

央国企“压舱石”与民企“出清”下的地产表现分化 ——基于 A+H 股 127 家上市房企财报数据分析

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院）

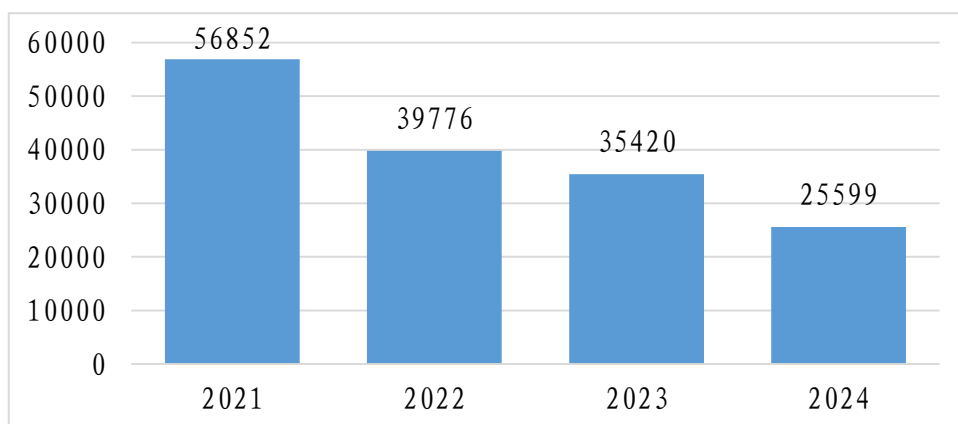
张竞一

随着中国房地产行业进入深度调整期，市场持续出清、企业信用重构、发展模式面临根本性转变。通过研究 127 家上市房企财报数据可以看出，央国企房企与民营房企销售回款、偿债表现分化，民营房企面临更大的压力。这背后反映出房企战略定位与经营策略分化，央国企房企“筑底扩优”，民营房企“收缩求生”。

一、销售表现分化：民企收入下滑幅度更大，库存结构缺陷与信心不足挤压盈利空间

2021-2024 年，房地产行业销售整体收缩，但央国企与民企的表现差异显著，呈现“央国企抗跌、民企失速”格局。样本房企“销售商品、提供劳务收到的现金”数据显示，行业整体呈逐年下滑趋势，销售回款从 2021 年的 56852 亿元降至 2024 年 25599 亿元，三年复合增速-23.4%，但不同所有制企业分化悬殊。央企 2024 年销售回款 10743 亿元，较 2021 年仅下降 17.5%，三年复合增速-6.2%；国企 2024 年销售回款 4098 亿元，较 2021 年下降 20.5%，复合增速-8.8%。相比之下，民企 2024 年销售回款 4909 亿元，已萎缩至不足 2021 年的五分之一，复合增速-42.0%。

图 1：样本房企销售回款表现（单位：亿元）



数据来源：克而瑞中国房地产住宅信息服务平台（CRIC），五矿经研院

表 1：不同所有制房企销售回款情况对比（单位：亿元）

企业性质	2021	2022	2023	2024	复合增速
央企	13015	11134	12577	10743	-6.2%
国企	5404	4996	5463	4098	-8.8%
混合所有制	13330	9301	7976	5849	-24.0%
民企	25102	14345	9405	4909	-42.0%
合计	56852	39776	35420	25599	-23.4%

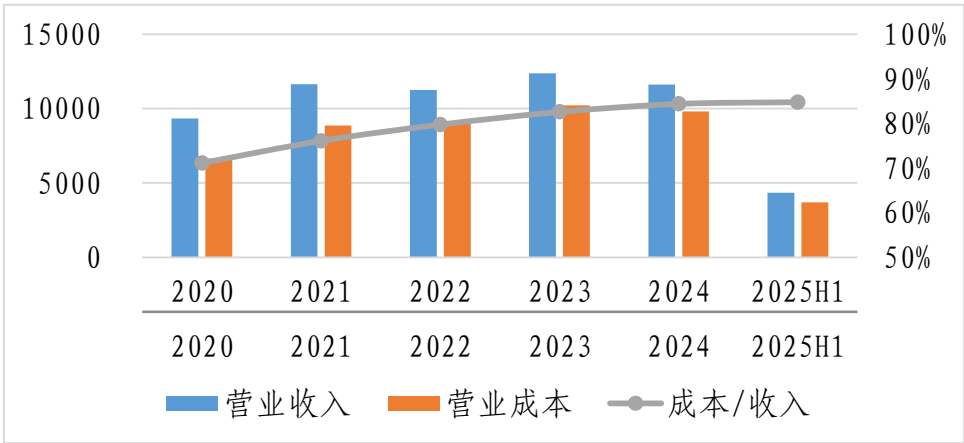
数据来源：克而瑞中国房地产住宅信息服务平台（CRIC），五矿经研院

销售回款分化的主因在于库存结构与信心的差异。一方面，目前重点城市优质地块“新规产品”（低容积率、满足改善型需求的住宅）去化表现仍较为良好，部分去化率仍可达 60%以上，甚至不乏抓住政策时机实现 90%以上去化率的新楼盘。央国企房企规模大、资金实力雄厚，拿地平均建筑面积大、平均金额高，常见于一二线城市。相较之下，民营企业重点展业区域大多位于三线城市及以下，受一二线城市持续“虹吸”购房适龄人口影响，库存去化困难，加之土地溢价率较低，易陷入“销售下滑—资金恶化—供给短缺”的负向循环。另一方面，购房者出于对项目交付安全性的考量，

更倾向于选择央国企开发的项目。这一偏好直接体现为销售表现的显著分化。受销售回款稳定的支撑，央国企得以保持适度的土地获取节奏，形成良性循环，进一步加剧了企业分化。

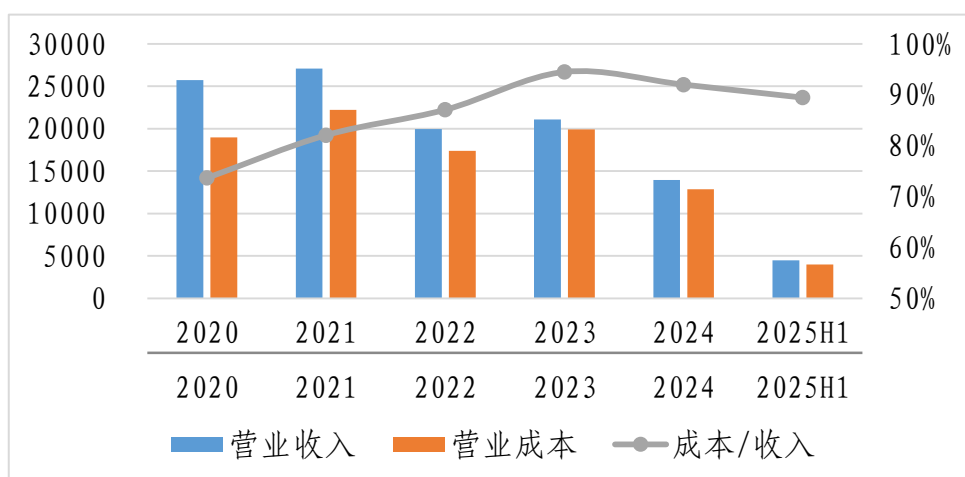
销售回款的差异直接导致央国企房企与民营房企成本收入比的差异，民企毛利率近乎枯竭，盈利承压远超央国企。2020 年到 2025 年上半年的数据显示，民企成本收入比已逼近“成本线”，销售难以形成足额盈利。2020 年，民企成本收入比为 73.6%，到 2024 年已攀升至 92.0%，毛利率被压缩至 8%。若扣除财务费用、管理费用等期间费用，多数企业实际净利率已为负值。相比之下，央企凭借更优的成本管控能力和运营效率，近三年的成本收入比始终稳定在 85%以内，毛利率维持在 15%以上，显著优于民企，有相对更大的经营韧性与战略调整空间。

图 2：央企房企收入成本情况



数据来源：Wind，五矿经研院

图 3：民企房企收入成本情况



数据来源：Wind，五矿经研院

二、偿债表现分化：民企杠杆率高企且短期偿债能力恶化，央国企稳健性突出

行业下行期，偿债能力是房企生存的核心。2021 年以来，整体上央国企房企与民企房企的偿债能力分化逐渐加剧，民营企业目前大多已陷入无力偿还短期债务、再融资困难，只能靠债务重组手段延续生存的境地。

表 2：2020-2025H1 房企偿债能力变动情况

财务指标	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
现金（亿元）	25621	21687	17222	14003	12455	11519
总有息负债（亿元）	67161	69132	68576	66322	64740	63872
净负债率	75.9%	75.9%	75.5%	75.1%	75.0%	75.0%
调整后非受限现金短债比	122.4%	89.7%	62.4%	46.4%	37.4%	34.3%
长短期债务比	220.9%	192.9%	158.5%	131.0%	103.7%	104.6%
剔除预收款后的资产负债率	68.4%	67.9%	68.2%	69.3%	70.9%	70.5%
融资成本	5.6%	4.8%	3.9%	3.6%	2.9%	—

数据来源：Wind，五矿经研院

备注：（1）净负债率=（总负债-永续债）/总资产；（2）调整后的非受限现金短债比=（货币现金-受限制现金）/短期有息负债，该指标能够更好反映房企短期偿债能力；（3）剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收款）/（总资产-预

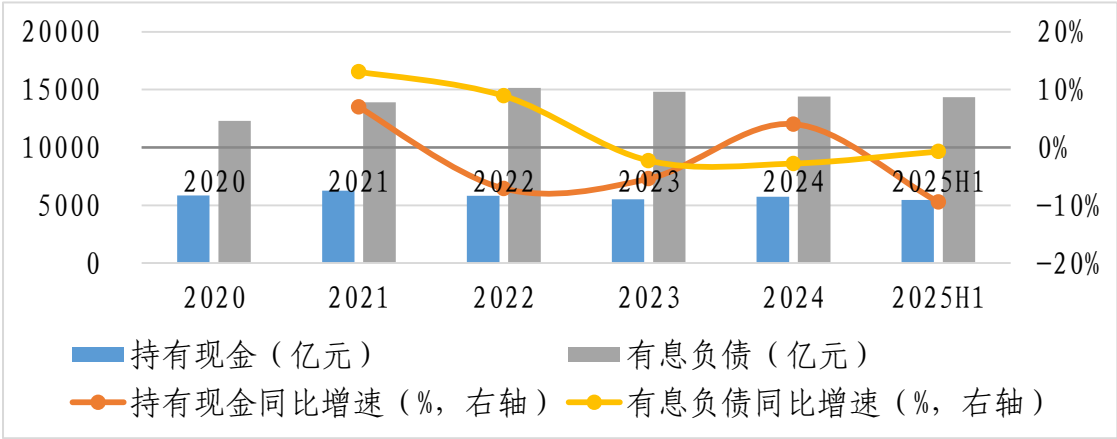
收款)，预收款对应资产负债表中的预收账款与合同负债科目之和；（4）房企的三道红线：剔除预收款后的资产负债率 $\leq 70\%$ ；净负债率 $\leq 100\%$ ；现金短债比 ≥ 1 。

（一）短期偿债能力：民企现金储备不足，短债压力击穿警戒线

1. 现金增速持续跑输有息负债增速

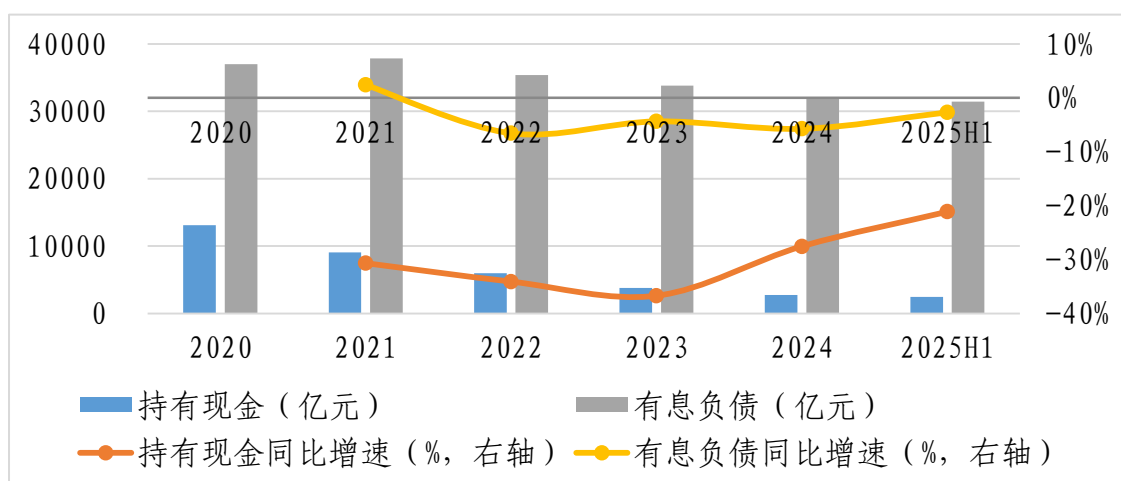
2020 年到 2025 年上半年，民企现金同比增速持续为负，2025 年上半年为 -21.1% ；有息负债同样有所收缩，但收缩速度不及现金，现金债务覆盖能力系统减弱。央企现金与有息负债增速之间同样存在缺口，但明显较小，2024 年末现金增速甚至高于有息负债，覆盖压力可控。

