

行业整体业绩磨底，优质房企抢跑新周期

---2025 开发商业绩综述

报告摘要：

量价&政策：小阳春驱动结构性修复，存量提质新模式深化。①**市场表现：一季度行业数据仍处同比下行通道，但降幅有所收窄。**销售端，受春节滞后及“小阳春”效应推动，3月商品房销售面积和销售额同比降幅分别收窄至-7.4%和-13.2%，4月上旬热度显现较强持续性。投资与供应端收缩更为显著，开发投资额同比下降11.2%，新开工面积同比下降20.3%，表明行业仍在主动“控增量”、去库存；②**结构特征，市场分化与结构性修复是核心特点。**价格方面，新房市场回暖由一线及核心城市的高品质项目驱动，呈现结构性上涨。二手房市场反弹更为明显，3月一线城市二手房价环比由跌转涨，学区房等刚性需求的集中释放是主要动力，显示市场信心得到局部修复；③**政策背景，当前市场运行于2025年确立的“稳市场新周期”与“存量提质”新发展模式框架下。**政策重心已从规模扩张全面转向质效提升，并通过城市更新、建设“好房子”等举措优化供给结构。**整体看来2026年一季度房地产市场处于筑底企稳过程中的结构性修复阶段，总量指标虽承压，但核心城市和优质资产的价格韧性显现，市场正朝着“控增量、去库存、优供给”的方向演进，后续市场的企稳与回暖，将更依赖于居民收入预期改善、加杠杆意愿回升以及存量盘活政策的深化落实。**

房企2025业绩综述：行业整体仍磨底，优质房企逆势领跑。当前房地产行业整体业绩仍处于筑底阶段，但已呈现深刻的结构性分化。2025年，百强房企销售金额与面积同比虽仍下滑，但降幅已显著收窄市场分化加剧，以保利、中海、华润、招商蛇口及中国金茂为代表的财务稳健、深耕核心城市的央企及优质民企已逆势领跑，其中中国金茂在2025年实现销售金额同比正增长，2026年一季度增速更超过20%。**行业正逐步转向依靠产品力与核心地段实现高质量增长，随着早期高地价项目影响减弱及近年优质土储进入结转，行业毛利率有望触底回升。值得注意的是2025年行业资产减值计提压力加剧，是导致净利润降幅远超营收的主因，但部分房企（如中国金茂）因历史计提充分，或已率先轻装上阵。**总体来看，资源正加速向产品力与财务安全兼备的头部企业集中，预示着行业将开启一个更健康、更可持续的高质量发展新周期。

2026Q1地产基金持仓变化：低配幅度收窄，龙头持仓增加。2025年8月以来，京沪深陆续松绑限购、上海&广州拆迁引擎启动、回收闲置用地进展加快、各地公积金新政频出，房地产行业整体处于政策宽松窗口期，但板块持续跑输大盘。本分析基于基金2026年Q1重仓数据，按四类基金展开：**2026Q1，地产重仓持股市值占比0.54%、总市值192.1亿元，环比均自低位有所回升，但仍处近十年极低水平。持仓比例环比提升约0.12pct，且较0.87%的标准配置比例低配0.34pct，低配缺口较2025Q4边际收窄。**持仓个股53只（较2025Q4增2只），集中度提升，前十大重仓股以贝壳-W（38.5亿市值）为首，CR5、CR10分别环比提升2.23pct、0.04pct。持有基金数超10家的公司共12个（较2025Q4增1家），华发股份新进入基金数量最多。TOP20个股持仓整体增加，保利发展、中国金茂、贝壳-W等获加仓，绿城中国、滨江集团等遭减持。各类型基金地产持仓均增加，其中偏股混合型基金持仓增29.6亿元最为显著，灵活配置型基金持仓增11.5亿元。

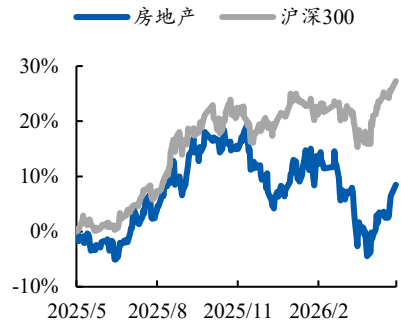
投资建议：2025年房地产行业业绩整体仍处筑底阶段，但随着早期高地价项目影响减弱及近年优质土储进入结转，行业毛利率有望触底回升，且部分房企（如中国金茂）因历史计提充分，或已率先轻装上阵业绩有望持续兑现。2026年一季度，公募基金对地产板块的持仓低配幅度有所收窄，持仓集中度提升资金进一步向保利发展、中国金茂等龙头公司集中。开发商标的方面，建议关注：①新城控股；②中国金茂；③建发国际集团；④滨江集团。

风险提示：政策落地或不及预期；信用风险持续蔓延；楼市回暖不及预期

优于大势

上次评级:优于大势

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	14%	-3%	10%
相对收益	4%	-8%	-18%

行业数据

成分股数量(只)	102
总市值(亿)	11473.13
流通市值(亿)	5300.15
市盈率(TTM倍)	42.17
市净率(LF倍)	0.77
成分股总营收(亿)	3164.87
成分股总净利润(亿)	-92.87
成分股资产负债率(%)	75.05

相关报告

《房企2025年业绩表现如何?---2026W17房地产周报》

--20260428

《新房销售仍磨底，一线小阳春持续性较强---2026W16房地产周报》

--20260420

证券分析师：刘清海

执业证书编号：S0550525060005

liuqh@nesc.cn

证券分析师：刘张弛

执业证书编号：S0550526030004

liuzc@nesc.cn

目录

1.	量价&政策：小阳春驱动结构性修复，存量提质新模式深化	4
1.1.	销量：投资承压、资金偏紧，但“小阳春”行情表现出较强持续性	4
1.2.	房价：小阳春驱动，市场步入结构性修复	8
1.3.	政策：房地产迈入“存量提质”发展新阶段	12
2.	房企 2025 业绩综述：行业整体仍磨底，优质房企逆势领跑	14
2.1.	销售：行业整体价稳于量，头部房企销售韧性更强	14
2.2.	投资：行业整体投资意愿回升，优质房企抢跑新周期	16
2.3.	营收：行业营收探底，部分房企凭靠第二曲线与精准扩储实现正增	17
2.4.	毛利率：高地价冲击减弱，优质土储开始兑现	18
2.5.	负债：降本增效&负债优化，行业健康度支撑边际加杠杆意愿	19
2.6.	减值：行业整体减值压力加剧，部分房企率先轻装上阵	21
3.	2026Q1 地产基金持仓变化：低配幅度收窄，龙头持仓增加	22
3.1.	楼市政策持续催化，板块整体跑输大盘	22
3.2.	地产股低配幅度收窄，持股集中度回升	23
3.3.	持有基金大于 10 房企数量环比增加，头部个股持仓变动分化显著	25
3.4.	各类型基金地产持仓均增加	26
4.	风险提示	27

图表目录

图表 1:房地产统计局数据指标看板（2026/03）	4
图表 2:2026 年 3 月商品房销售面积累计同比下降 10.4%	5
图表 3:2026 年 3 月商品房销售额累计同比下降 16.7%	5
图表 4:2026 年 3 月地产投资累计同比下降 11.2%	5
图表 5:2026 年 3 月新开工面积累计同比下降 20.3%	5
图表 6:2026 年 3 月竣工面积累计同比下降 25.0%	6
图表 7:2026 年 3 月到位资金累计同比下降 17.3%	6
图表 8:核心城市大中介二手房实时成交套数近两年 4 月环比变化	7
图表 9:核心城市二手房住宅网签套数近两三年 4 月环比变化	7
图表 10:分能级新房价格指数变动（2019 年 1 月=100）	8
图表 11:分能级新房价格环比变动	8
图表 12:新房价格环比涨/降/平城市数量变动	8
图表 13:分能级新房价格同比变动	9
图表 14:新房价格同比涨/降/平城市数量变动	9
图表 15:分能级二手价格指数变动（2019 年 1 月=100）	9
图表 16:分能级二房价格环比变动	10
图表 17:二房价格环比涨/降/平城市数量变动	10
图表 18:分能级二手价格同比变动	10
图表 19:二房价格同比涨/降/平城市数量变动	10
图表 20:上海房价冰山指数	10
图表 21:北京房价冰山指数	10
图表 22:深圳房价冰山指数	11
图表 23:广州房价冰山指数	11
图表 24:成都房价冰山指数	11
图表 25:杭州房价冰山指数	11

图表 26:2025 年中央房地产核心政策内容.....	12
图表 27:历年中央经济工作会议房地产相关表述.....	12
图表 28:2025 年中央直接涉及城市更新相关政策表态.....	13
图表 29:2025 年头部房企销售金额及同比.....	14
图表 30:2025 年头部房企面积金额及同比.....	14
图表 31:2025 年头部房企销售金额同比与百强均值对比.....	14
图表 32:2025 年头部房企销售面积同比与百强均值对比.....	14
图表 33:2026Q1 头部房企销售金额及同比.....	15
图表 34:2026Q1 头部房企面积金额及同比.....	15
图表 35:2026Q1 头部房企销售金额同比与百强均值对比.....	15
图表 36:2026Q1 头部房企销售面积同比与百强均值对比.....	15
图表 37:2025 头部房企新增货值及同比.....	16
图表 38:2025 头部房企新增货值同比与百强均值对比.....	16
图表 39:2025 头部房企拿地力度.....	16
图表 40:2025 头部房企拿地力度与 2024 年对比.....	16
图表 41:龙头房企 2025 营收表现.....	17
图表 42:13 家样本房企历年总营收.....	17
图表 43:龙头房企 2025 毛利率表现.....	18
图表 44:13 家样本房企历年毛利率.....	18
图表 45:龙头房企 2025 销管费率表现.....	19
图表 46:龙头房企 2025 剔预资产负债率表现.....	19
图表 47:13 家样本房企历年平均营销费率.....	20
图表 48:13 家样本房企历年平均管理费率.....	20
图表 49:13 家样本房企历年平均营管费率.....	20
图表 50:13 家样本房企历年平均剔预资产负债率.....	20
图表 51:13 家样本房企历年平均净负债率.....	20
图表 52:13 家样本房企历年平均现金短债比.....	20
图表 53:主流房企 20-25 年累计存货计提/20-25 年底平均存货.....	21
图表 54:22 家主流房企合计存货计提减值规模.....	21
图表 55:22 家主流房企当年存货计提减值占年底存货比.....	21
图表 56:房地产板块 2026 年春节显著跑输大盘.....	22
图表 57:26Q1 板块持股占基金股票市值比提升至 0.54%.....	23
图表 58:26Q1 板块持股总市值提升至 192.1 亿元.....	23
图表 59:2026Q1 房地产板块持仓比例与标准配置比例间缺口边际收窄.....	23
图表 60:2026Q1, 持仓个股数量边际增加.....	24
图表 61:2026Q1 贝壳-W 持股总市值保持领先.....	24
图表 62:2026Q1 房地产板块持股集中度回升.....	24
图表 63:10 个及以上基金持有的公司数.....	25
图表 64:2026Q1 新进入基金数量 TOP10.....	25
图表 65:2026Q1 房地产板块基金持仓市值 TOP20 个股具体情况.....	25
图表 66:2026Q1 持仓正向变动前十房地产股.....	26
图表 67:2026Q1 持仓负向变动前十房地产股.....	26
图表 68:基金持仓地产板块变化情况 (亿元).....	26
图表 69:2026Q1 各基金类型持仓变化 (亿元).....	26

1. 量价&政策：小阳春驱动结构性修复，存量提质新模式深化

①市场表现：一季度行业数据仍处同比下行通道，但降幅有所收窄。销售端，受春节滞后及“小阳春”效应推动，3月商品房销售面积和销售额同比降幅分别收窄至-7.4%和-13.3%，4月上旬热度显现较强持续性。投资与供应端收缩更为显著，开发投资额同比下降11.2%，新开工面积同比下降20.3%，表明行业仍在主动“控增量”、去库存；②结构特征，市场分化与结构性修复是核心特点。价格方面，新房市场回暖由一线及核心城市的高品质项目驱动，呈现结构性上涨。二手房市场反弹更为明显，3月一线城市二手房价环比由跌转涨，学区房等刚性需求的集中释放是主要动力，显示市场信心得到局部修复；③政策背景，当前市场运行于2025年确立的“稳市场新周期”与“存量提质”新发展模式框架下。政策重心已从规模扩张全面转向质效提升，并通过城市更新、建设“好房子”等举措优化供给结构。**整体看来2026年一季度房地产市场处于筑底企稳过程中的结构性修复阶段，总量指标虽承压，但核心城市和优质资产的价格韧性显现，市场正朝着“控增量、去库存、优供给”的方向演进，后续市场的企稳与回暖，将更依赖于居民收入预期改善、加杠杆意愿回升以及存量盘活政策的深化落实。**

