

# 房地产

## ~70%概率二季度板块受提振，建议增配优质标的

销售数据显示一二手房1-2月表现稳定，3月势头初显，且前置指标持续向好，显示3月小阳春可期。“2季度销售回落幅度”和“是否有政策出台”是关注重点，我们通过对二者的情景分析及概率测算发现2季度地产板块受到积极影响的概率远超受到消极影响的概率，基于保守和中性假设，该概率分别高达67%和77%（图9）。我们建议投资者择机增配板块内优质标的。

■ **前置指标显示“小阳春”确定性高。**截至3月5日，30城新房年内成交面积同比增1%，16城二手房年内成交面积同比增39%，1-2月表现超预期，3月势头初显。一二手房前置指标持续向好：1) 新房认购指数自春节后持续攀升，正逐步趋近24年10月水平，考虑认购数据传导到网签成交需10-30天，可推断3月新房成交将在2月基础上进一步走高。2) 二手方带看数据持续冲高，贝壳区域数据显示3月2日单日带看指数较24年10月高点高出12%，3月成交有望持续走高。综上我们认为三月小阳春可期。

■ **为何对2季度销售乐观？**相较三月小阳春，市场更加担忧2季度销售回落幅度，我们对此持更乐观的态度，由于1) 政策端：基于2H24监管对市场波动的密切关注及积极干预，我们认为其主动管理市场预期决心已示；两会中关于出台政策的表述也给予进一步印证；因此我们相信监管对小阳春后销售回落的重视程度较往年更高，意味着销售下滑超预期后出台积极政策的可能性显著提升，这将一定程度维护购房者信心并维持正常购房需求不被过度抑制；2) 情绪端：春节以来大中华市场受科技提振表现亮眼，虽积极情绪使居民改善收入预期尚需时日，但相较于去年同期，居民对经济的信心存在边际性改善，这将影响部分居民的购房决策；3) 融资端：随着万科事件的处置有所进展，购房者对政府采取救助举措的期待更强，对国企央企债务违约担忧有一定程度减弱。

■ **地产板块二季度受到提振的概率高达~70%。**我们基于“小阳春后销售回落幅度”和“积极政策出台与否”的不同状况对板块做了情景分析和概率测算，在保守假设基础上，2季度板块受到积极影响的几率高达67%，中性假设基础上该几率高达77%（图9）。重要因素包含1) 上述政策端因素；2) 销售端如果回落幅度小于预期则其维持修复态势的时间将迎来半年之久（自24年10月以来），对购房者和资本市场信心均有提振，有望使板块估值出现阶梯式修复。

■ **投资建议：**基于以上分析，我们认为板块在上半年跑赢大市可能性显著提高，同时通过对板块过往表现的分析发现：重点公司在三支箭、517、924等政策窗口的回调幅度均未超过拉升幅度，代表板块估值的底部在不断抬升（图11），建议投资者择机增配板块内优质标的。选股方面我们建议：1) 关注存量市场受益者：贝壳（BEKE US）作为绝对龙头将长期受益于二手房市场，其新业务装修租赁等也将同步收益；2) 关注开发+零售，经济复苏率先收益，如华润置地（1109 HK）、龙湖集团（960 HK）等；3) 关注拿地强度+产品溢价能力双优房企（图12）；4) 以及旗下物管如滨江服务（3316 HK）、绿城服务（2869 HK）、华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、金茂服务（3316 HK）等；5) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：国企开发商违约、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

优于大市  
(维持)

中国房地产行业

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

相关报告：

1. [2025展望：脱虚向实，迈向健康发展](#)
2. [Property - Policy speculation + favourable data release = stock uptrend with volatility; Suggest buying the dip](#)
3. [Property - MOHURD meeting below expectation; expect a volatile uptrend for the sector in 4Q](#)
4. [Easing policies may boost trading sentiment in short term](#)
5. [Weekly highlight: Sales decline may widen in Sep](#)
6. [Binjiang Service \(3316 HK\) - Solid 1H24 with balanced sources of growth, maintain BUY](#)
7. [New Hope Services \(3658 HK\) - Robust expansion pace + anti-cyclical VAS; Maintain BUY](#)
8. [Jinmao Property Services \(816 HK\) - Improved independence with a recovered central SOE as parentco; Upgrade to BUY](#)
9. [Greentown Management \(9979 HK\) - Weakening demand + intensifying competition, what is next?](#)
10. [Greentown Service \(2869 HK\) - Solid 1H24 against industry headwinds](#)

重要图表

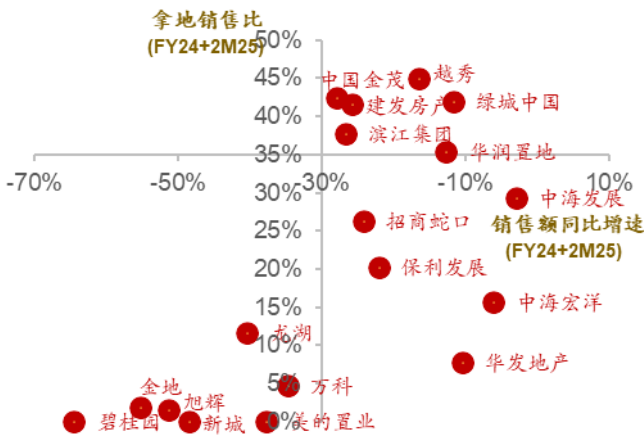
图 1: 二季度销售表现及政策支持对板块影响概率分析

销售		政策		对板块影响		概率	
“小阳春”后 销售 回落幅度	新房 销售额 同比降幅	情景	概率* (B)	原因	概率 (C) =A x B	影响	=AxBxC
情景一 销售回落幅 度较大 >20%	1/3	出台积极政策(x)	50-80%	基于2H24监管对市场波动的密切关注及积极管理，我们认为监管管理市场预期决心已示，两会中关于政策实施的表述给予进一步印证，我们认为监管对销售季节性回落重视程度较高，在此情景下出台政策可能性较大。保守假设概率50%，乐观假设概率80%	17-27%	销售遇冷+政策支持，影响积极，或短期提振板块表现	积极影响概率 67-77%
		无政策干预	20-50%	同上	7-17%	销售遇冷+无政策支持，影响消极	
情景二 销售回落幅 度中等 10%-20%	1/3	出台积极政策	50%	10-20%同比回落幅度虽低于市场预期，但难以明确其该幅度是否触及监管认定的政策出台临界点。故是否出台积极政策可能	17%	销售走弱+政策支持，影响积极，可能短期提振板块	消极影响概 率 23-33%
		无政策干预	50%	同上	17%	销售走弱+无政策支持，影响消极	
情景三 销售回落幅 度较小 <10%	1/3	出台积极政策	20-50%	同上	7-17%	此情景下无论是否有政策出台，市场信心都将得到提振，由于届时销售维持热度的时间将迎来半年之久（自24年10月以来），可持续性大超预期，我们认为这将显著提振市场信心，板块估值有望迎来阶梯式修复	积极影响概率 67-77%
		无政策干预(x)	50-80%	销售表现较好情景下出台积极政策可能性较小，但不排除监管从预防信心下跌角度出手，比如担心2H高基数影响提前布局等。故对无政策干预的保守假设概率50%，乐观假设概率80%	17-27%		

资料来源：招银国际环球市场预测

注释：\*代表预测，(x)代表关键因素

图 2: 近 14 个月拿地强度及销售流速 (2024+2M25)



资料来源：公司资料，克而瑞，招银国际环球市场

图 3: 新房认购指数



资料来源：万得，招银国际环球市场

## 销售：1-2月表现强于预期，3月势头初显

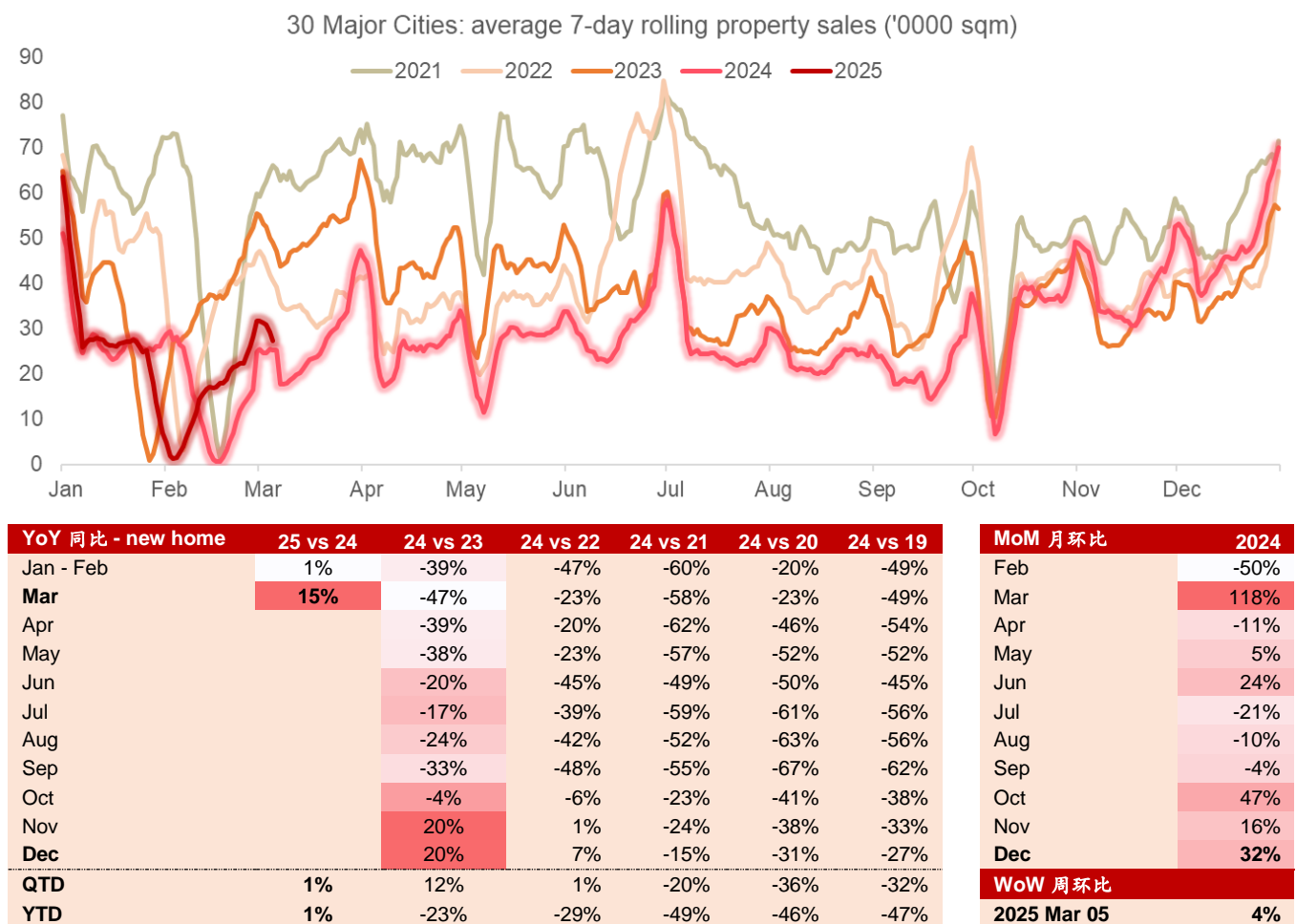
### 新房 30 城网签

截至3月5日，30城新房成交面积较上周环比增长4%，年内成交同比增1%，较4Q24的+12%有所回落，但远好于我们预估全年-10%的降幅（图10）。3月前4天成交面积同比+11%，向好势头初显。分城市来看，年内日均成交面积增长表现较好的有深圳、广州，分别同比增79%、20%，表现较弱的有北京、杭州，分别同比降-33%、-22%。

### 二手房 16 城网签

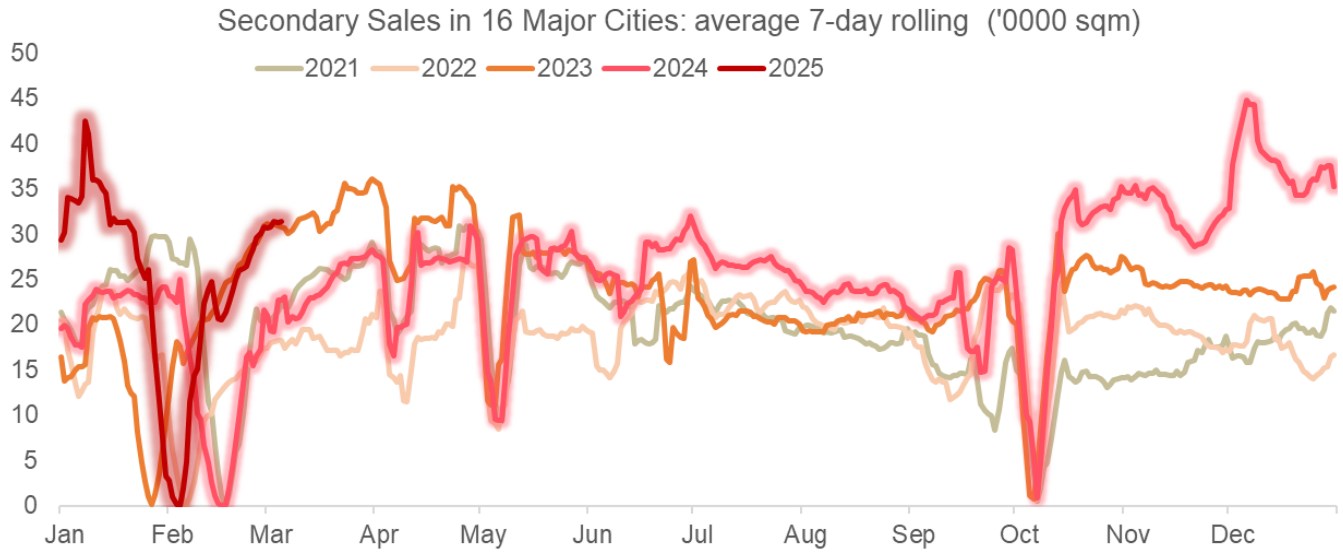
截至3月4日，16城二手房成交面积较上周环比增10%，年内成交同比增39%，延续了4Q24+37%涨势；3月前4天同比+59%，涨势继续增强；分城市来看，年内日均成交面积增幅表现较好的有深圳、杭州，分别同比增66%、55%；表现较弱的有佛山、青岛，同比变化分别为-4%、+3%。

图4：新房30城年内成交面积同比增1%



资料来源：万得，招银国际环球市场（截至2025年3月5日）

图 5: 二手房 16 城年内成交面积同比增 39%



YoY 同比 - Second hand	25 vs 24	24 vs 23	24 vs 22	24 vs 21	24 vs 20	24 vs 19	MoM 月环比	2024
Jan - Feb	37%	-3%	26%	-11%	67%	12%	Feb	-52%
Mar	64%	-31%	24%	-10%	53%	0%	Mar	114%
Apr		-8%	36%	-3%	20%	-7%	Apr	8%
May		-5%	43%	12%	9%	-8%	May	-3%
Jun		10%	17%	18%	-4%	7%	Jun	6%
Jul		37%	26%	29%	-2%	6%	Jul	8%
Aug		9%	11%	25%	-7%	-3%	Aug	-14%
Sep		4%	18%	50%	-13%	-2%	Sep	-7%
Oct		21%	60%	147%	50%	44%	Oct	23%
Nov		27%	61%	93%	39%	48%	Nov	30%
Dec		64%	118%	94%	48%	50%	Dec	24%
QTD	39%	37%	80%	106%	45%	47%	WoW 周环比	
YTD	39%	8%	38%	28%	21%	12%	2025 Mar 05	6%

资料来源: 万得, 招银国际环球市场 (截至 2025 年 3 月 5 日)

图 6: 30 城新房/16 城二手房日均成交

新房日均成交面积 (万方)	2024 YTD	2025 YTD	同比	二手房日均成交面积 (万方)	2024 YTD	2025 YTD	同比
30 城	20.23	20.53	1%	16 城	17.78	24.77	39%
30 城一二线	16.01	15.57	-3%	深圳	1.00	1.67	66%
30 城三线	4.22	4.96	18%	杭州	0.83	1.30	57%
深圳	0.61	1.10	81%	上海	3.41	5.14	51%
广州	1.54	1.86	21%	北京	3.04	4.09	35%
上海	2.66	2.97	12%	成都	5.00	6.55	31%
成都	4.67	4.87	4%	东莞	0.69	0.86	24%
苏州	1.07	0.88	-17%	苏州	1.85	1.98	7%
杭州	1.38	1.09	-21%	青岛	1.31	1.36	4%
北京	2.78	1.89	-32%	佛山	1.82	1.77	-3%

资料来源: 万得, 招银国际环球市场 (截至 2025 年 3 月 5 日)

## 前置指标表明三月销售“小阳春”确定性较高

### 新房：认购数据显示3月新房成交有望表现亮眼

截至3月5日，我们跟踪的前置指标—新房认购指数显示（图7），自春节后低点以来指数持续上行，目前已攀升至91，正逐步趋近2024年10月国庆黄金周后100的水平。考虑到认购数据传导到网签成交数据通常存在10至30天左右的滞后，由此可以推断3月新房成交数据将在2025年2月的基础上进一步走高。金三银四通常为开发商集中推盘时段，购房者选择增多的同时密集推出的促销活动也将为销售提供一定支撑

图7：新房认购指数



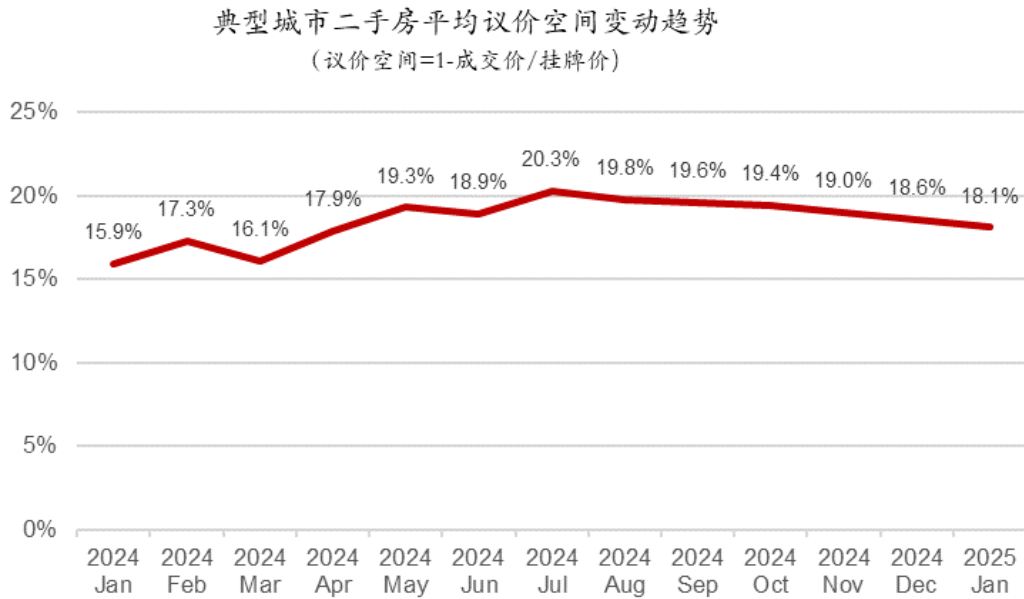
资料来源：万得，招银国际环球市场

### 二手房：带看量持续攀升，预示3-4月成交热度有望延续

带看数据直观展现二手房市场热度依然高涨。依据贝壳某区域带看数据，截至3月2日，单日带看指数在冲高后有所回调，不过仍处于高位，较2024年10月高点高出约12%。

议价空间持续压缩，彰显市场信心稳步修复态势。克尔瑞统计数据表明，2025年1月，典型城市二手房平均议价空间为18.1%，相较于2024年12月降低0.5个百分点。自2024年8月起，该数据已连续6个月收窄，这意味着二手房整体议价空间不断收缩，充分折射出卖方信心正进一步回暖。

图 8: 典型城市二手房平均议价空间



资料来源：克而瑞，招银国际环球市场

## 为何对 2 季度销售前景更为乐观?

在 3 月销售大概率迎来“小阳春”的背景下，市场更加担忧 2 季度销售回落的幅度。我们对 2 季度销售表现持更乐观的态度，主要基于以下几大核心因素：

- 1) 政策端：自 2024 年下半年起，监管层对市场信心波动保持高度关注，每现下挫端倪，均迅速运用政策工具加以调控，充分彰显其稳信心的意图。两会中关于政策实施的表述——“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”，进一步印证了这一点。我们认为，监管层对 4-5 月可能出现的销售季节性回落的重视程度较高，或已提前制定相关预案。这意味着，若销售下滑幅度超出预期，出台积极政策的可能性将显著提升。这将一定程度延续购房者的信心，保持正常购房需求不被过度抑制。
- 2) 情绪端：春节以来，大中华市场受科技板块强劲提振表现亮眼。尽管这种积极情绪传导至居民端，使之对经济信心或对收入预期有实质性提升尚需时日，但相较于去年同期，居民信心有边际性改善，这在一定程度上能够影响部分居民的购房决策。
- 3) 融资端：市场对板块的终极的担忧无疑是国央企梯队的房企债务违约风险。然而，随着万科相关事件的逐步发展与妥善处理，市场对政府会采取救助举措的信心更强。基于此我们认为购房者及资本市场对国央企债务违约的担忧均相应减少。我们相信即使在偿债高峰期市场情绪依然会受个别房企负面消息扰动，但扰动幅度将相较之前违约消息大幅减少。

## 存在~70%概率地产板块 2Q25 将受到提振

如上文所述，“小阳春”之后销售回落的幅度和是否有积极政策出台是板块表现能否受到提振的关键因素，所以我们针对销售表现和政策出台与否的不同情景做了板块受到的影响可能性的分析，得出的结论可概括为：在保守假设基础上，2 季度地产板块受到提振或受到积极影响的概率高达 67%，在我们认为的中性假设基础上该概率将高达 77%。总结来说，地产板块 2 季度受到积极影响的可能性远大于受到负面影响的可能性等。情景分析详情如下：

图 9: 二季度销售表现及政策支持对板块影响概率分析

销售		政策		对板块影响		概率		
“小阳春”后 销售 回落幅度	新房 销售额 同比降幅	概率* (A)	情景	概率* (B)	原因	概率 (C) =A x B	影响	=AxBxC
情景一 销售回落幅 度较大 >20%	1/3	1/3	出台积极政策(x)	50-80%	基于2H24监管对市场波动的密切关注及积极管理，我们认为监管管理市场预期决心已示，两会中关于政策实施的表述给予进一步印证，我们认为监管对销售季节性回落重视程度较高，在此情景下出台政策可能性较大。保守假设概率50%，乐观假设概率80%	17-27%	销售遇冷 + 政策支持，影响积极，或短期提振板块表现	积极影响概率 67-77%
			无政策干预	20-50%	同上	7-17%	销售遇冷 + 无政策支持，影响消极	
情景二 销售回落幅 度中等 10%-20%	1/3	1/3	出台积极政策	50%	10-20%同比回落幅度虽低于市场预期，但难以明确其该幅度是否触及监管认定的政策出台临界点。故是否出台积极政策可能	17%	销售走弱 + 政策支持，影响积极，可能短期提振板块	消极影响概 率 23-33%
			无政策干预	50%	同上	17%	销售走弱 + 无政策支持，影响消极	
情景三 销售回落幅 度较小 <10%	1/3	1/3	出台积极政策	20-50%	同上	7-17%	此情景下无论是否有政策出台，市场信心都将得到提振，由于届时销售维持热度的时间将迎来半年之久（自24年10月以来），可持续性大超预期，我们认为这将显著提振市场信心，板块估值有望迎来阶梯式修复	积极影响概率 67-77%
			无政策干预(x)	50-80%	销售表现较好情景下出台积极政策可能性较小，但不排除监管从预防信心下跌角度出发，比如担心2H高基数影响提前布局等。故对无政策干预的保守假设概率50%，乐观假设概率80%	17-27%		

资料来源：招银国际环球市场预测

注释：\*代表预测，(x)代表关键因素

我们的基础假设：1) 鉴于历年小阳春后市场均会呈现季节性回落态势，我们暂不考虑小阳春后销售不回落或者出现增长的特殊情形；2) 结合当前销售的实际走势以及去年同期的销售基数状况，我们假设一季度销售额较去年同期持平或微增；3) 我们对 2025 年全年销售额（统计局口径）增速的预估为 -10%，以此作为销售增速的基准预期；4) 经深入分析市场数据及销售变化特征，我们认为新房销售额同比降幅超过 20%是销售遇冷的关键判断区间，故将-20%作为销售进入较差区间的临界值。

1) 情景一：“小阳春”后销售回落幅度较大，即销售额单月同比降幅超过 20%（发生概率 1/3）。基于 2H24 监管对市场波动的密切关注及积极管理，我们认为监管部门主动管理市场预期的决心已示，两会中关于出台政策的表述也给予进一步印证（出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效），因此我们认为监管对小阳春后销售季节性回落的重视程度比往年更高，所

以此情景下出台政策概率较高，约 50-80%（保守假设 50%，中性假设 80%），故可以计算出板块受到积极影响的最终概率约 17-27%（ $=1/3 \times 50\% \sim 1/3 \times 80\%$ ），消极影响概率约 7-17%（计算方法同理）

- 2) 情景二：“小阳春”后销售回落幅度中等，即销售额单月同比降幅处于 10-20% 之间（发生概率 1/3）。该幅度超出我们的基准预期（-10%），且我们认为这大概率也超出了市场的一致预期，但难以明确该幅度是否触及监管部门认为的政策出台临界点。故假设监管出台积极政策支持的概率 50%，不出台政策的概率亦为 50%。那么该情景下，监管出台积极政策与否给地产板块带来的积极或消极影响均为 17%（ $=1/3 \times 50\%$ ）
- 3) 情景三：“小阳春”后销售回落幅度较小，即销售额单月同比降幅好于 -10%（发生概率 1/3），销售表现较好的情景下出台积极政策可能性较小，虽然不排除监管为预防信心下挫提前为下半年高基数影响布局，我们依然假设没有积极政策出台的概率为 50%-80%，及大概率没有政策出台；然而我们认为，在此情景下无论是否有政策出台，市场信心都将得到大幅提振，由于届时销售维持热度的时间将迎来半年之久（自 24 年 10 月以来），可持续性显著大于市场预期，这可能对购房者和资本市场信心均有一定幅度提振，我们认为这有望为板块估值带来阶梯式修复。

综上所述，我们统计得出在以上三种情景中，板块受到积极影响的概率加总为 67-77%，受到消极影响的概率加总为 23-33%。值得注意的是，即使在关键因素 x 概率假设为 50% 的基础上，板块受到积极影响概率加总也高达 67%。由此我们认为，地产板块 2 季度受到积极影响的可能性远大于受到负面影响的可能性，概率接近 70%。

图 10: 房地产销售预测

销售额 (万亿)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10.96	10.30	8.49	7.64	7.22
同比	-33%	-6%	-18%	-10%	-6%
二手房	5.50	7.10	7.23	7.57	7.88
同比	-21%	29%	2%	5%	4%
一二手综合	16.46	17.40	15.71	15.22	15.10
同比	-29%	6%	-10%	-3%	-1%
销售量 (亿方)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10.33	9.48	8.14	7.64	7.29
同比	-34%	-8%	-14%	-6%	-5%
二手房	3.84	5.59	6.70	7.39	7.84
同比	-21%	46%	20%	10%	6%
一二手综合	14.17	15.07	14.84	15.03	15.13
同比	-29%	6%	-2%	1%	1%
销售均价 (元每方)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10,610	10,864	10,419	10,007	9,909
同比	2%	2%	-4%	-4%	-1%
二手房	14,328	12,698	10,794	10,254	10,049
同比	n.a.	-11%	-15%	-5%	-2%
一二手综合	11,617	11,545	10,588	10,129	9,981
同比	n.a.	-1%	-8%	-4%	-1%

资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测（蓝色代表实际数据）



## 投资建议

我们建议有意愿长期持有的投资者择机增配地产相关的优质标的，原因如下：

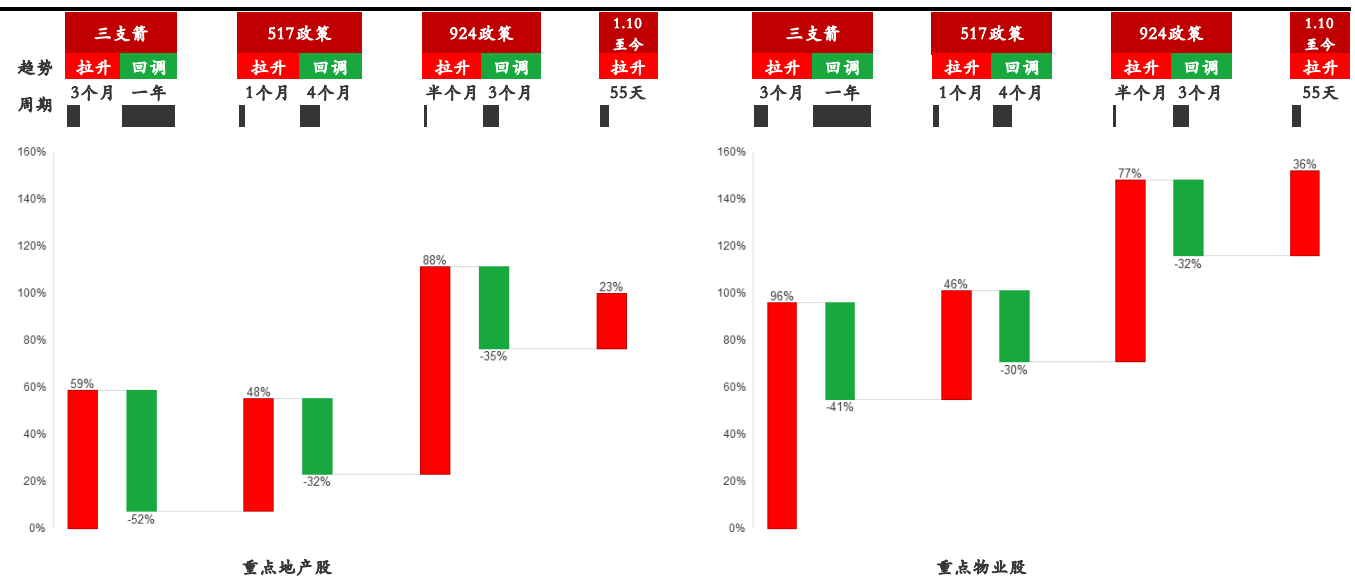
- 1) 基于以上分析我们认为地产板块在上半年跑赢大市的可能性显著提高；
- 2) 基于对板块过往表现的分析，我们发现板块中重点标的在三支箭、517、924等阶段的回调幅度并未超过其拉升幅度（图 11），代表板块估值的底部在不断抬升，我们认为这反映了每一次政策的出台都在一定程度上缩短了行业见底所需的时间。

选股方面我们建议：

- 1) 关注存量市场发展受益者。贝壳（BEKE US）作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升及其带来的装修业务机会。
- 2) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地（1109 HK）、龙湖集团（960 HK）等，由于开发持续缩量，零售业务更具备风险抵御性。经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。
- 3) 关注持续获得优质可售资源的标的，如拿低强度+产品溢价能力双高房企。25年开年房企拿地积极，我们将2024+2M25共计14个月的拿地强度统计如图 12所示。
- 4) 同时建议关注上述房企旗下物管，在三方竞争持续恶化背景下，关联公司重新成为面积增长保障。如滨江服务（3316 HK）、绿城服务（2869 HK）、华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、金茂服务（3316 HK）等。
- 5) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

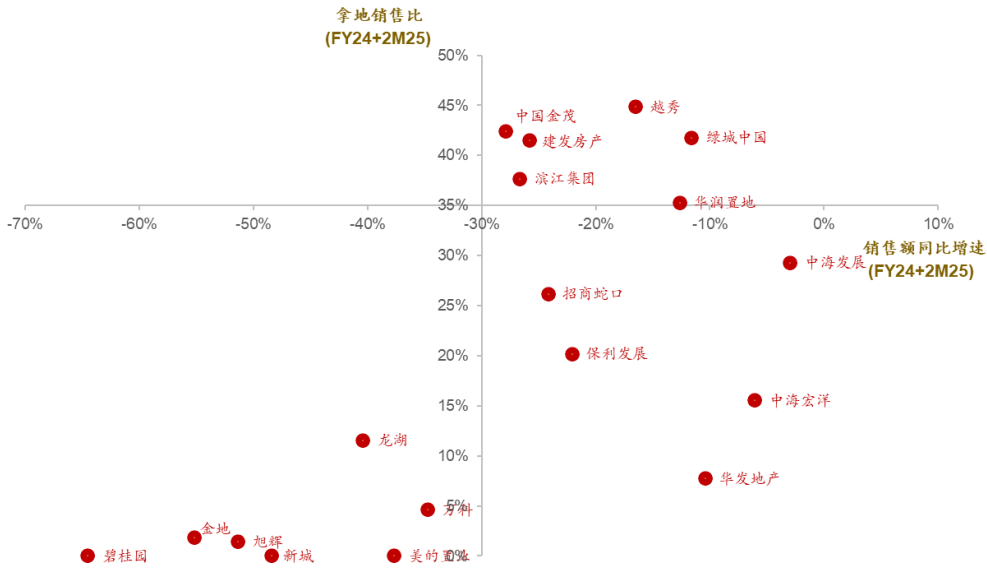
风险提示：国企开发商违约、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。

图 11: 政策密集出台阶段板块表现



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 12: 近 14 个月拿地强度及销售流速 (2024+2M25)



资料来源: 公司资料, 克而瑞, 招银国际环球市场

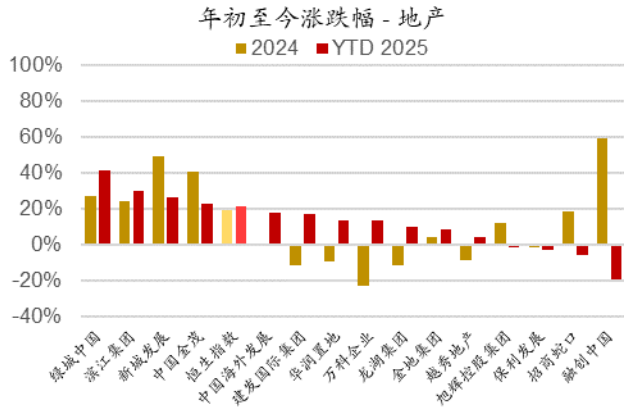
### 板块表现

图 13: 地产业 vs. 恒生指数



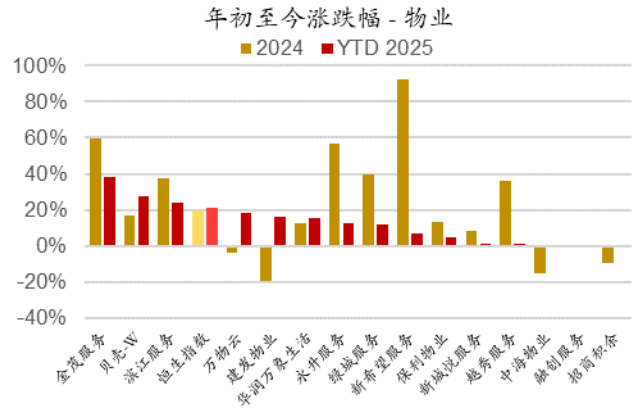
资料来源: 万得, 招银国际环球市场预测 (截至 2025 年 3 月 5 日)

图 14: 重点地产股表现



资料来源: 万得, 招银国际环球市场预测 (截至 2025 年 3 月 5 日)

图 15: 重点物业股表现



资料来源: 万得, 招银国际环球市场预测 (截至 2025 年 3 月 5 日)

## 估值对比

图 16: 估值对比 - 开发商

公司	证券代码	收盘价 (交易币种)	总市值 (美元, 百万)	市盈率 (x)		市净率 (x)		净利润增速 (%)			派息比例		股息率	
				25E	26E	25E	26E	24E	25E	26E	23A	24A	23E	24E
华润置地	1109.HK	27.00	24,775	6.4 x	5.8 x	0.6 x	0.6 x	(14.0)	3.6	10.1	33%	5.9%	5.5%	
中国海外发展	0688.HK	15.26	21,492	6.2 x	5.6 x	0.4 x	0.4 x	(8.6)	6.8	11.0	31%	5.2%	4.5%	
保利发展	600048.SH	8.90	14,860	11.6 x	10.8 x	0.5 x	0.5 x	NA	NA	8.0	41%	4.6%	NA	
招商蛇口	001979.SZ	9.97	12,601	13.9 x	12.2 x	0.7 x	0.7 x	(36.1)	61.0	14.0	49%	3.2%	NA	
中国金茂	0817.HK	1.20	2,086	8.4 x	6.0 x	0.3 x	0.3 x	扭亏为盈	11.2	39.7	NA	1%	NA	
万科企业	2202.HK	6.49	12,382	NA	NA	0.3 x	0.3 x	亏损450亿	NA	NA	NA	NA	NA	
龙湖集团	0960.HK	11.30	10,016	6.8 x	5.5 x	0.4 x	0.4 x	(23.6)	7.0	25.0	26%	5.4%	3.2%	
建发国际集团	1908.HK	15.92	4,132	6.4 x	5.6 x	1.1 x	0.0 x	(12.7)	5.7	13.1	45%	8.2%	6.3%	
滨江集团	002244.SZ	11.03	4,787	11.2 x	10.4 x	1.1 x	1.0 x	7.4	13.3	7.5	11%	0.8%	1.6%	
越秀地产	0123.HK	5.55	2,875	6.1 x	5.3 x	0.3 x	0.3 x	(3.7)	10.8	15.0	40%	6.8%	5.5%	
华发股份	600325.SH	5.79	2,223	8.7 x	7.9 x	0.7 x	0.6 x	NA	NA	NA	NA	0%	4.4%	
绿城中国	3900.HK	13.14	4,285	8.1 x	8.6 x	0.8 x	0.7 x	16.7	4.6	(6.2)	35%	3.6%	3.1%	
美的置业	3990.HK	3.13	578	4.7 x	3.7 x	0.7 x	0.0 x	(36.1)	50.8	27.4	49%	12%	9%	
中国海外宏洋集团	0081.HK	2.12	971	3.9 x	4.2 x	NA	NA	(24.2)	(6.9)	11.1	22%	8%	NA	
新城控股	601155.SH	13.50	4,247	30.2 x	24.5 x	0.5 x	0.5 x	14.4	19.7	22.9	NA	NA	NA	
平均				8.3 x	7.3 x	0.6 x	0.5 x	(9.5)	11.0	11.0	29%	4.2%	2.8%	

资料来源: 公司资料, 万得, 招银国际环球市场预估 (截至 2025 年 3 月 6 日)

图 17: 估值对比 - 物业

公司	证券代码	收盘价 (交易币种)	总市值 (美元, 百万)	市盈率 (x)		净利润增速 (%)			派息比例		股息率	
				25E	26E	24E	25E	26E	23A	24A	23E	24E
华润万象生活	1209.HK	34.75	10,206	17.8 x	15.8 x	21.8	15.2	13.0	83%	3.4%	4.7%	
万物云	2602.HK	24.45	3,686	12.8 x	11.2 x	(8.6)	15.5	13.9	66%	4.9%	6.7%	
碧桂园服务	6098.HK	6.32	2,719	10.3 x	10.1 x	NA	13.9	2.3	NA	5.1%	5.0%	
保利物业	6049.HK	32.35	2,303	9.6 x	8.9 x	10.7	10.5	8.4	40%	3.4%	3.7%	
中海物业	2669.HK	5.29	2,235	9.4 x	8.4 x	13.7	11.7	11.5	31%	2.6%	3.3%	
招商积余	001914.SZ	10.59	1,566	12.3 x	10.9 x	10.7	11.9	12.9	24%	1.6%	2.0%	
绿城服务	2869.HK	4.20	1,710	14.1 x	12.0 x	19.7	19.7	17.4	70%	3.5%	4.1%	
融创服务	1516.HK	1.69	665	6.0 x	NA	NA	NA	NA	NA	23.2%	8.8%	
滨江服务	3316.HK	24.65	877	9.6 x	8.2 x	13.4	17.2	16.6	60%	5.5%	5.3%	
越秀服务	6626.HK	3.43	666	8.3 x	7.1 x	15.6	16.9	15.3	50%	5.1%	6.4%	
建发物业	2156.HK	2.87	520	7.3 x	6.4 x	(10.3)	21.2	15.4	67%	9.1%	NA	
永升服务	1995.HK	2.16	480	6.5 x	5.2 x	8.4	13.3	24.1	50%	6.3%	9.2%	
新城悦服务	1755.HK	3.09	346	4.6 x	4.4 x	13.8	7.0	3.8	39%	7.3%	NA	
金茂服务	0816.HK	3.08	358	5.8 x	5.4 x	18.5	10.1	7.2	40%	5.5%	6.3%	
新希望服务	3658.HK	2.05	215	5.8 x	5.2 x	9.4	11.9	11.7	60%	8.4%	9.2%	
星盛商业	6668.HK	1.30	170	6.9 x	6.2 x	(10.4)	15.0	11.9	70%	10.0%	6.4%	
平均				13.0 x	11.5 x	11.5	14.2	11.8	56%	4.5%	4.8%	
贝壳-W	2423.HK	50.90	23,713	28.7 x	23.2 x	0.9	23.6	18.1	74%	2.7%	1.3%	
绿城管理控股	9979.HK	3.29	851	5.4 x	5.0 x	3.0	8.8	8.1	80%	16.6%	13.6%	
平均				27.9 x	20.4 x	1.0	23.1	17.7	74.1%	3.2%	1.7%	

资料来源: 公司资料, 万得, 招银国际环球市场预估 (截至 2025 年 3 月 6 日)

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。