营业利润	15,141	9,578	8,047	9,143	9,705
其他非经营损益	440	159	170	228	240
利润总额	15,581	9,737	8,217	9,370	9,945
所得税	5,843	4,715	3,698	3,936	4,276
净利润	9,738	5,022	4,519	5,435	5,669
少数股东损益	4,737	3,987	2,712	3,043	2,834
归母股东净利润	5,001	1,035	1,808	2,391	2,834

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	13.93%	12.75%	12.38%	12.65%	12.40%
销售净利率	1.60%	0.34%	0.65%	0.89%	1.09%
销售收入增长率	-10.16%	-1.13%	-9.26%	-4.28%	-2.87%
EBIT 增长率	-33.44%	-19.97%	-6.59%	3.01%	2.86%
净利润增长率	-58.56%	-79.31%	74.71%	32.29%	18.53%
ROE	2.53%	0.54%	0.94%	1.24%	1.46%
ROA	0.70%	0.40%	0.37%	0.45%	0.47%
ROIC	1.61%	1.10%	1.09%	1.18%	1.18%
EPS (X)	0.42	0.09	0.15	0.20	0.24
PE (X)	11.78	56.92	32.58	24.63	20.78
PB (X)	0.30	0.31	0.31	0.31	0.30
PS (X)	0.19	0.19	0.21	0.22	0.23
EV/EBITDA (X)	13.72	16.10	14.85	14.53	12.68

资料来源: 携宁, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上;

中性: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间;

看淡: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上;

增持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。