

标配（维持）

房地产行业 2025 年中报综述

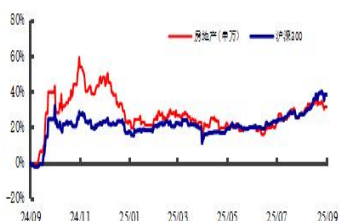
业绩亏损同比扩大，盈利能力维持下行

2025 年 09 月 08 日

投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **2025年上半年上市房企亏损同比扩大。**上市房企2025年上半年营业总收入同比继续下降；净利润及归属净利润亏损程度同比大幅扩大。上市房企整体业绩继续承压，并且亏损加深。
- **整体盈利能力维持下行。**上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为14.5%和-4.4%。毛利率较2024年全年下降0.06个百分点，净利率较2024年整体收窄3.88个百分点，较上年同期则扩大3.4个百分点。Q2单季度净利率环比继续下探，并跌至历史底部。
- **财务费用增长带动整体费用率上升。**上半年上市房企整体销售费用占营业总收入2.53%，较去年同期降0.09个百分点。管理费用占营业总收入3.22%，较2024年同期升0.02个百分点；财务费用占营业总收入5.39%，较上年同期升1个百分点。
- **总结与投资建议：**2025年上半年上市房企亏损同比扩大。营业总收入同比继续下降，营业利润，净利润及归属净利润均录得亏损，并且归属净利润亏损同比大幅扩大。单季度来看，上市房企2025年Q2亏损进一步加深，业绩持续探底。从单季度看，上市房企整体毛利率实现4个单季度环比上升，但仍维持在历史底部区间；净利率环比则继续下探，并跌至历史底部；行业整体盈利能力维持下行。上半年上市房企继续积极加强费用管控，管理费用及销售费用均下降，而由于融资渠道改善，财务费用有所上升。与此同时，行业在持续经历去杠杆后，整体负债率水平维持历史低位，现金流则小幅改善。
- 整体来看，上市房企融资能力及现金流有所改善，但业绩仍处于探底阶段，或仍需要一段修复时期。另一方面，上市房企已连续三年录得整体亏损，盈利能力也跌至申万各一级行业板块中最低水平，显示行业正经历周期低谷期，这也将加速行业出清及竞争格局的重构优化。
- 我们认为经营稳健的头部央企及聚焦一二线城市的区域龙头企业，在逆市中能进一步提升市场占有率，在行业逐步走出周期低谷时也能更快实现修复回升。建议关注：保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）、城建发展（600266）等。
- **风险提示：**房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及。地方政府救市政策落实及成效不足。楼市销售持续低迷，销售数据不理想。开发商对后市较为悲观，土地市场低迷，开发投资持续走低。利率下调不及预期，房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，资金面改善不足。失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2025 年上半年上市房企亏损同比扩大	3
2. 整体盈利能力维持下行	4
3. 财务费用增长带动整体费用率上升	5
4. 上市房企存货进一步走低	5
5. 负债率维持低水平，现金流小幅改善	6
6. 总结与投资建议	7
7. 风险提示	8

插图目录

图 1：上市房企近年整体营业总收入及同比（单位：亿元，%）	3
图 2：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润（单位：亿元）	3
图 3：上市房企近年整体营业总收入季度对比（单位：亿元，%）	3
图 4：上市房企近年季度整体营业利润、净利润、归属净利润（单位：亿元）	3
图 5：上市房企 ROE、ROA（单位：%）	4
图 6：上市房企单季度销售毛利率、净利率（单位：%）	4
图 7：上市房企整体销售费、管理费、财务费及同比变化（单位：亿元，%）	5
图 8：上市房企整体三费率变化（单位：%）	5
图 9：上市房企整体存货及同比变化（单位：亿元，%）	6
图 10：上市房企整体存货占总资产比例（单位：%）	6
图 11：房地产行业负债水平变化（单位：%、倍）	6
图 12：上市房企整体现金流情况变化（单位：元，%）	7

表格目录

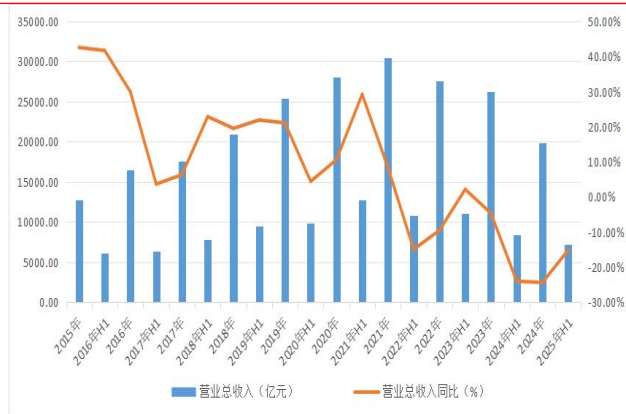
表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2025 年 09 月 04 日）	9
--	---

