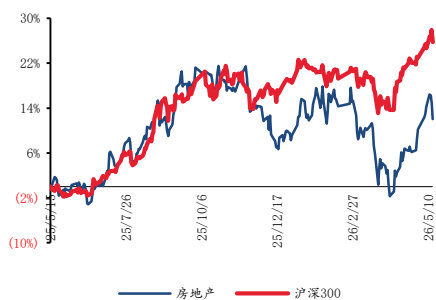


发债房企 2025 年报总结：销售仍承压，行业结构性分化调整

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告

<<招商蛇口 2026 年一季报点评：营收同比增长，拿地聚焦核心>>--2026-05-08

<<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

<<滨江集团 2025 年年报点评：营收同比增长，销售排名位列前十>>--2026-04-30

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、利润端：营收同比下降，盈利能力承压

2025 年所选 34 家样本发债房企营业收入合计 2.04 万亿元，同比下降 8.3%，其中 23 家房企营收同比下降，主要系目前处于行业调整期，市场销售量和交付量降低所致。归母净利润合计-693.66 亿元，而去年同期合计为-24.21 亿元，同比明显下降。毛利率 14.45%，而 2024 年毛利率为 15.99%，净利率为-23.6%，去年平均净利率为-7.2%，延续下降态势，

二、现金流量端：现金流压力增大，融资活动流出规模收缩

2025 年所选 34 家样本发债房企的经营性现金流净额累计为 1124.08 亿元，较 24 年同期 2588.35 亿元明显下降，其中有 18 家房企经营性现金流降低，受到房价下行，房地产市场销售表现不佳的影响，多数房企经营性现金流压力增大。投资性现金流净额为-1167.01 亿元，流出规模较 24 年同期增加了 75.82%。筹资活动现金流净额约-1782.81 亿元，而 2024 年同期为-2293.59 亿元，同比净流出规模收缩。

三、负债端：有息债务规模小幅下降，短期债务压力仍存

2025 年所选 34 家样本发债房企合计有息负债规模为 3.03 万亿元，较 2024 年末的 3.07 万亿小幅下降 1.37%。平均剔除预收账款的资产负债率为 70.41%，较 2024 年末提高了 1.40 个百分点。平均净负债率为 138.99%，同比 2024 年末提高了 32.44 个百分点。现金短债比从 24 年末 1.42 小幅降低至 1.22。

四、销售端：销售金额同比下滑，央企表现较优

2025 年 29 家可获取数据发债房企样本的全口径销售金额较 24 年同期同比下降 18.3%至 20830 亿元。权益销售比大部分在 60%以上。

五、拿地端：房企拿地积极性较高，聚焦核心区域

2025 年房企拿地保持积极态度，多地推出利好政策，推地质量提升，房企抓住利好时机积极补仓。拿地布局多聚集于一二线核心城市。

六、投资建议：

2026 年作为“十五五”开局之年，预计地产利好政策将持续加码，将助力市场预期的修复，提振信心，《“十五五”规划建议》中关于地产方面强调“推动房地产高质量发展”，目前已出台多项政策支持盘活存量闲置土地和存量商品房，我们认为大力实施城市更新也有望为房地产高质量发展提供支撑，部分房企也正在积极探索相关业务机会。随着行业深度调整，不少房企也在谋求战略转型，坚持打造第二增长曲线。对房企而言，面对行业处于深度调整期，销售及盈利能力短期承压，我们预计不同属性的房企未来将进一步分化，部分优质央国企龙头房企融资情况较好，债务健康，具备竞争优势，未来有望在行业周期调整后，迎来新一轮发展机会。

七、风险提示：房地产行业下行风险；个别房企信用风险；房地产调控政策落地进程不及预期

目录

一、 样本说明	4
二、 利润端：营收同比下降，盈利能力承压	4
2.1 营收整体同比下降，地方国企表现较优	4
2.2 归母净利润明显走弱，盈利能力仍承压	5
2.3 毛利率、净利率延续下降态势，盈利空间进一步压缩	6
2.4 销售管理费用规模呈现下降趋势，费用管控意识增强	8
三、 现金流量端：现金流压力增大，融资活动流出规模收缩	10
3.1 经营性现金流净额降低，现金流压力增大	10
3.2 投资活动维持同比净流出，央企投资支出相对较高	11
3.3 筹资性净现金流流出规模收缩，融资环境放松	12
四、 负债端：有息债务规模小幅下降，短期债务压力仍存	12
4.1 有息债务规模整体小幅下降	12
4.2 剔除预资产负债率和净负债率提高，现金短债比降低	14
4.3 综合融资成本下降，央企龙头相对较低	16
五、 销售端：销售金额同比下滑，央企表现较优	18
六、 拿地端：房企拿地积极性较高，聚焦核心区域	21
七、 发展战略：探索多条增长曲线	22
八、 投资建议	23
九、 风险提示	23

图表目录

图表 1:	样本选取发债房企名单	4
图表 2:	发债房企样本营收规模及同比增速	5
图表 3:	各类型发债房企样本营收同比增速	5
图表 4:	发债房企样本归母净利润规模及同比增速	6
图表 5:	各类型发债房企样本归母净利润同比增速	6
图表 6:	发债房企样本毛利率 (%)	7
图表 7:	各类型发债房企样本毛利率 (%)	7
图表 8:	发债房企样本净利率 (%)	8
图表 9:	各类型发债房企样本净利率 (%)	8
图表 10:	发债房企样本销售费用平均规模 (亿元)	9
图表 11:	各类型发债房企样本销售费用率 (%)	9
图表 12:	发债房企样本管理费用平均规模 (亿元)	9
图表 13:	各类型发债房企样本管理费用率 (%)	9
图表 14:	发债房企样本经营性净现金流	10
图表 15:	各类型发债房企样本经营性净现金流	10
图表 16:	发债房企样本货币资金	11
图表 17:	各类型发债房企样本货币资金	11
图表 18:	发债房企样本投资性净现金流	11
图表 19:	各类型发债房企样本投资性净现金流	11
图表 20:	发债房企样本筹资性净现金流	12
图表 21:	各类型发债房企样本筹资性净现金流	12
图表 22:	发债房企样本有息债务规模	13
图表 23:	各类型发债房企样本平均有息债务规模	13
图表 24:	发债房企样本短期有息债务占比	13
图表 25:	各类型发债房企样本平均短期有息债务占比	13
图表 26:	发债房企样本剔除预资产负债率	14
图表 27:	发债房企样本净负债率	15
图表 28:	发债房企样本现金短债比	16
图表 29:	发债房企样本平均综合融资成本	17
图表 30:	样本发债房企综合融资成本情况	17
图表 31:	样本发债房企销售情况 (亿元)	18
图表 32:	发债房企样本销售均价	20
图表 33:	2025 年重点城市销售额 TOP20 的部分热销项目	20
图表 34:	2025 年部分房企拿地热点地块	21
图表 35:	部分房企发展战略	22

一、 样本说明

2025 年全国房地产市场整体延续调整态势，年初以来，各部门积极出台优化地产政策，推动市场止跌回稳。7 月份中共中央时隔十年召开城市工作会议，部署七方面重点任务，包括构建房地产发展新模式，推进城中村和危旧房改造等。8 月国务院会议重申要“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，9 月以来北京、上海、深圳三城密集出台房地产优化政策，10 月份《“十五五”规划建议》中关于地产方面强调“推动房地产高质量发展”。

目前，房地产企业 2025 年年报多已公布，房地产呈现周期调整的大背景下，发债房企财报表现如何？不同性质的企业是否表现有所分化？我们选取了部分发债房企，所选样本数量合计 34 家，根据其股东背景及经营情况，将其划分为央企龙头、混合所有制龙头、未出险民企龙头、地方国企龙头、普通央企、普通地方国企六大类进行分析，样本选取名单明细如下表所示：

图表1：样本选取发债房企名单

类型	数量（家）	公司明细
央企龙头	4	中国海外发展、华润置地、招商蛇口、保利发展
混合所有制龙头	2	绿城中国、金地集团
未出险民企龙头	3	龙湖集团、滨江集团、新城控股
地方国企龙头	2	建发房地产集团、华发股份
普通央企	8	华侨城集团、上海金茂投资、电建地产、铁建地产、中交房地产集团、保利置业、大悦城、信达地产
普通地方国企	15	金融街、首开股份、首创城发、北辰实业、联发集团、珠实集团、光明地产、中华企业、深振业、深业集团、北京城建、北京住总、天地源、安徽高速地产集团、陆家嘴

资料来源：Wind，太平洋证券整理

二、 利润端：营收同比下降，盈利能力承压

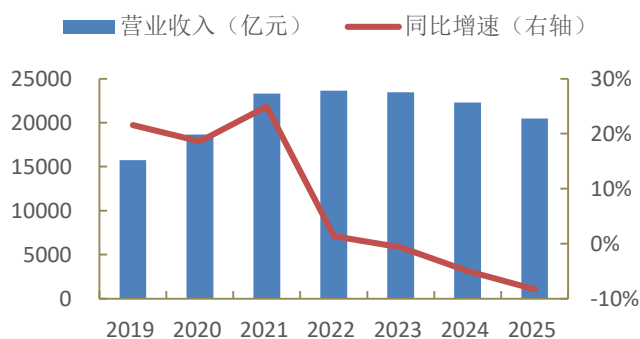
2.1 营收整体同比下降，地方国企表现较优

2025 年所选 34 家样本发债房企营业收入合计 2.04 万亿元，同比下降 8.3%，其中 23 家房企营收同比下降，主要系目前处于行业调整期，市场销售量和交付量降低所致。

分企业性质来看，2025 年央企龙头合计营收同比下降 3.81%，其中华润置地营收增长略超 10%，普通地方国企营业收入同比下降 3.3%，其中首开股份、珠实集团、中华企业、深业集团、北京城

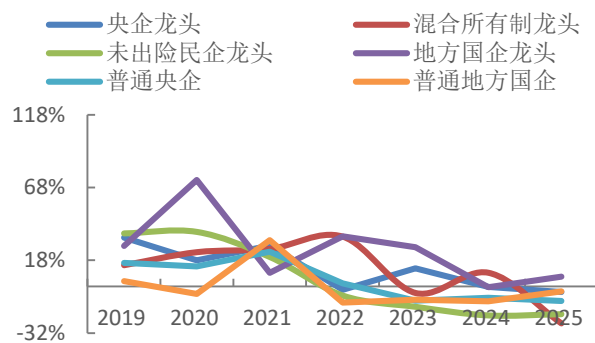
建和陆家嘴营收同比提升，地方国企龙头营业收入同比提高 6.66%，其中华发股份营收同比增速超过 30%。未出险民企龙头营业收入同比下降 19.14%，其中滨江集团因交付楼盘体量同比增长，2025 年营收增速为 19.86%。而混合所有制龙头和普通央企营业收入同比分别下降 25.40%和 9.90%。

图表2：发债房企样本营收规模及同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表3：各类型发债房企样本营收同比增速



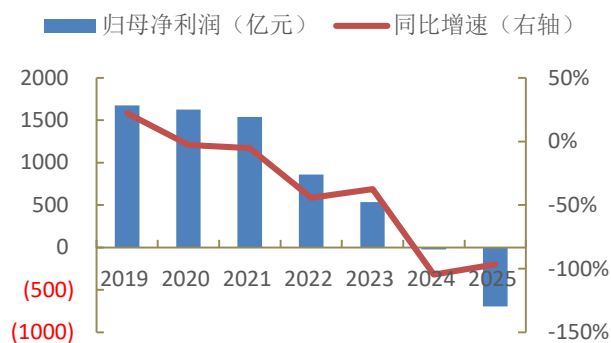
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.2 归母净利润明显走弱，盈利能力仍承压

2025 年，所选 34 家样本发债房企归母净利润合计-693.66 亿元，而去年同期合计为-24.21 亿元，同比明显下降，其中 19 家房企亏损，而去年亏损房企数量为 17 家，主要受到近年来房地产行业周期调整，部分房企为加速库存去化采取降价营销策略，结转毛利率下行，以及大幅计提减值、合作开发导致少数股东损益占比提高等原因影响，盈利能力仍承压。

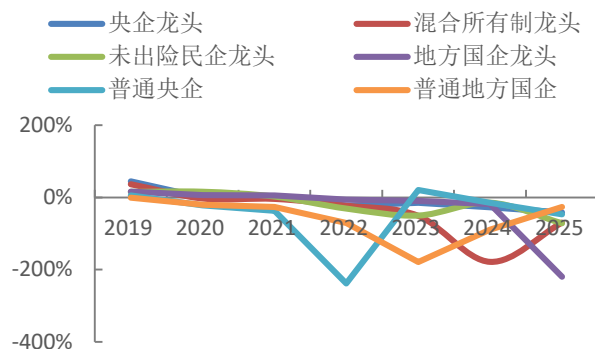
分企业性质来看，2025 年央企龙头和普通央企归母净利润同比降幅分别为 41.4%和 47.2%，混合所有制龙头归母净利润由去年同期的-37.39 亿元降至-123.3 亿元，同比大幅下滑，未出险民企龙头同比下降 71.9%至 31.47 亿元，普通地方国企合计归母净利润为-451.68 亿元，较去年同期下滑 26.9 个百分点。地方国企龙头的合计归母净利润为-61.63 亿元，较去年由正转负。

图表4：发债房企样本归母净利润规模及同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表5：各类型发债房企样本归母净利润同比增速



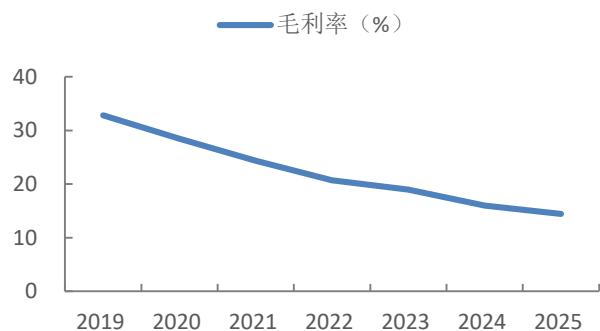
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.3 毛利率、净利率延续下降态势，盈利空间进一步压缩

2025 年所选 34 家样本发债房企平均毛利率为 14.45%，而 2024 年毛利率为 15.99%，延续下降态势，其中 21 家样本发债房企毛利率同比 24 年下滑，主要系部分房企为维持市场份额，采取降价促销换量措施，毛利率继续走弱。

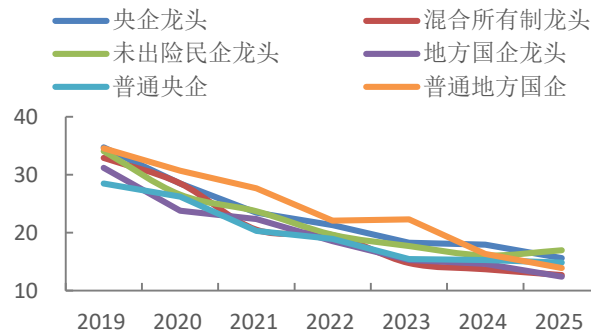
分企业性质来看，2025 年央企龙头毛利率为 15.63%，相对较高，其中华润置地毛利率超过 20%，普通央企毛利率为 14.85%，较去年同期同比降低 0.42 个百分点，其中上海金茂投资、保利置业、大悦城较去年同期毛利率提升。未出险民企龙头毛利率较去年提高 0.9 个百分点至 16.99%，其中滨江集团和新城控股的毛利率同比分别提高 0.68 和 7.61 个百分点，普通地方国企、混合所有制龙头和地方国企龙头毛利率为 13.92%/12.71%/12.42%，较 24 年分别下滑 2.40/1.00/2.23 个百分点。

图表6：发债房企样本毛利率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表7：各类型发债房企样本毛利率（%）

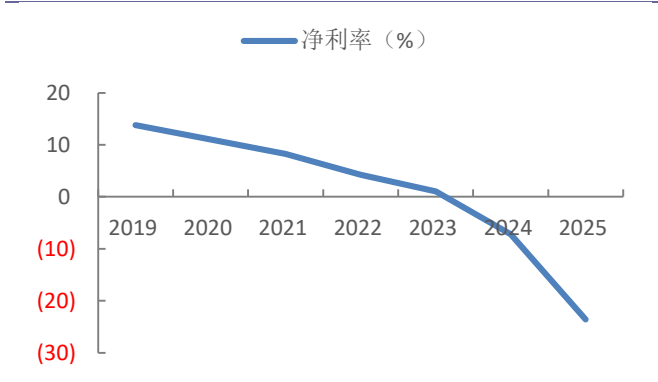


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2025 年所选 34 家样本发债房企平均净利率为-23.6%，而 2024 年平均净利率为-7.2%，延续下降态势，其中 27 家样本发债房企净利率同比 24 年下滑，主要系多数房企计提较多资产减值，净利率降幅高于毛利率。

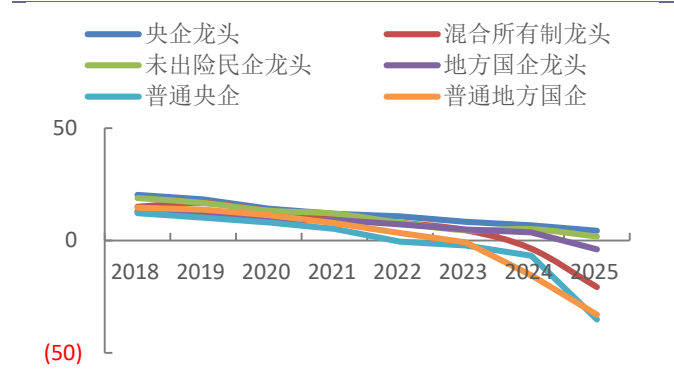
分企业性质来看，2025 年央企龙头平均净利率为 4.38%，相对较高，其中中国海外发展和华润置地净利率超过 7%，普通央企净利率为-35.15%，较去年同期同比降低 28.40 个百分点，其中上海金茂投资和保利置业较去年同期净利率提升，其余房企平均净利率均有不同程度下降，未出险民企龙头净利率较去年降低 3.3 个百分点至 1.76%，其中新城控股的净利率同比提高 0.03 个百分点，普通地方国企和混合所有制龙头净利率为-32.98%/-20.73%，较 24 年分别下滑 17.43/17.11 个百分点。

图表8：发债房企样本净利率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表9：各类型发债房企样本净利率（%）



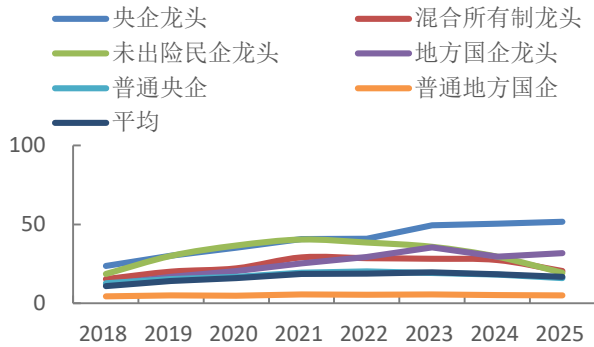
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.4 销售管理费用规模呈现下降趋势，费用管控意识增强

2025年所选34家样本发债房企平均销售费用规模为16.86亿元，而2024年为18.42亿元，延续下降态势，其中21家样本发债房企销售费用规模同比24年下滑，房企整体费用管控意识有所增强，销售费用得到有效控制。分企业性质来看，2025年央企龙头平均销售费用为51.67亿元，较2024年增加1.32亿元，费用规模相对较高，混合所有制龙头、未出险民企龙头、普通央企和普通地方国企的平均销售费用分别为20.48/19.34/16.03/5.05亿元，较24年减少6.91/10.18/2.09/0.12亿元。

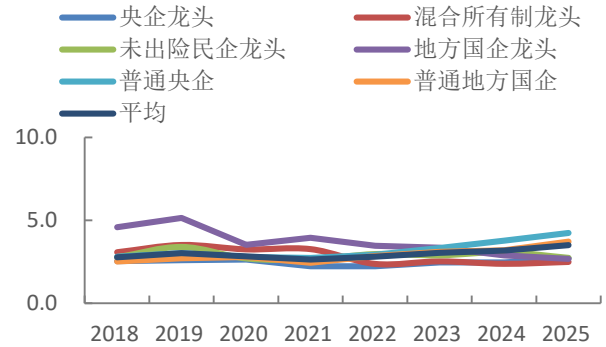
费用率方面，2025年所选34家样本发债房企平均营收销售费用率为3.50%，较2024年提高3.18个百分点，平均营收管理费用率为4.06%，较2024年提高0.44个百分点。费用率指标提高主要是由于营业收入下滑的幅度较费用下降幅度更大。

图表10：发债房企样本销售费用平均规模（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

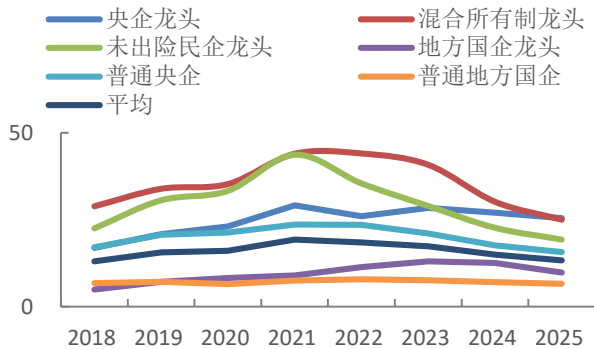
图表11：各类型发债房企样本销售费用率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

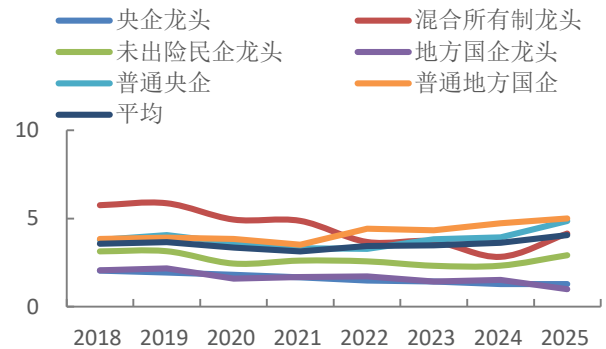
2025 年所选 34 家样本发债房企平均管理费用规模为 13.36 亿元，而 2024 年为 14.98 亿元，延续下降态势，其中 28 家样本发债房企管理费用规模同比 24 年下滑。分企业性质来看，管理费用方面，2025 年央企龙头、混合所有制龙头、未出险民企龙头、普通央企、地方国企龙头和普通地方国企的平均管理费用分别为 25.48/25.00/19.36/15.71/9.79/6.59 亿元，较 24 年较少 1.61/5.17/3.39/1.95/2.79/0.47 亿元。

图表12：发债房企样本管理费用平均规模（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表13：各类型发债房企样本管理费用率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

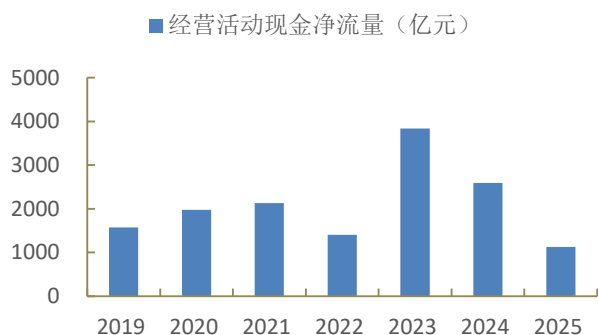
三、 现金流量端：现金流压力增大，融资活动流出规模收缩

3.1 经营性现金流净额降低，现金流压力增大

2025 年所选 34 家样本发债房企的经营性现金流净额累计为 1124.08 亿元，较 24 年同期 2588.35 亿元明显下降，其中有 18 家房企经营性现金流降低，受到房价下行，房地产市场销售表现不佳的影响，多数房企经营性现金流压力增大。

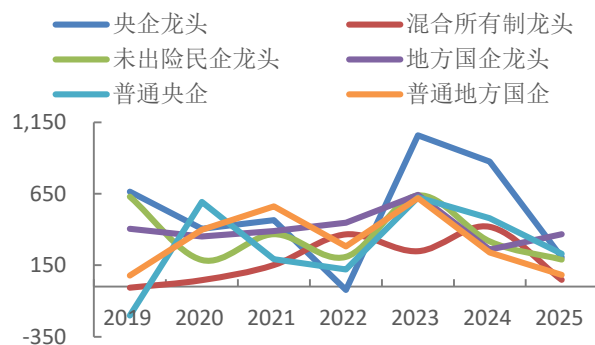
从各类样本发债房企来看，普通央企、央企龙头、未出险民企龙头、普通地方国企和混合所有制龙头经营性净现金流为 230.41/206.39/189.89/83.00/47.91 亿元，较 24 年同比下降 51.86%/76.44%/40.14%/65.29%/88.54%。地方国企龙头经营性现金流净额为 366.47 亿元，去年同期为 259.24 亿元，建发房地产集团和华发股份的经营性现金流均有所提升。

图表14：发债房企样本经营性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表15：各类型发债房企样本经营性净现金流

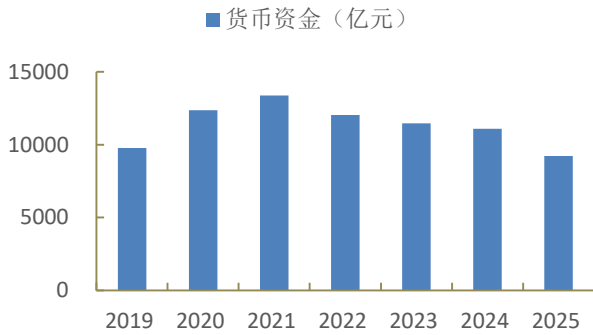


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2025 年所选 34 家样本发债房企的货币资金累计为 9220.88 亿元，较 24 年同期 11081.04 亿元下降 16.8%，其中有 28 家房企货币资金降低，主要与市场销售规模下行有关。

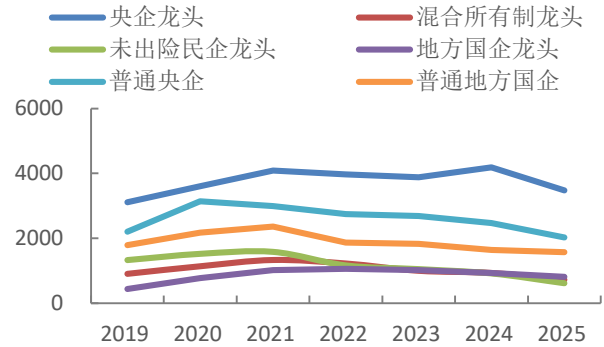
从各类样本发债房企来看，央企龙头、普通央企、地方国企龙头、混合所有制龙头和未出险民企龙头货币资金为 3472.09/2024.74/811.23/724.68/616.79 亿元，较 24 年同比下降 17.09%/17.93%/12.65%/22.26%/32.90%。普通地方国企货币资金为 1571.37 亿元，去年同期为 1646.31 亿元，联发集团、珠实集团、光明地产和陆家嘴的货币资金均有所提升。

图表16：发债房企样货币资金



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表17：各类型发债房企样本货币资金

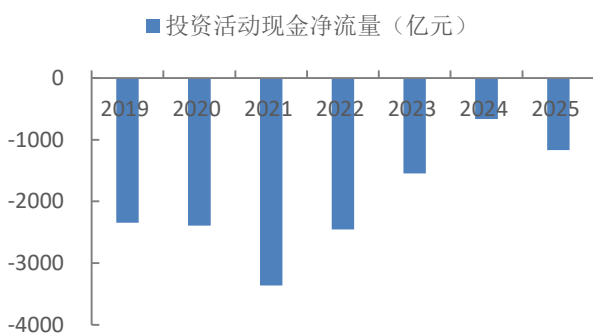


资料来源：Wind，太平洋证券整理

3.2 投资活动维持同比净流出，央企投资支出相对较高

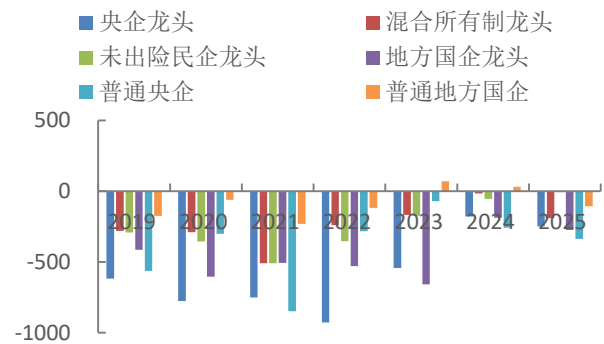
2025年所选34家样本发债房企的投资性现金流净额为-1167.01亿元，24年同期为-663.76亿元，流出规模较24年同期增加了75.82%，其中有23家房企投资性现金净额为负数，22家房企投资现金流同比多流出，投资支出增加。分企业性质来看，普通央企、地方国企龙头、央企龙头、混合所有制龙头和普通地方国企投资性净现金流为-338.34/-274.76/-248.25/-191.09/-107.38亿元，同比多流出80.47/86.66/69.08/175.31/139.39亿元，未出险民企龙头投资性净现金流为-7.19亿元，同比2024年同期少流出47.66亿元。

图表18：发债房企样本投资性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表19：各类型发债房企样本投资性净现金流

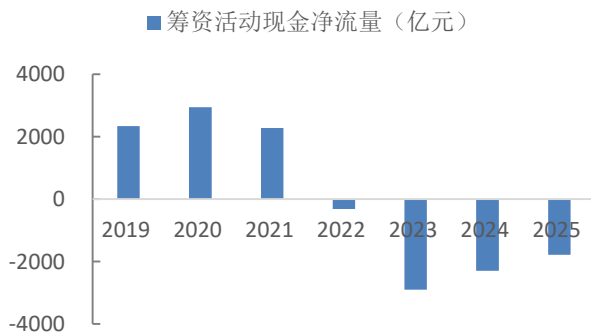


资料来源：Wind，太平洋证券整理

3.3 筹资性净现金流流出规模收缩，融资环境放松

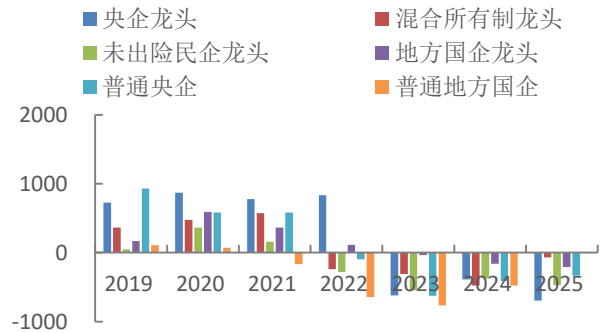
2025 年所选 34 家样本发债房企的筹资活动现金流净额约-1782.81 亿元，而 2024 年同期为-2293.59 亿元，同比净流出规模收缩。在金融十六条、白名单项目贷款等房地产融资协调机制的支持下，房企筹资性现金流净流出规模降低。分企业性质来看，央企龙头、未出险民企龙头和地方国企龙头净流出较多，2025 年筹资性现金净流出规模为 695.20/474.78/207.57 亿元，较 24 年同期多流出 304.09/100.16/44.84 亿元，混合所有制龙头和普通央企 25 年筹资性现金净流出分别为 66.42 和 331.61 亿元，较 24 年同期同比少流出分别为 410.76 和 79.04 亿元。普通地方国企筹资活动现金净流出为 7.25 亿元，较 24 年少流出 470.06 亿元。

图表20：发债房企样本筹资性净现金流



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表21：各类型发债房企样本筹资性净现金流



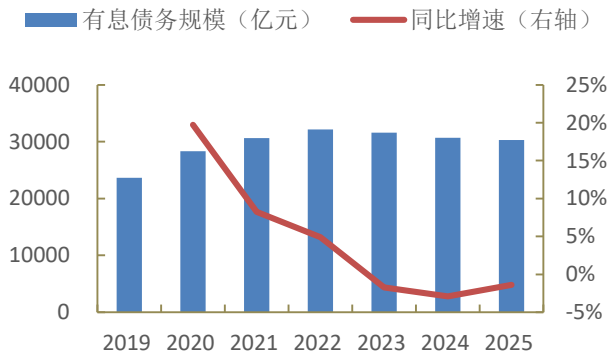
资料来源：Wind，太平洋证券整理

四、 负债端：有息债务规模小幅下降，短期债务压力仍存

4.1 有息债务规模整体小幅下降

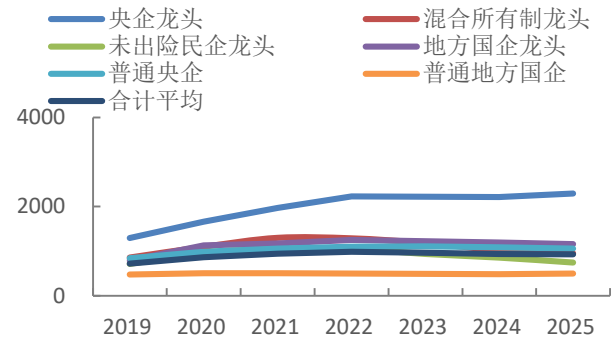
2025 年所选 34 家样本发债房企合计有息负债规模为 3.03 万亿元，较 2024 年末的 3.07 万亿小幅下降 1.37%。分企业类型来看，未出险民企龙头、混合所有制龙头、普通央企、地方国企龙头平均有息负债规模分别为 743.20/950.10/1056.13/1157.72 亿元，较 2024 年末分别降低 12.85%/6.63%/3.03%/3.01%，而央企龙头的平均有息负债为 2291.09，较 2024 年末提升 3.43%。央企龙头的融资渠道相对畅通，较为稳定的经营状况也支持企业保持一定的负债规模。

图表22：发债房企样本有息债务规模



资料来源：Wind，太平洋证券整理

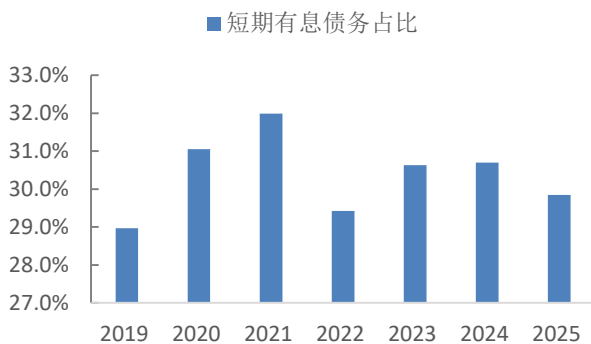
图表23：各类型发债房企样本平均有息债务规模



资料来源：Wind，太平洋证券整理

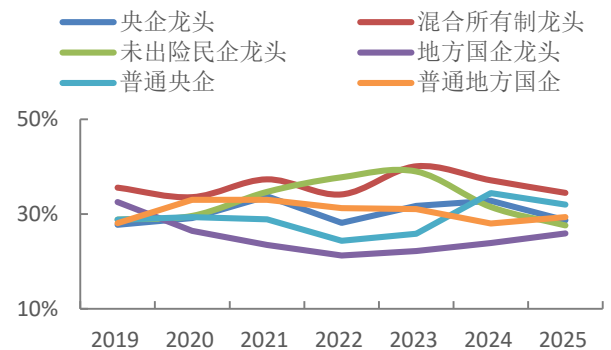
2025 年所选 34 家样本发债房企短期有息债务平均占比为 29.85%，较 24 年减少 0.85 个百分点，主要是受到部分房企严格控制存量债务规模影响。分企业类型来看，混合所有制龙头、普通央企、央企龙头、未出险民企龙头平均有息负债规模分别为 34.47%/32.03%/28.71%/27.59%，较 2024 年末分别降低 2.67/2.42/4.07/3.92 个百分点，而地方国企龙头、普通地方国企平均短期有息债务占比分别为 25.89%和 29.35%，较 24 年增加 2.03 和 1.33 个百分点。

图表24：发债房企样本短期有息债务占比



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表25：各类型发债房企样本平均短期有息债务占比

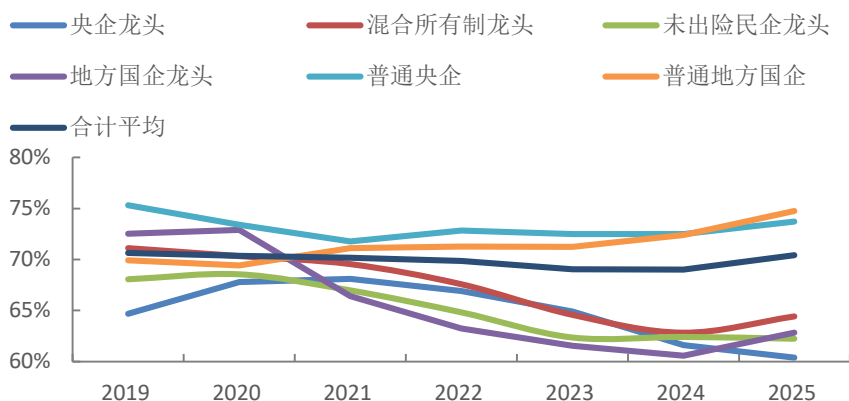


资料来源：Wind，太平洋证券整理

4.2 剔除预资产负债率和净负债率提高，现金短债比降低

2025 年所选 34 家样本发债房企平均剔除预收账款的资产负债率为 70.41%，较 2024 年末提高了 1.40 个百分点。分企业类型来看，央企龙头和未出险民企龙头平均剔除预收账款的资产负债率分别为 60.37% 和 62.24%，较 24 年末下降 1.24 和 0.18 个百分点，混合所有制龙头和地方国企龙头分别对应 64.42% 和 62.82%，较 24 年末提高 1.59 和 2.27 个百分点。而普通央企和普通地方国企的平均剔除预收账款的资产负债率超过 70%。中国海外发展、滨江集团、龙湖集团期末剔除预收账款的资产负债率相对较低。

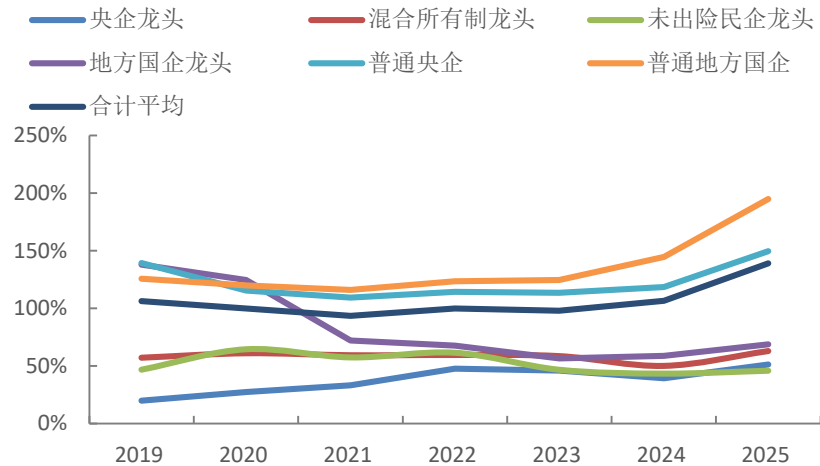
图表26：发债房企样本剔除预资产负债率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2025 年所选 34 家样本发债房企平均净负债率为 138.99%，同比 2024 年末提高了 32.44 个百分点。分企业类型来看，未出险民企龙头、央企龙头、地方国企龙头和混合所有制龙头房企各组的平均净负债率保持在 80% 以下，分别为 45.80%/51.13%/68.81%/63.02%，而普通央企和普通地方国企的平均净负债率超过 100%，且较 2024 年末的净负债率有所提高。

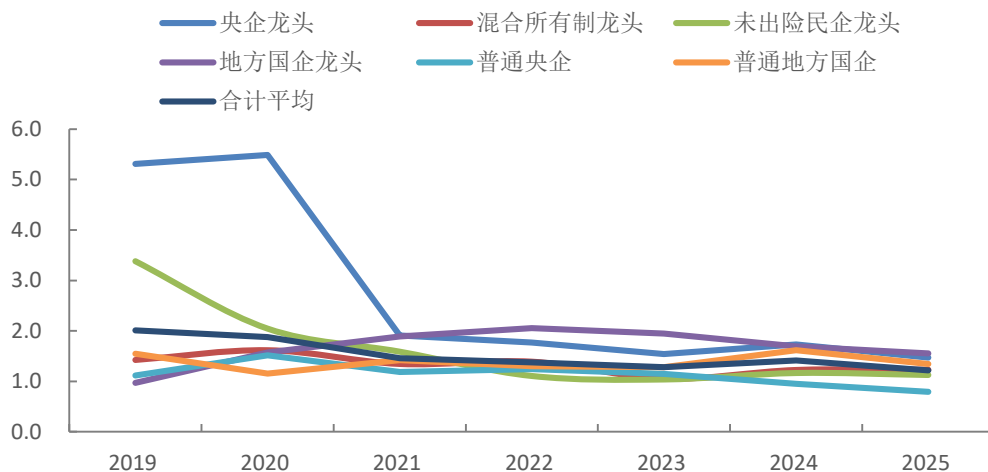
图表27：发债房企样本净负债率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2025 年所选 34 家样本发债房企平均现金短债比从 24 年末 1.42 小幅降低至 1.22。其中有 16 家发债房企的现金短债比高于 1 倍，其中滨江集团、绿城中国等房企资金管理良好，现金短债比连续 2-3 年呈现上升趋势。分企业类型来看，央企龙头、地方国企龙头、普通地方国企和未出险民企龙头现金短债比分别为 1.47/1.56/1.34/1.12，较 2024 年末降低了 0.26/0.14/0.27/0.04，混合所有制龙头房企的平均现金短债比为 1.23，较 24 年末提升了 0.01，普通央企的平均现金短债比低于 1 倍，仍存在一定短期债务压力。

图表28：发债房企样本现金短债比

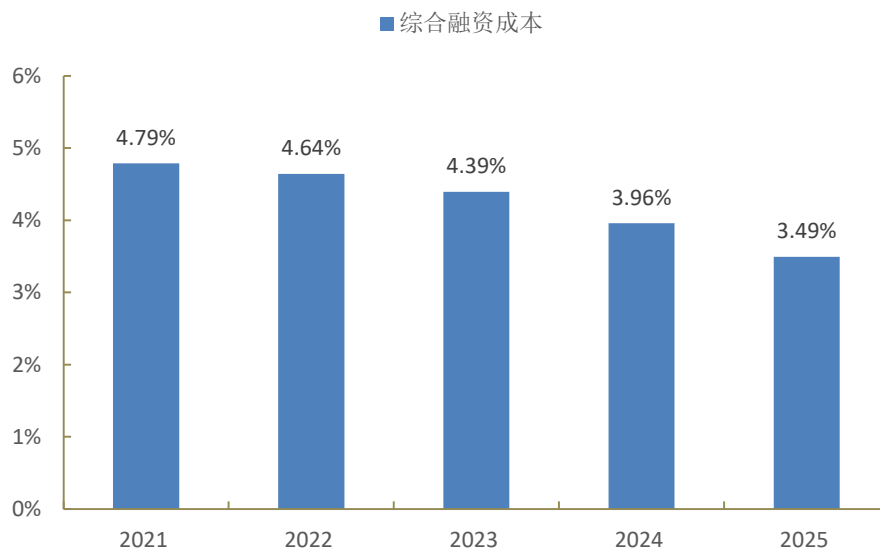


资料来源：Wind，太平洋证券整理

4.3 综合融资成本下降，央企龙头相对较低

2025年23家可获取数据发债房企样本的综合融资成本较24年同比下降0.47个百分点至3.49%。2025年房企融资支持政策边际改善，各地推广融资协调机制“白名单”，多数房企的综合融资成本均有所下降。分类型来看，央企龙头的平均综合融资成本为2.75%，较24年同比下降0.52个百分点，4家央企龙头的综合融资成本均低于3%，融资优势突出。地方国企龙头和普通地方国企2025年平均综合融资成本分别为4.02%和3.62%，较24年降低0.51和0.65个百分点。未出险民企龙头平均综合融资成本为4.11%，相对较高。

图表29：发债房企样本平均综合融资成本



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表30：样本发债房企综合融资成本情况

类型	公司名称	2021	2022	2023	2024	2025
央企龙头	中国海外发展	3.55%	3.57%	3.55%	3.10%	2.80%
	华润置地	3.71%	3.75%	3.56%	3.11%	2.72%
	招商蛇口	4.48%	3.89%	3.47%	2.99%	2.74%
	保利发展	4.46%	3.92%	3.56%	3.10%	2.72%
混合所有制龙头	绿城中国	4.60%	4.40%	4.30%	3.90%	3.30%
	金地集团	4.56%	4.53%	4.36%	4.05%	3.92%
未出险民企龙头	龙湖集团	4.14%	4.10%	4.24%	4.00%	3.51%
	滨江集团	4.90%	4.60%	4.20%	3.40%	3.00%
	美的置业	4.82%	4.62%	4.80%	-	-
	新城控股	6.46%	6.45%	6.15%	5.88%	5.81%
地方国企龙头	建发房地产集团	4.69%	4.33%	3.75%	3.56%	3.15%
	华发股份	5.80%	5.76%	5.48%	5.22%	4.88%
普通央企	华侨城集团	4.46%	4.23%	3.91%	3.62%	-
	中国金茂	3.98%	3.90%	4.30%	3.39%	2.75%
	保利置业	4.52%	4.27%	3.88%	3.38%	2.86%
	中海宏洋	3.80%	4.80%	4.60%	4.10%	3.40%

大悦城	4.91%	4.82%	4.61%	4.06%	3.54%
信达地产	5.44%	5.02%	4.63%	4.36%	3.91%
首开股份	4.85%	4.52%	4.26%	3.78%	3.54%
首创城发	5.12%	4.83%	4.73%	4.28%	-
北辰实业	5.86%	5.07%	4.40%	4.07%	3.56%
珠实集团	5.17%	4.56%	4.07%	-	-
光明地产	4.94%	4.67%	4.49%	4.23%	3.58%
中华企业	4.61%	4.53%	4.34%	3.87%	3.22%
深振业	4.83%	4.69%	4.32%	-	-
北京城建	4.48%	4.67%	4.12%	3.71%	2.99%
天地源	7.38%	7.49%	7.27%	6.78%	5.91%
陆家嘴	4.04%	3.73%	3.48%	3.06%	2.56%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

五、销售端：销售金额同比下滑，央企表现较优

2025 国家统计局数据显示，全年新建商品房销售面积为 8.8 亿平方米，同比下降 8.7%，销售额 8.6 万亿元，同比下降 12.6%。据中指数据，2025 年 29 家可获取数据发债房企样本的全口径销售金额较 24 年同期同比下降 18.3% 至 20830 亿元。其中保利发展、绿城中国、中国海外发展的全口径销售额超过 2500 亿元，分类型来看，普通央企和央企龙头全口径销售金额合计分别为 3524 亿元和 9338 亿元，同比下降 15.24% 和 16.17%，普通地方国企、未出险民企龙头、混合所有制龙头和地方国企龙头全口径销售金额分别同比下降 29.28%、27.12%、18.37% 和 16.03%。各发债房企的权益销售比大部分在 60% 以上，其中中国海外发展、华侨城集团、安徽高速地产的权益销售比在 90% 以上。

图表31：样本发债房企销售情况（亿元）

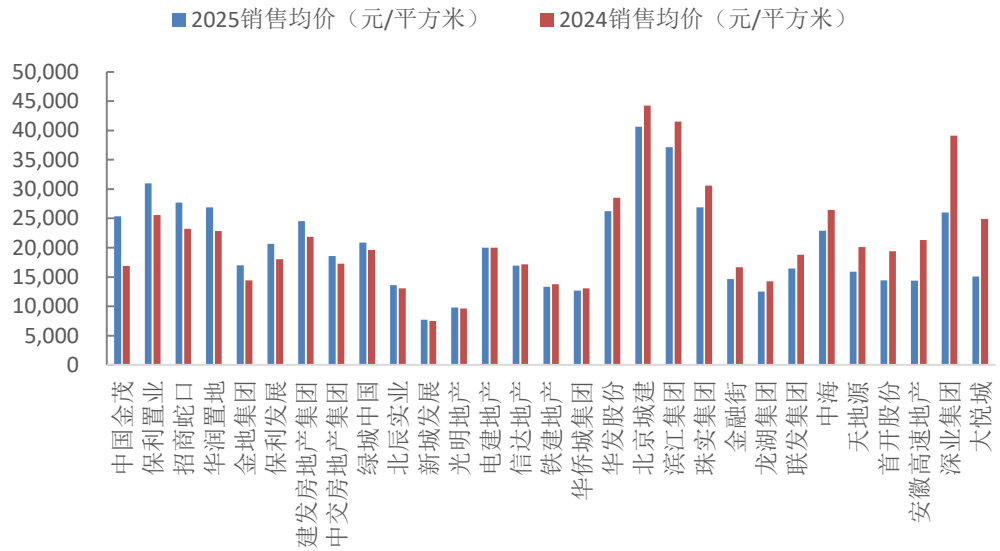
类型	公司名称	25 年全口径 销售额	24 年全口径销 售额	同比增速	25 年权益口径 销售额	25 年权益销售比例
央企龙头	中国海外发展	2512	3106	-19%	2311	92%
	华润置地	2336	2611	-11%	1593	68%
	招商蛇口	1960	2193	-11%	1323	67%
	保利发展	2530	3230	-22%	2000	79%
混合所有制龙头	绿城中国	2519	2769	-9%	1040	41%
	金地集团	300	685	-56%	186	62%

未出险民 企龙头	龙湖集团	631	1008	-37%	438	69%
	滨江集团	1018	1116	-9%	477	47%
	新城控股	192	401	-52%	148	77%
地方国企 龙头	建发房地产集团	1221	1335	-9%	909	74%
	华发股份	786	1054	-25%	503	64%
普通央企	华侨城集团	198	307	-35%	191	97%
	上海金茂投资	1135	983	16%	783	69%
	电建地产	280	358	-22%	182	65%
	铁建地产	733	964	-24%	599	82%
	中交房地产集团	290	435	-33%	249	86%
	保利置业	502	540	-7%	350	70%
	大悦城	224	417	-46%	123	55%
普通地方 国企	信达地产	161	153	5%	80	49%
	金融街	74	198	-63%	65	89%
	首开股份	176	408	-57%	111	63%
	北辰实业	33	54	-39%	-	-
	联发集团	272	342	-20%	192	70%
	珠实集团	142	182	-22%	80	57%
	光明地产	41	45	-9%	-	-
	深业集团	198	221	-10%	159	80%
	北京城建	245	242	2%	190	77%
	天地源	40	48	-16%	-	-
安徽省高速地产 集团有限公司	82	104	-21%	82	100%	

资料来源：中指数据，太平洋证券整理

2025 年房价还处于筑底阶段，部分房企持续获取优质土地，推出改善性高价产品，销售价格有所上升，中国金茂 2025 年销售均价较 24 年提升 50%至 25335 元/平方米。保利置业、招商蛇口、华润置地和金地集团的销售均价提高幅度超过 15%。北京城建、滨江集团和保利置业的销售均价相对较高。

图表32：发债房企样本销售均价



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表33：2025年重点城市销售额TOP20的部分热销项目

项目名称	城市	区域	所属企业	成交金额 (亿元)	成交均价 (元/平方米)
翡雲悦府	上海	浦东新区	华润置地&越秀地产&中能建	150.5	110,992
保利玥玺湾	广州	天河区	保利发展	140.8	151,768
深圳湾滙玺	深圳	南山区	华润置地&中海地产	110.2	168,821
保利·世博天悦	上海	浦东新区	保利发展&上海地产	108.0	168,478
和樾望雲	北京	海淀区	华润置地&越秀地产	92.5	105,223
建发·海晏	北京	海淀区	建发房产	75.3	135,730
康定壹拾玖	上海	静安区	招商蛇口&南通瑞城	70.7	169,875
海上·清和玺	上海	徐汇区	招商蛇口&徐汇城投	70.3	114,668
绿城·潮鸣东方	上海	徐汇区	绿城中国	69.8	194,725
中環置地心·望雲	上海	宝山区	华润置地	68.6	68,292
翡雲悦府	上海	浦东新区	华润置地&越秀地产&中能建	150.5	110,992
保利玥玺湾	广州	天河区	保利发展	140.8	151,768

资料来源：中指研究院，太平洋证券整理

六、拿地端：房企拿地积极性较高，聚焦核心区域

2025 年房企拿地保持积极态度，据中指研究院数据，TOP100 房企拿地金额同比增长 3.9%，主要是多地推出利好政策，推地质量提升，房企抓住利好时机积极补仓，以实现可持续发展。

拿地布局多聚集于一二线核心城市。据中指研究院，中海地产 2025 年在香港和北上广深 5 座城市拿地金额占比超七成，部分项目实现当年开盘。华润置地 2025 年在北京、上海等 5 大核心城市拿地金额占比近八成。

图表34：2025 年部分房企拿地热点地块

城市	成交日期	地块名称	拿地企业	成交价 (亿元)	成交楼面价 (元/平方米)	溢价率
上海	2月25日	虹口区北外滩地区 hk315-11 地块	绿城中国	64.7	126,577	46%
上海	3月11日	浦东新区北蔡楔形绿地 C09b-01 地块	绿城中国	29.2	71,412	40%
上海	1月16日	浦东新区 PDP0-0405 单元 C-02C-01 地块	中旅投资&招商蛇口	27.3	52,360	40%
上海	6月27日	浦东新区 Z000602 单元 20Ea-01 地块	华润置地&越秀	50.9	74,695	33%
上海	3月28日	杨浦区 C090101 单元 01C5-02 地块	保利发展	35.0	95,530	31%
上海	1月14日	嘉定区嘉定新城 F03A-4 地块	招商蛇口	26.6	31,850	30%
深圳	3月28日	南山区南山街道地块	招商蛇口	21.6	84,180	86%
深圳	3月27日	龙岗区龙城街道龙飞大道地块	中海地产	30.7	29,611	70%
杭州	5月23日	蒋村文新单元 XH030203-01 地块	建发房产	34.3	88,029	115%
杭州	4月28日	湘湖单元 XS160101-01 地块	滨江集团	13.6	19,306	74%
杭州	4月1日	城东新城单元 SC080201-46 地块	华润置地	26.2	50,683	72%
杭州	4月1日	湖墅单元 GS0201-R21-05 地块	滨江集团	54.6	64,834	71%
杭州	6月27日	西兴单元 BJ030102-25 地块	滨江集团	52.0	72,915	70%
杭州	4月1日	蜀山单元 XS150201-42 地块	滨江集团	11.0	29,330	68%
杭州	5月20日	三墩单元 XH010401-17 地块	保利置业	10.4	22,890	63%
杭州	4月1日	北干西单元 XSCQ1206-09 地块	滨江集团	28.0	38,859	62%
成都	8月15日	锦江区柳江街道包江桥社区地块	建发房产	33.5	41,200	106%
成都	2月20日	高新区桂溪街道铜牌村 9 组、10 组 地块	招商蛇口	27.0	31,700	70%
成都	6月27日	成华区槐树店路 16 号地块	华润置地	16.9	20,400	51%

资料来源：中指研究院，太平洋证券整理

七、 发展战略：探索多条增长曲线

随着行业深度调整，部分房企谋求战略转型，结合自身优势做精、做强不动产经营性业务和代建，积极探索多赛道发展。保利发展提出积极探索新发展模式，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。招商蛇口提出围绕“开发业务、资产运营、物业服务”三类业务，由开发为主向开发与经营并重转变，由重资产为主向轻重资产结合转变，由同质化竞争向差异化发展转变。

图表35：部分房企发展战略

企业	发展战略
保利发展	将不动产投资开发、不动产经营、不动产综合服务作为公司三大主业，并上升为公司战略。
中海地产	坚守不动产开发运营主航道，强化住宅开发与经营性业务双轮驱动。
华润置地	确立“开发销售类业务、经营不动产收租类业务、轻资产管理收费类业务”为集团未来三大核心业务群。
招商蛇口	围绕“开发业务、资产运营、物业服务”三类业务，由开发为主向开发与经营并重转变，由重资产为主向轻重资产结合转变，由同质化竞争向差异化发展转变。
建发房产	聚焦房地产产业链协同发展，持续提升物业、工程管理等板块的综合服务能力，提升第二曲线业务规模和经营品质。
中国金茂	持续推进“一核·三聚焦”业务战略升级，构建形成了以高质量地产开发为核心，聚焦精品持有、质量服务、建筑科技业务的多维业务联动，加速打造第二增长曲线。
金地集团	通过“轻重并举”的发展战略，在代建业务、持有型物业经营、物业服务等领域积极探索自己的多条发展曲线。
龙湖集团	坚持构建高质量发展模式，聚焦开发、运营、服务三大业务板块，围绕地产开发、商业投资、资产管理、物业服务、智慧营造五大业务航道协同发展。
新城控股	“商业运营+地产开发”双轮驱动战略。

资料来源：中指研究院，太平洋证券整理

八、 投资建议

2026 年作为“十五五”开局之年，预计地产利好政策将持续加码，将助力市场预期的修复，提振信心，《“十五五”规划建议》中关于地产方面强调“推动房地产高质量发展”，目前已出台多项政策支持盘活存量闲置土地和存量商品房，我们认为大力实施城市更新也有望为房地产高质量发展提供支撑，部分房企也正在积极探索相关业务机会。随着行业深度调整，不少房企也在谋求战略转型，坚持打造第二增长曲线。对房企而言，面对行业处于深度调整期，销售及盈利能力短期承压，我们预计不同属性的房企未来将进一步分化，部分优质央国企龙头房企融资情况较好，债务健康，具备竞争优势，未来有望在行业周期调整后，迎来新一轮发展机会。

九、 风险提示

房地产行业下行风险；

个别房企信用风险；

房地产调控政策落地进程不及预期

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。

太平洋研究院

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

重要声明

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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。