1.1. 销量：投资承压、资金偏紧，但“小阳春”行情表现出较强持续性

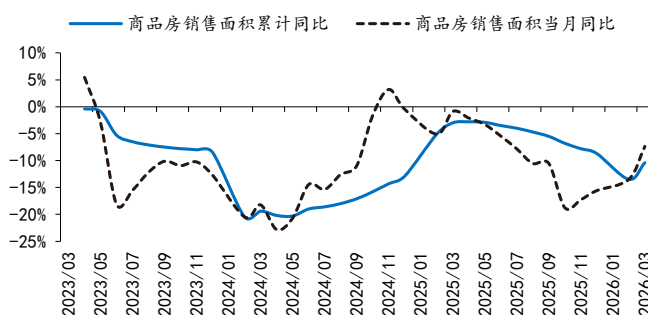
图表1: 房地产统计局数据指标看板（2026/03）

指标	累计值		累计同比		环比变动	当月值		当月同比		环比变动
	2026/03	2026/02	2026/03	2026/02		2026/03	2026/02	2026/03	2026/02	
商品房销售面积 万㎡	19525	9293	-10.4%	-13.5%	📈 3.1%	10232	9293	-7.4%	-13.5%	📈 6.1%
其中:住宅	16008	7736	-13.1%	-15.9%	📈 2.8%	8272	7736	-10.3%	-15.9%	📈 5.6%
其中:东部	8611	3952	-9.7%	-12.8%	📈 3.1%	4659	3952	-6.9%	-12.8%	📈 5.9%
中部	5259	2540	-7.4%	-9.1%	📈 1.7%	2720	2540	-5.8%	-9.1%	📈 3.3%
西部	5072	2560	-13.2%	-17.8%	📈 4.6%	2511	2560	-7.9%	-17.8%	📈 9.9%
东北	583	242	-19.2%	-18.6%	📉 -0.6%	341	242	-19.6%	-18.6%	📉 -1.0%
商品房销售额 亿元	17262	8186	-16.7%	-20.2%	📈 3.5%	9076	8186	-13.3%	-20.2%	📈 6.9%
其中:住宅	14921	7163	-18.5%	-21.8%	📈 3.3%	7758	7163	-15.2%	-21.8%	📈 6.6%
其中:东部	10108	4678	-18.2%	-22.5%	📈 4.3%	5429	4678	-14.1%	-22.5%	📈 8.4%
中部	3424	1656	-10.1%	-12.2%	📈 2.1%	1768	1656	-8.0%	-12.2%	📈 4.2%
西部	3345	1698	-17.5%	-20.5%	📈 3.0%	1648	1698	-14.2%	-20.5%	📈 6.3%
东北	385	154	-25.1%	-23.0%	📉 -2.1%	231	154	-26.4%	-23.0%	📉 -3.4%
房地产投资 亿元	17720	9612	-11.2%	-11.1%	📉 -0.1%	8108	9612	-11.3%	-11.1%	📉 -0.2%
其中:住宅	13531	7282	-11.0%	-10.7%	📉 -0.3%	6249	7282	-11.3%	-10.7%	📉 -0.6%
其中:东部	10905	6222	-11.7%	-11.4%	📉 -0.3%	4683	6222	-12.1%	-11.4%	📉 -0.7%
中部	3488	1703	-11.2%	-11.5%	📈 0.3%	1785	1703	-10.9%	-11.5%	📈 0.6%
西部	3131	1620	-8.1%	-8.6%	📈 0.5%	1511	1620	-7.6%	-8.6%	📈 1.0%
东北	196	67	-31.6%	-30.1%	📉 -1.5%	129	67	-32.4%	-30.1%	📉 -2.3%
新开工面积 万㎡	10373	5084	-20.3%	-23.1%	📈 2.8%	5289	5084	-17.4%	-23.1%	📈 5.7%
其中:住宅	7420	3695	-22.0%	-23.3%	📈 1.3%	3725	3695	-20.7%	-23.3%	📈 2.6%
施工面积 万㎡	541737	535372	-11.7%	-11.7%	📈 0.0%	6365	535372	-	-	-
其中:住宅	375465	371347	-12.1%	-11.9%	📉 -0.2%	4118	371347	-	-	-
竣工面积 万㎡	9789	6320	-25.0%	-27.9%	📈 2.9%	3469	6320	-19.1%	-27.9%	📈 8.8%
其中:住宅	6983	4625	-26.5%	-26.9%	📈 0.4%	2358	4625	-25.7%	-26.9%	📈 1.2%
房地产到位资金 亿元	20524	13047	-17.3%	-16.5%	📉 -0.8%	7477	13047	-18.7%	-16.5%	📉 -2.2%
其中:国内贷款	3419	2570	-23.7%	-13.9%	📉 -9.8%	850	2570	-43.2%	-13.9%	📉 -29.3%
利用外资	2.8	3.3	-	-	-	-0.5	3	-	-	-
自筹资金	7762	4939	-5.3%	-5.9%	📈 0.6%	2823	4939	-4.2%	-5.9%	📈 1.7%
定金及预收款	5858	3589	-20.1%	-21.5%	📈 1.4%	2269	3589	-17.8%	-21.5%	📈 3.7%
个人按揭贷款	2204	1128	-34.6%	-41.9%	📈 7.3%	1076	1128	-24.7%	-41.9%	📈 17.2%

资料来源：国家统计局、东北证券

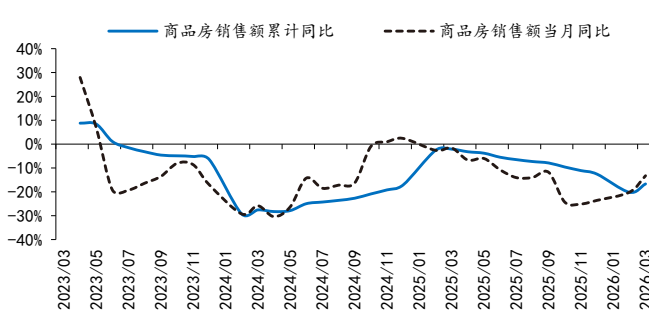
销售端：26 春节时间靠后小阳春需求集中释放，累计销售同比降幅收窄。2026 年 1-3 月全国实现商品房销售面积 1.95 亿 m^2 ，累计同比-10.4%，相较 1-2 月累计降幅收窄 3.1pct。实现商品房销售额 1.72 万亿元，累计同比-16.7%，较 1-2 月累计降幅收窄 3.5pct。单月销售来看，2026 年 3 月当月全国实现商品房销售面积 1.02 亿 m^2 ，单月同比-7.4%；实现商品房销售额 0.91 万亿元，同比-13.3%。在新房供应体量放缓的背景下，3 月新房销售降幅收窄一方面因为季节性规律（小阳春期间韧性较强），另一方面因 26 年春节较晚致需求集中释放。

图表2:2026 年 3 月商品房销售面积累计同比下降 10.4%



资料来源：国家统计局、东北证券

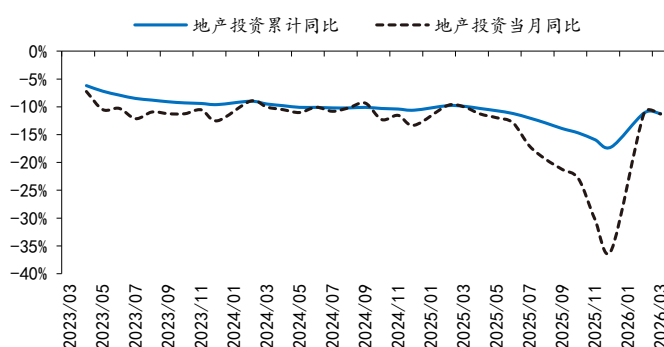
图表3:2026 年 3 月商品房销售额累计同比下降 16.7%



资料来源：国家统计局、东北证券

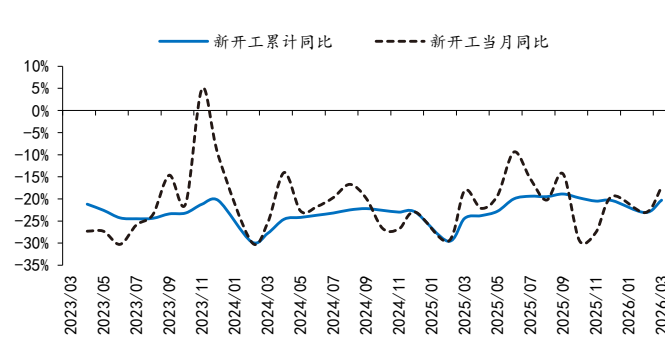
供应端：房地产投资降幅走宽，开工/竣工降幅收窄。2026 年 1-3 月份，房地产开发投资额 1.77 万亿元，同比下降 11.2%，降幅较 1-2 月走宽 0.1pct；其中，住宅开发投资额同比下降 11.0%，降幅较 1-2 月走宽 0.3pct；房屋新开工面积 1.03 亿 m^2 ，同比下降 20.3%，降幅较 1-2 月收窄 2.8pct；房屋施工面积 54.17 亿 m^2 ，同比下降 11.7%；房屋竣工面积 0.98 亿 m^2 ，同比下降 25.0%，降幅较 1-2 月收窄 2.9pct，其中住宅竣工面积 0.70 亿 m^2 ，同比下降 26.5%，降幅收窄 0.4pct。整体看来投资端数据持续下滑主要原为政策引导主动缩量，方剂投资活动正逐步向以“好房子”为核心的新发展模式过渡。

图表4:2026 年 3 月地产投资累计同比下降 11.2%



资料来源：国家统计局、东北证券

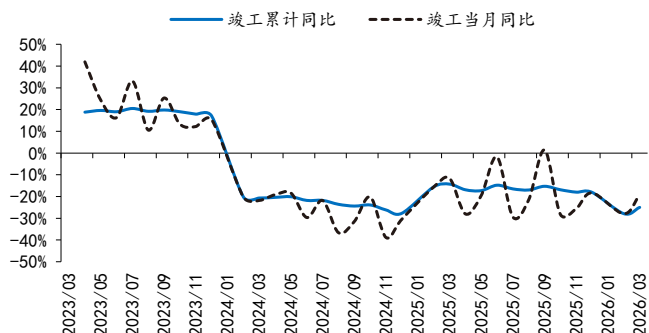
图表5:2026 年 3 月新开工面积累计同比下降 20.3%



资料来源：国家统计局、东北证券

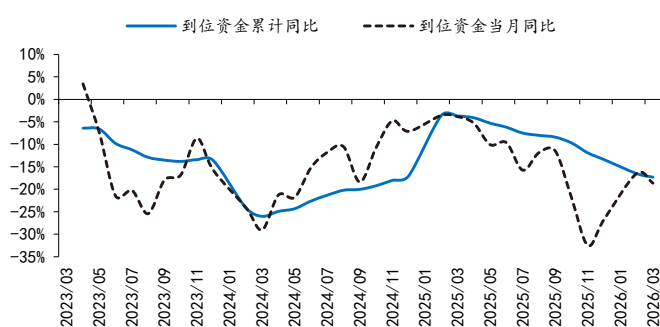
资金端：房地产到位资金降幅略有走宽，个人按揭贷款累计降幅较大，居民杠杆意愿仍处低位。2026 年 1-3 月房企到位资金 2.05 万亿元，同比下降 17.3%，降幅较 1-2 月走宽 0.8pct，其中：①国内贷款 0.34 万亿元，同比-23.7%，同比降幅较 1-2 月走宽 9.8pct；②自筹资金 0.78 万亿元，累计同比-5.3%；③定金及预收款 0.59 万亿元，同比下降 20.1%，累计同比降幅收窄 1.4pct；④个人按揭贷款 0.22 万亿元，同比下降 34.6%，累计降幅收窄 7.3pct。

