

数据背后的地产行业图景

关注非热门城市的新房供需新格局

优于大市

核心观点

楼市持续筑底，高基数下同比承压。今年下半年以来，销售量价明显回落，叠加上年高基数影响，四季度地产销售同比压力明显增大。2025年1-10月，全国商品房销售额同比-9.6%，销售面积同比-6.8%。10月单月，商品房销售额同比-24%，降幅较9月扩大了13pct；商品房销售面积同比-19%，降幅较9月扩大了8pct。从样本城市高频数据看，11月单月，30城新建商品房成交面积同比-33%，降幅较10月扩大了9pct；18城二手住宅成交套数同比-26%，降幅较10月扩大了2pct。库存压力居高难下，开发投资加速下跌，土拍热度冲高回落。百强销售较弱但拿地修复，头部央企继续发力。

非热门城市人口流出，但本地居民改善置业需求仍在。2024年末，全国一线、二线、三四线城市的常住人口占比分别为6%、21%、73%，较2010年末分别变动+1、+4、-5pct。一二线楼市仍有新流入人口补充刚需购买力，三四线楼市则以本地居民的改善置业需求为主，刚需客群流失对二手房市场的影响高于新房。三四线城市在全国新房销售额中的占比2015年为53%，2017年提升至66%，随着2019年以来棚改开工量下行、2021年以来房价下跌投资需求萎缩、2023年以来核心城市逐渐打开限购，2024年占比跌至55%，虽然新房量价尚未企稳，但由于三四线常住人口规模庞大，改善需求始终存在。考虑到非热门城市房价收入比已回落至合理水平，叠加改善需求本身“早买早享受”的消费特征，非热门城市的居住改善购房需求释放已经条件成熟。

非热门城市土拍竞争弱，留足房企利润空间。2025前9月，一线、二线、三四线城市住宅用地成交总价占比分别为19%、45%、35%，较2019年分别变动+11、0、-10pct，但三四线住宅用地成交建面占比为71%，与2019年持平。一方面，三四线土拍溢价率虽然2021年以前不逊色于一二线，但之后明显下行，尤其2024年10月以来，一二线土拍溢价率冲高，涌现出一批新地王，但三四线并无起色。另一方面，各城市土拍供应均从以郊区新城为主转变为以核心板块为主，楼面价理应更贵，但三四线楼面价涨幅更少，2025前9月，一线、二线、三线城市成交楼面均价分别为3.9、0.7、0.2万元/㎡，相当于2019年的2.6倍、1.6倍、1.3倍。由于市场化房企普遍聚焦核心城市，尤其央企2025前9月拿地宗数中三四线占比仅为15%，较2021年下降23pct，非热门城市即便供应核心城区改善地块，即便容积率、得房率、配建指标等已经相当放松，土拍市场依旧冷清，反而给房企留足开发利润空间。

投资建议：2021年以来，三四线楼市率先下行，而一二线楼市在人口集聚和政策边际放松的支撑下表现相对坚挺，因此头部房企纷纷收缩布局至确定性更强的核心城市，但也带来了土拍竞争加剧的问题。随着2025年7月以来三四线房价跌幅平稳，而一二线房价开启补跌，核心城市开发利润率兑现度恐难达预期。站在当前视角，非热门城市庞大常住人口体量支撑的改善客群需求不应被忽视，房价收入比指标也已回归至合理水平，楼市或将率先企稳。关注深耕下沉市场的中国海外宏洋集团，兼具资金优势、央企背书和产品力，能够获取当地核心地块开发改善产品，实现较理想的开发速度和去化率。

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。

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

《统计局2025年1-10月房地产数据点评-地产基本面趋势下行，高基数影响逐渐显现》——2025-11-15

《房地产行业2026年度投资策略-止跌之路：收入、预期、外力》——2025-11-05

《统计局2025年1-9月房地产数据点评-地产基本面持续承压，四季度政策预期走强》——2025-10-20

《房地产行业专题-“924”周年回顾：股市新高，房价新低，原因何在？》——2025-09-23

《统计局2025年1-8月房地产数据点评-8月地产基本面延续下行，9月博弈更大力度政策》——2025-09-17

内容目录

楼市持续筑底，高基数下同比承压.....	7
销售量价明显回落，库存压力居高难下.....	7
开发投资加速下跌，土拍热度冲高回落.....	12
百强销售较弱但拿地修复，国央企继续发力.....	16
关注非热门城市的新房供需新格局.....	21
非热门城市人口流出，新房市场迎来需求转变.....	21
非热门城市土拍冷清，央企优势足但参与度低.....	26
关注深耕下沉市场的央企中国海外宏洋集团.....	30
投资建议.....	35
风险提示.....	36

图表目录

图 1：全国商品房单季度销售额及同比.....	7
图 2：全国商品房单季度销售面积及同比.....	7
图 3：全国商品房单季度销售额相比 2019 同期.....	7
图 4：全国商品房单季度销售面积相比 2019 同期.....	7
图 5：全国商品房历年销售额及同比.....	8
图 6：全国商品房历年销售面积及同比.....	8
图 7：全国商品房单月销售额及同比.....	8
图 8：全国商品房单月销售面积及同比.....	8
图 9：30 城新建商品房单月成交面积及同比.....	8
图 10：18 城二手住宅单月成交套数及同比.....	8
图 11：70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比.....	9
图 12：70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比.....	9
图 13：70 个大中城市二手住宅销售价格同比.....	9
图 14：70 个大中城市二手住宅销售价格环比.....	9
图 15：全国各能级城市二手边际挂牌价月环比（截至 2025 年 12 月 7 日）.....	10
图 16：全国商品住宅期房单季度销售面积及同比.....	10
图 17：全国商品住宅现房单季度销售面积及同比.....	10
图 18：全国商品住宅单季度销售面积相比 2019 同期.....	11
图 19：历年全国商品住宅现房销售金额和面积占比.....	11
图 20：全国商品房广义库存面积及同比.....	11
图 21：主流 20 城新建住宅去化周期平均值（回滚 6 个月）.....	11
图 22：全国商品房已竣工待售面积及同比.....	12
图 23：全国商品房已竣工待售面积中住宅占比.....	12
图 24：历年末全国新房总库存面积（单位：万 m ² ）.....	12
图 25：历年末全国新房总库存结构.....	12
图 26：历年房地产开发投资完成额及同比.....	13
图 27：房地产开发投资完成额单月同比.....	13
图 28：房地产开发投资中施工投资占比 vs 土地购置占比.....	13
图 29：房地产开发投资中施工投资拉动 vs 土地购置拉动.....	13
图 30：全国住宅用地当月成交溢价率.....	13
图 31：全国住宅用地当月成交容积率.....	13
图 32：全国住宅用地单月成交建面（单位：万 m ² ）.....	14
图 33：百强房企单月权益拿地金额（单位：亿元）.....	14
图 34：历年国有土地使用权出让收入及同比.....	14
图 35：历年国有土地使用权出让单月收入（单位：亿元）.....	14
图 36：历年房屋新开工面积及同比.....	15
图 37：历年房屋单月新开工面积（单位：万 m ² ）.....	15

图 38: 历年房屋竣工面积及同比.....	15
图 39: 历年房屋单月竣工面积 (单位: 万 m ²)	15
图 40: 房屋新开工面积与 2019 年同期相比.....	15
图 41: 房屋竣工面积与 2019 年同期相比.....	15
图 42: 百强房企历年 1-10 月销售额及累计同比.....	16
图 43: 百强房企历年 1-10 月拿地金额及累计同比.....	16
图 44: 百强房企历年 10 月销售额及单月同比.....	16
图 45: 百强房企历年 10 月拿地金额及单月同比.....	16
图 46: 百强房企历年单月销售额 (单位: 亿元)	17
图 47: 百强房企历年单月拿地金额 (单位: 亿元)	17
图 48: 百强房企单月销售额相比 2019 同期.....	17
图 49: 百强房企单月拿地额相比 2020 同期.....	17
图 50: 头部房企 2025 年 1-10 月销售额及累计同比.....	17
图 51: 头部房企 2025 年 1-10 月权益拿地金额及累计同比.....	18
图 52: 四大央企历年销售额行业排名.....	18
图 53: 四大央企历年新增货值行业排名.....	18
图 54: No. 1 保利发展历年销售额及货值补充率.....	19
图 55: No. 2 中海地产历年销售额及货值补充率.....	19
图 56: No. 3 华润置地历年销售额及货值补充率.....	19
图 57: No. 4 招商蛇口历年销售额及货值补充率.....	19
图 58: No. 5 绿城中国历年销售额及货值补充率.....	19
图 59: No. 6 万科 A 历年销售额及货值补充率.....	19
图 60: No. 7 建发股份历年销售额及货值补充率.....	20
图 61: No. 8 中国金茂历年销售额及货值补充率.....	20
图 62: No. 9 越秀地产历年销售额及货值补充率.....	20
图 63: No. 10 滨江集团历年销售额及货值补充率.....	20
图 64: 住房市场供需框架.....	21
图 65: 中国历年总人口增量.....	22
图 66: 中国历年城镇人口增量.....	22
图 71: 历年全国新建住宅交易额各能级城市占比.....	23
图 72: 70 城分城市能级新建商品住宅销售价格同比.....	23
图 73: 中国城镇储户对未来房价预期.....	24
图 74: 中国居民部门杠杆率.....	24
图 75: 70 城新建商品住宅分城市能级价格指数.....	24
图 76: 70 城二手住宅分城市能级价格指数.....	24
图 77: 历年各能级城市二手房交易额/新房交易额.....	25
图 78: 历年一线城市新建住宅交易额及同比.....	25
图 79: 历年二线城市新建住宅交易额及同比.....	25
图 80: 历年三四线城市新建住宅交易额及同比.....	25
图 81: 中国历年一线城市房价收入比平均数.....	25
图 82: 中国历年非一线城市房价收入比平均数.....	25

图 83: 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）	26
图 84: 各城市能级住宅用地历年成交总价占比	27
图 85: 各城市能级住宅用地历年成交建面占比	27
图 86: 各城市能级住宅用地当月成交溢价率	27
图 87: 一线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比	27
图 88: 二线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比	27
图 89: 三四线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比	27
图 90: 各企业类型拿地宗数分城市能级占比，2025 前 9 月	28
图 91: 各企业类型拿地宗数分城市能级占比，2021 全年	28
图 92: 各城市能级拿地宗数分企业类型占比，2025 前 9 月	28
图 93: 各城市能级拿地宗数分企业类型占比，2021 全年	28
图 94: 各企业类型拿地宗均建面（万 m ² ），2025 前 9 月	29
图 95: 各企业类型拿地宗均建面（万 m ² ），2021 全年	29
图 96: 各企业类型拿地宗均总价（亿元），2025 前 9 月	29
图 97: 各企业类型拿地宗均总价（亿元），2021 全年	29
图 98: 中央国有企业在各能级城市拿地溢价率（%）	30
图 99: 中央国有企业在各能级城市拿地楼面价（元/m ² ）	30
图 100: 各企业类型在三四线拿地溢价率（%）	30
图 101: 各企业类型在三四线拿地楼面价（元/m ² ）	30
图 102: 公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）	31
图 103: 公司布局城市一览（截至 2025 年 6 月 30 日）	31
图 104: 公司历年销售金额排名 Top3 城市数量	32
图 105: 公司历年套均交付面积及同比	32
图 106: 典型六城历年新房销售规模（单位：亿元）	32
图 107: 典型六城历年新房销售均价（单位：元/m ² ）	32
图 108: 典型六城历年新房销售套均总价（单位：万元）	33
图 109: 典型六城历年新房销售套均面积（单位：m ² ）	33
图 110: 公司在典型六城市占率和销售排名，2025 前 8 月	33
图 111: 公司在典型六城销售均价（元/m ² ），2025 前 8 月	33
图 112: 公司在典型六城套均总价（万元），2025 前 8 月	33
图 113: 公司在典型六城新房套均面积（m ² ），2025 前 8 月	33
图 114: 公司历年全口径销售金额及同比	34
图 115: 公司历年拿地金额及投资强度	34
图 116: 公司历年房地比（=当期销售均价/新增土储楼面价）	34
图 117: 公司总土储建面对销售面积的覆盖率	34
图 118: 公司历年营业收入及同比	35
图 119: 公司历年归母净利润及同比	35
图 120: 公司历年归母净利率	35
图 121: 公司历年毛利率	35

表1： 公司主要董事及高管（截至 2025 年 6 月 30 日）	31
---	----

楼市持续筑底，高基数下同比承压

销售量价明显回落，库存压力居高难下

地产销售同比降幅持续扩大。2025 前三季度，全国商品房销售额为 6.3 万亿元，同比-7.9%；商品房销售面积为 6.6 亿 m^2 ，同比-5.5%。9·24 新政后，销售同比曾在 2024Q4 转正，但逐季回落。2025Q3，全国商品房销售额同比-13%，降幅较 Q2 扩大了 5 个百分点；商品房销售面积同比-10%，降幅较 Q2 扩大了 6 个百分点。2025Q3，商品房销售额和销售面积均相当于 2019 年同期的 46%，均创历史新低。

考虑到上年基数较高，今年四季度地产销售同比压力明显增大。2025 年 1-10 月，全国商品房销售额为 6.9 万亿元，同比-9.6%；商品房销售面积为 7.2 亿 m^2 ，同比-6.8%。10 月单月，商品房销售额同比-24.3%，降幅较 9 月扩大了 12.5 个百分点；商品房销售面积同比-18.8%，降幅较 9 月扩大了 8.2 个百分点。从样本城市看，2025 年 1-11 月，30 城新建商品房成交面积同比-9%，而 18 城二手住宅成交套数同比+3%。11 月单月，30 城新建商品房成交面积同比-33%，降幅较 10 月扩大了 9 个百分点；18 城二手住宅成交套数同比-26%，降幅较 10 月扩大了 2 个百分点。

图1：全国商品房单季度销售额及同比



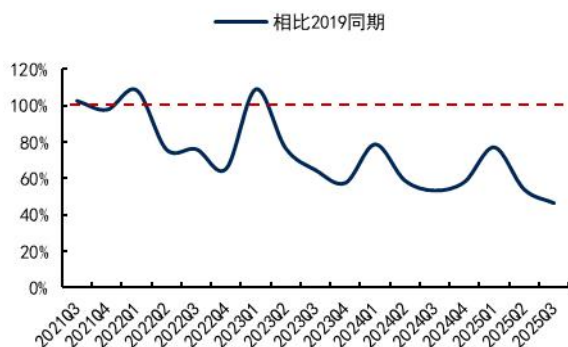
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：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3：全国商品房单季度销售额相比 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: 全国商品房历年销售额及同比



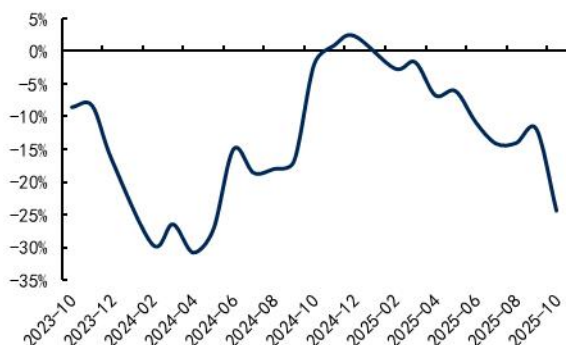
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 全国商品房历年销售面积及同比



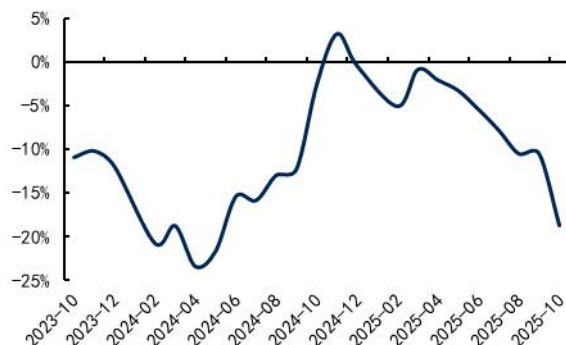
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 全国商品房单月销售额及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 全国商品房单月销售面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 30 城新建商品房单月成交面积及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

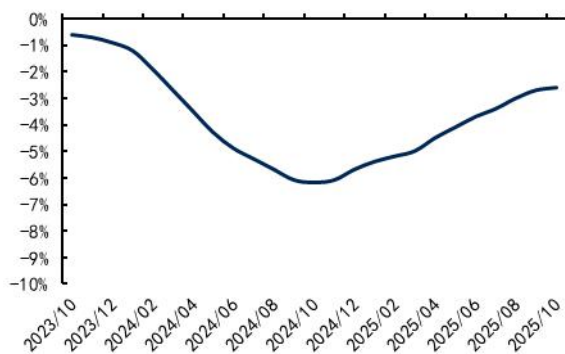
图10: 18 城二手住宅单月成交套数及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

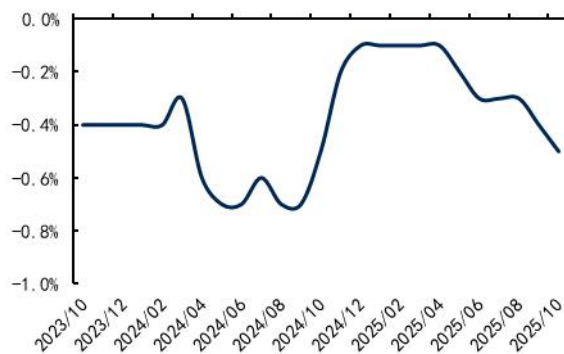
以价换量趋势明显，房价表现难以乐观。2025 年 10 月，70 城新建商品住宅销售价格同比-2.6%，降幅连续 12 个月收窄；但环比-0.5%，降幅自 5 月以来持续扩大。70 城二手住宅销售价格同比-5.4%，降幅自 2024 年 10 月以来首次扩大；环比-0.7%，自 4 月下行。二手房挂牌价冰山指数更为前瞻，月环比自 3 月起明显下滑，尤其是一二线城市，自 7 月以来显著补跌，跌幅基本回到去年“止跌回稳”前，三线城市反而跌幅相对平稳。

图11: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比



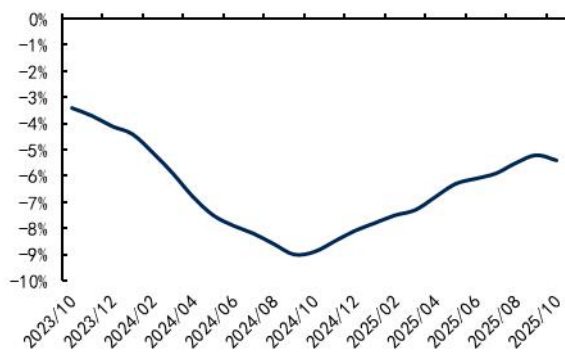
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比



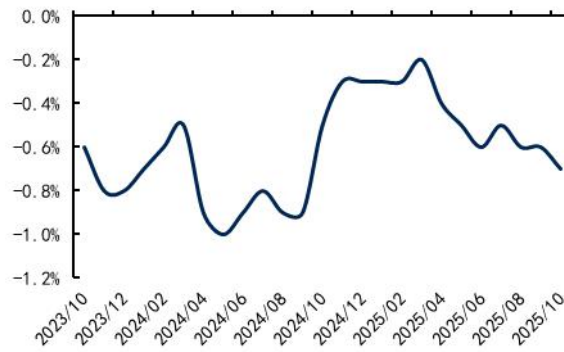
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比



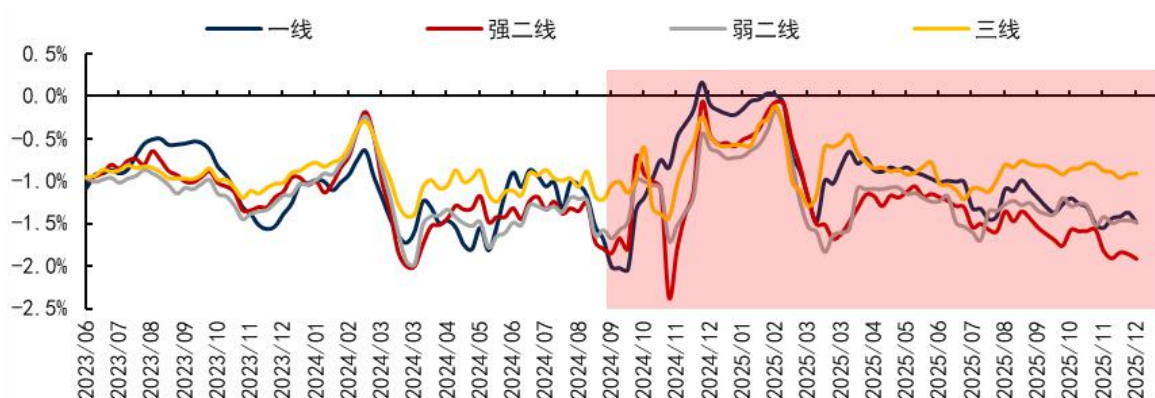
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 70 个大中城市二手住宅销售价格环比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 全国各能级城市二手边际挂牌价月环比（截至 2025 年 12 月 7 日）



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

现房销售表现仍显著好于期房。2025 前三季度，全国商品住宅销售面积 5.5 亿 m^2 ，同比-5.6%，占商品房的比重维持在 84%。2025Q3，全国商品住宅销售面积单季度同比-10%，其中，期房销售面积同比-17%，而现房销售面积同比+8%，自 2023Q1 以来始终为正。2025Q3，期房和现房销售面积分别相当于 2019 年同期的 33%和 129%，现房销售面积和金额占比分别为 32%和 27%，较 2021 年最低点分别上升了 22 和 18 个百分点。

图16: 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17: 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18: 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

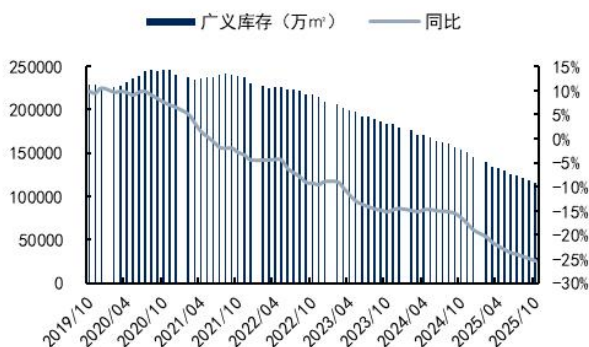
图19: 历年全国商品住宅现房销售金额和面积占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

新房去化压力较 9·24 之前不减反增。虽由于新开工量自 2021 年以来持续低迷，全国商品房广义库存面积保持下降趋势，但销售规模下滑导致去化周期难以改善。2025 年 9 月末，主流 20 城新建住宅回滚 6 个月的去化周期平均值为 23 个月，较 9·24 前的 21 个月反而拉长 2 个月，政策利好带来的脉冲式刺激效果已经结束。截至 2025Q3 末，全国商品房待售面积为 7.6 亿 m^2 ，同比+4%，其中住宅占比 53%，虽然远低于全国商品房销售面积中的住宅占比 84%，但 2024 年来持续提升。我们测算，截至 2025 年末，房地产行业（新房）总库存为 28.1 亿 m^2 ，同比-12.6%，连续四年下降，且降幅扩大 8.5pct，总库存去化周期 3.3 年，与 2024 年末持平。其中，土地库存为 17.7 亿平方米，占比 63%，期房库存为 2.9 亿平方米，占比 10%，现房库存为 7.6 亿平方米，占比 27%，库存结构延续“源头淤积”特征。

图20: 全国商品房广义库存面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 主流 20 城新建住宅去化周期平均值（回滚 6 个月）



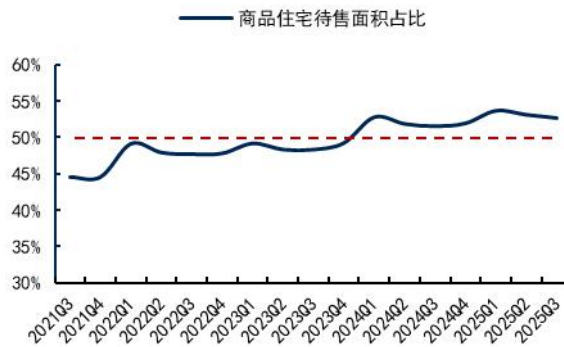
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图22: 全国商品房已竣工待售面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 全国商品房已竣工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24: 历年末全国新房总库存面积（单位：万 m^2 ）



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 历年末全国新房总库存结构



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

开发投资加速下跌，土拍热度冲高回落

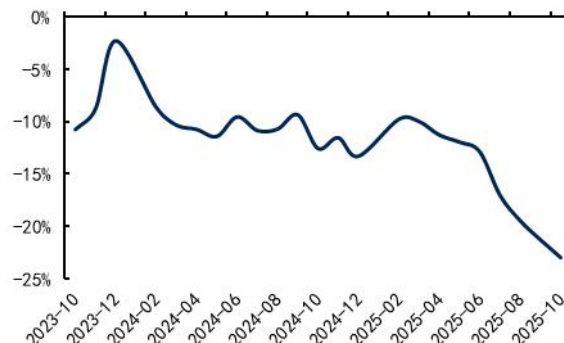
开发投资加速下跌。2025年1-10月，房地产开发投资完成额为7.4万亿元，同比-15%，而10月单月同比-23%，降幅较9月扩大了2个百分点。进一步拆解构成，施工投资一直是拖累项，土地购置的拉动作用也由9·24后的短期向上转为拖累，显然新房销售景气度下行也影响了房企的资金流和拿地积极性。2025年初以来，全国住宅用地成交溢价率冲高回落，也同样印证了这一点。虽然住宅用地容积率趋势下行体现了政府供地更契合“好房子”需求，但土拍市场热度并不取决于此。

图26: 历年房地产开发投资完成额及同比



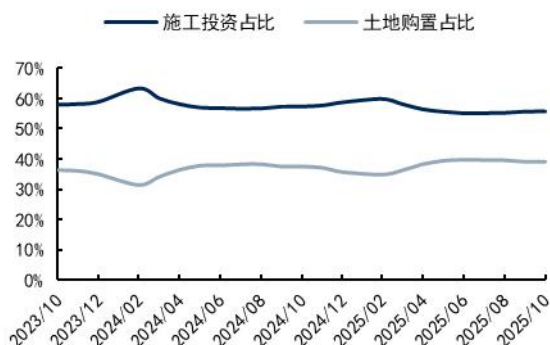
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图27: 房地产开发投资完成额单月同比



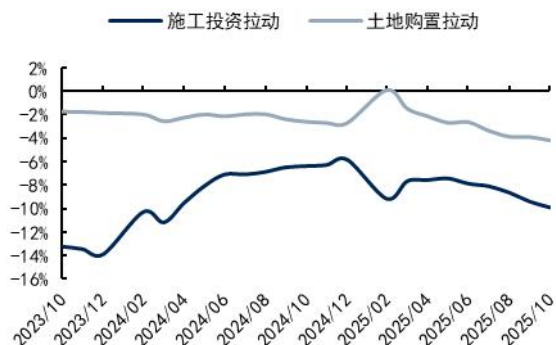
资料来源：财政部、Wind，国信证券经济研究所整理

图28: 房地产开发投资中施工投资占比 vs 土地购置占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图29: 房地产开发投资中施工投资拉动 vs 土地购置拉动



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图30: 全国住宅用地当月成交溢价率



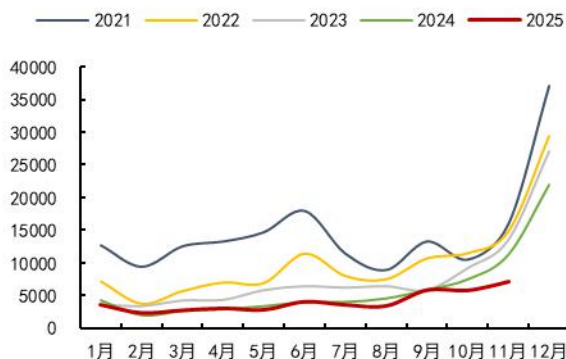
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图31: 全国住宅用地当月成交容积率



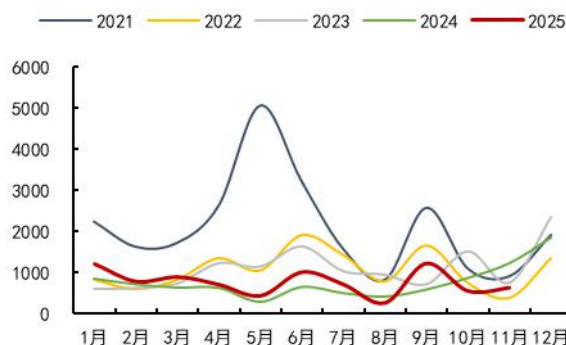
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图32: 全国住宅用地单月成交建面（单位：万 m^2 ）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图33: 百强房企单月权益拿地金额（单位：亿元）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

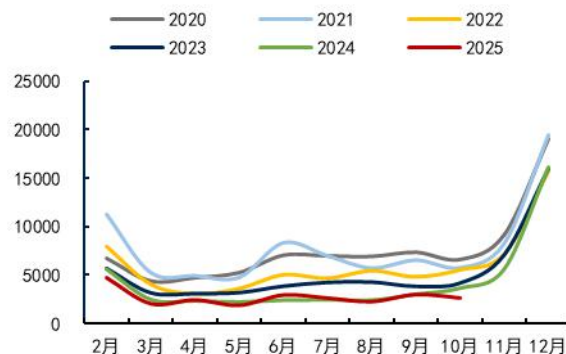
2025年1-10月，国有土地使用权出让收入为2.5万亿元，同比-7%，10月单月同比-27%，降幅较9月扩大了26个百分点。2025年1-10月，房屋新开工面积为4.9亿 m^2 ，同比-20%，10月单月同比-30%，降幅较9月扩大了15个百分点，延续了2021年来的低迷趋势。2025年1-10月，房屋竣工面积为3.5亿 m^2 ，同比-17%，10月单月同比-28%，较9月下降了29个百分点，竣工作为滞后指标，下行趋势确定。对比历史同期，2025年10月，新开工面积和竣工面积分别相当于2019年同期的18%和50%，虽有月度波动，但整体疲软状态未改。

图34: 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35: 历年国有土地使用权出让单月收入（单位：亿元）



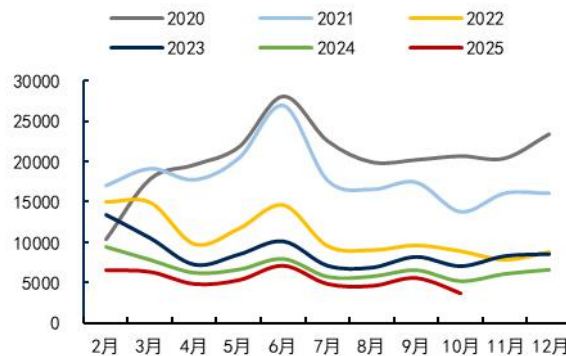
资料来源：财政部、Wind，国信证券经济研究所整理

图36: 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37: 历年房屋单月新开工面积（单位：万 m^2 ）



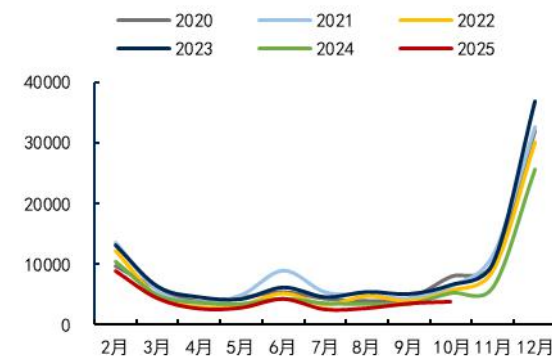
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 历年房屋竣工面积及同比



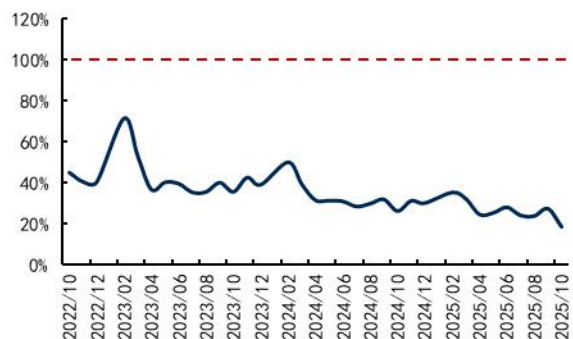
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 历年房屋单月竣工面积（单位：万 m^2 ）



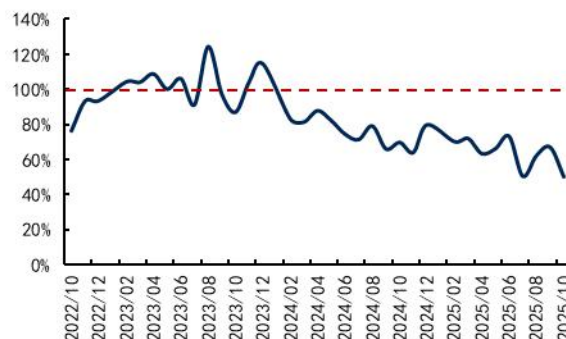
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 房屋新开工面积与 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41: 房屋竣工面积与 2019 年同期相比



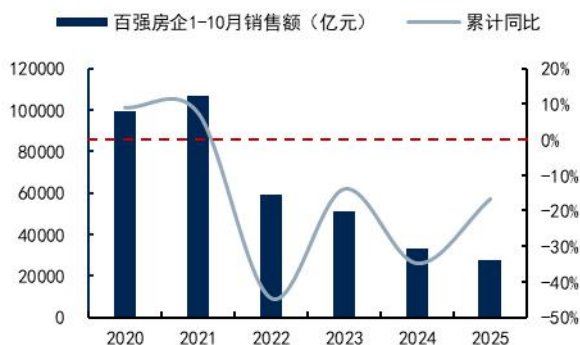
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

百强销售较弱但拿地修复，国央企继续发力

百强销售同比受高基数影响如期回落。百强房企全口径销售额 1-10 月累计同比 -17%，10 月单月同比 -41%，单月销售额相当于 2019 年同期的 26%。目前销售头部 20 家房企仅有 4 家当年累计销售额同比为正，其中，中国金茂 1-10 月累计同比 +24%、10 月单月同比 +3% 表现最为突出。

百强拿地冲高回落。百强房企权益拿地额 1-10 月累计同比 +26%，10 月单月同比 -36%，单月拿地额相当于 2020 年同期的 26%，基本回到“924”之前。目前拿地头部 20 家房企中前 8 强断层领先，中国金茂、保利置业拿地额同比提升最大。

图42: 百强房企历年 1-10 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43: 百强房企历年 1-10 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44: 百强房企历年 10 月销售额及单月同比



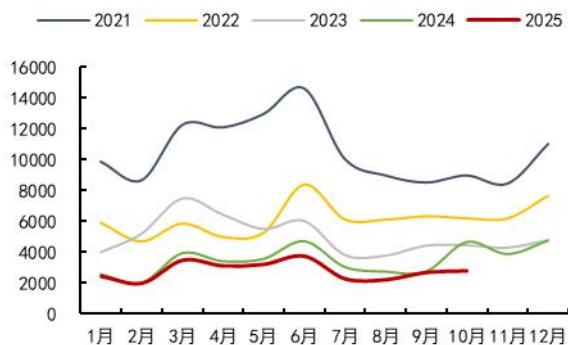
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图45: 百强房企历年 10 月拿地金额及单月同比



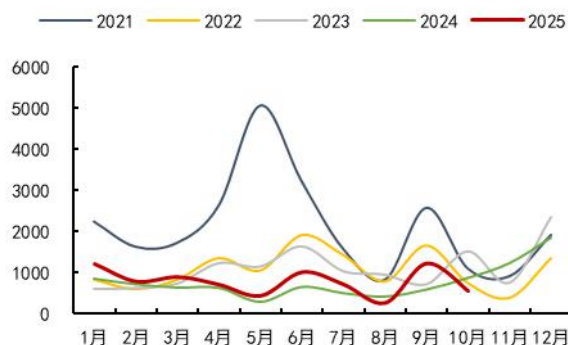
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图46: 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47: 百强房企历年单月拿地金额 (单位: 亿元)



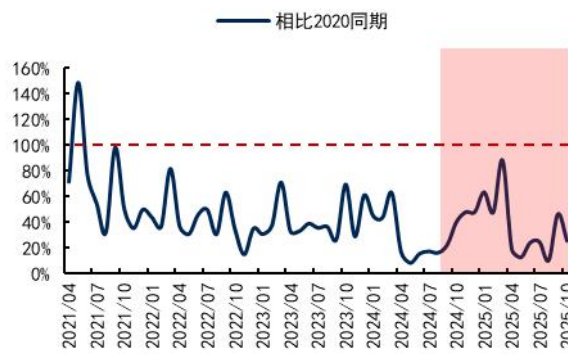
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图48: 百强房企单月销售额相比 2019 同期



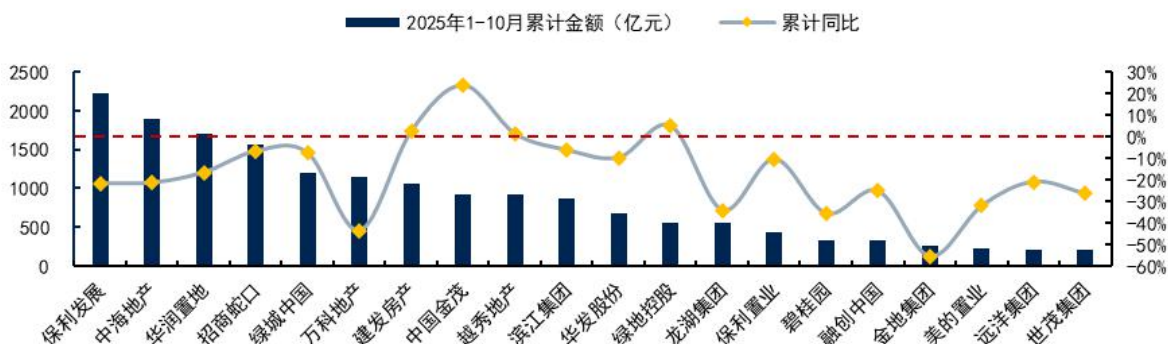
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图49: 百强房企单月拿地额相比 2020 同期



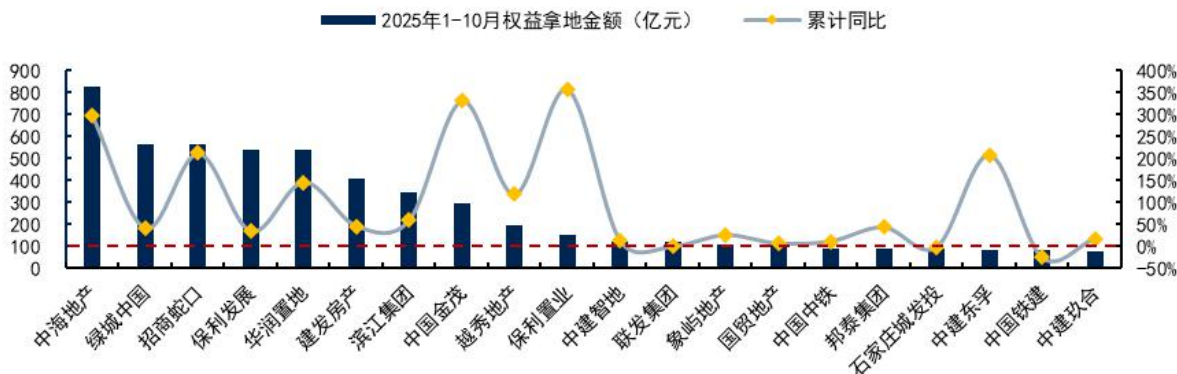
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图50: 头部房企 2025 年 1-10 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51: 头部房企 2025 年 1-10 月权益拿地金额及累计同比

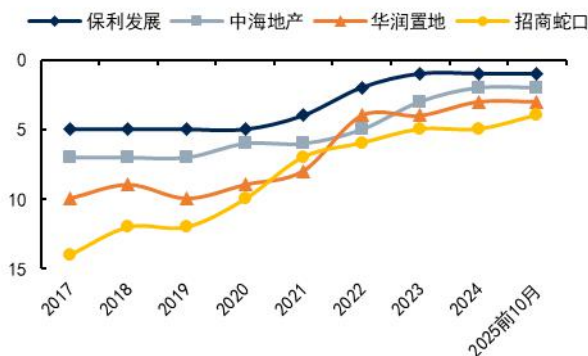


资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

2025 前 10 月，新竞争格局延续。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，新增货值排名分别为第 3、第 1、第 5、第 2，以新增货值/销售额口径计算的新增土储货值补充率分别为 58%、115%、55%、111%。除四大央企以外，销售额前 10 名中的其他 6 名可按股东背景分为两类：

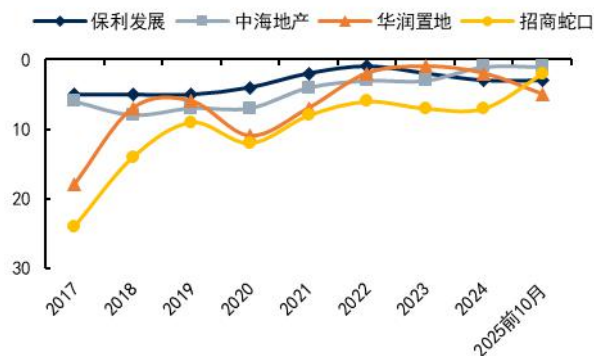
- ◆ 国央企：第 8 名中国金茂是央企，货值补充率为 91%，2024 年扭亏，风险出清充分，产品力突出，且积极拿地。第 7 名建发股份、第 9 名越秀地产都是地方国企，货值补充率分别为 77%、90%，仍然保持较高的投资强度。
- ◆ 民企及混合制：第 5 名绿城中国、第 10 名滨江集团均深耕杭州，产品力较强，货值补充率分别为 100%和 67%，稳扎稳打。而第 6 名万科货值补充率仅为 12%，近年拿地明显减弱。

图52: 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53: 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54: 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55: 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56: 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57: No. 4 招商蛇口历年销售额及货值补充率



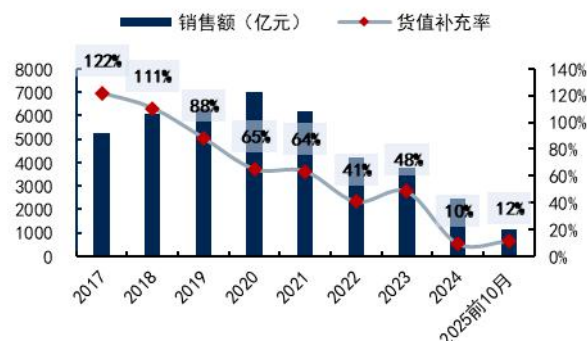
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图58: 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59: 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60: 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61: No. 8 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62: No. 9 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63: No. 10 滨江集团历年销售额及货值补充率



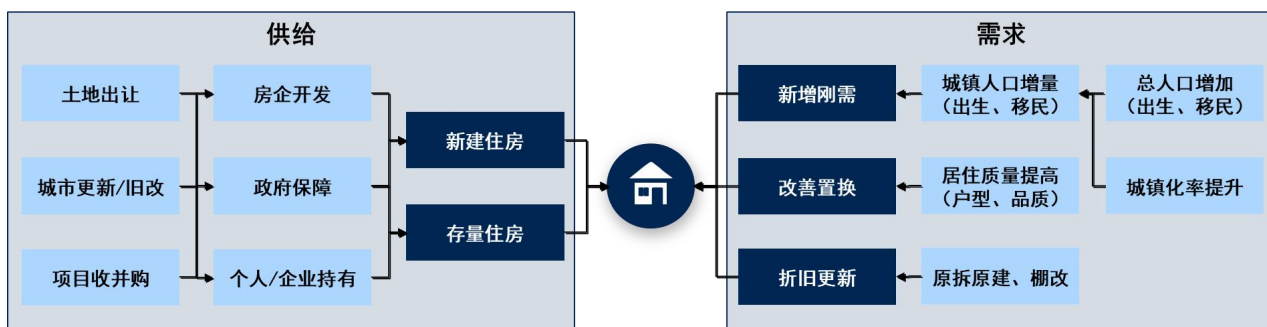
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

关注非热门城市的新房供需新格局

非热门城市人口流出，新房市场迎来需求转变

从供需两端分析影响楼市量价的主要因素。供应端分新建和存量两类，新建住房供给受制于土地供应量约束，存量住房挂牌规模弹性较大。需求端，除纯投资的购房需求以外，自住客群的购房需求主要分三类：（1）新进城人口的居住刚需，通常目标为低总价、小面积段的房源；（2）存量城镇人口的主动改善置换，要么是为了增加居住面积，要么是为了提升居住品质；（3）存量住房被动拆除人口的居住需求，一方面为了解决老旧小区的安全隐患，一方面为了城市发展腾挪空间。

图64：住房市场供需框架

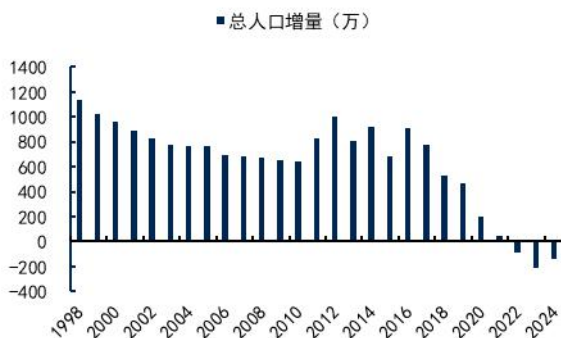


资料来源：国信证券经济研究所整理

虽然人口属于楼市长期变量，但不可忽视变动带来的短期冲击。2021 年来，中国总人口增量快速减少，带动城镇人口增量明显下行。且人口结构性分化，高能级城市人口流入，而三四线及以下城市人口流出。2024 年末，一线、二线、三四线城市的常住人口占比分别为 6%、21%、73%，较 2010 年分别变动+1、+4、-5pct。

分别对比 2019-2024 年与 2010-2019 年各能级城市的人口数变化，2019-2024 年二线城市常住人口增量更明显，而一线城市虽然 2019-2024 年常住人口增量较 2010-2019 年显著下滑，但仍持续将常住人口转化为户籍人口，尤其上海在疫情后定向放松了有能力和意愿购房定居人群（留学生、人才引进、居转户）的落户条件，持续补充楼市有效购买力。

图65: 中国历年总人口增量



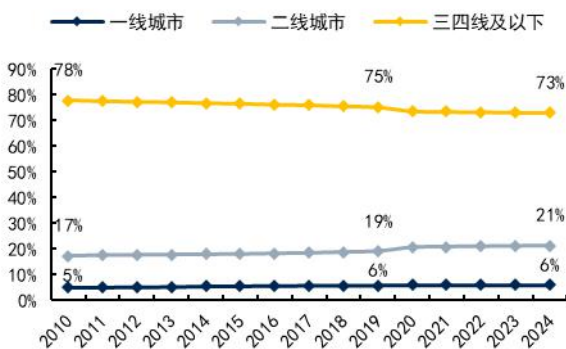
资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图66: 中国历年城镇人口增量



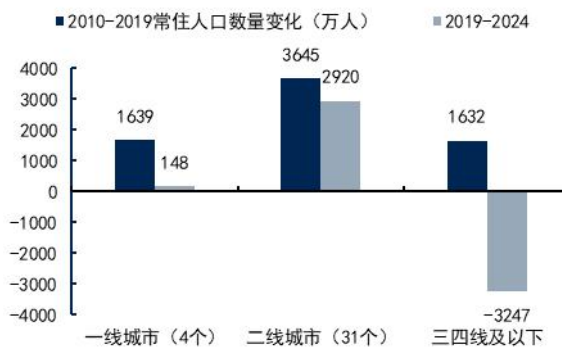
资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图67: 历年中国各城市能级常住人口占比



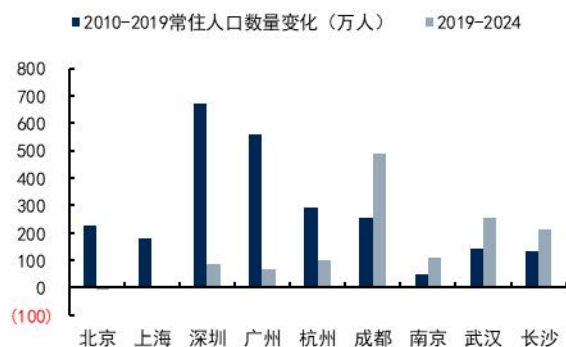
资料来源: 各地统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 各城市能级分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)



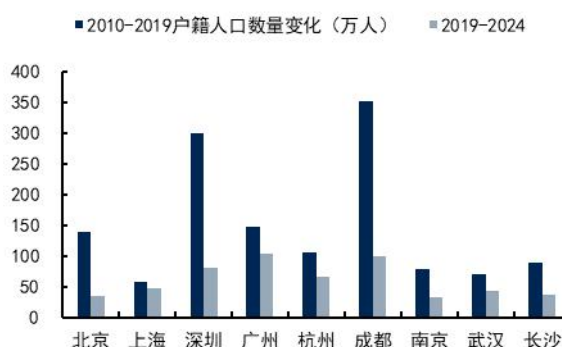
资料来源: 各地统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 核心城市分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)



资料来源: 各地统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 核心城市分时间段户籍人口数量变化 (单位: 万人)

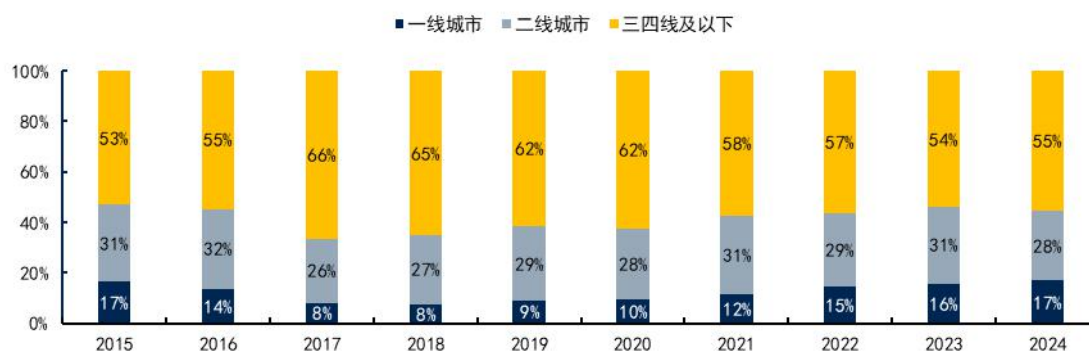


资料来源: 各地统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

复盘 2015 年以来各能级城市的新房销售额在全国市场的占比，三四线城市的份额波动明显。三四线城市新房销售额占比 2015 年为 53%，2017 年快速提升至 66%，一方面，2015 年开始加速的棚改货币化安置刺激了三四线楼市的折旧更新需求，持续上涨的房价带动了居民加杠杆买房的意愿；另一方面，由于 2015 至 2016 年一二线城市房价涨幅过快，热门城市纷纷出台了严格的住房限购限贷政策，导致部分投资需求外溢至三四线，例如兼具未来自住可能性的返乡置业、文旅小镇等。

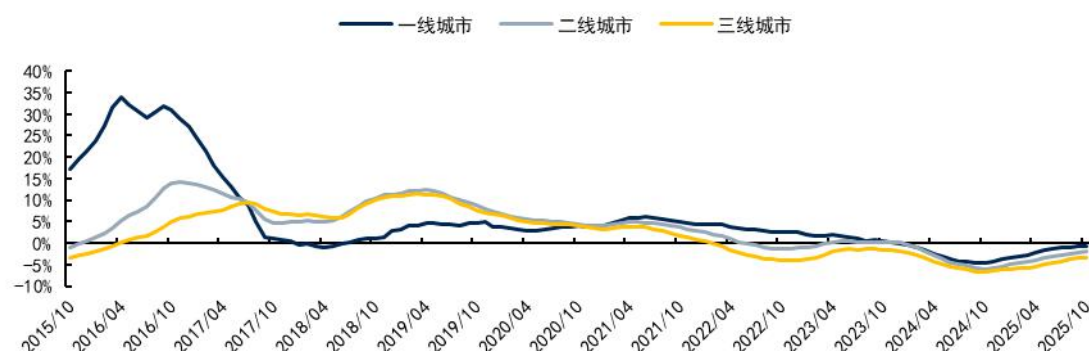
但成也萧何败也萧何，随着 2019 年以来棚改开工量下行、2021 年以来房价陆续下跌、2023 年以来一二线逐渐打开限购，2024 年三四线城市新房销售额占比回落至 55%。居民持有的二手房价下跌幅度明显大于新房，导致非热门城市投资需求基本消失，仅上海、杭州等核心城市部分豪宅仍具有避险属性。剔除投资客后，购房需求基本由前述框架中的三类构成。受人口结构变化影响，一二线城市仍有新流入人口补充刚需购买力，三四线城市则以本地居民的改善置换购房需求为主。

图71：历年全国新建住宅交易额各能级城市占比



资料来源：中指研究院、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图72：70 城分城市能级新建商品住宅销售价格同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图73: 中国城镇储户对未来房价预期



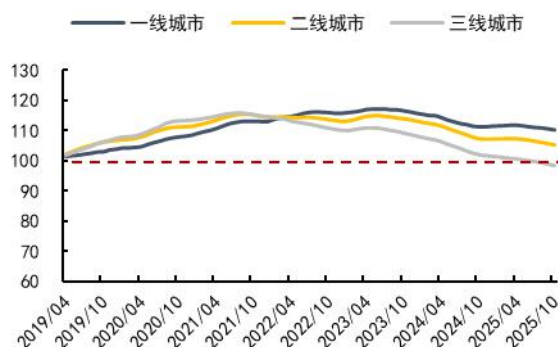
资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图74: 中国居民部门杠杆率



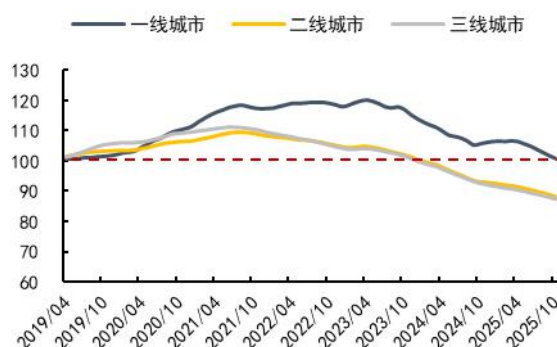
资料来源: 国家资产负债表研究中心, 国信证券经济研究所整理

图75: 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76: 70 城二手住宅分城市能级价格指数

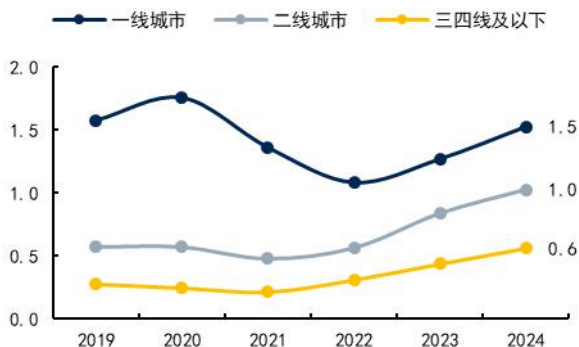


资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

观察二手房交易额/新房交易额, 虽然近年来各能级城市的二手房住宅交易占比均提升, 但一二线城市住宅交易已是存量市场, 而三四线城市仍以新房交易为主。主要因为二手房挂牌飙升, 只能“以价换量”承接价格敏感刚需和面积改善客群, 而新房为求生存打造“好房子”和“第四代住宅”与二手房异质化竞争, 更着眼于居住品质改善客群。2025 上半年, 中国 20 个主要城市新建住宅套均成交面积平均为 122 m^2 , 而二手住宅为 101 m^2 , 二手住宅/新建住宅套均成交面积平均比值为 0.8; 新建住宅套均成交总价平均为 303 万元, 而二手住宅为 244 万元, 二手住宅/新建住宅套均成交总价平均比值为 0.8。二手房套均面积和成交总价均明显低于新房。非热门城市由于人口流出导致的刚需客群流失, 主要影响二手房市场。

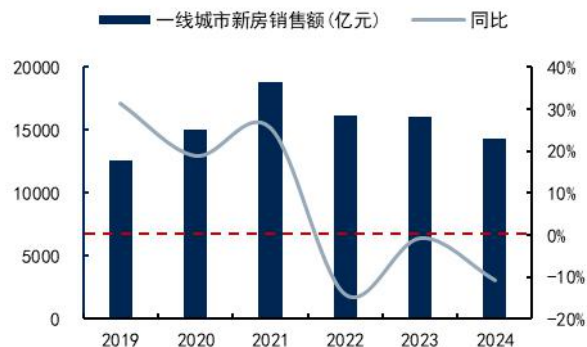
因此, 虽然非热门城市目前新房市场量价尚未企稳, 但由于常住人口规模庞大, 改善类购房需求始终存在。最重要的是, 除一线城市的房价收入比(双职工家庭可支配收入购买 100 m^2 住宅所需年份)仍接近 30 年以外, 非一线城市的房价收入比已经显著回落, 个别城市(武汉、长沙、济南、南昌、长春、贵阳、温州等)已回到 10 年及以内的合理水平。在这样的房价背景下, 考虑到改善需求本身具备“早买早享受”的消费特征, 非热门城市的居住改善购房需求释放已经条件成熟。

图77: 历年各能级城市二手房交易额/新房交易额



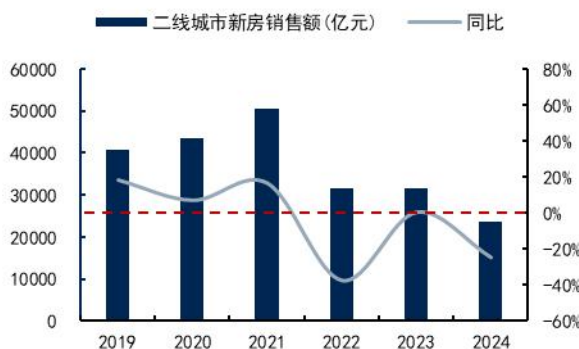
资料来源: 中指研究院、贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

图78: 历年一线城市新建住宅交易额及同比



资料来源: 中指研究院、国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图79: 历年二线城市新建住宅交易额及同比



资料来源: 中指研究院、国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图80: 历年三四线城市新建住宅交易额及同比



资料来源: 中指研究院、国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图81: 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82: 中国历年非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83: 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

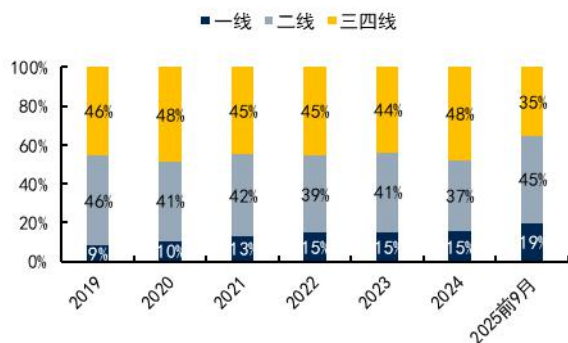
资料来源：中指研究院、Wind，国信证券经济研究所整理

非热门城市土拍冷清，央企优势足但参与度低

由于上文中阐述的种种原因，三四线城市的新房销售规模量价下跌更早幅度更大，也导致土拍市场表现持续惨淡。2025 前 9 月，一线、二线、三四线城市住宅用地成交总价占比分别为 19%、45%、35%，较 2019 年分别变动了+11、0、-10pct，但三四线城市的住宅用地成交建面占比为 71%，与 2019 年占比持平。

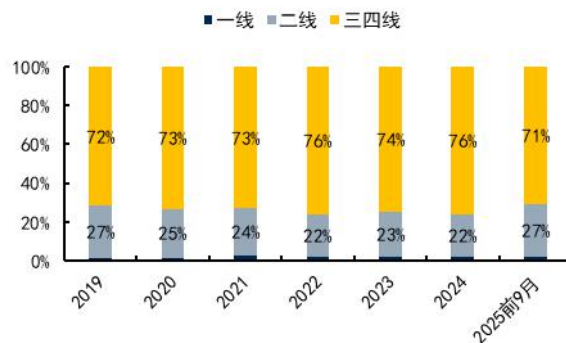
一方面，三四线土拍溢价率极低，虽然 2021 年以前土地市场热度不逊色于一二线，但 2022 年之后明显表现更差，尤其 2024 年 10 月以来，北京、上海、杭州、成都等一二线热门城市的土拍溢价率冲高，涌现出一批新地王，但三四线城市热度并无起色。另一方面，三四线楼面价原本就较低，且涨幅更少。2025 前 9 月，一线、二线、三线城市成交楼面均价分别为 3.9 万元/m²、0.7 万元/m²、0.2 万元/m²，相当于 2019 年水平的 2.6 倍、1.6 倍、1.3 倍。由于地方政府仍依赖土地财政但房企拿地更谨慎，各城市土地供应和成交结构均从以郊区新城为主转变为以核心板块为主，楼面价理应更昂贵。但市场化房企普遍采取核心城市集中化拿地策略，非热门城市即使供应核心城区地块，即使容积率、得房率、配建规模等指标已经放松，热度依然不高，实际成交楼面价明升暗降，留足拿地房企开发利润空间。

图84: 各城市能级住宅用地历年成交总价占比



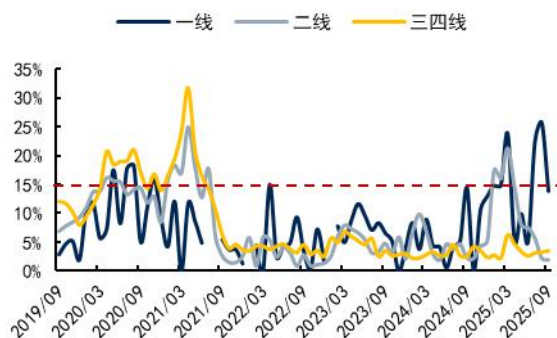
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图85: 各城市能级住宅用地历年成交建面占比



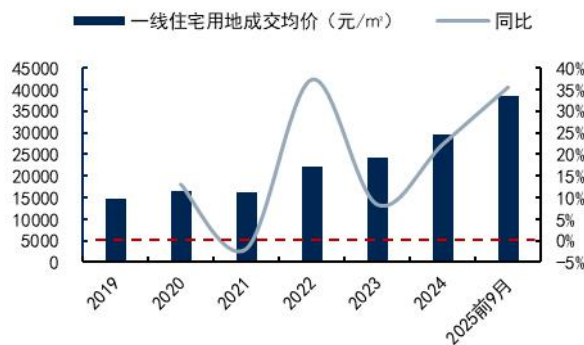
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图86: 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

图87: 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88: 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

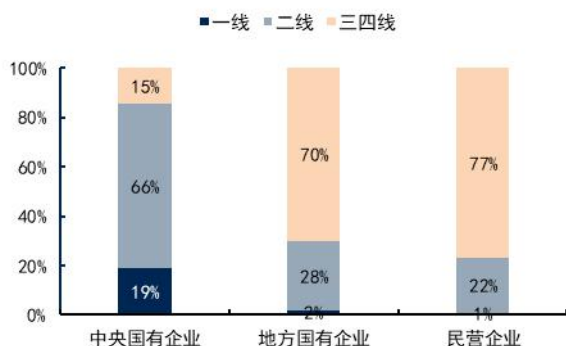
图89: 三四线城市住宅用地历年成交楼面均价及同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

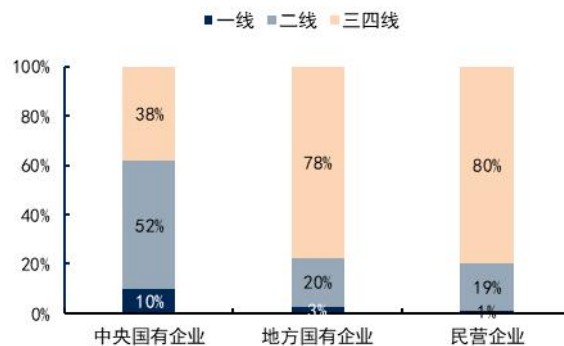
从各类型房企的布局策略来看，国央企的拿地资金明显向一二线核心城市集中。尤其央企 2025 年前 9 月拿地宗数中三四线占比仅为 15%，较 2021 年下降 23pct。2025 年前 9 月，一线城市央企拿地占比 36%，较 2021 年提升 15pct，地方国企占 43%，而民企占比下降 11pct 至 17%；二线城市央企拿地占比 11%，地方国企拿地占比 46%，较 2021 年提升 9pct，而民企占比下降 10pct 至 39%；三四线拿地房企仍以地方国企（占比 42%）和民企（占比 55%）为主，较 2021 年变化不大。

图90：各企业类型拿地宗数分城市能级占比，2025 前 9 月



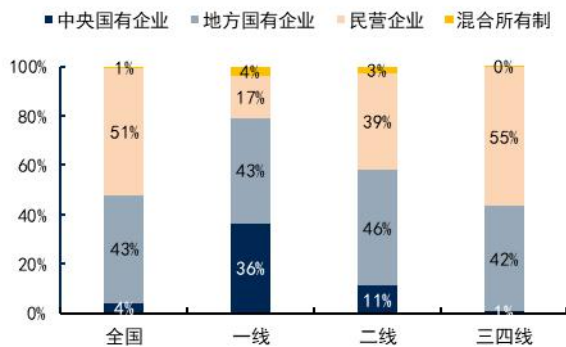
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图91：各企业类型拿地宗数分城市能级占比，2021 全年



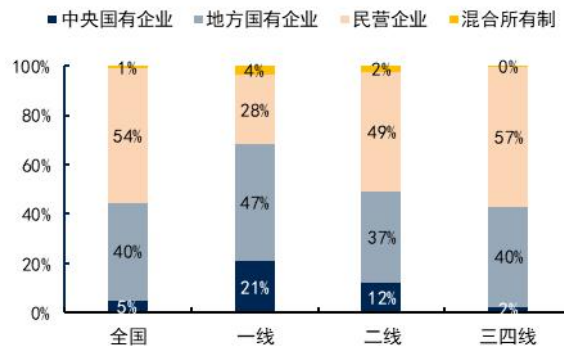
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图92：各城市能级拿地宗数分企业类型占比，2025 前 9 月



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图93：各城市能级拿地宗数分企业类型占比，2021 全年

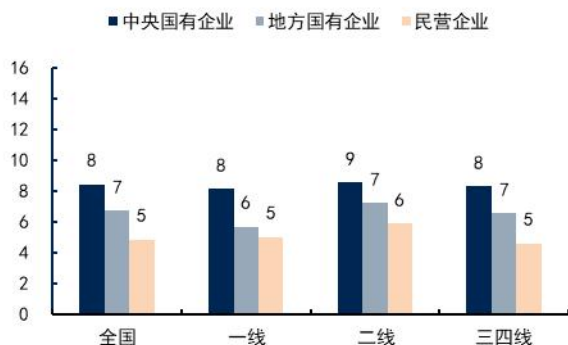


资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

从拿地宗均建面角度，房企普遍更偏爱小地块。2025 前 9 月，央企、地方国企和民企拿地宗均建面分别为 8 万 m^2 、7 万 m^2 、5 万 m^2 ，较 2021 年分别下降了 39%、27%、38%，尤其一线城市，所有类型房企 2021 年拿地宗均建面均高达 12 万 m^2 。房企不愿意再拿大粮仓项目，主要难以确定未来房价走势，小地块可以快速开盘收官，避免楼市突然降温造成去化缓慢、存货贬值、实际兑现利润率不及预期。

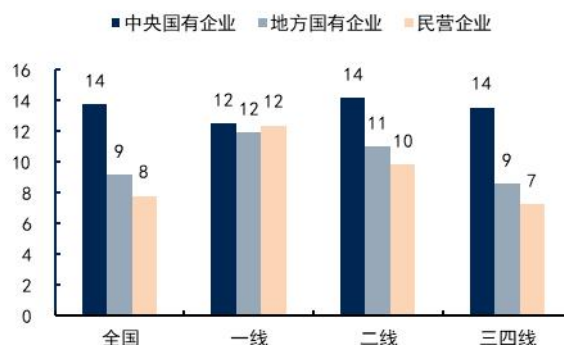
从拿地宗均总价角度，央企由于信用背书佳、融资成本低、可投资资金较充裕，2025 前 9 月拿地宗均总价不降反增，且在各城市能级均碾压地方国企和民企，后者拿地能力较 2021 年明显削弱。尤其一线城市，央企拿地宗均总价高达 37 亿元，较 2021 年增加了 44%，足够央企在三四线城市拿 8 宗地，更是足够民企在三四线城市拿 49 宗地，充分反映出央企聚焦核心城市的投资策略。

图94: 各企业类型拿地宗均建面（万 m^2 ），2025 前 9 月



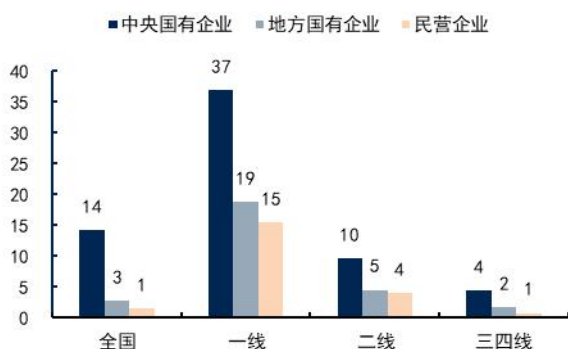
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图95: 各企业类型拿地宗均建面（万 m^2 ），2021 全年



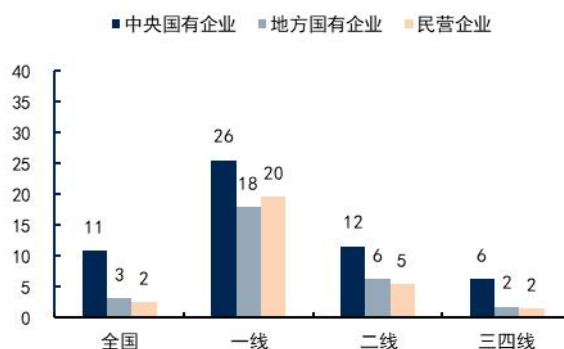
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图96: 各企业类型拿地宗均总价（亿元），2025 前 9 月



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图97: 各企业类型拿地宗均总价（亿元），2021 全年

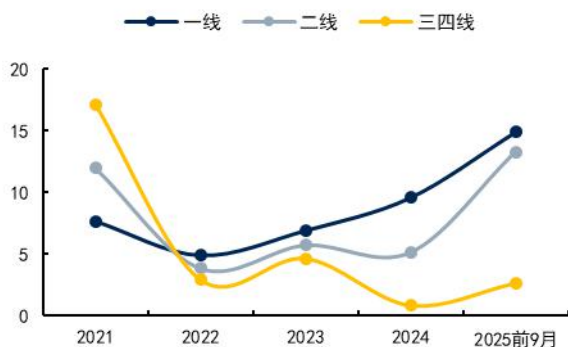


资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

上文中，我们提到一二线和三四线城市土拍热度分化明显，从央企在各城市能级的溢价率和楼面价来看，情况与市场整体一致。央企在三四线的拿地溢价率从2021年到2025年逐渐回落，拿地楼面价始终保持低位。而在竞争激烈的一二线城市核心城市，央企拿地楼面价和溢价率都逐渐走高，影响潜在开发利润率。考虑到2025年7月以来，一二线城市房价明显补跌，而三四线城市房价跌幅平稳，很难乐观预期这些高溢价地块入市后的实际利润兑现情况。

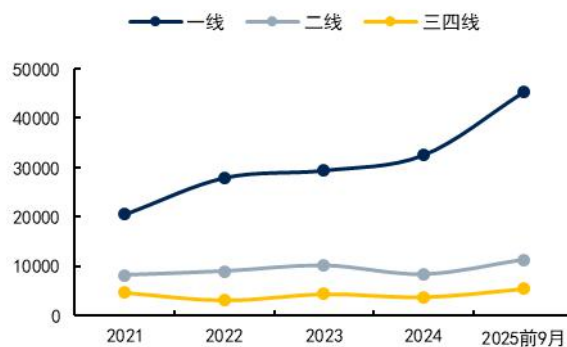
观察各企业类型在三四线的拿地溢价率和楼面价，由于土拍市场竞争烈度较低，反而同板块的楼面价成本和规划条件较2022年前均有明显改善，而“好房子”和第四代住宅概念的普遍应用也使得改善类新房相对于二手房的品质优势更明显，实现异质化竞争。而央企相对于地方国企和民企的资金优势和议价能力在三四线的楼面价上仍有体现，央企能够获取三四线城市最核心的地块开发终极改善产品，有更高的可能性兑现利润率。

图98: 中央国有企业在各能级城市拿地溢价率 (%)



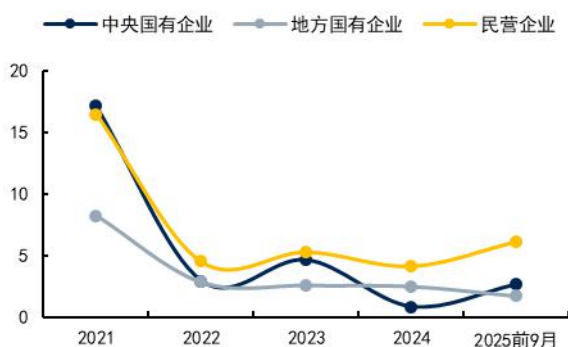
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图99: 中央国有企业在各能级城市拿地楼面价 (元/㎡)



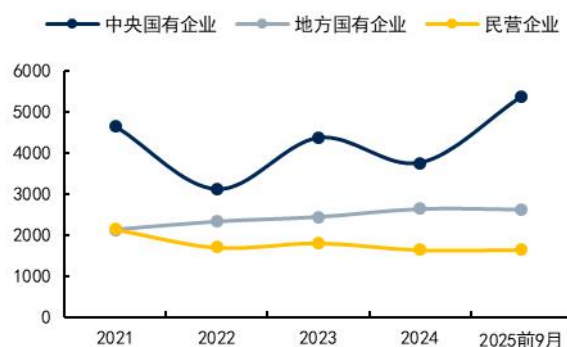
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图100: 各企业类型在三四线拿地溢价率 (%)



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图101: 各企业类型在三四线拿地楼面价 (元/㎡)



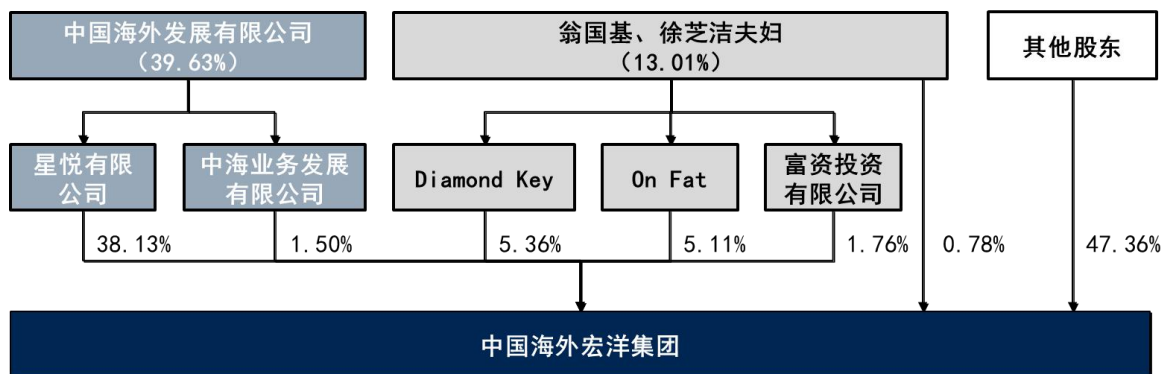
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

关注深耕下沉市场的央企中国海外宏洋集团

中国海外宏洋集团归属于央企中国建筑集团, 实控人为国资委, 股权结构稳定, 近十年来, 第一大股东始终是中国海外发展, 持股 39.63%。公司高管基本是已加入集团二三十年的老将, 有助于保持战略定力并推动经营策略的有效执行。

中国海外宏洋集团和中国海外发展是合联营公司, 共享“中海地产”品牌, 但在城市布局上完全错位竞争, 中国海外发展侧重于布局一二线热门城市, 而公司更下沉, 主要深耕二三四线的非热门城市。正如上文所述, 由于大部分龙头国央企聚焦一二线热门城市, 公司在已布局城市遇到的市场竞争烈度较小。

图102: 公司股权架构 (截至 2025 年 6 月 30 日)



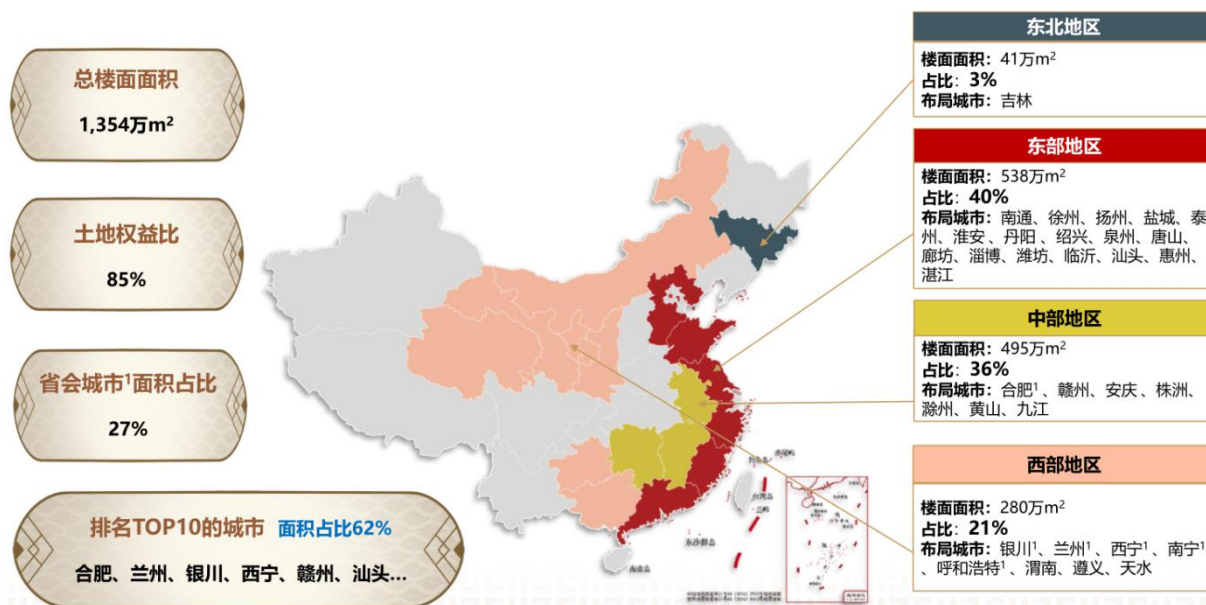
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要董事及高管 (截至 2025 年 6 月 30 日)

姓名	职位	年龄	加入集团时间	简介
庄勇	董事会主席, 执行董事	48 岁	2000 年	于 2000 年加入中国海外发展及旗下附属公司, 自 2010 年起, 历任地区公司总经理、区域公司总经理、中国海外发展助理总裁、副总裁等职务。
杨林	执行董事, 行政总裁	51 岁	1995 年	于 1995 年加入中国海外集团旗下附属公司, 1998 年加入中国海外发展, 历任营销策划中心副总经理、总经理及西安地区公司总经理等职务。2015 年加入本集团, 历任助理总裁及副总裁职务。
周汉成	执行董事, 副总裁, 首席合规官	55 岁	1992 年	于 1992 年加入中国建筑国际集团有限公司, 后任中国建筑国际执行董事及财务总监职务。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图103: 公司布局城市一览 (截至 2025 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

虽然公司布局城市并非一二线核心，但也基本是中西部省会或者东部沿海城市，不管是省内虹吸还是内生改善，均能持续产生住房需求，具备坚实的市场空间。公司更专注改善市场，销售均价和套均面积高于低能级市场整体水平，凭借运营实力、品牌美誉和经营优势，仍能有良好的销售表现，2025H1 在 19 个城市的销售额位列当地 Top3，占已布局 33 个城市的 58%。

以中海宏洋布局的 6 个城市银川、合肥、南通、徐州、扬州、呼和浩特为例，包括了 3 个二线省会城市和 3 个三四线长三角城市，公司在这些城市的销售均价、套均总价和套均面积均显著高于全市整体。

图104: 公司历年销售金额排名 Top3 城市数量



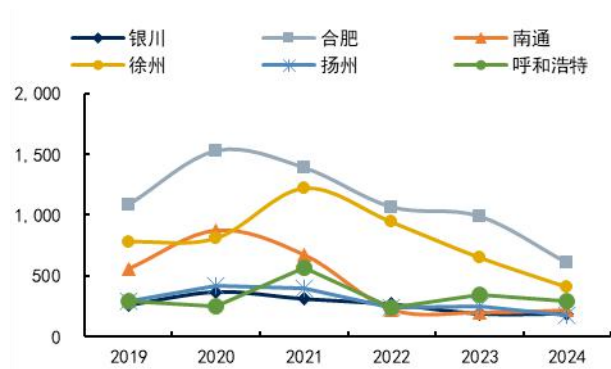
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图105: 公司历年套均交付面积及同比



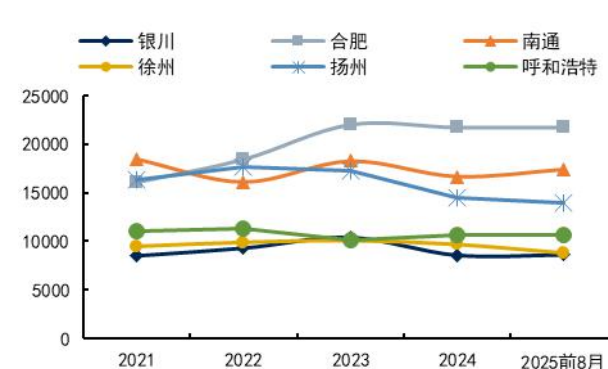
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图106: 典型六城历年新房销售规模 (单位: 亿元)



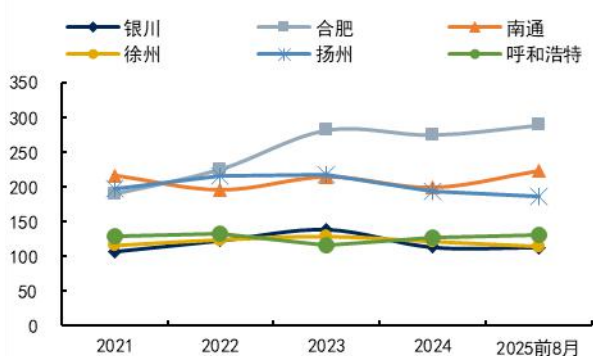
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图107: 典型六城历年新房销售均价 (单位: 元/m²)



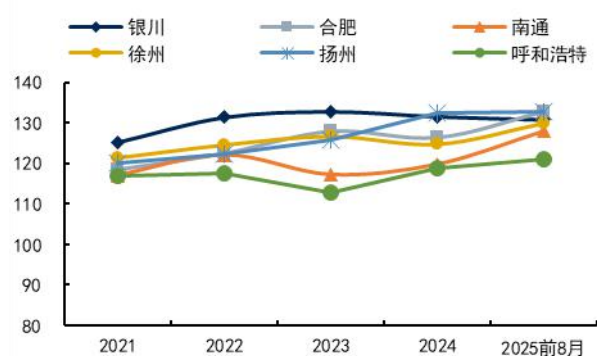
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图108: 典型六城历年新房销售套均总价 (单位: 万元)



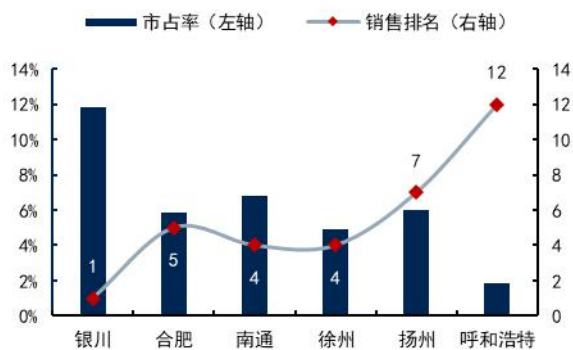
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图109: 典型六城历年新房销售套均面积 (单位: m^2)



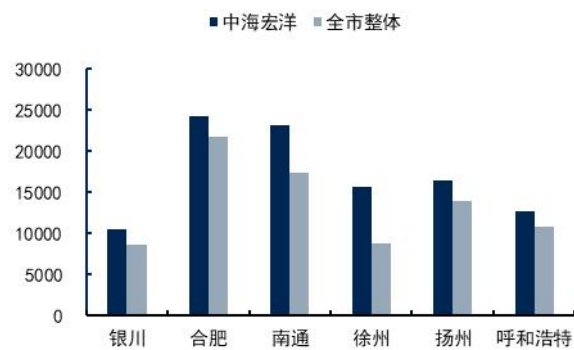
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图110: 公司在典型六城市占率和销售排名, 2025 前 8 月



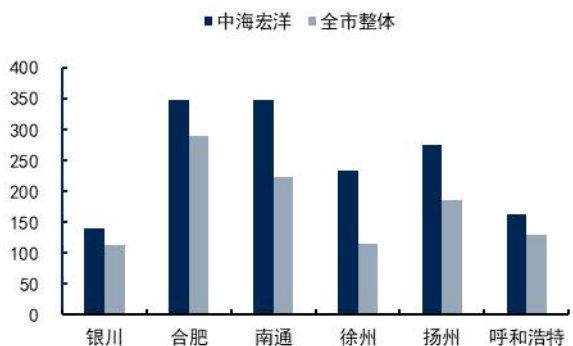
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图111: 公司在典型六城销售均价 (元/ m^2), 2025 前 8 月



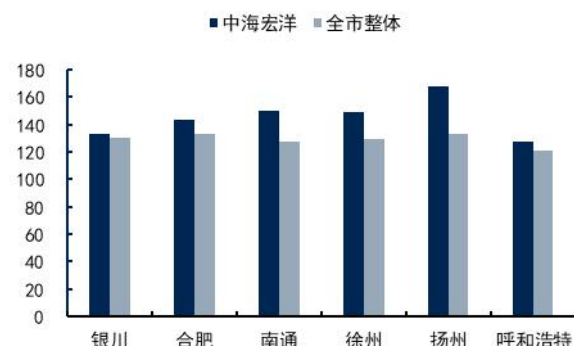
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图112: 公司在典型六城套均总价 (万元), 2025 前 8 月



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图113: 公司在典型六城新房套均面积 (m^2), 2025 前 8 月

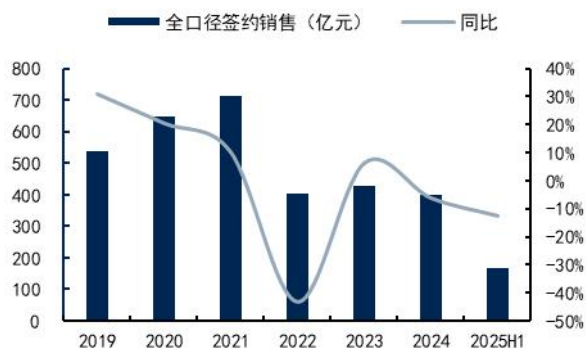


资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

公司 2022 年以来销售同比下滑但规模相对平稳，且 2025 年拿地较积极。2025H1，公司实现签约销售 166 亿元，同比-13%；其中合联营销售额 10 亿元，占比 6%，持续下降；销售面积 147 万 m^2 ，同比-11%。2025H1，公司新增土储建面 133 万 m^2 ，超过 2024 年全年；拿地总价为 62 亿元，以拿地金额/销售额计算的投资强度为 37%；新增货值 166 亿元，相对上半年销售额计算货值补充率为 100%，公司以当期销售均价/新增土储楼面价计算的房地比始终保持在 2.4 左右，留足利润空间。截至 2025H1 末，公司总土储建面为 1354 万 m^2 ，同比-15%。2022 年至 2025H1，公司新拿地的项目总货值 774 亿元，根据项目已取预售证货值计算的平均去化率为 75%，预期实现毛利率为 19%，预期实现 IRR 为 84%。

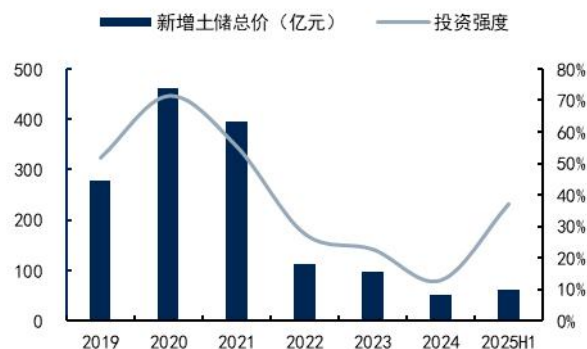
2025 年 1-11 月，公司实现签约销售额 296 亿元，同比-17%；销售面积 267 万 m^2 ，同比-14%；累计新增土储建面 209 万 m^2 ，总地价 88 亿元，新增土储货值 245 亿元，货值补充率 83%，以货值/地价计算的房地比为 2.8，销售拿地正循环趋势保持。

图114: 公司历年全口径销售金额及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图115: 公司历年拿地金额及投资强度



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图116: 公司历年房地比（=当期销售均价/新增土储楼面价）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图117: 公司总土储建面对销售面积的覆盖率

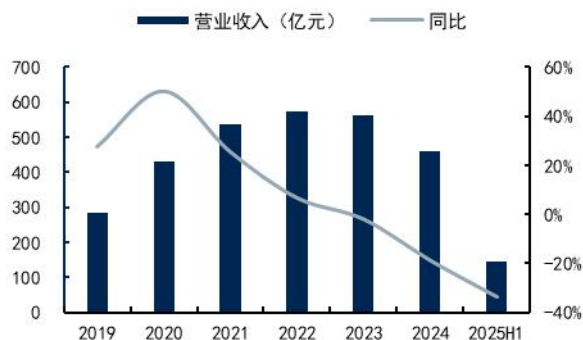


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

虽然短期业绩仍然承压，但中长期盈利趋势良好。2025H1，公司实现营业收入 145 亿元，其中房地产开发业务收入占比 98%；营收同比-33%，主要因为 2022 年以来房地产市场下行、公司签约销售额下降对结算规模的影响持续体现，合同负债余额 281 亿元，同比-18%。2025H1，公司实现经营利润 6.2 亿元，同比-53%；归母净利润 2.8 亿元，同比-68%；归母净利率为 2.0%，同比下降 2.1pct。一方面因为

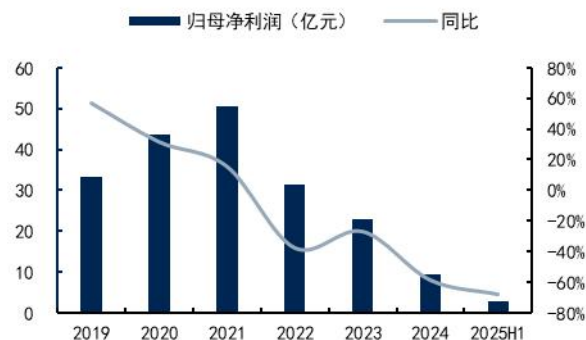
毛利率同比下降 0.4pct 至 9.3%，销售费率同比增加 1.2pct 至 3.9%，2025 前三季度，公司实现营业收入 212 亿元，同比-21%；经营利润 7.7 亿元，同比-47%，尚未摆脱疲软。主要因为 2021 年及以前获取项目毛利低、难去化，但 2022 年至 2025H1 新拿地项目毛利更高（预期实现 19%）、去化更好，随着这些项目在结算规模中的占比逐步提升，公司业绩有望企稳回升。

图 118: 公司历年营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 119: 公司历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 120: 公司历年归母净利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 121: 公司历年毛利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

2021 年以来，三四线楼市率先下行，而一二线楼市在人口集聚和政策边际放松的支撑下表现相对坚挺，因此头部房企纷纷收缩布局至确定性更强的核心城市，但也带来了土拍竞争加剧的问题。随着 2025 年 7 月以来三四线房价跌幅平稳，而一二线房价开启补跌，核心城市开发利润率兑现度恐难达预期。站在当前视角，非热门城市庞大常住人口体量支撑的改善客群需求不应该被忽视，房价收入比指标也回归至合理水平，楼市或将率先企稳。关注深耕下沉市场的中国海外宏洋集团，兼具资金优势、央企背书和产品力，能够获取当地核心地块开发改善产品，实现较理想的开发速度和去化率。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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