

中国房地产 中报点评



龙湖集团：
三条红线维持绿档，开发业务出现亏损

文/研究员 房玲、易天宇

导读：开发业务毛利率下降至 0.2%，开发分部溢利亏损 11.8 亿，全年预计压降有息负债 300 亿。

【合约销售下降 32%至 350 亿，短期走势看政策刺激力度】2025 年上半年，龙湖集团实现合同销售金额 350 亿元，同比下滑 32%。2025 年全年预计可售货源约 1600 亿，上半年已实现 350 亿去化，剩余约 1250 亿的货源将会在下半年陆续推出，其中约 90%的货源位于一二线城市。针对上半年销售下滑问题，龙湖管理层表示“我们觉得短期的走势还是会看政策的刺激力度，对于中长期仍然非常看好中国房地产市场发展的韧性。”

【仅新增上海、苏州等四幅地块，财务安全优于新增投资】2025 年上半年，龙湖集团在贵阳、重庆、上海、苏州四个城市获取 4 幅土地，新增土地储备建筑面积为 24.9 万平方米，同比下降 57%。管理层表示，当前仍是把财务安全放在首位，保债务安全、保交楼的重要性优于新增投资。值得注意的是，期末龙湖集团于烟台的土储总建面达 573 万平米，与期初基本持平；占比 20.2%，较期初增长了 2.9 个百分点，是企业土地储备占比最高的城市，而 2024 年及 2023 年烟台的销售面积贡献仅为 10.3 万平方米及 13.7 万平方米。

【运营业务毛利率高达 77.7%，全年商业航道预计增长 10%】重资产运营方面，期内龙湖集团运营业务不含税租金收入为 70.1 亿元，同比增长 2.5%；运营毛利率 77.7%。服务业务不含税收入为 62.6 亿元，同比增长 0.02%；服务业务毛利率约 30.0%。管理层表示，下半年将开业约 10 座商场，2026 年及 2027 年，计划每年新开业约十个项目。2025 年，整个商业航道预计会实现 10%以上的增长。

【净利率下降至 6.72%，开发业务分部溢利出现亏损】2025 年上半年，龙湖集团增收不增利，营业收入 588 亿元，同比上升 25%；毛利润 74 亿元，同比下滑 23%。其中，开发业务结算收入 455 亿，结算毛利率仅 0.2%。此外，净利润为 39 亿，同比下降 43%；净利率为 6.72%，较期初下降约 2.8 个百分点；核心净利率为 3%。值得注意的是，上半年龙湖集团实现分部溢利合计 55 亿，其中开发业务分部溢利却出现亏损 11.8 亿。

【三条红线维持绿档，全年有息负债压降预超 300 亿】截止 2025 年上半年，龙湖集团持有现金 447 亿元；其中非受限现金为 293 亿元。期末非受限现金短债比为 1.14，净负债率为 51.2%，剔除预收款后的资产负债率为 56.1%。平均融资成本为 3.58%，较 2024 年全年下降 42bps，平均合同借贷年期进一步拉长到接近 11 年。龙湖集团计划 2025 年有息负债余额压降超 300 亿，未来每年净减少不超过 100 亿，逐步达到并且稳定在 1000 亿左右的规模。值得注意的是，龙湖还有 394 亿的贸易应付款项及应计建筑开支，其中贸易应付款账龄在 180 天内的共计 159 亿；此外，应付税项达 224 亿；仍将考验龙湖短期内的运营回款能力。

正文:

