

标配（维持）

房地产行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述

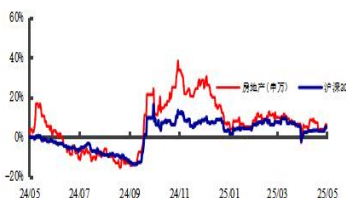
业绩亏损进一步扩大，毛利率继续下行

2025 年 5 月 12 日

投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **2024年上市房企业绩亏损进一步扩大。**行业整体营收在2021年达到峰值后，近三年持续同比下降，并且2024年降幅较2023年大幅扩大。2024年上市房企整体净利润、归属净利润继续录得亏损，已经连续3年进入亏损状态，并且2024年亏损绝对值大幅扩大。上市房企整体业绩继续承压，为有统计以来最差情况。亏损主要仍由于结算量以及结算毛利率下降、计提减值准备等带来。行业2025年Q1业绩继续承压，整体录得亏损。
- **毛利率净利率持续下降。**2024年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为14.6%和-8.31%，毛利率较2023年全年下降2.38个百分点，净利率降幅则扩大7.69个百分点。2025年Q1销售毛利率为14.43%，销售净利率为-2.48%，跌至历史底部。
- **销售下降导致费用率上升。**管理费用延续近年持续下降趋势，主要由于房企降本增效，加强费用管控，2024年上市房企整体管理费用绝对值跌至接近2016年的水平。而财务费用在2023年首次出现同比下降后，2024年同比再度回升，但仅小幅上升2.5%，显示行业当前融资渠道有所改善，资金流动性出现边际好转。
- **总结与投资建议：**上市房企2024年全年业绩整体表现不佳，全年营收同比继续负增长，并且跌幅扩大，绝对值跌至近2018年的水平。净利润、归属净利润连续三年录得亏损，2024年亏损大幅扩大，行业仍处于调整之中。行业业绩承压，主要由于结算量下降、毛利率下滑以及计提减值准备等带来。而2025年Q1行业营收同比降幅收窄，但净利润、归属净利润首次在一季度录得亏损，行业业绩仍处于探底过程中。
- **从盈利情况看，**截至2025Q1行业整体毛利率持续下滑，净利率与去年同期相比也继续向下。2024年及2025Q1行业整体结算仍多为2020/2021年高溢价拿地项目，叠加后续行业景气度回落销售价格承压，导致利润率下降。而随着高溢价率项目逐步消化完毕，同时房地产市场逐步探底回稳回升，未来几个季度行业利润率或将有所修复。另一方面，行业销售低迷，开发商普遍降低销售费用及人力成本支出，在融资层面在经历去杠杆及收缩投资带来财务费用下降后，2024年融资改善等财务费用同比小幅回升。而整体由于销售规模下降导致费用率水平上升。
- **整体来看，**在房地产优化政策持续加码落地之下，当前行业销售及基本面逐步修复。但业绩层面仍在消化过去高溢价项目带来的亏损。另一方面，房地产在申万各一级行业板块中盈利排名倒数；这也预示着行业正处于周期底部，未来走出周期底实现盈利回升可期。在近期热点城市销售及土拍热度明显提升下，预计基本面修复将从点到面逐步扩大范围；叠加适度宽松的货币政策也将支持房企融资的改善，将加速行业业绩的

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

修复。随着业绩修复，将可能带动板块个股估值向上。建议可关注经营稳健的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）等。

- **风险提示：**房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及。地方政府救市政策落实及成效不足。楼市销售持续低迷，销售数据不理想。开发商对后市较为悲观，土地市场低迷，开发投资持续走低。利率下调不及预期，房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，资金面改善不足。失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足。

目 录

1. 2024 年上市房企业绩亏损进一步扩大	4
2. 毛利率净利润率持续下降	5
3. 销售下降导致费用率上升	6
4. 上市房企存货进一步走低	7
5. 负债率持续下降，现金流改善情况仍不明显	7
6. 总结与投资建议	9
7. 风险提示	9

插图目录

图 1：上市房企近年整体营业总收入及同比（单位：亿元，%）	4
图 2：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润及同比（单位：亿元，%）	4
图 3：上市房企近年整体营业总收入季度对比（单位：亿元，%）	4
图 4：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润季度对比（单位：亿元，%）	4
图 5：上市房企整体总资产净利率、净资产收益率变化（单位：%）	5
图 6：上市房企整体销售毛利率、净利润率变化（单位：%）	5
图 7：上市房企整体销售费、管理费、财务费及同比变化（单位：亿元，%）	6
图 8：上市房企整体三费率变化（单位：%）	6
图 9：上市房企整体存货及同比变化（单位：亿元，%）	7
图 10：上市房企整体存货占总资产比例变化（单位：%）	7
图 11：房地产行业负债水平变化（单位：%、倍）	8
图 12：上市房企整体现金流情况变化（单位：元，%）	8

表格目录

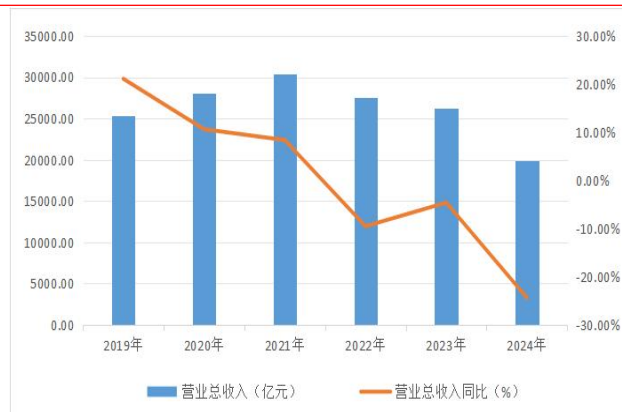
表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2025 年 5 月 9 日）	10
--	----

1. 2024 年上市房企业绩亏损进一步扩大

上市公司 2024 年年报已全部公布完毕。根据万得数据，2024 年上市房企共实现营业总收入 1.98 万亿，较 2023 年同期下降 24.39%，降幅较上年扩大约 20 个百分点。共实现营业利润-1158.62 亿，营业利润首年转亏，较 2023 年全年下降 277.06%。2024 年共实现净利润-1647.9 亿，亏损较 2023 年多亏 1486.55 亿；归属母公司股东净利润-1590.13 亿，亏损较 2023 年多亏 1282.11 亿。

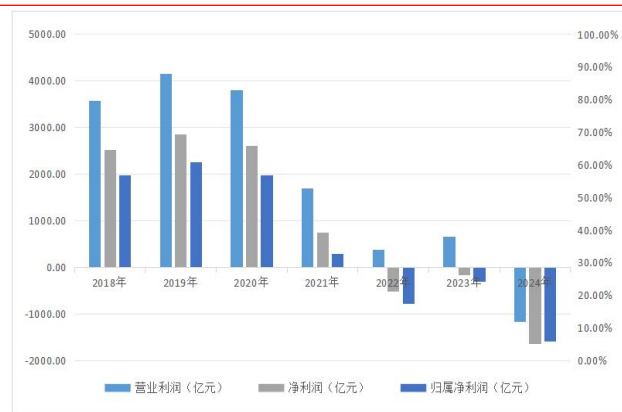
整体来看，行业整体营收在 2021 年达到峰值后，近三年持续同比下降，并且 2024 年降幅较 2023 年大幅扩大。2023 年在保交付带动下行业营收降幅有所收窄，2024 年行业延续下行周期，营收同比降幅大幅扩大，绝对值下降至接近 2018 年水平。而 2024 年上市房企整体营业利润首年转亏，为有统计数据以来首次。2024 年上市房企整体净利润、归属净利润继续录得亏损，已经连续 3 年进入亏损状态，并且 2024 年亏损绝对值大幅扩大。上市房企整体业绩继续承压，为有统计以来最差情况。亏损主要仍由于结算量以及结算毛利率下降、计提减值准备等带来。

图 1：上市房企近年整体营业总收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润及同比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

从季度情况来看，2025 年一季度，上市房企共实现营业总收入 3166.63 亿，较 2024 年同期下降 12.17%，降幅较 2024 年同期收窄 5.3 个百分点，相较 2024 年全年降幅收窄 12.2 个百分点。共实现营业利润-22.13 亿，为统计以来首年一季度录得亏损，上年 Q1 共实现营业利润 110 亿。2025 年 Q1 共实现净利润-78.45 亿；归属母公司股东净利润-92.87 亿，也均是首年 Q1 录得亏损（2024Q1 净利润及归属净利润分别为 44.8 亿及 2.44 亿）。整体看，行业 2025 年 Q1 业绩继续承压，整体录得亏损。

图 3：上市房企近年整体营业总收入季度对比（单位：亿元，%）

图 4：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润季度对比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

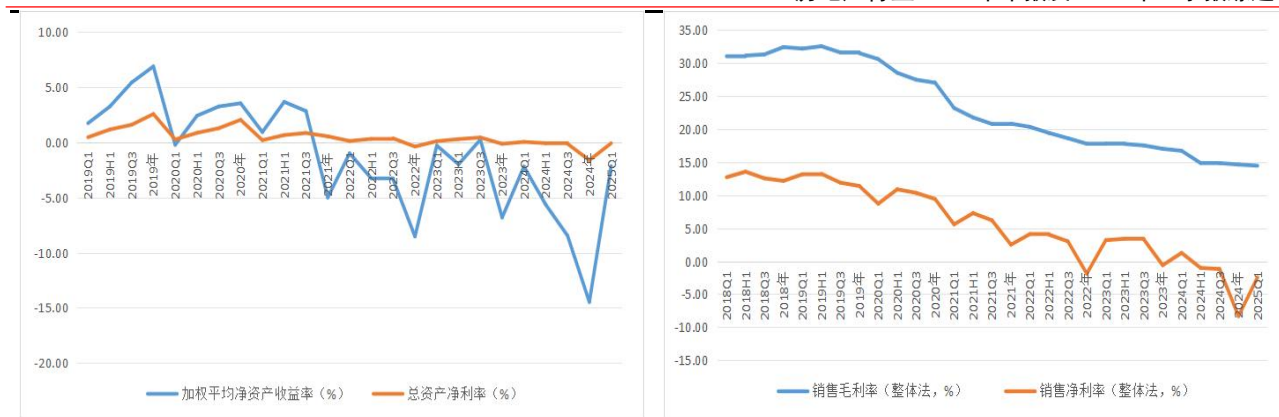
2. 毛利率净利率持续下降

截至 2024 年末，上市房企资产合计 9.6 万亿，同比下降 14.42%。2022 年年中以来上市房企资产总计同比转负，并且降幅持续扩大，2024 年年末降幅相比 2023 年年末扩大 0.06 个百分点。2025Q1 资产合计 9.44 万亿，同比下降 14.18%，降幅较 2024 年同期扩大 1 个百分点，较 2024 年末小幅收窄。截至 2024 年末，平均每家房企资产规模 932 亿，较上年同期下降 9.44%，降幅近一成。资产规模下降，与房企主动降低负债、库存及资产减值计提等有关。2024 年末平均每股净资产 6.02 元，较上年同期下降 6.03%；截至 2025 年一季末每股净资产 6.01 元，同比下降 9.53%。

盈利能力方面，2024 年末房地产行业平均净资产收益率为-14.47%，近年上市房企整体录得亏损，净资产收益率持续为负，并且亏损持续扩大，在申万 31 个一级行业板块中排名倒数第 5 位。总资产净利率为-1.62%，较上年同期-0.14%也明显扩大亏损，排名倒数第 1 位。显然，近年房地产行业整体录得亏损，在各行业板块中盈利排名倒数；这也预示着行业正处于周期底部，未来走出周期底实现盈利回升可期。

2024 年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 14.6%和-8.31%，毛利率较 2023 年全年下降 2.38 个百分点，净利率降幅则扩大 7.69 个百分点。2025 年 Q1 销售毛利率为 14.43%，销售净利率为-2.48%，跌至历史底部。2024 年行业整体结算仍为 2020/2021 年高价拿地项目，叠加后续行业景气度回落销售价格承压，导致利润率下降。而随着高溢价率项目逐步消化完毕，同时房地产市场逐步探底回稳回升，未来几个季度行业利润率或将有所修复。

图 5：上市房企整体总资产净利率、净资产收益率变化图 6：上市房企整体销售毛利率、净利润率变化（单位：%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

3. 销售下降导致费用率上升

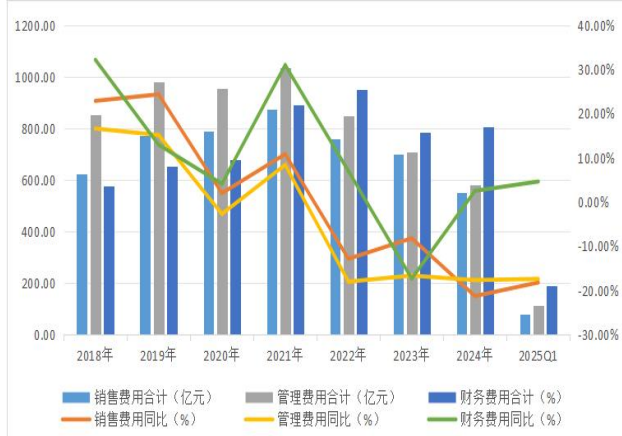
2024 年上市房企整体销售费用为 549.16 亿，较 2023 年同期下降达 21.33%，降幅较 2023 年扩大 13.1 个百分点。近年上市房企整体销售费用持续同比下降，其中 2024 年降幅超两成，进一步大幅回落，与行业整体销售下降有关。2024 年行业整体管理费用为 581.53 亿，财务费用为 806.73 亿，较 2023 年末分别下跌 17.71% 和上升 2.5%。管理费用延续近年持续下降趋势，主要由于房企降本增效，加强费用管控，2024 年上市房企整体管理费用绝对值跌至接近 2016 年的水平。而财务费用在 2023 年首次出现同比下降后，2024 年同比再度回升，但仅小幅上升 2.5%，显示行业当前融资渠道有所改善，资金流动性出现边际好转。

总的来看，自 2022 年以来行业整体三费同比出现下降；2022-2024 年三费同比分别 -8.48%、-14.43%、-11.6%。主要由于行业销售低迷，景气度不佳，开发商普遍降低销售费用及人力成本支出，在融资层面在经历去杠杆及收缩投资带来财务费用下降后，2024 年融资改善等财务费用同比小幅回升。

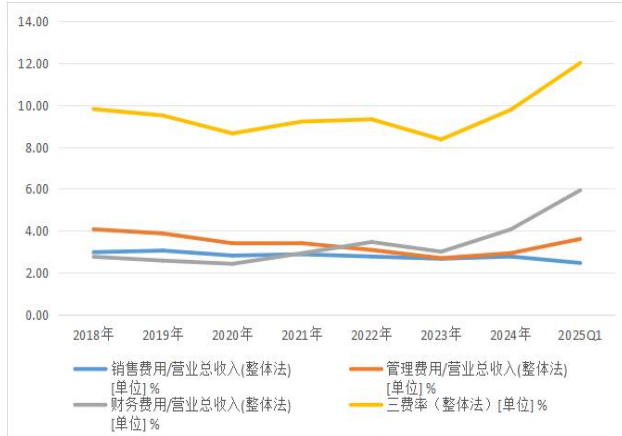
2024 年销售费用占营业总收入为 2.77%，较 2023 年末上升 0.11 个百分点，回升至 2022 年水平。管理费用占营业总收入 2.93%，较 2023 年提升 0.24 个百分点；财务费用占营业总收入 4.06%，较 2023 年上升 1 个百分点。整体三费率为 9.76%，较 2023 年上升 1.41 个百分点。2025Q1 三费率提升至 12%，主要由于财务费用率较上年同期明显提升，另外一季度营收较少也提升了管理费用率水平。

图 7：上市房企整体销售费、管理费、财务费及同比变化（单位：亿元，%）

图 8：上市房企整体三费率变化（单位：%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

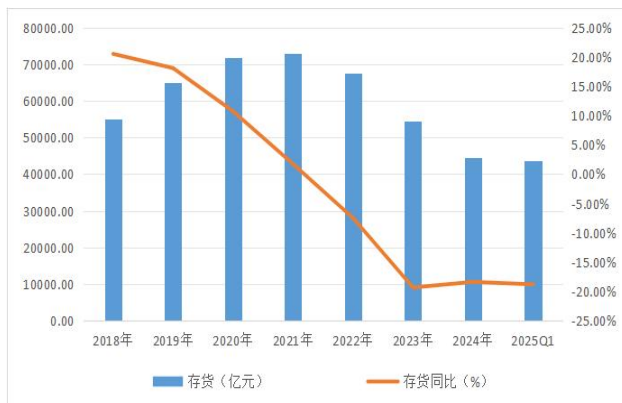


资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 上市房企存货进一步走低

2024 年行业整体存货周转率为 0.35 次，较 2023 年小幅下降（2023 年为 0.37 次）。总资产周转率为 0.2 次，也较上年同期小幅下降（2023 年总资产周转率为 0.22 次）。库存方面，2024 年上市房企整体存货 4.45 万亿，同比下降 18.4%，跌幅较大，相比 2023 年跌幅收窄约 1 个百分点。其中存货占总资产比例为 46.36%，占比也较上年同期下降 2.3 个百分点，近年占比持续走低。近年开发商在行业下行及降负债之下收缩拿地，同时新开工及施工进度也放缓，导致行业整体存货走低。

图 9：上市房企整体存货及同比变化（单位：亿元，%）图 10：上市房企整体存货占总资产比例变化（单位：%）



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

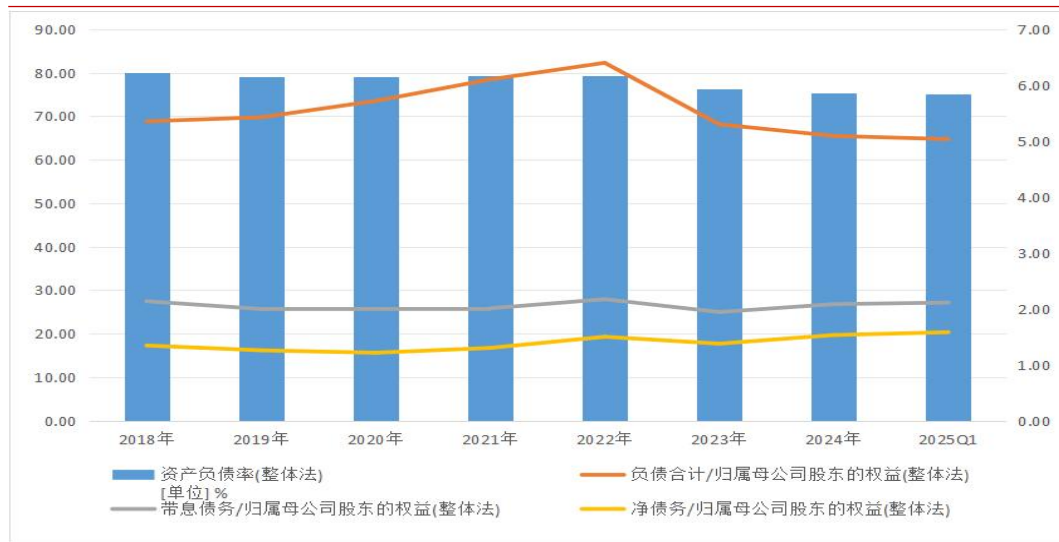
5. 负债率持续下降，现金流改善情况仍不明显

2024 年末上市房企整体资产负债率为 75.26%，较 2023 年末下降 1.1 个百分点。行业整体资产负债率在 2018 年达到高峰后持续下降，2023 年降幅明显，2024 年则进一步下降。其中流动比、速动比分别为 1.42 和 0.54，流动比及速动比均较 2023 年小幅提升，近年呈现回升态势。行业整体负债占归属母公司股东权益为 5.09 倍，而 2023 年末为 5.3 倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为 2.08 倍，较 2023 年底 1.94 倍的水平小幅上升；

净债务则为归属股东权益的 1.53 倍，也高于 2023 年底的 1.38 倍的水平。

整体看，2024 年行业整体负债率水平跌至 2015 年以来的底部，总负债占归属股东权益较 2023 年末小幅下降，带息债务及净债务占归属股东权益相比 2023 年同期则小幅上升。

图 11：房地产行业负债水平变化（单位：%、倍）

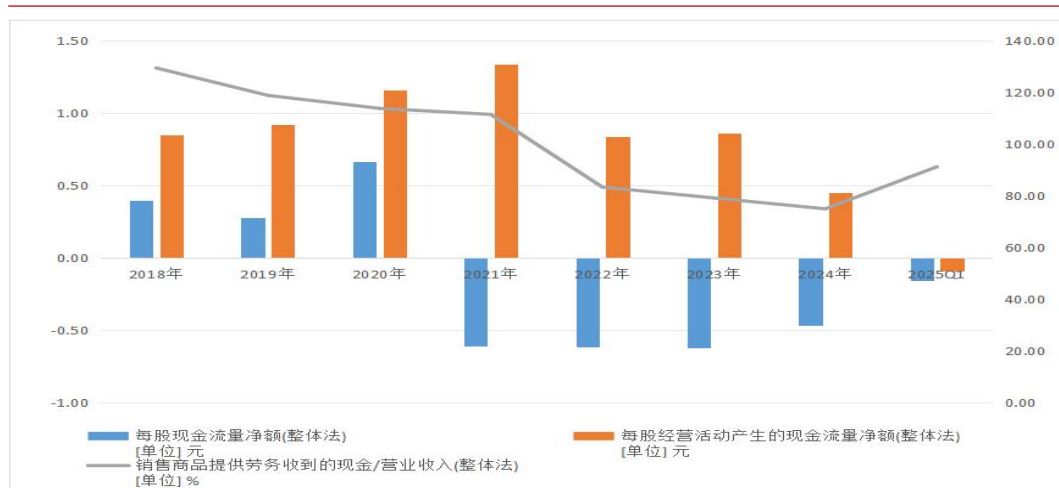


资料来源：wind，东莞证券研究所

2024 年上市房企每股现金流量净额为 -0.47 元，与 2023 年相比负值有所收窄（2023 年每股现金流量净额为 -0.62 元）。2021 年以来每股现金流量净额均为负数，2024 年及 2025Q1 每股现金流量净额虽维持负数，但数值持续收窄。2024 年每股经营活动产生现金流量净额为 0.45 元，与 2023 年相比下降 0.41 元（2023 年每股经营活动产生现金流量净额为 0.86 元）。而 2024 年销售商品提供劳务收到现金占营业收入为 74.96%，2025Q1 为 91.22%，占比均较上年同期小幅回落。

总的来看，2024 年行业整体现金流改善情况不太明显。销售仍低迷带来现金回笼受限，在开发商收缩拿地及开发投资情况下，经营活动产生现金流量净额保持为正。但另一方面，销售商品提供劳务收到现金占营收比例持续向下。

图 12：上市房企整体现金流情况变化（单位：元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

上市房企 2024 年全年业绩整体表现不佳，全年营收同比继续负增长，并且跌幅扩大，绝对值跌至近 2018 年的水平。净利润、归属净利润连续三年录得亏损，2024 年亏损大幅扩大，行业仍处于调整之中。行业业绩承压，主要由于结算量下降、毛利率下滑以及计提减值准备等带来。而 2025 年 Q1 行业营收同比降幅收窄，但净利润、归属净利润首次在一季度录得亏损，行业业绩仍处于探底过程中。

从盈利情况看，截至 2025Q1 行业整体毛利率持续下滑，净利润率与去年同期相比也继续向下。2024 年及 2025Q1 行业整体结算仍多为 2020/2021 年高溢价拿地项目，叠加后续行业景气度回落销售价格承压，导致利润率下降。而随着高溢价率项目逐步消化完毕，同时房地产市场逐步探底回稳回升，未来几个季度行业利润率或将有所修复。另一方面，行业销售低迷，开发商普遍降低销售费用及人力成本支出，在融资层面在经历去杠杆及收缩投资带来财务费用下降后，2024 年融资改善等财务费用同比小幅回升。而整体由于销售规模下降导致费用率水平上升。

整体来看，在房地产优化政策持续加码落地之下，当前行业销售及基本面逐步修复。但业绩层面仍在消化过去高溢价项目带来的亏损。另一方面，房地产在申万各一级行业板块中盈利排名倒数；这也预示着行业正处于周期底部，未来走出周期底实现盈利回升可期。在近期热点城市销售及土拍热度明显提升下，预计基本面修复将从点到面逐步扩大范围；叠加适度宽松的货币政策也将支持房企融资的改善，将加速行业业绩的修复。随着业绩修复，将可能带动板块个股估值向上。建议可关注经营稳健的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）等。

7. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及。
- （2）地方政府救市政策落实及成效不足。
- （3）楼市销售持续低迷，销售数据不理想。
- （4）开发商对后市较为悲观，土地市场低迷，开发投资持续走低。
- （5）利率下调不及预期，房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，资金面改善不足。
- （6）失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足。

表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2025 年 5 月 9 日）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级 变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
001979.SZ	招商蛇口	9.01	0.45	0.51	0.57	20.02	17.67	15.81	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	9.70	0.82	0.93	1.01	11.83	10.43	9.60	增持	维持
600048.SH	保利发展	8.25	0.42	0.49	0.53	19.64	16.84	15.57	持有	维持
600325.SH	华发股份	5.09	0.35	0.36	0.41	14.54	14.14	12.41	持有	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：数据均来源 wind 一致预期

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn