

目录

1 经营情况分析：25 年房企销售降幅收窄、投资积极性提升、融资规模同比增长	7
1.1 销售：2025 年百强房企销售下降两成；但 2026 年 1-4 月降幅扩大	7
1.2 拿地：25 年百强房企拿地量跌价涨，26 年以来拿地量与拿地强度明显下降	14
1.3 融资：25 年行业融资规模同比增长，融资成本持续下行，26 年国内外债券到期规模较 25 年有所下降	17
2 2025 年房地产行业财务指标分析：营收业绩均承压，毛利率处于历史较低水平	20
2.1 2025 年行业营收业绩均承压；预计未来短期业绩仍将承压	20
2.2 盈利能力：毛利率显著承压，目前处于历史低位	22
2.3 偿债能力：有息负债规模压降，短期仍面临一定偿债压力	23
2.4 现金流：在手现金持续负增长，在手现金同比下滑的企业超过七成	24
3 2026 年一季度房地产行业财务指标分析：业绩仍然承压，但毛利率改善的房企数量占比增加；偿债能力走弱，“三道红线”指标均未达标 ...	25
3.1 一季度行业营收业绩仍承压	25
3.2 盈利能力：利润率显著承压，但毛利率提升的房企数量占比明显提升	27
3.3 偿债能力：行业有息负债规模持续压降；“三道红线”指标均未达标	28
3.4 现金流：在手现金持续负增长，经营活动现金流净流出增加	29
4 主流重点公司财务指标分析：建议关注保利置业/华润/金茂/建发/滨江	31
4.1 营收业绩：保利置业、金茂、城投、华润营收业绩表现较好，金茂、滨江未来业绩保障程度仍较高	31
4.2 盈利能力：保利置业、金茂、建发、滨江、新城、城建、城投毛利率同比回升	34
4.3 偿债能力：央国企有息负债规模相对稳定，同时杠杆率相对更低	36
4.4 现金流：主流重点房企中仅越秀在手现金同比增长	37
5 投资建议	39
6 风险提示	40
7 附录	41

图表目录

图表 1. 2025 年百强房企全口径销售金额 3.36 万亿元，同比下降 19.8%.....	7
图表 2. 2025 年百强房企权益口径销售金额权益口径销售额 2.46 万亿元，同比下降 20.1%.....	7
图表 3. 2021 年开始百强房企销售较差，低于全国商品房销售增速.....	7
图表 4. 2025 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 10 家.....	7
图表 5. 2025 年百强房企销售权益比例为 73.4%，同比下降 0.2 个百分点；2026 年 1-4 月为 73.3%.....	8
图表 6. CR5 梯队的销售权益比例相对最高.....	8
图表 7. 2025 年百强房企销售均价为 2.01 万元/平，同比增长 8.9%；2026 年 1-4 月再度提升至 2.08 万元/平.....	8
图表 8. 2025 年百强房企销售均价同比增长 8.9%，显著好于全国商品房销售均价增速.....	8
图表 9. 中建东孚、中国金茂、绿地控股 2025 年、2026 年 1-4 月同比均实现正增长.....	9
图表 10. 2021-2025 年销售榜单排名前二十的企业名单，目前规模房企呈“四大央企领衔+混央卡位+小央&地方集团性国企攀升+建筑系上榜”等特征.....	10
图表 11. 2025 年越秀地产、滨江集团、绿城中国、保利置业集团、建发国际集团 5 家主流重点房企给出了明确销售目标；其中保利置业、滨江集团完成了销售目标.....	11
图表 12. 房企 2025 年销售目标和推货计划梳理.....	12
图表 13. 2025 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 权益口径销售额集中度分别为 9.8%、14.4%、19.2%、25.2%、29.4%.....	13
图表 14. 2026 年 1-3 月 CR100 行业集中度持续下降，但 CR5 集中度同比小幅回升.....	13
图表 15. 2025 年百强房企权益销售额中，民企占比为 22.6%，央企占比 51.4%，地方国企占比 16.3%.....	13
图表 16. 央企和地方国企权益销售额 2025 年同比分别下降 13%、20%，降幅明显小于民企（同比下降 27%）.....	13
图表 17. 2025 年百强房企全口径拿地金额 1.10 万亿元，同比增长 2.6%.....	14
图表 18. 2025 年百强房企拿地建面合计 1.01 亿平，同比下降 4.6%.....	14
图表 19. 2025 年百强房企拿地楼面均价为 1.09 万元/平，同比增长 7.6%.....	14
图表 20. 2025 年 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 拿地强度分别为 37.1%、36.1%、33.9%、32.3%、32.8%.....	14
图表 21. 从拿地集中度来看，2025 年百强房企拿地金额占全国（300 城）土地成交总价的比重为 33.6%，2026 年 1-4 月提升至 41.6%.....	15
图表 22. 2025 年百强房企中民企拿地金额占比 11.1%；央企占比 50.5%；地方国企占比 36.2%.....	15
图表 23. 2025 年拿地金额超过 600 亿元的房企有：中海地产、华润、保利发展、招蛇、绿城.....	16

图表 24. 2026 年 1-4 月拿地金额 TOP20 房企中，越秀、华润、保利发展、金茂、绿城、招蛇、滨江拿地金额均超过 50 亿元.....	16
图表 25. 2025 年全年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 5967 亿元，同比增长 5.6%.....	17
图表 26. 2025 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 2.69%，同比下降 0.26 个百分点.....	17
图表 27. 2025 年华润、保利发展、首开、招商蛇口发行规模较大，分别为 302、240、179、171 亿元，平均发行利率分别为 2.21%、2.24%、2.97%、1.85%.....	17
图表 28. 2026 年 6、7 月是国内外债券到期小高峰，到期规模分别为 1082、913 亿元.....	18
图表 29. 2025 年全年房地产行业国内外债券到期规模为 7746 亿元，同比下降 1%，2026 年国内外债券到期规模为 7311 亿元，到期规模进一步下降.....	18
图表 30. 2026 年 5-12 月以下主流企业面临债务到期压力：融创（502 亿元）、世茂（390 亿元）、首开（184 亿元）、招商蛇口（160 亿元）.....	19
图表 31. 2025 年房地产行业营业收入 3.98 万亿元，同比下降 17.0%.....	20
图表 32. 2025 年房地产行业归母净利润为-2025 亿元，亏损较 2024 年有所减少，但亏损规模仍然不小.....	20
图表 33. 123 家上市房企中，71%的企业营业收入同比下滑，仅 29%的企业营业收入同比仍然正增长.....	21
图表 34. 123 家上市房企中，59%的企业出现亏损，其中 10%为盈利转为亏损，28%亏损扩大，21%亏损减小；在剩余盈利的房企中，18%的企业出现归母净利润下滑，仅 12%的企业归母净利润仍保持正增长，另有 11%的企业扭亏为盈.....	21
图表 35. 2025 年房地产行业资产及信用减值损失 3820 亿元.....	21
图表 36. 2025 年房地产行业投资物业公允价值变动收益为-777 亿元.....	21
图表 37. 2025 年房地产行业投资收益 454 亿元，同比增长 204%.....	21
图表 38. 2025 年房地产行业少数股东损益-539 亿元.....	21
图表 39. 截至 2025 年年末房地产行业预收账款 2.29 万亿元，同比下降 30.9%.....	22
图表 40. 2025 年末房地产行业预收账款/营业收入比例仅为 0.58X，同比下降 0.12X.....	22
图表 41. 2025 年房地产行业毛利率为 9.8%，同比下降 2.2 个百分点；净利率、归母净利润率分别为-6.4%、-5.1%，同比分别提升 1.8、3.1 个百分点.....	22
图表 42. 2025 年房地产行业三费率为 10.1%，同比提升 0.8 个百分点.....	22
图表 43. 2025 年 123 家上市房企中，36%的企业毛利率同比提升，64%的企业毛利率同比下滑.....	23
图表 44. 2025 年房地产行业 ROE 为-5.1%，同比提升 4.2 个百分点.....	23
图表 45. 2025 年房地产行业有息负债 6.23 万亿元，同比下降 9.1%.....	23
图表 46. 2025 年房地产行业短期有息负债占比 38%，长期有息负债占比 62%.....	23
图表 47. 2025 年年末，房地产行业剔除预收账款后的资产负债率为 68.6%，同比持平，净负债率为 84.7%，同比下降 0.5 个百分点，现金短债比为 0.6X，同比提升 0.03X.....	24
图表 48. 2025 年末房地产行业在手现金 1.34 万亿元，同比下降 13.1%.....	24

图表 49. 2025 年 123 家上市房企中仅 27% 的房企货币资金出现正增长	24
图表 50. 2026Q1 房地产行业营业收入 3655 亿元，同比下降 17.2%	25
图表 51. 2026Q1 房地产行业归母净利润为 -90 亿元，亏损同比有所减少	25
图表 52. 73 家 A 股上市房企中，68% 的企业 2026 年一季度营业收入同比下滑， 仅 32% 的企业营业收入同比仍然正增长	26
图表 53. 73 家 A 股上市房企中，58% 的企业出现亏损，其中 16% 为盈利转为亏 损，21% 亏损扩大，21% 亏损减小；22% 的企业出现归母净利润下滑，仅 12% 的 企业归母净利润仍保持正增长，另有 8% 的企业扭亏为盈	26
图表 54. 2026Q1 房地产行业资产减值损失 4 亿元，信用减值损失 9 亿元	26
图表 55. 2026Q1 房地产行业投资物业公允价值变动收益为 -10 亿元	26
图表 56. 2026Q1 房地产行业投资收益 26 亿元，同比增长 352%	26
图表 57. 2026Q1 房地产行业少数股东损益 -1 亿元	26
图表 58. 截至 2026Q1 末房地产行业预收账款 1.16 万亿元，同比下降 31.7%	27
图表 59. 2026Q1 末房地产行业预收账款/上年营业收入比例仅为 0.52X，同比下降 0.13X	27
图表 60. 2026Q1 房地产行业毛利率、净利率、归母净利润率分别为 10.3%、- 2.5%、-2.5%，同比分别下降 0.4、0.6、0.4 个百分点	27
图表 61. 2026Q1 房地产行业三费率为 9.3%，同比提升 0.4 个百分点	27
图表 62. 2026Q1 73 家 A 股上市房企中，44% 的企业毛利率同比提升，56% 的企 业毛利率同比下滑	28
图表 63. 2026Q1 房地产行业年化后的 ROE 为 -3.1%，同比下降 0.5 个百分点	28
图表 64. 2026Q1 末房地产行业有息负债 2.83 万亿元，同比下降 5.9%	28
图表 65. 2026Q1 末有息负债中短期有息负债占比为 34%，同比提升 0.2 个百分点	28
图表 66. 2026Q1 末，房地产行业剔除预收账款后的资产负债率为 72.1%，同比提 升 1.6 个百分点，净负债率为 100.3%，同比提升 11.2 个百分点，现金短债比为 0.7X，同下降 0.12X	29
图表 67. 2026Q1 末房地产行业在手现金 7084 亿元，同比下降 14.0%	29
图表 68. 2026Q1 末，73 家 A 股上市房企中仅 17% 的房企货币资金出现正增长	29
图表 69. 2026Q1 房地产行业经营活动现金流净流出 390 亿元，筹资活动现金流净 流入 253 亿元	30
图表 70. 2026Q1 房地产行业销售商品、提供劳务收到的现金（销售回款）为 3564 亿元，同比下降 18.9%	30
图表 71. 2026Q1 房地产行业购买商品、接受劳务支付的现金（土地与施工建安投 资支出为主）为 3382 亿元，同比下降 14.7%	30
图表 72. 2026Q1 房地产行业取得借款+发行债券收到的现金为 2688 亿元，同比下 降 8.1%	30
图表 73. 2026Q1 房地产行业偿还债务支付的现金为 2223 亿元，同比下降 7.8%	30
图表 74. 2026Q1 房地产行业取得借款+发行债券收到的现金/偿还债务支付的现金 为 120.9%，同比下降 0.4 个百分点	30
图表 75. 城投、华发、滨江、保利置业、城建 2025 年营收同比涨幅均超 15%，华 润、金茂、越秀同比微增	32

图表 76. 2025 年保利置业归母净利润同比增长 23%，金茂同比增长 18%，城投同比增长 19%；华润业绩同比降幅也相对较小，同比下降 0.5%.....	33
图表 77. 2025 年末中国金茂预收账款较 2024 年末增长 22%.....	33
图表 78. 金茂、滨江预收账款/营收超 1.0X，其余房企均不足 1.0X.....	34
图表 79. 2025 年新城、城建、城投、金茂、滨江、建发、保利置业毛利率同比回升.....	35
图表 80. 主流重点房企毛利率回升因素分析.....	35
图表 81. 2025 年末招蛇、华润、保利置业、金茂、城建、中国海外发展、越秀、城投有息负债同比正增长，华发、保利发展、绿城、新城、建发、金地、滨江、龙湖同比下滑.....	36
图表 82. 截至 2025 年末，绿城、保利置业、金茂、越秀、保利发展、招蛇、建发、滨江、龙湖、华润、中国海外发展为绿档房企.....	36
图表 83. 主流重点房企中，2025 年末保利发展、华润、招蛇、中国海外发展、保利置业、城建发展的融资成本均在 3.0% 以下.....	37
图表 84. 仅越秀地产 2025 年末在手现金同比增长 9%，城投控股、中国金茂、保利发展、保利置业同比降幅相对较小，在 10% 以内.....	37
图表 85. 2025 年建发国际、保利发展、华发股份经营活动现金流保持净流入，且净流入量同比扩大.....	38
图表 86. 2025 年绿城中国、中国金茂筹资活动现金流净流入.....	38

1 经营情况分析：25 年房企销售降幅收窄、投资积极性提升、融资规模同比增长

1.1 销售：2025 年百强房企销售下降两成；但 2026 年 1-4 月降幅扩大

1.1.1 2025 年百强房企销售下降两成，2026 年 1-4 月销售降幅再度扩大

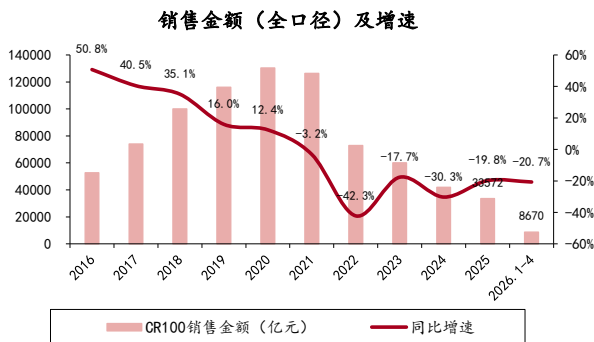
2025 年百强房企销售规模下降两成；2026 年 1-4 月销售降幅再度扩大。百强房企 2025 年全年全口径销售额 3.36 万亿元，同比下降 19.8%，降幅较 2024 年收窄了 10.5 个百分点，整体销售规模已经回到了 2015 年的水平；权益口径销售额 2.46 万亿元，同比下降 20.1%，降幅较 2024 年收窄了 7.3 个百分点。

2021 年以前，百强房企销售增速始终高于全国商品房销售增速，即使在销售景气度较低的年份，例如 2014 年虽然全国商品房销售大幅下滑，但是百强房企销售增速仍然有韧性（当年同比增速高达 35%），而 2021 年开始百强房企销售较差，低于全国商品房销售增速（2025 年全国商品房销售额同比增速为-12.6%）。可见，2014 年虽然市场不景气，房企还是有冲规模的诉求；而 2021 年开始房企资金压力较大，普遍放慢扩张速度，追求稳健发展，规模诉求明显减弱。这也体现在千亿规模房企明显减少。

2025 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 10 家（保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口、绿城中国、万科、建发国际、中国金茂、越秀地产、滨江集团），较 2024 年减少了 1 家，基本回到了 2015-2016 年的水平。2026 年 1-4 月百强房企实现全口径销售金额 8670 亿元，同比下降 20.7%，权益口径 6359 亿元，同比下降 20.8%，同比降幅较 2025 年全年有所扩大。

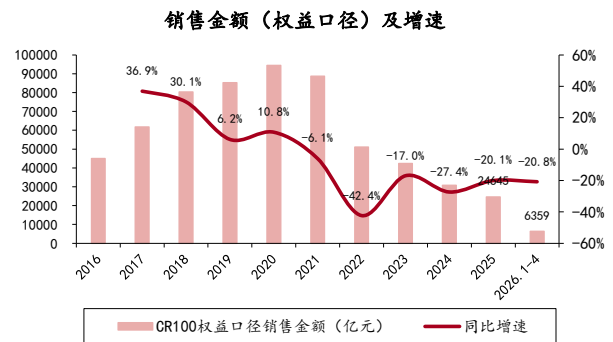
（本报告中，在销售拿地分析的章节中，中海地产指的是中国海外发展+中国海外宏洋集团，而在融资与财务指标分析的章节中，我们将中国海外发展与中国海外宏洋集团分开讨论。）

图表 1. 2025 年百强房企全口径销售金额 3.36 万亿元，同比下降 19.8%



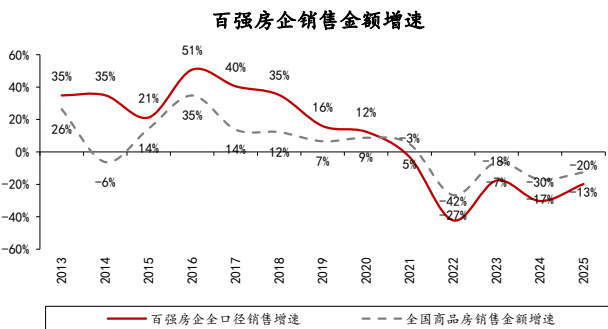
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 2. 2025 年百强房企权益口径销售金额 2.46 万亿元，同比下降 20.1%



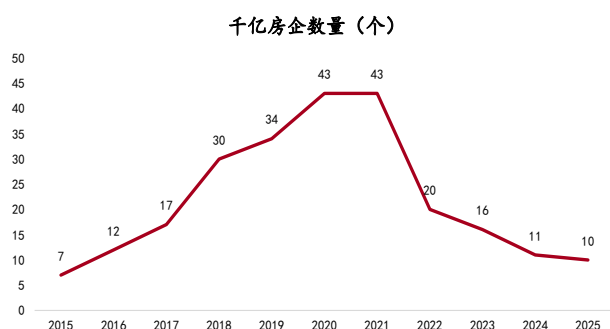
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 3. 2021 年开始百强房企销售较差，低于全国商品房销售增速



资料来源：克而瑞，国家统计局，中银证券

图表 4. 2025 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 10 家

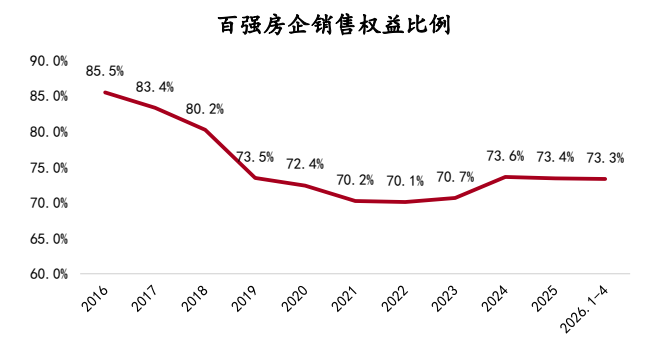


资料来源：克而瑞，中银证券

百强房企销售权益比例基本稳定在 73%，CR5 销售权益比例明显高于其余梯队的房企。从销售来看，2016 年-2022 年百强房企销售权益比例不断下滑，反映出房企合作增多，我们认为降成本、扩规模、分散风险是合作开发增多的主要原因。

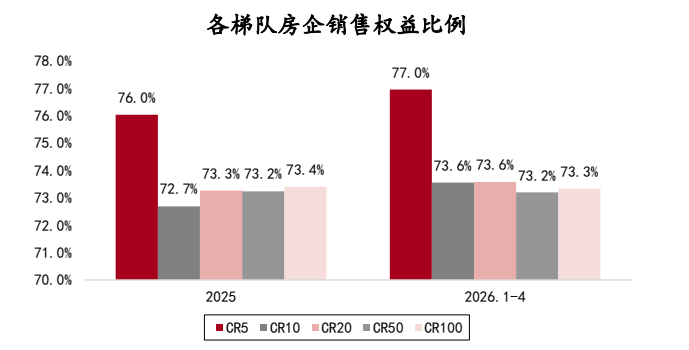
但 2023-2024 年百强房企销售权益比例同比出现回升，在合作开发中并表主动权提升。2025 年百强房企销售权益比例为 73.4%，仅同比小幅下降 0.2 个百分点。2026 年 1-4 月百强房企销售权益比例为 73.3%，也仅小幅下降 0.1 个百分点。头部房企相对权益比例更高，对项目仍保留了较大的话语权和操盘权，2025 年 CR5 销售权益比例为 76.0%，同比提升 0.2 个百分点，显著高于其他梯队的房企。2026 年 1-4 月 CR5 销售权益比例为 77.0%，明显高于其余梯队的房企。

图表 5. 2025 年百强房企销售权益比例为 73.4%，同比下降 0.2 个百分点；2026 年 1-4 月为 73.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

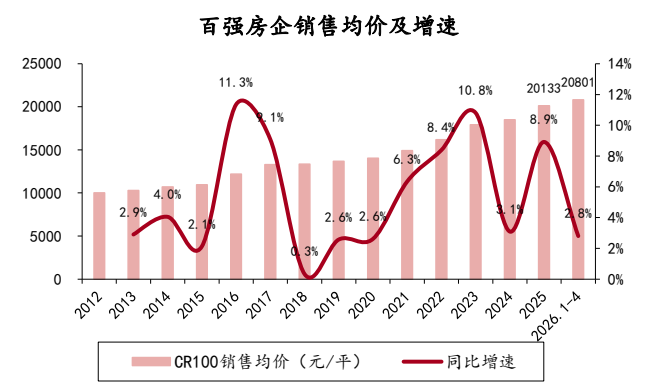
图表 6. CR5 梯队的销售权益比例相对最高



资料来源：克而瑞，中银证券

全国整体新房房价下滑的情况下，百强房企销售均价仍能保持正增长。2025 年百强房企销售均价为 2.01 万元/平，同比增长 8.9%，销售均价高于全国商品房销售均价，且增速也显著好于全国商品房销售均价增速（2025 年全国商品房销售均价 9527 元/平，同比下降 4.3%）；2026 年 1-4 月百强房企销售均价再度提升至 2.08 万元/平，同比增长 2.8%。我们认为这一方面或许是因为百强房企近两年集中布局能级更高的城市，房价本身较高且更具韧性；另一方面或许是因为百强房企产品力和品牌力相对更好，同时相对降价促销的力度更小。

图表 7. 2025 年百强房企销售均价为 2.01 万元/平，同比增长 8.9%；2026 年 1-4 月再度提升至 2.08 万元/平



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 8. 2025 年百强房企销售均价同比增长 8.9%，显著好于全国商品房销售均价增速



资料来源：克而瑞，中银证券

1.1.2 规模房企呈“四大央企领衔+混央卡位+小央&地方集团性国企攀升+建筑系上榜”等特征

2025年销售TOP20的企业中仅15%的企业销售额同比正增长。其中，中建东孚、中国金茂、绿地控股2025年、2026年1-4月同比均实现正增长。具体来看，TOP20中，2025年全年全口径销售额同比增速为正的只有：中建东孚(+31%)、中国金茂(+16%)、绿地控股(+9%)，其余房企均出现了不同幅度的下滑。2026年1-4月TOP20房企中，销售额同比增速为正的房企有：中建东孚(+96%)、中建壹品(+52%)、中国金茂(+23%)、中海地产(+14%)、招商蛇口(+11%)、华润置地(+2%)、绿地控股(+1%)。

图表9. 中建东孚、中国金茂、绿地控股2025年、2026年1-4月同比均实现正增长

2025年				2026年1-4月			
销售排名	公司	全口径销售额 (亿元)	同比	销售排名	公司	全口径销售额 (亿元)	同比
1	保利发展	2530	-21.7%	1	保利发展	777	-11.3%
2	中海地产	2512	-19.1%	2	中海地产	757	13.8%
3	华润置地	2336	-10.5%	3	华润置地	700	2.2%
4	招商蛇口	1960	-10.6%	4	招商蛇口	551	10.7%
5	绿城中国	1534	-10.7%	5	建发国际	380	-11.2%
6	万科	1339	-45.3%	6	绿城中国	360	-24.6%
7	建发国际	1221	-8.6%	7	中国金茂	312	23.4%
8	中国金茂	1135	15.5%	8	越秀地产	257	-37.5%
9	越秀地产	1082	-5.5%	9	滨江集团	244	-26.9%
10	滨江集团	1018	-8.8%	10	万科	214	-53.4%
11	华发股份	786	-25.5%	11	绿地控股	183	0.8%
12	中国铁建	733	-24.0%	12	中国铁建	165	-32.2%
13	绿地控股	706	9.0%	13	保利置业	154	-14.4%
14	龙湖集团	631	-37.4%	14	华发股份	138	-61.3%
15	保利置业	502	-7.0%	15	中旅投资	132	-
16	中建东孚	411	30.6%	16	中建东孚	117	95.7%
17	中建壹品	408	-9.9%	17	中建壹品	115	51.5%
18	碧桂园	403	-34.6%	18	碧桂园	110	-16.8%
19	融创中国	369	-25.4%	19	龙湖集团	104	-53.2%
20	中国中铁	361	-0.5%	20	中国中铁	103	-20.2%

资料来源：克而瑞，中银证券

备注：1) 同比基数均来源于克而瑞。红色箭头表示对应指标的排名上升，绿色箭头表示排名下降，黄色横线表示排名不变。
2) 中海地产的销售额包括中国海外发展和中国海外宏洋集团。

规模房企呈“四大央企领衔+混央卡位+小央&地方集团性国企攀升+建筑系上榜”等特征。以下企业的变化值得关注：

- 四大央企（“招保中华”）**：经过4年的调整，头部四大央企：保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口格局已经基本形成。其中，保利发展、中海地产、华润置地在2024、2025年连续两年稳居前三。
- 绿城中国**：2021年的行业上行周期位于TOP20房企行列，2022年行业进入下行周期后，销售排名持续提升，从2021年的第13名提升至2025年的第5名，仅次于四大央企，产品力、品牌影响力突出。中交系接管后，具备央企风格，成长性与稳定性并存。
- 中国金茂**：行业上行周期位于TOP20房企行列，虽然2023年销售排名小幅下滑，但2024、2025年销售有显著突破，销售排名从2023年的第13位提升至2025年的第8位，2025年销售额同比增长16%，是TOP20中为数不多销售正增长的企业，公司具备央企背景，成长性与稳定性并存。
- 保利置业集团**：2024-2025年销售拿地有显著突破的“小而美”房企。2024年首次进入TOP20房企行业，2024年销售额同比增长1%，是少有的销售正增长的房企；2025年排名进一步提升至第15位，公司具备央企背景，且布局核心城市，无三四线城市包袱。
- 地方国企**：建发国际、越秀地产、华发股份均是地产开始进入下行周期后，逆势取得突破的房企，均在2022年首次进入TOP20房企行列。其中，建发国际2022-2025年销售排名稳中有升，从行业第10名提升至第7名；越秀地产、华发股份2022-2024年销售排名提升，但2025年均下滑了一个名次。

6) 建筑系：中建壹品、中建东孚、中国中铁占位提升。中建壹品 2024 年首次进入 TOP20 行列，排名第 19 名，销售额同比增长 36%，2025 年保持 TOP20 行列，排名提升至第 17 名；中建东孚 2025 年首次进入 TOP20 行列，排名第 16 名，销售额同比增长 31%；中国中铁 2025 年首次进入 TOP20 行列，销售额同比下降 1%。中建系较早（20 世纪 80 年代）就开始独立做地产开发品牌；中国中铁在 2007 年成立中铁置地。

图表 10. 2021-2025 年销售榜单排名前二十的企业名单，目前规模房企呈“四大央企领衔+混央卡位+小央&地方集团国企攀升+建筑系上榜”等特征

销售排名	2025年			2024年			2023年			2022年			2021年		
	企业简称	销售金额(亿元)	排名变化	企业简称	销售金额(亿元)	排名变化	企业简称	销售金额(亿元)	排名变化	企业简称	销售金额(亿元)	排名变化	企业简称	销售金额(亿元)	排名变化
1	保利发展	2530	—	保利发展	3230	—	保利发展	4246	↑	碧桂园	4643	—	碧桂园	7588	—
2	中海地产	2512	—	中海地产	3106	↑	万科	3755	↑	保利发展	4573	↑	万科	6203	↑
3	华润置地	2336	—	华润置地	2611	↑	中海地产	3098	↑	万科	4202	↓	融创中国	5976	↑
4	招商蛇口	1960	↑	万科	2447	↓	华润置地	3070	—	华润置地	3013	↑	保利发展	5385	↑
5	绿城中国	1534	↑	招商蛇口	2193	—	招商蛇口	2936	↑	中海地产	2955	↑	Evergrande	4400	↓
6	万科	1339	↓	绿城中国	1718	↑	碧桂园	2169	↓	招商蛇口	2926	↑	中海地产	3710	—
7	建发国际	1221	—	建发国际	1335	↑	绿城中国	1943	↑	金地集团	2218	↑	招商蛇口	3268	↑
8	中国金茂	1135	↑	越秀地产	1145	↑	建发国际	1891	↑	绿城中国	2128	↑	华润置地	3158	↑
9	越秀地产	1082	↓	滨江集团	1116	↑	龙湖集团	1736	—	龙湖集团	2033	↑	绿地控股	2903	↓
10	滨江集团	1018	↓	华发股份	1054	↑	金地集团	1536	↓	建发国际	1703	↑ 新进	龙湖集团	2901	↑
11	华发股份	786	↓	龙湖集团	1008	↓	滨江集团	1535	↑	融创中国	1692	↓	金地集团	2865	↑
12	中国铁建	733	↑	中国金茂	983	↑	越秀地产	1425	↑	中国金茂	1550	↑	世茂集团	2699	↓
13	绿地控股	706	↑	中国铁建	964	↑	中国金茂	1412	↓	滨江集团	1539	↑ 新进	绿城中国	2666	↑
14	龙湖集团	631	↓	金地集团	685	↓	华发股份	1260	↑	绿地控股	1401	↓	旭辉控股	2473	—
15	保利置业	502	↑	绿地控股	648	↓	中国铁建	1216	—	中国铁建	1281	↑ 新进	中国金茂	2356	—
16	中建东孚	411	↑ 新进	碧桂园	605	↓	绿地控股	1135	↓	越秀地产	1260	↑ 新进	新城控股	2340	↓
17	中建壹品	408	↑	保利置业	540	↑ 新进	融创中国	847	↓	旭辉控股	1237	↓	中南建设	1965	—
18	碧桂园	403	↓	融创中国	471	↓	新城控股	758	↑	华发股份	1202	↑ 新进	金科股份	1873	↓
19	融创中国	369	↓	中建壹品	453	↑ 新进	旭辉控股	700	↓	新城控股	1165	↓	阳光城	1838	↓
20	中国中铁	361	↑ 新进	中交房地产	435	—	中交房地产	698	↑ 新进	远洋集团	1004	↑ 新进	中梁控股	1718	—

资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：1) 红色箭头表示对应指标的排名上升，绿色箭头表示排名下降，黄色横线表示排名不变。2) 中海地产的销售额包括中国海外发展和中国海外宏洋集团。

1.1.3 2025 年保利置业、滨江超额完成销售目标

2025 年越秀地产、滨江集团、绿城中国、保利置业集团、建发国际集团 5 家主流重点房企给出了明确销售目标；其中只有保利置业、滨江集团完成了销售目标。

1) 滨江集团：计划 2025 年销售额 1000 亿元左右，行业排名 15 名以内，全国份额 1% 以上。2025 年公司实际销售金额达 1017 亿元，同比虽然下降 8.9%，但销售目标完成度达到 102%；行业排名稳定在第 10 位；市占率（滨江集团销售金额/全国商品房销售金额）为 1.2%，顺利完成 2025 年目标任务。

2) 保利置业集团：2025 年的销售目标为销售规模维持在 500 亿元左右。2025 年实际销售额为 502 亿元，同比虽然下降 7.4%，但顺利完成了销售目标。

3) 绿城中国：2025 年自投项目销售额有望达到 1600 亿元，较 2024 年的降幅控制在 10% 以内；代建项目销售额预计维持在 1000 亿元，与 2024 年基本持平。2025 年绿城中国自投项目实际销售额为 1534 亿元，同比下降 10.7%，完成了目标的 96%；代建项目销售额 985 亿元，同比下降 6.2%，完成了目标的 99%。

4) 越秀地产：2025 年的销售目标是 1205 亿元，但 2025 年实际销售额为 1062 亿元，同比下降 7.3%，仅完成了销售目标的 88%。

5) 建发国际集团：2025 年的销售目标是 1500 亿元，实际销售额为 1221 亿元，仅完成了销售目标的 81%。

图表 11. 2025 年越秀地产、滨江集团、绿城中国、保利置业集团、建发国际集团 5 家主流重点房企给出了明确销售目标；其中保利置业、滨江集团完成了销售目标

公司	2025 年销售金额 (亿元)	同比增速	2025 年销售目标	2025 年销售目标完成度
绿城中国	1534 (自投)	-10.7%	25 年自投项目销售额有望达到 1600 亿元，较 24 年的降幅控制在 10% 以内；代建项目销售额预计维持在 1000 亿元，与 24 年基本持平。	96%
建发国际集团	1221	-8.6%	1500 亿元	81%
越秀地产	1062	-7.3%	1205 亿元，较 24 年实际销售额增长 5.2%	88%
滨江集团	1017	-8.9%	销售额 1000 亿元左右，行业排名 15 名以内，全国份额 1% 以上	102%
保利置业集团	502	-7.4%	500 亿元	100%

资料来源：公司公告，公司公开业绩会，乐居财经，新浪财经，中房报，中银证券

2026 年公布了销售目标的企业有：华润置地、招商蛇口、建发国际、保利置业、绿城中国、中国金茂、越秀地产、滨江集团。

我们认为，在当前市场情况下，仍然能给出销售目标的企业，在某种程度上说明了管理层对于公司自身经营发展有追求有要求，其次也反映了对于目前在手货源和布局的认可与信心。无论后续能否完成目标，至少在一开始，是敢于公开接受挑战和监督的。

其中华润、招蛇、建发、保利置业持平，金茂上涨，绿城、越秀、滨江下降。华润置地、招商蛇口销售目标是和 2025 年持平，即分别为 2336、1960 亿元，保利置业集团维持在 500 亿元，建发目标是“规模做大做强”，也就意味着销售目标是不低于 2025 年的规模（1221 亿元）。绿城中国销售目标为 1300 亿元，较 2025 年实际销售额下降 15%。越秀地产销售目标为 1000 亿元，较 2025 年实际销售额下降 6%。滨江集团销售目标为 800 亿元，较 2025 年实际销售额下降 21%，同时行业排名前 15 名以内，全国份额 1% 左右。中国金茂销售目标为 1210 亿元（按照公司公布的 26 年 2200 亿元可售货值、目前平均去化率 55% 估算），较 2025 年实际销售额增长 7%，行业排名和销售规模稳中有升。2026 年 1-4 月以上公司当年销售目标完成度基本在 25%~32%。

除了销售目标外，也有多家房企给出了 2026 年的推货计划：

- 1) **华润置地**：2026 年计划可售货值为 4500 亿元（不含当年新获取土地），其中一线城市（含香港）占比 57%，二线城市占比 35%，三线城市占比 8%。供货节奏上，一季度计划占比 16%，二季度 25%，三季度 38%，四季度 21%。
- 2) **招商蛇口**：预计 2026 年总可售货值 3400 亿元，其中核心 6+10 城占比 81%。从供货节奏看，主要集中在上半年，下半年预计会有新拿地的增量供货补充进来。
- 3) **绿城中国**：2026 年自投可售货源 1631 亿元，对应可售面积 523 万平。其中，存量在售 801 亿元，计划新推 830 亿元，计划新推占比 51%。其中，全新首开项目货值约 270 亿元。从结构来看，一二线城市货值占比 85%，对应金额 1385 亿元，同比提升 2 个百分点。
- 4) **中国金茂**：2026 年安排的可售货值为 2200 亿元。
- 5) **越秀地产**：2026 年初公司可售货值达 2213 亿元。
- 6) **保利置业集团**：2026 年年初可售资源货值 768 亿元，新供和续供货量 522 亿，其中上半年供货 60%。

图表 12. 房企 2025 年销售目标和推货计划梳理

公司	2026 年 1-4 月销售金额 (亿元)	同比增速	2026 年销售目标	2026 年 1-4 月销售目标完成度	2026 年可售资源与供货计划
华润置地	700	2.2%	和 25 年持平 (即 2336 亿元)	30.0%	·26 年计划可售货值为 4500 亿元 (不含当年新获取土地) ·26 年可售资源中, 一线城市 (含香港) 占比 57%, 二线城市占比 35%, 三线城市占比 8%。 ·供货节奏: 一季度计划占比 16%, 二季度 25%, 三季度 38%, 四季度 21%。
招商蛇口	551	10.7%	和 25 年持平 (即 1960 亿元)	28.1%	· 预计 26 年总可售货值 3400 亿元 · 核心 6+10 城占比 81%。 · 从供货节奏看, 主要集中在上半年, 下半年预计会有新拿地的增量供货补充进来。
建发国际集团	380	-11.2%	不低于 25 年 (即 1221 亿元)	31.1%	-
绿城中国	360	-24.6%	1300 亿元	27.7%	·26 年自投可售货源 1631 亿元, 对应可售面积 523 万平。 ·其中, 存量在售 801 亿元, 计划新推 830 亿元, 计划新推占比 51%, 存量在售占比 49%。 ·其中, 全新首开项目货值约 270 亿元。 ·从结构来看, 一二线城市货值占比 85%, 对应金额 1385 亿元, 同比+2pct。
中国金茂	312	23.4%	1210 亿元 (按照 26 年 2200 亿元可售货值、目前平均去化率 55% 估算), 行业排名和销售规模稳中有升	25.8%	26 年安排的可售货值为 2200 亿元。
越秀地产	257	-37.5%	1000 亿元	25.7%	26 年初公司可售货值达 2213 亿元。
滨江集团	244	-26.9%	销售额 800 亿元, 行业排名前 15 名以内, 全国份额 1% 左右	30.5%	-
保利置业集团	154	-14.4%	500 亿元	30.8%	·26 年年初可售资源货值 768 亿元。 ·26 年新供和续供货量 522 亿, 其中上半年供货 60%。

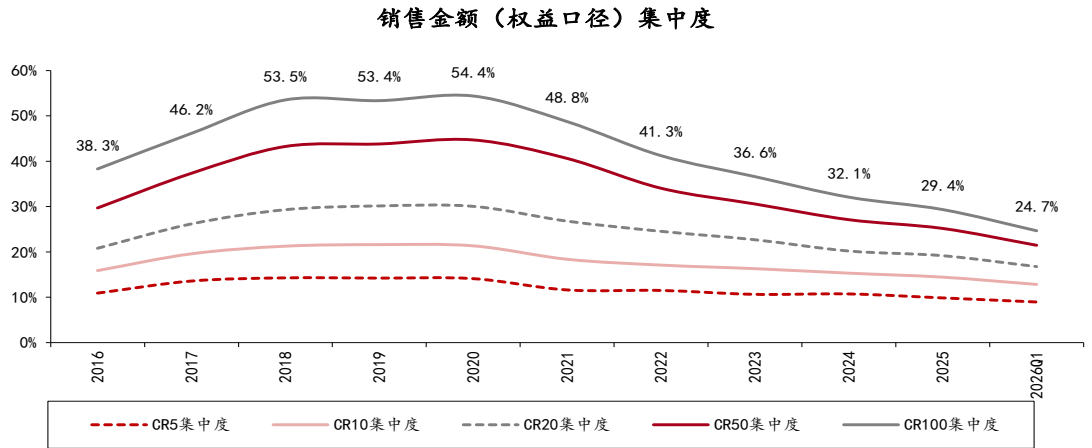
资料来源: 各公司公告, 公司业绩会, 克而瑞, 观点网, 新浪财经, 乐居财经, 中国证券网, 中银证券

1.1.3 行业集中度持续下滑; 央企权益销售额同比降幅显著小于地方国企和民企

2025 年行业集中度仍在下滑, 头部房企降幅相对较小; 2026 年一季度 CR5 房企集中度同比回升。2025 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 的权益口径销售额集中度分别为 9.8%、14.4%、19.2%、25.2%、29.4%, 同比分别下降 0.9、0.9、1.0、1.9、2.7 个百分点, 较 2020 年的高点分别下降 4.2、6.9、10.9、19.5、25.0 个百分点, 头部房企集中度下降幅度相对较小。

2026 年一季度 CR5 权益口径销售额集中度为 9.0%, 同比提升 0.5 个百分点; CR10、CR20、CR50 和 CR100 的权益口径销售额集中度分别为 12.8%、16.8%、21.5%、24.7%, 同比分别下降 0.3、1.2、2.3、3.1 个百分点。本轮周期中, 规模增长已经不是房企最主要的诉求, 大中型房企更加追求现金流安全和稳健经营, 短期内拿地和新开工意愿都有所下滑, 导致销售集中度有所下滑。

图表 13. 2025 年 CR5、CR10、CR20、CR50 和 CR100 权益口径销售额集中度分别为 9.8%、14.4%、19.2%、25.2%、29.4%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 14. 2026 年 1-3 月 CR100 行业集中度持续下降，但 CR5 集中度同比小幅回升

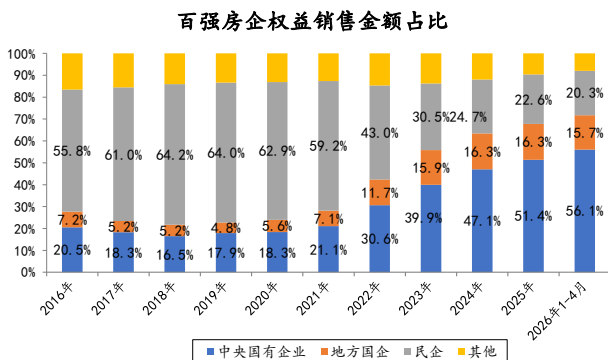
权益口径销售额集中度	2021 年 1-3 月	2022 年 1-3 月	2023 年 1-3 月	2024 年 1-3 月	2025 年 1-3 月	2026 年 1-3 月
CR5	14.9%	11.2%	12.2%	9.5%	8.5%	9.0%
CR10	22.1%	16.2%	18.3%	13.8%	13.2%	12.8%
CR20	31.8%	22.6%	25.5%	18.6%	18.0%	16.8%
CR50	48.1%	32.9%	34.3%	24.4%	23.8%	21.5%
CR100	57.4%	40.3%	40.2%	28.7%	27.8%	24.7%

资料来源：克而瑞，中银证券

从企业类型来看，2025 年民企销售占比进一步下降，已经降至两成，央企销售占比提升；央企权益销售金额同比降幅明显小于地方国企及民企。2025 年百强房企权益销售额中，民企占比为 22.6%，较 2024 年下降了 2.0 个百分点，2026 年 1-4 月进一步降至 20.3%；2025 年百强房企销售额中，央企占比 51.4%，较 2024 年提升了 4.4 个百分点，2026 年 1-4 月进一步提升至 56.1%；2025 年销售中，地方国企占比 16.3%，同比基本持平，2026 年 1-4 月地方国企占比 15.7%。

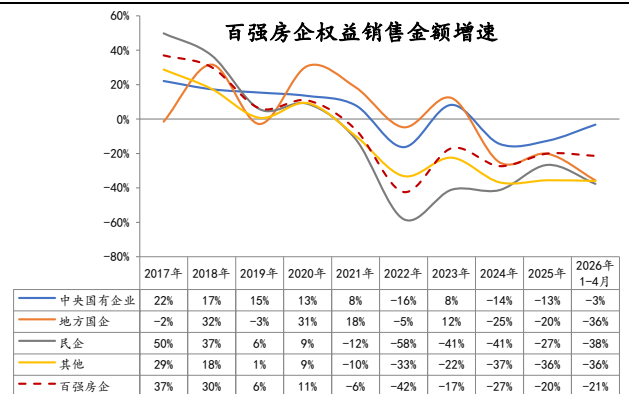
从增速来看，央企和地方国企权益销售额 2025 年同比分别下降 13%、20%，降幅明显小于民企（同比下降 27%），2026 年 1-4 月央企权益销售额同比降幅仅 3%，降幅相对较小，地方国企同比下降 36%，民企同比下降 38%。央企拥有较高的资源禀赋优势，且更注重口碑，具有较高的认可度和信任度，在房企频频暴雷、很多项目面临烂尾风险的情况下，购房者更青睐深耕央企，其销售表现相对最好。

图表 15. 2025 年百强房企权益销售额中，民企占比为 22.6%，央企占比 51.4%，地方国企占比 16.3%



资料来源：克而瑞，中银证券
备注：其他企业主要为混合所有制。

图表 16. 央企和地方国企权益销售额 2025 年同比分别下降 13%、20%，降幅明显小于民企（同比下降 27%）



资料来源：克而瑞，中银证券
备注：其他企业主要为混合所有制。

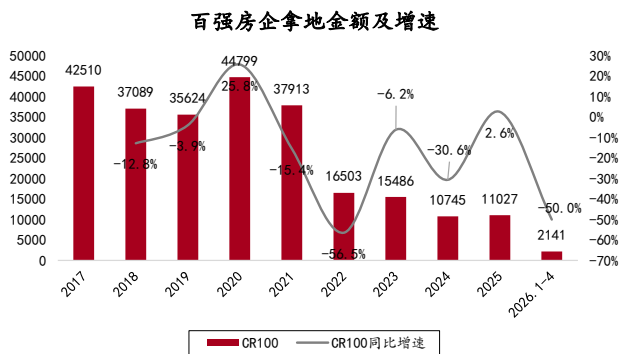
1.2 拿地：25 年百强房企拿地量跌价涨，26 年以来拿地量与拿地强度明显下降

1.2.1 25 年百强房企拿地量跌价涨，26 年以来拿地量与拿地强度明显下降

2025 年百强房企拿地量跌价涨，优质地块供应的带动下，拿地金额与拿地强度同比提升。2025 年百强房企全口径拿地金额 1.10 万亿元，同比增长 2.6%，但拿地量不足 2021 年拿地金额的三分之一。百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为 32.8%，同比提升了 7.2 个百分点。2025 年拿地建面合计 1.01 亿平，同比下降 4.6%；楼面均价 1.09 万元/平，同比增长 7.6%。头部房企的拿地金额同比涨幅较大，拿地强度相对较高，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地金额同比增速分别为 18.4%、14.1%、11.3%、5.2%，拿地强度分别为 37.1%、36.1%、33.9%、32.3%，同比分别提升了 12.0、9.7、8.9、7.5 个百分点。

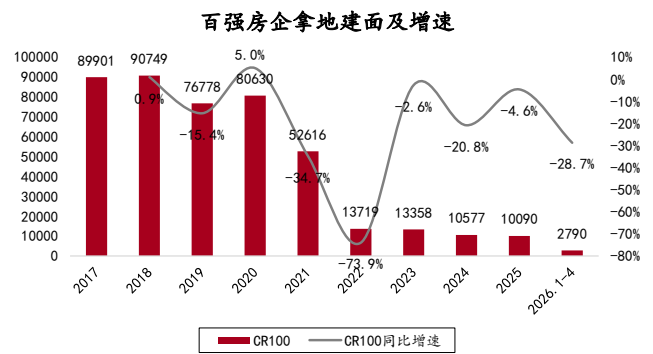
2026 年以来百强房企拿地量与拿地强度明显下降。2026 年 1-4 月百强房企全口径拿地金额 2141 亿元，同比下降 50.0%，拿地建面 2790 万平，同比下降 28.7%，楼面均价 7674 元/平，同比下降 29.9%，拿地强度为 24.7%，同比下降 14.5 个百分点。各梯队房企的投资力度均减小，或与土地供应结构有关。CR5、CR10、CR20、CR50 拿地金额同比增速分别为-49.7%、-61.6%、-59.2%、-53.6%，拿地强度分别为 26.2%、23.6%、22.3%、23.3%，同比分别下降了 25.2、30.4、24.0、16.9 个百分点。

图表 17. 2025 年百强房企全口径拿地金额 1.10 万亿元，同比增长 2.6%



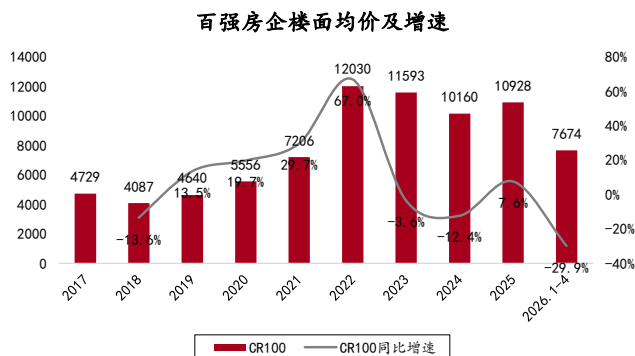
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 18. 2025 年百强房企拿地建面合计 1.01 亿平，同比下降 4.6%



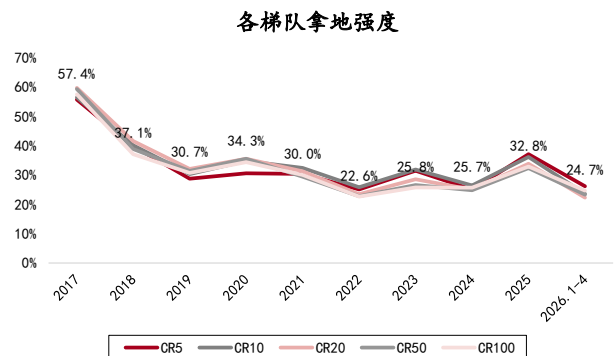
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 19. 2025 年百强房企拿地楼面均价为 1.09 万元/平，同比增长 7.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

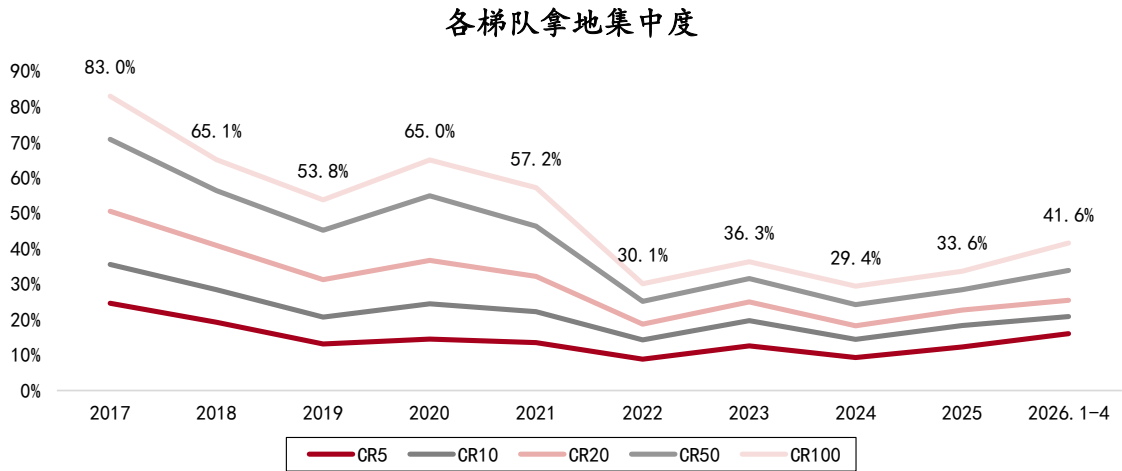
图表 20. 2025 年 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 拿地强度分别为 37.1%、36.1%、33.9%、32.3%、32.8%



资料来源：克而瑞，中银证券

从拿地集中度来看，百强房企拿地集中度有所提升。2025 年 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 拿地集中度（拿地金额/全国土地成交金额）分别为 12.3%、18.4%、22.7%、28.4%、33.6%，同比分别提升 3.0、3.9、4.4、4.2、4.2 个百分点；2026 年 1-4 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 拿地集中度进一步提升至 16.1%、20.9%、25.5%、33.9%、41.6%。

图表 21. 从拿地集中度来看，2025 年百强房企拿地金额占全国（300 城）土地成交总价的比重为 33.6%，2026 年 1-4 月提升至 41.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

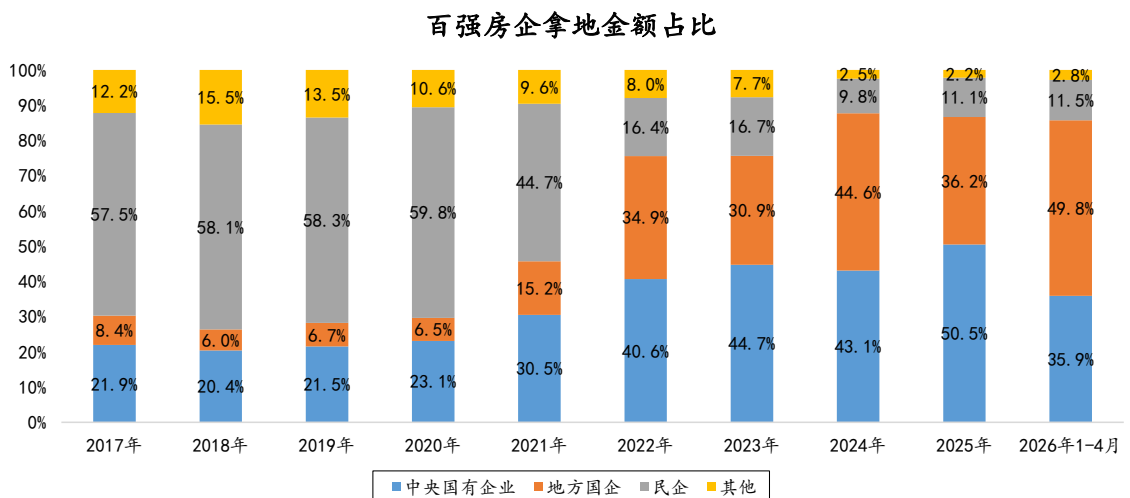
数据说明：拿地集中度=拿地金额/全国（300 城）土地成交总价

从企业类型来看，2025 年拿地房企仍以央国企为主，民企拿地仍然较弱，投资整体格局未发生改变。2025 年百强房企中，民企拿地金额占比为 11.1%，同比小幅提升 1.4 个百分点，民企拿地市占率基本稳定在一成左右的水平；地方国企占比 36.2%，同比下降 8.5 个百分点；央企占比 50.5%，同比提升 7.4 个百分点。

2026 年 1-4 月百强房企中民企拿地金额占比为 11.5%，央企占比 35.9%，地方国企占比 49.8%。

我们认为，在销售端仍未实现止跌回稳的情况下，预计 2026 年企业投资侧仍不会有明显的起色，整体依然以谨慎、分化为主。从城市角度来看，房企将聚焦于核心城市或自身深耕区域，2026 年投资也将继续聚焦核心城市和优质地块；从企业角度看，头部的国央企预计将持续领衔发力，持续在市场低迷期补充优质土储，中小规模房企和大部分民企则预计持续观望，待后市表现来决定是否提升投资力度。

图表 22. 2025 年百强房企中民企拿地金额占比 11.1%；央企占比 50.5%；地方国企占比 36.2%



资料来源：克而瑞，中银证券

备注：其他企业主要为混合所有制。

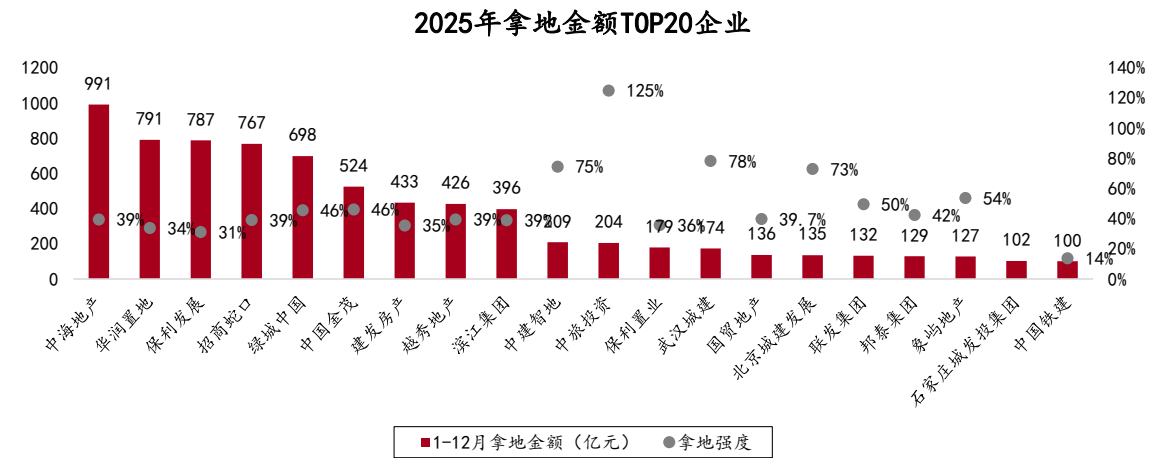
1.2.2 拿地金额排名靠前的主要为龙头央企和区域深耕型房企

拿地较多的为龙头央企和区域深耕型房企：2025 年中海地产（拿地金额 991 亿元，同比增速 22%，拿地强度 39%）、华润置地（791 亿元，14%，34%）、保利发展（787 亿元，16%，31%）、招商蛇口（767 亿元，105%，39%）、绿城中国（698 亿元，9%，46%）排名靠前。

拿地金额 TOP20 房企中，中海地产、华润、保利发展、招蛇、绿城、金茂、保利置业、中建智地、中旅投资、武汉城建、联发、邦泰 2025 年拿地金额同比保持正增长，绿城、金茂、中建智地、中旅投资、武汉城建、北京城建、联发、邦泰、象屿拿地强度超过 40%。

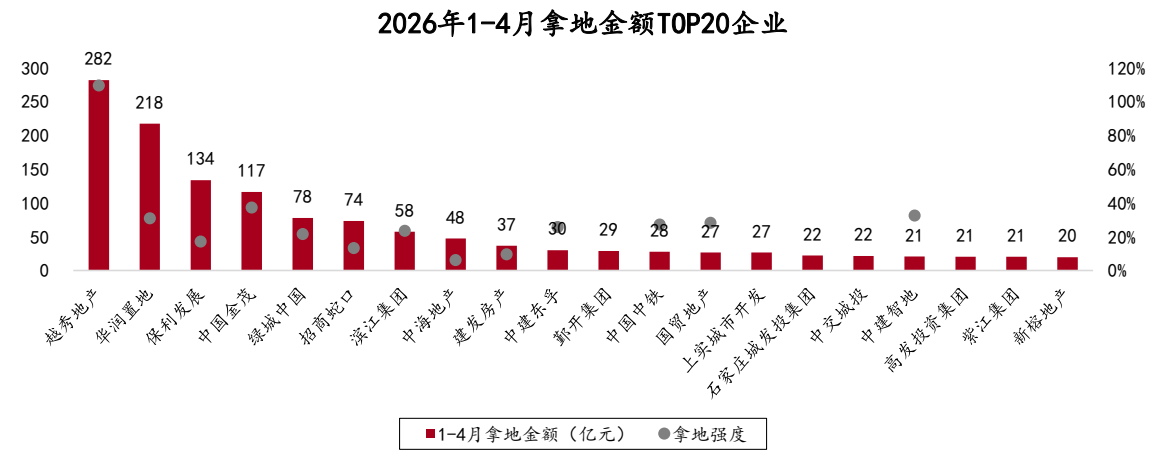
2026 年 1-4 月越秀地产、华润置地拿地金额排名靠前，均超过 200 亿元，拿地强度分别为 110%、31%；保利发展、中国金茂拿地金额在 100-200 亿元之间，拿地金额分别为 134、117 亿元，拿地强度分别为 17%、37%；绿城中国、招商蛇口、滨江集团拿地金额在 50-100 亿元之间，拿地金额分别为 78、74、58 亿元，拿地强度分别为 22%、13%、24%。

图表 23. 2025 年拿地金额超过 600 亿元的房企有：中海地产、华润、保利发展、招蛇、绿城



资料来源：克而瑞，中银证券
备注：中海地产的拿地数据包括中国海外发展和中海宏洋集团。

图表 24. 2026 年 1-4 月拿地金额 TOP20 房企中，越秀、华润、保利发展、金茂、绿城、招蛇、滨江拿地金额均超过 50 亿元



资料来源：克而瑞，中银证券
备注：中海地产的拿地数据包括中国海外发展和中海宏洋集团。

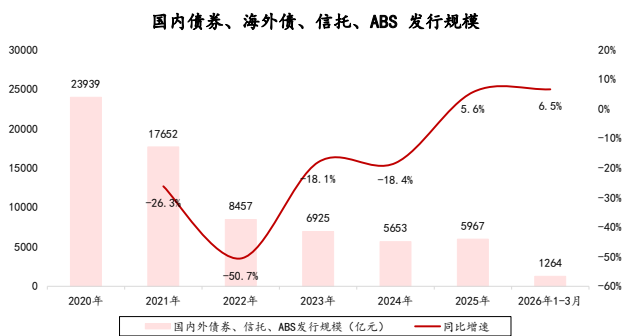
1.3 融资：25 年行业融资规模同比增长，融资成本持续下行，26 年国内外债券到期规模较 25 年有所下降

2025 年房地产行业融资规模同比增长，融资成本持续下行。2025 年全年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 5967 亿元，同比增长 5.6%，平均发行利率 2.69%，同比下降 0.26 个百分点。2026 年 1-3 月合计发行规模为 1264 亿元，同比增长 6.5%，平均发行利率为 3.10%，同比下降 0.12 个百分点。

从各类型融资渠道来看，2025 年国内债券发行规模 3429 亿元，同比下降 1%，平均发行利率 2.48%，同比下降 0.38 个百分点；海外债券发行规模 161 亿元，同比增长 141%，平均发行利率 6.06%，同比提升 0.84 个百分点；ABS 发行规模 2377 亿元，同比增长 11%，平均发行利率 2.76%，同比下降 0.25 个百分点。

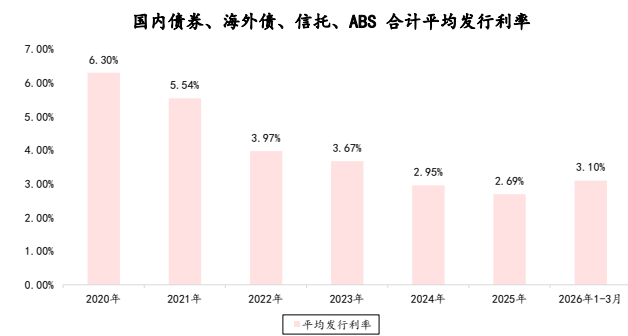
具体来看，2025 年华润、保利发展、首开、招商蛇口发行规模较大，分别为 302、240、179、171 亿元，平均发行利率分别为 2.21%、2.24%、2.97%、1.85%。

图表 25. 2025 年全年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 5967 亿元，同比增长 5.6%



资料来源：中指院，中银证券

图表 26. 2025 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 2.69%，同比下降 0.26 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

图表 27. 2025 年华润、保利发展、首开、招商蛇口发行规模较大，分别为 302、240、179、171 亿元，平均发行利率分别为 2.21%、2.24%、2.97%、1.85%

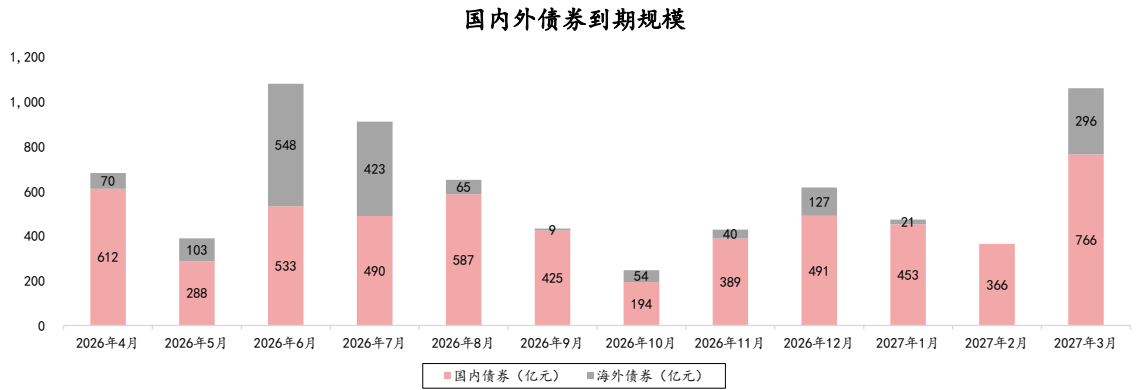
2025年典型企业融资				
企业名称	国内债券(亿元)	海外债券(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
华润	238.00	64.24	302.24	2.21
保利发展	240.00		240.00	2.24
首开	179.21		179.21	2.97
招商蛇口	171.40		171.40	1.85
苏高新	164.00		164.00	1.85
绿城	85.00	35.87	120.87	5.13
中国海外发展	118.00		118.00	1.93
建发	103.90		103.90	2.72
金茂	92.50		92.50	2.56
铁建	85.80		85.80	2.57
中交房地产	84.70		84.70	3.03
信达地产	78.80		78.80	2.80
华发股份	73.85		73.85	2.65
新城	36.50	32.84	69.34	7.45
保利置业	65.00		65.00	2.63
北京城建	58.00		58.00	2.36
越秀	29.00	28.50	57.50	2.72
大悦城	36.00		36.00	2.40
滨江	30.00		30.00	3.30
中海宏洋集团	28.00		28.00	2.52

资料来源：中指院，中银证券

备注：此处中国海外发展与中国海外宏洋集团分开讨论。

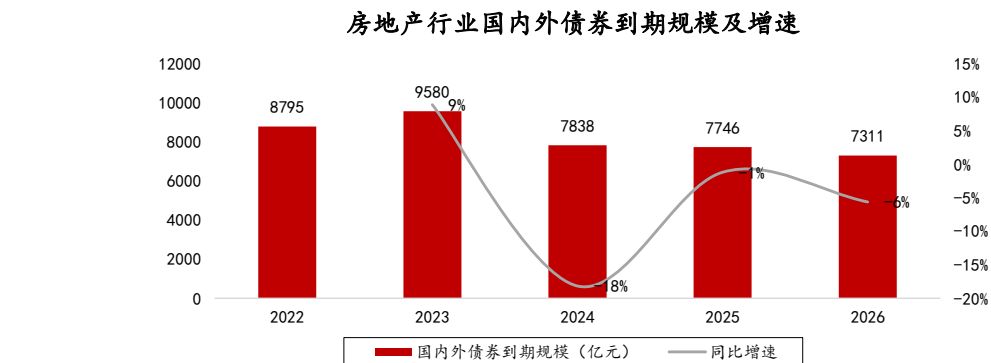
房企 2026 年国内外债券到期规模进一步下降，但房企资金压力仍然不小。2025 年全年房地产行业国内外债券到期规模为 7746 亿元，同比下降 1%，2026 年国内外债券到期规模为 7311 亿元，到期规模进一步下降，其中 2026 年 6、7 月是到期小高峰，到期规模分别为 1082、913 亿元。具体来看，2026 年 5-12 月以下主流房企面临债务到期压力：融创（502 亿元）、世茂（390 亿元）、首开（184 亿元）、招商蛇口（160 亿元）。

图表 28. 2026 年 6、7 月是国内外债券到期小高峰，到期规模分别为 1082、913 亿元



资料来源：中指院，中银证券

图表 29. 2025 年全年房地产行业国内外债券到期规模为 7746 亿元，同比下降 1%，2026 年国内外债券到期规模为 7311 亿元，到期规模进一步下降



资料来源：中指院，中银证券

图表 30. 2026 年 5-12 月以下主流企业面临债务到期压力：融创（502 亿元）、世茂（390 亿元）、首开（184 亿元）、招商蛇口（160 亿元）

2026 年 5-12 月国内外债券到期规模			
公司名称	合计	国内债券到期规模 (亿元)	海外债券到期规模 (亿元)
融创	502	0	502
世茂	390	44	346
首开	184	148	36
招商蛇口	160	160	0
苏高新	144	122	23
华发股份	131	131	0
万科	127	127	0
中国海外发展	116	84	32
金融街	113	113	0
奥园	108	108	0
上海地产	103	103	0
绿城	98	98	0
龙光	93	35	59
保利发展	92	92	0
富力	92	92	0
越秀	86	60	26
北京城建	78	78	0
南京安居建设集团	68	68	0
金科	63	63	0
当代置业	62	7	55
龙光	59	0	59
首创	59	59	0
新城	57	41	16
电建	55	55	0
华润	55	55	0
中华企业	54	54	0
中交房地产	54	54	0
雅居乐	52	0	52
信达地产	51	51	0
融信	50	50	0
龙湖	48	48	0
陆家嘴	45	45	0
远洋	43	43	0
碧桂园	42	40	1
建发	39	39	0
美的置业	38	38	0
陆家嘴集团	37	37	0
联发	37	37	0
首开	36	0	36
北辰	30	30	0

资料来源：中指院，中银证券

备注：仅显示到期规模在 30 亿元以上的企业。

2 2025 年房地产行业财务指标分析：营收业绩均承压，毛利率处于历史较低水平

2.1 2025 年行业营收业绩均承压；预计未来短期业绩仍将承压

前期销售增速下滑使得近两年房企结算承压，2025 年行业整体营收规模持续负增长。我们选取了 73 家 A 股、50 家港股合计 123 家上市房企（以地产为主业）作为样本分析行业整体财务表现。2025 年房地产行业实现营业收入 3.98 万亿元，同比下降 17.0%，降幅略小于 2024 年（-18.1%）。自 2022 年以来已经连续四年负增长，主要原因在于伴随着销售增速的放缓，房企结算在近两年也受到一定影响，尤其是 2021 年下半年以来行业新开工持续走弱，按照 2-3 年的施工周期，2024、2025 年行业整体竣工较弱，结算收入的降幅大于 2023 年竣工大年。具体来看，123 家上市房企中，71% 的企业营业收入同比下滑，仅 29% 的企业营业收入同比仍然正增长。

2025 年行业业绩持续大幅亏损，77% 的房企业绩出现亏损或下滑。2025 年房地产行业归母净利润-2025 亿元，亏损较 2024 年（-3928 亿元）有所减少，但亏损规模仍然不小。自 2022 年以来已经连续亏损四年。123 家上市房企中，59% 的企业出现亏损，其中 10% 为盈利转为亏损，28% 亏损扩大，21% 亏损减小；在剩余盈利的房企中，18% 的企业出现归母净利润下滑，仅 12% 的企业归母净利润仍保持正增长，另有 11% 的企业扭亏为盈。

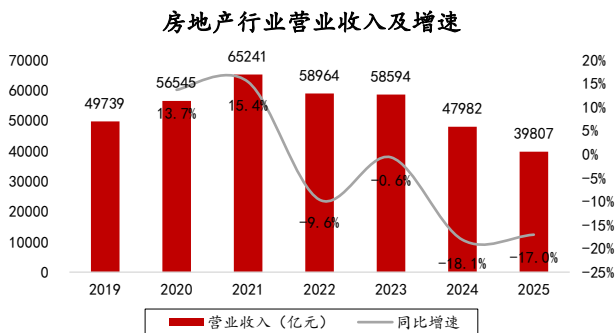
我们认为 2025 年房企归母净利润普遍下滑的主要原因有：

- 1) 低利润地块进入结算期，结转项目毛利率低，整体行业毛利率持续承压，行业整体毛利率下降了 2.2 个百分点至 9.8%，处于历史低位水平。
- 2) 市场景气度持续下行导致资产和信用减值计提规模进一步增加：受房地产市场景气度持续低迷的影响，近两年房价面临一定的下行压力，且房企普遍通过降价促销的方式推动销售回款提速，在综合评估销售回款和资产规模之后多数房企计提资产减值，同时也计提了各项金融工具减值准备所形成的预期信用损失。2025 年行业合计资产及信用减值损失 3820 亿元，较 2024 年增加 1418 亿元。
- 3) 投资物业公允价值变动收益为-777 亿元，亏损较 2024 年增加了 331 亿元。
- 4) 三费率同比提升 0.8 个百分点至 10.1%，其中行业整体财务费用率同比提升 0.4 个百分点，销售费用率与管理费用率均提升 0.2 个百分点。

2025 年行业归母净利润亏损幅度较 2024 年有所收窄主要是因为：1) 2025 年行业整体投资收益 454 亿元，同比增长 204%；2) 2025 年行业整体少数股东损益-539 亿元，较 2024 年亏损大幅增加了 530 亿元，相应的归母净利润亏损较 2024 年是减小的。

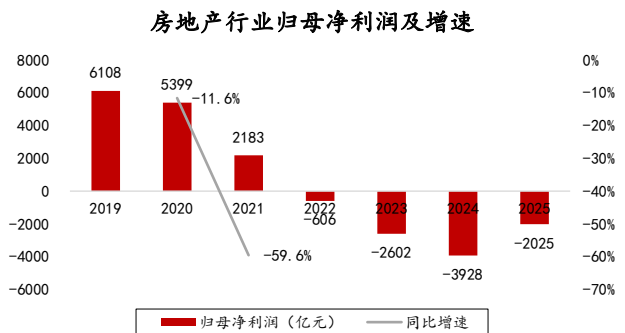
数据说明：由于港股未直接披露资产及信用减值损失，我们在加总资产及减值损失的时候，港股采用的会计科目是非经营性损益（大多数港股房企将减值计入该科目）。

图表 31. 2025 年房地产行业营业收入 3.98 万亿元，同比下降 17.0%



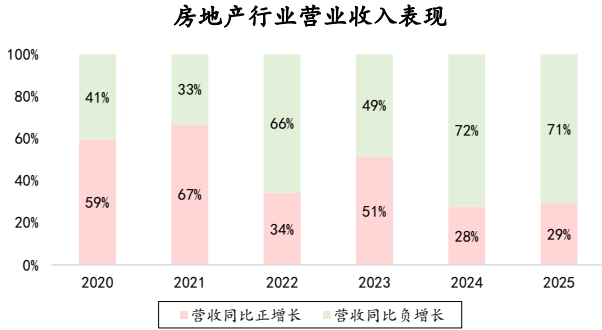
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 2025 年房地产行业归母净利润为-2025 亿元，亏损较 2024 年有所减少，但亏损规模仍然不小



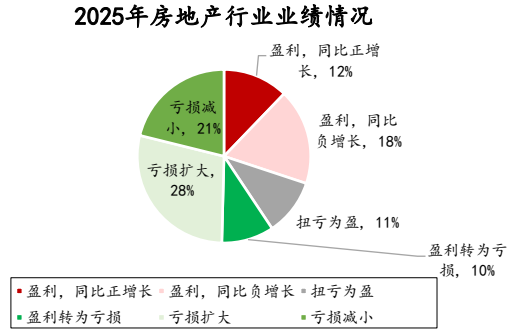
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 123 家上市房企中，71%的企业营业收入同比下滑，仅 29%的企业营业收入同比仍然正增长



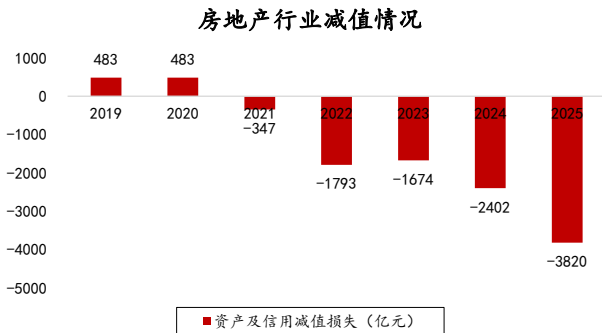
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 123 家上市房企中，59%的企业出现亏损，其中 10%为盈利转为亏损，28%亏损扩大，21%亏损减小；在剩余盈利的房企中，18%的企业出现归母净利润下滑，仅 12%的企业归母净利润仍保持正增长，另有 11%的企业扭亏为盈



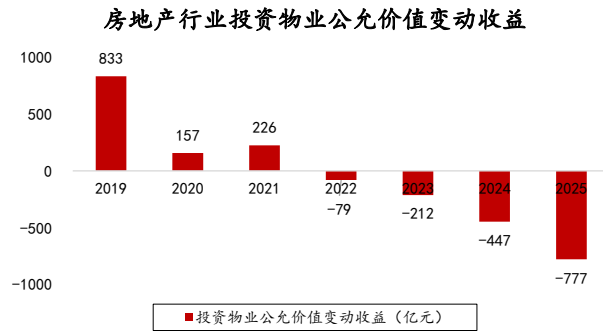
资料来源：万得，中银证券

图表 35. 2025 年房地产行业资产及信用减值损失 3820 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2025 年房地产行业投资物业公允价值变动收益为 -777 亿元



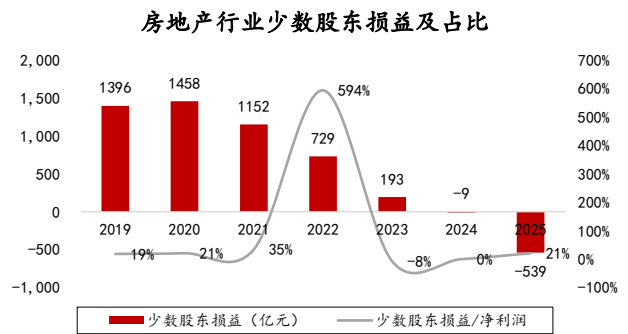
资料来源：万得，中银证券

图表 37. 2025 年房地产行业投资收益 454 亿元，同比增长 204%



资料来源：万得，中银证券

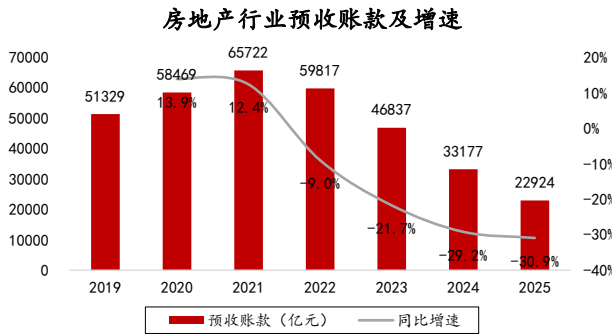
图表 38. 2025 年房地产行业少数股东损益 -539 亿元



资料来源：万得，中银证券

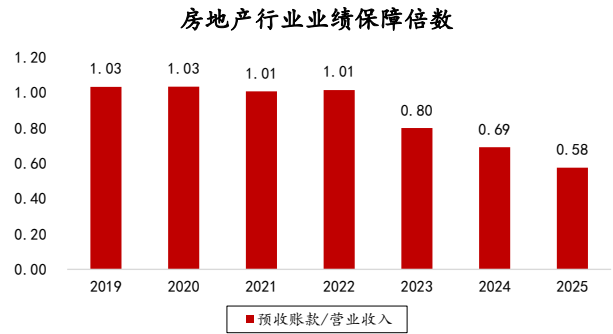
待结转资源规模持续下降，未来短期业绩预计将持续承压。截至 2025 年年末，行业预收账款 2.29 万亿元，同比下降 30.9%，已经连续四年负增长；随着预收账款同比继续负增长，业绩保障倍数也持续降低，2025 年末的预收账款/营业收入比例仅为 0.58X，同比下降 0.12X。当前房企整体的业绩保障倍数不足 1.0X，且开发业务的结算利润率仍处于探底阶段，我们预计 2026 年房企业绩仍将继续面临一定调整压力。

图表 39. 截至 2025 年年末房地产行业预收账款 2.29 万亿元，同比下降 30.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2025 年末房地产行业预收账款/营业收入比例为 0.58X，同比下降 0.12X



资料来源：万得，中银证券

2.2 盈利能力：毛利率显著承压，目前处于历史低位

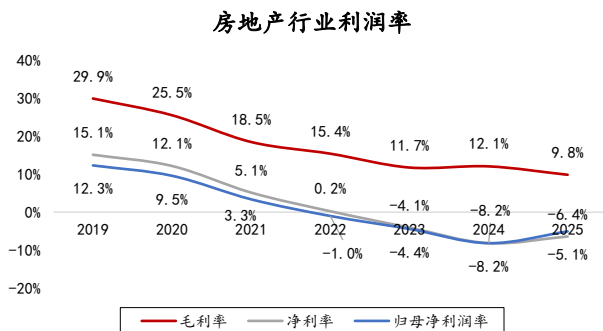
行业盈利能力显著承压，当前处于历史低位。

1) **毛利率持续下行**：2025 年房地产行业毛利率为 9.8%，同比下降 2.2 个百分点，处于历史低位，由于亏损，净利率、归母净利润率为负，分别为 -6.4%、-5.1%，不过由于亏损幅度减小，净利率、归母净利润率同比分别提升 1.8、3.1 个百分点。盈利指标下降主要是因为此前楼市最热时期房企高价拿地项目进入结算期，利润空间受到挤压，行业利润率自 2019 年以来持续下行，2025 年的结算毛利率水平已达到历史低位。具体来看，2025 年 123 家上市房企中，36% 的企业毛利率同比提升，64% 的企业毛利率同比下滑。

2) **行业整体三费率持续提升**：2025 年行业三费率为 10.1%，同比提升 0.8 个百分点，由于营收（同比 -17%）降幅略大于销售费用（-10%）、管理费用（-12%）、财务费用（-8%），行业整体销售费用率、管理费用率均提升 0.2 个百分点至 2.8%，财务费用率同比提升 0.4 个百分点至 4.5%。

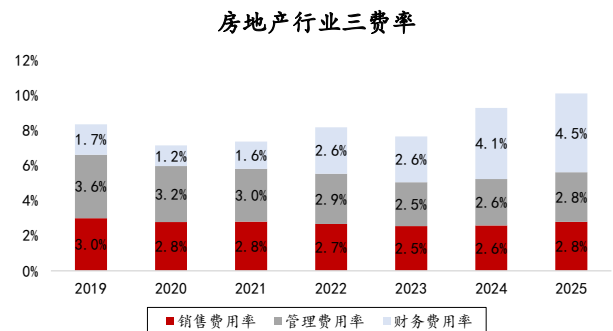
3) **在行业整体亏损的情况下，2025 年行业 ROE 为 -5.1%**，不过由于亏损幅度较 2024 年收窄，同比提升了 4.2 个百分点。

图表 41. 2025 年房地产行业毛利率为 9.8%，同比下降 2.2 个百分点；净利率、归母净利润率分别为 -6.4%、-5.1%，同比分别提升 1.8、3.1 个百分点



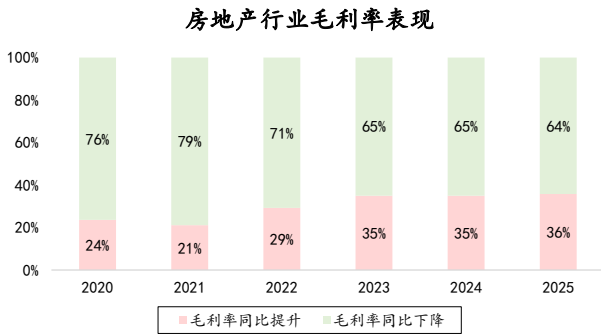
资料来源：万得，中银证券

图表 42. 2025 年房地产行业三费率为 10.1%，同比提升 0.8 个百分点



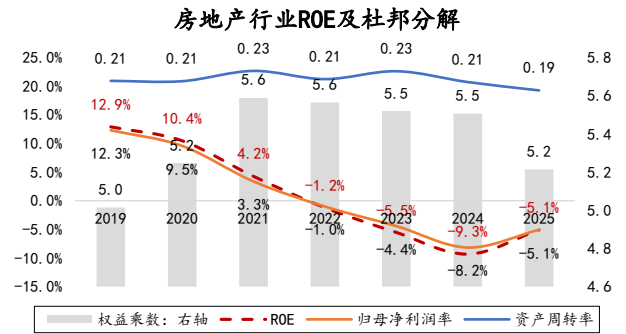
资料来源：万得，中银证券

图表 43. 2025 年 123 家上市房企中，36% 的企业毛利率同比提升，64% 的企业毛利率同比下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2025 年房地产行业 ROE 为 -5.1%，同比提升 4.2 个百分点



资料来源：万得，中银证券

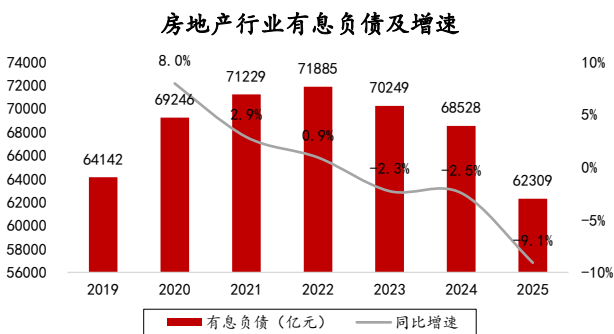
2.3 偿债能力：有息负债规模压降，短期仍面临一定偿债压力

行业有息负债规模持续压降；现金短债比仍不足 1.0X，行业短期面临一定偿债压力。

- 1) 行业有息负债规模总量持续压降。截至 2025 年年末，房地产行业有息负债合计 6.23 万亿元，同比下降 9.1%，已经连续三年下降。
- 2) 有息负债中，短债占比有所下降。2025 年末有息负债中短期有息负债占比为 38%，较 2024 年末下降了 4 个百分点。
- 3) 行业偿债能力指标改善，但短期仍面临较大的偿债压力。2025 年年末，房地产行业剔除预收账款后的资产负债率为 68.6%，同比持平，净负债率为 84.7%，同比下降 0.5 个百分点，现金短债比为 0.6X，同比提升 0.03X，从 2022 年开始该指标降至 1.0X 以下，整体行业仍面临一定偿债压力，不过从趋势上看，偿债能力指标略有改善。

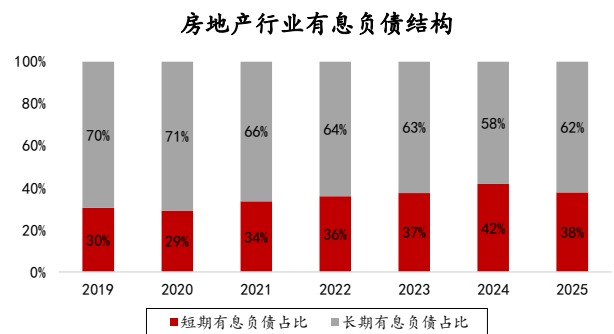
数据说明：1) A 股有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；港股有息负债=短期借贷及长期借贷当期到期部分+长期借贷。2) 剔除预收账款后的资产负债率=(总负债-预收账款-合同负债)/(总资产-预收账款-合同负债)；净负债率=(有息负债-货币资金)/所有者权益；现金短债比=货币资金/一年内到期的有息负债。

图表 45. 2025 年房地产行业有息负债 6.23 万亿元，同比下降 9.1%



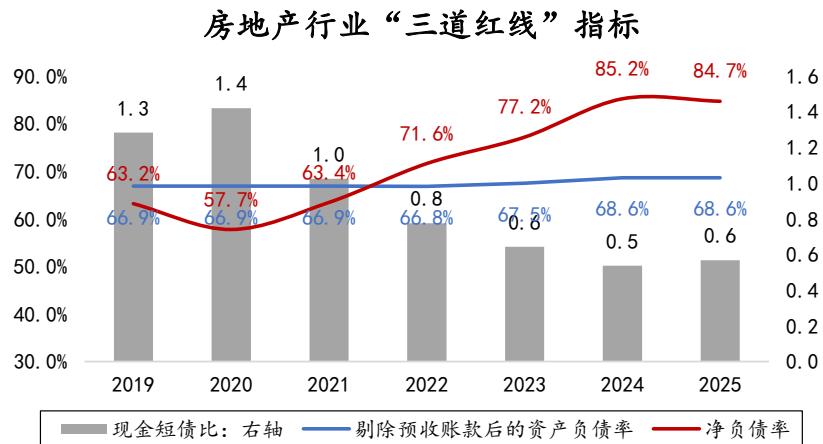
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 2025 年房地产行业短期有息负债占比 38%，长期有息负债占比 62%



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 2025 年年末，房地产行业剔除预收账款后的资产负债率为 68.6%，同比持平，净负债率为 84.7%，同比下降 0.5 个百分点，现金短债比为 0.6X，同比提升 0.03X

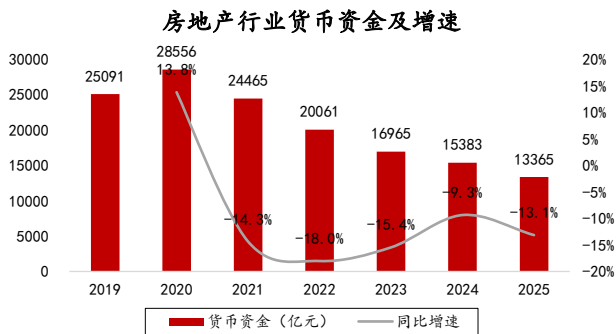


资料来源：万得，中银证券

2.4 现金流：在手现金持续负增长，在手现金同比下滑的企业超过七成

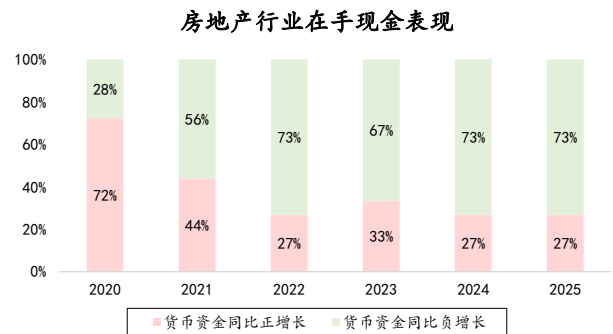
在手现金持续负增长。截至 2025 年末，房地产行业在手现金 1.34 万亿元，同比下降 13.1%，连续五年出现负增长，主要是由于销售下行导致房企销售端回款不畅、融资不到位，房企到位资金普遍承压。具体来看，123 家上市房企中仅 27% 的房企货币资金出现正增长，其余 73% 的房企货币资金均出现不同程度的下滑。

图表 48. 2025 年末房地产行业在手现金 1.34 万亿元，同比下降 13.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 49. 2025 年 123 家上市房企中仅 27% 的房企货币资金出现正增长



资料来源：万得，中银证券

3 2026 年一季度房地产行业财务指标分析：业绩仍然承压，但毛利率改善的房企数量占比增加；偿债能力走弱，“三道红线”指标均未达标

3.1 一季度行业营收业绩仍承压

2026 年一季度行业整体营收规模持续负增长。我们选取了 73 家 A 股上市房企（以地产为主业）作为样本分析一季度行业整体财务表现。2026Q1 房地产行业实现营业收入 3655 亿元，同比下降 17.2%。具体来看，73 家 A 股上市房企中，68% 的企业营业收入同比下滑，仅 32% 的企业营业收入同比仍然正增长。

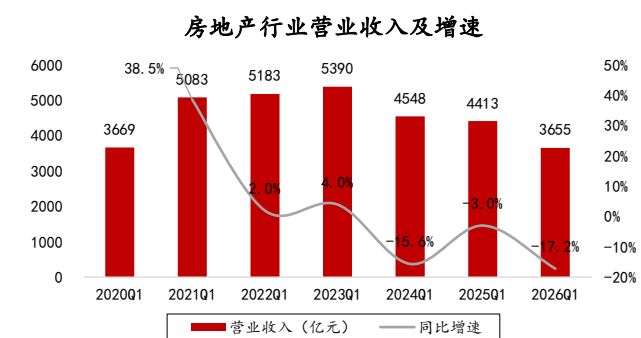
2026 年一季度行业业绩持续大幅亏损，79% 的房企业绩出现亏损或下滑。2026Q1 房地产行业归母净利润-90 亿元，同比亏损减少 1 亿元，但亏损规模仍然不小。73 家 A 股上市房企中，58% 的企业出现亏损，其中 16% 为盈利转为亏损，21% 亏损扩大，21% 亏损减小；在剩余盈利的房企中，22% 的企业出现归母净利润下滑，仅 12% 的企业归母净利润仍保持正增长，另有 8% 的企业扭亏为盈。

我们认为 2026 年一季度房企归母净利润普遍下滑的主要原因有：

- 1) 低利润地块进入结算期，结转项目毛利率低，整体行业毛利率持续承压，行业整体毛利率下降了 0.4 个百分点至 10.3%。
- 2) 投资物业公允价值变动收益为-10 亿元，亏损较 2025 年同期增加了 6 亿元。
- 3) 三费率同比提升 0.4 个百分点至 9.3%，行业整体财务费用率同比提升 0.2 个百分点，销售费用率与管理费用率均提升 0.1 个百分点。

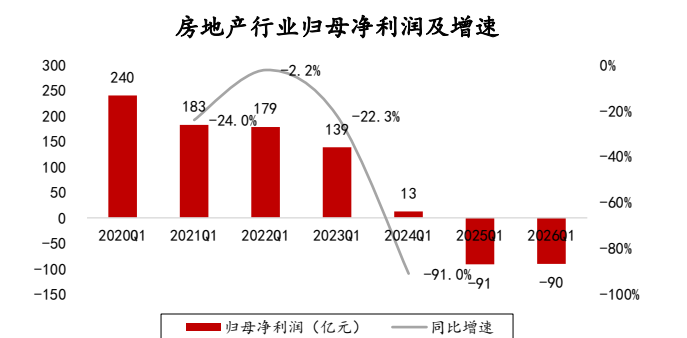
2026 年一季度行业归母净利润亏损幅度较 2025 年同期有所收窄主要是因为：1) 行业整体投资收益 26 亿元，同比增长 352%；2) 行业整体少数股东损益-1 亿元，较 2025 年同期相比，由盈利转为亏损，相应的归母净利润亏损较 2025 年同期是减小的。3) 资产减值损失 4 亿元，信用减值损失 9 亿元，同比分别减少 1、7 亿元。

图表 50. 2026Q1 房地产行业营业收入 3655 亿元，同比下降 17.2%



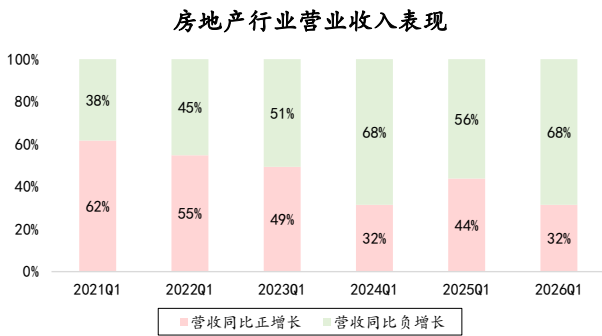
资料来源：万得，中银证券

图表 51. 2026Q1 房地产行业归母净利润为-90 亿元，亏损同比有所减少



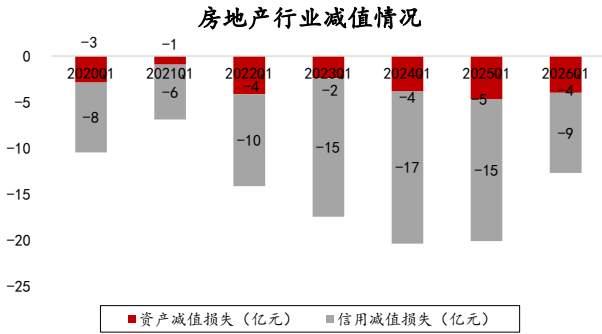
资料来源：万得，中银证券

图表 52. 73 家 A 股上市房企中，68% 的企业 2026 年一季度营业收入同比下滑，仅 32% 的企业营业收入同比仍然正增长



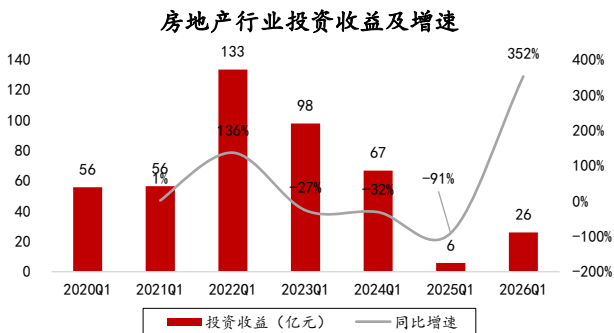
资料来源：万得，中银证券

图表 54. 2026Q1 房地产行业资产减值损失 4 亿元，信用减值损失 9 亿元



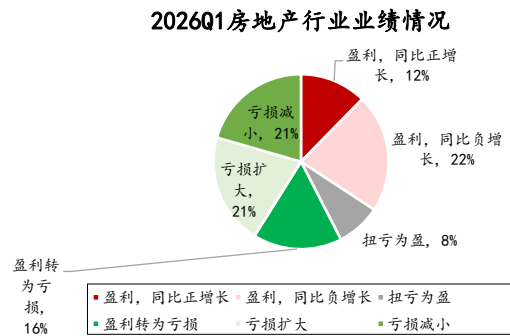
资料来源：万得，中银证券

图表 56. 2026Q1 房地产行业投资收益 26 亿元，同比增长 352%



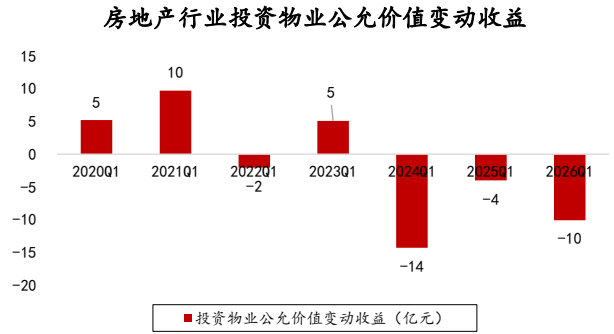
资料来源：万得，中银证券

图表 53. 73 家 A 股上市房企中，58% 的企业出现亏损，其中 16% 为盈利转为亏损，21% 亏损扩大，21% 亏损减小；22% 的企业出现归母净利润下滑，仅 12% 的企业归母净利润仍保持正增长，另有 8% 的企业扭亏为盈



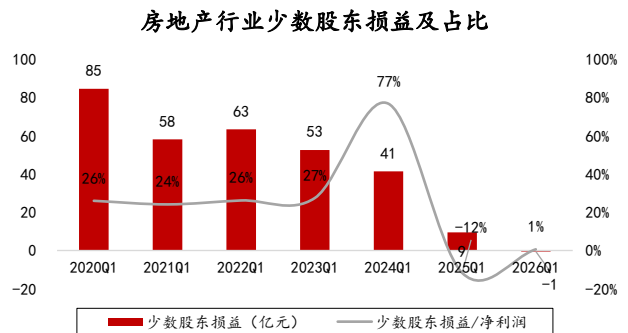
资料来源：万得，中银证券

图表 55. 2026Q1 房地产行业投资物业公允价值变动收益为 -10 亿元



资料来源：万得，中银证券

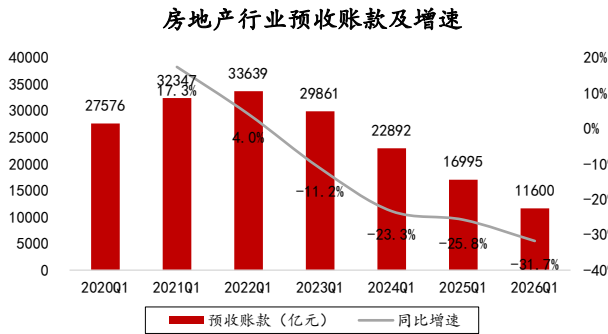
图表 57. 2026Q1 房地产行业少数股东损益 -1 亿元



资料来源：万得，中银证券

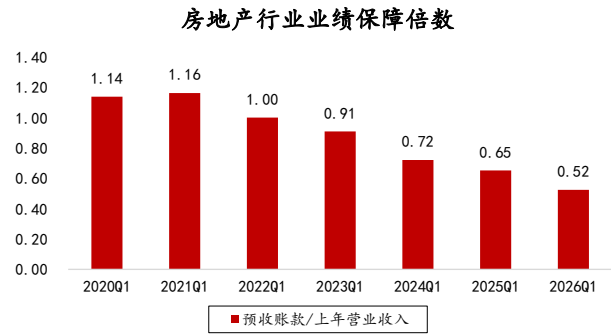
待结转资源规模持续下降，未来短期业绩预计将持续承压。截至 2026Q1 末，行业预收账款 1.16 万亿元，同比下降 31.7%；随着预收账款同比继续负增长，业绩保障倍数也持续降低，预收账款/上年营业收入比例仅为 0.52X，同比下降 0.13X。当前房企整体的业绩保障倍数持续不足 1.0X，且开发业务的结算利润率仍处于探底阶段，我们预计 2026 年全年房企业绩仍将继续面临一定调整压力。

图表 58. 截至 2026Q1 末房地产行业预收账款 1.16 万亿元，同比下降 31.7%



资料来源：万得，中银证券

图表 59. 2026Q1 末房地产行业预收账款/上年营业收入比例仅为 0.52X，同比下降 0.13X



资料来源：万得，中银证券

3.2 盈利能力：利润率显著承压，但毛利率提升的房企数量占比明显提升

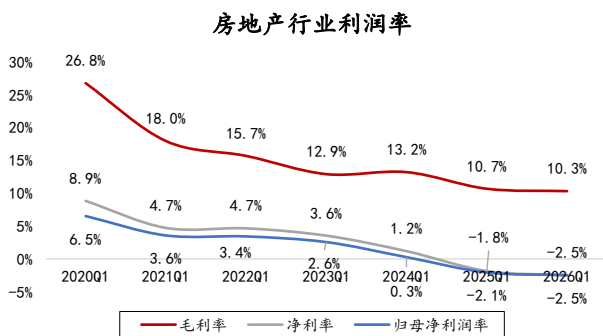
行业盈利能力显著承压，但毛利率提升的房企数量占比明显提升。

1) 利润率持续下行，但毛利率提升的房企数量占比明显提升：2026Q1 房地产行业毛利率为 10.3%，同比下降 0.4 个百分点，由于亏损，净利率、归母净利润率为负，均为 -2.5%，同比分别下降 0.6、0.4 个百分点。具体来看，73 家 A 股上市房企中，44% 的企业毛利率同比提升，56% 的企业毛利率同比下滑，毛利率提升的房企数量占比明显提升。

2) 行业整体三费率提升：2026Q1 行业三费率为 9.3%，同比提升 0.4 个百分点，由于营收（同比-17%）降幅略大于销售费用（-15%）和管理费用（-13%），销售费用率、管理费用率均提升 0.1 个百分点分别至 2.3%、2.5%。行业整体财务费用同比降幅为 -13%，财务费用率同比提升 0.2 个百分点至 4.5%。

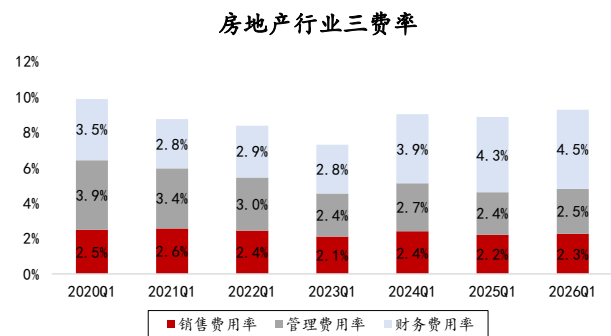
3) 在行业整体亏损的情况下，2026Q1 年化后的行业 ROE 为 -3.1%，同比下降 0.5 个百分点，主要是由于利润率下滑。

图表 60. 2026Q1 房地产行业毛利率、净利率、归母净利润率分别为 10.3%、-2.5%、-2.5%，同比分别下降 0.4、0.6、0.4 个百分点



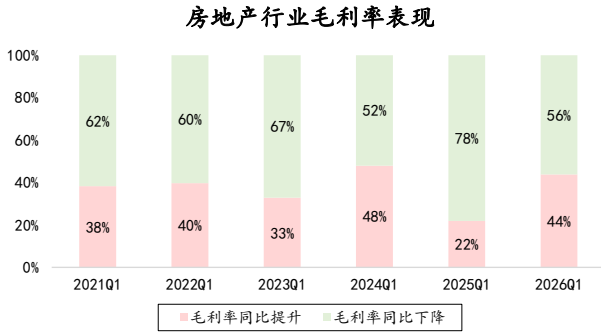
资料来源：万得，中银证券

图表 61. 2026Q1 房地产行业三费率为 9.3%，同比提升 0.4 个百分点



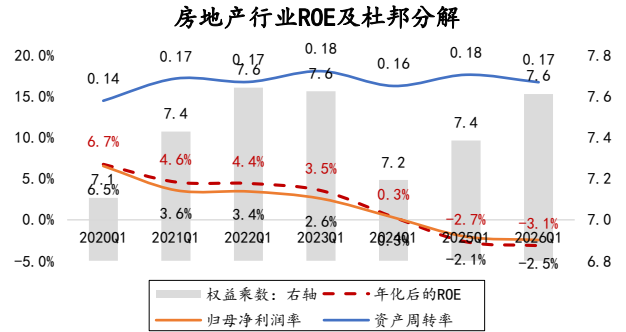
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 2026Q1 73 家 A 股上市房企中，44% 的企业毛利率同比提升，56% 的企业毛利率同比下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 63. 2026Q1 房地产行业年化后的 ROE 为 -3.1%，同比下降 0.5 个百分点



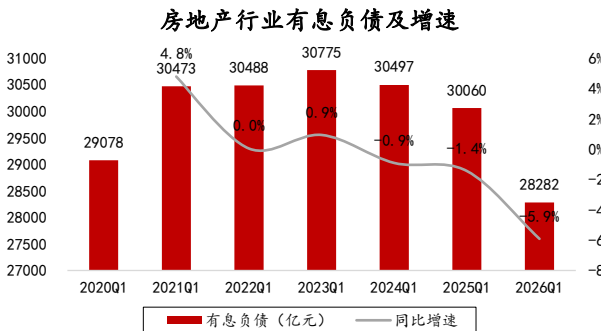
资料来源：万得，中银证券

3.3 偿债能力：行业有息负债规模持续压降；“三道红线”指标均未达标

行业有息负债规模持续压降；“三道红线”指标均未达标。

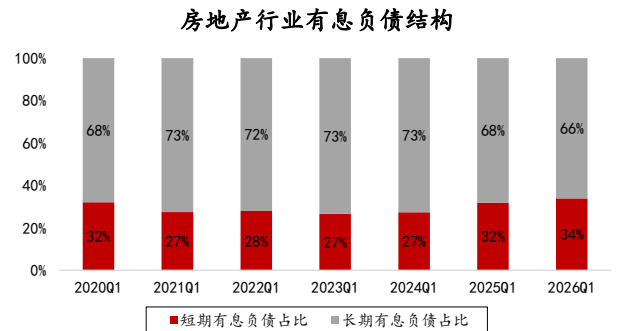
- 1) 行业有息负债规模总量持续压降。截至 2026Q1 末，房地产行业有息负债合计 2.83 万亿元，同比下降 5.9%。
- 2) 有息负债中，短债占比提升，负债结构有所改善。2026Q1 末有息负债中短期有息负债占比为 34%，同比提升 2 个百分点。
- 3) 行业偿债能力指标走弱，行业“三道红线”各指标均未达标。2026Q1 末，房地产行业剔除预收账款后的资产负债率为 72.1%，同比提升 1.6 个百分点，净负债率为 100.3%，同比提升 11.2 个百分点，现金短债比为 0.7X，同下降 0.12X，偿债能力指标均走弱，且从行业整体来看，“三道红线”指标均为未达标（要求剔除预收账款后的资产负债率小于 70%，净负债率小于 100%，现金短债比大于 1.0X）。

图表 64. 2026Q1 末房地产行业有息负债 2.83 万亿元，同比下降 5.9%



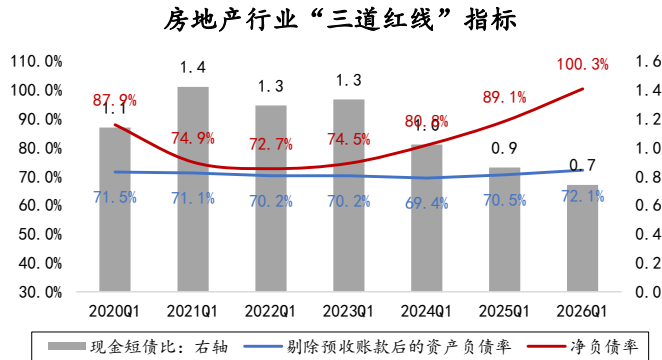
资料来源：万得，中银证券

图表 65. 2026Q1 末有息负债中短期有息负债占比为 34%，同比提升 0.2 个百分点



资料来源：万得，中银证券

图表 66. 2026Q1 末，房地产行业剔除预收账款后的资产负债率为 72.1%，同比提升 1.6 个百分点，净负债率为 100.3%，同比提升 11.2 个百分点，现金短债比为 0.7X，同比下降 0.12X

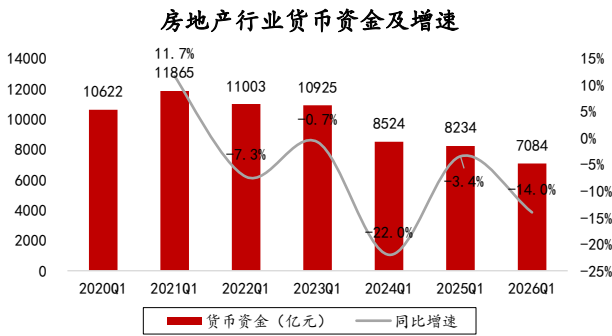


资料来源：万得，中银证券

3.4 现金流：在手现金持续负增长，经营活动现金流净流出增加

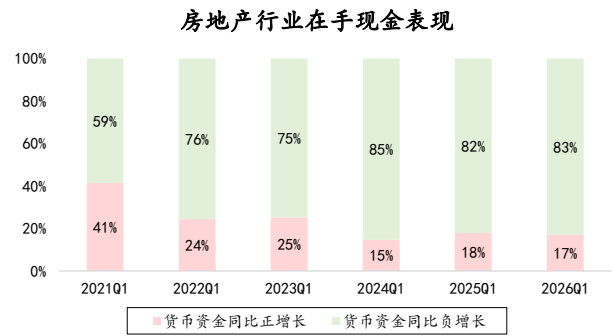
在手现金持续负增长，经营活动现金流净流出增加。截至 2026Q1 末，房地产行业在手现金 7084 亿元，同比下降 14.0%，主要是由于销售下行导致房企销售端回款不畅。具体来看，73 家 A 股上市房企中仅 17% 的房企货币资金出现正增长，其余 83% 的房企货币资金均出现不同程度的下滑。2026Q1 房地产行业经营性活动现金流净流出 390 亿元，较 2025 年同期净流出增加 148 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金（销售回款）为 3564 亿元，同比下降 18.9%；购买商品、接受劳务支付的现金（土地与施工建安投资支出为主）为 3382 亿元，同比下降 14.7%，降幅小于销售回款。2026Q1 房地产行业筹资性活动现金流净流入 253 亿元，同比增加 59 亿元，其中取得借款+发行债券收到的现金为 2688 亿元，同比下降 8.1%，偿还债务支付的现金为 2223 亿元，同比下降 7.8%，取得借款+发行债券收到的现金/偿还债务支付的现金为 120.9%，同比下降 0.4 个百分点。

图表 67. 2026Q1 末房地产行业在手现金 7084 亿元，同比下降 14.0%



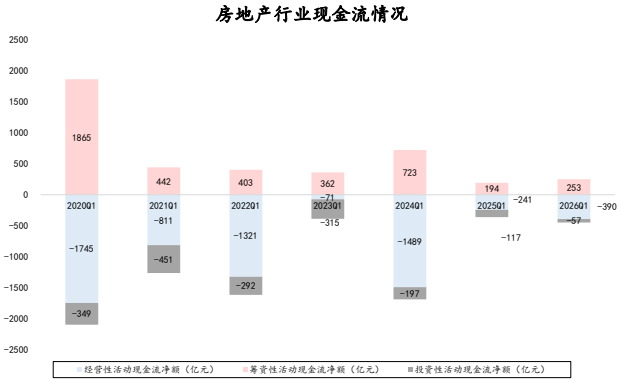
资料来源：万得，中银证券

图表 68. 2026Q1 末，73 家 A 股上市房企中仅 17% 的房企货币资金出现正增长



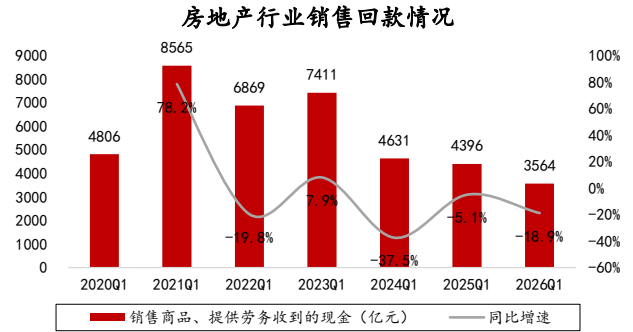
资料来源：万得，中银证券

图表 69. 2026Q1 房地产行业经营活动现金流净流出 390 亿元，筹资活动现金流净流入 253 亿元



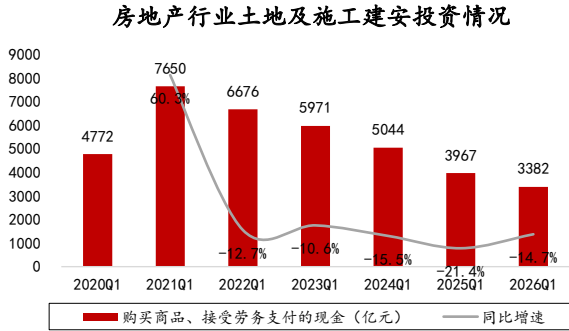
资料来源：万得，中银证券

图表 70. 2026Q1 房地产行业销售商品、提供劳务收到的现金（销售回款）为 3564 亿元，同比下降 18.9%



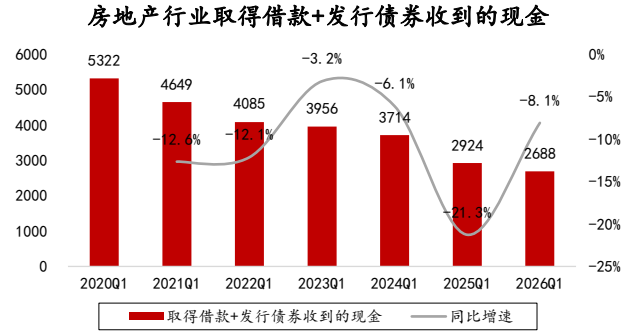
资料来源：万得，中银证券

图表 71. 2026Q1 房地产行业购买商品、接受劳务支付的现金（土地与施工建安投资支出为主）为 3382 亿元，同比下降 14.7%



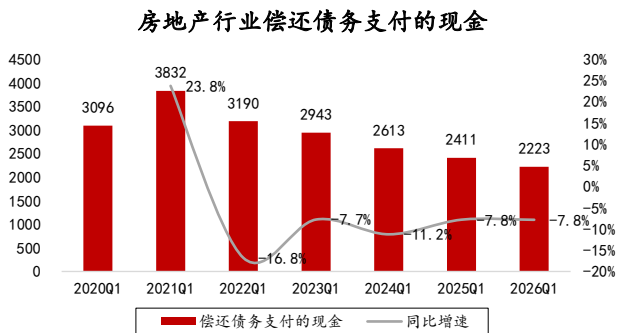
资料来源：万得，中银证券

图表 72. 2026Q1 房地产行业取得借款+发行债券收到的现金为 2688 亿元，同比下降 8.1%



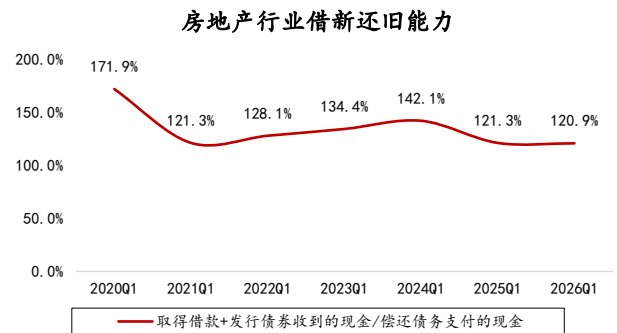
资料来源：万得，中银证券

图表 73. 2026Q1 房地产行业偿还债务支付的现金为 2223 亿元，同比下降 7.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 74. 2026Q1 房地产行业取得借款+发行债券收到的现金/偿还债务支付的现金为 120.9%，同比下降 0.4 个百分点



资料来源：万得，中银证券

4 主流重点公司财务指标分析：建议关注保利置业/华润/金茂/建发/滨江

我们选取了 16 家主流重点房企作为样本：保利发展、中国海外发展、华润置地、招商蛇口、中国金茂、保利置业集团、绿城中国、建发国际集团、越秀地产、滨江集团、华发股份、龙湖集团、新城控股、金地集团、城投控股、城建发展。

- 1) 营收业绩：保利置业、金茂、城投、华润 25 年营收业绩表现相对较好；金茂、滨江未来业绩保障程度仍然较高。
- 2) 盈利能力：2025 年保利置业、金茂、建发、滨江、新城、城建、城投毛利率同比回升。新城控股核心原因是高毛利的商业运营业务收入占比显著提升；城建发展、城投控股更偏向于单个或少数高毛利核心项目集中交付，抬升结算毛利率；中国金茂、建发国际、滨江集团更偏向于土储结构优化后，新一轮结算项目质量改善；保利置业集团则更突出表现为高能级城市布局提升了结算均价与结算利润率。
- 3) 偿债能力：从三道红线指标来看，绿城、保利置业、金茂、越秀、保利发展、招蛇、建发、滨江、龙湖、华润、中国海外发展共 11 家公司为绿档房企。25 年末保利发展、华润、招蛇、中国海外发展、保利置业、城建融资成本均在 3.0% 以下，除了城建以外，都是央企，可见央企低息融资成本优势显著；滨江、越秀、建发、金茂、绿城融资成本在 3.0%~3.5% 之间。
- 4) 现金流：仅越秀在手现金同比增长，城投、金茂、保利发展、保利置业同比降幅相对较小。25 年建发、保利发展、华发经营活动现金流保持净流入，且净流入量同比扩大；绿城、金茂筹资活动现金流净流入。

4.1 营收业绩：保利置业、金茂、城投、华润营收业绩表现较好，金茂、滨江未来业绩保障程度仍较高

综合来看，主流重点房企中保利置业、金茂、城投、华润 2025 年营收业绩表现相对较好；金茂、滨江未来业绩保障程度仍然较高。

- 1) 城投控股、华发股份、滨江集团、保利置业集团、城建发展 2025 年营业收入同比涨幅均超过 15%，主要是由于以上企业 2025 年项目结算规模增加。

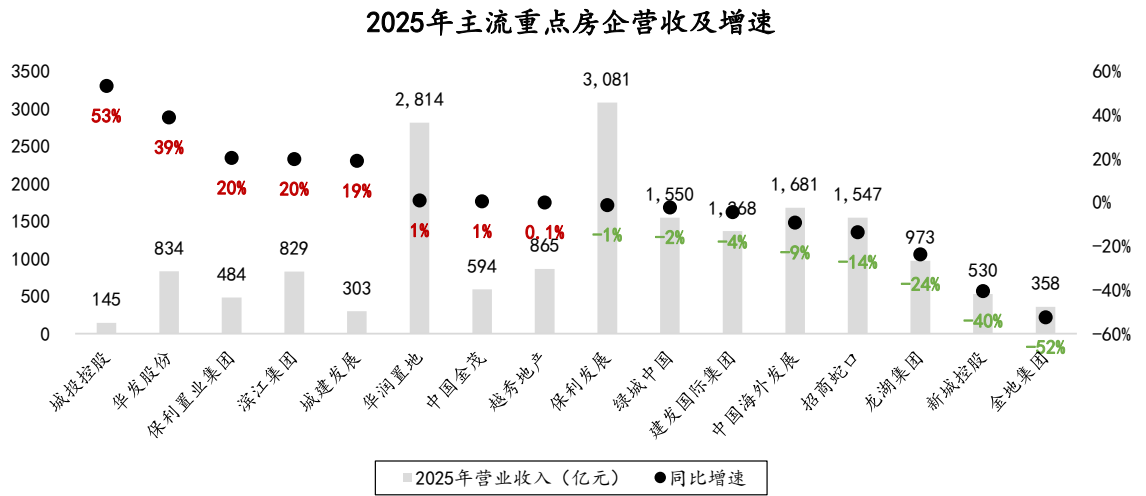
其中保利置业集团、华发股份结算均价大幅提升是最核心变量（2025 年保利置业、华发股份结算均价分别为 2.32、2.83 万元/平，同比分别增长 20%、26%），收入增长更偏结构优化和高能级布局兑现；

城投控股主要是因为房产项目竣工交付结转同比增加所致（2025 年结转面积 16.5 万平，同比+94%，年内顺利完成了露香园 B 地块、虹盛里一二期、青溪云邸、璟云里二期西地块 5 个项目高品质交付），不过待结转面积仅剩 6.2 万平，若后续无新项目补充，收入增速或将放缓。

此外，华润置地、中国金茂、越秀地产营业收入同比微增。

而金地集团、新城控股营业收入同比降幅相对较大，均超过四成。

图表 75. 城投、华发、滨江、保利置业、城建 2025 年营收同比涨幅均超 15%，华润、金茂、越秀同比微增



资料来源：万得，中银证券

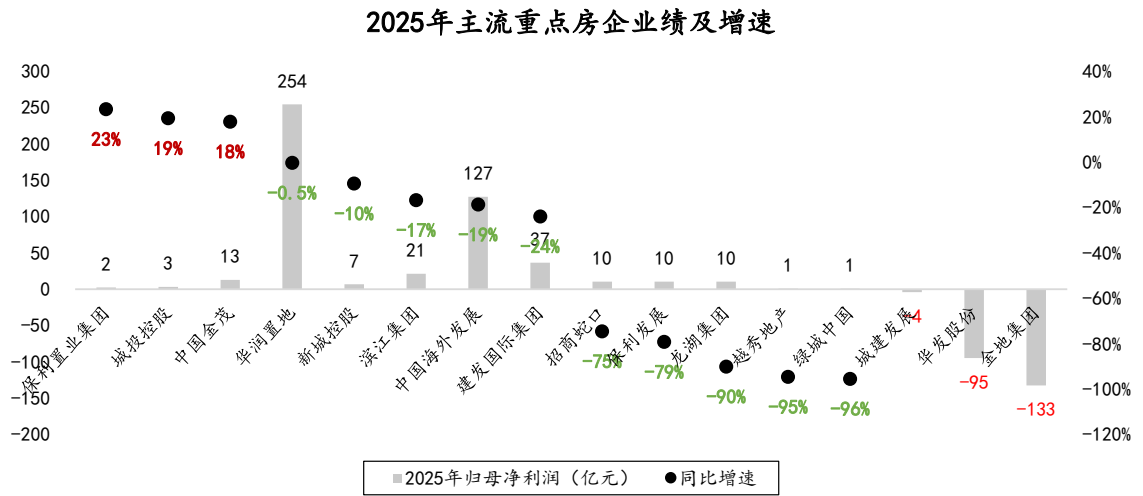
2) 在行业整体持续亏损的背景下，2025 年保利置业集团归母净利润同比增长 23%，中国金茂同比增长 18%，城投控股同比增长 19%。此外，华润置地业绩同比降幅也相对较小，2025 年归母净利润同比下降 0.5%。主流重点房企中三家出现亏损：2025 年华发股份亏损 95 亿元，盈利转为亏损（2024 年盈利 10 亿元）；金地集团亏损 133 亿元，亏损进一步扩大（2024 年亏损 61 亿元）；城建发展亏损 4 亿元，亏损减小（2024 年亏损 10 亿元）。

保利置业集团业绩增长的原因：①结算利润率提升，2025 年公司毛利率 17.0%，同比提升 0.6 个百分点。②三费率同比下降 1.1 个百分点至 9.5%。③投资物业公允价值增加 0.9 亿元（2024 年为减少 0.7 亿元）。

中国金茂业绩正增长且增速高于营收的原因：①结算利润率提升，2025 年毛利率 15.5%，同比提升 1.0 个百分点。②计提减值损失规模减少，2025 年为 10 亿元（包括发展中物业、持作出售物业、发展中土地、应收贸易账款及票据、应收关联方款项减值），较 2024 年减少 4 亿元。③三费率改善 1.3 个百分点至 11.8%。④少数股东损益 9 亿元，同比-17.6%，少数股东损益/净利润为 42.7%，同比下降 8.9 个百分点。

城投控股业绩增长的原因：公司房产项目竣工交付结转同比增加所致，营业收入增加 53%。不过，业绩增幅反而是小于营收的，主要是因为：①2025 年资产处置收益 2.4 万元，同比减少 48.5 万元，上期租赁合同终止，终止确认使用权资产及租赁负债所致。②财务费用同比增加 2.3 亿元，主要是项目竣工后利息支出不再资本化所致。③公允价值变动收益同比减少 1.6 亿元。

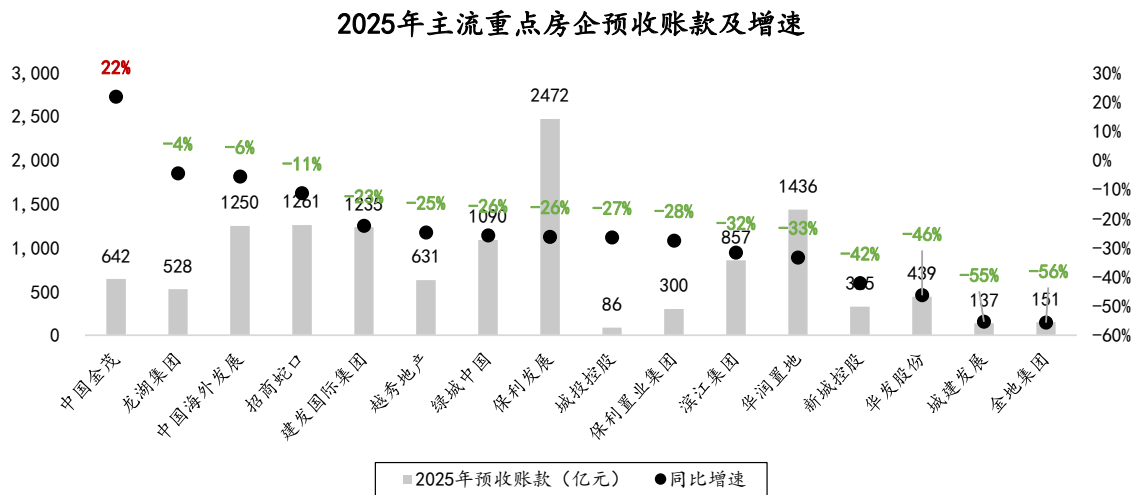
图表 76. 2025 年保利置业归母净利润同比增长 23%，金茂同比增长 18%，城投同比增长 19%；华
润业绩同比降幅也相对较小，同比下降 0.5%



资料来源：万得，中银证券

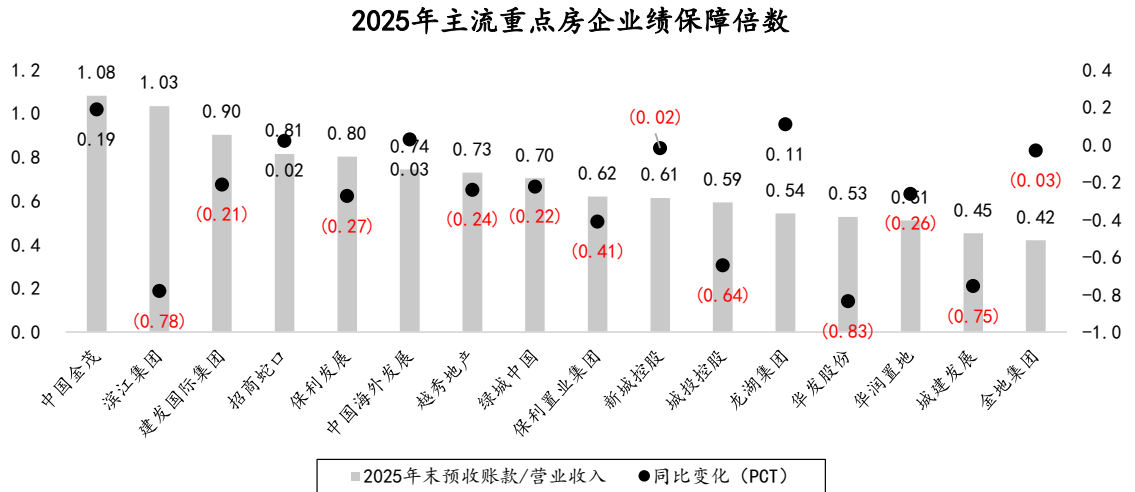
3) 从未来业绩的保障程度来看，中国金茂、滨江集团预收账款/营业收入超过 1.0X，其中中国金茂 2025 年预收账款还较 2024 年末增加了 22%，未来业绩保障程度相对较高，其余房企均不足 1.0X，其中城建发展、金地集团预收账款/营业收入最低，不足 0.5X，短期业绩预计仍将持续承压。从变化趋势来看，中国海外发展、招商蛇口、中国金茂、龙湖集团业绩保障倍数较 2024 年末有所提升。

图表 77. 2025 年末中国金茂预收账款较 2024 年末增长 22%



资料来源：万得，中银证券

图表 78. 金茂、滨江预收账款/营收超 1.0X，其余房企均不足 1.0X



资料来源：万得，中银证券

4.2 盈利能力：保利置业、金茂、建发、滨江、新城、城建、城投毛利率同比回升

2025 年保利置业、金茂、建发、滨江、新城、城建、城投毛利率同比回升。我们认为，以上企业毛利率提升的核心驱动并不是行业全面反转，而是结转结构改善：一方面，2016-2021 年高地价、低利润项目的集中结转正在进入尾声，另一方面，2022-2023 年以后获取的更审慎、更聚焦核心城市的项目开始逐步进入结算期，叠加部分公司前期减值计提较充分、当期结转时对毛利率压力减轻，因此毛利率出现了阶段性修复。新城控股核心原因是高毛利的商业运营业务收入占比显著提升；城建发展、城投控股更偏向于单个或少数高毛利核心项目集中交付，抬升结算毛利率；中国金茂、建发国际、滨江集团更偏向于土储结构优化后，新一轮结算项目质量改善；保利置业集团则更突出表现为高能级城市布局提升了结算均价与结算利润率。我们认为，以上企业毛利率回升是低毛利包袱出清后的阶段性修复，后续能否延续回升取决于核心城市拿地质量、结转结构、减值是否继续充分出清。

1) 从毛利率的绝对值来看，2025 年新城控股、华润置地的毛利率水平分别为 27.4%、21.2%，显著高于其他房企，主要是由于高毛利的商业运营业务驱动的。其中新城的物业出租及管理业务收入占比 25%，占比同比提升 11 个百分点，毛利率为 69.8%，房地产开发销售业务毛利率仅 13.0%；华润经营性不动产收租型业务收入占比 9%，毛利率同比提升 1.8 个百分点至 71.8%，其房地产开发销售业务毛利率仅 15.5%。越秀地产、华发股份、龙湖集团受制于高价、低利润地块进入结算期，毛利率相对较低，其中龙湖集团的开发业务已进入亏损状态，开发业务毛利率降至 -6.9%。

2) 从毛利率的变化趋势来看，2025 年新城控股、城建发展、城投控股、中国金茂、滨江集团、建发国际集团、保利置业集团毛利率同比回升。其中：

新城控股：2025 年毛利率同比回升 7.6 个百分点，核心原因是高毛利的商业运营业务收入占比显著提升，叠加开发业务结算毛利率小幅修复（开发业务毛利率 13.0%，同比提升 1.3 个百分点）。

城建发展：2025 年毛利率回升幅度也较为突出，同比提升了 4.1 个百分点，主要是因为开发主业结转结构明显改善所致，房地产开发业务毛利率为 18.8%，同比提升 4.7 个百分点，更关键的是区域结构，北京核心项目结转利润率提升，北京地区业务毛利率 19.8%，同比提升 4.7 个百分点。

城投控股：露香园等高毛利项目进入结算高峰，毛利率修复最具项目驱动特征。城投控股 2025 年毛利率为 17.4%，同比提升 2.9 个百分点，其中开发业务毛利率 17.7%，同比提升 3.5 个百分点。上海核心高毛利项目进入集中结转期，以露香园为代表的非房地联动项目占比提升。2025 年露香园二期等重点项目进入交付和结算高峰，推动开发业务收入同比增长 56% 至 140.8 亿元，结算毛利率同比提升 3.5 个百分点至 17.7%。

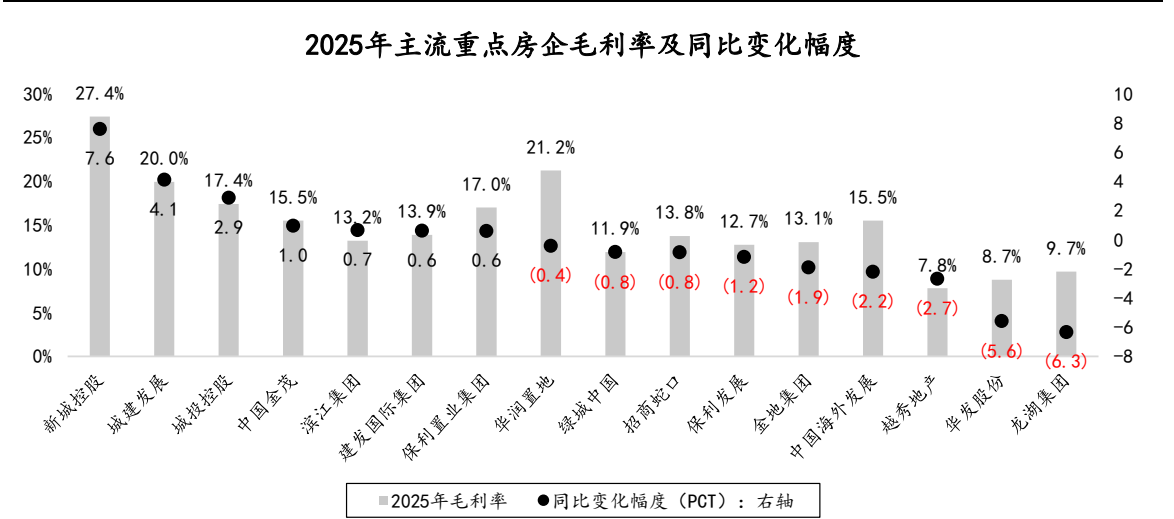
中国金茂：核心城市项目结算质量改善，开发业务毛利率抬升。中国金茂 2025 年毛利率为 15.5%。从历史看，公司毛利率在 2023 年降至 12.5% 低点，2024 年已回升至 14.6%，2025 年进一步修复。2025 年修复的最直接驱动是开发业务结算质量改善。2025 年开发业务结转毛利率提升至 13%，同比提升 2 个百分点，主要是上海、北京、西安等地确认收入的项目毛利较高。

滨江集团：低毛利旧项目逐步出清，叠加区域深耕优势支撑毛利率回升。滨江集团 2025 年毛利率为 13.2%，同比提升 0.7 个百分点，为 2019 年以来首次回升，旧低毛利项目出清，新项目逐步上报表，叠加区域深耕带来的产品和成本优势。

建发国际集团：优质土储替代旧库存支撑结算毛利率提升。建发国际集团 2025 年毛利率为 13.9%，同比提升 0.6 个百分点，延续了 2024 年较 2023 年回升 2.2 个百分点的回升趋势。2025 年毛利率回升核心原因是交付物业开发项目毛利率提升。得益于近两年优质新地块项目入市，毛利率水平开始逐渐企稳，根据公司业绩会，公司 2023 年拿的地已经去化近八成，账面净利率约 5%，2024 年拿地去化近七成，账面净利率约 8%，2025 年地块去化率约 26%，账面净利润率约 9%。

保利置业集团：高能级布局提升结算均价，从而推升结算利润率。保利置业集团 2025 年毛利率为 17.0%，同比提升 0.6 个百分点，核心原因在于高能级城市布局带来的结算均价提升，2025 年公司结算面积同比仅增长 1.6%，但结算均价 2.32 万元，同比大幅增长 19.5%。面积增长不大、均价增幅显著，说明公司毛利率改善更多来自结转结构优化、项目档次上移与城市能级提升。这一点与公司近年的区域布局完全一致，高能级城市占比提升，使公司即使在行业景气偏弱时，也能维持较强的结算均价和利润率。

图表 79. 2025 年新城、城建、城投、金茂、滨江、建发、保利置业毛利率同比回升



资料来源：万得，中银证券

图表 80. 主流重点房企毛利率回升因素分析

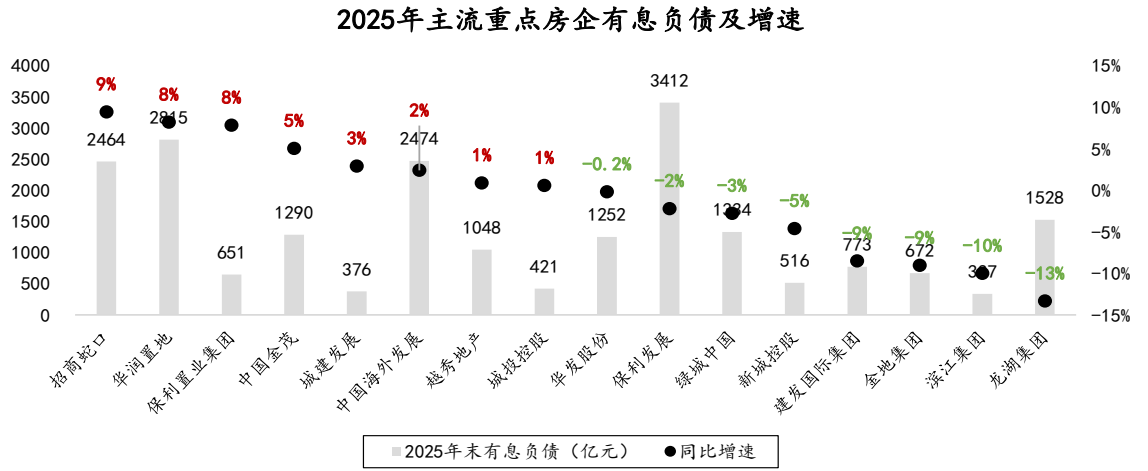
公司名称	2025年毛利率	同比变化幅度 (PCT)	2025年开发业务毛利率	同比变化幅度 (PCT)	毛利率提升原因
新城控股	27.4%	7.6	13.0%	1.3	高毛利的商业运营业务收入占比显著提升，叠加开发业务结算毛利率小幅修复
城建发展	20.0%	4.1	18.8%	4.7	开发主业结转结构明显改善所致，北京核心项目结转利润率提升
城投控股	17.4%	2.9	17.7%	3.5	上海核心高毛利项目进入集中结转期，以露香园为代表的非房地联动项目占比提升，毛利率修复最具项目驱动特征
中国金茂	15.5%	1.0	13.0%	2.0	核心城市项目结算质量改善，开发业务毛利率抬升
滨江集团	13.2%	0.7	13.3%	0.8	低毛利旧项目逐步出清，叠加区域深耕优势
建发国际集团	13.9%	0.6	-	-	优质土储替代旧库存支撑结算毛利率提升
保利置业集团	17.0%	0.6	-	-	高能级布局提升结算均价，从而推升结算利润率

资料来源：万得，中银证券

4.3 偿债能力：央国企有息负债规模相对稳定，同时杠杆率相对更低

多数央国企有息负债同比正增长。2025 年末招商蛇口、华润置地、保利置业、中国金茂、城建发展、中国海外发展、越秀地产、城投控股有息负债同比正增长，全部是央国企，这与融资资源仍然更多倾向于央国企，且部分企业投资强度有所增加有关；华发股份、保利发展、绿城中国、新城控股、建发国际、金地集团、滨江集团、龙湖集团同比下滑，更加注重控制有息负债规模和去杠杆。

图表 81. 2025 年末招蛇、华润、保利置业、金茂、城建、中国海外发展、越秀、城投有息负债同比正增长，华发、保利发展、绿城、新城、建发、金地、滨江、龙湖同比下滑



资料来源：万得，中银证券

从三道红线指标来看，近两年房企纷纷积极优化“三道红线”指标，2025 年末主流重点房企多处于绿档区间。仅城建发展、城投控股为橙档房企；新城控股、华发股份、金地集团为黄档房企；绿城中国、保利置业、中国金茂、越秀地产、保利发展、招商蛇口、建发国际、滨江集团、龙湖集团、华润置地、中国海外发展为绿档房企。

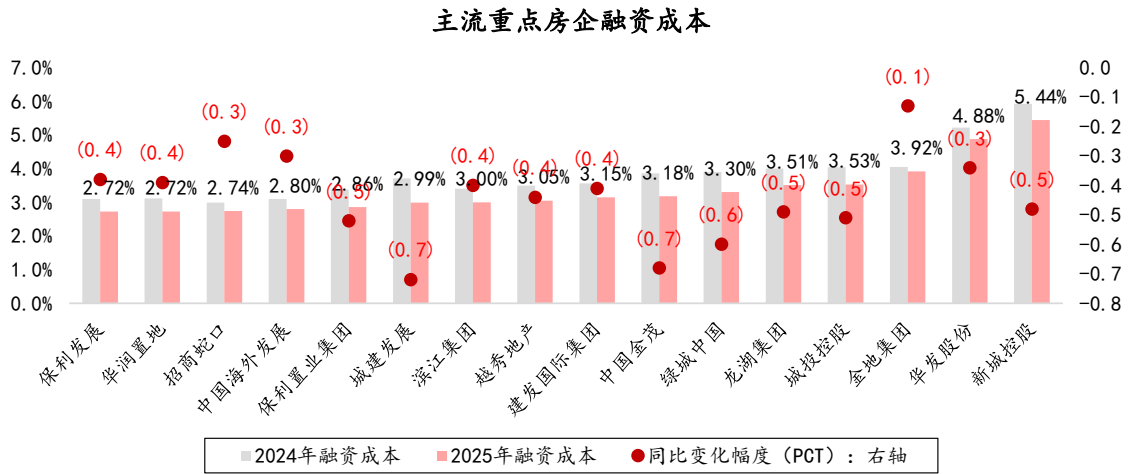
图表 82. 截至 2025 年末，绿城、保利置业、金茂、越秀、保利发展、招蛇、建发、滨江、龙湖、华润、中国海外发展为绿档房企

公司名称	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
城建发展	72.2%	117.1%	1.9
城投控股	70.0%	154.6%	0.7
新城控股	66.7%	57.8%	0.5
华发股份	64.5%	88.8%	0.8
金地集团	61.8%	65.4%	0.4
绿城中国	69.0%	70.2%	2.4
保利置业集团	68.6%	71.2%	2.7
中国金茂	68.3%	84.1%	1.0
越秀地产	65.5%	68.3%	1.2
保利发展	65.0%	66.2%	1.7
招商蛇口	61.7%	59.0%	1.4
建发国际集团	60.7%	30.9%	7.6
滨江集团	57.2%	6.4%	4.0
龙湖集团	56.4%	52.9%	1.7
华润置地	55.2%	39.6%	2.3
中国海外发展	46.9%	34.3%	2.4

资料来源：公司公告，中银证券

央企低息融资成本优势显著，2025 年末主流重点房企平均融资成本为 3.44%，同比下降 0.4 个百分点。其中，2025 年末保利发展、华润置地、招商蛇口、中国海外发展、保利置业、城建发展的融资成本均在 3.0% 以下，除了城建以外，均是央企；滨江集团、越秀地产、建发国际、中国金茂、绿城中国融资成本在 3.0%~3.5% 之间；新城控股、华发股份融资成本明显高于其他主流重点房企，均高于 4.0%。

图表 83. 主流重点房企中，2025 年末保利发展、华润、招蛇、中国海外发展、保利置业、城建发展的融资成本均在 3.0% 以下



资料来源：公司公告，中银证券

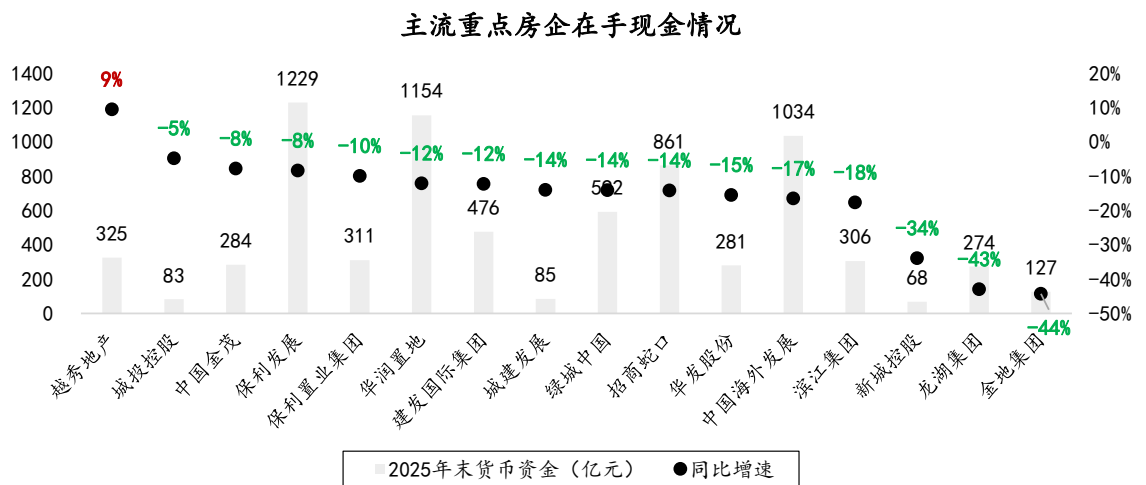
4.4 现金流：主流重点房企中仅越秀在手现金同比增长

主流重点房企中仅越秀地产 2025 年末在手现金同比增长 9%，城投控股、中国金茂、保利发展、保利置业同比降幅相对较小，在 10% 以内。而龙湖集团、金地集团、新城控股在手现金同比降幅相对较大，均大于 30%。

从经营活动现金流来看，2025 年建发国际、保利发展、华发股份经营活动现金流保持净流入，且净流入量同比扩大。仅滨江集团经营活动现金流出现了净流出情况，经营性现金流同比下滑主要是因为受销售下行的影响，销售商品、提供劳务收到的现金（以销售回款为主）同比下降 14.9%，而公司 2025 年投资支出增加，购买商品、接受劳务支付的现金（以土地与施工建安投资为主）同比增长 15.9%。

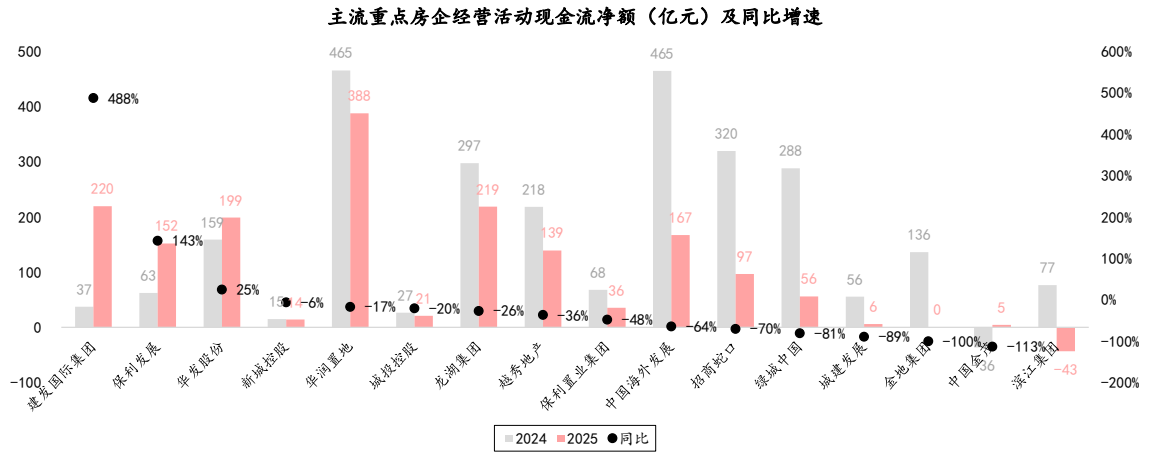
从筹资活动现金流来看，2025 年绿城中国、中国金茂筹资活动现金流净流入。其余企业均出现净流出情形。其中建发国际净流出 191 亿元，由 2024 年的净流入 48 亿元变为净流出，城投控股、滨江集团、保利置业、华发股份、越秀地产、保利发展、龙湖集团净流出量进一步增大。

图表 84. 仅越秀地产 2025 年末在手现金同比增长 9%，城投控股、中国金茂、保利发展、保利置业同比降幅相对较小，在 10% 以内



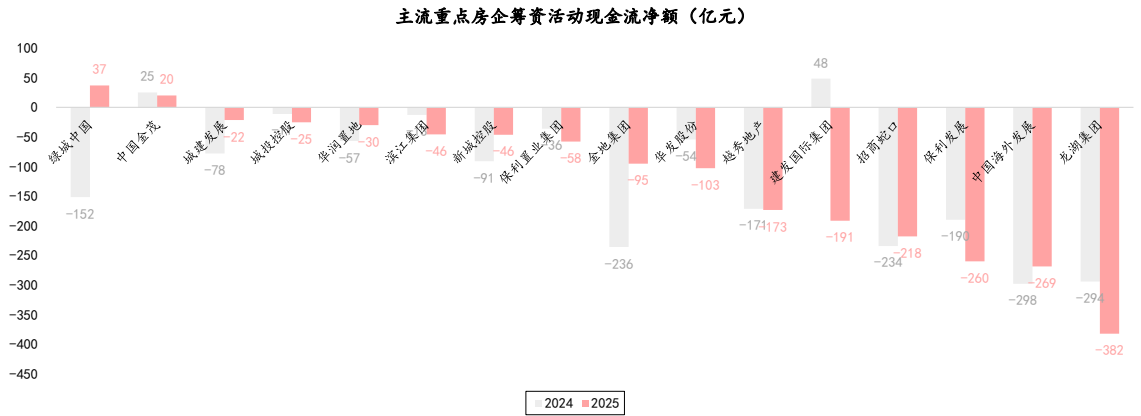
资料来源：万得，中银证券

图表 85. 2025 年城建国际、保利发展、华发股份经营活动现金流保持净流入，且净流入量同比扩大



资料来源：万得，中银证券

图表 86. 2025 年绿城中国、中国金茂筹资活动现金流净流入



资料来源：万得，中银证券

5 投资建议

虽然整体行业在经营与财务面均持续承压，但部分房企已经在 2025 年出现了一些结构性的积极变化。多数房企在 2025 年计提减值相对较多,2026 年可能筑底,因此 2027 年的板块利润率和业绩可能会回升,从而带来今年四季度市场对 27E 估值的改观。除此之外,部分持有性商业地产公司已经提前布局新业态、新模式、新场景,更能把握新消费时代下的机遇。

现阶段我们建议关注: 1) 开发类公司中基本面稳定且能够保持或继续提升的房企: 保利置业集团、华润置地、中国金茂、建发国际集团、滨江集团、绿城中国。2) 宏观或地产行业若有持续回暖,经营环境有相对的弹性变化的公司: 新城控股、我爱我家。3) 以持有性物业管理为主、运营能力较强、物业布局在高能级城市、且业态类型偏高端的商业地产类公司: 华润万象生活、太古地产。

6 风险提示

政策出台不及预期：各地供需端政策出台的节奏及推进的速度不及预期，同时从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

销售与房价持续下行：行业销售短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险；房价面临持续下行的压力。

市场信心修复不及预期：居民对收入与就业的预期持续较弱，对房价的预期仍然较弱。

7 附录

73 家 A 股上市房企：万科 A、华侨城 A、大悦城、招商蛇口、滨江集团、中国国贸、保利发展、建发股份、城投控股、城建发展、首开股份、金地集团、华发股份、新城控股、绿地控股、信达地产、深振业 A、沙河股份、深深房 A、华联控股、中洲控股、天健集团、金融街、渝开发、荣安地产、中国武夷、津滨发展、福星股份、天保基建、世荣兆业、荣盛发展、合肥城建、南山控股、南京高科、大名城、大龙地产、香江控股、衢州发展、万通发展、津投城开、华夏幸福、华丽家族、黑牡丹、栖霞建设、市北高新、光大嘉宝、新黄浦、浦东金桥、外高桥、陆家嘴、天地源、中华企业、京投发展、亚通股份、光明地产、凤凰股份、苏州高新、华远控股、上实发展、京能置业、上海临港、张江高科、中新集团、北辰实业、苏宁环球、电子城、*ST 阳光、*ST 中迪、*ST 金科、*ST 中地、*ST 发展、*ST 荣控、*ST 南置。

50 家港股上市房企：保利置业集团、中国海外宏洋集团、瑞安房地产、新世界发展、新鸿基地产、嘉里建设、太古地产、碧桂园、融创中国、中国海外发展、华润置地、龙湖集团、世茂集团、绿城中国、旭辉控股集团、中国金茂、建发国际集团、越秀地产、众安集团、金地商置、正商实业、粤海置地、绿景中国地产、富力地产、宝龙地产、中梁控股、龙光集团、融信中国、正荣地产、雅居乐集团、美的置业、远洋集团、金辉控股、港龙中国地产、中国奥园、阳光 100 中国、九龙仓置业、弘阳地产、中骏集团控股、合景泰富集团、花样年控股、佳兆业集团、禹洲集团、时代中国控股、建业地产、恒基地产、恒隆地产、汤臣集团、SOHO 中国、中国新城市。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371