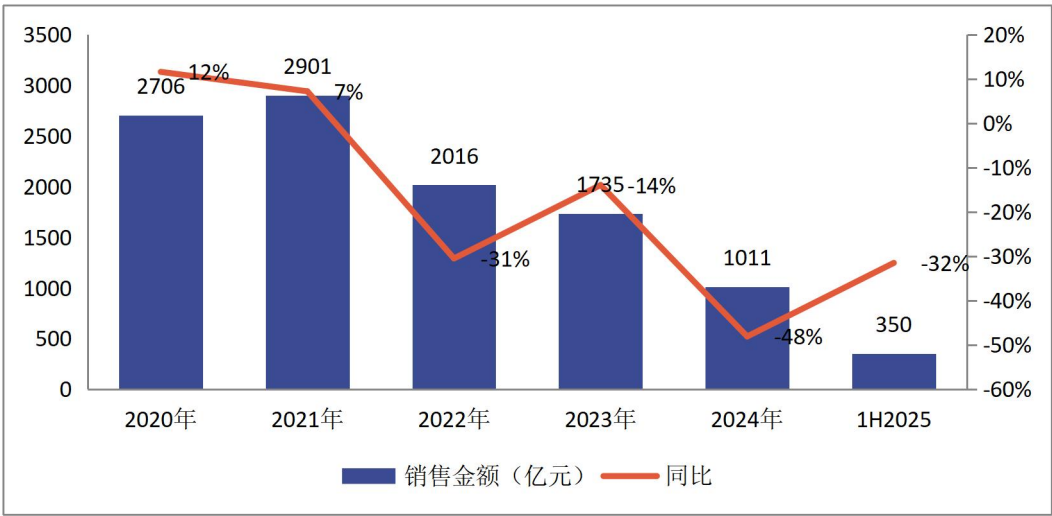
01 销售：合约销售下降 32%至 350 亿，短期走势看政策刺激力度

2025 年上半年，龙湖集团实现**合同销售金额 350 亿元，同比下滑 32%**；全口径销售面积 261 万平方米，同比下滑 28%；销售均价 13393 亿元，较同期下降 4%。其中实现归属股东权益的合同销售金额 245 亿元，权益占比 70%。

龙湖 2025 年全年预计可售货源约 1600 亿，上半年已实现 350 亿去化，剩余约 1250 亿的货源将会在下半年陆续推出，其中约 90%的货源位于一二线城市，同时会根据市场情况保持弹性供货，聚焦存货去化。

针对上半年销售下滑问题，龙湖管理层表示“今年四月开始，随着刺激政策的退坡，以及收储的政策落地速度及力度不及预期，整个楼市出现了新一轮的下行，止跌回稳态势在今年二三季度面临着比较大的考验。”“最近 8 月 22 号国常会也提出了全力维护楼市止跌回稳，包括接下来北京、上海出现了限购放松，我们觉得这是非常有必要的。”“所以接下来的走势，我们觉得**短期的走势还是会看政策的刺激力度**，对于中长期仍然非常看好中国房地产市场发展的韧性。”

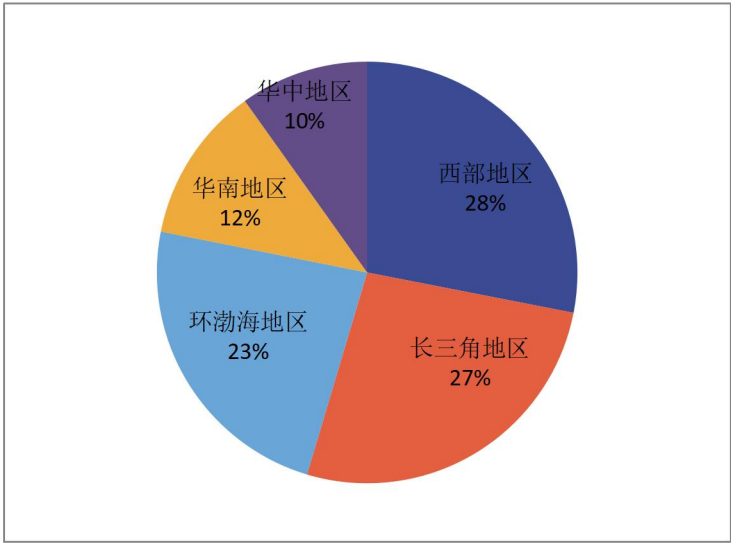
图：历年龙湖集团销售金额及同比增降幅



数据来源：企业公告，CRIC

从销售金额的区域分布来看，龙湖的销售贡献主要来自**西部地区及长三角地区**，其中西部、长三角、环渤海、华南及华中片区合同销售额分别为 98.3 亿元、92.9 亿元、82.2 亿元、42.1 亿元及 34.6 亿元；分别占合同销售额的 28.1%、26.5%、23.5%、12.0%及 9.9%。从城市来看，重庆、北京、苏州、成都、西安为销售贡献前五的城市。