图表6:2026 年 3 月竣工面积累计同比下降 25.0%



资料来源：国家统计局、东北证券

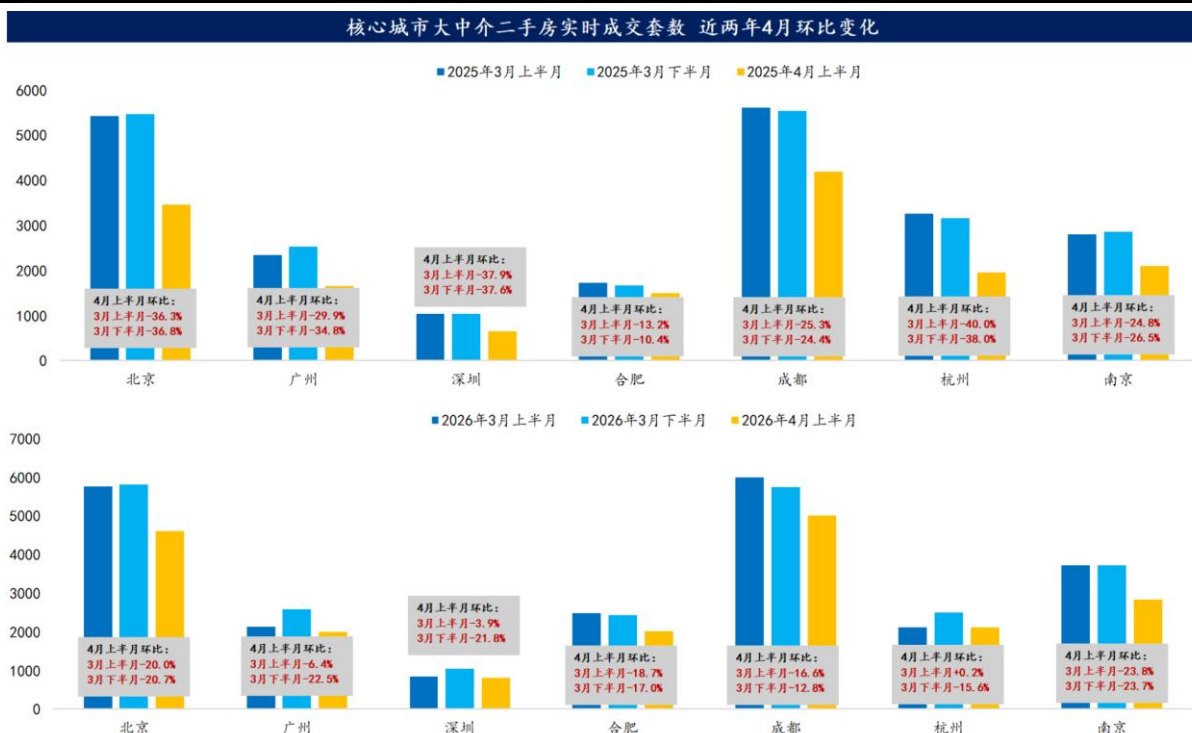
图表7:2026 年 3 月到位资金累计同比下降 17.3%



资料来源：国家统计局、东北证券

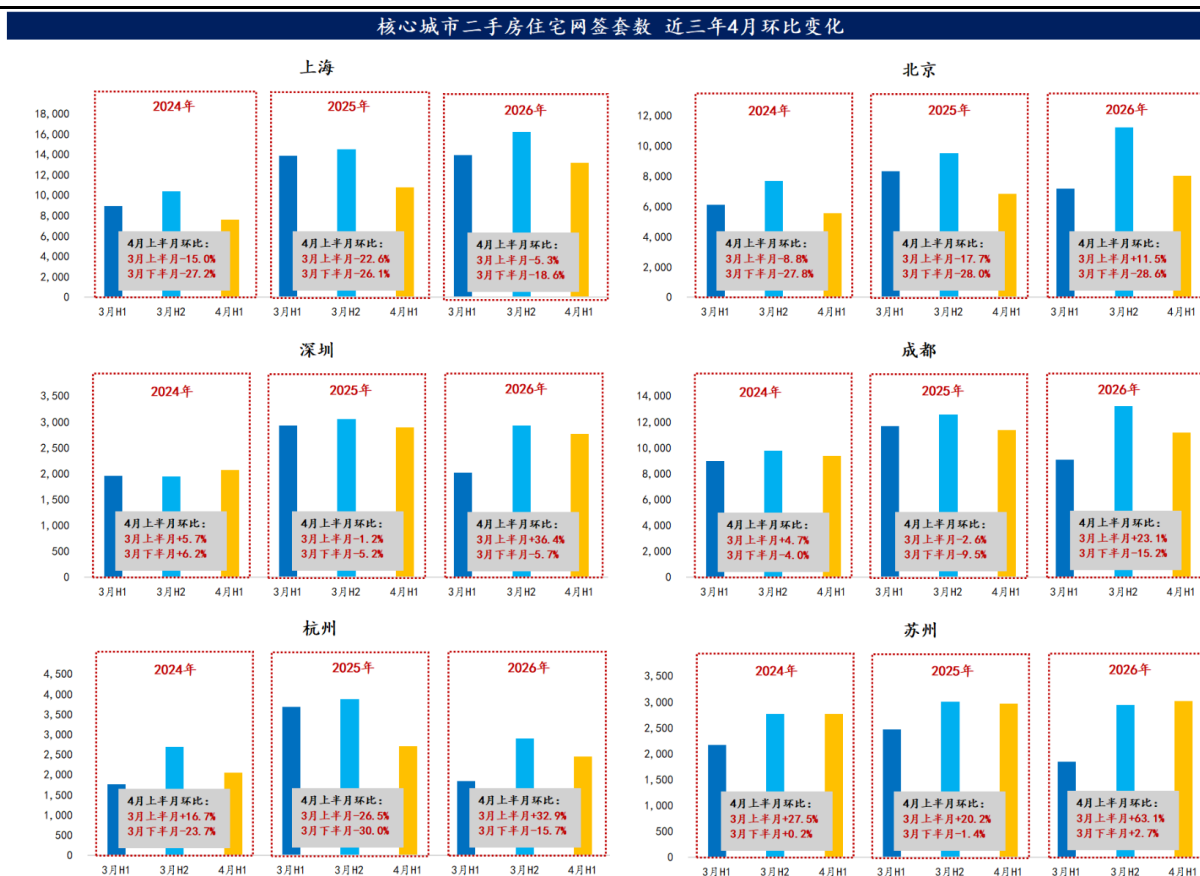
4 月楼市热度：小阳春显现较强持续性，4 月上半月环比降幅显著弱于往年。由于学区需求及政策释放的需求基本于 3 月兑现，4 月二手成交规模历年普遍弱于 3 月，我们梳理了核心城市 4 月上半月的二手房成交规模，**26 年 4 月上半月环比 3 月上半月降幅显著弱于往年，今年小阳春显现较强持续性**：①上海二手网签套数 26M4H1 相较 26M3H1 环比-5.3%（25 年环比-22.6%）；②北京二手大中介实时成交套数 26M4H1 相较 26M3H1 环比-20.0%（25 年环比-36.3%）；③广州二手大中介实时成交套数 26M4H1 相较 26M3H1 环比-6.4%（25 年环比-29.9%）；④深圳二手大中介实时成交套数 26M4H1 相较 26M3H1 环比-3.9%（25 年环比-37.9%）。此外核心城市 26M4H1 相较 25M4H2 环比降幅虽较往年也有收窄，但收窄幅度普遍较弱，一定程度上也反映出春节滞后的影响。

图表8:核心城市大中介二手房实时成交套数近两年4月环比变化



资料来源:贝壳、东北证券

图表9:核心城市二手房住宅网签套数近两三年4月环比变化

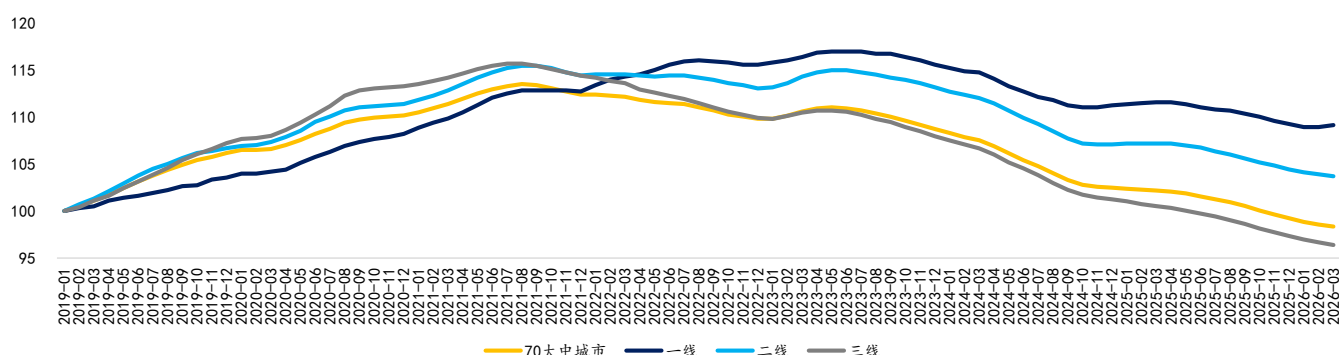


资料来源:各地房管局、东北证券

1.2. 房价：小阳春驱动，市场步入结构性修复

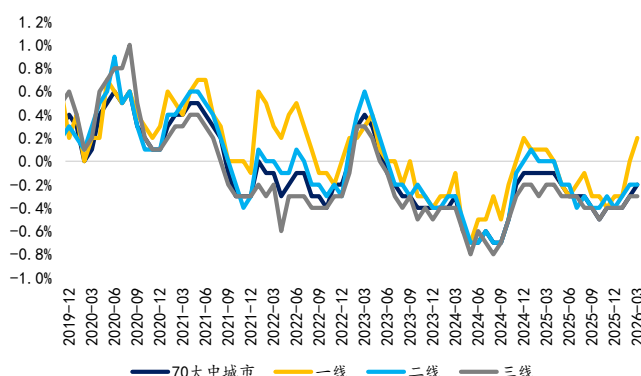
新房房价：新房市场呈现结构性回暖态势，主要源于房企拿地销售持续向核心城市核心区域集中。2026年3月一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为上涨0.2%，其中上海、广州和深圳分别上涨0.3%、0.3%和0.2%，北京持平；而二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别下降0.2%和0.3%，降幅均与上月相同。70个大中城市中，新建商品住宅销售价格环比上涨城市有14个，比上月增加4个，上涨城市包括上海、广州、深圳、杭州、合肥等核心城市。从同比看，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降2.2%，但内部出现显著分化，上海同比上涨3.7%，而北京、广州和深圳分别下降2.1%、4.7%和5.5%。**数据表明当前新房市场的价格回升并非全面性回暖，而是由核心城市优质地段的高品质项目入市所驱动的结构性的上涨，房企资源向确定性更高的核心区域集中是推动新房价格企稳回升的关键因素。**

图表10:分能级新房价格指数变动（2019年1月=100）



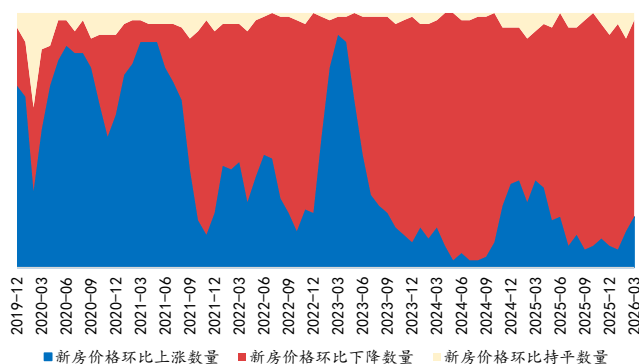
资料来源：国家统计局、东北证券

图表11:分能级新房价格环比变动



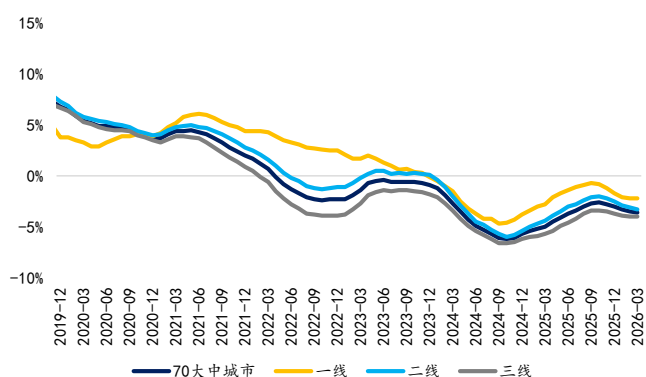
资料来源：国家统计局、东北证券

图表12:新房价格环比涨/降/平城市数量变动



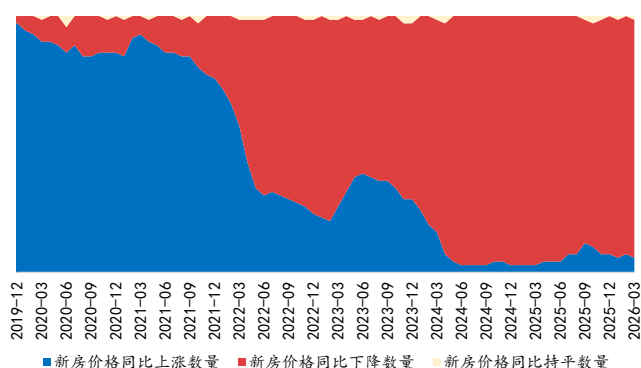
资料来源：国家统计局、东北证券

图表13:分能级新房价格同比变动



资料来源：国家统计局、东北证券

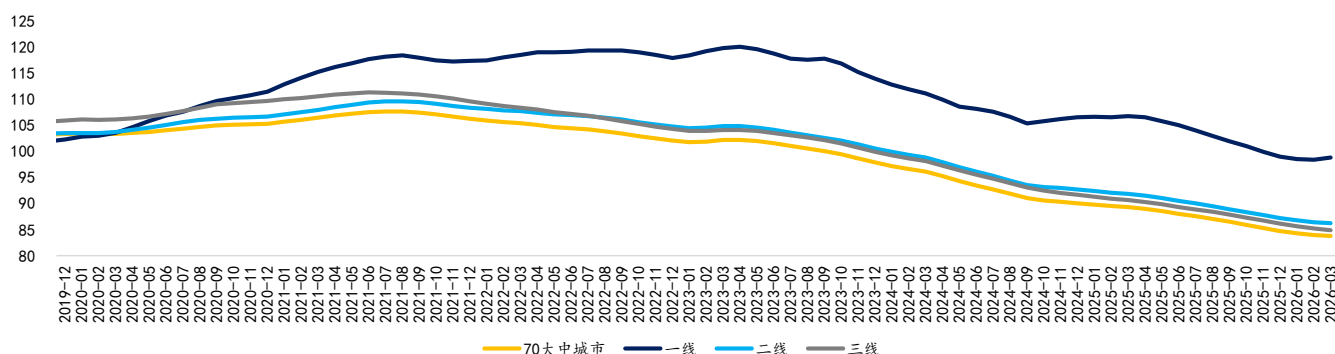
图表14:新房价格同比涨/降/平城市数量变动



资料来源：国家统计局、东北证券

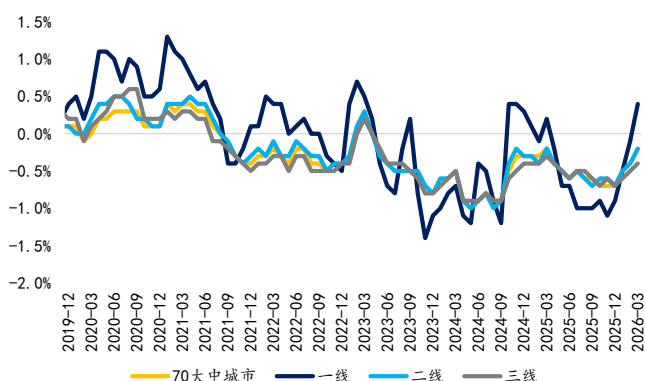
二手房价：二手房市场在2026年3月迎来突破性转折，小阳春效应显著，其中学区房需求的集中释放成为重要推动力。3月份一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降0.1%转为上涨0.4%，结束了连续11个月的下跌走势，北京、上海、广州和深圳分别上涨0.6%、0.4%、0.2%和0.4%。二、三线城市二手住宅销售价格环比降幅分别收窄0.2个和0.1个百分点，70个大中城市中二手住宅销售价格环比上涨城市有13个，比上月大幅增加11个（冰山指数趋势与统计局数据基本一致）。每年3-4月是学区房过户的高峰期，家长赶在学生信息采集前完成交易，直接推高了二手房成交量；北京、上海、深圳等城市的名校片区二手房价格较1-2月增长明显，深圳百花、红山、深中等名校片区涨幅超10%。同时，政策环境持续优化，上海“沪七条”落地后市场活跃度显著提升，3月上海二手房周度成交量创下近五年来最高纪录。一系列数据表明，季节性小阳春效应叠加学区房刚需的集中释放，共同推动了二手房市场的量价回升，市场信心得到实质性修复，但企稳持续性仍需关注二手房传导链条能否打通，以及居民加杠杆意愿是否边际修复。

图表15:分能级二手价格指数变动（2019年1月=100）



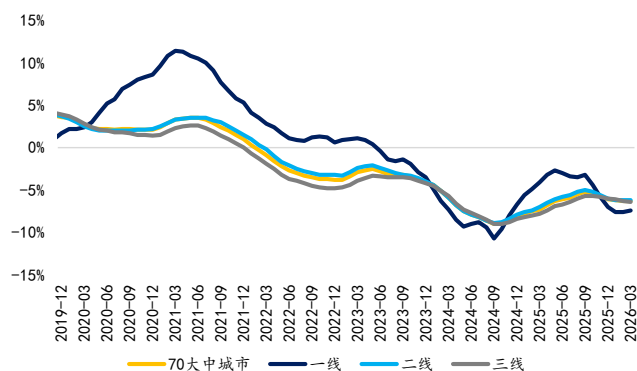
资料来源：国家统计局、东北证券

图表16:分能级二房价格环比变动



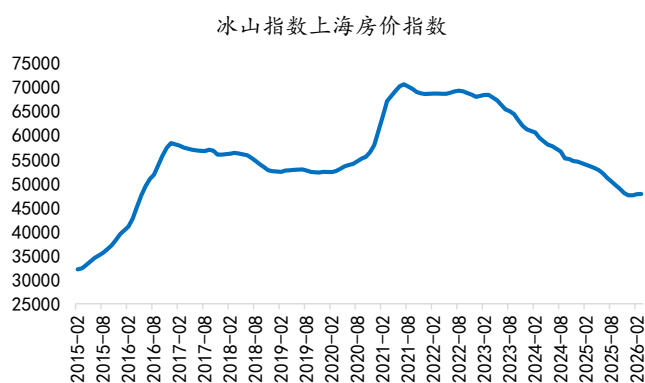
资料来源:国家统计局、东北证券

图表18:分能级二手价格同比变动



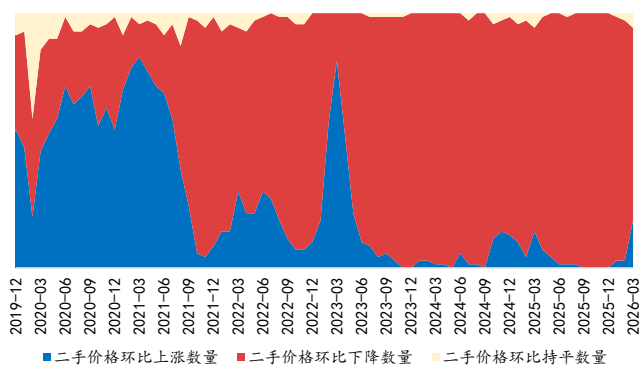
资料来源:国家统计局、东北证券

图表20:上海房价冰山指数



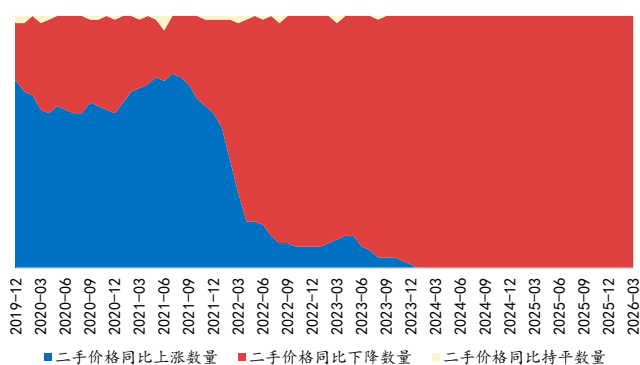
资料来源:冰山指数、东北证券

图表17:二房价格环比涨/降/平城市数量变动



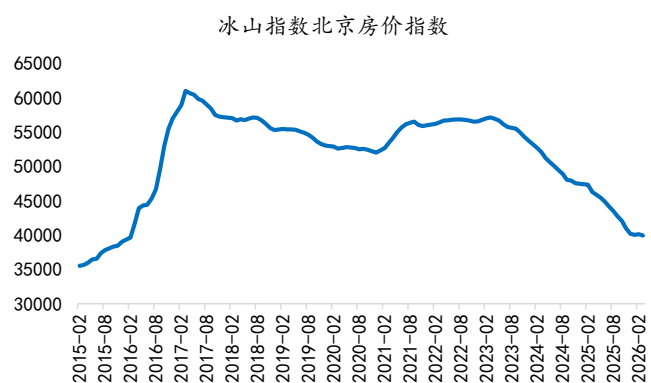
资料来源:国家统计局、东北证券

图表19:二房价格同比涨/降/平城市数量变动



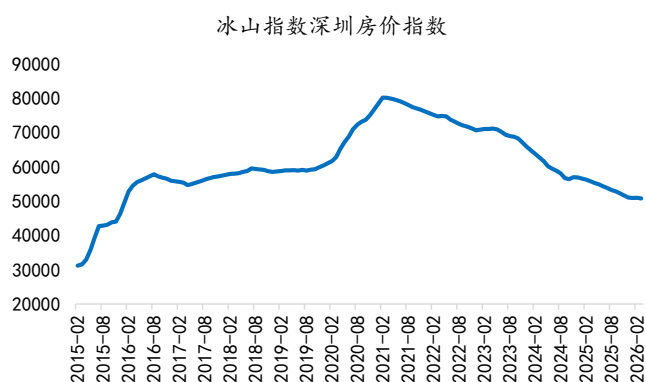
资料来源:国家统计局、东北证券

图表21:北京房价冰山指数



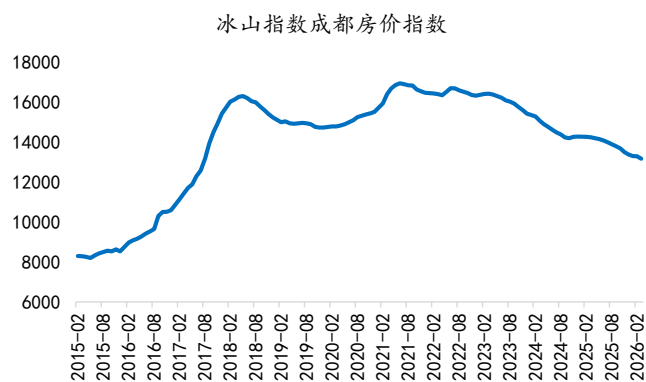
资料来源:冰山指数、东北证券

图表22: 深圳房价冰山指数



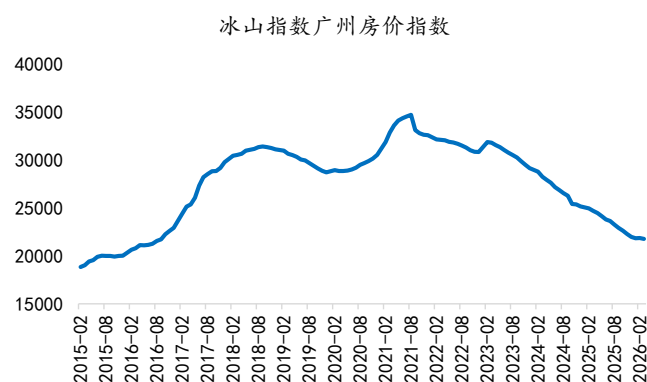
资料来源：冰山指数、东北证券

图表24: 成都房价冰山指数



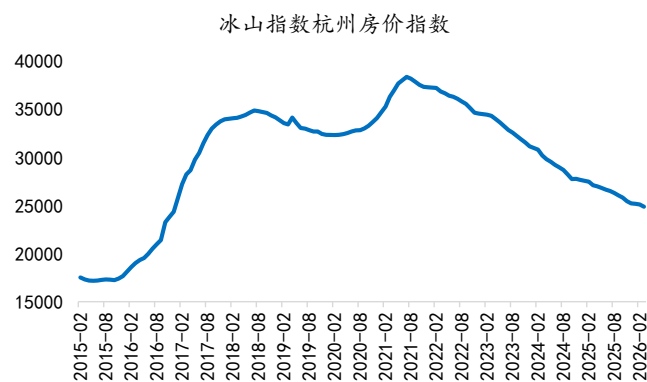
资料来源：冰山指数、东北证券

图表23: 广州房价冰山指数



资料来源：冰山指数、东北证券

图表25: 杭州房价冰山指数



资料来源：冰山指数、东北证券

1.3. 政策：房地产迈入“存量提质”发展新阶段

2025 年我国房地产行业全面进入“稳市场新周期”，发展重心从规模扩张转向质效提升。市场呈现供给收缩、库存持续消化、销售边际向好的止跌回稳态势，全年新开工面积低于销售面积，待售面积连续 10 个月下降。政策层面围绕“控增量、去库存、优供给”系统推进：①一季度定调行业发展方向，明确建设“好房子”为核心，出台《住宅项目规范》提升住房品质；②二季度供需协同发力，下调公积金贷款利率刺激需求；③三季度聚焦存量盘活与城市更新，发布存量空间盘活技术标准；④四季度着力构建房地产发展新模式，推动行业向安全、舒适、绿色、智慧转型。此外，配套政策同步支撑：优化土地供应、实施增值税留抵退税、推出育儿补贴、将家政人员纳入住房保障等，从人口、土地、金融等多维度夯实行业发展基础。**整体看来，2025 年一系列相互衔接的政策，在稳定市场的同时，初步构建了房地产高质量发展制度框架，为行业长期健康发展奠定了坚实基础。**

图表26: 2025 年中央房地产核心政策内容

时间	政策主要内容
3月	“两会”定调加力推进止跌回稳，“建设好房子”作为产业转型方向
3月	自然资源部通知：通过专项债券优化土地储备工作，促进房地产市场稳定发展（供给侧）
3月	住建部发布《住宅项目规范》，5月1日起实施（供给侧）
4月	中央政治局会议建议，加大高品质住房供给稳住房消费
5月	央行下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点（需求侧）
6月	6·13国常会优化供给，稳定预期、激活需求，优化供给、化解风险
7月	国务院发布《住房租赁条例》，促进租房市场高质量发展（需求侧）
7月	时隔十年再度召开中央城市工作会议，多部委积极落实，要求把城市更新摆在更加突出位置
8月	财政部、税务总局完善增值税期末留抵退税政策，显著减轻新增投资的税收压力（企业发展环境）
9月	国务院批复，鼓励采取市场化方式盘活存量闲置土地（企业发展环境）
9月	自然资源部发布行业标准，填补相关技术标准空白，促进城市存量空间盘活优化（供给侧）
10月	住建部国新办发布会，加快构建房地产发展新模式，发展安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”
10月	二十届四中全会、“十五五”规划建议推进房地产高质量发展
12月	中央经济工作会议控增量、去库存、优供给，有序推动“好房子”建设，加快构建发展新模式

资料来源：克而瑞、东北证券

图表27: 历年中央经济工作会议房地产相关表述

时间	板块	表述
2025年	化解风险	坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设，加快构建房地产发展新模式。积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。
2024年	化解风险	有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加大实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。
2023年	化解风险	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线，积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2022年	化解风险	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2021年	结构政策	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2020年	住房问题	住房问题关系民生福祉。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。

资料来源：克而瑞、东北证券

2025 年城市更新被提升至战略高度，成为统筹“稳市场、保民生、促转型”的核心政策抓手。其定位已超越单一的民生工程或房地产项目，深度融入国家高质量发展与城乡融合发展的总体框架：①从作用机制看，城市更新实现了供需两端的精准衔接。在需求侧，其通过老旧小区改造、城中村整治等措施，直接回应新市民的刚性居住需求与存量居民的改善性需求。在供给侧，它以盘活存量土地和低效建筑为核心，避免无序扩张，在优化空间布局、提供公共服务的同时，也为建设“好房子”释放了优质资源，有效促进了房地产市场的库存去化与供给优化；②从长远视角看，城市更新标志着行业发展动力的根本性转换。随着城镇化进入提质新阶段，住房需求主力正从“新增建设”转向“存量更新”。城市更新推动的“好房子、好小区、好社区、好城区”建设，不仅满足居民对高品质生活空间的追求，也为房地产企业从开发销售向运营服务转型提供了新赛道，是构建房地产发展新模式的关键路径。**整体看来 2025 年密集出台的城市更新政策，构建了系统性的制度框架，既是应对当前市场调整、稳定行业预期的有效工具，更是推动城市内涵式发展、实现房地产行业高质量发展的长期战略部署，其释放的民生、经济与社会综合效益将持续贯穿“十五五”时期。**

图表28:2025 年中央直接涉及城市更新相关政策表态

时间	部委	政策主要内容
3月21日	住建部	部署体检工作，要求城市更新需精准推进，确保重点任务落地
4月2日	住建部	解决融资需求，联合中国银行，金融赋能“好房子”建设与城市更新
4月8日	财政部、住建部	弥补地方资金缺口，启动中央财政支持城市更新行动，6月前完成申报
4月25日	中央政治局	防范化解风险，政治局会议加力城市更新，巩固市场稳定，活跃资本市场
5月15日	中共中央、国务院	强化民生保障，发文《关于持续推进城市更新行动的意见》
5月20日	住建部	解读5.15《意见》，城市发展转向存量提质，推进“好房子”建设
5月20日	发改委	解读5.15《意见》，扩大财政支持范围，6月底前下达城市更新专项中央预算内投资计划
5月20日	财政部	解读5.15《意见》，强化财政资金保障，选拔20城推进城市更新并开展绩效评价
5月20日	金融监管总局	解读5.15《意见》，强化金融支撑，引导机构加大信贷投放，支持城中村改造与设施更新
5月20日	自然资源部	解读5.15《意见》，盘活存量资源，推广低效用地试点经验，完善用地政策助力城市更新
6月4日	财政部、住建部	落实5.15《意见》，公示拟支持20城，中央财政定额补助，探索城市更新可复制模式
6月15日	发改委	完成下达800亿城市更新专项投资，支持老旧小区、危旧房改造，惠及约1700万人
7月10日	发改委	提出城镇化需补短板，加大投入，支持城市更新与保障性住房供给
7月15日	中共中央	时隔十年召开城市工作会议，推进宜居韧性城市建设
7月17日	住建部	落实城市工作会议精神，突出城市更新地位，加快构建房地产发展新模式
7月30日	中央政治局	落实城市工作会议，高质量开展城市更新
8月28日	中共中央、国务院	重申“两个转变”，正式发布《中共中央、国务院关于推动城市高质量发展的意见》
11月13日	住建部	明确城市更新保护底线，加快进行老城区和老街区专项调查，明年2月前完成地市级成果审核
11月20日	住建部	突出城市更新地位，推进“四好”建设，为人民群众高品质生活、新业态新产业发展提供空间载体
11月21日	住建部	召开全国城市更新工作推进会，从规划、资金、运营、治理四方面推进城市更新
11月27日	发改委	拓宽资金来源渠道，推动REITs扩围至城市更新、商业办公等设施领域
12月3日	国务院	召开专题学习，深入实施城市更新行动，要求把城市更新和消除安全隐患、稳楼市等工作结合起来

资料来源：克而瑞、东北证券

2. 房企 2025 业绩综述：行业整体仍磨底，优质房企逆势领跑

当前房地产行业整体业绩仍处于筑底阶段，但已呈现深刻的结构性分化。2025 年，百强房企销售金额与面积同比虽仍下滑，但降幅已显著收窄市场分化加剧，以保利、中海、华润、招商蛇口及中国金茂为代表的财务稳健、深耕核心城市的央国企及优质民企已逆势领跑，其中中国金茂在 2025 年实现销售金额同比正增长，2026 年一季度增速更超过 20%。行业正逐步转向依靠产品力与核心地段实现高质量增长，随着早期高地价项目影响减弱及近年优质土储进入结转，行业毛利率有望触底回升。值得注意的是 2025 年行业资产减值计提压力加剧，是导致净利润降幅远超营收的主因，但部分房企（如中国金茂）因历史计提充分，或已率先轻装上阵。总体来看，资源正加速向产品力与财务安全兼备的头部企业集中，预示着行业将开启一个更健康、更可持续的高质量发展新周期。

2.1. 销售：行业整体价稳于量，头部房企销售韧性更强

2025 全年百强房企销售金额/销售面积同比分别-19.8%/-26.4%。在止跌回稳的中央基调下，2025 全年楼市销售降幅相较于去年同期显著收窄，但仍处于同比下滑通道之中：2025 全年，百强房企销售金额/销售面积分别实现 3.4 万亿元/1.7 亿 m²，同比分别-19.8%/-26.4%。可以看出，行业销售金额同比降幅显著低于销售面积降幅，反映出行业供给持续聚焦核心城市核心区域的共识（新房销售单价提升）。

头部房企整体表现优于行业均值凸显韧性，中国金茂逆势实现销售同比正增。优质龙头房企整体去化伴随行业走弱，但相比行业均值整体降幅更小凸显韧性，TOP10 房企百强市占率持续提升，其中中国金茂凭借近两年土拍市场的活跃表现及优质产品力呵护的稳健去化能力 2025 年逆势实现销售同比正增：2025 年中国金茂实现全口径销售金额 1135 亿元（yoy+15.5%）。

图表29:2025 年头部房企销售金额及同比

房企	2025年头部房企销售金额（亿元）	2025年头部房企销售金额同比
保利发展	2530.0	-21.7%
中海地产	2512.0	-19.1%
华润置地	2336.0	-10.5%
招商蛇口	1960.2	-10.6%
绿城中国	1534.0	-10.7%
万科地产	1339.0	-45.3%
建发房产	1220.8	-8.6%
中国金茂	1135.0	15.5%
越秀地产	1082.0	-5.5%
滨江集团	1017.6	-8.8%
华发股份	785.6	-25.5%
中国铁建	733.4	-24.0%

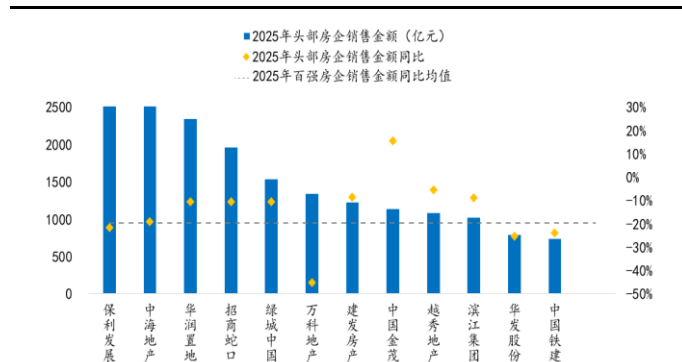
资料来源：克而瑞、东北证券

图表30:2025 年头部房企面积金额及同比

房企	2025年头部房企销售面积（万m²）	2025年头部房企销售面积同比
保利发展	1224.4	-31.7%
中海地产	1096.6	-4.8%
华润置地	869.2	-24.0%
招商蛇口	708.0	-25.1%
绿城中国	464.0	-21.1%
万科地产	1018.7	-43.4%
建发房产	498.0	-18.5%
中国金茂	448.0	-23.0%
越秀地产	278.8	-28.3%
滨江集团	238.4	1.1%
华发股份	299.8	-18.9%
中国铁建	548.8	-21.7%

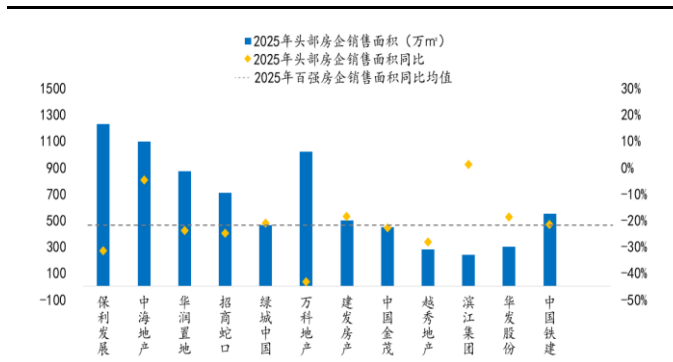
资料来源：克而瑞、东北证券

图表31:2025 年头部房企销售金额同比与百强均值对比



资料来源：克而瑞、东北证券

图表32:2025 年头部房企销售面积同比与百强均值对比



资料来源：克而瑞、东北证券

2026Q1 百强房企销售金额/销售面积同比分别-24.8%/-26.7%。2026 年 Q1 保利发展、中海地产、华润置地与招商蛇口稳居销售规模前四，且部分稳健央国企实现了较大的销售同比增长：中海地产销售金额同比增长 11.0%，中国金茂实现了超过 20% 的显著增长。此外，头部房企销售金额同比表现显著优于销售面积同比，体现了：**①行业正逐步摆脱单纯依靠“以价换量”的促销模式，转向依靠产品力与品牌实现更高质量的增长；②投资&销售持续集中于核心城市核心板块。**

市场的分化与复苏呈现出清晰的结构特征，财务稳健、聚焦核心城市的头部企业已率先走出独立行情。以中国金茂为例，其销售金额与面积均实现双位数正增长，大幅领先行业平均水平，展现出优质产品在逆周期中的强大竞争力。同时，以保利、中海为代表的国央企龙头，凭借其稳健的财务状况和深耕高能级城市的布局，在巩固规模优势的同时，持续引领市场的价值回归。**行业整体虽仍处于筑底阶段，但积极因素正在积累，市场份额与资源正加速向更具产品优势、财务更安全的优质企业集中，预示着行业将迎来一轮更健康、更可持续的发展周期。**

图表33:2026Q1 头部房企销售金额及同比

房企	2026Q1年头部房企销售金额（亿元）	2026Q1头部房企销售金额同比
保利发展	517.5	-17.9%
中海地产	515.1	11.0%
华润置地	441.0	-13.9%
招商蛇口	333.4	-4.9%
绿城中国	256.0	-29.4%
建发房产	254.0	-9.9%
中国金茂	224.3	22.6%
越秀地产	172.0	-44.2%
万科地产	165.8	-51.8%
滨江集团	150.9	-34.6%
绿地控股	143.0	14.4%
中国铁建	121.0	-35.1%

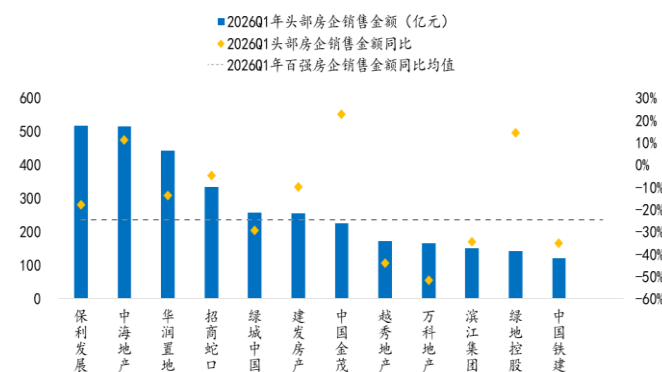
资料来源：克而瑞、东北证券

图表34:2026Q1 头部房企面积金额及同比

房企	2026Q1头部房企销售面积（万㎡）	2026Q1头部房企销售面积同比
保利发展	238.1	-17.3%
中海地产	161.0	-29.8%
华润置地	135.1	-39.7%
招商蛇口	140.0	-13.0%
绿城中国	81.5	-21.7%
建发房产	95.5	-11.0%
中国金茂	97.3	14.7%
越秀地产	59.8	-28.6%
万科地产	136.0	-45.0%
滨江集团	24.9	-55.6%
绿地控股	150.0	11.1%
中国铁建	93.2	-26.8%

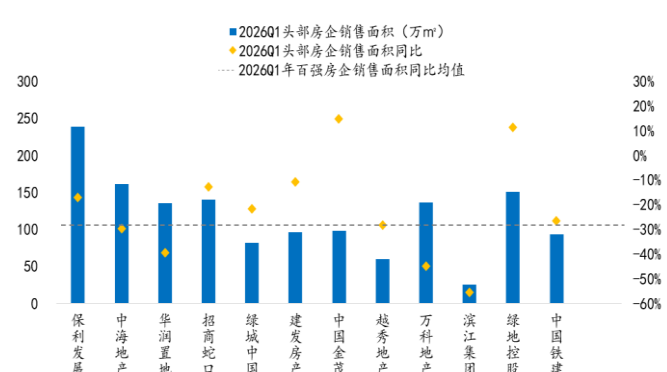
资料来源：克而瑞、东北证券

图表35:2026Q1 头部房企销售金额同比与百强均值对比



资料来源：克而瑞、东北证券

图表36:2026Q1 头部房企销售面积同比与百强均值对比



资料来源：克而瑞、东北证券

2.2. 投资：行业整体投资意愿回升，优质房企抢跑新周期

2025 年得益于核心城市优质地块的集中供应和头部房企的投资积极性提升，百强房企新增货值同比+2.3%。2025 年全国核心城市优质稀缺地块集中供应，部分城市土拍热度高涨，高溢价率地块频出，2025 年百强房企新增货值累计 2.3 万亿(yoy+2.3%)，其中 TOP10 房企新增货值占百强的 54.7%，市场格局进一步集中于头部企业。

2025 年头部优质房企凭借前瞻性的战略布局与强大的经营韧性，在销售与投资两端均大幅跑赢行业均值推动行业资源加速向其集中，头部房企 2025 年拿地力度普遍强于 2024 年。2025 年中海地产、招商蛇口和中国金茂等财务盘面稳健、融资渠道畅通的央企及优质民企，显著提升了拿地力度，展现出极强的补仓意愿与进攻性。这种“择优录取”的投资策略，不仅是对核心城市优质地块稀缺价值的精准把控，更是为下一轮发展周期储备动能的关键举措，相比之下，部分企业受制于资金压力，采取了收缩防守策略。综合来看，房地产行业的基本面正在经历深刻的重塑，市场份额与资源正以前所未有的速度向那些既能卖得好（销售回款强）、又有钱买（财务盘面稳）的优质房企聚合，行业的洗牌不仅加速了行业出清，更推动了市场集中度的跨越式提升，预示着未来房地产企业将比拼的是综合运营能力与财务安全性，一个由优质房企主导的高质量发展新周期正加速到来。

图表37:2025 头部房企新增货值及同比

房企	2025头部房企新增货值（亿元）	2025头部房企新增货值同比
保利发展	1606	22.6%
中海地产	2419	56.6%
华润置地	1243.2	-15.4%
招商蛇口	1769.9	126.5%
绿城中国	1300	13.3%
万科地产	178.9	-24.2%
建发房产	854.6	-5.2%
中国金茂	953.8	73.5%
越秀地产	855.4	-19.6%
滨江集团	667.8	-8.1%
华发股份	130.5	-34.0%

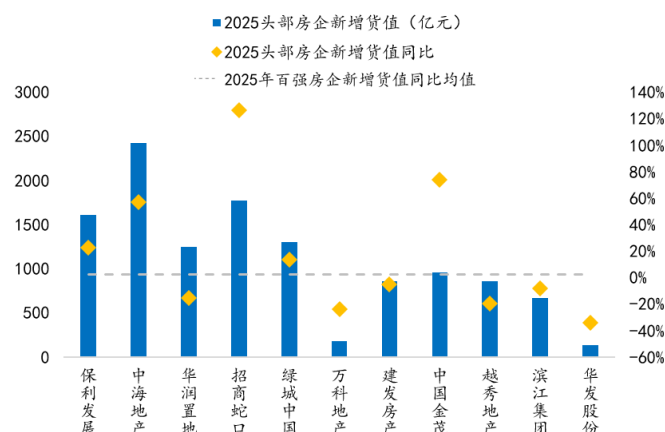
资料来源：克而瑞、东北证券

图表39:2025 头部房企拿地力度

房企	2025拿地力度	2024拿地力度
保利发展	0.63	0.41
中海地产	0.96	0.50
华润置地	0.53	0.56
招商蛇口	0.90	0.36
绿城中国	0.85	0.67
万科地产	0.13	0.10
建发房产	0.70	0.68
中国金茂	0.84	0.56
越秀地产	0.79	0.93
滨江集团	0.66	0.65
华发股份	0.17	0.19

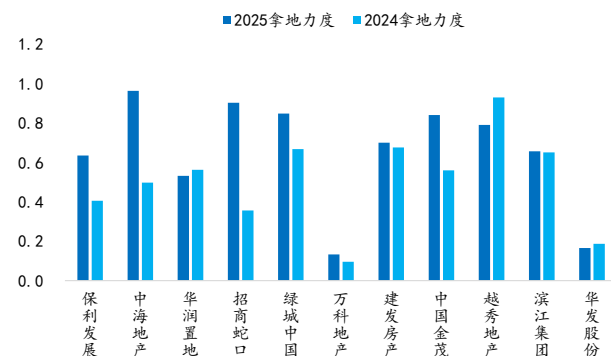
资料来源：克而瑞、东北证券

图表38:2025 头部房企新增货值同比与百强均值对比



资料来源：克而瑞、东北证券

图表40:2025 头部房企拿地力度与 2024 年对比



资料来源：克而瑞、东北证券

2.3. 营收：行业营收探底，部分房企凭靠第二曲线与精准扩储实现正增

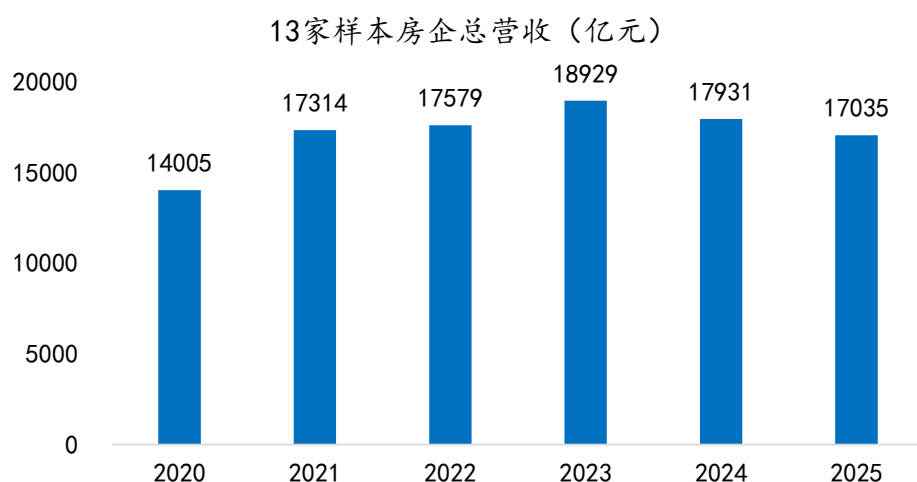
新增货值有限待结资源下滑，行业整体营收仍处下行通道。我们选取了 A 股和港股共 13 家未出现债务违约/展期的龙头房企作为样本公司，以跟踪房地产板块整体业绩变化。13 家样本公司分别为：保利发展、中国金茂、中国海外发展、华润置地、绿城中国、招商蛇口、龙湖集团、新城控股、建发国际集团、华发股份、滨江集团、中国海外宏洋集团、越秀地产。随着房企 2021 年后融资通道受阻，销售去化不佳，投资信心不高，新增货值有限，待结资源下滑，13 家样本房企总营收自 2022 年后连续下滑。**2025 年 13 家样本房企共实现营收 17035 亿元，较去年同期的 17931 亿元下滑 5.0%。**其中部分房企凭借各自优势营收实现同比正增：**①华润置地凭借稳健的商业运营第二曲线 2025 年营收同比+0.9%；②越秀地产、中国金茂、华发股份、滨江集团凭借近两年土拍市场的积极布局，分别实现营收同比+0.1%、+0.5%、+39.1%、+19.9%。**

图表41: 龙头房企 2025 营收表现

代码	房地产开发企业	营收（亿元）						
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025营收增速
600048.SH	保利发展	2432	2850	2811	3469	3117	3081	-1.1%
0688.HK	中国海外发展	1807	2378	1803	2025	1852	1681	-9.2%
1109.HK	华润置地	1796	2121	2071	2511	2788	2814	0.9%
3900.HK	绿城中国	658	1002	1272	1314	1585	1550	-2.3%
001979.SZ	招商蛇口	1296	1606	1830	1750	1789	1547	-13.5%
0960.HK	龙湖集团	1845	2234	2506	1807	1275	973	-23.7%
0123.HK	越秀地产	462	574	724	802	864	865	0.1%
601155.SH	新城控股	1455	1682	1155	1192	890	530	-40.4%
1908.HK	建发国际集团	427	534	996	1344	1430	1368	-4.3%
0817.HK	中国金茂	601	901	830	724	591	594	0.5%
600325.SH	华发股份	510	512	592	721	600	834	39.1%
002244.SZ	滨江集团	286	380	415	704	692	829	19.9%
0081.HK	中国海外宏洋集团	429	538	575	564	459	369	-19.7%

资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

图表42: 13 家样本房企历年总营收



资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

2.4. 毛利率：高地价冲击减弱，优质土储开始兑现

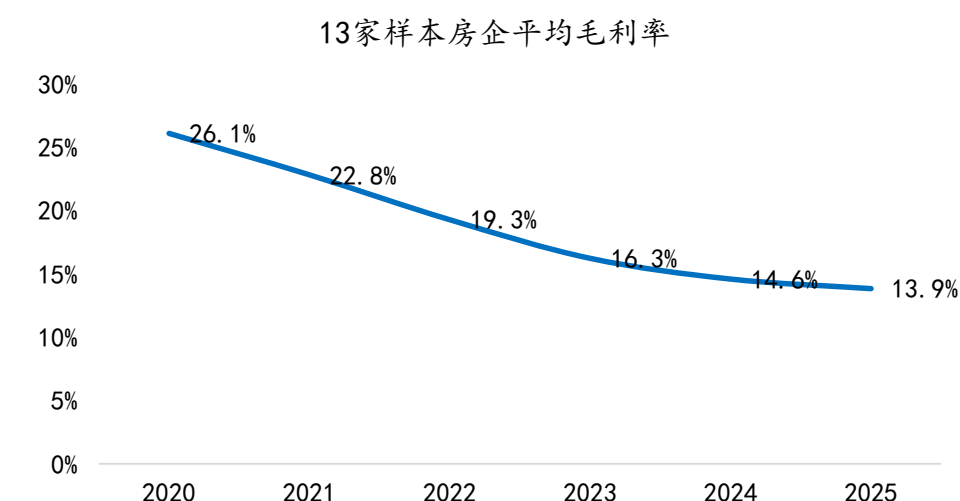
高地价项目冲击减弱+高毛利项目交付结转，行业整体毛利率降幅显著收窄。2025 年 13 家样本房企毛利率进一步下滑至 13.9% (yoy-0.7pct)，降幅相较往年已显著收窄 (2024 毛利率 yoy-1.7pct; 2023 年毛利率 yoy-3.0pct)，背后反应的是早期高地价项目已基本完成结转，对业绩的冲击大幅下降；且 2022 年后行业投资共识为量入为出，聚焦核心城市核心板块的确定性项目，此些高毛利项目经历 3 年左右的建设周期已陆续开始结转贡献业绩，板块毛利率水平有望从 2026 年开始逐步恢复。其中部分房企得益于土储/销售结构的持续优化，毛利率已率先企稳：2025 年建发国际集团、中国金茂、滨江集团、中国海外宏洋集团毛利率同比分别 +0.6pct/+1.0pct/+0.7pct/+0.3pct。

图表43: 龙头房企 2025 毛利率表现

代码	房地产开发企业	毛利率						
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025毛利率变化
600048.SH	保利发展	32.6%	26.8%	22.0%	16.0%	13.9%	12.7%	-1.2%
0688.HK	中国海外发展	30.0%	23.5%	21.3%	20.3%	17.7%	15.5%	-2.2%
1109.HK	华润置地	30.9%	27.0%	26.2%	25.2%	21.6%	21.2%	-0.4%
3900.HK	绿城中国	23.7%	18.1%	17.3%	13.0%	12.8%	11.9%	-0.8%
001979.SZ	招商蛇口	28.7%	25.5%	19.3%	15.9%	14.6%	13.8%	-0.8%
0960.HK	龙湖集团	29.3%	25.3%	21.2%	16.9%	16.0%	9.7%	-6.3%
0123.HK	越秀地产	25.1%	21.8%	20.4%	15.3%	10.5%	7.8%	-2.7%
601155.SH	新城控股	23.5%	20.4%	20.0%	19.1%	19.8%	27.4%	7.6%
1908.HK	建发国际集团	17.2%	16.3%	15.3%	11.1%	13.3%	13.9%	0.6%
0817.HK	中国金茂	20.2%	18.6%	15.8%	12.5%	14.6%	15.5%	1.0%
600325.SH	华发股份	24.3%	25.8%	20.2%	18.1%	14.3%	8.7%	-5.6%
002244.SZ	滨江集团	27.0%	24.8%	17.5%	16.8%	12.5%	13.2%	0.7%
0081.HK	中国海外宏洋集团	27.1%	23.0%	14.4%	11.2%	8.4%	8.7%	0.3%

资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

图表44: 13 家样本房企历年毛利率



资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

2.5. 负债：降本增效&负债优化，行业健康度支撑边际加杠杆意愿

降本增效持续进行时，行业整体资产负债结构保持稳定。2025 年样本 13 家房企销管费率整体录得 5.2%，较 2024 年低位持平；同时资产负债结构仍是房企重点关注要点，2021 年三道红线出台后优化负债结构为房企的首要任务之一。从样本 13 家稳健龙头房企数据看来，平均剔除预资产负债率持续优化，自 2021 年高点的 67.3% 持续优化至 2025 年的 63.0%。同时净负债率虽略有上升（2025 年 13 家样本房企平均 52%，yoy+3.0pct）/现金短债略有下降（2025 年 13 家样本房企平均 1.83，yoy-0.42），但总体仍维持在健康区间（绿档）。展望后市，伴随行业出清已步入尾声，稳健房企融资渠道逐步畅通，此外房价已步入二阶导改善阶段，行业信心的逐渐恢复将助力行业在资产负债结构健康的前提下，边际提升加杠杆意愿。

图表45: 龙头房企 2025 销管费率表现

代码	房地产开发企业	销管费率						
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025销管费率变化
600048.SH	保利发展	5.1%	5.0%	4.8%	4.1%	4.5%	4.3%	-0.2%
0688.HK	中国海外发展	3.4%	2.9%	3.6%	3.4%	3.7%	4.0%	0.4%
1109.HK	华润置地	5.8%	5.6%	5.4%	5.6%	4.9%	5.2%	0.2%
3900.HK	绿城中国	10.1%	8.0%	6.5%	6.0%	4.9%	4.6%	-0.3%
001979.SZ	招商蛇口	3.9%	3.8%	3.6%	3.9%	3.5%	4.0%	0.5%
0960.HK	龙湖集团	6.7%	7.3%	4.8%	6.0%	6.8%	6.7%	-0.1%
0123.HK	越秀地产	5.5%	5.6%	5.3%	5.3%	4.9%	4.8%	-0.1%
601155.SH	新城控股	6.5%	6.0%	8.7%	7.2%	7.6%	8.4%	0.8%
1908.HK	建发国际集团	5.1%	6.6%	8.0%	5.3%	6.1%	6.6%	0.5%
0817.HK	中国金茂	8.5%	7.8%	8.3%	9.4%	8.8%	8.0%	-0.9%
600325.SH	华发股份	5.8%	6.2%	6.4%	5.5%	5.4%	3.6%	-1.9%
002244.SZ	滨江集团	2.9%	3.4%	3.5%	2.3%	2.0%	2.0%	0.0%
0081.HK	中国海外宏洋集团	5.7%	5.1%	4.4%	4.3%	4.7%	5.2%	0.5%

资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

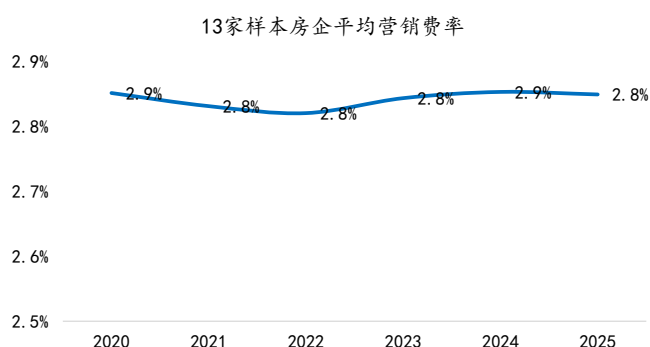
图表46: 龙头房企 2025 剔除预资产负债率表现

代码	房地产开发企业	剔除预负债率						
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025剔除预负债率变化
600048.SH	保利发展	69.9%	69.2%	69.5%	68.2%	65.7%	65.0%	-0.8%
0688.HK	中国海外发展	0.0%	58.9%	59.1%	57.5%	55.8%	54.1%	-1.6%
1109.HK	华润置地	0.0%	60.4%	59.0%	58.4%	56.5%	55.2%	-1.4%
3900.HK	绿城中国	79.6%	71.1%	71.2%	69.7%	68.5%	69.0%	0.4%
001979.SZ	招商蛇口	58.2%	60.9%	61.6%	60.3%	60.1%	61.7%	1.7%
0960.HK	龙湖集团	74.8%	67.4%	64.8%	60.4%	57.2%	54.7%	-2.6%
0123.HK	越秀地产	0.0%	69.1%	68.8%	67.4%	68.1%	65.5%	-2.6%
601155.SH	新城控股	75.5%	71.4%	69.4%	67.6%	67.1%	66.7%	-0.3%
1908.HK	建发国际集团	0.0%	67.6%	63.2%	61.5%	59.5%	60.7%	1.2%
0817.HK	中国金茂	0.0%	74.1%	73.3%	73.0%	73.5%	72.9%	-0.6%
600325.SH	华发股份	76.5%	67.1%	66.0%	63.2%	63.1%	64.9%	1.9%
002244.SZ	滨江集团	71.7%	68.3%	63.8%	60.2%	61.4%	59.9%	-1.5%
0081.HK	中国海外宏洋集团	83.7%	69.4%	68.7%	65.7%	70.9%	67.9%	-3.0%

资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

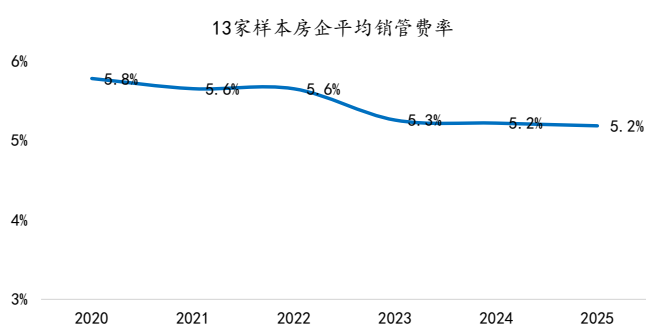


图表47:13家样本房企历年平均营销费率



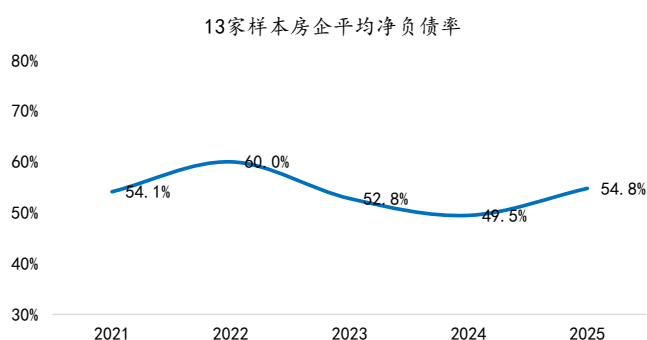
资料来源: Wind、各公司财报、东北证券

图表49:13家样本房企历年平均营管费率



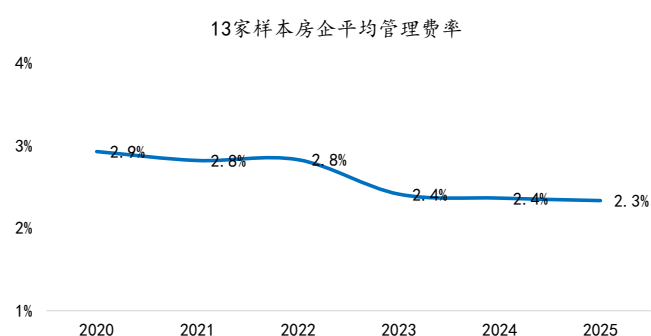
资料来源: Wind、各公司财报、东北证券

图表51:13家样本房企历年平均净负债率



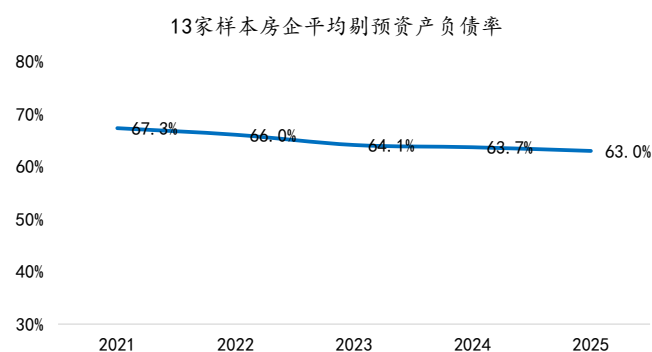
资料来源: Wind、各公司财报、东北证券

图表48:13家样本房企历年平均管理费率



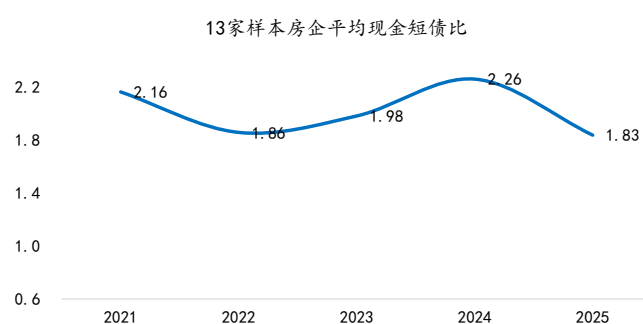
资料来源: Wind、各公司财报、东北证券

图表50:13家样本房企历年平均剔除预资产负债率



资料来源: Wind、各公司财报、东北证券

图表52:13家样本房企历年平均现金短债比

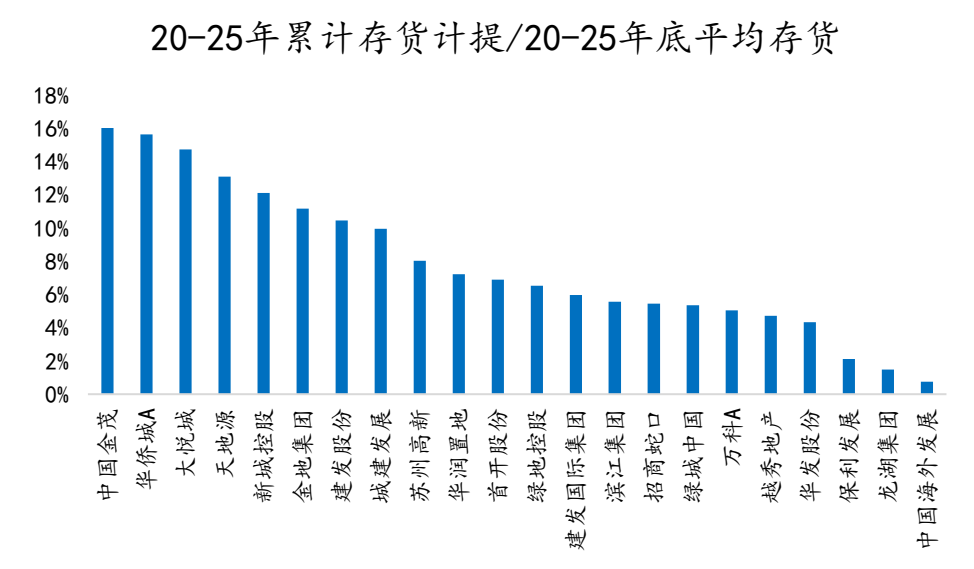


资料来源: Wind、各公司财报、东北证券

2.6. 减值：行业整体减值压力加剧，部分房企率先轻装上阵

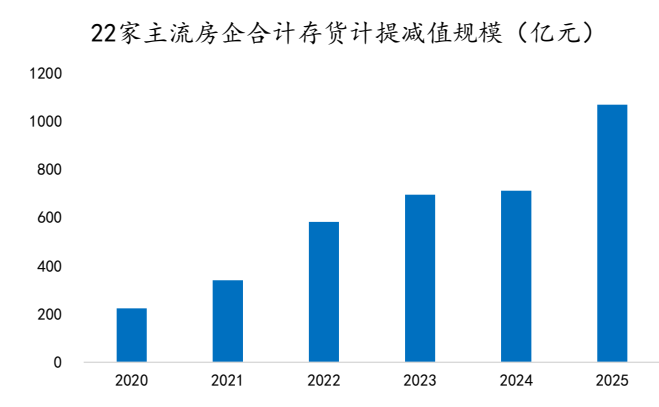
减值压力为盈利能力承压主因，部分房企或已率先甩开历史包袱。结转规模（营收）下滑+减值压力增加，行业整体归母净利润大幅下降，13家样本房企2025累计实现归母净利润398亿元（yoy-46.4%），显著高于13家样本房企营收降幅（-5.0%），且毛利率水平同比降幅收窄，销管费率低位稳定的背景下，行业盈利能力承压的主因仍为减值压力：我们梳理了计提减值数据披露较为全面的22家主流房企，2025年累计存货计提减值规模1067亿元（2024年为711亿元/2023年为695亿元），2023年后行业计提减值幅度显著持续加大，相对应行业盈利能力自2023年开始显著下滑。历史累计计提力度来看，中国金茂/新城控股计提较为充分，或已率先甩开历史包袱轻装上阵。以20-25年累计存货计提减值/20-25年底平均存货为计提力度计算口径，主流房企中中国金茂（计提力度16.0%）/新城控股（计提力度12.1%）/金地集团（计提力度11.2%）计提力度较为充分，或已率先行业甩开历史包袱轻装上阵，且2025年存货计提规模均较2024年逆势缩窄（行业整体加大）。

图表53: 主流房企20-25年累计存货计提/20-25年底平均存货



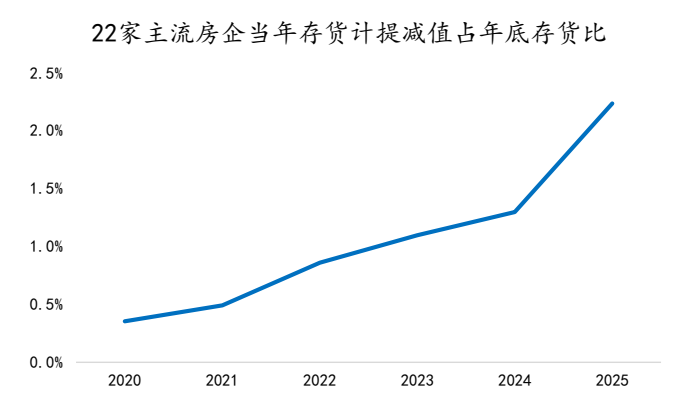
资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

图表54: 22家主流房企合计存货计提减值规模



资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

图表55: 22家主流房企当年存货计提减值占年底存货比



资料来源：Wind、各公司财报、东北证券

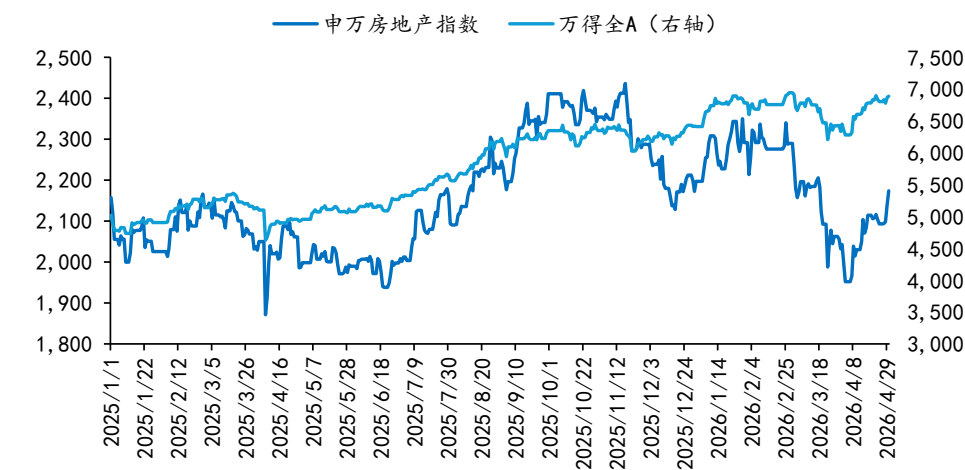
3. 2026Q1 地产基金持仓变化：低配幅度收窄，龙头持仓增加

2025 年 8 月以来，京沪深陆续松绑限购、上海&广州拆迁引擎启动、回收闲置用地进展加快、各地公积金新政频出，房地产行业整体处于政策宽松窗口期，但板块持续跑输大盘。本分析基于基金 2026 年 Q1 重仓数据，按四类基金展开：2026Q1，地产重仓持股市值占比 0.54%、总市值 192.1 亿元，环比均自低位有所回升，但仍处近十年极低水平。持仓比例环比提升约 0.12pct，且较 0.87%的标准配置比例低配 0.34pct，低配缺口较 2025Q4 边际收窄。持仓个股 53 只（较 2025Q4 增 2 只），集中度提升，前十大重仓股以贝壳-W（38.5 亿市值）为首，CR5、CR10 分别环比提升 2.23pct、0.04pct。持有基金数超 10 家的公司共 12 个（较 2025Q4 增 1 家），华发股份新进入基金数量最多。TOP20 个股持仓整体增加，保利发展、中国金茂、贝壳-W 等获加仓，绿城中国、滨江集团等遭减持。各类型基金地产持仓均增加，其中偏股混合型基金持仓增 29.6 亿元最为显著，灵活配置型基金持仓增 11.5 亿元。

3.1. 楼市政策持续催化，板块整体跑输大盘

楼市政策持续催化，房地产板块整体涨幅跑输大盘。2025 年 8 月以来，京沪深陆续松绑限购、上海&广州拆迁引擎启动、回收闲置用地进展加快、各地公积金新政频出，房地产行业整体正处于政策宽松窗口期。2025 年以来，地产板块整体跟随大盘波动上行，但整体尤其是 2026 春节后地产板块持续跑输大盘；下文根据基金披露的 2026 年 Q1 报告进行分析（本报告分析基于各基金的重仓持股数据，根据基金不同的投资类型分为灵活配置型基金、偏股混合型基金、普通股票型基金、增强指数型基金）。

图表56: 房地产板块 2026 年春节显著跑输大盘

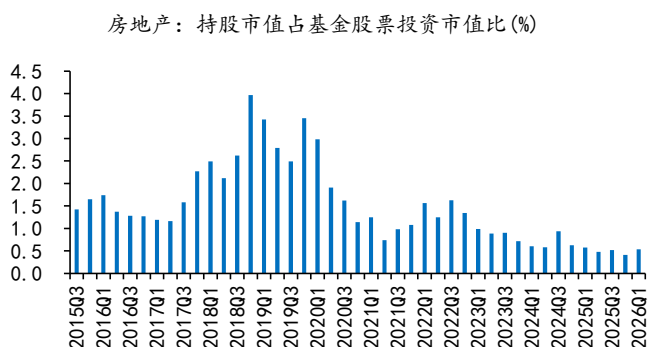


资料来源: Wind、东北证券

3.2. 地产股低配幅度收窄，持股集中度回升

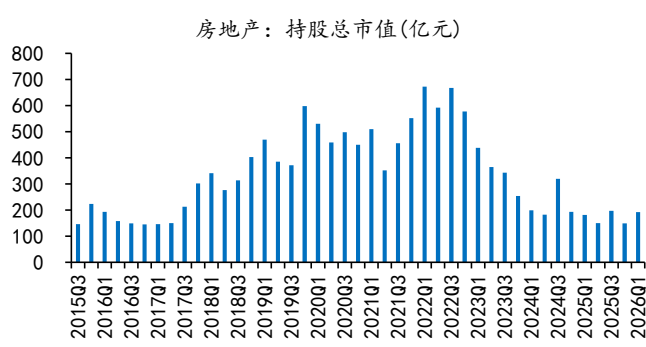
地产重仓持仓比例/持仓市值环比下降。2026Q1，重仓持股市值占基金股票投资市值比来看，地产持仓提升至 0.54%（仍处十年来极低位），房地产持股总市值边际提升至 192.1 亿元（同处近十年来极低位）。从持仓比例来看，2026Q1 地产持股市值占股票投资市值的比例环比提升约 0.12pct 至 0.54%。从持仓市值来看，地产股持仓市值从 2024Q2 末的 181.87 亿元左右提升至三季度末的 319.49 亿元，为 2022Q3 来首次回升，随后第四季度持仓市值再回落，截至 2026Q1 末，房地产重仓持股总市值约 192.1 亿元，仍处于历史极低水平。

图表57:26Q1 板块持股占基金股票市值比提升至 0.54%



资料来源：Wind、东北证券

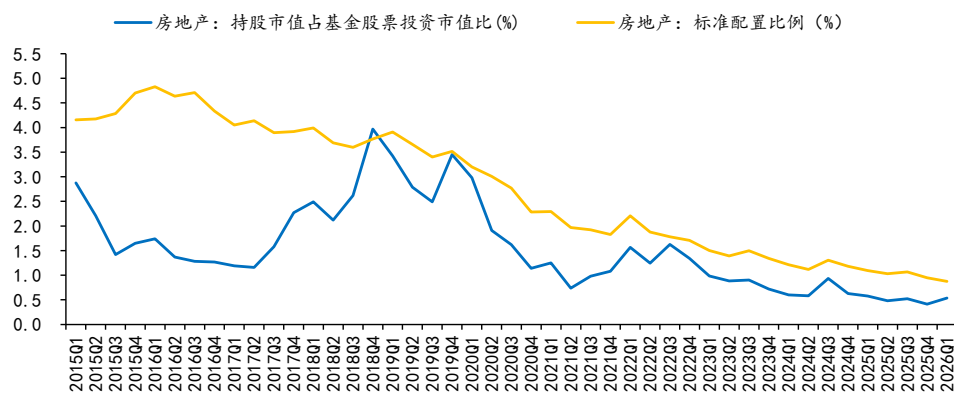
图表58:26Q1 板块持股总市值提升至 192.1 亿元



资料来源：Wind、东北证券

2026Q1，地产持仓比例提升至 0.54%，低配幅度较 25Q4 边际收窄。2026Q1 房地产板块持仓比例约为 0.54%，按照申万房地产市值与万得全 A 市值的比值所计算的房地产板块标准配置比例约为 0.87%，房地产板块的实际持仓比例低于标准配置比例约 0.34pct，依然处于低配水平，但较 2025Q4 的缺口（0.54pct）边际收窄。

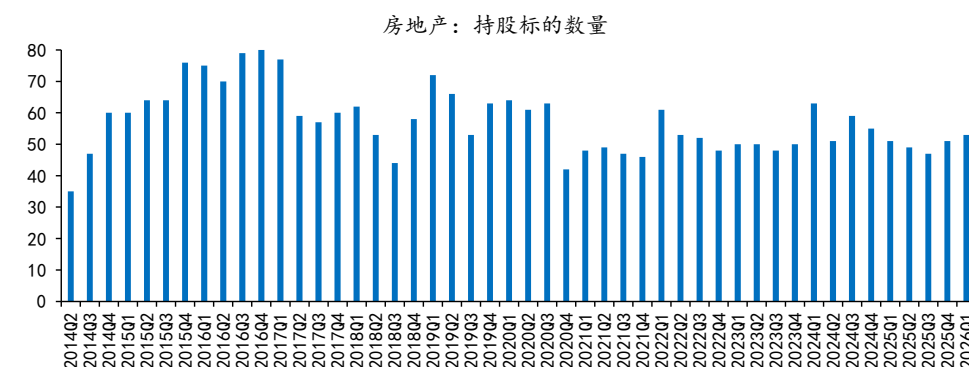
图表59:2026Q1 房地产板块持仓比例与标准配置比例间缺口边际收窄



资料来源：Wind、东北证券

持仓个股数量增加，持股集中度进一步下降。2026Q1 地产持仓个股数量提升至 53 只，整体看来地产持仓个股数量自 2022 年以来整体变化较为稳定。2026Q1 末，基金持仓地产个股的数量为 53 只，相比 2025Q4 末增加 2 只，2024Q1 持仓地产个股数量（63 只）是近 17 季度最高水平。

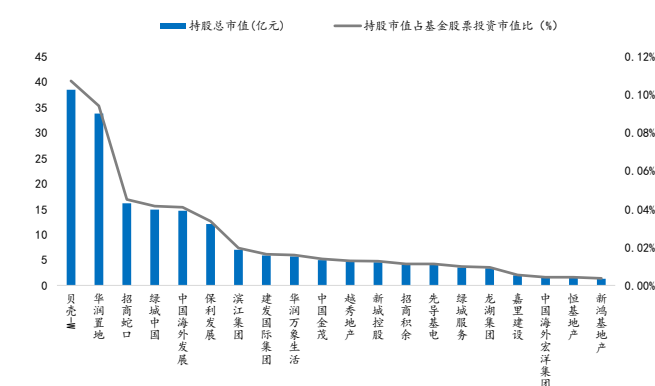
图表60:2026Q1，持仓个股数量边际增加



资料来源：Wind、东北证券

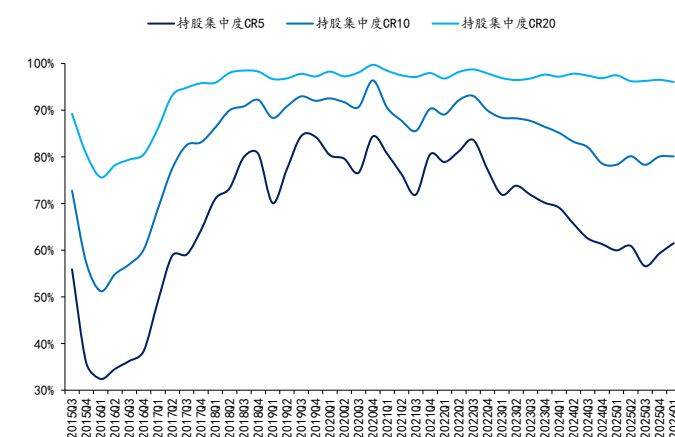
2026Q1 房地产板块持股集中度略有提升。截至 2026Q1，公募基金持仓市值前十大分别为贝壳-W、华润置地、招商蛇口、绿城中国、中国海外发展、保利发展、滨江集团、建发国际集团、华润万象生活、中国金茂，其中贝壳-W 以 38.5 亿的持股总市值保持领先，CR5、CR10 和 CR20 分别为 61.51%、80.11%和 96.07%，CR5 与 CR10 分别环比提升 2.23pct、0.04pct。

图表61:2026Q1 贝壳-W 持股总市值保持领先



资料来源：Wind、东北证券

图表62:2026Q1 房地产板块持股集中度回升

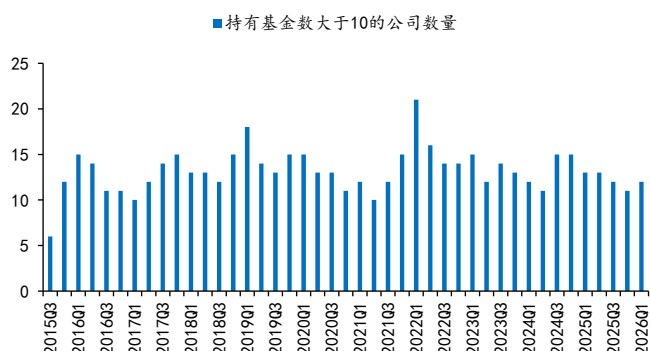


资料来源：Wind、东北证券

3.3. 持有基金大于 10 房企数量环比增加，头部个股持仓变动分化显著

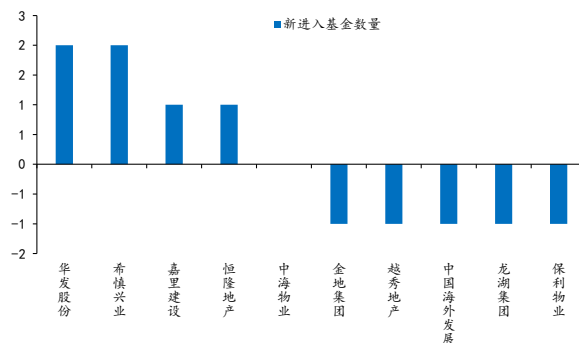
2026Q1 持有基金数大于 10 的公司数量环比上季度提升，华发股份领跑新进入基金数量。从房地产板块重仓个股的持股基金数量变动来看，2026Q1 重仓持有数量高于 10 只基金的公司共有 12 个，较上季度提升 1 家。从新进入基金方面看，华发股份、希慎兴业、嘉里建设、恒隆地产新进入基金数量最多，分别为 2、2、1、1 只。

图表 63: 10 个及以上基金持有的公司数



资料来源: Wind、东北证券

图表 64: 2026Q1 新进入基金数量 TOP10



资料来源: Wind、东北证券

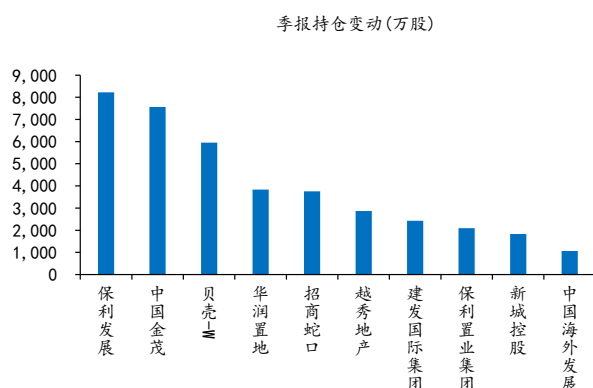
2026Q1 持仓市值 TOP20 中，保利发展、中国金茂等个股受到明显加仓，绿城中国、滨江集团等头部个股受到减持。2026Q1，基金持仓的地产个股中，持仓市值 TOP20 个股持仓整体增加。其中增加较多的是保利发展、中国金茂、贝壳-W、华润置地和招商蛇口；持仓减少较多的个股主要是绿城中国、滨江集团、绿城服务和龙湖集团。

图表 65: 2026Q1 房地产板块基金持仓市值 TOP20 个股具体情况

股票简称	持股市值占基金股票投资市值比 (%)	持股总市值(亿元)	季报持仓变动(万股)	持股总量(万股)
贝壳-W	0.10730%	38.50214665	5,957.75	11,505.90
华润置地	0.09420%	33.80740094	3,830.24	13,368.89
招商蛇口	0.04510%	16.18045213	3,758.80	19,239.54
绿城中国	0.04160%	14.93825389	-1,714.18	19,379.75
中国海外发展	0.04100%	14.70554184	1,067.50	14,419.89
保利发展	0.03370%	12.09220719	8,218.71	20,776.99
滨江集团	0.01960%	7.02078534	-1,304.56	7,193.43
建发国际集团	0.01640%	5.89718787	2,430.38	5,296.59
华润万象生活	0.01600%	5.72344533	-182.02	1,378.09
中国金茂	0.01390%	4.99736037	7,558.60	43,874.00
越秀地产	0.01290%	4.62838362	2,863.70	13,904.30
新城控股	0.01270%	4.57241582	1,833.49	3,263.68
招商积余	0.01130%	4.06560628	633.88	4,169.85
先导基电	0.01130%	4.0648822	811.19	2,211.58
绿城服务	0.00990%	3.54227954	-815.30	9,395.48
龙湖集团	0.00950%	3.39263273	-695.30	5,089.25
嘉里建设	0.00550%	1.98964246	973.60	1,031.97
中国海外宏洋集团	0.00430%	1.55868805	-39.89	7,449.10
恒基地产	0.00430%	1.52622181	587.36	597.70
新鸿基地产	0.00370%	1.31359827	106.30	115.15

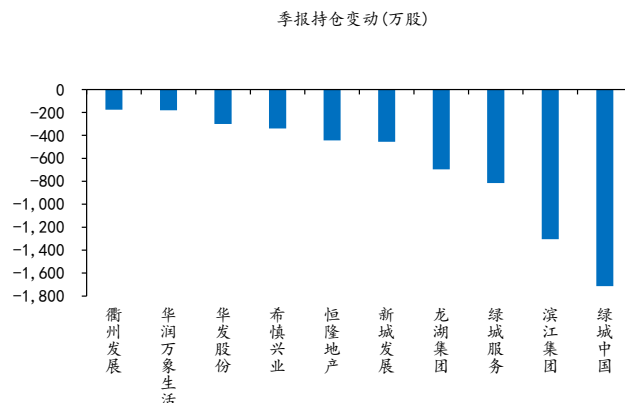
资料来源: Wind、北证券

图表66:2026Q1 持仓正向变动前十房地产股



资料来源: Wind、东北证券

图表67:2026Q1 持仓负向变动前十房地产股

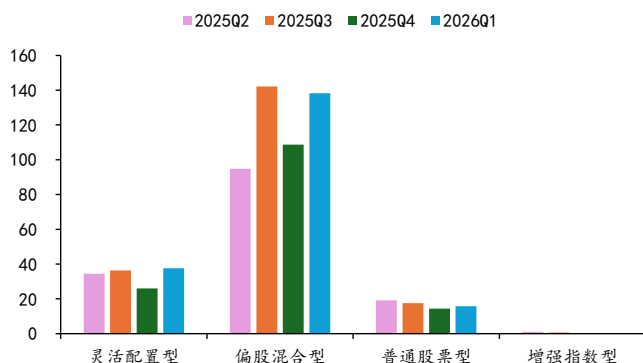


资料来源: Wind、东北证券

3.4. 各类型基金地产持仓均增加

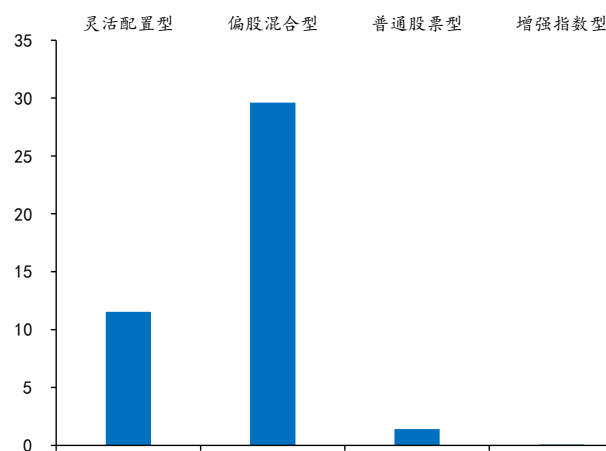
2026Q1, 偏股混合型基金持仓增加 29.6 亿元, 增加最为显著。从持仓市值来看, 各类基金持仓增加均较为明显。灵活配置型基金、偏股混合型基金、普通股票型基金和增强指数型的地产股, 分别增加持仓 11.5、29.6、1.4、0.1 亿元, 环比分别+44.3%、+27.2%、+9.9%、+24.5%。

图表68:基金持仓地产板块变化情况(亿元)



资料来源: Wind、东北证券

图表69:2026Q1 各基金类型持仓变化(亿元)



资料来源: Wind、东北证券

4. 风险提示

政策落地不及预期：中央给予地方充分的自主权，但地方或因财政承压、执行标准模糊等原因，在回收闲置用地、收储现房、推进城中村改造等方面速度不及预期。

楼市回暖不及预期：26 年 Q1 楼市量价初现企稳态势，若小阳春效应减弱楼市量价回升动能或减弱

信用风险持续蔓延：房企风险尚未完全出清，8 月楼市销售下行压力加大，信用风险有持续蔓延风险。

研究团队简介：

刘清海：重庆大学工科学士、同济大学管理学硕士。10 年房地产研究经验，曾任职于长江证券、天风证券、方正证券，2018 年水晶球公募第四名，现任东北证券房地产与建筑首席分析师，坚持做基于扎实数据的基本面研究。

刘张驰：南洋理工大学应用经济学硕士，2 年产业经验，曾任职于万科区域总部第一管理中心、方正证券，深度覆盖房地产开发等领域。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

