



新模式下再出发

—— 房地产行业 2025 年中期策略

房地产分析师：胡孝宇

新模式下再出发

—— 房地产行业 2025 年中期策略

2025 年 6 月 19 日

核心观点

- **回顾上半年：**2025 年 1-5 月，楼市整体特点包括销售市场降幅逐渐收窄，期房市场表现逐渐修复、库存去化周期下降、土地市场由高能级带动修复、多数房企毛利率依旧筑底等。房地产整体进入政策支持力度进一步加大的阶段，如进一步降低居民购房成本，并首次于政府工作报告中提及“好房子”。
- **展望下半年：**我国 2025 年前 5 月的商品房销售面积为 3.53 亿方，从累计同比降幅看，已较去年年末显著修复。2025 年前 4 月我国商品住宅销售均价逐渐修复，在“巩固房地产稳定发展态势”下，我们预测 2025 年房地产销售面积同比下降 3.82%至 9.37 亿方。考虑到房企开工通常受到前期拿地和当期销售的影响，按照历史数据回归分析，我们预计 2025 年新开工面积同比下降 14.18%至 6.34 亿方、对应的房地产投资额同比下降 9.62%至 9.06 万亿元。
- **销售模式：**在楼市刚性需求释放不足的背景下，楼市整体去化周期明显延长，预售楼市去化逐渐被动进入“现房”销售。考虑到回款周期等因素，我们认为去化压力相对较低的城市或在预售的基础上采取提高预售门槛、减缓预售资金存入房屋相关账户的速度、加强预售资金监管等措施。
- **商业地产：**2023 年我国居民消费对 GDP 的贡献比例为 39.6%，2024 年美国个人商品类、服务类的消费支出占 GDP 比重分别为 21.40%、46.50%。服务有望成为支撑我国消费增长的重要组成部分。全业态购物中心可为消费者提供商品和体验消费相结合的购物体验，有望成为服务消费的重要场所。
- **投资建议：**楼市销售逐渐修复、投资承压，部分房企拿地意愿改善。我们认为政策的效果有望逐渐展现，行业估值或迎来整体修复，头部房企或凭借融资成本较低和核心区域高市占率的优势实现运营改善，并通过估值修复实现整体的β机会。我们看好：招商蛇口、保利发展、华润万象生活、滨江集团、新城控股、招商积余、龙湖集团；建议关注：1) 优质开发：绿城中国、华润置地、中国海外发展；2) 优质物管：绿城服务；3) 优质商业：恒隆地产；4) 代建龙头：绿城管理控股；5) 中介龙头：贝壳-W、我爱我家。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险；房价大幅波动的风险；人口不及预期的风险；城镇化发展不及预期的风险；物价大幅波动的风险；政策推进和实施不及预期的风险；房屋销售不及预期的风险；房地产投资不及预期的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS (人民币)			PE (X)			投资评级
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
001979.SZ	招商蛇口	0.54	0.61	0.66	16.07	14.23	13.15	推荐
600048.SH	保利发展	0.43	0.44	0.45	18.91	18.48	18.07	推荐
001914.SZ	招商积余	0.88	0.98	1.07	13.73	12.33	11.29	推荐
1209.HK	华润万象生活	1.80	2.10	2.40	18.33	15.71	13.75	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，数据截至 2025 年 5 月 31 日，汇率取 1HKD=0.9147CNY

房地产行业

推荐 维持评级

分析师

胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

相对沪深 300 表现图

2025-6-19



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河地产】行业深度_房地产_内生因素和外生因素支撑下的需求中枢
2. 【银河地产】行业深度_房地产 2025 年度策略：收储城改齐发力，行业迈向新周期
3. 【银河地产】房地产行业_2024 年中期策略报告_静待地产新黎明
4. 【银河地产】2024 年度策略报告_增量的下半程，存量的新征程

目录

Catalog

一、 市场回顾：楼市销售降幅逐渐收窄	4
（一） 重点政策回顾：政策端持续放松	4
（二） 基本面回顾：销售降幅逐渐收窄	8
二、 2025 年预测：销售微降，投资承压	15
（一） 2025 年商品房销售面积或至 9.37 亿方	15
（二） 房地产投资额同比下降 9.62%	17
三、 开发：住宅销售新模式	19
（一） 预售适用于供不应求的楼市关系中	19
（二） 楼市去化周期与房企杠杆	20
（三） 销售模式转变	23
四、 商业地产：服务类消费重要性凸显	26
（一） 体验式消费全业态布局支撑服务消费	26
（二） 消费待复苏，购物中心市场庞大	27
五、 投资建议	30
（一） 估值	30
（二） 重点公司	31
六、 风险提示	33

一、市场回顾：楼市销售降幅逐渐收窄

(一) 重点政策回顾：政策端持续放松

在 2024 年 9 月一揽子政策出台后，房地产整体进入政策力度进一步加大的阶段。在政策加持下，2025 年 1-3 月的商品房销售呈现降幅收窄的态势。在“止跌回稳”方面：2025 年 3 月，政府工作报告再次提到“推动房地产市场止跌回稳”，2025 年 4 月政治局会议中提到“持续巩固房地产稳定发展态势”。在“好房子”方面：政府工作报告首次提及“好房子”，并在 2025 年 4 月政治局会议中提到“加大高品质住房供给”。在货币方面，2025 年 5 月一揽子金融政策提到降公积金贷款利率，以降低居民购房成本。

表1：2024 年 9 月以来主要宏观层面针对房地产的政策

时间	政策	主要内容
2024/9/24	《关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于 15%。
2024/9/26	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作	会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
2024/10/12	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。
2024/10/17	国务院新闻办就促进房地产市场平稳健康发展有关情况举行发布会	新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。
2024/11/13	关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告	对个人购买家庭唯一住房（家庭成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女，下同），面积为 140 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 140 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。 对个人购买家庭第二套住房，面积为 140 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 140 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。 取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》第八条第一项，纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过扣除项目金额 20% 的，继续免征土地增值税。 北京市、上海市、广州市和深圳市，凡取消普通住宅和非普通住宅标准的，取消普通住宅和非普通住宅标准后，与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，对该城市个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。
2024/11/15	城中村改造政策支持“扩围”	城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市。
2024/12/15	中央经济工作会议	持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产

		发展新模式，有序搭建相关基础性制度。
2024/12/13	全国住房城乡建设工作会议	一、持续用力推动房地产市场止跌回稳。二、推动构建房地产发展新模式。三、大力实施城市更新。四、打造‘中国建造’升级版。五、建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。
2025/3/4	《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》	申请发行专项债券的土地储备项目须纳入土地储备计划，并在全民所有土地资产管理信息系统中有对应的标识码。各地要优先将处置存量闲置土地清单中的地块纳入土地储备计划，确有需求的新增土地储备项目也应纳入土地储备计划。存量闲置土地包括，企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的房地产用地，以及其他符合回收收购条件的土地。2024 年 11 月 7 日之后供应的土地不列入存量闲置土地范围。用于土地储备的地方政府专项债券资金只能由纳入名录管理的土地储备机构使用，实行专款专用、封闭管理，专项用于土地储备工作。做好资金和收益的综合平衡。用于土地储备的专项债券发行和使用应当严格对应到项目。一个土地储备项目由单个或多个地块组成，根据地块区位特点、实施期限、项目收益等因素确定项目范围。专项债券资金可在同一土地储备项目内不同地块之间调剂使用，但以单个土地储备项目为单位，确保项目融资收益平衡。各地要在评估本地区土地市场供需关系的基础上，认真做好项目需求论证，合理确定专项债券用于土地储备的发行期限。
2025/3/5	政府工作报告	推动房地产市场止跌回稳，下调住房贷款利率和首付比例，居民存量房贷利息年支出减少约 1500 亿元，降低交易环节税费水平，扎实推进保交房工作。 持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。
2025/4/8	关于开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知	（一）中央财政资金补助标准。中央财政按区域对实施城市更新行动城市给予定额补助。其中：东部地区每个城市补助总额不超过 8 亿元，中部地区每个城市补助总额不超过 10 亿元，西部地区每个城市补助总额不超过 12 亿元，直辖市每个城市补助总额不超过 12 亿元。资金根据工作推进情况分年拨付到位。 （二）资金支持方向。中央财政资金支持城市更新的样板项目建设和机制建设 2 个方向： 1.城市更新重点样板项目。一是城市供排水、燃气、供热等城市地下管网更新改造和经济集约型综合管廊建设；二是城市生活污水处理“厂网一体”、城市生活污水管网全覆盖样板区建设等；三是生活垃圾分类处理、建筑垃圾治理、综合杆箱、危旧桥梁、机械停车设施等市政基础设施提升改造；四是历史文化街区、老旧小区、口袋公园、绿地开放共享等既有片区更新改造，注重文化、旅游、餐饮、休闲娱乐等一体打造，加强消费型基础设施建设。 2.城市更新机制建设。一是项目储备和生成机制。远近结合、系统谋划建设项目，城市更新项目谋划、储备、实施时序的方式，可形成的机制包括但不限于城市体检、城市更新专项规划、房屋全生命周期安全管理、城市更新项目储备库建设、建设成效后评估机制等。二是资金安排和筹措机制。建立有利于统筹用好财政、金融资源的机制。财政资金方面，充分运用好国债资金、中央预算内投资、地方政府一般公共预算、地方政府专项债券、其他政府性基金预算、国资预算等，最大程度发挥财政资金效能。金融支持方面，探索优化金融机构信贷支持模式，鼓励社会资本进入。同时，建立合理的成本分担机制，如污水全覆盖样板区和“厂网一体”运行维护机制，以污水收集效能提升为导向的按效付费机制，居民小区二次供水设施专业化服务机制，建立地下管网“一张图”设施动态更新机制和长效运行机制等。三是用地保障和审批机制，包括盘活利用存量低效用地、规划制度，适用于改造类项目的城市更新项目审批制度，城市更新有关法规制度和技术标准等。中央资金可用于上述三类机制建立过程中的相关支出。 各城市要按照因地制宜、因城施策的原则，突出本次城市更新的重点内容，聚焦城市老城区，集中打造城市更新的样板项目，形成样板片区。同时，应与现有支持政策做好统筹衔接，具体项目上不得重复申请中央预算内投资、车购税资金、超长期特别国债等其他渠道中央资金，防止交叉重复。
2025/4/25	政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质

		住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
2025/5/7	一揽子金融政策	降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，五年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，其他期限利率同步调整。
2025/5/7	一揽子金融政策	商业银行审批通过的“白名单”贷款增至 6.7 万亿元，支持了 1600 多万套住宅的建设和交付，有力保障了广大购房人的合法权益，为房地产市场止跌回稳提供了重要支撑。房地产市场的积极变化在信贷数据上也有所体现。今年一季度，房地产贷款余额增加 7500 多亿元，其中新增个人住房贷款创 2022 年以来单季最大增幅，住房租赁贷款同比增长 28%。最近一些来华的头部国际投资机构也认为中国房地产市场的投资价值正在逐步显现。下一步，我们将加快完善与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法。指导金融机构继续保持房地产融资稳定，有效满足刚性和改善性住房需求，强化对高品质住房的资金供给，助力持续巩固房地产市场稳定态势。
2025/5/21	关于持续推进城市更新行动的意见	推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造。积极推进城中村改造，做好历史文化风貌保护前期工作，不搞大拆大建，“一村一策”采取拆除新建、整治提升、拆整结合等方式实施改造，切实消除安全风险隐患，改善居住条件和生活环境。加快实施群众改造意愿强烈、城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的城中村改造项目。推动老旧火车站与周边老旧街区统筹实施更新改造。建立房屋使用全生命周期安全管理制度。落实房屋使用安全主体责任和监管责任，加强房屋安全日常巡查和安全体检，及时发现和处置安全隐患。探索以市场化手段创新房屋质量安全保障机制。完善住宅专项维修资金政策，推动建立完善既有房屋安全管理公共资金筹集、管理、使用模式。健全多元化投融资方式。 加大中央预算内投资等支持力度，通过超长期特别国债对符合条件的项目给予支持。中央财政要支持实施城市更新行动。地方政府要加大财政投入，推进相关资金整合和统筹使用，在债务风险可控前提下，通过发行地方政府专项债券对符合条件的城市更新项目予以支持，严禁违法违规举债融资。落实城市更新相关税费减免政策。鼓励各类金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下积极参与城市更新，强化信贷支持。完善市场化投融资模式，吸引社会资本参与城市更新，推动符合条件的项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、资产证券化产品、公司信用类债券等。
2025/5/21	国新办就《关于持续推进城市更新行动的意见》有关情况举行新闻发布会	引导金融机构大力支持城中村改造，推动加大信贷投放力度，形成更多的实物工作量。 指导金融机构积极参与基础设施和重大项目建设，满足水电气暖、交通仓储、通信、城市管网和地下综合管廊改造等领域的合理融资需求，推动基础设施建设提质增效。 指导金融机构充分发挥经营性物业贷款的作用，支持低效楼宇、既有商业设施、老旧商业街区等物业项目的更新改造。除了银行信贷外，总局也注重发挥不同金融工具的独特优势，鼓励保险、信托等金融机构积极参与城市更新，通过债权投资、股权投资、物权投资等多种方式提供金融支持。
2025/6/13	国常会	构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度。要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。

资料来源：住建部官网，央行官网，中国政府网，自然资源部官网，中国银河证券研究院

中央层面保持宽松的政策支持，地方层面高能级城市同样进一步加大支持力度。四个一线城市陆续在降低居民购房成本满足住房消费需求、提高房企拿地开工效率、有序推进城中村等方面支持楼市的库存去化、销售热度。

表2：2025 年 1 月至今一线城市房地产相关的部分政策汇总

时间	城市	政策	部分相关内容
2025/3/16	深圳	《关于〈深圳市住房公积金贷款管理规定〉的补充规定》	住房公积金贷款可贷额度为申请人住房公积金账户余额或申请人和计算可贷额度的共同申请人住房公积金账户余额之和的 16 倍。 职工单独申请的，住房公积金贷款最高额度为 60 万元；职工和计算可贷额度的共同申请人共同申请的，住房公积金贷款最高额度为 110 万元。符合下列情形之一的，住房公积金贷款最高额度可以上浮一定比例；同时符合以下两种及以上情形的，住房公积金贷款最高额度的上浮比例可以累加计算：1) 使用住房公积金贷款购买本市首套住房的，其住房公积金贷款最高额度可以上浮 40%。2) 有两个及以上子女的居民家庭使用住房公积金贷款购买本市住房的，其住房公积金贷款最高额度可以上浮 50%；已在全国范围内使用过住房公积金贷款购买住房的成年子女不纳入子女数量计算。3) 使用住房公积金贷款购买本市保障性住房的，其住房公积金贷款最高额度可以上浮 20%。 职工使用住房公积金贷款购买本市首套或第二套住房的，最低首付款比例均为 20%；职工使用住房公积金贷款购买本市保障性住房的，最低首付款比例为 15%。 有两个及以上未成年子女的居民家庭，使用住房公积金贷款购买本市第二套住房的，适用首套住房公积金贷款政策。
2025/3/28	深圳	《关于规范城市更新实施工作的若干意见》	加强计划统筹管控、合理优化规划指标、优化用地管理机制、落实税收优惠政策、加大融资支持力度、推动多元化安置补偿、提高行政审批效率、促进项目实施
2025/3/31	广州	《关于城中村改造项目规划建设保障性住房的意见》	城中村改造地块除安置房外的住宅用地规划建筑面积应当按照不低于 10%的比例建设保障性住房： 1) 以单独选址划拨供应的保障性住房用地，由住房保障专营机构作为用地单位集中新建保障性住房，优先用于公共租赁住房用途。 2) 以商品住宅用地公开出让配建政府产权保障性住房，执行本市商品住宅用地公开出让配建政策性住房有关管理规定。建设单位应按约定明确保障性住房施工进度和竣工交付时间，在商品房规划建设总量完成 80%前取得保障性住房竣工联合验收合格证并办理移交手续。建成后的保障性住房由广州市住房保障办公室指定的住房保障专营机构按照国有资产管理有关规定接收管理。 3) 城中村改造项目改造范围规划建设量超出自身改造建设量的规划节余（以下简称“规划节余”），优先用于保障性住房配置。 单个城中村改造项目因资金平衡、规划限制等约束条件难以达成 10%比例的建设量，应当确保至少达成 5%比例的建设量并且相对集中建设（以下简称“确保建设量”），其余建设量由项目所在行政区人民政府通过在本项目复建安置区中筹集保障性租赁住房，以及在其他城中村改造项目中安排、另行供地新建、商品住房配建、收购存量商品房、利用各类节余的回迁安置房或者其他政府性房源转化等方式在三年内统筹补足（以下简称“统筹建设量”）。 单个城中村改造项目的规划节余以及各区通过另行供地新建、商品住房配建、收购存量商品房、利用各类节余的回迁安置房或者其他政府性房源转化等方式筹集的保障性住房超过 10%比例的建设量，可以抵扣项目所在行政区其他城中村改造项目的保障性住房建设量。
2025/4/9	广州	《广州市进一步促进企业投资发展的若干措施（第一批）》	充分储备土地权利清晰、安置补偿落实到位、没有法律经济纠纷、规划条件明确、征拆及平整完成的“净地”。按照土地成熟度及企业预期，合理推荐项目用地，原则上不向企业供应摘地后 3 个月内不具备动工条件的用地。 常态化推行“拿地即动工”模式，对暂未供地且有快速开工需求的企业投资项目，在企业自愿诚信、协同推进的前提下，允许且保障企业进场进行地质勘探等工作，同时通过“前期介入+告知承诺+并联审批+容缺受理+帮办代办”等方式，全面前移全过程审批服务。在项目取得土地使用权并满足开工前各项建设条件、管控要求的基础上，原则上在 30 个工作日内核发建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证等法定许可证书，确保项目依法快速开工。

2025/4/27	广州	城市更新工作动员部署会召开	把推进城市更新、城中村改造与稳就业、稳企业、稳市场、稳预期结合起来，坚持“拆、治、兴”并举，有力有序推进城市更新和城中村改造取得新的更大突破，加快实现老城市新活力，走出一条超大城市内涵式高质量发展的新路。要发挥四大重点片区城中村改造示范带动作用，强化专项借款项目全面推进和“三旧”改造项目分类处理，扎实推进城镇老旧小区和危旧房改造，打造更多示范项目。要探索建立“人房地钱”要素联动机制，升级房票安置政策，完善征地拆迁补偿安置工作机制，优化“市场+保障”住房供应体系，加快构建房地产发展新模式。要聚焦产城融合、转型升级，因地制宜做好产业保育和产业临迁，积极稳妥推动传统批发市场做优做强，加强新型产业空间载体规划建设和优质产业项目导入，打造发展新质生产力的重要载体。要加强历史文化资源保护，扎实推进绿美生态建设，深入开展城市体检，加强城市基础设施建设改造，加快推进城市品质提升，打造宜居宜业宜乐宜游城市环境。
2025/5/23	上海	《上海市提振消费专项行动方案》	加快构建房地产发展新模式，建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。扩大美丽家园综合修缮范围，滚动推进老旧小区更新改造。扩大保障性租赁住房供给，重点向青年群体倾斜。支持居民刚性和改善性住房需求，落实好促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策。扩大住房公积金适用范围，探索优化住房公积金使用政策，落实我市灵活就业人员缴存、提取和使用住房公积金的实施办法。
2025/5/29	深圳	《深圳市配售型保障性住房管理办法（征求意见稿）》	申请购买配售型保障性住房需要满足深户、在本市无自有住房（3年内未转让过或者因离婚分割过自有住房）、申请人在深缴纳社保满5年（具备市人民政府规定的人才引进迁户核准条件的，在深缴纳社保满3年）等条件。住房主管部门可以结合配售型保障性住房项目的具体情况，调整部分申请条件，具体项目的申请条件在项目配售通告中载明。 配售型保障性住房实施严格封闭管理，禁止以任何方式变更为商品住房。购房人需退出配售型保障性住房的，签订买卖合同满3年后可以向住房主管部门申请在信息平台进行封闭流转，面向符合条件的对象转让，市住房主管部门可以通过制定参考价格上限等方式规范转让行为。发生回购的，回购价格=原购买价格×（1-年折旧系数×建筑物已使用年限）。年折旧系数取1%。

资料来源：上海住建委官网，上海房地产行业协会，中国银河证券研究院

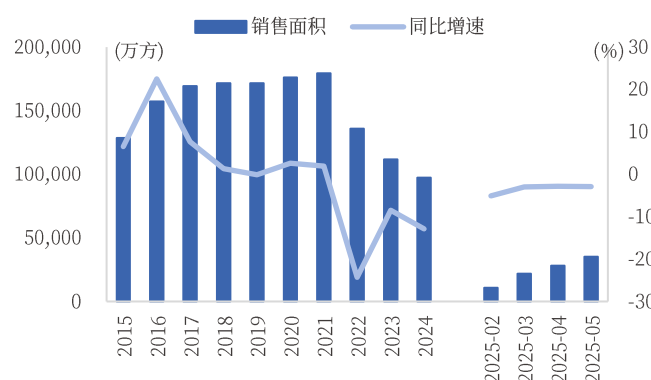
（二）基本面回顾：销售降幅逐渐收窄

2025 年 1-5 月，楼市整体具备如下特点：1) 销售市场降幅逐渐收窄，期房市场表现逐渐修复；2) 库存去化周期有所下降；3) 土地市场由高能级带动修复；4) 多数房企毛利率依旧筑底。

1.销售

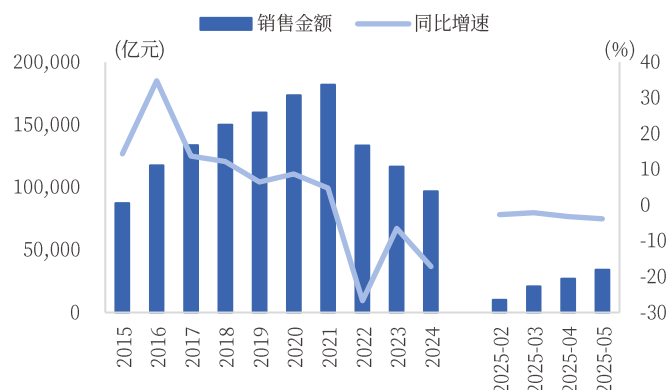
截至 2025 年 5 月，新房市场降幅逐渐收窄。2025 年 1-5 月商品房的销售面积为 3.53 亿方。从绝对水平看，2025 年前 5 月的销售面积规模略低于 2015 年同期。2025 年 1-2 月，楼市的销售面积同比降幅已由上年末的 12.9%降低至 5.1%，并在“止跌回稳”的基调下，2025 年 Q1 楼市的同比降幅逐渐收窄。2025 年 5 月，5 年期 LPR 下调至 3.5%。

图1：商品房销售面积累计值及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：商品房销售额累计值及同比增速

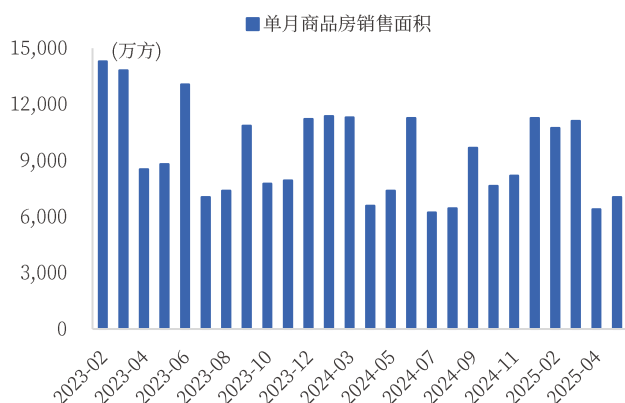


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从相对水平看，2025年1-5月的累计销售面积为2024年总销售面积的36.26%。从单月表现看，在季节性因素的影响下，4月较3月的销售规模明显降低。由于5月单月较4月的销售规模有所回升，以及考虑到6月开始基数较低等因素，我们认为在楼市逐渐修复下，6月至年末或有望修复。

从房价表现看，2025年前2月的商品房销售均价为9547元/平米，同比增速由负转正；受到贸易战、楼市支持政策效果逐渐收窄、楼市成交结构等因素的影响，2025年前5月的商品房销售均价为9563元/平米，同比下降0.82%。

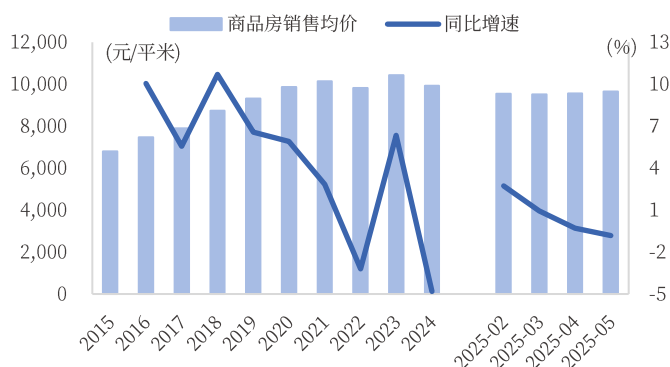
图3：全国单月商品房销售面积



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：根据统计局数据该月累计-上月累计得来

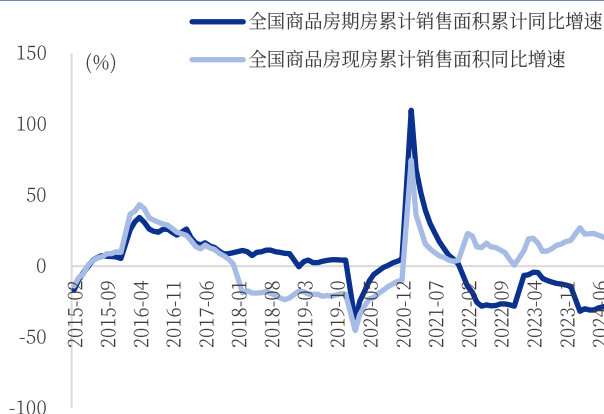
图4：商品房累计销售均价及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于期房预售至交付通常有2年的周期，在较冷的市场下，现房表现持续优于期房，而在逐渐修复的市场下，期房表现会逐渐恢复，此类恢复通常由购房者信心修复、产品供应结构性调整等各因素导致。从目前期现房累计销售面积同比增速看，自2024年11月起，现房与期房的同比增速差额显著收窄，这与高品质住房供应增加、房企前期拿地不足导致新增供应受限有关。

图5：商品房期现销售面积同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

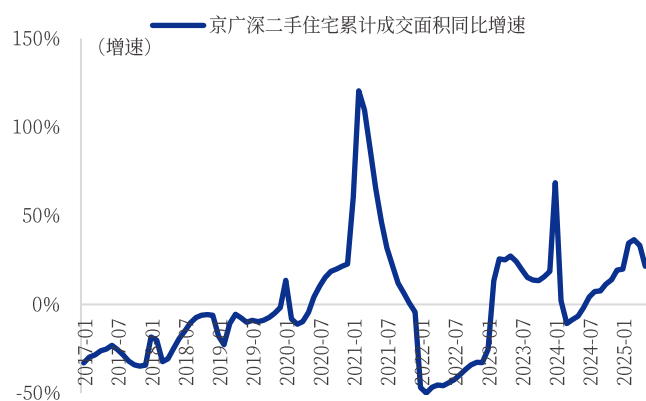
图6：期现增速差额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

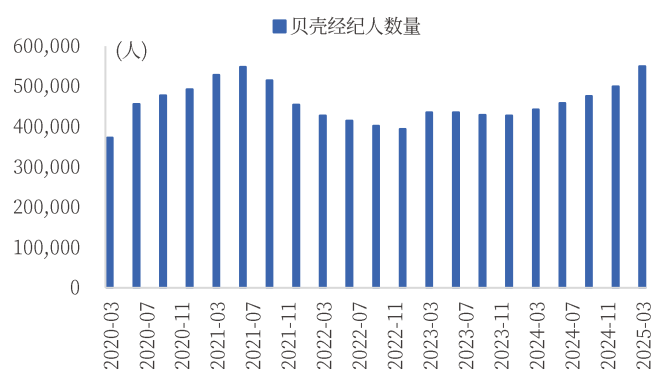
二手房表现上，京广深三地的二手住宅累计成交面积同比增速维持较高水平，但于2025年4月增速收窄，这与整体的楼市环境和4月的居民预期一致。经纪人数或可提前展示二手房市场的热度。截至2025年3月，在经过半年的调整后，贝壳经纪人数量达到55.03万人，已超过2021年中的水平。

图7：京广深二手住宅累计成交面积同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：贝壳经纪人数量

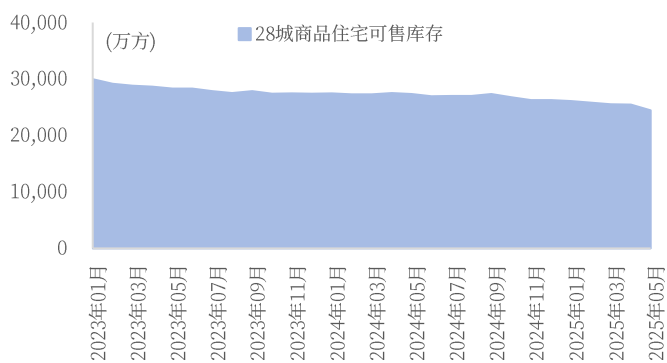


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 库存与投资

根据中指院数据，库存去化周期整体较去年下降。截至2025年5月，28个主要城市的商品住宅库存（可售规模）合计2.44亿方，按照最近平均6个月的销售面积计算，2025年5月的平均去化周期达到18.6个月。2024年2月~9月，该值维持在20个月以上，随着2024年9月末一揽子政策的推出，该值逐渐降至17个月以内（2025年3月）。由于贸易战、楼市支持政策效果逐渐收窄等因素的影响，该28城的商品住宅去化周期小幅提升。

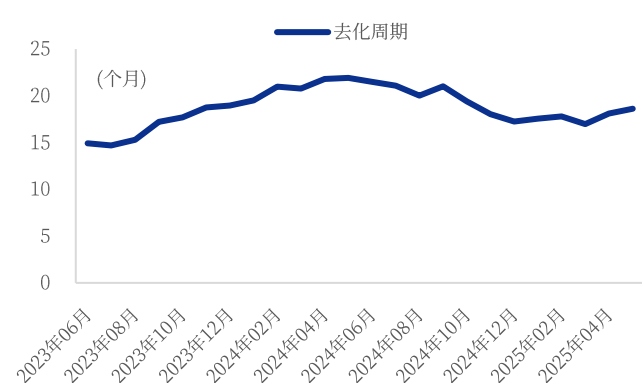
图9：2023年-2025年5月重点28城商品住宅库存规模



资料来源：中指院，中国银河证券研究院

注：28城包括上海、深圳、广州、天津、杭州、南京、武汉、成都、重庆、苏州、大连、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、合肥、郑州、长春、南宁、兰州、昆明、温州

图10：截至2025年5月重点28城商品住宅去化周期



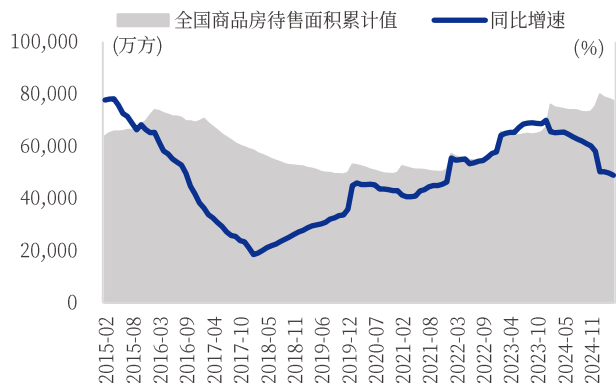
资料来源：中指院，中国银河证券研究院

注：28城包括上海、深圳、广州、天津、杭州、南京、武汉、成都、重庆、苏州、大连、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、合肥、郑州、长春、南宁、兰州、昆明、温州

去化周期=库存/近6个月平均销售面积

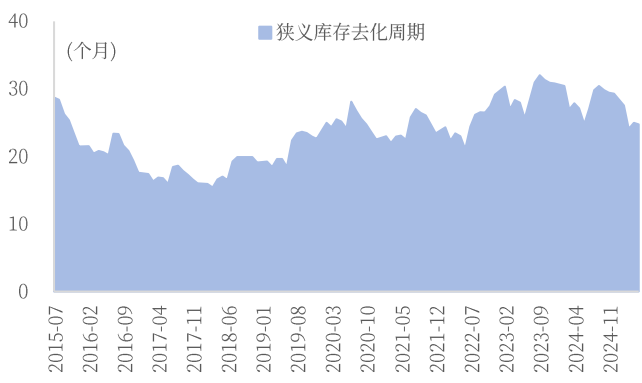
从全国的待售商品房规模看，截至2025年5月，全国商品房待售面积为7.7亿方，依然高于2016年2月7.4亿方的高位，表明目前的库存规模较高。按照近6个月的移动平均销售面积计算去化周期，截至2025年5月全国商品房待售库存的去化周期为24.76个月。由于4月受到部分因素影响，去化周期略有提高，但依然是2024年7月以来的最低值。

图11：2015年-2025年5月全国商品房待售面积及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：2015年7月-2025年5月全国待售商品房去化周期

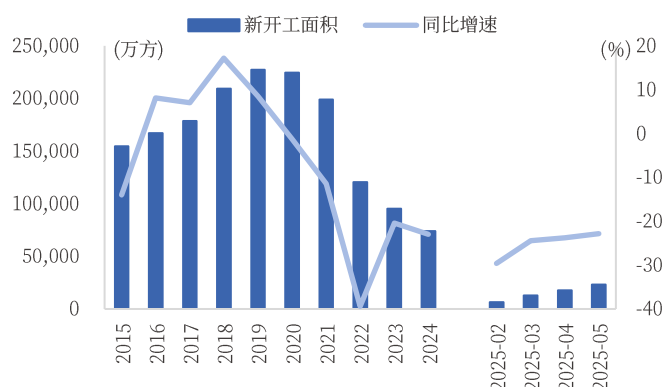


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：由于本报告完成时，暂无2025年5月现房销售数据，因此2025年5月的去化周期暂时通过2024年10月~2025年5月的MA6单月销售计算得来

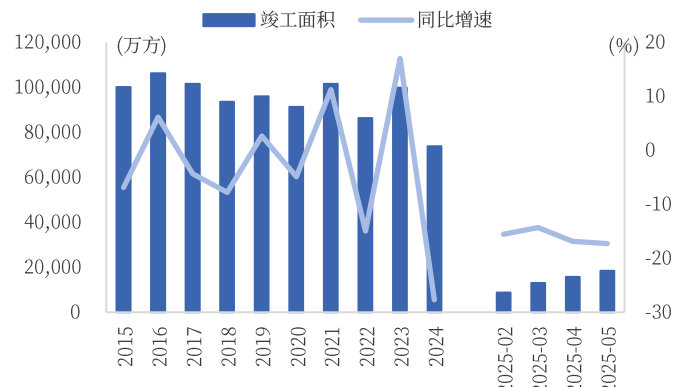
新开工表现较弱。受到2023年~2024年土地市场冷淡，房企拿地意愿较弱的影响，2025年前5月的开工表现较冷；由于房企施工项目规模降低，2025年前5月的竣工规模依然较低。截至2025年5月，全国商品房新开工面积2.32亿方，同比下降22.80%；截至2025年5月，全国商品房竣工面积1.84亿方，同比下降17.30%。由于销售市场的表现会依次传导至房企的资金回流、拿地、开工、竣工，因此在目前销售逐渐修复有望逐渐传导至开工。

图13: 新开工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

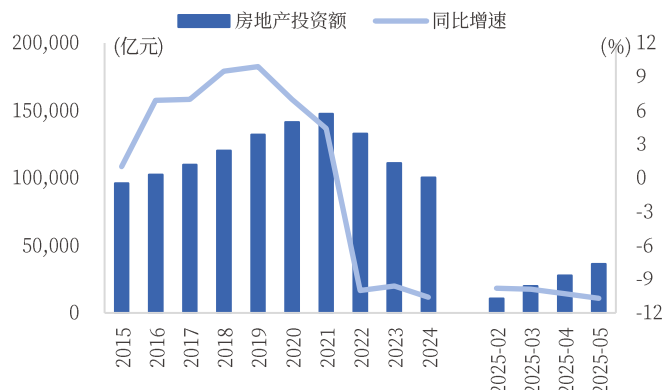
图14: 竣工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

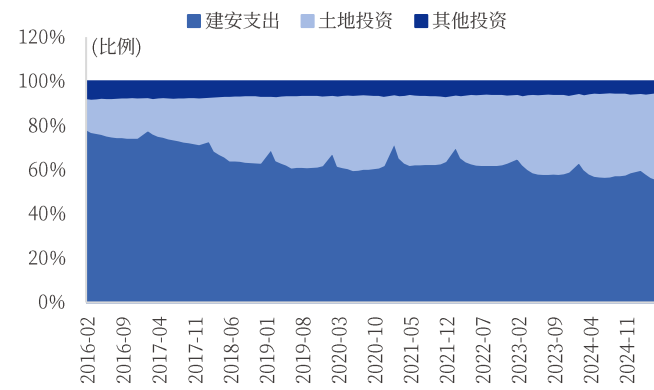
房地产投资同比下降, 土地投资占比进一步提升。土地购置占比持续提升。截至2025年5月, 房地产投资额累计值为3.62万亿元, 同比下降10.70%。截至2025年5月的分拆细项看, 建安投资占比进一步降至56%以内, 土地投资接近40%。土地购置占比提升, 表明房企拿地意愿有所修复。

图15: 房地产投资额累计值及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 房地产投资细项占比

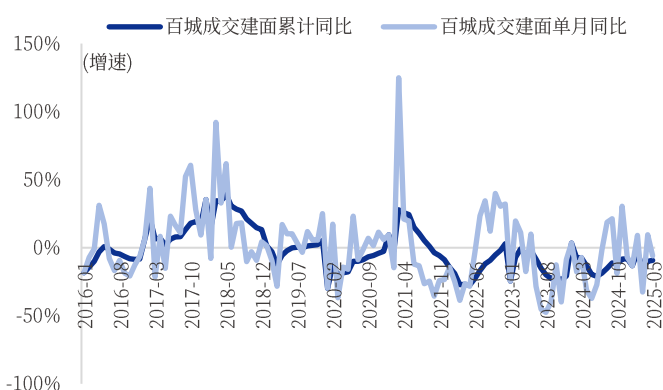


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 土地

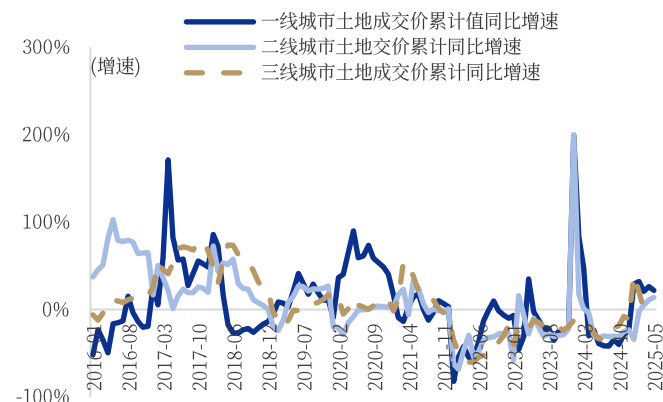
土地市场高能级城市表现转好。截至2025年5月, 百城土地累计成交面积为4.20亿方, 同比降幅为9.21%。从土地成交总价看, 百城土地成交总价同比增速于2025年由负转正, 房企拿地意愿显著提升: 一线城市的土地成交价累计值同比增速在2025年1月由负转正(2024年12月同比增速-24.21%)、二线城市的土地成交价累计值同比增速在2025年3月由负转正(2月同比增速-1.90%)、三线城市土地成交价累计值同比增速则在2025年3月由正转负(2025年2月同比增速为20.16%)并且降幅逐渐扩大。

图17: 百城土地累计及单月成交建面同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

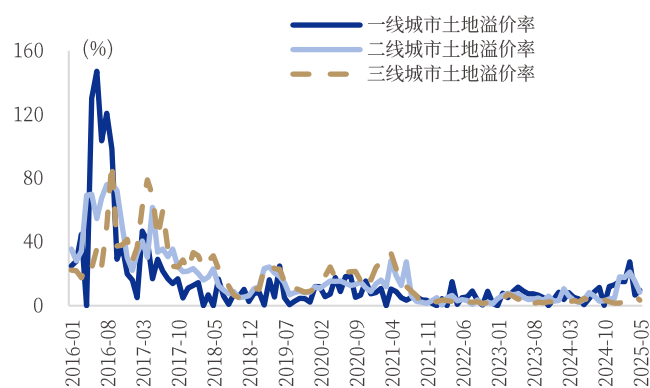
图18: 各能级城市土地成交总价累计值同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

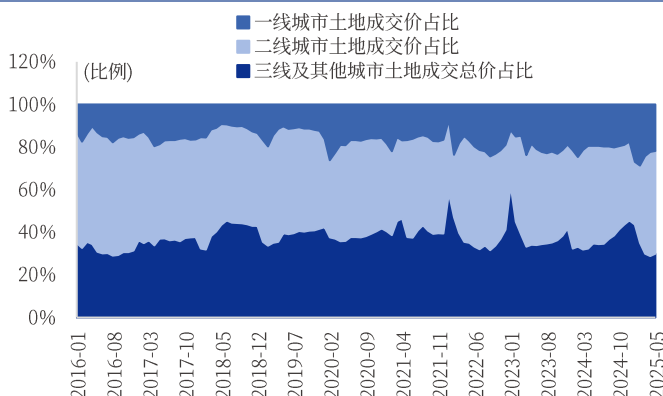
从土地成交的溢价率看，各能级城市的土地成交溢价率维持低位。截至2025年5月，一线、二线、三线城市的土地成交溢价率分别为9.59%、8.48%、3.41%。从土地溢价表现看，一线城市表现依旧领先其他城市，二线城市溢价率紧跟一线城市，我们认为土拍市场有待由高能级城市带动其他城市复苏。

图19: 土地成交溢价率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 百城土地成交总价占比

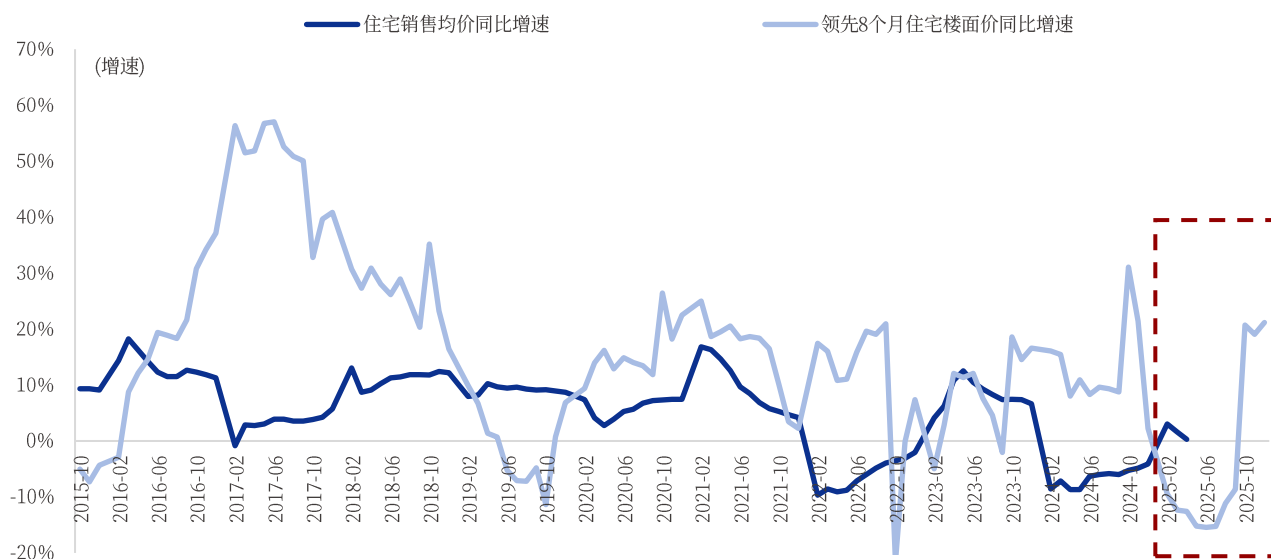


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4. 房价与毛利率

按照住宅楼盘开发和开盘的流程看，房企的开发至结算的流程为拿地-销售-结算的顺序开发。目前各地对于楼盘销售的要求不同，因此通过类比全国住宅销售均价和住宅拿地楼面价后，我们发现拿地端的住宅楼面价同比增速与8个月后的住宅销售均价同比增速的趋势基本一致。按照领先8个月的住宅楼面价同比增速推导住宅销售均价同比增速。2025年前4月的住宅销售均价的同比增速持续为正（但增速逐渐收窄趋于0），参考2025年前4月全国拿地端的住宅楼面价同比增速为正，并且维持在20%左右，我们认为住宅销售均价有望得到修复。

图21：2015年-2025年住宅销售均价同比增速与领先8个月百城土地成交楼面价同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于 2023~2024 年楼市整体较淡，2024 年住宅销售均价同比下降，对应的项目结转入表后，我们观察到多数房企毛利率依旧筑底。我们按照克而瑞 2024 年销售排行榜整理头部 15 家房企（由于第 8 名上榜企业主业并非房地产开发，因此剔除，取 1-7、9-16 名）的毛利率情况。考虑到 A 股和 H 股的会计准则不同，我们分别针对不同房企计算调整税项后的毛利率。调整后，2024 年 15 家房企的毛利率全部低于 20%，4 家房企毛利率不足 10%，并且 12 家房企的毛利率较 2023 年下滑。

图22：2015-2024 年 TOP15 房企调整后毛利率

名次	公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	趋势
1	中海地产	25.92%	23.28%	26.48%	30.48%	28.01%	26.11%	20.71%	19.68%	17.44%	↓ 16.40%	
2	保利发展	23.35%	19.28%	22.54%	24.19%	25.70%	24.95%	21.27%	17.32%	13.05%	↓ 12.03%	
3	华润置地	24.62%	26.96%	31.46%	32.89%	37.02%	23.66%	22.63%	21.72%	20.41%	↓ 19.41%	
4	万科地产	20.16%	20.27%	25.98%	29.70%	27.30%	22.75%	17.17%	14.71%	11.24%	↓ 4.82%	
5	招商蛇口	27.10%	24.83%	28.82%	30.06%	25.23%	21.70%	19.45%	15.00%	12.37%	↓ 10.73%	
6	绿城中国	17.51%	19.30%	11.31%	14.88%	17.16%	18.43%	15.41%	16.21%	11.95%	↓ 11.81%	
7	建发房产	39.87%	62.83%	24.92%	25.44%	21.40%	16.91%	16.17%	14.80%	11.18%	↑ 12.57%	
9	华发股份	19.11%	21.57%	18.45%	18.93%	20.12%	17.64%	19.24%	15.77%	14.33%	↓ 10.58%	
10	越秀地产	16.85%	14.08%	21.18%	24.67%	23.54%	18.53%	16.47%	17.08%	13.92%	↓ 8.82%	
11	中国金茂	45.40%	31.35%	28.75%	33.74%	25.16%	18.65%	16.34%	13.83%	12.39%	↑ 13.99%	
12	龙湖集团	23.55%	24.09%	27.51%	26.69%	26.80%	24.62%	22.22%	19.13%	15.47%	↓ 13.95%	
13	绿地控股	9.42%	10.13%	11.19%	12.58%	12.00%	11.85%	9.95%	8.46%	9.04%	↓ 6.88%	
14	滨江集团	22.03%	17.71%	22.17%	30.42%	27.73%	22.12%	22.18%	15.44%	14.62%	↓ 11.60%	
15	碧桂园	19.21%	19.02%	22.26%	23.36%	22.68%	18.36%	14.95%	5.96%	-25.68%	↑ -4.25%	
16	金地集团	19.49%	20.24%	24.91%	30.51%	30.72%	26.00%	17.53%	17.45%	15.87%	↓ 13.12%	

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

注：名次按照克而瑞 2024 年权益销售金额排名，第 8 名上榜企业主业并非房地产开发，因此剔除，取 1-7、9-16 名

二、2025 年预测：销售微降，投资承压

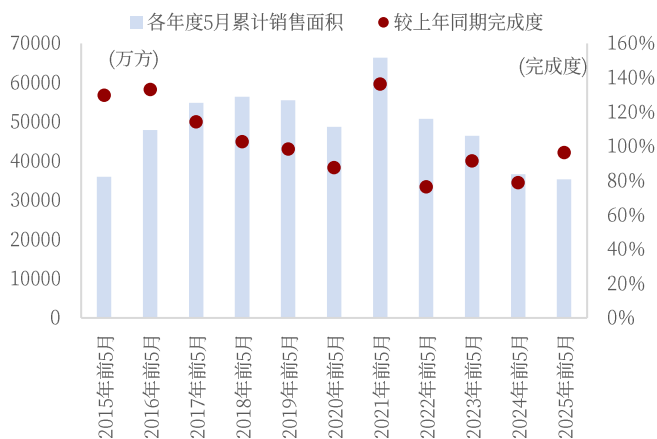
我们根据最新的行业数据更新全年数据的预测结果。

（一）2025 年商品房销售面积或至 9.37 亿方

我国 2025 年前 5 月的商品房销售面积为 3.53 亿方，为 2024 年同期的 96.38%。2025 年前 5 月较上年同期的表现相对较好。2024 年 9 月，政治局会议首提“止跌回稳”，随后在中央经济工作会议、住建会议多次提到“止跌回稳”；2025 年 4 月政治局会议提到“巩固房地产稳定态势”，这与楼市逐渐放松购房门槛有关。

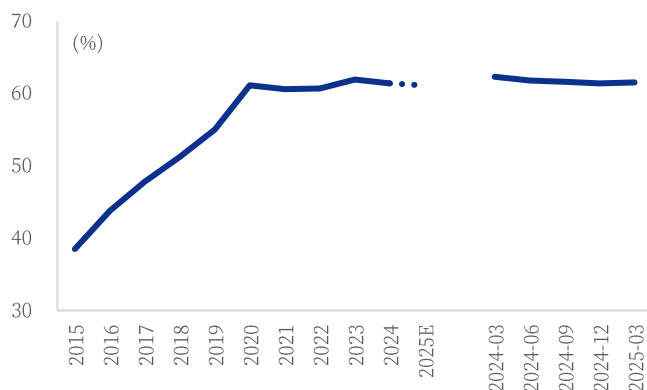
基于 2025 年全年 GDP 同比增速 5.1% 的假设下，我们预期全年居民杠杆率维持下降的趋势，并于年末降至 61.10%。我们预期住户贷款余额/个人贷款余额比例下降至 43.49%，对应的全年商贷投放 2.28 万亿元。

图23：2015-2025 年各年前 5 月累计销售面积及较上年完成度



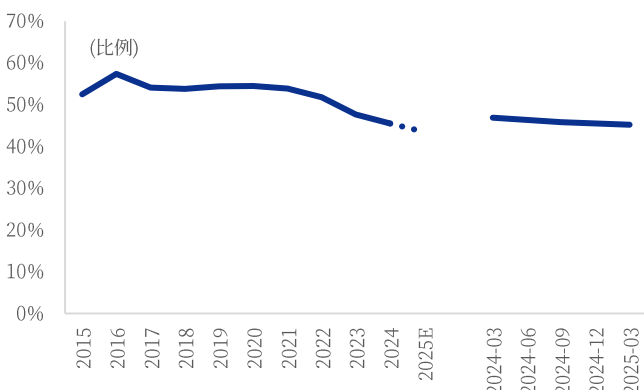
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：近十年居民部门杠杆率（含预期）



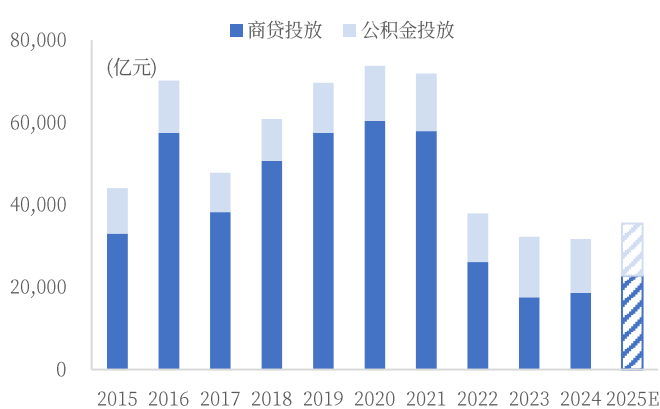
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：近十年个人住房贷款余额/住户贷款总额（含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：近十年商贷和公积金贷款投放



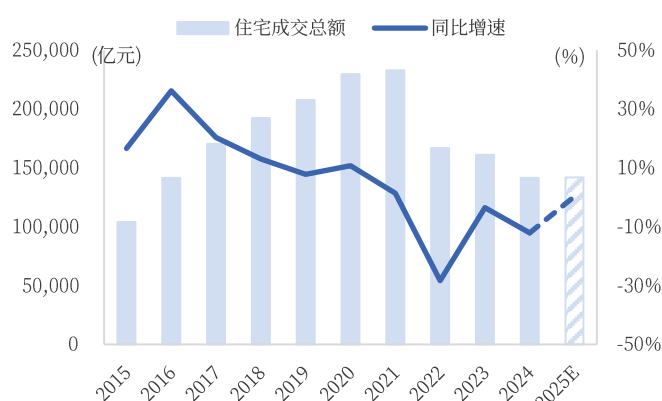
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在居民杠杆率维持在 60% 以上的背景下，居民购房的提升杠杆意愿降低，因此我们预期 2025 年对应的 LTV 比例为 25%，对应的我们预期 2025 年房屋成交总金额（包括新房和二手房）为 14.18

万亿元，同比增长 0.29%。在 2024 年 9 月一揽子政策的刺激下，新房和二手房的总成交额有望修复。随着住房市场逐渐成熟，存量市场占比逐渐提升，因此二手房成交占比逐渐升高。在此基础上，我们假设 2025 年二手房成交占比为 42%，对应的商品住宅销售金额为 8.23 万亿元，同比下降 3.06%。

2025 年前 4 月我国商品住宅销售均价逐渐修复，在“巩固房地产稳定发展态势”下，我们预期 2025 年全年商品住宅销售均价与上年基本持平，对应的全国商品住宅销售面积为 7.90 亿方，同比下降 3.06%。按照商品房住宅销售金额和销售面积占全国商品住房的比例倒推出全国商品住房销售金额、销售面积分别为 9.32 万亿元、9.37 亿方，对应的同比增速分别为-3.70%、-3.82%。“好房子”首次写进政府工作报告，并于 2025 年 4 月政治局会中提到“加大高质量住房供应”，考虑到房企拿地偏好，我们认为高能级城市或优于低能级城市的表现。

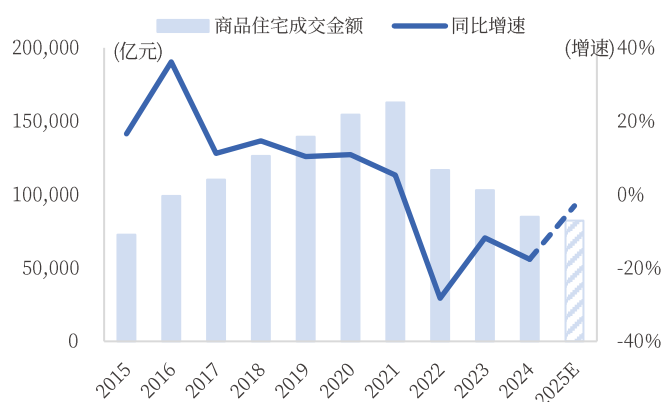
图27：近十年住房交易总额及同比增速（均含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

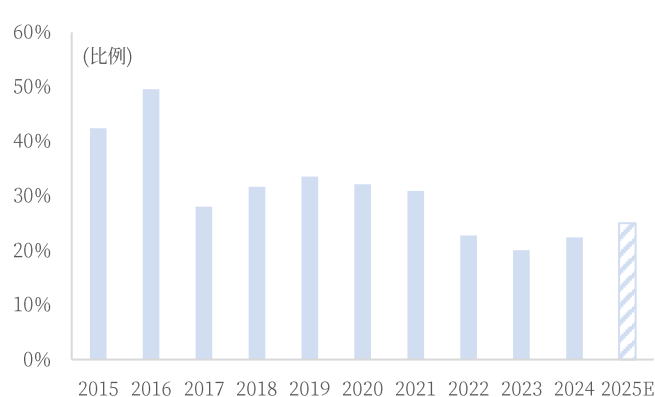
注：住宅交易总额包含一手房和二手房

图29：近十年商品住宅销售额（含预期）



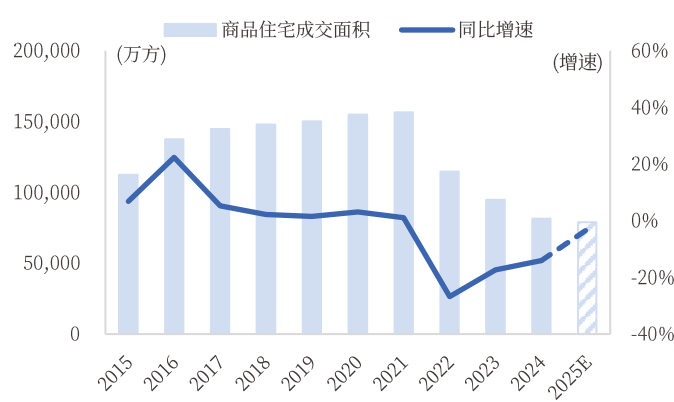
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：近十年 LTV（含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：近十年商品住宅销售面积（含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表3：近十年商品房销售额和销售面积（含预期）

时间	全国商品房销售金额（亿元）	同比增速	全国商品房销售面积（万平方米）	同比增速	住宅销售金额占比	住宅销售面积占比
2015	87,280.84	14.40%	128,494.97	6.50%	83.36%	87.48%
2016	117,627.00	34.77%	157,349.00	22.46%	84.22%	87.41%
2017	133,701.31	13.67%	169,407.82	7.66%	82.45%	85.47%
2018	149,972.74	12.17%	171,654.36	1.33%	84.28%	86.18%
2019	159,725.12	6.50%	171,557.87	-0.06%	87.30%	87.52%
2020	173,612.66	8.69%	176,086.22	2.64%	89.03%	87.96%
2021	181,929.95	4.79%	179,433.41	1.90%	89.45%	87.24%
2022	133,307.84	-26.73%	135,836.89	-24.30%	87.58%	84.39%
2023	116,622.21	-12.52%	111,735.14	-17.74%	88.31%	84.84%
2024	96,750.33	-17.04%	97,385.01	-12.84%	87.71%	83.64%
2025E	93170.03	-3.70%	93664.38	-3.82%	88.30%	84.30%

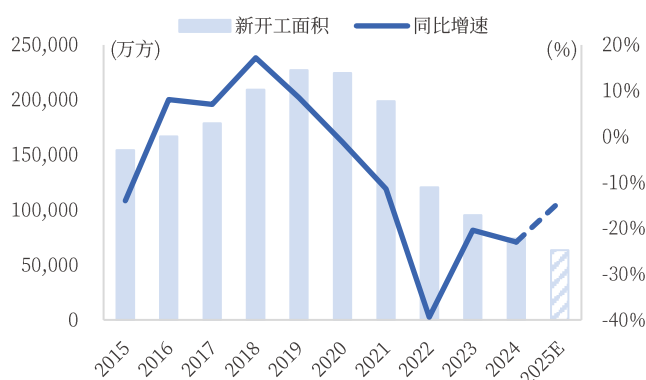
以上基于 2025 年 GDP 增速为 5.1% 的假设下

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）房地产投资额同比下降 9.62%

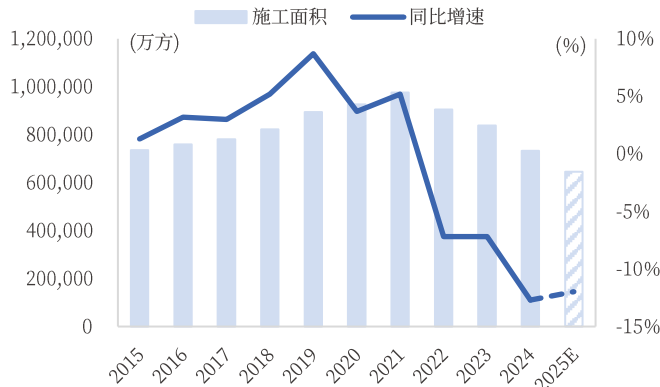
新开工：考虑到房企开工通常受到前期拿地和当期销售的影响：1）前期拿地端：开工项目和节奏通常取决于前期拿地情况，通常情况下新开工滞后拿地 4-9 个月的周期，2）当期销售端：销售市场会影响到房企开工节奏，楼市表现会影响房企供货节奏。因此我们将新开工面积同比增速与领先一期的土地成交建面同比增速、当期销售面积（含以上预测结果）进行回归，得到如下回归关系：**当期新开工面积同比增速 = -7.31% + 1.15 * 当期销售面积同比增速 + 0.31 * 上期土地成交建面同比增速**，其中置信区间取 99.5%，经统计两个 β 的 p 值均小于 0.25%。因此按照以上回归结果，在如上 2025 年销售面积同比降幅的基础上，我们预期全年新开工面积同比下降 14.18%，对应的新开工面积为 6.34 亿方。由此对应的施工面积为 64.54 亿方，同比下降 11.98%。

图31：近十年新开工面积（含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：近十年施工面积（含预期）

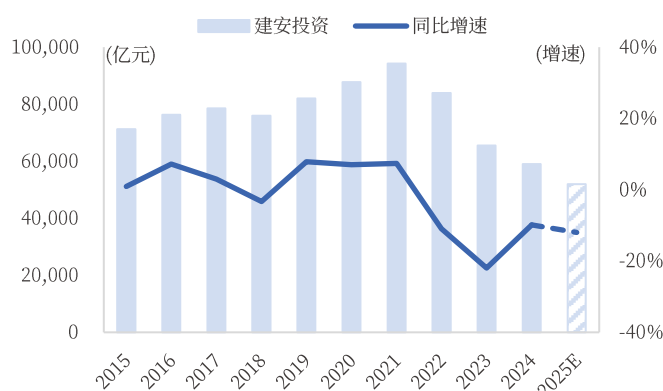


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

假设全年施工单价维持不变，我们得到 2025 年建安投资 5.20 万亿元，对应同比增速为 -11.98%。截至 2025 年 5 月，我国土地购置费同比下降 7.05%，尽管前 2 月的土地购置费累计同比增速由负转正，考虑到前 3 月和前 4 月的土地购置费累计同比增速转负，我们假设全年土地购置费同比下降

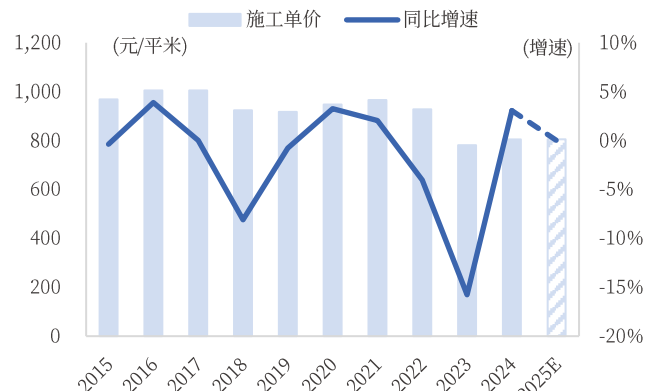
6.3%。对于设备及其他投资，我们假设该占比维持在 5.8%。基于以上假设，我们预期全年房地产投资 9.06 万亿元，对应同比增速为-9.62%。

图33：近十年建安投资（含预期）



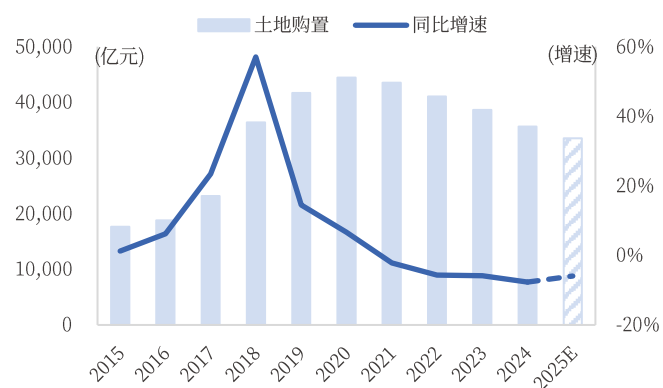
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：近十年施工单价（含预期）



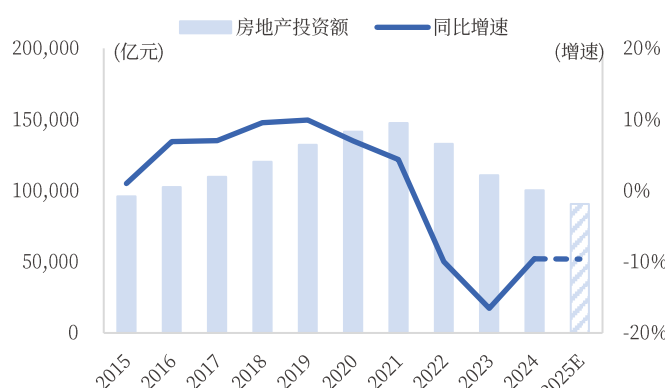
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：近十年土地购置（含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：近十年房地产投资额（含预期）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表4：近十年房地产投资、开工、施工及相应同比增速（含预期）

时间	房地产投资额 (亿元)	同比增速	建安支出 (亿元)	同比增速	土地投资 (亿元)	同比增速	新开工面 积(万方)	同比增速	施工面积 (万方)	同比增 速
2015	95978.85	0.99%	71195.57	0.90%	17675.44	1.24%	154453.7	-14.00%	735693.4	1.30%
2016	102581	6.88%	76302.19	7.17%	18778.68	6.24%	166928	8.10%	758975	3.20%
2017	109798.5	7.04%	78577.69	2.98%	23169.47	23.38%	178653.8	7.00%	781483.7	3.00%
2018	120263.5	9.53%	75992	-3.29%	36387.01	57.05%	209341.8	17.20%	822300.2	5.20%
2019	132194.3	9.92%	81962.51	7.86%	41675.39	14.53%	227153.6	8.50%	893820.9	8.70%
2020	141442.9	7.00%	87754.74	7.07%	44451.87	6.66%	224433.1	-1.20%	926759.2	3.70%
2021	147602.1	4.35%	94246.36	7.40%	43504.68	-2.13%	198895	-11.40%	975386.5	5.20%
2022	132895.4	-9.96%	83921.42	-10.96%	41030.01	-5.69%	120587.1	-39.40%	904999.3	-7.20%
2023	110912.9	-16.54%	65486.33	-21.97%	38616.89	-5.88%	95375.53	-20.40%	838364.5	-7.20%
2024	100280.2	-9.59%	59030.18	-9.86%	35655.24	-7.67%	73892.84	-23.00%	733247.4	-12.70%

2025E	90634.9	-9.62%	51960.63	-11.98%	33417.44	-6.28%	63411.84	-14.18%	645432.51	-11.98%
-------	---------	--------	----------	---------	----------	--------	----------	---------	-----------	---------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、开发：住宅销售新模式

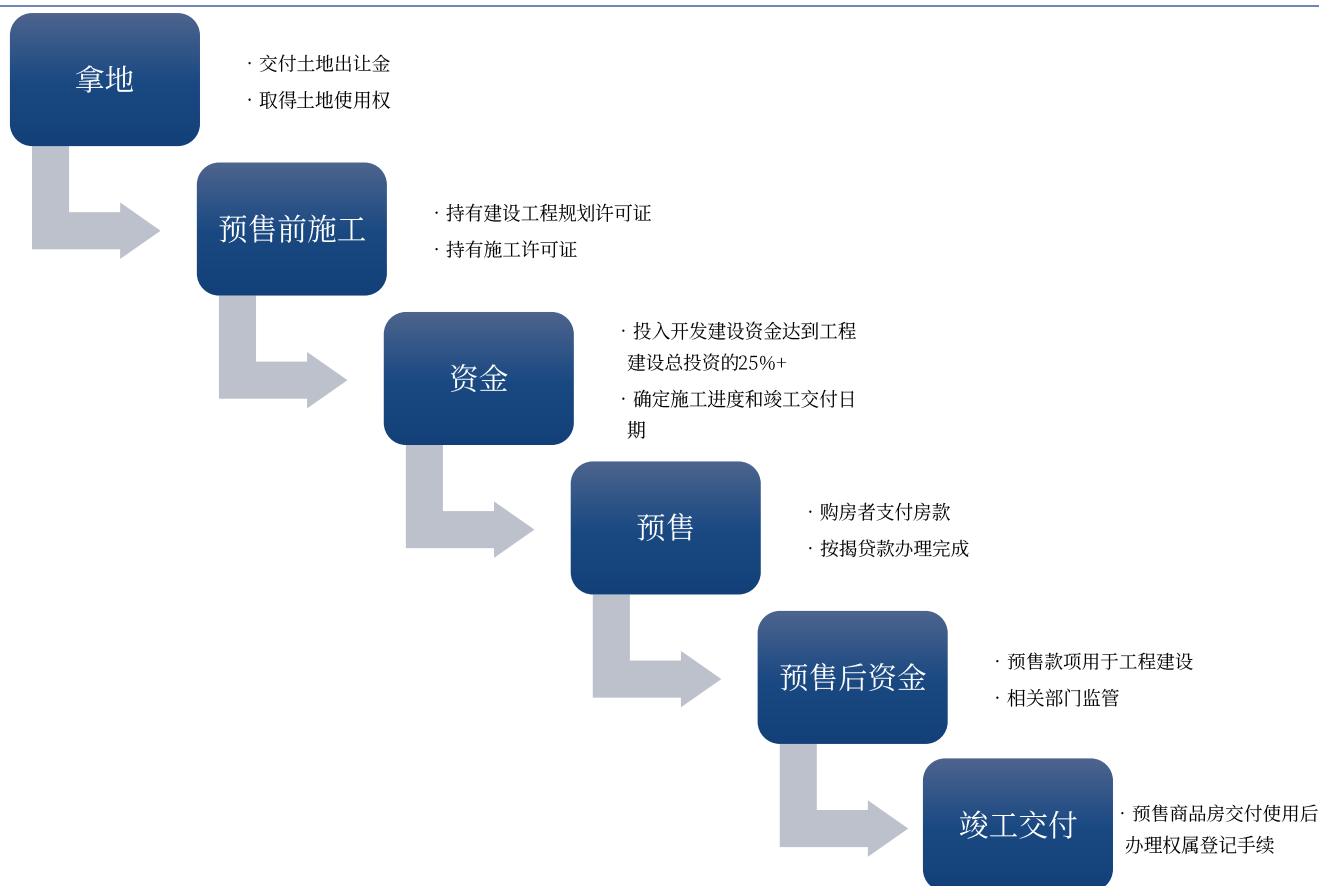
(一) 预售适用于供不应求的楼市关系中

目前我国商品房的基础性制度主要针对商品房从拿地到销售的流程制定，包括前期融资、拿地开发、到竣工前的预售和竣工后的现房销售。

由于我国住房市场曾处于供不应求的关系中，叠加房地产行业重资本的行业特点，因此商品房以预售为主。我国商品房取得预售许可证的前提为：1) 已交付全部土地出让金、取得土地使用权、2) 持有建设工程规划许可证和施工许可证、3) 投入开发建设资金达到工程建设总投资的 25% 以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期。由于住房交付周期通常在预售后 2 年左右，因此购房者在预售商品房交房前已经支付全款。

中国香港预售起源于早期预售楼花。随着中国香港楼市发展逐渐成熟，预售楼花逐渐收紧。目前中国香港政府在大部分新批土地契约中均会限制楼宇在建成之前出售房屋，若取得《预售楼花同意书》则可进行预售。其中条件包括：1) 开发商须先证明发展项目已达指定阶段，2) 开发商同时具备足够资金完成项目。购房者在预售阶段与开发商签订临时买卖合同，随后签订正式买卖合同，最后在交易完成（交付日）签订转让合同；若购房者在签订临时买卖合同后没有签署正式合约，开发商返还临时买卖合同支付的 5% 订金。预售资金由开发商的律师保存监管。

图37：预售制度

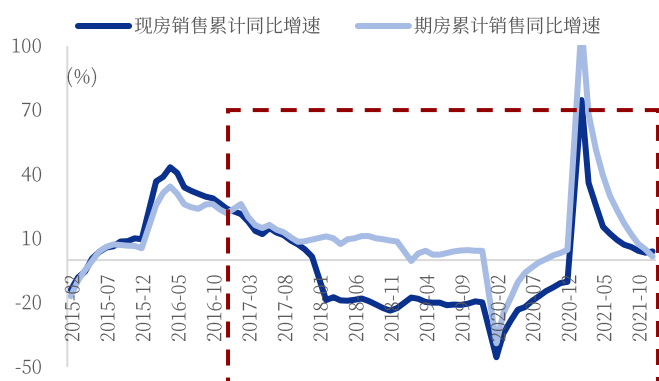


资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

(二) 楼市去化周期与房企杠杆

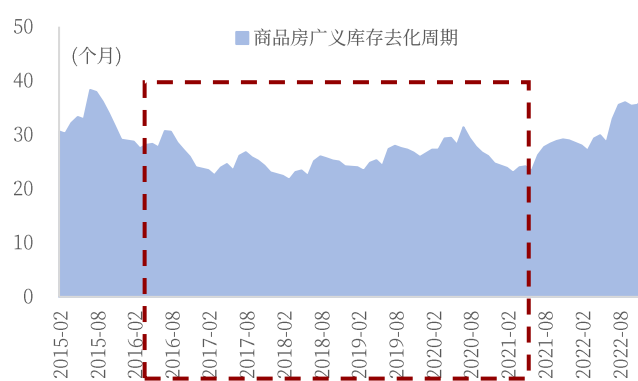
商品房高周转的特征之一是预售。在房屋供不应求的阶段，预售制度下房企可更快实现资金回流。因此，较早的开盘可减少资金回流的时间。在此阶段，楼市的去化周期较短，房企经营以规模为导向，对应整体的经营杠杆偏高，即通过快周转做大规模，产品以中低端为主。在此阶段，期房销售表现普遍优于现房销售表现，去化周期通常较短。

图38：2015年-2021年全国商品房现房和期房销售表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

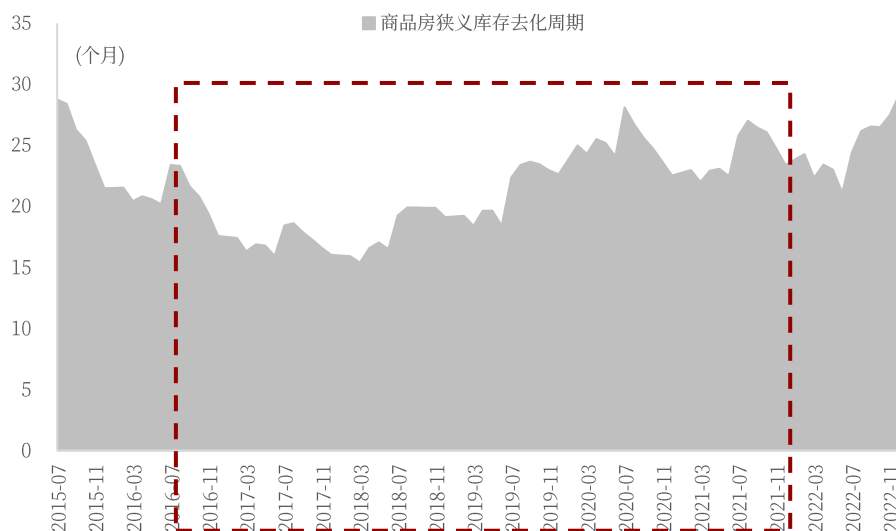
图39：2015年-2022年12月商品房广义库存去化周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

若以现房待售库存和对应的去化周期看，则2017年-2021年之前的现房去化周期维持在（15，26）个月区间内。

图40：2015-2022年商品房狭义库存去化周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在这个周期内，房企的整体经营杠杆处于较高水平（选择“三道红线”中要求的剔除预收账款后的资产负债率作为杠杆水平的衡量指标）。

图41：2016-2020 年上市房企截至各年末的剔除预收账款后的资产负债率水平（单位：%）

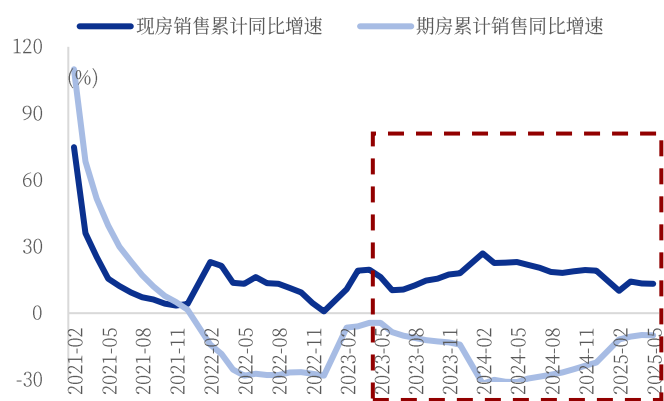
公司	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
万科A	70.92	75.36	76.98	76.51	71.73
华侨城A	63.34	64.90	69.07	69.32	70.01
招商蛇口	60.74	66.57	68.71	56.27	58.20
滨江集团	46.99	52.80	69.00	69.73	71.72
新大正	55.32	40.19	43.58	22.32	29.27
保利发展	62.20	66.41	65.89	67.42	69.87
城建发展	66.31	74.02	73.01	73.68	75.07
华发股份	74.14	78.56	77.52	75.34	76.47
首开股份	74.00	75.29	76.49	75.35	75.36
金地集团	57.90	61.36	68.13	67.16	69.36
绿地控股	86.27	84.71	84.40	82.81	84.09
城投控股	45.04	37.70	39.42	46.04	63.10
天地源	81.39	81.80	79.60	81.95	82.00
新城控股	77.68	80.42	75.94	76.53	75.48
中国海外宏洋集团	86.25	84.83	72.96	72.93	71.94
保利置业集团	77.90	76.07	72.30	73.57	76.50
越秀地产	68.52	67.98	68.72	71.37	69.25
中国海外发展	60.19	57.62	53.57	60.06	60.14
世茂集团	61.64	64.62	68.14	70.59	68.47
中国金茂	66.60	70.08	71.19	73.68	73.74
旭辉控股集团	80.47	77.42	79.49	74.97	72.55
龙湖集团	66.59	70.73	64.21	66.47	66.93
华润置地	67.41	69.99	61.01	56.39	59.74
建发国际集团	59.32	86.82	78.66	75.23	68.16
融创中国	87.92	87.67	85.87	84.15	78.69
碧桂园	79.55	83.41	83.75	82.65	80.53
富力地产	79.31	78.23	78.63	79.46	76.66
绿城中国	76.84	80.16	71.84	73.48	71.94

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：排名不分先后、剔除预收账款后的资产负债率为wind口径（报表计算口径，非公告口径）

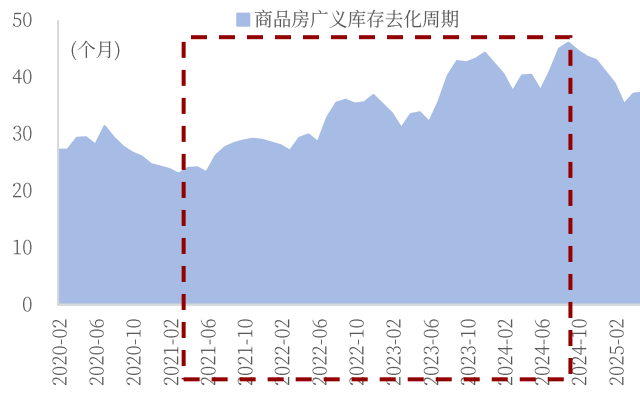
在 2020 年“三道红线”提出后，部分房企的经营杠杆较高周转时期下降。在楼市“供需关系发生变化”后（2023 年 7 月政治局会议提到），房企的经营杠杆进一步下降。在楼市刚性需求释放不足的背景下，楼市整体去化周期明显提高，预售楼市去化逐渐被动进入“现房”销售——预售开盘的房屋因去化周期较长和库存压力较大等原因，房屋竣工后依然处于待售状态。在此阶段，现房销售表现普遍优于期房销售表现，去化周期通常较长。房企的经营逐渐向利润导向转变，主推产品以高端为主。

图42：2021 年-2025 年 5 月现房和期房销售表现



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

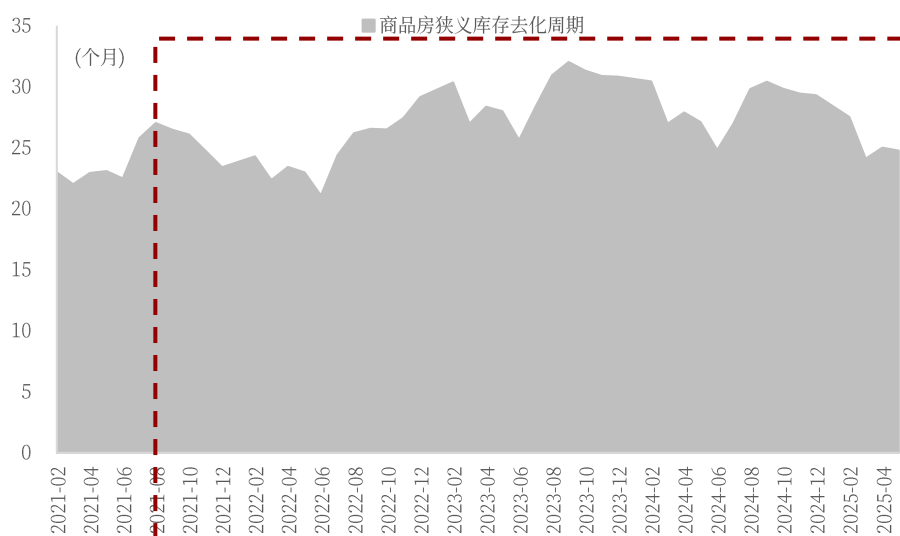
图43：2020 年-2025 年 5 月商品房广义库存去化周期



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

同样以现房待售库存和对应的去化周期看，则 2021 年-2024 年之前的现房去化周期维持在 20 个月以上。

图44：2021-2025 年 5 月商品房狭义库存去化周期



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

在这个周期内，部分房企的整体经营杠杆较 2020 年前下滑（同样选择“三道红线”中要求的剔除预收账款后的资产负债率作为杠杆水平的衡量指标）。

图45：2021-2024 年上市房企截至各年末的剔除预收账款后的资产负债率水平（单位：%）

公司	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
万科A	69.80	68.61	66.26	68.97
华侨城A	68.84	70.23	73.33	74.05
招商蛇口	60.88	61.63	60.27	60.07
滨江集团	68.34	63.84	60.21	61.42
新大正	30.50	30.82	39.38	39.07
保利发展	69.19	69.53	68.17	65.74
城建发展	76.60	75.36	73.96	73.33
华发股份	67.13	66.00	63.23	63.08
首开股份	74.20	70.98	73.16	74.72
金地集团	68.51	66.03	62.02	60.19
绿地控股	83.68	83.42	84.55	86.89
城投控股	64.82	69.37	69.68	70.20
天地源	83.03	81.82	81.45	84.38
新城控股	71.44	69.41	67.64	67.05
中国海外宏洋集团	69.43	68.73	65.71	70.93
保利置业集团	74.43	75.14	72.63	70.41
越秀地产	69.10	68.81	67.40	68.13
中国海外发展	58.95	59.15	57.46	55.78
世茂集团	77.38	84.04	88.80	99.14
中国金茂	74.08	73.29	73.02	73.54
旭辉控股集团	69.74	70.74	74.43	77.85
龙湖集团	67.41	64.76	60.43	57.22
华润置地	60.37	59.01	58.41	56.54
建发国际集团	67.63	63.21	61.52	59.49
融创中国	85.06	88.80	89.30	92.40
碧桂园	75.74	71.24	88.98	93.20
富力地产	76.22	79.26	84.83	89.34
绿城中国	71.08	71.23	69.68	68.55

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：排名不分先后、剔除预收账款后的资产负债率为 wind 口径（报表计算口径，非公告口径）

从各主要城市的去化周期看，北京/深圳/广州等地在 2015-2021 年间的商品住宅去化周期显著低于 2021 年-2024 年的去化周期。

图46：2015-2025 年 4 月部分主要城市商品住宅去化周期（单位：个月）

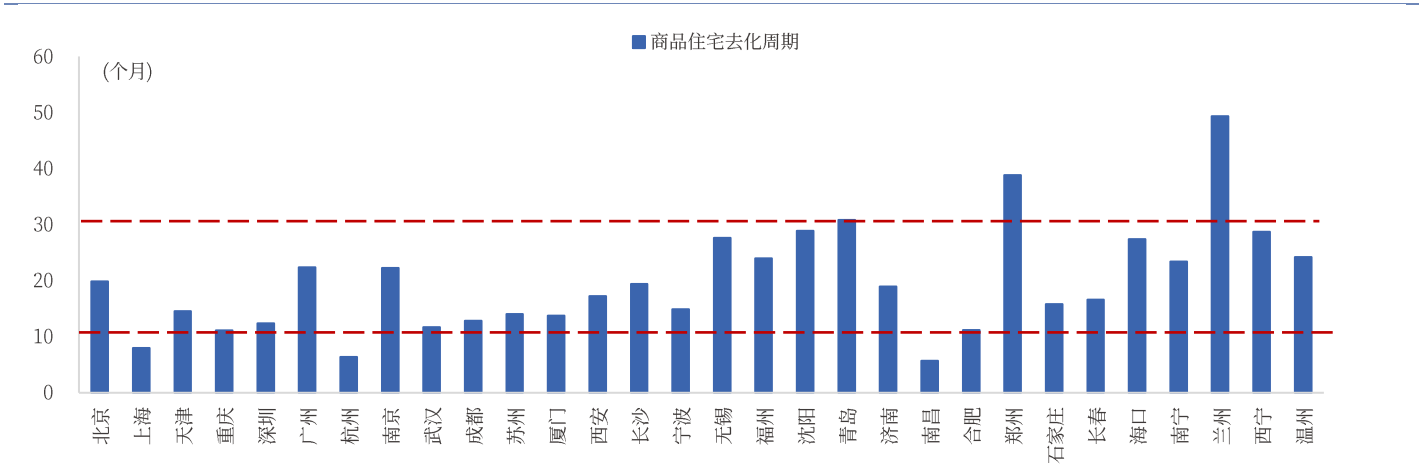
时间	北京	深圳	广州	天津	重庆	成都	武汉	郑州	西安	长沙	苏州	厦门	青岛	长春	宁波	福州	沈阳	合肥	温州
2015年12月	9.09	7.01	9.39	13.38	13.09		12.30		14.51	13.98		8.21	15.81	13.58	11.28	11.23		4.13	14.48
2016年12月	8.22	13.05	5.69	5.64	7.05	8.12	4.22	2.98	6.78	4.84	7.51	18.60	7.26	10.29	4.89	10.66	18.27		9.33
2017年12月	14.98	13.19	10.80	12.69	3.14	8.01	5.97	8.80	7.47	3.75	9.56	28.50	8.70	9.60	5.60	11.06	14.98		7.30
2018年12月	16.90	12.71	9.61	16.19	3.21	9.45	6.53	7.56	5.68	3.89	8.21	25.99	9.85	10.14	10.59	12.54	15.80	6.00	9.36
2019年12月	18.93	8.49	9.15	16.80	5.39	12.40	6.07	9.64	7.34	5.06	7.12	26.64	14.22	11.03	5.50	14.75	9.47	15.41	8.20
2020年12月	14.30	6.46	7.10	18.16	4.96	13.26	7.53	9.92	6.81	4.96	9.93	14.85	13.71	11.74	5.16	20.53	19.49	7.23	7.13
2021年12月	13.89	6.79	11.34	20.63	7.61	12.49	11.62	9.09	7.30	7.80	11.85	14.61	17.62	21.45	9.47	22.40	15.33	6.68	10.61
2022年12月	18.75	18.56	20.17	17.66	18.68	16.47	15.62	63.20	11.80	15.09	10.70	17.39	22.07	19.97	14.26	34.68	24.99	5.81	15.63
2023年12月	18.95	24.43	19.56	17.19	12.95	15.18	18.01	40.53	9.41	13.34	16.62	24.30	24.62	17.22	23.07	26.95	29.81	11.38	26.99
2024年12月	17.58	15.79	19.72	13.81	11.66	15.37	10.95	35.47	16.06	16.60	12.67	11.84	24.92	14.20	15.13	17.50	30.32	12.49	32.72
2025年01月		14.63	19.73	14.39	11.83	14.97	11.31	36.13	15.50	17.37	13.41	12.10	25.69	15.21	14.27	20.89	32.76	12.77	30.97
2025年02月		14.44	19.99	14.00	10.85	14.13	11.33	36.93	16.27	17.17	13.63	12.61	27.75	17.26	14.62	20.02	31.69	12.42	29.30
2025年03月		13.29	19.13	12.88	10.14	12.91	10.72	36.48	15.80	17.22	12.15	12.01	30.36	15.75	13.51	21.29	30.02	11.40	24.04
2025年04月	19.85	12.38	22.41	14.55	11.13	12.85	11.73	38.81	17.25	19.42	14.02	13.76	30.85	16.63	14.89	24.01	28.90	11.19	24.21
2015-2024年																			

资料来源：中指院，中国银河证券研究院

注：去化周期按照 6 个月 MA 销售计算得来

2025 年开年以来，各城市的去化周期显著分化。根据中指院数据，截至 2025 年 4 月，部分城市的去化周期已不足 10 个月，如上海、杭州、南昌；部分城市去化周期超过 30 个月，如兰州等地。考虑到去化与供应，那么去化周期较低的城市供应和库存水平相对较低。

图47：截至 2025 年 4 月部分城市商品住宅去化周期



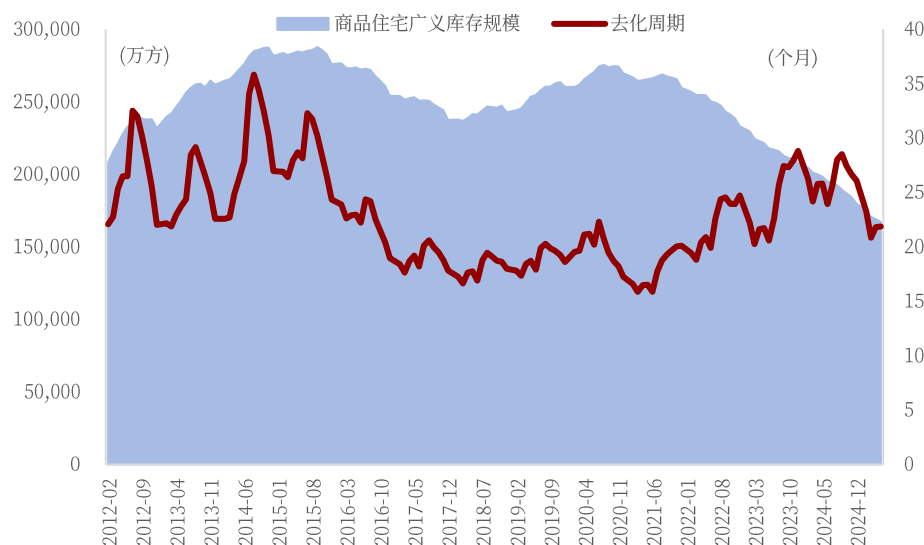
资料来源：中指院，中国银河证券研究院

注：去化周期按照 6 个月 MA 销售计算得来

（三）销售模式转变

根据 2025 年 6 月 13 日，国常会提到“要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底”，我们按照 2000 年以来的住宅累计新开工面积与 2000 年以来的住宅累计销售面积之间的差值测算住宅广义库存。根据如上测算，我们得到截至 2025 年 5 月末，全国商品住宅广义库存规模为 16.7 亿方，对应的去化周期为 21.86 个月。

图48：2012年以来我国商品住宅广义库存规模及去化周期

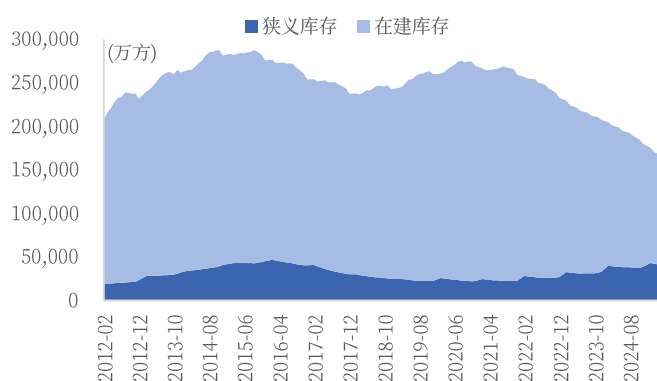


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：假设商品住宅广义库存=2000年以来住宅累计新开工规模-2000年以来住宅累计销售规模、去化周期=库存/近6个月商品住宅销售规模平均值

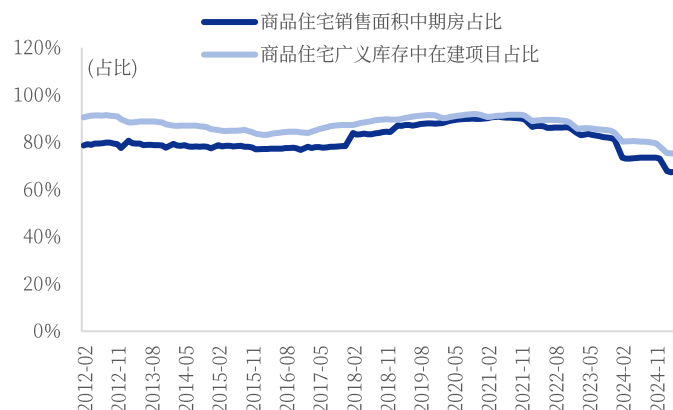
若将广义库存中的狭义库存剔除，我们认为狭义库存为已竣工待售的住宅，因此将狭义库存剔除后即得到在建项目的大致规模。根据以上假设，我们得到截至2025年5月，在建项目规模约为12.57亿方，占75.29%，该比例的变化趋势与住宅销售规模中的期房销售占比基本一致，即在建项目构成目前销售规模和库存规模中的大部分。

图49：商品住宅广义库存中狭义库存与在建库存



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

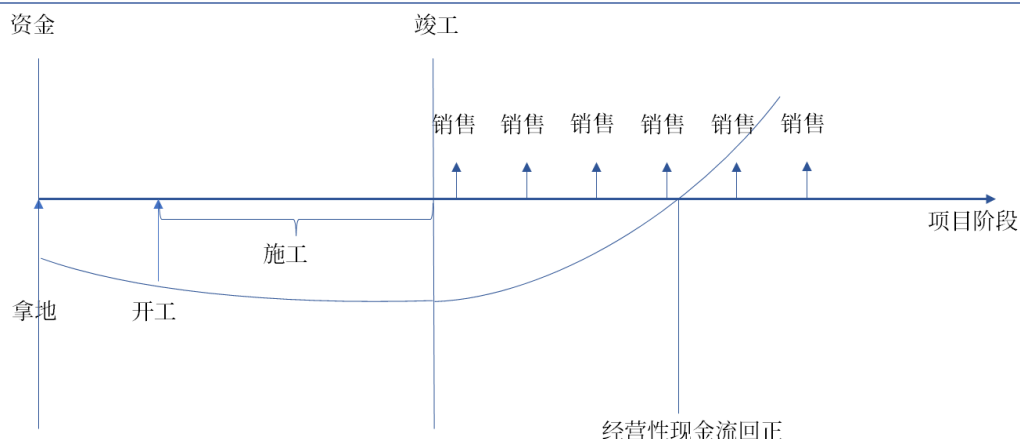
图50：期房占比 VS 在建项目占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

房地产为重资本行业，房屋建造所需资金较多，若待住房完全竣工后进行销售则资金回笼所需周期较长。从拿地至竣工至少需要2-3年的时间，若销售耗时1年，叠加按揭贷款审批发放的时间、购房者分期付款等因素，项目全程耗时至少3年。从现金流回正的角度，假设项目净利润率为10%，则项目竣工后或须销售90%同时取得按揭贷款额作为销售回款才可实现现金流回正（不考虑所融资金在项目竣工后持续产生融资成本）。若按这种方式进行销售，则现金流回正所需时间较长。

图51：项目竣工后启动销售情况下的现金流情况



资料来源：中国银河证券研究院

考虑到以上方式的销售机制下，开发商资金回流的周期较长，因此部分城市或在预售的基础上采取 1) 提高预售门槛、2) 减缓预售资金存入房屋相关账户的速度、3) 加强预售资金监管等措施。

1) 提高预售门槛：

目前我国多数城市的预售制度为房企满足投入开发建设资金达到工程建设总投资的 25% 以上等要求可获得预售许可证。因此，部分城市提高预售门槛，如将预售条件适当调整为项目实现封顶或项目进度完成 80% 以上、精装房屋实现房屋毛坯竣工后才可申请预售资格等。

2) 减缓预售资金存入速度

目前购房者申请按揭贷款后，银行即将按揭款打入开发商预售监管资金账户中，即开发商的资金回流速度相对较快。若将预售款项（包括首付款和按揭款）按照工程进度打入开发商资金账户中，或规定项目竣工交付前打入开发商资金账户的预售款比例上限，以此制约开发商资金回流较快或私自挪用资金的情况。

3) 加强预售资金监管

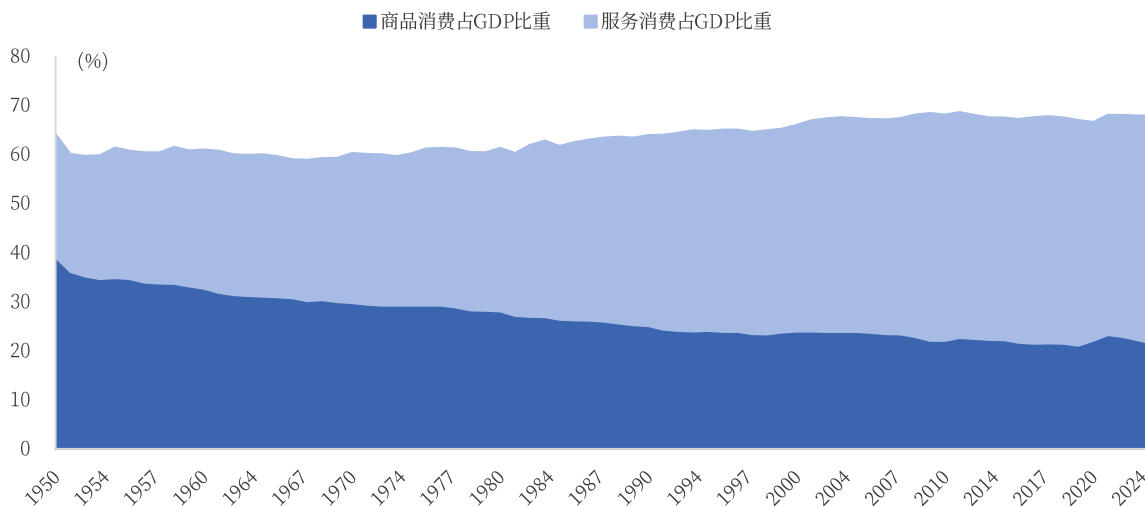
目前我国预售资金的监管主要由银行进行，如监管银行按固定周期出具预售资金收缴支出对账单，并明确资金支出用途，开发商将工程进度以及预售资金的收支状况向行政主管部门备案。若参考中国香港的监管制度，由律师或其他无利益关联的第三方进行资金监管，在开发商施工过程中遇到支付工程款等需支出预售资金的情况时，由该第三方支配资金划拨，进一步加大开发商挪用资金的难度。利用第三方进行资金监管的好处是银行本身会监督管理资金的划拨，同时政府相关部门进一步监管第三方，加大第三方违反规定腾挪资金后的“犯错成本”。

四、商业地产：服务类消费重要性凸显

（一）体验式消费全业态布局支撑服务消费

2025年4月政治局会议中提到“大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用”，我们认为服务类消费有望成为消费赛道的增量。以美国为例，2023~2024年，美国个人消费占GDP比重维持在67.9%。我们根据消费物品将居民消费拆分，2024年美国个人商品类消费支出和服务类消费支出占GDP比重分别为21.40%、46.50%。从发展趋势看，服务类消费支出占比自1970年开始超过商品类消费支出占比。服务有望成为支撑我国消费增长的重要组成部分。

图52：美国个人消费中商品和服务分别占GDP比重

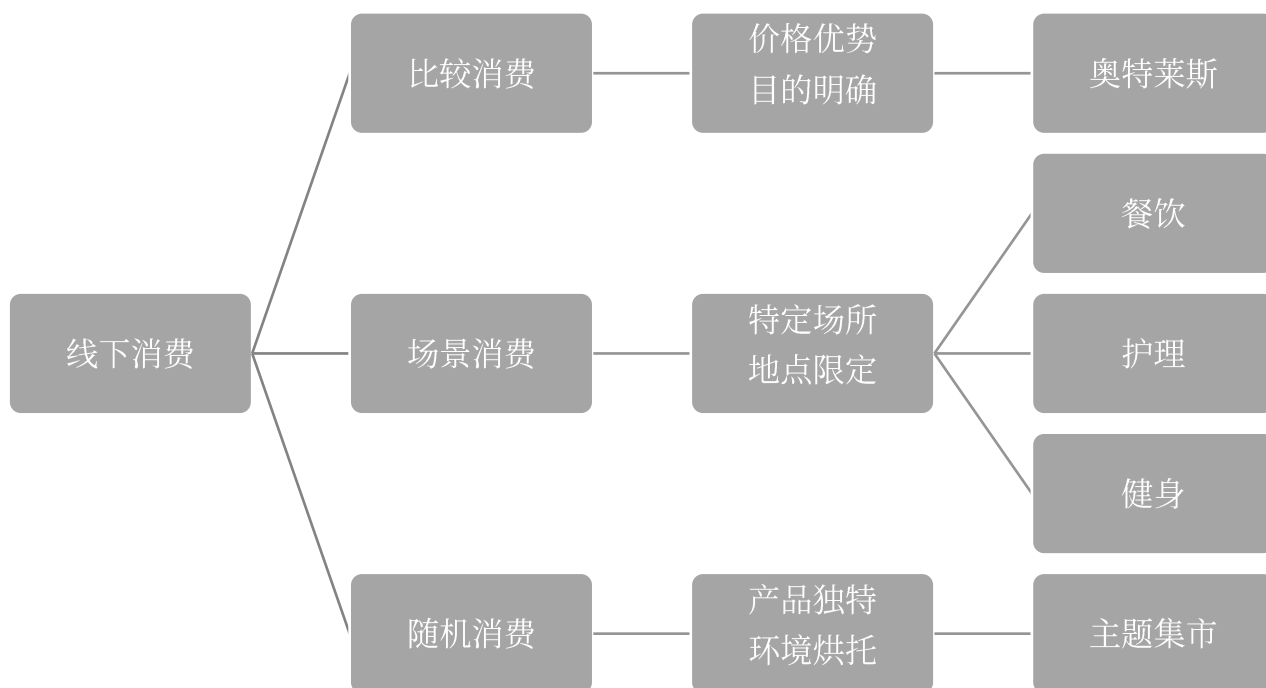


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

服务类消费主要包括消费者为非商品提供的消费体验支付相应的价格，包括健康服务、休闲服务等，具有无形性。这与线上消费具有较强的互补性。线下商品消费受到线上实物消费更加便利、价格优势的冲击，近年来的线下社零消费表现相对较弱，线下服务消费则可有效弥补线上消费附加服务不足、消费者无法获得身临其境购物体验的缺陷。作为居民消费的主要场所之一，全业态购物中心可为消费者提供商品和体验消费相结合的购物体验，如在原有的服饰、鞋帽、餐饮、茶咖等业态的基础上布局影院、康养、护理、健身等业态。

服务消费还有望吸引消费者进行场景类消费和随机消费。购物中心既可通过服务类业态吸引客流，消费者在购物中心体验服务过程中或介绍服务体验后，或产生餐饮消费。部分购物中心利用空间优势打造体验式景点，如利用色彩设计打造“打卡地”、定期安排主题展览等，吸引客群前往，消费者或同样产生随机性消费（如购买展览文创）或场景类消费（如就餐、购买茶咖等）。

图53：线下消费分类

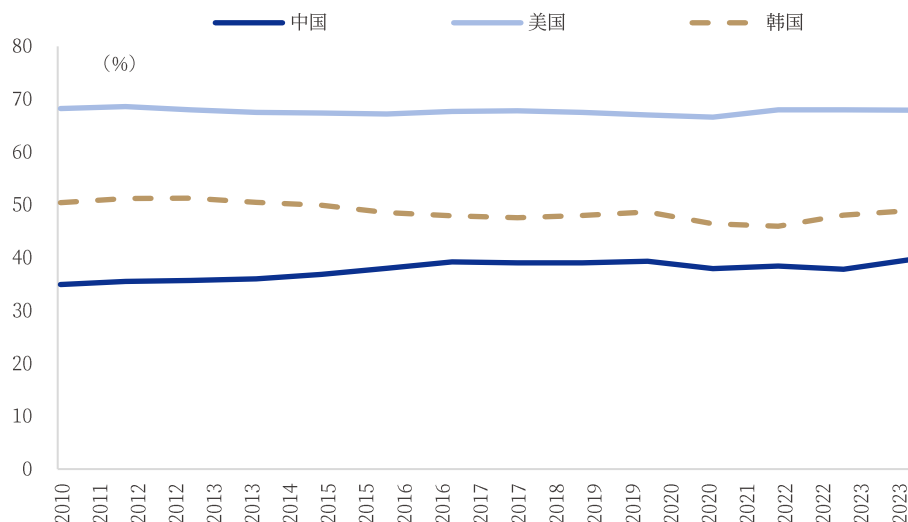


资料来源：中国银河证券研究院

（二）消费待复苏，购物中心市场庞大

2023 年我国社零总额 47.15 万亿元，当年消费率为 56.8%，居民消费对 GDP 的贡献比例为 39.6%，远低于同期美国的 67.90%，与韩国同期 48.93% 同样具有一定的差距。从居民消费占比看，我国的居民消费具有较大的发展潜力。

图54：2010 年-2023 年我国与美国、韩国的居民消费对 GDP 贡献比较

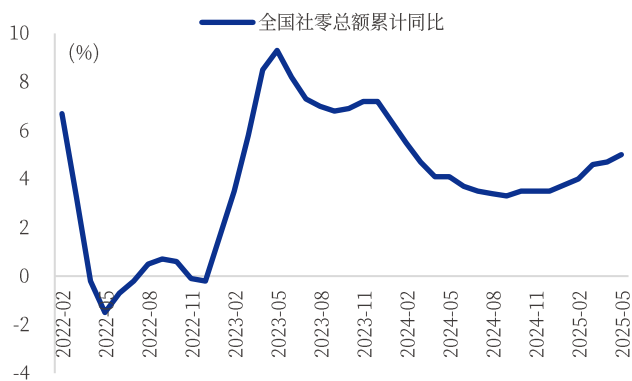


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024 年以来，随着刺激消费的政策陆续出台，服务类消费（餐饮）、商品类消费（零售品）均

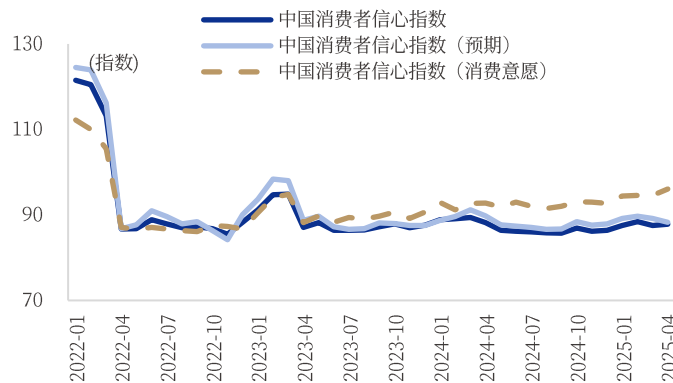
有望改善。2025 年 5 月，全国社会消费品零售总额累计同比增长 6.4%；2025 年 5 月消费者信心指数（消费意愿）修复至 96.10，整体呈现逐渐修复趋势。2025 年 3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》中提到“全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿”。随着各项政策落地（如各地“消费券”逐步发放），消费意愿有望进一步提振。

图55：截至 2025 年 5 月全国社零累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图56：截至 2025 年 5 月消费者信心指数

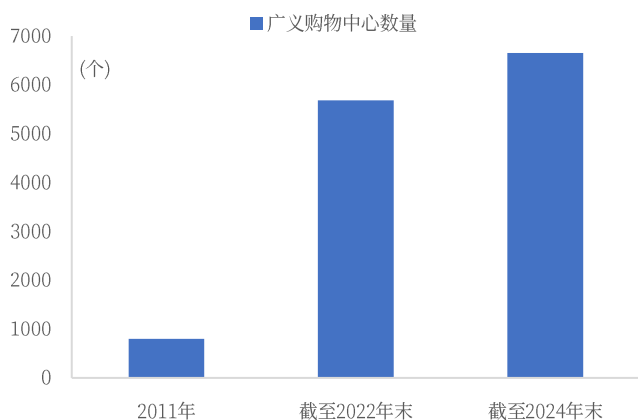


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

根据赢商大数据统计，我国购物中心数量从 2011 年的 800 家增长到 2022 年的 5686 家，2024 年共开业集中式商业项目 436 个，假设无单一购物中心闭店，则截至 2024 年末我国共有 6651 家购物中心。行业规模迅速发展，2011 年购物中心体量为 6818.75 万方，按照我们如上假设得到 2024 年末体量为 5.37 亿方，即经粗略计算，截至 2024 年末我国购物中心规模 CAGR 为 15.89%。购物中心存量市场庞大。

从增量看，2024 年新开业 436 个购物中心，对应的开业体量为 3417 万方。纵向对比下，2024 年新开业商业数量为 2015 年以来同期最低，但绝对值表现依然在 400 个以上，对应的建面维持在 3000 万方以上，增量市场依然可观。新开业商场彰显潜在待释放的消费需求，在消费刺激政策逐渐落地的背景下，消费陆续复苏值得期待。

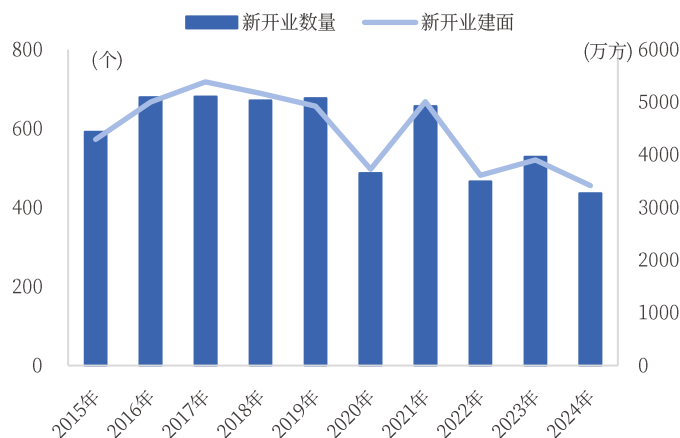
图57：截至 2024 年（含假设）全国广义购物中心开业数量



资料来源：华夏华润商业 REIT 招募说明书，赢商网，中国银河证券研究院

注：2023 年、2024 年数据为赢商网集中式商业项目数据，假设 2023、2024 年无购物中心闭店

图58：2015~2024 年新开业集中式商业项目数量及规模

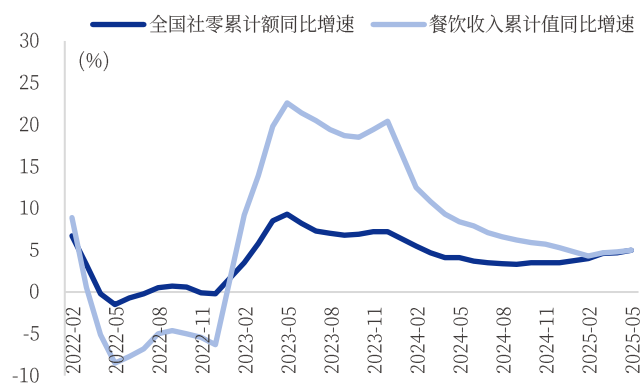


资料来源：赢商网，中国银河证券研究院

从业态看，由于居民进行线下消费在购买商品之外还需时间成本和交通成本，因此线下消费的发生需前置必要性条件。餐饮业态具有场景的必要性和消费的必须性，在横向比较下，餐饮业态的

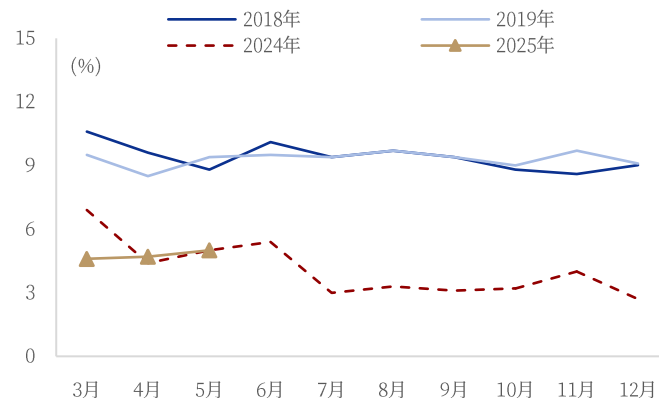
表现略优于社零整体表现。截至 2025 年 5 月，全国餐饮收入 2.28 万亿元，同比增长 5.0%，截至 2025 年 4 月，餐饮持续优于全国社零整体的同比增速，2025 年 5 月两者同比增速一致。在纵向比较下，将 2025 年截至 5 月当月同比增速与 2018 年、2019 年、2024 年比较，我们认为全国餐饮当月表现逐渐修复。

图59：2022 年至今全国社零和餐饮收入累计同比增速比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图60：2018-2019、2024-2025 年至今全国餐饮当月收入同比增速



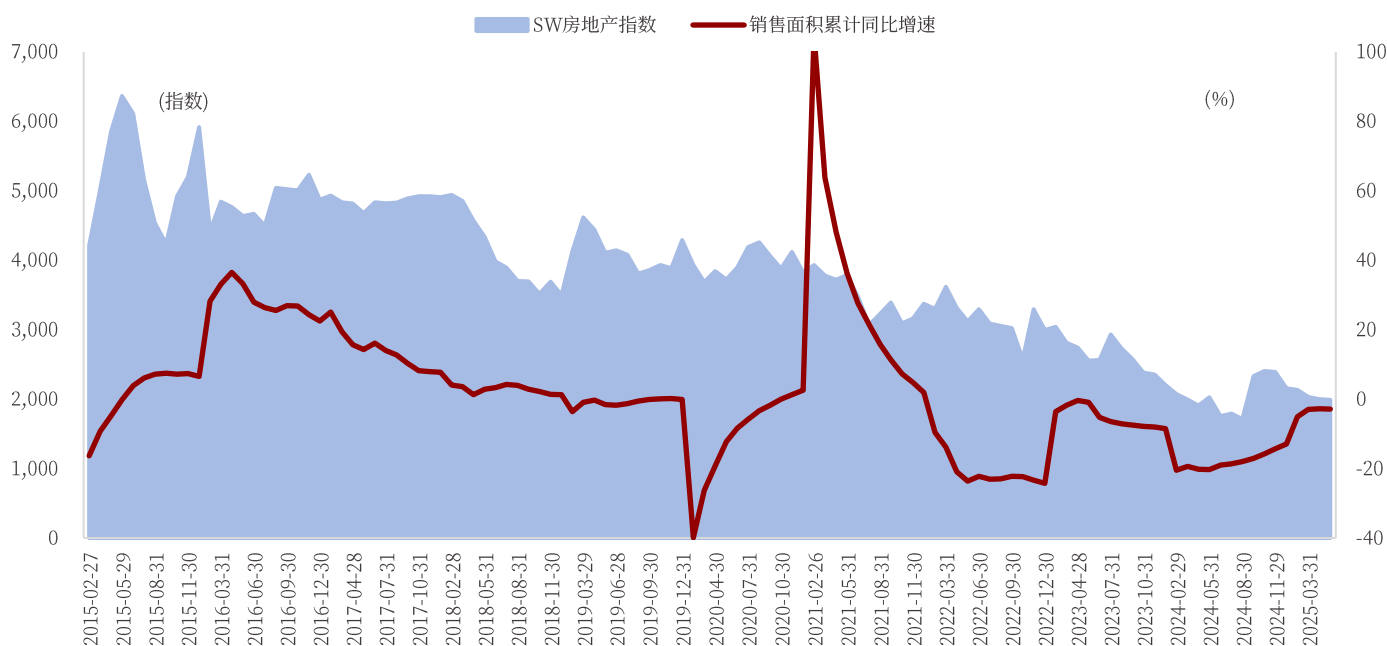
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

（一）估值

我们将商品房销售面积累计同比增速与 SW 房地产指数走势类比，2024 年 9 月出台“924”一揽子政策后，股价经历小幅上浮，随后基本面逐渐修复。随着销售同比降幅逐渐收窄，板块亟待基本面的修复带动股价抬升。

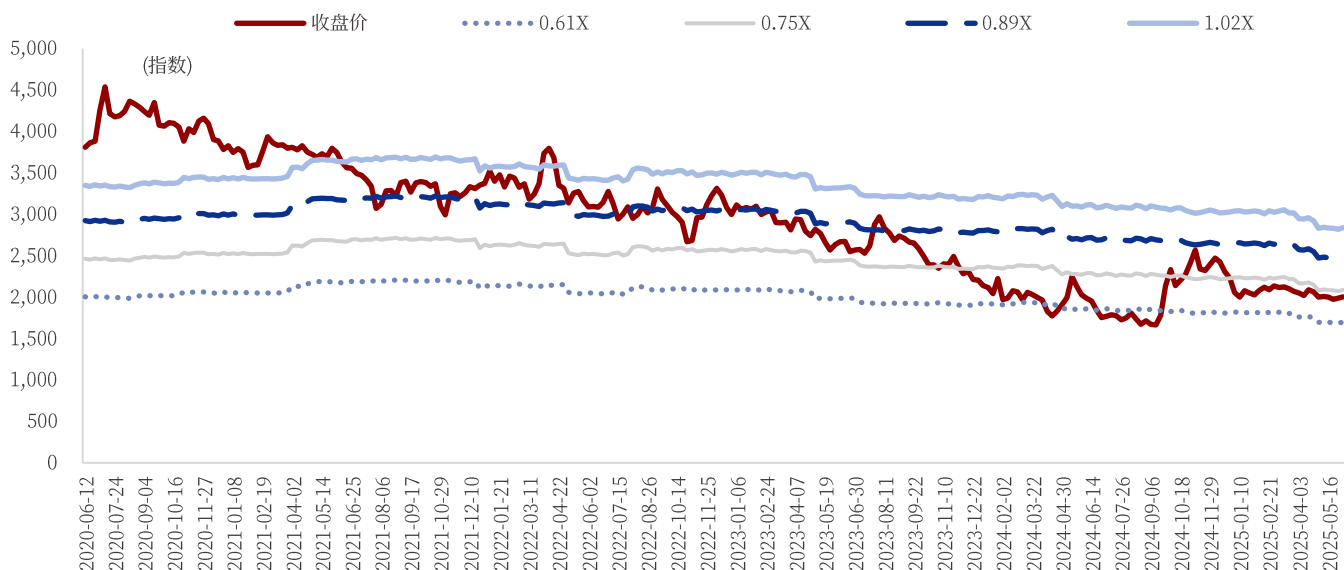
图61：2015-2025 年 5 月 SW 房地产指数与商品房销售面积累计同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从 PB 估值看，2025 年开年以来，行业整体进入 PB 相对平稳的阶段。政策端，2024 年四季度持续推出相应的支持性政策，在政策的作用下，行业基本面在 2025 年一季度有所修复。随着行业稳定发展态势逐渐巩固，行业配置价值逐渐凸显。

图62：2020年6月至今的SW 房地产指数 PB-Band



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：以上数据截至2025年5月31日收盘

2025年1-3月楼市表逐渐修复，考虑到外部因素的影响，4月居民购房意愿转淡，因此4月销售金额同比降幅略有扩大。5月出台一揽子金融政策，下调公积金贷款利率，进一步降低居民的购房成本，随后5年期LPR降至3.50%，政策对地产支持力度进一步加大。我们认为在政策的效果有望在年中-下半年逐渐展现。我们预测2025年房地产销售面积同比下降3.82%、房地产投资额同比下降9.30%、新开工面积同比下降14.18%、施工面积同比下降11.98%。

我们认为行业楼市销售逐渐修复，投资承压，部分房企拿地意愿改善。在政策效果逐渐展现的基础上，行业估值或迎来整体修复，头部房企或凭借融资成本较低和核心区域高市占率的优势实现运营改善，并通过估值修复实现整体的β机会。我们看好：招商蛇口、保利发展、华润万象生活、滨江集团、新城控股、招商积余、龙湖集团；建议关注：1) 优质开发：绿城中国、华润置地、中国海外发展；2) 优质物管：绿城服务；3) 优质商业：恒隆地产；4) 代建龙头：绿城管理控股；5) 中介龙头：贝壳-W、我爱我家。

（二）重点公司

1. 开发

行业整体规模或较去年收缩，政策的支持力度不断扩大。由于楼市稳定态势仍需巩固，房企结算毛利率或将进一步筑底。行业或出现尾部房企出清，龙头持续深耕核心区域的情况。因此，头部房企或凭借融资成本较低和核心区域高市占率的优势实现运营改善，并通过估值修复实现整体的β机会。

表5：开发部分主要上市公司 EPS 和 PE

股票代码	股票名称	EPS				PE				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
001979.SZ	招商蛇口	0.45	0.54	0.61	0.66	19.29	16.07	14.23	13.15	推荐
600048.SH	保利发展	0.42	0.43	0.44	0.45	19.36	18.91	18.48	18.07	推荐
002244.SZ	滨江集团	0.82	0.9	0.94	0.97	11.43	10.41	9.97	9.66	推荐
601155.SH	新城控股	0.33	0.35	0.37	0.40	38.18	36.00	34.05	31.50	推荐
0960.HK	龙湖集团	1.58	0.9	0.92	0.95	5.69	9.99	9.77	9.46	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院
注：以上 2025 年 5 月 31 日收盘价计算，汇率取 1HKD=0.9147CNY

2.存量

REITs 底层资产较优质，如保障性租赁住房、购物中心、仓储物流等优质资产具有运营优势，维持高出租率和稳定的租金收入，因此有望实现稳定，在利率下行通道中，具备投资优势。盘活存量资产下，保障性租赁住房、购物中心、仓储物流、能源基础设施、环保、产业园区等或为 REITs 扩容的重要方向。

在房地产新模式下，存量住房的重要性逐渐凸显。老旧小区和次新小区的体量可观，因此物业管理的规模有望持续提升。优质物业公司或在第三方外拓领域发力，具有优秀的外拓能力、运营能力和品牌效应的物管公司值得关注。在新一轮需求侧政策刺激下，存量住房的交易有望提振，我们看好重修深耕高能级城市、市占率领先的专业房地产经纪公司。

商业地产具备稳贡献现金流的特点。根据消费复苏的趋势，核心区域的出租率和租金表现有望优于整体市场表现；体验式业态消费的复苏有望领先高端消费的复苏。因此我们看好长期布局核心区域的体验式业态的商业地产公司以及具备强运营能力实现轻资产扩张的商管公司。

表6：存量部分主要上市公司 EPS 和 PE

股票代码	股票名称	EPS				PE				子行业
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
001914.SZ	招商积余	0.79	0.88	0.98	1.07	15.29	13.73	12.33	11.29	物管
2423.HK	贝壳-W	1.15	1.56	2.00	2.40	39.69	29.26	22.82	19.02	经纪
000560.SZ	我爱我家	0.03	0.10	0.13	0.15	103.00	30.90	23.77	20.60	经纪
1209.HK	华润万象生活	1.54	1.80	2.10	2.40	21.43	18.33	15.71	13.75	商业
0101.HK	恒隆地产	0.46	0.51	0.58	0.63	13.48	12.16	10.69	9.84	商业
600895.SH	张江高科	0.63	0.68	0.70	0.72	39.62	36.71	35.66	34.67	商业

资料来源：Wind，中国银河证券研究院
注：以上 2025 年 5 月 31 日收盘价计算，汇率取 1HKD=0.9147CNY；斜体均为 Wind 一致预期根据 Wind 一致预期计算（取 2025 年 6 月 19 日数据）

六、风险提示

宏观经济不及预期的风险

房价大幅波动的风险

人口不及预期的风险

城镇化发展不及预期的风险

物价大幅波动的风险

政策推动和实施不及预期的风险

房屋销售不及预期的风险

房地产投资不及预期的风险

图表目录

图 1: 商品房销售面积累计值及同比增速	9
图 2: 商品房销售额累计值及同比增速	9
图 3: 全国单月商品房销售面积	9
图 4: 商品房累计销售均价及同比增速	9
图 5: 商品房期现销售面积同比增速	10
图 6: 期现增速差额	10
图 7: 京广深二手住宅累计成交面积同比增速	10
图 8: 贝壳经纪人数量	10
图 9: 2023 年-2025 年 5 月重点 28 城商品住宅库存规模	11
图 10: 截至 2025 年 5 月重点 28 城商品住宅去化周期	11
图 11: 2015 年-2025 年 5 月全国商品房待售面积及同比增速	11
图 12: 2015 年 7 月-2025 年 5 月全国待售商品房去化周期	11
图 13: 新开工面积累计值及同比增速	12
图 14: 竣工面积累计值及同比增速	12
图 15: 房地产投资额累计值及同比增速	12
图 16: 房地产投资细项占比	12
图 17: 百城土地累计及单月成交建面同比增速	13
图 18: 各能级城市土地成交总价累计值同比增速	13
图 19: 土地成交溢价率	13
图 20: 百城土地成交总价占比	13
图 21: 2015 年-2025 年住宅销售均价同比增速与领先 8 个月百城土地成交楼面价同比增速	14
图 22: 2015-2024 年 TOP15 房企调整后毛利率	14
图 23: 2015-2025 年各年前 5 月累计销售面积及较上年完成度	15
图 24: 近十年居民部门杠杆率（含预期）	15
图 25: 近十年个人住房贷款余额/住户贷款总额（含预期）	15
图 26: 近十年商贷和公积金贷款投放	15
图 27: 近十年住房交易总额及同比增速（均含预期）	16
图 28: 近十年 LTV（含预期）	16
图 29: 近十年商品住宅销售额（含预期）	16
图 30: 近十年商品住宅销售面积（含预期）	16
图 31: 近十年新开工面积（含预期）	17
图 32: 近十年施工面积（含预期）	17

图 33: 近十年建安投资 (含预期)	18
图 34: 近十年施工单价 (含预期)	18
图 35: 近十年土地购置 (含预期)	18
图 36: 近十年房地产投资额 (含预期)	18
图 37: 预售制度	19
图 38: 2015 年-2021 年全国商品房现房和期房销售表现	20
图 39: 2015 年-2022 年 12 月商品房广义库存去化周期.....	20
图 40: 2015-2022 年商品房狭义库存去化周期	20
图 41: 2016-2020 年上市房企截至各年末的剔除预收账款后的资产负债率水平 (单位: %)	21
图 42: 2021 年-2025 年 5 月现房和期房销售表现	21
图 43: 2020 年-2025 年 5 月商品房广义库存去化周期	21
图 44: 2021-2025 年 5 月商品房狭义库存去化周期	22
图 45: 2021-2024 年上市房企截至各年末的剔除预收账款后的资产负债率水平 (单位: %)	22
图 46: 2015-2025 年 4 月部分主要城市商品住宅去化周期 (单位: 个月)	23
图 47: 截至 2025 年 4 月部分城市商品住宅去化周期.....	23
图 48: 2012 年以来我国商品住宅广义库存规模及去化周期	24
图 49: 商品住宅广义库存中狭义库存与在建库存	24
图 50: 期房占比 VS 在建项目占比	24
图 51: 项目竣工后启动销售情况下的现金流情况	25
图 52: 美国个人消费中商品和服务分别占 GDP 比重	26
图 53: 线下消费分类	27
图 54: 2010 年-2023 年我国与美国、韩国的居民消费对 GDP 贡献比较.....	27
图 55: 截至 2025 年 5 月全国社零累计同比增速	28
图 56: 截至 2025 年 5 月消费者信心指数	28
图 57: 截至 2024 年 (含假设) 全国广义购物中心开业数量.....	28
图 58: 2015~2024 年新开业集中式商业项目数量及规模	28
图 59: 2022 年至今全国社零和餐饮收入累计同比增速比较	29
图 60: 2018-2019、2024-2025 年至今全国餐饮当月收入同比增速.....	29
图 61: 2015-2025 年 5 月 SW 房地产指数与商品房销售面积累计同比增速	30
图 62: 2020 年 6 月至今的 SW 房地产指数 PB-Band	31
表 1: 2024 年 9 月以来主要宏观层面针对房地产的政策	4
表 2: 2025 年 1 月至今一线城市房地产相关的部分政策汇总.....	7
表 3: 近十年商品房销售额和销售面积 (含预期)	17
表 4: 近十年房地产投资、开工、施工及相应同比增速 (含预期)	18
表 5: 开发部分主要上市公司 EPS 和 PE	32

表 6: 存量部分主要上市公司 EPS 和 PE	32
--------------------------------	----

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，5年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，中国香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn