下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

行业亏损收窄，新政将加大房企分化

——房地产开发行业 2026 年中报综述

房地产

维持 强于大市

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期： 2026 年 09 月 23 日

核心观点

2026 年上半年开发行业整体收入同比下降 19%，合计亏损 791 亿元，较上年同期少亏损 234 亿元，主要受到毛利率有所回升、减值规模收窄、费用率下降的支撑。利润前十房企基本为香港、商业、核心城市开发赛道的头部企业，上半年合计归母净利润同比增长 18%，盈利韧性更强。行业整体杠杆水平保持稳定，现金流状况在房企控制开发支出、加快销售回款及盘活存量资产的共同作用下得到改善，头部房企的融资优势延续。前 8 月百强房企的销售降幅收窄、投资强度减弱，Top10 房企的销售与投资集中度均较去年全年进一步提升。828 新政重塑房地产基础制度，预计将加大房企业绩、财务状况、销售及投资的分化，我们继续看好香港、商业、核心城市赛道的优质企业表现。

摘要

行业亏损收窄，香港、商业、核心城市头部房企盈利韧性更强。上半年 157 家上市房企合计收入 11787 亿元，同比下降 19%，降幅较上年同期扩大 4 个百分点；合计亏损 791 亿元，较上年同期少亏损 234 亿元。毛利率有所回升、减值规模收窄、费用率下降，共同推动行业亏损额收窄。上半年归母净利润前十房企分别为华润置地、新鸿基地产、长实集团、中国海外发展、时代中国控股、恒基地产、太古地产、信和置业、龙湖集团、保利发展，合计实现归母净利润 507 亿元，同比增长 18%。预计 828 新政对房企 2026-2027 年业绩的影响有限，2028 年及以后业绩预计呈现结算规模下降、利润质量改善的局面，房企间业绩分化将更为明显。

行业杠杆水平保持稳定，现金流状况改善。上半年末 157 家上市房企整体资产负债率为 68.1%，有息负债率为 29.9%，均较 2025 年末持平。上半年样本房企合计现金净变化额由上年同期的净减少 452 亿元转为净增加 127 亿元，整体现金流状况改善，主要由于房企控制开发支出、加快销售回款及盘活存量资产，使得经营性现金流净流入较上年同期增加 766 亿元。头部房企融资成本在上半年继续下降，融资优势延续。828 新政下，短期房企的有息负债需求和净负债率可能上升，中长期看多元化融资支持有望提升房企财务安全性。

销售降幅收窄、投资强度减弱，头部房企销售与投资集中度提升。今年前 8 个月百强房企全口径销售额为 18977 亿元，同比下降 15%，降幅较 2025 年全年收窄约 5 个百分点；合计拿地金额达 5421 亿元，同比下降 25%，整体投资强度为 28.6%，较 2025 年全年下降 4.2 个百分点。前 8 月 Top10 房企占百强整体销售额、拿地金额的比例分别为 52.6%、64.9%，分别较 2025 年全年提升 3.0、10.3 个百分点。828 新政下，预计房企的销售与投资规模降幅将在 2027 年有所扩大，2028 年及以后下降压力有望缓解，头部房企与核心城市占比将进一步提升。

828 新政重塑房地产基础制度，地产开发的城市分化、企业分化仍将延续，看好三条赛道优质企业表现。香港赛道中看好香港房企龙头**新鸿基地产**等；商业赛道中看好持有商业地产丰富优质、运营能力强的企业，包括**华润置地、太古地产、新城控股、大悦城、龙湖集团**等；核心城市赛道中看好土储优质、产品力强的开发商，包括**中国海外发展、中国金茂、建发国际集团、绿城中国、滨江集团**等。

市场表现



相关研究报告

26.09.19	【中信建投房地产】:地产行业周报（9.12-9.18）：住建部定调房地产进入存量时代，公积金新政落地推进
26.09.16	【中信建投房地产】:上海深圳房价持续回升，房产新政出台新发展模式加速成型——2026 年 8 月统计局房地产数据点评
26.09.12	【中信建投房地产】:地产行业周报（9.5-9.11）：多地持续出台房地产政策，深圳核心地块高溢价成交
26.09.05	【中信建投房地产】:地产行业周报（8.29-9.4）：土地市场出现分化，国央企为拿地主力
26.08.29	【中信建投房地产】:地产行业周报（8.22-8.28）：五部门“组合拳”出台，房地产基础性制度重构

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、行业亏损收窄，香港、商业、核心城市头部房企盈利韧性更强 1
1.1 行业亏损收窄，香港、商业、核心城市头部房企盈利韧性更强 1
1.2 杠杆水平保持稳定，头部房企财务安全边际更高 5
1.3 现金流状况改善，融资成本继续下行 8
1.4 持有运营业务对房企业绩的支撑进一步增强 9
1.5 828 新政影响展望：房企业绩短期受影响有限，中长期预计结算量缩质升 10
二、销售降幅收窄、投资强度减弱，头部房企销售与投资集中度提升 11
三、投资建议：看好三条赛道优质企业表现 16
风险分析 19

图目录

图 1:上半年样本开发房企收入同比下滑 19% 1
图 2:上半年样本房企归母净亏损较上年同期减少 234 亿元 1
图 3:上半年各类房企营收均同比下降 1
图 4:上半年央企维持盈利，地方国企与民企亏损 1
图 5:样本房企上半年毛利率较去年同期上升 0.5 个百分点 2
图 6:上半年样本房企资产减值较上年同期下降 20 亿元 2
图 7:样本房企上半年期间费用率较上年同期合计下降 2.5 个百分点 2
图 8:头部房企上半年毛利率变化 3
图 9:头部 10 家房企上半年合计收入同比下降 16% 3
图 10:头部 10 家房企上半年合计归母净利润同比下降 37% 3
图 11:上半年亏损房企数量较上年同期增加 7 家 4
图 12:上半年盈利增长及扭亏为盈房企数量为 29 家 4
图 13:上半年归母净利润前十房企 5
图 14: 上半年亏损前十房企 5
图 15:6 月底年房企资产负债率较去年底持平 5
图 16:6 月底有息负债率较去年底持平 5
图 17:6 月底头部房企资产负债率较去年底下降 0.5 个百分点 6
图 18:头部房企有息负债率较去年底下降 0.6 个百分点 6
图 19:样本房企净负债率较去年底下降 0.6 个百分点 6
图 20:样本房企现金短债比较去年底持平 6
图 21:头部房企扣除预收款的资产负债率稳定下降 7
图 22:头部房企现金短债比继续下降 7
图 23:样本房企整体资产负债规模收缩 7
图 24: 10 家头部房企资产负债规模收缩 7
图 25:样本房企上半年经营和投资性现金流改善 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26:样本房企现金流由去年同期的净流出转为净增加 8
图 27:主要房企 6 月底综合融资成本较去年底均下降..... 8
图 28: 多家房企持有运营业务收入占比较去年同期上升 9
图 29:前 8 个月 Top10 房企销售额下降 7%.....11
图 30:前 8 个月 Top10 房企销售集中度继续上升 11
图 31:前 8 个月百强房企销售额下降 15%.....11
图 32:今年 1-8 月百强房企拿地金额同比下降 25%.....12
图 33:前 8 个月百强房企投资强度为 28.6% 12
图 34:前 8 个月全国宅地成交总价同比下降 22.4%.....13
图 35:前 8 个月核心 6 城宅地成交总价同比下降 23.3%.....13
图 36:今年以来核心城市宅地成交溢价率保持高位 13
图 37:前 8 个月 Top10 房企拿地金额同比下降 18%.....14
图 38:前 8 个月 Top10 房企拿地金额占比提升至 64.9% 14

表目录

表 1:头部房企上半年业绩分化 4
表 2:重点商业地产公司上半年零售物业营业额保持同比增长 9
表 3:828 新政对房企业绩和财务状况带来的影响展望.....10
表 4:今年前 8 个月主流房企销售额表现.....12
表 5: 今年前 8 个月主流房企拿地表现.....14
表 6: 828 新政对房企销售和投资带来的影响展望.....15
表 7: 重点公司估值表（截至 2026/9/21）.....16
表 8:157 家样本房企名单.....17

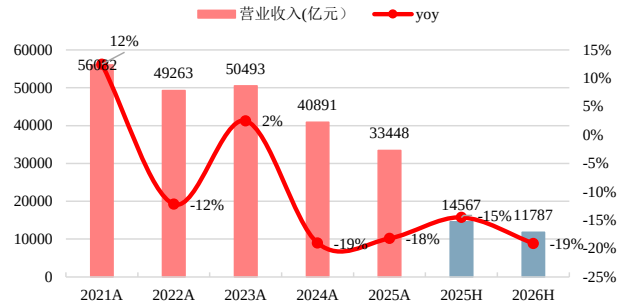
下载日志已记录，仅供内部参考

一、行业亏损收窄，香港、商业、核心城市头部房企盈利韧性更强

1.1 行业亏损收窄，香港、商业、核心城市头部房企盈利韧性更强

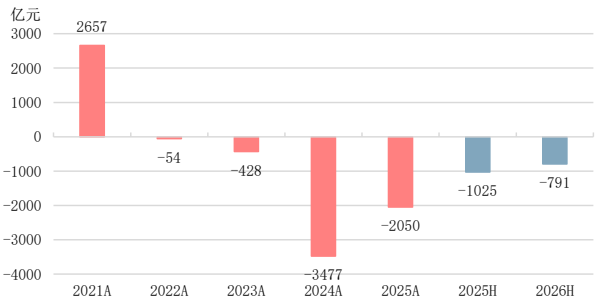
开发企业收入规模继续收缩，亏损额有所收窄。我们统计了 89 家 A 股和 68 家港股上市房企中报数据，2026 年上半年 157 家样本开发房企合计实现营业收入 11787 亿元，同比下降 19%，降幅较上年同期扩大 4 个百分点，主要由于前期房企销售规模的下降向结算端的传导。从利润端来看，上半年样本开发房企合计归母净亏损 791 亿元，较上年同期少亏损 234 亿元。

图 1:上半年样本开发房企收入同比下滑 19%



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

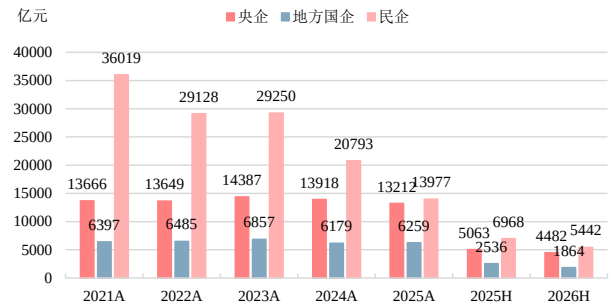
图 2:上半年样本房企归母净亏损较上年同期减少 234 亿元



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

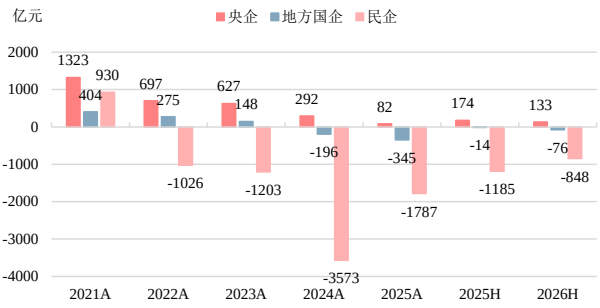
各属性房企收入均有所下降，央企经营相对稳健，民企亏损收窄。分企业性质来看，上半年央企、地方国企、民企收入分别为 4482、1864、5442 亿元，同比增速分别为-11%、-26%、-22%；归母净利润分别为 133、-76、-848 亿元，分别较上年同期变化-41/-62/+337 亿元，央企继续保持盈利，地方国企亏损扩大，民企亏损则有所收窄。

图 3:上半年各类房企营收均同比下降



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:上半年央企维持盈利，地方国企与民企亏损

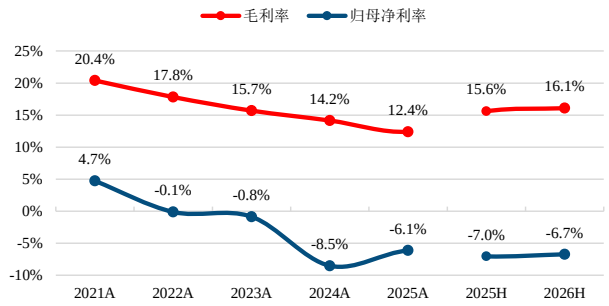


数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

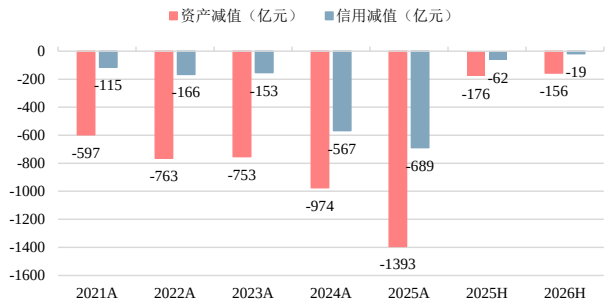
毛利率有所回升、减值规模收窄、费用率下降，共同推动行业亏损额收窄。上半年样本房企整体毛利率为16.1%，较上年同期上升 0.5 个百分点，随着早期高地价项目结转占比的下降，毛利率对利润的拖累有所减弱。资产减值方面，上半年样本 A 股房企计提资产减值 156 亿元，较上年同期减少 20 亿元；信用减值损失约 19 亿元，较上年同期减少 43 亿元。费用方面，上半年样本房企销售、管理、财务费用合计 1193 亿元，同比下降 35%；三费费用率合计为 10.1%，较上年同期下降 2.5 个百分点；其中财务费用同比下降 59%，财务费用率较上年同期下降 3.0 个百分点至 3.0%，有息负债规模及融资成本下降对财务费用的节降效果显现。

图 5:样本房企上半年毛利率较去年同期上升 0.5 个百分点



数据来源：公司公告，中信建投证券

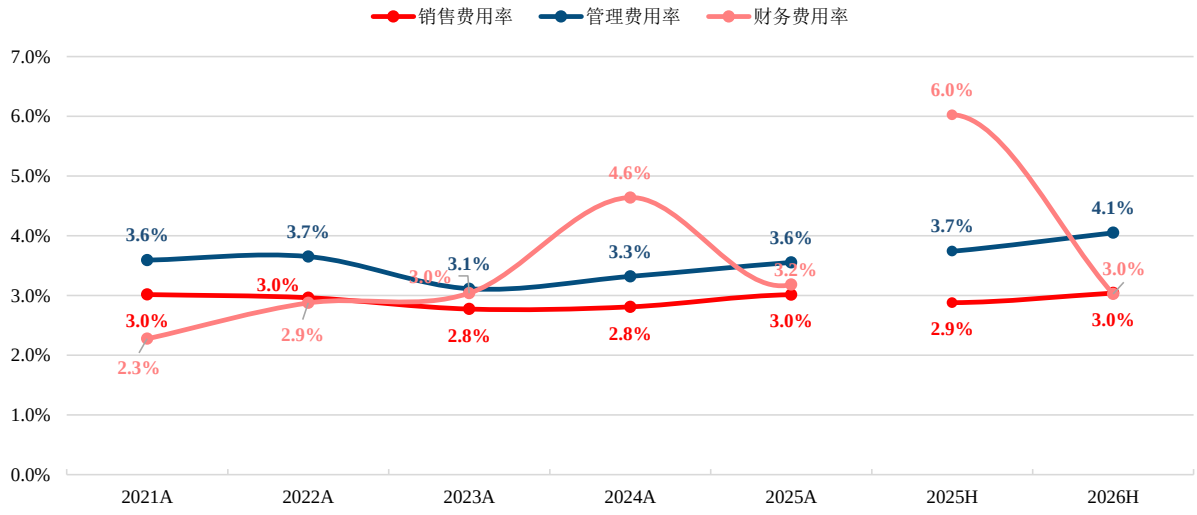
图 6:上半年样本房企资产减值较上年同期下降 20 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：资产减值和信用减值统计仅包含A 股上市房企

图 7:样本房企上半年期间费用率较上年同期合计下降 2.5 个百分点

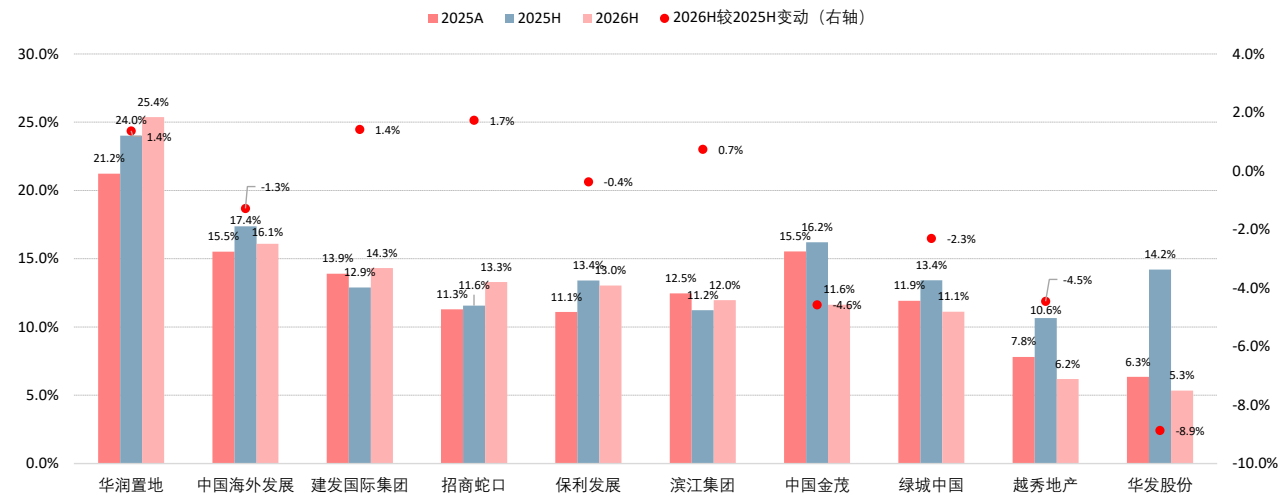


数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

部分头部房企毛利率率先修复。10 家头部房企中，招商蛇口、建发国际集团、华润置地、滨江集团的上半年毛利率分别较上年同期上升 1.7、1.4、1.4、0.7 个百分点，其中华润置地在持有运营业务收入占比提升的支撑下，毛利率较上年同期提升 1.4 个百分点至 25.4%，保持在行业领先水平。

图 8:头部房企上半年毛利率变化

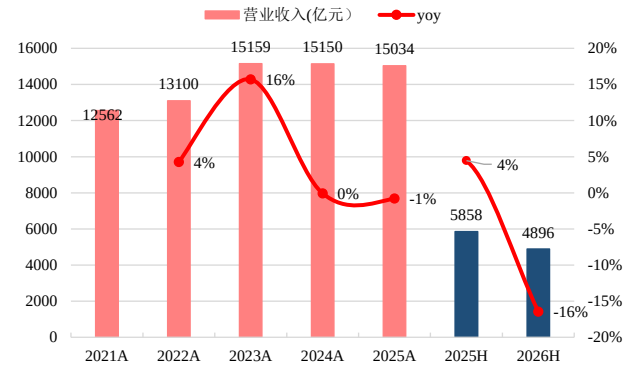


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：所列房企除华发股份外均为今年前8 个月销售额前十房企，华发股份位列第14

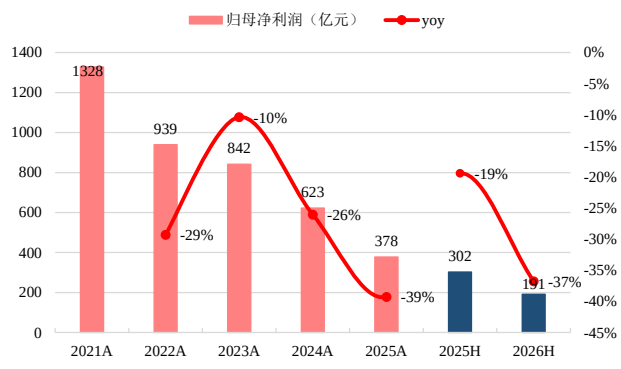
头部房企整体继续保持盈利。10 家头部房企上半年合计实现营业收入 4896 亿元，同比下降 16%，降幅小于行业整体的 19%；合计实现归母净利润 191 亿元，同比下降 37%，降幅较上年同期扩大 18 个百分点。10 家头部房企的归母净利润均同比下降，其中华发股份出现亏损，其余 9 家保持盈利。头部房企的经营稳定性和盈利韧性好于行业整体。

图 9:头部 10 家房企上半年合计收入同比下降 16%



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 10:头部 10 家房企上半年合计归母净利润同比下降 37%



数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

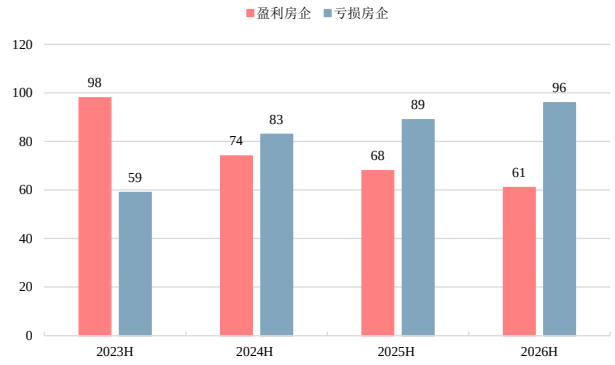
表 1:头部房企上半年业绩分化

代码	公司	营业收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
1109.HK	华润置地	679	-28%	98.4	-17%
0688.HK	中国海外发展	976	17%	70.3	-18%
600048.SH	保利发展	1,029	-12%	19.6	-41%
002244.SZ	滨江集团	321	-29%	15.5	-16%
0817.HK	中国金茂	214	-15%	8.8	-19%
1908.HK	建发国际集团	178	-48%	8.3	-10%
001979.SZ	招商蛇口	548	6%	5.3	-64%
0123.HK	越秀地产	366	-23%	0.9	-94%
3900.HK	绿城中国	395	-26%	0.8	-61%
600325.SH	华发股份	190	-50%	-36.5	-2226%

资料来源：公司公告，中信建投证券

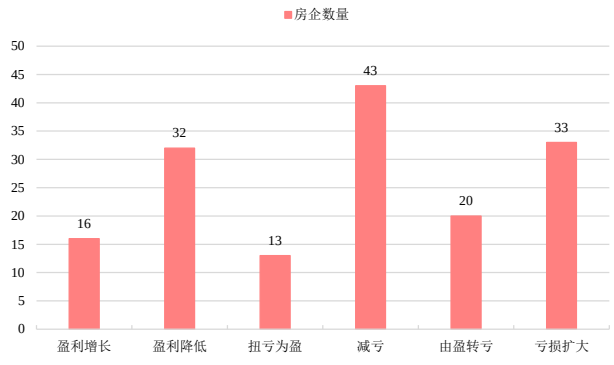
亏损面有所扩大，房企间分化加深。157 家样本房企中，96 家房企上半年出现亏损，亏损数量较 2025 年上半年增加 7 家；盈利房企数量由 68 家下降至 61 家。上半年共有 16 家房企盈利同比增长、13 家房企实现扭亏为盈、43 家房企同比减亏，合计 72 家房企利润表现有所改善，房企分化趋势进一步加深。

图 11:上半年亏损房企数量较上年同期增加 7 家



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 12:上半年盈利增长及扭亏为盈房企数量为 29 家



数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

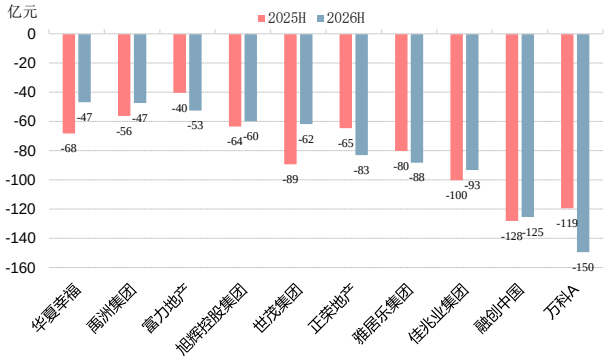
香港房地产、商业地产持有运营、核心城市开发赛道的头部房企业绩表现亮眼。上半年开发行业归母净利润前十房企分别为华润置地、新鸿基地产、长实集团、中国海外发展、时代中国控股、恒基地产、太古地产、信和置业、龙湖集团、保利发展，其中新鸿基地产、长实集团、恒基地产、信和置业受益于香港地产市场回暖，华润置地、太古地产、龙湖集团商业地产持有运营优秀，中国海外发展、保利发展聚焦核心城市开发；利润前十房企合计实现归母净利润 507 亿元，同比增长 18%。其中利润同比改善的有 5 家，长实集团、恒基地产、信和置业利润同比增长，时代中国控股和太古地产实现扭亏为盈。

图 13:上半年归母净利润前十房企



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 14: 上半年亏损前十房企

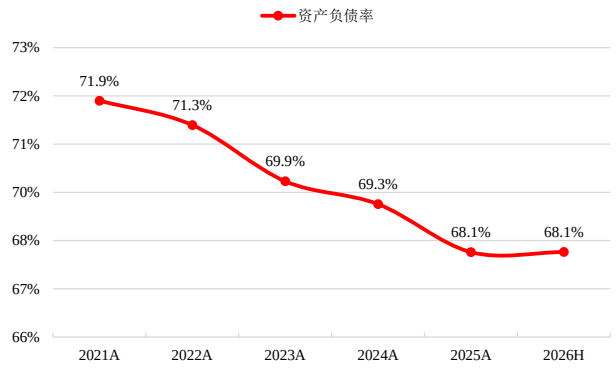


数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 杠杆水平保持稳定，头部房企财务安全边际更高

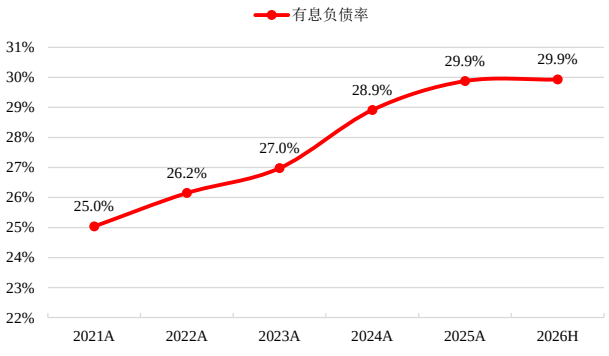
房企整体缩表持续，杠杆水平保持稳定。截至上半年末，157 家样本开发房企总资产和总负债分别为 20.4 万亿元和 13.9 万亿元，较 2025 年末分别减少 5446 亿元和 3704 亿元；资产负债率为 68.1%，较 2025 年末基本持平；有息负债率为 29.9%，同样较 2025 年末持平。

