

2026年05月18日

核心城市先行，星火亦可燎原

看好

——中国房地产止跌回稳系列报告之一

相关研究

《核心城市引领止跌回稳，龙头房企先行弹性十足——日美房地产止跌回稳路径复盘》2026/03/24

《【申万房地产】房地产2026年春季投资策略：核心城市先行，龙头弹性十足》2026/03/18

《聚合消费最强音，价值重估新篇章——商业地产系列报告之二：购物中心价值重估》2025/12/05

证券分析师

袁豪 A0230520120001

yuanhao@swsresearch.com

陈鹏 A0230521110002

chenpeng@swsresearch.com

顾铮 A0230525120002

guzheng@swsresearch.com

联系人

顾铮 A0230525120002

guzheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **二手房量价：今年在无宏观政策下显著改善。**2021年以来，房地产行业在政策催化下于2023Q1和2024Q4两次寻底但均未成功。2026年年初以来，房地产进入了第三次寻底阶段，在无宏观政策放松的背景下，二手房市场量价呈现了不同程度的修复，其中尤其是上海和北京等核心城市已经连续3个月房价环比转正；其背后的驱动因素为租金回报率走高推动的性价比逻辑，经历了近几年房价大跌和租金小跌，全国住宅租金回报率已提升至2.7%，超过了公积金率的2.6%，并伴随着今年地方公积金贷款额度的显著增加，吸引力逐步提升，其中核心城市低总价房源的房价因此实现了率先企稳回升。
- **持续性判断：本轮改善更健康、预计将更持续。**主要源于宏观和中观两方面更健康的支撑：宏观层面，我国房地产量价的调整幅度和调整时间已经持平或超过国际房地产泡沫经验的平均水平，并且居民资产负债表走弱趋势也有望结束，目前来看调整已经较为充分；中观层面，本轮楼市改善呈现出两大特征，1) 挂牌量下降开启二手房去库存周期，其中一线城市二手房成交挂牌比走强进一步说明二手房供需关系的改善，其中上海已完全进入到二手房挂牌量去库存周期，2) 上海等城市成交热度逐步向上传导重建置换链，这源于当地改需和外地改需的推动。综上，预计上海等城市今年有望领先企稳回升。
- **日美经验借鉴：核心城市先行，龙头弹性十足。**核心城市房价领先企稳将赋予龙头房企基本面和估值面十足的弹性。通过日美经验分析，我们认为：1) 城市房价止跌回稳有先后，核心城市止跌明显领先于全国；其中日本东京房价领先全国约5年；美国旧金山为首6城房价领先全国约3年。2) 龙头公司股价跟踪的是核心城市房价、而非全国房价，呈现龙头股价底→核心城市房价底→全国房价底的传导路径，日本龙头涨了4-5倍和美国龙头涨了1-2倍、绝对和相对收益显著。需要注意的是，全国房价企稳作为信号已太晚，我们需聚焦核心城市房价的企稳时点。
- **投资分析意见：核心城市先行，星火亦可燎原，维持“看好”评级。**我们认为，在我国房地产经历深度调整之后，我国房地产量价的调整幅度、调整时间和居民资产负债表的调整均已较为充分，预计行业基本面底部正逐步临近；而今年上海和北京等核心城市年初以来楼市改善更为健康，预计今年有望领先企稳回升，并且参考日美两国经验可知，核心城市房价领先止跌、并将赋予龙头房企后续基本面和估值面十足的弹性。我们维持房地产及物管“看好”评级，推荐：1) 优质房企：建发国际、中国金茂、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、中海外发展、建发股份、中海宏洋、保利发展，关注保利置业、城投控股；2) 商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展、大悦城；3) 二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；4) 物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。
- **风险提示：销售和融资资金趋紧，收储和城改推进不及预期。**

投资案件

结论和投资分析意见

我们认为，在我国房地产经历深度调整之后，我国房地产量价的调整幅度、调整时间、和居民资产负债表的调整均已较为充分，预计行业基本面底部正逐步临近；而今年上海和北京等核心城市年初以来楼市改善更为健康，预计今年有望领先企稳回升，并且参考日美两国经验可知，核心城市房价领先止跌、并将赋予龙头房企后续基本面和估值面十足的弹性。目前板块配置处历史底部区域，部分优质企业估值已处于历史低位，板块已具备吸引力。我们维持房地产及物管“看好”评级，推荐：1) 优质房企：建发国际、中国金茂、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、中海外发展、建发股份、中海宏洋、保利发展，关注保利置业、城投控股；2) 商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展、大悦城；3) 二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；4) 物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

原因与逻辑

- 1) **二手房量价：今年在无宏观政策下显著改善。**2026 年年初以来，房地产进入了第三次寻底阶段，在无宏观政策放松的背景下，二手房市场量价呈现了不同程度的修复，其中尤其是上海和北京等核心城市已经连续 3 个月房价环比转正；其背后的驱动因素为租金回报率走高推动的性价比逻辑。
- 2) **持续性判断：本轮改善更健康、预计将更持续。**宏观层面，我国房地产量价的调整幅度、调整时间和居民资产负债表的调整均已较为充分；中观层面，本轮楼市改善呈现出两大特征，一方面，挂牌量下降开启二手房去库存周期，另一方面，上海等城市成交热度逐步向上传导重建置换链。
- 3) **日美经验借鉴：核心城市先行，龙头弹性十足。**通过日美经验分析可知，城市房价止跌回稳有先后，核心城市止跌明显领先于全国；并且核心城市房价领先企稳之后将赋予龙头房企基本面和估值面十足的弹性，期间日本龙头涨了 4-5 倍和美国龙头涨了 1-2 倍、绝对和相对收益显著。

有别于大众的认识

市场认为，我国房地产行业仍处于持续调整阶段，量价下行压力仍然较大，房地产公司股价将受制于全国房地产市场低景气度影响持续低位。但我们认为，当前居民资产负债表已经见顶、后续有望逐渐改善，核心城市房价将领先于全国房价见底；而龙头地产公司股价起点又主要跟踪核心城市房价，而明显领先于全国房价走势；且房企能充分享受格局优化红利，在规模增长、盈利能力、市场估值上均会明显改善。因此，我们判断龙头地产公司后续在股价表现上将有明显超额收益，房地产板块配置价值明显提升。

目录

1. 成交量：二手房成交在无宏观政策下显著改善 7
2. 价格：二手房价格也在无宏观政策下显著改善 13
3. 驱动因素：本轮楼市改善源于性价比逻辑推动 18
4. 持续性判断：本轮改善更健康、预计将更持续 25
5. 日美经验借鉴：核心城市先行，龙头弹性十足 36
6. 投资分析意见：核心城市先行，星火亦可燎原 39
7. 风险提示：行业资金趋紧，收储和城改不及预期 41

图表目录

图 1: 冰山 40 城二手房成交价走势	7
图 2: 17 城二手房网签成交套数	7
图 3: 一二线城市 (9 城) 二手房网签成交套数	8
图 4: 三四线城市 (8 城) 二手房网签成交套数	8
图 5: 2022 年年底融资三支箭政策.....	8
图 6: 2024 年 9 月房地产止跌回稳政策.....	8
图 7: 核心 20 城二手房实时成交.....	9
图 8: 核心 20 城二手房实时成交月同比	9
图 9: 2026 年 1-4 月核心 20 城分能级二手房实时成交同比	10
图 10: 2023-2026 年一线城市二手房实时成交量	11
图 11: 2022-2025 主流 27 城新房和二手房住宅成交合计走势	12
图 12: 冰山 50 城二手房挂牌价周环比.....	13
图 13: 冰山 50 城二手房挂牌价周环比 (分能级)	13
图 14: 一线城市二手房挂牌价周环比走势	14
图 15: 一线城市二手房成交议价率	14
图 16: 冰山 40 城二手房成交价走势	15
图 17: 冰山 40 城二手房成交价月环比.....	15
图 18: 统计局 70 城二手住宅房价月环比	16
图 19: 一线城市二手房成交价月环比.....	16
图 20: 二手房成交价与挂牌价之间的关系.....	17
图 21: 2024 年 11 月和 2026 年 3 月上海二手房价涨跌幅对比分析	18
图 22: 全国租金回报率和公积金利率走势对比.....	20
图 23: 全国租金回报率阶段提升幅度.....	20
图 24: 上海市各区二手房老公房和次新房平均租金回报率对比.....	24
图 25: 上海市各区二手房老公房租金回报率	24
图 26: 上海市各区二手房次新房租金回报率	24
图 27: 房地产前端指标累计降幅 6-8 成, 后端指标累计降幅 4-5 成	25

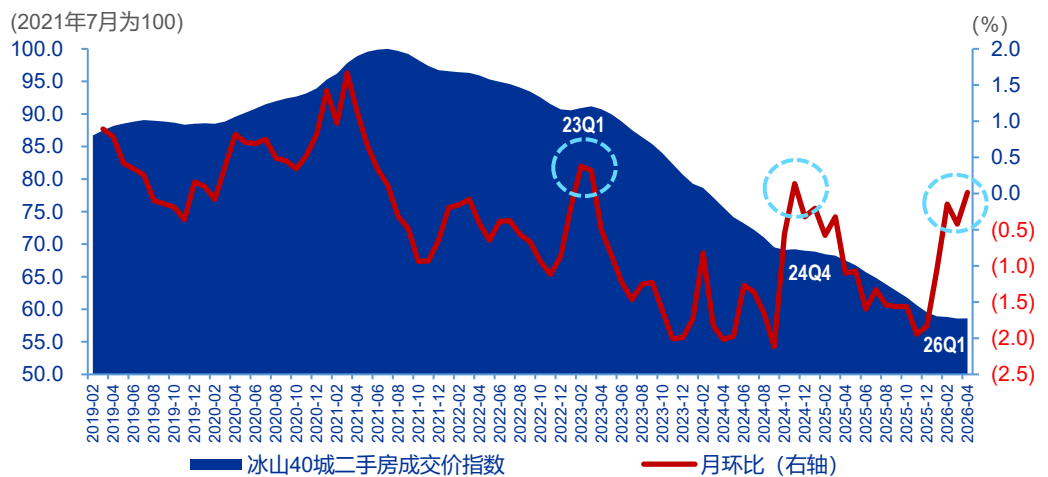
图 28: 房地产调整期当中, 美国、日本和德国新开工套数累计降幅 5-8 成	25
图 29: 2021 年 7 月以来 40 城二手房成交价累计下降 41%	26
图 30: 1970 年以来 42 国房地产泡沫阶段房价跌幅和持续时间之间的关系	26
图 31: 城镇居民资产及负债的对比	27
图 32: 2014-2025 年中国居民资产负债表走势	27
图 33: 冰山 50 城二手房挂牌量走势	28
图 34: 近期一线城市二手房挂牌量下降最为明显	28
图 35: 一线城市中上海二手房挂牌量下降最为明显	28
图 36: 一线城市二手房挂牌量走势	29
图 37: 2026 年 1-4 月一线城市二手房新增挂牌量同比下降 21%	30
图 38: 2026 年 1-4 月一线城市二手房实时成交量同比增长 12%	30
图 39: 一线城市二手房实时成交/新增挂牌比	31
图 40: 上海二手房实时成交量及结构走势	32
图 41: 上海二手房挂牌量及结构走势 (前后台)	32
图 42: 上海二手房前后台挂牌存量去化周期	32
图 43: 20 城二手房前台挂牌量去化周期	33
图 44: 上海二手房挂牌价最近 1 个月涨跌幅 (按总价段分类)	34
图 45: 上海二手房各总价段占比走势	35
图 46: 一线城市二手房套总价中位数走势	35
图 47: 日本龙头房企股价和全国房价、东京房价的关系	36
图 48: 美国龙头房企股价和全国房价、旧金山房价的关系	37
图 49: 日本及东京都、大阪府的人口变化	37
图 50: 美国及旧金山、纽约的人口变化	37
图 51: 香港楼市房价与新鸿基地产股价关系	38
图 52: 中国香港人口走势	38
图 53: 非本地学生获准来港就读人数走势	38
图 54: 房地产板块基金持仓变化	40
表 1: 2026 年前 4 月核心 20 城二手房实时成交及同比	10
表 2: 上海挂牌单价涨幅% (按租售比)	18

表 3: 上海挂牌单价涨幅统计% (按房龄)	19
表 4: 上海挂牌单价涨幅统计% (按户型)	19
表 5: 上海挂牌单价涨幅统计% (按物业类型)	19
表 6: 近期地方公积金政策密集出台	20
表 7: 全国及主要城市租售比	23
表 8: 2026 年 3 月上海市各区二手房老公房和次新房租金回报率	23
表 9: 上海挂牌单价涨幅统计% (按总价段)	33
表 10: 主流 AH 上市房企估值表	40
表 11: 主流 AH 上市物业管理/经纪企业估值情况	41

1. 成交量：二手房成交在无宏观政策下显著改善

2021年以来，房地产行业在政策催化下于2023Q1和2024Q4两次寻底但均未成功。在近几年房价持续下行过程中，我国房地产出现过2次止跌回稳的契机，第一次是2023年1季度“前期融资三支箭+疫情政策调整”推动了市场供需两端改善，第二次是2024年4季度“924金融政策组合拳+房地产止跌回稳政策”推动了楼市信心的回升，这两次的止跌回稳都来自于政策调整推动的基本面寻底，并且两次政策效果更多反应在成交量的修复上面，其中17城二手房网签成交2023Q1同比+72%、2024Q4同比+29%；而更少反应在价格的修复上面，其中40城二手房成交价2023Q1修复了2个月、2024Q4仅修复了1个月，两次都没能形成量价正向循环，最终都没能寻底成功。

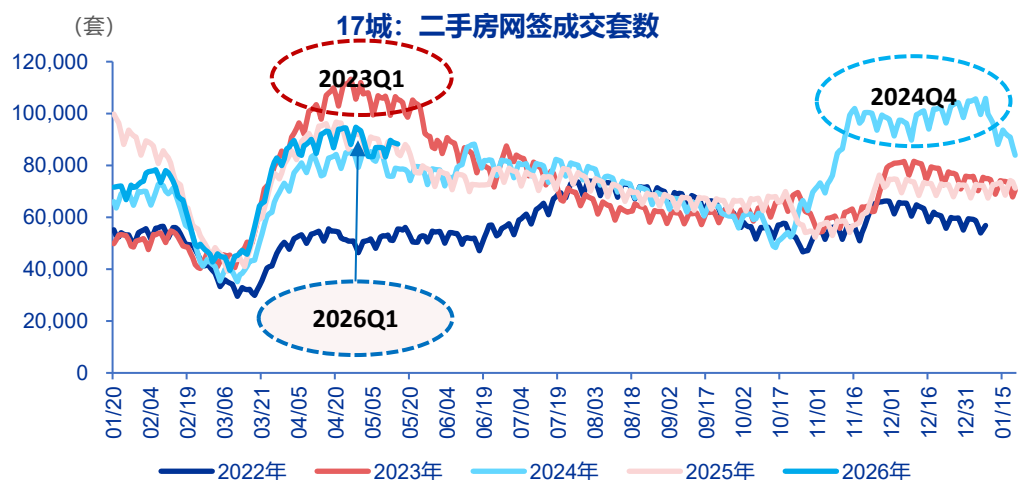
图 1：冰山 40 城二手房成交价走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至2026年4月。

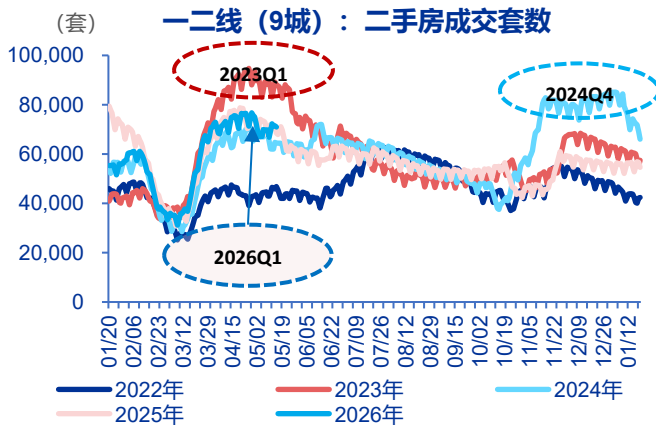
图 2：17 城二手房网签成交套数



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1) 数据更新至2026年5月15日；2) 以2026年春节作为基准，其他年份按农历对齐。

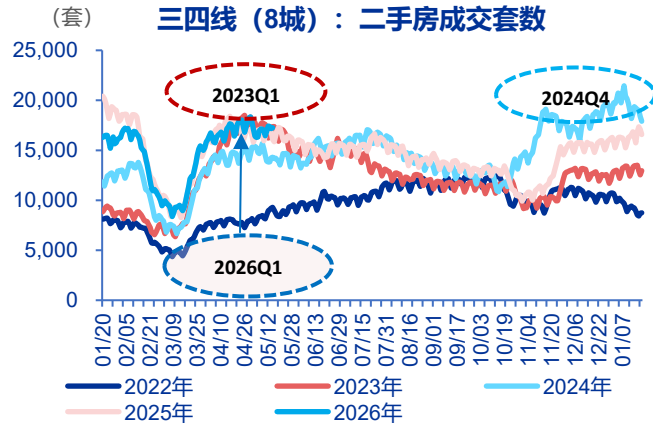
图 3：一二线城市（9城）二手房网签成交套数



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1) 数据更新至 2026 年 5 月 15 日；2) 以 2026 年春节作为基准，其他年份按农历对齐。

图 4：三四线城市（8城）二手房网签成交套数



资料来源：Wind，申万宏源研究

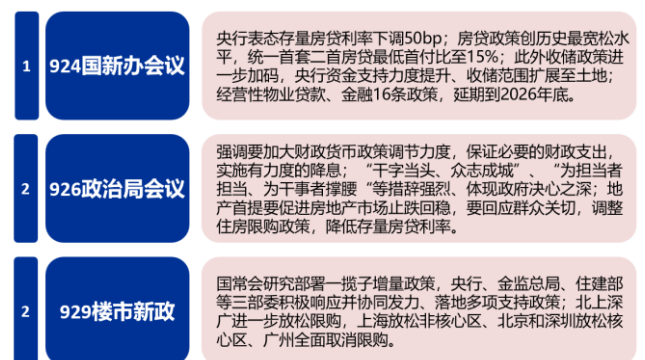
注：1) 数据更新至 2026 年 5 月 15 日；2) 以 2026 年春节作为基准，其他年份按农历对齐。

图 5：2022 年年底融资三支箭政策



资料来源：政府官方网站，申万宏源研究

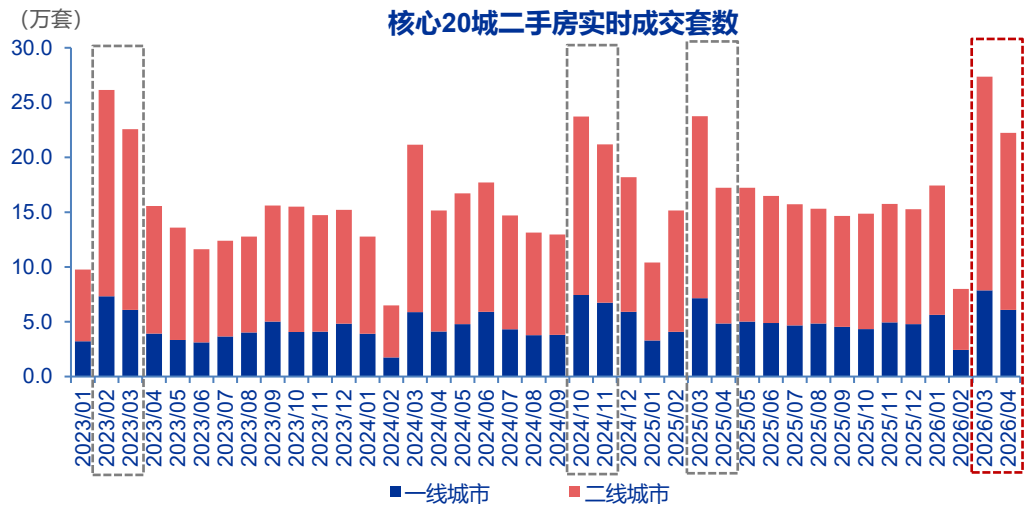
图 6：2024 年 9 月房地产止跌回稳政策



资料来源：政府官方网站，申万宏源研究

2026 年年初以来，房地产进入了第三次寻底阶段，市场量价呈现了不同程度的修复。这个第三次楼市寻底是超市场预期的，源于：1) 这次修复发生在没有中央政策放松的背景下，不同于前两次都有中央政策支持，包括 2023Q1 的“前期融资三支箭+疫情政策调整”和 2024Q4 的“924 金融政策组合拳+房地产止跌回稳政策”；2) 这次修复发生在房价深度调整的背景下，2021 年 7 月至今二手房房价累计跌幅已经高达 41%、显著高于 2023Q1 阶段的累计跌幅 9%和 2024Q4 阶段的累计跌幅 31%，楼市情绪处于非常低落的状态。

