仅供内部参考，请勿外传

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

2026 年09 月 30 日



2026年房企中报综述
业绩仍在探底，投资端审慎收缩

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

打造极致专业与效率

仅供内部参考，请勿外传

摘要

- **利润表端，**2026H1重点房企营收同比-18.5%，前期拿地和销售规模下行带动交付结算规模收缩，营收降幅显著走阔，预计未来1-2年结算收入持续下滑仍是趋势；平均毛利率14.7%，同比-1.3pct，行业仍处调整期，房企加速存量去化，需求偏弱叠加售价波动压制结算端盈利能力；平均销售管理费用率5.3%，同比+0.6pct，为2020年以来首次回升，虽然房企持续压降销管费用，但费用收缩幅度不及收入降幅，推高费率；权益性投资损益同比-50%，降幅同比扩大23.8pct，表外项目收益也同步承压；资产减值损失合计同比下降5.1%，资产减值损失占当期存货比重0.2%，房企多在年末集中减值，中期减值对业绩影响有限，考虑到行业销售量价尚未企稳，且产品迭代提速，存量项目去化压力较大，或带来新一轮减值计提风险；归母净利润同比-37.2%，降幅同比扩大15.4pct，利润端压力加剧。我们认为，在销售规模持续收缩、毛利率承压、减值尚未出清的背景下，行业利润率筑底仍需时间。

- **资产负债表端，**2026H1重点房企总资产同比减少7.6%，降幅同比扩大1.7pct，行业延续缩表趋势；有息负债合计同比压降2.2%，债务端去杠杆节奏偏缓，在销售承压背景下，平均有息负债/年化销售金额提升至118%，同比提升8pct。三道红线方面，负债率有所改善，2026H1净负债率均值降至51%（较上年末-4pct）、剔预资产负债率均值降至61.4%（较上年末-1.2pct）、现金短债比均值1.9倍（较上年末基本持平），优质公司的短债压力相对可控。综合融资成本均值已降至3.02%（较上年末-17BP），其中头部国央企和优质民企融资优势突出。

- **经营端，**2026H1重点房企全口径销售金额同比-8.7%，较上年同期收窄1.4pct，且降幅小于百强房企（同比-16%）。不同房企销售增速分化，土储结构优质且在核心城市持续补仓的房企，销售增速能够跑赢行业；而滞重库存占比较大且拿地强度下降明显的房企，可售资源较少，销售规模承压。上半年重点房企拿地金额合计同比-43%，拿地强度26.5%，同比-15.9pct。由于房企普遍采取以销定投的策略，而新房销售总量始终无弹性，对房企的拿地资金形成制约，使得房企投资意愿整体偏谨慎，而资金实力较强的国央企和民企在核心地块的竞争优势凸显。展望未来，现房销售制的铺开将进一步抑制拿地意愿，投资端预计将继续收缩。

- **投资建议：维持行业“增持”评级。**我们认为地产行业基本面仍然处在左侧，地产股有少数个股从2024/9/30开始提前走右侧。基本面方向，1、房地产行业新房总量机会不大，更多的机会来自结构，特别是我们往年提出“只看好一线+2/3二线+极少量三线城市”观点依然奏效，这个城市组合在销售前期偶尔反弹时表现更好也得到了印证。2、当下行业基本面总体仍处在左侧，新房无量去化表现一般，二手房有量价格表现一般，拿地受制于新房销售整体谨慎，库存仍在高位。开启右侧仍然缺乏催化，故而当下仍然处在等待进一步催化中，催化通常指有效的大的政策/持续的放大的成交量。3、行业竞争格局改善逻辑依旧适用，拿地和销售表现优异的依然是头部国央企和极少量混合所有制及民企，品质房企有望在“好房子”的政策导向中更加受益。4、开发商在逐年释放存货压力，故而会出现更alpha的公司率先走过资产负债表压力最大的拐点。站在当下展望未来3年，从板块内的格局来看，以下格局是未来：（1）按照美日经验，多元化经营的企业穿越周期的能力更强，而中国的房企多元化在大浪淘沙中只存活了商业运营派，建议首选华润置地。（2）在房价下跌过程中，偏轻资产运营的穿越周期能力也较优，第一派是中介，首选贝壳-W；第二派是物业，推荐华润万象生活、招商积余、绿城服务、保利物业、中海物业等。（3）开发为主的开发商，需优先选择满足以下几个条件：融资顺畅成本低、布局上侧重重点城市主城区、历史包袱相对轻。推荐H股的华润置地、建发国际、绿城中国、中国金茂、中国海外发展、越秀地产等，A股的滨江集团、招商蛇口、建发股份、保利发展、我爱我家、华发股份等。（4）类地方城投、地产转型股。

- **风险提示：**政策落地不及预期，需求复苏不及预期，房企出险风险蔓延。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1 利润表：营收降幅扩大，毛利率承压，业绩筑底仍需时间

2 资产负债表：行业延续缩表趋势，负债率小幅改善

3 经营端：销售额降幅收窄，但总量无弹性制约房企拿地

4 重点房企估值

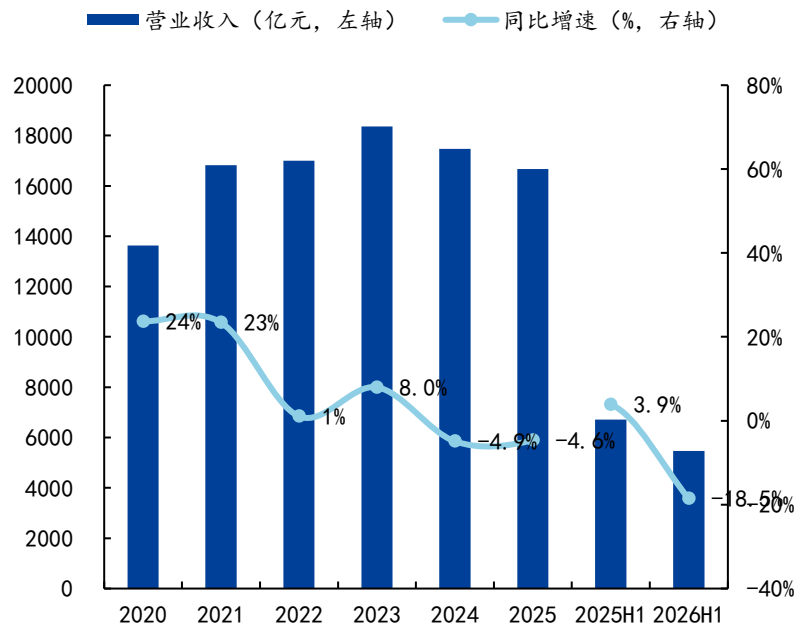
5 投资建议

仅供内部参考，请勿外传

1.1受交付结转规模收缩的影响，营收降幅显著扩大

- 2026年上半年12家重点房企营业收入合计5470亿元，同比-18.5%，受到前期拿地和销售规模持续下滑的影响，开发业务的交付结转规模收缩，房企营收降幅显著扩大，为近年同期最大降幅。考虑到全国新房销售尚未见底，我们认为往后1-2年结算收入持续下滑仍是趋势。
- 受各家结转节奏以及项目结构的影响，上半年12家房企中营收降幅较大的是华发股份（同比-50.2%）、建发国际集团（-47.9%）、龙湖集团(-32.3%)；仅中国海外发展（+17.3%）与招商蛇口（+6.4%）实现正增长。

图：重点房企合计营业收入及增速



图：重点房企营业收入及增速对比

序号	公司	营业收入（亿元）				同比增速（%）			
		2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1
1	保利发展	3,469	3,117	3,081	1,029	23.4%	-10.2%	-1.1%	-12.0%
2	华润置地	2,511	2,788	2,814	679	21.3%	11.0%	0.9%	-28.5%
3	中国海外发展	2,025	1,852	1,681	976	12.3%	-8.6%	-9.2%	17.3%
4	绿城中国	1,314	1,585	1,550	395	3.3%	20.7%	-2.3%	-26.0%
5	招商蛇口	1,750	1,789	1,547	548	-4.4%	2.3%	-13.5%	6.4%
6	建发国际集团	1,344	1,430	1,368	178	34.9%	6.4%	-4.3%	-47.9%
7	龙湖集团	1,807	1,275	973	398	-27.9%	-29.5%	-23.7%	-32.3%
8	越秀地产	802	864	865	366	10.8%	7.7%	0.1%	-23.0%
9	华发股份	721	600	834	190	21.9%	-16.8%	39.1%	-50.2%
10	滨江集团	704	692	829	321	69.7%	-1.8%	19.9%	-29.3%
11	中国金茂	724	591	594	214	-12.8%	-18.4%	0.5%	-14.7%
12	新城控股	1,192	890	530	176	3.2%	-25.3%	-40.4%	-20.2%
合计		**18,365**	**17,472**	**16,666**	**5,470**	**8.0%**	**-4.9%**	**-4.6%**	**-18.5%**

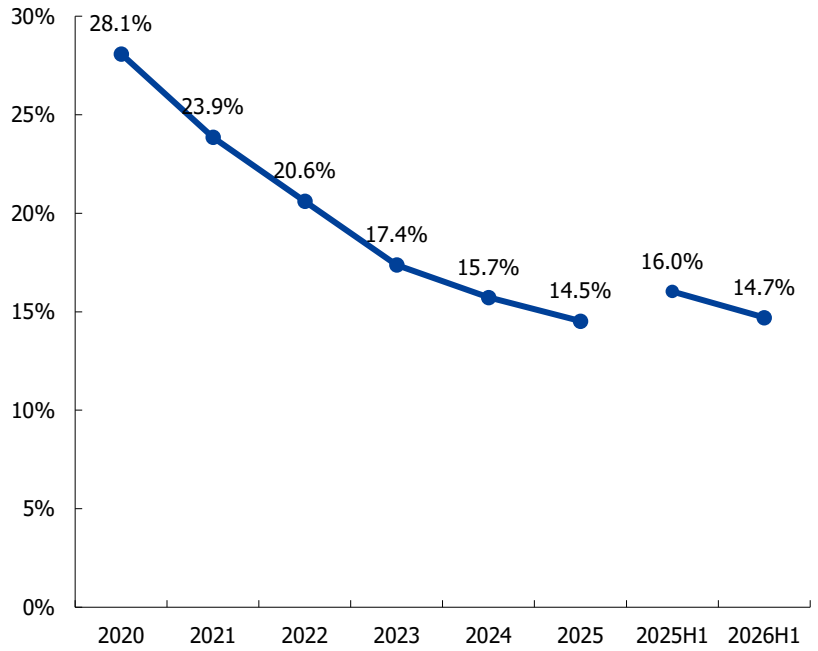
数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2在需求疲弱与售价波动的影响下，毛利率仍在磨底

- 2026年上半年12家重点房企加权平均毛利率14.7%，同比-1.3pct，延续下行趋势。由于当前房地产市场仍然处于调整阶段，房企积极推动存量库存去化，在需求疲弱与售价波动的双重影响下，结算端盈利能力仍受压制。
- 房企之间走势分化，上半年新城控股（同比+6.3pct，受益于高毛利的物业出租及管理业务收入占比提升，开发业务本身毛利率也在改善）、华润置地（同比+1.4pct）、建发国际集团（同比+1.4pct）毛利率逆势上行；华发股份（同比-8.8pct）、越秀地产（同比-4.5pct）、中国金茂（同比-4.5pct）毛利率承压明显。

图：重点房企平均毛利率走势



图：重点房企毛利率对比

序号	公司名称	毛利率							2026H1同比
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1	
1	保利发展	33%	27%	22.0%	16.0%	13.9%	12.7%	13.0%	-2.3%
2	华润置地	31%	27%	26.2%	25.2%	21.6%	21.2%	25.4%	1.4%
3	中国海外发展	30%	24%	21.3%	20.3%	17.7%	15.5%	16.1%	-1.3%
4	绿城中国	24%	18%	17.3%	13.0%	12.8%	11.9%	11.1%	-2.3%
5	招商蛇口	29%	25%	19.3%	15.9%	14.6%	13.8%	13.3%	-1.1%
6	建发国际集团	17%	16%	15.3%	11.1%	13.3%	13.9%	14.3%	1.4%
7	龙湖集团	29%	25%	21.2%	16.9%	16.0%	9.7%	11.1%	-1.5%
8	越秀地产	25%	22%	20.4%	15.3%	10.5%	7.8%	6.2%	-4.5%
9	华发股份	24%	26%	20.2%	18.1%	14.3%	8.7%	5.3%	-8.8%
10	滨江集团	27%	25%	17.5%	16.8%	12.5%	13.2%	12.0%	-0.3%
11	中国金茂	20%	19%	15.8%	12.5%	14.6%	15.5%	11.6%	-4.5%
12	新城控股	23%	20%	20.0%	19.1%	19.8%	27.4%	33.1%	6.3%
合计		**28.1%**	**23.9%**	**20.6%**	**17.4%**	**15.7%**	**14.5%**	**14.7%**	**-1.3%**

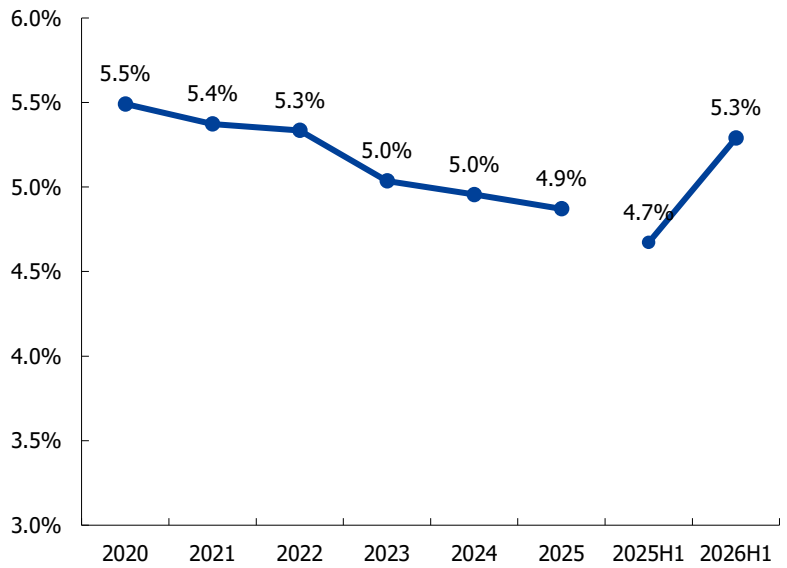
数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3销售管理费用降幅不及收入降幅，费率被动抬升

- 2026H1重点房企销售管理费用率5.3%，同比+0.6pct，为2020年以来首次回升。虽然房企持续压降销售管理费用，但由于结转收入回落幅度较大，销售管理费用收缩幅度不及收入降幅，带来费率被动抬升。
- 从具体房企来看，上半年建发国际集团（同比+5.9pct）、华发股份（同比+2.2pct）、华润置地（同比+2.2pct）销售管理费用率提升幅度较大，仅中国海外发展（同比-1pct）和越秀地产（同比-0.1pct）小幅下降。

图：重点房企平均销售及管理费用率走势



图：重点房企销售及管理费用率对比

序号	公司	销售管理费用率							2026H1
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1	同比
1	保利发展	4.6%	4.5%	4.4%	4.0%	4.5%	4.3%	4.6%	0.5%
2	华润置地	5.8%	5.6%	5.4%	5.6%	4.9%	5.2%	7.2%	2.2%
3	中国海外发展	3.3%	2.9%	3.6%	3.4%	3.7%	4.0%	2.8%	-1.0%
4	绿城中国	10.1%	8.0%	6.5%	6.0%	4.9%	4.6%	5.7%	0.9%
5	招商蛇口	3.8%	3.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.9%	3.8%	0.1%
6	建发国际集团	5.1%	6.6%	8.0%	5.3%	6.1%	6.6%	12.9%	5.9%
7	龙湖集团	6.7%	7.3%	4.8%	6.0%	6.8%	6.7%	6.9%	1.4%
8	越秀地产	5.5%	5.6%	5.3%	5.3%	4.9%	4.8%	4.3%	-0.1%
9	华发股份	5.7%	6.1%	6.2%	5.4%	5.3%	3.5%	5.9%	2.2%
10	滨江集团	2.9%	3.4%	3.5%	2.3%	2.0%	2.0%	2.3%	0.7%
11	中国金茂	8.5%	7.8%	8.3%	9.4%	8.8%	8.0%	8.9%	0.7%
12	新城控股	6.5%	6.0%	8.7%	7.2%	7.6%	8.4%	10.5%	0.3%
合计		**5.5%**	**5.4%**	**5.3%**	**5.0%**	**5.0%**	**4.9%**	**5.3%**	**0.6%**

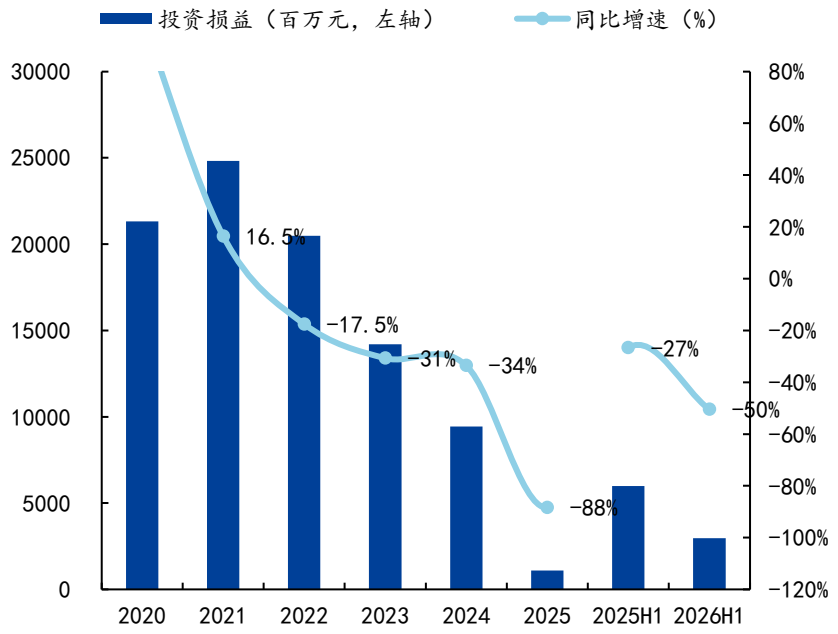
数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.4投资损益大幅下滑，表外项目收益同步承压

- 2026H1重点房企权益性投资损益合计29.7亿元，同比-50%，降幅较上年同期扩大23.8pct，行业下行周期中，表外项目与表内面临同样的去化压力与减值压力，收益也同步承压。
- 分企业看，招商蛇口、绿城中国、龙湖集团、新城控股、保利发展五家公司的投资损益为负，滨江集团和建发国际集团两家公司投资损益逆势增长是其利润降幅远小于营收降幅重要原因，主要来自联合营企业开发项目集中进入交付结算期。

图：重点房企投资损益合计及同比



图：重点房企投资损益及对比

序号	简称	投资损益（百万元）				同比增速（%）			
		2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1
1	保利发展	1,990	1,218	-144	-93	-43%	-39%	-112%	-110%
2	华润置地	2,360	388	1,960	588	-42%	-84%	405%	-53%
3	中国海外发展	1,627	649	522	166	-25%	-60%	-20%	-87%
4	绿城中国	2,165	-633	-1,134	-162	29%	-129%	79%	-40%
5	招商蛇口	1,625	1,693	-614	-411	9%	4%	-136%	-682%
6	建发国际集团	381	968	328	898	-62%	154%	-66%	125%
7	龙湖集团	1,554	846	-1,238	-264	9%	-46%	-246%	0%
8	越秀地产	752	978	802	817	-874%	30%	-18%	-35%
9	华发股份	13	907	-376	200	-99%	7080%	-141%	-246%
10	滨江集团	1,053	760	881	752	-52%	-28%	16%	35%
11	中国金茂	-919	1,307	368	580	-285%	-242%	-72%	-31%
12	新城控股	1,600	356	-255	-99	62%	-78%	-172%	-189%
合计		**14,201**	**9,437**	**1,100**	**2,972**	**-31%**	**-34%**	**-88%**	**-50%**

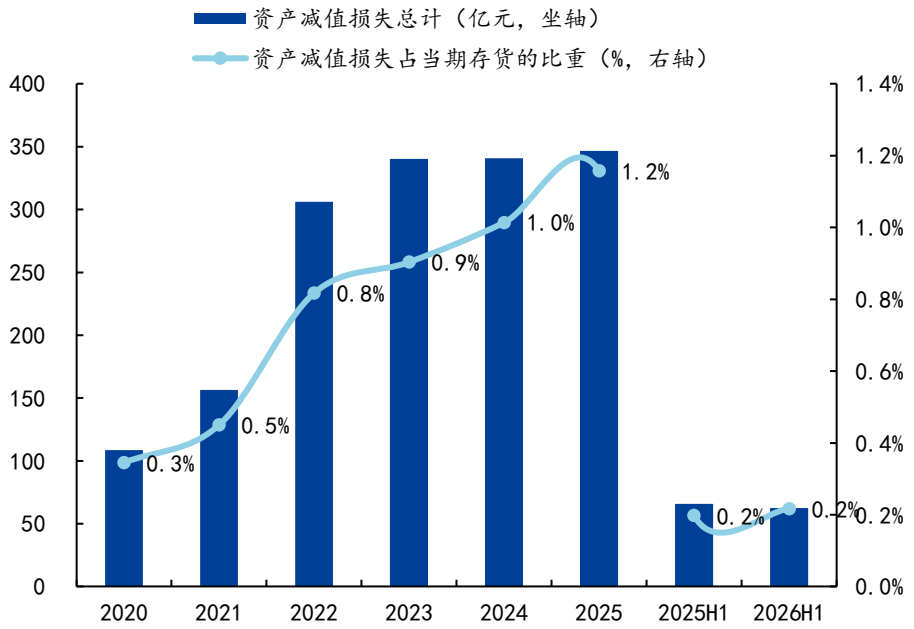
数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

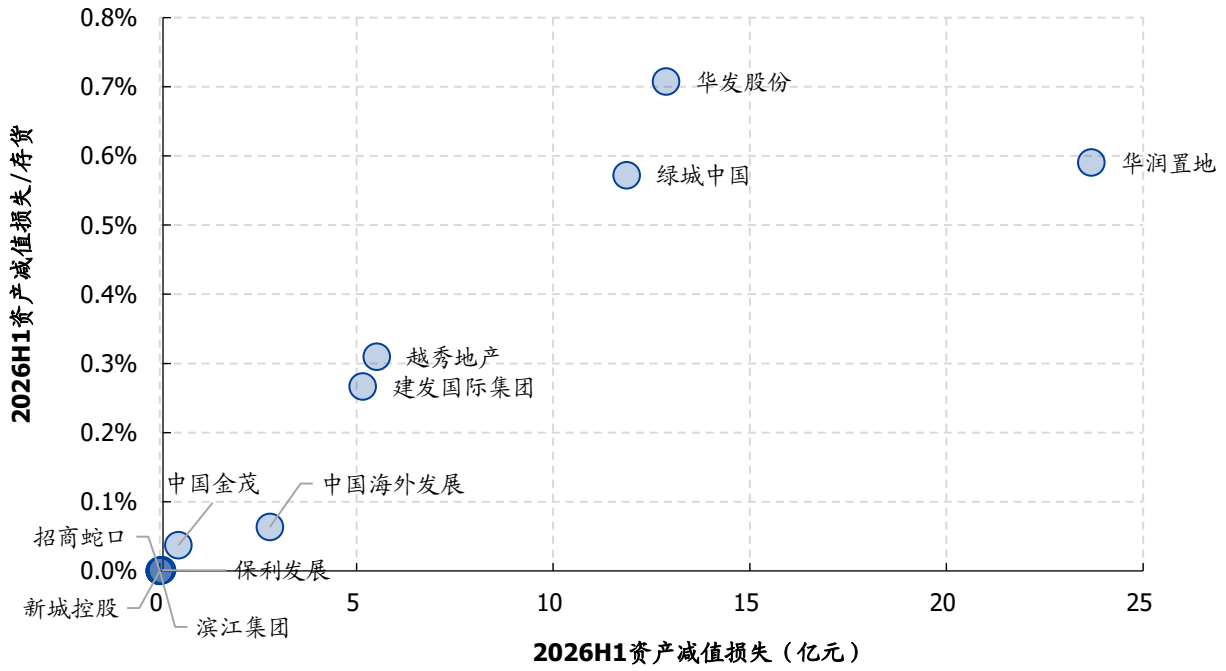
1.5减值损失对中期业绩影响有限，但全年仍面临压力

- 减值计提是拖累行业盈利的核心因素之一，但由于大部分房企在年末集中审计并进行减值测试，中期减值规模较小对业绩影响相对有限。2026H1重点房企资产减值损失共计62.4亿元，同比下降5.1%，占当期存货比重0.2%，较上年同期持平。考虑到行业销售量价尚未企稳，且产品更新迭代提速，存量项目去化压力较大，或带来新一轮减值计提风险。
- 上半年华润置地（23.7亿元）、华发股份（12.9亿元）和绿城中国（11.9亿元）计提减值力度较大，拖累中期业绩；招商蛇口、滨江集团和新城控股在上半年未计提减值。

图：重点房企资产减值损失合计及同比



图：重点房企资产减值损失对比



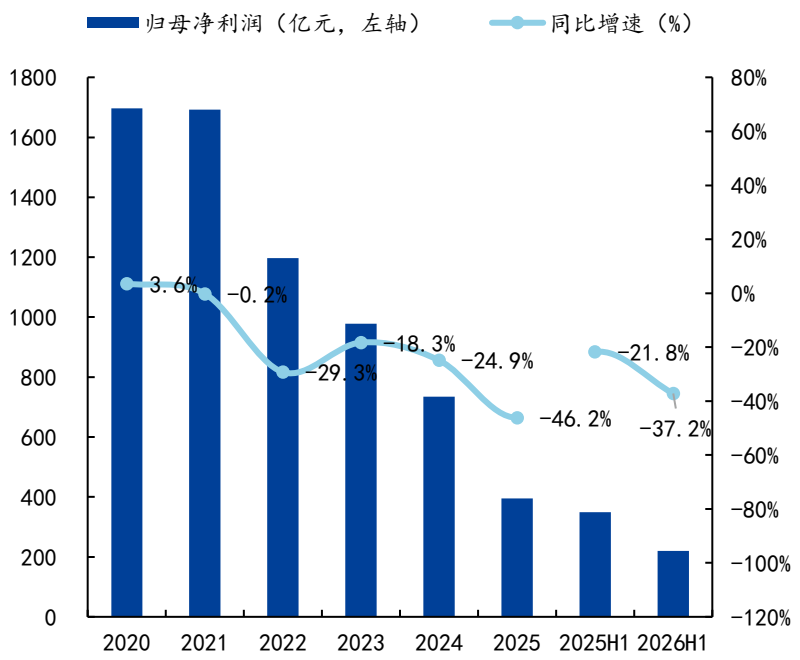
数据来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.6归母净利润仍处下行通道，房企之间显著分化

- 2026H1重点房企归母净利润合计219.4亿元，同比-37.2%，降幅较上年同期扩大15.4pct，利润端压力显著加大。我们认为，在销售规模持续收缩、毛利率承压、减值尚未出清的背景下，行业利润筑底仍需时间。
- 房企业绩分化，上半年华发股份（-36.5亿元）为12家中唯一同比由盈转亏的房企，主要因为结转规模及毛利率大幅降低，且计提资产减值损失所致；华润置地（98.4 亿元）业绩规模在重点房企中最高，经营性不动产业务为公司业绩提供稳定支撑。越秀地产（同比-93.6%）、招商蛇口（同比-63.5%）、绿城中国（同比-61.1%）上半年业绩降幅较深，而新城控股（同比-5.1%）和建发国际集团（同比-9.7%）业绩同比降幅相对较小。

图：重点房企合计归母净利润及增速



图：重点房企归母净利润及增速对比

序号	简称	归母净利润（亿元）				同比增速（%）			
		2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1
1	保利发展	120.7	50.0	10.3	19.6	-34.2%	-58.6%	-79.3%	-40.8%
2	华润置地	313.7	255.8	254.2	98.4	11.7%	-18.5%	-0.6%	-17.2%
3	中国海外发展	256.1	156.4	126.9	70.3	10.1%	-38.9%	-18.8%	-18.2%
4	绿城中国	31.2	16.0	0.7	0.8	13.1%	-48.8%	-95.6%	-61.1%
5	招商蛇口	63.2	40.4	10.2	5.3	48.2%	-36.1%	-74.6%	-63.5%
6	建发国际集团	50.3	48.0	36.5	8.3	2.0%	-4.6%	-24.0%	-9.7%
7	龙湖集团	128.5	104.0	10.2	19.6	-47.3%	-19.1%	-90.2%	-39.0%
8	越秀地产	31.9	10.4	0.6	0.9	-19.4%	-67.3%	-94.7%	-93.6%
9	华发股份	18.4	9.5	-95.0	-36.5	-28.7%	-48.2%	-1098.2%	-2225.7%
10	滨江集团	25.3	25.5	21.2	15.5	-32.4%	0.7%	-16.9%	-16.3%
11	中国金茂	-69.0	10.6	12.5	8.8	-447.6%	-115.4%	17.7%	-19.3%
12	新城控股	7.4	7.5	6.8	8.5	-47.1%	2.1%	-9.6%	-5.1%
合计		**977.6**	**734.1**	**395.2**	**219.4**	**-18.3%**	**-24.9%**	**-46.2%**	**-37.2%**

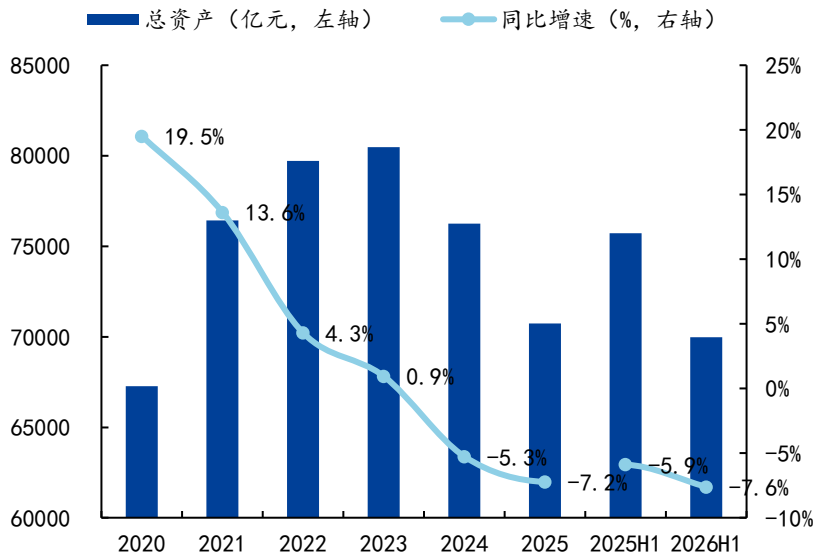
数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.1总资产规模收缩，行业缩表延续

- 2026H1重点房企总资产合计7万亿元，同比减少7.6%，降幅较上年同期扩大1.7pct，资产规模自2024年起连续收缩。
- 12家房企中，11家资产同比收缩，仅中国金茂逆势扩表（同比+8.7%）。分企业看，滨江集团（同比-19.9%）、华发股份（同比-16.1%）、绿城中国（同比-14.1%）降幅较大；中国海外发展（同比-2.1%）、招商蛇口（同比-3.6%）、越秀地产（同比-4.8%）降幅较温和。

图：重点房企总资产总计及同比



图：重点房企总资产及增速对比

序号	简称	总资产（亿元）				同比增速（%）			
		2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1
1	保利发展	14,369	13,351	11,883	11,652	-2.3%	-7.1%	-11.0%	-10.7%
2	华润置地	11,912	11,284	10,787	10,792	10.2%	-5.3%	-4.4%	-6.0%
3	中国海外发展	9,236	9,086	9,157	8,823	1.1%	-1.6%	0.8%	-2.1%
4	绿城中国	5,355	5,078	4,499	4,449	0.1%	-5.2%	-11.4%	-14.1%
5	招商蛇口	9,085	8,603	8,354	8,366	2.5%	-5.3%	-2.9%	-3.6%
6	建发国际集团	4,273	4,125	3,682	3,897	8.6%	-3.5%	-10.7%	-12.2%
7	龙湖集团	7,004	6,656	5,959	5,657	-11.0%	-5.0%	-10.5%	-10.4%
8	越秀地产	4,012	4,105	3,697	3,654	15.8%	2.3%	-9.9%	-4.8%
9	华发股份	4,517	4,203	3,558	3,352	12.2%	-7.0%	-15.3%	-16.1%
10	滨江集团	2,900	2,591	2,082	1,928	5.0%	-10.7%	-19.6%	-19.9%
11	中国金茂	4,071	4,093	4,417	4,823	-3.5%	0.5%	7.9%	8.7%
12	新城控股	3,741	3,072	2,656	2,577	-18.3%	-17.9%	-13.5%	-10.6%
合计		80,475.6	76,246.4	70,732.7	69,970.4	0.9%	-5.3%	-7.2%	-7.6%

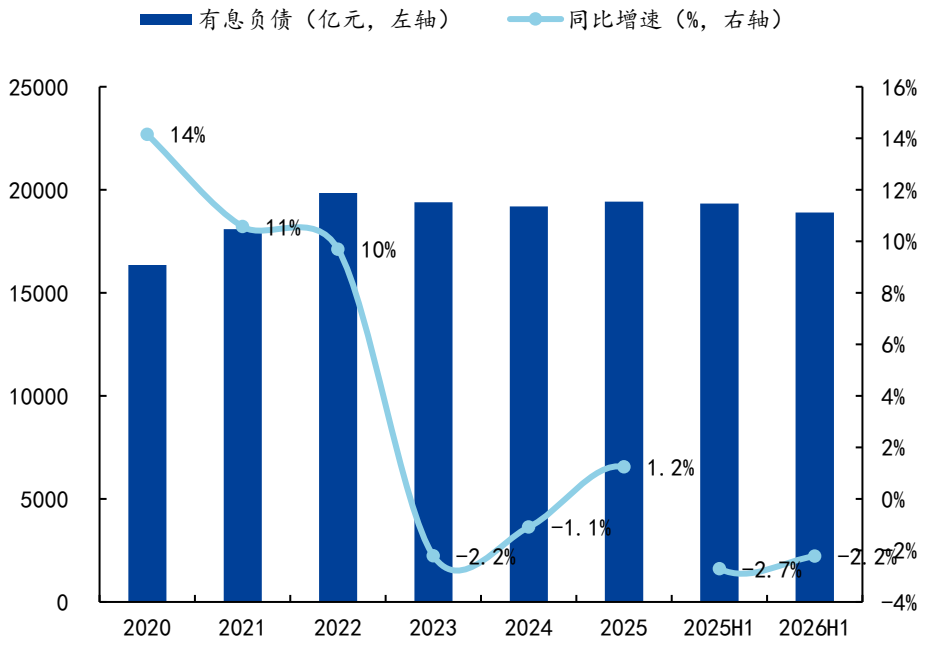
数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

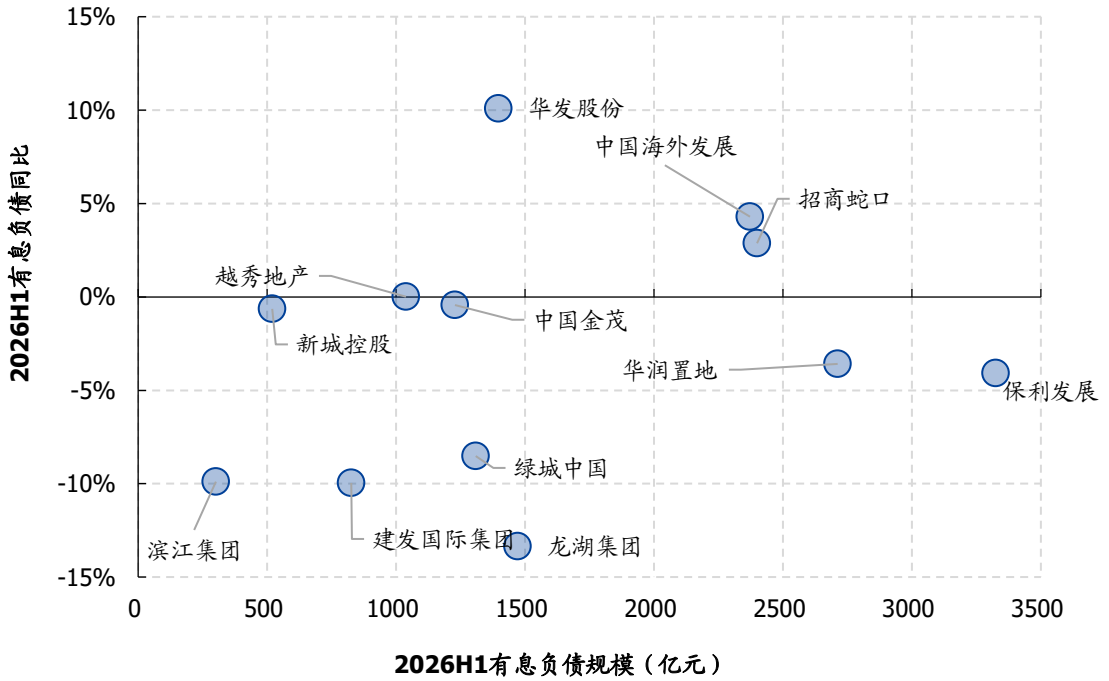
2.2有息负债规模略有回落，行业去杠杆节奏偏缓

- 2026H1重点房企有息负债合计1.9万亿元，同比压降2.2%，行业延续去杠杆趋势，但整体节奏偏缓。在销售承压背景下，重点房企平均有息负债/年化销售金额提升至118%，同比提升8pct。
- 分企业看，12家房企中有8家有息负债规模同比下降，3家增长，1家持平（越秀地产）。其中有息负债压降最明显的是龙湖集团（同比-13.4%）、建发国际集团（同比-10%）、滨江集团（同比-9.9%）、绿城中国（同比-8.5%）；而华发股份（同比+10.1%）、中国海外发展（同比+4.3%）、招商蛇口（同比+2.9%）有息负债规模同比增长。

图：重点房企有息负债规模总计及同比



图：重点房企有息负债及增速对比



数据来源：Wind，各公司公告，各公司官网，各公司官方公众号，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3负债率整体改善，融资成本持续压降

- 三道红线方面，2026H1重点房企净负债率均值降至51%（较上年末-4pct），其中滨江集团为唯一净负债率为负（-0.8%）的房企，财务质量为行业标杆，其次较低的是建发国际集团（22%）和中国海外发展（27%）；剔除预收账款的资产负债率均值降至61.4%（较上年末-1.2pct），其中中国海外发展45%和滨江集团53%较低；现金短债比均值1.9倍（较上年末基本持平），其中建发国际集团4.1倍、滨江集团4.2倍，短期偿债压力最小，而华发股份仅0.51倍、新城控股0.73倍，存在流动性压力。
- 融资成本分化较大：上半年重点房企综合融资成本均值已降至3.02%（较上年末-17BP），其中优质国央企融资优势突出，保利发展2.61%、招商蛇口2.61%、华润置地2.63%、中国海外发展2.76%四家央企的融资成本最低；民企中滨江集团融资成本仅2.8%，媲美国央企水平。

图：重点房企三道红线及融资成本

序号	公司名称	企业性质	剔预资产负债率			净负债率			现金短债比			融资成本		
			2025	2026H1	变化(pct)	2025	2026H1	变化(pct)	2025	2026H1	变化	2025	2026H1	变化(pct)
1	招商蛇口	央企	64.2%	63.0%	-1.2	72.5%	64.9%	-7.5	1.19	1.10	-0.1	2.74%	2.61%	-0.13
2	中国海外发展	央企	46.9%	45.3%	-1.6	34.2%	27.2%	-7.0	2.10	1.60	-0.5	2.80%	2.76%	-0.04
3	华润置地	央企	55.2%	54.2%	-0.9	39.2%	41.0%	1.8	2.29	1.85	-0.4	2.72%	2.63%	-0.09
4	保利发展	央企	65.0%	64.4%	-0.6	66.2%	60.4%	-5.8	1.74	1.92	0.2	2.72%	2.61%	-0.11
5	越秀地产	国企	65.5%	65.2%	-0.3	54.9%	49.2%	-5.7	1.70	2.10	0.4	3.05%	2.91%	-0.14
6	滨江集团	民企	57.2%	52.7%	-4.6	6.4%	-0.8%	-7.1	3.98	4.18	0.2	3.00%	2.80%	-0.20
7	建发国际集团	国企	60.7%	58.8%	-1.9	34.8%	22.1%	-12.7	3.64	4.14	0.5	3.15%	3.00%	-0.15
8	龙湖集团	民企	54.7%	53.8%	-0.9	52.2%	52.0%	-0.2	1.85	1.57	-0.3	3.51%	3.36%	-0.15
9	绿城中国	混企	69.0%	66.8%	-2.2	66.4%	63.9%	-2.5	2.60	2.00	-0.6	3.30%	3.20%	-0.10
10	华发股份	国企	69.3%	68.7%	-0.5	89.2%	103.8%	14.6	0.80	0.51	-0.3	4.88%	4.46%	-0.42
11	中国金茂	央企	72.9%	74.3%	1.3	84.1%	68.8%	-15.3	1.01	1.46	0.5	3.18%	2.89%	-0.29
12	新城控股	民企	70.8%	69.7%	-1.1	57.0%	56.9%	-0.1	0.51	0.73	0.2	5.44%	-	-
	算数平均		**62.6%**	**61.4%**	**-1.2**	**54.8%**	**50.8%**	**-4.0**	**1.95**	**1.93**	**0.0**	**3.19%**	**3.02%**	**-0.17**

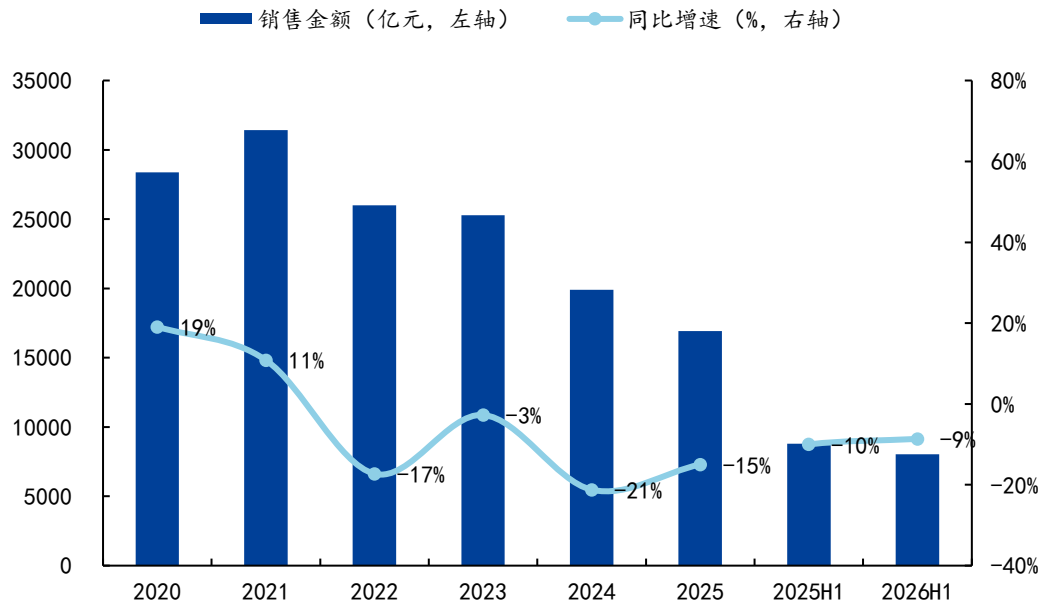
数据来源：Wind，各公司公告，各公司官方公众号，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

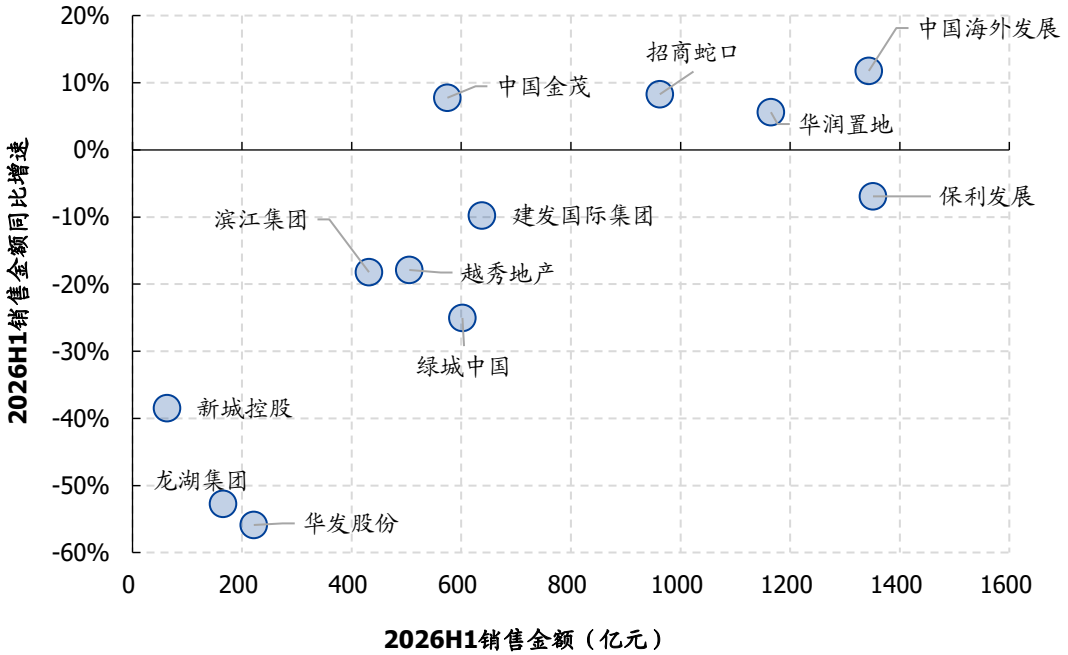
3.1销售额尚未企稳，但降幅有所收窄

- 2026H1重点房企全口径销售金额合计8024亿元，同比-8.7%，较上年同期收窄1.4pct，且降幅小于百强房企（同比-16%，来自普睿研究中心数据）。
- 不同房企销售增速分化，上半年仅四家实现同比正增：中国海外发展（同比+11.8%，下同）、招商蛇口（+8.3%）、中国金茂（+7.8%）、华润置地（+5.6%）；保利发展（同比-6.9%）和建发国际集团（同比-9.8%）降幅较温和；而华发股份（-55.9%）、龙湖集团（-52.7%）、新城控股（-38.5%）降幅最深。我们认为，土储结构优质且在核心城市持续补仓的房企，销售增速能够跑赢行业；而滞重库存占比较大且拿地强度下降明显的房企，可售资源较少，销售规模承压。

图：重点房企销售金额总计及同比



图：重点房企销售金额和增速对比



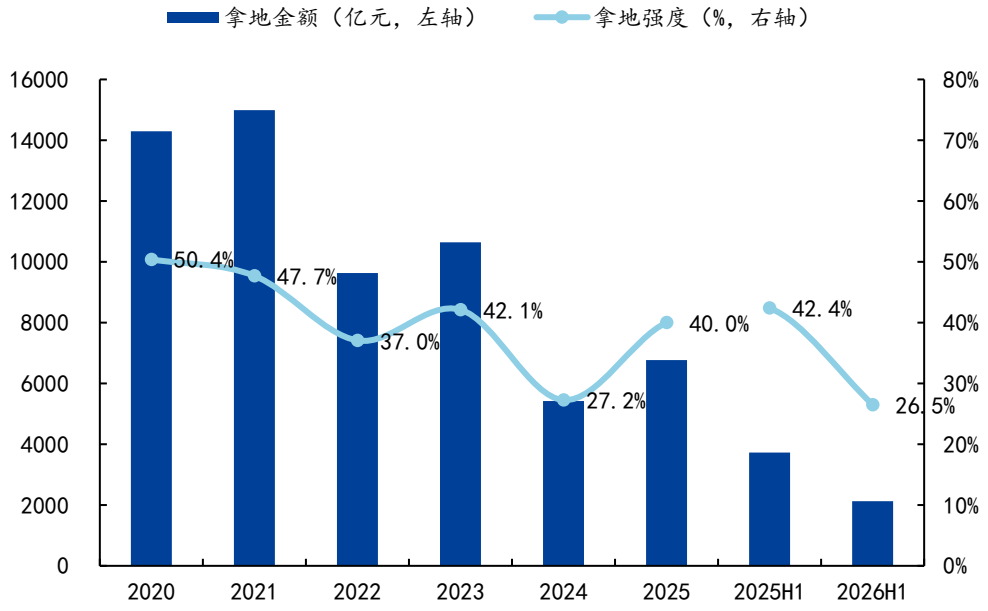
数据来源：各公司公告，各公司官网，各公司官方公众号，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

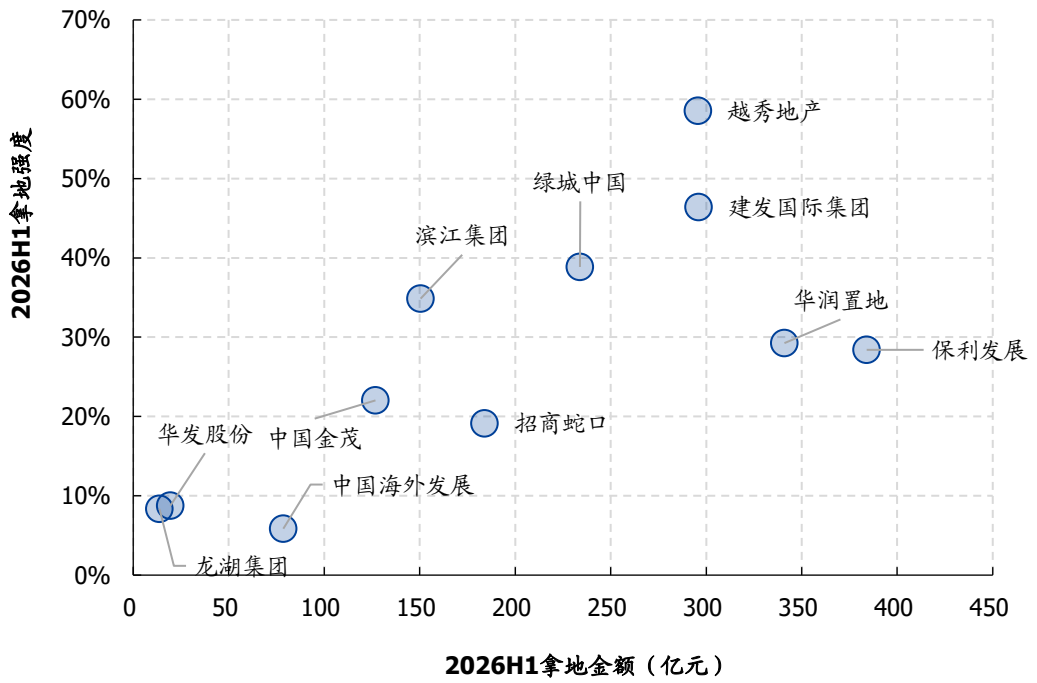
3.2销售总量无弹性制约房企拿地，投资端大幅收缩

- 2026H1重点房企拿地金额合计2124亿元，同比-43%，拿地强度（拿地金额/销售金额）降至26.5%，同比大幅下降15.9pct，投资端收缩明显。由于房企普遍采取以销定投的策略，而新房销售总量始终无弹性，对房企的拿地资金形成制约，使得房企投资意愿整体偏谨慎。展望未来，现房销售制的铺开将进一步抑制拿地意愿。
- 分企业看，资金实力强的国央企和民企在核心地块的竞争优势凸显。上半年越秀地产（拿地强度58.5%，下同）、建发国际集团（46.4%）、绿城中国（38.8%）、滨江集团（34.9%）拿地强度相对较高；而中国海外发展（5.9%）、龙湖集团（8.3%）、华发股份（8.8%）拿地强度较低。绝对额上，保利发展384亿元、华润置地341亿元、建发国际集团296亿元、越秀地产296亿元居前。

图：重点房企总计拿地金额及拿地强度



图：重点房企拿地金额及拿地强度对比



数据来源：各公司公告，各公司官方公众号，普睿研究中心，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.重点房企估值表

■ 房企估值处于低位。截至2026年9月24日，12家重点房企2026年PE均值33倍，PB均值0.54倍。 从PB看，12家公司中有6家PB低于0.4倍（越秀地产、龙湖集团、中国海外发展、保利发展、中国金茂、绿城中国），市场普遍对房企的账面净资产仍给予较高折价；而建发国际集团（0.82）、滨江集团（0.84）PB接近1倍，反映市场对其资产质量的认可。

图：重点房企估值表

公司	股票代码	股价（港元/股）	股价（人民币元/股）	归母净利润（亿元）				PE（倍）				PB（倍）
		2026/9/24		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	
保利发展	600048.SH	5.6	5.2	10.3	13.6	18.2	25.4	59.9	45.5	34.1	24.5	0.34
中国海外发展	0688.HK	12.6	11.7	126.9	119.9	121.0	127.7	10.1	10.7	10.6	10.1	0.30
华润置地	1109.HK	29.1	27.1	254.2	243.9	254.0	271.5	7.6	7.9	7.6	7.1	0.62
招商蛇口	001979.SZ	7.2	6.7	10.2	13.8	20.4	26.0	58.9	43.7	29.6	23.2	0.66
龙湖集团	0960.HK	5.5	5.1	10.2	3.1	14.8	21.9	35.0	113.7	24.1	16.3	0.20
中国金茂	0817.HK	1.2	1.1	12.5	11.5	14.1	17.0	12.2	13.3	10.8	9.0	0.36
建发国际集团	1908.HK	12.3	11.5	36.5	34.6	37.5	41.0	7.0	7.4	6.9	6.3	0.82
新城控股	601155.SH	12.6	11.7	6.8	9.0	12.2	15.1	38.8	29.5	21.7	17.5	0.45
绿城中国	3900.HK	5.9	5.5	0.7	3.9	7.8	11.5	197.4	35.8	18.1	12.2	0.37
华发股份	600325.SH	2.7	2.5	-95.0	-31.6	0.5	4.5	-0.7	-2.2	135.6	15.1	1.25
滨江集团	002244.SZ	8.3	7.8	21.2	23.7	25.2	26.6	11.4	10.2	9.6	9.1	0.84
越秀地产	0123.HK	3.2	3.0	0.6	1.5	2.5	4.0	219.7	80.5	47.7	30.6	0.20
均值								**54.8**	**33.0**	**29.7**	**15.1**	**0.54**

数据来源：Wind，国盛证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5.投资建议

- **维持行业“增持”评级。**我们认为地产行业基本面仍然处在左侧，地产股有少数个股从2024/9/30开始提前走右侧。基本面核心判断：1、房地产行业新房总量机会有限，更多的机会来自结构，我们往年提出“看好一线+2/3二线+极少量三线城市”观点依然奏效，该城市组合在销售阶段性反弹时表现更好也得到了印证。2、当下行业基本面总体仍处在左侧，新房无量去化表现一般，二手房有量价格表现一般，拿地受制于新房销售整体谨慎，库存仍在高位。开启右侧仍然缺乏催化，故而当下仍然处在等待进一步催化中，催化通常指有效的大的政策/持续放大的成交量。3、行业竞争格局改善逻辑依旧适用，拿地和销售表现优异的依然是头部国央企和极少量混合所有制及民企，品质房企有望在“好房子”的政策导向中更加受益。4、开发商在逐年释放存货压力，故而会出现更强alpha的公司率先走过资产负债表压力最大的拐点。
- 从策略上来说，以标准配置/带底仓配置为优，反复试探和确认右侧是否真正来临。站在当下展望未来3年，从板块内的格局来看，以下格局是未来：

（1）按照美日经验，多元化经营的企业穿越周期的能力更强，而中国的房企多元化在大浪淘沙中只存活了商业运营派，这一梯队的龙头为华润置地、华润万象生活，虽龙湖集团、新城控股也属于这一系列但仍然面临融资和现金流的压力。建议首选华润置地。

（2）在房价下跌过程中，偏轻资产运营的穿越周期能力也较优，其中又分两派，第一派是中介（业绩好坏取决于年成好坏），首选贝壳-W，A股的我爱我家为次选映射。第二派是物业，物业短期仍然面临增速降档、传统物业费收缴率承压等影响，分类上更类似于分红股，物业属于跟涨：推荐华润万象生活、招商积余、绿城服务、保利物业、中海物业等。

（3）开发为主的开发商，需优先选择满足以下几个条件：融资顺畅成本低、布局上侧重重点城市主城区、历史包袱相对轻。开发商的走势之所以动荡反复，其本质是因为新房销售并没有在结构层面展现出真正的企稳，即beta还没有给出稳定性，所以所有的alpha逻辑在一段时间后会被质疑，但实际上alpha仍然是alpha，只需新房总量在小几十个城市层面展现出其稳定性。这个维度来看，推荐H股的华润置地、建发国际、绿城中国、中国金茂、中国海外发展、越秀地产等，A股的滨江集团、招商蛇口、建发股份、保利发展、我爱我家、华发股份等。

（4）类地方城投、地产转型股。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- （1）政策落地不及预期。当前市场处于弱复苏中，仍需持续的政策呵护市场购买力，若政策落地不及预期可能影响购房者的购房情绪和信心。
- （2）需求复苏不及预期。如果房地产销售量价持续下行，将显著影响购房者预期，引发抛售导致供过于求的恶性循环，同时房企的回款情况将进一步恶化。
- （3）房企出险风险蔓延。2021年下半年以来，房企出险舆情频发，持续影响房企销售及融资环境，如果得不到有效遏制，出险风险有可能进一步蔓延。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市丰台区丽泽路22号院新华社国家金融信息大厦西塔B座38层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com