下载日志已记录，仅供内部参考

房地产

行业专题报告

2026 年 09 月 27 日

盈利继续承压，杠杆保持平稳

——2026 年中报综述

投资评级：看好（维持）

证券分析师

邓力

SAC：S1350525070006

dengli@jzsec.com

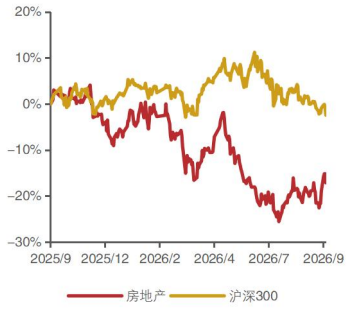
陈颖

SAC：S1350525110002

chenying02@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **26H1 板块收入端降幅走扩，亏损规模同比收窄。**2026H1，房地产板块平均营业收入 57.1 亿元，同比-23.2%，降幅较 2025 全年（-19.0%）扩大 4.2pct；平均归母净利润-3.5 亿元，较 2025H1 少亏损 0.8 亿元。收入端降幅走扩，或主要源于 2022 年以来销售端持续下行向结算端传导；亏损规模同比收窄，则反映减值计提节奏放缓与毛利率企稳的共同影响。

- **费用率继续抬升、减值比例平稳。**2026H1，房地产板块毛利率为 14.3%，较 2025H1 下降 0.2pct；销售、管理、财务三项费用率为 12.5%，较 2025H1 提升 1.4pct；减值损失/营业收入为 3.2%，较 2025H1 减少 0.2pct；归母净利率为-6.1%，较 2025H1 下降 4.2pct。我们认为，板块归母净利率仍然承压与费用率抬升与收入规模收缩直接相关（分母端拖累）；减值比例平稳，或反映前期风险释放后当期计提压力阶段性减轻。

- **杠杆整体平稳，净负债率提升、现金短债比回落。**2026H1，板块资产负债率 75.9%，较上年末基本持平；剔除预收款后的资产负债率 72.5%，与上年末基本持平；净负债率 100.5%，较上年末提升 1.6pct；现金短债比 0.75 倍，较上年末下降 0.03 倍。我们认为净负债率抬升并非源于有息负债扩张：板块有息负债（短期+长期）合计较上年末下降 1.3%，同期货币资金较上年末下降 2.3%、降幅大于有息负债压降幅度，所有者权益合计较上年末下降 2.5%，货币资金回落与净资产收缩共同推动净负债率被动抬升。2026H1，板块销售商品、提供劳务收到的现金同比-17.1%，降幅较 2025 全年（-23.1%）收窄 6.0pct；销售回款/营业收入为 87.9%，较 2025 全年（70.5%）提升 17.4pct。分梯队看，一线房企销售回款同比-13.8%，二线房企同比-24.9%；一线、二线房企回款/营收分别为 90.4%、81.6%，分别较 2025 全年提升 22.0pct、5.7pct。板块销售回款同比降幅较 2025 全年明显收窄，回款对营收覆盖度提升，回款质量边际改善；但全国新房销售仍承压，二线房企回款下滑幅度更高，销售端或尚未实质企稳，资金压力仍需持续跟踪。整体来看，板块表内杠杆保持平稳，净负债率提升主要源于净资产与货币资金下降，现金短债比回落则主要由于货币资金下降及短期有息负债有所提升。

- **投资分析意见。**从 2026 年中报数据看，板块收入端降幅走扩，但减值比例平稳、销售回款降幅明显收窄。展望后续，我们认为，随着“828”楼市新政的落地，销售与融资制度闭环确立或将加速行业从规模扩张转向品质竞争，库存去化、租金企稳、核心城市供需改善等积极信号逐渐清晰，我国房地产市场正处于筑底阶段，核心城市有望率先企稳修复，继续看好周期拐点下地产股的修复行情，板块中长期配置价值继续显现。我们维持房地产行业“看好”评级，建议关注：1）港资发展商：新鸿基地产、恒基地产、新世界发展、嘉里建设、信和置业；2）地产开发：华润置地、招商蛇口、建发国际集团；3）地产转型：西藏城投；4）二手房中介：贝壳；5）物管企业：招商积余、华润万象生活。

- **风险提示：房地产量价超预期下行、房地产融资资金趋紧、房地产政策不及预期**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 经营端：收入与盈利仍处调整期 4
1.1. 收入端降幅走阔，结算端仍受前期销售影响 4
1.2. 归母净亏损规模同比收窄，一线、二线房企结构分化 5
1.3. 毛利率仍处于调整阶段，但二线房企有所改善 6
1.4. 费用率继续抬升，一线房企费用管控能力仍显著优于二线 6
1.5. 减值比例平稳回落 7
1.6. 整体盈利能力仍承压 8
2. 信用端：杠杆水平整体平稳，回款压力仍待改善 8
2.1. 资产负债率整体保持平稳 9
2.2. 净负债率继续提升，源于净资产与货币资金下降 10
2.3. 现金短债比有所回落 10
2.4. 销售回款继续走弱 11
3. 投资分析意见 13
4. 风险提示 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 房地产板块平均营业收入同比增速 5
图表 2： 房地产板块平均归母净利润（单位：亿元） 5
图表 3： 房地产板块毛利率走势 6
图表 4： 房地产板块费用率走势 7
图表 5： 房地产板块减值损失/营业收入 7
图表 6： 房地产板块归母净利率走势 8
图表 7： 房地产板块资产负债率走势 9
图表 8： 房地产板块剔除预收款的资产负债率走势 9
图表 9： 房地产板块净负债率走势 10
图表 10： 房地产板块现金短债比走势 11
图表 11： 板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速 12
图表 12： 板块销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 12

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 经营端：收入与盈利仍处调整期

2026H1，房地产板块平均营业收入 57.1 亿元，同比-23.2%，降幅较 2025 全年（-19.0%）扩大 4.2pct；平均归母净利润-3.5 亿元，较 2025H1 少亏损 0.8 亿元。收入端降幅走扩，或主要源于 2022 年以来销售端持续下行向结算端传导；亏损规模同比收窄，则反映减值计提节奏放缓与毛利率企稳的共同影响。

2026H1，房地产板块毛利率为 14.3%，较 2025H1 下降 0.2pct；销售、管理、财务三项费用率为 12.5%，较 2025H1 提升 1.4pct；减值损失/营业收入为 3.2%，较 2025H1 减少 0.2pct；归母净利率为-6.1%，较 2025H1 下降 4.2pct。我们认为，板块归母净利率仍然承压与费用率抬升与收入规模收缩直接相关（分母端拖累）；减值比例平稳，或反映前期风险释放后当期计提压力阶段性减轻。

1.1. 收入端降幅走阔，结算端仍受前期销售影响

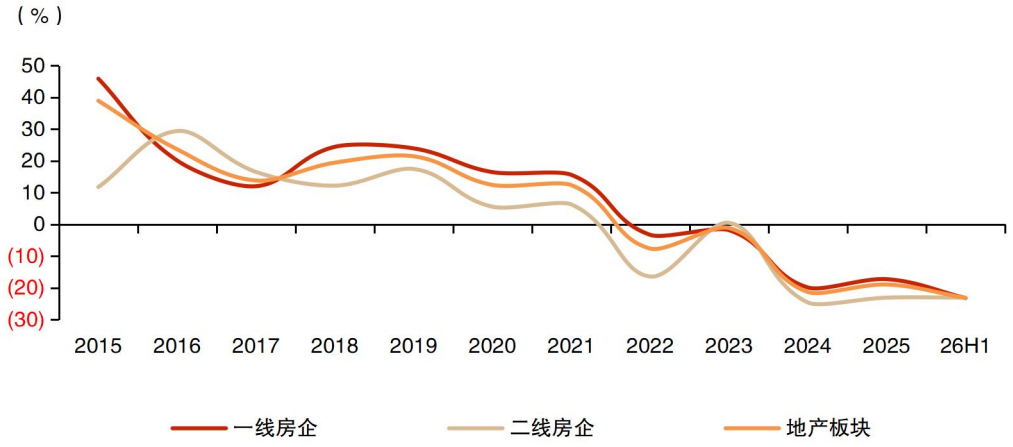
2026H1，房地产板块平均营业收入 57.1 亿元，同比-23.2%，降幅较 2025 年全年扩大 4.2pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企营业收入同比分别-23.2%、-23.1%，一线降幅较 2025 年（-17.3%）扩大 6.0pct，二线降幅与 2025 年（-23.1%）基本持平。一线房企降幅明显走扩，或与其结算规模收缩、结转毛利率下行直接相关，一线房企（8 家）中 7 家营收同比为负（仅招商蛇口实现正增长，同比+6.4%）。

收入端降幅走扩主要由于：销售端收缩向结算端的传导存在时滞，当期结转收入主要对应 2024-2025 年实现销售的预售项目，而板块销售回款 2024 年、2025 年分别同比-26.9%、-23.1%，全国新建商品房销售额同期亦分别同比下降 17.1%、12.6%，当期收入下降或正是这一前期签约销售额下滑的滞后体现。值得注意的是，截至 2026H1 末板块预收账款同比-32.9%，预示未来年度（2027-2028 年）可结转收入或仍将趋于收缩。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1：房地产板块平均营业收入同比增速



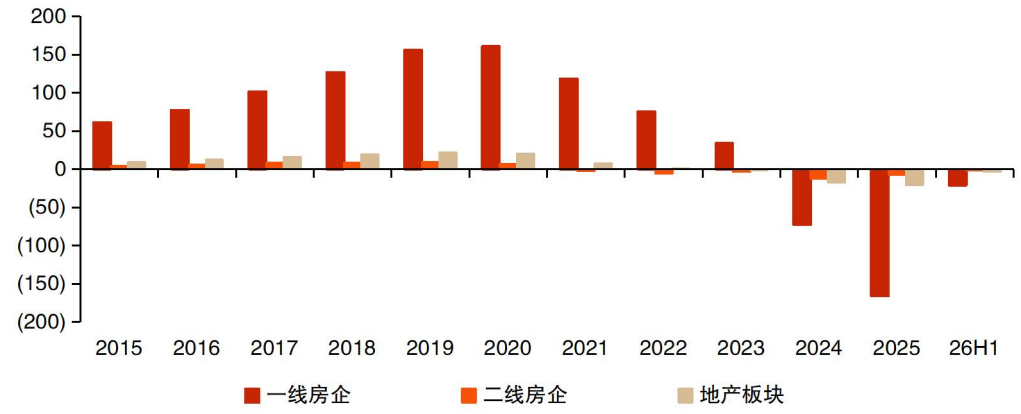
资料来源：Wind，华源证券研究所
注：一线房企包括万科A、招商蛇口、保利发展、金地集团、滨江集团、新城控股、华发股份、绿地控股共8个公司，其余为二线房企。

1.2. 归母净亏损规模同比收窄，一线、二线房企结构分化

2026H1，房地产板块平均归母净利润-3.5亿元，较2025H1少亏损0.8亿元。分结构来看，2026H1一线、二线房企平均归母净利润分别为-21.0、-1.8亿元，一线较2025H1多亏损5.9亿元，二线较2025H1少亏损1.5亿元，一、二线房企呈现分化：一线房企亏损同比扩大，主要受结算规模收缩（一线营收同比-23.2%）与毛利率下行（一线毛利率11.7%，较2025H1下降0.8pct）的双重影响，而非减值因素，同期一线房企减值损失较2025H1下降27.3%；二线房企在毛利率回升（较2025H1提升1.5pct）带动下减亏明显，部分房企亏损同比收窄。

2026H1地产板块整体归母净利润仍处于亏损区间，主要受到收入端调整、费用率上行的持续影响，但板块亏损规模同比有所收窄，反映毛利率逐步企稳、减值压力边际缓释。

图表 2：房地产板块平均归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

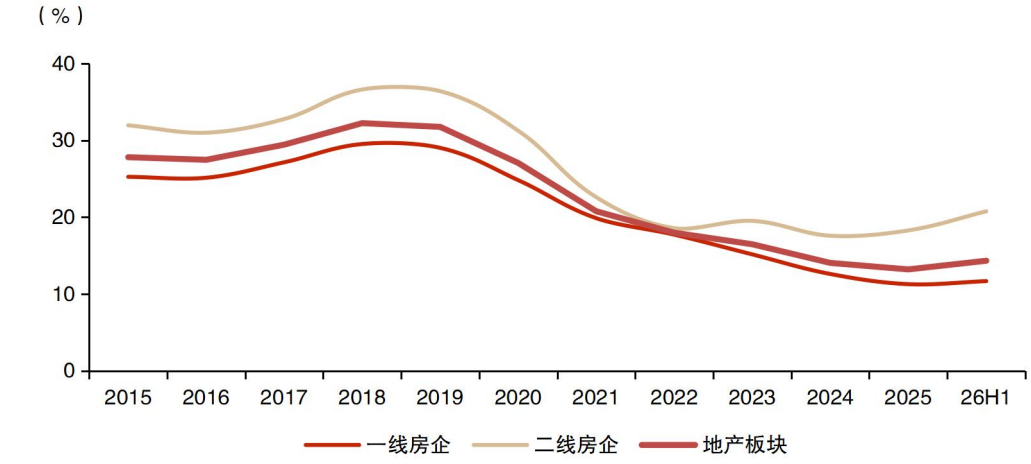
下载日志已记录，仅供内部参考

1.3. 毛利率仍处于调整阶段，但二线房企有所改善

2026H1，房地产板块毛利率为 14.3%，较 2025H1 下降 0.2pct，较 2025 全年提升 1.1pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企毛利率分别为 11.7%、20.8%，一线较 2025H1 下降 0.8pct，二线较 2025H1 提升 1.5pct。

图表 3：房地产板块毛利率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

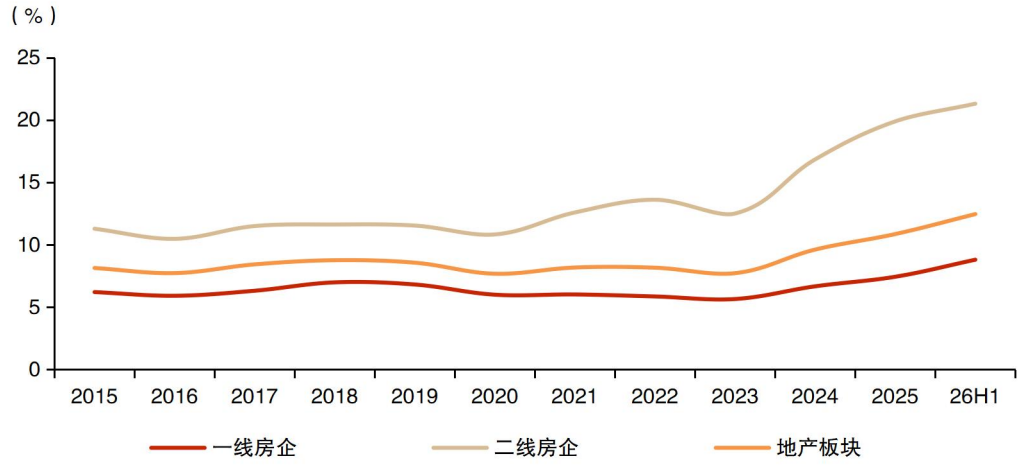
1.4. 费用率继续抬升，一线房企费用管控能力仍显著优于二线

2026H1，房地产板块（销售+管理+财务）三项费用率为 12.5%，较 2025H1 提升 1.4pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企三项费用率分别为 8.8%、21.3%，分别较 2025H1 提升 1.5pct、1.3pct。一线费用率仍显著低于二线，我们认为或主要源于一线房企融资渠道更丰富、融资成本更低，以及土储质量更高。费用率抬升主要源于收入规模收缩导致费用摊薄效应减弱，费用变动与结转规模直接联动；头部房企主动推进降本控费、平均融资成本降至3%以内，对费用端压力形成一定对冲。在收入端尚未企稳前，板块费用率或仍将维持高位，但头部房企融资成本下行有助于缓解财务费用压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：房地产板块费用率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所
注：费用率=（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入

1.5. 减值比例平稳回落

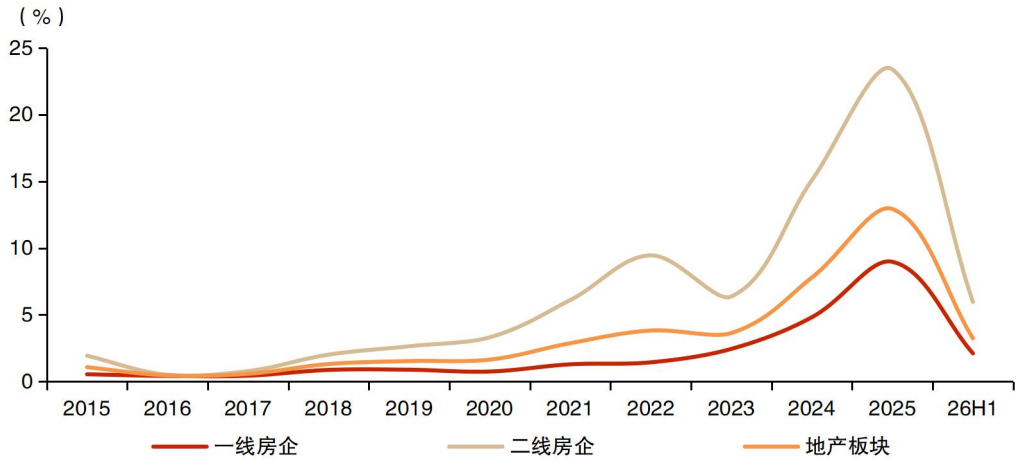
2026H1，房地产板块减值损失/营业收入为 3.2%，较 2025H1 下降 0.2pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企减值损失/营业收入分别为 2.1%、6.0%，分别较 2025H1 下降 0.1pct、0.4pct。

2026H1 板块减值比例平稳回落，一方面与房企减值计提多集中于年末有关（2025 年全年减值损失/营业收入为 12.9%，而 2025H1 仅为 3.4%，上半年度计提比例显著低于全年水平），另一方面也反映前期房价调整与项目去化压力释放后，当期减值压力阶段性减轻（板块减值损失绝对额较 2025H1 下降 27.4%）。

*注：**减值损失**包括资产减值损失、信用减值损失。

图表 5：房地产板块减值损失/营业收入



资料来源：Wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

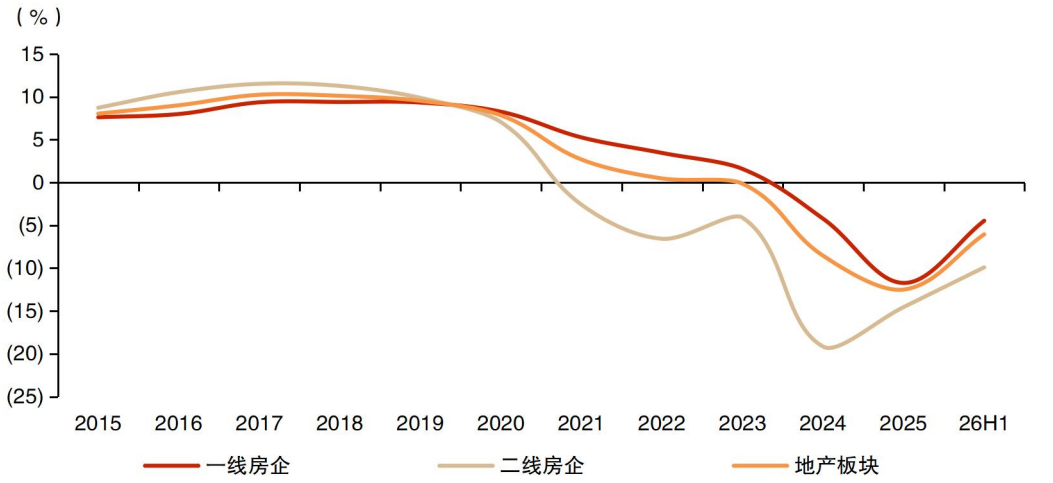
1.6. 整体盈利能力仍承压

2026H1，房地产板块归母净利率为-6.1%，较 2025H1 下降 4.2pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企归母净利率分别为-4.5%、-9.9%，一线较 2025H1 下降 4.4pct，二线较 2025H1 下降 3.9pct。

板块归母净利率仍为负，主要系毛利率有所下降，叠加投资净收益下降，以及费用率抬升对盈利形成压制。

图表 6：房地产板块归母净利率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 信用端：杠杆水平整体平稳，回款压力仍待改善

2026H1，房地产板块资产负债率为 75.9%，较 2025 年末下降 0.1pct；剔除预收款的资产负债率为 72.5%，较 2025 年末持平；净负债率为 100.5%，较 2025 年末提升 1.6pct；现金短债比为 0.75 倍，较 2025 年末下降 0.03 倍。整体来看，板块表内杠杆保持平稳，净负债率提升主要源于净资产与货币资金下降，现金短债比回落则主要由于货币资金下降及短期有息负债有所提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

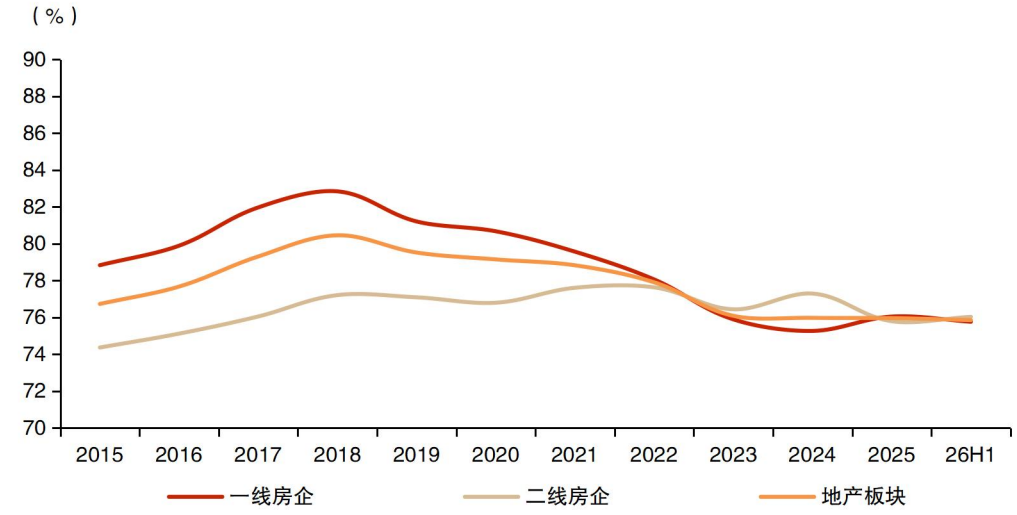
2.1. 资产负债率整体保持平稳

截至 2026H1 末，房地产板块资产负债率为 75.9%，较 2025 年末下降 0.1pct。

分结构来看，截至 2026H1 末，一线、二线房企资产负债率分别为 75.8%、76.0%，一线较 2025 年末下降 0.3pct，二线较 2025 年末提升 0.2pct。

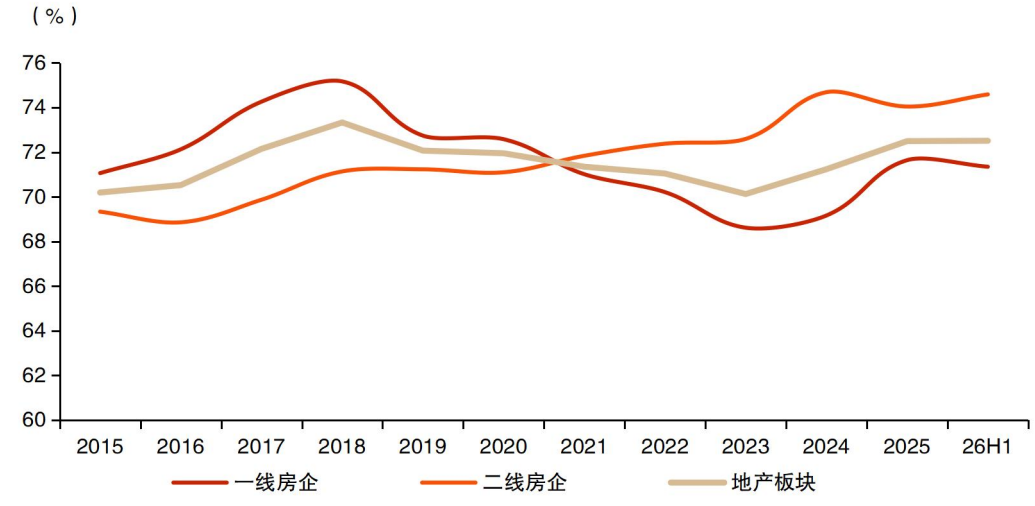
2026H1，房地产板块剔除预收款的资产负债率为 72.5%，较 2025 年末持平。分结构来看，一线、二线房企剔除预收款的资产负债率分别为 71.3%、74.6%，分别较 2025 年末下降 0.3pct、提升 0.5pct。

图表 7：房地产板块资产负债率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：房地产板块剔除预收款的资产负债率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

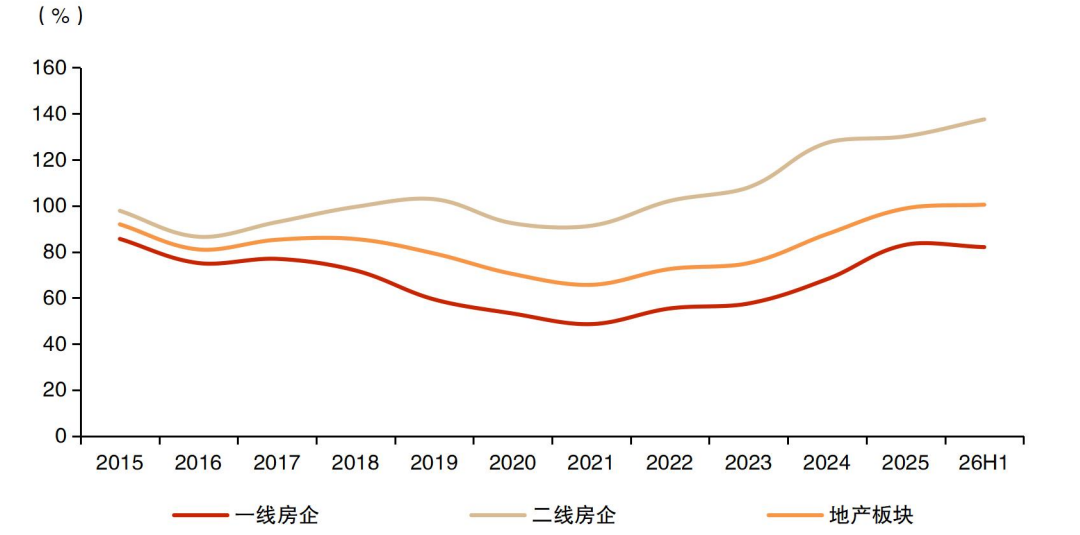
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 净负债率继续提升，源于净资产与货币资金下降

截至 2026H1 末，房地产板块净负债率为 100.5%，较 2025 年末提升 1.6pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企净负债率分别为 82.0%、137.5%，分别较 2025 末下降 1.0pct、提升 7.4pct。我们认为板块整体净负债率提升并非源于有息负债规模扩张：2026H1 末板块有息负债(短期+长期)合计平均 264.1 亿元，较 2025 年末下降 1.3%；2026H1 末货币资金较 2025 年末下降 2.3%、所有者权益平均较 2025 年末下降 2.5%，净资产收缩与货币资金回落共同导致净负债率被动抬升。

图表 9：房地产板块净负债率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

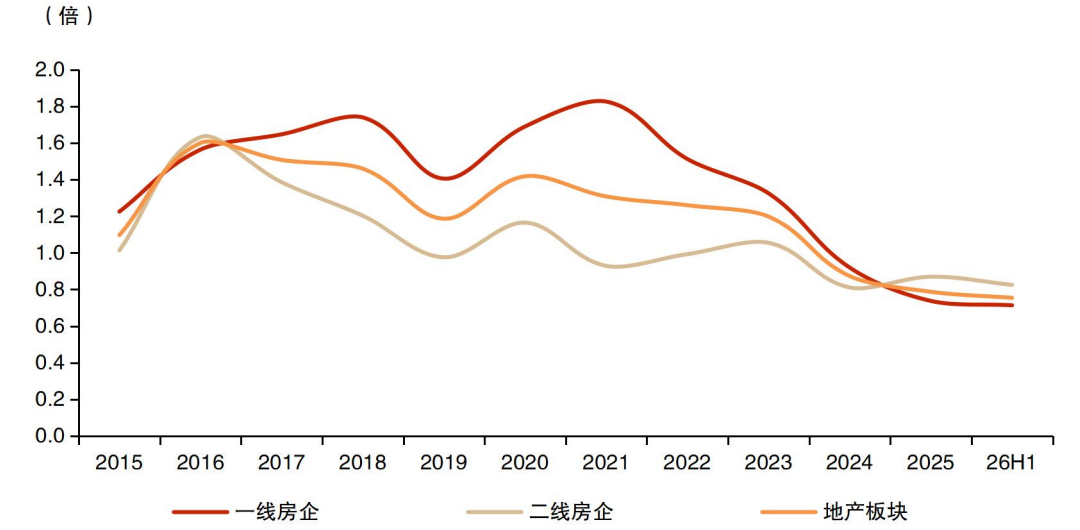
2.3. 现金短债比有所回落

2026H1，房地产板块现金短债比为 0.75 倍，较 2025 年末下降 0.03 倍。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企现金短债比分别为 0.71 倍、0.82 倍，一线较 2025 年末下降 0.02 倍，二线较 2025 年末下降 0.04 倍。一线房企现金短债比回落，主要源于短期有息负债不降反升（较上年末增长 4.0%），货币资金虽较上年末微增 0.6%，但增速明显不及短期有息负债，短期偿付覆盖能力有所减弱；二线房企货币资金较上年末下降 6.4%、降幅大于短期有息负债压降幅度（较上年末下降 1.3%），因此现金短债比回落幅度相对更大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：房地产板块现金短债比走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

2.4. 销售回款继续走弱

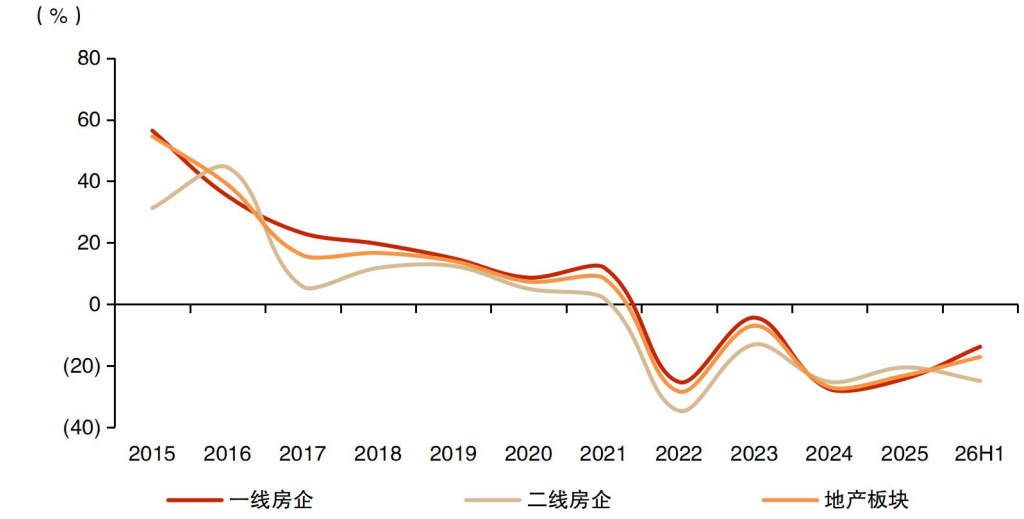
2026H1，房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金同比-17.1%，降幅较 2025 全年（-23.1%）收窄 6.0pct；销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 87.9%，较 2025 全年（70.5%）提升 17.4pct。

分结构来看，2026H1 一线、二线房企销售商品、提供劳务收到的现金同比分别为-13.8%、-24.9%；一线、二线房企销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入分别为 90.4%、81.6%，分别较 2025 全年提升 22.0pct、5.7pct。

2026H1 板块销售回款同比降幅较 2025 全年明显收窄，回款/营业收入提升，板块层面回款质量边际改善，个别房企经营性现金流净额同比回升、货币资金较年初增长；但全国新房销售额 2026H1 仍同比下降 13.6%，二线房企回款同比降幅仍大于一线，部分房企预售回笼资金同比减少，销售端或尚未实质企稳，资金端压力仍需持续观察。

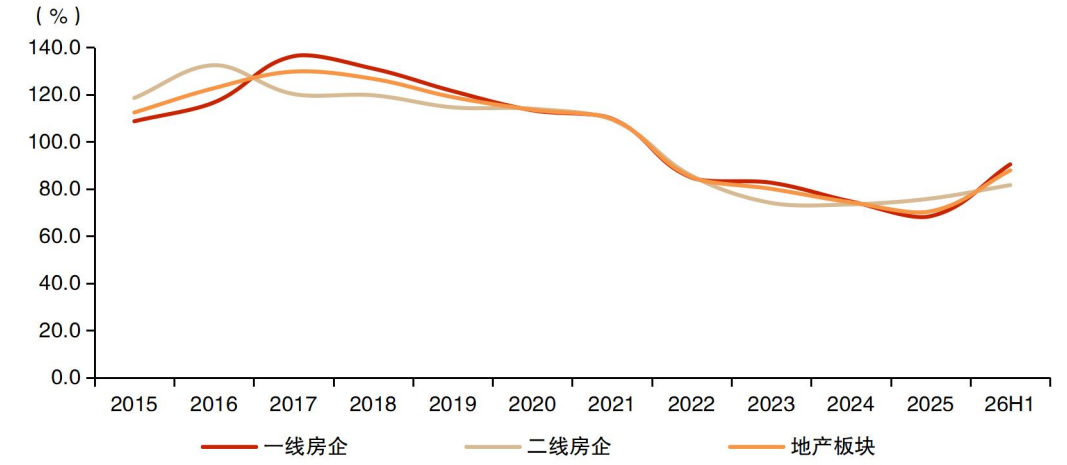
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：板块销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：Wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 投资分析意见

从 2026 年中报数据看，板块收入端降幅走扩，但减值比例平稳、销售回款降幅明显收窄。展望后续，我们认为，随着“828”楼市新政的落地，销售与融资制度闭环确立或将加速行业从规模扩张转向品质竞争，库存去化、租金企稳、核心城市供需改善等积极信号逐渐清晰，我国房地产市场正处于筑底阶段，核心城市有望率先企稳修复，继续看好周期拐点下地产股的修复行情，板块中长期配置价值继续显现。我们维持房地产行业“看好”评级，建议关注：1）港资发展商：新鸿基地产、恒基地产、新世界发展、嘉里建设、信和置业；2）地产开发：华润置地、招商蛇口、建发国际集团；3）地产转型：西藏城投；4）二手房中介：贝壳；5）物管企业：招商积余、华润万象生活。

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 风险提示

1）房地产量价超预期下行，房企销售回款进一步下行，导致经营现金流走弱；

2）房地产融资资金趋紧，房企受限资金占比提升，导致房企资金端进一步承压；

3）房地产政策不及预期，城市更新及房地产收储政策推进不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

人在草木间
更多资料请加V

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。