图 15:6 月底年房企资产负债率较去年底持平



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 16:6 月底有息负债率较去年底持平



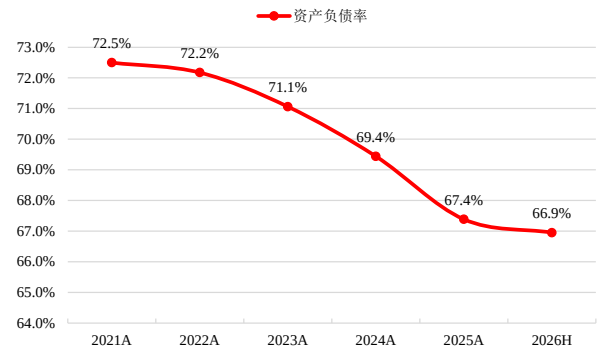
数据来源：公司公告，中信建投证券

注：本处有息负债率为有息负债/总资产

下载日志已记录，仅供内部参考

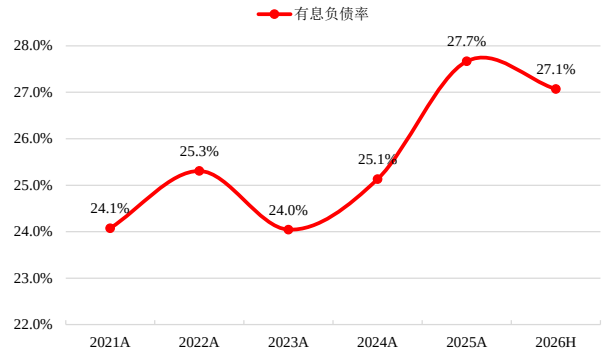
头部房企杠杆水平有所下降。我们选取保利发展、中国海外发展、华润置地、招商蛇口、绿城中国、建发国际、越秀地产、中国金茂、滨江集团、华发股份 10 家头部房企进行统计。截至上半年末，10 家头部房企资产负债率较 2025 年末下降 0.4 个百分点至 66.9%，有息负债率下降 0.6 个百分点至 27.1%。

图 17:6 月底头部房企资产负债率较去年底下降 0.5 个百分点



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 18:头部房企有息负债率较去年底下降 0.6 个百分点

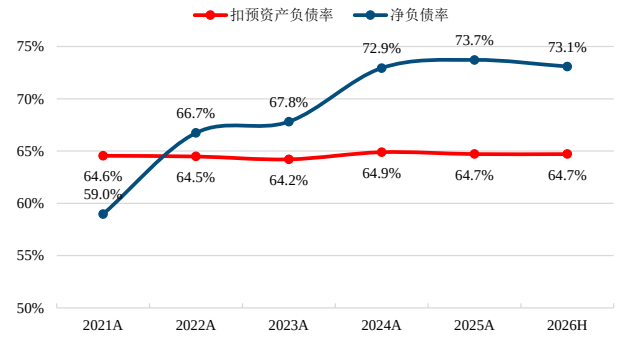


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：头部房企除华发股份外均为今年销售额前十房企

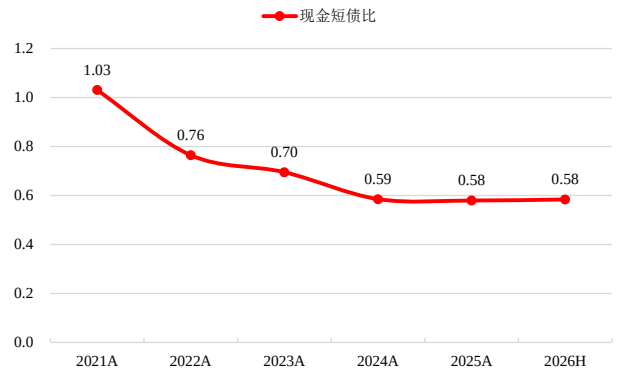
行业偿债指标边际改善，头部房企具有更高的安全边际。截至上半年末，样本房企净负债率较 2025 年末下降 0.6 个百分点至 73.1%，现金短债比基本持平于 0.58，扣除预收款的资产负债率维持在 64.7%。相比之下，10 家头部房企净负债率较 2025 年末下降 4.5 个百分点至 48.3%，扣除预收款的资产负债率下降 1.0 个百分点至 60.6%；虽然现金短债比由 1.84 下降至 1.76，但仍明显高于行业整体，头部房企流动性及偿债安全边际更强。

图 19:样本房企净负债率较去年底下降 0.6 个百分点



数据来源：公司公告，中信建投证券

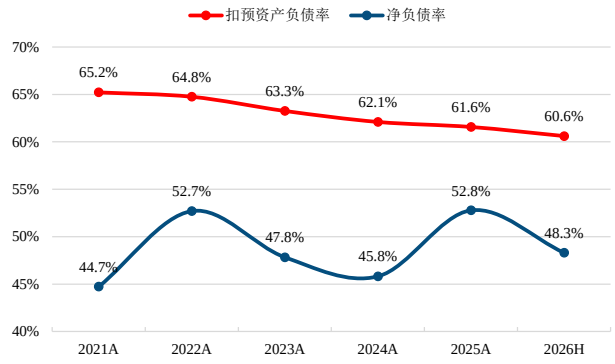
图 20:样本房企现金短债比较去年底持平



数据来源：公司公告，中信建投证券

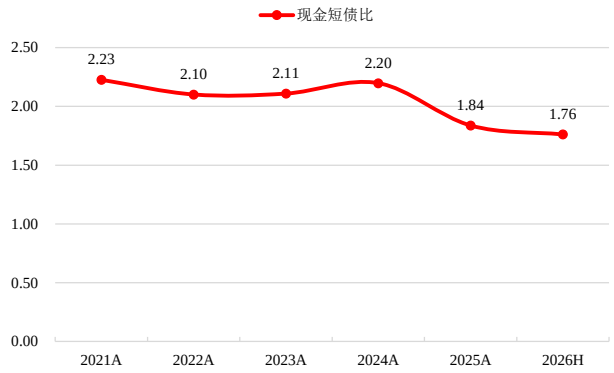
下载日志已记录，仅供内部参考

图 21:头部房企扣除预收款的资产负债率稳定下降



数据来源：公司公告，中信建投证券

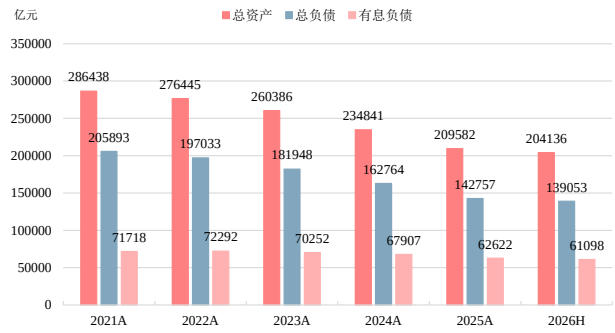
图 22:头部房企现金短债比继续下降



数据来源：公司公告，中信建投证券

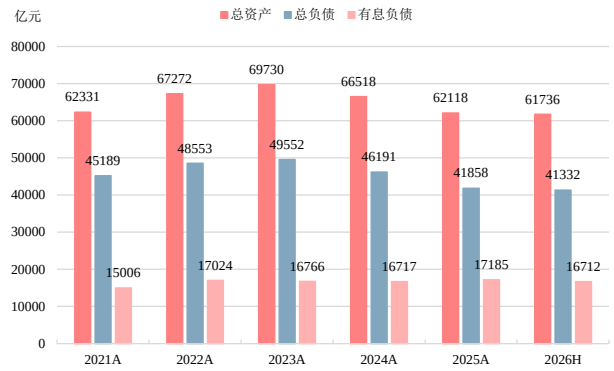
上市房企资产集中度进一步提高。截至上半年末，样本开发房企的总资产和总负债分别较 2025 年末下降 5446 亿元和 3704 亿元，10 家头部房企则分别下降 381 亿元和 526 亿元。上半年末 10 家头部房企总资产占样本上市房企的比重达到 30.2%，较 2025 年末提升 0.6 个百分点，行业资产与资源继续向经营稳健的头部房企集中。

图 23:样本房企整体资产负债规模收缩



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 24: 10 家头部房企资产负债规模收缩



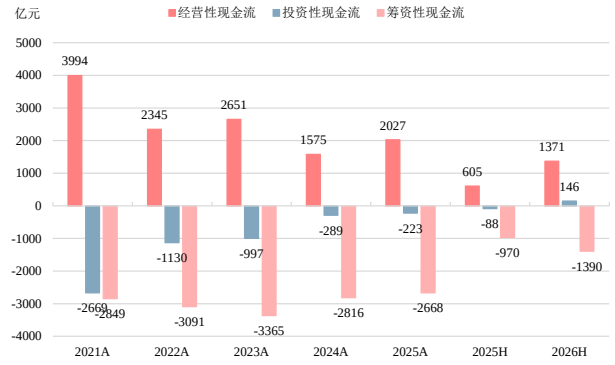
数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 现金流状况改善，融资成本继续下行

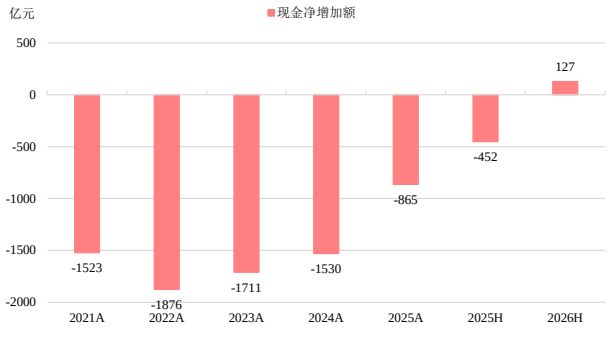
房企现金流状况改善，经营性现金净流入扩大，投资性现金流由负转正。2026 年上半年，样本房企经营性、投资性、筹资性现金流净额分别为 1371、146、-1390 亿元。其中，经营性现金流净流入较上年同期增加 766 亿元，主要受房企控制开发支出、加快销售回款及盘活存量资产等因素推动；投资性现金流较上年同期改善 233 亿元，由净流出转为净流入；尽管筹资性现金净流出较上年同期增加 420 亿元，上半年样本房企合计现金净变化额由上年同期的净减少 452 亿元转为净增加 127 亿元，整体现金流状况改善。

图 25:样本房企上半年经营和投资性现金流改善



数据来源：公司公告，中信建投证券

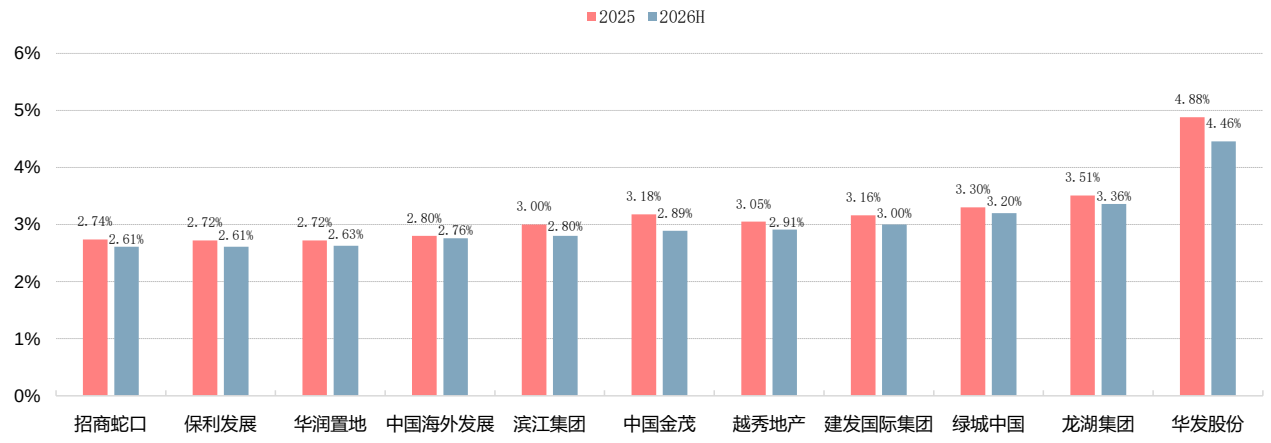
图 26:样本房企现金流由去年同期的净流出转为净增加



数据来源：公司公告，中信建投证券

融资成本继续下降，优质房企融资优势延续。随着市场利率中枢下行及房企主动压降高成本债务，主要房企综合融资成本较 2025 年末均有所下降。招商蛇口、保利发展、华润置地、中国海外发展、滨江集团、中国金茂、越秀地产、建发国际集团的综合融资成本分别降至 2.61%、2.61%、2.63%、2.76%、2.80%、2.89%、2.91%、3.00%。优质房企拥有更畅通的融资渠道和更低的资金成本。

图 27:主要房企 6 月底综合融资成本较去年底均下降



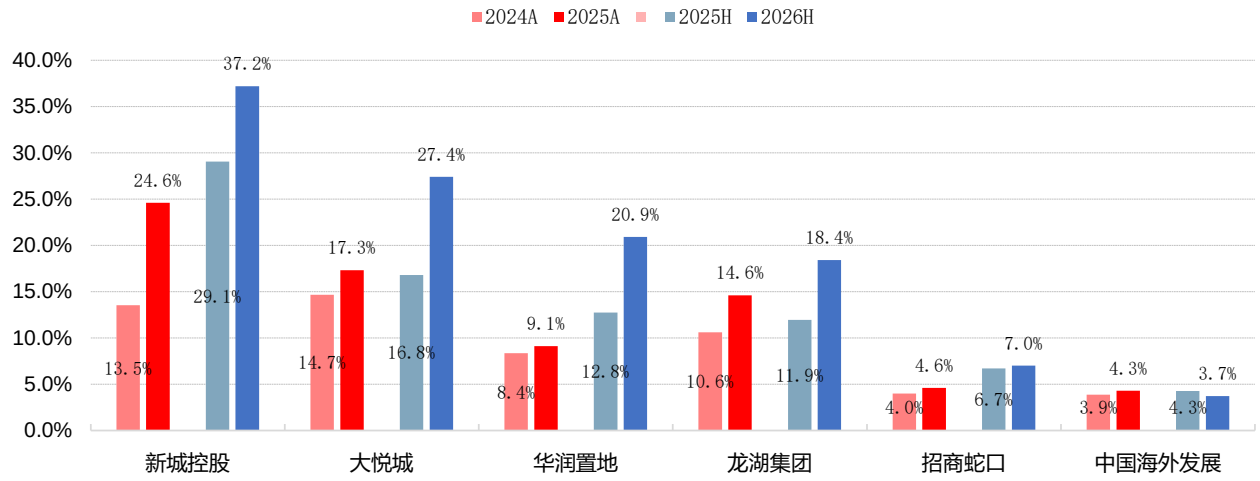
数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 持有运营业务对房企业绩的支撑进一步增强

持有运营业务对房企业绩的支撑进一步增强。在开发业务收入下滑的背景下，多家房企持有运营业务保持增长。从收入结构来看，上半年新城控股、大悦城、华润置地、龙湖集团持有运营业务占总营收的比例分别较上年同期提升 8.1、10.6、8.2、6.5 个百分点至 37.2%、27.4%、20.9%、18.4%。上半年华润置地、龙湖集团、大悦城、新城控股旗下的零售物业营业额分别为 1282、441、234、520 亿元，分别同比增长 16%、11%、6%、1%。

图 28: 多家房企持有运营业务收入占比较去年同期上升



数据来源：公司公告，中信建投证券

表 2:重点商业地产公司上半年零售物业营业额保持同比增长

房企	已开业商场数量	上半年营业额（亿元）	营业额 yoy
华润置地	98	1282	16%
龙湖集团	96	441	11%
大悦城	44	234	6%
新城控股	181	520	1%

资料来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 828 新政影响展望：房企业绩短期受影响有限，中长期预计结算量缩质升

从 828 新政对业绩的影响上看，房企 2026-2027 年业绩受到的影响有限。8 月 28 日五部门出台的房地产新政以项目公司制、主办银行制及现房销售制为基石，覆盖土地供给、开发建设、融资体系、销售交易、风险监管全链条，对运行 20 多年的预售制、高杠杆融资模式进行系统性重构（详情请参见我们 8 月 29 日发布的报告《五部门同步发声，房地产销售及信贷制度迎来重大调整》）。828 新政施行前已取得建设工程规划许可证的商品住房项目仍按原有预售条件和资金监管政策执行，存量房地产贷款合同亦继续按原约定执行，因此预计房企 2026-2027 年的收入与成本仍主要由此前已售项目的结转决定（传统预售模式下预售至竣工周期多在 1.5-2 年），828 新政对房企 2026-2027 年营收和利润的影响有限。

828 新政影响下，2028 年及以后房企业绩预计呈现结算规模下降、利润质量改善的局面，房企业绩分化将更为明显。传统预售模式下，房企经营性现金流回正一般为 12-14 个月，现房销售或封顶预售条件下资金闭环周期拉长至 24-30 个月，房企同等自有资金可撬动的项目数量下降，预计房企在 2026-2027 年结算完大部分传统预售项目后，2028 年及以后结算规模将出现下行。此外，新政将房地产项目融资由主体信用转向项目信用，这将进一步促使房企注重每个项目的投资质量、主动减少低回报投资，有利于房企结算利润率的提升，这将一定程度抵消结算规模下降对利润规模带来的下行；同时，现售与新预售模式下项目交付风险极大降低，有利于提振市场信心、支撑房价企稳，这将进一步减小房企存货继续减值的概率，同样也会对房企利润形成正向支撑。新政终结了行业的高周转模式，高杠杆、弱资质的房企将加速出清，行业将加速向产品力、融资能力强的头部企业集中，房企间的业绩分化将更为明显。

短期看房企的有息负债需求和净负债率可能上升，中长期看多元化融资支持有望提升房企财务安全性。828 新政后，新项目更依赖股东资金、开发贷和资本市场融资，集团可自由调配的经营现金流减少，新增项目的资金峰值和回正周期上升，短期可能推高有息负债需求和净负债率压力。中长期看，再融资、ABS/CMBS、REITs 和不动产私募基金等工具扩容，将为房企提供多元化融资支持，房企的财务安全性有望得到增强。