1. 2025 年上半年上市房企亏损同比扩大

上市公司 2025 年中报已全部公布完毕。根据万得数据，2025 年上半年上市房企共实现营业总收入 7169.27 亿，较 2024 年同期下降 15.15%，降幅较上年同期收窄 8.85 个百分点。共实现营业利润-157.38 亿，中期营业利润转亏，较 2024 年同期下降 332.96%。2025 年上半年共实现净利润-316.79 亿，亏损较 2024 年同期扩大 266.25%；归属母公司股东净利润-378.38 亿，亏损较 2024 年同期扩大 158.26%。

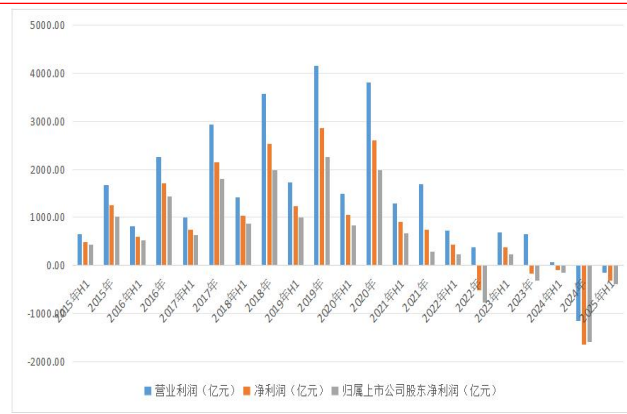
整体来看，上市房企 2025 年上半年营业总收入同比继续下降，但降幅有所收窄。而营业利润，净利润及归属净利润均录得亏损。其中中期营业利润为首次录得亏损；净利润及归属净利润亏损程度同比大幅扩大。上市房企整体业绩继续承压，并且亏损加深。

图 1：上市房企近年整体营业总收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润（单位：亿元）

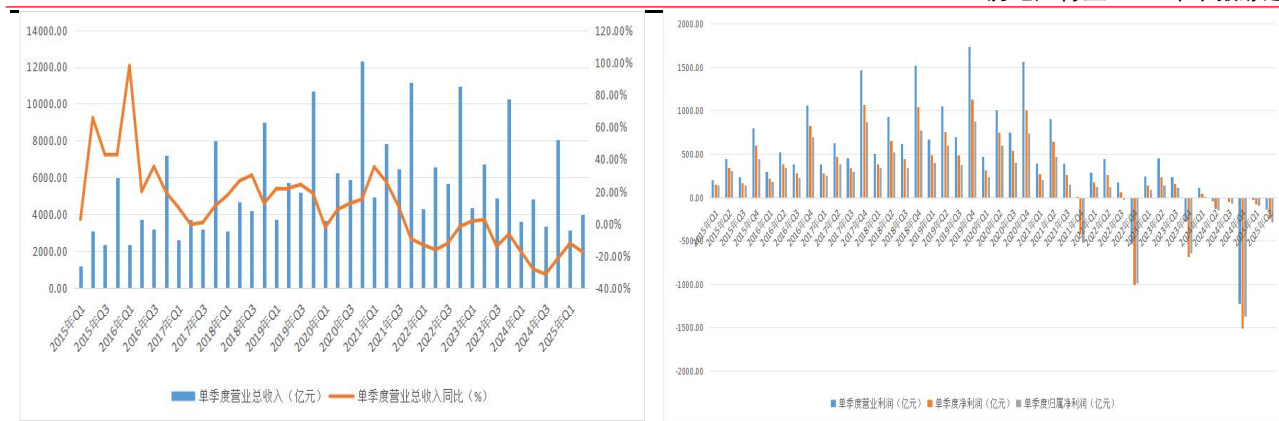


资料来源：wind，东莞证券研究所

从季度情况看，2025 年 Q2 上市房企共实现营业总收入 4002.64 亿，较 2024 年同期下降 17.36%，降幅较 2024 年同期收窄 10.9 个百分点。其中 2025 年 Q2 营收环比 Q1 上升 26.4%。2025 年 Q2 共实现营业利润-157.38 亿，Q2 单季度营业利润亏损同比扩大 218.55%，环比 Q1 亏损也扩大 5.1 倍。2025 年 Q2 共实现净利润-238 亿，归属母公司股东净利润-285.5 亿，同比亏损分别扩大 81.41%和 91.67%，环比亏损分别扩大 203.8%和 207.4%。整体看，上市房企 2025 年 Q2 亏损进一步加深，业绩持续探底。

图 3：上市房企近年整体营业总收入季度对比（单位：亿元，%）

图 4：上市房企近年季度整体营业利润、净利润、归属净利润（单位：亿元）



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

2. 整体盈利能力维持下行

截至 2025 年 6 月末, 上市房企资产合计 9.2 万亿, 同比下降 12.46%, 降幅较上年同期收窄 3.85 个百分点; 平均每家房企资产规模 904 亿, 较上年同期下降 9%, 降幅较上年同期收窄约 1 个百分点。资产规模下降, 与房企主动降低负债、库存及资产减值计提等有关。

盈利能力方面, 2025 年上半年上市房企平均净资产收益率为-4.04%, 近年上市房企整体录得亏损, 2021 年末以来净资产收益率持续为负, 在申万 31 个一级行业板块中排名倒数第 1 位。总资产净利率为-0.33%, 较上年同期-0.08%明显扩大亏损, 排名也是倒数第 1 位。近年房地产行业整体录得亏损, 在各行业板块中盈利排名倒数, 已不再是高盈利行业, 这也将加速行业出清及竞争格局的重构优化。

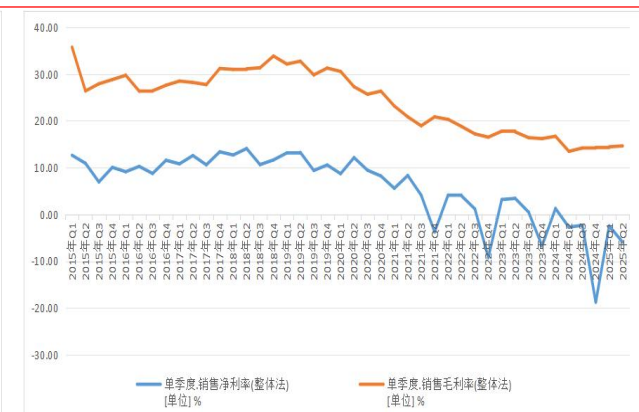
上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 14.5%和-4.4%。毛利率较 2024 年全年下降 0.06 个百分点, 较上年同期下降 0.29 个百分点; 净利率较 2024 年整体收窄 3.88 个百分点, 较上年同期则扩大 3.4 个百分点。单季度看, 2025 年 Q2 上市房企销售毛利率为 14.63%, 较去年同期提升 1.17 个百分点, 环比 Q1 上升 0.2 个百分点。毛利率实现 4 个季度环比上升。而 Q2 销售净利率为-5.96%, 较去年同期下降 3.2 个百分点, 环比 Q1 下降 3.48 个百分点。季度净利润率环比继续下探, 并跌至历史底部。

图 5: 上市房企 ROE、ROA (单位: %)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 6: 上市房企单季度销售毛利率、净利率 (单位: %)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

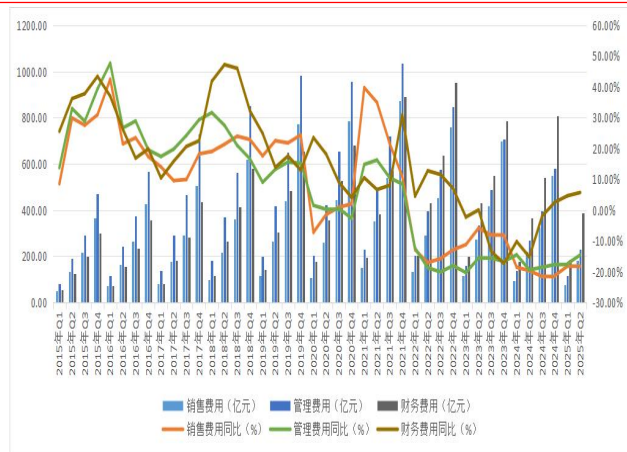
3. 财务费用增长带动整体费用率上升

2025 年上半年，上市房企整体销售费用为 181 亿，同比下降 18.18%，降幅较去年同期收窄 1.51 个百分点。单个房企销售费用为 1.79 亿，同比下降 15.75%，降幅扩大 3 个百分点。近年上市房企整体销售费用持续同比下降，并且降幅达两位数，与行业整体销售规模下降有关。

上半年上市房企整体管理费用为 230.7 亿，财务费用为 386.47 亿，较 2024 年同期分别下跌 14.6% 和上升 5.67%，管理费用同比降幅收窄 4.84 个百分点，财务费用在 2024 年上半年录得同比下跌后 2025 年上半年同比有所回升。单个房企来看，2025 年上半年管理费用及财务费用分别为 2.26 亿和 3.79 亿，同比分别下跌 11.24% 和上升 9.82%，其中管理费用降幅收窄 2.11 个百分点，财务费用同比增长明显。管理费用延续近年持续下降趋势，主要由于房企降本增效，加强费用管控。而财务费用在 2023 年首次出现同比下降后，2024 年末同比再度回升，2025 年前两季同比涨幅持续扩大，显示行业融资有所改善，资金流动性出现边际好转。

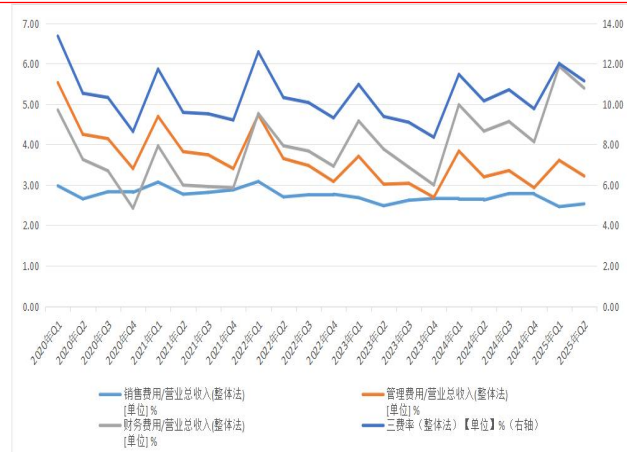
2025 年上半年，上市房企整体销售费用占营业总收入为 2.53%，较去年同期下降 0.09 个百分点。管理费用占营业总收入 3.22%，较 2024 年同期提升 0.02 个百分点；财务费用占营业总收入 5.39%，较上年同期上升 1 个百分点。整体三费率为 11.14%，较去年同期上升约 1 个百分点。三费率提升主要由于财务费用率较上年同期明显提升。

图 7：上市房企整体销售费、管理费、财务费及同比变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：上市房企整体三费率变化（单位：%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 上市房企存货进一步走低

2025 年上半年，上市房企整体存货周转率为 0.14 次，与上年同期基本持平。总资产周转率为 0.08 次，也与去年同期持平。库存方面，2025 年截至 6 月末，上市房企整体存货为 4.2 万亿，同比下降 17.6%；近年整体存货持续下降，但降幅有所收窄。其中存货占总资产比例为 45.62%，占比较上年同期下降 2.84 个百分点，近年占比持续走低。开

发商在行业下行及降负债之下收缩拿地，降低库存，同时新开工及施工进度也放缓，叠加存货减值计提，导致行业整体存货进一步走低。

图 9：上市房企整体存货及同比变化（单位：亿元，%）图 10：上市房企整体存货占总资产比例（单位：%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

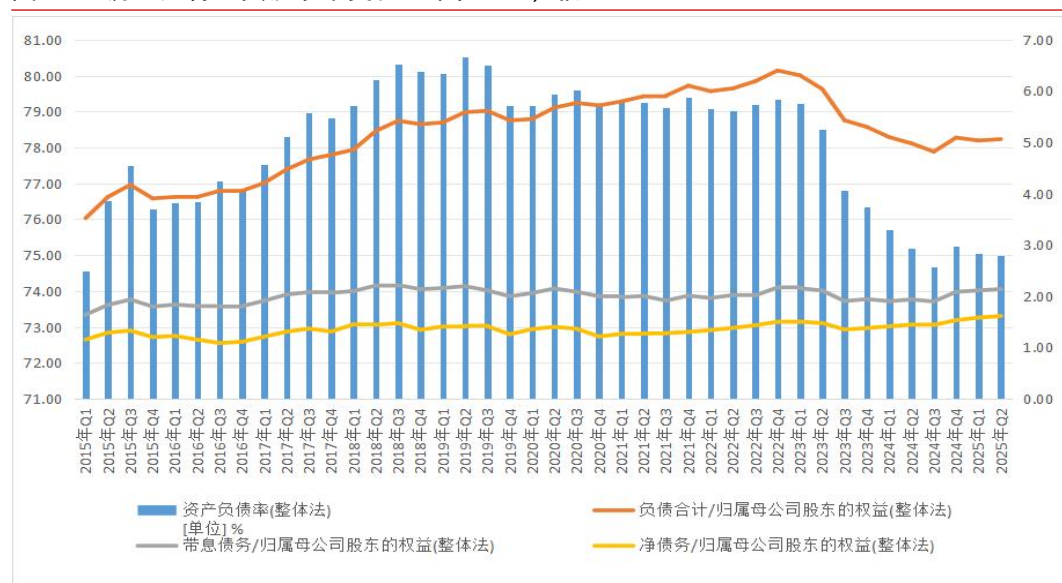
资料来源：wind，东莞证券研究所

5. 负债率维持低水平，现金流小幅改善

2025 年上半年，上市房企整体资产负债率为 74.98%，较 2024 年同期下降 0.2 个百分点。行业整体资产负债率在 2018 年达到高峰后出现下降，2023-2024 年大幅去杠杆后，2025 年负债率整体维持低水平。其中上半年流动比、速动比分别为 1.44 和 0.55，近年呈现小幅回升态势。上半年行业整体负债占归属母公司股东权益为 5.06 倍，较去年同期小幅提升（2024 年上半年为 4.98 倍）；带息负债占归属母公司股东权益为 2.14 倍，也高于去年同期水平（2024 年上半年为 1.94 倍）；净债务则为归属股东权益的 1.61 倍，2024 年同期为 1.44 倍。

整体看，近年行业负债率趋势性下行，但整体负债、带息负债及净债务占归属股东权益均出现小幅上升，主要由于归属股东权益的下降幅度更大导致。

图 11：房地产行业负债水平变化（单位：%、倍）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2025 年上半年，上市房企每股现金流量净额为-0.28 元，较上年同期改善（2024 年上半年每股现金流量净额为-0.47 元）。2021 年开始至今，上市房企每股现金流量净额均为负数，而 2025 年以来现金流量净额有一定程度改善。2025 年上半年每股经营活动产生现金流量净额为 0.13 元，实现转正（2024 年同期为-0.23 元）。而 2025 年上半年销售商品提供劳务收到现金占营业收入为 82.6%，占比较上年同期小幅上升，但仍处于历史低位。

总的来看，2025 年上半年行业整体现金流有一定程度改善。同时开发商收缩拿地及开发投资，经营活动产生现金流量净额保持为正。而销售商品提供劳务收到现金占营收比例则维持较低水平。

图 12：上市房企整体现金流情况变化（单位：元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

2025 年上半年上市房企亏损同比扩大。营业总收入同比继续下降，营业利润，净利润及归属净利润均录得亏损，并且归属净利润亏损同比大幅扩大，行业整体业绩继续承压。单季度来看，上市房企 2025 年 Q2 亏损进一步加深，业绩持续探底。

从单季度毛利率变化看，上市房企整体毛利率实现 4 个单季度环比上升，但仍维持在历史底部区间；净利率环比则继续下探，并跌至历史底部；行业整体盈利能力维持下行。上半年上市房企继续积极加强费用管控，管理费用及销售费用均下降，而由于融资渠道改善，财务费用有所上升。与此同时，行业在持续经历去杠杆后，整体负债率水平维持历史低位，现金流则小幅改善。

整体来看，上市房企融资能力及现金流有所改善，但业绩仍处于探底阶段，或仍需要一段修复时期。另一方面，上市房企已连续三年半录得整体亏损，盈利能力也跌至申万各一级行业板块中最低水平，显示行业正经历周期低谷期，这也将加速行业出清及竞争格局的重构优化。

我们认为经营稳健的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业，在逆市中能进一步提升市场占有率，在行业逐步走出周期低谷时也能更快实现修复回升。建议关注：保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）、城建发展（600266）等。

7. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及。
- （2）地方政府救市政策落实及成效不足。
- （3）楼市销售持续低迷，销售数据不理想。
- （4）开发商对后市较为悲观，土地市场低迷，开发投资持续走低。
- （5）利率下调不及预期，房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，资金面改善不足。
- （6）失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足。

表 1：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2025 年 09 月 05 日）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级 变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
001979.SZ	招商蛇口	9.09	0.45	0.48	0.53	20.20	18.94	17.15	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	10.14	0.82	0.93	1.02	12.37	10.90	9.94	增持	维持
600048.SH	保利发展	7.74	0.42	0.41	0.45	18.43	18.88	17.20	持有	维持
600266.SH	城建发展	4.94	-0.46	0.32	0.46	-10.74	15.44	10.74	持有	维持
600325.SH	华发股份	5.35	0.35	0.30	0.34	15.29	17.83	15.74	持有	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：数据均来源 wind 一致预期

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn