

房地产

2026展望：总量收缩持续，价格磨底深化

优于大市
(维持)

- **销售展望：总量再收缩，价格再探底。**在2025年宽松政策小步出台、整体力度弱于预期的背景下，购房需求进一步萎缩，我们预估2025全年一二手住宅销售额较去年的同比下降6%至14.78万亿元，其中新房（新建商品住宅）销售额同比降11%至7.53万亿元（销售面积-9%/销售均价-3%），二手房销售额同比持平至7.25万亿元（销售面积+15%/销售均价-13%）。预计2026年全年一二手住宅综合销售额将继续下跌8%至13.55万亿元，其中新房销售额降幅收窄至-6%达7.09万亿元（销售面积-5%/销售均价-1%）基于重点开发商拿地强度增加等事实及宽松政策于一季度适量出台、收储工作持续推进等假设（图23）；预估二手房销售额转跌，降11%至6.46万亿元（销售面积+5%/销售均价-15%）主要受价格拖累，我们预测二手房价格再下台阶主要源于一线城市次新房供应放量、银行批量处置涉房资产等供给端压力，将对市场价格形成显著压制。
- **投资主线一：存量市场生态的构建者与服务商的价值重估。**在行业需求总量下行、模式转换的背景下，存量市场主导地位将进一步强化，我们认为2026年板块内投资主题主要为：1) 存量市场服务商的价值重估；随着存量市场的主导地位的深化，物业管理对资产价格的重要作用将进一步凸显，其价值也将不断重估。且其收费面积永续、现金流稳定等特性在逆周期中防御价值凸显。建议关注华润万象生活(1209 HK)、绿城服务(2869 HK)、保利物业(6049 HK)、滨江服务(3316 HK)等。2) 存量市场交易生态构建者；行业换手率提升带来的交易规模支撑及存量房全生命周期延伸机会，包括装修、租赁。在行业集中度持续提升背景下，龙头企业份额收割效应进一步凸显，建议关注贝壳(BEKE US)。
- **投资主线二：开发运营并重及资源储备优质企业。**我们认为重资产领域应聚焦抗风险能力与弹性优势。1) 开发运营并重企业：商业资产运营能力较强的标的在房地产开发业务持续缩量的行业背景下具备显著的抗周期韧性，防御性层面：零售商业资产具备刚性消费属性支撑，运营收入受行业周期波动影响相对有限；弹性层面：若后续宏观经济企稳回暖，零售业务将较开发业务率先受益于消费复苏；融资优势：在当前融资环境收紧背景下，优质零售资产因现金流稳定、抵押价值明确，更易获得金融机构增量融资支持，资金面优势进一步凸显。2) 开发业务关注“拿地强度合理+拿地质量优异”标的（图3）。

中国房地产行业

张苗
(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

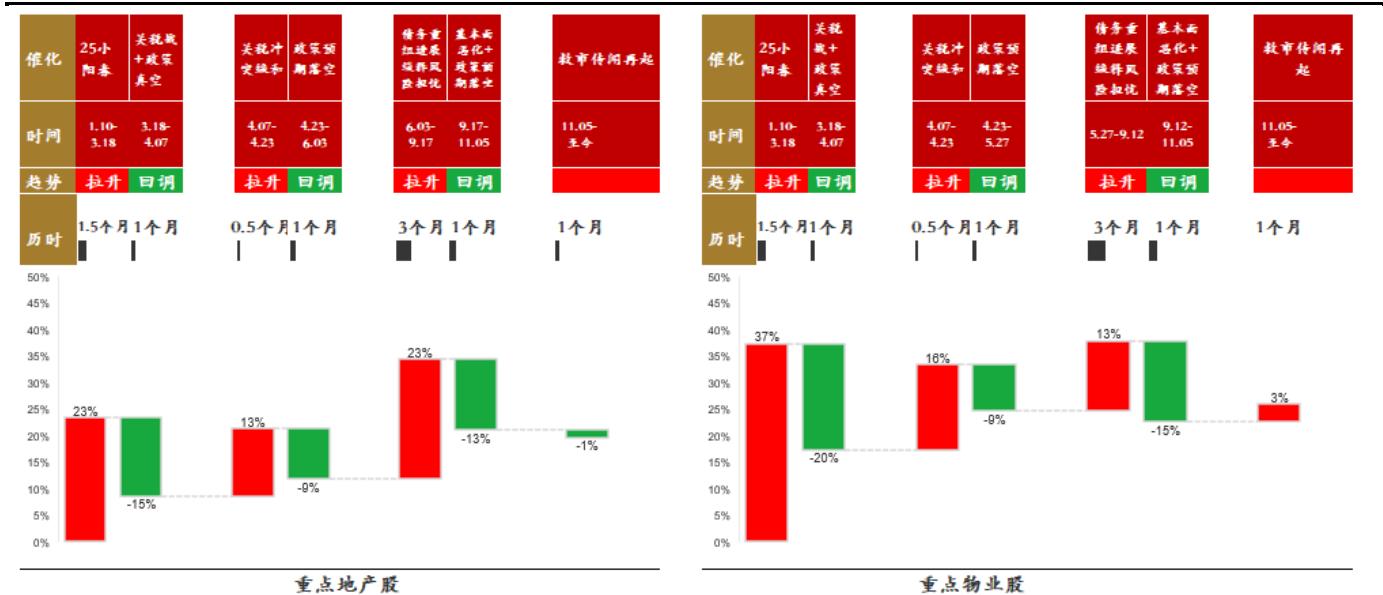
重要图表

图 1: 房地产销售预测

销售额(万亿)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新房	10.96	10.30	8.49	7.53	7.09	7.08
同比	-33%	-6%	-18%	-11%	-6%	0%
二手房	5.50	7.10	7.24	7.25	6.46	6.63
同比	-21%	29%	2%	0%	-11%	3%
一二手房综合	16.46	17.40	15.73	14.78	13.55	13.71
同比	-29%	6%	-10%	-6%	-8%	1%

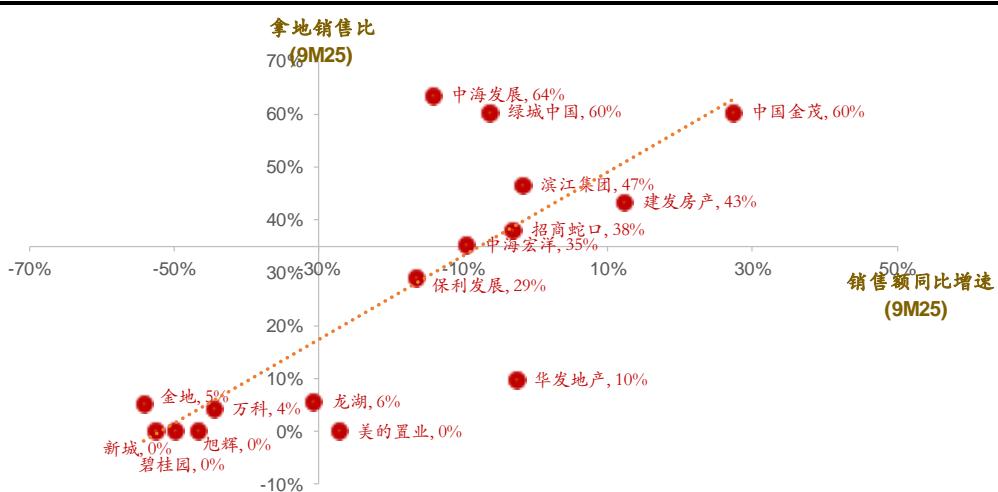
资料来源：统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

图 2: 地产物业板块拉升及回调窗口



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 3: 重点开发商拿地销售比 (9M25)



资料来源：公司资料，克尔瑞，招银国际环球市场

投资主线：关注存量市场玩家的价值重估

在行业总量下行、模式转换的背景下，存量市场主导地位将进一步强化，我们认为2026年板块内投资应寻找在存量运营、服务领域具备绝对能力的企业；同时重资产领域，在开发业务持续缩量背景下，开发运营并重及具有优质资源储备的企业将更有机会跑赢大市。综上，投资主线如下：

■ 主线一：存量市场生态的构建者与服务商的价值重估

1) 物业管理服务商

物业管理的商业本质在于对可收费面积的永续经营，其现金流稳定、派息较高的特性在逆周期中防御价值凸显。更重要的是，在存量发展时代，物业管理质量直接关乎居民居住体验和资产保值能力，是决定房企品牌口碑和未来销售（尤其是在改善性市场）的关键因素。因此，具备优秀服务品质、高效数智化运营和强大成本管控能力的物管公司，其价值将随存量时代深化而不断重估，是穿越周期的长期受益者，如华润万象生活(1209 HK)、绿城服务(2869 HK)、保利物业(6049 HK)、滨江服务(3316 HK)等。

2) 交易平台龙头

2026年存量房成交量将继续超过新房销售面积，成为综合房产交易的主导力量。贝壳作为国内二手房交易绝对龙头，将长期受益于两大核心逻辑：一是行业换手率提升带来的交易规模支撑，二是存量房全生命周期服务延伸机会，包括装修、租赁等增值业务的落地。在行业集中度持续提升的背景下，龙头企业的份额收割效应将进一步凸显，抗周期能力显著优于行业平均水平。

■ 主线二：重资产领域聚焦抗风险能力与优质资源储备

1) 开发运营并重企业：商业资产的防御性与弹性优势

在房地产开发业务持续缩量的行业背景下，商业资产运营能力较强的标的具备显著的抗周期韧性，重点关注龙湖集团(960 HK)等企业；防御性层面：零售商业资产具备刚性消费属性支撑，运营收入受行业周期波动影响相对有限，在开发业务下行周期中不易出现业绩坍塌；弹性层面：若后续宏观经济企稳回暖，零售业务将较开发业务率先受益于消费复苏红利；融资优势：在当前融资环境收紧背景下，优质零售资产因现金流稳定、抵押价值明确，更易获得金融机构增量融资支持，资金面优势进一步凸显。

2) 纯开发企业聚焦优质可售资源储备

开发业务缩量背景下，行业竞争逻辑从“规模扩张”转向“资源红利”，建议关注持续获得优质可售资源的标的，核心筛选标准为“拿地强度合理 + 拿地质量优异”。拿地强度合理：避免高杠杆拿地带来的流动性风险，保持稳健的土地储备节奏；拿地质量优异：聚焦核心城市核心地段，项目具备充足的盈利空间及去化保障。此类企业有望在市场调整期通过优质资产的销售实现份额提升，彰显穿越周期的能力。

销售展望：总量再收缩，价格再探底

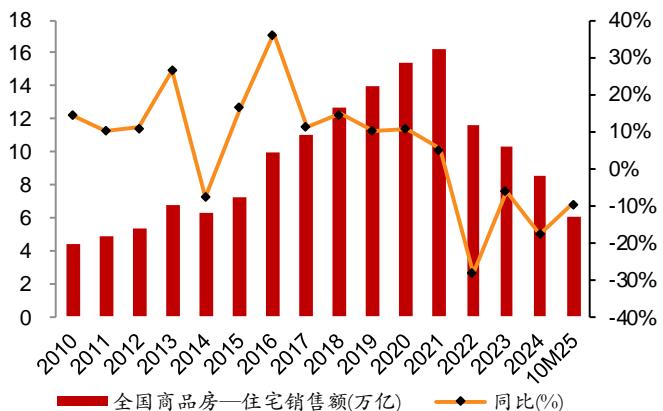
在2025年宽松政策小步出台，整体力度弱于预期的背景下，购房需求进一步萎缩，我们预估2025全年一二手住宅销售额较去年同比下降6%至14.78万亿元，其中新房（新建商品住宅）销售额同比降11%至7.53万亿元（销售面积-9%/销售均价-3%），二手房销售额同比持平至7.25万亿元（销售面积+15%/销售均价-13%）。预计2026年全年一二手综合住宅销售额将继续下跌8%至13.55万亿元，其中新房销售额降幅收窄至-6%达7.09万亿元（销售面积-5%/销售均价-1%）基于重点开发商拿地强度增加等事实及宽松政策于一季度适量出台、收储工作持续推进等假设（[图23](#)）；预估二手房销售额转跌，降11%至6.46万亿元（销售面积+5%/销售均价-15%）主要受价格拖累，我们预测二手房价格再下台阶主要源于一线城市次新房供应放量、银行批量处置涉房资产等供给端压力，将对市场价格形成显著压制。

2025年复盘：政策落地弱于预期，需求持续承压

■ 新房总量持续收缩

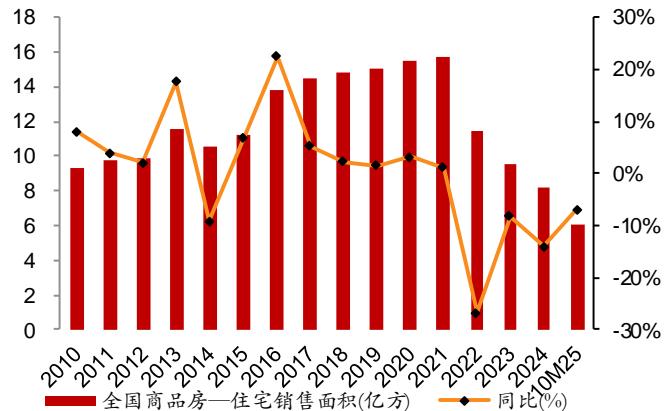
根据国家统计局数据，2025年1-10月，全国商品房住宅销售金额累计6.07万亿元，同比下降9.4%；商品房住宅销售面积累计6.03亿平方，同比下降7.0%，较2024跌幅（销售额-17.6%，销售面积-14.1%）均显著收窄，在经济复苏节奏较缓、居民收入增长预期较弱的背景下新房规模持续收缩。年内需求端政策持续出台，而其边际效果较去年的517/924等明显减弱。基于去年同期高基数影响，10月单月新建商品住宅销售额同比降26.1%，销售面积降20.8%，反映销售单价降约7%。

图 4: 全国商品住宅销售额-累计



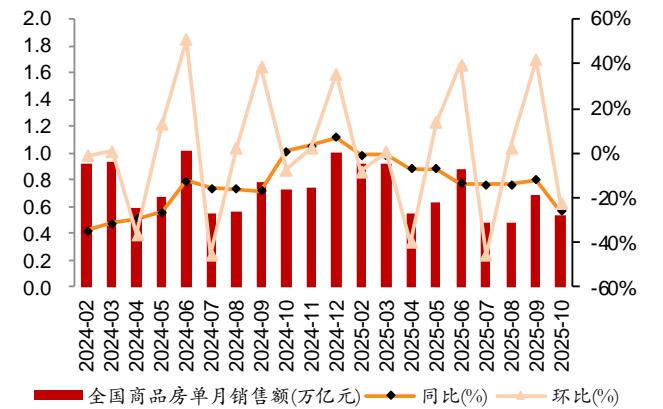
资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 5: 全国商品住宅销售面积-累计



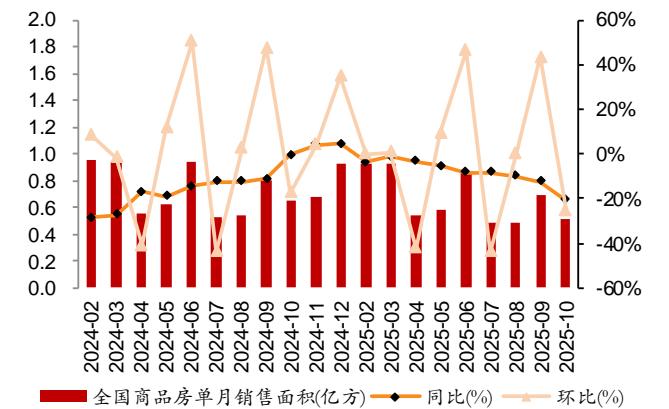
资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 6: 全国商品住宅销售额-单月



资料来源：统计局，招银国际环球市场

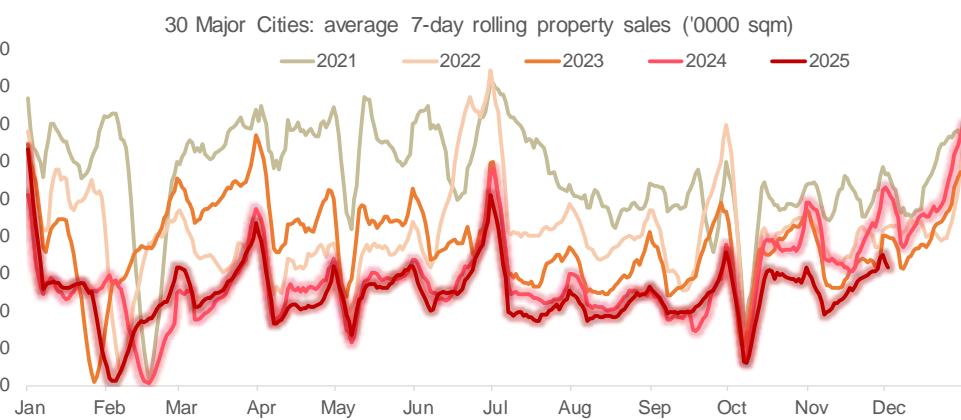
图 7: 全国商品住宅销售面积-单月



资料来源：统计局，招银国际环球市场

根据我们跟踪的高频数据（网签），截至2024年11月30日，30个主要城市的新房销售面积11月同比降20%，较10月的-27%有所收窄，环比增6%；年初至今（11M25）跌幅约11%。

图 8: 30城新房销售面积-日度



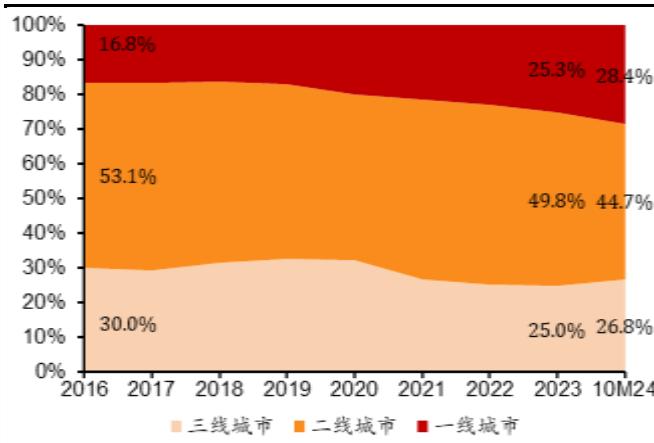
YoY 同比 - new home	25 vs 24	vs 23	vs 22	vs 21	vs 20	vs 19	MoM 月环比	2025
Jan - Feb	1%	-39%	-47%	-60%	-19%	-49%	Feb	-23%
Mar	2%	-46%	-21%	-57%	-21%	-47%	Mar	70%
Apr	-12%	-46%	-30%	-66%	-52%	-60%	Apr	-24%
May	-3%	-40%	-25%	-59%	-54%	-54%	May	16%
Jun	-8%	-26%	-50%	-53%	-54%	-49%	Jun	17%
Jul	-19%	-32%	-50%	-67%	-68%	-64%	Jul	-30%
Aug	-10%	-32%	-48%	-57%	-66%	-60%	Aug	0%
Sep	7%	-28%	-44%	-52%	-65%	-59%	Sep	2%
Oct	-27%	-29%	-31%	-44%	-57%	-54%	Oct	1%
Nov	-20%	-20%	-32%	-49%	-58%	-55%	Nov	6%
1Q25	1%	-42%	-38%	-59%	-20%	-48%		
2Q25	-8%	-38%	-38%	-60%	-54%	-54%		
3Q25	-8%	-31%	-47%	-59%	-66%	-61%		
YTD	-11%	-35%	-40%	-57%	-54%	-55%	WoW 周环比	
							2025 Nov 30	20%

资料来源：万得，招银国际环球市场

■ 能级分布现哑铃化趋势

随着我国人口数量见顶回落、城镇化进程逐步进入尾声，高能级城市由于其产业优势和经济韧性继续保持着人口净流入，进而维持了较好的房价预期。我们看到30大中城市中，一线城市商品房销售套数占比自2016年的16.8%逐步增加至2023年的25.3%，并在2024年持续攀升，至10M25达29.0%，二线城市、三线城市占比在2016-2023年期间持续缩减，至2024年发生了转变，三线城市在2024年出现份额的上升，占比从2023年的25%提高至10M25的26.4%，使整体销售结构呈现一、三线集中度提高，二线集中度降低的哑铃型结构。我们认为主要原因系三线城市价格泡沫原本较高线城市更少，经过大幅度调整后下跌空间有限、经济复苏节奏缓慢导致失业人员持续返乡等，该趋势可能在26年继续维持。

图9: 各能级城市商品房销售套数占比



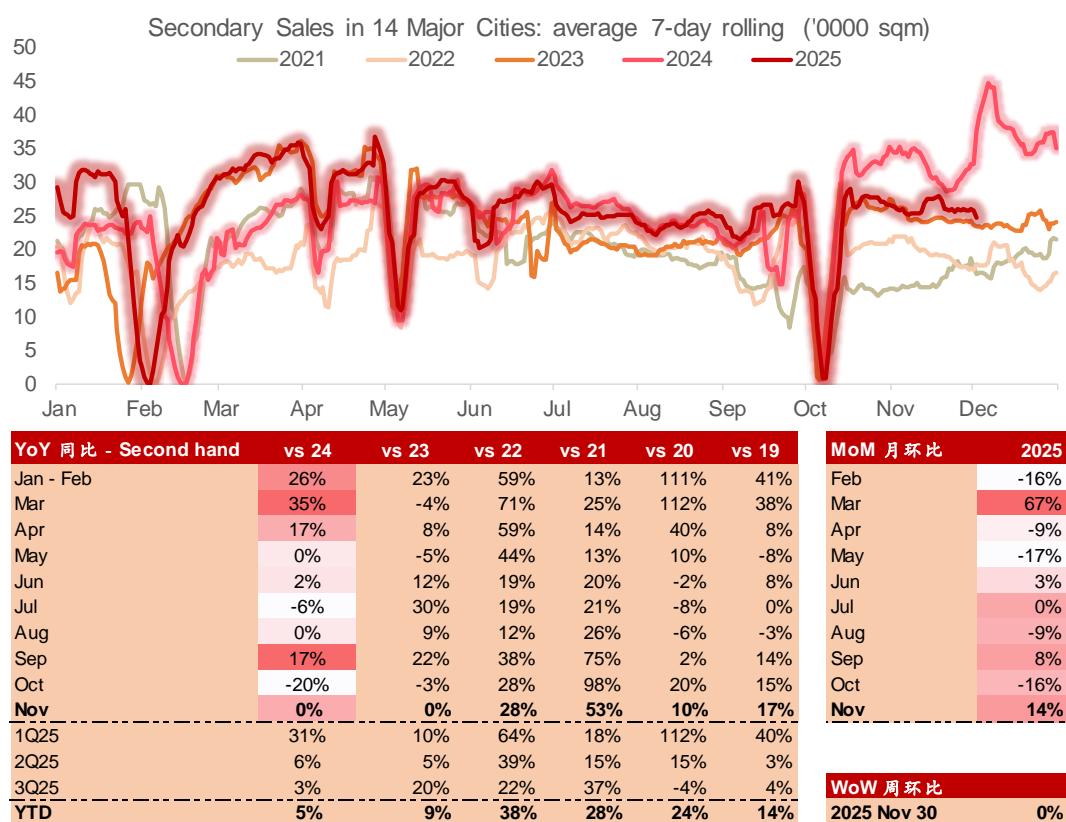
资料来源：万得，招银国际环球市场

■ 二手房持续以价换量

2025年二手房市场延续了2024年的态势，表现持续优于新房市场。根据我们跟踪的高频数据，截至2024年11月30日，14城二手房年内成交面积在去年高基数的基础上仍保持5%的增幅，11月单月录得月环比+14%、同比持平。二手房交

易表现远好于新房市场主要系受益于以下几点原因：1) 市场长期信心较弱，越来越多房东选择尽早套现离场导致供应量大幅增加；2) 挂牌量增加带来竞卖压力导致二手房价格自然下跌使二手房较新房逐渐显现性价比；3) 民营房企暴雷导致购房者对新房存在“烂尾担忧”，国央企销售承压、回款压力加大而持续推行降本增效导致购房者对房屋交付质量有较多不满，越来越多购房需求从新房市场被挤压至二手房市场；4) 经济恢复缓慢带来的消费降级背景下，刚需购房者重视居住属性远大于投资属性，二手房较新房在配套设施等方面更具备优势；5) 多地政策包中包含针对二手房市场的刺激措施，同时二手房交易较新房交易更为便捷高效，对普惠性政策反应也更为迅速。

图 10: 14 城二手房销售面积-日度



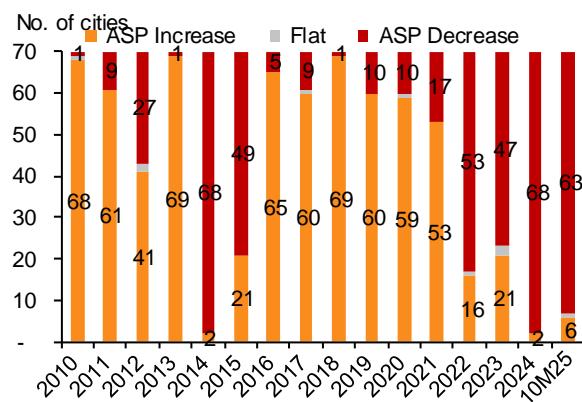
资料来源：万得，招银国际环球市场

■ 房价：新房降幅收窄，二手房持续下探

1) 新房价格较上年明显收窄，一二线接近企稳

根据国家统计局数据，2025年10月，70大中城市中有64个城市新建商品住宅价格环比下跌，自5月以来一直维持在50以上的高位。2025年1-10月，共63个城市新建商品住宅价格累计下跌，仅6个城市累计上涨，较2024年的2个城市有所增加。70城新房价格10M25累计下跌2.4%，较2024年的-5.9%跌幅明显收窄，三线城市依然为主要拖累（累计下跌3.1%），一、二线城市年内分别累计下跌-1.1%、-1.8%，较2024年的-3.8%、-5.5%大幅收窄，几近企稳。

图 11: 70 城新房价格年度涨跌数量



资料来源：统计局，招银国际环球市场

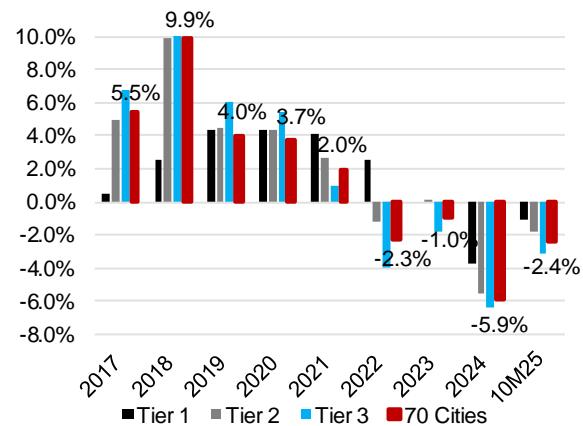
从城市表现来看，2025年1-10月，新建商品住宅价格累计表现最好的10个城市如下图所示，其中录得正增长的城市从去年同期的2个增加至4个。表现排在末尾的10个城市中跌幅在3-6%之间，跌幅较仅为去年同期的一半。

图 13: 新建商品住宅价格累计涨幅前十 (25年1-10月)



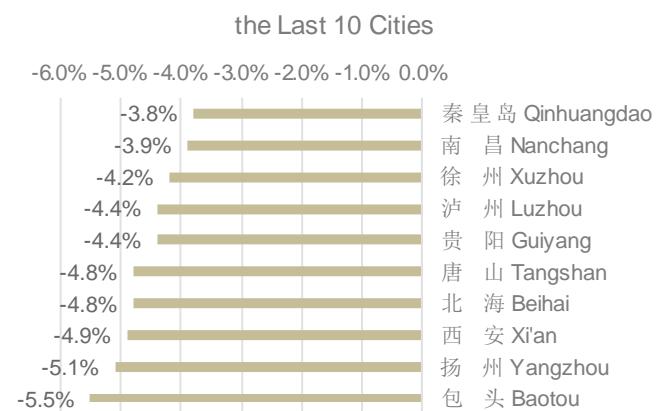
资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 12: 70 城新房价格涨跌幅 (分能级) - 年度



资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 14: 新建商品住宅价格累计跌幅前十 (25年1-10月)



资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 15: 70 城新房价格 10M25 变化

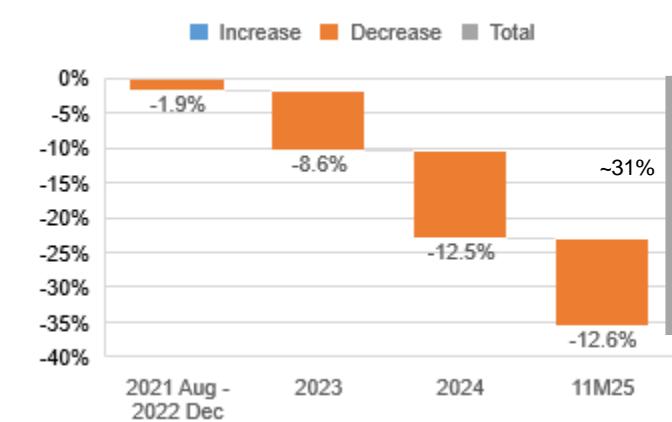
Tier 1 一线	Tier 2 二线	Tier 3 三线	70 Cities 70城	10M25 新房跌幅 10M25 New Home Price Decline								10M25 New Home	
-1.10%	-1.80%	-3.10%	-2.40%	Beijing	Tianjin	Shijiazhuang	Taiyuan	Hohhot	Shenyang	Dalian	Changchun	Harbin	Shanghai
-1.40%	-2.10%	-3.20%	0.00%	北京	天津	石家庄	太原	呼和浩特	沈阳	大连	长春	哈尔滨	上海
-2.70%	2.60%	-0.60%	1.10%	-3.20%	-0.20%	-0.90%	-2.50%	-1.60%	4.40%				
-2.90%	-0.70%	-3.70%	-3.10%	Nanjing	Hangzhou	Ningbo	Hefei	Fuzhou	Xiamen	Nanchang	Jinan	Qingdao	Zhengzhou
-4.90%	-3.00%	-2.50%	-3.40%	西安	兰州	西宁	银川	乌鲁木齐	唐山	秦皇岛	包头	丹东	锦州
-2.90%	-2.10%	-3.00%	-5.10%	Jilin	Mudanjiang	Wuxi	Yangzhou	Xuzhou	Wenzhou	Jinhua	Bengbu	Anqing	Quanzhou
-3.10%	-2.40%	-3.50%	-2.90%	九江	Ganzhou	Yantai	Jining	Luoyang	Yichang	Xiangfan	Yueyang	Changde	
-2.30%	-2.40%	-1.70%	-2.80%	Huizhou	Zhanjiang	Shaoguan	Guilin	Beihai	Sanya	Luzhou	Nanchong	Zunyi	Dali
-1.9%	-8.6%	-12.5%	-12.6%	2021 Aug - 2022 Dec	2023	2024	11M25						

资料来源：统计局，招银国际环球市场

2) 二手房价格持续下探

根据我们从冰山大数据获取的数据可观察到，二手房价格自 2021 年 8 月以来维持下行态势已 4 年有余，截至 2025 年 11 月 30 日，全国 100 城价格跌幅 31%，目前尚未出现企稳信号。分年度来看，11M25 的跌幅约为 12.6%，与 2024 年全年跌幅 12.5% 相当。

图 16: 二手房价格变化(自前峰值至 21 年 8 月)

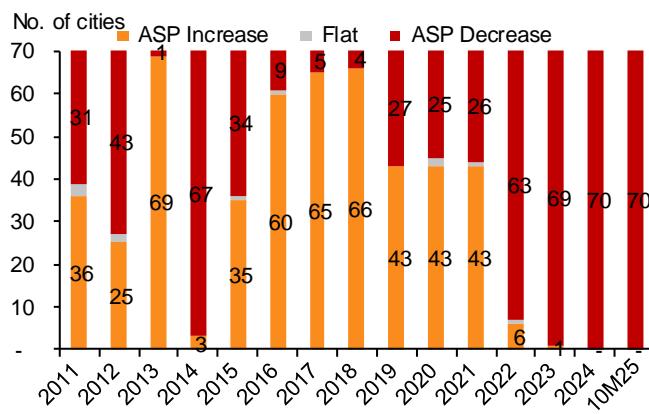


资料来源：冰山大数据，招银国际环球市场

看年内表现，全国整体二手房价格相较新房价格下跌更为明显。根据国家统计局数据，2024年1-10月，共70个城市二手住宅价格累计下跌，与2023年相当。70城整体二手住宅价格年内累计下跌7.7%，较2023年全年累计的-4.2%继续扩大。

一线、二线、三线城市10M24累计跌幅-7.4%、-7.6%、-7.7%，均较2023年全年跌幅明显扩大。

图 17: 70城二手价格年度涨跌数量

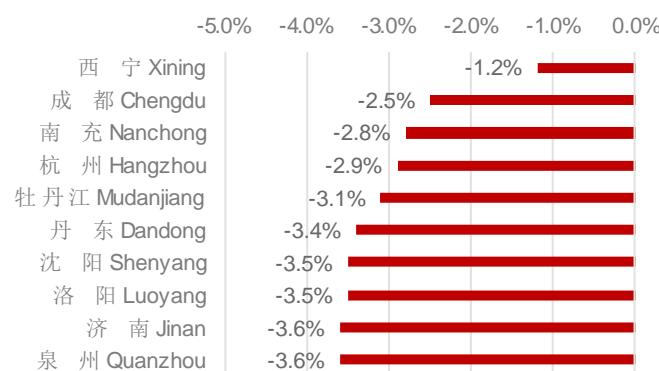


资料来源：统计局，招银国际环球市场

从城市表现来看，2025年1-10月，二手住宅价格累计表现排名前十的城市如下图所示，西宁在70城中表现最好，仅下跌1.2%。徐州表现最差，跌幅8.4%。

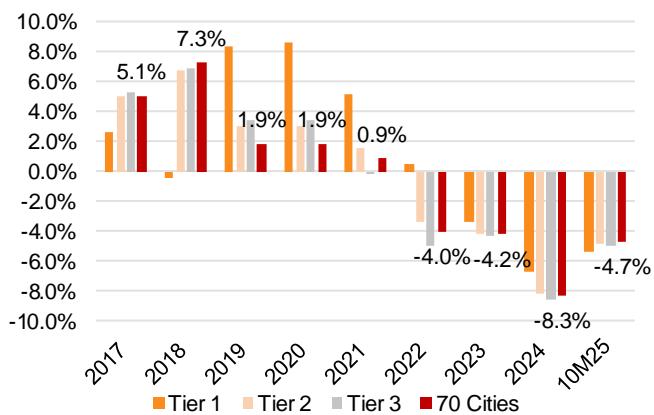
图 19: 二手住宅价格累计表现前十 (25年1-10月)

the Top 10 Cities



资料来源：统计局，招银国际环球市场

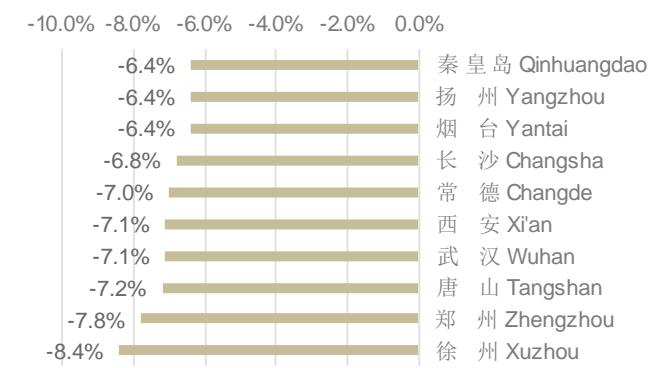
图 18: 70城二手住宅价格涨跌幅 (分能级) - 年度



资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 20: 二手住宅价格累计跌幅前十 (25年1-10月)

the Last 10 Cities



资料来源：统计局，招银国际环球市场

图 21: 70 城二手住宅价格 10M25 变化

Tier 1	Tier 2	Tier 3	70 Cities	10M25 二手房跌幅								10M25
一线	二线	三线	70城	2nd Hand Home								
-5.3%	-4.8%	-4.9%	-4.7%									
Beijing	Tianjin	Shijiazhuang	Taiyuan	Hohhot	Shenyang	Dalian	Changchun	Harbin	Shanghai			
北京	天津	石家庄	太原	呼和浩特	沈阳	大连	长春	哈尔滨	上海			
-6.10%	-3.70%	-4.40%	-3.80%	-4.70%	-3.50%	-4.90%	-4.40%	-4.30%	-4.70%			
Nanjing	Hangzhou	Ningbo	Hefei	Fuzhou	Xiamen	Nanchang	Jinan	Qingdao	Zhengzhou			
南京	杭州	宁波	合肥	福州	厦门	南昌	济南	青岛	郑州			
-6.40%	-2.90%	-5.70%	-5.50%	-5.10%	-5.90%	-5.40%	-3.60%	-4.20%	-7.80%			
Wuhan	Changsha	Guangzhou	Shenzhen	Nanning	Haikou	Chongqing	Chengdu	Guiyang	Kunming			
武汉	长沙	广州	深圳	南宁	海口	重庆	成都	贵阳	昆明			
-7.10%	-6.80%	-5.80%	-3.90%	-4.60%	-3.80%	-4.70%	-2.50%	-4.30%	-5.90%			
Xi'an	Lanzhou	Xining	Yinchuan	Urumqi	Tangshan	inhuangda	Baotou	Dandong	Jinzhou			
西安	兰州	西宁	银川	乌鲁木齐	唐山	秦皇岛	包头	丹东	锦州			
-7.10%	-4.40%	-1.20%	-4.90%	-3.60%	-7.20%	-6.40%	-6.20%	-3.40%	-4.20%			
Jilin	Mudanjiang	Wuxi	Yangzhou	Xuzhou	Wenzhou	Jinhua	Bengbu	Anqing	Quanzhou			
吉林	牡丹江	无锡	扬州	徐州	温州	金华	蚌埠	安庆	泉州			
-4.10%	-3.10%	-4.30%	-6.40%	-8.40%	-4.90%	-4.20%	-4.10%	-6.10%	-3.60%			
Jiujiang	Ganzhou	Yantai	Jining	Luoyang	tingdingsha	Yichang	Xiangfan	Yueyang	Changde			
九江	赣州	烟台	济宁	洛阳	平顶山	宜昌	襄阳	岳阳	常德			
-4.60%	-4.60%	-6.40%	-5.50%	-3.50%	-5.00%	-3.70%	-5.90%	-4.20%	-7.00%			
Huizhou	Zhanjiang	Shaoguan	Guilin	Beihai	Sanya	Luzhou	Nanchong	Zunyi	Dali			
惠州	湛江	韶关	桂林	北海	三亚	泸州	南充	遵义	大理			
-6.30%	-4.90%	-3.80%	-5.00%	-5.20%	-5.00%	-5.20%	-2.80%	-4.20%	-4.10%			

资料来源: 统计局, 招银国际环球市场

2026年展望：总量再收缩，价格再探底

■ 25年末高基数

如上文所述，24年11-12月有924政策包带来的高基数影响，25年政策效果边际递减，及整体政策力度弱于预期背景下，我们预计2025年全年一二手住宅销售额较去年同比下降6%至14.78万亿元，其中，新房销售额同比降11%至7.53万亿元，反映销售面积降9%至7.45亿方，销售均价降3%至10,206元/方；二手房销售额与区间持平达7.25万亿元，反映销售面积+15%（24年+17%）至7.5亿方，销售均价首次跌破万元至9,669元/方，跌幅-13%，与24年相当。

图 22: 房地产销售预测

销售额(万亿)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新房	10.96	10.30	8.49	7.53	7.09	7.08
同比	-33%	-6%	-18%	-11%	-6%	0%
二手房	5.50	7.10	7.24	7.25	6.46	6.63
同比	-21%	29%	2%	0%	-11%	3%
一二手综合	16.46	17.40	15.73	14.78	13.55	13.71
同比	-29%	6%	-10%	-6%	-8%	1%
销售量(亿方)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新房	10.33	9.48	8.14	7.45	7.08	7.08
同比	-34%	-8%	-14%	-9%	-5%	0%
二手房	3.84	5.59	6.52	7.50	7.87	8.49
同比	-21%	46%	17%	15%	5%	8%
一二手综合	14.17	15.07	14.66	14.95	14.95	15.57
同比	-29%	6%	-3%	2%	0%	4%
销售均价(元每方)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新房	10,610	10,864	10,419	10,106	10,005	10,005
同比	2%	2%	-4%	-3%	-1%	0%
二手房	14,328	12,698	11,107	9,669	8,219	7,808
同比	n.a.	-11%	-13%	-13%	-15%	-5%
一二手综合	11,617	11,545	10,725	9,887	9,065	8,807
同比	n.a.	-1%	-7%	-8%	-8%	-3%

资料来源：统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

■ 预计2026年新房销售额降幅收窄，二手房销售额转跌

展望2026年，我们的中性假设为1) 一季度末出台适量宽松政策刺激需求（如减税、贴息一线城市进一步放松限购政策等）；2) 货币政策方面根据招银国际宏观团队预测，2026年一季度法定存款准备金率下调50个基点，LPR下调10个基点，三季度LPR进一步下调10个基点；3) 各重点城市推出的配售型保障房可能对新房需求有一定吸收，从目前已公开的规划来看，我们预计该举措合计对销售额的负面影响可能在0.5%之内；4) 收储工作推进对销售带来的影响暂时忽略不计；5) 26年大量次新房流入市场对新房需求带来一定分流作用等。基于以上背景，我们预估2026年全年一二手住宅销售额较25年跌幅扩大，同比下降8%至13.55万亿元，其中，新房销售额同比降幅收窄至-6%达7.09万亿元，反映销售面积降5%至7.08亿方，销售均价降1%至10,005元/方；二手房销售额变化由25

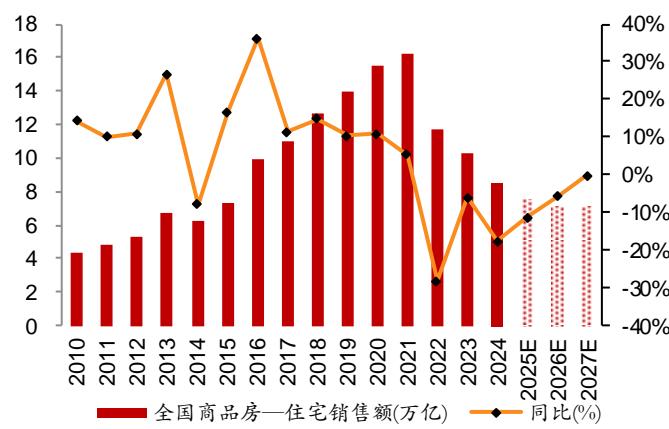
年的同比持平转至26年的-11%，达6.46万亿元，反映销售面积增幅收窄至+5%（24年+15%）达7.87亿方，销售均价继续下探至8,219元/方，跌幅-15%，主要源于一线城市次新房供应放量、银行批量处置涉房资产等供给端压力，将对市场价格形成显著压制。此为我们的中性预估。我们的乐观及悲观预期及其假设请见下图

图 23: 2026年房地产销售分情景预测

人民币 (万亿元)	乐观	中性	悲观
新房	7.32	7.09	6.81
同比	-3%	-6%	-12%
二手房	7.03	6.46	6.16
同比	-3%	-11%	-15%
一二手房综合	14.36	13.55	12.98
同比	-3%	-8%	-12%
假设	乐观	中性	悲观
需求端政策:	春节前未出台适量宽松政策刺激需求（如减税、贴息一线城市进一步放松限购政策等）	一季度末出台适量宽松政策刺激需求（如减税、贴息一线城市进一步放松限购政策等）	不继续出台宽松政策
货币政策:	准备金率、LPR 下调幅度均大于中性假设	预计 2026 年一季度法定存款准备金率下调 50 个基点，LPR 下调 10 个基点，三季度 LPR 进一步下调 10 个基点（宏观团队预测）	准备金率、LPR 下调幅度均小于中性假设
配售型保障房分流需求:	对全年销售影响忽略不计	对全年销售额影响在 0.5%之内	对全年销售额影响在 0.5%之上
收储对销售贡献:	收储有一定进展，对 26 年销售有 5%的贡献	收储工作推进仍需时间，对销售的影响可忽略不计	收储工作推进仍需时间，对销售的影响可忽略不计
次新房供应增多对新房购买需求带来一定影响:	需求转移部分较小，可忽略不计	次新房供应增多对新房需求带来一定分流	次新房供应增多对新房需求带来较大程度分流

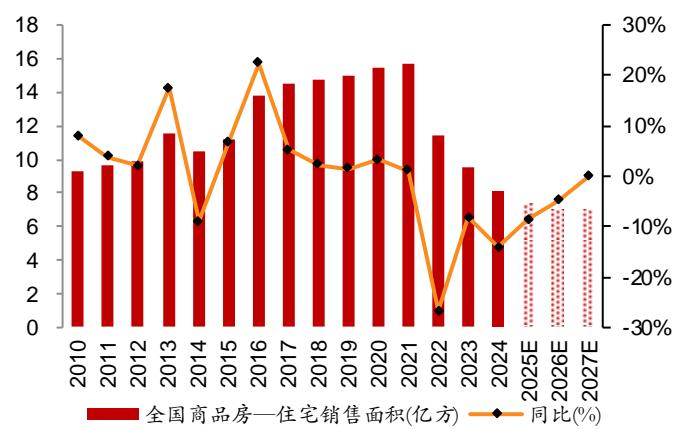
资料来源：统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

图 24: 商品房住宅销售额预估



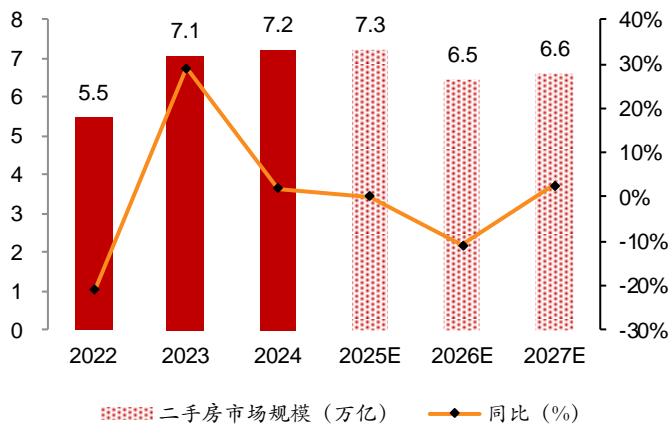
资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

图 25: 商品房住宅销售面积预估



资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

图 26: 二手房市场规模



资料来源：贝壳，招银国际环球市场预测

房地产开发投资

图 27: 房地产主要指标预估

	2026E	YoY	2025E	YoY	2024	YoY	备注
商品房销售面积(百万方)	847	-5%	890	-9%	974	-13%	重点开发商拿地强度逐步恢复，新房价格跌幅收窄
商品房销售额(十亿)	8,072	-6%	8,571	-11%	9,675	-17%	
新开工面积(百万方)	529	-10%	589	-20%	739	-23%	随销售继续下行
竣工面积(百万方)	551	-9%	605	-18%	737	-28%	化债措施正向影响竣工
房地产开发投资(十亿)	7,732	-9%	8,474	-16%	10,028	-11%	新开工、竣工面积及土地购置均继续下行，但幅度缩小

资料来源：统计局，招银国际环球市场预测

■ 新开工面积

截至 2025 年 10 月，新开工面积同比下降 19.8%，在当前销售进一步恶化背景下，开发商流动性仍然存在一些挑战。我们预估 2025 年、2026 年新开工面积变化分别为同比-20%、-10%。

■ 竣工面积

截至 2025 年 10 月，竣工面积同比降 16.9%，考虑到 11、12 月是传统完工大月，通常 11 月能完成平常月份的 2 倍，12 月则完成平常月份均值的 5-6 倍左右，我们预估 2025 年全年竣工面积降幅约为 18%。展望 2026 年，白名单支持持续或为竣工提供一定支持，同时化债措施的推进可能对完工产生积极影响，预估 2026 年竣工面积同比降 9%。

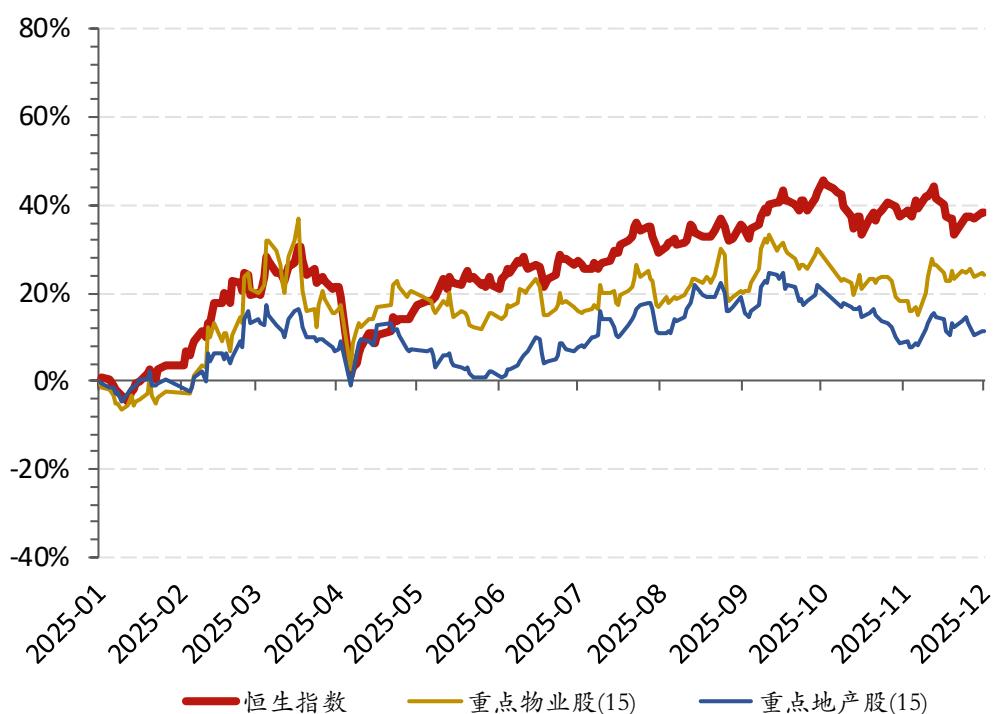
■ 房地产开发投资

截至 2025 年 10 月，房地产开发投资增速为-14.7%，我们预估全年降幅扩大至-16%。展望 2026 年，从其构成考虑，由于新开工面积增速降幅收窄，与新开工面积走势接近的构成部分在投资开发中比例也逐渐缩小；完工面积降幅收窄；土地购置方面量价齐缩，且降幅可能大于开工及完工，故我们估计土地购置费用在开发投资中占比继续降低。通过以上各项占比变化及其各自的增速变化，我们预估房地产开发投资在 2025、2026 年的增速分别为-16%、-9%

板块表现

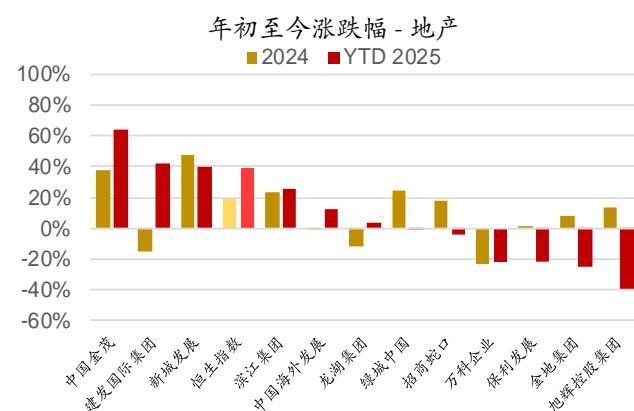
年初至今（2025年12月2日），我们关注的重点地产标的（15个）平均涨幅为11.2%，重点轻资产标的（15个）平均涨幅为24.3%，均大幅跑输恒生指数（+38.5%）。个股方面，地产股方面表现较好的主要为“困境反转概念”以及“市场份额稳步提升的国央企”标的。物业股方面表现较好的主要为“母公司表现稳健”的标的。

图 28: 地产物业 vs. 恒生指数



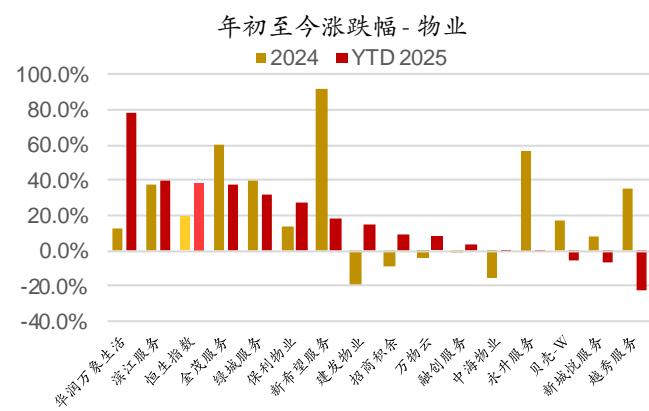
资料来源：万得，招银国际环球市场（截至2025年12月2日）

图 29: 港股重点地产股涨跌幅



资料来源：万得，招银国际环球市场（截至2025年12月2日）

图 30: 港股重点物业股涨跌幅

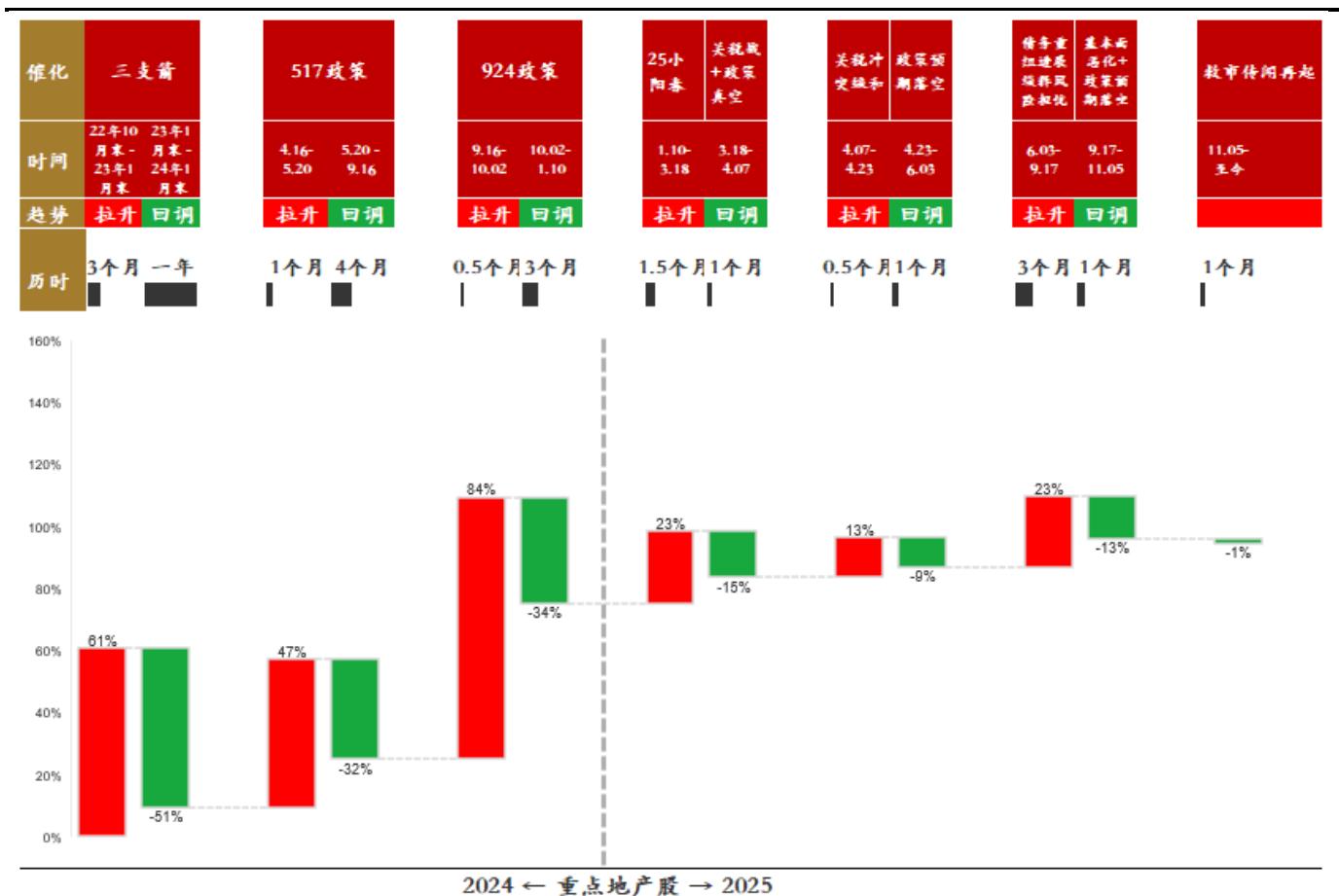


资料来源：万得，招银国际环球市场（截至2025年12月2日）

2022-2024年共出现三次由政策推动的估值修复窗口分别为三支箭（2022年10月）、517政策包（2024年5月）、924政策包（2024年9月），三次窗口的股价变动幅度及其历经的时间周期如图31、32所示。我们可以观察到1) 股价上涨周期逐渐缩短，从三支箭的3个月，到517的1个月，到924的半个月；回调周期也迅速缩短，从三支箭期间的一年，缩短至517的4个月及924的3个月左右。这一趋势在2025年得以延续，我们看到年内有3次拉升及回调窗口，历时均较短。

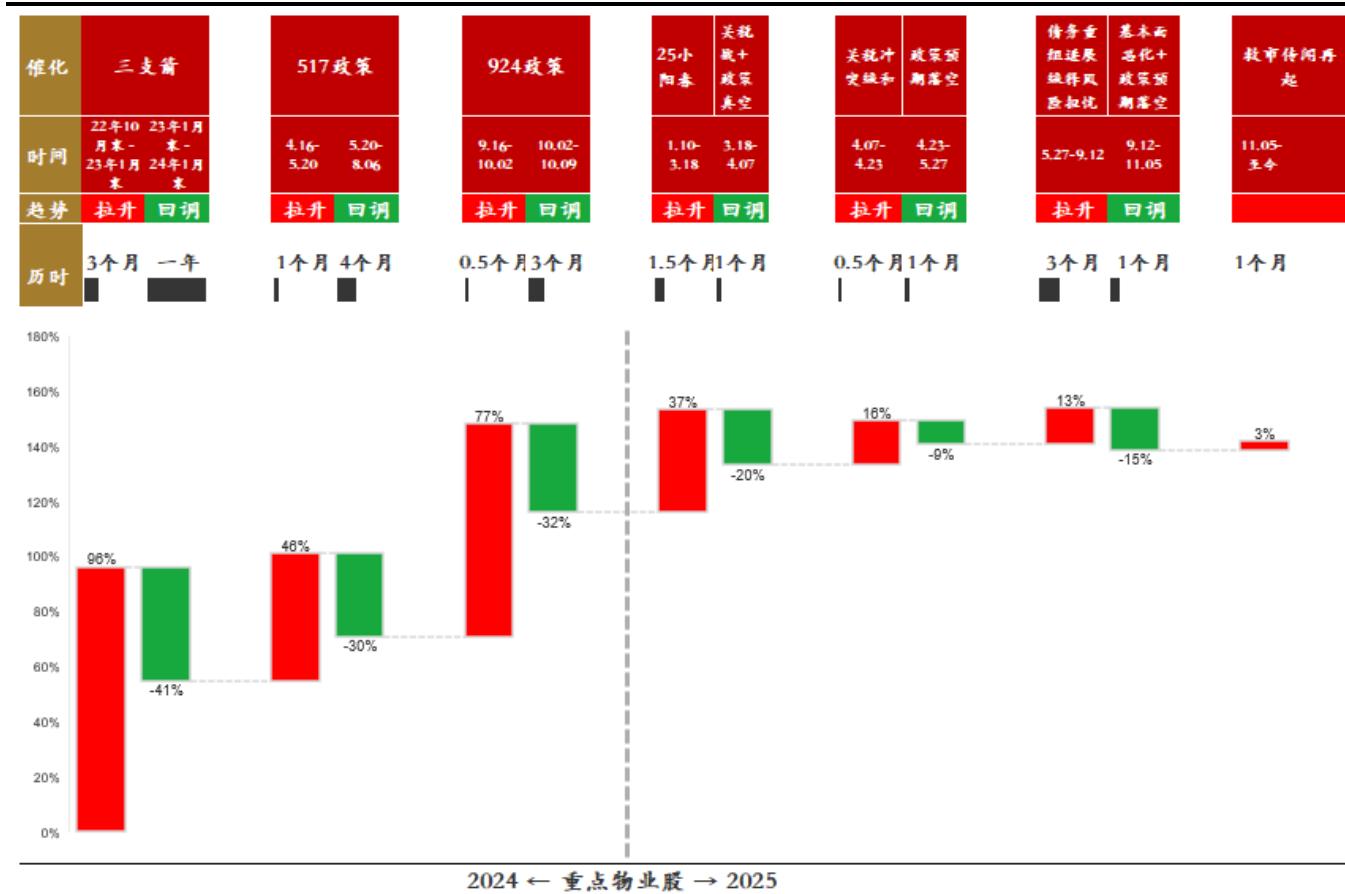
我们认为：1) 每次行情历时缩短主要反映市场对行业的长期信心变化。市场逐步接受行业长期将走向健康发展的道路，不论客观条件还是主观意愿都不再支持行业重回之前周期的高增长态势。2) 每次行情窗口的回调幅度均小于拉升幅度，反映行业估值在持续抬升，虽然行业修复所需时间较长已形成共识，但每一次组合政策的出台都会一定程度缩短行业见底所需的时间，从而带来了每次窗口的估值抬升即回调小于拉升幅度。

图31：地产板块拉升及回调窗口



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 32: 物业板块拉升及回调窗口



资料来源：万得，招银国际环球市场

投资建议

在行业需求总量下行、模式转换的背景下，存量市场主导地位将进一步强化，我们认为2026年板块内投资应寻找在存量运营、服务领域具备绝对能力的企业；同时重资产领域，在开发业务持续缩量背景下，开发运营并重及具有优质资源储备的企业将更优机会跑赢大市。所以我们建议关注：

■ 主线一：存量市场生态的构建者与服务商的价值重估

- 1) 物业管理服务商：物业管理的商业本质在于对可收费面积的永续经营，其现金流稳定、派息较高的特性在逆周期中防御价值凸显。更重要的是，在存量发展时代，物业管理质量直接关乎居民居住体验和资产保值能力，是决定房企品牌口碑和未来销售（尤其是在改善性市场）的关键因素。因此，具备优秀服务品质、高效数智化运营和强大成本管控能力的物管公司，其价值将随存量时代深化而不断重估，是穿越周期的长期受益。建议关注华润万象生活(1209 HK)、绿城服务(2869 HK)、保利物业(6049 HK)、滨江服务(3316 HK)等。
- 2) 交易平台龙头：2026年存量房成交量将继续超过新房销售面积，成为综合房产交易的主导力量。贝壳(BEKE US)作为国内二手房交易绝对龙头，将长期受益于两大核心逻辑：一是行业换手率提升带来的交易规模支撑，二是存量房全生命周期服务延伸机会，包括装修、租赁等增值业务的落地。在行业集中度持续提升的背景下，龙头企业的份额收割效应将进一步凸显，抗周期能力显著优于行业平均水平。

■ 主线二：重资产领域聚焦抗风险能力与优质资源储备

- 1) 在房地产开发业务持续缩量的行业背景下，商业资产运营能力较强的标的具备显著的抗周期韧性，重点关注新城发展、龙湖集团等企业；防御性层面：零售商业资产具备刚性消费属性支撑，运营收入受行业周期波动影响相对有限，在开发业务下行周期中不易出现业绩坍塌；弹性层面：若后续宏观经济企稳回暖，零售业务将较开发业务率先受益于消费复苏红利；融资优势：在当前融资环境收紧背景下，优质零售资产因现金流稳定、抵押价值明确，更易获得金融机构增量融资支持，资金面优势进一步凸显。
- 2) 纯开发企业聚焦优质可售资源储备：在开发业务缩量背景下，行业竞争逻辑从“规模扩张”转向“资源红利”，建议关注持续获得优质可售资源的标的，核心筛选标准为“拿地强度合理 + 拿地质量优异”。拿地强度合理：避免高杠杆拿地带来的流动性风险，保持稳健的土地储备节奏；拿地质量优异：聚焦核心城市核心地段，项目具备充足的盈利空间及去化保障。此类企业有望在市场调整期通过优质资产的销售实现份额提升，彰显穿越周期的能力。

风险提示

宏观经济下行幅度超预期、政策力度低于预期、资产价格下行幅度超预期等。

估值

图 33: 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, 百万元)	市盈率(x)			市净率(x)			净利润增速(%)			派息比例		股息率	
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	24E	25E	26E	24A	24A	25E	24A
中国海外发展	0688.HK	13.18	18,535	8.4 x	7.9 x	7.5 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	(0.0)	5.8	6.1	39%	4.6%	4.7%	
保利发展	600048.SH	6.53	11,048	20.4 x	17.9 x	14.5 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x	(23.3)	13.9	23.2	40%	2.6%	2.0%	
招商蛇口	001979.SZ	9.24	11,775	19.8 x	17.7 x	15.8 x	0.8 x	0.7 x	0.7 x	NA	NA	12.1	52%	2.1%	2.2%	
中国金茂	0817.HK	1.42	2,465	15.2 x	13.1 x	11.0 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	7.6	16.5	19.6	54%	2%	4%	
龙湖集团	0960.HK	10.04	9,084	12.5 x	11.3 x	9.5 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x	(50.7)	10.7	18.7	20%	3.5%	1.8%	
建发国际集团	1908.HK	15.97	4,597	6.8 x	6.3 x	5.8 x	0.9 x	0.9 x	0.8 x	(0.6)	7.8	9.4	47%	7.5%	7.5%	
滨江集团	002244.SZ	10.02	4,407	10.7 x	9.8 x	9.0 x	1.0 x	0.9 x	0.9 x	14.2	9.2	9.1	10%	0.8%	1.0%	
华发股份	600325.SH	4.53	1,762	25.0 x	17.8 x	13.0 x	0.6 x	0.6 x	0.6 x	NA	NA	NA	NA	NA	1%	
绿城中国	3900.HK	9.10	2,969	16.6 x	11.9 x	8.6 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	(20.8)	39.1	38.8	48%	3.6%	3.2%	
美的置业	3990.HK	4.33	799	8.8 x	7.2 x	5.7 x	1.1 x	1.0 x	0.8 x	(131.3)	22.4	26.0	NA	NA	8%	
中国海外宏洋集团	0081.HK	2.29	1,047	18.0 x	11.9 x	9.3 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	(56.8)	50.9	28.5	35%	4%	2%	
平均				14.1 x	12.3 x	10.6 x	0.5 x	0.5 x	0.5 x	(12.6)	9.7	14.3	37%	3.3%	3.2%	

资料来源: 公司资料, 万得, 招银国际环球市场预估 (截至 2025 年 12 月 5 日)

图 34: 估值对比 - 物业

公司	证券代码	收盘价 (交易币种)	总市值 (美元, 百万元)	市盈率(x)			净利润增速(%)			派息比例		股息率		PEG	
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	24A	24A	25E	24A	25E	26E
华润万象生活	1209.HK	45.24	13,268	22.8 x	20.2 x	18.1 x	13.3	12.9	12.0	134%	5.1%	4.1%	1.6		
万物云	2602.HK	20.24	3,038	14.7 x	12.7 x	11.3 x	27.0	15.7	13.0	196%	10.3%	45.0%	0.8		
碧桂园服务	6098.HK	6.54	2,810	11.8 x	10.3 x	9.4 x	(6.7)	14.0	10.1	0.6	4.9%	6.4%	0.7		
保利物业	6049.HK	35.00	2,488	11.3 x	10.6 x	9.9 x	5.9	6.7	6.9	50%	4.2%	3.8%	1.6		
中海物业	2669.HK	4.91	2,072	9.0 x	8.3 x	7.7 x	7.6	8.1	8.5	30%	3.7%	4.3%	1.0		
招商积余	001914.SZ	11.31	1,695	12.8 x	11.4 x	10.4 x	11.2	12.2	10.6	30%	2.1%	2.7%	0.9		
绿城服务	2869.HK	4.48	1,815	13.8 x	11.9 x	10.4 x	18.4	16.4	13.8	75%	4.5%	4.9%	0.7		
滨江服务	3316.HK	24.56	872	9.7 x	8.6 x	7.6 x	15.9	13.4	12.4	70%	6.1%	7.1%	0.6		
越秀服务	6626.HK	2.50	483	7.4 x	6.4 x	5.7 x	30.9	16.3	12.3	74%	7.3%	7.1%	0.4		
建发物业	2156.HK	2.65	480	9.0 x	8.0 x	7.2 x	16.3	12.5	11.5	58%	5.7%	6.6%	0.6		
永升服务	1995.HK	1.76	391	6.1 x	5.8 x	5.2 x	(5.2)	4.6	11.8	62%	10.5%	10.6%	1.3		
金茂服务	0816.HK	2.92	339	6.2 x	5.8 x	5.3 x	4.4	7.2	7.8	41%	6.2%	6.4%	0.8		
新希望服务	3658.HK	1.98	207	6.3 x	5.8 x	5.4 x	3.2	7.3	8.8	57%	8.7%	9.0%	0.8		
星盛商业	6668.HK	1.38	180	8.1 x	8.1 x	7.7 x	1.4	0.9	4.9	80%	9.5%	9.6%	NA		
平均				16.5 x	14.7 x	13.1 x	11.9	12.4	11.2	103%	5.4%	8.7%	1.2		
贝壳-W	2423.HK	44.44	20,021	37.9 x	27.4 x	21.3 x	(8.2)	38.7	28.7	73%	2.1%	1.8%	0.7		
绿城管理控股	9979.HK	3.07	789	9.6 x	8.9 x	7.8 x	(27.4)	8.0	13.3	59%	8.5%	7.5%	1.1		
平均				36.9 x	23.6 x	18.0 x	(8.9)	37.5	28.1	72.1%	2.3%	2.0%	0.6		

资料来源: 公司资料, 万得, 招银国际环球市场预估 (截至 2025 年 12 月 5 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之分析员，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于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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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关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之分析员，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个人。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。