图 4：央企房企持有现金与有息负债情况



数据来源：Wind，五矿经研院

图 5：民企持有现金与有息负债情况

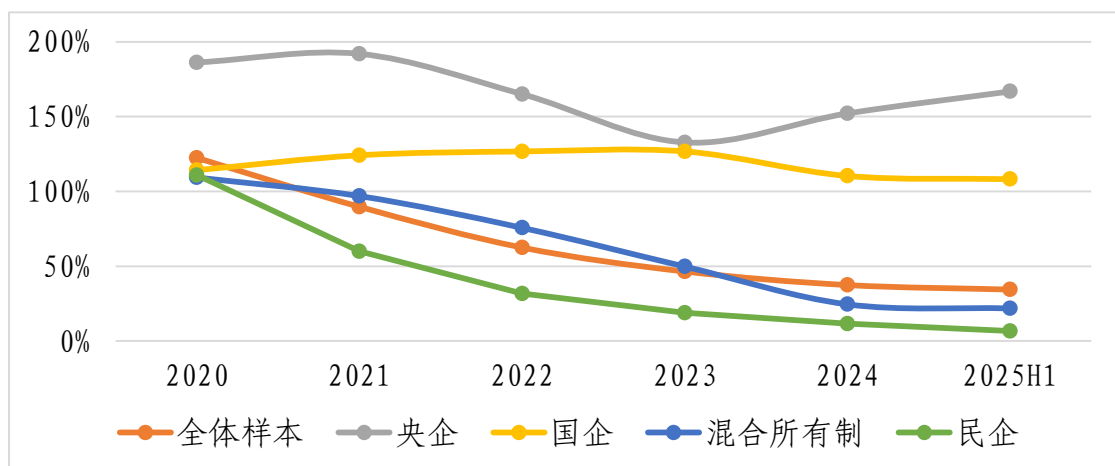


数据来源：Wind，五矿经研院

2. 调整后非受限现金短债比远低于安全线

从时点数据来看，2025 年上半年行业整体调整后非受限现金短债比为 0.34，主要受民企与混合所有制企业拖累：民企仅 0.07，远低于“ ≥ 1 ”的监管要求；相比之下，央企和国企分别为 1.67 和 1.08，现金储备完全覆盖短期债务。

图 6：调整后非受限现金短债比



数据来源：Wind，五矿经研院

从时序变动来看，2020 年，民企调整后非受限现金短债比为 1.11，此后持续下滑至 2025 年上半年的 0.07，反映出其短期偿债能力严重恶化。在再融资环境趋紧的背景下，民

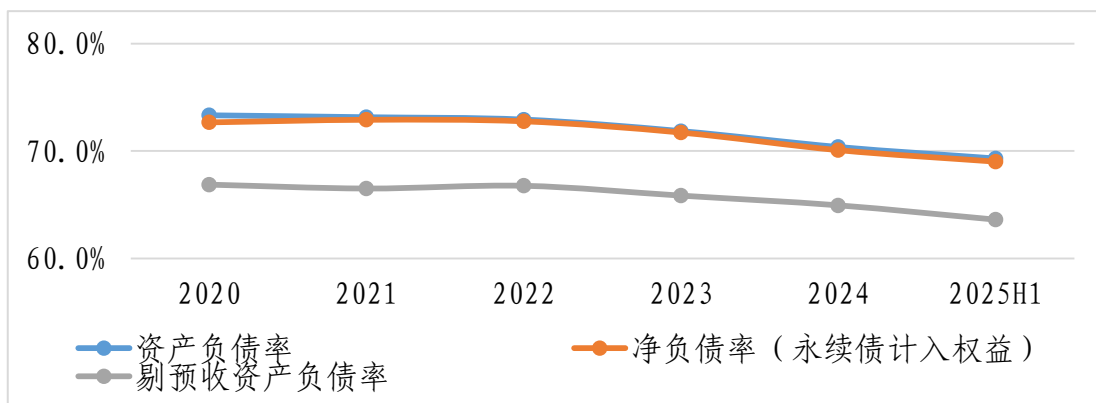
企普遍通过债务期限延长、债务削减乃至债转股等重组措施缓解偿债压力。相较之下，央企调整后非受限现金短债比由 2020 年的 1.86 小幅降至 2024 年的 1.52，具有稳健性，且 2025 年上半年已回升至 1.67。