图：期内龙湖集团按地区分销售金额结构

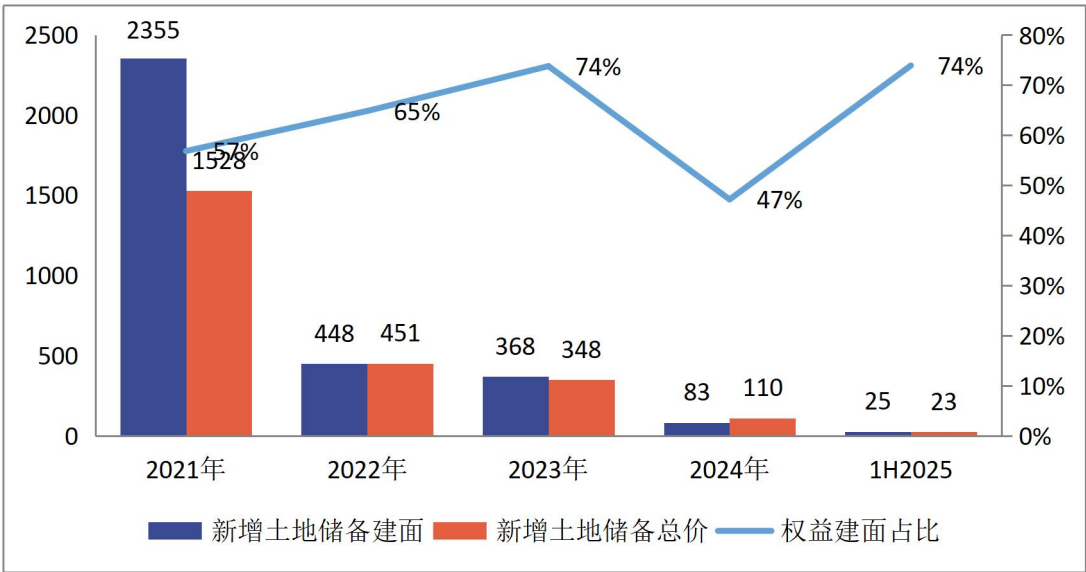


数据来源：企业公告，CRIC

02 投资：仅新增上海、苏州等四幅地块，财务安全优于新增投资

2025 年上半年，龙湖集团在贵阳、重庆、上海、苏州四个城市获取 4 幅土地，新增土地储备建面积为 24.9 万平方米，同比下降 57%；权益面积为 18.4 万平方米，权益地价为 17.76 亿，平均权益收购成本为 7907 元/平米。按地区分析，长三角地区及西部地区的新增面积分别占新增收土地储备总建筑面积的 52.2%及 47.8%。龙湖集团管理层表示，当前仍是把财务安全放在首位，保债务安全、保交楼的重要性优于新增投资。

图：历年龙湖集团新增土储（万平方米、亿元）



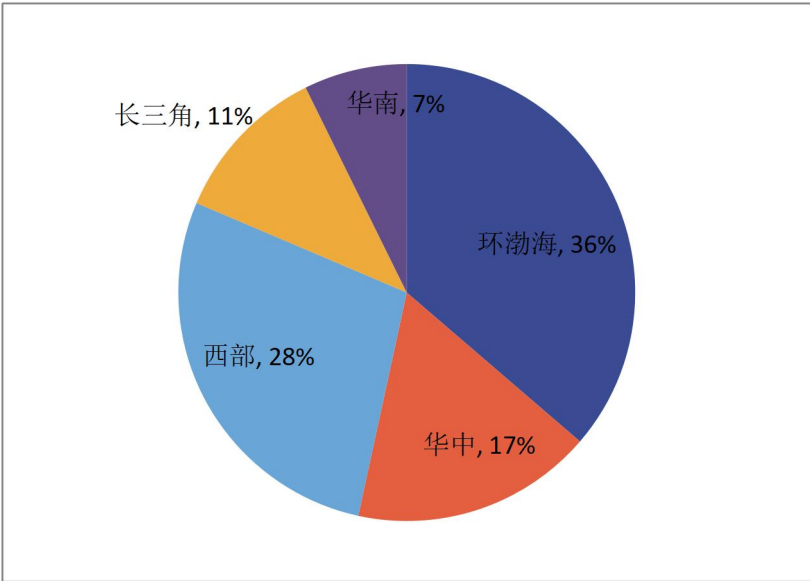
备注：2021 年拿地总价为权益总价

数据来源：企业业绩发布、CRIC

上半年，龙湖集团同样加强了存货的去化。期末，龙湖集团持有存货账面价值为 1962 亿，较年初下降了 11%。截至 2025 年上半年，龙湖集团的土地储备合计 2840 万平方米，较期初下降 14%，权益面积为 2113 万平方米。其中一二线城市的土储的总建面、总货值均在 70%左右。按地区分析，环渤海地区、西部地区、华中地区、长三角地区及华南地区的土地储备分别占土地储备总面积的 36.3%、28.0%、17.1%、11.3%及 7.3%。

值得注意的是，期末龙湖集团于烟台的土储总建面达 573 万平米，与期初基本持平；占比 20.2%，较期初增长了 2.9 个百分点，是企业土地储备占比最高的城市，此外 2024 年及 2023 年烟台的销售面积仅为 10.3 万平方米及 13.7 万平米，该城去化压力或较大。

图：期末龙湖集团总土储建面地区分布



数据来源：企业业绩公告、CRIC

03 多元化：运营业务毛利率高达 77.7%，全年商业航道预计增长 10%

地产开发业务外，龙湖集团还形成了 C2（商业投资）、C3（资产管理）两个重资产运营航道，以及 C4（物业管理）、C5（智慧营造）两个轻资产服务航道。

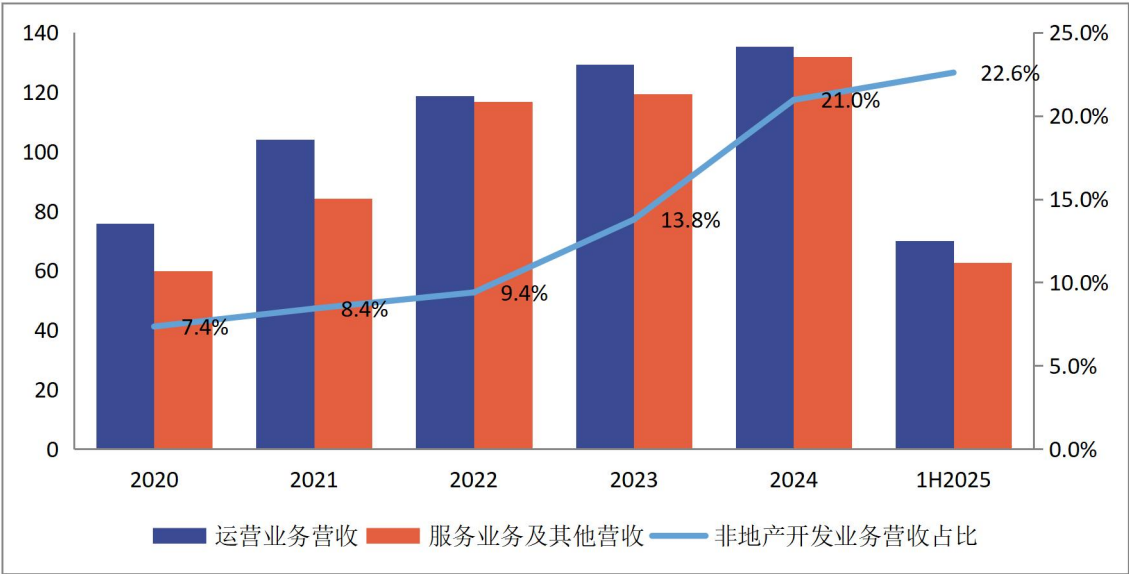
重资产运营方面，期内龙湖集团运营业务不含税租金收入为 70.1 亿元，同比增长 2.5%；商业、资产管理的占比分别为 78.5%和 21.5%。期末，龙湖集团已开业商场建筑面积为 943 万平方米（含车位总建筑面积为 1256 万平方米），租金收入 55.0 亿元，同比增长 4.9%；整体出租率为 96.8%。冠寓已开业 12.7 万间，整体出租率为 95.6%，其中开业超过六个月的项目出租率为 97.2%。得益于已开业商场的租金上涨、在建商场的持续投入以及租赁住房的发展，期内龙湖集团投资物业评估增值 28.2 亿。

期内，龙湖集团服务业务不含税收入为 62.6 亿元，同比增长 0.02%，毛利率约 30.0%。期末，龙湖

物业在管面积约 4 亿平方米，龙智造代建业务已布局北京、上海、成都、重庆、西安、杭州等核心一二线城市。

关于 2025 年商业航道的计划，管理层表示在商业投资方面，下半年将开业约 10 座商场，2026 年及 2027 年，计划每年新开业约十个项目。2025 年，**整个商业航道预计会实现 10%以上的增长**。“我们会坚定地围绕着 1+4，C1（航道）在慢慢穿越周期，另外四个航道会坚定地构成一个增长盘来共同帮助整个集团进行增长。”

图：历年龙湖运营及服务业务营业收入（单位：亿元）



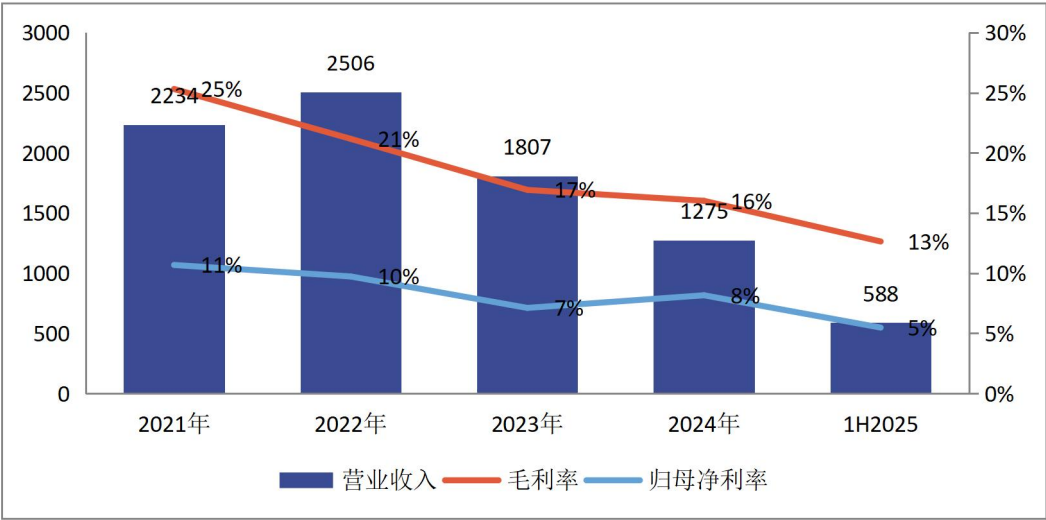
数据来源：企业业绩公告、CRIC

04 盈利：净利率下降至 6.72%，开发业务分部溢利出现亏损

2025 年上半年，龙湖集团增收不增利，营业收入 588 亿元，同比上升 25%；毛利润 74 亿元，同比下滑 23%。其中，开发业务结算收入 455 亿，同比增长 35%，但**结算毛利率仅 0.2%**，主要是近两年来项目销售价格承压进入结算管道所带来的影响。2025 年上半年，龙湖集团的净利润为 39 亿，同比下降 43%；净利率为 6.72%，较期初下降约 2.8 个百分点；此外**核心净利率为 3%**。

期末，龙湖集团已售出但未结算的合同销售额为 1059 亿元，较期初下降 17%；已售未结算面积约为 854 万平方米。此外，**期末合同负债为 754 亿，较期初下降 18%**。预计未来开发业务营收规模仍有下滑可能。

图：历年龙湖利润规模及盈利指标（亿元）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

龙湖集团的盈利能力主要受到了开发业务的影响，期内开发业务的毛利率下降至 0.2%，而运营业务及服务业务的毛利率分别为 77.7%及 30%。上半年，龙湖集团实现分部溢利合计 55 亿，其中开发业务分部溢利却出现亏损 11.8 亿。

龙湖集团管理层表示，新项目的毛利表现还是比较健康的，未来一到两年，随着存货的逐步去化和新项目的稳定输入，集团的盈利表现会慢慢修复。此外，运营和服务两大赛道，业务毛利率在 50%以上，净利率在 30%以上，会继续为集团利润增长和利润率恢复形成一个稳压器作用。

表：历年龙湖各业务板块毛利率及分部溢利率情况

业务板块		2022 年	2023 年	2024 年	1H2025
开发业务	毛利率	17.90%	11.00%	6.10%	0.2%
	分部溢利率	15.30%	7.75%	1.31%	亏损
运营业务	毛利率	75.60%	75.90%	75.00%	77.7%
	分部溢利率	57.44%	57.60%	58.36%	58.88%
服务业务	毛利率	28.90%	31.00%	31.40%	30%
	分部溢利率	28.99%	27.56%	31.94%	40.81%

数据来源：企业业绩公告、CRIC

05 负债：三条红线维持绿档，全年有息负债压降预超 300 亿

截止 2025 年上半年，龙湖集团持有现金 447 亿元，较期初下降 10%；其中预售监管资金为 134 亿元，已抵押银行存款 20 亿，剔除后非受限现金 293 亿元。

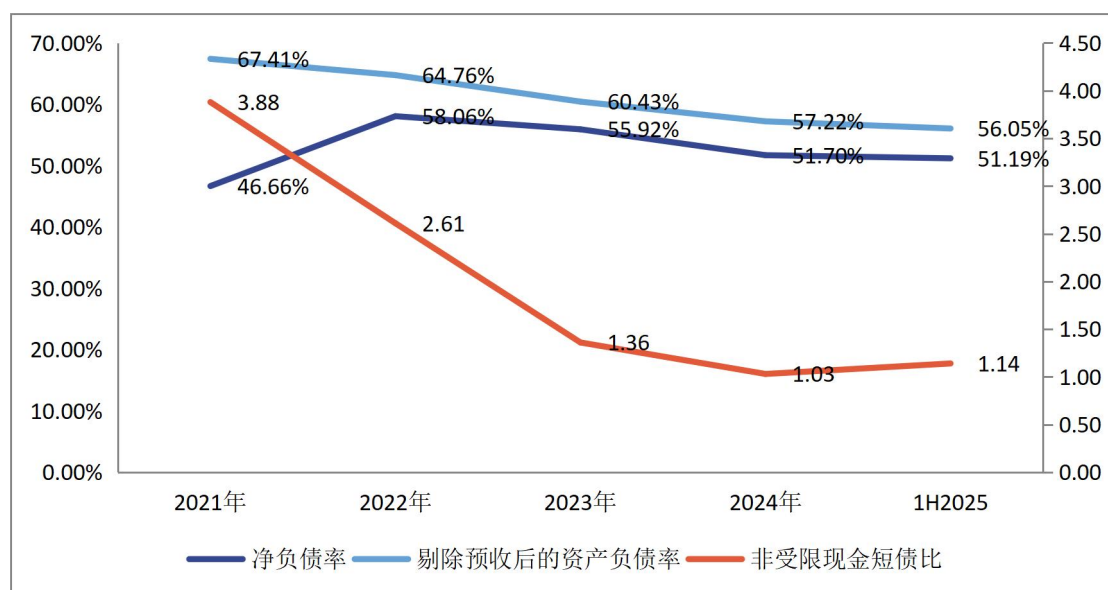
从负债端来看，期末，龙湖总有息负债 1698 亿元，较期初下降 4%，净减少 65 亿；经营性物业贷净

增 99 亿至 872 亿。此前，龙湖集团已全额兑付 101 亿的境内信用债和 35 亿元中债增信债券，年内已没有到期的国内债券。另外，还有一笔年底到期的 92 亿港元海外银团贷，目前已完成首笔 11 亿港元偿付，剩余部分将分月提前偿还。期末，一年内到期的有息负债 256 亿元，**非受限现金短债比为 1.14**；净负债率为 51.2%，剔除预收款后的资产负债率为 56.1%。平均融资成本为 3.58%，较 2024 年全年下降 42bps，平均合同借贷年期进一步拉长到接近 11 年。

管理层表示“到 2025 年底，公司有息负债余额预计在 1450 亿左右，其中经营性物业贷和长租贷接近 1000 亿。”此外，在 2026 年及以后的债务铺排方面：1）境内信用债余额仅 44 亿，2026 年到期 36 亿，2027 年到期 8 个亿。2）境内中债担保债券余额 23 亿，全部于 2026 年到期，会用抵押物做经营性物业贷进行置换。3）海外信用贷余额 94 亿，2026 年及以后分四年陆续到期。4）海外美元债还有四笔，约 95 亿人民币，均为 2027 年及以后到期。龙湖集团计划 **2025 年有息负债余额压降超 300 亿**，未来每年净减少不超过 100 亿，**逐步达到并且稳定在 1000 亿左右的规模**。

除了有息负债外，龙湖的应付款项压降还不够明显，期末有 394 亿的贸易应付款项及应计建筑开支，其中贸易应付款**账龄在 180 天内的共计 159 亿**；此外，**应付税项达 224 亿**。仍将考验龙湖短期内的运营回款能力。

图：历年龙湖集团偿债指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

附表：2023-2025 年中期企业财务指标

	财务指标	2023	2024	1H2024	1H2025	同比/百分点变动
规模	营业收入（亿元）	1807.37	1274.75	468.55	587.50	25%
	物业销售营业收入（亿元）	1558.57	1007.67	337.58	454.78	35%
	归母净利润（亿元）	128.50	104.01	58.66	32.16	-45%
	核心归母净利润（亿元）	113.50	69.70	47.50	13.80	-71%
	总资产（亿元）	7004.07	6656.42	6943.17	6316.03	-9%
	净资产（亿元）	2364.58	2454.77	2421.82	2444.43	1%
盈利及运营	毛利率	16.92%	16.01%	20.57%	12.63%	-7.94 pts
	净利率	9.48%	9.51%	14.89%	6.72%	-8.17 pts
	归母净利率	7.11%	8.16%	12.52%	5.47%	-7.05 pts
	核心归母净利率	6.28%	5.47%	10.14%	2.35%	-7.79 pts
	每股基本收益（元/股）	2.07	1.58	0.90	0.48	5206%
	营销及管理费用率	6.21%	8.60%	8.21%	9.25%	1.04 pts
现金及偿债能力指标	现金（亿元）	604.23	494.16	500.62	446.66	-11%
	短期负债（亿元）	268.41	302.44	294.05	256.11	-13%
	现金短债比	2.25	1.63	1.70	1.74	2%
	非受限现金短债比	1.36	1.03	1.01	1.14	13%
	长短期债务比	6.18	4.83	5.37	5.63	5%
	净负债率	55.92%	51.70%	56.72%	51.19%	-5.53 pts
	平均融资成本	4.24%	4.00%	4.16%	3.58%	-0.58 pts
	扣除预收后的资产负债率	60.43%	57.22%	58.61%	56.05%	-2.55 pts
资本效率指标	股东权益回报率	4.37%	3.32%	1.90%	0.98%	-0.91 pts
	净资产收益率（ROE）	3.65%	2.52%	1.46%	0.81%	-0.65 pts
	资产收益率（ROA）	1.15%	0.89%	0.50%	0.30%	-0.2 pts
	资产杠杆率	296.21%	271.16%	286.69%	258.38%	-28.31 pts

注：核心归母净利润做更新，表内统一按照年报披露的“归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润”取值，同样核心归母净利率做更新

销管费用率=（销售费用+管理费用）/报告期内操盘销售金额

现金短债比=现金/短期有息负债；

净负债率=（总有息负债-现金）/净资产；

扣除预收账款后的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/（资产-预收账款-合同负债）

股东权益回报率=归母净利润/平均归属于母公司股东权益×100%；

净资产收益率（ROE）采用年报企业披露值；

资产收益率（ROA）=净利润/平均资产总额×100%；

资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。