

存量负担出清渐行渐近 ——港股内房开发 2025 年报综述

华泰研究

2026 年 4 月 15 日 | 中国内地

专题研究

2025 年港股内房公司整体业绩依然承压，受结转规模下降及毛利率下行的影响，营收与利润双双下滑。销售规模继续收缩，但头部房企在市场调整中仍展现出更强韧性。拿地意愿略有恢复，但整体依然处于去库存进程。值得注意的是，房企减值压力逐步疏解，财务结构也在持续优化，融资成本进一步下行。尽管规模收缩，但整体运营质量在提升。展望“十五五”，大部分房企都在经营性业务或轻资产业务层面有更高的预期，我们预计来自第 N 增长曲线的业务收入和利润占比有望提升，企业 α 价值会进一步体现。

业绩：结转规模与利润率探底，减值压力趋缓

2025 年，总体房企营收同比-5.8%，增速较 2024 年下降 3.4pct，归母净利润同比-27.2%，降幅较 2024 年走阔 7.0pct，归母净利润率 2.92%，同比-1.48pct，自 2018 年以来已连续 7 年下行。结转资源储备继续下滑。但减值压力有所缓释。25 年总体房企资产减值损失为 115 亿元，同比-11.5%。我们认为房企盈利企稳的焦点在质不在量。以下因素有望逐步推动利润表修复：1) 减值压力缓释；2) 房价有望进入二阶导转正；3) 新项目的结转规模占比逐步提升。

销售及扩张：行业集中度提升，以销定产优化土储

2025 年总体房企全口径合同销售金额同比-12.4%，降幅较 2024 年收窄 5.9pct，优于百强房企平均变动 (-19.8%)。26 年整体供货计划收缩 11%，销售预期保持审慎。随着房价二阶导转正，我们认为布局合理且近年所获项目占比较高的房企有望呈现销售弹性。25 年房企拿地意愿在低基数基础上有所修复，当前房企普遍以“以销定产、精准投放”为原则，土储维持在低位，坚持深耕核心城市。

融资：杠杆从降规模到优结构，融资成本优势巩固

2025 年总体房企有息负债存量同比微涨 0.3%。快速去杠杆的进程基本结束，房企融资端的改善从负债总规模下降，转向为结构的优化。年末整体杠杆进一步优化，但因销售规模的下降，与回款相关的净负债率略有上升，但从债务覆盖角度，资金依然充足。2025 年，总体房企的平均融资成本为 3.14%，同比-0.49pct。2026 年我们认为可以继续关注流动性环境的变化，头部房企的融资成本有望进一步下降。

展望：企业 α 属性有望增强

站在“十五五”的起点展望未来 5 年规划，房企基于自身优势战略各有分化，共性是均从规模扩张转向质效提升和模式转型，包括：1) 央企龙头侧重完善多元协同发展的生态，增强更具逆周期属性以及稳定现金流的业态在公司业绩中的贡献度；2) 品质房企坚守开发、打磨品质的同时，强化产品力的外溢价值兑现；3) 中型房企以销售市占率提升为目标；4) 民企实现从现金流修复至业绩修复的跨越。我们预期今后房企 α 属性将愈发显著。

投资建议

整体而言，房企的看点在质不在量，尤其是房价对于企业业绩修复更具乘数效应。我们认为 2026 年起，我国房地产价格将进入二阶导转正阶段，是逐步布局地产股的时机。建议关注：1、历史负担较轻或者现金流更为健康的企业，为新一轮扩张做准备：华润置地、建发国际集团、中国海外发展、绿城中国、中国金茂、越秀地产等；2、估值处于低位、或计提减值准备较为充分的企业，如龙湖集团等。

风险提示：房地产政策波动，房地产市场复苏不及预期，部分房企经营风险。

房地产开发

增持 (维持)

房地产服务

增持 (维持)

刘璐

SAC No. S0570519070001
SFC No. BRD825

研究员

liulu015507@htsc.com
+(86) 21 2897 2053

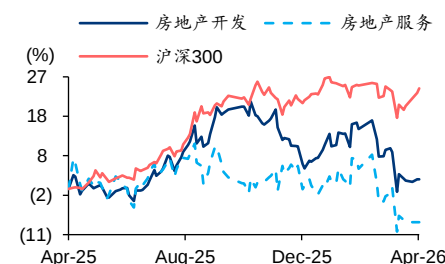
陈慎

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

研究员

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
龙湖集团	960 HK	12.94	买入
越秀地产	123 HK	5.73	买入
建发国际集团	1908 HK	19.31	买入
华润置地	1109 HK	38.54	买入
中国海外发展	688 HK	14.72	买入
绿城中国	3900 HK	9.92	买入
中国金茂	817 HK	1.60	增持

资料来源：华泰研究预测



正文目录

港股内房开发 2025 年报综述	3
业绩：结转规模与利润率探底，减值压力趋缓	4
结转规模与毛利率双降，减值影响趋弱	4
结转资源储备继续下滑，盈利企稳的焦点在质不在量	5
少数股东损益占比持续走高，资产减值压力缓释	6
销售：行业集中度提升，分化格局或延续	8
行业整体降幅收窄，集中度进一步提升	8
整体供货收缩，销售预期保持审慎	9
扩张：以销定产，新拓结构持续优化	10
拿地意愿有所修复，聚焦核心城市	10
土储延续去化趋势，规模维持相对低位	11
融资：杠杆从降规模到优结构，融资成本优势巩固	12
展望：企业 α 属性有望增强	14
2026 年延续去库存思路，关注产品提质与结构转型	14
“十五五”战略规划：高质量发展，模式全面转型	15
投资建议	16
风险提示	16

港股内房开发 2025 年报综述

由于 2021 下半年以来，房地产行业整体呈下行趋势，部分内房公司在经营中面临较大的不确定性。为了确保数据具有代表性及可比性，延续去年选取的 8 家港股内房公司（以下简称“总体房企”）作为样本进行财报综述，其中包括 6 家央国企、1 家混合所有制企业以及 1 家民营企业。

本次综述将从业绩、销售、扩张和融资四个维度，全面梳理样本房企 2025 年的整体表现，并结合样本房企 2025 年度公开业绩会内容，从管理层视角解读 2026 年的战略发展方向。

图表1：总体房企名单

股票代码	房企名称	企业性质	市值(亿 港元)
1109 HK	华润置地	中央国有企业	2,208
0688 HK	中国海外发展	中央国有企业	1,346
0960 HK	龙湖集团	民营企业	570
1908 HK	建发国际集团	地方国有企业	313
0123 HK	越秀地产	地方国有企业	150
3900 HK	绿城中国	混合所有制企业	233
0817 HK	中国金茂	中央国有企业	204
0081 HK	中国海外宏洋集团	中央国有企业	96

注：以上市值数据截至 2026 年 4 月 14 日

资料来源：Wind，华泰研究

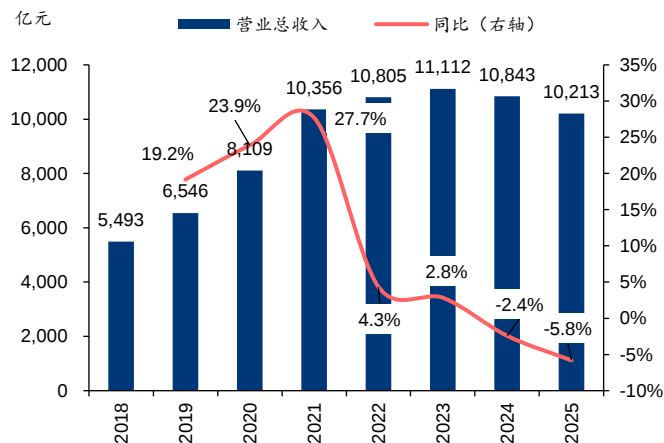
业绩：结转规模与利润率探底，减值压力趋缓

结转规模与毛利率双降，减值影响趋弱

2025 年，总体房企营收同比-5.8%，增速较 2024 年下降 3.4pct，收入下滑主因在于仍受 2022 年以来合同销售规模逐步回落影响，房企开发项目结转规模下降。在 8 家样本房企中，有 5 家房企的 2025 年营收同比增速为负，较 24 年增加 2 家，销售端传导至结转端的压力仍在延续。