民企短期偿债能力恶化的直接成因是受限资金占比较高，资金盘活能力弱，预售资金监管严格导致现金无法自由使用。根据克而瑞研究数据，截至 2024 年上半年，部分民企受限资金占货币现金总量的 50%左右，而央国企仅在 15%-20%。这反映出企业既往发展战略的长尾影响。多数民营房企曾严重依赖高周转开发模式，当展业区域房地产市场下行时，项目去化速度明显放缓，销售回款周期延长，但监管账户的资金留存要求并未相应放松，致使可观规模的资金被困于项目公司层面，受限资金比高企。

（二）长期偿债能力：民企杠杆率持续攀升，央国企杠杆率稳步下降

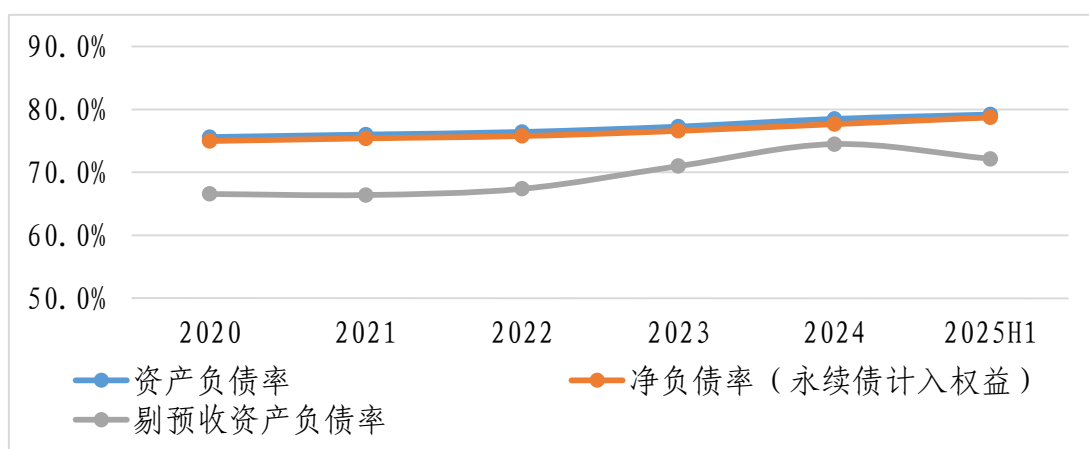
2020 年民企净负债率 75.0%，随后持续缓慢上升，2025 年上半年升至 78.7%。央企从 2021 年的 72.9%降至 2025 上半年的 69.0%，呈现去杠杆趋势。此外，民企剔除预收款后的资产负债率于 2024 年达最高点 74.5%，突破“ $\leq 70\%$ ”的监管红线，2025 年上半年为 72.2%；而央企、国企 2025 年上半年分别为 63.6%、66.6%，财务结构安全性与合规性相对更好。

图 7：央企房企负债率情况



数据来源：Wind，五矿经研院

图 8：民企房企负债率情况

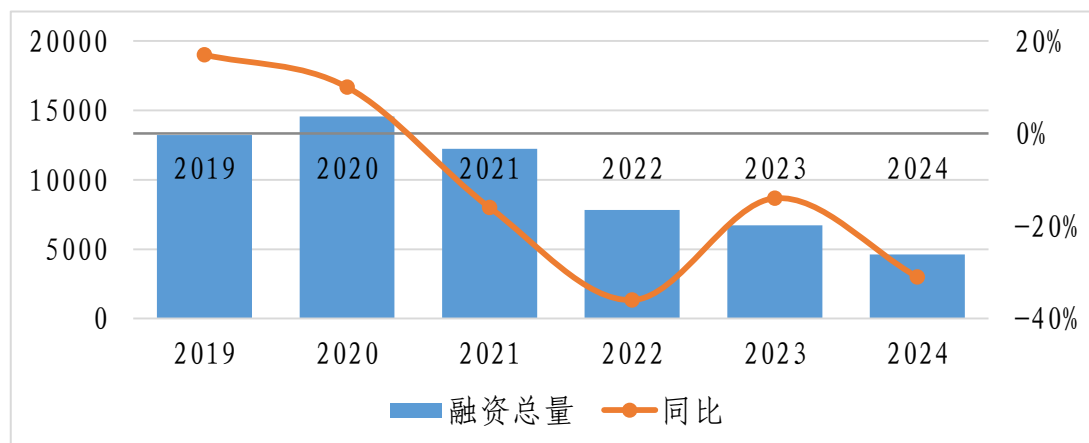


数据来源：Wind，五矿经研院

（三）融资环境与债务重组：民企“融资难、重组急”，央国企“融资易、无重组”

1. 融资环境差异

图 9：我国历年房企融资额情况（单位：亿元）



数据来源：克而瑞中国房地产住宅信息服务平台（CRIC），五矿经研院

融资量方面，2020 年以来，我国房地产企业的融资总量呈现持续下滑趋势。2020 年“三道红线”政策出台，监管部门对房企负债水平进行了严格约束，旨在通过压降杠杆控制金融风险。此后，房企融资被收紧，传统高负债、高周转模式难以为继。尽管 2023 年后政策趋于宽松，但行业基本面已经发生重大变化，金融机构审慎投放资金，信贷资源明显偏向央国企，民营企业获取融资的难度极大。目前，从发债主体结构来看，央国企依然是发债绝对主力。克而瑞数据显示，2025 年上半年地产企业新增融资中，央国企占比高达 86%。

融资价格方面，房企境内外融资成本呈上升趋势。观点指数研究院数据显示，2025 年第一季度房企境内债券平均融资成本已由 2024 年的 1.98% 进一步提高至 2.53%；境外融资成本则由 6.26% 大幅提高至 8.14%，同样也处于较高水平，且除绿城等少数优质房企能以 8% 左右的利率成功发债外，更多房企境外融资渠道基本冻结，反映出国际资本对中资地产债仍然持谨慎态度，风险溢价居高不下。

2. 债务重组进展

2022 年以来，出于主动转型和被动保壳需要，多家上市企业剥离房地产开发业务，退出房地产业务或转型轻资产。据克而瑞数据，截至 2025 年 8 月，共有 42 家出险房企披露了重组情况，其中 16 家完成了全部或部分债务重组。

表 3：完成全部或部分债务重组的房企

序号	企业	债务重组进展
----	----	--------

1	融创	2025 年 1 月完成境内债二次重组。2025 年 6 月境外债二次重组获 83%债权人同意。
2	金科股份	2025 年 5 月重整计划获得表决通过并获得法院批准，目前正在执行。
3	碧桂园	2025 年 1 月批准以债务纯粹股权化、年期延长及部分股权化的方式进行重组。2025 年 5 月，逾 75%持有人已加入境外债务重组支持协议。
4	世茂	2025 年 3 月境外债务重组计划获香港高等法院批准；境内债展期后违约。
5	新华联	2025 年 6 月完成重整。
6	龙光	2025 年 7 月境内债券重组完成投票，涉及的 21 笔公司债券及资产支持证券重组议案均获投资人表决通过。
7	旭辉	2025 年 6 月境外债重组方案获超九成支持。
8	远洋	2025 年 3 月境外债务重组条件均已达成；境内债券展期。
9	奥园	2024 年完成境内债整体展期和境外债全面重组。
10	禹洲	2024 年 12 月境外债重组方案通过。
11	富力	2022 年 11 月完成境内债展期；2025 年 5 月境外债进行二次重组。
12	时代中国	2024 年 12 月，境内债展期通过；2025 年 7 月境外债重组计划获香港高等法院批准。
13	绿地	2023 年 9 月境外债展期通过；2023 年 12 月两只公司债券展期 3 年。
14	中梁	2024 年 3 月完成境外债重组。2025 年 6 月完成一笔海外债重组。
15	华晨地产	2023 年完成破产重整。
16	当代	2022 年 12 月完成境外债重组。

数据来源：CREIS，五矿经研院

从已有债务化解案例来看，债转股逐步成为重组标配，化债重点由展期转向削债，多数房企削债比例在 70%左右，方案通过的时间也有所缩短。房企化债本质是“用自身最有价值的资源换取债权人的信任与债务豁免”，央国企房企则以“优质不动产+低息融资能力”作为日常经营增信措施，至今暂不需要进行债务重组，而民企房企经营相对粗放，高

周转模式难以为继的情形下便只能依靠“大幅削减债务或债转股+残余资产抵押”的方式完成重组。

三、战略定位与经营策略分化：央国企“筑底扩优”，民企“收缩求生”

销售情况与偿债能力的分化，本质上是房地产行业深度调整期“信用分层”与“资源重构”的直接体现。目前，上述两重因素推动地产行业在逐步形成共识的同时，也使得央国企与民营房企的生存逻辑与战略选择开始分化。

目前，房企普遍认可三大共识。一是市场处于筑底阶段，行业中短期仍有起伏，需政策持续支持才能止跌回稳。二是“好房子”是核心赛道，2025年“好房子”被写入《政府工作报告》，住建部发布《住宅项目规范》为住房品质划定基准线，成都、广州等城市也通过分期缴纳土地出让金等方式支持高品质住宅建设，房企则通过提升户型、科技、服务等产品力实现与二手房的差异化竞争。三是需优化业务结构，部分企业积极探索轻资产运营模式，减少对房地产开发业务的依赖，以构建更加多元的抗风险业务矩阵。

尽管行业共识逐步明朗，但从当前房企债务重组进程及战略调整来看，不同类型房企未来发展路径将呈现出显著差异。央企聚焦回归产品与服务本源，强调在一二线核心城市开发“好房子”，并依托资金优势强化运营管理与风险防控能力；地方国企则着力优化区域布局，持续提升产品力，通过深耕核心城市、优化资本结构实现稳健发展；民营房企与混合所有制房企普遍采取收缩投资策略，积极探索轻资产运

营和非房业务转型，甚至通过“以股抵债”等方式优化资产结构，逐步降低对传统地产开发的依赖，体现出在财务压力下寻求平衡发展的战略特征。

表 4：部分上市房企对目前地产行业形势的判断

公司名称	当前形势判断	未来趋势或应对策略
保利发展	市场处于筑底阶段，分化趋势未改；存量项目去化压力大，需政策持续支持	积极应对变化，回归产品服务本源，提升运营管理与风险防范能力
万科	行业处于筑底阶段，短期走势仍有起伏	相信随政策落地，行业将向止跌回稳方向发展
金地集团	行业集中度提升，三四线城市去化困难	聚焦一二线城市，优化资本结构
招商蛇口	销售回款减少，现金流紧张	政策有望进一步放松，推动市场止跌回稳
滨江集团	三四线城市去化压力大，一二线城市需求稳定	聚焦核心城市，提升产品力，推动扩张
广宇集团	行业调整期，但现金流改善	通过轻资产运营和区域深耕提升抗风险能力

数据来源：中国房地产报，五矿经研院

四、主要结论

第一，目前央国企房企和民企房企的销售表现和偿债能力显著分化。央国企销售回款抗跌能力较强，跌幅远小于民企；偿债能力方面，央国企现金短债比合理，净负债率稳步下行，民企现金短债比大幅下降，几近丧失短期偿债能力，依赖债务重组续命。

第二，企业间的分化很大程度上取决于行业上行时期的战略差异。央国企房企凭借雄厚资金实力和信用优势，更多聚焦核心城市优质地块，布局低容积率、改善型产品，故目前去化率仍可保持；而民企因多布局于三四线城市、严重依赖高周转模式运行，在“政策主动拆弹、市场自发出清和行

业长期预期转变”多因素共同触发下，目标市场需求萎缩、项目去化缓慢，原有模式风险彻底暴露。

第三，地产行业短期尚未企稳，仍需政策托底，新发展模式仍在逐步构建中。央国企目前多数聚焦于减量提质，通过在核心城市建设高品质“好房子”满足居民改善型住房需求；民营房企普遍转向代建、运营、产业园区管理等轻资产模式，并积极拓展物业管理等非房业务，重塑发展路径。