

房地产行业2026年投资策略

地产筑底分化，核心主线突围

西南证券研究院
房地产研究团队
2025年12月

核心观点

- **基本面**：新房销售仍处收缩区间，2025年1-11月新建商品房销售面积同比-7.8%，新建商品住宅销售面积同比-8.1%，70城新建住宅价格降幅收窄。城市分化加剧，一线相对韧性。二手房“以价换量”态势未改。库存仍处于高位，一线去化压力相对轻。新开工与竣工收缩明显，新增供给意愿与能力同步走弱。土地市场成交“缩量提质”。施工面积下行与购置费负增拖累，房地产开发投资持续承压。政策以“止跌回稳”为目标，推进“好房子”建设。预计2026市场将延续筑底。
- **主线一——香港住宅**：住宅成交复苏，房价企稳回升。2025年1-11月，香港住宅楼宇买卖合约数量同比+16.2%。截至10月，私人住宅售价指数较3月+3.4%。库存自24年以来连续降低。未来十年住宅供应目标下调至42万套，私营房屋供应占比降低至30%，人才吸引计划夯实长期需求。房贷利率下行，A类住宅市场回报率已超房贷利率，B类住宅接近供平过租。预计量价齐升趋势延续。低估值、高股息、香港住宅业务占比高的公司有望受益。
- **主线二——商业**：多项政策出台提振消费，社零整体稳健回升，2025年1-11月全国社零累计总额同比+3.0%，同时线上消费渗透率趋稳，为商业地产带来修复机遇。购物中心客流企稳，2025H1样本购物中心场日均客流同比+14.1%，其中Q2购物中心场日均客流达近四年最高水平。供给端收缩，2025年1-11月全国商业营业用房新开工面积同比-22.8%。出租率高位企稳，头部企业普遍保持在95%以上。建议关注由开发转型商业带来的商业模式重塑和估值体系改变，兼备成长性和股息率的标的。
- **主线三——经纪**：新房库存去化压力增大驱使开发商选择经纪商渠道，2024H1房企分销及代理佣金占销售费用比例达51.9%，同时客户结构优化，央国企占比提升，回款受益，2025H1贝壳和我爱我家应收账款周转期分别缩短至17/14天。二手房成为楼市主线，为经纪商提供稳定增量来源，2025Q1-Q3，贝壳、我爱我家二手房GTV分别同比+11.2%、+5.1%。佣金率、毛利率均有改善。建议关注房产经纪龙头及区域深耕标的。
- **风险提示**：市场销售恢复不及预期风险；政策放松力度不及预期风险；行业现金流状况不及预期风险。

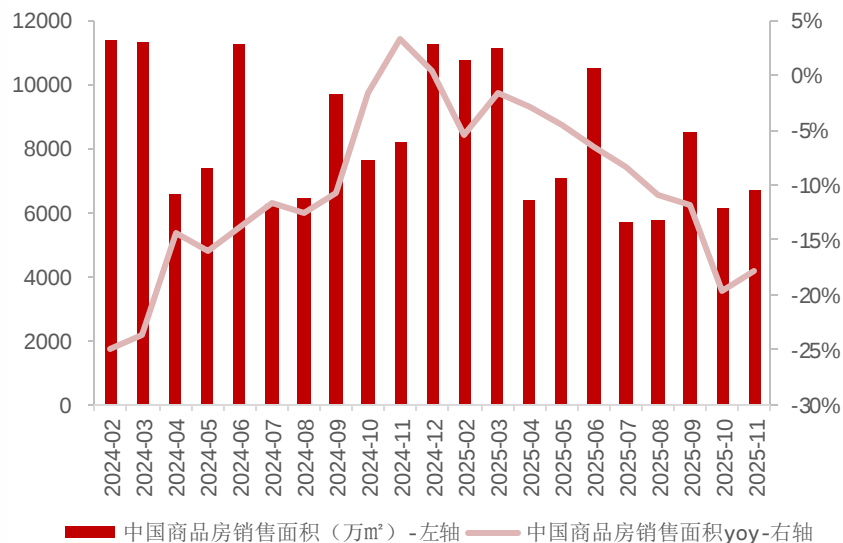
目 录

- ◆ **基本面：调整接近底部，复苏仍需时间**
- ◆ **香港：住宅供需结构优化，延续量价齐升**
- ◆ **商业：消费复苏驱动修复，供需两端共振**
- ◆ **经纪：新房渠道价值提升，二手交易活跃**
- ◆ **投资建议及重点标的**

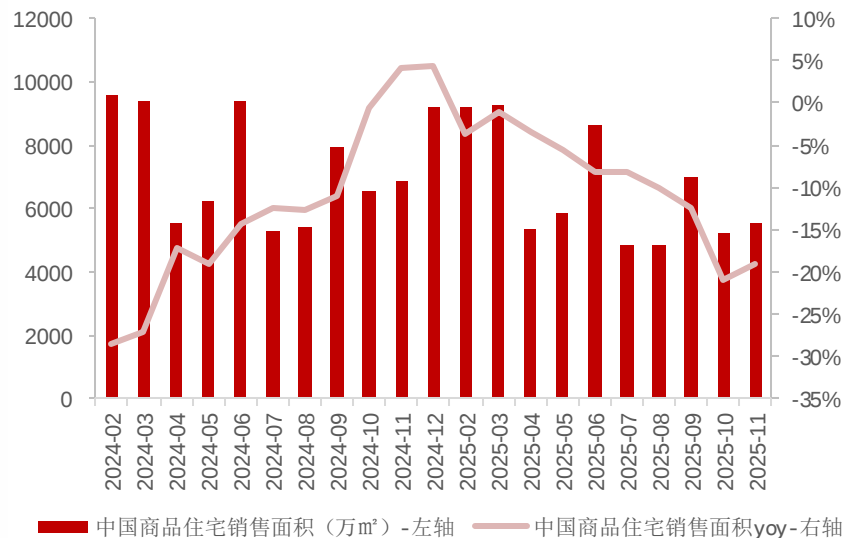
新房销售仍处收缩区间，一线相对韧性

新房销售面积年中短暂修复后再度转弱，新房销售仍处收缩区间。2025年1-11月，我国新建商品房销售面积78701.7万 m^2 ，同比-7.8%；新建商品住宅销售面积65818.1万 m^2 ，同比-8.1%。但降幅较去年同期分别收窄6.5pp、7.9pp。

中国商品房销售面积及同比变化



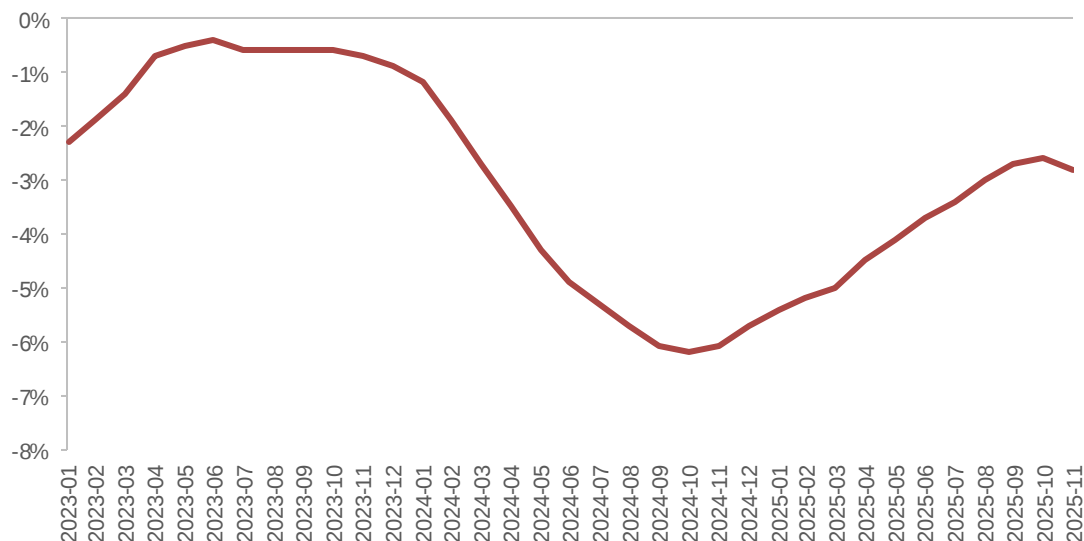
中国商品住宅销售面积及同比变化



新房销售仍处收缩区间，一线相对韧性

部分核心城市改善型楼盘入市，70城新建住宅价格降幅收窄。2025年以来，70城房价受部分核心城市改善型楼盘入市带动，降幅有所收窄。11月，70城新房价指数同比降2.8%。

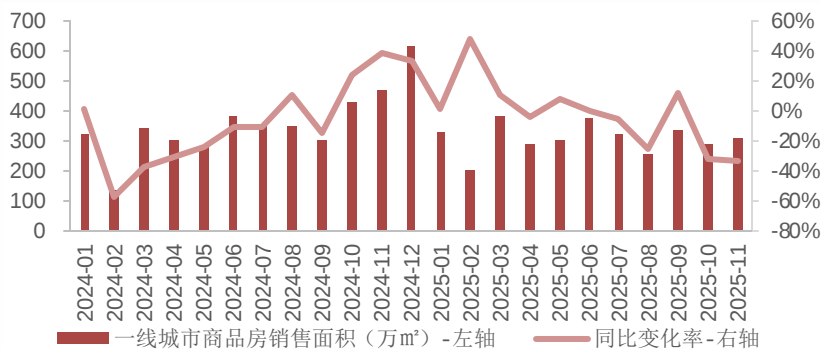
70个大中城市新建商品住宅房价指数当月同比



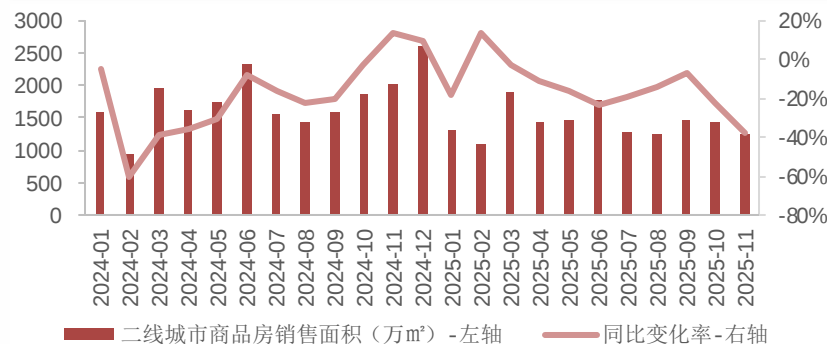
新房销售仍处收缩区间，一线相对韧性

城市梯队分化加剧，一线相对韧性。销售面积来看，2025年1-11月，一线、二线、三四线城市销售面积分别同比下滑7.5%、16.3%、10.2%；价格来看，一线城市新房价格有阶段性回升，多数三四线城市价格处于下行通道。预计26-27年新房销售“总量趋稳、结构优化”。

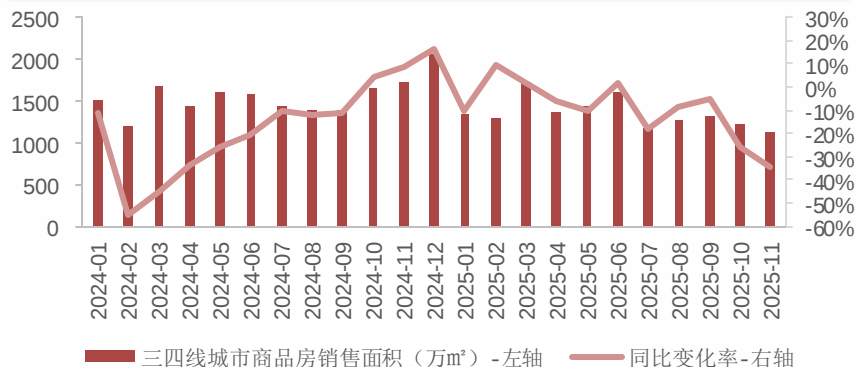
一线城市商品房销售面积及同比变化



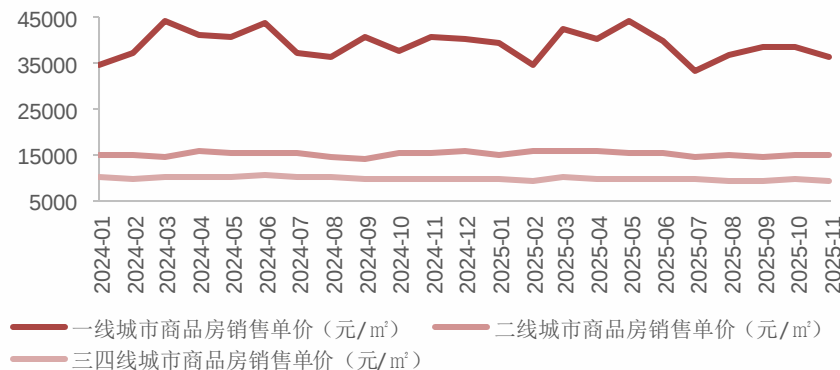
二线城市商品房销售面积及同比变化



三四线城市商品房销售面积及同比变化



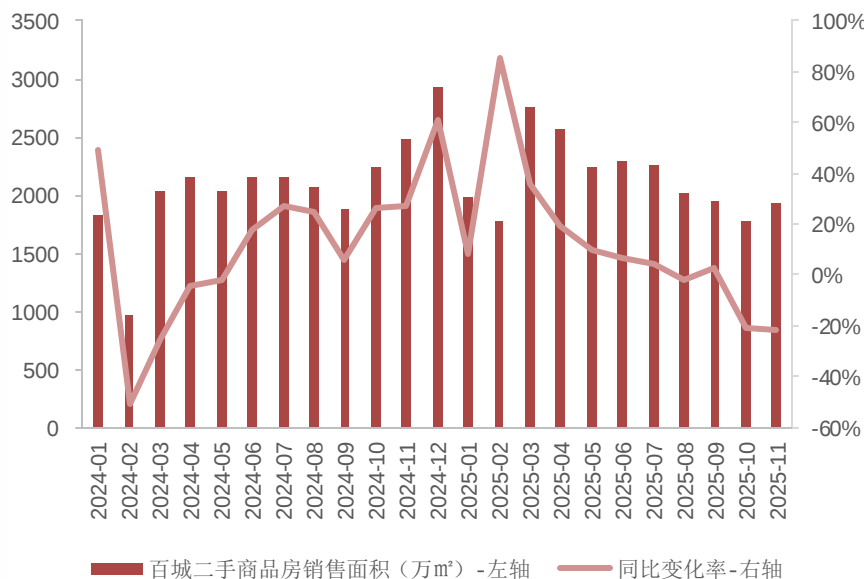
各梯队城市商品房销售单价



二手房“以价换量”态势未改

二手房挂牌与成交活跃，以价促量趋势延续。挂牌与成交活跃度来看，二手房挂牌增、成交活跃，销售占比上行。价格来看，价格仍处于下行通道，2025年11月70个大中城市二手住宅价格指数同比降幅走扩。分城市层级来看，核心城市成交韧性优于低能级。预计26-27年仍将延续“以价换量”趋势。

百城二手房商品房销售面积及同比变化



70个大中城市二手住宅价格指数当月同比



库存仍处于高位，一线去化压力相对轻

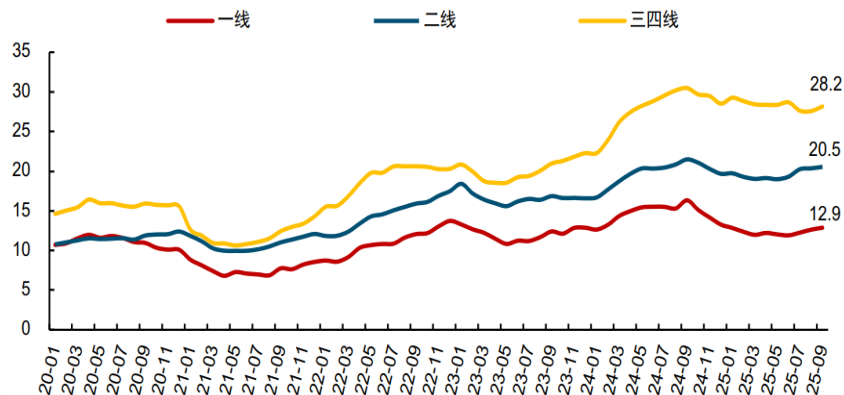
库存仍处于高位，一线城市去化压力相对轻。

当前全国房地产库存总量依然处于高位，中国商品房/商品住宅6月移动平均去化周期分别为10.4/6.6个月。其中一线城市去化压力相对较轻，截至9月末住宅可售库存出清周期12.9个月，库存消化周期远低于其他城市。预计2026-2027年，市场总体库存压力难以根本缓解。

中国商品房待售面积及去化周期



各线代表城市商品住宅可售库存出清周期（月）



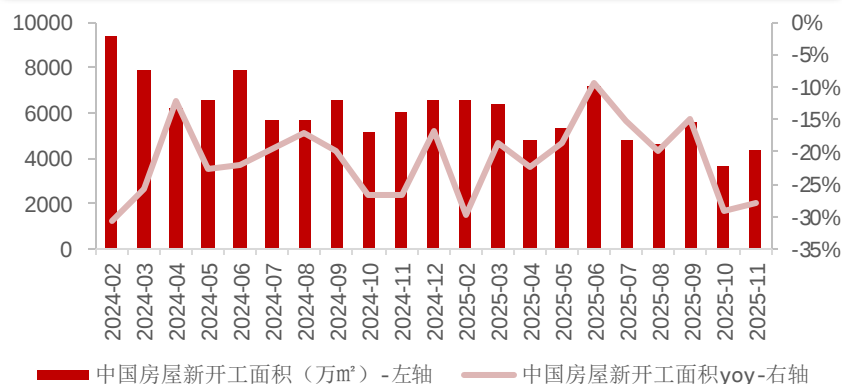
中国商品住宅待售面积及去化周期



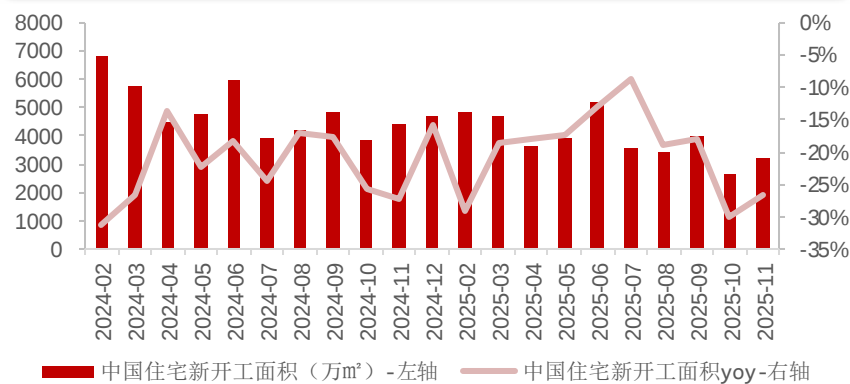
新开工与竣工收缩明显

新开工与竣工收缩明显，新增供给意愿与能力同步走弱。开工主要受土储与销售影响，仍处低位，竣工受开工与资金双重约束。预计26-27年，随着销售降幅持续收窄与政策托底、房企融资边际改善，新开工面积的降幅或将收窄。

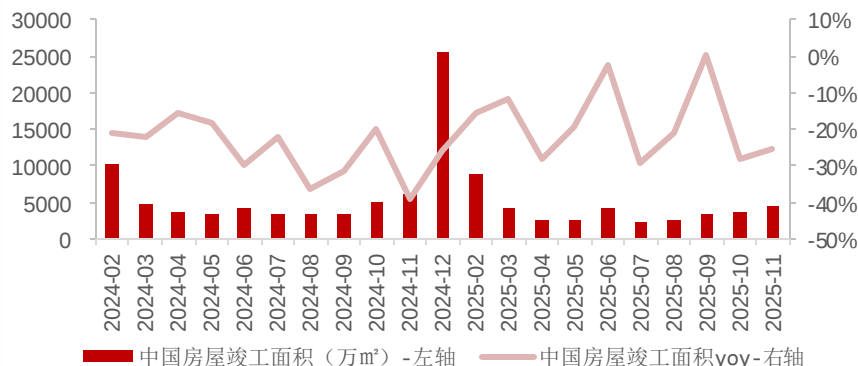
中国房屋新开工面积及同比变化



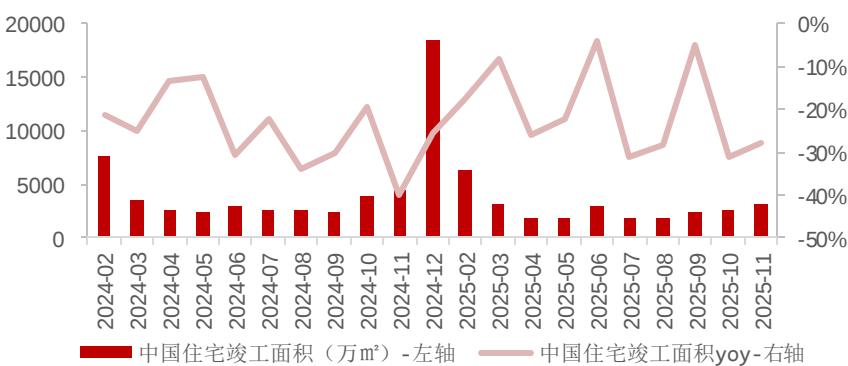
中国住宅新开工面积及同比变化



中国房屋竣工面积及同比变化



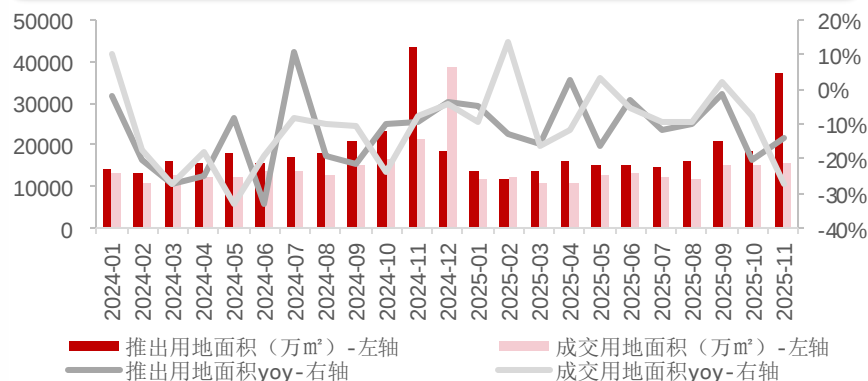
中国住宅竣工面积及同比变化



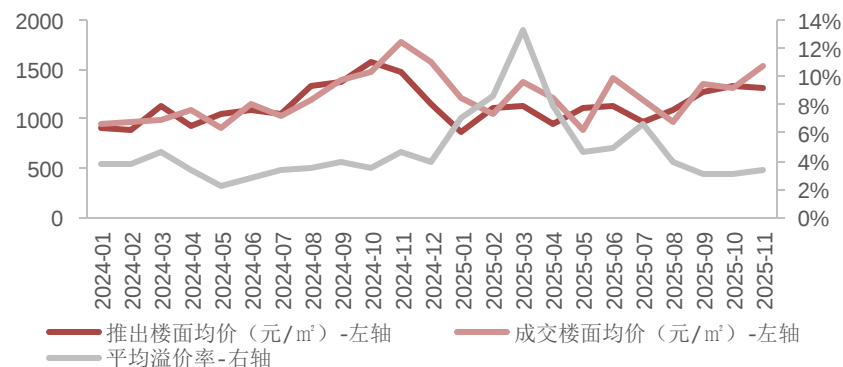
土地成交“缩量提质”

推出与成交面积回落收窄，价稳略升。2025年1-11月，住宅用地成交3.3亿 m^2 ，同比-7.3%；成交面积2.1亿 m^2 ，同比-3.4%。从楼面均价来看，截至2025/12/26，成交楼面均价较2024年均值增长12.3%， “价提量缩”显著，源于核心城市集中与优质地块释放。

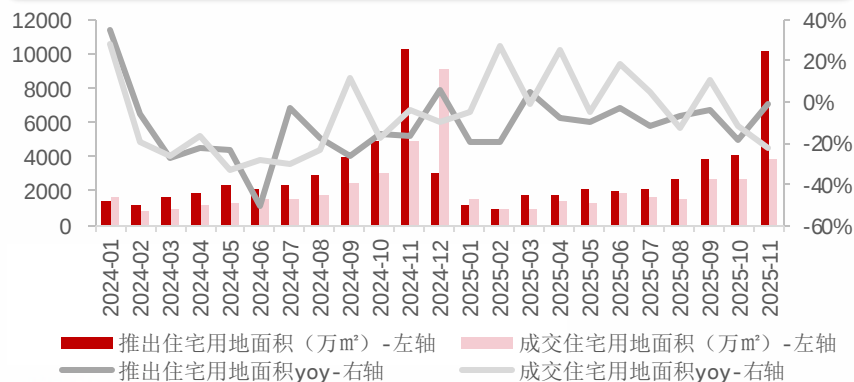
推出与成交用地面积及同比变化



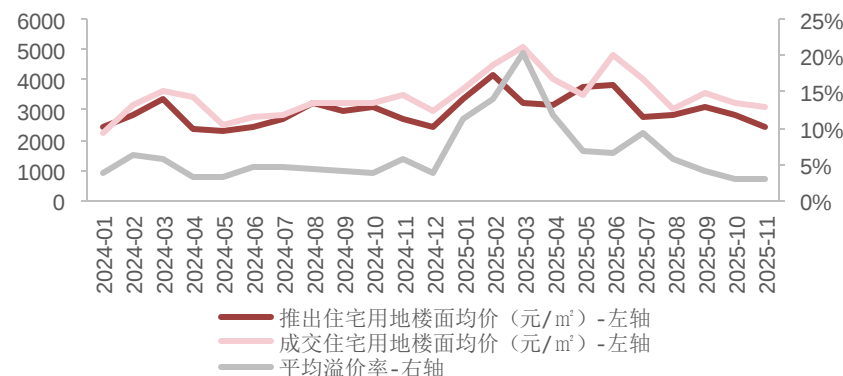
推出与成交楼面均价及溢价率



推出与成交住宅用地面积及同比变化



推出与成交住宅楼面均价及溢价率



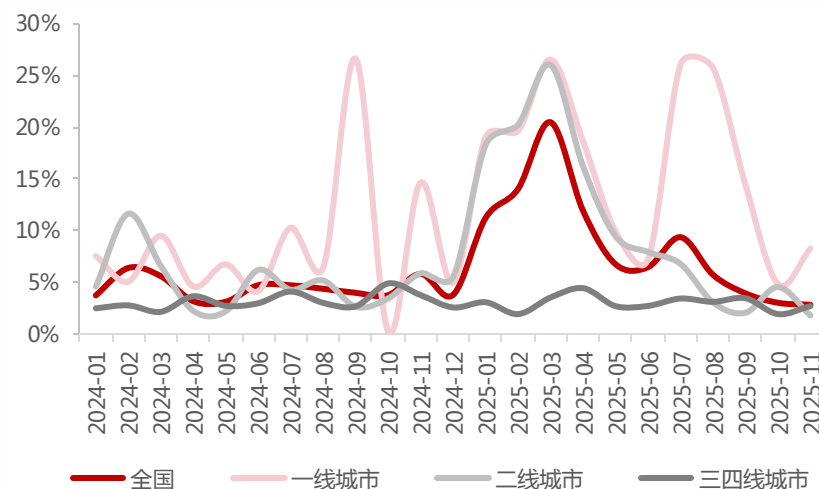
土地成交“缩量提质”

土地市场结构上向一二线城市集中，高库存城市土地供应受限。2025年1-11月，一线城市成交面积同比+38.6%，溢价率高于三四线城市。自然资源部《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》明确“去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让.....”，受高库存拖累，三四线城市土地市场仍以价换量，深度调整中。预计26-27年土地市场“缩量提质”将延续。

2025年1-11月各梯队城市住宅用地成交情况

指标	全国	一线	二线	三四线
推出面积同比	-7.25%	4.78%	10.69%	-11.40%
成交面积同比	-3.36%	38.58%	13.57%	-7.98%
成交金额同比	12.40%	54.20%	29.02%	-5.62%

各梯队城市住宅用地溢价率

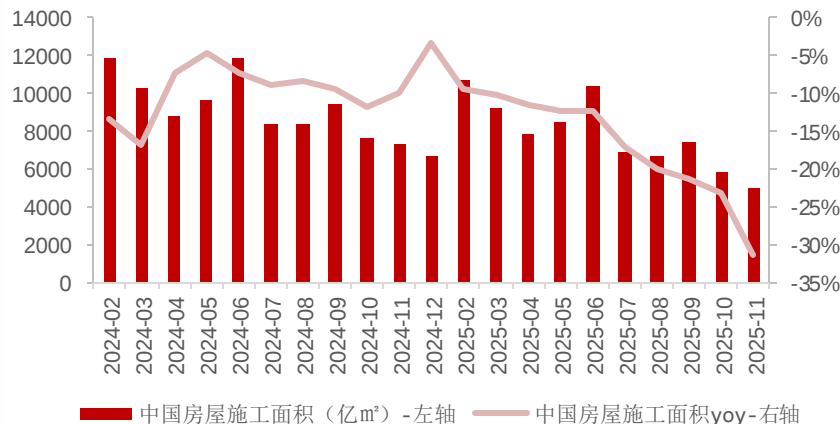


开发投资持续承压

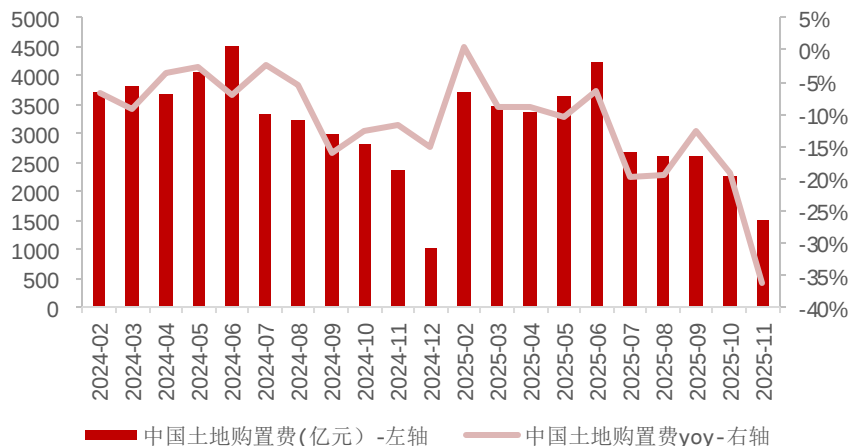
施工面积下行与购置费负增拖累，房地产开发投资持续承压。施工投资整体偏弱，同时受制于前期土拍低迷、企业拿地动力不足、城投平台开工率偏低等因素，2025年1-11月，中国房地产开发投资完成额47.5万亿元，同比-13.1%。

预计26-27年随着销售降幅进一步收窄、稳楼市政策持续托底、房企融资环境持续改善，行业开发投资降幅收敛。

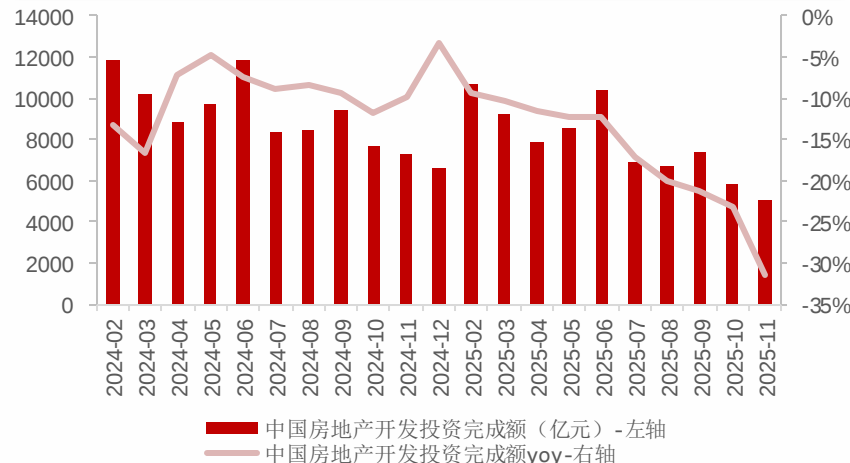
中国房屋施工面积及同比变化



中国土地购置费及同比变化



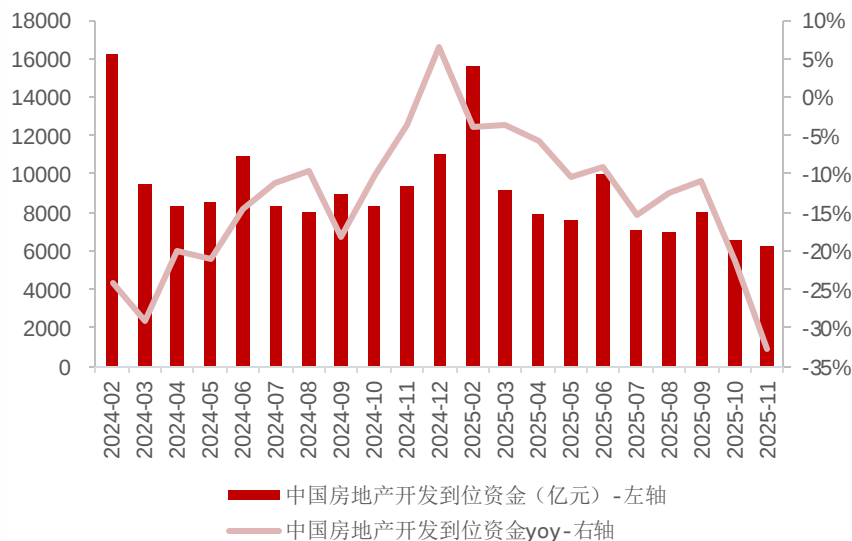
中国房地产开发投资完成额及同比变化



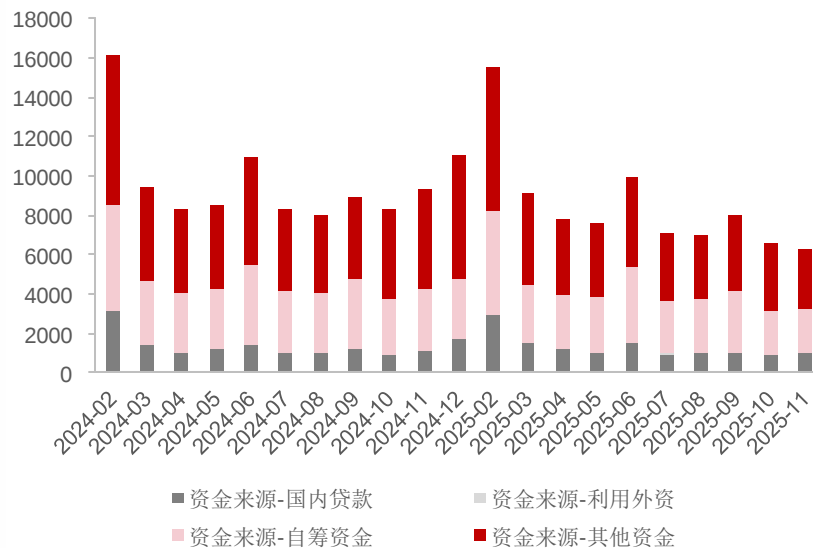
开发投资持续承压

房地产到位资金持续下滑。2025年1-11月，中国房地产开发到位资金52.1万亿元，同比-8.0%。结构上销售回款与自筹资金降幅收窄，信贷投放局部改善。整体资金面仍偏紧，资金结构分化明显。

中国房地产开发到位资金及同比变化



到位资金来源结构 (亿元)



政策目标“止跌回稳”，推进“好房子”建设

2025年下半年房地产行业重点政策

时间	发布/牵头	要点摘录
2025/6/5	住建部	建“好房子”不等于“大房子/贵房子”；强调通过设计、施工、材料、服务全面提升品质。
2025/6/13	国务院	提出“更大力度推动房地产市场止跌回稳”；“扎实有力推进‘好房子’建设并纳入城市更新统筹”“有序搭建新模式基础性制度”；“摸底已供土地和在建项目”。
2025/6/15	国家发改委	中央预算内投资城市更新专项8000亿元，支持老旧小区与危旧房改造等，改善居住条件。
2025/6/16	国家统计局	指出房地产市场仍在调整、信心修复中，需继续努力推动止跌回稳。
2025/6/19	央行等六部门	从六方面提出19项举措，支持增强消费能力、扩大金融供给等（涉及住房相关消费金融环境）。
2025/6/23	央行货币政策委员会	提出着力推动已出台金融政策落地见效，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度、助力构建新模式。
2025/07/14-15	国务院	定调“城镇化从增量扩张转向存量提质增效”，把城市更新摆在更突出位置，作为重要抓手。
2025/7/31	中央	明确年内城市更新政策体系：“2025年度中央财政支持城市更新行动”“持续推进城市更新意见”等落地，后续地产政策仍以落实城市更新为主。
2025/08/15	央行	着力推动保障性住房再贷款等政策落地，完善房地产金融基础性制度，助力构建新模式。
2025/8/18	国务院	强调采取有力措施巩固房地产“止跌回稳”，多管齐下释放改善性需求。
2025/9/5	深圳市住建局、 人民银行深圳分行	分区放松限购、优化单位购房条件及信贷政策，需求端显著优化，一线放松的重要样本。
2025/10/28	中央	明确“推动房地产高质量发展”“加快构建房地产发展新模式，完善开发、融资、销售等基础制度”“优化保障性住房供给”“建设‘好房子’”“建立房屋全生命周期安全管理制度”。
2025/11/19	财政部	提前下达566亿元保障性安居工程补助资金，兜底保障性住房建设。
2025/12/3	国务院	深入实施城市更新，把城市更新与消除安全隐患、稳楼市结合，推进“好房子”和高质量发展。
2025/12/10-11	中央	着力稳定房地产市场；因城施策控增量、去库存、优供给；鼓励收购存量商品房用于保障性住房；深化住房公积金制度改革；有序推动“好房子”；加快构建新模式。

十五五聚焦高质量发展，突出品质提升

“十五五”规划明确房地产高质量发展，聚焦完善开发、融资等制度，优化保障房和改善房供给，突出品质提升；与“十四五”强调“房住不炒”不同，政策更重民生属性，首次将地产单列为重要任务。

十五五、十四五规划中关于地产的部分对比

对比维度	变化要点
规划章节定位	从经济工具属性转为更强调“民生基石”，章节位置前移且单列，重视程度提升。
核心基调	定调由“房住不炒”转向“高质量发展”；语义重心从“控”转“质”。
发展新模式与基础制度	十五五对“新模式”与“三端制度”表述更完整、可操作性更强。
保障性住房	从“扩大”到“优化”，更注重结构匹配与对象精准性。
改善性住房	十五五将“改善性”上升为供给侧任务，强调结构性与区域差异化。
需求端政策	十五五直接指向“清障”，有利于一二线限制优化、释放改善性需求。
土地与空间	十五五提出“总量管控+全周期供地”并强化存量盘活，工具箱更系统化。
城市更新与城中村	十五五从“实施”到“大力实施”，并将城中村改造工程化、规模化推进。
“好房子”与品质提升	十五五新增品质维度，产品力与物业服务上升为政策要求。
房屋全生命周期安全	从“建好房”延伸到“管好房”，制度覆盖开发—运维—安全全链条。
风险防控与底线	十五五将地产与财政金融联动纳入“一揽子”统筹，底线思维更突出。
要素联动机制	十五五强调要素协同与跨部门统筹，提升市场内生稳定性。
并购破产与盘活	十五五提供市场化出清工具，支持资产重组与效率提升的“第二曲线”。

展望：调整接近底部，复苏仍需时间

当前行业企稳仍需时间，预计2026市场整体将延续筑底。1) 销售：需求政策持续落地，市场信心修复仍需时间，预计2026年销售面积同比-3%，销售金额同比-3%；2) 开竣工及投资：由于房企拿地收缩，叠加销售不振，新开工意愿较低，预计2026年同比-10%，竣工预计2025年同比-7%，整体来看，预计房企投资额同比-7%。

2025-2026年房地产基本面预测

时间	销售面积 (亿平米)	销售面积 同比	销售金额 (万亿元)	销售金额 同比	投资金额 (万亿元)	投资金额 同比	新开工面积 (亿平米)	新开工面积 同比	竣工面积 (亿平米)	竣工面积 同比
2011	11.0	4.90%	5.9	12.10%	6.2	27.90%	19.0	16.20%	8.9	13.30%
2012	11.1	1.80%	6.4	10.00%	7.2	16.20%	17.7	-7.30%	9.9	7.30%
2013	13.1	17.30%	8.1	26.30%	8.6	19.80%	20.1	13.50%	10.1	2.00%
2014	12.1	-7.60%	7.6	-6.30%	9.5	10.50%	18.0	-10.70%	10.7	5.90%
2015	12.8	6.50%	8.7	14.40%	9.6	1.00%	15.4	-14.00%	10.0	-6.90%
2016	15.7	22.50%	11.8	34.80%	10.3	6.90%	16.7	8.10%	10.6	6.10%
2017	16.9	7.70%	13.4	13.70%	11.0	7.00%	17.9	7.00%	10.1	-4.40%
2018	17.2	1.30%	15.0	12.20%	12.0	9.50%	20.9	17.20%	9.4	-7.80%
2019	17.2	-0.10%	16.0	6.50%	13.2	9.90%	22.7	8.50%	9.6	2.60%
2020	17.6	2.60%	17.4	8.70%	14.1	7.00%	22.4	-1.20%	9.1	-4.90%
2021	17.9	1.90%	18.2	4.80%	14.8	4.40%	19.9	-11.40%	10.1	11.20%
2022	13.6	-24.30%	13.3	-26.70%	13.3	-10.00%	12.1	-39.40%	8.6	-15.00%
2023	11.2	-8.50%	11.7	-6.50%	11.1	-9.60%	9.5	-20.40%	10.0	17.00%
2024	9.7	-12.90%	9.7	-17.10%	10.0	-10.60%	7.4	-23.00%	7.4	-27.70%
2025M11	7.9	-7.80%	7.5	-11.10%	7.9	-15.90%	5.3	-20.50%	3.9	-18.00%
2025E	9.0	-7.50%	8.7	-10.28%	8.5	-15.00%	5.9	-20.00%	6.1	-17.00%
2026E	8.7	-3.00%	8.4	-3.00%	7.9	-7.00%	5.3	-10.00%	5.7	-7.00%

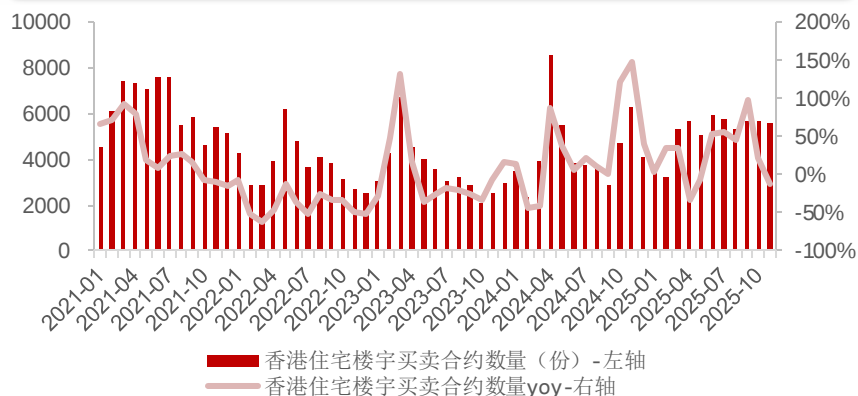
目 录

- ◆ **基本面：调整接近底部，复苏仍需时间**
- ◆ **香港：住宅供需结构优化，延续量价齐升**
- ◆ **商业：消费复苏驱动修复，供需两端共振**
- ◆ **经纪：新房渠道价值提升，二手交易活跃**
- ◆ **投资建议及重点标的**

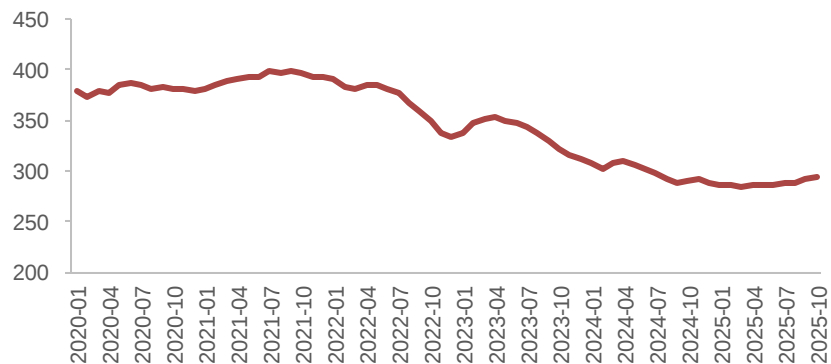
香港住宅量价齐升

住宅成交复苏，房价企稳回升。2025年1-11月，香港住宅楼宇买卖合约数量达5.7万份，同比+16.2%，其中一手住宅+17.5%，二手住宅+16.7%。截至10月，私人住宅售价指数较低谷3月已回升3.4%。预计2026年在需求释放和利率下行带动下，量价齐升趋势有望延续，市场信心明显提升。

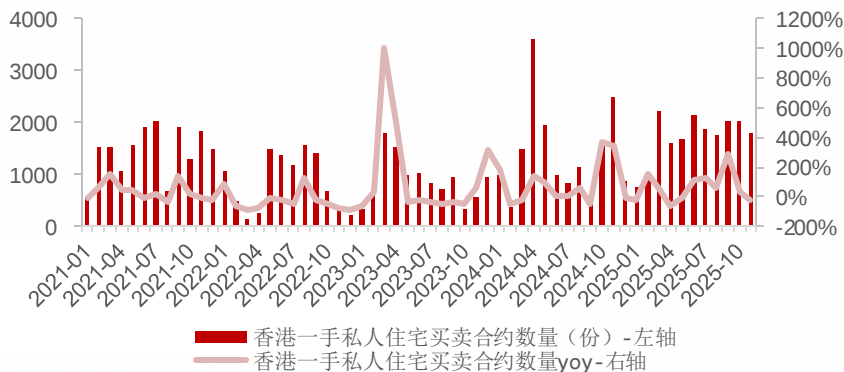
香港住宅楼宇买卖合约数量及同比变化



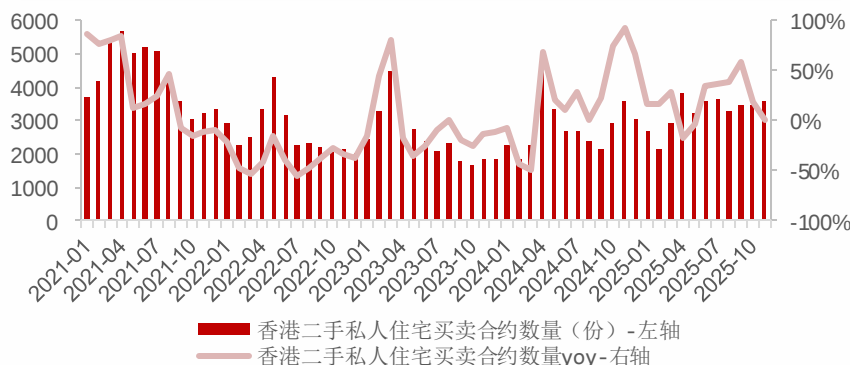
香港私人住宅售价指数



香港一手私人住宅买卖合约数量及同比变化



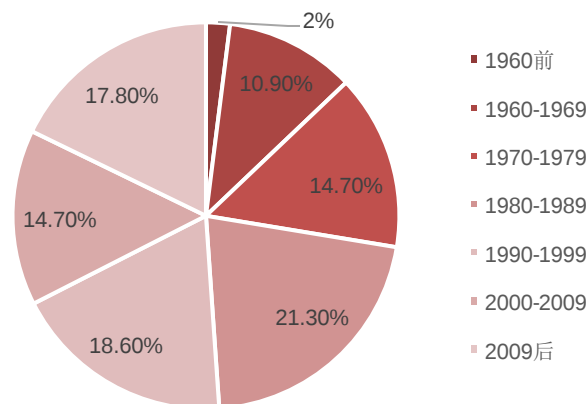
香港二手私人住宅买卖合约数量及同比变化



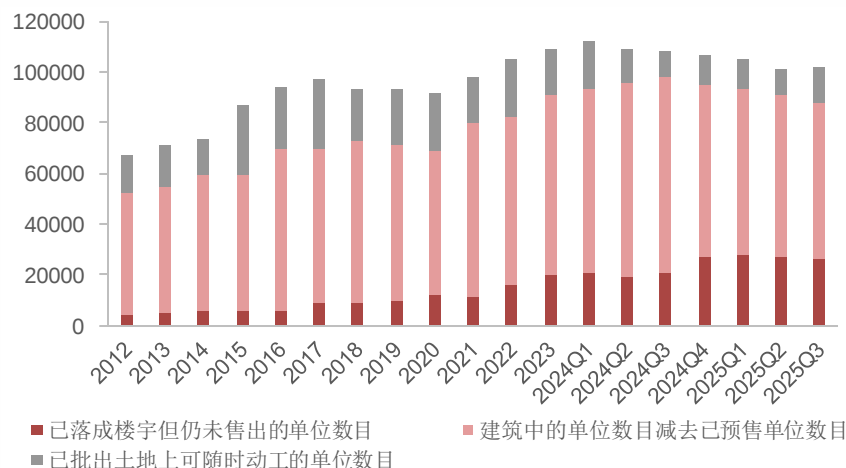
库存压力缓解

库存压力缓解，24年以来连续降低。香港一手私人住宅库存自2024年一季度见顶，之后连续降低，至25Q3末已下降8.9%，去化周期较峰值显著缩短，库存压力明显缓解，市场正从高库存逐步回归动态平衡。

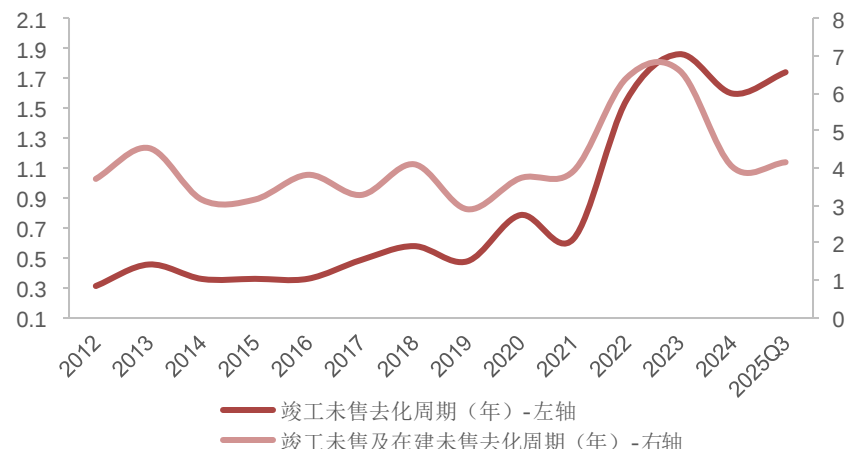
香港私人住宅按楼龄分类



香港一手私人住宅库存



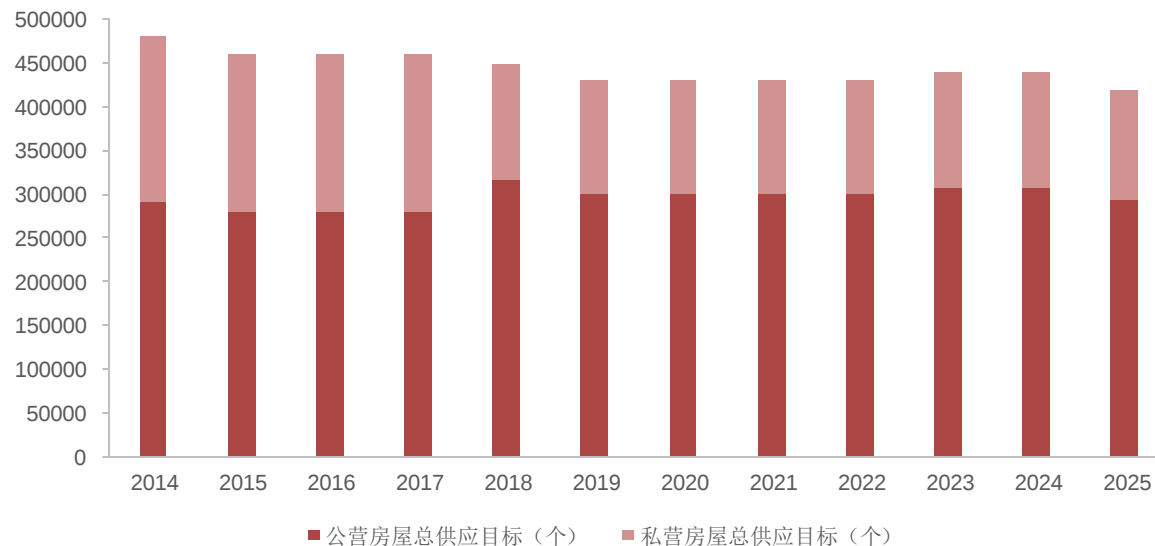
香港一手私人住宅去化周期



供给端：供应收紧，结构持续调整

总体供应目标和私营房屋供应比例下调。2025年，香港政府将未来十年住宅供应目标下调至42万套，私营房屋供应占比降低至30%，供应结构持续调整，叠加需求改善，将有力支撑地产市场复苏与价格上行。

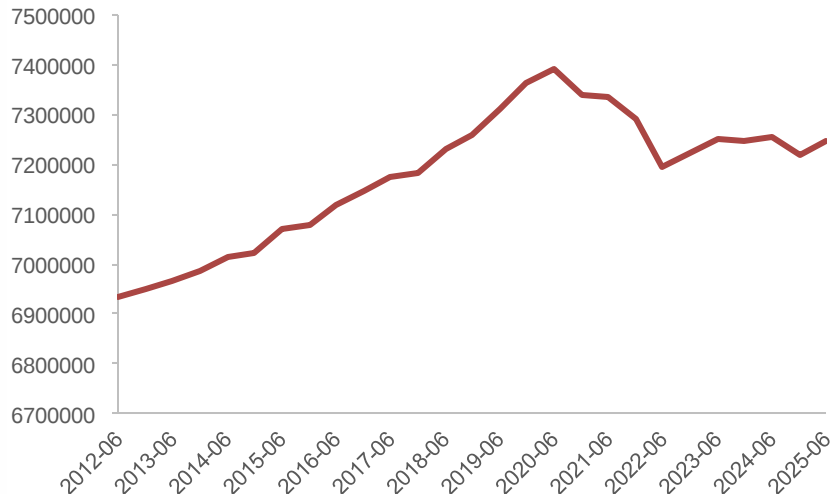
香港库存房屋供应目标



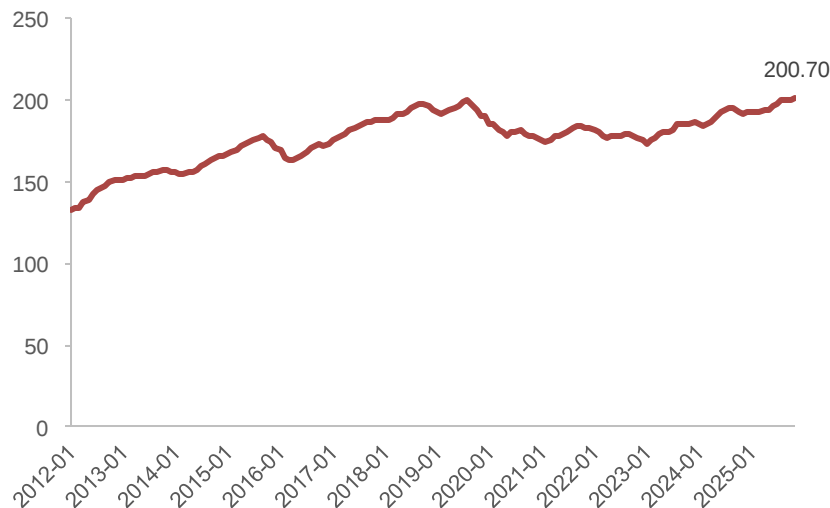
需求端：人才吸引计划夯实长期需求

“高才通计划”收效显著，私人住宅租金指数一路走高。香港“高才通计划”持续吸引高端人才，截至2025年上半年，常住人口增至约724.8万人，住宅租金指数11月升至200.7，租金连创历史新高，需求结构优化支撑长期住房需求。

香港常住居民人口数（人）



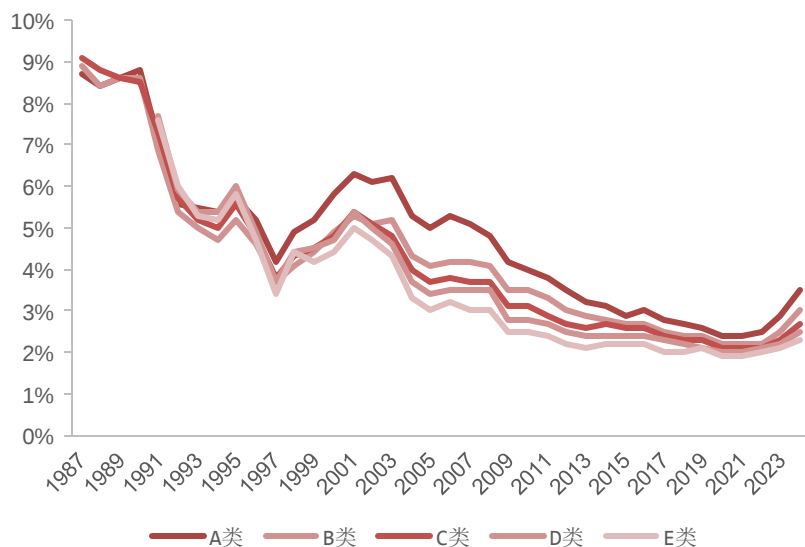
香港私人住宅租金指数



房贷利率下行，供平过租带动购房需求回升

供平过租带动购房需求回升。截至2025年11月，美联储与香港同步降息后，香港房贷利率降至3.25%，按揭供款压力显著减轻。2024年，香港A/B/C/D/E类住宅租金回报率分别为3.5%/3.0%/2.7%/2.5%/2.3%，其中A类住宅市场回报率已超房贷利率，B类住宅接近供平过租。优势利差支撑住房投资吸引力，房价企稳、市场信心持续回升。

私人住宅市场回报率



香港房贷利率



政策放松

2024年起香港全面撤销“辣招”税收、放宽按揭成数及投资移民购房限制，推动住宅成交量2024年同比大增23.5%，房价企稳；政策宽松持续释放购房需求，助力楼市复苏。低估值、高股息、香港住宅业务占比高的公司有望受益。

相关公司包括新鸿基地产（0016.HK）、太古地产（1972.HK）、恒隆地产（0101.HK）。

近年来香港地产松绑政策

时间	政策及措施
2024年2月28日	香港政府一次性全面取消额外印花税(SSD)、买家印花税(BSD)及新住宅印花税(NRSD)。取消前，非香港永久居民购房税负高达30%，撤销后按普通从价印花税4.25%计，大幅降低外地及投资购房成本。
2024年3月	资本投资者入境计划（CIES）重启并升级，允许投资金额之中最多1000万港元计入住宅物业，但单一物业成交价须在5000万港元或以上，直接引入高净值资金助力楼市复苏。
2024年10月	香港金管局将所有住宅与非住宅物业的按揭成数上限统一提升至70%，无论是否首次置业、是否自用皆可。与此同时，“供款与入息比率”上限调高至50%。这一举措大幅提升自住和投资购房者杠杆，降低入市压力。
2025年3月	将征收100港元印花税的物业价值上限由300万港元提升至400万港元，惠及约15%刚需购房者，相当于购房时印花税费用从约6万港元暴降至100港元，极大降低首次置业门槛。

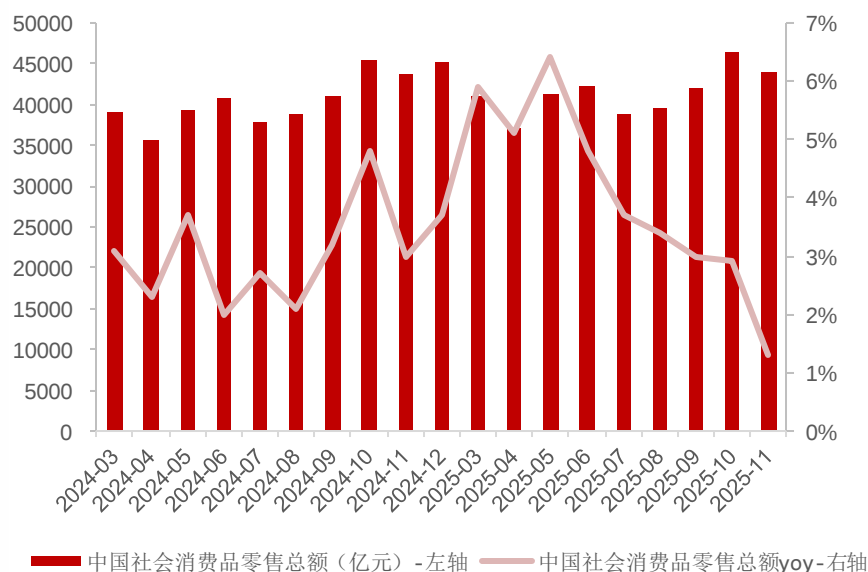
目 录

- ◆ **基本面：调整接近底部，复苏仍需时间**
- ◆ **香港：住宅供需结构优化，延续量价齐升**
- ◆ **商业：消费复苏驱动修复，供需两端共振**
- ◆ **经纪：新房渠道价值提升，二手交易活跃**
- ◆ **投资建议及重点标的**

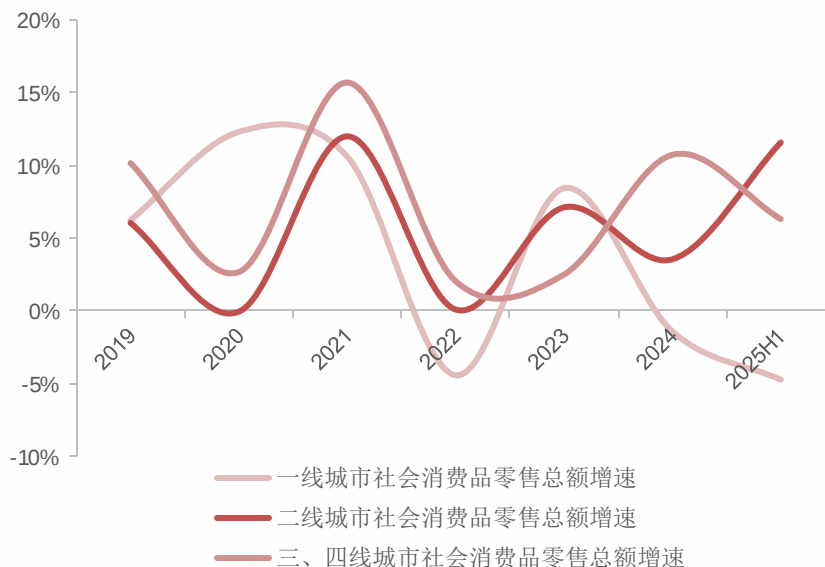
社零整体表现稳健

2025年社零整体稳健回升，上半年二线城市同步增长较强。1-11月全国社零累计总额为37.2万亿元，同比+3.0%，消费改善正推动商业地产企稳回暖。按城市层级看，25H1一线城市社零增长较弱，二线城市、三四线城市同比有所恢复，城市分化延续。

全国社零累计总额及同比增速



各层级城市社零数据



多项政策出台提振消费

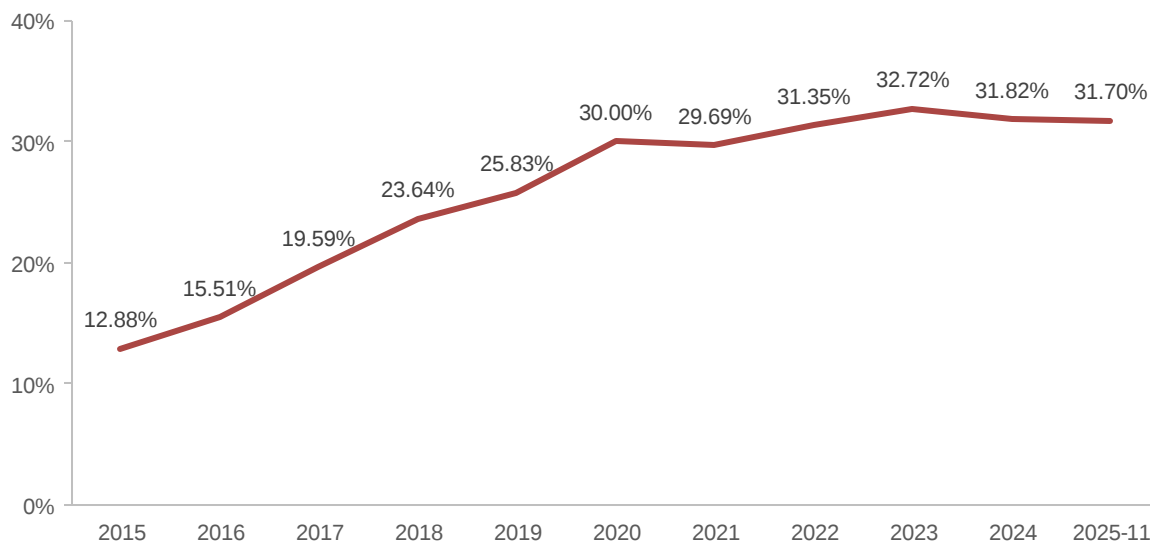
2025年以来出台的有关消费的政策

时间	发布部门	具体政策
2025/1	国家发展改革委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，扩大补贴范围、加力资金支持
2025/1	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，优化入境退税、扩大文旅有效投资
2025/1	商务部	《关于做好2025年度电动自行车以旧换新工作的通知》，延续以旧换新、统筹中央与地方资金
2025/1	商务部	《关于做好2025年乡家电以旧换新工作的通知》，家电12类补贴、叠加能效水效额外补贴
2025/1	商务部	《关于做好2025年汽车以旧换新工作的通知》，扩大旧车范围、优化报废与置换补贴标准
2025/2	市场监管总局等部门	《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》，部署供给提质、秩序优化、维权提效等五大行动
2025/3	国务院（政府工作报告）	政府工作报告明确“实施提振消费专项行动”，安排超长期特别国债3000亿元支持以旧换新
2025/3	中共中央办公厅、国务院办公厅	印发《提振消费专项行动方案》，提出“8方面30项”系统举措，统筹“能消费、敢消费、愿消费”
2025/3	国家金融监督管理总局	《关于发展消费金融助力提振消费的通知》，提高个人消费贷额度与期限、优化管理与权益保护
2025/4	国家税务总局	《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》，全国推广“即买即退”便利入境消费
2025/4	商务部等9部门	《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》，提出48条任务，扩大餐饮、住宿、文旅、体育等服务供给
2025/5	中国人民银行	设立“5000亿元服务消费与养老再贷款”，定向支持住宿餐饮、文体娱乐、养老托育等主体融资
2025/6	商务部等9部门	《2025年全国服务消费季活动方案》，推出160+重点活动，聚焦餐饮、住宿、文旅、体育、健康等
2025/6	中国人民银行、国家发展改革委等六部门	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，提出19项举措、构建供需两端支持体系
2025/8	财政部、中国人民银行、金融监管总局	《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，中央层面首次对个人消费贷贴息，降低居民融资成本
2025/8	财政部等九部门	《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，对餐饮、养老、托育、文旅、体育等8类主体贷款贴息
2025/9	商务部等九部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》，培育平台、试点新场景、扩大开放并加强财政金融支持
2025/11	财政部等五部门	《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，扩大免税品类、优化审批与便利化措施

线上消费渗透率趋于稳定

分渠道来看，线上消费渗透率趋于稳定。截至2025年11月，中国网上商品和服务零售额占社会消费品零售总额比重为31.7%，较峰值下降1.0pp。线上渗透率趋于稳定，线下渠道恢复增长，为商业地产带来修复机遇。

中国网上商品和服务零售额占社会消费品零售总额比重

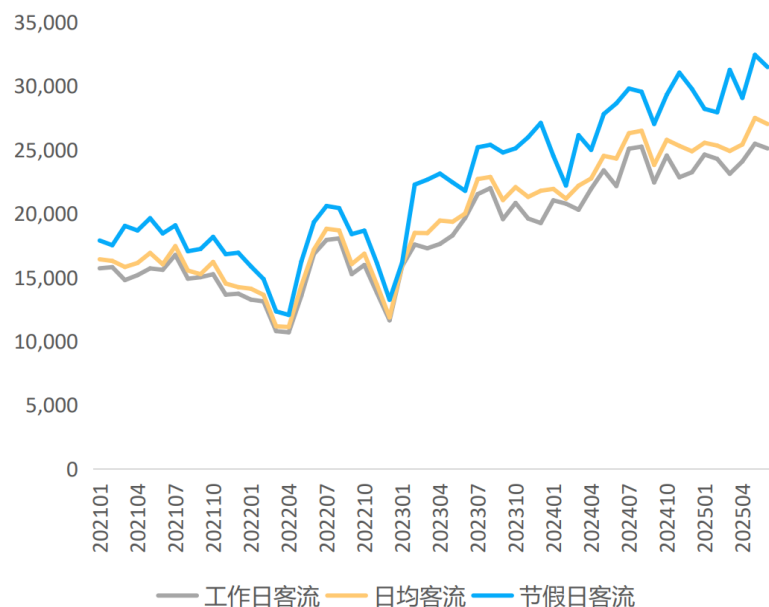


购物中心客流企稳，不同城市线级之间客流增速差距扩大

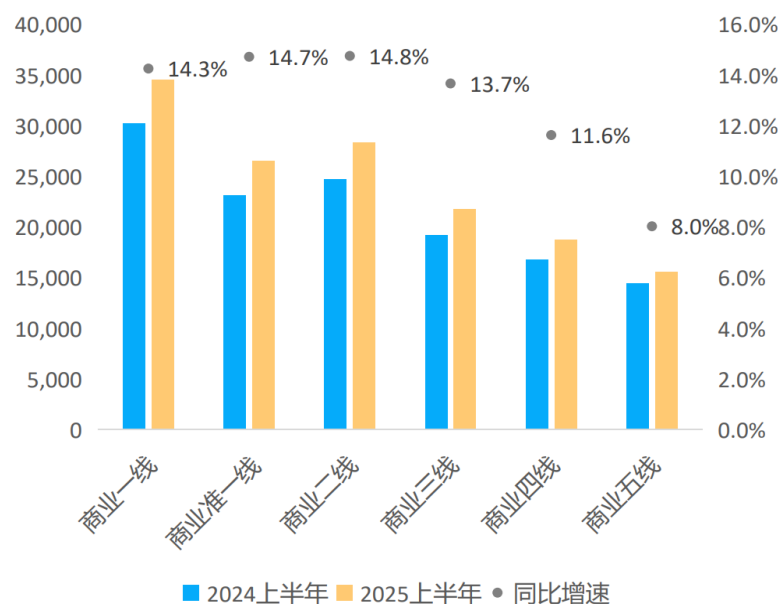
购物中心客流企稳。根据赢商大数据，2025上半年样本购物中心场日均客流2.67万人，同比+14.1%，行业客流整体企稳。其中25Q2购物中心场日均客流2.75万人，为近四年最高水平。

商业二线城市客流增速最快。2025上半年，不同城市线级之间的购物中心客流增速差距扩大，高线城市购物中心客流及增速均高于下沉市场。

购物中心场日均客流水平



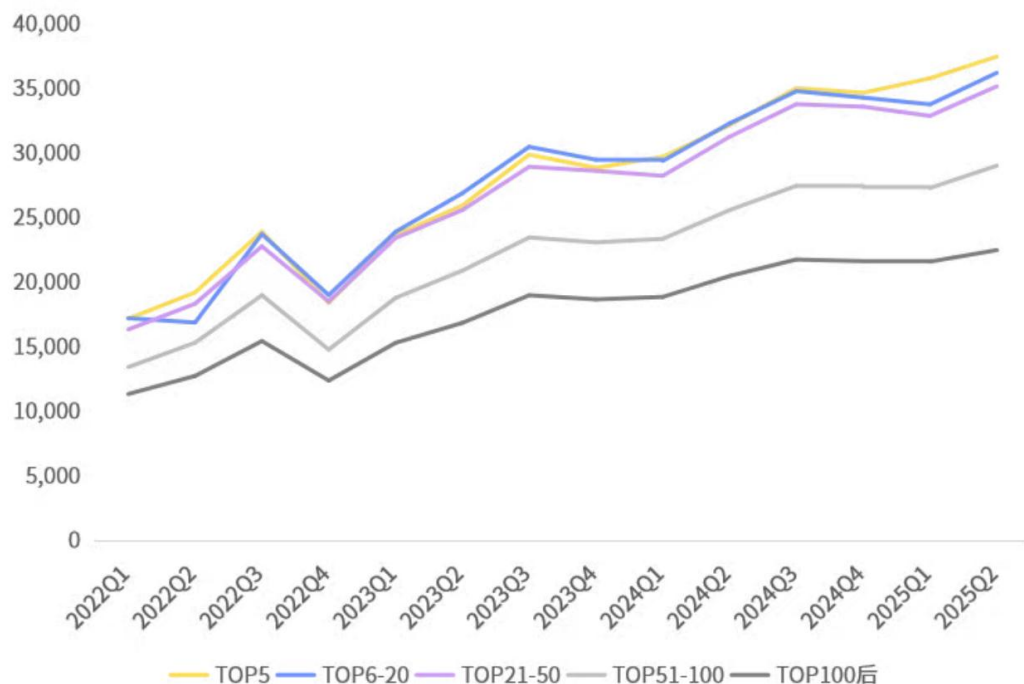
不同城市层级上半年购物中心场日均客流及同比



马太效应明显，客流向头部购物中心集中

马太效应明显，TOP50企业客流集中。 TOP5企业（华润万象生活、万达商管、龙湖、万科印力、新城控股）上半年场日均客流高达3.7万人，同比+18.3%，客流增速大幅领先于其余企业。

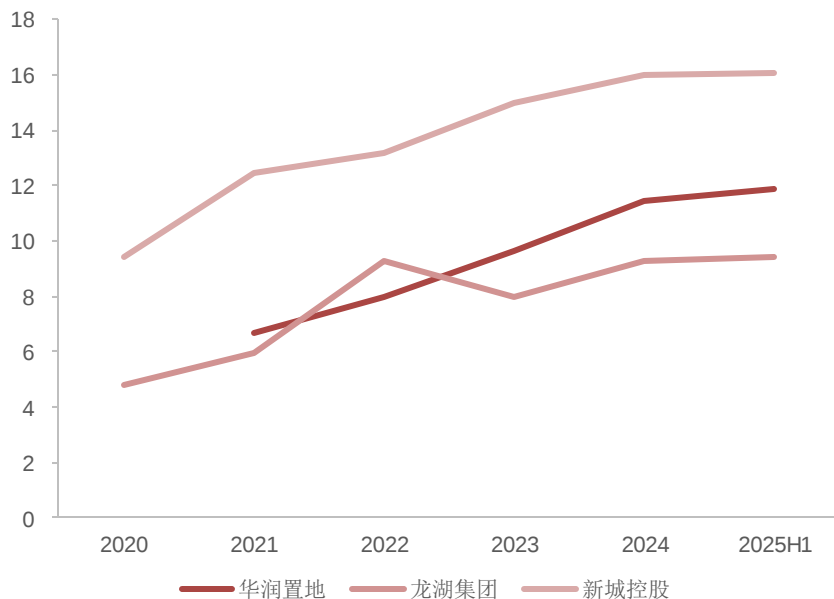
2022年以来企业在管购物中心场日均客流表现



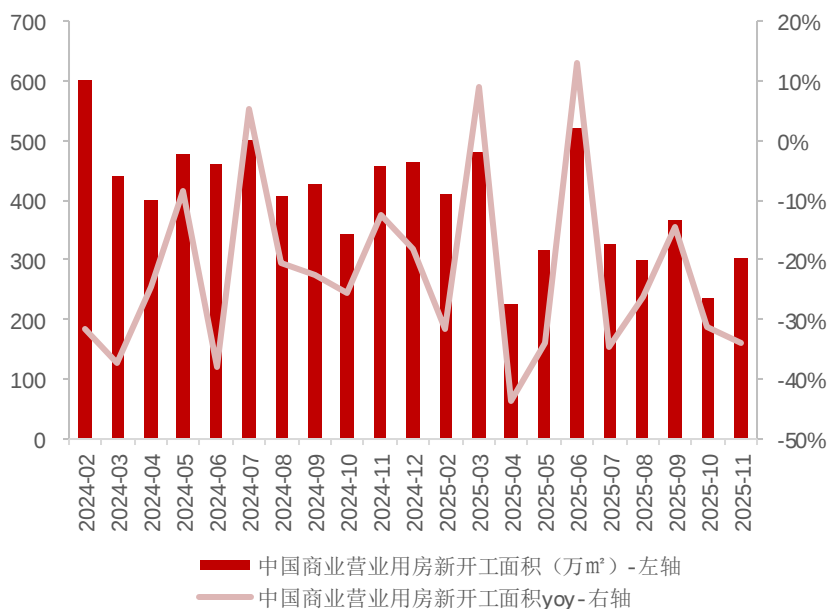
新开放缓，竞争格局稳定

商业营业用房新开工面积处低位，供给端约束。近年商业地产供给持续收缩，2025年1-11月全国商业营业用房新开工面积同比-22.8%，购物中心新开业量创十年新低。头部企业新项目开业节奏放缓，市场供给端约束加强，竞争格局趋于稳定。

各公司已开业购物中心面积（百万m²）



商业营业用房新开工面积

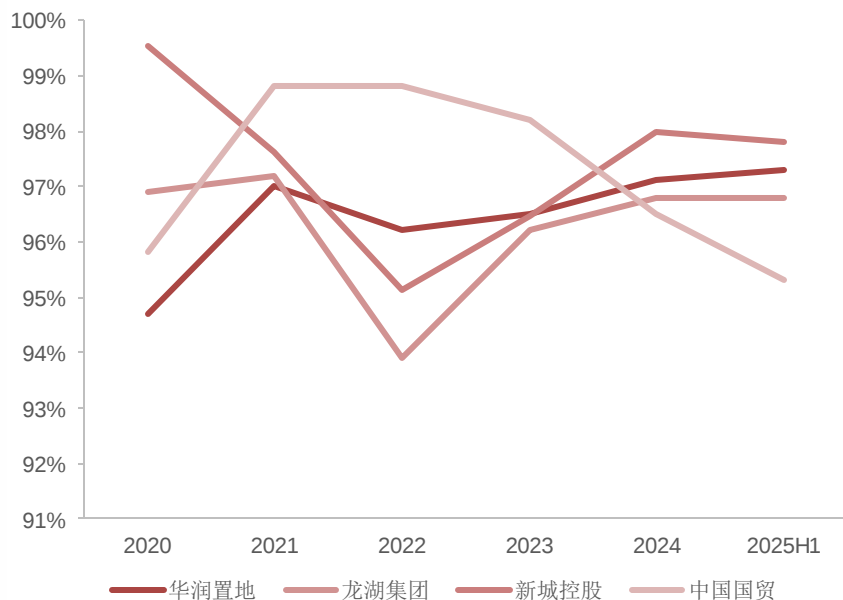


租金模式贡献稳定现金流，穿越周期

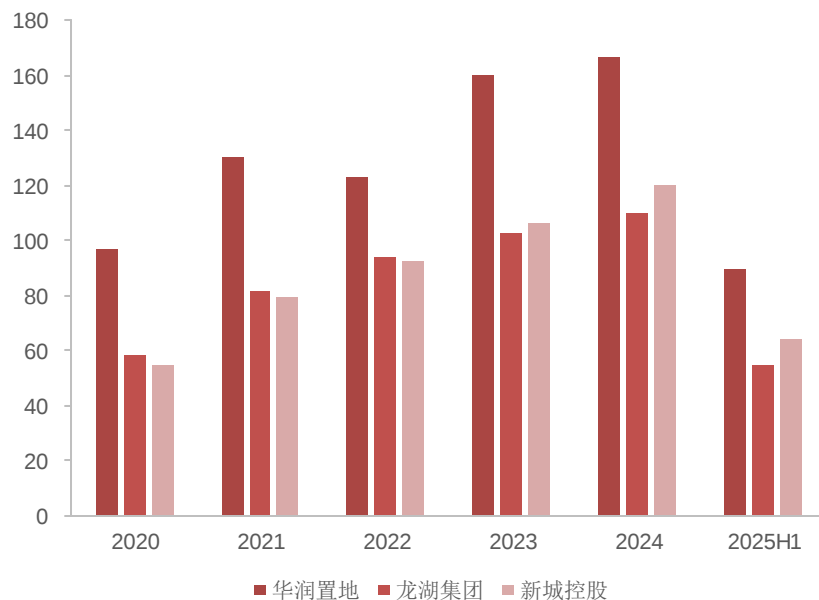
出租率高位企稳，提供稳定现金流。 2025年商业地产头部项目平均出租率普遍保持在95%以上，主流以固定租金为主的租赁模式，为企业带来持续稳定现金流，助力穿越周期。

关注由开发转型商业带来的商业模式重塑和估值体系改变，兼备成长性和股息率的标的，相关标的华润万象生活（1209.HK）、龙湖集团（0960.HK）、新城控股（601155.SH）、中国国贸（600007.SH）。

各公司已开业购物中心出租率



各公司租金收入（亿元）



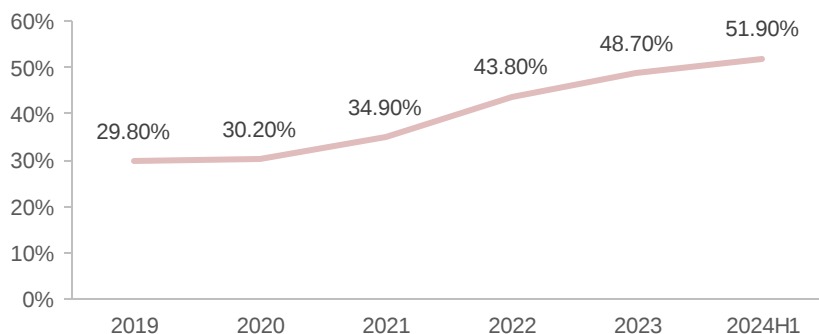
目 录

- ◆ **基本面：调整接近底部，复苏仍需时间**
- ◆ **香港：住宅供需结构优化，延续量价齐升**
- ◆ **商业：消费复苏驱动修复，供需两端共振**
- ◆ **经纪：新房渠道价值提升，二手交易活跃**
- ◆ **投资建议及重点标的**

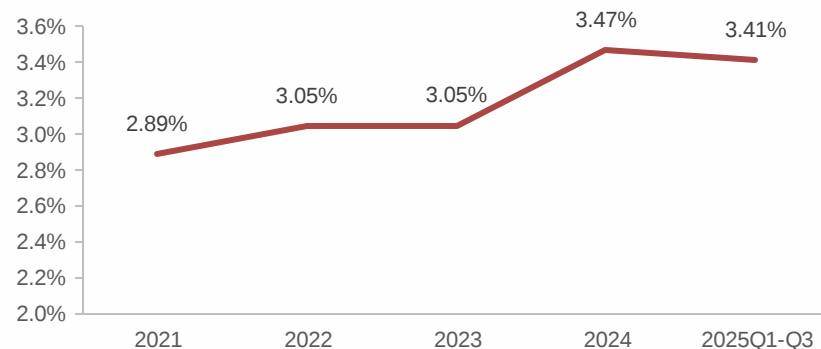
新房去化压力驱使渠道占比提升

新房去化压力驱使渠道占比提升。在新房销售下行，库存去化压力不断加大的背景下，房地产开发商倾向于选择经纪商渠道提升去化能力，2024H1房企分销及代理佣金占销售费用比例达51.9%。同时，得益于新房渠道化趋势，主流房地产经纪商的新房销售佣金率以及新房业务GTV保持增长态势。

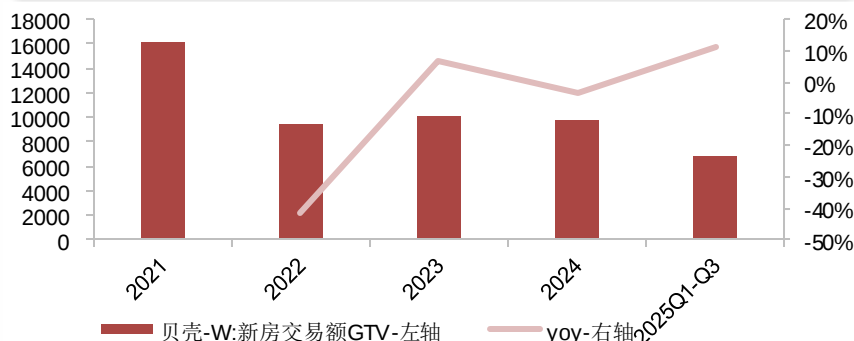
房企分销及代理佣金占销售费用比例



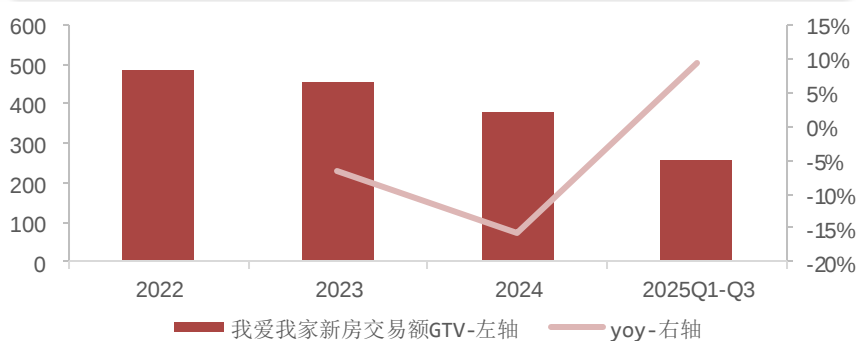
贝壳新房销售佣金率



贝壳新房GTV（亿元）及同比变化



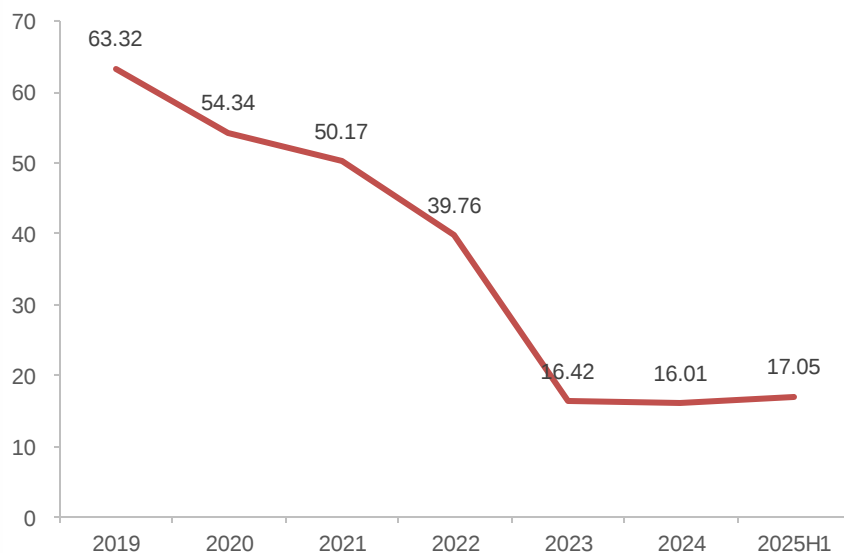
我爱我家新房GTV（亿元）及同比变化



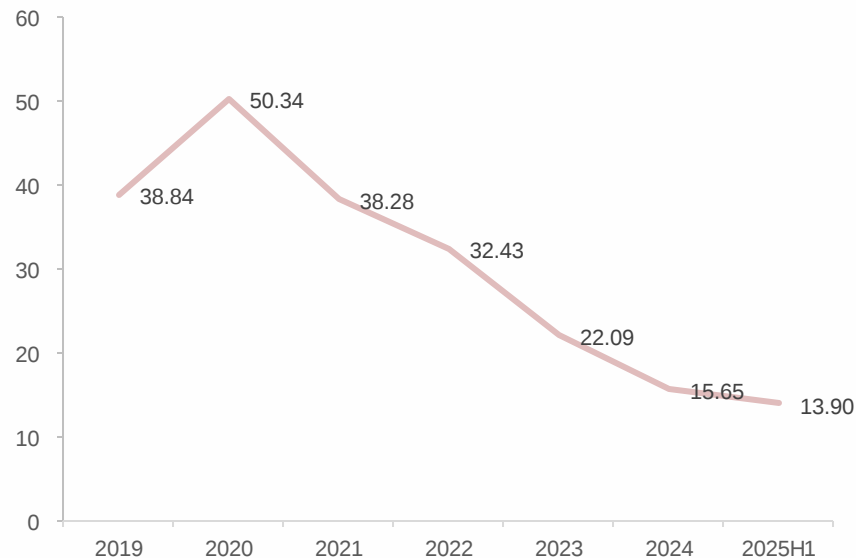
新房客户结构优化，回款能力改善

新房客户结构优化，央国企占比提升，回款受益。随着客户结构进一步优化，房产经纪商新房业务回暖，龙头企业应收账款回收能力显著改善。2025H1，贝壳和我爱我家应收账款周转期分别缩短至约17天和14天。

贝壳应收账款周转天数（天）



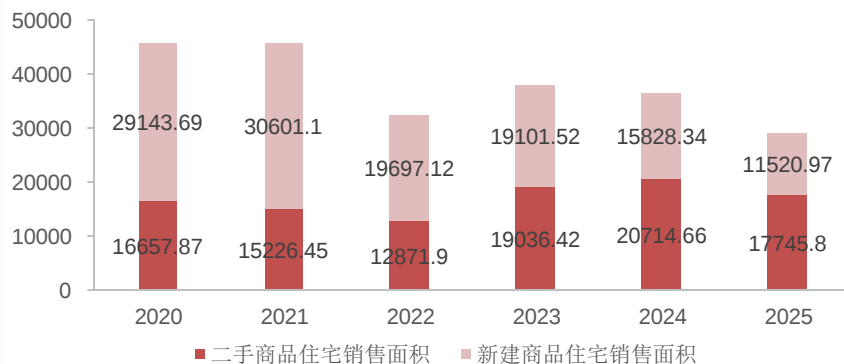
我爱我家应收账款周转天数（天）



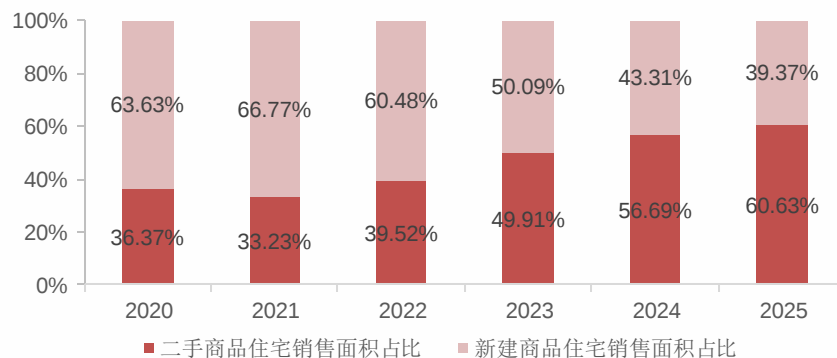
二手房成为楼市主线，为经纪商提供稳定增量来源

二手房销售占比提升。2025年二手商品住宅销售面积达17745.8万 m^2 ，较2022年低点有充分上涨，同时2020-2025年二手商品住宅销售面积占比呈上升趋势，2025年达60.6%。得益于存量房交易在整体住宅交易中逐渐占据更大的比重，为房地产经纪商的存量房业务提供稳定增量来源，2025Q1-Q3，贝壳存量房GTV和我爱我家二手房GTV分别较去年同期增长11.2%、5.1%。

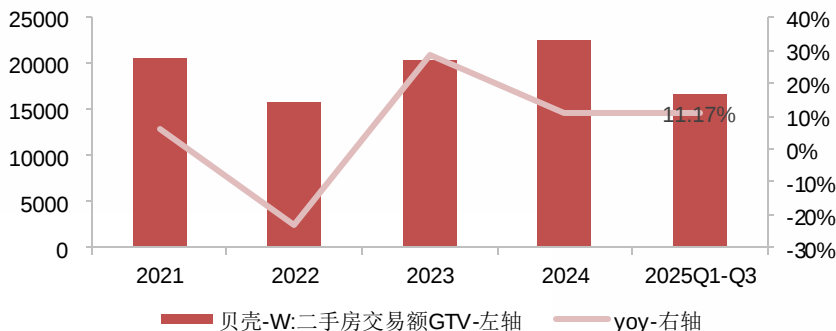
28城新建与二手住宅销售面积（万 m^2 ）



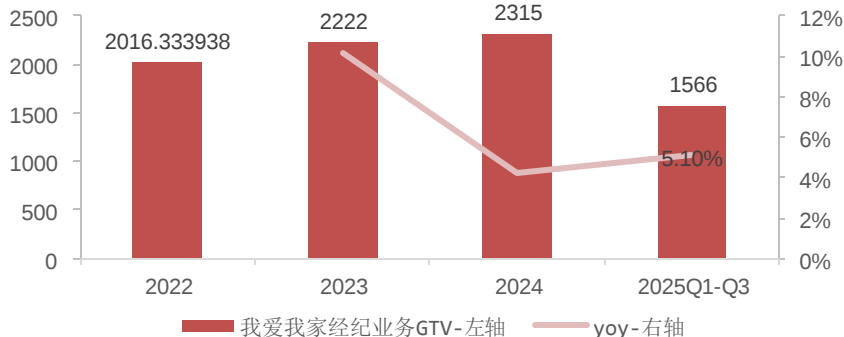
28城新建与二手住宅销售占比



贝壳存量房GTV（亿元）及同比变化



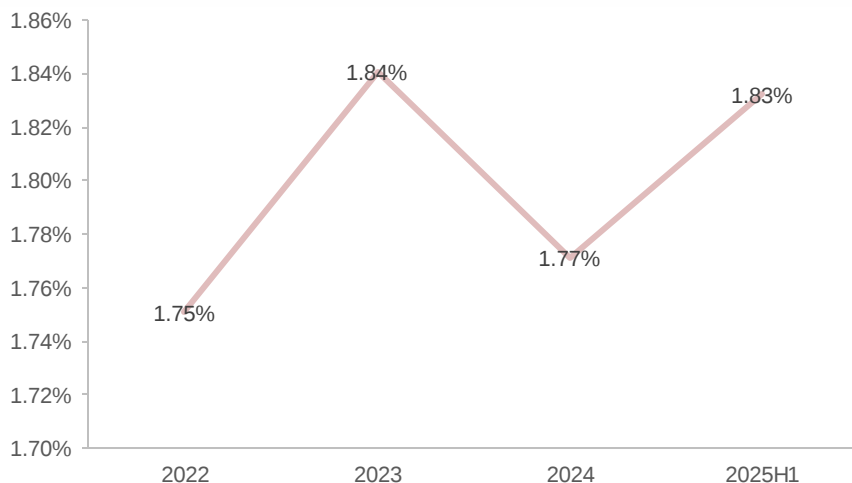
我爱我家二手房GTV（亿元）及同比变化



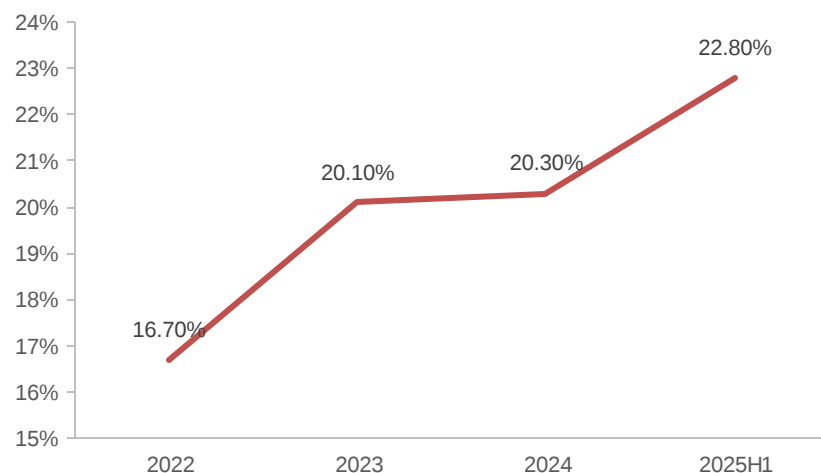
二手房佣金率提升，盈利能力改善

二手房经纪佣金率提升，盈利能力改善。房地产市场由新房市场主导逐渐转为以二手房市场为核心，推动行业费用率提升，2025年上半年我爱我家二手房佣金率升至1.83%，较2024年末上升0.06pp，毛利率同步提升至22.8%，反映头部中介盈利能力改善。

我爱我家经纪业务佣金率



我爱我家经纪业务毛利率



头部市占率稳定，强者恒强

2024年以来，房产经纪行业由规模竞争转向效率驱动，贝壳等头部企业市场份额保持稳定，盈利能力与现金流持续向好，龙头平台经营韧性强，持续巩固强者恒强格局。

相关标的：龙头平台贝壳-W（2423.HK），区域深耕、具备本地化运营优势的我爱我家（000560.SZ）。

贝壳新房经纪行业市占率



我爱我家经纪业务市占率情况

	2023	2024	2025H1
上海	同比+0.7pp	同比+0.8pp	实现连续三年提升
北京	在头部保持稳定		
杭州			

目 录

- ◆ **基本面：调整接近底部，复苏仍需时间**
- ◆ **香港：住宅供需结构优化，延续量价齐升**
- ◆ **商业：消费复苏驱动修复，供需两端共振**
- ◆ **经纪：新房渠道价值提升，二手交易活跃**
- ◆ **投资建议及重点标的**

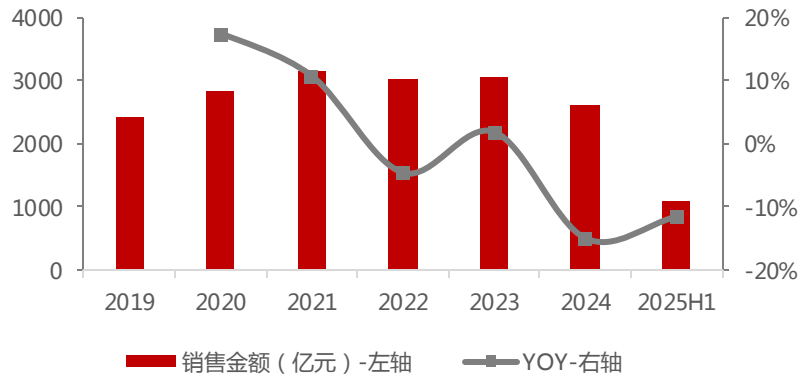
华润置地（1109.HK）：开发业务结算增长强劲，经营性业务稳健增长

- ❑ **投资逻辑：**1) 开发业务结算增长强劲，销售端展现韧性。25H1，开发销售型业务结算营业额同比+25.8%，毛利率同比+3.2pp，盈利能力有所修复。2) 经营性业务稳健增长，盈利贡献持续提升。25H1，经营性不动产业务营业额同比+5.5%。其中购物中心零售额同比+20.2%；租金收入同比+9.9%，展现出强大的抗周期韧性。3) 盈利结构优化，财务优势无可撼动。25H1，公司整同比+1.8pp，销售/管理费用率分别同比-0.5/-0.3pp。财务状况行业领先。公司维持每股0.20元的中期派息，重视股东回报。
- ❑ **业绩预测：**预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为4%/5%/5%，对应PE分别为7/6/6倍。
- ❑ **风险提示：**商业拓展不及预期风险、地产销售回款不及预期风险、项目结算不及预期风险。

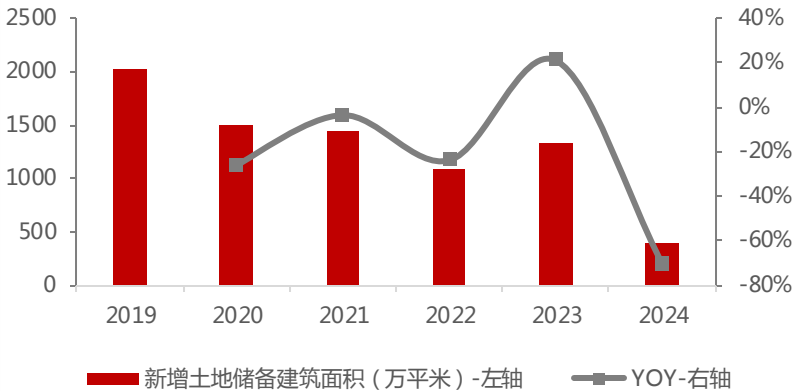
业绩预测和估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	278799	305260	331446	357102
营业收入增长率	11%	9%	9%	8%
归母净利润（百万元）	25577	26648	28065	29443
净利润增长率	-18%	4%	5%	5%
EPS（元）	3.59	3.74	3.94	4.13
P/E	6.82	6.56	6.22	5.93

数据来源：wind，西南证券
*数据截至2025/12/29

公司签约销售金额



公司新增土储建面



华润万象生活（1209.HK）：商业表现强劲，持续高分红回馈股东

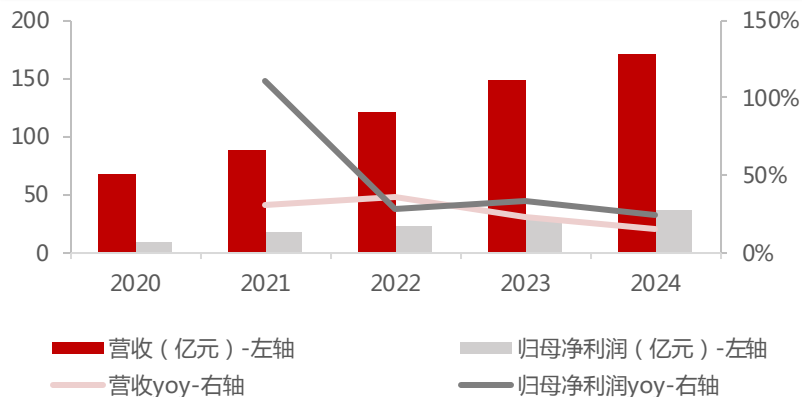
- ❑ **投资逻辑：1）商业表现强劲，盈利能力显著提升。** 25H1，商业业务收入同比+14.6%，毛利率同比+5.2pp。在营购物中心零售额同比+21.1%；业主端租金收入同比+17.2%。**2）物业收入增速放缓，但结构有所改善。** 25H1，物业收入同比+1.1%。其中社区基础物业服务/城市空间服务收入分别同比+8.8%/+15.1%，非业主增值服务/业主增值服务收入分别-34.6%/-32.7%。**3）盈利结构优化，高额派息为股东价值提供了坚实底线。** 25H1公司毛利率同比+3.1pp，得益于高毛利的商业收入占比提升及运营效率优化。费用管控成效显著。司宣派100%核心净利润作为分红。
- ❑ **业绩预测：**预计2025-2027年归母净利润增速分别为15%/14%/12%，对应PE分别为21/19/17倍。
- ❑ **风险提示：**宏观经济及房地产市场变动影响增值服务需求的风险、居民消费意愿减弱风险、物业管理行业竞争加剧风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17043	19070	21142	23169
营业收入增长率	15%	12%	11%	10%
归母净利润（百万元）	3629	4190	4765	5347
净利润增长率	24%	15%	14%	12%
EPS（元）	1.59	1.84	2.09	2.34
P/E	24.37	21.11	18.56	16.54

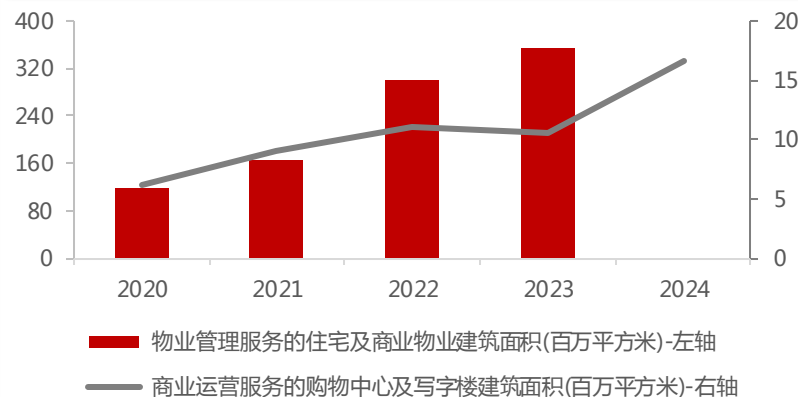
数据来源：wind，西南证券

*数据截至2025/12/29

公司营收与利润情况



公司物管面积与商业面积



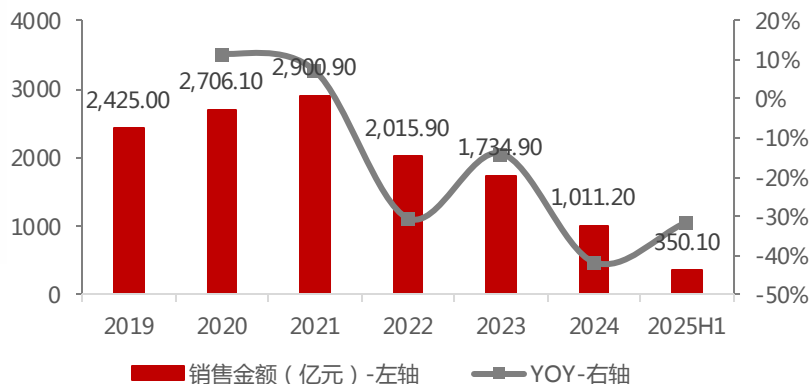
龙湖集团（0960.HK）：经营业务稳健增长，压降负债结构优化

- ❑ **投资逻辑：1）经营业务表现稳健，商业运营优势凸显。**25H1运营业务收入同比+2.5%，毛利率提升至77.7%。其中租金收入同比+4.9%。旗下在营商场销售额+17%，出租率保持97%高位。**2）开发业务结算带动收入增长。**25H1，开发业务结算收入同比+34.7%。公司聚焦高能级城市，上半年一二线城市销售占比约90%，并表回款率超100%，保障了经营现金流安全。**3）财务盘面安全稳固，债务结构持续优化。**截至2025/6/30，公司剔除预收款后的资产负债率为56.1%，保持行业健康水平。
- ❑ **业绩预测：**预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为-32%/+2%/0%，对应PE分别为8/8/8倍。
- ❑ **风险提示：**宏观经济及房地产市场恢复不及预期的风险、合同销售去化不及预期的风险、商业运营行业竞争加剧的风险。

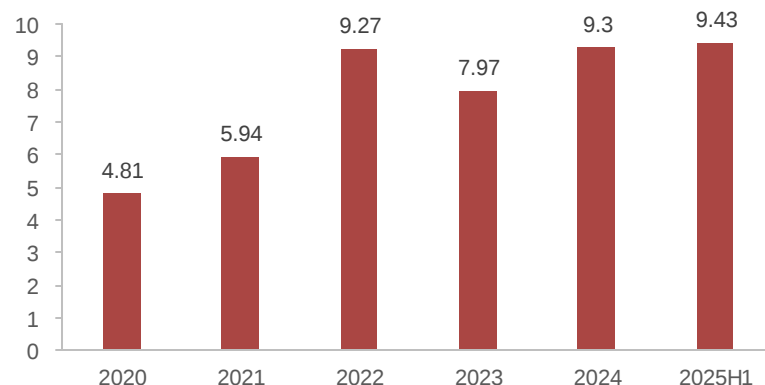
业绩预测和估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	127475	104014	94242	89319
营业收入增长率	-29%	-18%	-9%	-5%
归母净利润（百万元）	10401	7030	7137	7167
净利润增长率	-19%	-32%	2%	0%
EPS（元）	1.51	1.00	1.01	1.02
P/E	5.17	7.83	7.71	7.68

数据来源：wind，西南证券
*数据截至2025/12/29

公司签约销售金额



已开业购物中心面积（百万m²）



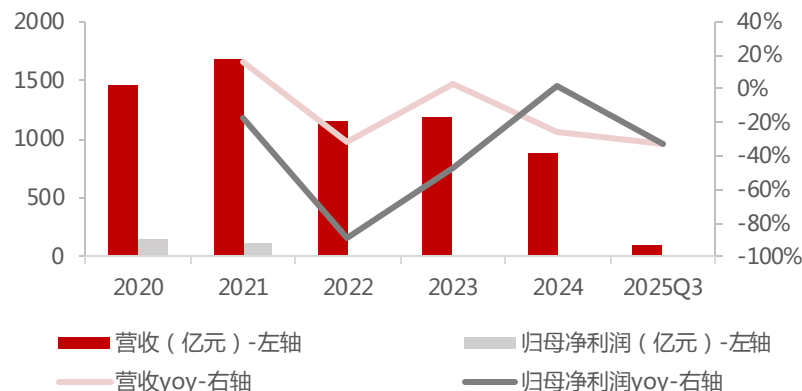
新城控股（601155.SH）：整体经营稳定向好，境外融资斩获成果

- ❑ **投资逻辑：1）商业运营表现持续强劲，“压舱石”作用凸显。**2025Q1-Q3公司商业运营总收入同比+10.8%。出租物业数量177处；建面1630.0万m²，出租率达97.7%，保持行业高位；租金收入98.1亿元，同比+10.8%。**2）开发业务短期承压，盈利结构持续优化。**2025Q1-Q3公司实现合同销售金额约150.5亿元，累计合同销售面积约195.9万平方米。随着高毛利的商业收入占比不断提升，公司整体盈利结构得到优化。**3）境外融资市场斩获成果，优化融资结构。**
- ❑ **业绩预测：**预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为13%/26%/20%，对应PE分别为37/30/25倍。
- ❑ **风险提示：**宏观经济及房地产市场波动风险、居民消费意愿减弱风险、商业地产行业竞争加剧风险、公司融资及现金流管理不及预期的风险。

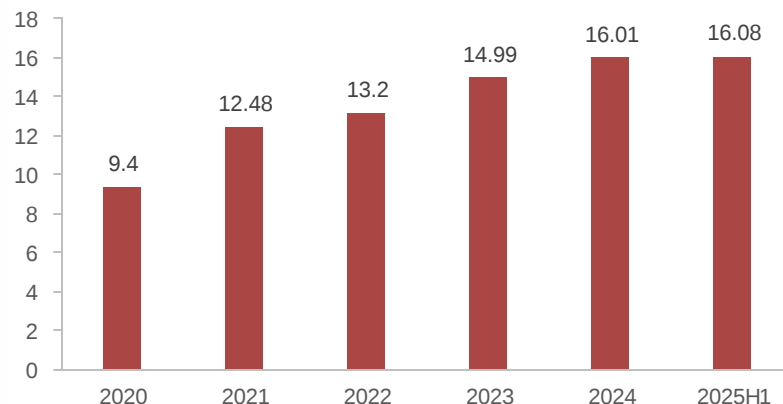
业绩预测和估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	88998.58	60525.41	50952.19	45862.27
营业收入增长率	-25.32%	-31.99%	-15.82%	-9.99%
归母净利润（百万元）	752.39	851.09	1068.11	1280.50
净利润增长率	2.07%	13.12%	25.50%	19.88%
EPS（元）	0.33	0.38	0.47	0.57
P/E	42.33	37.02	29.50	24.61

数据来源：wind，西南证券
*数据截至2025/12/29

公司营收与利润情况



已开业购物中心面积（百万m²）



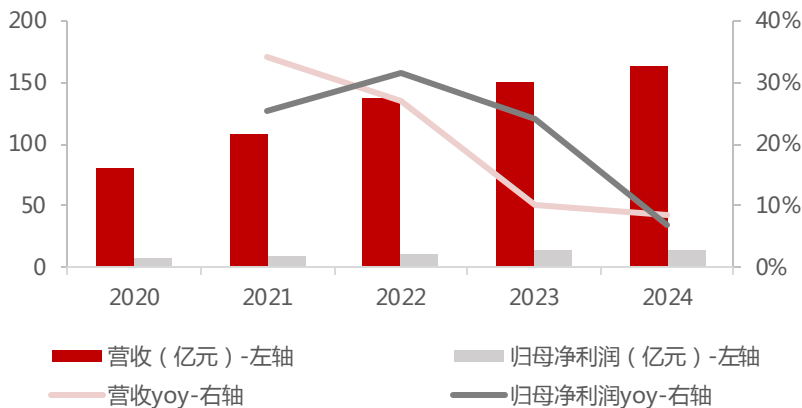
保利物业（6049.HK）：基础物管业务稳健增长，精细化运营成效显著

- ❑ **投资逻辑：**1) 基础物管业务稳健增长，物业费单价有所提升。2025H1公司物业管理服务收入同比+13.1%，占总收入比重提升4.4pp。2) 增值服务短期承压，业务结构持续优化。公司非业主增值服务同比-16.1%。尽管增值服务收入端承压，但公司聚焦核心品类，盈利能力有所提升，社区增值服务毛利率同比+1.1pp。3) 精细化运营成效显著，费用管控能力提升。2025H1公司行政开支总额同比-9.2%，费用管控成果突出，有效提升了盈利水平。
- ❑ **业绩预测：**预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为8%/9%/7%，对应PE分别为10/9/9倍。
- ❑ **风险提示：**宏观经济影响居民支付能力风险、增值服务拓展不及预期风险、物业管理市场竞争加剧风险。

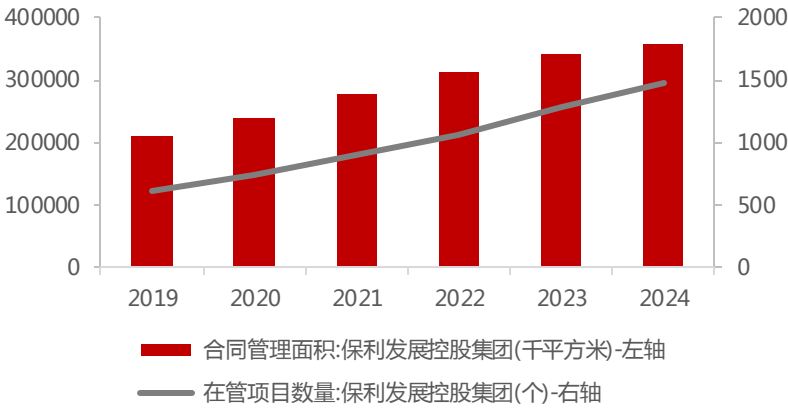
业绩预测和估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16342	17843	19454	20982
营业收入增长率	9%	9%	9%	8%
归母净利润（百万元）	1474	1590	1741	1863
净利润增长率	7%	8%	9%	7%
EPS（元）	2.66	2.87	3.15	3.37
P/E	11.04	10.22	9.33	8.72

数据来源：wind，西南证券
*数据截至2025/12/29

公司营收与利润情况



公司管理面积及在管项目



中海物业（2669.HK）：市场拓展稳步进行，盈利能力有所提升

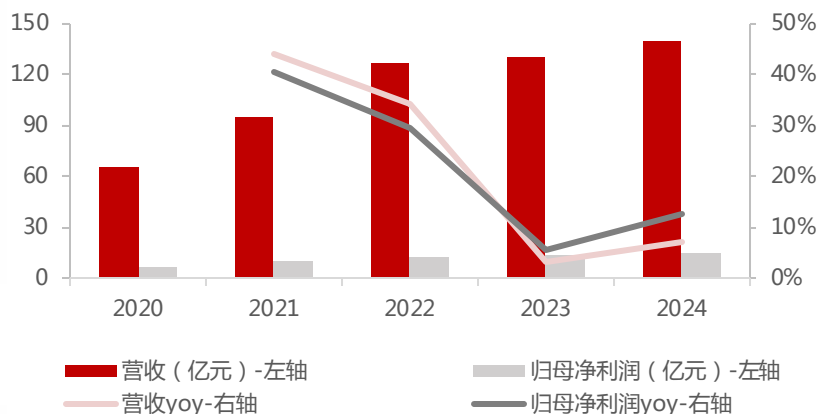
- ❑ **投资逻辑：1）基础物管业务稳健增长，市场拓展稳步进行。**2025H1公司物业管理服务收入同比+8.3%，占总收入比重提升3.4pp至78.9%。截至2025/6/30，公司新增在管面积0.3亿平方米，新签合约总额22.6亿元。**2）增值服务短期承压，业务结构优化提升盈利质量。**公司增值服务收入同比-8.3%。公司积极调整业务结构，聚焦高毛利业务，聚焦高毛利细分领域。**3）精细化管理成效显著，费用管控能力突出。**2025H1公司销售及行政费用同比-18.6%，推动毛利率同比+0.2pp。
- ❑ **业绩预测：**预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为8%/9%/10%，对应PE分别为8/8/7倍。
- ❑ **风险提示：**宏观经济及房地产市场变动影响增值服务需求的风险、居民消费意愿减弱风险、物业管理行业竞争加剧风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14024	15281	16503	17895
营业收入增长率	7%	9%	8%	8%
归母净利润（百万元）	1511	1631	1776	1949
净利润增长率	13%	8%	9%	10%
EPS（元）	0.46	0.50	0.54	0.59
P/E	8.98	8.32	7.64	6.96

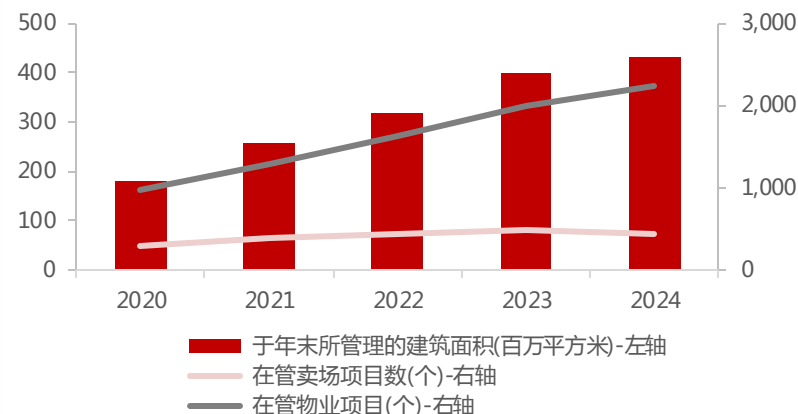
数据来源：wind，西南证券

*数据截至2025/12/29

公司营收与利润情况



公司管理面积及管理项目数



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

投资建议及重点标的

- **行业阶段性企稳，宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企。** 个股推荐：1）商业：华润置地（1109.HK）、华润万象生活（1209.HK）、龙湖集团（0960.HK）、新城控股（601155.SH）；2）物企：保利物业（6049.HK）、中海物业（2669.HK）。
- **风险提示：**市场销售恢复不及预期风险；政策放松力度不及预期风险；行业现金流状况不及预期风险。

重点房企盈利预测与估值

股票代码	股票名称	股价 (元/港元)	评级	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1109.HK	华润置地	27.22	买入	3.59	3.74	3.94	4.13	6.82	6.56	6.22	5.93
1209.HK	华润万象生活	43.06	买入	1.59	1.84	2.09	2.34	24.37	21.11	18.56	16.54
0960.HK	龙湖集团	8.68	持有	1.51	1	1.01	1.02	5.17	7.83	7.71	7.68
601155.SH	新城控股	13.97	买入	0.33	0.38	0.47	0.57	42.33	37.02	29.5	24.61
6049.HK	保利物业	32.62	买入	2.66	2.87	3.15	3.37	11.04	10.22	9.33	8.72
2669.HK	中海物业	4.59	买入	0.46	0.5	0.54	0.59	8.98	8.32	7.64	6.96

数据来源：wind，西南证券（更新至2025.12.29）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：李垚
执业证号：S1250525060001
电话：15618507501
邮箱：liyao@swsc.com.cn

分析师：李艾菡
执业证号：S1250525070004
电话：17396222897
邮箱：liac@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn