

房地产行业深度报告

2025 年房地产开发行业年报综述：筑底修复渐明，优质房企迎价值重估机遇

增持（维持）

2026 年 05 月 11 日

证券分析师 姜好幸

执业证书：S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

证券分析师 刘汪

执业证书：S0600526030001

liuwang@dwzq.com.cn

投资要点

■ **业绩筑底修复，优质房企韧性凸显。**2025 年 47 家样本房企：1) 营业收入 27766 亿元，同比-18.4%，其中国企、民企、混合制房企分别同比-2.5%、-35.6%、-26.4%，央国企收入韧性显著更强；2) 归母净利润亏损 1469 亿元，同比减亏 46.5%，利润端边际改善，但部分房企受债务重组、减值计提节奏等非经营因素影响较大；3) 毛利率为 9.0%，同比下降 2.5pct，仍处筑底阶段，新城控股、华润置地毛利率领先，商业运营及收入结构优化贡献突出；4) 销管费率 5.9%，同比提升 0.9pct，收入收缩下费用率有所抬升，但滨江集团、华发股份、招商蛇口等费用管控表现较优；5) 20 家 A 股房企 2025 年资产及信用减值损失合计 1350 亿元，历史高价库存和低效资产压力继续释放，中国金茂、新城控股、建发国际集团等减值计提相对充分；6) 合约负债对营收覆盖倍数降至 0.76 倍，结算资源进入结构调整期。

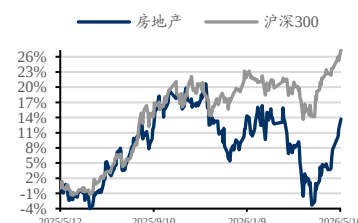
■ **龙头经营韧性凸显，投销份额向头部集中。**1) 销售端，2025 年 TOP100 房企全口径销售金额 35481 亿元，同比-18.5%，降幅较 2024 年收窄 9.0pct，销售端呈现边际改善。央国企凭借融资能力、品牌信用、核心城市资源和交付确定性保持相对优势，保利发展、绿城中国、中国海外发展、华润置地销售规模位居行业前列。市占率方面，销售份额持续向融资渠道稳定、核心城市布局较优、交付确定性更强的央国企及部分优质民企集中，华润置地、绿城中国市占率持续提升。2) 投资端，重点房企拿地强度由 2024 年的 0.22 回升至 2025 年的 0.35，土地投资向高信用头部房企集中，建发国际集团、中国金茂、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展等保持较高补仓强度。

■ **资产负债表持续优化，有息负债持续下降。**2025 年 16 家重点房企：1) 资产负债表再平衡持续推进，总资产规模 93425 亿元，同比-11.0%；资产负债率降至 70.4%，行业资产负债表再平衡持续推进，中国海外发展、龙湖集团、华润置地资产负债率处于行业低位。2) 有息负债规模 25642 亿元，同比-5.2%，整体进入持续降债阶段，华润置地、招商蛇口、中国海外发展等央国企凭借信用优势仍具备良好的融资和补仓能力。3) 短期有息负债占比回落至 27.3%，债务期限结构改善，建发国际集团、龙湖集团、中国海外发展、华润置地、绿城中国短债占比均低于 20%。4) 平均融资成本降至 3.42%，保利发展、华润置地、招商蛇口、中国海外发展融资成本处于行业低位。5) 销售金额对待偿负债覆盖能力分化，滨江集团覆盖倍数领先，绿城中国、建发国际集团仍具较好覆盖能力。6) 资产流动性成为修复弹性的重要变量，建发国际集团、滨江集团资产流速领先，建发国际集团、越秀地产、绿城中国竣工存货占比较低，存货结构相对更优。

■ **投资建议：**行业供求关系进入新阶段，政策组合拳持续发力，城市更新、存量收储与“好房子”建设等方向有望共同推动需求释放和库存出清。优质房企凭借稳健信用、核心城市资源、产品力与运营能力，在融资、拿地、去化和现金流管理方面优势更加突出，经营质量和盈利能力有望率先修复。我们看好具备优质资产储备、商业运营现金流支撑和多元增长能力的龙头房企，把握行业格局优化下的价值重估机会。推荐华润置地、新城控股、招商蛇口；建议关注保利发展。

■ **风险提示：**政策效果不及预期；销售与回款不及预期；行业流动性风险加剧。

行业走势



相关研究

《2025 年物管行业业绩综述：盈利修复现金稳健，头部物企红利属性持续凸显》

2026-05-06

《核心城市量价趋稳，地产周期底部基本确认》

2026-04-19

内容目录

样本说明	4
1. 业绩筑底修复，优质房企韧性凸显	4
1.1. 结算节奏持续调整，利润端边际改善	4
1.2. 毛利率延续筑底，费用管控支撑利润修复	6
1.3. 减值计提继续释放，资产质量逐步夯实	8
1.4. 合约负债结构调整，优质结转资源仍具支撑	9
2. 龙头经营韧性凸显，投销份额向头部集中	10
2.1. 销售规模降幅收窄，优质房企份额提升	10
2.2. 投资强度低位回升，央国企主导优质补仓	12
3. 资产负债表持续优化，有息负债持续下降	14
3.1. 降杠杆稳步推进，低负债房企财务韧性突出	14
3.2. 债务期限结构改善，低成本融资优势延续	15
3.3. 资产流动性分化显现，高流速房企弹性更优	17
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	样本开发公司及分类明细.....	4
图 2:	样本房企 2025 年营收同比-18.4%.....	5
图 3:	样本房企 2025 年归母净利润同比减亏 46.5%	5
图 4:	重点房企 2025 年营收与净利润表现分化.....	5
图 5:	样本房企 2025 年毛利率同比下降 2.5 个百分点.....	6
图 6:	重点房企 2025 年毛利率共 4 家实现同比提升.....	6
图 7:	各类样本房企 2025 年销管费用率同比均有所上升.....	7
图 8:	重点房企 2025 年销管费用率共 3 家在 4%以内	7
图 9:	20 家 A 股房企 2025 年资产&信用减值损失合计 1350 亿元.....	8
图 10:	2025 年重点房企减值计提表现分化（亿元）	9
图 11:	中国金茂、新城控股、建发国际集团等房企减值计提相对充分.....	9
图 12:	样本房企 2019-2025 年合约负债规模及同比	10
图 13:	样本房企 2018-2025 年合约负债对营收覆盖倍数	10
图 14:	重点房企 2024、2025 年合约负债对营收覆盖倍数.....	10
图 15:	2025 年 TOP100 房企全口径销售金额同比下降 18.5%.....	11
图 16:	2025 年重点房企中仅中国金茂销售金额同比保持增长.....	11
图 17:	2025 年优质央国企和区域深耕型房企销售金额市占率同比提升.....	12
图 18:	2025 年拿地金额 TOP30 房企中央国企占 20 家	12
图 19:	2025 年央国企投资强度较高.....	13
图 20:	2025 年头部房企拿地市占率同比提升.....	13
图 21:	重点房企 2025 年总资产同比下降 11.0%	14
图 22:	重点房企 2025 年整体资产负债率降至 70.4%	14
图 23:	除招商蛇口、万科 A 外重点房企 2025 年资产负债率同比均有所下降.....	14
图 24:	重点房企 2025 年总有息负债同比下降 5.2%	15
图 25:	华润置地等央国企 2025 年有息负债同比增加.....	15
图 26:	重点房企 2025 年短期有息负债占比 27.3%	16
图 27:	建发国际集团、龙湖集团短期有息负债占比较低.....	16
图 28:	重点房企 2025 年平均融资成本降至 3.42%	16
图 29:	保利发展、华润置地融资成本处于行业低位水平.....	16
图 30:	滨江集团 2025 年待偿负债覆盖倍数行业领先.....	17
图 31:	重点房企 2025 年竣工存货占比整体水平同比提升.....	17
图 32:	重点房企 2025 年资产流速整体同比下降.....	18

样本说明

本文以房地产开发业务仍具有主要代表性的 47 家上市房企为研究对象，覆盖 A 股 20 家、港股 27 家。考虑到本轮房地产调整以来，不同所有制背景房企在融资可得性、拿地能力、存货去化和资产减值节奏上差异明显，本文按照股东及控制权特征，将样本划分为 20 家国资背景房企、21 家民营房企和 6 家混合所有制房企。在 47 家样本基础上，本文进一步选取 16 家市场关注度较高的房企作为重点房企，主要参考 2025 年销售规模排名、资本市场关注度等因素。

图1：样本开发公司及分类明细

类型	数量	房企明细
央国企	A 股 14 家	A 股：保利发展、招商蛇口、华侨城 A、中华企业、金融街、大悦城、首开股份、华发股份、上实发展、中国武夷、北辰实业、光明地产、城建发展、京投发展
	H 股 6 家	H 股：中国海外发展、华润置地、中国金茂、越秀地产、建发国际集团、保利置业集团
民企	A 股 3 家	A 股：新城控股、滨江集团、福星股份
	H 股 18 家	H 股：龙湖集团、融创中国、旭辉控股集团、雅居乐集团、龙光集团、富力地产、宝龙地产、弘阳地产、中梁控股、港龙中国地产、中骏集团控股、时代中国控股、禹洲集团、融信中国、正荣地产、路劲、佳兆业集团、碧桂园
混合所有制	A 股 3 家	A 股：万科 A、绿地控股、金地集团
	H 股 3 家	H 股：绿城中国、远洋集团、建业地产
重点房企	16 家	保利发展、中国海外发展、华润置地、招商蛇口、绿城中国、滨江集团、建发国际集团、华发股份、越秀地产、中国金茂、万科 A、金地集团、龙湖集团、新城控股、碧桂园、旭辉控股集团

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 业绩筑底修复，优质房企韧性凸显

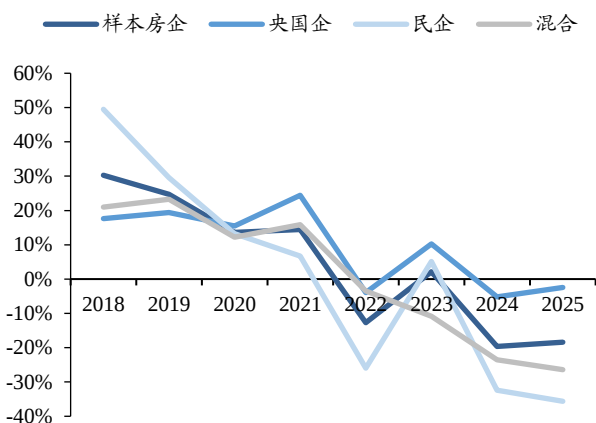
1.1. 结算节奏持续调整，利润端边际改善

结算规模下行带动收入继续收缩，利润端则在低基数及部分非经常性因素影响下呈现阶段性减亏。47 家样本房企 2025 年实现营业收入 27766 亿元，同比下降 18.4%，主要源于前期销售下行逐步传导至结算端。分企业性质看，央国企实现营收 14948 亿元，同比下降 2.5%，规模韧性显著强于其他类型房企；民企实现营收 6508 亿元，同比下降 35.6%；混合所有制房企实现营收 6309 亿元，同比下降 26.4%。利润端看，样本房企 2025 年实现归母净利润-1469 亿元，同比减亏 46.5%，主要受民企高基数亏损后的边际修复影响。分类型看，央国企归母净利润-34 亿元，同比由盈转亏；民企归母净利润-193 亿元，同比减亏 90.5%，部分受债务重组带来的一次性收益影响；混合所有制房企归母净利润-1243 亿元，亏损同比扩大 35.9%。

重点房企结算端表现进一步分化。2025 年 16 家重点房企中，共 5 家实现营收同比增长，其中滨江集团、华发股份同比增长 19.9%、38.8%。利润端看，重点房企盈利修复

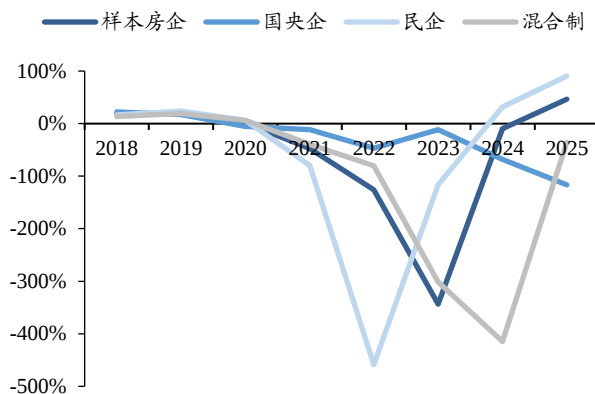
节奏仍有差异，万科A、金地集团和华发股份出现亏损；旭辉控股集团和碧桂园虽实现扭亏，但更多受到债务重组、减值计提节奏变化等非经营因素影响。剩余11家房企中，仅中国金茂归母净利润同比增长17.7%，华润置地同比小幅下降0.5%，其余房企利润均不同程度下滑。整体来看，行业仍处结算端筑底阶段，具备优质土储、稳健信用和多元经营能力的房企盈利韧性相对更强。

图2：样本房企 2025 年营收同比-18.4%



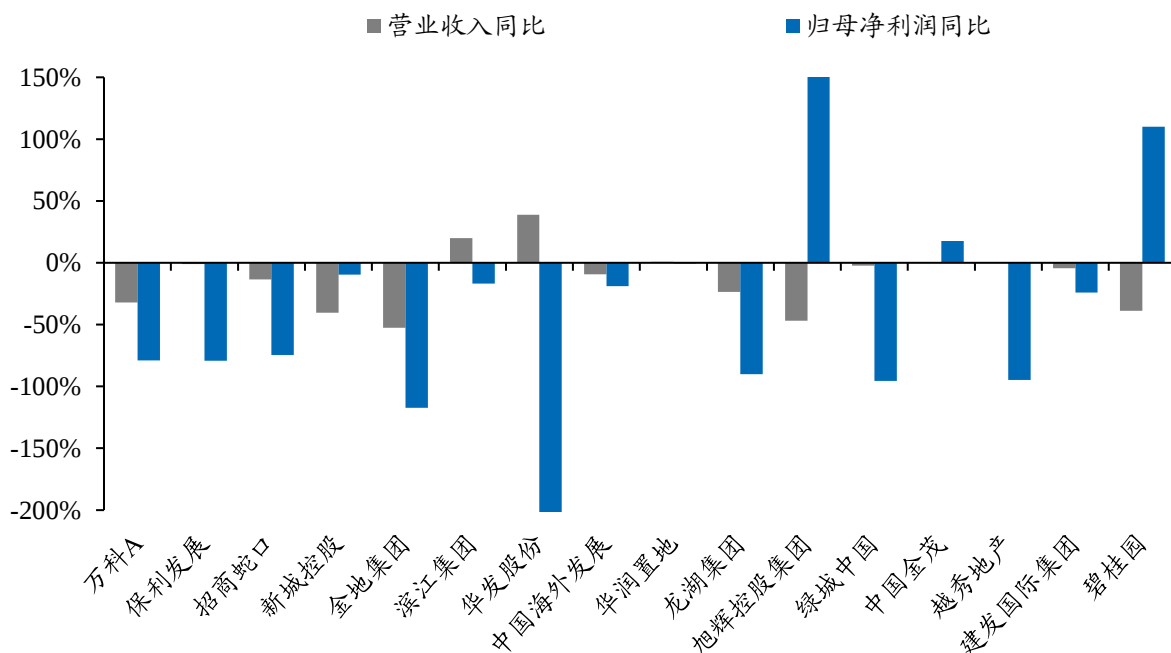
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：样本房企 2025 年归母净利润同比减亏 46.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：重点房企 2025 年营收与净利润表现分化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

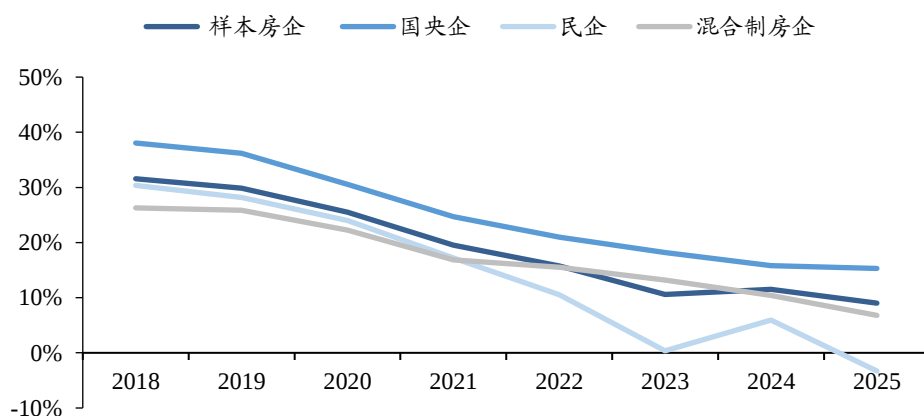
注：部分数据绝对值过大，未在图表中完整显示，包括：1）华发股份归母净利润同比-1095.5%；2）旭辉控股集团归母净利润同比+349.7%。

1.2. 毛利率延续筑底，费用管控支撑利润修复

行业仍处于低毛利项目集中结转和库存结构出清阶段。47家样本房企2025年平均毛利率为9.0%，同比下降2.5个百分点。分类型看，央国企毛利率为15.3%，同比下降0.5个百分点，仍保持领先，主要受益于土储质量、融资成本和项目去化稳定性相对更优；民企毛利率降至-3.3%，同比下降9.2个百分点，主要受高成本存货结转、价格折让去化等因素影响；混合所有制房企毛利率为6.8%，同比下降3.6个百分点。

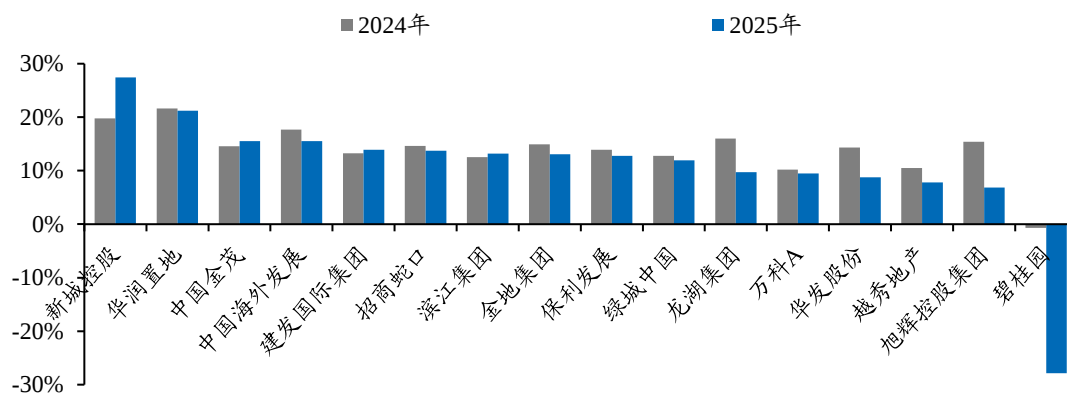
16家重点房企中，2025年仅4家房企毛利率同比提升，分别为新城控股、中国金茂、建发国际集团和滨江集团，毛利率同比分别提升7.6、1.0、0.6、0.7个百分点。从绝对值来看，新城控股、华润置地毛利率分别为27.4%、21.2%，显著领先其他房企，主要得益于收入结构优化及商业经营业务贡献。我们预计，短期行业毛利率仍以筑底为主，但具备优质城市布局、低成本融资优势和经营性现金流支撑的房企，有望率先实现毛利率企稳修复。

图5：样本房企2025年毛利率同比下降2.5个百分点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：重点房企2025年毛利率共4家实现同比提升

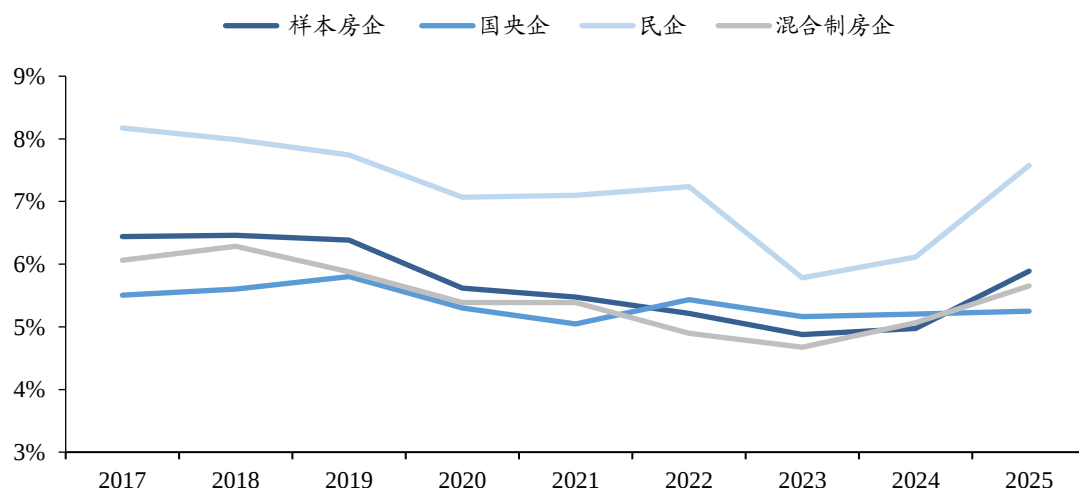


数据来源：Wind，东吴证券研究所

收入收缩背景下销管费率被动抬升，费用刚性对利润修复形成进一步约束。47 家样本房企 2025 年销管费率为 5.9%，同比上升 0.9 个百分点。分类型看，央国企销管费用率为 5.3%，同比基本持平，在组织管理、费用预算和规模摊薄方面仍具备较强稳定性；民企销管费用率 7.6%，同比上升 1.5 个百分点；混合所有制房企销管费用率为 5.7%，同比上升 0.6 个百分点。我们认为房企降本增效、组织精简和销售渠道费用优化将成为利润修复的重要抓手之一，央国企费率稳定性有望延续。

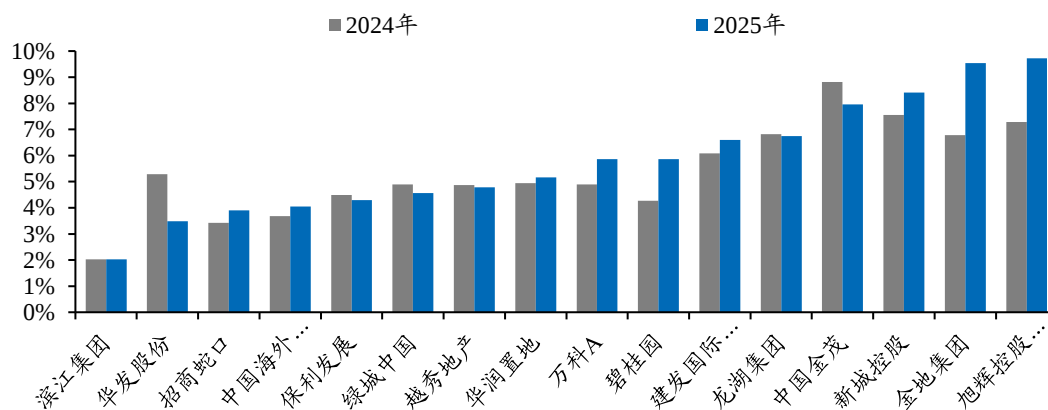
16 家重点房企的 2025 年销管费用率中，滨江集团维持 2.0% 的行业低位，华发股份由 5.3% 降至 3.5%，费用压降成效较为突出，招商蛇口同比上升 0.5 个百分点至 3.9%，但仍保持在行业较低区间；保利发展、绿城中国、越秀地产、龙湖集团等费率同比小幅下降。

图7：各类样本房企 2025 年销管费用率同比均有所上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：重点房企 2025 年销管费用率共 3 家在 4% 以内

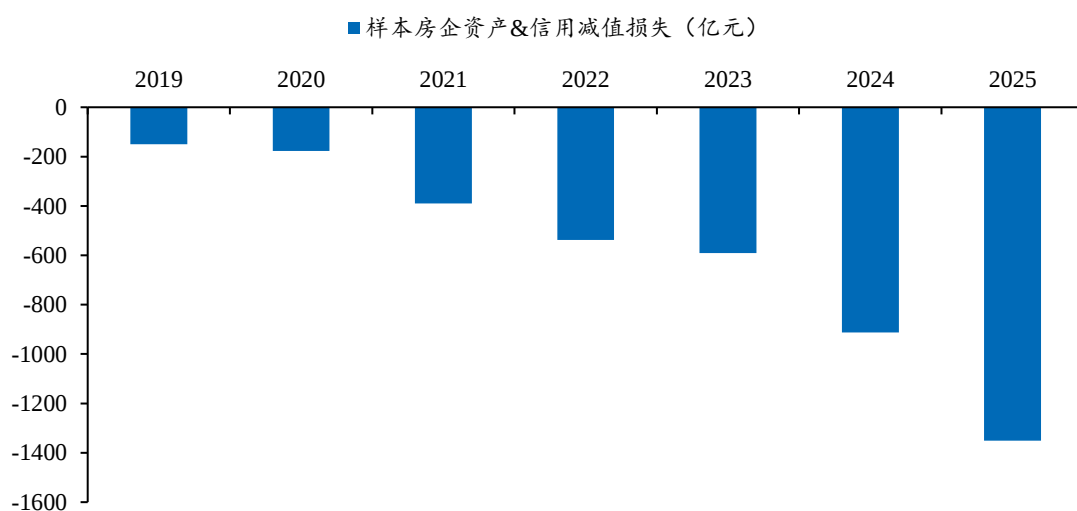


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 减值计提继续释放，资产质量逐步夯实

减值计提压力继续释放，资产质量出清仍是拖累房企业绩的重要因素。2025 年，20 家 A 股房企合计计提资产和信用减值损失 1350 亿元，较 2024 年多计提 438 亿元，2022—2025 年四年累计计提减值损失达 3391 亿元。在库存去化承压及项目盈利预期调整背景下，房企仍面临较大的存货跌价和应收款项减值压力，一方面继续侵蚀当期利润，延缓盈利修复节奏；另一方面，也有助于释放历史高价库存和低效资产压力。后续随着存量项目逐步结转、土地成本重估和市场价格企稳，减值压力有望边际缓和。

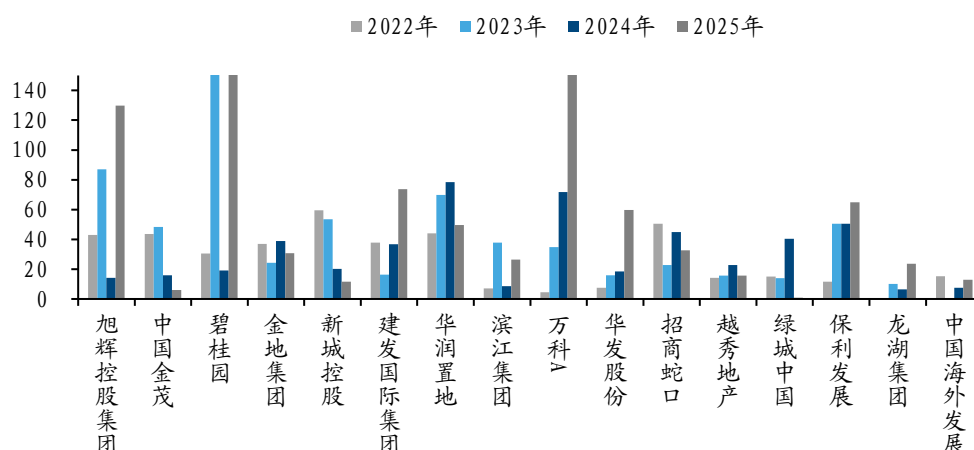
图9：20 家 A 股房企 2025 年资产&信用减值损失合计 1350 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

16 家重点房企中，2025 年存货减值最多的三家分别为碧桂园、万科、旭辉控股集团，分别计提 445.1、208.3、129.8 亿元。我们用 2022-2025 年四年累计存货减值计提金额占 2022—2025 年平均存货账面价值的比例来衡量下行周期累计减值计提强度，已出险房企和前期有出险压力的房企减值程度较高，如旭辉控股集团（21.5%）、碧桂园（11.4%）、金地集团（10.6%），其他房企中，中国金茂（13.0%）、新城控股（9.6%）和建发国际集团（6.7%）减值计提相对充分。

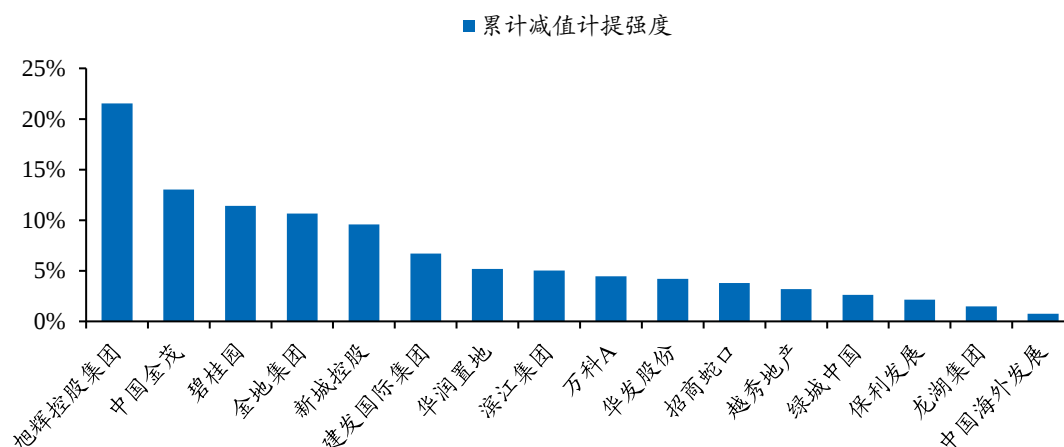
图10：2025年重点房企减值计提表现分化（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：部分数据绝对值过大，未能在图表完整显示，包括：1）碧桂园2023年、2025年分别减值372.4亿元、445.1亿元；2）万科2025年减值208.3亿元。

图11：中国金茂、新城控股、建发国际集团等房企减值计提相对充分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

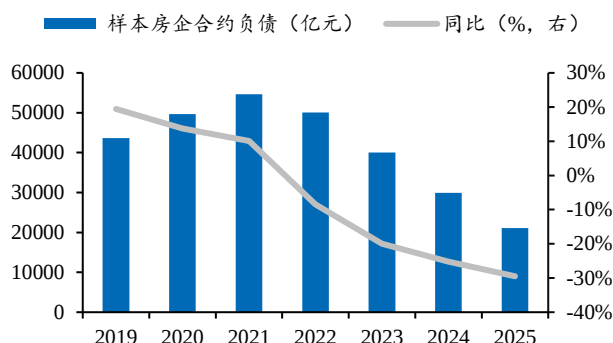
1.4. 合约负债结构调整，优质结转资源仍具支撑

合约负债规模持续收缩。截至2025年末，47家样本房企合约负债余额为21106亿元，同比下降29.5%；合约负债对2025年营业收入的覆盖倍数由2024年的0.88降至0.76，已售未结资源对未来收入的支撑力度下降，后续结算规模仍面临收缩压力。分企业性质看，分企业性质看，央国企、民企、混合制房企合约负债同比分别-24.5%、-35.4%、-31.3%，对2025年营业收入的覆盖倍数分别为0.70、0.99、0.66倍。

16家重点房企2025年合约负债对营业收入覆盖倍数中，仅中国金茂、滨江集团、

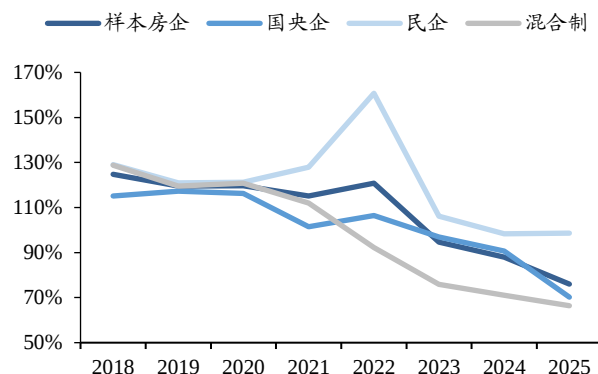
碧桂园仍在 1 倍以上，已售未结资源对短期收入仍有一定支撑；招商蛇口、龙湖集团、中国海外发展、旭辉控股集团同比实现小幅增长

图12: 样本房企 2019-2025 年合约负债规模及同比



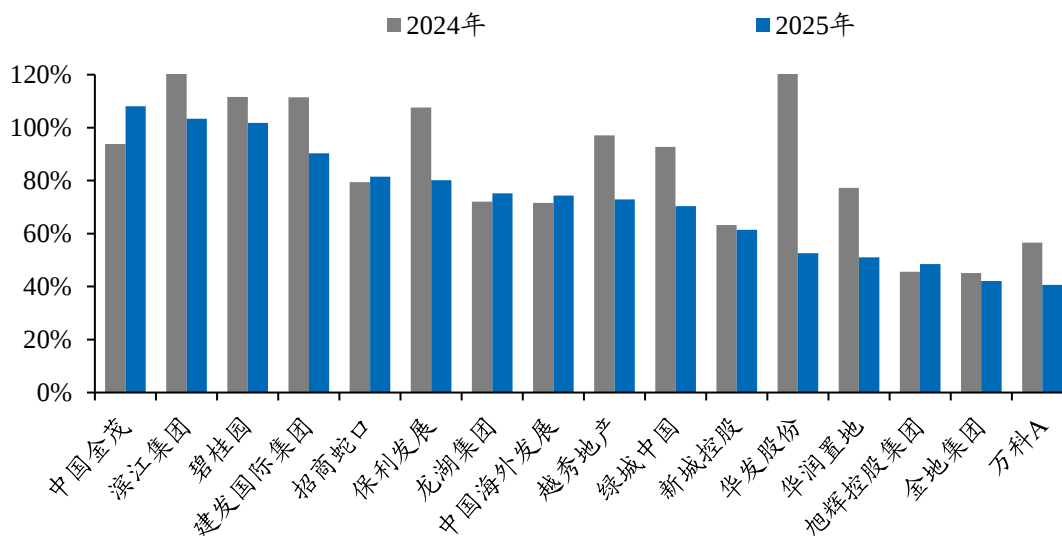
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 样本房企 2018-2025 年合约负债对营收覆盖倍数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 重点房企 2024、2025 年合约负债对营收覆盖倍数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 龙头经营韧性凸显，投销份额向头部集中

2.1. 销售规模降幅收窄，优质房企份额提升

行业销售规模延续收缩，但降幅已有所缓和。2025 年 1-12 月 TOP100 房企累计全口径销售 35481 亿元，同比下降 18.5%，降幅较 2024 年收窄 9.0 个百分点。2025 年销售金额超过 2000 亿元的房企有 4 家，分别为保利发展、绿城中国、中海地产、华润置

地，千亿以上房企共有 10 家。权益销售金额来看，2025 年中海地产、保利发展、华润置地位居前三，分别为 2311、2000、1593 亿元。整体来看，央国企凭借融资能力、品牌信用、核心城市资源和交付确定性保持相对优势。

图15：2025 年 TOP100 房企全口径销售金额同比下降 18.5%

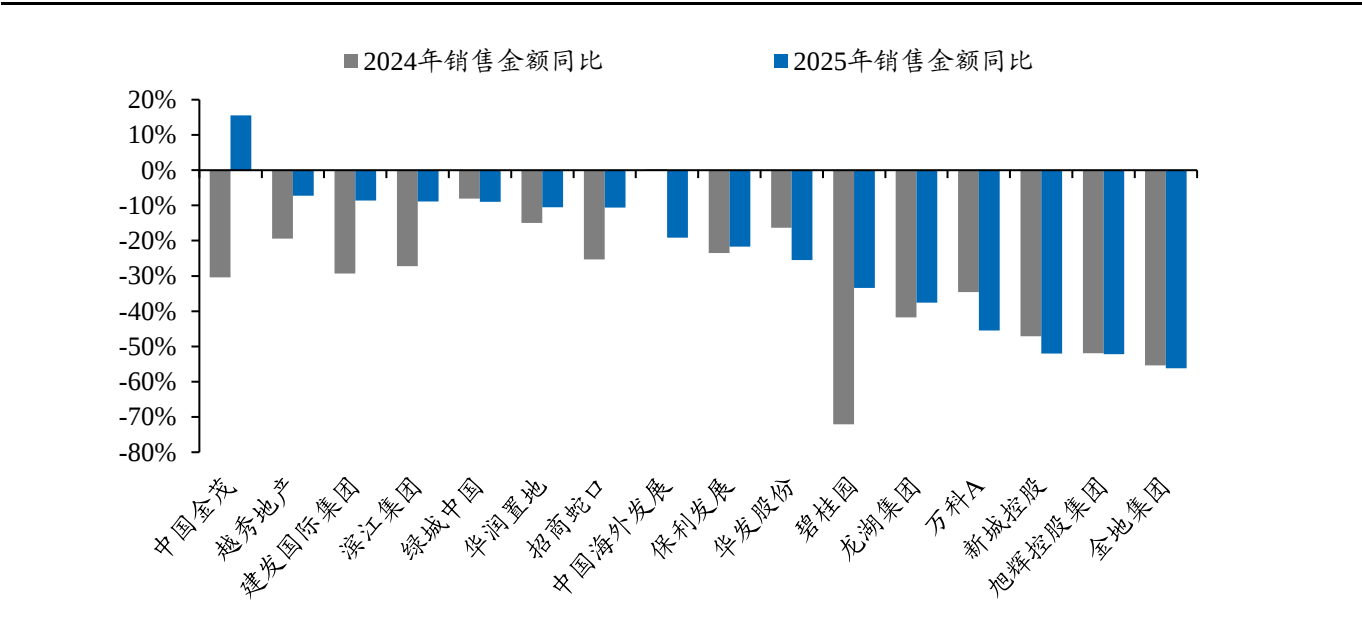
房企	2025/7	2025/8	2025/9	2025/10	2025/11	2025/12	年度累计	累计同比	年度累计
保利发展	180	180	205	210	181	122	2530	-21.7%	2000
绿城中国	147	195	222	226	224	284	2519	-9.0%	1040
中海地产	118	184	202	186	223	398	2512	-19.1%	2311
华润置地	133	189	119	152	230	410	2336	-10.5%	1593
招商蛇口	156	195	166	154	145	255	1960	-10.6%	1323
万科	135	90	92	144	94	98	1339	-45.3%	1004
建发房产	64	81	105	109	60	96	1221	-8.6%	909
中国金茂	85	91	98	120	80	128	1135	15.5%	783
越秀地产	60	53	70	121	53	111	1085	-5.4%	705
滨江集团	88	90	81	77	82	72	1018	-8.8%	477
华发股份	41	53	38	54	46	52	786	-25.5%	503
中国铁建	31	56	73	99	53	60	733	-24.0%	599
绿地控股	44	43	55	78	59	80	692	7.2%	623
龙湖集团	61	46	51	50	36	37	631	-37.4%	438
中建壹品	45	67	35	37	40	60	535	5.8%	426
TOP10	1165	1347	1360	1499	1371	1975	17655	-16.0%	12291
TOP50	2023	2227	2376	2517	2276	3238	30366	-18.2%	21411
TOP100	2366	2541	2795	2901	2627	3886	35481	-18.5%	25209

数据来源：中指院，东吴证券研究所

注：图表中单位为亿元

16 家重点房企中，2025 年仅中国金茂 1 家销售金额同比正增长，为+15.5%，越秀地产、建发国际集团、滨江集团、绿城中国销售金额同比降幅在 10%以内，分别为-7.2%、-8.6%、-8.9%、-9.0%。

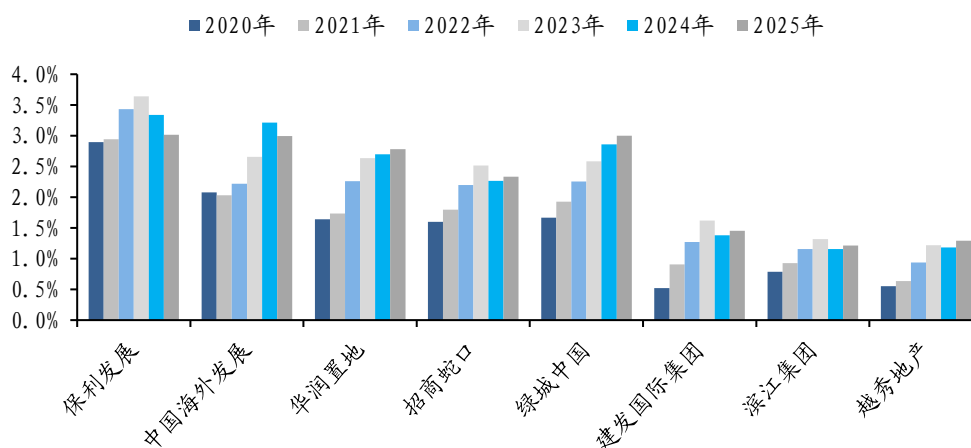
图16：2025 年重点房企中仅中国金茂销售金额同比保持增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

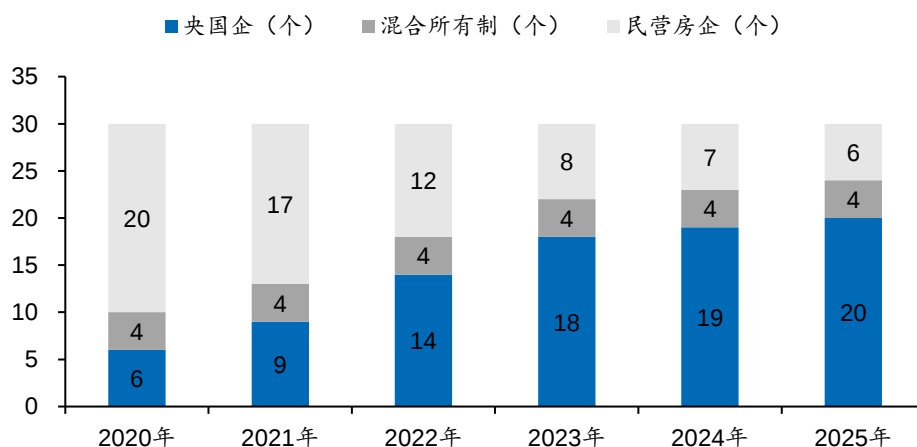
销售份额正转向融资渠道稳定、核心城市布局较优、交付确定性更强的央国企及部分优质民企。从市占率变化看，华润置地、绿城中国（含代建）市占率持续提升，分别由2020年的1.64%、1.67%提升至2025年的2.78%、3.00%，2025年招商蛇口、建发国际集团、滨江集团、越秀地产市占率同比均有所提升。销售金额TOP30的房企中，央国企数量持续提升，由2020年的6家提升至2025年20家。

图17：2025年优质央国企和区域深耕型房企销售金额市占率同比提升



数据来源：中指院、公司公告，东吴证券研究所

图18：2025年拿地金额TOP30房企中央国企占20家



数据来源：中指院，东吴证券研究所

2.2. 投资强度低位回升，央国企主导优质补仓

重点房企拿地强度在2025年有所修复，土地投资进一步向高信用头部房企集中。从拿地强度看，重点房企平均值由2024年的0.22回升至2025年的0.35，结束了2021年以来持续下行趋势，房企投资意愿边际恢复，但整体仍偏谨慎。分企业看，建发国际集团、中国金茂、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展等2025年拿地强度均超过0.45，补仓力度较强。拿地市占率方面，随着土地市场整体规模的收缩，中国海外

发展、招商蛇口、华润置地、保利发展、绿城中国等头部房企市占率普遍提升。整体来看，2025 年土地市场呈现“总量收缩、结构集中、优质房企谨慎补仓”的特征。具备信用优势、资金优势和核心城市资源获取能力的房企，有望在行业供给侧出清过程中进一步巩固长期竞争优势。

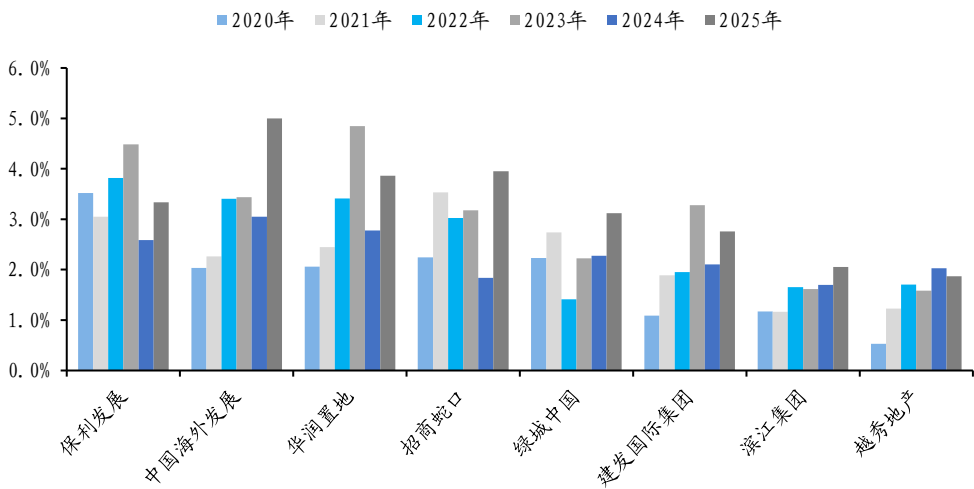
图19： 2025 年央国企投资强度较高

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
建发国际集团	0.76	0.80	0.70	0.49	0.62	0.42	0.54
中国金茂	0.65	0.45	0.48	0.18	0.22	0.34	0.51
绿城中国	0.34	0.52	0.48	0.20	0.26	0.35	0.48
滨江集团	0.45	0.57	0.42	0.45	0.38	0.40	0.48
招商蛇口	0.44	0.54	0.66	0.44	0.39	0.22	0.48
中国海外发展	0.46	0.38	0.37	0.49	0.40	0.26	0.47
越秀地产	0.78	0.37	0.65	0.58	0.40	0.47	0.42
华润置地	0.59	0.48	0.47	0.48	0.56	0.28	0.39
保利发展	0.34	0.47	0.35	0.35	0.38	0.21	0.31
龙湖集团	0.44	0.54	0.53	0.23	0.21	0.11	0.06
万科 A	0.37	0.32	0.29	0.20	0.22	0.04	0.05
金地集团	0.57	0.56	0.46	0.17	0.08	0.03	0.05
新城控股	0.22	0.50	0.33	0.02	0.00	0.00	0.00
旭辉控股集团	0.41	0.40	0.36	0.05	0.00	0.00	0.00
平均值	0.49	0.49	0.47	0.31	0.29	0.22	0.35

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：投资强度=拿地金额/销售金额

图20： 2025 年头部房企拿地市占率同比提升



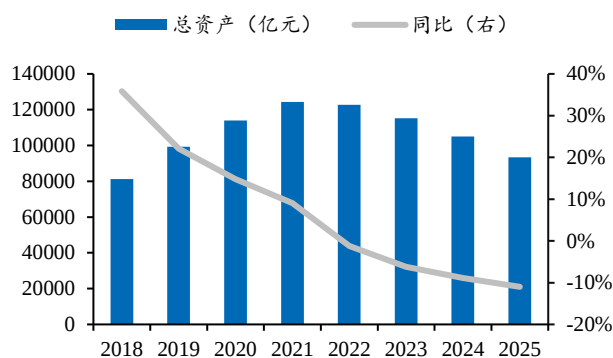
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 资产负债表持续优化，有息负债持续下降

3.1. 降杠杆稳步推进，低负债房企财务韧性突出

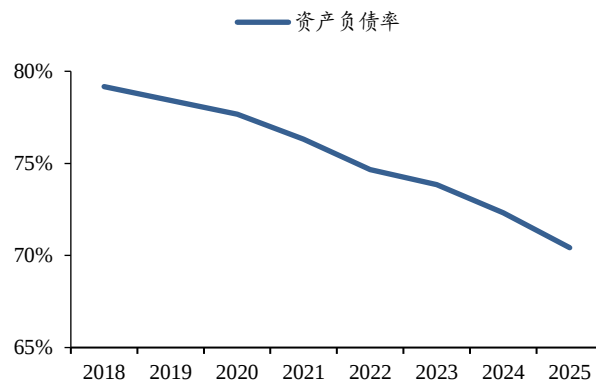
行业已从过去扩表加杠杆阶段转向缩表降杠杆阶段，央国企和低杠杆优质房企财务韧性更强。16家重点房企2025年总资产规模93425亿元，同比-11.0%，自2021年以来持续收缩；资产负债率自2019年以来持续下降，从2018年的79.2%降至2025年的70.4%。杠杆水平持续改善，主要是在行业深度调整、投资收缩和债务压降背景下形成的资产负债表再平衡。分企业看，2025年中国海外发展、龙湖集团、华润置地资产负债率分别为54.1%、60.2%、61.1%，处于低位水平；除招商蛇口、万科A外，其余房企资产负债率同比均有所下降。

图21：重点房企2025年总资产同比下降11.0%



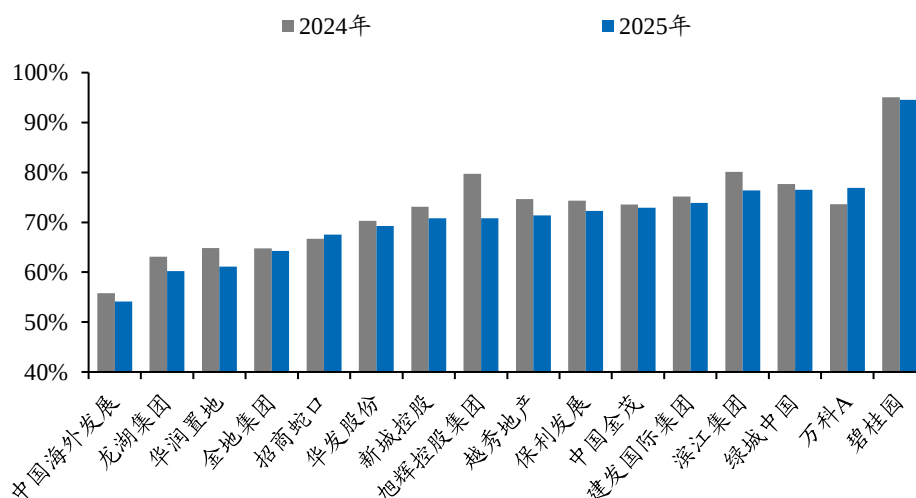
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：重点房企2025年整体资产负债率降至70.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

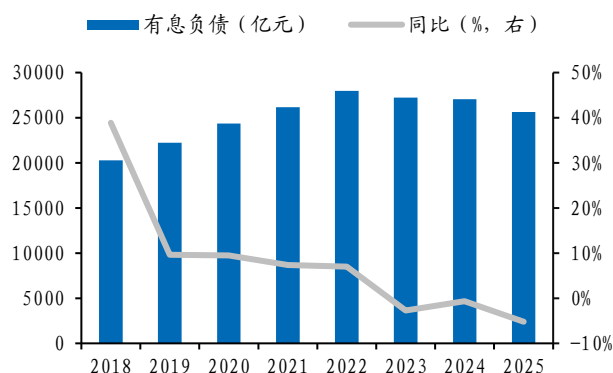
图23：除招商蛇口、万科A外重点房企2025年资产负债率同比均有所下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

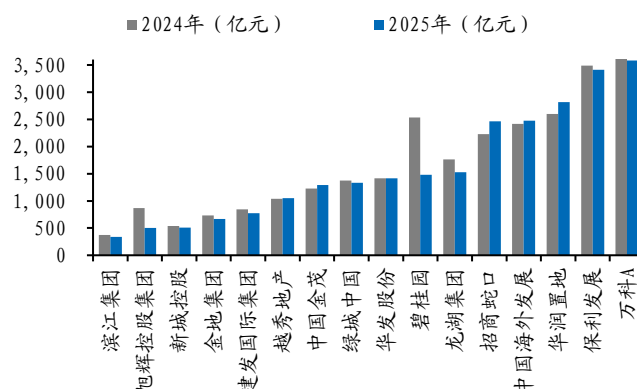
从有息负债总量看，重点房企已进入持续降债阶段。16家重点房企有息负债总额在2022年达到27982亿元高点后逐步回落，2025年降至25642亿元，同比下降5.2%，行业在销售回款承压、投资收缩和融资分化背景下，整体从过去扩债扩表转向降债缩表。分企业看，2025年万科A、保利发展、华润置地、中国海外发展、招商蛇口有息负债规模仍居前，分别为3585亿元、3412亿元、2815亿元、2474亿元和2464亿元，其中华润置地、招商蛇口、中国海外发展等央国企有息负债逆势增加，信用优势下仍具备融资和补仓能力。

图24：重点房企 2025 年总有息负债同比下降 5.2%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：华润置地等央国企 2025 年有息负债同比增加

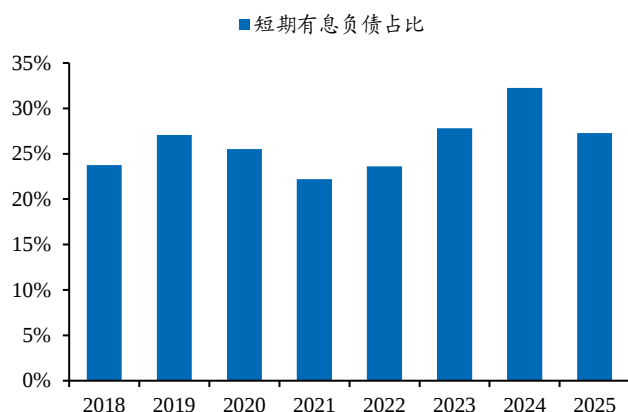


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 债务期限结构改善，低成本融资优势延续

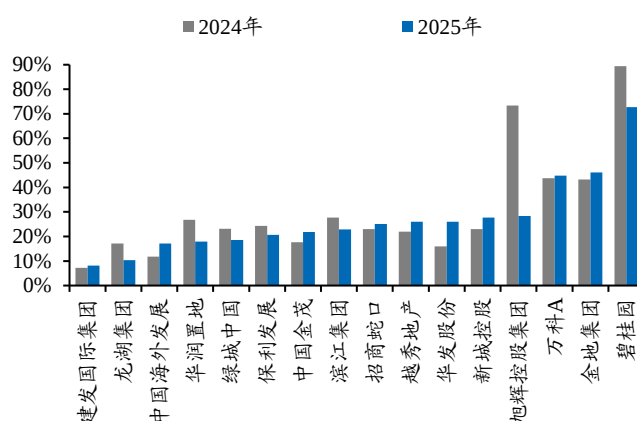
从短期有息负债看，2025年行业短债压力有所缓和。16家重点房企短期有息负债由2024年的8722亿元降至2025年的6962亿元，短期有息负债占比由32.2%回落至27.3%，整体债务期限结构有所改善，集中偿债压力边际减轻。分企业看，建发国际集团、龙湖集团、中国海外发展、华润置地、绿城中国等短债占比较低，2025年均处于20%以下。整体来看，短债占比回落释放出一定积极信号，但房企之间债务结构分化仍然明显，后续信用修复仍取决于销售回款及再融资能力。

图26: 重点房企 2025 年短期有息负债占比 27.3%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 建发国际集团、龙湖集团短期有息负债占比较低

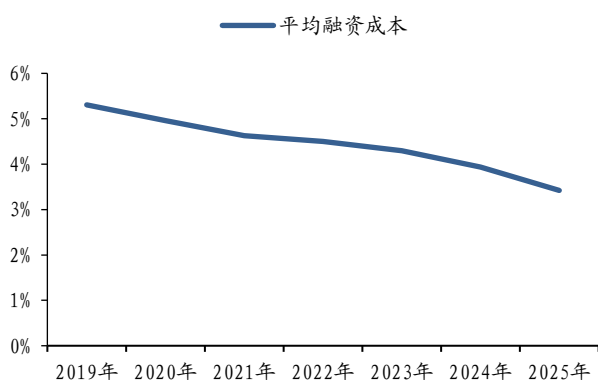


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

重点房企整体融资成本持续下降,头部央企具有融资优势。16家重点房企整体2025年融资成本3.42%,较2024年下降51BP。16家重点房企2025年融资成本全部较2024年有所下降,其中旭辉控股集团单年下降190BP(从2024年的4.80%降至2025年的2.90%);保利发展(2.72%)、华润置地(2.72%)、招商蛇口(2.74%)和中国海外发展(2.80%)作为行业龙头央企,融资成本处最低区间。

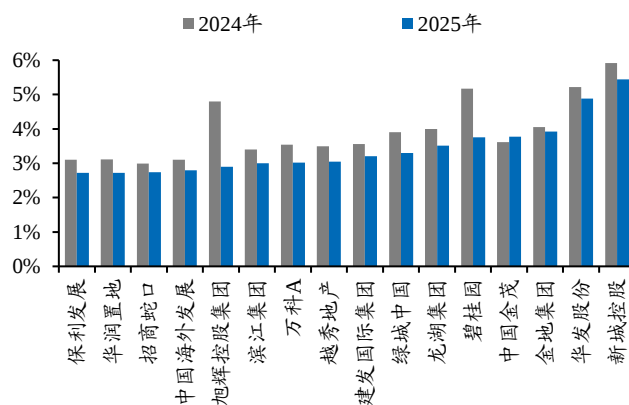
重点房企平均融资成本持续下行,融资端边际改善但企业分化仍然存在。从整体看,16家重点房企平均融资成本由2019年的5.31%持续降至2025年的3.42%,较2024年进一步下降0.51个百分点,在货币环境宽松、优质房企融资支持加大以及企业主动压降高成本债务背景下,行业融资成本有所改善。分企业看,2025年保利发展、华润置地、招商蛇口、中国海外发展融资成本均已降至2.7%—2.8%左右,继续处于行业低位水平,低成本资金仍主要向央国企及信用资质较好的房企集中。

图28: 重点房企 2025 年平均融资成本降至 3.42%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 保利发展、华润置地融资成本处于行业低位水平

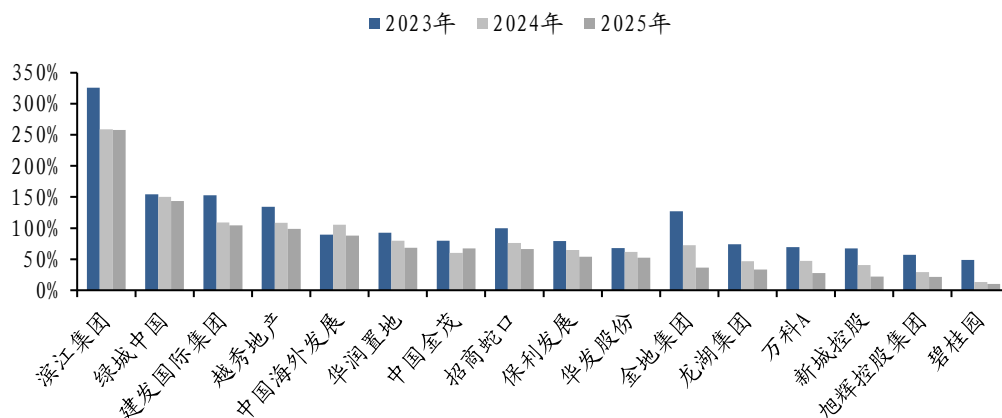


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

重点房企销售端现金流对待偿负债的覆盖能力持续弱化。按“销售额/(有息负债+其他权益工具+应付账款及票据)”测算,2025年16家重点房企中仅中国金茂同比有所

提升。从绝对值来看，滨江集团 2025 年覆盖倍数达 2.58，显著领先其他房企，绿城中国、建发国际集团分别为 1.44、1.05，越秀地产接近 1 倍，销售规模对待偿负债仍具备较好覆盖能力。

图30：滨江集团 2025 年待偿负债覆盖倍数行业领先



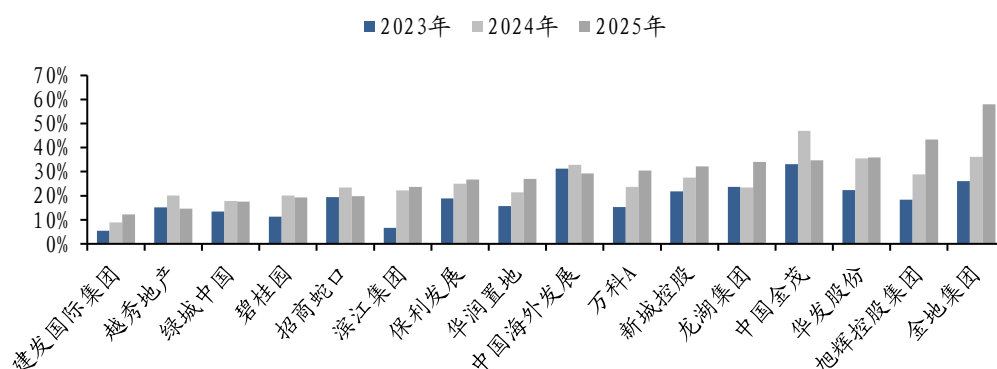
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 资产流动性分化显现，高流速房企弹性更优

重点房企竣工存货占比提升，存货结构和资产质量仍存一定压力。16 家重点房企整体竣工存货占总存货比例由 2024 年的 24.2% 升至 2025 年的 26.5%，在销售去化放缓、库存周转下降的背景下，已竣工未售项目在存货中的占比增加，房企存货流动性和资产质量面临一定压力。分房企来看，2025 年建发国际集团、越秀地产、绿城中国竣工存货占比分别为 14.0%、14.6%、17.6%，处于样本相对低位，存货结构相对更优。

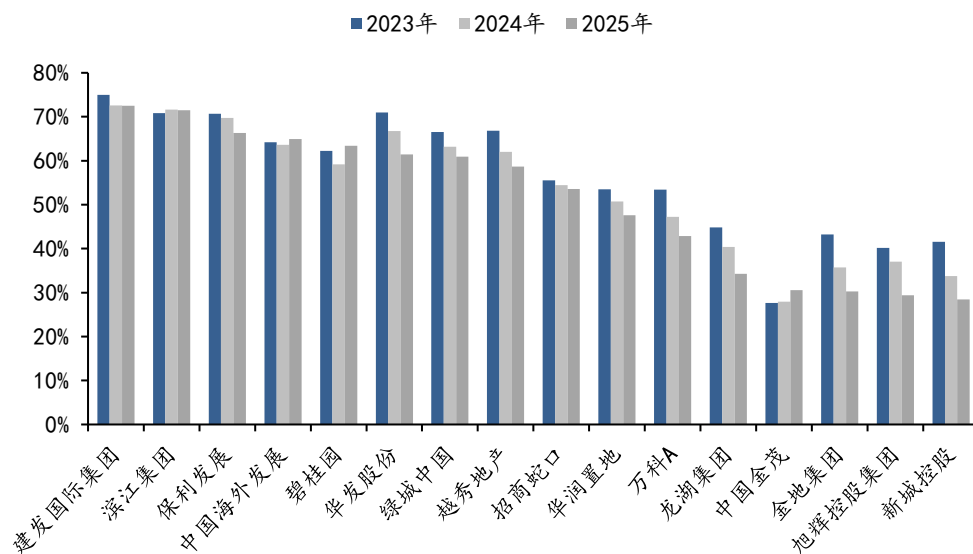
重点房企资产流速延续下行，资产周转效率和流动性仍处修复阶段。按“货币资金和存货/总资产”测算，16 家重点房企整体资产流速由 2024 年的 55.2% 降至 2025 年的 53.2%，在行业销售回款放缓、投资收缩和资产结构调整背景下，房企资产中可快速周转的资金和存货占比继续下降，整体资产流动性下降。分企业看，2025 年建发国际集团、滨江集团资产流速分别为 72.5%、71.5%，仍处于领先水平。

图31：重点房企 2025 年竣工存货占比整体水平同比提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：重点房企 2025 年资产流速整体同比下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议

行业供求关系进入新阶段，政策组合拳持续发力，城市更新、存量收储与“好房子”建设等方向有望共同推动需求释放和库存出清。优质房企凭借稳健信用、核心城市资源、产品力与运营能力，在融资、拿地、去化和现金流管理方面优势更加突出，经营质量和盈利能力有望率先修复。我们看好具备优质资产储备、商业运营现金流支撑和多元增长能力的龙头房企，把握行业格局优化下的价值重估机会。推荐华润置地、新城控股、招商蛇口；建议关注保利发展。

5. 风险提示

(1) **政策效果不及预期。**若后续政策宽松力度或节奏弱于预期，地方执行效果不及市场判断，可能导致购房信心修复延后，销售回暖斜率放缓，从而影响行业整体修复进度。

(2) **销售与回款不及预期。**若宏观经济增长不及预期或居民收入预期偏弱，购房观望情绪可能加重，导致销售规模继续承压。核心城市修复不足可能影响全国销售与回款节奏，进而影响房企经营稳定性和行业企稳进程。

(3) **行业流动性风险加剧。**在融资恢复有限、偿债压力较高的背景下，若销售回款偏弱，房企资金链紧张可能加剧，局部风险有外溢可能。流动性恶化可能影响项目交付和市场信心，进而延缓行业信用修复。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>