表 3:828 新政对房企业绩和财务状况带来的影响展望

	2026-2027 年（短期）	2028 年及以后（中长期）
业绩	影响有限。 房企 2026-2027 年的收入与成本仍主要由此前已售项目的结转决定。	预计结算规模下降、利润质量改善。 1）2026-2027 年结算完大部分传统预售项目后，2028 年及以后结算规模将出现下行。 2）房企进一步减少低效投资带来结转利润率提升、市场预期改善带来减值空间收窄，将一定程度抵消结算规模下降对利润规模带来的下行。 3）房企业绩分化将更为明显。
财务状况	短期看，房企有息负债需求和净负债率可能上升。	中长期看，再融资、ABS/CMBS、REITs、不动产私募基金等多元化融资支持，有望提升房企财务安全性。

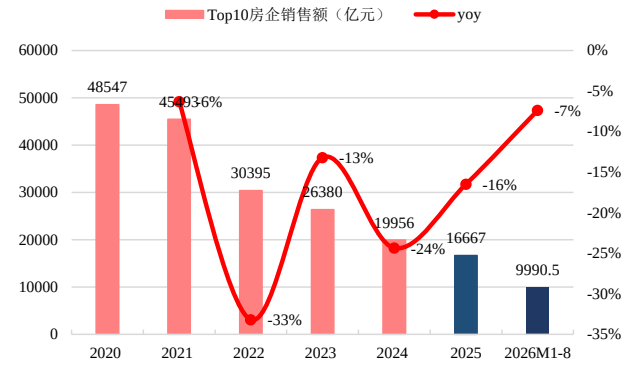
资料来源：中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、销售降幅收窄、投资强度减弱，头部房企销售与投资集中度提升

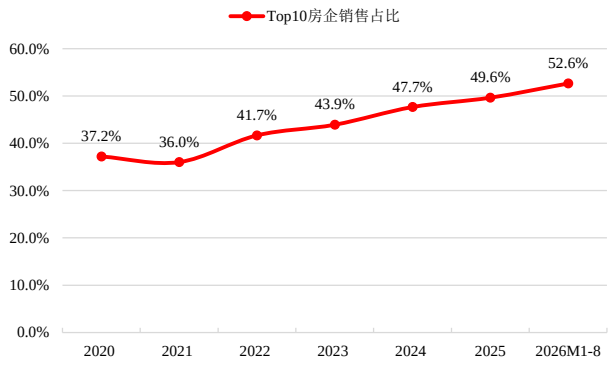
百强房企销售降幅较去年全年有所收窄，头部房企销售集中度进一步提升。根据普睿数智统计，2026 年前 8 个月百强房企全口径销售额为 18977 亿元，同比下降 15%，降幅较 2025 年全年收窄约 5 个百分点。头部房企销售降幅相对较小，前 8 个月 Top10 房企销售额合计 9991 亿元，同比下降 7%，销售额占百强房企的比重为 52.6%，较 2025 年全年提升 3.0 个百分点。Top10 房企中，有 5 家房企的前 8 月全口径销售额实现同比增长，中海地产、华润置地、招商蛇口、中国金茂、绿地控股分别同比增长 10%、9%、1%、5%、13%。

图 29:前 8 个月 Top10 房企销售额下降 7%



数据来源：普睿数智，中信建投证券

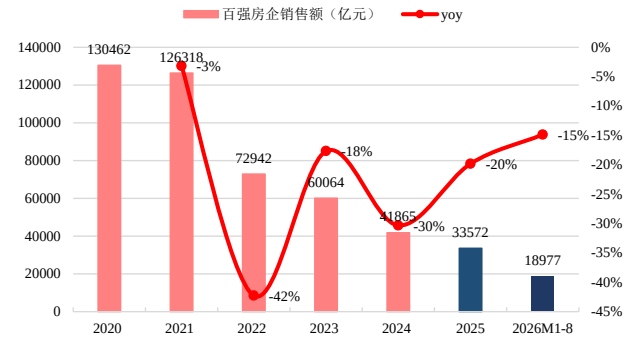
图 30:前 8 个月 Top10 房企销售集中度继续上升



数据来源：普睿数智，中信建投证券

注：Top10 房企销售额/百强房企销售额

图 31:前 8 个月百强房企销售额下降 15%



数据来源：普睿数智，中信建投证券



下载日志已记录，仅供内部参考

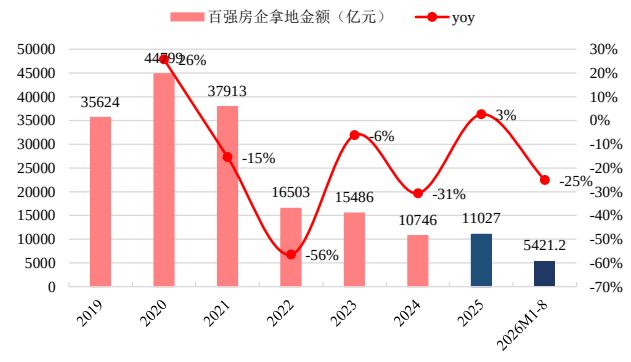
表 4:今年前 8 个月主流房企销售额表现

销售额排名	公司	1-8 月全口径销售额(亿元）	yoy	1-8 月权益销售额（亿元）	yoy
1	中海地产	1655	10%	1522	10%
2	保利发展	1650	-9%	1300	-9%
3	华润置地	1491	9%	1039	13%
4	招商蛇口	1255	1%	759	-10%
5	建发房产	802	-6%	594	-6%
6	中国金茂	741	5%	511	5%
7	绿城中国	726	-24%	499	-22%
8	越秀地产	612	-16%	367	-16%
9	滨江集团	582	-18%	253	-25%
10	绿地控股	478	13%	430	13%
11	万科地产	466	-49%	303	-49%
12	中国铁建	332	-26%	269	-26%
13	保利置业	294	-17%	202	-13%
14	华发股份	274	-54%	158	-58%
15	中建东孚	267	25%	207	16%

资料来源：普睿数智，中信建投证券

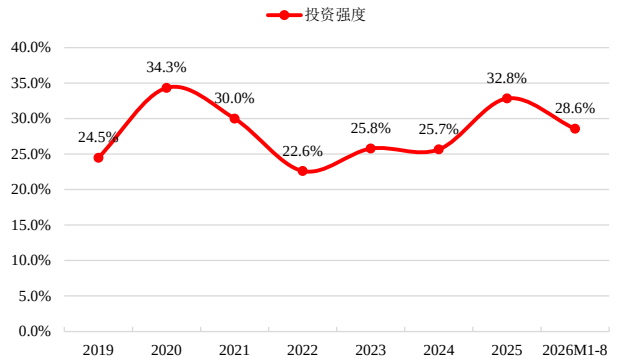
房企投资强度有所减弱，拿地规模降幅大于销售降幅。2026 年前 8 个月，百强房企合计拿地金额为 5421 亿元，同比下降 25%，结束了 2025 年全年的小幅增长；同期百强房企全口径销售额同比下降 15%，拿地金额降幅高于销售额降幅约 10 个百分点。前 8 个月百强房企投资强度为 28.6%，较上年同期下降 3.9 个百分点，较上年全年下降 4.2 个百分点，房企投资策略偏于谨慎。

图 32:今年 1-8 月百强房企拿地金额同比下降 25%



数据来源：普睿数智，中信建投证券

图 33:前 8 个月百强房企投资强度为 28.6%



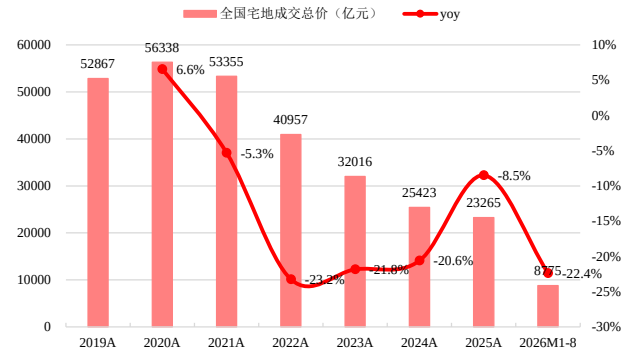
数据来源：普睿数智，中信建投证券

注：投资强度=百强房企拿地金额/百强房企全口径销售额

下载日志已记录，仅供内部参考

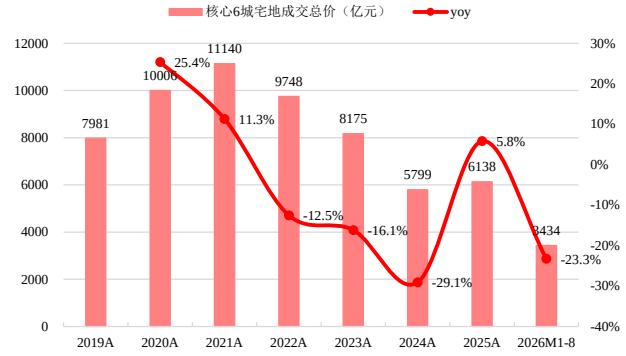
土地市场成交规模下降，核心城市土地热度高于全国整体。2026 年前 8 个月，全国宅地成交总价为 8775 亿元，同比下降 22.4%；北京、上海、广州、深圳、杭州、成都 6 个核心城市宅地成交总价为 3434 亿元，同比下降 23.3%，占全国宅地成交总价的 39.1%，占比与上年同期基本持平。从溢价率来看，前 8 个月核心 6 城宅地成交月均溢价率约为 15.6%，高于全国平均水平约 7.5 个百分点，房企优先选择流速较快、盈利确定性相对较高的核心城市优质地块。

