

证券研究报告/行业研究/行业深度

2025 年 11 月 30 日

房地产行业：量价均有压力，市场预期仍需修复

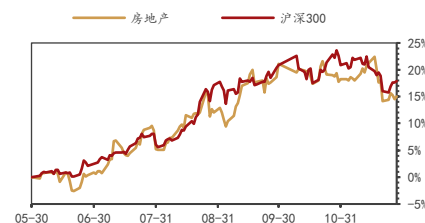
强于大市（维持）

——房地产行业深度报告

研报摘要

- **供给收缩+需求前置释放，10 月销售同环比均下行。**新房优质项目供给缩量，10 月重点 35 城商品住宅上市 5.05 万套，较 9 月明显下滑。十月月初的国庆中秋双节假期影响购房者看房、过户等交易流程，此外“金九”期间重点城市二手房成交活跃，刚需和刚改需求集中入市，部分购房需求在 9 月需求被提前消化，进入 10 月后市场需求自然回落；另一方面，2025 年 10 月并无类似于 2024 年 9 月的楼市“一揽子”支持政策，去年高基数效应下，今年 10 月销售同比下降。
- **房价仍有压力，周期反转仍需时日。**10 月 70 大中城市新房价格指数环比降幅扩大，房价仍在下滑，仍在消化过往上行周期累计的涨幅。二手房市场 10 月一线城市二手房住宅价格同比降幅扩大，环比降幅收窄，整体来看房价端依旧承压，但进一步大幅下降的概率不大。
- **房地产开发投资持续下行，未见拐点。**10 月中国房地产开发投资累计同比下降 14.7%，降幅较前月进一步扩大，拖累固定资产投资总量增长。
- **投资建议：**展望 12 月，做为年终收官之月，开发商推盘上市结构，直接影响市场成交，另外市场对于政策出台的期许仍可关注，尤其是房贷利率调整、商品房收储、城市更新等政策的落地进展。从地产股的角度来看，（1）关注老库存减值计提充分，核心区域新增货值充足的开发商，如建发国际集团、绿城中国、滨江集团、华润置地、中国金茂等；（2）关注美联储降息对香港存量商业地产影响，恒隆地产、太古地产等商业运营能力突出的开发商在存量时代价值有望进一步凸显；（3）二手房成交占比提升下关注中介机构的布局机会，如贝壳-W、我爱我家。建议关注相关 ETF 如华宝中证 800 地产 ETF、南方中证全指房地产 ETF、博时恒生港股通高股息率 ETF。
- **风险提示：**商品房销售不及预期风险；政策调控效果不及预期风险；商品房去库存不及预期风险

行业指数与大盘走势对比



证券分析师

蔡萌萌

S0670524110001

caimengmeng@cnht.com.cn

联系人

目录

一、	行情回顾：年初至今房地产行业整体跑输大盘	4
二、	供给收缩+需求前置释放，10月销售同环比均下行	6
(一)	10月新房供给缩量，高基数影响销售同比下滑	6
(二)	10月二手房成交热度下降，关注	8
(三)	一线城市二手房价下行压力增大	9
(四)	去库存任重道远	12
三、	投资延续下行，未见拐点	13
(一)	央国企支撑土地市场	13
(二)	房地产开发投资延续下行，拖累固定资产投资	15
四、	投资建议	16
五、	风险提示	16

图表目录

图 1: 房地产行业本期（1101-1125）下跌 2.26%，在申万一级行业中排名居中	4
图 2: 申万房地产指数与大盘走势对比	5
图 3: 重点开发商及物业公司估值表	5
图 4: 重点房地产 ETF 行情变动	6
图 5: 10 月重点 35 城商品住宅批准上市套数较 9 月明显下降，上市套数低于 8 月	6
图 6: 10 月 30 大中城市新房日均成交面积下滑	7
图 7: 10 月中国商品房销售额 0.6 万亿，累计同比-9.6%，单月同比-25.06%，环比-25.53%	7
图 8: 10 月中国商品房销售面积 0.61 亿平方米，累计同比-6.8%，单月同比-19.6%，环比-27.94%	7
图 9: 10 月单月上海、深圳、杭州等多个城市二手房成交套数同比回落	8
图 10: 上周，北京二手房成交面积环比-16.67%	8
图 11: 上周，上海二手房成交面积环比-0.48%	8
图 12: 上周，深圳二手房成交面积环比-3.75%	9
图 13: 10 月一线城市新房销售价格同比降幅扩大	9
图 14: 10 月 70 个大中城市新房销售价格指数环比降幅扩大	9
图 15: 10 月北京新房销售价格指数转降	10
图 16: 10 月杭州新房销售价格指数进一步增长	10
图 17: 10 月 70 大中城市二手房价环比降幅扩大	10
图 18: 10 月二手房挂牌价进一步下降	10
图 19: 10 月一线城市二手房价下行斜率放大	11
图 20: 一线城市二手房价环比降幅同前月持平	11
图 21: 10 月四大一线城市二手房价进一步下跌	11
图 22: 2025 年以来杭州二手房价波动相对较小	11
图 23: 2025 年以来成都二手房价波动相对较小	12
图 24: 温州、金华、烟台二手房价已跌破 2010 年底水平	12
图 25: 截至 2025 年 10 月，中国商品房待售面积 7.56 亿平方米，累计同比+3.3%	12
图 26: 1-10 月，中国商品房现房销售占比 35.35%	12
图 27: 10 月，现房销售面积 2139.57 万平方米，累计同比+8.5%	13
图 28: 现房销售均价整体低于整体新房销售均价	13
图 29: 截至 2025 年 10 月，重点城市商品房库存	13
图 30: 10 月，房地产开发贷累计同比-1.8%，降幅较前月扩大	14
图 31: 2025 年 1-10 月重点房企全口径新增货值	14
图 32: 10 月房地产开发投资完成额累计同比降幅扩大至 14.7%	15
图 29: 商品房销售复苏领先新开工复苏	15
图 30: 10 月房地产新开工、竣工面积累计同比降幅扩大	15
表 1: 房地产行业本期（1101-1125）主要指数表现回顾	4

一、行情回顾：年初至今房地产行业整体跑输大盘

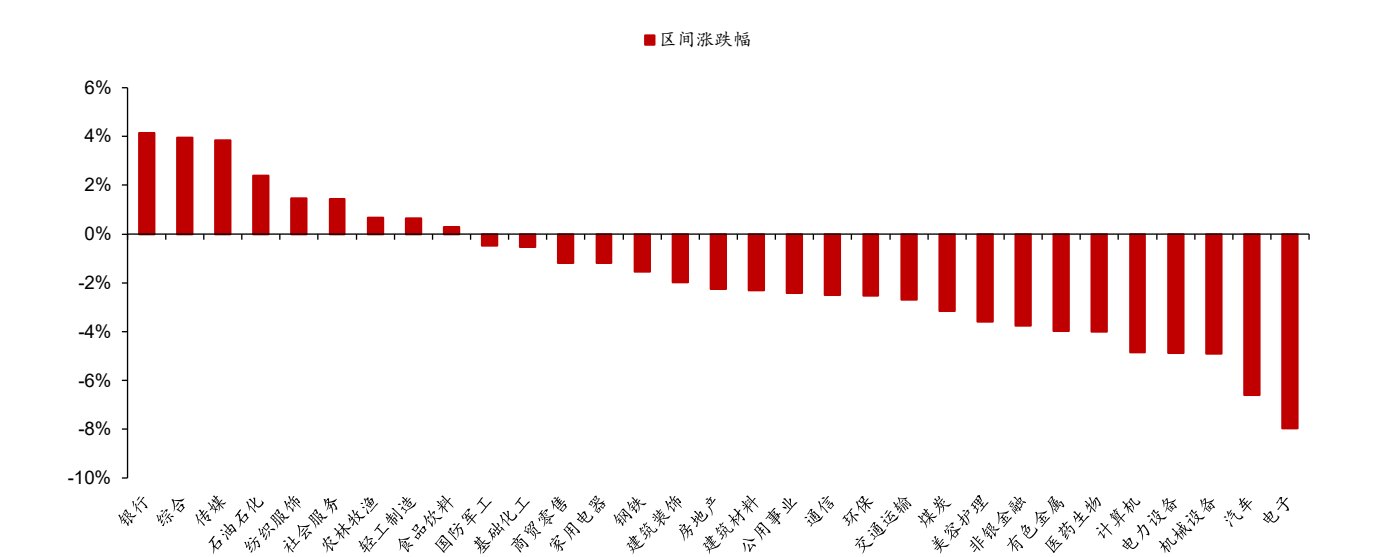
本期地产板块整体跑赢上证指数和沪深 300。本期（2025.11.01-2025.11.25），上证指数下跌 2.14%，沪深 300 指数下跌 3.24%，房地产板块下跌 2.26%；年初至今，上证指数上涨 14.12%，沪深 300 上涨 14.12%，深证成指上涨 22.69%，房地产板块上涨 6.65%，年初至今房地产板块表现弱于大市。

表 1：房地产行业本期（1101-1125）主要指数表现回顾

	房地产(申万)	上证指数	沪深 300	深证成指	创业板指
区间涨跌幅	-2.26%	-2.14%	-3.24%	-4.49%	-6.48%
年初至今涨跌幅	6.65%	15.46%	14.12%	22.69%	39.19%

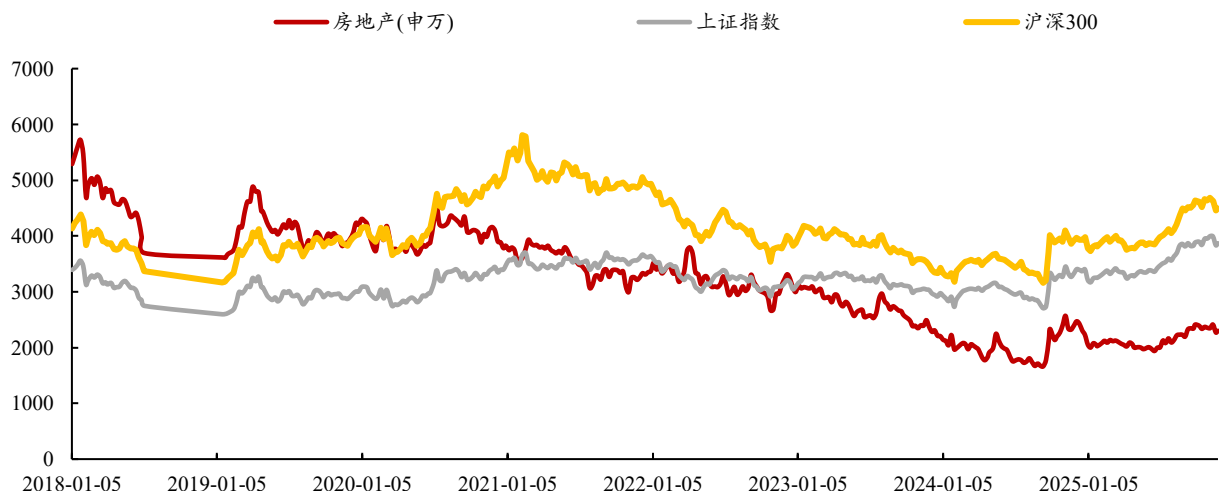
资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 1：房地产行业本期（1101-1125）下跌 2.26%，在申万一级行业中排名居中



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 2：申万房地产指数与大盘走势对比



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 3：重点开发商及物业公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600007.SH	中国国贸	20.66	208.10	1.28	1.32	1.36	16.13	15.69	15.17
600048.SH	保利发展	6.98	835.54	0.36	0.39	0.49	19.65	17.98	14.34
600266.SH	城建发展	4.78	99.22	0.34	0.40	0.41	14.03	11.81	11.57
600325.SH	华发股份	4.74	130.45	0.18	0.25	0.33	26.73	18.96	14.24
002244.SZ	滨江集团	10.57	328.88	0.92	1.00	1.09	11.50	10.57	9.68
000002.SZ	万科A	6.04	670.49	-2.23	-0.83	0.01	-2.71	-7.27	-
001914.SZ	招商积余	11.34	120.24	0.88	0.99	1.10	12.83	11.44	10.32
001979.SZ	招商蛇口	9.61	866.44	0.47	0.53	0.59	20.53	18.16	16.18
600383.SH	金地集团	3.69	166.59	-1.13	-0.49	0.02	-3.27	-	-
600848.SH	上海临港	11.75	287.71	0.48	0.52	0.55	24.55	22.61	21.27
600895.SH	张江高科	40.26	623.50	0.72	0.82	0.91	55.55	49.26	44.32
3900.HK	绿城中国	9.03	229.33	0.49	0.63	0.95	18.60	14.36	9.53
0123.HK	越秀地产	4.66	187.58	0.28	0.31	0.35	16.94	14.93	13.22
0688.HK	中国海外发展	14.06	1,538.85	1.41	1.49	1.60	9.96	9.44	8.81
0960.HK	龙湖集团	10.29	724.58	0.75	0.87	1.03	13.68	11.77	9.95
1109.HK	华润置地	30.68	2,187.77	3.63	3.75	3.97	8.45	8.18	7.73
1908.HK	建发国际集团	17.02	381.27	2.13	2.31	2.51	8.00	7.36	6.78
0817.HK	中国金茂	1.42	191.88	0.09	0.10	0.11	15.94	14.12	12.37
0019.HK	太古股份公司A	67.55	911.10	-	-	-	-	-	-
1972.HK	太古地产	21.90	1,260.89	0.49	1.13	1.11	44.76	19.40	19.74
0101.HK	恒隆地产	8.92	451.05	0.59	0.60	0.62	15.13	14.83	14.46
0016.HK	新鸿基地产	97.80	2,834.03	-	7.19	7.60	-	13.60	12.86
1209.HK	华润万象生活	44.36	1,012.52	1.81	2.02	2.28	24.47	21.93	19.50
2423.HK	贝壳-W	44.74	1,568.69	1.04	1.48	1.83	43.12	30.20	24.41
2869.HK	绿城服务	4.66	146.91	0.30	0.35	0.39	15.77	13.46	11.82
6049.HK	保利物业	35.48	196.32	2.81	3.01	3.19	12.61	11.80	11.13
3316.HK	滨江服务	24.46	67.61	2.24	2.51	2.79	10.92	9.73	8.75

资料来源：Wind 一致预期，金融街证券研究所

注：收盘价截至 11 月 25 日

图 4：重点房地产 ETF 行情变动

基金代码	简称	基金规模 (亿元)	区间回报	主力资金净流入 (万元)	基金份额变化 (万份)
159707	华宝中证800地产ETF	4.76	-2.58%	-1253.13	3,600
159768	银华中证内地地产主题ETF	7.60	-2.62%	-1176.46	27,950
512200	南方中证全指房地产ETF	74.18	-3.07%	-5643.24	35,050
515060	华夏中证全指房地产ETF	8.17	-2.98%	114.48	2,100
513690	博时恒生港股通高股息率ETF	53.07	2.60%	-3341.38	24,600
159545	易方达恒生港股通高股息低波动ETF	38.89	3.22%	-67017.86	100,320
513950	富国恒生港股通高股息低波动ETF	26.01	3.20%	-415.92	8,050
520550	招商恒生港股通高股息低波动ETF	10.18	3.20%	-4001.21	7,450
510810	汇添富中证上海国企ETF	79.94	-2.54%	-659.84	66,950
159691	工银中证港股通高股息精选ETF	72.28	1.32%	-6481.94	8,000
159940	广发中证全指金融地产ETF	7.01	0.08%	1276.79	2,000
513170	鹏华恒生中国央企ETF	3.59	3.05%	-1639.82	1,600

资料来源：Wind 一致预期，金融街证券研究所

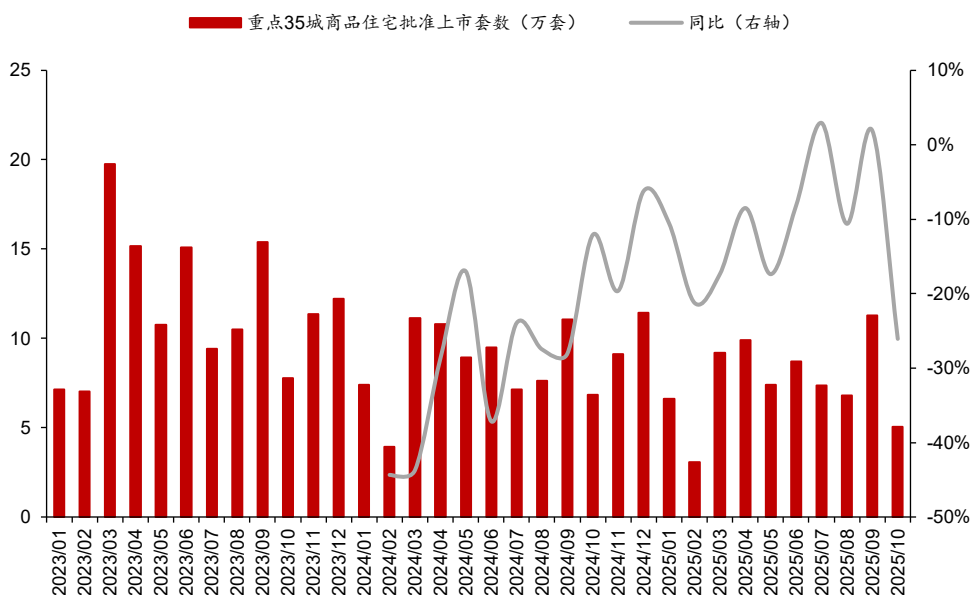
注：区间数据为 20251101-20251125

二、供给收缩+需求前置释放，10月销售同环比均下行

(一) 10月新房供给缩量，高基数影响销售同比下滑

10月新房供应缩量明显，房企推盘积极性一般。根据中指院数据，10月重点35城批准上市商品住宅5.05万套，较9月11.28万套明显下滑，开发商推盘积极性一般，新房成交量预计仍将维持低位。

图 5：10月重点35城商品住宅批准上市套数较9月明显下降，上市套数低于8月



资料来源：中指院，金融街证券研究所

注：统计口径为商品住宅批准上市套数，不包含保障房

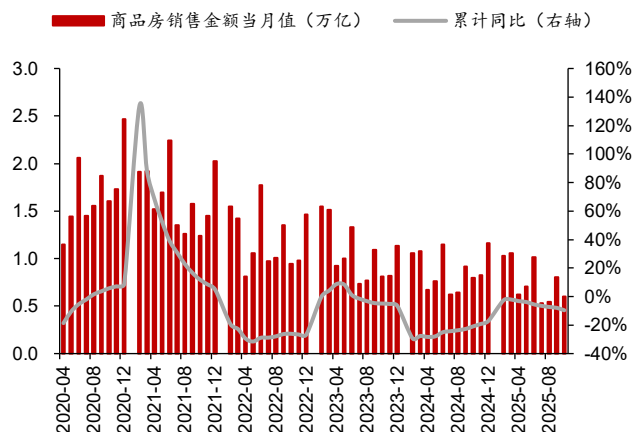
10月高基数效应影响，30大中城市新房日均成交面积同比下滑。9月新房销售整体环比改善，10月市场成交受2024年“924新政”带来的高基数影响，30大中城市新房成交面积同比有所下降，其中一线城市日均成交面积同比下降近4成，成交压力犹存。

图6：10月30大中城市新房日均成交面积下滑

	新房日均成交面积（万平方米）										
	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	2025年10月	8月环比	9月环比	10月环比	8月同比	9月同比	10月同比
30大中城市	30.93	20.94	20.88	24.52	23.92	-0.24%	17.43%	-2.45%	-19.89%	6.71%	-26.60%
一线城市	8.75	5.86	5.76	7.38	6.38	-1.62%	28.06%	-3.53%	-23.07%	16.11%	-38.25%
样本二线城市	16.00	10.23	10.39	11.85	11.89	1.60%	4.04%	0.32%	-1.76%	1.58%	-7.04%
样本三线城市	6.18	4.85	4.73	5.30	5.66	-2.47%	11.93%	6.79%	-7.41%	1.85%	-28.69%
北京	3.14	2.56	1.74	2.84	2.14	-31.74%	62.54%	-24.48%	-31.40%	2.43%	-11.27%
上海	4.92	3.15	3.05	4.51	2.98	-3.23%	47.95%	-33.82%	-27.89%	20.80%	-36.96%
深圳	0.73	0.52	0.47	0.66	0.59	-8.81%	39.93%	0.86%	-57.14%	-33.18%	-60.95%
广州	3.28	2.10	2.08	2.49	2.44	-0.98%	19.57%	-2.26%	-25.06%	5.81%	-39.75%
杭州	2.86	1.16	1.23	1.92	1.53	6.20%	56.63%	-20.25%	-1.44%	-5.50%	-24.32%
苏州	2.25	0.67	0.85	0.97	1.12	27.10%	4.20%	15.44%	-38.27%	-8.10%	-31.31%
武汉	5.38	3.46	3.07	3.56	4.05	-1.35%	16.08%	13.62%	9.14%	46.54%	-9.32%
成都	4.26	3.62	3.49	4.27	3.49	-3.69%	22.59%	-8.27%	-21.59%	3.12%	-20.19%
青岛	2.63	2.11	2.54	2.32	2.02	20.44%	-8.72%	-2.93%	-0.06%	-5.45%	-9.14%
济南	2.15	1.71	1.64	1.92	1.61	-3.90%	16.63%	-5.82%	-9.60%	-24.74%	-26.47%
东莞	0.92	0.78	0.65	1.15	0.87	-7.24%	78.24%	-24.19%	-40.42%	-7.78%	-62.99%
佛山	2.48	1.44	1.77	1.92	2.05	22.80%	8.94%	6.65%	-9.32%	-25.31%	-39.33%
	二手房日均成交面积（万平方米）										
	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	2025年10月	8月环比	9月环比	10月环比	8月同比	9月同比	10月同比
北京	5.04	4.13	4.29	5.14	3.77	3.82%	19.85%	-26.69%	-5.51%	19.39%	-27.62%
上海	5.73	5.24	5.29	5.67	4.84	0.94%	7.03%	-14.61%	10.43%	30.75%	-23.54%
深圳	1.80	1.91	1.59	1.83	1.59	-16.68%	14.94%	-13.36%	10.44%	41.63%	-25.68%
杭州	1.47	1.31	1.23	1.20	1.07	-5.97%	-2.29%	-10.68%	9.31%	4.64%	-55.28%
成都	7.14	7.33	6.28	7.24	6.09	-14.33%	15.34%	-15.97%	0.91%	26.50%	-11.30%
厦门	0.87	0.69	0.83	1.11	0.62	19.70%	34.09%	-43.63%	0.78%	18.07%	-22.57%
苏州	2.12	2.14	1.80	1.79	1.74	-15.77%	-0.71%	-2.67%	-12.99%	-5.33%	-7.01%
东莞	1.11	1.13	0.95	1.06	1.19	-16.45%	11.79%	12.18%	4.14%	15.93%	14.70%
青岛	1.87	1.96	1.67	1.68	1.52	-15.08%	0.86%	-9.88%	0.04%	3.75%	-28.15%
扬州	0.50	0.50	0.49	0.47	0.53	-3.35%	-1.49%	13.01%	19.57%	17.75%	9.62%
佛山	2.38	2.58	2.31	2.39	1.95	-10.21%	3.03%	-18.21%	5.15%	14.94%	-0.08%

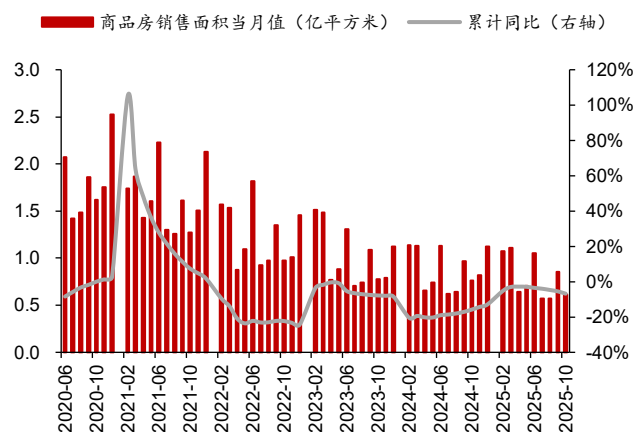
资料来源：Wind，金融街证券研究所

图7：10月中国商品房销售额0.6万亿，累计同比-9.6%，单月同比-25.06%，环比-25.53%



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图8：10月中国商品房销售面积0.61亿平方米，累计同比-6.8%，单月同比-19.6%，环比-27.94%



资料来源：Wind，金融街证券研究所

(二) 月初假期扰动+高基数影响, 10月二手房成交热度下降

10月单月多数城市二手房市场降温明显。1-10月, 北上深、杭州、成都、厦门等城市二手房累计总套数同比仍保持正增长, 分别同比增长6.06%、12.85%、19.98%、4.17%、11.76%、8.11%。10月单月重点城市二手成交并不乐观, 一方面, 十月月初的国庆中秋双节假期影响购房者看房、过户等交易流程, 此外“金九”期间重点城市二手房成交活跃, 刚需和刚改需求集中入市, 部分购房需求在9月需求被提前消化, 进入10月后市场需求自然回落; 另一方面, 2025年10月并无类似于2024年9月的楼市“一揽子”支持政策, 去年高基数效应下, 今年10月销售面积同比下降。

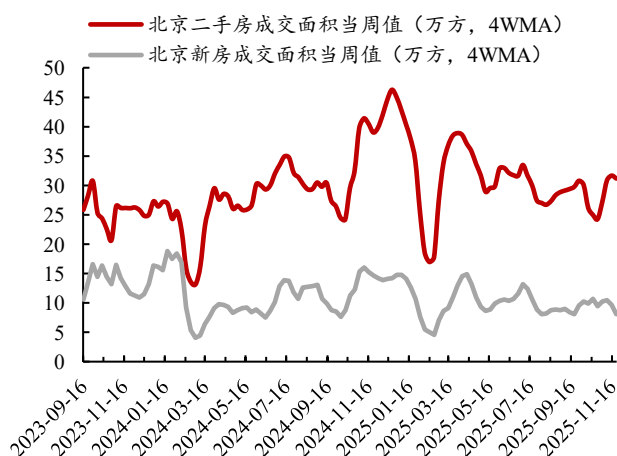
图9: 10月单月上海、深圳、杭州等多个城市二手房成交套数同比回落

二手房成交套数(万套)								二手房成交套数同比							
2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年1-10月	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年1-10月
北京	16.94	15.86	18.38	21.31	15.93	17.61	19.46	0.77%	-6.38%	5.89%	5.96%	25.22%	0.53%	10.49%	6.06%
上海							24.13								12.85%
深圳	7.25	8.39	10.05	4.47	2.60	3.91	6.61	-0.45%	5.86%	9.75%	55.50%	41.76%	50.12%	68.95%	19.98%
杭州	6.88	6.22	6.88	5.60	3.61	4.77	5.51	32.16%	-9.60%	0.62%	18.60%	35.56%	32.24%	15.45%	4.17%
南京							7.39								
成都	8.73	11.48	4.85	4.95	15.06	22.09	23.09	3.23%	31.57%	-57.73%	1.93%	204.42%	46.63%	4.55%	11.76%
青岛	5.40	5.56	6.30	6.39	5.03	6.34	6.75	22.63%	2.87%	3.43%	1.36%	21.25%	25.97%	6.47%	-5.51%
苏州	9.15	10.70	6.65	7.16	5.69	7.21	6.87	54.94%	16.89%	37.87%	7.69%	20.54%	26.74%	-4.70%	1.01%
厦门	2.42	4.78	4.55	4.73	2.93	2.84	3.00	41.34%	97.68%	-4.81%	3.86%	38.06%	-2.88%	5.29%	8.11%
无锡	5.26	6.29	6.30	5.23	3.91	4.44	4.36	24.70%	19.68%	0.03%	16.96%	25.24%	13.65%	-1.88%	-4.96%
东莞	3.45	3.49	2.98	2.22	2.18	3.58	3.40	32.06%	1.01%	14.52%	25.42%	-1.80%	64.31%	-5.23%	30.72%
扬州	1.80	1.70	1.71	1.28	1.41	1.94	2.03	25.13%	-5.75%	0.41%	24.68%	9.63%	37.41%	4.72%	2.44%
南宁	2.51	3.68	2.90	1.78	1.68	2.32	3.95	20.49%	46.57%	21.18%	38.62%	-5.42%	37.98%	70.25%	1.45%

二手房成交套数(套)								二手房成交套数同比							
2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	2025年10月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	2025年10月
北京	21,141	17,556	15,894	16,838	14,526	15,007	17,650	33.78%	16.65%	6.09%	2.27%	15.87%	4.18%	19.04%	-48.21%
上海	29,369	23,416	21,400	20,774	19,337	19,912	20,389	45.24%	35.93%	16.84%	2.24%	8.12%	11.34%	27.89%	-24.18%
深圳	7,035	6,971	5,688	5,494	5,786	5,189	5,822	51.58%	38.56%	15.00%	7.66%	3.03%	10.52%	42.52%	-27.32%
杭州	8,322	5,603	4,594	4,174	4,075	3,760	3,615	65.58%	18.21%	-4.71%	28.46%	18.90%	6.27%	9.55%	-4.77%
南京	9,344	9,738	8,734	7,459	7,263	6,388	6,382								
成都	25,355	24,265	19,215	19,214	20,202	17,486	19,399	35.08%	19.55%	-1.41%	7.83%	4.89%	-0.05%	21.56%	-4.18%
青岛	6,696	6,249	5,386	5,411	5,745	5,032	4,834	14.32%	-3.32%	-12.82%	-3.51%	-0.05%	-0.57%	1.00%	-26.89%
苏州	6,458	7,513	5,747	5,757	5,595	5,016	4,833	17.50%	4.33%	3.23%	0.91%	-10.13%	-12.75%	2.90%	-34.10%
厦门	3,262	3,259	2,357	2,731	2,558	2,284	2,300	59.28%	22.38%	1.55%	8.16%	-2.40%	-4.40%	10.52%	-38.87%
无锡	4,143	4,050	3,775	3,598	3,621	3,002	3,182	23.52%	-5.52%	-7.48%	-1.96%	4.08%	-2.12%	-1.15%	-23.08%
东莞	3,964	3,853	3,461	3,537	3,870	3,126	3,123	62.66%	51.87%	52.13%	27.28%	3.14%	10.15%	13.11%	17.16%
扬州	2,147	1,969	1,706	1,579	1,616	1,383	1,513	1.42%	-3.53%	-0.08%	-10.13%	6.60%	-4.07%	7.30%	-7.61%

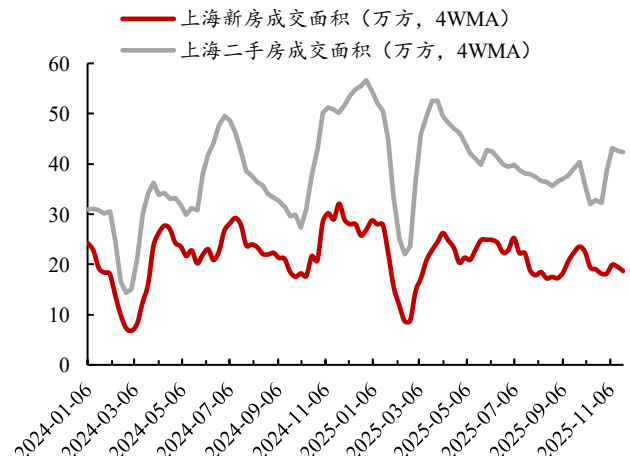
资料来源: Wind, 金融街证券研究所

图10: 上周(20251116-1122), 北京二手房成交面积环比-16.67%



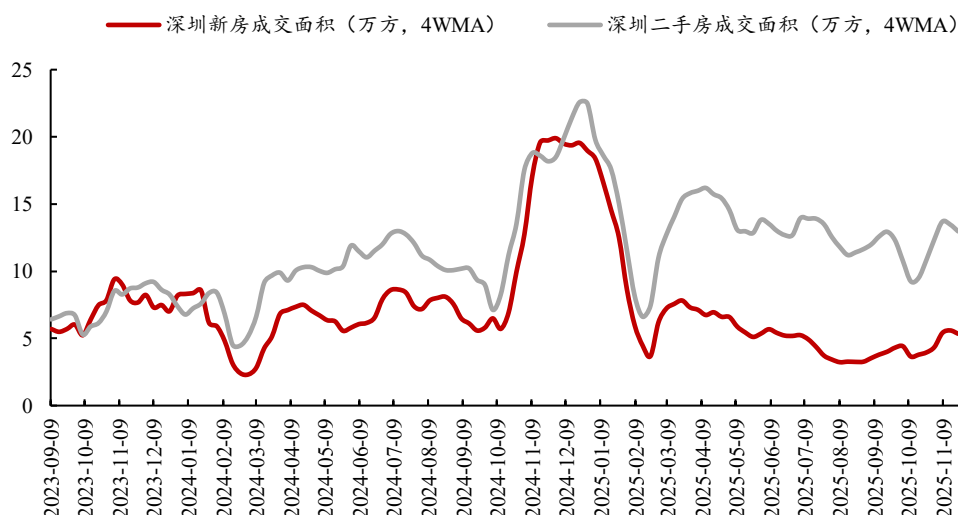
资料来源: Wind, 金融街证券研究所

图11: 上周(20251116-1122), 上海二手房成交面积环比-0.48%



资料来源: Wind, 金融街证券研究所

图 12：上周（20251116-1122），深圳二手房成交面积环比-3.75%

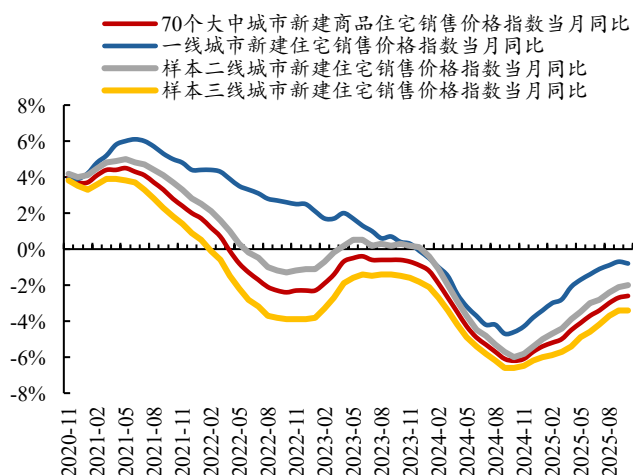


资料来源：Wind，金融街证券研究所

（三）一线城市二手房价下行压力增大

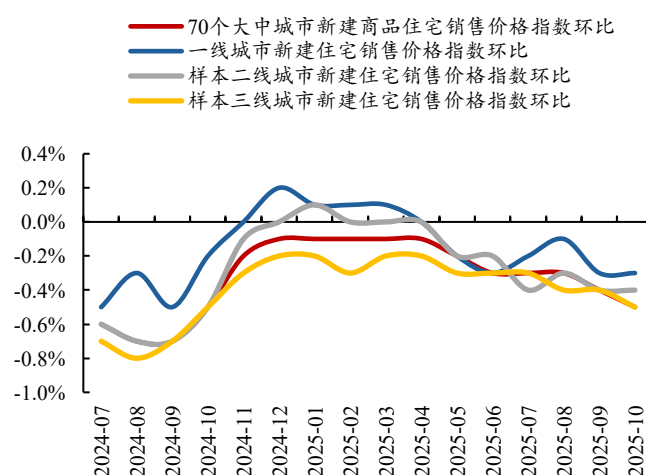
一线城市新房售价降幅同比扩大，环比持平。10月70个大中城市新房销售价格指数环比下降0.5%，降幅较前月进一步扩大，其中一线城市新房价格指数环比下降0.3%（前月为-0.3%），样本二线新房价格指数环比下降0.4%（前月为-0.4%），三线城市新房销售价格指数环比下降0.5%（前月为-0.4%）。

图 13：10月一线城市新房销售价格同比降幅扩大



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 14：10月70个大中城市新房销售价格指数环比降幅扩大

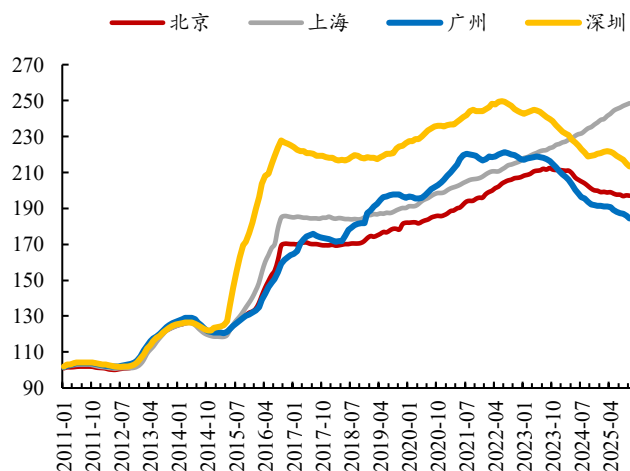


资料来源：Wind，金融街证券研究所

北京新房价格指数下降，上海新房仍旧保持上涨态势。10月份上海改善盘成交不俗，为价格上涨持续注入动力。北京10月热门楼盘供给力度较9月有所减弱，新房价格指数环比9月有所回落。一线城市内部，广深新房价格仍有压力，南京、武汉、成都等地新房价

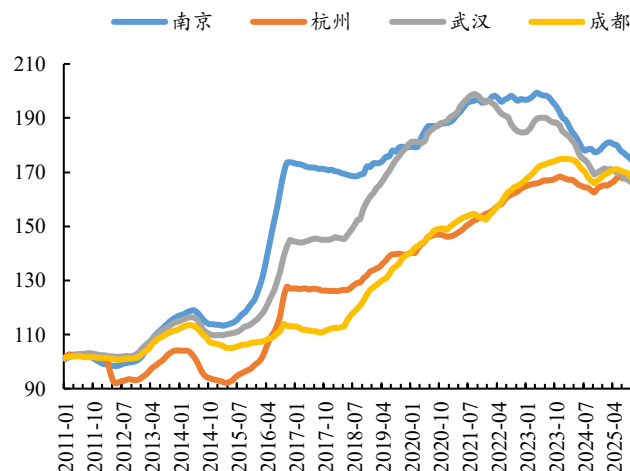
格下跌尚未扭转。

图 15：10 月北京新房销售价格指数转降



资料来源：Wind，金融街证券研究所

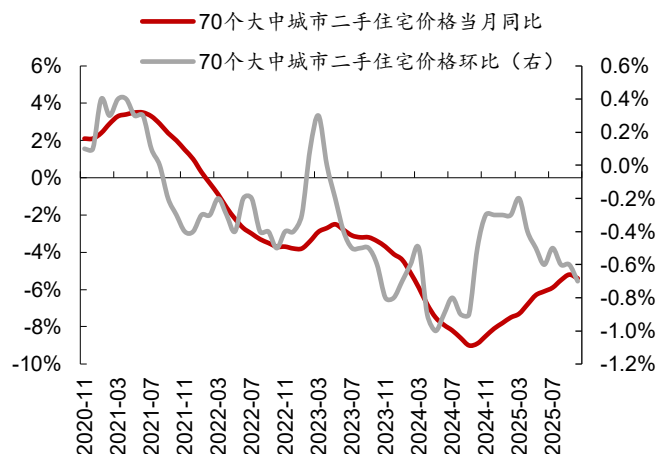
图 16：10 月杭州新房销售价格指数进一步增长



资料来源：Wind，金融街证券研究所

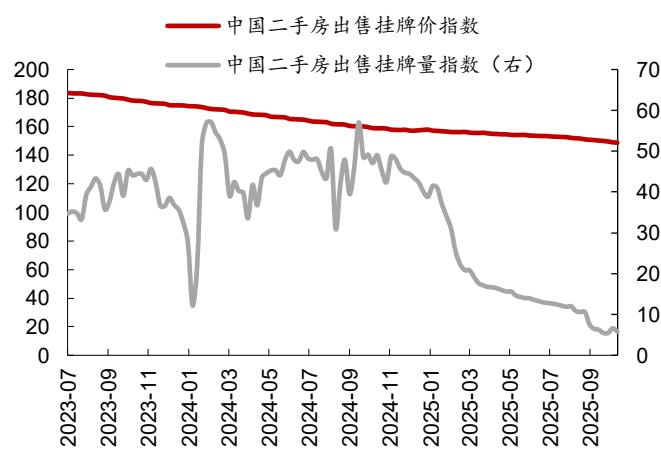
10 月 70 个大中城市二手住宅价格环比扩大。10 月二手房房价预期仍不乐观，卖家为促进成交不得不继续降低挂牌价，挂牌价持续走弱，尤其是三线城市自身高库存叠加城市人口流出压力，样本三线城市 10 月二手房价环比降幅扩大。

图 17：10 月 70 大中城市二手房价环比降幅扩大



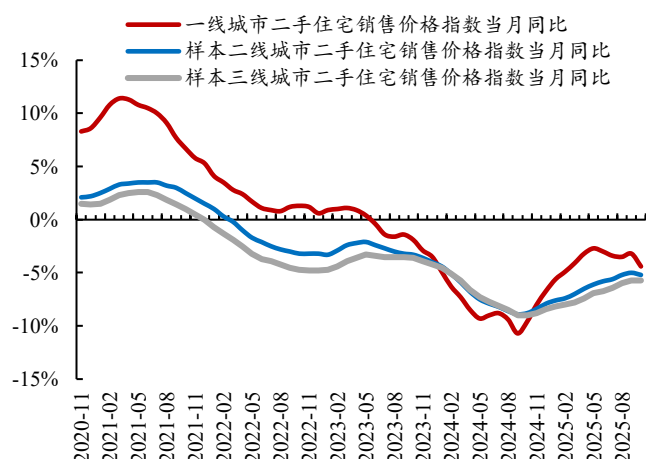
资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 18：10 月二手房挂牌价进一步下降



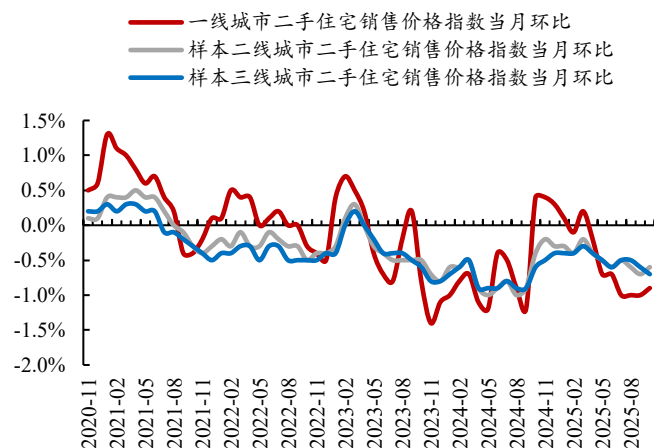
资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 19：10 月一线城市二手房价下行斜率放大



资料来源：Wind，金融街证券研究所

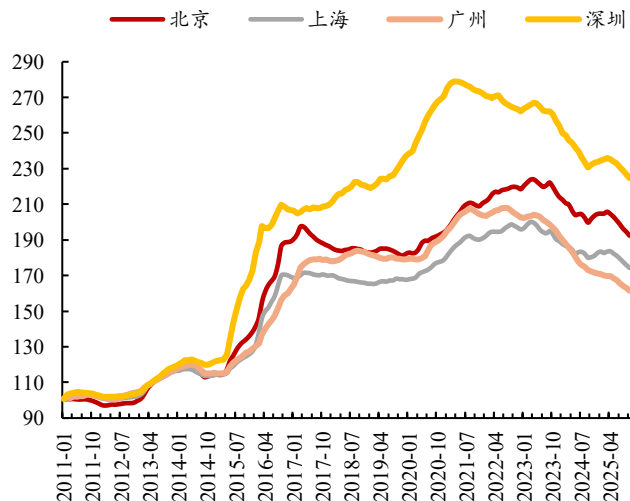
图 20：一线城市二手房价环比降幅同前月持平



资料来源：Wind，金融街证券研究所

多数城市二手房价仍下跌。10 月四大一线城市二手住宅价格均下跌，重点二线城市中除杭州、成都上半年有一定企稳外，合肥、武汉、长沙、西安等城市二手房价持续下跌，三线城市市场受制于高库存、人口流动、产业格局、新房冲击等因素影响，二手房价格深度调整，温州、金华等地二手房价格已经跌破 2010 年 12 月水平。

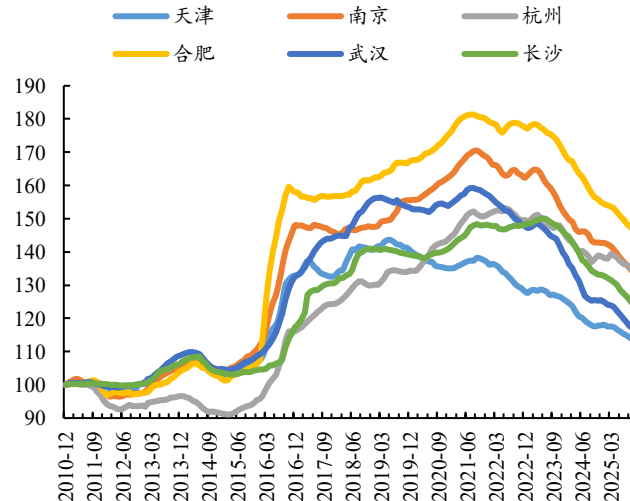
图 21：10 月四大一线城市二手房价进一步下跌



资料来源：Wind，金融街证券研究所

2010 年 12 月=100

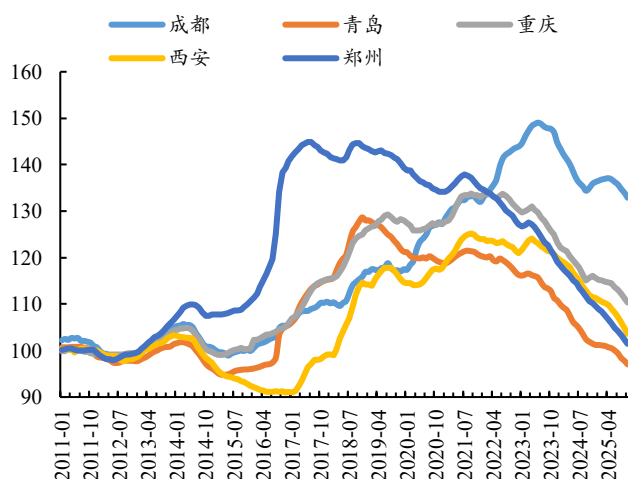
图 22：2025 年以来杭州二手房价波动相对较小



资料来源：Wind，金融街证券研究所

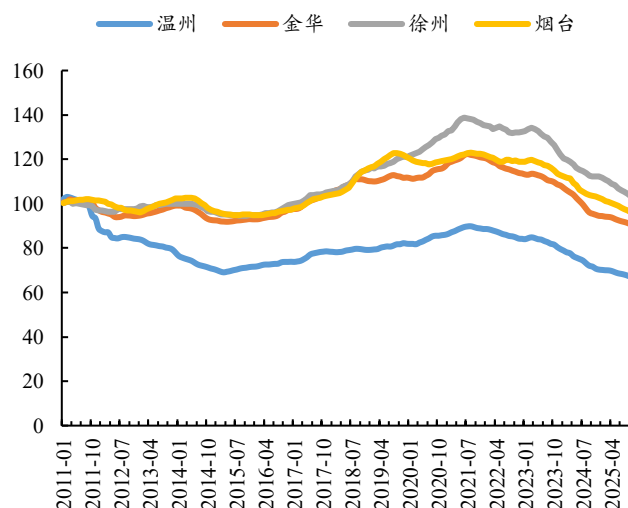
2010 年 12 月=100

图 23：2025 年以来成都二手房价波动相对较小



资料来源：Wind，金融街证券研究所
2010 年 12 月=100

图 24：温州、金华、烟台二手房价已跌破 2010 年底水平

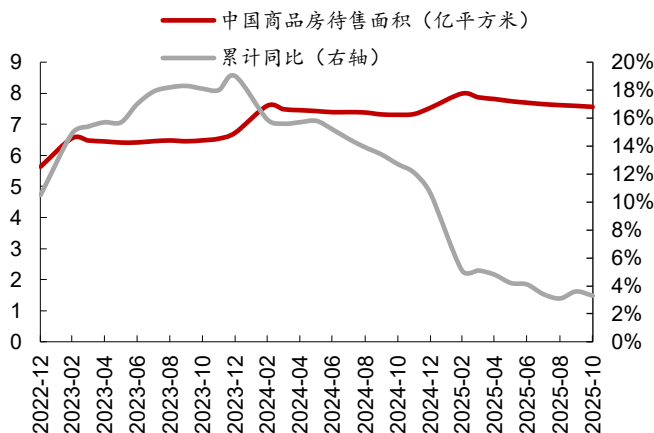


资料来源：Wind，金融街证券研究所
2010 年 12 月=100

（四）去库存任重道远

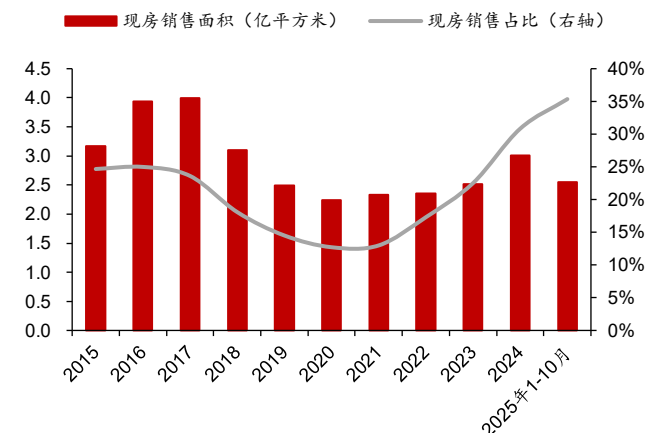
狭义库存持续下降，现房销售占比提升拉低整体新房均价。截至 2025 年 10 月，中国商品房待售面积 7.56 亿平方米，同比增长 3.3%，狭义库存持续去化。随着去库存的持续推进，现房销售面积占比持续提升，1-10 月，现房累计销售面积 2.54 亿平方米，占全国商品房销售的 35.35%，整体高于 2024 年整体水平。随着新房市场“四代宅”推进，库存新房销售均价整体低于新开盘上市“四代宅”均价，从而现房销售占比提升一定程度上拉低整体新房销售价格。

图 25：截至 2025 年 10 月，中国商品房待售面积 7.56 亿平方米，累计同比+3.3%



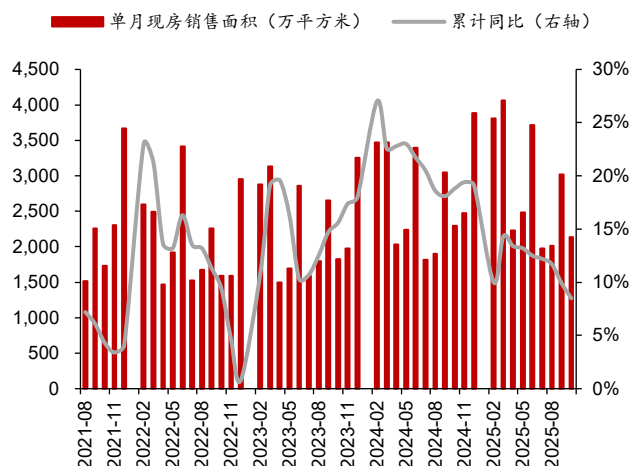
资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 26：1-10 月，中国商品房现房销售占比 35.35%



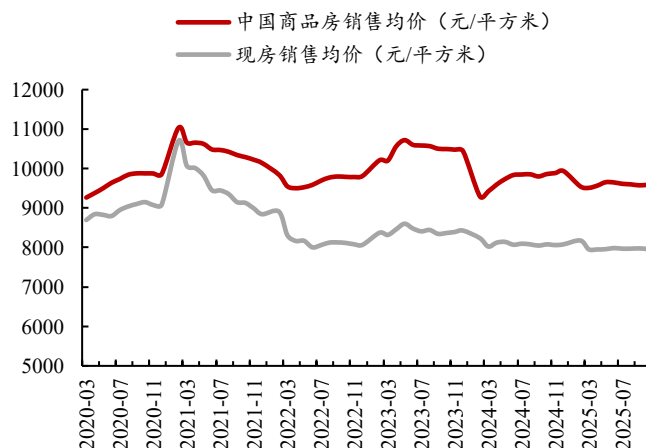
资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 27：10 月，现房销售面积 2139.57 万平方米，累计同比+8.5%



资料来源：Wind，金融街证券研究所

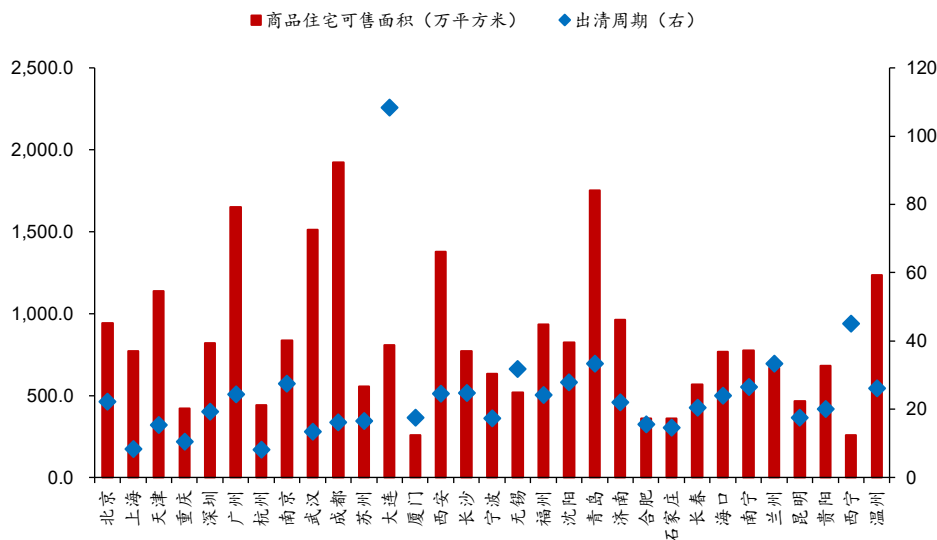
图 28：现房销售均价整体低于整体新房销售均价



资料来源：Wind，金融街证券研究所

去库存城市差异明显，任重道远。截至 2025 年 10 月，北上深去化周期均在 24 个月之内，其中上海商品住宅去化周期仅为 8 个月，深圳为 19 个月，北京 22 个月。二线城市中，杭州去化周期仅为 8 个月，苏州、成都、武汉去化周期均在 15 个月左右，但城市间差异明显，青岛、兰州等城市去化周期在 30 个月以上。

图 29：截至 2025 年 10 月，重点城市商品房库存



资料来源：中指院，金融街证券研究所

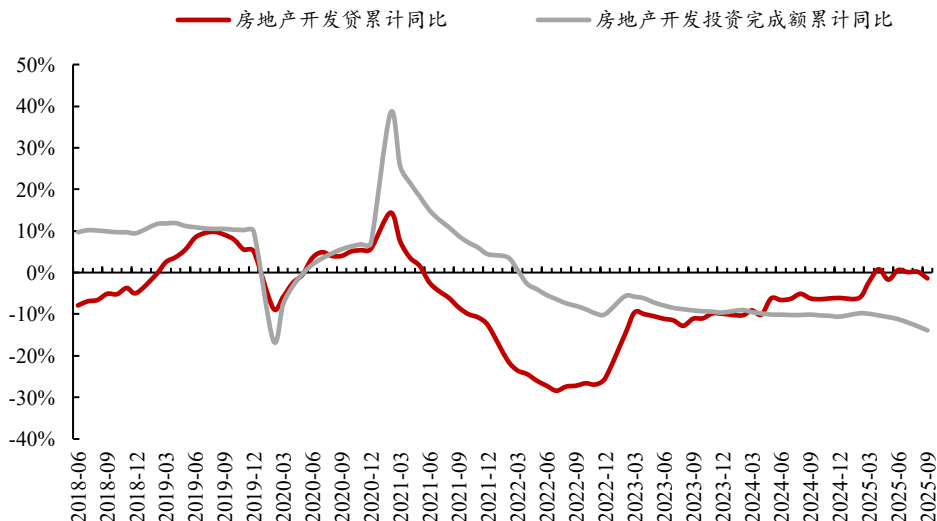
三、投资延续下行，未见拐点

（一）央国企支撑土地市场

房地产开发投资累计同比降幅进一步扩大。6-8 月房地产开发贷累计同比保持 3 个月的同

比正增长，虽同比涨幅较低，亦可为房地产开发提供一定金融支持。10月房地产开发贷累计同比-1.8%，降幅较前月扩大，房地产开发投资完成额累计同比降幅则进一步扩大至14.7%。

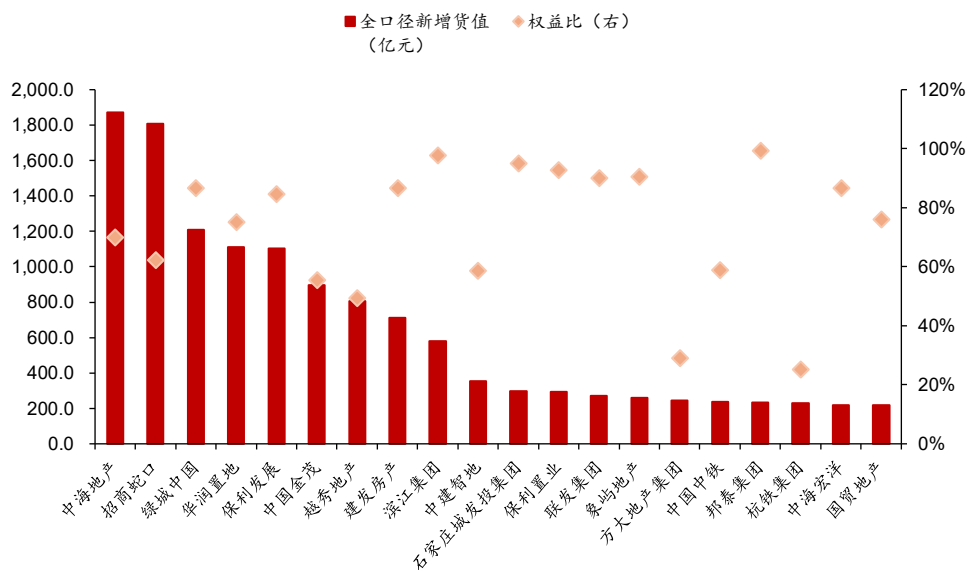
图 30：10 月，房地产开发贷累计同比-1.8%，降幅较前月扩大



资料来源：Wind，金融街证券研究所

央国企作为拿地主力，积极补仓。1-10月，中海地产、招商蛇口、绿城中国全口径拿地金额位列行业前三，民企滨江集团位列第九。整体从权益拿地金额 TOP30 来看，国央企占多数，尤其在当下市场环境下，核心区域土地价值量大，价格高，去化确定性相对较强，央国企等开发商资金实力相对较强，有能力在土拍市场上脱颖而出。

图 31：2025 年 1-10 月重点房企全口径新增货值

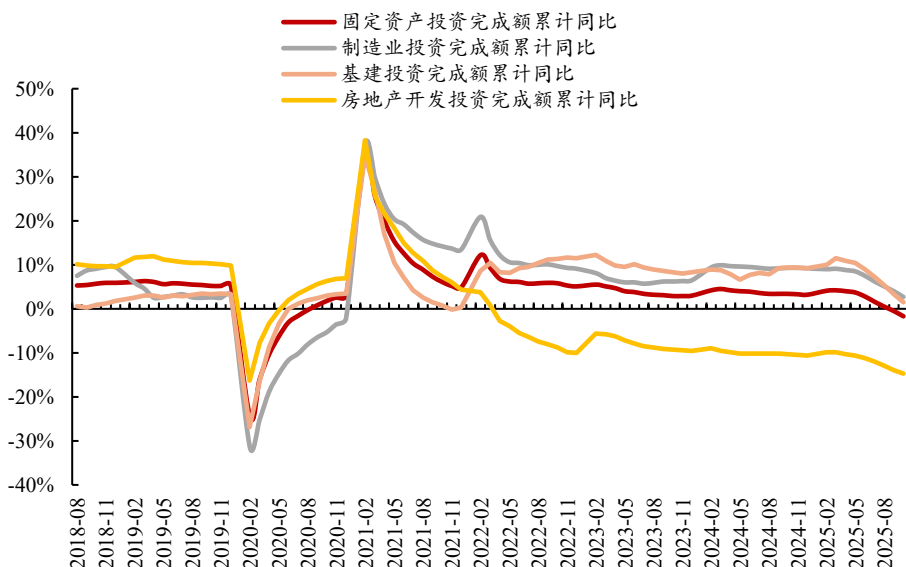


资料来源：中指院，金融街证券研究所

（二）房地产开发投资延续下行，拖累固定资产投资

房地产开发投资延续下行未见拐点。10月中国房地产开发投资累计同比降幅较前月进一步扩大，拖累固定资产投资总量增长。具体到固定资产投资内部来看，制造业投资和基建投资持续保持正增长，10月份两者累计同比分别增长2.7%和1.51%，而房地产开发投资累计同比降幅持续扩大至14.7%。

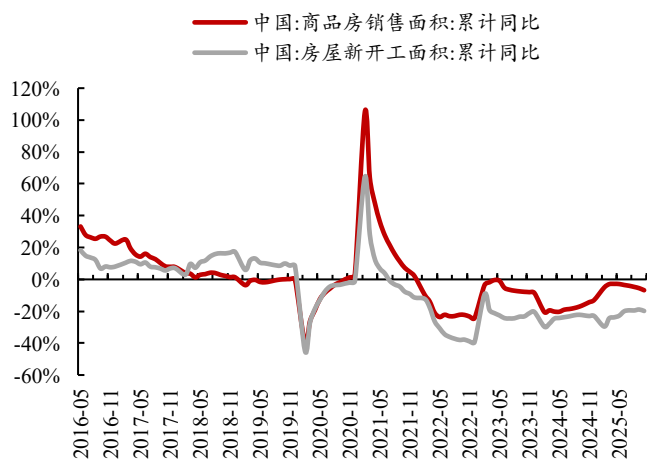
图 32：10月房地产开发投资完成额累计同比降幅扩大至14.7%



资料来源：Wind，金融街证券研究所

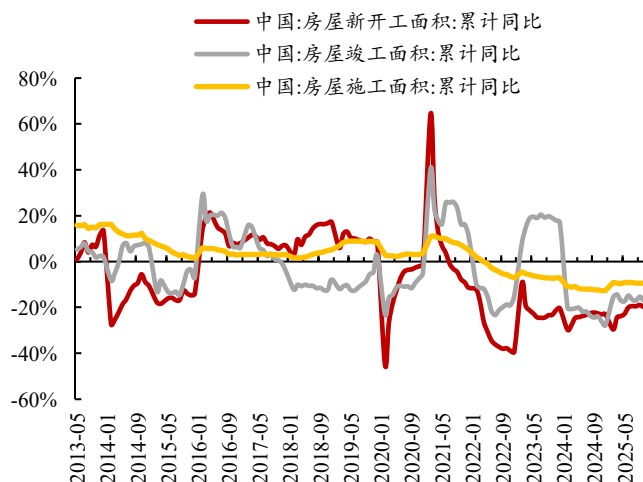
新开工、竣工面积累计同比降幅扩大。10月新开工面积累计同比下降19.8%，施工面积累计同比下滑9.4%，竣工面积累计同比下滑16.9%，销售市场持续低迷，开发商开工动力不足，预计新开工面积仍不乐观。

图 33：商品房销售复苏领先新开工复苏



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 34：10月房地产新开工、竣工面积累计同比降幅扩大



资料来源：Wind，金融街证券研究所

四、 投资建议

9月传统销售旺季，新房供给放量，高端改善盘供给增长有望带动相关城市销售基本面的改善。进入10月，月初中秋国庆双节影响正常带看、签约等正常交易流程，对10月整体成交产生一定影响。此外，9月新房改善盘集中入市，集中释放一部分购房需求，10月新房成交环比有一定回落，同比角度受2024年9月“一揽子”地产政策刺激带来的高基数压力影响，综合来看10月新房二手房成交面积同比环比均有一定压力。价格端持续承压，核心区域新房房价凭借高品质和“四代宅”高得房率仍有一定支撑，但二手房市场尚未看到价格反转信号。

开发投资持续下行，降幅增大。10月房地产开发投资累计同比降幅扩大至14.7%，拖累固定资产投资增长。核心城市及重点二线城市核心区域地块仍是开发商竞争的重点，但四季度土地市场更趋于理性，一方面销售市场延续低迷态势，开发商拿地会更加关注现金流回款和投资回报率，另一方面部分开发商在前三季度已经积极补仓，四季度会更加理性谨慎。

展望12月，做为年终收官之月，开发商推盘上市结构，直接影响市场成交，另外市场对于政策出台的期许仍需关注，尤其是房贷利率调整、商品房收储、城市更新等政策的落地进展。从地产股的角度来看，（1）关注老库存减值计提充分，核心区域新增货值充足的开发商，如建发国际集团、绿城中国、滨江集团、华润置地、中国金茂等；（2）关注美联储降息对香港存量商业地产影响，恒隆地产、太古地产等商业运营能力突出的开发商在存量时代价值有望进一步凸显；（3）二手房成交占比提升下关注中介机构的布局机会，如贝壳-W、我爱我家。

五、 风险提示

商品房销售不及预期风险；

政策调控效果不及预期风险；

商品房去库存不及预期风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.cnht.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数—沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知知情范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。