

数据背后的地产行业图景（2025 上半年总结）

地产基本面重新转弱，但房企洗牌接近尾声

优于大市

核心观点

全国新房销售同比再度转负。2025H1，全国新建商品房销售面积 4.6 亿 m^2 ，同比-4%；2024Q4 同比一度转正，但很快回落。2025H1，全国新建商品住宅销售面积 3.8 亿 m^2 ，占比 84%；其中现房销售面积和金额占比分别为 32%和 27%，较 2021 年最低点分别上升 22 和 18 个百分点。2025Q2，期房和现房的销售面积同比分别为-12%和+13%，分别相当于 2019 年同期的 39%和 122%。除无交付风险外，现房较早开始以价换量，2025H1 现房销售均价 0.8 万元/ m^2 ，自 2021 年下跌，而期房销售均价 1.1 万元/ m^2 ，自 2024 年才开始下跌。

主要城市二手房成交占比持续创新高。中国新房销售自 2021 年来持续低迷，但二手成交量则稳中有升。2024 年，全国住宅交易总额中二手占比为 46%，较 2021 年最低点上升了 16 个百分点；20 个主要城市新建住宅成交套数同比-18%，二手住宅成交套数同比+9%。2025H1 趋势延续，20 个主要城市新建住宅成交套数同比-7%，二手住宅成交套数同比+13%，二手住宅/新建住宅成交套数的平均比值为 2.3，较 2024 年的 1.8、2023 年的 1.3 再度明显提升。

二手承接价格敏感刚需，新房更着眼于改善需求。二手套均成交面积和成交总价均明显低于新房 20%，价格跌幅也更大。截至 2025 年 6 月末，70 城新建商品住宅价格指数较高点仅回落了 11%，而二手住宅价格指数回落了 18%，其中一线、二线、三线城市分别回落了 13%、17%、20%。二手房边际挂牌价跌幅更大，截至 2025 年 7 月末，一线、二线、三线城市较高点分别回落了 21%、33%、32%，且 8 月以来二手房挂牌价的月环比跌幅尚无收窄趋势。

土地成交结构持续转变，土拍溢价率冲高回落。2025H1，全国住宅用地成交建面同比-3%，成交总价同比+28%，高能级城市的成交占比提升。2025H1，一线、二线、三线城市成交建面占比分别为 3%、29%、68%，而成交总价占比分别为 22%、49%、29%，较 2019 全年分别变动了+13%、+3%、-17 个百分点。高能级城市的楼面均价更高，较历史同期也提升更多，2025H1，一线、二线、三线城市成交楼面均价分别为 3.6、0.8、0.2 万元/ m^2 ，分别相当于 2019 年水平的 2.5 倍、1.8 倍、1.2 倍。2024 年 10 月后，多城市陆续解除土拍双限，涌现出一批新地王，一度带动市场情绪，但 2025Q2 土拍溢价率已显著回落。

行业洗牌接近尾声，新竞争格局基本明确。行业整体虽然谷底震荡，但头部房企销售排名变动较小，四大央企保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口占据销售榜单前四强，2025H1 新增货值排名分别为第 2、第 1、第 5、第 7。销售排名第 9 名是央企中国金茂，2025H1 货值补充率为 126%，2024 年扭亏后积极拓土。第 7 名建发股份、第 8 名越秀地产均是地方国企，2025H1 货值补充率分别为 97%、81%。第 5 名绿城中国、第 10 名滨江集团均深耕杭州，产品力较强，虽为混合制、民企，2025H1 货值补充率分别为 103%和 98%。

复盘地产股超额收益，博弈新一轮政策放松。整体上，房价走势基本决定了地产股中期超额收益的变化。但 2022 年至今，地产股超额收益经历了 8 次较为明显的脉冲，大多来自政策面，且政策说法越新颖，反应越大。4 月和 7 月中央政治局会议淡化地产，但若房价保持跌幅，可以期待政策“新说法”。

投资建议：考虑到当前地产基本面转弱，房价持续下跌，地产股很难有趋势性行情，但北京新政或是新一轮放松的开始，意味着地产股的博弈窗口有望开启。个股端，推荐中国金茂、中国海外宏洋集团、贝壳-W、我爱我家。

行业研究 · 行业专题

房地产

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《北京楼市新政解读-力度有限，但可能是新一轮放松的开始》——2025-08-11

《统计局 2025 年 1-6 月房地产数据点评-地产基本面继续磨底，一线城市房价边际下行》——2025-07-16

《房地产行业 2025 年中期策略：审慎观察，积极博弈》——2025-07-07

《房地产行业 2025 年 7 月投资策略-基本面持续低迷，博弈窗口开启》——2025-06-30

《统计局 2025 年 1-5 月房地产数据点评-5 月地产基本面延续 4 月趋势，销售量和价投融资指标趋弱》——2025-06-16

风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
0817. HK	中国金茂	优于大市	1. 52	187	0. 08	0. 08	17. 5	17. 5
0081. HK	中国海外宏洋集团	优于大市	2. 22	72	0. 35	0. 46	5. 8	4. 4
2423. HK	贝壳-W	优于大市	46. 60	1, 514	2. 28	2. 46	18. 8	17. 4
000560. SZ	我爱我家	优于大市	2. 98	70	0. 13	0. 16	22. 9	18. 6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

全国新房销售走弱，拿地开工依旧低迷	8
新房销售同比再度转负，现房销售占比持续提升	8
土地成交和新开工均低位震荡，库存痛点仍是源头淤积	11
销售重回以价换量，土拍热度仅限局部	15
主要城市二手房成交占比持续创新高	15
二手承接价格敏感刚需，新房更着眼于改善需求	19
高能级城市住宅用地成交占比提升，土拍溢价率冲高回落	23
国央企销售拿地领先，新竞争格局基本明确	26
百强销售较弱但拿地修复，市场集中度依旧较低	26
行业洗牌接近尾声，新竞争格局基本明确	29
复盘地产股超额收益，博弈新一轮政策放松	32
地产股中期趋势看房价，短期波动看政策	32
需求端难提振，期待力度更大的“止跌回稳”新政	33
投资建议	37
风险提示	37

图表目录

图 1: 历年全国商品房销售面积及同比.....	8
图 2: 历年全国商品房销售面积中住宅占比.....	8
图 3: 全国商品房单季度销售面积及同比.....	8
图 4: 全国商品房单季度销售面积相比 2019 同期.....	8
图 5: 全国商品住宅单季度销售面积及同比.....	9
图 6: 全国商品房单季度销售面积中住宅占比.....	9
图 7: 全国商品住宅单季度销售均价及同比.....	9
图 8: 历年全国商品房和商品住宅销售均价.....	9
图 9: 历年全国商品住宅现房销售金额和面积占比.....	10
图 10: 历年全国商品住宅现房和期房销售均价.....	10
图 11: 全国商品住宅期房单季度销售面积及同比.....	10
图 12: 全国商品住宅现房单季度销售面积及同比.....	10
图 13: 全国商品住宅单季度销售面积相比 2019 同期.....	10
图 14: 全国商品住宅单季度销售面积中期房和现房占比.....	10
图 15: 全国商品住宅现房和期房月度销售面积同比.....	11
图 16: 全国商品住宅现房和期房月度销售均价同比.....	11
图 17: 历年全国商品房待售面积及同比.....	11
图 18: 历年全国商品房待售面积中住宅占比.....	11
图 19: 全国商品房待售面积及同比.....	12
图 20: 全国商品住宅待售面积及同比.....	12
图 21: 历年房地产库存面积测算（单位：亿 m ² ）.....	12
图 22: 当前“源头淤积”型的库存结构.....	12
图 23: 历年国有土地使用权出让收入及同比.....	13
图 24: 历年国有土地使用权出让单月收入（单位：亿元）.....	13
图 25: 历年房屋新开工面积及同比.....	13
图 26: 历年房屋单月新开工面积（单位：万 m ² ）.....	13
图 27: 历年房屋竣工面积及同比.....	13
图 28: 历年房屋单月竣工面积（单位：万 m ² ）.....	13
图 29: 房屋单月新开工面积与 2019 年同期相比.....	14
图 30: 房屋单月竣工面积与 2019 年同期相比.....	14
图 31: 全国商品房新开工去化率.....	14
图 32: 全国商品房广义库存及同比.....	14
图 33: 全国商品住宅历年待售面积及现房折价率.....	14
图 34: 全国商品住宅待售面积去化周期（现房销售口径）.....	14
图 35: 历年全国住宅总交易额及同比.....	15
图 36: 历年全国新建住宅交易额及同比.....	15
图 37: 历年全国二手住宅交易额及同比.....	15

图 38: 历年全国住宅交易额中新房和二手房占比.....	15
图 39: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 同期.....	16
图 40: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 同期.....	16
图 41: 历年 30 城新建商品房单日成交面积 7 天移动平均 (单位: 万 m ² , 截至 2025 年 8 月 1 日)	16
图 42: 历年 18 城二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (单位: 套, 截至 2025 年 8 月 1 日)	16
图 43: 30 城新建商品房当年累计成交面积同比.....	17
图 44: 30 城新房分城市能级当年累计成交面积同比, 2025.....	17
图 45: 18 城二手住宅当年累计成交套数同比.....	17
图 46: 18 城二手房分城市能级当年累计成交套数同比, 2025.....	17
图 47: 中国主要城市二手住宅/新建住宅成交套数.....	19
图 48: 70 城新建商品住宅价格指数.....	19
图 49: 70 城二手住宅价格指数.....	19
图 50: 70 城新建商品住宅分城市能级价格指数.....	20
图 51: 70 城二手住宅分城市能级价格指数.....	20
图 52: 各能级城市二手边际挂牌价格 (单位: 元/m ²)	20
图 53: 各能级城市二手边际挂牌价格指数.....	20
图 54: 全国各能级城市二手边际挂牌价月环比 (截至 2025 年 8 月 10 日)	20
图 55: 中国主要城市新建住宅套均成交面积 (单位: m ²)	21
图 56: 中国主要城市二手住宅套均成交面积 (单位: m ²)	21
图 57: 中国主要城市二手住宅/新建住宅套均成交面积.....	21
图 58: 中国主要城市新建住宅套均成交总价 (单位: 万元)	22
图 59: 中国主要城市二手住宅套均成交总价 (单位: 万元)	22
图 60: 中国主要城市二手住宅/新建住宅套均成交总价.....	22
图 61: 中国主要城市新建住宅成交均价 (单位: 万元/m ²)	22
图 62: 中国主要城市二手住宅成交均价 (单位: 万元/m ²)	22
图 63: 全国住宅用地历年成交建面及同比.....	23
图 64: 全国住宅用地单月成交建面相比 2019 年同期.....	23
图 65: 全国住宅用地历年成交总价及同比.....	23
图 66: 全国住宅用地单月成交总价相比 2019 年同期.....	23
图 67: 国有土地使用权历年出让收入及同比.....	24
图 68: 国有土地使用权出让单月收入相比 2019 年同期.....	24
图 69: 各城市能级住宅用地历年成交总价占比.....	24
图 70: 各城市能级住宅用地历年成交建面占比.....	24
图 71: 全国住宅用地历年成交楼面均价及同比.....	25
图 72: 一线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比.....	25
图 73: 二线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比.....	25
图 74: 三线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比.....	25
图 75: 全国住宅用地当月成交溢价率.....	25
图 76: 各城市能级住宅用地当月成交溢价率.....	25
图 77: 百强房企历年 1-7 月销售额及累计同比.....	26
图 78: 百强房企历年 7 月销售额及单月同比.....	26