图 34:前 8 个月全国宅地成交总价同比下降 22.4%



数据来源：wind，中信建投证券

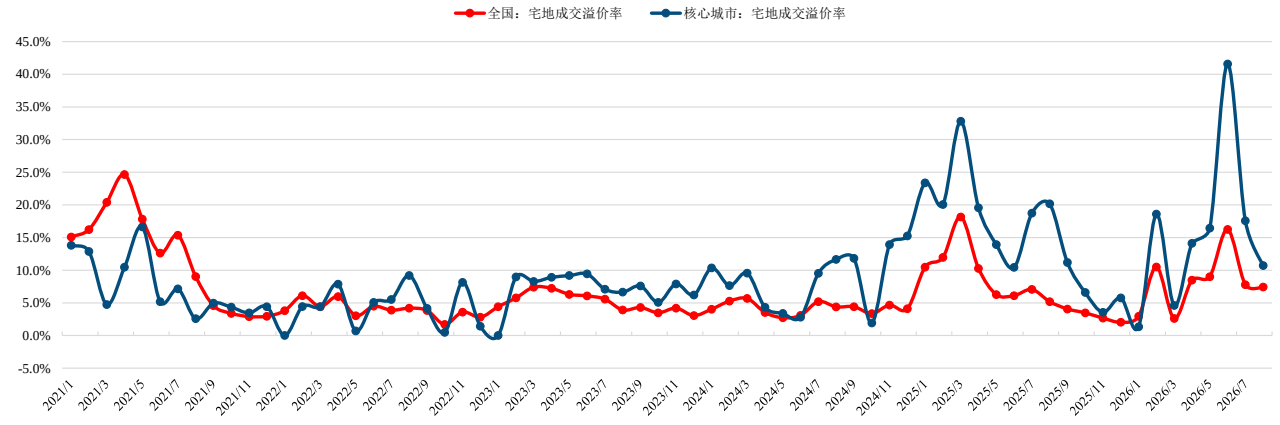
图 35:前 8 个月核心 6 城宅地成交总价同比下降 23.3%



数据来源：wind，中信建投证券

注：核心 6 城包括北京、上海、广州、深圳、杭州、成都

图 36:今年以来核心城市宅地成交溢价率保持高位



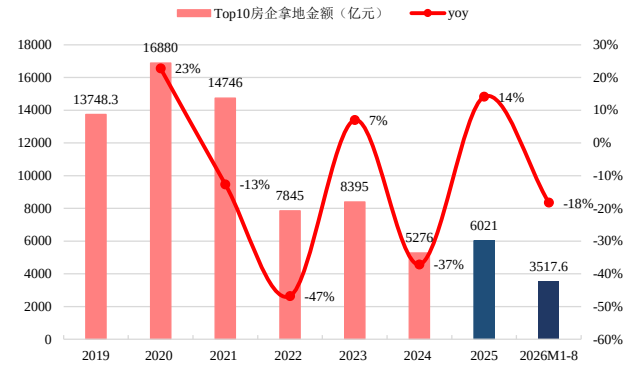
数据来源：wind，中信建投证券

注：核心城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、成都

下载日志已记录，仅供内部参考

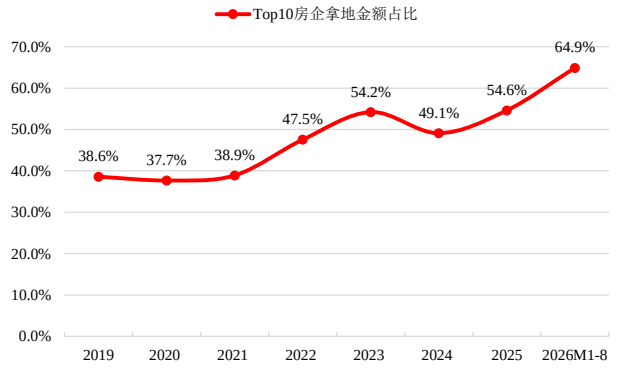
头部房企土地投资集中度进一步提升。前 8 个月，Top10 拿地房企合计拿地金额为 3518 亿元，同比下降 18%，降幅较百强房企低约 7 个百分点；Top10 房企拿地金额占百强房企比重达到 64.9%，较上年同期提升 5.4 个百分点，较上年全年提升 10.3 个百分点。拿地金额 Top10 房企中，保利发展、华润置地、越秀地产、国贸地产拿地金额实现同比增长，其中保利发展和华润置地分别拿地 722 亿元和 640 亿元，同比增长 37%和 39%。在行业投资整体下行背景下，资金和土地资源继续向融资渠道畅通、核心城市项目获取能力较强的头部房企集中。

图 37:前 8 个月 Top10 房企拿地金额同比下降 18%



数据来源：普睿数智，中信建投证券

图 38:前 8 个月 Top10 房企拿地金额占比提升至 64.9%



数据来源：普睿数智，中信建投证券

注：Top10 房企拿地金额百强房拿地金额

表 5: 今年前 8 个月主流房企拿地表现

拿地金额排名	企业名称	新增土地价值（亿元）	yoy	占去年全年比例	投资强度
1	保利发展	722	37%	92%	44%
2	华润置地	640	39%	81%	43%
3	中海地产	479	-28%	48%	29%
4	绿城中国	325	-47%	47%	45%
5	越秀地产	314	20%	74%	51%
6	招商蛇口	258	-45%	34%	21%
7	建发房产	258	-29%	59%	32%
8	中国金茂	253	-44%	48%	34%
9	滨江集团	157	-56%	40%	27%
10	国贸地产	112	20%	83%	54%
11	保利置业	107	-21%	60%	36%
12	邦泰集团	64	-13%	50%	34%
13	成都轨交	43	-	-	63%
14	兴耀房产集团	39	129%	117%	-
15	联发集团	38	-68%	29%	22%

资料来源：普睿数智，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

828 新政影响下，预计房企的销售与投资规模降幅将在 2027 年有所扩大，2028 年及以后下降压力有望缓解，头部房企与核心城市占比将进一步提升。从销售上看，由于传统预售制下房企拿地至预售的时间通常在 4 个月及以上，2026 年年内房企在手仍有较为充足的货源待推售，预计全年百强房企销售同比降幅将保持在和前 8 月近似的 15%左右；2027 年市场供货主体仍是 2026 年上半年及之前拿地的存量预售项目，随着在手库存的消耗，当年房企销售降幅预计将有所扩大；2028 年及以后，随着新政下现房销售与封顶预售项目的陆续入市，房企销售降幅有望在 2027 年的基础上出现收窄。

从投资上看，新政下房企资金占用周期拉长，房企同等自有资金可撬动项目数量下降，将带来拿地面积收缩，同时房企利润率下降预计将导致土拍溢价率下降，土地成交楼面价预计将下行，双重因素影响下房企拿地金额或将在 2026 年四季度与 2027 年出现较为明显的下行。2028 年及以后，随着新项目陆续入市带来的回款增加，房企用于拿地的资金量将得到更多保障，投资下行的状况有望得到缓解。

从销售和投资的结构上看，新政下新房开发周期拉长，开发商拿地决策愈加谨慎，核心城市优质地块价值将更加凸显，土地市场将进一步分化，核心城市在房企销售和投资中的占比将进一步提升。此外，随着行业的进一步洗牌，产品力、融资实力强的头部房企的集中度也将进一步提升。

表 6: 828 新政对房企销售和投资带来的影响展望

	2026-2027 年（短期）	2028 年及以后（中长期）
销售	2026 年全年同比表现预计较前 8 月平稳。 2027 年随着库存消耗、新项目供应断档，销售预计将有较大降幅。	随着新项目陆续入市，销售降幅有望迎来收窄。
投资	新政下房企同等自有资金可撬动项目数量下降，2026 年四季度与 2027 年房企拿地金额将出现较为明显的下行。	新项目陆续入市带来的回款增加，房企投资下行的状况有望得到缓解。
销售与投资结构	头部房企与核心城市占比将进一步提升。	

资料来源：中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、投资建议：看好三条赛道优质企业表现

828 新政重塑房地产基础制度，地产开发的城市分化、企业分化仍将延续，看好三条赛道优质企业表现。香港赛道中看好香港房企龙头**新鸿基地产**等；商业赛道中看好持有商业地产丰富优质、运营能力强的企业，包括**华润置地、太古地产、新城控股、大悦城、龙湖集团**等；核心城市赛道中看好土储优质、产品力强的开发商，包括**中国海外发展、中国金茂、建发国际集团、绿城中国、滨江集团**等。

表 7：重点公司估值表（截至 2026/9/22）

公司代码	公司名称	投资评级	今年以来涨跌幅	股价（元/港元）	市值（亿元人民币）	股本（亿股）	EPS					PE					PB
							2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	MRQ
开发类房企																	
0688.HK	中国海外发展	买入	5.5%	12.43	1,170	109	1.43	1.16	0.98	0.99	1.00	7.5	9.2	10.9	10.8	10.7	0.3
600895.SH	张江高科	买入	-33.1%	29.25	453	15	0.63	0.64	0.67	-	0.71	46.1	45.9	43.9	-	41.1	3.3
1908.HK	建发国际集团	买入	-14.8%	12.57	250	23	2.07	1.58	1.63	1.68	1.81	5.2	6.9	6.6	6.4	6.0	0.8
002244.SZ	滨江集团	买入	-12.2%	8.75	272	31	0.82	0.68	0.80	0.83	0.87	10.7	12.9	11.0	10.6	10.1	0.9
600153.SH	建发股份	买入	0.1%	8.58	249	29	1.02	1.19	0.85	1.09	1.38	8.4	7.2	10.1	7.9	6.2	0.6
3900.HK	绿城中国	买入	-28.9%	6.03	132	25	0.63	0.03	0.07	0.19	0.33	8.2	185.3	70.3	27.1	15.8	0.4
0817.HK	中国金茂	买入	5.1%	1.24	144	135	0.08	0.09	0.10	0.13	0.14	13.5	11.5	10.6	7.9	7.4	0.4
0123.HK	越秀地产	买入	-18.1%	3.25	112	40	0.26	0.01	0.02	0.03	0.03	10.8	204.0	116.5	107.8	93.2	0.2
600325.SH	华发股份	买入	-33.2%	2.82	78	28	0.35	-3.45	-1.02	0.11	0.25	8.2	-	-	26.4	11.5	1.3
600064.SH	南京高科	买入	-7.1%	7.73	134	17	1.00	1.06	1.40	-	-	7.8	7.3	5.5	-	-	0.7
600266.SH	城建发展	买入	-10.8%	4.47	93	21	-0.46	-0.20	0.60	-	-	-	-	7.4	-	-	0.5
600736.SH	苏州高新	买入	-1.2%	6.66	77	12	0.11	0.13	0.34	-	-	58.7	52.0	19.8	-	-	1.0
002208.SZ	合肥城建	买入	-15.8%	10.42	84	8	-0.07	-0.65	0.17	0.18	-	-	-	61.1	58.0	-	1.5
0016.HK	新鸿基地产	买入	16.7%	109.70	3,179	29	6.57	6.65	7.39	7.67	7.94	16.7	16.5	14.8	14.3	13.8	0.5
商业类																	
1109.HK	华润置地	买入	11.2%	29.12	1,785	71	3.59	3.56	3.62	3.72	3.84	7.0	7.0	6.9	6.7	6.5	0.6
1209.HK	华润万象生活	买入	-8.3%	37.44	735	23	1.59	1.74	1.94	2.16	2.38	20.2	18.5	16.6	14.9	13.5	4.7
0960.HK	龙湖集团	买入	-33.7%	5.63	344	71	1.47	0.14	0.14	0.15	0.16	3.3	33.6	33.7	32.6	30.7	0.2
601155.SH	新城控股	买入	-7.4%	12.92	291	23	0.33	0.30	0.44	0.53	0.62	38.7	42.9	29.5	24.4	20.9	0.5
000031.SZ	大悦城	买入	-14.9%	2.40	103	43	-0.69	-0.55	0.03	0.09	0.10	-	-	83.5	27.5	23.2	1.0
0823.HK	领展房产基金	买入	12.1%	37.62	995	26	-0.75	-3.35	-	-	-	-	-	-	-	-	0.7
1972.HK	太古地产	买入	22.3%	24.40	1,405	58	-0.13	-0.27	0.64	0.83	0.84	-	-	38.1	29.4	29.2	0.5

资料来源：iFind，中信建投证券；注：A 股股价单位为元，港股股价单位为港元

下载日志已记录，仅供内部参考

附：样本开发房企名单

表 8:157 家样本房企名单

代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
600048.SH	保利发展	000656.SZ	*ST 金科	002133.SZ	广宇集团	2777.HK	富力地产
001979.SZ	招商蛇口	600658.SH	电子城	600082.SH	海泰发展	0813.HK	世茂集团
000002.SZ	万科 A	000718.SZ	苏宁环球	000909.SZ	ST 数源	0127.HK	华人置业
600895.SH	张江高科	600376.SH	首开股份	000809.SZ	和展能源	0035.HK	远东发展
600515.SH	海南机场	000090.SZ	天健集团	600159.SH	大龙地产	0884.HK	旭辉控股集团
600208.SH	衢州发展	002146.SZ	荣盛发展	600791.SH	京能置业	3383.HK	雅居乐集团
600663.SH	陆家嘴	600736.SH	苏州高新	000608.SZ	*ST 阳光	0242.HK	信德集团
002244.SZ	滨江集团	000517.SZ	荣安地产	000668.SZ	*ST 荣控	0095.HK	绿景中国地产
601155.SH	新城控股	000036.SZ	华联控股	000609.SZ	ST 中迪	0563.HK	上实城市开发
600246.SH	万通发展	000042.SZ	中洲控股	0016.HK	新鸿基地产	0978.HK	招商局置地
600606.SH	绿地控股	600162.SH	香江控股	1109.HK	华润置地	0480.HK	香港兴业国际
000029.SZ	深深房 A	601588.SH	北辰实业	0688.HK	中国海外发展	9909.HK	宝龙商业
600848.SH	上海临港	002208.SZ	合肥城建	0012.HK	恒基地产	1238.HK	宝龙地产
600007.SH	中国国贸	002305.SZ	*ST 南置	1113.HK	长实集团	1638.HK	佳兆业集团
600675.SH	中华企业	600743.SH	华远控股	1972.HK	太古地产	0163.HK	英皇国际
000069.SZ	华侨城 A	000011.SZ	深物业 A	0083.HK	信和置业	0488.HK	丽新发展
600383.SH	金地集团	600503.SH	华丽家族	0960.HK	龙湖集团	0496.HK	卡森国际
600325.SH	华发股份	000965.SZ	天保基建	1997.HK	九龙仓置业	1813.HK	合景泰富集团
600641.SH	万业企业	000514.SZ	渝开发	0101.HK	恒隆地产	2329.HK	国瑞健康
600648.SH	外高桥	000926.SZ	福星股份	1908.HK	建发国际集团	0337.HK	绿地香港
600064.SH	南京高科	002016.SZ	世荣兆业	0683.HK	嘉里建设	1628.HK	禹洲集团
000031.SZ	大悦城	600622.SH	光大嘉宝	3900.HK	绿城中国	1176.HK	珠光控股
601512.SH	中新集团	000797.SZ	中国武夷	0817.HK	中国金茂	1098.HK	路劲
600649.SH	城投控股	600173.SH	卧龙新能	0123.HK	越秀地产	1966.HK	中骏集团控股
600657.SH	信达地产	000863.SZ	三湘印象	1918.HK	融创中国	0432.HK	盈大地产
600185.SH	珠免集团	600638.SH	新黄浦	1030.HK	新城发展	1777.HK	花样年控股
600266.SH	城建发展	600239.SH	云南城投	0017.HK	新世界发展	3301.HK	融信中国
600639.SH	浦东金桥	600716.SH	凤凰股份	0014.HK	希慎兴业	1233.HK	时代中国控股
600773.SH	西藏城投	000736.SZ	*ST 中地	0363.HK	上海实业控股	1622.HK	力高集团
000006.SZ	深振业 A	000897.SZ	津滨发展	0754.HK	合生创展集团	2772.HK	中梁控股
000620.SZ	盈新发展	600463.SH	空港股份	9993.HK	金辉控股	0832.HK	建业地产
000402.SZ	金融街	000014.SZ	沙河股份	0081.HK	中国海外宏洋集团	0989.HK	华音国际控股
600604.SH	市北高新	600692.SH	亚通股份	0604.HK	深圳控股	0185.HK	正商实业
600340.SH	华夏幸福	600322.SH	津投城开	0173.HK	嘉华国际	6158.HK	正荣地产

下载日志已记录，仅供内部参考

002314.SZ	南山控股	000838.SZ	财信发展	3990.HK	美的置业	1996.HK	弘阳地产
600708.SH	光明地产	600683.SH	京投发展	0119.HK	保利置业集团	6968.HK	港龙中国地产
600094.SH	大名城	600665.SH	天地源	0272.HK	瑞安房地产	9968.HK	汇景控股
000631.SZ	顺发恒能	600533.SH	栖霞建设	3380.HK	龙光集团	2777.HK	富力地产
600510.SH	黑牡丹	600854.SH	春兰股份	0535.HK	金地商置	0813.HK	世茂集团
600748.SH	上实发展	000573.SZ	粤宏远 A	0410.HK	SOHO 中国	0127.HK	华人置业

资料来源：wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

1、销售不及预期，房地产销售未来仍有继续下行或恢复不及预期的风险，将会对房企的开发业务规模带来影响；

2、结转不及预期：施工进度受多重因素影响，施工进度变慢将导致结转不及预期；

3、房企信用修复不及预期：部分高杠杆的民营房企出险可能性仍存，导致行业整体信用修复进度缓慢，影响房企公开市场债务的融资规模与融资成本，进而导致行业竣工及现金流压力加剧。

4、宏观经济波动风险。当前外部经济形势不确定性较大，可能影响居民对经济以及收入预期，从而影响购房意愿。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk