



宏观研究

【粤开宏观】从房企 2025 年报看房地产风险：经营业绩与债务特征

2026 年 06 月 07 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：盛中明

邮箱：shengzhongming@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】中国出口的全球份额（2001—2025）：趋势、结构及展望》
2026-06-03

《【粤开宏观】日本债券和汇率市场波动：成因、影响与展望》2026-06-03

《【粤开宏观】AI 时代加剧供需强弱，分配改革至关重要：“超额利润税”》
2026-05-31

《【粤开宏观】4 月经济放缓背后：新动能、房地产与 AI 的三重信号》2026-05-18

《【粤开宏观】关税战后，中美贸易有何变化？》2026-05-14

摘要

2026 年 4 月中央政治局会议定调“努力稳定房地产市场”。今年以来，一线城市二手房房价环比由跌转涨，交易量同比回升，市场对房地产企稳的预期有所升温。但全国房地产投资降幅扩大，房地产销售和低能级城市房价仍未止跌，各方对房地产走势判断分歧显著。在此背景下，本文基于 A 股和港股 152 家房地产上市公司（不含已退市及暂缓披露房企）2025 年年报数据，梳理房企当前经营困境与债务现状，以期为准确研判地产形势和进一步优化政策提供数据支持。

一、上市房企经营特征：销售、盈利低位运行，现金流净额连续五年为负，分化加剧

1、销售：2025 年房企营收降幅边际收窄，但业绩储备（预收账款）大幅萎缩，增长后劲不足。从年度营收来看，全年样本房企实现营业收入 3.55 万亿元，同比下降 17.6%，较 2024 年 21% 的跌幅有所收窄，但房企销售仍处于下行通道。从业绩储备来看，2025 年末，样本房企合同负债余额 2.04 万亿元（房企预收而尚未交付的购房款），同比大幅下降 31%；合同负债对营业收入的覆盖倍数仅为 0.57，远低于 2022 年高点的 1.01，或预示未来 1—2 年房企营收结转空间受限，业绩增长仍面临较大下行压力。

2、盈利：房企主营业务的盈利困境尚未扭转，但“账面亏损”有所减轻，源自上市房企债务重组实质性推进带来的非经常性收入。一是毛利率持续走低。2025 年样本房企整体毛利率降至 11.8%，创下历史新低，主要受到降价促销、历史高地价项目集中结转的双重挤压。二是行业大面积亏损的格局未有改观。2025 年净亏损房企占比达 60.5%。受土地储备、存量物业价值缩水影响，房企资产减值损失大幅增长，持续侵蚀盈利空间。三是净利润虽连续三年为负，但 2025 年债务重组有实质进展，推高非经常性收入。2023—2025 年样本房企持续整体净亏损，2025 年净亏损 2333 亿元，较 2024 年减亏 1560 亿元；2025 年净利率为 -6.6%，较 2024 年回升 2.5 个百分点。亏损收窄主要源于出险房企债务重组产生的非经常性收益，并非项目经营基本面实现修复。2025 年，样本房企非经常性损益合计达 4561 亿元，创下历年新高，相当于全年营业收入的 12.9%。

3、库存：存货规模显著压降，主要由资产减值驱动；库存周转效率未见明显改善，销售端拉动作用有限。一是存货规模显著压降。2025 年，样本房企存货余额同比下降 15.7%，存货占总资产比重下降 2.7 个百分点至 38.4%。受房价持续低迷影响，存量项目资产价值缩水，房企加大存货及资产减值计提力度，主动化解历史高成本土地、低效项目形成的资产包袱。二是库存周转效率未有明显提升，行业整体去化节奏偏慢。2025 年样本房企存货周转率为 33.7%，存货周转周期达 35.7 个月，与 2024 年基本持平，库存压力主要集中在三四线等购房需求支撑不足的城市。

4、现金流：房企现金流净额连续五年为负；经营和投资现金流改善有限，但



筹资现金大幅净流出。2025年，样本房企整体现金流净额为-1770亿元，连续第五年净流出；全年共有107家房企现金流净额为负，占比70%。一是经营活动全面收缩，现金流入与流出同步缩减。2025年样本房企经营活动现金流净额为4008亿元，与上年基本持平。房企普遍采取“以销定支”模式，销售回款与项目施工支出同步收缩。二是投资端净流出1024亿元，较2024年增加近100亿元。头部房企加大核心城市拿地、并购布局力度，投资支出有所回升，但全行业房地产开发投资、新开工面积仍延续收缩态势。三是筹资端现金大幅净流出，融资难题仍是制约房企现金流改善的核心因素。尽管房地产融资协调机制发挥托底作用，但房企自身融资能力偏弱，行业到位资金持续下滑。2025年样本房企筹资现金流净流出4757亿元，筹资端连续五年净流出，持续拖累企业整体现金流表现。

5、企业分化：央国企盈利能力下降，而民企业绩下滑幅度显著高于央国企。2021年以来，不同所有制房企在经营、盈利层面的差距持续扩大。2025年央国企营收同比下降2.8%，民企营收同比下降31.8%，央国企营收占比升至56.4%；两类企业销售净利率分别为-0.8%、-12.2%，民企盈利承压更为突出。市场资源加速向头部央国企集聚，中小民营房企的市场空间持续收窄。

二、上市房企债务特征：规模压降、风险缓释，结构性债务风险仍存

1、债务总量：房企债务规模稳步压降，高杠杆企业风险逐步缓释。一是整体债务规模下降。2025年末，样本房企负债余额合计15.0万亿元，同比下降13.1%；剔除合同负债后，整体资产负债率为65.1%，较上年下降0.6个百分点。二是高杠杆风险有所缓释。2025年资产负债率突破70%监管红线的房企共48家，较上年减少5家；房企净负债率四分之三分位数由2024年的136.9%降至128.6%，高风险杠杆水平回落。

2、债务结构：债务结构持续优化，有息负债连续三年压降，呈现长期化、标准化特征。一是经营性债务占比回落。2025年样本房企合同负债、应付账款及票据余额分别下降33.3%、6.9%；两项合计，经营性债务占总负债比重21.7%，下降1.6个百分点。二是短期债务、高成本非标债务持续出清，负债结构更加稳健。2025年末样本房企有息负债存量6.9万亿元，同比下降9.5%，创近三年最大年度跌幅；短期借款、其他债务分别下降17.4%、13.7%，降幅大于有息负债整体降幅。

3、债务风险：房企现金储备萎缩，结构性债务风险仍存。一是房企现金短债比偏低，对短期债务的保障能力不足。2025年，样本房企现金短债比降至0.56，处于近年来的较低水平。二是房企“新增融资少于偿债规模”，债券市场净融资持续为负。2025年房企境内信用债净偿还额为2163亿元，同比增长16%。三是民企公开市场融资困难，融资成本较高。2025年民营房企发行信用债发行平均利率为3.38%，高于央国企发行利率1.04个百分点。

三、结论与政策建议

基于前文对上市房企经营情况和债务现状的分析，我们有以下初步观察结论：

1、房企经营业绩仍处于筑底阶段，销售、库存、价格三大维度修复的基础尚不牢固。行业营收、利润仍在低位运行，市场尚未走出下行区间。一是当前房地产市场销售规模仍未摆脱负增长态势，居民购房预期和市场信心修复仍需时间。二是房价止跌企稳基础仍不稳固，房企为加速回款普遍加大促销力度，新房降价联动二手房价格预期走弱。三是行业库存总量虽有所下降，但



主要依靠资产减值被动压降，实际去化节奏偏慢。

2、房企风险处置已有实质性进展，债务重组、资产处置、杠杆压降取得积极成效。在市场出清和政策支持共同作用下，房企风险化解工作持续推进。一是出险房企债务重组取得阶段性进展，非经常性损益大幅增加，反映债务重组逐步落地见效。二是房企集中计提存货与资产减值，主动出清高成本土地、低效项目等历史包袱。三是房企债务规模和杠杆水平逐步下降，高杠杆房企数量持续减少，资产负债状况逐步改善，行业系统性风险稳步收敛。

3、房企距离恢复正常的开发投资能力尚有一定差距，主要症结在于房企现金流承压有待扭转、融资能力瓶颈较为突出。行业现金流连续五年净流出，超七成房企现金流为负，当前房企自身现金流创造能力不足、外部融资方式受限，加剧了企业经营和投资活动的收缩态势。行业融资环境仍有待改善，中小民营房企仍面临融资渠道偏窄、融资成本偏高的困境。

下阶段，为了促进房地产市场平稳健康发展，政策可考虑聚焦“**激活需求、化解风险、畅通融资、加速转型**”四大方向发力。一是分类施策激活住房需求，多措并举加速库存去化；二是市场化推进债务重组，稳妥化解企业流动性风险；三是夯实融资支持政策，构建可持续的融资体系；四是加快房企业务转型，推动行业高质量发展。

风险提示：居民购房信心不足，市场持续低迷；样本房企仅反映有可比数据的上市公司经营情况，不足以覆盖全行业总体情况。



目 录

一、上市房企经营特征：低位运行、分化加剧.....	5
（一）销售：2025 年营收降幅收窄、但合同销售偏弱，后续业绩依然承压	5
（二）利润：毛利率继续下滑，房企亏损面仍处于历史高位，但债务重组收益带动净亏损规模收窄	6
（三）库存：存货减值计提加码，库存去化仍然承压	8
（四）现金流：经营、投资现金流改善有限，筹资现金流大规模流出	9
（五）企业分化：央国企盈利能力下降，但好于民营，头部房企集中度上升	11
二、上市房企债务形势：规模压降、风险缓释.....	13
（一）债务总量：整体杠杆率稳中有降，高杠杆房企风险缓释	14
（二）债务结构：经营性债务比重下降，有息负债长期化、标准化	15
（三）融资情况：现金储备偏弱，债券融资承压	17
三、结论与政策建议.....	18

图表目录

图表 1： 上市房企营业收入与商品房销售金额同比增速的走势同步	5
图表 2： 上市房企合同负债及营收保障倍数的变化趋势	6
图表 3： 上市房企毛利率持续探底	6
图表 4： 上市房企亏损面仍处于较高水平	7
图表 5： 上市房企利润率连续三年为负	8
图表 6： 上市房企存货余额及占总资产的比重	9
图表 7： 上市房企存货周转周期	9
图表 8： 上市房企的现金流净额连续五年净流出	10
图表 9： A 股上市房企经营活动产生的现金流入和流出变化	10
图表 10： 上市房企的筹资活动现金流量大幅净流出	11
图表 11： 不同性质上市房企的营业收入增速变化	12
图表 12： 央国企的营业收入占全部样本房企的份额	12
图表 13： 不同所有制类型的上市房企销售净利率	13
图表 14： 上市房企中前十大房企营业收入的集中度	13
图表 15： 上市房企资产负债率（剔除合同负债）的分位数变化	14
图表 16： 上市房企净负债率的分位数变化	15
图表 17： 上市房企 2025 年不同类型负债结构	15
图表 18： 上市房企的有息债务余额连续三年下降	16
图表 19： 上市房企 2025 年不同类型负债余额同比增速	16
图表 20： 上市房企的现金短债比连续五年下降	17
图表 21： 房企境内信用债和海外债发行及偿还情况	18



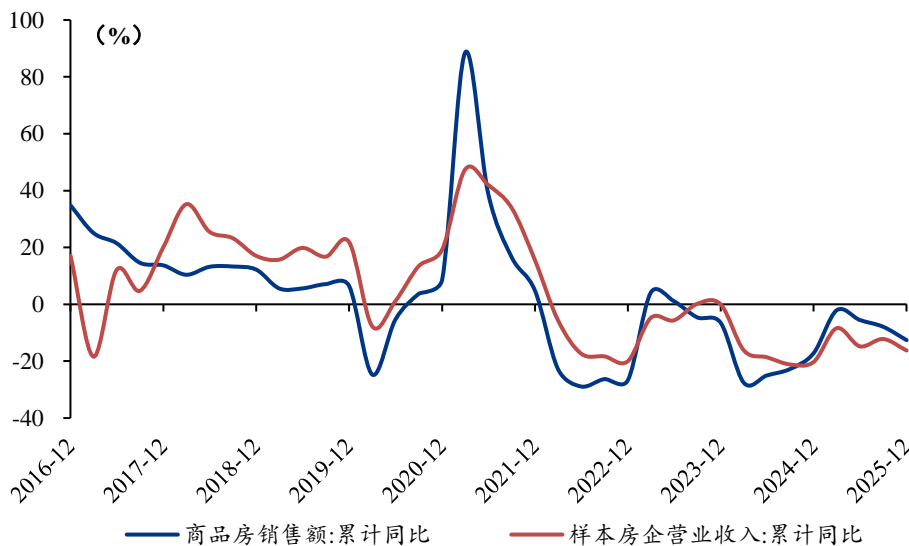
一、上市房企经营特征：低位运行、分化加剧

本报告选取主营业务为房地产开发的上市公司开展分析，剔除已退市及因债务重组暂缓披露财报的企业¹，合并 A 股、港股两地重复上市主体，最终有可比数据的上市房企共 152 家（A 股 86 家和港股 66 家），下文统称为“样本房企”，2016—2025 年度财务分析数据均来自于上述样本房企。

（一）销售：2025 年营收降幅收窄、但合同销售偏弱，后续业绩依然承压

2025 年房企营业收入下降，但同比降幅边际收窄。受房地产预售制及项目竣工交付周期影响，报表的营业收入按权责发生制核算，在商品房达到竣工交付条件后确认收入；合同销售额按收付实现制统计，以商品房预售签约金额为准。**从营收业绩来看**，2025 年样本房企实现营业收入 3.55 万亿元，同比下降 17.6%，降幅已较 2024 年（21%）有所收窄；但房企销售仍处于下行通道。国家统计局披露 2025 年全国商品房销售金额同口径下降 12.6%，与房企营收走势高度一致。**从合同销售来看**，中指研究院数据显示，2025 年百强房企合同销售金额同比下降 18.1%。但受市场销售持续低迷影响，叠加购房者信心修复偏慢，房地产市场回暖进程低于预期，房企销售收入仍处于下行通道中。

图表1：上市房企营业收入与商品房销售金额同比增速的走势同步



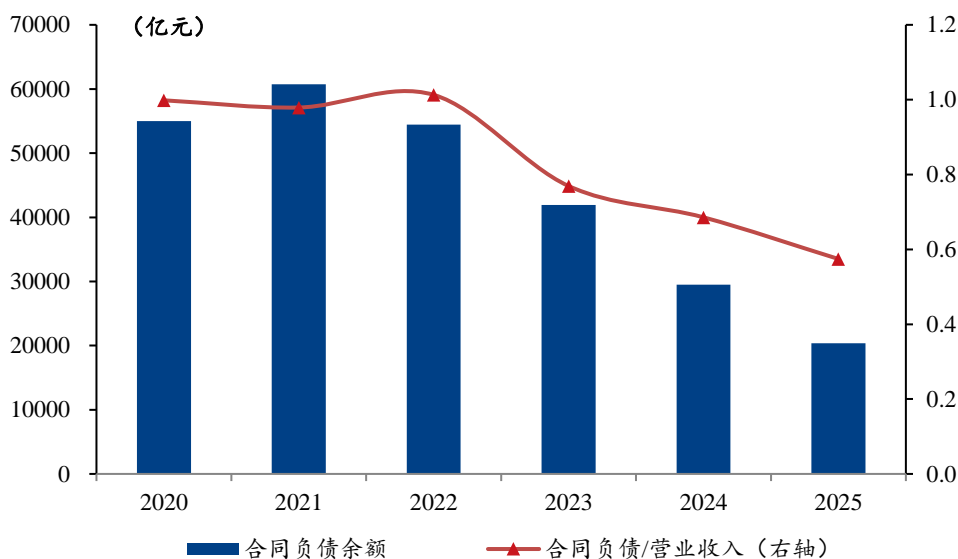
资料来源：wind、粤开证券研究院

合同负债余额持续回落，可供结转的业绩储备减少，后续业绩增长后劲不足。房企通常的会计处理是，在商品房销售合同订立生效后，房企将收到的账款记入合同负债（预收账款），之后根据施工进度或竣工交付后，将合同负债结转确认为营业收入。合同负债是潜在的未来收入，若产品交付风险相对较小，手上合同越多，未来收入潜力越大。2025 年末，样本房企合同负债合计 2.04 万亿元，同比下降 31%，较 2021 年 6.07 万亿元历史高点大幅缩水。同时，合同负债对营收的保障倍数持续走低，2025 年末覆盖倍数仅为 0.57，远低于 2022 年 1.01 的高点，预示未来 1—2 年房企业绩储备不足，业绩增长仍面临较大下行压力。

¹ 已退市的房企包括：中国恒大、世茂股份、祥生控股等；暂缓披露财报的房企包括：华南城、天誉置业、合生创展集团等。



图表2：上市房企合同负债及营收保障倍数的变化趋势

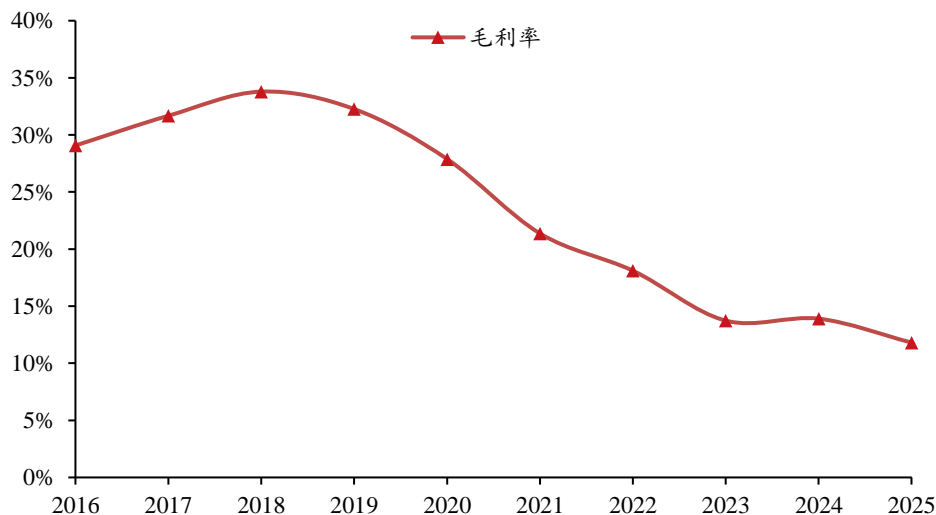


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）利润：毛利率继续下滑，房企亏损面仍处于历史高位，但债务重组收益带动净亏损规模收窄

房企毛利率延续下行趋势，受市场降价促销及存量高地价项目集中结转双重约束。2025年样本房企毛利率持续探底，核心原因有二：一是收入端，市场购房需求疲弱，项目结算收入减少，叠加折扣促销推高销售费用，进一步挤压盈利空间；二是成本端，历史高地价项目集中进入结算周期，营业成本下降幅度低于收入降幅，导致盈利空间进一步压缩。2025年，样本房企整体毛利率降至11.8%，较2024年下滑2.1个百分点；毛利率中位数下降2.0个百分点至15.7%，均创近年新低。

图表3：上市房企毛利率持续探底

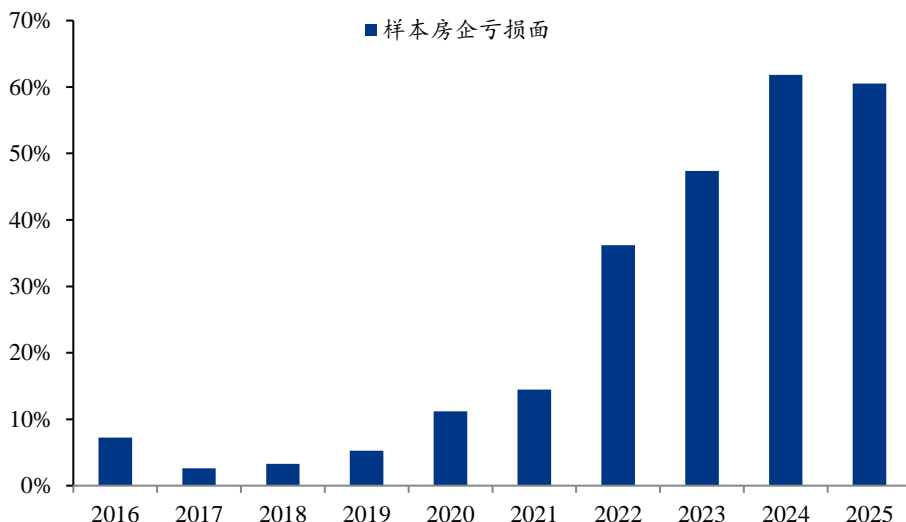


资料来源：wind、粤开证券研究院（注：毛利率按整体法计算）



房企房企主营业务的盈利困境尚未扭转，资产减值损失持续累积，行业大面积亏损的格局尚未改观。2025年样本房企中，有92家出现净亏损，亏损面达60.5%，连续第二年亏损占比超60%。多数房企亏损的原因有：一是土地市场深度下行，房企存量土地储备及已竣工项目价值缩水，存货跌价准备计提规模增加；二是房价持续调整，房企持有投资性物业公允价值下行，计提大额资产减值损失。其中，仅A股上市房企2025年资产减值损失合计1496亿元，同比增长52%，持续侵蚀企业盈利空间。

图表4：上市房企亏损面仍处于较高水平

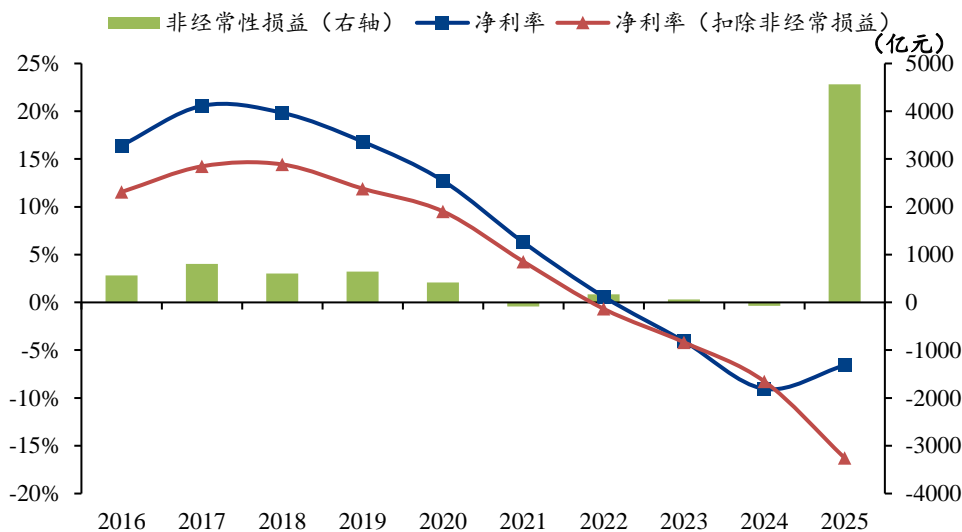


资料来源：wind、粤开证券研究院

房企净利润虽连续三年为负，但上市房企债务重组实质性推进，带来非经常性收入大幅增加，使得“账面亏损”有所减轻。2023—2025年样本房企连续三年整体净亏损，2025年合计净亏损2333亿元，较2024年减亏1560亿元；对应2025年销售净利率为-6.6%，较2024年回升2.5个百分点。房企亏损收窄主要源于出险房企债务重组带来的账面非经常性收益。2025年，房地产企业的债务重组进展显著，碧桂园、佳兆业等出险房企的债务重组收益较高，实现账面扭亏为盈，但并非项目经营基本面好转。2025年，样本房企非经常性损益规模合计达4561亿元，创历年之最，相当于全年营业收入的12.9%。上市房企“账面减亏”主要依靠债务重组收益，若扣除非经常性损益，房企净亏损额继续扩大，2025年房企净利率为-16.3%，较2024年下滑8个百分点。



图表5：上市房企利润率连续三年为负



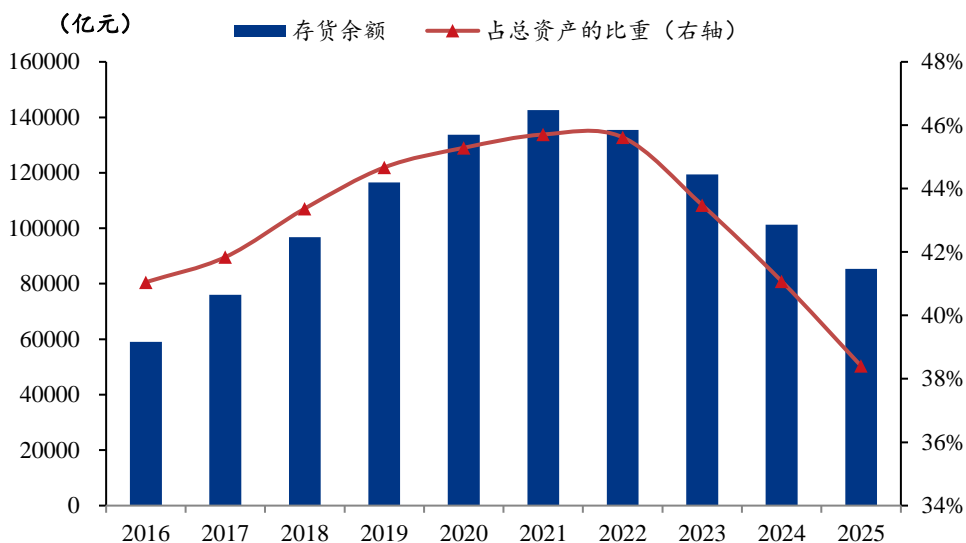
资料来源：wind、粤开证券研究院（注：净利率按整体法计算）

（三）库存：存货减值计提加码，库存去化仍然承压

从库存看，上市房企存货余额大幅压降，主要源自资产减值驱动，而受销售影响有限，2025年库存去化周期仍处于相对高水平。其一，存货余额大幅压降，主要受房企主动调整存货估值影响。2025年，样本房企存货余额合计8.53万亿元，同比下降15.7%；存货占总资产的比重38.4%，同比下降2.7个百分点。为真实反映资产价值并加快风险出清，上市房企持续加大存货减值和资产减值计提力度，主动消化历史高成本土地和低效项目形成的资产包袱。万科、华发、华侨城2025年存货跌价损失计提同比分别增长195%、268%、285%。其二，库存周转率未出现明显提升，说明行业库存去化进程整体仍然偏慢，存量资产沉淀问题尚未得到根本解决。2025年，样本房企存货周转率33.7%，存货周转周期为35.7个月，与上年基本持平。从区域结构看，市场结构性改善对库存去化产生一定的积极作用，一线城市及部分强二线城市在政策支持和改善性住房需求释放带动下，市场活跃度有所提升，优质项目去化有所加快。库存压力主要集中在三四线城市以及部分需求支撑不足地区。此类区域市场成交活跃度恢复较慢，库存消化周期仍然较长。

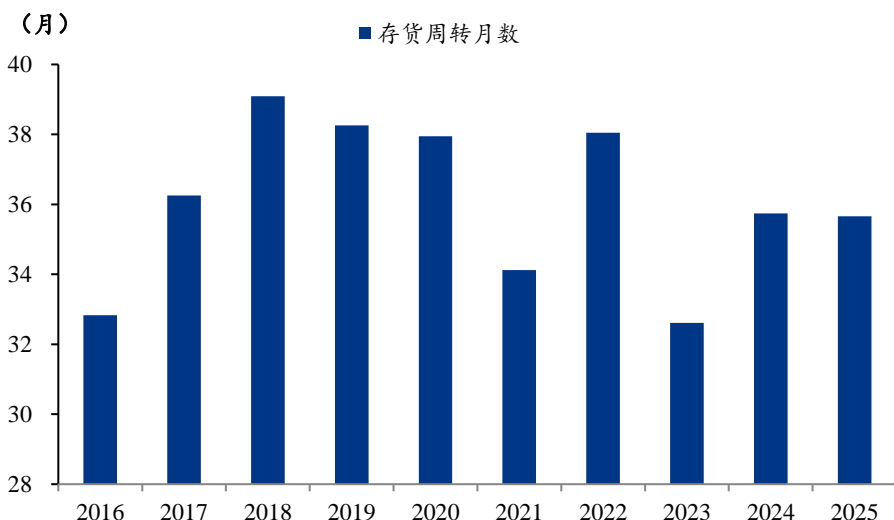


图表6：上市房企存货余额及占总资产的比重



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：上市房企存货周转周期



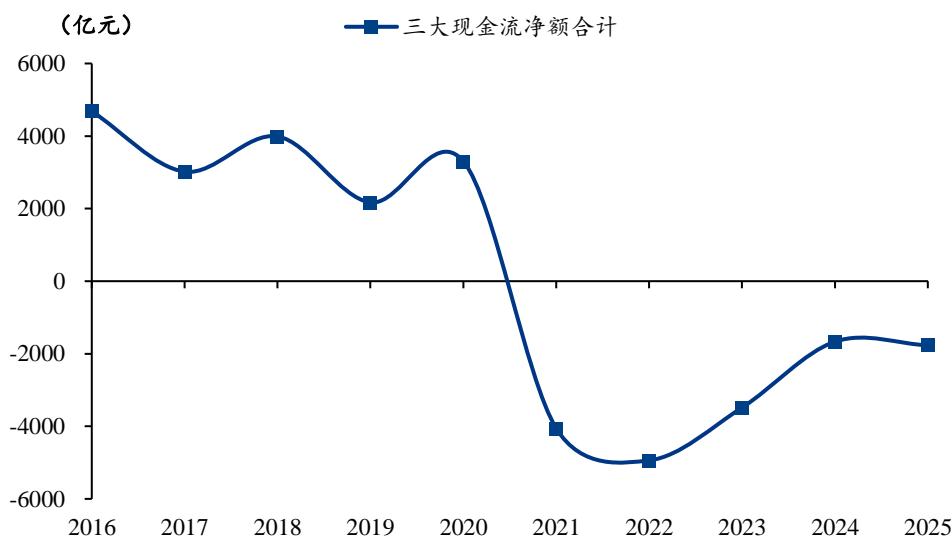
资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）现金流：经营、投资现金流改善有限，筹资现金流大规模流出

从现金流看，经营和投资现金流改善幅度有限，但筹资活动现金大幅净流出，房企现金流净额连续五年为负。2025年，样本房企现金流净额合计为-1770亿元，连续第五年净流出。2025年约近七成房企现金流净额为负，样本房企中仅有45家房企现金流净额为正，107家房企（占70%）的房企现金流净额为负。



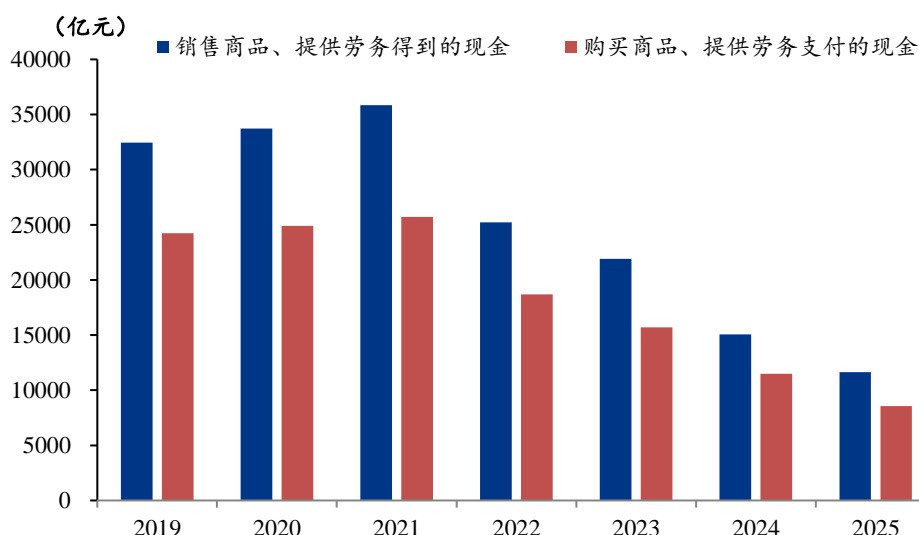
图表8：上市房企的现金流净额连续五年净流出



资料来源：wind、粤开证券研究院

从经营现金流看，房企经营活动整体收缩，现金流入与流出规模同步缩减，全年净额基本持平。2025年样本房企经营活动现金流净额4008亿元，与2024年基本持平。行业普遍转向“以销定支”策略，随着销售回款流入减少，施工等现金支出同步收缩。鉴于港股房企现金流量表披露数据不完整，汇总86家A股上市房企数据来看：流入端，受销售低迷、库存去化周期拉长影响，2025年销售商品、提供劳务收到的现金同比下降22.6%，仅为同期营业收入的73.7%；流出端，新开工施工支出缩减，购买商品、接受劳务支付的现金同比下降25.4%，仅为同期营业收入的54.2%。经营性现金流入与支出同步收缩，最终使得经营现金流净额保持平稳。

图表9：A股上市房企经营活动产生的现金流入和流出变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

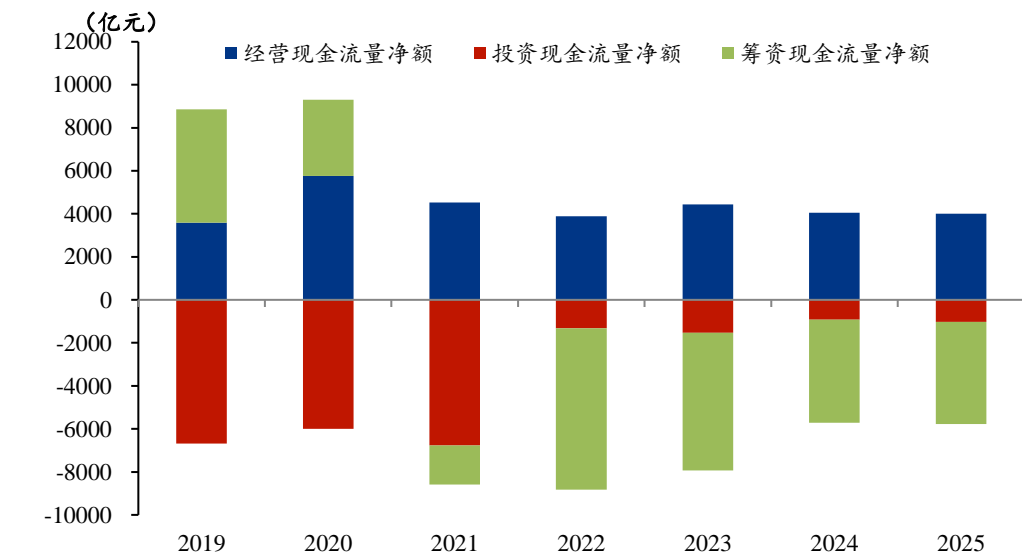
从投资现金流看，行业投资现金净流出规模略有扩大，但整体房地产开发投资仍处于下滑区间。2025年样本房企投资现金净流出1024亿元，较2024年多支出近100亿元，但仅为2021年行业高点的15%左右。部分头部房企投资支出规模回升，优质企业加大核



心城市土地购置力度；但全国房地产开发投资、新开工面积、施工面积仍持续下滑。这是由于房地产开发投资侧重建安工程、土地购置、项目建设等传统开发行为，受新开工萎缩拖累显著；而房企投资现金流涵盖土地购置、资产收购、股权投资等多元渠道，行业调整期头部企业通过项目并购、资产整合逆周期布局，叠加优质房企核心城市拿地，小幅拉动投资现金流支出。

从筹资现金流看，房企筹资活动现金大幅净流出，融资难仍是制约房企现金流改善的最大因素。2024 年以来城市房地产融资协调机制稳步落地，房企纳入融资“白名单”的项目可获得新增授信及存量贷款展期支持，对行业融资形成一定的托底作用。但房企整体到位资金持续下滑，企业自筹资金跌幅尤为突出，2025 年自筹资金同比下降 12.2%，降幅高于其他资金来源。受融资不足影响，2025 年样本房企筹资现金流净流出 4757 亿元，行业筹资现金流连续第五年净流出，拖累房企现金流改善。

图表10：上市房企的筹资活动现金流量大幅净流出



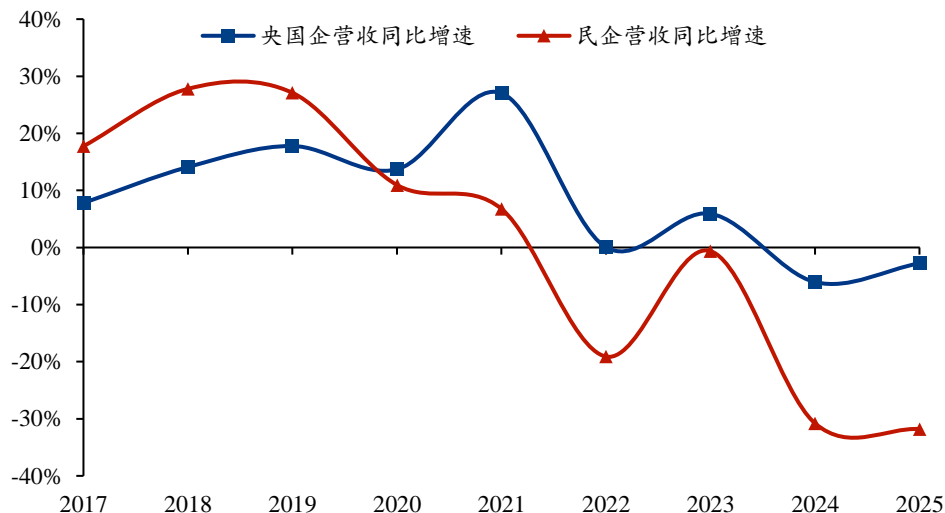
资料来源：wind、粤开证券研究院

（五）企业分化：央国企盈利能力下降，但好于民营，头部房企集中度上升

分所有制看，央国企营收增速下降但仍高于民营，央国企营收占比首次超过一半。样本房企中，央国企业绩表现好于民营企业及混合所有制企业（以下简称“民企”）。从营业收入看，2025 年，央国企营业收入增速放缓，同比下降 2.8%；而民企营业收入同比下降 31.8%。央国企营业收入份额上升 8.8 个百分点至 56.4%，占比首次超过一半。大型民营及混合所有制房企营收下行压力突出，万科、绿地控股、龙湖集团营业收入同比分别下降 31.9%、25.2%、23.7%。

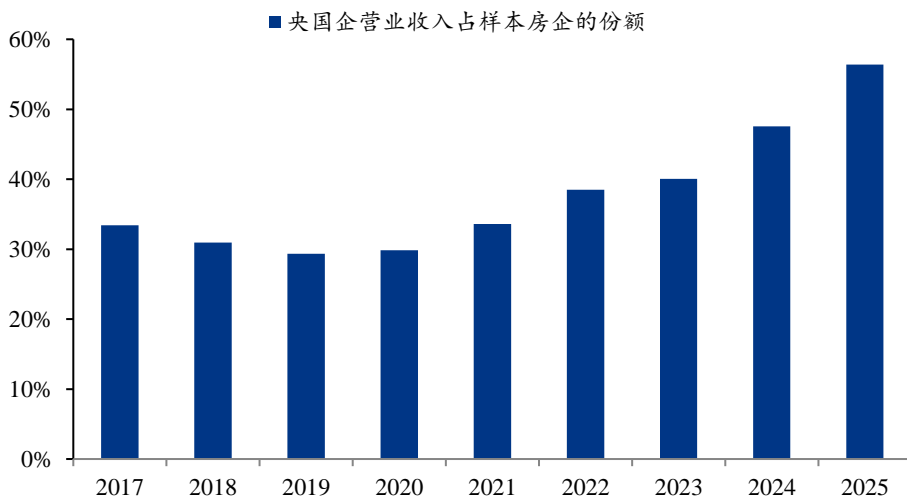


图表11：不同性质上市房企的营业收入增速变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：央国企的营业收入占全部样本房企的份额

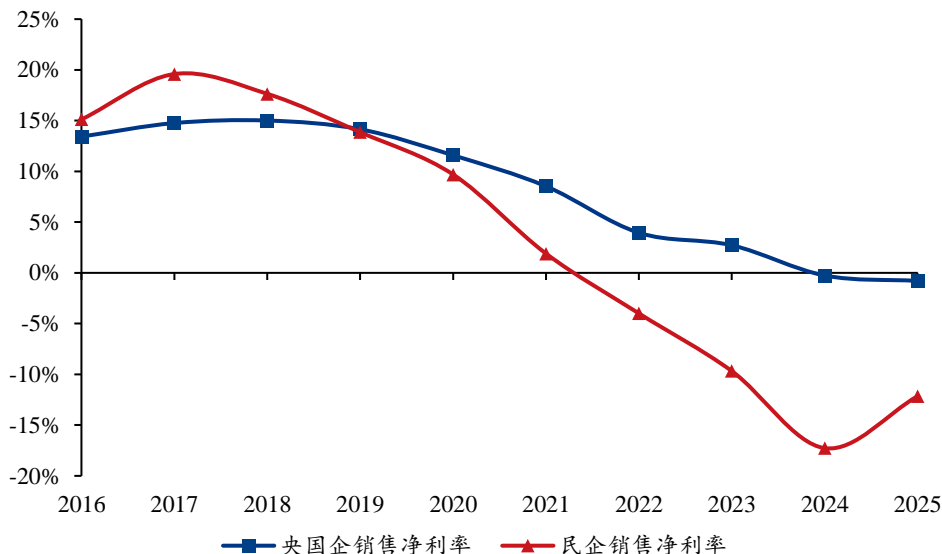


资料来源：wind、粤开证券研究院

从利润率看，央国企净利率连续两年为负，民企净利率下行幅度更大。其一，央国企盈利压力加剧，2024、2025年央国企房企连续两年净亏损。上市央国企则2025年净利润合计-971亿元，净亏损规模较2024年有所扩大；央国企销售净利率、净资产收益率分别为-0.8%、-0.6%，分别较2024年下滑0.5个、0.4个百分点。其二，民企盈利能力冲击更大，民企销售净利率远低于央国企。2021年以来，不同所有制房企盈利差距持续拉大，民企销售净利率低于央国企超10个百分点。2025年民企亏损幅度边际收敛，与央国企盈利差距略有收窄。2025年，民企净利润合计-887亿元，净亏损额较2024年收窄约30%；民企销售净利率、净资产收益率分别为-12.2%、-4.6%，分别较2024年回升5.1个、3.8个百分点。



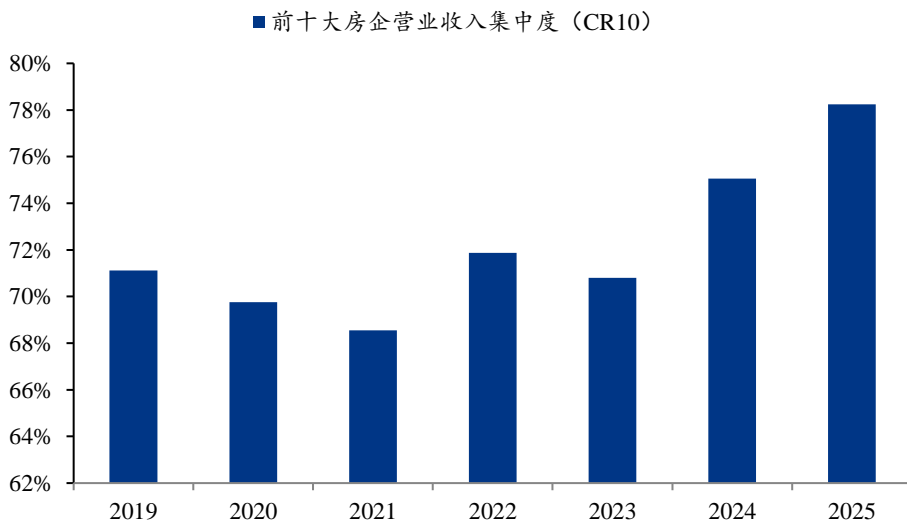
图表13：不同所有制类型的上市房企销售净利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

从企业规模维度看，头部房企目前以央国企为主，行业集中度有所提升。头部房企资金、产品、品牌优势突出，抗周期能力更强，销售表现稳健性优于中小房企。Wind 数据显示，2025 年前 10 大房企营业收入占全部样本房企比重达 78.2%，较 2021 年提升近 10 个百分点。在行业调整期，市场资源持续向资金实力较强、产品力较优、品牌影响较广的头部企业集聚，中小房企市场空间持续收窄。

图表14：上市房企中前十大房企营业收入的集中度



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

二、上市房企债务形势：规模压降、风险缓释

行业整体债务总量有序压降，高杠杆房企债务风险出清稳步推进，房地产行业系统性债务风险有所缓释。但债务结构性风险依然突出，房企自身经营造血能力不足，外部融资环境未实现根本性改善，账面现金规模、现金短债比持续走低，制约行业长期稳健发展。

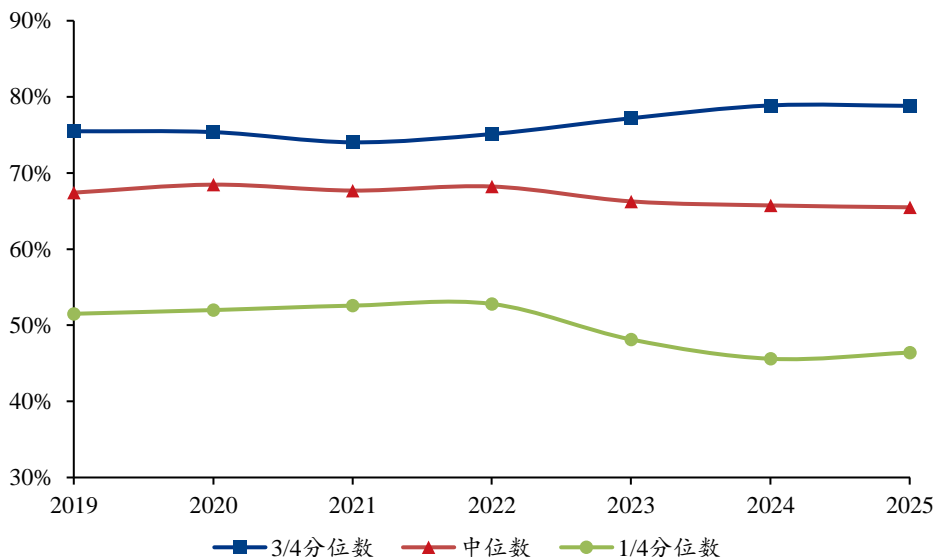


（一）债务总量：整体杠杆率稳中有降，高杠杆房企风险缓释

从整体看，房企去杠杆进程持续推进，债务总量持续压降。2025 年样本房企债务余额合计 15.0 万亿元，同比减少 13.1%。2025 年，样本房企资产负债率为 68.4%，较 2024 年下降 1.6 个百分点。合同负债无需支付利息，除了购房者退房以外基本不需要偿还，在计算资产负债率时应当予以剔除。剔除合同负债之后的资产负债率为 65.1%，较 2024 年下降 0.6 个百分点。

从分位数看，高杠杆房企的债务风险有所缓释。以剔除合同负债后的资产负债率衡量，样本房企中位数稳中有降，中位数 65.5%，较 2024 年下降 0.2 个百分点；高杠杆房企的资产负债率平稳，3/4 分位数维持在 79% 的水平。2025 年，样本房企中，有 48 家资产负债率超过 70% 监管红线，超线房企数量较上年减少 5 家。以净负债率（有息负债与账面现金之差/所有者权益）衡量，2025 年净负债率中位数 52.9%，较 2024 年有所上升；但 3/4 分位数下降 8.3 个百分点，从 2024 年的 136.9% 下降至 2025 年的 128.6%。

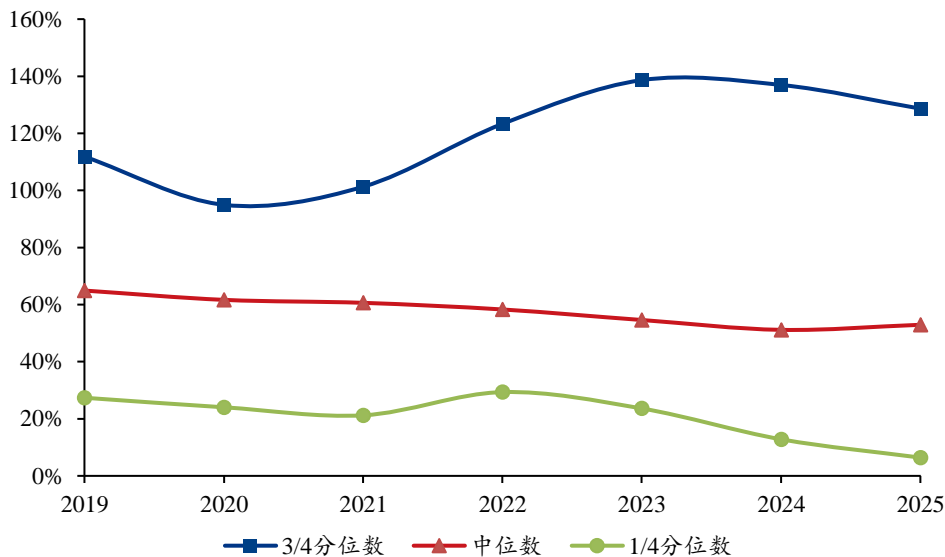
图表15：上市房企资产负债率（剔除合同负债）的分位数变化



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表16：上市房企净负债率的分位数变化



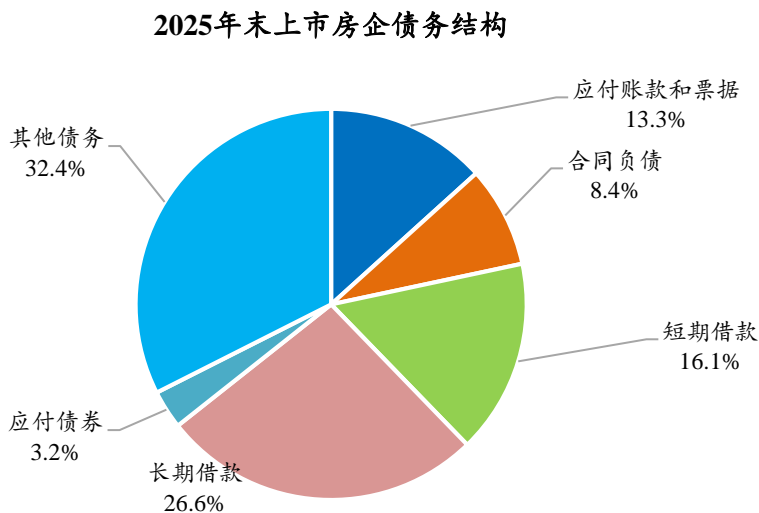
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）债务结构：经营性债务比重下降，有息负债长期化、标准化

当前多数房企处于偿还债务、压降杠杆、优化负债结构的阶段。房企负债结构改善主要体现在两大维度，一是经营杠杆持续去化，合同负债规模大幅缩减；二是有息负债结构优化，长期债务占比提升，高成本、高风险非标债务占比下降。

其一，合同负债大幅萎缩，源于房企经营活动减少，经营性债务整体比重下行。2025年样本房企总负债中，合同负债、应付账款及票据分别占比 13.3%、8.4%；其中合同负债余额 1.26 万亿元，同比大幅下降 33.3%，应付账款及票据余额 2.00 万亿元，同比下降 6.9%。两项合计经营性债务占总负债比重 21.7%，较 2024 年下降 1.6 个百分点。应付账款及票据主要为房企原材料采购、工程款项结算形成的经营性负债，行业销售疲软直接拖累预售及上下游采购活动收缩，经营性债务规模随之回落。

图表17：上市房企 2025 年不同类型负债结构

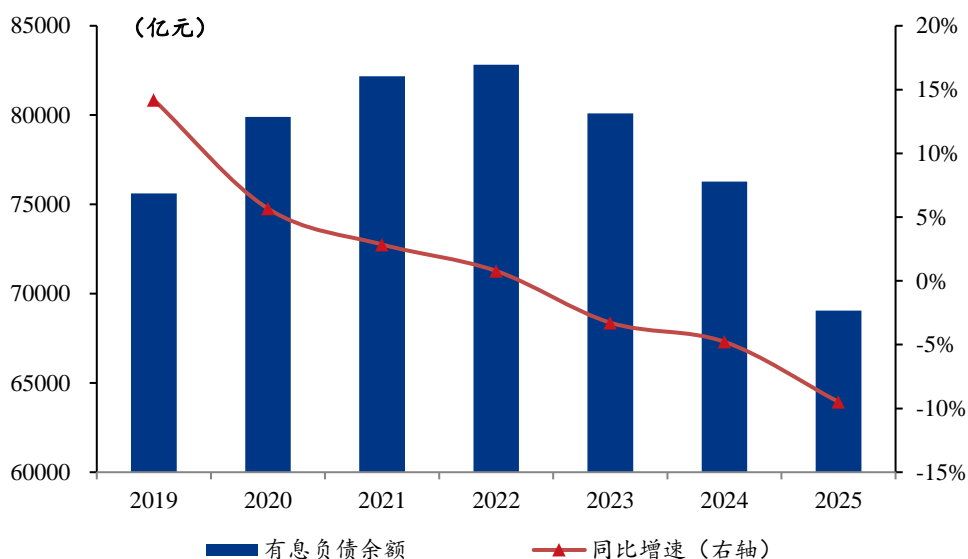


资料来源：wind、粤开证券研究院



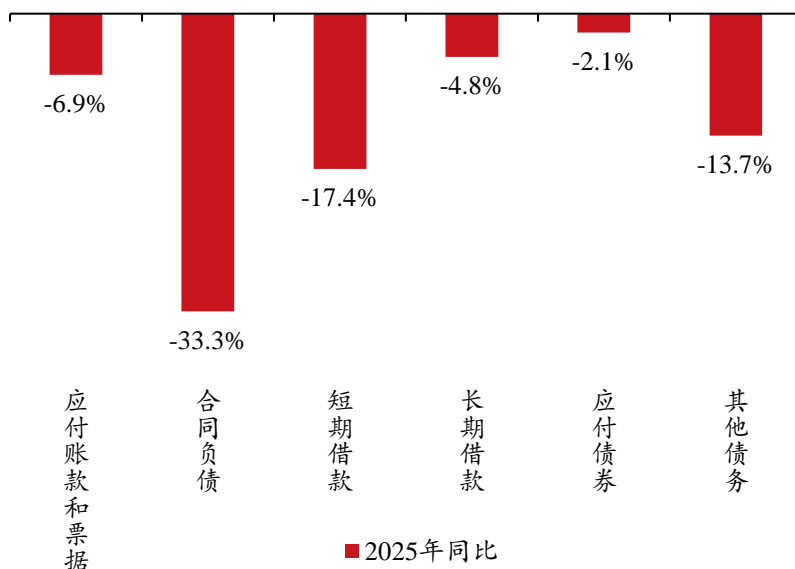
其二，有息负债规模连续三年压降，结构呈现“长期化、标准化”特征。房企有息负债涵盖短期借款、应付债券、长期借款及其他融资负债。行业去杠杆背景下，有息负债规模持续收缩，2025年末样本房企有息负债存量6.9万亿元，同比下降9.5%，创近三年最大年度跌幅。结构优化特征显著：一是短期负债收缩、长期负债占比提升。短期借款余额同比下降17.4%，占总负债比重16.9%，同比回落0.8个百分点；应付债券、长期借款余额同比分别下降2.1%、4.8%，占总负债比重分别为26.6%、3.2%，较上年分别提升2.3个、0.4个百分点。二是非标负债大幅压降。其他负债主要为信托、资产证券化等同业非标融资，普遍存在利率高、偿债压力大、风险隐蔽性强等特点；2025年末其他负债余额4.88万亿元，同比下降13.7%，占总负债比重降至32.4%。

图表18：上市房企的有息债务余额连续三年下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表19：上市房企2025年不同类型负债余额同比增速



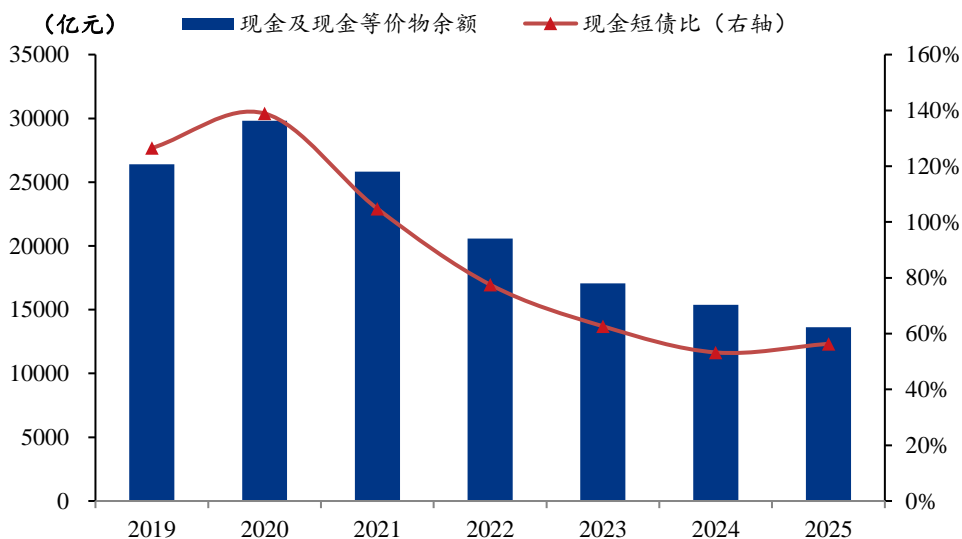
资料来源：wind、粤开证券研究院



(三) 融资情况：现金储备偏弱，债券融资承压

房企账面现金持续缩水，对短期债务偿付保障能力偏弱。一是房企账面现金余额大幅减少。2025 年末，样本房企现金及现金等价物余额 1.36 万亿元，较去年末下降 11.4%，较 2020 年的行业高点下降了 54.2%。二是房企现金短债比偏低，对短期债务的保障能力不足。2025 年，样本房企现金短债比降至 0.56，较 2024 年小幅提升 0.03，但仍处于近年来的较低水平，账面现金不足以覆盖一年内到期的有息负债。特别是民营房企账面现金不足，短期债务偿付压力较大，民企现金短债比仅为 0.25，远低于央国企的 1.30。

图表20：上市房企的现金短债比连续五年下降

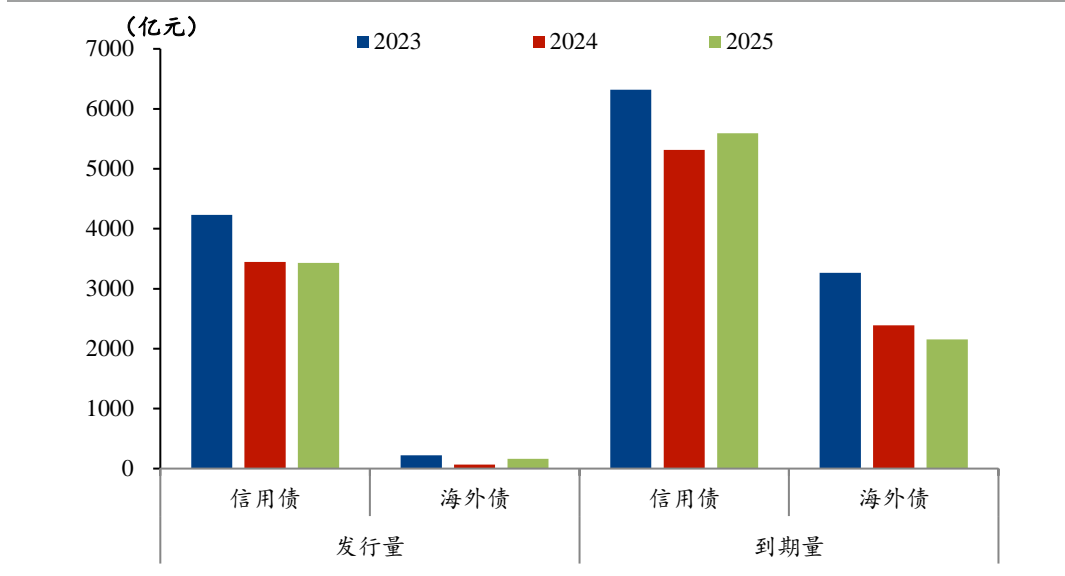


资料来源：wind、粤开证券研究院

房企公开市场发债融资困难，“新增融资少于偿债规模”，债券净融资持续为负。房企信用修复仍需时间，融资环境改善尚未完全传导至企业资产负债表。一是房企债券市场净融资为负。根据中指研究院统计，2025 年，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）净偿还超 2000 亿元，其中信用债发行量为 3429 亿元，与 2024 年基本持平；而信用债偿还量 5592 亿元，净偿还额为 2163 亿元，同比增长 16%。二是民企公开市场融资困难，融资成本较高。Wind 数据显示，上市房企中，2025 年仅有滨江、美的置业、新城控股等少数几家民营房企成功发行信用债融资。2025 年民营房企发行信用债加权平均利率为 3.38%，高于央国企发行利率 1.04 个百分点。同时，海外债、信托、资管等相对高成本的融资方式受到严格监管，加剧了民营房企的流动性压力。



图表21：房企境内信用债和海外债发行及偿还情况



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

三、结论与政策建议

基于前文对上市房企经营情况和债务现状的分析，我们有以下初步观察结论：

第一，房企经营业绩仍处于筑底阶段，销售、库存、价格三大维度修复的基础尚不牢固。总体上，房企营收、利润仍在低位运行，市场尚未走出下行区间。从销售端看，当前房地产合同销售和营业收入仍未摆脱负增长态势，居民购房预期和市场信心修复仍需时间。销售回暖更多集中于一线城市和部分强二线城市，而多数低能级城市市场需求恢复相对缓慢。从价格端看，房价止跌企稳基础仍不稳固。部分房企为加快回款、缓解资金压力，仍采取较大力度的促销策略推进库存去化，新房市场价格调整一定程度上影响了周边二手房市场价格预期。与此同时，部分资产处置房、司法拍卖房等低价房源进入市场，也对局部区域市场价格形成一定压力。从库存端看，行业库存压力仍未根本缓解。特别是在部分三四线城市和人口流出地区，项目去化周期持续拉长，库存消化难度较大，企业资产质量改善仍面临一定压力。

第二，房企风险处置已有实质性进展，债务重组、资产处置、杠杆压降取得积极成效。在市场出清和政策支持共同作用下，房企风险化解工作持续推进，行业由流动性风险集中暴露阶段逐步转向资产负债表修复阶段。一是出险房企债务重组取得阶段性进展。通过债务展期、资产处置等方式缓释偿债压力，也使得企业非经常性损益大幅增加，反映债务重组逐步落地见效。二是房企集中计提存货与资产减值，主动出清高成本土地、低效项目等历史包袱。虽然短期内拖累盈利，但长期看真实反映资产价值，有利于为后续经营扫清障碍。三是房企债务规模和杠杆水平逐步下降，高杠杆房企数量持续减少，资产负债状况逐步改善，行业系统性风险稳步收敛。

第三，房企距离恢复正常的开发投资能力尚有一定差距，主要症结在于房企现金流承压有待扭转、融资能力瓶颈较为突出。从投资看，行业开发投资、新开工面积持续下降，企业扩张意愿明显减弱。受销售回款放缓和融资收缩的双重制约，多数房企坚守以现金安全为首要目标，主动缩减拿地与工程投入，投资意愿低迷。从融资看，行业融资环境仍有待改善，企业之间分化明显，央国企融资渠道相对畅通，而中小民营房企仍面



临融资渠道偏窄、融资成本偏高的困境。行业现金流连续五年净流出，超七成房企现金流为负，当前房企自身现金流创造能力不足、外部融资方式受限，加剧了企业经营和投资活动的收缩态势。

下阶段，为了促进房地产市场平稳健康发展，政策可考虑聚焦“激活需求、化解风险、畅通融资、加速转型”四大方向，推动房地产市场逐步形成“销售回暖—库存下降—现金流改善—投资趋稳”的良性循环，加快构建房地产发展新模式。

第一，分类施策激活住房需求，多措并举加速库存去化。根据市场供求关系变化情况，支持一线城市因城施策优化房地产调控措施，更好满足居民合理住房需求和改善性住房需求，发挥核心城市市场稳定和预期引导作用，带动全国房地产市场预期逐步改善。对于库存压力较大的二三线城市，结合城市更新、保障性住房建设以及旧房换新等政策，撬动存量房源流通，加快库存消化。

第二，市场化推进债务重组，稳妥化解企业流动性风险。其一，积极鼓励和支持行业内的优质龙头房企，通过并购重组等方式，整合已出现流动性困难或陷入经营困境的房企项目与资产。多渠道支持房企风险处置。其二，支持金融机构参与企业债务重组，推动债务展期、债转股、资产重组等市场化风险化解方式落地实施，实现风险有序出清。其三，研究完善房企债务重组相关配套政策，对符合条件的债务重组收益涉及的企业所得税、土地增值税等税费，探索实行延期缴纳、分期缴纳等安排，减轻企业短期资金压力，为企业恢复正常经营创造条件。

第三，夯实融资支持政策，构建可持续的融资体系。当前行业融资呈现明显分化，民营及中小房企融资难、成本高问题依旧突出。建议持续落地房地产融资协调机制，坚持市场化导向，优先保障经营稳健、项目优质、风险可控房企的合理融资需求。引导金融资源向城市更新、保障性住房、优质住宅项目倾斜，逐步建立适配行业高质量发展的融资格局。

第四，加快房企业务转型，推动行业高质量发展。紧扣房地产发展新模式要求，推动房企摆脱传统规模扩张、依赖土地增值的旧路径，转向深耕产品品质、资产运营与配套服务。支持企业参与城中村改造、城市更新、保障房建设及存量资产盘活，拓宽经营赛道，培育长期发展动能。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，CFA，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com