图 79: Top20 房企 2025 年 1-7 月销售额及累计同比.....	26
图 80: Top20 房企 2025 年 7 月销售额及单月同比.....	27
图 81: 百强房企历年单月销售额（单位：亿元）	27
图 82: 百强房企单月销售额相比 2019 同期.....	27
图 83: 头部房企历年销售额合计市占率.....	27
图 84: 头部房企历年销售额分段市占率.....	27
图 85: 百强房企历年 1-7 月拿地金额及累计同比.....	28
图 86: 百强房企历年 7 月拿地金额及单月同比.....	28
图 87: 百强房企历年单月拿地金额（单位：亿元）	28
图 88: 百强房企单月拿地金额相比 2020 同期.....	28
图 89: Top20 房企 2025 年 1-7 月权益拿地金额.....	28
图 90: Top20 房企 2025 年 7 月权益拿地金额.....	29
图 91: 四大央企历年销售额行业排名.....	29
图 92: 四大央企历年新增货值行业排名.....	29
图 93: No. 1 保利发展历年销售额及货值补充率.....	30
图 94: No. 2 中海地产历年销售额及货值补充率.....	30
图 95: No. 3 华润置地历年销售额及货值补充率.....	30
图 96: No. 4 招商蛇口历年销售额及货值补充率.....	30
图 97: No. 5 绿城中国历年销售额及货值补充率.....	30
图 98: No. 6 万科 A 历年销售额及货值补充率.....	30
图 99: No. 7 建发股份历年销售额及货值补充率.....	31
图 100: No. 8 越秀地产历年销售额及货值补充率.....	31
图 101: No. 9 中国金茂历年销售额及货值补充率.....	31
图 102: No. 10 滨江集团历年销售额及货值补充率.....	31
图 103: No. 11 华发股份历年销售额及货值补充率.....	31
图 104: No. 12 龙湖集团历年销售额及货值补充率.....	31
图 105: 地产股超额收益复盘.....	32
图 106: 中国城镇储户对未来房价预期.....	34
图 107: 中国城镇储户对未来收入信心及就业预期指数.....	34
图 108: 中国居民部门杠杆率（%）	34
图 109: 全球主要发达国家居民部门杠杆率（%）	34
图 110: 中国历年 LPR.....	34
图 111: 中国历年个人住房贷款加权平均利率.....	34
图 112: 中国历年主要城市房价收入比平均数.....	35
图 113: 中国历年一线城市房价收入比平均数.....	35
图 114: 中国历年主要城市房价收入比（计算口径为双职工家庭购买 100 m ² 住房）	35

表1：中国主要城市新建住宅成交套数（单位：套）	18
表2：中国主要城市二手住宅成交套数（单位：套）	18
表3：历年中央政治局会议关于房地产的表述	33
表4：北京市 2023 年以来出台的住房限购限贷放松政策一览（截至 2025 年 8 月 8 日）	36
表5：全国各城市现行限购政策一览（截至 2025 年 8 月 8 日）	37
表6：重点公司盈利预测与估值（截至 2025 年 8 月 12 日）	37

全国新房销售走弱，拿地开工依旧低迷

新房销售同比再度转负，现房销售占比持续提升

销售端，根据统计局数据，2025H1，全国新建商品房销售面积 4.6 亿 m^2 ，同比-3.5%；全国商品住宅销售面积 3.8 亿 m^2 ，同比-3.7%，占比为 84%。分季度看，2025Q2，全国商品房销售面积同比-4%，单季度销售面积相当于 2019 同期的 52%，回落至历史最低点，其中商品住宅销售面积占比为 83%。

2024 年 9 月，中央政治局会议首提“止跌回稳”并出台多项重磅利好政策后，住宅销售面积同比于 2024Q4 转正，但后 2025Q1、Q2 一路回落。商品房销售均价与销售面积的趋势一致，全国新建商品住宅销售均价同比于 2024Q4 一度转正，但 2025Q2 回落转负。

图1：历年全国商品房销售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：历年全国商品房销售面积中住宅占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：全国商品房单季度销售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：全国商品房单季度销售面积相比 2019 同期



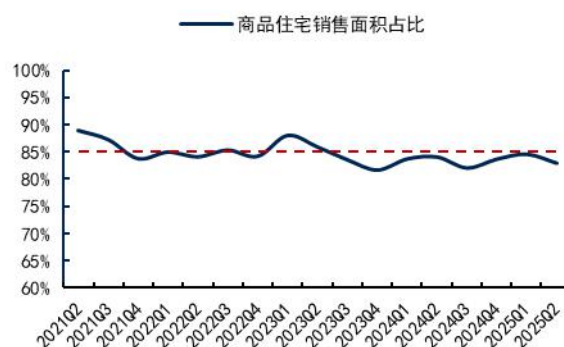
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 全国商品住宅单季度销售面积及同比



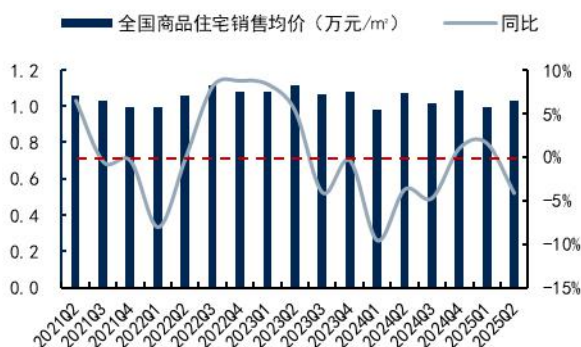
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 全国商品房单季度销售面积中住宅占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 全国商品住宅单季度销售均价及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 历年全国商品房和商品住宅销售均价



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

拆解商品住宅销售结构，现房销售表现明显好于期房，一方面是因为现房库存增加较早开始以价换量，另一方面现房所见即所得没有交付风险也更受购房者欢迎。

- ◆ 从年度数据看，2025H1，现房销售面积占比为32%，金额占比为27%，较2021年最低点分别上升了22和18个百分点。2025H1，现房销售均价0.8万元/平方米，自2021年开始下跌，期房销售均价为1.1万元/平方米，自2024年才开始下跌。
- ◆ 从季度数据看，2025Q2，期房和现房的销售面积同比分别为-12%和+13%，分别相当于2019年同期的39%和122%。其中，期房单季度销售面积同比从2021Q3转负，而现房单季度销售面积同比从2023Q1开始始终为正。
- ◆ 从月度数据看，虽然伴随2024年9月末利好政策出台和宏观经济预期好转，商品住宅期房的销售面积同比修复，销售均价同比一度冲高，但很快回落。

图9: 历年全国商品住宅现房销售金额和面积占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 历年全国商品住宅现房和期房销售均价



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 全国商品住宅期房单季度销售面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 全国商品住宅现房单季度销售面积及同比



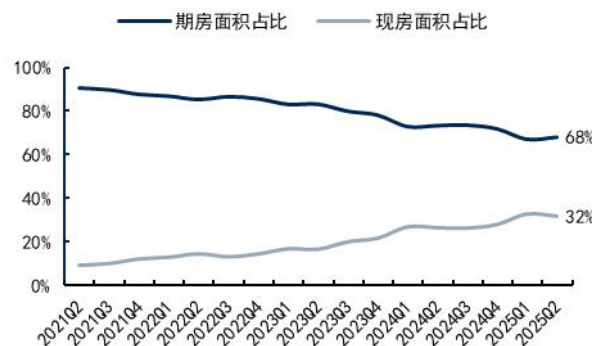
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 全国商品住宅单季度销售面积相比2019同期



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 全国商品住宅单季度销售面积中期房和现房占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 全国商品住宅现房和期房月度销售面积同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 全国商品住宅现房和期房月度销售均价同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

土地成交和新开工均低位震荡，库存痛点仍是源头淤积

库存端，根据统计局数据，截至2025H1末，全国商品房待售面积7.7亿 m^2 ，同比+4%；全国商品住宅待售面积4.1亿 m^2 ，同比+7%，占比为53%，远低于销售占比，已竣工库存中仍以非住宅为主。分季度看，全国商品房和商品住宅待售面积均自2021Q3开始堆积，但增速自2024年以来明显放缓。

就广义库存而言，截至2024年末，房地产总库存为35.2亿 m^2 ，呈现“源头淤积”结构，其中存量未开工的土地库存为20.8亿 m^2 ，占比59%；已开工未竣工未销售的未竣库存为7亿 m^2 ，占比20%；已竣工未销售的库存为7.4亿 m^2 ，占比21%。

图17: 历年全国商品房待售面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 历年全国商品房待售面积中住宅占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图19：全国商品房待售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图20：全国商品住宅待售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图21：历年房地产库存面积测算（单位：亿 m^2 ）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图22：当前“源头淤积”型的库存结构



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

2025H1，土地出让规模仍在低位，新开工持续萎靡，现房销售不断消耗已竣库存，库存痛点仍是未开工土地。

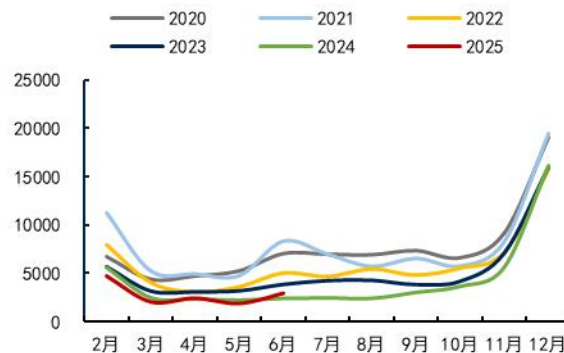
- ◆ 土地出让规模持续缩减，地方政府土地财政压力仍然较大。根据财政部数据，国有土地使用权出让收入2024年为4.9万亿元，相当于2021年最高点8.7万亿元的56%；2025H1收入为1.4万亿元，同比-6%。
- ◆ 新开工量仍低迷。根据统计局数据，新开工面积2024年为7.4亿 m^2 ，相当于2019年最高点22.7亿 m^2 的33%；2025H1为3.0亿 m^2 ，同比-20%。以期房销售面积为分母口径计算的新开工去化率表现良好，以累计开工减去累计销售口径计算的商品房广义库存量持续下降。
- ◆ 竣工规模相对保持，但现房销售助力去化。根据统计局数据，竣工面积2024年为7.4亿 m^2 ，相当于2014年最高点10.7亿 m^2 的69%；2025H1为2.3亿 m^2 ，同比-15%。但现房通过以价换量、销售面积持续同比增长，以现房销售面积为分母口径计算的商品住宅待售面积去化周期也在持续缩短。

图23: 历年国有土地使用权出让收入及同比



资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 历年国有土地使用权出让单月收入（单位：亿元）



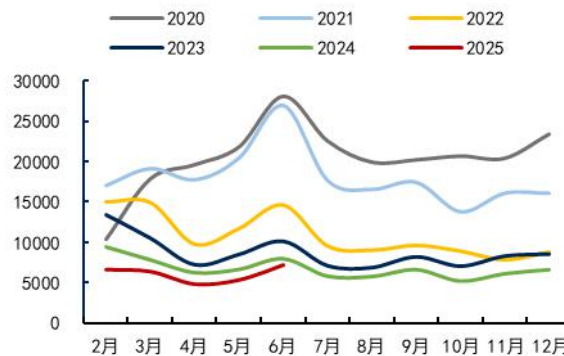
资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 历年房屋新开工面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 历年房屋单月新开工面积（单位：万㎡）



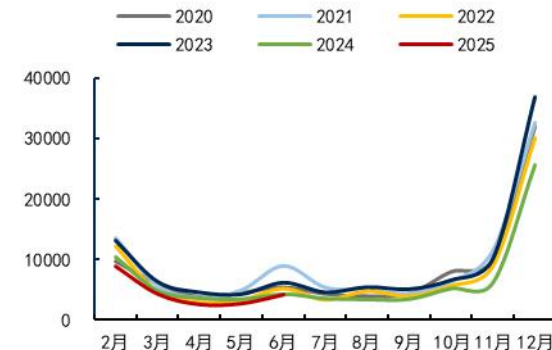
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 历年房屋竣工面积及同比



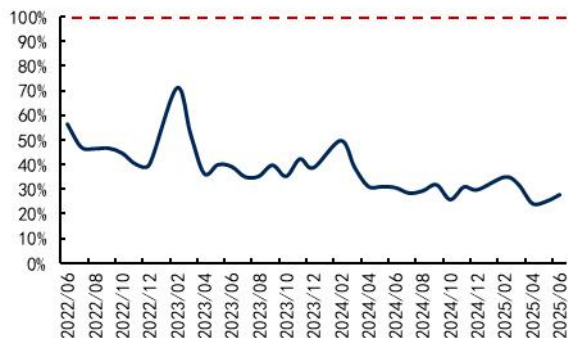
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 历年房屋单月竣工面积（单位：万㎡）



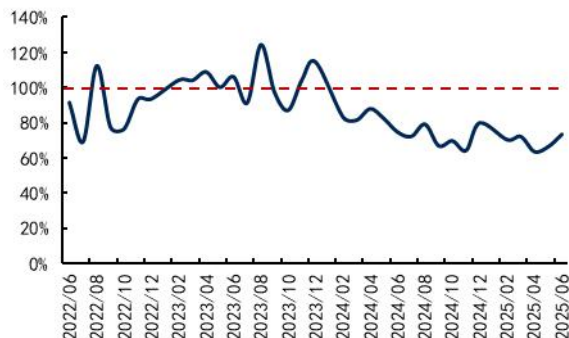
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 房屋单月新开工面积与 2019 年同期相比



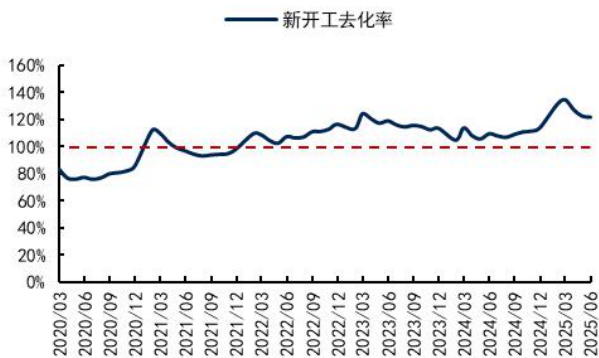
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 房屋单月竣工面积与 2019 年同期相比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 全国商品房新开工去化率



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 全国商品房广义库存及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 全国商品住宅历年待售面积及现房折价率



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 全国商品住宅待售面积去化周期 (现房销售口径)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

销售重回以价换量，土拍热度仅限局部

主要城市二手房成交占比持续创新高

中国新房销售自 2021 年来持续低迷，但二手成交量则稳中有升，形成鲜明对比。2024 年，全国住宅交易总额 15.7 万亿元，同比-10%；其中，新房交易额为 8.5 万亿元，同比-18%，而二手房交易额 7.2 万亿元，同比+2%。2024 年，二手住宅交易额占比为 46%，较 2021 年最低点上升了 16 个百分点。

图35：历年全国住宅总交易额及同比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图36：历年全国新建住宅交易额及同比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图37：历年全国二手住宅交易额及同比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图38：历年全国住宅交易额中新房和二手房占比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

从高频数据看，2025 年以来，虽然房地产销售整体趋势下行，二手房的成交情况仍明显好于新房。2025 年 7 月，30 城新建商品房成交面积单月同比-19%，相当于 2019 同期的 41%；而 18 城二手住宅成交套数单月同比-9%，相当于 2019 同期的 96%。2025 年 1-7 月，30 城新建商品房成交面积累计同比-4%，而 18 城二手住宅成交套数累计同比+12%。分城市能级看，一线城市不论新房还是二手住宅的成交表现都比二三线城市更好，虽然各能级城市的二手住宅成交同比均为正，但是仅一线城市的新房成交同比也为正。

图39: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 同期



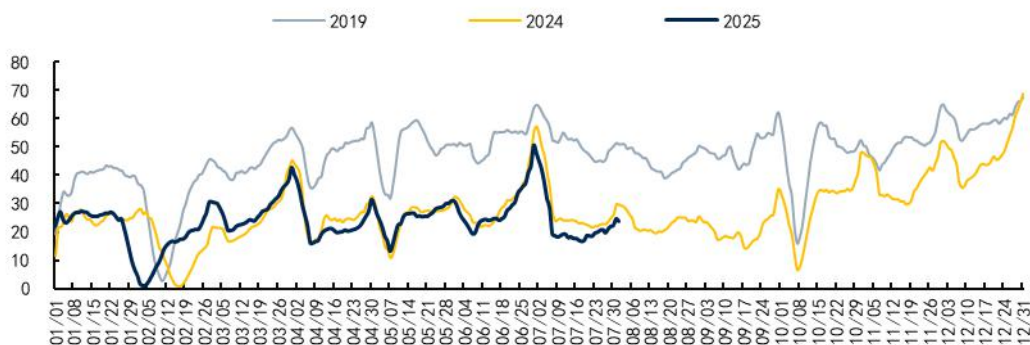
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 同期



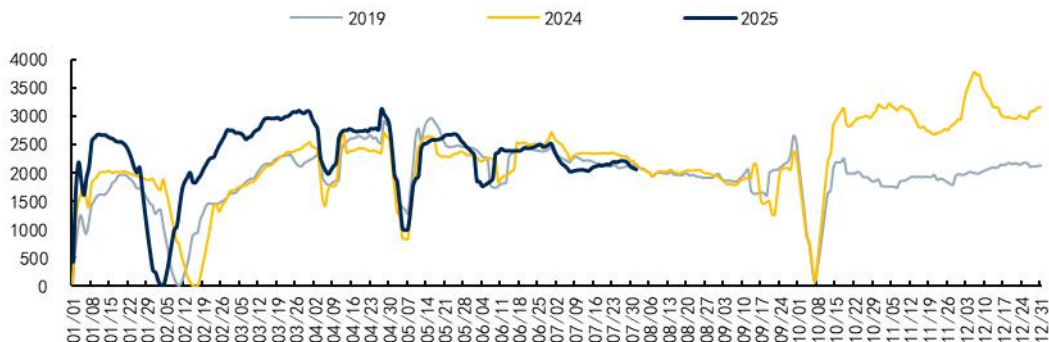
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 历年 30 城新建商品房单月成交面积 7 天移动平均 (单位: 万 m^2 , 截至 2025 年 8 月 1 日)



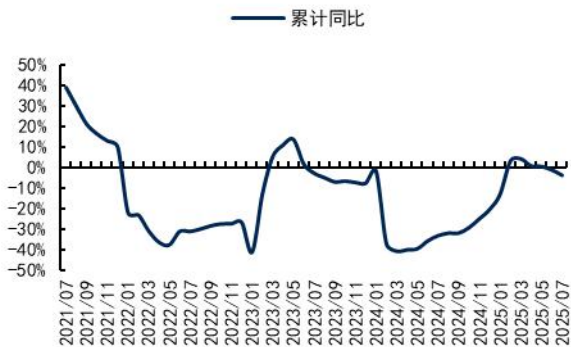
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 历年 18 城二手住宅单月成交套数 7 天移动平均 (单位: 套, 截至 2025 年 8 月 1 日)



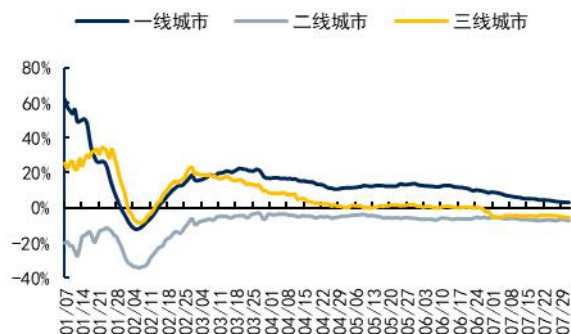
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 30 城新建商品房当年累计成交面积同比



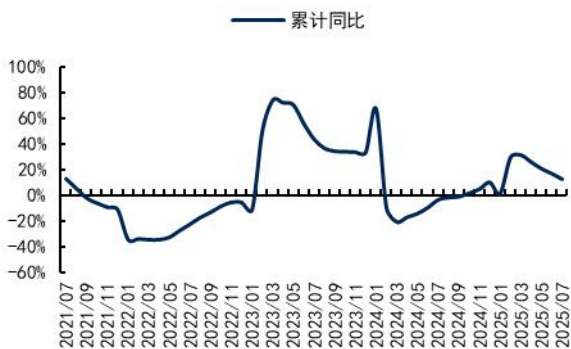
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 30 城新房分城市能级当年累计成交面积同比, 2025



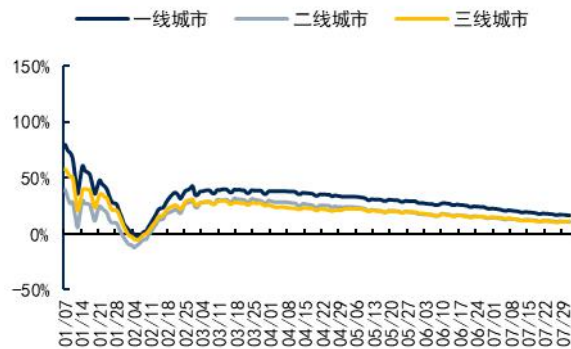
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 18 城二手住宅当年累计成交套数同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 18 城二手房分城市能级当年累计成交套数同比, 2025



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从城市维度看，中国主要城市二手住宅的成交表现明显好于新房的趋势延续。

- ◆ 2024 年，中国 20 个主要城市新建住宅成交套数总和为 118 万套，同比-18%，分城市计算的成交套数同比平均数为-17%；而 20 个主要城市二手住宅成交套数总和为 189 万套，同比+9%，分城市计算的成交套数同比平均数为+11%。
- ◆ 2025H1，中国 20 个主要城市新建住宅成交套数总和为 48 万套，同比-7%，分城市计算的成交套数同比平均数为-3%；而 20 个主要城市二手住宅成交套数总和为 99 万套，同比+13%，分城市计算的成交套数同比平均数为+13%。
- ◆ 2025H1，中国 20 个主要城市二手住宅/新建住宅成交套数的平均比值为 2.3，较 2024 年的 1.8、2023 年的 1.3 再度明显提升，且所有城市的住宅成交都已实现了二手占据主导地位的局面扭转。

表1: 中国主要城市新建住宅成交套数（单位：套）

城市	2025H1	2024H1	同比	2024	2023
成都	52675	49301	7%	109904	146915
上海	51487	49177	5%	110873	140920
武汉	42784	33227	29%	106884	109677
天津	39181	62405	-37%	108062	89663
广州	35845	29761	20%	75405	75890
青岛	27965	39421	-29%	73497	99262
郑州	27148	36060	-25%	75451	93148
杭州	23480	26908	-13%	59689	87619
西安	22341	25545	-13%	51730	66872
深圳	22008	15139	45%	47680	35106
重庆	20994	20739	1%	44780	61219
北京	18947	22370	-15%	49972	65517
宁波	14558	17311	-16%	39055	46404
沈阳	13550	18830	-28%	34965	51471
苏州	13180	13935	-5%	33944	44787
南京	12872	13459	-4%	35463	51320
长沙	12362	13956	-11%	30131	47762
合肥	10049	8795	14%	22223	35793
南昌	8826	7896	12%	20551	27222
厦门	7233	6810	6%	18093	18138

资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

表2: 中国主要城市二手住宅成交套数（单位：套）

城市	2025H1	2024H1	同比	2024	2023
上海	110911	92033	21%	206194	169977
成都	103144	84812	22%	192369	185415
北京	88643	74124	20%	174543	153472
天津	70401	70262	0%	145971	148410
重庆	61484	53669	15%	108343	107164
沈阳	57590	41446	39%	92144	70003
武汉	51704	46609	11%	99409	103858
西安	50403	47982	5%	100580	96176
广州	50068	42181	19%	95025	91406
南京	47241	48266	-2%	97332	96708
杭州	46073	39849	16%	85572	65092
合肥	37304	37946	-2%	74671	69651
郑州	34604	33567	3%	69540	76177
深圳	32072	23785	35%	61229	33439
长沙	31880	31443	1%	62452	56512
苏州	31698	28858	10%	60592	62697
青岛	30690	31214	-2%	63153	57589
宁波	28003	29042	-4%	59967	55196
南昌	13998	10076	39%	21813	19700
厦门	10744	9266	16%	20937	24138

资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图47：中国主要城市二手住宅/新建住宅成交套数



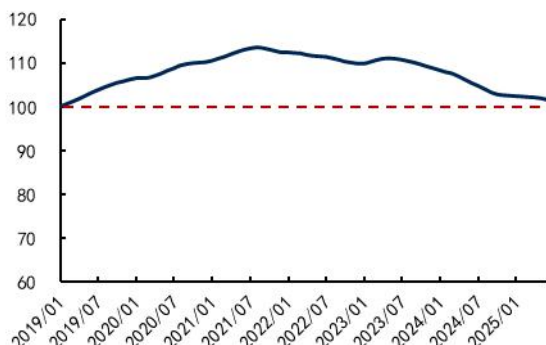
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

二手承接价格敏感刚需，新房更着眼于改善需求

二手住宅成交普遍好于新房，与现房销售好于期房的原因（以价换量、库存增加、无交付风险）高度类似，二手房性价比高、挂牌增加、所见即所得。其中，价格因素占据最主要地位。根据统计局数据，截至 2025 年 6 月末，70 城新建商品住宅价格指数相当于 2019 年初的 102%，较 2021 年 8 月最高点仅回落了 11%；其中，一线、二线、三线城市价格指数分别相当于 2019 年初的 111%、107%、100%，较高点分别回落了 5%、8%、14%。

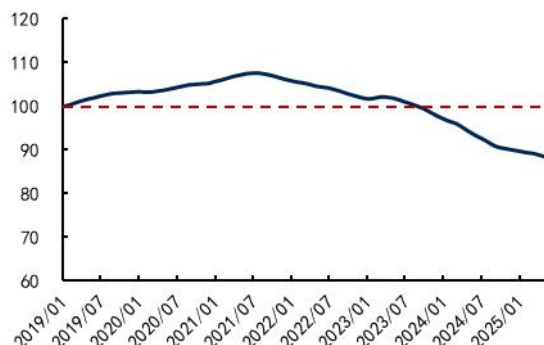
而截至 2025 年 6 月末，70 城二手住宅价格指数相当于 2019 年初的 88%，较最高点回落了 18%；其中，一线、二线、三线城市价格指数分别相当于 2019 年初的 105%、91%、89%，较高点分别回落了 13%、17%、20%。根据冰山指数数据，二手房边际挂牌价指数跌幅更大，截至 2025 年 7 月末，一线、二线、三线城市挂牌价指数分别相当于 2019 年初的 90%、77%、81%，较高点分别回落了 21%、33%、32%。且从高频跟踪看，8 月以来二手边际挂牌价月环比跌幅并无明显收窄趋势。

图48：70 城新建商品住宅价格指数



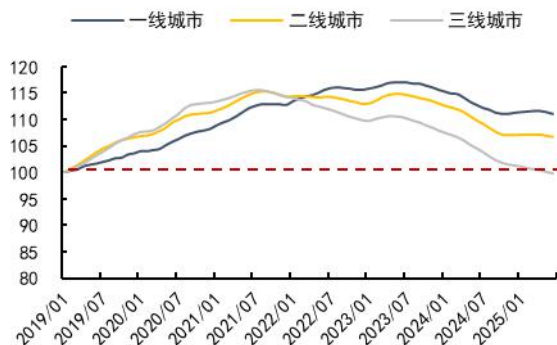
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图49：70 城二手住宅价格指数



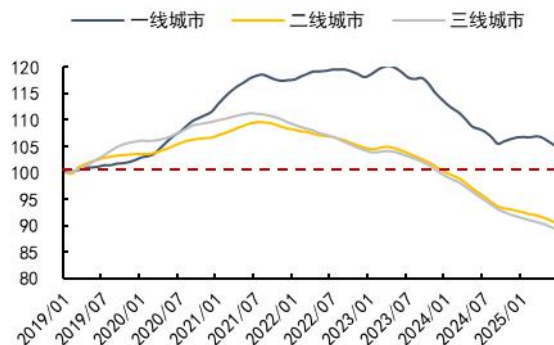
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图50: 70 城新建商品住宅分城市能级价格指数



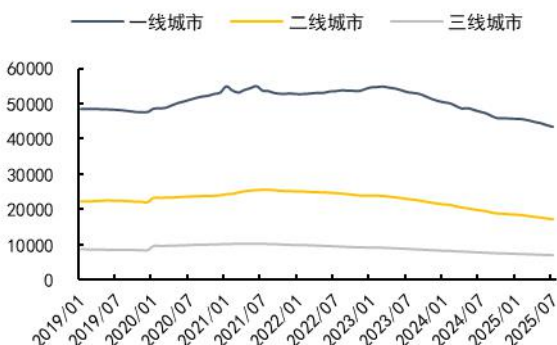
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图51: 70 城二手住宅分城市能级价格指数



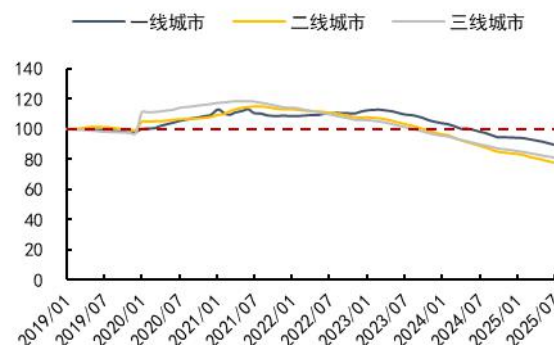
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图52: 各能级城市二手边际挂牌价格（单位：元/㎡）



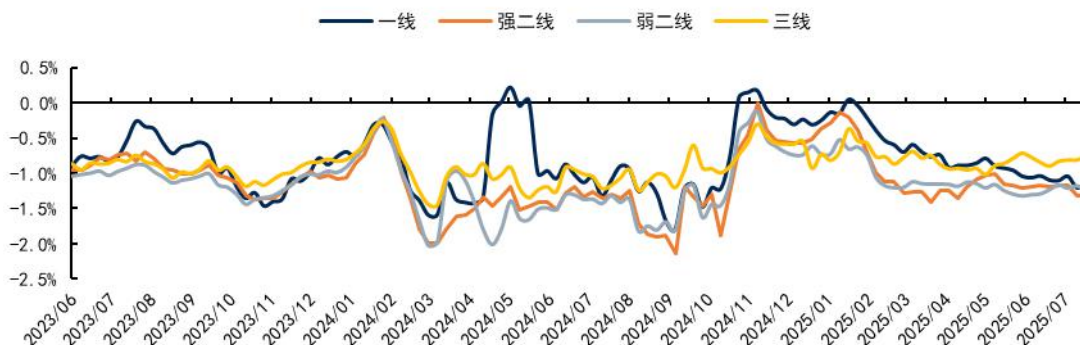
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图53: 各能级城市二手边际挂牌价格指数



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图54: 全国各能级城市二手边际挂牌价月环比（截至 2025 年 8 月 10 日）

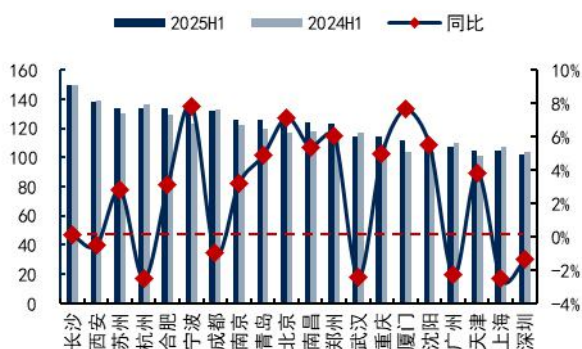


资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

而从城市维度的住宅成交表现来看，二手房确实也承接了价格更敏感的刚需客群，二手套均成交面积和成交总价均明显低于新房 20%，成交均价的跌幅也更大。

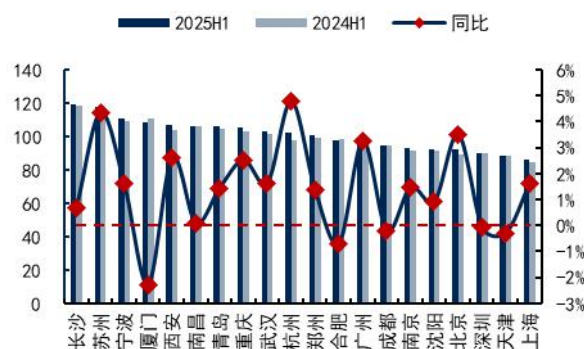
- ◆ 套均成交面积：2025H1，中国 20 个主要城市新建住宅套均成交面积的算数平均数为 122 m²，如果剔除北上深则为 124 m²；而 20 个主要城市二手住宅套均成交面积的算数平均数为 101 m²，如果剔除北上深则为 103 m²。2025H1，中国主要城市二手住宅/新建住宅套均成交面积的平均比值为 0.8。
- ◆ 套均成交总价：2025H1，中国 20 个主要城市新建住宅套均成交总价的算数平均数为 303 万元，如果剔除北上深则为 250 万元；而 20 个主要城市二手住宅套均成交总价的算数平均数为 244 万元，如果剔除北上深则为 196 万元。2025H1，中国主要城市二手住宅/新建住宅套均成交总价的平均比值为 0.8，较 2023/2024 年的 0.9 有所降低。
- ◆ 成交均价：2025H1，中国 20 个主要城市新建住宅成交均价平均较 2023 年上涨 1%，分城市计算下跌平均数为-5%；而 20 个主要城市二手住宅成交均价较 2023 年下跌 8%，分城市计算下跌平均数为-12%。

图55: 中国主要城市新建住宅套均成交面积（单位：m²）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图56: 中国主要城市二手住宅套均成交面积（单位：m²）



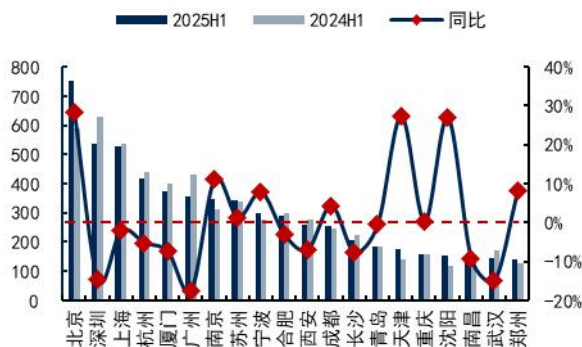
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图57: 中国主要城市二手住宅/新建住宅套均成交面积



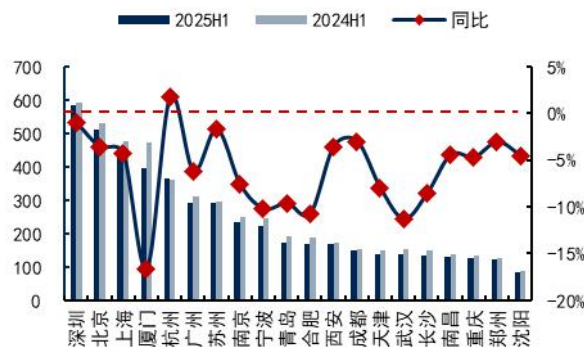
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图58: 中国主要城市新建住宅套均成交总价（单位：万元）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图59: 中国主要城市二手住宅套均成交总价（单位：万元）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图60: 中国主要城市二手住宅/新建住宅套均成交总价



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图61: 中国主要城市新建住宅成交均价（单位：万元/㎡）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图62: 中国主要城市二手住宅成交均价（单位：万元/㎡）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

高能级城市住宅用地成交占比提升，土拍溢价率冲高回落

新房销售不景气，也影响房企拿地积极性。不过，全国住宅用地成交总价与全国土地出让金收入规模下行趋势基本一致，但住宅用地成交建面相对降幅明显更大。

- ◆ 根据中指研究院数据，全国住宅用地成交建面 2024 年为 7.4 亿 m^2 ，相当于 2020 年最高点 23.5 亿 m^2 的 31%；2025H1 成交建面为 18468 万 m^2 ，同比-3%；6 月单月成交建面为 3998 万 m^2 ，仅相当于 2019 年同期的 22%。
- ◆ 全国住宅用地成交总价 2024 年为 2.6 万亿元，相当于 2020 年最高点 6.7 万亿元的 40%；2025H1 成交总价为 8712 亿元，同比+28%；6 月单月成交总价为 2089 亿元，相当于 2019 年同期的 37%。
- ◆ 根据财政部数据，国有土地使用权出让收入 2024 年为 4.9 万亿元，相当于 2021 年最高点 8.7 万亿元的 56%；2025H1 收入为 14271 亿元，同比-6%；6 月单月为 2990 亿元，相当于 2019 年同期的 42%。

图63: 全国住宅用地历年成交建面及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图64: 全国住宅用地单月成交建面相比 2019 年同期



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图65: 全国住宅用地历年成交总价及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图66: 全国住宅用地单月成交总价相比 2019 年同期



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图67: 国有土地使用权历年出让收入及同比



资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 国有土地使用权出让单月收入相比 2019 年同期



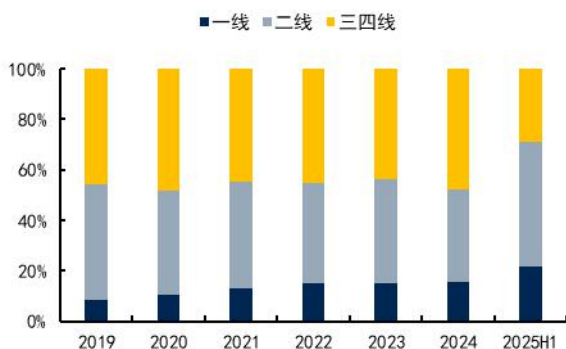
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

住宅用地成交总价跌幅更窄主要因为高能级城市的成交占比提升。2025H1，一线、二线、三线城市住宅用地成交建面占比分别为 3%、29%、68%，较 2019 全年分别变动了+1、+2、-3 个百分点；而成交总价占比分别为 22%、49%、29%，较 2019 全年分别变动了+13、+3、-17 个百分点。

一方面，高能级城市的楼面均价本身就更高，2025H1，一线、二线、三线城市成交楼面均价分别为 3.6 万元/㎡、0.8 万元/㎡、0.2 万元/㎡。另一方面，高能级城市的楼面均价较历史同期显著提升，2025H1，一线、二线、三线城市成交楼面均价分别相当于 2019 全年水平的 2.5 倍、1.8 倍、1.2 倍。

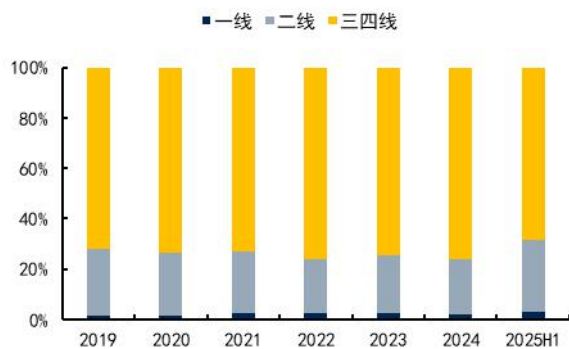
由于地方政府依赖土地财政但房企拿地更谨慎，高能级城市土地供应和成交结构也从郊区新城为主转变为楼面价更昂贵但去化周期更健康的核心城区占比提升。此外，2024 年 10 月各大城市陆续解除地价、房价、土拍溢价率限制后，北京、上海、杭州、成都等城市的热门板块土拍溢价率冲高，涌现出一批新地王，一度带动市场情绪，但也限于局部城市的局部区域，且 2025Q2 以来热度逐渐回落。

图69: 各城市能级住宅用地历年成交总价占比



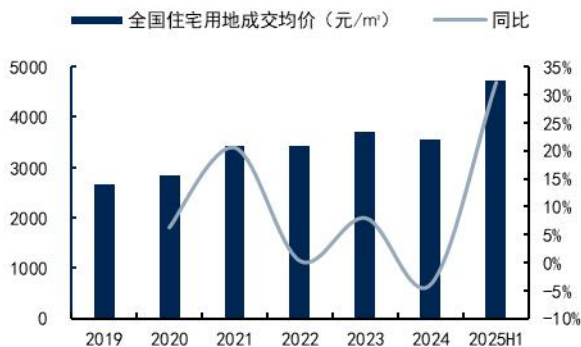
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图70: 各城市能级住宅用地历年成交建面占比



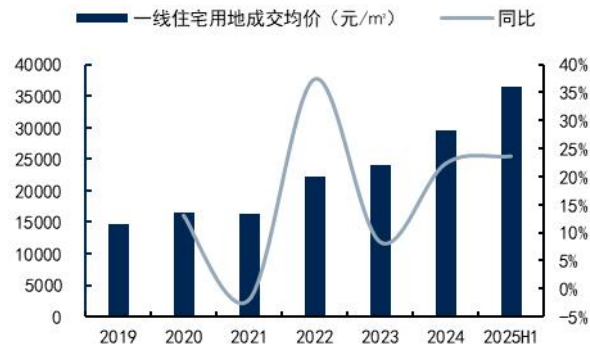
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图71：全国住宅用地历年成交楼面均价及同比



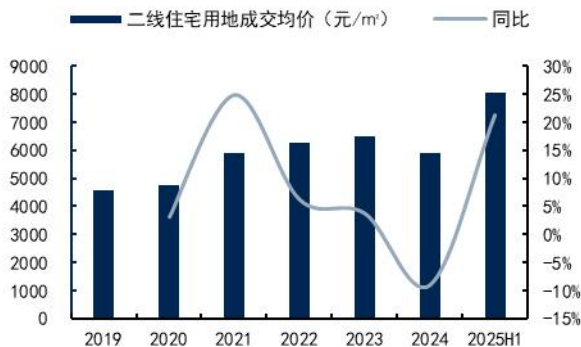
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图72：一线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比



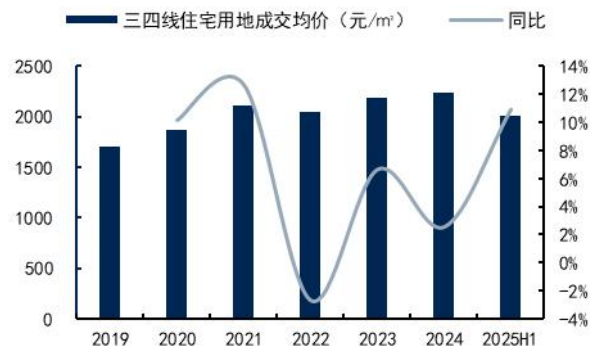
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图73：二线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图74：三线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图75：全国住宅用地当月成交溢价率



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图76：各城市能级住宅用地当月成交溢价率



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

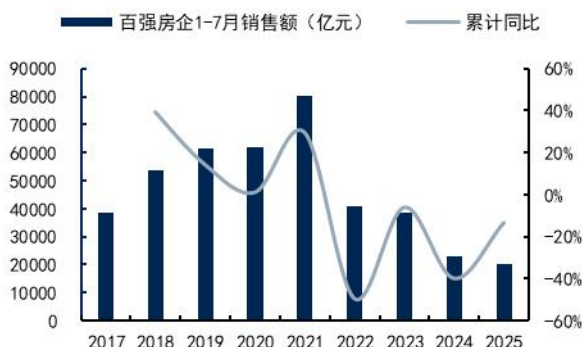
国央企销售拿地领先，新竞争格局基本明确

百强销售较弱但拿地修复，市场集中度依旧较低

百强销售自4月以来走弱。根据克而瑞销售榜单，2025年7月，百强房企全口径销售额当年累计同比-13%，7月单月同比-25%，单月销售额相当于2019年同期的26%。销售Top20房企仅有5家当年累计销售额同比为正，中国金茂7月累计同比+23%、单月同比+49%表现最为突出。2025H1，百强房企销售额合计市占率为40%，Top10房企市占率为19%。

百强拿地自去年11月以来同比修复。根据中指研究院数据，2025年7月，百强房企权益拿地额当年累计同比+34%，7月单月同比+42%，单月拿地额相当于2020年同期的25%，仍处于较低水平。拿地Top20房企中前8强断层领先，中国金茂拿地积极性同比提升最大。

图77：百强房企历年1-7月销售额及累计同比



资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图78：百强房企历年7月销售额及单月同比



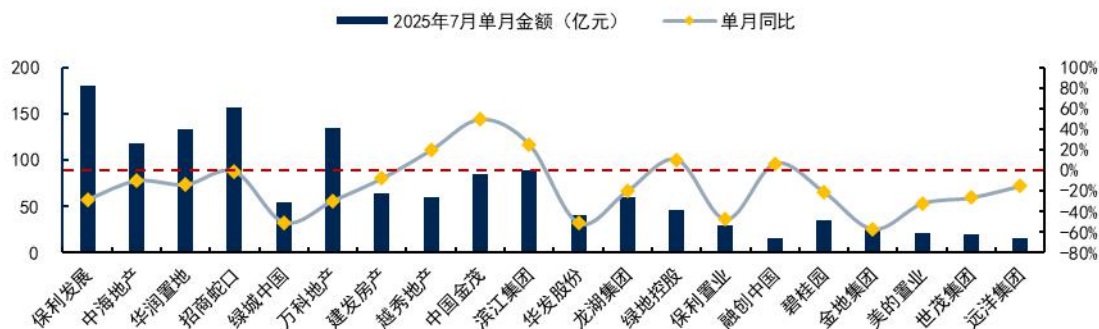
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图79：Top20房企2025年1-7月销售额及累计同比



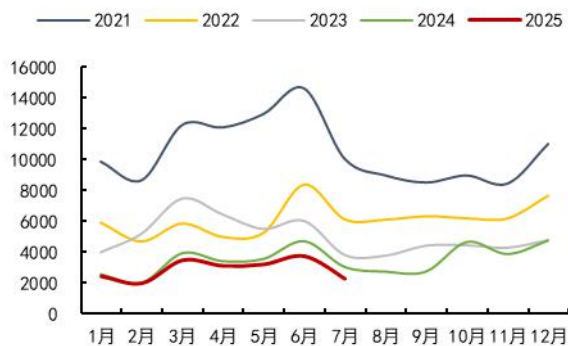
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图80: Top20 房企 2025 年 7 月销售额及单月同比



资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图81: 百强房企历年单月销售额（单位：亿元）



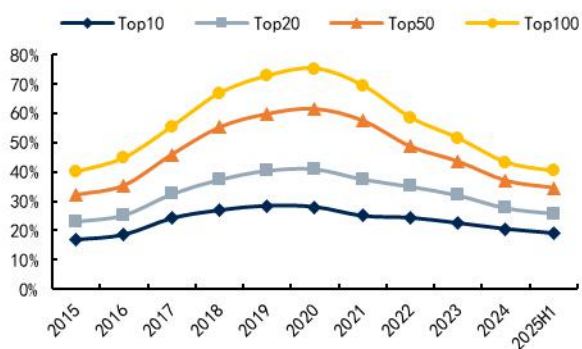
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图82: 百强房企单月销售额相比 2019 同期



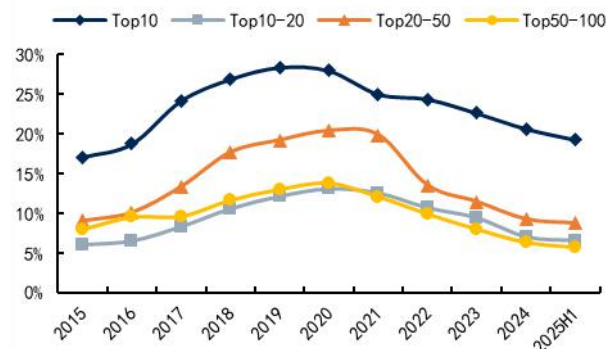
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图83: 头部房企历年销售额合计市占率



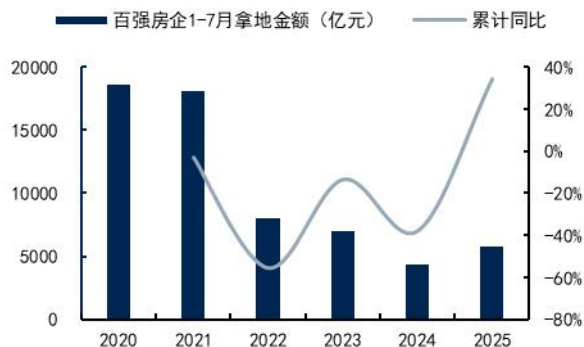
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图84: 头部房企历年销售额分段市占率



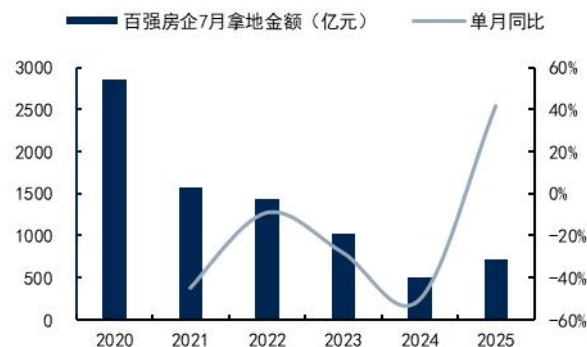
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图85: 百强房企历年 1-7 月拿地金额及累计同比



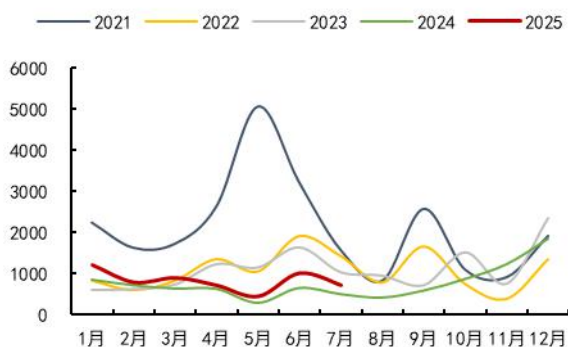
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图86: 百强房企历年 7 月拿地金额及单月同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图87: 百强房企历年单月拿地金额 (单位: 亿元)



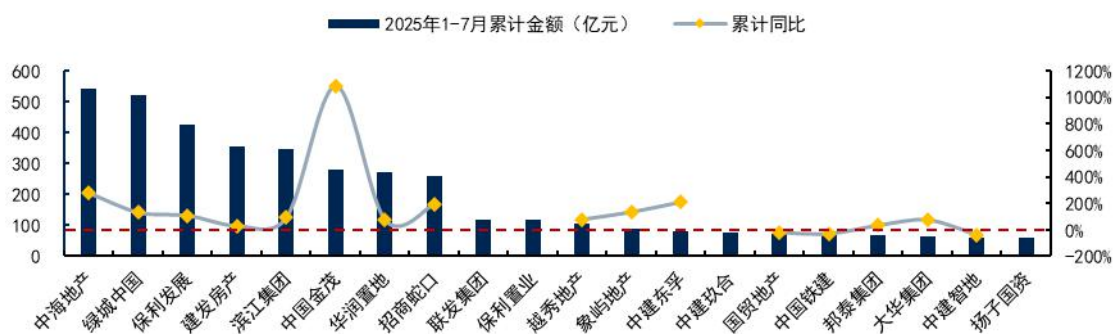
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图88: 百强房企单月拿地金额相比 2020 同期



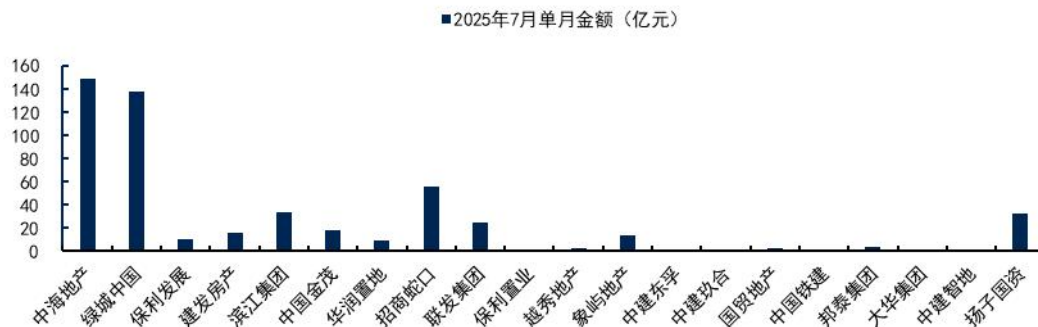
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图89: Top20 房企 2025 年 1-7 月权益拿地金额



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图90: Top20 房企 2025 年 7 月权益拿地金额



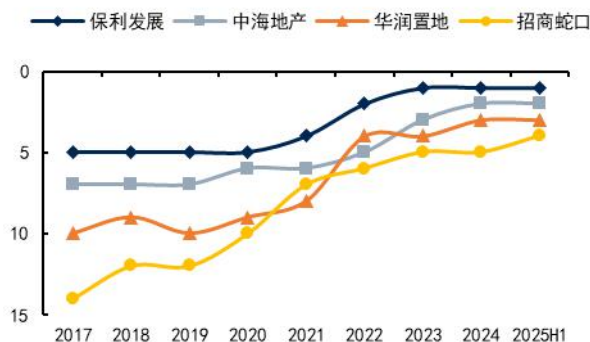
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

行业洗牌接近尾声, 新竞争格局基本明确

行业整体虽然谷底震荡, 但 2023 年以来, 头部房企排名变动较小, 新的竞争格局业已确立。四大央企保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口占据第一梯队, 销售额排名分列前四强, 也是唯四 1-7 月销售额破千亿的房企; 2025H1 新增货值排名分别为第 2、第 1、第 5、第 7, 以新增货值/当期销售额口径计算的新增土储货值补充率分别为 63%、85%、62%、60%。除四大央企以外, 2025 年前 7 月销售额前 12 名中的其他 8 名可按股东背景分为两类:

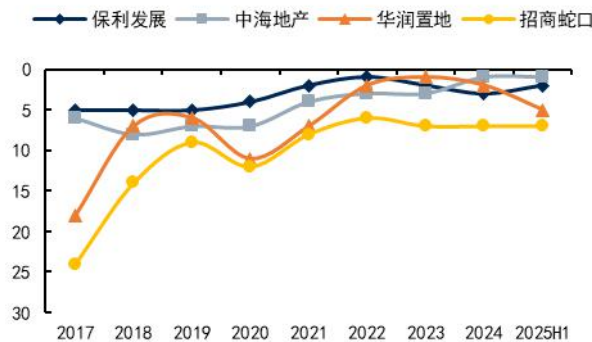
- ◆ 国央企: 第 9 名中国金茂 2025H1 货值补充率为 126%, 2024 年扭亏, 风险出清充分且产品力突出, 积极拿地。第 7 名建发股份、第 8 名越秀地产、第 11 名华发股份都是地方国企, 2025H1 货值补充率分别为 97%、81%、15%, 建发越秀仍然保持较高的投资强度, 华发从 2024 年开始逐渐掉队。
- ◆ 民企及混合制: 第 5 名绿城中国、第 10 名滨江集团均深耕杭州, 产品力较强, 2025H1 货值补充率分别为 103%和 98%, 稳扎稳打。第 6 名万科、第 12 名龙湖 2025H1 货值补充率分别为 5%和 14%, 近年拿地减弱。

图91: 四大央企历年销售额行业排名



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图92: 四大央企历年新增货值行业排名



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图93: No. 1 保利发展历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图94: No. 2 中海地产历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图95: No. 3 华润置地历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图96: No. 4 招商蛇口历年销售额及货值补充率



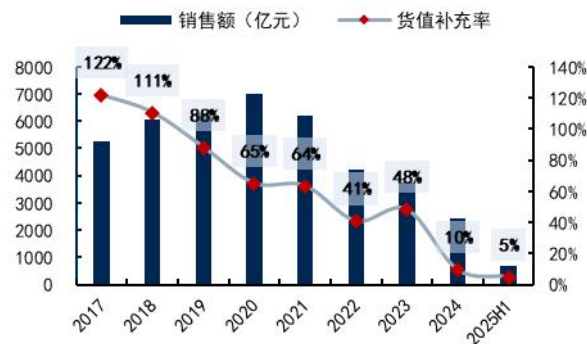
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图97: No. 5 绿城中国历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图98: No. 6 万科A历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图99: No. 7 建发股份历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图100: No. 8 越秀地产历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图101: No. 9 中国金茂历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图102: No. 10 滨江集团历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图103: No. 11 华发股份历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图104: No. 12 龙湖集团历年销售额及货值补充率



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

复盘地产股超额收益，博弈新一轮政策放松

地产股中期趋势看房价，短期波动看政策

复盘 2022 年至今地产股超额收益（万得房地产精选指数相对于万得全 A 的超额收益），可以看到非常明显的规律：房价决定中期趋势，政策带来短期波动。2022 年至今，地产股超额收益累计-15.6%。2022 年至今，地产股超额收益大致经历了 8 次较为明显的脉冲，大多来自政策面，且政策说法越新颖，反应越大。

- ◆ 2022 年 3 月“需求端政策转向”：郑州大放松、“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”、鼓励房企并购重组、“年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”等一系列事件或表述，让市场对需求端放松产生了较强预期；
- ◆ 2022 年 8 月“保交楼+纾困”：高层表态支持“保交楼”（6 月“停贷”风波）、郑州百亿纾困、华融纾困阳光城等事件，在当时大幅扭转了市场的悲观情绪；
- ◆ 2022 年 11 月“三支箭”：一系列地产融资支持措施出台，再次提升了市场对于地产主体的信心，部分观点认为“保项目”走向“保主体”；
- ◆ 2023 年 7 月“城中村改造”：市场将城中村改造类比为“棚改”，即在较短时间内创造增量需求；
- ◆ 2024 年 1 月“融资协调机制”：部分观点认为会大幅改善房企融资环境；
- ◆ 2024 年 4 月“收储”：部分观点认为将成立“全国性收储平台”实现去库存；
- ◆ 2024 年 9 月“止跌回稳”：政治局会议提出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；
- ◆ 2025 年 4 月例外：主要源自对“企稳”的集体误判，但也不乏政策博弈情绪。

整体上，房价走势基本决定了地产股中期超额收益的变化。这也是我们反复强调“房价不止跌就没有趋势性行情”的原因。

图105: 地产股超额收益复盘



资料来源：冰山大数据、Wind，国信证券经济研究所整理

表3: 历年中央政治局会议关于房地产的表述

日期	表述
2021 年 4 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021 年 7 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021 年 12 月 6 日	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2022 年 4 月 29 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 7 月 28 日	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022 年 12 月 16 日	支持住房改善……要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023 年 4 月 28 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023 年 7 月 24 日	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023 年 12 月 12 日	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
2024 年 4 月 30 日	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024 年 7 月 30 日	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024 年 9 月 26 日	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。
2024 年 12 月 12 日	稳住楼市股市。……大力实施城市更新。……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。……统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。……发展现代化都市圈，提升超大特大城市现代化治理水平，大力发展县域经济。
2025 年 4 月 25 日	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 年 7 月 30 日	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

需求端难提振，期待力度更大的“止跌回稳”新政

在房价持续下跌的背景下，虽然需求端利好政策不断出台，自 2024 年 10 月以来除北上深以外城市的限购政策已经全面取消，购房者的观望情绪仍然较重。

- ◆ 居民对房价走势的预期持续悲观：央行城镇储户问卷调查报告显示，2025Q2，居民预期房价上涨的比例仅 8.9%，创近十年历史新低；而居民预期房价下降的比例则为 21.7%，虽较 2024Q3 高点略有回落，但仍处于高位。
- ◆ 居民收入信心不足：2025Q2，居民收入信心指数为 45，已连续 16 个季度未能突破荣枯线 50；而居民就业预期指数为 41.7，下行趋势更陡。
- ◆ 居民杠杆率已居高位：2025Q2，中国居民杠杆率为 61%，自 2020Q4 以来 19 个季度基本持平，参考国际清算银行数据，已接近发达国家平均水平。

因此，虽然 5 年期 LPR 持续调降、主流城市首付比例和房贷利率一降再降，主要城市房价收入比逐渐降至 15 年、个别城市（武汉、长沙、济南等）房价收入比已调整到 10 年左右的合理水平，但与历史周期相比，本轮着力提高居民加杠杆能力的利好举措对居民购房意愿的提振效果一般。

图106: 中国城镇储户对未来房价预期



资料来源：央行城镇储户问卷调查报告，国信证券经济研究所整理

图107: 中国城镇储户对未来收入信心及就业预期指数



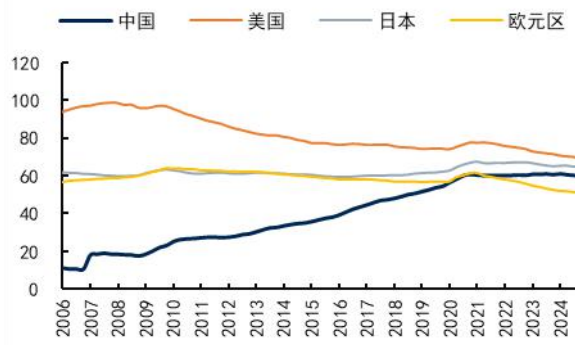
资料来源：央行城镇储户问卷调查报告，国信证券经济研究所整理

图108: 中国居民部门杠杆率（%）



资料来源：国家资产负债表研究中心，国信证券经济研究所整理

图109: 全球主要发达国家居民部门杠杆率（%）



资料来源：国家资产负债表研究中心，国信证券经济研究所整理

图110: 中国历年 LPR



资料来源：中国人民银行、Wind，国信证券经济研究所整理

图111: 中国历年个人住房贷款加权平均利率



资料来源：中国人民银行、Wind，国信证券经济研究所整理

图112: 中国历年主要城市房价收入比平均数



资料来源: 中指研究院、Wind, 国信证券经济研究所整理

图113: 中国历年一线城市房价收入比平均数



资料来源: 中指研究院、Wind, 国信证券经济研究所整理

图114: 中国历年主要城市房价收入比 (计算口径为双职工家庭购买 100 m² 住房)

房价收入比	2025H1	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
北京	30	33	37	38	41	39	44	49	55	43	37	38
上海	28	31	36	32	34	33	32	31	33	29	26	24
天津	13	15	17	17	18	18	18	19	21	20	18	18
重庆	12	13	15	16	17	17	17	18	15	13	14	15
深圳	33	36	45	50	49	44	48	51	56	60	41	27
广州	20	22	25	25	25	23	23	19	16	18	18	18
杭州	21	23	24	26	27	25	26	28	30	26	25	28
南京	15	17	19	20	22	22	23	23	25	22	19	18
武汉	10	12	14	16	17	14	14	11	12	13	13	12
成都	14	15	14	14	14	14	14	13	12	11	12	17
苏州	15	16	17	15	17	18	18	17	17	17		
大连	12	14	16	17	17	16	21	19	18	17	17	19
厦门	22	24	31	31	30	33	34	34	36	30	27	23
西安	18	19	19	19	16	18	18	15	12	11	9	10
长沙	10	11	11	11	10	9	9	9	8	8	8	9
宁波	14	13	15	14	16	14	14	18	17	14	14	15
无锡	15	16	16	17	17	16	15	10	10	10	9	10
福州	13	11	13	16	19	18	19	31	25	23	23	24
沈阳	13	12	11	11	12	12	11	11	10	9	9	11
青岛	11	12	12	13	13	13	13	13	12	12	13	14
济南	10	11	13	13	13	15	15	15	13	11	10	11
南昌	10	11	12	13	13	15	15	14	14	14	14	14
合肥	18	18	19	17	16	18	18	15	15	17	14	13
郑州	11	11	12	14	15	18	17	19	18	17	15	15
太原	11	11	12	13	15	15	17	18	14	14	15	16
石家庄	12	13	15	17	17	14	15	14	17	15	14	13
长春	10	10	11	12	12	12	13	15	13	11	13	12
哈尔滨	12	13	14	15	15	13	13	13	15	13	14	16
海口	12	14	20	19	21	21	21	21	16	16	17	19
南宁	11	12	14	15	16	16	17	17	17	17	17	17
昆明	11	11	13	13	16	17	16	16	13	12	13	13
贵阳	8	9	10	11	12	13	15	15	11	10	10	10
温州	9	10	11	12	15	14	16	15	17	17	19	19

资料来源: 中指研究院、Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年 8 月 8 日，北京市住建委、北京住房公积金管理中心联合印发《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》，进一步优化住房限购政策并加大住房公积金贷款支持力度。符合本市商品住房购买条件的居民家庭，在五环外购买商品住房不限套数。成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策。

直观看，本次力度不及此前几轮，政策效果恐有限。一方面，考虑到 2024 年 4 月符合条件的居民家庭和成年单身人士可在五环外增购一套、2024 年 9 月非京籍连续缴纳 2 年社保或个税即可在五环外购房，已经充分释放过五环外住房购买需求。另一方面，2024 年 9 月京籍成年单身人士与未成年子女共同生活的可按京籍居民家庭执行住房限购政策（即 2 套），而若无未成年子女的成年单身人士满足自住需求更可能通过置换改善完成，而非增购一套。

虽然实际影响有限，但我们认为北京楼市新政预示着一线城市新一轮放松的开始。2024 年 9 月，在房价中高速下跌 7 个月后，中央出台了“止跌回稳”系列政策。今年截至目前，房价中高速下跌仅 4 个月，这也是 4 月和 7 月中央政治局会议淡化地产的原因。从目前的数据走势看，房价未来 3 个月如果保持跌幅，可以期待力度更大的“止跌回稳”新政。

表4: 北京市 2023 年以来出台的住房限购限贷放松政策一览（截至 2025 年 8 月 8 日）

日期	政策类型	主要内容
2023 年 9 月 1 日	优化住房限贷政策	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在本市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023 年 12 月 14 日	优化住房限贷政策	1、对普宅认定标准进行优化。 2、下调新发放房贷最低首付比例，同时延长贷款期限。 3、降低商业银行新发放房贷利率政策下限。
2024 年 2 月 6 日	优化住房限购政策	在通州区落户和就业的家庭，只要符合北京整体限购政策即可，取消了落户、社保或纳税需满 3 年的要求，通州楼市不再“双限”。
2024 年 3 月 27 日	优化住房限购政策	“夫妻离异任何一方 3 年内不得购房”限购政策宣告废止。
2024 年 4 月 22 日	优化住房限贷政策	2024 年 4 月 23 日后签订购房网签合同，且离婚不满一年的房贷申请人，如家庭名下在本市无成套住房，执行首套房信贷政策。
2024 年 4 月 30 日	优化住房限购政策	在“本市户籍家庭限购 2 套、成年单身限购 1 套；外地户籍需在本市连续缴纳 5 年社保或个税，限购 1 套”的限购政策基础上，居民家庭或成年单身人士还可在五环外增购一套住房。
2024 年 5 月 16 日	优化住房限贷政策	如果购房人在北京市建委查询结果显示为“二套”或“视同购买第二套住房执行（五环外）”的结果，均可以按照二套房信贷政策予以受理，办理贷款。而按照此前的相关政策，居民购买第三套住房，银行不能给予贷款。
2024 年 6 月 26 日	优化住房限贷政策	1、按照因城施策原则，调整本市新发放商业性个人住房贷款最低首付比例及利率下限。 2、优化本市户籍二孩及以上的多子女家庭在商业性个人住房贷款和公积金个人住房贷款中首套住房认定标准。 一、落实国家关于降低存量房贷利率政策，引导商业银行稳妥有序将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近。 二、居民家庭购买首套商品住房，商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 15%。购买二套商品住房，商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 20%。
2024 年 9 月 30 日	优化住房限购限贷政策	三、非本市户籍居民家庭购买五环内商品住房的，缴纳社会保险或个人所得税的年限，调整为购房之日前连续缴纳满 3 年及以上；购买五环外商品住房的，缴纳社会保险或个人所得税的年限，调整为购房之日前连续缴纳满 2 年及以上。符合本市经济社会发展需要的高层次和急需紧缺人才购买本市商品住房的，缴纳社会保险或个人所得税的年限，调整为购房之日前连续缴纳满 1 年及以上。 四、居民家庭购买通州区商品住房，按全市统一政策执行。 五、本市户籍成年单身人士与未成年子女共同生活的，按本市户籍居民家庭执行住房限购政策。
2024 年 11 月 18 日	优化住房限贷政策	一、取消本市普通住房和非普通住房标准。 二、对个人销售住房涉及的增值税、个人购买住房涉及的契税，按照《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》（财政部 税务总局 住房城乡建设部公告 2024 年第 16 号）有关规定执行。 三、本市享受契税优惠政策的具体操作办法仍按现行规定执行。
2025 年 8 月 8 日	优化住房限购限贷政策	一、进一步优化住房限购政策 1. 符合本市商品住房购买条件的居民家庭（包括本市户籍居民家庭、在本市连续缴纳社会保险或个人所得税达到相关年限的非本市户籍居民家庭），在五环外购买商品住房（含新建商品住房和二手房住房）不限套数。 2. 成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策。 二、加大住房公积金贷款支持力度。

资料来源：北京住建委官网，国信证券经济研究所整理

表5: 全国各城市现行限购政策一览（截至 2025 年 8 月 8 日）

城市	限购政策
北京	1、京籍家庭 5 环内限购 2 套（不变），5 环外不限购（原仅可多购 1 套）。
	2、京籍单身 5 环内限购 2 套（原 1 套，有未成年子女的 2 套），5 环外不限购（原仅可多购 1 套）。
	3、非京籍家庭连续缴满 3 年社保/个税，5 环内限购 1 套（不变），5 环外不限购（原仅可多购 1 套）。
	4、非京籍单身连续缴满 3 年社保/个税，5 环内限购 1 套（不变），5 环外不限购（原仅可多购 1 套）。
	5、非京籍家庭连续缴满 2 年社保/个税，5 环内不可购买（不变），5 环外不限购（原 1 套）。
	6、非京籍单身连续缴满 2 年社保/个税，5 环内不可购买（不变），5 环外不限购（原 1 套）。
上海	1、沪籍家庭限购 2 套，沪籍成年单身人士限购 1 套。
	2、非沪籍家庭缴纳 3 年社保限购 2 套，1 年社保限购 1 套外环外的新房或外环外的二手房。
	3、非沪籍单身人士 3 年社保限购 1 套外环外的新房或者全市的二手房，1 年社保限购 1 套外环外的新房或外环外的二手房。
	4、新城及南北转型等重点区域的非沪籍人才 2 年社保可在特定区域内限购 1 套。
	5、对二孩及以上的多子女家庭，在现有限购政策基础上，可增购 1 套。
	6、在自贸区临港新片区工作、存在职住分离的群体，在现有限购政策的基础上可在新片区增购 1 套。
	7、支持企业购买小户型二手住房（系指 2000 年前竣工、建筑面积在 70 平方米及以下的二手住房）用于职工租住。
深圳	1、深籍家庭限购 2 套住房，深籍成年单身（含离异）限购 1 套。在此基础上，在特定区域可增购 1 套。
	2、非深籍家庭及成年单身（含离异）限购 1 套，在特定区域无社保或个税缴纳年限年限要求，在特定区域以外要求 1 年。
	3、非深籍二孩及以上的多子女家庭，在现有限购政策基础上，可增购 1 套。
	4、企事业单位（需满足设立年限满 1 年、在本市累计缴纳税款金额达 100 万元人民币、且员工人数 10 名及以上）在特定区域的限购取消。
广州等其他城市	自 2024 年 9 月 29 日起均已完全放开限购。

资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

投资建议

考虑到当前地产基本面转弱，房价持续下跌，地产股很难有趋势性行情，但北京新政或是新一轮放松的开始，意味着地产股的博弈窗口有望开启。个股端，推荐中国金茂、中国海外宏洋集团、贝壳-W、我爱我家。

表6: 重点公司盈利预测与估值（截至 2025 年 8 月 12 日）

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
0817.HK	中国金茂	优于大市	1.52	187	0.08	0.08	0.08	17.5	17.5	17.5
0081.HK	中国海外宏洋集团	优于大市	2.22	72	0.30	0.35	0.46	6.8	5.8	4.4
2423.HK	贝壳-W	优于大市	46.6	1514	2.00	2.28	2.46	21.4	18.8	17.4
000560.SZ	我爱我家	优于大市	2.98	70	0.03	0.13	0.16	99.3	22.9	18.6

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测及整理

风险提示

政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032