

房地产行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

房地产组

分析师：池天惠（执业 S1130524080002）
chitianhui@gjzq.com.cn

分析师：何裕佳（执业 S1130525070009）
heyujia@gjzq.com.cn

联系人：陈健照
chenjianzhao@gjzq.com.cn

地产 2025 年中报业绩总结：止跌回稳进行中，投资强度亮眼

基本结论

资产负债表：基本满足三道红线要求，短期有息负债占比有所下滑。2025 年上半年重点房企现金短债比变化趋势有所分化，部分房企通过良好的资金管理，在过去几年现金短债比实现显著上涨，金地、万科、绿地现金短债比小于 1，未来仍然较大偿债压力；多数重点房企剔除预资产负债率有所下滑，反映整体地产行业处于缩表的阶段，公司主动调整负债规模。部分重点房企 2025H1 短期有息负债占比下滑，利用自身优质调整融资结构。存货结构方面，2025H1 央企存货有所回升，其他房企仍然处于去库存阶段。合同负债方面，2025H1 除建发国际集团、招商蛇口、绿城、中国金茂以外，其他房企的合同负债均出现回落，反映 2025 年上半年各家房企销售依旧承压。资产减值损失方面，2025H1 除建发国际集团以外，其他重点房企的资产减值损失相比 2024 年有所缩小，主要受（1）年内房价下行速度相比前期有所放缓，资产减值幅度减小；（2）部分房企资产减值节奏放在下半年等因素影响。

利润表：部分房企营收企稳回升，归母净利润整体承压。2025H1 多数重点房企营收开始回升，14 家重点房企中有 8 家出现营收同比上涨。从绝对规模来看，保利发展仍然处于行业前列，央企仍然是营收规模中占比较高的房企类型，2025H1 共有 8 家房企营收在 500 亿以上。利润方面，2025 年上半年 14 家重点房企中共有 9 家归母净利润出现下滑，反映从盈利能力来看，多数房企仍然被前期项目拖累。从绝对规模来看，华润置地、中国海外发展、龙湖集团排名前三。2025H1 重点房企毛利率变化趋势出现分化，其中滨江集团实现毛利率提升幅度最大，同比提升 2.7pct，主因是投资上聚焦杭州以及通过较强的产品力获得市场认可；龙湖毛利率下滑幅度最大，同比下滑 7.9pct。销管费率方面，2025H1 披露数据来看，14 家重点房企中有 8 家销管费率出现下滑。滨江作为改善型房企的优秀代表，整体销管费率近年来不断保持下行，且整体水平处于行业较为领先的地位。

经营端：销售承压，投资扩张，土储下降，融资成本下行。从全口径销售金额来看，2025H1 仅剩保利、中海、华润两家开发商的销售额在 1000 亿以上，500-1000 亿有招商蛇口、绿城、建发等 8 家。行业销售额 TOP5 为四大央企（保利、中海、华润、招商）及 1 家混合所有制（绿城）。从销售金额同比来看，2025H1 有 5 家房企实现同比上涨，其中中国金茂的销售额录得同比+20%的增幅。从投资金额同比来看，虽然供给端各地方政府普遍缩减了推地规模，但是需求端房企投资意愿回升（销售有所好转，后市房价有望企稳回升）或供地质量显著提升（部分热门地块溢价率较高），因此 2025 年上半年多数房企的投资额同比大幅上涨。土储方面，2025 年上半年多数房企的土储建面进一步下降，其中降幅较大的是龙湖、万科、金地等。融资成本方面，随着利率中枢的下行以及金融支持地产的加码，2025 年上半年开发商融资成本继续下降，招商、保利、中海、华润四大央企的融资成本从 8% 降至 9% 的水平。

投资建议

进入二季度后，商品房成交跌幅再度出现扩大的趋势，随着北京五环外以及上海外环外限购套数取消等政策落地后，预计进入四季度地产成交量有望迎来反弹，助推基本面进一步止跌回稳。考虑到当前地产板块估值偏低，建议逢低配置地产股。从当前行业趋势来看，不同城市之间的分化较为明显，其中一线城市以及部分二线城市修复趋势明显好于其他城市，因此我们首推重点布局深耕杭州，主打改善产品，具备持续拿地能力的房企，如**滨江集团、建发国际集团、绿城中国**。稳健选择头部央企国企，如**招商蛇口、中国海外发展**等，其财务安全稳健，资产质量高，在经历高地价项目和存货计提减值后，预计未来毛利率将持续改善，引导估值提升。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

内容目录

房企选择.....	4
一、资产负债表：基本满足三道红线要求，短期有息负债占比有所下滑.....	4
1.1、三道红线：多数重点房企均满足三道红线的要求.....	4
1.2、短期有息负债占比有所下滑.....	5
1.3、存货：央企存货有所回升，其他房企仍然处于去库存阶段.....	6
1.4、合同负债：多数房企出现下滑.....	6
1.5、资产减值损失：多数房企资产减值损失有所收窄.....	7
二、利润表：部分房企营收企稳回升，归母净利润整体承压.....	8
2.1、营业收入：部分房企开始企稳回升.....	8
2.2、归母净利润：整体依旧承压.....	9
2.3、毛利率、净利率：毛利率有所分化，净利率维持下滑趋势.....	10
2.4、销管费率：整体表现有所分化.....	11
三、经营端：销售承压，投资扩张，土储下降，融资成本下行.....	13
3.1、销售额普遍下降，改善型房企销售价格上升.....	13
3.2、投资金额及强度明显提升，央国企及改善型房企主导土地市场.....	14
3.3、土储建面规模维持下降，.....	16
3.4、开发商融资成本继续下降.....	16
四、投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 房地产开发企业分类统计.....	4
图表 2： 2025H1 年多数重点房企现金短债比出现下滑.....	4
图表 3： 2025H1 多数重点房企剔除预资产负债率有所下滑.....	5
图表 4： 2025H1 多数重点房企的净负债率有所提升.....	5
图表 5： 2025H1 多数重点房企的短期有息负债占比回落.....	6
图表 6： 2025H1 多数重点房企总存货下滑（亿元）.....	6
图表 7： 2025H1 多数重点房企合同负债出现下滑（亿元）.....	7
图表 8： 2025H1 多数重点房企资产减值损失有所回落（亿元）.....	7
图表 9： 2025H1 多数重点房企资产减值损失占净资产比例有所下滑.....	8
图表 10： 2025H1 部分重点房企资产减值损失占净利润比例有所上涨.....	8
图表 11： 2025H1 多数重点房企营收回升（亿元）.....	9

图表 12: 2025H1 多数重点房企营收同比出现上涨.....	9
图表 13: 2025H1 多数重点房企归母净利润下滑 (亿元).....	10
图表 14: 2025H1 多数重点房企归母净利润同比下滑.....	10
图表 15: 2025H1 重点房企毛利率有所分化.....	11
图表 16: 2025H1 多数重点房企净利率维持下行趋势.....	11
图表 17: 2025H1 重点房企销管费率有所分化.....	12
图表 18: 2025H1 部分重点房企销售费率有所提升.....	12
图表 19: 2025H1 部分重点公司管理费有所下滑.....	13
图表 20: 2025H1 央国企开发商的销售额仍然靠前 (亿元).....	13
图表 21: 2025H1 多数房企销售额同比下滑 (%).....	14
图表 22: 2025H1 越秀、金茂、建发、绿城的销售价格上升 (元/平).....	14
图表 23: 2025H1 投资金额较大的主要是央国企、改善型开发商 (亿元).....	15
图表 24: 2025H1 多数房企的投资额同比大幅上升 (%).....	15
图表 25: 2025H1 多数房企投资强度有所提升.....	16
图表 26: 2025H1 多数房企的土储建面进一步下行 (万方).....	16
图表 27: 2025H1 房企融资成本均有所下降.....	17
图表 28: A 股地产 PE-TTM.....	17
图表 29: 港股地产 PE-TTM.....	18
图表 30: 覆盖公司估值情况.....	18

房企选择

基于 2025 年半年报披露情况以及当前市场的变化情况，我们选取在 A 股和 H 股上市的 14 家以房地产开发为主业的上市公司作为重点房企进行研究分析。

图表1：房地产开发企业分类统计

性质	名称	A 股/H 股
央企	保利发展	A
	中国海外发展	H
	华润置地	H
	招商蛇口	A
	中国金茂	H
国企	建发国际集团	H
	越秀地产	H
	A 公司	A
民企	滨江集团	A
	龙湖集团	H
混合所有制	万科 A	A
	绿城中国	H
	金地集团	A
	绿地控股	A

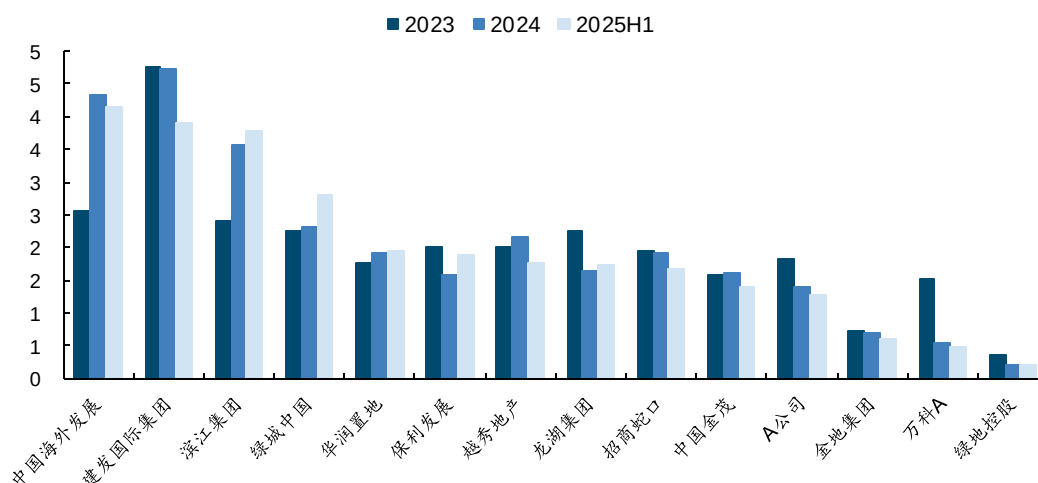
来源：wind，国金证券研究所

一、资产负债表：基本满足三道红线要求，短期有息负债占比有所下滑

1.1、三道红线：多数重点房企均满足三道红线的要求

2025H1 重点房企现金短债比变化趋势有所分化。值得关注的是滨江、绿城，其通过良好的资金管理，在过去几年现金短债比实现显著上涨。华润置地、保利发展等房企背靠央企国企的信用，2025 年现金短债比相比 2024 年末有所修复。目前金地、万科、绿地现金短债比小于 1，未来仍然较大偿债压力。

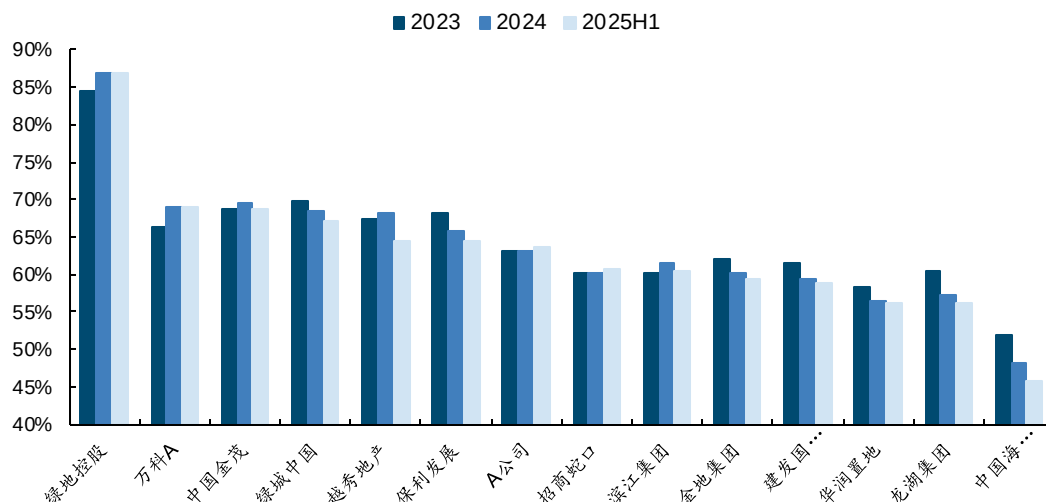
图表2：2025H1 年多数重点房企现金短债比出现下滑



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2025H1 多数重点房企剔除预资产负债率相比 2024 年末有所下滑，主要集中在央国企及部分优质民企。重点房企中仅绿地控股的剔除预资产负债率超过 70%

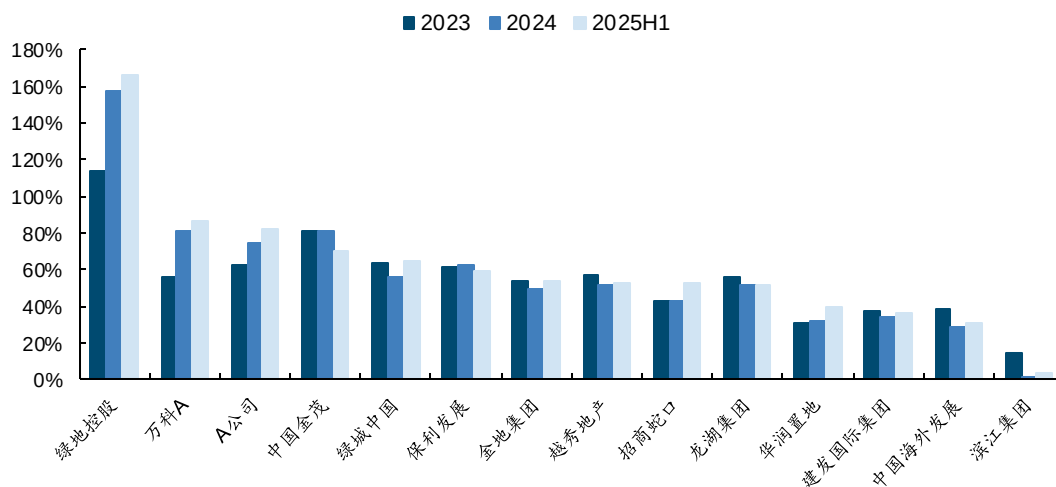
图表3：2025H1 多数重点房企剔除预资产负债率有所下滑



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2025H1 多数重点房企净负债率高于去年同期，考虑到 2025 年上半年各家房企参与土拍的积极度有所提升，带动净负债率有所回升。从细分房企来看，滨江集团净负债率小于 5%，体现了其优秀的资金管理能力。目前仅绿地控股净负债率超过 100%。

图表4：2025H1 多数重点房企的净负债率有所提升

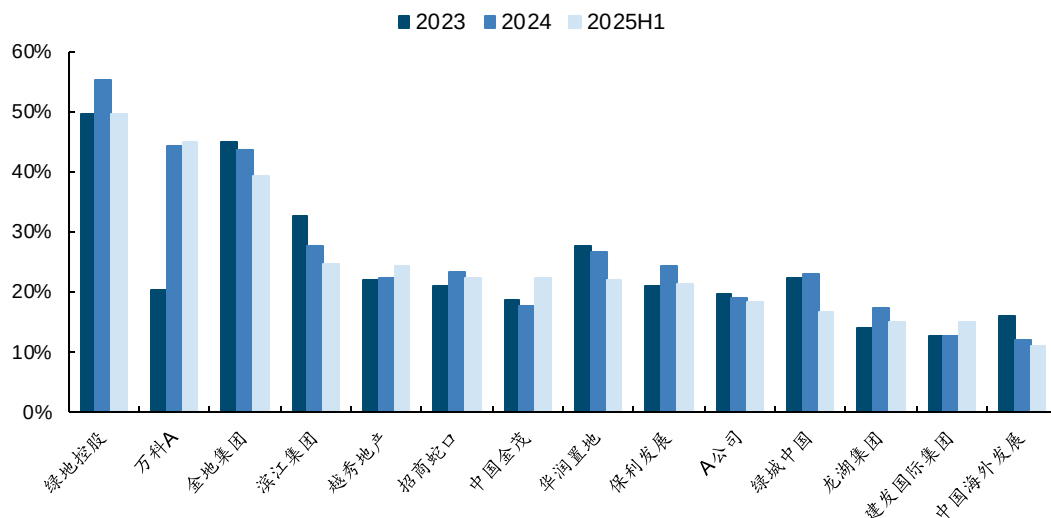


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.2、短期有息负债占比有所下滑

2025H1 多数重点房企短期有息负债占比回落，其中下滑幅度最高的是绿城，反映其通过发债有效置换部分短期到期债务。从比例的分布结构来看，除了绿地控股、万科、金地占比偏高以外，其他房企短期有息负债占比均低于 30%，反映优质房企通过优化债务结构避免短期偿债压力过高。

图表5：2025H1 多数重点房企的短期有息负债占比回落

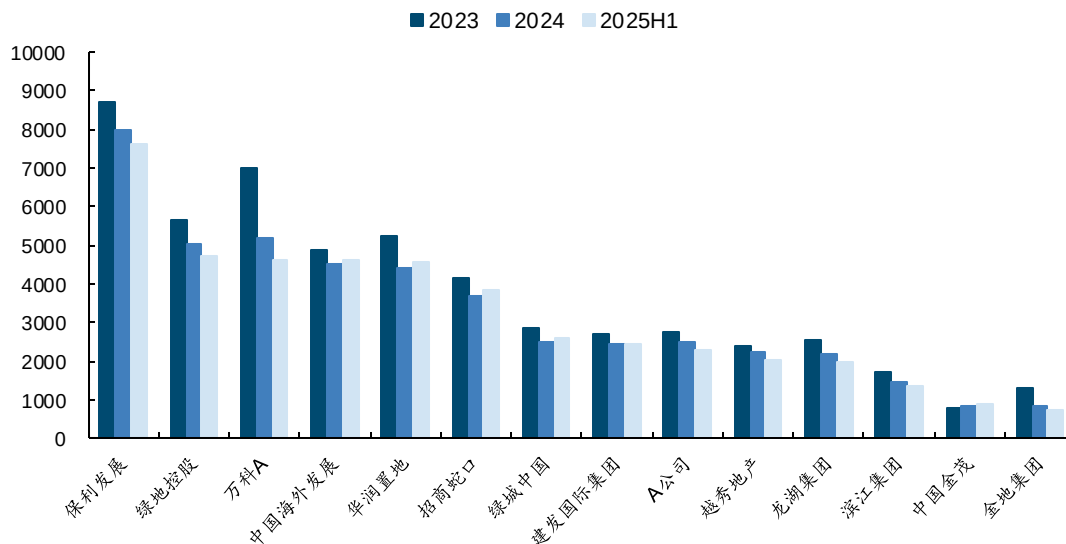


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.3、存货：央企存货有所回升，其他房企仍然处于去库存阶段

从存货的变化趋势来看，如中国金茂、华润置地、招商蛇口、中国海外发展等央企存货有所回升，反映央企领先行业企稳，积极开拓新产品；而其他重点房企总存货维持下滑趋势，反映多数房企仍然处于去库存的阶段，在行业尚未明确企稳之前，房企仍然将重心放在原有未售出的库存出清。

2025H1 多数重点房企总存货下滑（亿元）

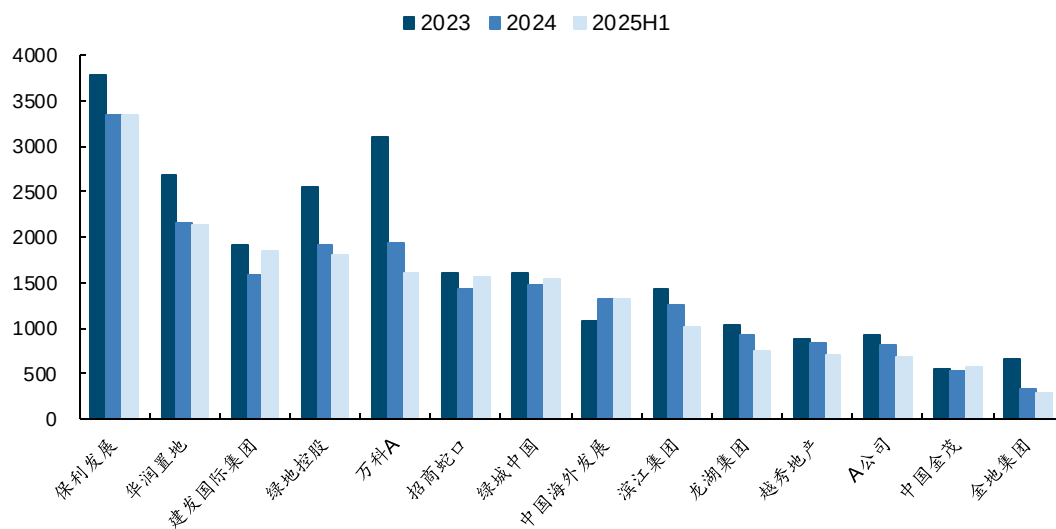


来源：wind，国金证券研究所

1.4、合同负债：多数房企出现下滑

2025H1 除建发国际集团、招商蛇口、绿城、中国金茂以外，其他房企的合同负债均出现回落，反映 2025 年上半年各家房企销售依旧承压，从下滑幅度来看，万科 2025H1 合同负债相比 2024 年末减少超过 300 亿，反映其当前销售压力较大。

图表7：2025H1 多数重点房企合同负债出现下滑（亿元）

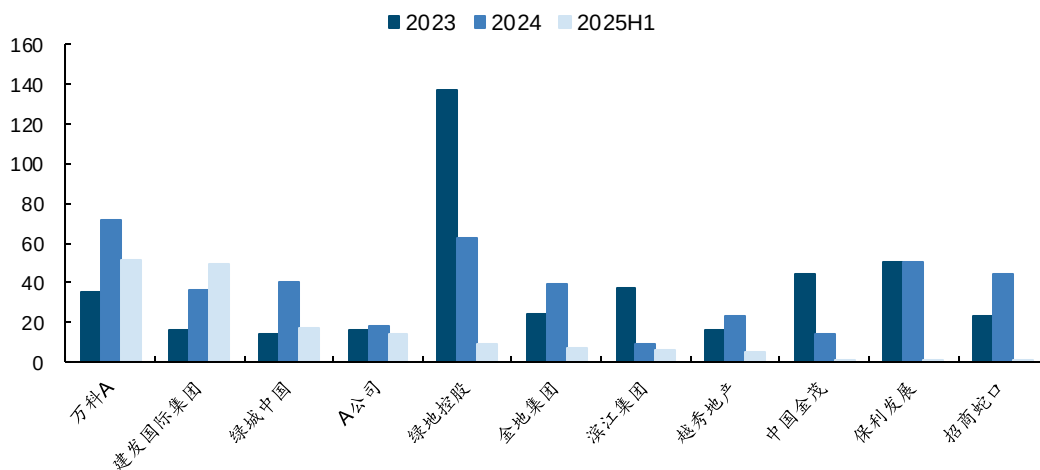


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.5、资产减值损失：多数房企资产减值损失有所收窄

2025H1 除建发国际集团以外，其他重点房企的资产减值损失相比 2024 年有所缩小，主要受（1）年内房价下行速度相比前期有所放缓，资产减值幅度减小；（2）部分房企资产减值节奏放在下半年等因素影响。

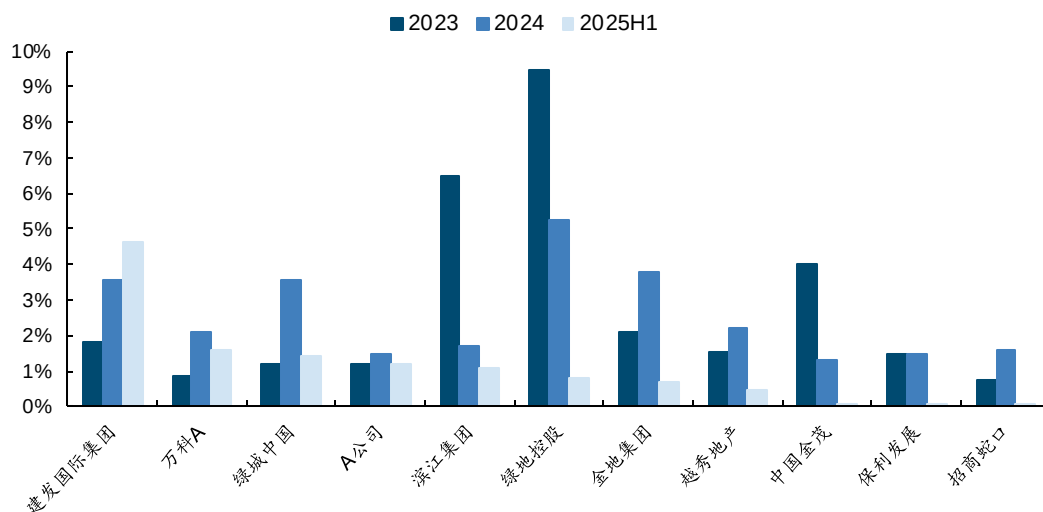
图表8：2025H1 多数重点房企资产减值损失有所回落（亿元）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

从资产减值损失占净资产比例来看，该指标反映公司资产质量的情况，若占比过高，反映公司当前资产质量相对较差。2025H1 由于房价下行幅度有所放缓，多数重点房企资产减值损失占净资产的比例有所下滑。从绝对值来看，建发国际在近年来计提资产减值损失比例持续提升，反映其前期交付项目质量相对较弱，后续减值计价充分后业绩弹性有望提升。

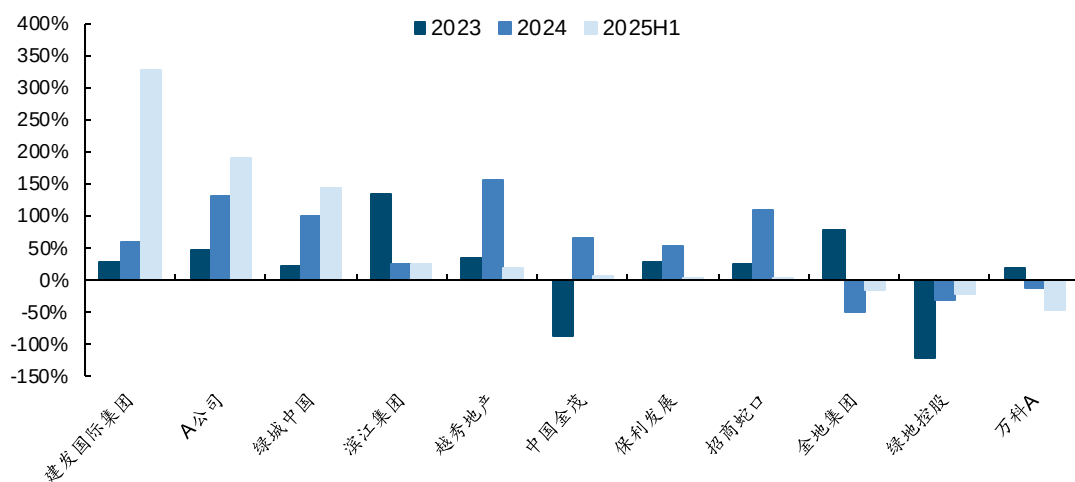
图表9：2025H1 多数重点房企资产减值损失占净资产比例有所下滑



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

从资产减值损失占净利润的比例来看，该指标反映公司盈利的稳定性，若该比例波动较大，或意味着公司盈利稳定性存在疑问。近年来由于地产行业整体承压，房企在该过程中通过资产减值损失去调整公司整体利润情况。目前来看 2025H1 部分房企该比例出现上涨，说明相关公司使用资产减值损失调整业绩的意愿较强。

图表10：2025H1 部分重点房企资产减值损失占净利润比例有所上涨



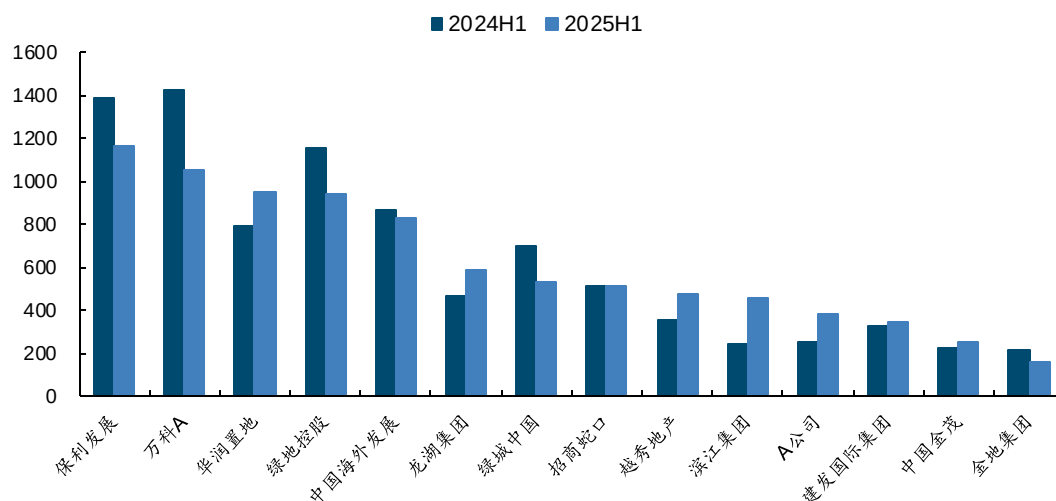
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

二、利润表：部分房企营收企稳回升，归母净利润整体承压

2.1、营业收入：部分房企开始企稳回升

2025H1 多数重点房企营收开始回升，14 家重点房企中有 8 家出现营收同比上涨。从绝对规模来看，保利发展仍然处于行业前列，央国企仍然是营收规模中占比较高的房企类型，2025H1 共有 8 家房企营收在 500 亿以上。

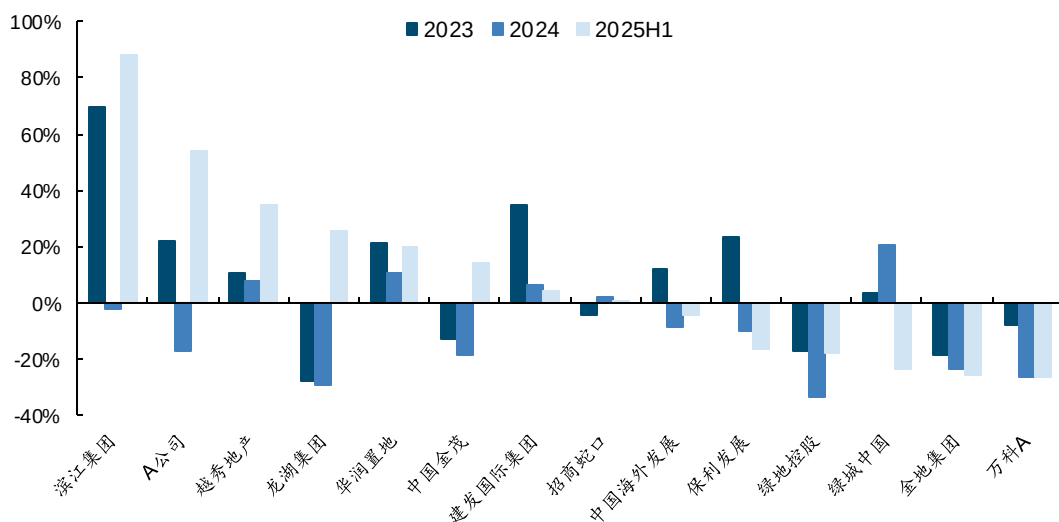
图表11: 2025H1 多数重点房企营收回升（亿元）



来源: wind, 国金证券研究所

2025H1 多数重点房企营收同比出现上涨, 其中滨江集团实现营收同比上涨幅度最大。从同比变化趋势来看, 近几年来持续保持营收同比上涨的房企数量较少, 包括越秀地产、华润置地、建发国际集团, 反映部分优质房企能够通过积极的投销管理实现逆势增长。

图表12: 2025H1 多数重点房企营收同比出现上涨

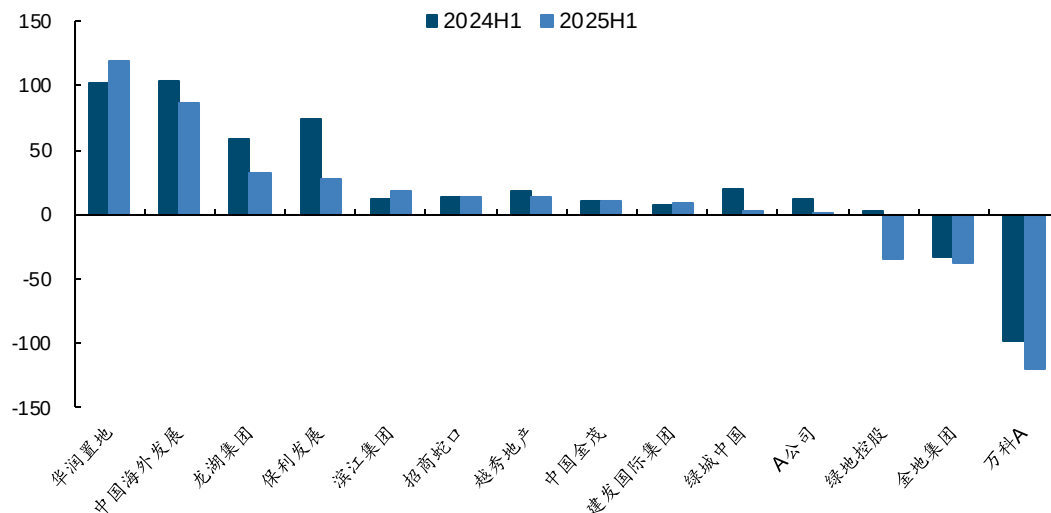


来源: wind, 国金证券研究所

2.2、归母净利润：整体依旧承压

2025H1 披露数据来看, 14 家重点房企中共有 9 家归母净利润出现下滑, 反映从盈利能力来看, 房企仍然被前期项目拖累。从绝对规模来看, 华润置地、中国海外发展、龙湖集团排名前三, 仅华润置地一家规模超过 100 亿。从下滑的程度来看, 绿地控股 2025H1 亏损相比 2024 年末扩大 37 亿元。

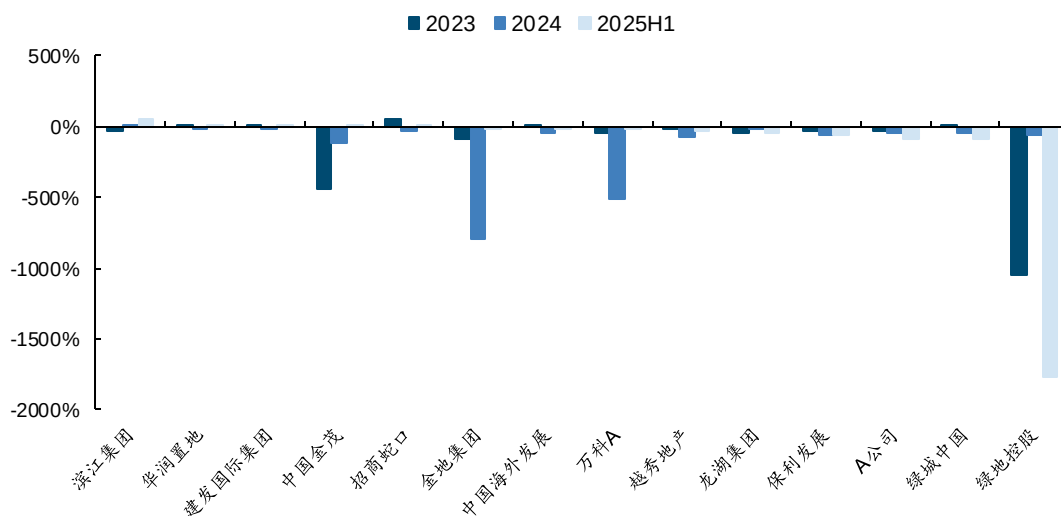
图表13: 2025H1 多数重点房企归母净利润下滑 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

2025H1 披露数据来看, 14 家重点房企中归母净利润同比出现下滑的共有 9 家, 其中下滑幅度最大的是绿地控股, 同比跌幅超过 1700%。从 2025H1 年的归母净利润同比变化趋势来看, 多数房企实现跌幅显著收窄, 反映地产下行对公司业绩的影响逐渐在减弱。

图表14: 2025H1 多数重点房企归母净利润同比下滑

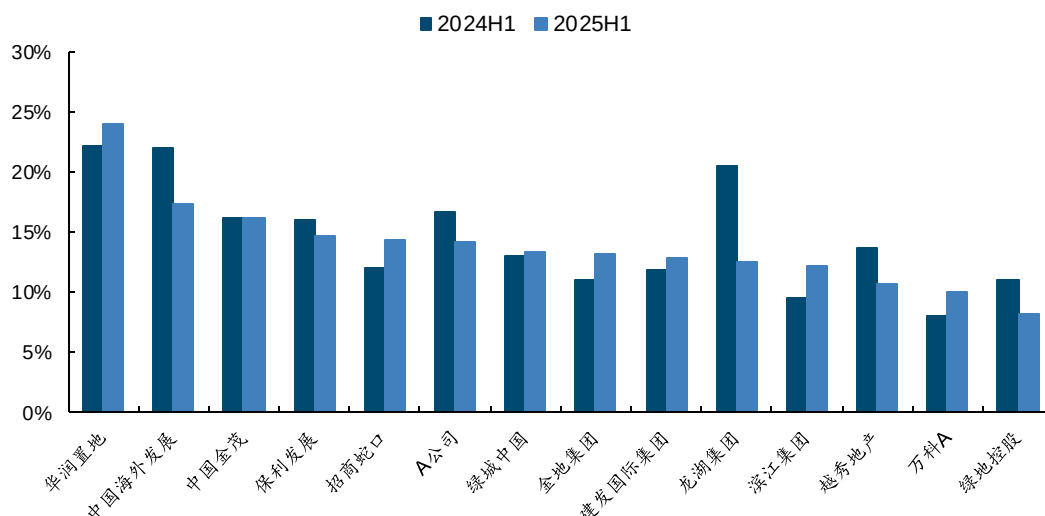


来源: wind, 国金证券研究所

2.3、毛利率、净利率: 毛利率有所分化, 净利率维持下滑趋势

2025H1 重点房企毛利率变化趋势出现分化, 其中滨江集团实现毛利率提升幅度最大, 同比提升 2.7pct, 主因是投资上聚焦杭州以及通过较强的产品力获得市场认可; 龙湖毛利率下滑幅度最大, 同比下滑 7.9pct。从绝对值来看, 华润置地得益于高毛利的商业地产, 整体毛利率持续高于其他房企, 毛利率保持在 20%以上。

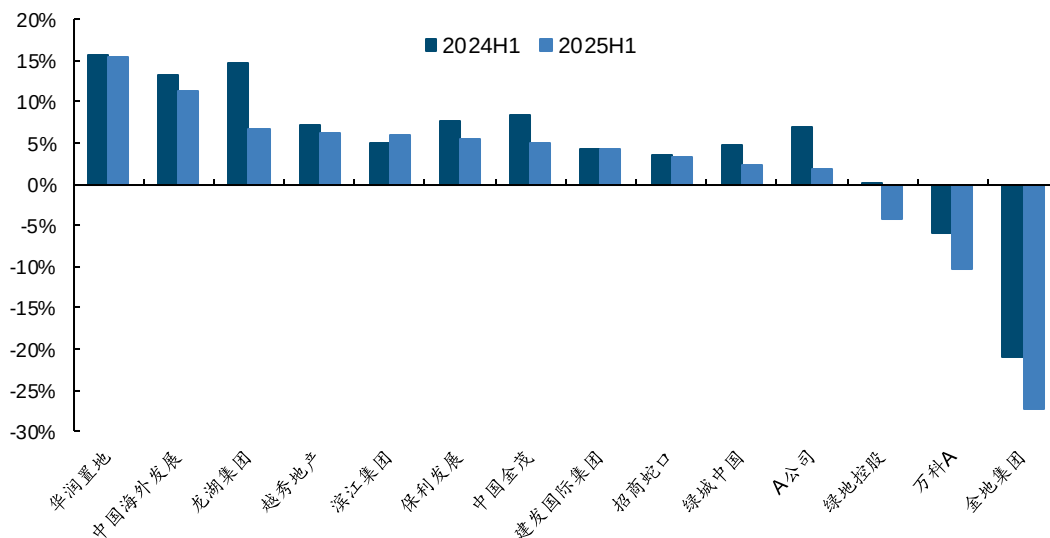
图表15：2025H1 重点房企毛利率有所分化



来源：wind，国金证券研究所

2025H1 披露数据来看，14 家重点房企中仅有 2 家净利率有所反弹，12 家房企净利率出现下滑。从绝对值来看，华润、中国海外发展是仅有两家净利率超过 10% 的房企，净利率为负的房企包括了绿地控股、金地集团、万科。

图表16：2025H1 多数重点房企净利率维持下行趋势

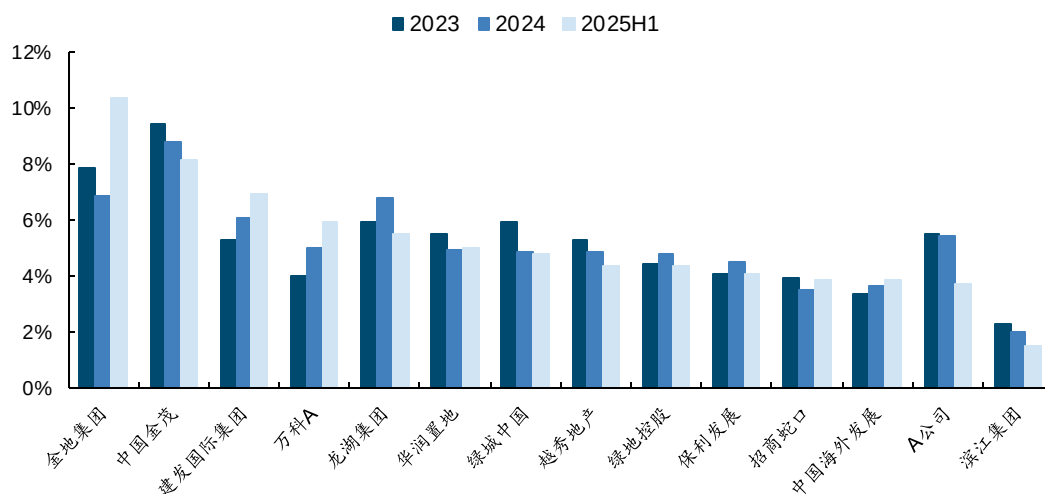


来源：wind，国金证券研究所

2.4、销管费率：整体表现有所分化

2025H1 披露数据来看，14 家重点房企中有 8 家销管费率出现下滑。从绝对值来看，金地集团、中国金茂、建发国际集团排名前列，反映公司管理能力相较其他重点房企而言仍有提升空间。滨江作为改善型房企的优秀代表，整体销管费率近年来不断保持下行，且整体水平处于行业较为领先的地位。

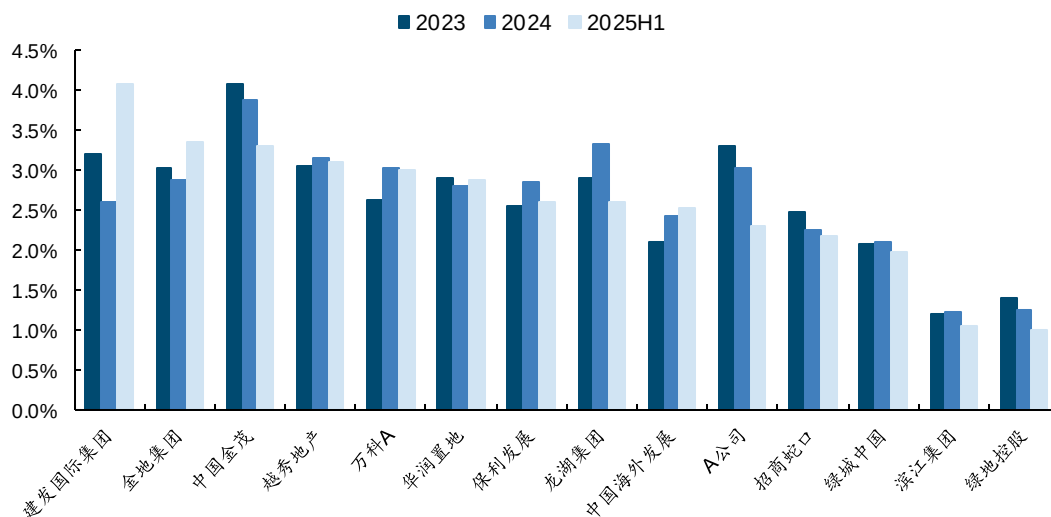
图表17: 2025H1 重点房企销管费率有所分化



来源: wind, 国金证券研究所

从销售费率来看, 由于近年来销售去化在行业下行期难度加大, 公司需要加大相关销售费率来促销。从提升幅度来看, 建发国际集团是 2025 年上半年重点房企中销售费率提升最高的房企; 从绝对值来看, 2025H1 滨江集团整体销售费率小于 1.1%, 显著低于其他优质房企。

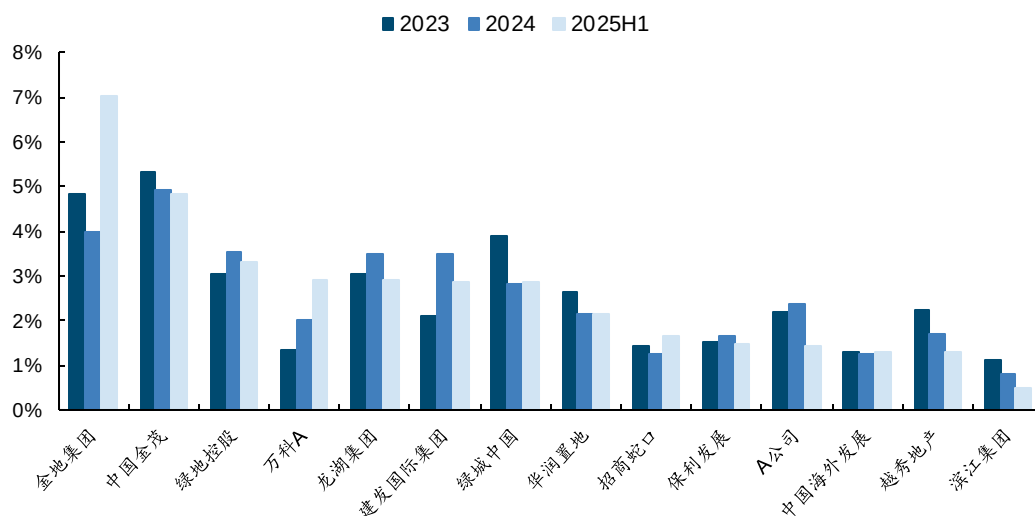
图表18: 2025H1 部分重点房企销售费率有所提升



来源: wind, 国金证券研究所

从管理费率来看, 在行业下行期由于整体营收规模下行, 对公司自身需要的人力资源也面临压缩的情况, 14 家重点房企中管理费率出现下滑。从变动的绝对值来看, 金地集团管理费率提升较为明显, 龙湖与建发国际集团管理费率下滑幅度绝对值来看, 滨江集团控制管理费率显著优于行业水平, 整体管理费率不足 0.5%。

图表19：2025H1 部分重点公司管理费有所下滑



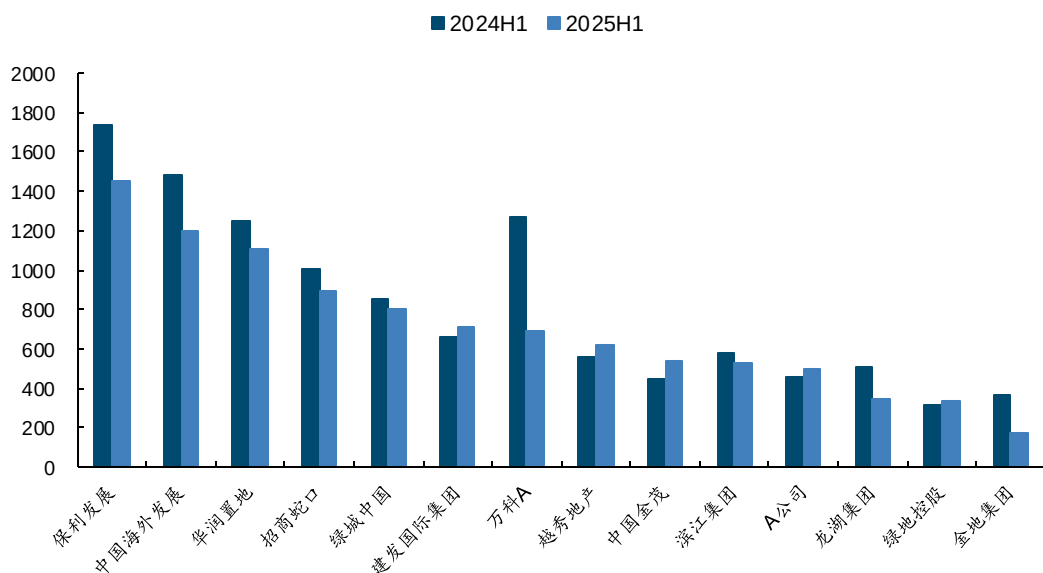
来源：wind，国金证券研究所

三、经营端：销售承压，投资扩张，土储下降，融资成本下行

3.1、销售额普遍下降，改善型房企销售价格上升

从全口径销售金额来看，2025H1 仅剩保利、中海、华润两家开发商的销售额在 1000 亿元以上，500-1000 亿有招商蛇口、绿城、建发等 8 家。行业销售额 TOP5 为四大央企（保利、中海、华润、招商）及 1 家混合所有制（绿城）。行业销售 TOP10 仅 1 家民企（滨江）、2 家混合所有制（万科、绿城）、5 家央企、2 家国企（建发、越秀）。

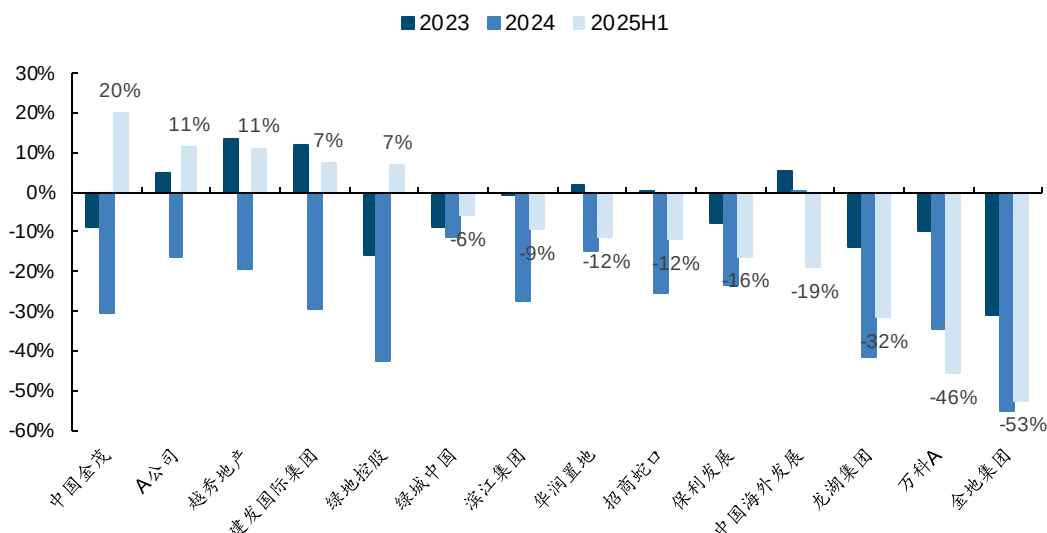
图表20：2025H1 央国企开发商的销售额仍然靠前（亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

从销售金额同比来看，2025H1 有 5 家房企实现同比上涨，其中中国金茂的销售金额录得同比+20%的增幅，主因上半年公司“金玉满堂”四大产品线共有 4 府、5 璞、2 满、3 棠集中推出，多个项目首开告罄。而销售金额降幅较大的房企主要是近几年未在核心城市积极补货、自身土储质量相对较低。

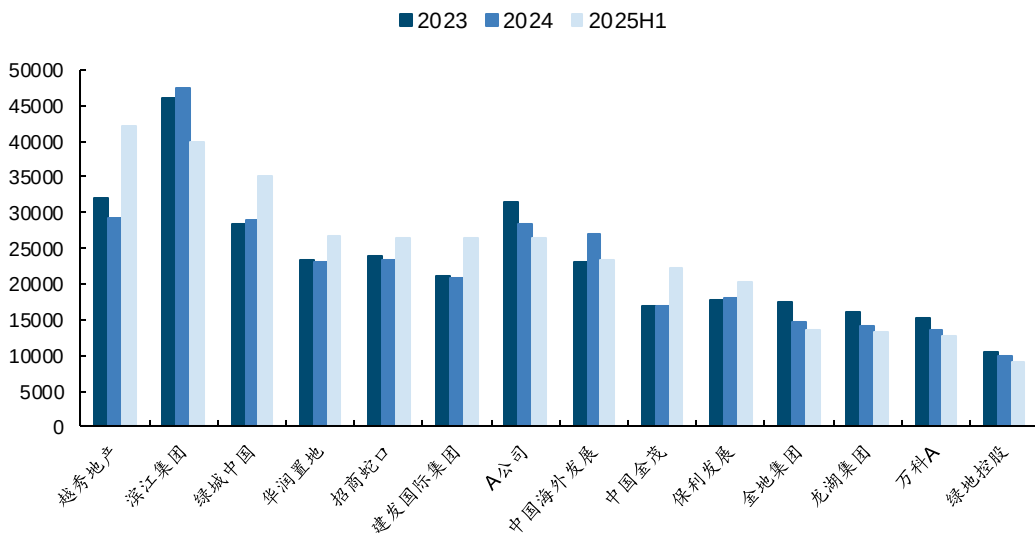
图表21: 2025H1 多数房企销售额同比下滑 (%)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

从销售价格来看, 由于客观上 25 年上半年整体地产市场修复进展缓慢以及主观上开发商加速存货去化, 部分房企销售价格面临一定的下行压力, 但部分开发商受益于项目供给结构 (区位以核心城市核心区域为主、产品以改善型及豪宅为主) 的改善, 销售价格有所上升, 如越秀、金茂、建发、绿城等都是典型的聚焦核心城市且以改善型产品为主的开发商。

图表22: 2025H1 越秀、金茂、建发、绿城的销售价格上升 (元/平)

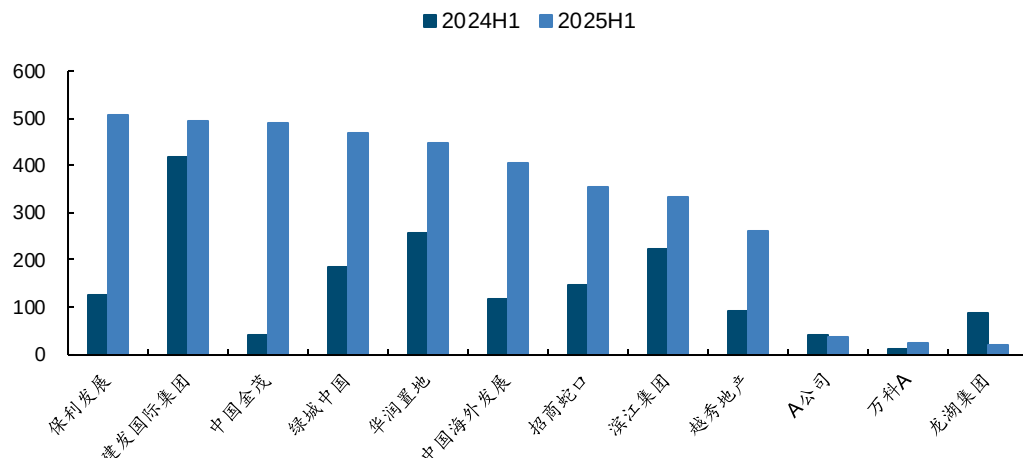


来源: 各公司公告, 克而瑞, 国金证券研究所

3.2、投资金额及强度明显提升, 央国企及改善型房企主导土地市场

进入 2025 年以后, 在“好房子”政策导向下, 地方政府严控供地规模的同时提升好地块占比, 带动房企投资积极性回升。2025 年上半年重点房企中, 仅有两家投资金额出现下滑, 其他 12 家房企投资额均上涨, 其中中国金茂 2025H1 投资金额相比去年同期上涨超过 450 亿元, 绝对值处于重点房企首位。从房企投资金额分布情况来看, 根据中指院, 2025H1 土地总投资金额 TOP10 分别仅 1 家民企 (滨江)、1 家混合所有制 (绿城), 其余均为央国企, 反映当下有较强拿地能力的依旧集中在央国企。

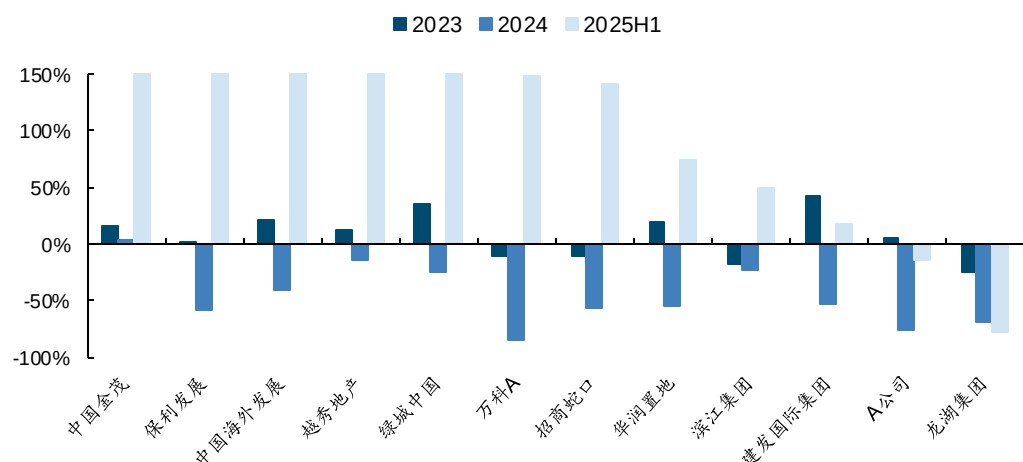
图表23: 2025H1 投资金额较大的主要是央国企、改善型开发商 (亿元)



来源: 各公司公告, 中指研究院, 国金证券研究所

从投资金额同比来看, 虽然供给端各地方政府普遍缩减了推地规模, 但是需求端房企投资意愿回升 (销售有所好转, 后市房价有望企稳回升) 或供地质量显著提升 (部分热门地块溢价率较高), 因此 2025 年上半年多数房企的投资额同比大幅上涨。而金茂经历前两年的大幅收缩后, 逐渐回归正常的销售投资循环, 投资额同比上升幅度最大, 超过 1000%。

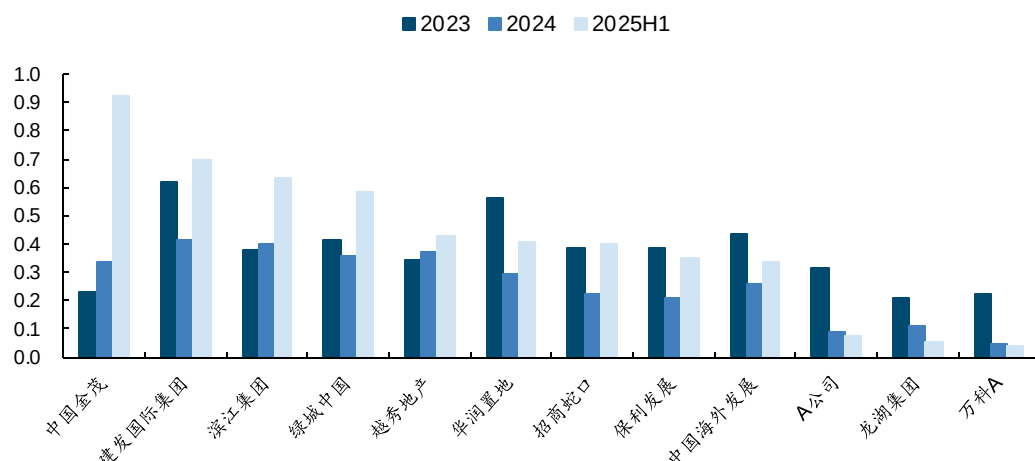
图表24: 2025H1 多数房企的投资额同比大幅上升 (%)



来源: 各公司公告, 中指研究院, 国金证券研究所

从投资强度 (总拿地金额/全口径销售额) 来看, 由于投资金额显著反弹, 销售金额仍有部分房企面临回落, 房企的投资强度普遍有所上涨。2025 年上半年投资强度最高的三家开发商分别是金茂、建发、滨江, 均为典型的改善型房企, 拿地强度分别为 0.92、0.70、0.63。

图表25：2025H1 多数房企投资强度有所提升

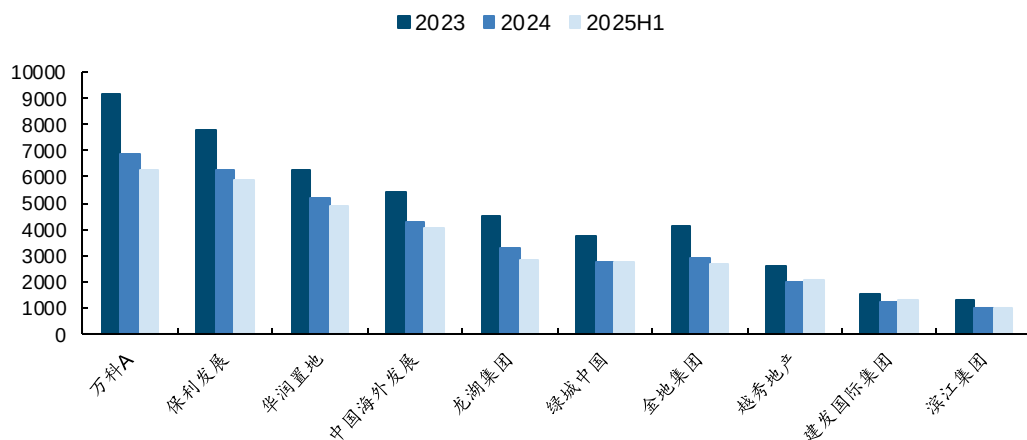


来源：各公司公告，中指研究院，国金证券研究所

3.3、土储建面规模维持下降，

2025 上半年多数房企的土储建面进一步下降，其中降幅较大的是龙湖、万科、金地等，主因是增量大幅减少、存量加速盘活、或面临一定的流动性压力。截至 2025 年上半年，土储建面规模较大的是万科及央企开发商。

图表26：2025H1 多数房企的土储建面进一步下行（万方）

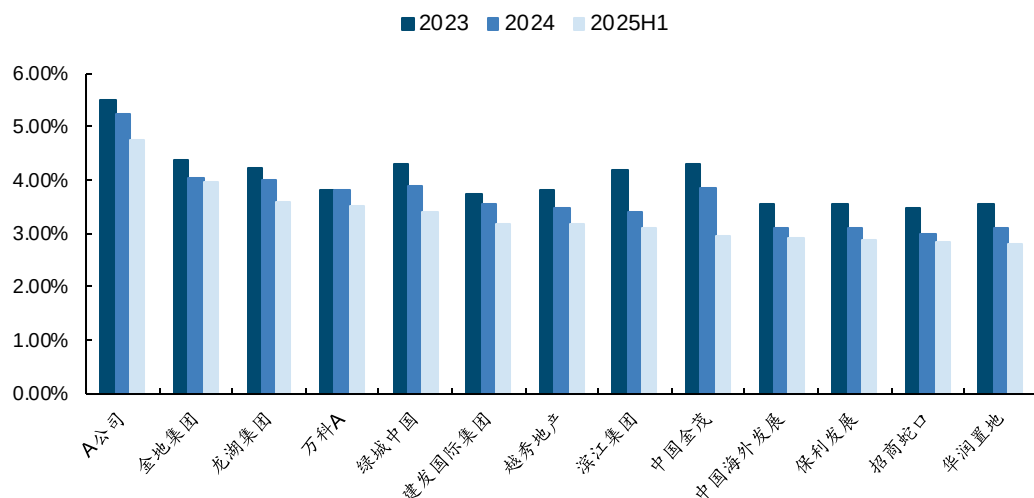


来源：各公司公告，国金证券研究所

3.4、开发商融资成本继续下降

随着利率中枢的下行以及金融支持地产的加码，2025 年上半年开发商融资成本继续下降，招商、保利、中海、华润四大央企的融资成本在 2.8%-2.9%的水平，大幅领先行业。民企滨江的融资成本 3.1%优于部分国企开发商，充分反映了金融市场的认可。

图表27: 2025H1 房企融资成本均有所下降



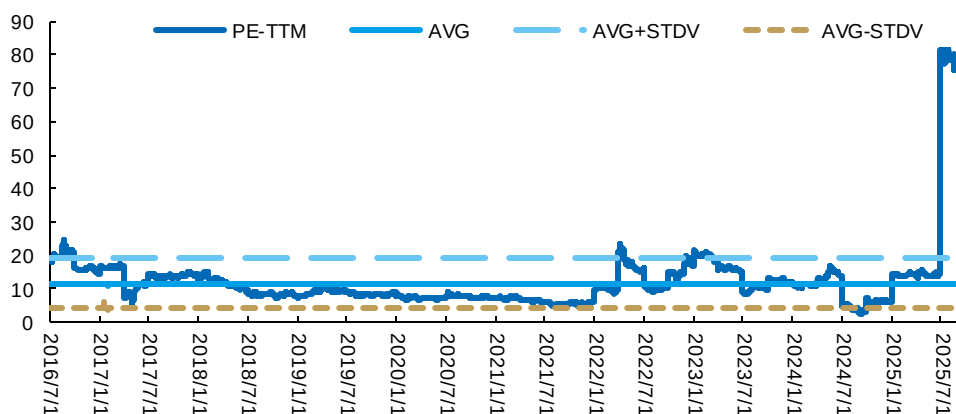
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

四、投资建议

进入二季度后, 商品房成交跌幅再度出现扩大的趋势, 随着北京五环外以及上海外环外限购套数取消等政策落地后, 预计进入四季度地产成交量有望迎来反弹, 助推基本面进一步止跌回稳。考虑到当前地产板块估值偏低, 建议逢低配置地产股。从当前行业趋势来看, 不同城市之间的分化较为明显, 其中一线城市以及部分二线城市修复趋势明显好于其他城市, 因此我们首推重点布局核心城市打改善产品, 具备持续拿地能力的房企, 如滨江集团、建发国际集团、绿城中国。

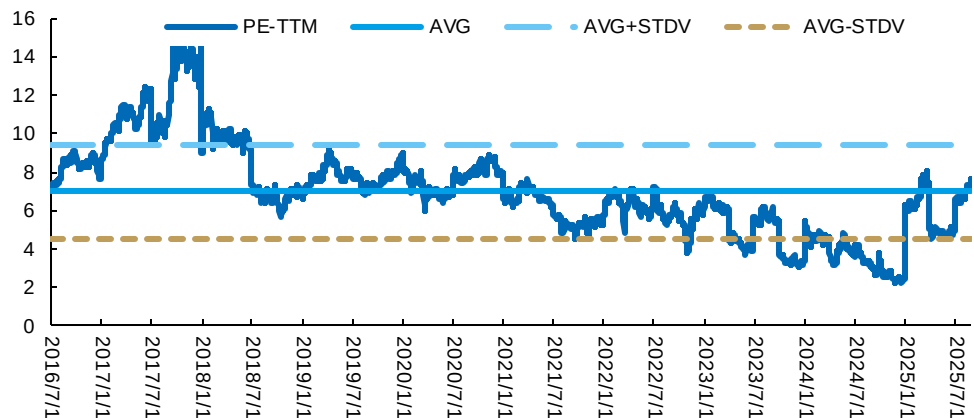
稳健选择头部央企国企, 如招商蛇口、中国海外发展、保利发展等, 其财务安全稳健, 资产质量高, 在经历高地价项目和存货计提减值后, 预计未来毛利率将持续改善, 引导估值提升。

图表28: A 股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表29：港股地产 PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

图表30：覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000002.SZ	万科 A	中性	767	-1.6	-3.2	-5.0	-494.8	-241.6	-152.3	-507%	-51%	-37%
600048.SH	保利发展	买入	953	19.1	25.4	21.2	50.0	37.5	45.0	-59%	-25%	20%
001979.SZ	招商蛇口	买入	829	20.5	20.0	17.5	40.4	41.4	47.4	-36%	3%	14%
600153.SH	建发股份	买入	338	11.5	13.6	10.7	29.5	24.8	31.6	-78%	-16%	27%
002244.SZ	滨江集团	买入	329	12.9	9.2	7.3	25.5	35.9	44.8	1%	41%	25%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,388	8.9	10.4	9.5	156.4	133.9	146.2	-39%	-14%	9%
3900.HK	绿城中国	买入	226	14.2	30.1	14.4	16.0	7.5	15.7	-49%	-53%	110%
1908.HK	建发国际集团	买入	378	7.9	6.9	6.5	48.0	55.1	57.8	-5%	15%	5%
0123.HK	越秀地产	买入	181	17.4	20.0	16.3	10.4	9.1	11.2	-67%	-13%	23%

来源：wind，国金证券研究所 注：1) 数据截至 2025 年 8 月 29 日；2) 预测数据为国金预测；

五、风险提示

宽松政策对市场提振不佳。目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。

房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击。房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，或导致房地产业良性循环实现难度加大

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806