

# 拆解三大地产央企年报

## 营收:保利两连降

检验一家房企的经营韧性,光看营收规模是不够的,还得看它在行业深度调整周期能不能顶住。

2025年,保利发展营收3081.44亿元,同比下降1.13%。自2023年首次突破3000亿元达到3468.28亿元以来,保利已连续三年维持在3000亿级别,经营底盘依然扎实。但连续两年营收下滑——2024年同比下滑10.14%至3116.66亿元,2025年再降1.13%。保利方面的解释是:合并范围内房地产项目结转规模下降。

中海的处境类似。2023—2025年,营收分别为2025.24亿元、1851.54亿元及1680.89亿元,同样连续两年下滑。

就在多数房企营收普遍下滑的背景下,华润置地走出了另一条线。2025年,华润置地总营收约2814.38亿元,同比增长0.95%,是三家央企中唯一实现正增长的企业。增幅虽不算大,但这已是华润置地连续第三年营收同比增长——2023年2511.37亿元,2024年2789.05亿元,增长势头持续稳健。

保利发展下滑、华润置地增长,两家之间的营收差距正在快速缩小。2023年,保利领先华润956.91亿元;到2025年,这一差距已缩至267.06亿元。头部阵营的格局,正在悄然发生变化。

上海易居房地产研究院副院长严跃进表示,在房地产行业深度调整周期内,保利与中海因长期依赖开发销售模式、商业体量有限,导致营收持续承压,而华润凭借开发、经营性不动产与轻资产三大业务的互补对冲,实现了连续三年营收正增长及更高的利润稳定性,差距收窄趋势将延续,行业竞争正从规模转向运营质量。

## 利润:华润领跑

2025年,华润置地归母净利润254.18亿元,同比微降0.45%。中海归母净利润126.91

2025年房企年报季落下帷幕,保利发展、华润置地、中国海外发展三家央企的答卷放在一起看,各自交出了不同的成绩单。营收赛道上,保利是唯一的3000亿级选手,全年3081亿元,体量优势稳居三家之首,但归母净利润仅10.35亿元,同比下滑79.3%,连续五年垫底。华润置地营收2814亿元,归母净利润254亿元,多元业务贡献明显。中海则营收不足1700亿元,利润127亿元。

三家各有各的坎,但房地产开发业务的受阻是共同的。华润的经常性业务核心净利润116.5亿元,核心利润占比首次突破50%。保利和中海,仍在寻找第二增长曲线的路上。

亿元,不足华润的一半。回到2021年,中海曾以77.54亿元的优势领先;2022年华润反超48.27亿元后持续领先,差距逐年拉大。

两家盈利差异与各自的发展路径有关。华润置地构建了开发销售、经营性不动产收租、轻资产管理三大协同业务模式。2025年,其经常性业务收入432.8亿元,同比增长3.7%,占总营收的15.4%,核心净利润贡献占比达51.8%。以购物中心为核心的经营性不动产收租业务净利润达98.7亿元,同比增长15.2%;华润万象生活核心净利润39.5亿元,同比增长13.7%。

中海地产则仍以高权益拿地和房地产开发为主业,业务结构相对单一。2025年权益销售额居行业第一,但毛利率已从2023年的20.32%降至15.5%。签约销售额2512.3亿元、销售面积1056万平方米,这些数字并没有有效转化为利润。商业物业业务收入72亿元,体量相对较小。

从业务结构看,华润置地的不动产收租

和轻资产管理对开发业务形成互补。其开发业务毛利率降至15.5%,经营性不动产收租业务毛利率升至71.8%,万象生活毛利率增至35.5%。中海的商业运营业务体量较小,对开发业务的下滑对冲有限。

中指研究院企业研究总监刘水表示,经营性业务成为华润置地利润压舱石,经营性业务利润占比显著提升,有效对冲了开发业务毛利率下行的压力。

至于保利发展,归母净利润表现与前两者差距更为明显。2021年至2025年,保利发展归母净利润分别为273.88亿元、183.47亿元、120.67亿元、50.01亿元及10.35亿元,不仅体量上远低于华润置地和中海,而且呈直线下滑态势。2025年初,保利发展提出“重塑新保利发展、三大主业齐头并进”的战略,当年不动产经营收入51.4亿元。但横向对比华润置地和中海,这个体量仍有不小的差距。

中国城市房地产研究院院长谢逸枫表



谢逸枫表示,保利发展持续扩充土地储备,一方面是企业自身去库存与销售回款能力能够匹配投资节奏;另一方面则是企业现金流储备充裕。反观华润置地拿地节奏有所放缓,则是因为企业发展重心更多倾斜于商业持有、轻资产运营及物业服务领域;同时不排除其短期以去库存、缩减资金支出为主,以此为后续多元化业务转型蓄力。

增加土地储备是一把双刃剑:既能支撑未来销售额,也可能在行业调整期成为利润的拖累。保利和中海都选择了补仓,但保利还多了一件要做——还旧账。

披露2025年财报的同时,保利发布了计提房地产项目减值准备的公告。全年计提减值准备约69.58亿元,其中存货跌价准备54.42亿元,长期股权投资减值准备10.15亿元,其他应收款减值准备5.01亿元。这笔计提直接减少了归母净利润约44.47亿元。若将这部分影响还原,其2025年归母净利润规模与2024年基本持平。

为何会产生如此大额的对提?保利方面点名了几个项目:佛山保利中交大都会、温州滨江云谷、常州保利天汇。以温州滨江云谷为例,该地块于2021年4月经过291轮竞价,由保利发展与招商局组成的联合体以65亿元竞得,溢价率29.97%。这个项目定位为纯大平层豪宅,在行业调整期内入市,全程去化缓慢;一期交付前去化率约70%,后期只能通过降价清理尾盘。当年抢地有多猛,如今填坑就有多疼。

谢逸枫表示,资产减值对房企而言,主要短期影响企业股价、资产价值及整体资产规模,该类负面影响并不具备长期性,多为阶段性冲击。

严跃进表示,保利发展、中海为补充开发规模仍在增加土储,但需警惕高价追高风险,保利发展2025年大额减值即警示后续利润侵蚀与扩张空间压缩;华润置地则坚持平缓拓展与项目质量管理,体现从规模导向转向效益导向的理性策略。

北京商报记者 李晗

## 拿地:中海千亿补仓

在商业运营和不动产经营业务还撑不起业绩的情况下,中海和保利发展选择了一个更直接的办法——增加土地储备。

2025年,保利发展拓展总地价791亿元,总计容积率457万平方米,同比分别增长16%和39%;中海新增土地储备总地价1186.9亿元,新增总建筑面积499万平方米;华润置地新增土地储备总地价916.6亿元,新增总计容积率339万平方米。

# 大单品失效 珀莱雅守擂不易

当流量红利渐退,站在百亿营收规模及国货美妆头把交椅上的珀莱雅,面临业绩的波动,如何守擂成为其不得不解决的问题。4月22日,珀莱雅相关人士对北京商报记者坦言:“当企业体量上升之后,真正影响经营质量的正是能否建立起更均衡、更可调度的增长来源。”2025年,珀莱雅交出一份营收和净利润微降的“成绩单”。珀莱雅的脚步正在放缓,而更多地聚焦于多品牌拓展以及如何从流量推动增长到研发助增长的模式,或将成为珀莱雅未来的主线任务。

## 放慢脚步

2025年,珀莱雅营收23.05亿元,同比下降2.29%;净利润3.67亿元,同比下降6.05%。对此,珀莱雅方面解释称:“主要系珀莱雅品牌营收减少。”从财报数据看,2025年,珀莱雅主品牌珀莱雅收入为76.89亿元,同比下滑10.39%。这与以往珀莱雅品牌动辄超30%的增长速度相比,发展脚步放慢了很多。

前几年,珀莱雅冲入国货美妆头部圈层。2023年,珀莱雅营收突破80亿元,成为国内首家跻身“80亿元俱乐部”的化妆品企业;2024年,珀莱雅营收突破百亿元规模,坐稳国货美妆行业头把交椅的位置。而这背后,是珀莱雅大单品战略的成功。

美妆资深评论人、美云空间电商创始人白云虎对北京商报记者表示,对于珀莱雅而言,经历多年的高速增长之后,营收规模已经突破百亿的基数,在此高基数以及行业总体增速放缓、头部竞争加剧的大背景下,珀莱雅获得增长的难度是可想而知的。即便如此,营收和利润双降,也充分表明了珀莱雅面临的问题不仅仅是市场环

境问题,而是企业战略性结构问题。

珀莱雅方面则表示,这种放慢是一种主动进入战略转场的信号——将增长的纵深从规模惯性地结构优化、能力补强推进,以一种稳健经营的定力,重塑百亿后的经营质感。

## 等待新爆品

无论是曾经依赖主品牌实现的高速增长,还是目前主品牌放缓影响下的业绩波动,都让珀莱雅意识到问题的所在。而在近两年的发展中,珀莱雅有意拓展多品牌业务,开始有意识减少对主品牌的依赖。

根据财报数据,2025年,珀莱雅旗下彩妆品牌彩妆营收12.55亿元,同比增长5.37%;原色波塔品牌营收2.56亿元,同比增长125.38%;头皮洗护品牌OR营收7.44亿元,同比增长102.19%。

不过,相较此前珀莱雅基于大单品策略营销出来的“早C晚A”概念,各子品牌虽然营收增长但热度不足,珀莱雅打造新爆品的策略面临挑战。其中,以彩妆品牌为例,该品牌的增速已出现放缓迹象。财报显示,2025年,彩妆营收同比增长5.37%,2023年及2024年则分别同比增长75.06%和19.04%。

在白云虎看来,虽然彩妆等品牌也在发展,但正面临此品类领域头部品牌的竞争,其获得更多市场份额的挑战很大。“从组织层面来看,国货企业对多品牌运营的能力都还处于‘早期阶段’,缺乏快速复制的环境和模式。参考欧莱雅等国际化妆品美妆集团的战略性结构,可以发现‘多品类、多品牌、多渠道’等结构性战略布局处于相对平衡合理的状态,而不是‘单一品牌、单一渠道’的发展结构。”他表示。

## 对手上攻

当珀莱雅高举高打的营销牌、大单品策略带来的营收回报减弱,业绩开始出现下滑,如何维持百亿营收规模,守住国货美妆头把交椅的位置成为珀莱雅接下来的考验。

纵观国货美妆市场,2025年,单从业绩增速和营收规模来看,多家国货美妆公司来势汹汹。例如,2025年,上美股份营收91.78亿元,同比增长35.1%;净利润11.54亿元,同比增长43.7%。上海家化营收63.17亿元,净利润增长132.12%。林清轩营收24.5亿元,同比增长102.5%,净利润同比增长92.9%。

在要客研究院院长周婷看来,珀莱雅若想维持领先地位,关键不在规模、营销和制造爆款,而在于能否推动品牌实现真正高端化、能否成为中国美妆领域的奢侈品牌。

珀莱雅相关人士对北京商报记者透露,目前,珀莱雅品牌矩阵已覆盖从百元以内到千元价格带的分层区间,占据高端、中高端科技护肤、大众市场、年轻彩妆市场、洗护市场;从品类看,护肤、彩妆、洗护共同构成一套彼此补位的增长网络。

此外,珀莱雅也在不断发力研发,以建立足以支撑高价格的研发创新体系。2025年,珀莱雅研发费用为2.168亿元,同比增长3.07%;研发投入占营业收入比例为2.05%。早在2023年底,珀莱雅还官宣上海研发中心和杭州龙坞研发中心;此外,在企业20周年战略发布会上,珀莱雅方面表示:“珀莱雅站在承前启后的节点,将不断向以消费者为核心、以科技为本、国际化的中国美妆公司目标迈进。”

北京商报记者 张君花

# 科兴制药净利暴增4倍背后

净利润激增背后,科兴制药暗藏隐忧。4月21日晚,科兴制药披露2025年年报,全年营收15.34亿元,同比增长9.03%;归母净利润1.56亿元,同比大增394.17%。

回顾科兴制药近年的业绩轨迹,2022年和2023年,该公司连续两年陷入亏损,分别亏损9029.52万元和1.9亿元。2024年,科兴制药成功实现扭亏为盈,全年营收14.07亿元,净利润为3148.09万元。2025年,科兴制药延续业绩向好态势,营收进一步增长,净利润更是迎来激增。

对于2025年业绩的大幅提高,科兴制药在年报中将原因归结为“积极开拓海外市场,实现海外收入强劲增长”。数据显示,报告期内,科兴制药海外收入3.66亿元,同比增长63.25%。

不过,北京商报记者注意到,科兴制药净利润激增背后,离不开非经常性损益的加持。科兴制药方面在年报中表示,报告期内公司持有的私募基金公允价值变动及处置下属子公司取得收益导致非经常性损益金额较上年同期增加。其中,仅公允价值变动收益就高达7928.82万元,占比超净利润五成。另外,2025年年中,科兴制药转让了子公司同安医药100%的股权,亦对利润总额产生了1527.41万元的影响。扣除非经常性损益后,科兴制药净利润仅为5000余万元。

北京中医药大学卫生健康法教授、博士生导师邓勇告诉北京商报记者,从业绩成色来看,科兴制药的高增长属于典型的“纸面富贵”,盈利结构严重失衡。超六成利润来自一次性收益,与药品研发、生产、销售等核心经营活动无关,并不具备持续性。

就相关问题,北京商报记者向科兴制药发送采访函,但截至发稿未获得回复。

如果说,利润结构的虚实是科兴制药的短期隐忧,产品端的创新乏力则是更深层的长期挑战。

目前,科兴制药仅有6个自有产品已获批上市,其中注射用干扰素α1b“赛若金”、人促

红素注射液“依普定”、人粒细胞刺激因子注射液“白特喜”和酪酸梭菌二联活菌散/胶囊“常乐康”是主要的收入来源。

据了解,上述四款产品均已上市多年,面临着增长见顶、盈利能力下降等多重挑战。财报数据显示,2020年,科兴制药医药制造毛利率尚为79.99%,到2023年已降至75.21%,到2025年,医药产品毛利率仅为63.91%,产品的盈利空间正被持续压缩。

为寻求突破,科兴制药通过授权引进白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗注射液等产品,并在新型蛋白、新型抗体等技术方向布局15个在研管线,其中创新药12个。

不过,邓勇表示,授权引进产品面临着激烈的市场竞争,难以形成新的盈利增长点。在研管线以生物类似药、改良型新药为主,缺乏具备核心竞争力的创新品种,短期内无法贡献业绩,未来2—3年,科兴制药存在增长断档的风险。

不仅如此,科兴制药的应收账款也在快速增长。截至2025年底,该公司应收账款达5.8亿元,同比增长21.99%,远超营收增速。受此影响,科兴制药经营活动产生的现金流量净额同比下降19.35%至8602.89万元。

在业绩含金量受质疑、创新乏力的双重压力下,科兴制药正试图借力资本市场破局。2025年11月,该公司已正式向港交所递交招股书,拟在香港主板二次上市。

邓勇表示,推进港股二次上市本质是缓解资金压力的权宜之计,难以从根本上破局。港股上市可拓宽融资渠道、补充现金流、优化资本结构,同时提升国际品牌影响力,为研发与海外布局提供资金支持,属于“治标”之举。但无法解决核心产品老化、创新能力薄弱、市场竞争加剧等根本性问题。降价、毛利下滑的行业趋势不会因上市而改变,研发短板与产品断层也无法依靠募资快速弥补。

北京商报记者 王寅浩 宋雨盈