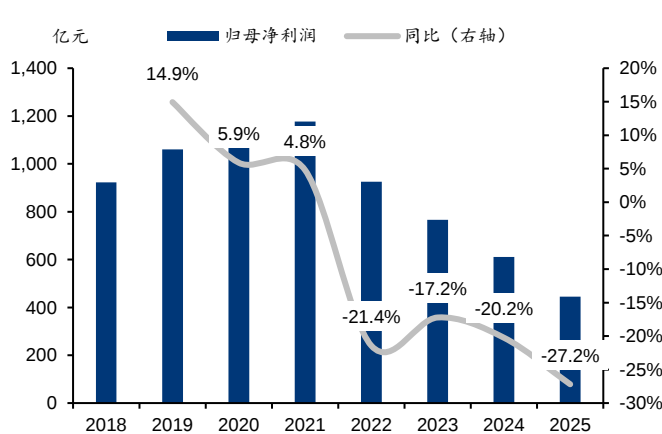
2025 年，总体房企归母净利润同比-27.2%，降幅较 2024 年走阔 7.0pct，归母净利率 2.92%，同比-1.48pct，自 2018 年以来已连续 7 年下滑。具体来看，8 家样本房企中有 7 家公司的归母净利润同比下滑，其中 5 家的同比降幅较 2024 年进一步走阔。我们认为，利润下行主要受两方面因素拖累：1) 房企结转规模整体回落；2) 行业处于调整期，房企普遍以价换量主动去库存，2025 年总体房企毛利率 13.03%，同比-1.32pct；存货减值计提高位回落，短期拖累盈利表现，长期随着减值损失收窄影响有望减小。

图表2：总体房企-营业收入和同比增速



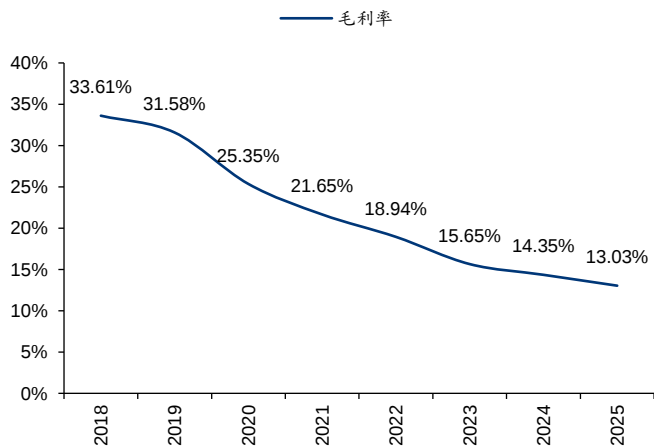
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：总体房企-归母净利润和同比增速



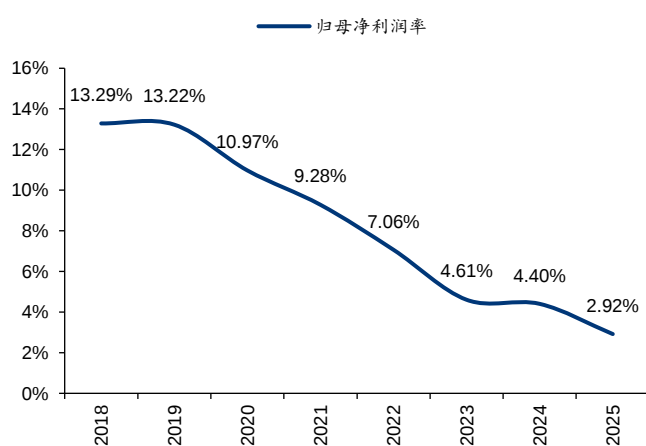
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：总体房企-毛利率



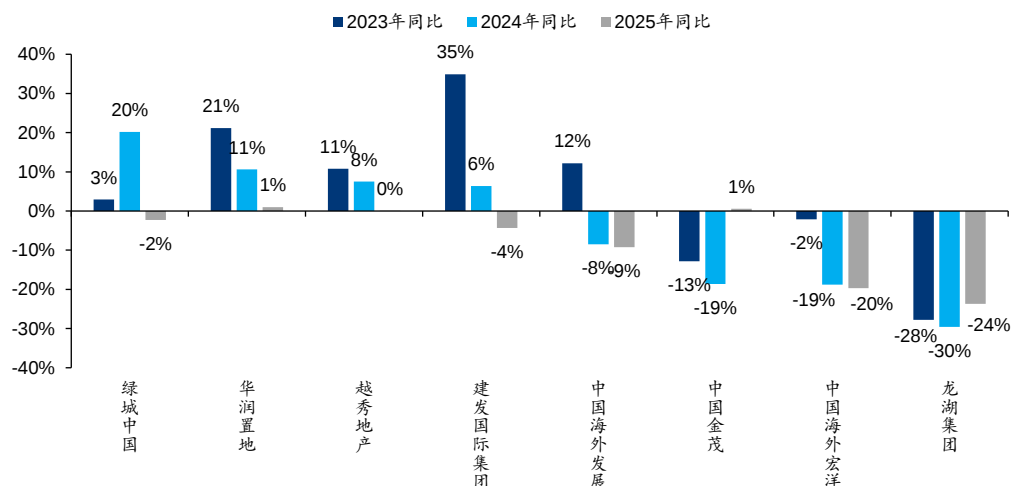
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：总体房企-归母净利率



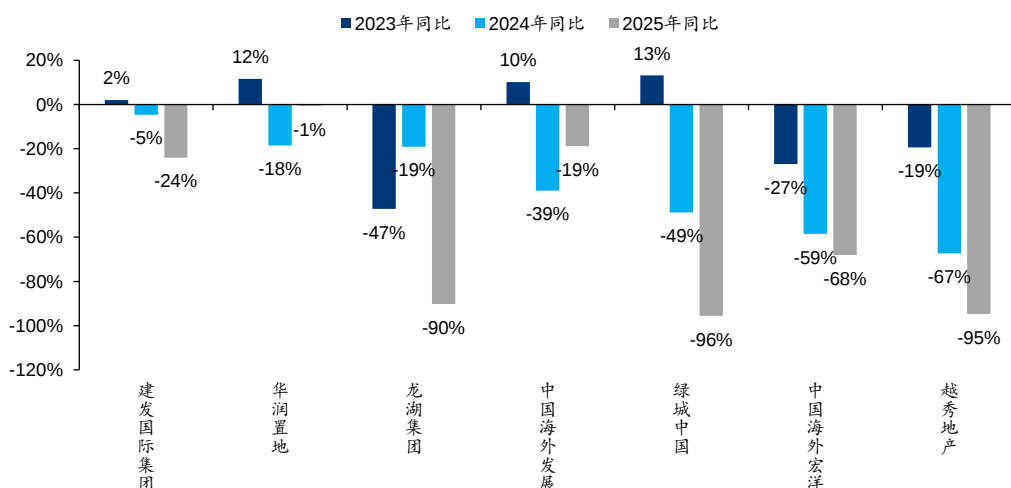
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：样本房企-营业收入同比增速（2023&2024&2025 年）



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：样本房企-归母净利润同比增速（2023&2024&2025 年）



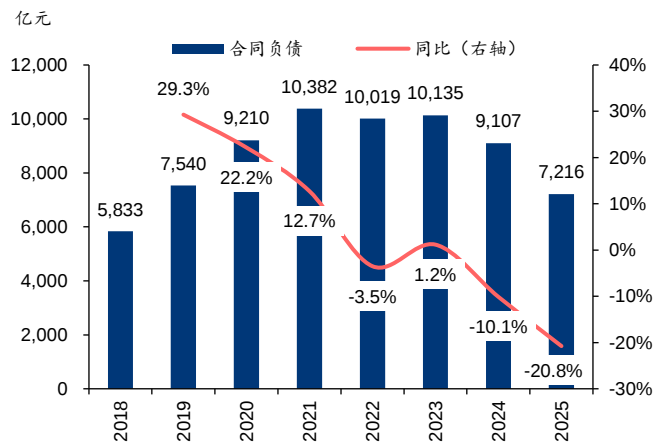
资料来源：Wind，华泰研究

结转资源储备继续下滑，盈利企稳的焦点在质不在量

截至 2025 年末，总体房企合同负债同比-20.8%，增速较 24 年下滑 10.7pct，随着合同负债规模进一步收缩，对房企营收的覆盖度也持续降低，截至 2025 年末，总体房企合同负债对当前营业收入的覆盖倍数由 2024 年末的 84%大幅下降至 71%，连续四年低于 1 倍，显示当前总体房企未来 1 年的营收储备相对较薄，后续或仍面临收入下降的压力。

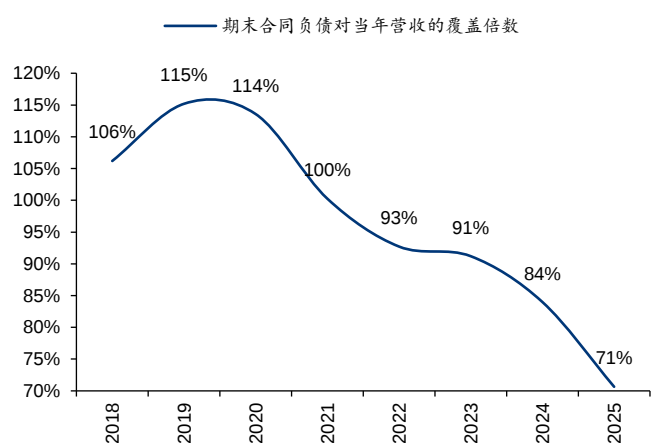
从利润趋势来看，根据我们对样本房企业绩会内容的梳理，大部分房企表示自 2022 年及以后获取的新项目销售利润率较之前的项目有所改善，同时减值压力也在缓释。尽管开发业务结转和销售节点的时间错位以及存量库存的问题仍会对利润率产生影响，但减值压力缓释，房价有望进入二阶导转正，随着新项目的结转规模占比逐步提升，利润表的修复有望逐步体现。

图表8：总体房企-合同负债和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：总体房企-合同负债对结转收入的覆盖倍数



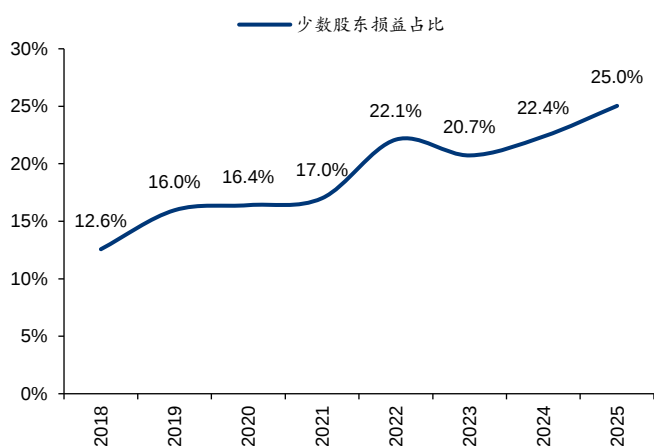
资料来源：Wind，华泰研究

少数股东损益占比持续走高，资产减值压力缓释

2025 年，总体房企少数股东损益占净利润的比重为 25.0%，较 2024 年上升 2.6pct，连续两年上升，为 2018 年以来的高位。但我们认为少数股东损益占比上升亦可能由结转结构变化所致，反映部分房企的低权益项目仍在结转周期中。自 2022 年以来房企在拿地和销售端的权益比例均有所提升，我们预计后续房企结转端权益占比有望稳步回升，助力归母净利润改善。

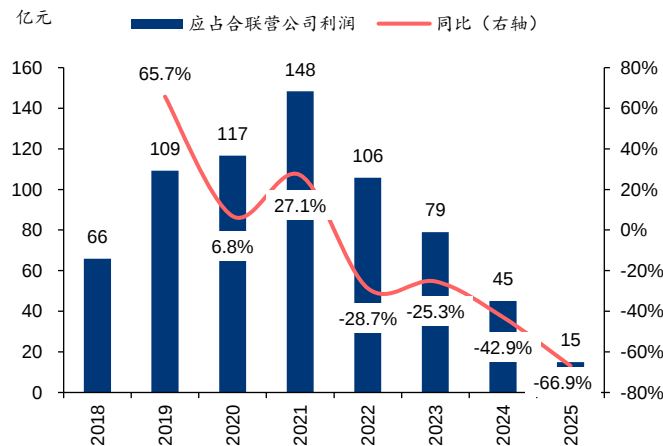
非并表项目层面，2025 年总体房企应占合联营公司利润同比-66.9%，自 2021 年触顶后持续回落，我们认为可能存在两方面原因：1) 受房地产行业调整影响，表外项目利润规模下降或表外项目存货计提减值增加所致；2) 央国企开发商过去四年在合作开发项目中的并表主动权有所提升，导致非并表项目收入及利润规模有所下降。

图表10：总体房企-少数股东损益占比



资料来源：Wind，华泰研究

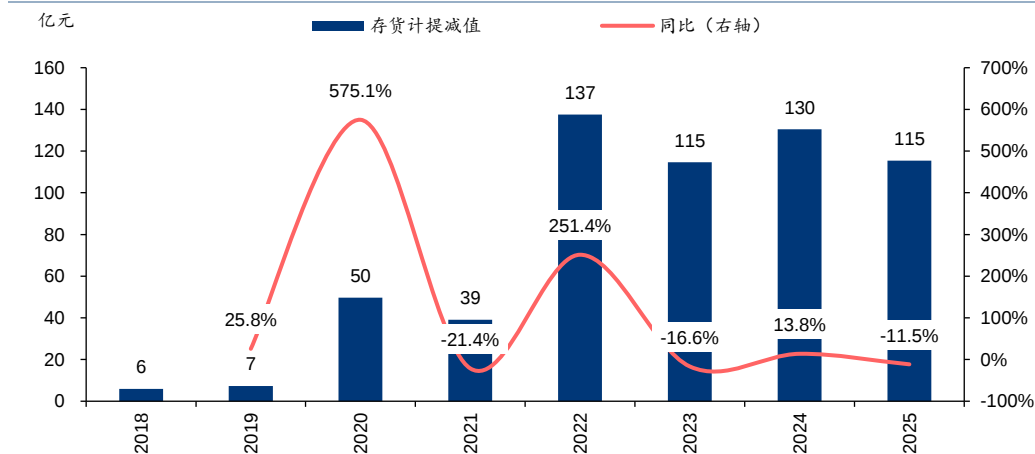
图表11：总体房企-应占合联营公司利润和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

自 2022 年以来，房价持续承压，销售去化节奏放缓，行业整体面临较大的资产减值压力。然而 2025 年这一压力有所缓释。2025 年，总体房企（可比口径）资产减值损失为 115 亿元，同比-11.5%，存货跌价计提压力得以缓解，具体来看，可比房企（6 家）中的 5 家房企 2025 年的计提减值金额小于 2024 年，一定程度上反映房价下行压力与房企拿地质量边际改善。

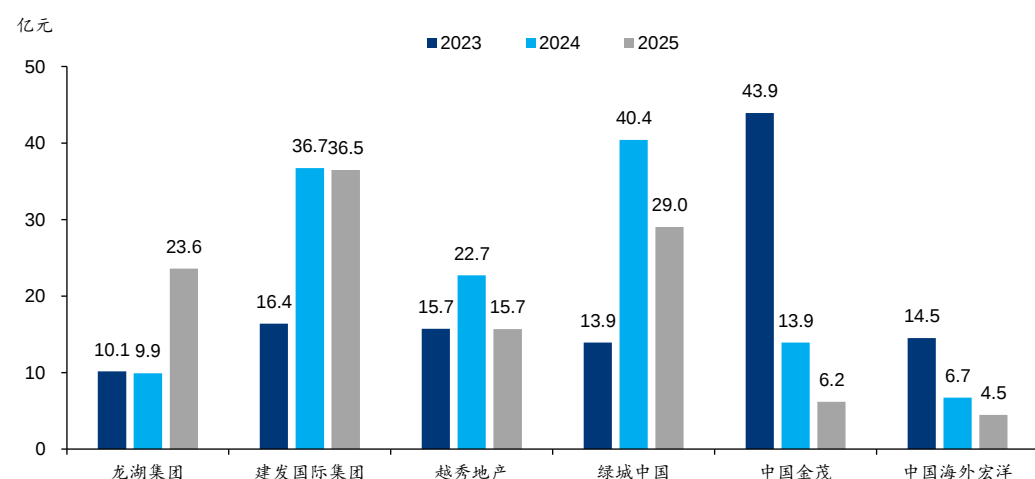
图表12：总体房企（可比口径）-资产减值损失和同比增速



注：此指标不含中国海外发展及华润置地。

资料来源：Wind，华泰研究

图表13：样本房企（可比口径）-资产减值损失（2023&2024&2025 年）



注：此指标不含中国海外发展及华润置地。

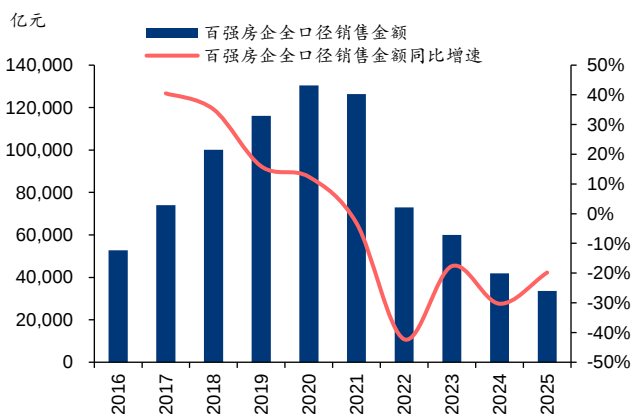
资料来源：Wind，华泰研究

销售：行业集中度提升，分化格局或延续

行业整体降幅收窄，集中度进一步提升

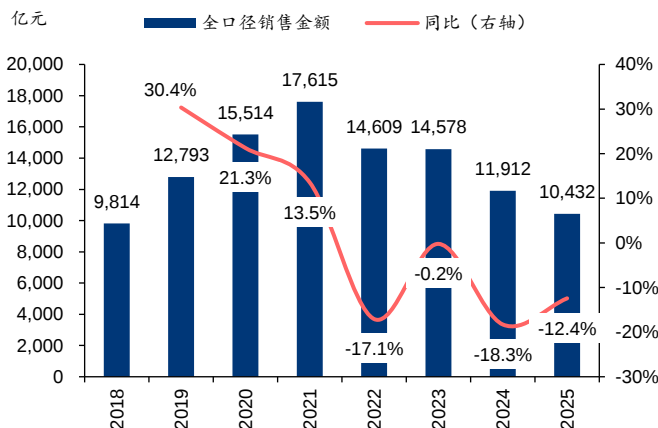
2025 年，总体房企全口径合同销售金额同比-12.4%，降幅较 2024 年收窄 5.9pct，虽同比有所下滑，但仍优于百强房企平均变动（-19.8%）。8 家样本房企中，7 家房企销售同比增长，但其中 5 家降幅较 2024 年缩小，反映房企去库存取得一定成效及近年来新投资优质项目初步兑现，销售情况边际改善。

图表14：2025 年百强房企销售金额及同比



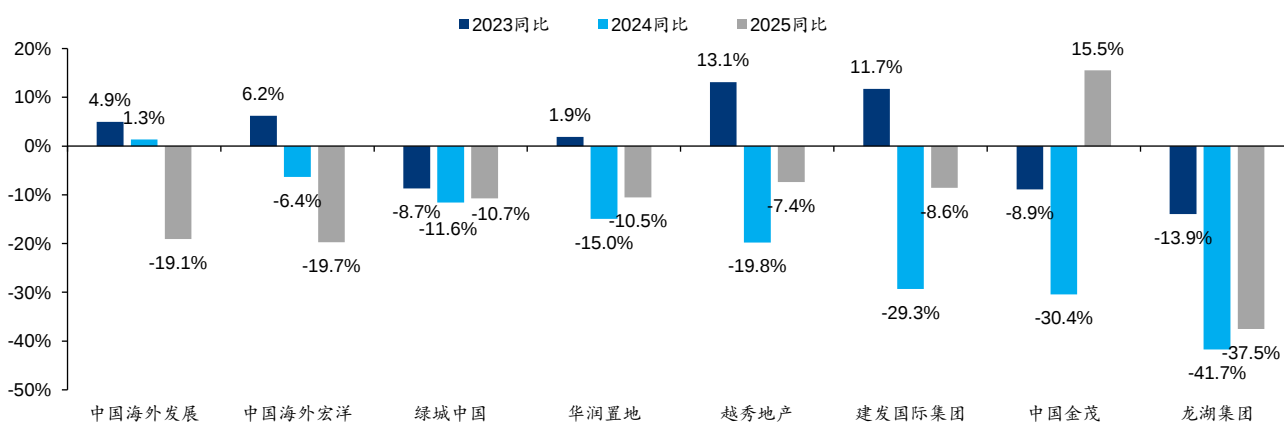
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表15：总体房企-全口径合同销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

图表16：样本房企-2023&2024&2025 年全口径合同销售金额同比增速



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

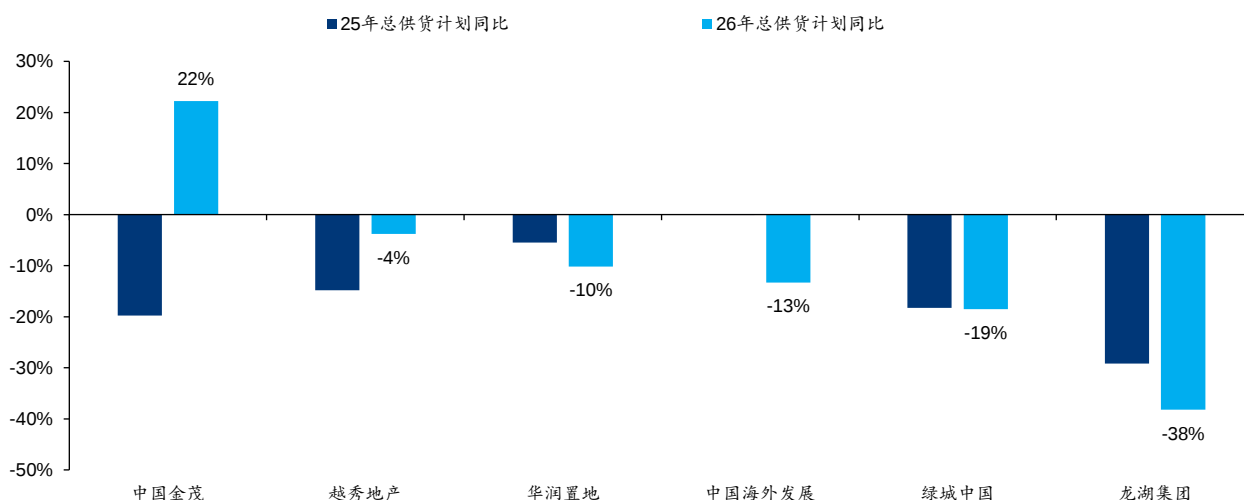
整体供货收缩，销售预期保持审慎

根据对各房企业绩会表述的统计，在不考虑当年新增项目于当年供货的假设下，8家样本房企2025年计划总供货同比-11%，供货降幅较2024年进一步扩大2pct。结构上，仅中国金茂的可售货值同比正增长，反映部分房企仍处于库存消化阶段，供给能力与节奏仍受一定制约。

根据2025年报及业绩会的内容，房企管理层普遍对2026年的销售市场保持观望态度，销售目标相对审慎：绿城中国力争1300亿元销售目标；越秀地产坚守千亿规模、冲击行业前十；中国金茂依托2200亿可售货值，按55%去化率实现规模与排名稳中有升，即目标实现接近7%的正增长；龙湖集团可售货值超1000亿，以量价平衡保障去化；建发国际不设硬性目标，以销定投稳规模、提市占率；中海、中海宏洋、华润置地依托优质货值，销售目标保持行业相对领先或保持平稳。

随着房价二阶导转正，尤其是以一线城市为代表的核心城市的预期改善，我们认为布局合理且近年所获项目占比较高的房企有望呈现销售弹性。

图表17：样本房企-2025-26年计划总供货同比增速



资料来源：公司公告，公司年度业绩发布会，华泰研究

扩张：以销定产，新拓结构持续优化

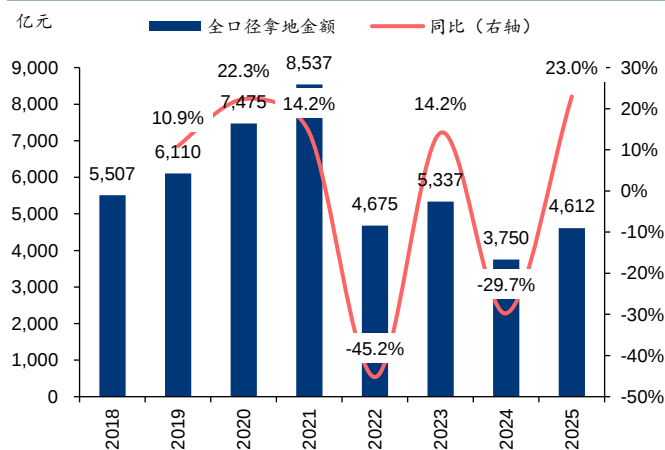
拿地意愿有所修复，聚焦核心城市

2025 年，总体房企拿地金额同比+23.0%（2024 年为同比-29.7%），增幅创 18 年以来新高，全口径新增货值同比+19.8%（2024 年为同比-33.3%），拿地强度同比+12.7pct 至 44.2%，整体投资规模在 2024 年低基数下显著提升。

虽然拿地强度较大提升，但聚焦主流城市、核心地段的投资策略保持不变。具体而言，绿城中国核心一二线城市新拓货值占比达 86%，越秀地产期末总土储一二线城市占比约 94%，建发国际一二线城市拿地货值占比达 82%，中国海外发展新增土地储备一线城市占比 73.9%，华润置地新增土储一二线投资占比高达 99%。

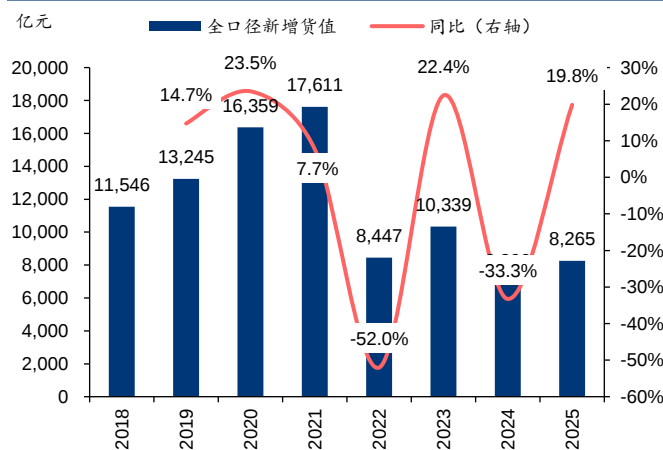
当前房企普遍将投资节奏与质量管控深度融合，以“以销定产、精准投放”为原则，拿地端依然聚焦于一线及强二线核心城市核心区域。拿地战略趋同，但多数房企仍表示其在重点布局城市的市占率仍有显著提升空间。未来将继续深耕现有核心城市，通过“好信用、好城市、好产品”策略巩固市场地位，在行业出清过程中实现份额持续提升。

图表18：总体房企-全口径拿地金额和同比增速



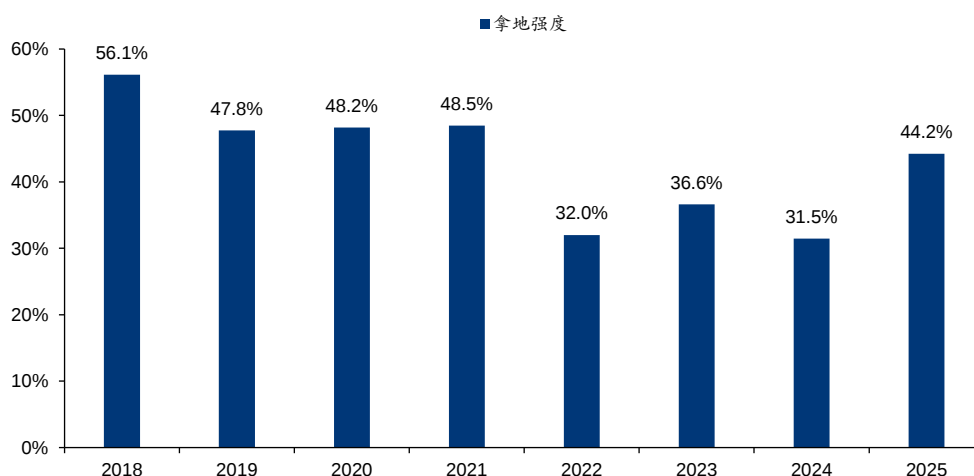
资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

图表19：总体房企-全口径新增货值和同比增速



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

图表20：总体房企-拿地强度



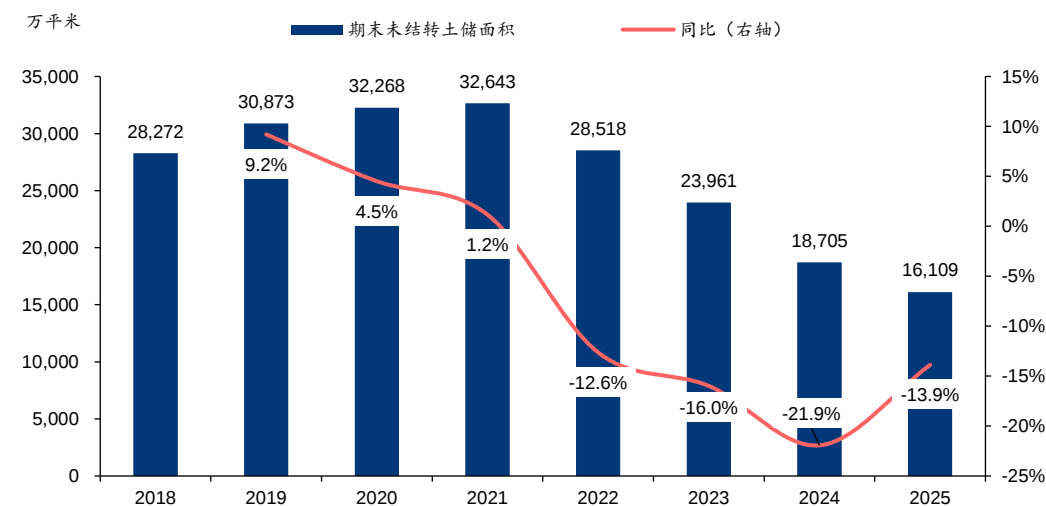
注：拿地强度=2025 年全口径拿地金额/2025 年全口径合同销售金额

资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

土储延续去化趋势，规模维持相对低位

截至 2025 年末，总体房企拥有全口径土地储备约 1.61 亿平方米，同比-13.9%，连续四年下降，但降幅较 2024 年收窄 8.0pct，整体土储规模降至 2018 年以来最低水平。过去四年，房企一方面积极去化存量，另一方面拿地相对审慎，土地储备持续处于消耗阶段。我们认为短期内行业整体仍将处于去库存周期，“以销定产”的投资策略即意味着头部房企土储规模或将维持在相对低位。

图表21：总体房企-期末全口径土地储备和同比增速



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

融资：杠杆从降规模到优结构，融资成本优势巩固

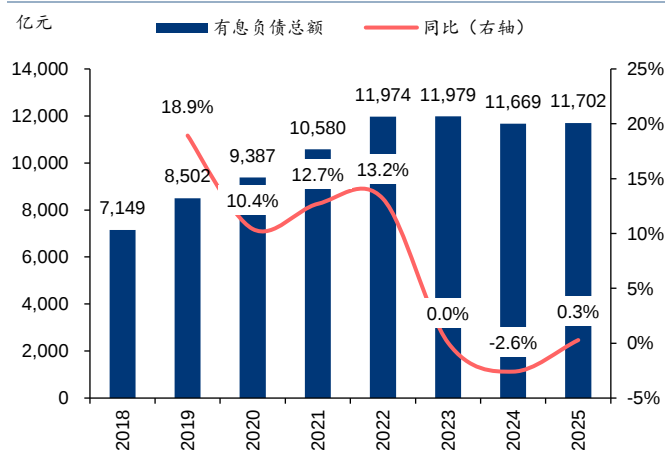
2025 年总体房企有息负债存量 11702 亿元，同比微涨 0.3%。快速去杠杆的进程基本结束，房企融资端的改善从负债总规模下降，转向为结构的优化，如平均到期年限的拉长以及以银行贷款为代表的低息渠道融资占比的提升。

年末整体杠杆进一步优化，剔除预收账款后资产负债率为 57.4%，较 24 年末降 1.4pct。但因销售规模的下降，与回款相关的净负债率指标略有上升，但从债务覆盖角度，资金依然充足。截至 25 年末，总体房企净负债率 46.3%，较 24 年末升 2.9pct；现金短债比 221%，较 24 年末降 9pct；现金余额占总资产比例从 11.3%降至 10.5%。

2025 年，总体房企的平均融资成本为 3.14%，同比-0.49pct。具体来看，中国海外发展及华润置地平均融资利率分别为 2.80%、2.72%，为样本房企中最低。2026 年我们认为可以继续关注流动性环境的变化，头部房企的融资成本有望进一步下降。

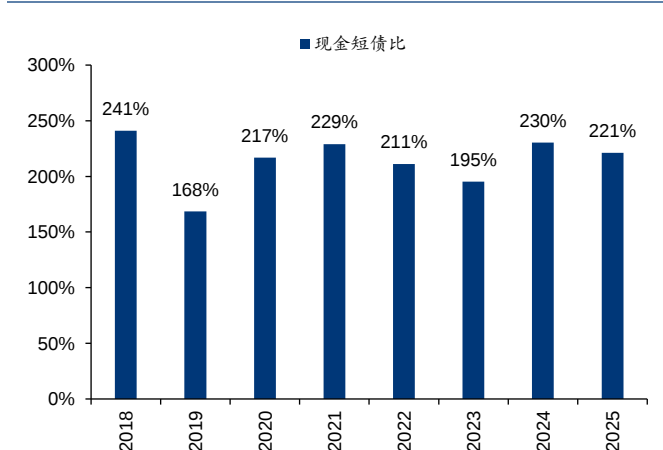
此外，绿城中国于 2025 年 2 月成功发行了 5 亿美元的海外债，标志着中资房企时隔三年后首次重启美元债融资。此后，房企美元债发行有限恢复，华润置地于 2025 年 11 月成功发行双币种绿色债券，反映资本市场对内房公司信用风险的担忧有所减轻，后续融资环境有望进一步改善。

图表22：总体房企-有息负债和同比增速



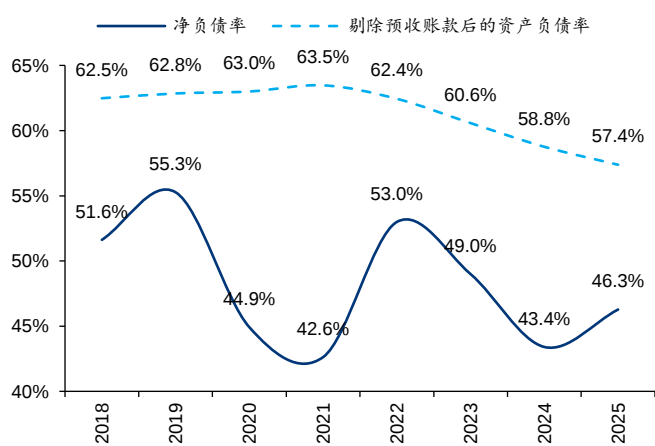
资料来源：Wind，华泰研究

图表23：总体房企-现金短债比



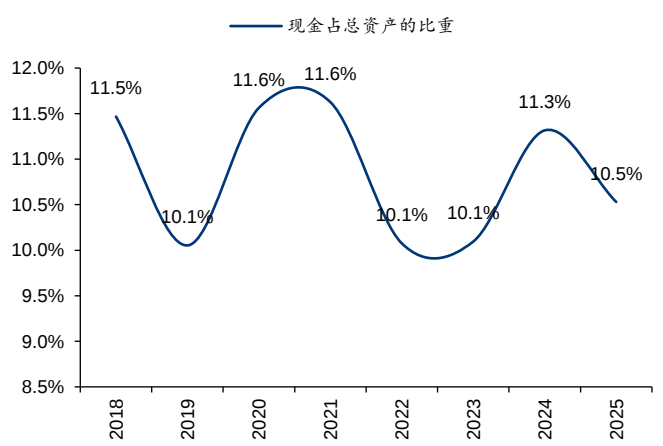
资料来源：Wind，华泰研究

图表24：总体房企-净负债率与扣除预收账款后的资产负债率



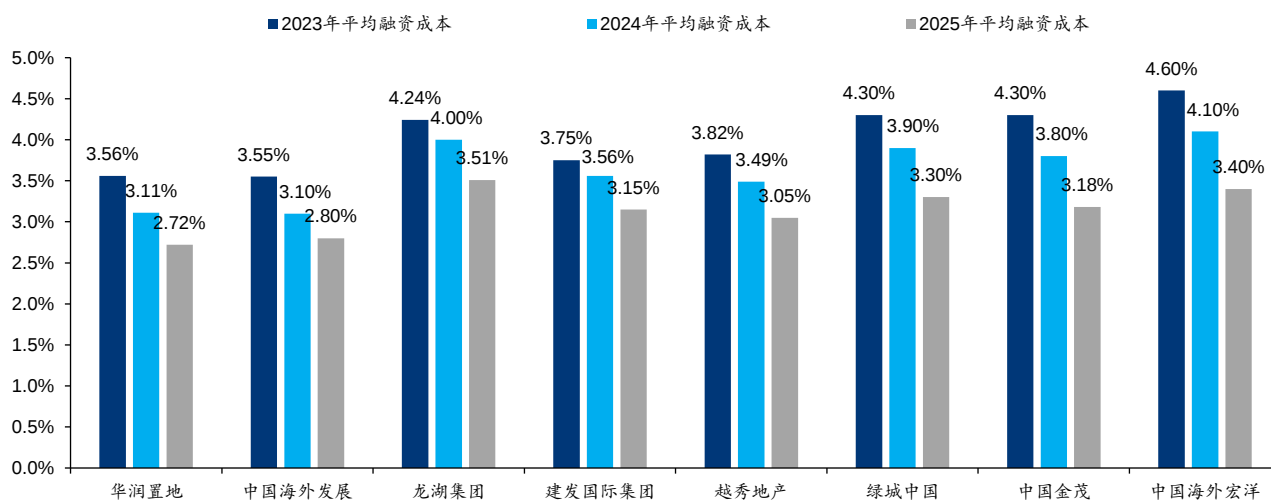
资料来源：Wind，华泰研究

图表25：总体房企-现金占总资产的比重



资料来源：Wind，华泰研究

图表26：样本房企 2023&2024&2025 年平均融资成本



资料来源：公司公告，华泰研究

展望：企业α属性有望增强

根据重点内房公司在 2025 年业绩发布会上的表态和电话会议纪要，从这些房企管理层的视角，2026 年的战略方向与 2025 年基本一致：坚定去库存，重视发展质量。站在“十五五”的起点展望未来 5 年规划，房企基于自身优势战略各有分化，我们预期今后房企 α 属性将愈发显著。

图表27：样本房企 2026 年战略方向总结



资料来源：公司公告，公司年度业绩发布会，华泰研究

2026 年延续去库存思路，关注产品提质与结构转型

销售：去库存为核心任务，精准施策提速周转

2026 年房企整体对销售规模保持审慎预期，战略上仍然保持去年的步调，把盘活存量、精准去化当作销售端核心任务。主流房企均以现金流安全为前提，强化旧库存攻坚，制定多角度去化策略，手段包括：

- 1、从一盘一策到一盘多策、一时一策，进一步强调精细化管理，加快去化；
- 2、“老盘新做”优化产品质量，通过产品力打磨、服务细化、配套提升加强去化；
- 3、强化营销能力以及客户运营能力，提升自有渠道占比；
- 4、加强激励机制，针对提速去化加以专项考核。

此外，也有个别房企表示会持续推进存量土地换地机会。

对于主流内房企业而言，核心城市货值仍能对销售予以支撑。房企一二线可售货值占比普遍超 80%，核心城市核心地段优质房源成为去化主力。

投资扩张：聚焦高能级城市，以锁定投控风险

2025 年房企投资强度有所回升，26 年的扩张策略保持理性，量入为出、聚焦核心、精准投放成为主流扩张逻辑，严控投资风险同时把握结构性机会：

- 1、聚焦一线及强二线核心城市，优化城市矩阵：房企坚守核心城市布局，需求韧性是主要参考指标，城市矩阵的优化也是一些房企的调整方向，关注调整充分的二三线城市结构性机会以及人口密集城市；

- 2、以销定投、谨慎扩储：根据回款与市场节奏机动调整投资的策略为主流，整体保持积极而不激进，对投资精度有更高的要求；
- 3、多元化拿地机遇：有持有物业运营及城市更新经验的房企强调非公开市场拿地以及合作开发的机遇。

运营转型：第 N 曲线提速，构建资管闭环

从各房企业绩会的表述，可以发现“第 N 曲线”成为高频词汇。从开发向“开发+运营”转型成为企业共识，以多元收入抵御周期波动，构建长期稳定现金流：

- 1、构筑“开发+运营+X”多增长曲线：以华润置地为代表的头部房企明确开发、经营性不动产、轻资产三大增长曲线协同发展，并预期第二、三增长曲线的利润占比持续提升；已布局商业运营的房企也为未来该板块的发展给出明确目标，均预期其成为业绩的一大基石；
- 2、资产证券化进程加快：继华润置地后，更多房企启动搭建多层次商业 REITs 平台，稳步推进扩募与资产出表。随着 2025 年末商业不动产 REITs 的启动，我们认为商业运营的价值重估将进一步提升运营能力突出房企的管理溢价；
- 3、“产品力”以轻资产形式体现溢价：金茂、绿城拓宽代建赛道，代建业务成为轻资产重要增长点；建发国际集团也提出以城市更新、物业增值服务打造第二曲线，通过运营服务提升产品附加值，形成开发与运营协同格局。

产品战略：锚定“好房子”，产品力成核心壁垒

行业竞争从资源驱动转向能力驱动，高品质、产品创新、客户导向成为房企核心竞争力：

- 1、品质标杆定位：头部房企普遍都把成为品质标杆当作打造核心竞争力的重要一环，基于客户出发的产品力打造是各家房企的竞争焦点。
- 2、产品创新与技术赋能：头部房企普遍强化产品力、服务力、配套力，提升核心价值。在产品创新与数字化方面持续发力，构筑竞争壁垒。

“十五五”战略规划：高质量发展，模式全面转型

“十五五”期间，房企战略导向均从规模扩张转向质效提升和模式转型：

- 1、**央企龙头引领转型**：央企龙头企业多已完成多发展曲线的布局，均表示未来 5 年将完善多元协同发展的生态，增强更具逆周期属性以及稳定现金流的业态在公司业绩中的贡献度，强化企业盈利可预测性，为城市投资开发运营商打造模版；
- 2、**品质房企深耕赛道**：对于具有产品力优势的房企而言，大多在坚守开发、持续打磨品质的同时，也在强化产品力的外溢价值兑现，如在代建、物业增值服务等板块的延伸；
- 3、**区域和中型房企挖掘禀赋优势，超越行业水平规模增长**：对于具备区域特色的房企而言，深耕具备禀赋优势的城市，以超越行业水平的规模增长、实现行业相对排名的提升是大部分房企的共同目标；
- 4、**民企稳健修复**：穿越周期后的民企大多具有坚实的运营业务托底。随着财务压力的缓释，“十五五”期间一方面推动运营收入持续增长，另一方面优化现金流管理，实现从现金流修复至业绩修复的跨越。

我们预计，2026 年行业将延续筑底企稳、分化加剧格局，去库存、核心城市、产品力、运营转型四大主线将贯穿全年，十五五期间具备稳健财务、优质土储、运营优势的房企将持续抢占行业份额。

投资建议

回顾 2025 年，港股内房公司整体业绩依然承压，受结转规模下降及毛利率下行的影响，营收与利润双双下滑。销售规模继续收缩，但头部房企在市场调整中仍展现出更强韧性。投资端，主流房企拿地意愿略有恢复，但整体依然处于去库存进程，土地储备规模降至阶段性低位。值得注意的是，房企减值压力逐步疏解，财务结构也在进一步优化，融资成本进一步下行。尽管规模收缩，但整体运营质量在提升。

展望 2026 年，我们预计房企开发业务利润仍处底部。多数房企坚持“以销定投”。作为“十五五”的开局之年，大部分房企都在经营性业务或轻资产业务层面有更高的预期，我们预计来自第 N 增长曲线的业务收入和利润占比有望提升，企业 α 价值会进一步体现。

整体而言，房企的看点在质不在量，尤其是房价对于企业业绩修复更具乘数效应。我们认为 2026 年起，我国房地产价格将进入二阶导转正阶段，是逐步布局地产股的时机。建议关注：1、历史负担较轻或者现金流更为健康的企业，为新一轮扩张做准备：华润置地、建发国际集团、中国海外发展、绿城中国、中国金茂、越秀地产等；2、估值处于低位、或计提减值准备较为充分的企业，如龙湖集团等。

风险提示

地产政策波动的风险：地产相关的货币政策和财政政策、因城施策的调控政策存在不确定性，在房地产发展新模式的框架下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的基础性制度存在调整优化的可能，都可能对房地产行业 and 房企经营造成扰动。

地产基本面复苏不及预期的风险：9 月以来的政策组合拳推动房地产量价表现出现改善，但若经济环境的复苏程度、已出台政策的落地效果不及预期，地产基本面的复苏程度和持续性也存在不及预期的可能。

部分房企面临经营风险：若地产基本面复苏低于预期，部分房企仍可能面临较大的资金链压力。

图表28：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
龙湖集团	960 HK	买入	8.08	12.94	56,896	1.51	0.15	0.14	0.16	4.69	48.76	49.73	43.15
越秀地产	123 HK	买入	3.73	5.73	15,015	0.26	0.01	0.02	0.08	12.64	238.82	185.77	40.68
建发国际集团	1908 HK	买入	14.20	19.31	31,810	2.11	1.42	1.34	1.50	5.88	8.76	9.25	8.29
华润置地	1109 HK	买入	30.68	38.54	218,777	3.58	3.56	3.34	3.41	7.50	7.54	8.04	7.87
中国海外发展	688 HK	买入	12.34	14.72	135,060	1.43	1.16	1.07	1.07	7.57	9.32	10.13	10.10
绿城中国	3900 HK	买入	9.20	9.92	23,364	0.63	0.03	0.03	0.08	12.79	288.25	281.85	102.16
中国金茂	817 HK	增持	1.57	1.60	21,215	0.08	0.09	0.09	0.10	17.44	14.82	14.81	14.09

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表29：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
龙湖集团 (960 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 973 亿元，同比-24%；核心亏损 17 亿元，归母净利 10.2 亿，同比-90%，符合公司业绩预告（归母净利 10 亿，核心亏损 15-20 亿），主因开发业务盈利承压。利润下滑主要受开发业务进一步调整所致，但经营性业务已成为公司利润的重要支撑，展现出较强韧性。展望未来，公司虽业绩处于筑底期，但运营已经步入改善通道，随着负债规模的显著下降，财务优势进一步彰显，资产质量持续提升，REITs 市场的发展也让公司商业地产账面价值更具说服力。维持“买入”评级。 考虑公司开发业务短期承压，我们下调 2026-27 年营收及毛利率假设，预计 2026-28 年 EPS 为 0.14/0.16/0.22 元（26-27 年前值 0.68/1.04 元，对应下调 79%/84%）。公司 26E BPS 为 23.19 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.55x（Wind 一致预期），考虑公司短期内开发业务受地产行业调整影响导致波动较大，我们认为公司合理 26E PB 估值 0.49x（估值折价幅度 10%），对应目标价 12.94 港元（前值 15.21 港元）。 风险提示：融资能力减弱；地产销售不及预期；经营性业务发展不及预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 30 日 点击下载全文：龙湖集团(960 HK,买入)：业绩滞后筑底，运营步入优化通道



股票名称 越秀地产 (123 HK)	最新观点 公司公布 25 年业绩：收入 864.6 亿元，同比+0.1%；归母净利 0.6 亿元，同比-94.2%。公司归母净利下滑主要系结转项目毛利率下行以及归母权益比例有所下降。但公司销售保持行业头部地位，投资持续获取优质地块置换存量项目。未来随着 24-25 年高质量项目逐步进入结转周期，我们预计公司盈利能力有望逐步回升，维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-93%、-76%)至 0.7 亿元、3.2 亿元，并预计 28 年归母净利润为 6.6 亿元，对应 EPS 为 0.02、0.08、0.16 元。下调净利润原因主要为下调毛利率假设以及上调少数股东权益占比。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 13.48 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.44x (Wind 一致预期)，考虑公司融资优势较可比公司稍低，以及广州市场较北上深稍弱，我们认为公司合理 26PB 估值 0.38x (估值折价幅度 15%)，对应目标价 5.73 港元 (前值 7.06 港元，基于 0.47x 25PB)，汇率 1 港元=0.88295 人民币。 风险提示：单城市经营风险，股东支持力度下降风险，房地产行业下行风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 点击下载全文：越秀地产(123 HK,买入)：仍在消化存量项目周期
建发国际集团 (1908 HK)	公司公布 2025 年业绩：收入 1367.9 亿元，同比-4.3%；归母净利润 36.5 亿元，同比-24%，归母净利润低于我们此前预期 (46.2 亿元)，主要因减值影响以及非并表项目盈利能力下降。拟每股派息 0.9 港元。我们认为公司自 2021 年以来存贷减值已较为充分，当前已售未结资源结构持续优化，结转利润率呈现回升趋势，未来盈利能力有望企稳修复，叠加高分红属性，维持“买入”评级。 考虑到公司销售节奏趋缓，行业磨底进程中减值以及非并表项目盈利压力或继续对利润产生影响，我们下调 26-27 年营收和毛利率假设，同时考虑行业去化难度，销售管理费用参照 25 年情况上提，预计 26-28 年归母净利为 30.1/33.6/38.0 元 (26-27 年前值为 51.32/55.71 元，对应调整幅度为 -41.29%/-39.71%)。公司 26E BPS 为 13.97 元，可比公司平均 26PB 为 0.76 倍 (Wind 一致预期)。考虑公司尽管销售规模小幅收缩，但历史包袱减轻，产品力优势逐步显现，开发业务利润率有望领先同行复苏，叠加高分红属性，我们认为合理 26PB 为 1.22 倍 (溢价率 60%)，对应目标价 19.31 港元 (前值 21.60 港元，基于 25PB 1.52 倍)。 风险提示：1) 行业销售下行风险；2) 结转营收和利润增速不及预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 26 日 点击下载全文：建发国际集团(1908 HK,买入)：提质稳量，高分红凸显配置价值
华润置地 (1109 HK)	公司公布 25 年业绩：营业收入 2814 亿元，同比+1.0%；核心净利润 225 亿元，同比-11.4%，归母净利 254 亿，同比-0.6%，略低于我们此前预计的净利增速 (+0.2%)，主因开发业务盈利承压。全年股息每股 1.166 元。公司已确立开发、经营、轻资产管理三大增长曲线业务的协同发展格局，均稳居各板块龙头，在市场磨底期，公司依然保持相对稳定的业绩和分红，在行业中表现亮眼。辅资资管平台的持续赋能，预计公司资产周转效率与盈利质量将进一步提升，维持“买入”。 考虑公司销售规模有所下降，我们下调 2026-27 年开发业务结转收入假设，预计 2026-28 年 EPS 为 3.34/3.41/3.76 元 (26-27 年前值为 3.70/3.96 元，对应调整幅度为 -9.58%/-13.75%)。公司 26E BPS 为 42.77 元，可比公司平均 26E PB 为 0.61 倍 (Wind 一致预期)，考虑公司拥有强大的不动产经营能力和融资优势，我们认为公司合理 26E PB 为 0.79 倍，对应目标价 38.54 港元 (前值 36.45 港元，基于 0.82 倍 25EPB)。 风险提示：经常性业务收入增速不及预期；开发业务结转情况不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 点击下载全文：华润置地(1109 HK,买入)：经常性盈利过半，强化发展韧性
中国海外发展 (688 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 1681 亿元，同比-9%；归母净利润 127 亿元，同比-19%，低于我们此前预计的全年增速 (同比-3%)，利润下滑主要源于结转收入与毛利率双降。尽管短期盈利承压，但公司业务竞争优势保持行业领先，开发业务市占率稳居前列，土储资源充裕优质；商业收入保持韧性，均为公司发展提供坚实支撑。维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-28%、-33%)至 116.8 亿元、117.1 亿元，并预计 28 年归母净利润为 121.1 亿元，对应 EPS 为 1.07、1.07、1.11 元。下调净利润主要考虑到受行业调整影响，公司结转规模与毛利率水平或有所下调。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 35.91 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.36 x (Wind 一致预期)，我们认为公司合理 26E PB 与可比公司保持一致，对应目标价 14.72 港元 (前值 19.08 港元，基于 0.49x 25E PB)。 风险提示：结转收入及利润率不及市场预期；销售增速不及市场预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 31 日 点击下载全文：中国海外发展(688 HK,买入)：优质土储与商业韧性巩固长期价值
绿城中国 (3900 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 1550 亿元，同比-2%；归母净利润 0.71 亿元，同比-96%，基本符合业绩预告。利润下滑主要由于房地产行业调整导致开发业务毛利润下降、财务收入下降以及合联营企业盈利下降。公司短期业绩承压，但投资水平有所回升，未来权益高的新项目逐步进入结转周期，有望带动盈利修复。同时现金流充裕保障公司稳健运营。维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-94%、-86%)至 0.7 亿元、2.0 亿元，并预计 28 年归母净利润为 4.1 亿元，对应 EPS 为 0.03、0.08、0.16 元。下调原因包括：1) 考虑房地产行业调整对公司开发业务影响，我们下调营收与毛利率假设，合联营公司亏损同步上调；2) 且考虑短期内结转项目多数仍为历史合作项目，上调 26-27 年少数股东损益占比的假设。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 13.88 元，参考可比公司 Wind 一致预期 26 PB 均值 0.63x，我们认为公司合理 PB 水平与其一致，对应目标价 9.92 港元 (前值 13.69 港元，基于 0.86x 25E PB)。 风险提示：行业销售调整风险；结转营收和利润增速不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 点击下载全文：绿城中国(3900 HK,买入)：投资提速助力夯实修复基础



股票名称	最新观点
中国金茂 (817 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 593.7 亿元，同比+0.5%；归母净利润 12.5 亿元，同比+18%，归母净利润增速略低于我们预期（全年同比+21%），主要因应占合营公司损益低于我们预期。25 年公司开发业务销售额逆势实现增长，24 年以来新获取项目的利润兑现度较高且 25 年毛利率有所提升。同时，公司有序推进存量盘活工作，计划在三年内解决 80% 的存量问题，25 年已完成 36%，后续资产结构的持续优化值得期待。维持“增持”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-8%、-14%)至 12.5 亿元、13.2 亿元，并预计 28 年归母净利润为 14.6 亿元（三年预测期 CAGR 为 5%），对应 EPS 为 0.09、0.10、0.11 元。下调净利润原因主要为上调税率假设以及下调合营公司收益。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 4.01 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.35x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26PB 估值 0.35x（估值折价幅度 0%，前值-10%，上调因公司新增项目中核心城市占比上升），汇率 1 港元=0.88 人民币，对应目标价 1.60 港元（前值 1.81 港元，基于 0.41x 25PB）。 风险提示：二三线城市地产销售恢复弱于预期；盈利不及预期；外汇风险。 报告发布日期：2026 年 03 月 24 日 点击下载全文：中国金茂(817 HK,增持)：盈利能力逆势改善

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，刘璐、陈慎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国海外发展（688 HK）、华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 HK）、龙湖集团（960 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘璐、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国金茂（817 HK）、越秀地产（123 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中国金茂（817 HK）、越秀地产（123 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中国金茂（817 HK）、越秀地产（123 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中国海外发展（688 HK）、华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 HK）、龙湖集团（960 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。



评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司