图 7：核心 20 城二手房实时成交



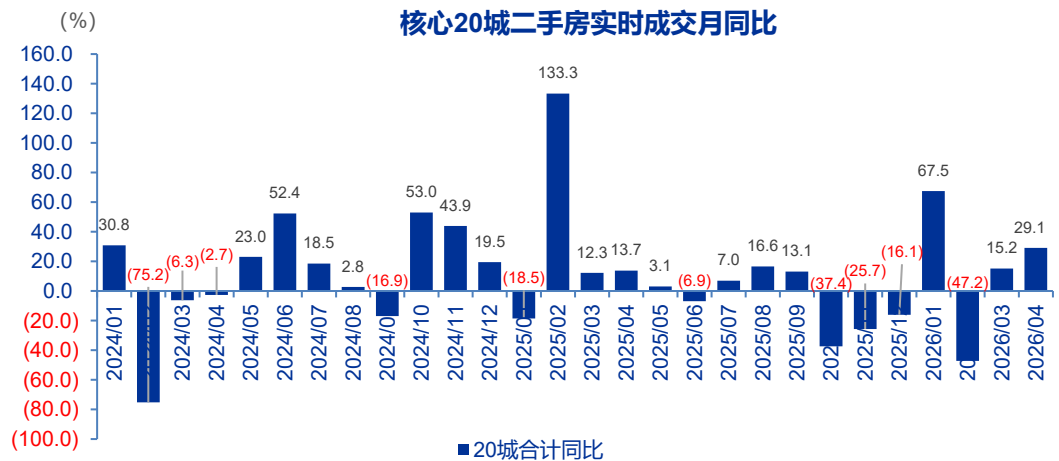
资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 4 月。

从二手房实时成交来看，今年年初以来一二线城市二手房成交普遍实现了显著改善。

需要注意的是：1) 高基数上楼市成交实现快速增长，2025 年年初二手房市场仍然受到 2024 年 924 政策的正向带动，二手房成交处于高基数水位，而 2026 年 1-4 月核心 20 城二手房实时成交套数合计 75.0 万套、同比+12.8%，并且也高于 2023-2025 年 1-4 月的 74.0、55.6、66.5 万套，尤其还强于 2023 年疫情管控放松阶段的成交，在高基数上楼市成交实现快速增长实属不易；2) 本次楼市改善的范围是相对普遍的，今年楼市的改善并不只是上海一个城市在改善，而是较大范围内的城市都在改善，2026 年 1-4 月一线城市二手房实时成交同比+13.6%，同期二线城市同比+12.4%，其中二线城市中，无锡(+42.9%)、合肥(+35.4%)、东莞(+34.0%)、佛山(+31.7%)、南京(+25.9%)等城市的同比增长显著高于核心 20 城的+12.8%，同时也高于上海的+14.5%

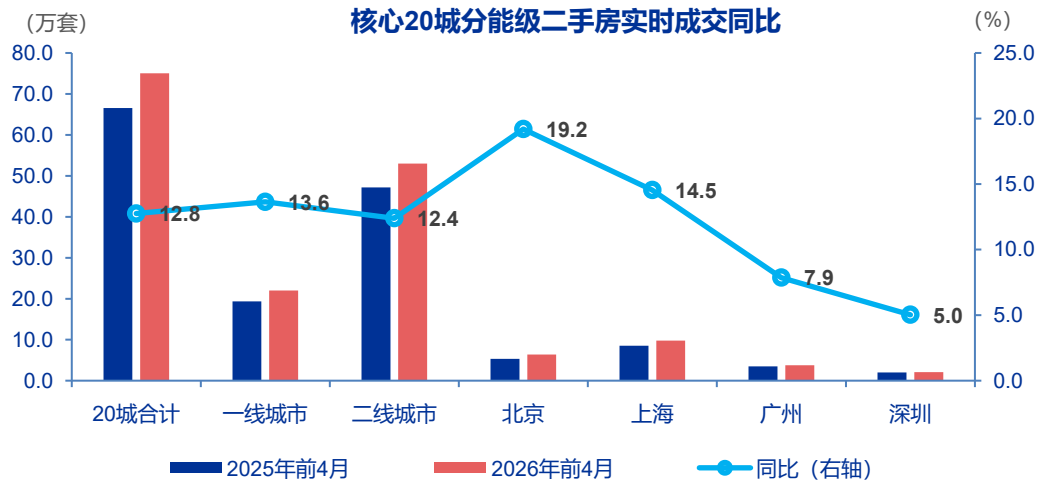
图 8：核心 20 城二手房实时成交月同比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 4 月。

图 9：2026 年 1-4 月核心 20 城分能级二手房实时成交同比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

表 1：2026 年前 4 月核心 20 城二手房实时成交及同比

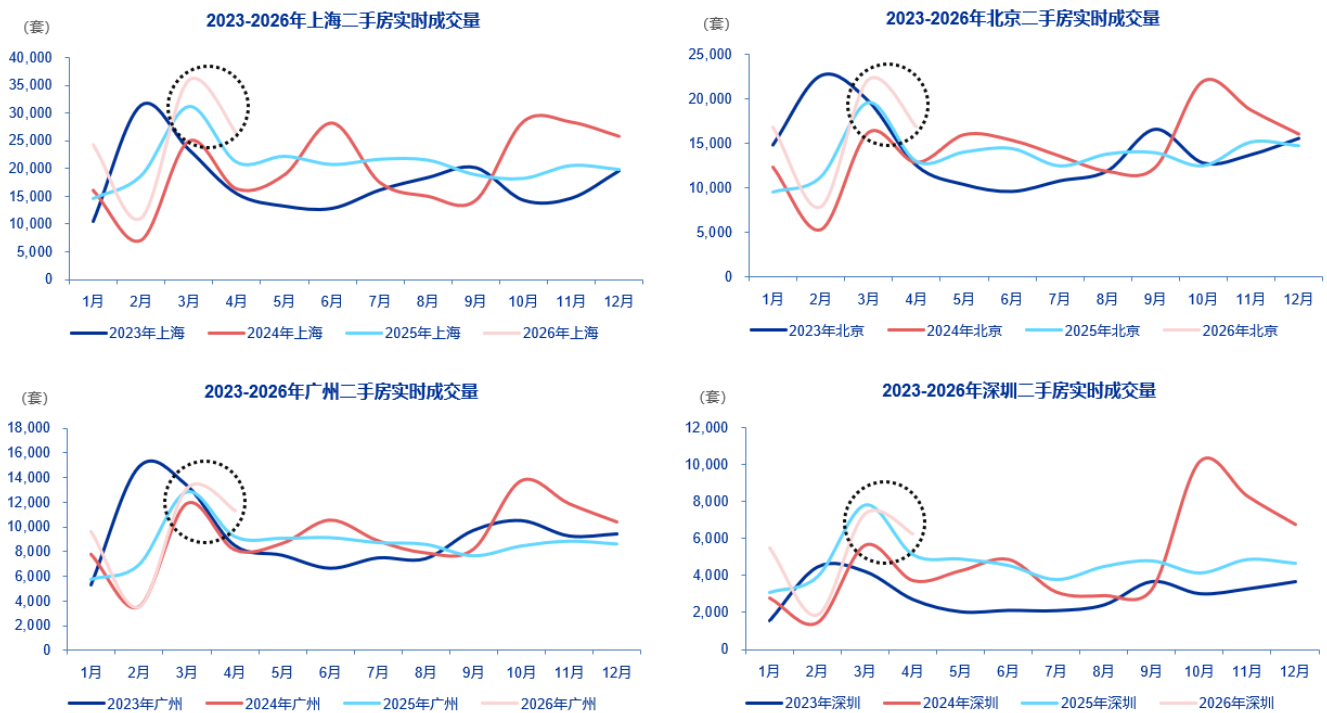
城市	2025 年前 4 月 (万套)	2026 年前 4 月 (万套)	同比 (%)
无锡	1.29	1.85	42.9
合肥	2.56	3.47	35.4
东莞	0.96	1.29	34.0
佛山	1.60	2.11	31.7
南京	3.01	3.79	25.9
苏州	2.06	2.57	24.9
宁波	2.09	2.60	24.8
西安	3.05	3.80	24.6
厦门	0.70	0.86	23.3
武汉	3.52	4.25	21.0
北京	5.35	6.37	19.2
上海	8.54	9.79	14.5
广州	3.49	3.76	7.9
重庆	4.57	4.89	7.0
天津	5.09	5.36	5.1
深圳	2.00	2.10	5.0
沈阳	3.82	3.91	2.3
长沙	2.03	2.02	(0.7)
成都	7.93	7.85	(1.0)
杭州	2.88	2.39	(17.0)
20 城合计	66.54	75.03	12.8

资料来源：冰山指数，申万宏源研究

聚焦到一线城市，今年 3-4 月北上广深的二手房实时成交量基本上都创下了过去几年的新高。

其中，今年年初以来上海二手房成交综合表现最优，其次是北京。这基于两方面的数据考量：1) 二手房成交同比方面北京最优，4 个一线城市的 2026 年 1-4 月二手房实时成交同比分别为：北京+19.2%、上海+14.5%、广州+7.9%、深圳+5.0%，其中北京目前表现最优、上海其次；2) 二手房成交绝对量方面上海最优，4 个一线城市的 2026 年 1-4 月二手房实时成交套数分别为：上海 9.8 万套（对比 2023-2025 年同期的 8.1、6.5、8.5 万套，强于 2023-2025 年这三年）、北京 6.4 万套（对比 2023-2025 年同期的 7.0、4.7、5.3 万套，强于 2024-2025 年、但弱于 2023 年）、广州 3.8 万套（对比 2023-2025 年同期的 4.2、3.1、3.5 万套，强于 2024-2025 年、但弱于 2023 年）、深圳 2.1 万套（对比 2023-2025 年同期的 1.3、1.4、2.0 万套，强于 2023-2025 年这三年）。

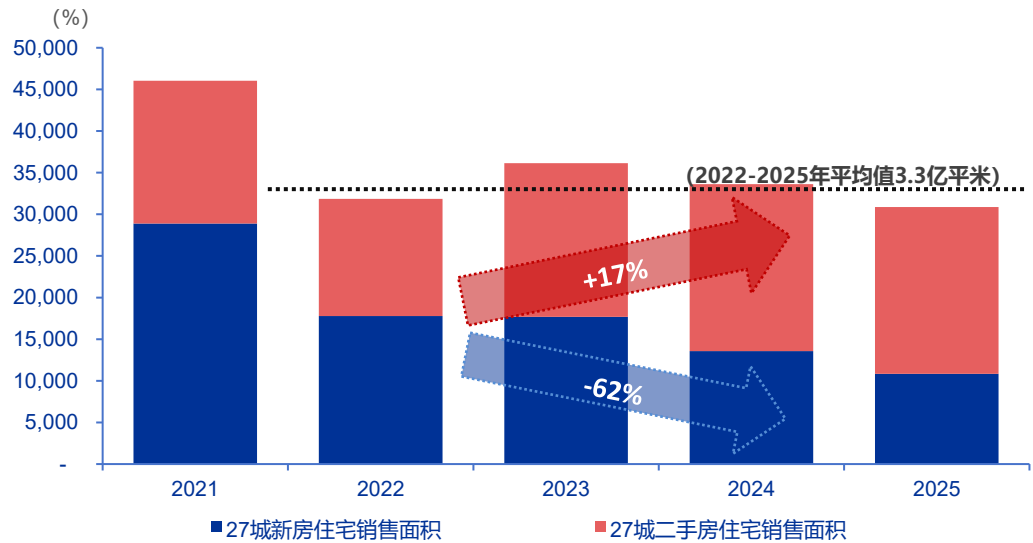
图 10：2023-2026 年一线城市二手房实时成交量



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

需要注意的是，近年房地产寻底的坎坷经验告诉我们：在本轮周期中成交量放量是房价企稳的必要条件、而不是充分条件。在本轮周期中，“量在价先”的经验规律并不能很好适用，2022-2025 年主流城市基本上呈现了二手房成交量和渗透率的双双提升、并且是持续提升，但二手房成交的持续放量并没有传导至房价的改善，目前看来，在本轮周期中成交量放量是房价企稳的必要条件、而不是充分条件。

图 11: 2022-2025 主流 27 城新房和二手房住宅成交合计走势



资料来源: 克而瑞, 申万宏源研究

因而，虽然我们看到了今年年初以来核心城市二手房成交量实现了显著改善，并且我们也看到了本次楼市改善更为健康的因素，主要呈现为以下 4 点：1) 在无宏观政策放松推动下实现；2) 在房价深度调整 41% 的背景下实现；3) 高基数上楼市成交实现快速增长；4) 楼市改善的城市范围是相对普遍的。但鉴于过去几年的经验，仅仅成交量的改善并不足以推动房价的改善，也很难完全保证这第三次房地产寻底的成功，我们需要分析本轮周期中“量在价先”的经验规律失效的原因，并进一步分析除了成交量之外影响房价的因素，比如包括：供给端的挂牌量、需求端的居民资产负债表等。

2. 价格：二手房价格也在无宏观政策下显著改善

除了上述提及的二手房成交量改善之外，2026 年年初以来房价也呈现了持续的改善，并且同样也是在无宏观政策支持的背景下实现的。

从二手房挂牌价指数来看，去年 12 月以来挂牌价降幅持续收窄，目前接近于止跌。冰山 50 城二手房挂牌价周环比从 2025 年 12 月 7 日的-0.41%持续改善到 2026 年 5 月 10 日-0.03%，周环比降幅收窄幅度达 0.38pct，同期一线城市/二线城市/三线城市分别从-0.45%/-0.36%/-0.49%持续改善到-0.02%/-0.04%/-0.05%，周环比降幅收窄幅度分别达 0.43pct/0.32pct/0.45pct。上述数据值得注意的是：1) 目前挂牌价虽然接近于止跌、但还没止跌；2) 近期挂牌价收窄的城市范围是相对普遍的，并非只有核心城市在改善。

图 12：冰山 50 城二手房挂牌价周环比

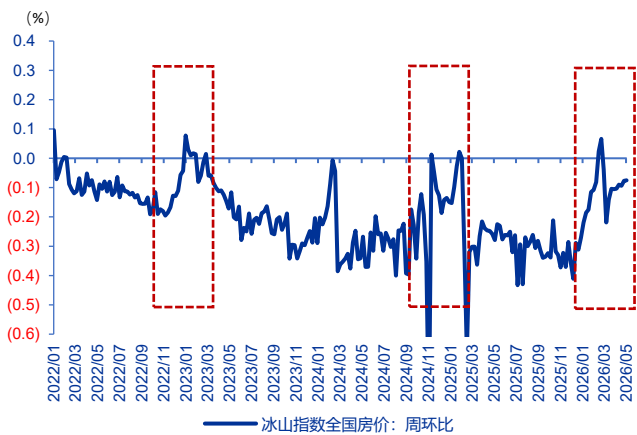
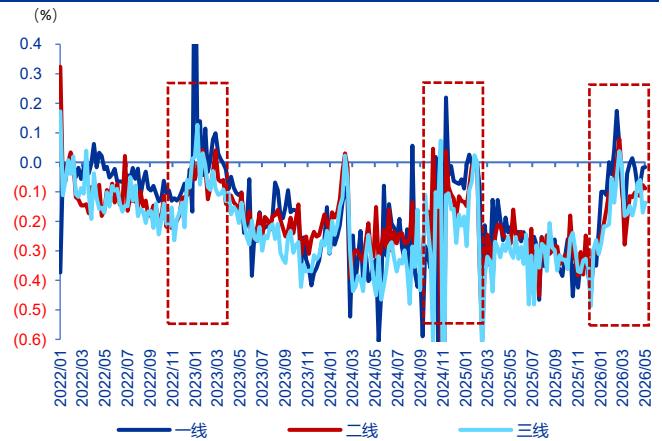
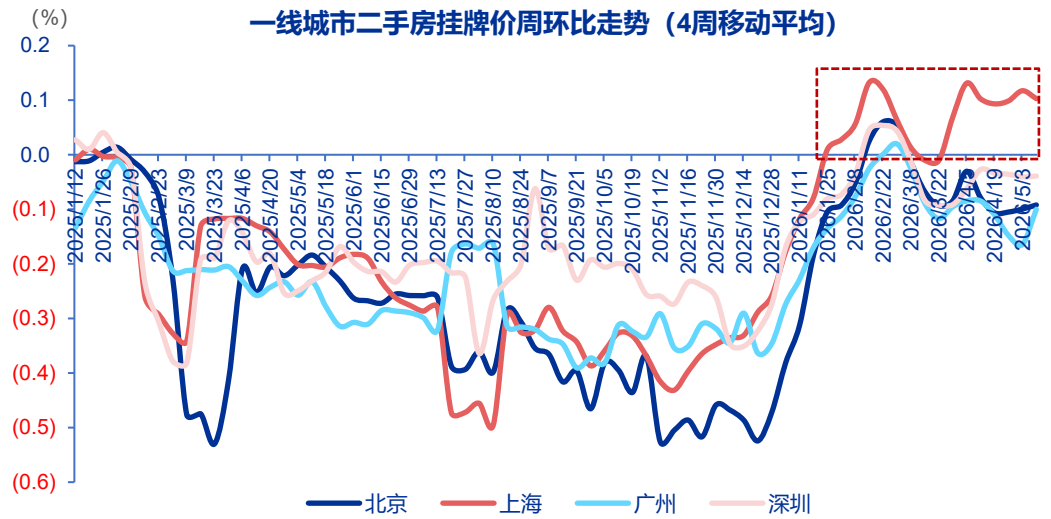


图 13：冰山 50 城二手房挂牌价周环比（分能级）



进一步聚焦到一线城市来看，上海二手房挂牌价已经进入止跌企稳阶段，但北京、广州、深圳的二手房挂牌价目前仍只是接近于止跌、但还没止跌。上海自今年年初以来二手房挂牌价周环比大部分为正，其中 2026 年 1 月 25 日至 2026 年 2 月 22 日连续 5 周环比为正，之后 2026 年 3 月 15 日至 2026 年 5 月 10 日连续 9 周环比为正，今年 1 月以来合计 14 周环比为正，这已经显著超过了 2022 年 9 月上海房价见顶回落之后的每次房价修复，此前单次连续环比为正不超 3 周，两次连续环比为正合计不超 4 周，因而上海挂牌价已经进入止跌企稳阶段，并且较 2023Q1 和 2024Q4 的寻底更为成功。不过，值得注意的是，北京、广州、深圳的二手房挂牌价目前仍只是接近于止跌、但还没止跌。

图 14：一线城市二手房挂牌价周环比走势

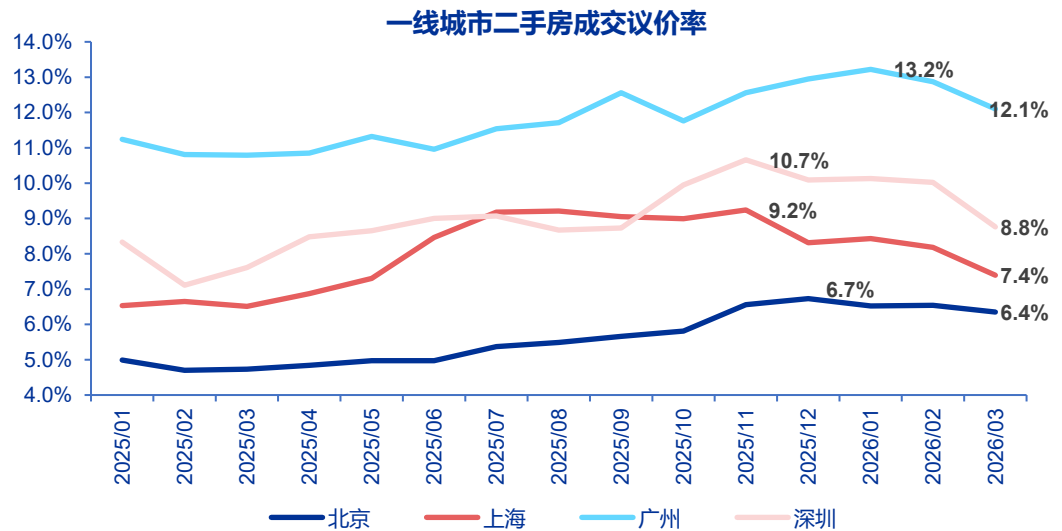


资料来源：冰山指数，申万宏源研究

在二手房挂牌价改善的基础上，议价率的下降也进一步贡献了二手房成交价的改善。

自 2026 年 11 月以来，一线城市的二手房成交议价率呈现了不同程度的下降。其中，深圳从 2025 年 11 月的 10.7% 下降到 2026 年 3 月的 8.8%、对应下降 1.9pct；上海从 2025 年 11 月的 9.2% 下降到 2026 年 3 月的 7.4%、对应下降 1.8pct；广州从 2026 年 1 月 13.2% 下降至 2026 年 3 月的 12.1%、对应下降 1.1pct；北京从 2025 年 12 月 6.7% 下降至 2026 年 3 月的 6.4%、对应下降 0.3pct。这意味着一线城市议价率的下降将在挂牌价改善的基础上将对成交价再额外贡献 0.3-1.9pct 的涨幅。

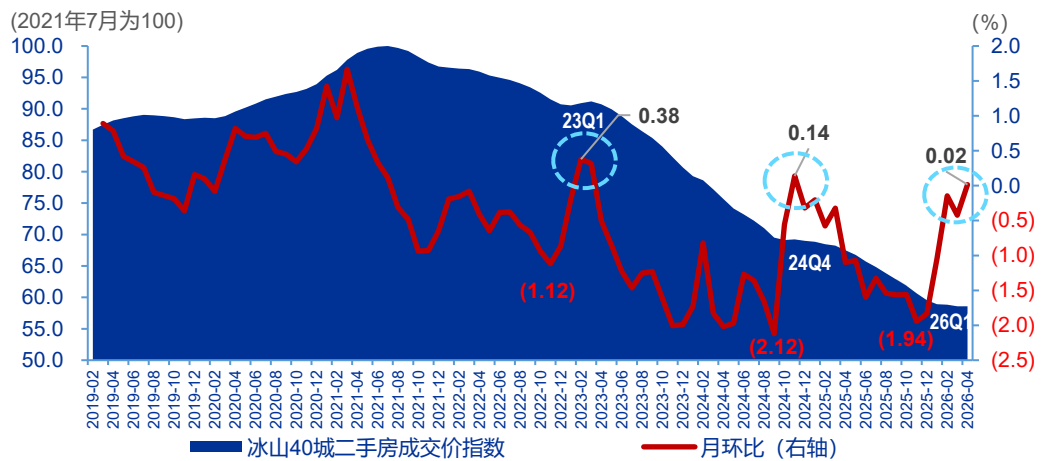
图 15：一线城市二手房成交议价率



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

从二手房成交价来看，近期二手房成交价环比也在持续改善，至今年4月成交价环比转正，虽改善幅度仍不如前两次寻底、但无政策推动下的房价寻底后续更值得期待。冰山40城二手房成交价环比自2025年11月的-1.94%持续改善至2026年4月的+0.02%，实现第三轮寻底中的首次环比转正，相较于2023Q1寻底的房价环比高点0.38%（同比转正持续2个月）和2024Q1寻底的房价环比高点+0.14%（同比转正持续1个月），目前2026Q1寻底的改善幅度仍不如于前两次寻底，但还是值得提醒的是，本轮的房价寻底发生在无宏观政策放松的背景下，后续的房价修复幅度和持续时间仍更值得期待。

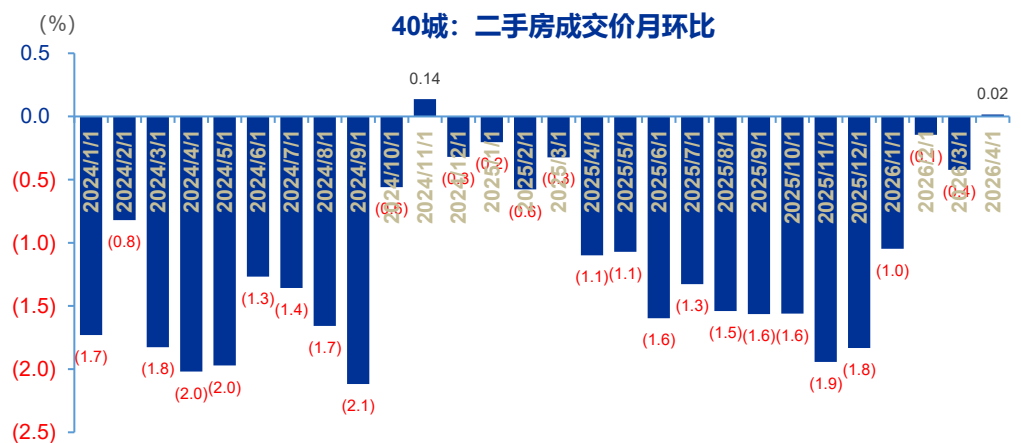
图 16：冰山 40 城二手房成交价走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至2026年4月。

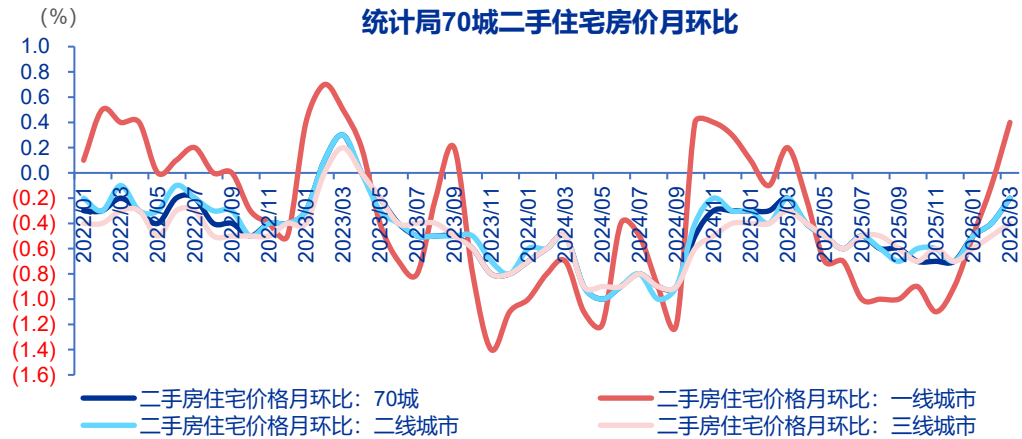
图 17：冰山 40 城二手房成交价月环比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至2026年4月。

图 18：统计局 70 城二手住宅房价月环比

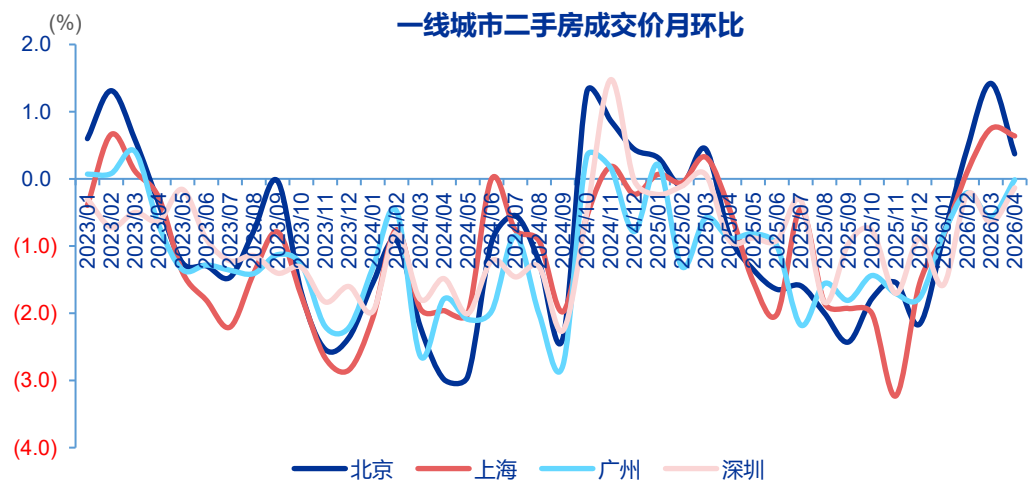


资料来源：统计局，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 3 月。

进一步聚焦到一线城市来看，北京和上海的二手房成交价环比已连续 3 个月转正、而广州和深圳目前也接近于止跌，但还没止跌。北京二手房成交价环比从 2025 年 9 月-2.4% 持续改善到 2026 年 2-4 月的+0.4%、+1.4%、+0.4%，呈现了连续三个月环比转正；上海二手房成交价环比从 2025 年 11 月-3.2%持续改善到 2026 年 2-4 月的+0.1%、+0.7%、+0.6%，同样呈现了连续三个月环比转正；广州二手房成交价环比从 2025 年 7 月-2.2%持续改善到 2026 年 4 月的-0.01%，接近于止跌；深圳二手房成交价环比从 2025 年 8 月-1.8%持续改善到 2026 年 4 月的-0.1%，也接近于止跌。

图 19：一线城市二手房成交价月环比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

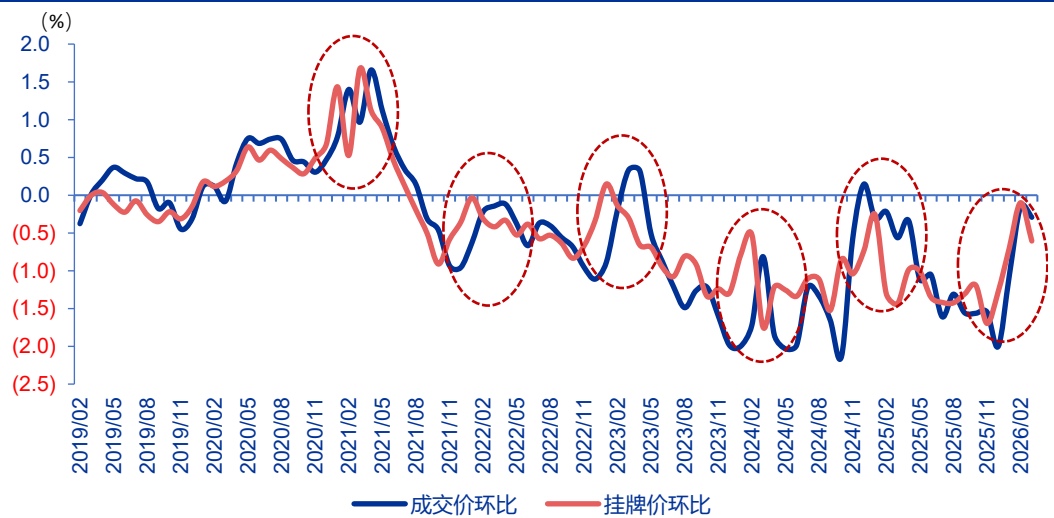
注：数据更新至 2026 年 4 月。

虽然本轮楼市改善已经呈现了量价双双修复，但目前市场仍担心楼市改善持续性不强。自 2021 年以来，每年小阳春都呈现了强季节性，无论是否有无楼市政策支持，二手房成

成交价都呈现了在 3 月之前走强、4 月之后走弱。小阳春的强季节性也干扰了市场对于本轮楼市后续改善持续性的判断，甚至进一步担心后续房价仍将进一步下降。

而我们认为，本轮楼市改善具有不同以往的特殊性，可进一步从宏观和微观角度上研究其持续性，包括：1) 我们需要进一步探索本轮无政策支持下的楼市改善的背后核心驱动力，这将降低小阳春的强季节性对于楼市后续改善判断的干扰；2) 我们也需要寻找出过去两轮房价寻底失败的核心原因，针对性地分析当前关键因素的变化，以便于形成更优的方法论判断楼市后续走势；3) 我们还需要借鉴国际上房价寻底过程中的总量和结构的经验和规律。

图 20：二手房成交价与挂牌价之间的关系



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

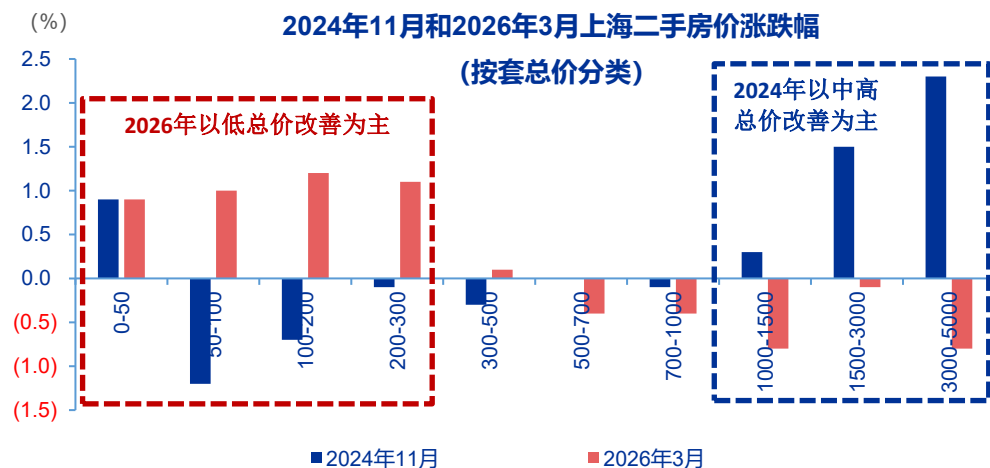
注：1) 数据更新至 2026 年 3 月；2) 历史上一般挂牌价领先于成交价 1-3 个月；3) 春节前后挂牌价和成交价会有季节性改善。

3. 驱动因素：本轮楼市改善源于性价比逻辑推动

不同于前两轮房价寻底的政策推动型，本轮房价寻底的核心驱动力更多是性价比推动型，即为租金回报率走高推动的性价比逻辑。以往政策推动型逻辑中，在 2024 年 924 政策推动下，购房者更看重资本增值，该阶段中（2024 年 11 月前后），购房者优先选择了最有概念性的房源（次新房、低租金回报率），因而上海呈现出了 1,000 万以上房源的房价上涨更早、涨幅更大，而同期上海 1,000 万以下房源的房价还在下跌。而本轮性价比推动型逻辑中，在无楼市政策推动下，购房者更看重租金回报率，该阶段中（2026 年 3 月前后），购房者优先选择最有性价比的房源（老破小、高租金回报率），上海呈现出了 300 万以下房源的房价上涨更早、涨幅更大，而同期上海 300 万以上房源的房价还在下跌。

我们认为，以往政策推动型逻辑的房价寻底中，房价修复的早期爆发力强，但因为缺乏租金回报率支撑，需要持续利好政策催化，因而往往改善持续性不佳；而当前性价比推动型逻辑的房价寻底，确实可能因为缺乏政策催化，房价修复的早期爆发力较弱，但因为租金回报率支撑，预计后续改善将更持续。

图 21：2024 年 11 月和 2026 年 3 月上海二手房价涨跌幅对比分析



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

表 2：上海挂牌单价涨幅% (按租售比)

租售比	房源量占比	近 1 个月涨幅	近 3 个月涨幅	近 6 个月涨幅	近 3 年涨幅
0-1.5%	31.1	(0.1)	(0.3)	(4.7)	(26.3)
1.5-2%	40.0	(0.1)	(0.4)	(4.7)	(29.7)
2-2.5%	20.8	0.1	0.6	(3.9)	(34.4)
2.5-3%	6.8	0.2	1.4	(2.3)	(34.4)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 3 月 8 日。

表 3: 上海挂牌单价涨幅统计% (按房龄)

房龄区间 (年)	房源量占比	近 1 个月涨幅	近 3 个月涨幅	近 6 个月涨幅	近 3 年涨幅
[0,5]	2.9	0.0	(1.1)	(4.7)	(27.6)
(5,10]	7.9	(0.1)	(0.7)	(6.0)	(30.4)
(10,15]	10.5	0.0	(0.4)	(5.0)	(30.2)
(15,20]	13.5	0.0	0.0	(4.8)	(27.9)
(20,25]	16.4	(0.3)	(0.5)	(4.4)	(26.2)
(25,30]	20.2	(0.1)	(0.4)	(4.8)	(30.8)
30+	28.7	0.3	0.7	(2.5)	(29.5)

资料来源: 冰山指数, 申万宏源研究

注: 数据更新至 2026 年 3 月 8 日。

表 4: 上海挂牌单价涨幅统计% (按户型)

户型	房源量占比	近 1 个月涨幅	近 3 个月涨幅	近 6 个月涨幅	近 3 年涨幅
1 房	17.6	0.1	0.9	(3.2)	(32.4)
2 房	45.0	0.1	0.4	(4.7)	(31.6)
3 房	28.6	0.1	0.0	(4.5)	(27.8)
4 房及以上	8.8	0.1	(0.6)	(3.2)	(24.0)

资料来源: 冰山指数, 申万宏源研究

注: 数据更新至 2026 年 3 月 8 日。

表 5: 上海挂牌单价涨幅统计% (按物业类型)

物业类型	房源量占比	近 1 个月涨幅	近 3 个月涨幅	近 6 个月涨幅	近 3 年涨幅
步梯住宅	41.1	0.2	0.4	(3.9)	(31.6)
电梯住宅	42.3	(0.2)	(0.5)	(4.8)	(27.9)
叠加+联排	6	0.3	(0.7)	(3.3)	(18.6)
纯商业	3.5	(0.9)	(11.5)	(11.7)	(21.7)
独栋别墅	4.2	(0.1)	0.3	(2.3)	3.8

资料来源: 冰山指数, 申万宏源研究

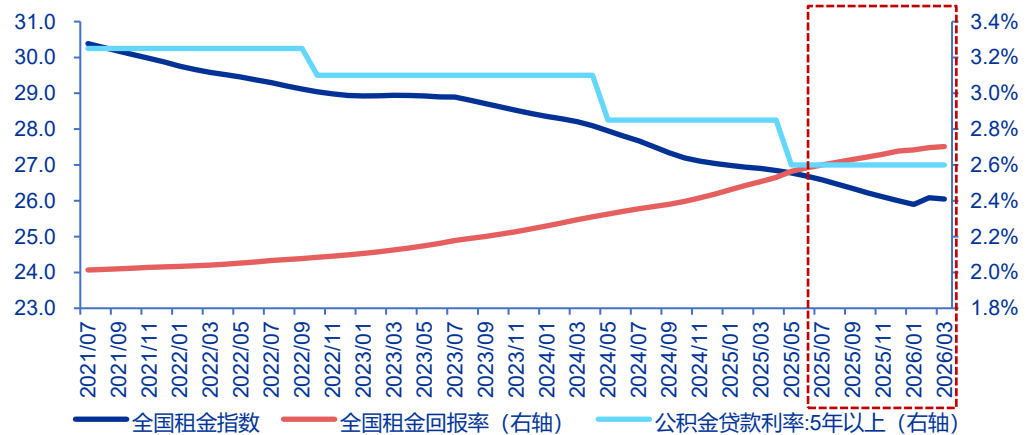
注: 数据更新至 2026 年 3 月 8 日。

经历了房价大跌和租金小跌, 全国住宅租金回报率已提升至 2.7%, 逐步有吸引力。

自 2021 年 7 月至 2026 年 3 月, 全国二手房成交价 (冰山 40 城数据) 累计下跌了 41%、而同期全国住宅租金 (冰山 75 城数据) 则累计下跌了 14%, 这综合推动了全国住宅租金回报率从 2021 年 7 月的 2.0% 提升至 2026 年 3 月的 2.7%, 逐步开始有吸引力。并且 2021 年 7 月以来, 随着房价下跌速度加快, 住宅租金回报率阶段提升幅度也有所加大, 从 2021 年下半年的 0.02pct 大幅提升至 2025 年全年的 0.24pct, 从而推动了 2024-2025 年租金回报率的显著提升。

25年7月公积金利率和租金回报率齐平于2.6%，并叠加26年公积金贷款额度大幅提升，本轮房价寻底的性价比逻辑开始正式启动。2025年5月后公积金贷款利率下降至2.6%，同年7月租金回报率提升至2.6%，两者的齐平意味着部分房源的性价比开始提升，不过2025年下半年总体房价还在下跌、并且是加速下跌，租金回报率的性价比逻辑未能发挥作用；直到2026年初，一方面地方政府频频大幅提升公积金贷款额度，公积金贷款呈现出“量多价优”的局面，并且也形成了住房贷款变相降息的作用；另一方面，2025年下半年房价的加速下跌也推动了租金回报率进一步提升至2.7%，租金回报率-公积金利率差持续改善，进一步助力的性价比逻辑的启动。

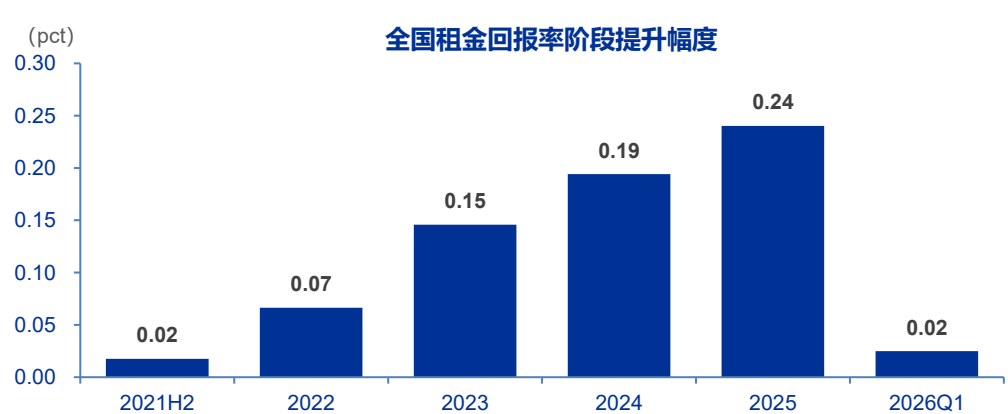
图 22：全国租金回报率和公积金利率走势对比



资料来源：冰山指数，Wind，申万宏源研究

注：全国租金指数包含 75 个城市的租金数据。

图 23：全国租金回报率阶段提升幅度



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：全国租金指数包含 75 个城市的租金数据。



表 6：近期地方公积金政策密集出台

时间	概要	具体内容
2025/12/29	常州：发布 2026 公积金新政，可贷额度增 50 万，首付最低至 15%	12 月 29 日，常州市发布《2026 年住房公积金新政》，明确自 2026 年 1 月 1 日起降低购房首付比例、提高贷款额度并延长贷款年限，以支持刚需及改善需求。新政将住房困难工薪群体购买 140 ㎡及以下新房或 75 ㎡以上二手房的首付比例下调至不低于 15%，其余购房人仍执行 20% 下限；对购买新建高品质住宅的缴存人，可贷额度在现行基础上再增 50 万元，两人及以上最高 170 万元，博士

时间	概要	具体内容
		研究生最高 230 万元；贷款主借款人年龄上限同步延长至 68 岁，期限最长 30 年；加装或更新电梯的个人分摊费用可提取公积金。
2026/1/5	成都：公积金购房代际互助政策延至 2026 年底	1 月 5 日，成都住房公积金管理中心发布通知，明确购房提取代际互助政策延续至 2026 年 12 月 31 日。根据新规，成都公积金缴存人在成都市行政区域内新购住房，本人及配偶可提取公积金外，其父母、子女也可在购房一年内申请提取一次，商品住房以合同备案登记日为准，再交易住房以不动产权证书登记日为准。申请代际互助提取需满足两项前提：提取人须在成都市住房公积金管理中心（含四川省分中心）无未结清的住房公积金贷款，且不存在其他限制提取情形。
2026/1/7	沈阳：1 月起优化 5 项公积金贷款政策，首付 15% 延至 2026 年底	1 月 7 日，沈阳住房公积金管理中心副主任李贲在发布会上表示，2026 年 1 月起实施 5 项公积金贷款政策优化。新政将 2024 年 11 月启动的最低首付 15% 政策期限延长至 2026 年 12 月 31 日；把 2025 年 7 月推出的“已使用 2 次及以上公积金贷款结清后可再贷”认定标准同样延至 2026 年底。灵活就业缴存人、异地职工及现役军人申请“商转公”贷款时，不再设原商贷已偿年限门槛，且贷款比例上限由房屋价格的 60% 提高至 80%。此外，新市民、青年人公积金贷款额度上浮 30% 的适用范围从新建商品房扩大到新建商品房和二手自住住房。
2026/1/20	吉林：优化公积金贷款政策，放宽商转公等条件	1 月 20 日，吉林市调整住房公积金贷款使用政策，商转公还款期降至连续 6 个月，贷款比例提至 80%；二手房贷款比例提至 80%；新房首付首付降至 15%（至 2026 年底）；延长贷款次数放宽政策至 2026 年底。
2026/1/26	天津：调整公积金贷款政策首套二套限额提至 120 万、100 万	1 月 26 日，天津市公积金中心发布个人住房公积金贷款管理办法，调整多项公积金贷款政策。此次调整包括提高贷款最高限额，将首套、第二套住房贷款最高限额分别由 100 万元、50 万元提高至 120 万元、100 万元；养育两个及以上未成年子女的家庭，首套、二套限额进一步提至 144 万元、120 万元。此外，第二套住房贷款额度账户余额倍数从 10 倍调至 20 倍，二手住房贷款最长期限从 20 年延长至 30 年。
2026/1/26	南京：放宽公积金相关政策	南京市人民政府印发《关于加快培育新质生产力推动高质量发展的若干政策（2026 年版）》，其中提出，扩大提取住房公积金按月直付房租业务范围，在南京市无住房的多子女家庭，每月提取住房公积金支付房租的限额提高 20%。购房人父母、子女符合提取条件的均可申请提取住房公积金用于支付购房款，延长存量房公积金贷款最长贷款期限至 30 年。
2026/2/5	甘肃：调整住房公积金贷款政策，提高额度、放宽毕业生条件	甘肃省住房资金管理中心优化住房公积金贷款政策，上调贷款基础额度：单身缴存人最高可贷 70 万元，已婚家庭最高可贷 90 万元。高层次人才按人才卡类别，贷款额度可在普通标准基础上分别上浮 20%、10%。同时，对在兰州市域（含兰州新区）就业、毕业未滿 3 年的全日制中专及以上学历毕业生，购房贷款额度核定不再与缴存余额、缴存系数挂钩，可直接享受最高 70 万元（单身）、90 万元（已婚家庭）的贷款额度。
2026/2/26	长春：调整住房公积金使用政策	2 月 26 日，长春市住房公积金管理委员会发布《关于调整住房公积金使用政策的通知》，本次调整涉及灵活就业人员缴存提取、新增“其他住房消费支出”提取情形、优化电梯提取、调整异地全款购房提取时间、提高贷款额度、支持现役军人贷款及二套贷款利率调整等方面。
2026/3/2	佛山：发布外籍人员公积金贷款细则	佛山市住房公积金管理中心发布关于开办外籍人员住房公积金个人住房贷款业务的通知，该通知自 2026 年 3 月 1 日起正式施行。根据通知内容，此次开办外籍人员公积金贷款业务，旨在为外籍人员在佛山安居乐业提供有力支持；通知明确了贷款申请所需的十余项资料，包括身份证明、婚姻状况证明、购房相关文件等，还要求借款人指定一名中国户籍人员作为联系人；同时，通知也规定了从申请递交到放款的完整办理流程，未尽事宜将按佛山现行住房公积金贷款管理相关政策执行。
2026/3/4	西安：优化失业提取公积金流程 账户封存满两年可凭声明办理	西安住房公积金管理中心发布通知优化缴存职工失业提取公积金流程，针对连续失业两年以上的职工，在原有提供《就业失业登记证》的基础上，新增账户封存满两年可凭失业声明办理提取的方式，无需再开人社部门相关证明，该政策自发布当日起施行，符合条件职工可通过指定网点办理业务。
2026/3/9	福建：调整部分住房公积金政策，住房装修、购买车库（位）等可提取	3 月 9 日，福州住房公积金管理委员会发布文件，其中提出，扩大首套公积金贷款利率适用范围，明确省内售房 12 个月内购二套、多子女家庭购二套及异地公积金贷款可执行首套房利率，允许本市购房满 6 个月且 5 年内按 1,500 元/平方米（超 144 平方米按 144 平方米计）一次性提取公积金用于装修；取消车库提取时间限制，同一小区产权车位持证满 6 个月可 3 年内一次性提取，代际互助扩至福建省内购房并新增配偶父母可参与提取，放宽建造、翻建、大修提取时限至 3 年；明确婚姻存续期间配偶间住房交易不支持公积金提取与贷款。
2026/3/24	成都：发布公积金新政，最高贷款额度提至 120 万元	3 月 24 日，成都住房公积金管理中心发布公积金新政，单缴存人最高贷款额度由 60 万元提高至 80 万元，双缴存人由 100 万元提高至 120 万元，购买现房等还可上浮 20%。
2026/3/26	苏州：4 月 1 日起施行青年人才公积金贷款贴息政策	3 月 26 日，苏州公积金中心发布新政，明确自 2026 年 4 月 1 日起对符合条件的青年人才实行公积金贷款利息补贴。该政策适用于 2026 年 4 月 1 日至 2027 年 3 月 31 日期间新申请的公积金贷款（不含“商转公”），覆盖新房与二手房。贴息标准为实际已还公积金贷款利息的 50%，按月发放至还贷银行卡，最高补贴 5 万元，同一笔贷款仅限一人享受。
2026/3/30	杭州：住房公积金贷款最高额度由 130 万元提高至 180 万元	3 月 30 日，杭州住房公积金贷款最高额度由 130 万元提高至 180 万元，职工个人可贷额度不超过 90 万元，可贷额度计算倍数由 15 倍调整为 20 倍。
2026/3/31	安徽：扩大住房公积金提取范围	3 月 31 日，安徽省省直住房公积金管理分中心发布通知，支持支付物业费提取住房公积金，缴存职工及其配偶可提取住房公积金，用于支付合肥市行政区域内自有住房物业费。
2026/3/31	呼和浩特：优化公积金提取政策，新增物业、取暖、车位等提取业务	3 月 31 日，呼和浩特市住房公积金中心发布关于优化调整住房公积金提取政策的通知。该中心聚焦高频民生需求，优化提取政策，推出多项惠民举措，确保政策红利直达共享、精准惠及缴存职工，以制度创新为城市高质量发展注入新动能。
2026/4/1	兰州：住房公积金自 4 月 7 日起延续并优化阶段性提取政策	近日，兰州住房公积金管理中心发布《关于延续执行阶段性住房公积金提取政策的通知》，明确自 4 月 7 日起延续并优化阶段性提取政策，提高“其他住房消费”提取额度至每人每年 20000 元。
2026/4/1	海南：今日起缴存人子女购首套房可申请提取住房公积金支付购房款	4 月 1 日，海南省住房公积金管理局发布通知，明确自 2026 年 4 月 1 日起，符合条件的缴存人可提取住房公积金，用于支持其子女在海南省购买家庭首套住房。
2026/4/1	深圳：公积金新政今日起施行，调整后的个人缴存比例最高不超过 12%	4 月 1 日，新修订的《深圳市住房公积金管理办法》正式施行，此次修订聚焦职工住房消费需求，从优化缴存比例、扩大群体覆盖和强化权益保障等方面推动政策提质增效。新规明确将个体经营者、自由职业者等灵活就业人员纳入公积金缴存使用范围，进一步扩大了制度覆盖面。
2026/4/1	西藏：发布公积金新政，商品房最高贷款额度提至 180 万元	4 月 1 日，西藏自治区住建厅发布公积金新政，购买区内商品房最高贷款额度提至 160 万元，购买“好住宅”标准新建房或现房最高额度达 180 万元，政策自印发之日起实施。

时间	概要	具体内容
2026/4/3	武汉：取消户籍限制，调整贷款套数认定	武汉住房公积金管理中心发布新政，取消存量房贷比例房龄分级规定，统一首套贷款最高比例 80%，并取消异地贷款户籍限制。
2026/4/10	郑州：8 条稳楼市新政落地，公积金松绑+认房不认区	4 月 10 日，郑州市住房保障和房地产管理局发布，支持 35 岁以下青年安居；多子女家庭公积金贷款最高额度上浮 20%；改善型住房可按首套公积金贷款；推行二手房“一房一码”。
2026/4/9	甘肃：公积金管理中心优化调整提取政策	兰州住房公积金管理中心自 2026 年 4 月 7 日起实施新政，主要调整包括：将“其他住房消费”提取额度提高至每人每年 2 万元，城镇老旧小区更新改造提取最高额度提升至 5 万元，同时扩大了偿还住房贷款的提取范围。甘肃省住房资金管理中心自 4 月 1 日起推出一揽子为期一年的惠民措施，新增支付二手住房首付款等提取情形，延续“代际互助”机制，并将购买自住住房的提取范围扩大至本人及其配偶、父母、子女。
2026/4/16	南京：优化住房公积金使用政策，强化代际互助支持，将异地贷款范围扩大至安徽省全域	4 月 16 日，南京住房公积金管理中心发布通知，支持购房人父母或子女作为共同借款人申请公积金贷款，父母（子女）提取公积金支付首付后，可继续提取偿还该笔房贷；在现有苏皖 17 城合作基础上，异地贷款范围扩至安徽省全域，苏皖 29 城缴存人在南京购房可申请公积金贷款，南京缴存人在安徽省内购房可按南京政策办理提取，不受工作地与户籍地限制。
2026/4/16	郑州：调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限	4 月 16 日，郑州住房公积金管理中心发布关于调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限的通知，延迟退休的职工办理住房公积金个人住房贷款时，在贷款期限最长不超过 30 年前提下，贷款到期时间男性由原来的 65 岁延长至 68 岁、女性由原来的 60 岁延长至 63 岁。
2026/4/20	西安：发布灵活就业人员住房公积金缴存使用管理办法	4 月 20 日，西安住房公积金管理中心发布《西安市灵活就业人员住房公积金缴存使用管理办法》，明确灵活就业人员自愿缴存、提取及贷款规则，自 2026 年 4 月 20 日起实施。
2026/4/20	青岛：出台公积金新政，最高贷款额度叠加后可达 240 万元	4 月 20 日，青岛市住房公积金管理中心发布《青岛市住房公积金管理中心关于优化调整我市住房公积金贷款及提取政策的通知》，住房公积金贷款额度上浮政策可叠加使用，借款申请人及配偶均符合申贷条件的，叠加后最高贷款额度不超过 240 万元。
2026/4/28	温州：发布房地产“新十条”，延长公积金提取时限并放宽用途。	4 月 28 日，温州发布房地产“新十条”，公积金提取时限同步延长至 36 个月，同时允许提取公积金支付契税及住宅专项维修资金；“挂牌出售可核减 1 套”（卖一买一的家庭可核减住房套数，按首套房认定更宽松），暂定执行至 2026 年底；预售资金监管调整、销售公示期缩短至 1 天、房票支持力度扩大、交易流程大幅简化。
2026/4/29	郑州：公积金新政支持老旧电梯更新，可提取支付个人分摊费用。	4 月 29 日，郑州推出公积金新政，职工可提取本人、配偶及子女公积金，抵扣老旧电梯改造个人分摊费用；额度不超过个人实际自付部分，验收后五年内可分次提取。叠加 15 年以上老旧电梯每台 15 万元财政补助，助力老旧电梯更新改造。
2026/4/28	长沙：提升公积金贷款额度至最高 156 万元，新增“代际互助”政策。	长沙公积金新政大幅提高贷款额度，购买新建商品房最高可贷 120 万元，二胎及以上家庭最高可贷 156 万元；同时新增“代际互助”政策，父母与子女之间可提取公积金互相支持，让家庭公积金账户资金得以盘活和多代共享。政策自 5 月 1 日起执行。
2026/4/30	海南：印发公积金骗提骗贷行为处理细则，对骗提骗贷行为的认定、调查、处理及执行全流程作出明确规定。	4 月 30 日，海南省住房公积金管理局正式印发《海南省住房公积金骗提骗贷行为处理实施细则》，对骗提骗贷行为的认定、调查、处理及执行全流程作出明确规定，自 2026 年 5 月 1 日起施行。
2026/5/2	苏州：优化公积金贷款次数和套数认定标准	5 月 2 日，苏州市出台优化公积金贷款次数和套数认定标准，申请时全国范围无公积金贷款余额的，执行首套房公积金贷款政策。提高公积金贷款最高限额，个人公积金最高贷款额度调整为 150 万元，家庭公积金最高贷款额度调整为 200 万元。购买新建二星级及以上居住类绿色建筑，公积金贷款额度上浮 20%；购买新建“两智一全”等改善型住宅的，公积金贷款额度上浮 50%。购买现房销售的新建商品住房项目的，公积金贷款额度上浮 50%。购买现房销售的产权公寓可申请公积金贷款。
2026/5/6	惠州：惠州出台住房公积金新政，普通家庭最高贷款额度提至 150 万	5 月 6 日，惠州市住房公积金管理中心印发《关于优化住房公积金使用政策的通知》。新政阶段性统一并提高住房公积金贷款额度，其中普通缴存人个人最高额度提至 100 万元，家庭最高额度提至 150 万元；II 类人才家庭最高可贷 170 万元。同时优化住房套数认定标准（按拟购房屋所在县区认房），放开异地缴存人商转公积金贷款限制，并新增家庭代际互助提取支持。
2026/5/8	贵阳：贵阳公积金启动新一轮“商转公”贷款贴息业务	贵阳市住房公积金管理中心自 2026 年 5 月 7 日起启动新一轮“商转公”贷款贴息业务，申请期至 2027 年 2 月 28 日。贴息方式为报账制，补贴商业贷款与公积金贷款之间的利息差，贴息额度不得超过公积金贷款政策规定的可贷额度和最高贷款额度，申请采取预约制。
2026/5/10	山西：调整住房公积金贷款和提取政策	山西省省级机关住房资金管理中心明确公积金贷款、商转公及购房提取相关规定：公积金贷款期限最长 30 年，到期日不超过申请人 68 周岁；2026 年 5 月 10 日前办理太原商贷、符合条件者可办商转公；职工可凭 5 年内购房合同或不动产权证各提取 1 次公积金，累计提取额不超实际购房款。
2026/5/10	大连：取消住房公积金提取时间限制，取消部分住房消费类提取缴存时间限制	大连市住房公积金管理中心发布通知优化提取政策，取消公积金提取时间间隔、部分还贷后提取时限，同时取消多项住房消费类提取的缴存时长限制，缴存人可按需自主办理提取。
2026/5/15	广州：拟将公积金贷款缴存门槛统一调整为连续足额缴存 6 个月以上	5 月 14 日，广州拟就公积金个人房贷实施办法修订：缴存门槛统一降至连续足额缴存 6 个月及以上；新增建造、翻建、大修自住房贷，额度不超总费用 50%；贷款最长年限上限延至 68 岁；细化交易限制防范违规；新增三级流动性预警机制，必要时轮候放款。

资料来源：观点网，财联社，申万宏源研究

二三四线城市租金回报率均高于公积金率。2026 年 3 月，全国租金回报率已经提升至 2.7%，其中一线、二线、三四线分别提升至 2.0%、2.7%、2.8%、除一线城市外均已高于当前公积金利率的 2.6%，租金回报率-公积金利率差显著改善。其中二三四线城市中，部分城市租金回报率已显著超过当前公积金利率的 2.6%，如贵阳 3.5%、长沙 3.4%、大

连 3.3%、兰州 3.2%、许昌 3.1%、中山 3.0%、南宁 2.9%、武汉 2.8%、昆明 2.7%、西安 2.6%等。

表 7：全国及主要城市租售比

	全国	一线	二线	三四线	北京	上海	深圳	广州	成都	杭州	西安
2021/12/31	2.0%	1.6%	2.0%	2.1%	1.6%	1.7%	1.4%	1.6%	2.2%	1.8%	2.1%
2022/12/31	2.1%	1.6%	2.1%	2.1%	1.6%	1.6%	1.4%	1.6%	2.1%	1.8%	2.1%
2023/12/31	2.2%	1.6%	2.2%	2.3%	1.7%	1.6%	1.5%	1.7%	2.1%	1.8%	2.2%
2024/12/31	2.4%	1.7%	2.4%	2.5%	1.8%	1.7%	1.6%	1.8%	2.2%	1.8%	2.4%
2025/12/31	2.7%	1.9%	2.6%	2.8%	1.9%	1.9%	1.8%	2.0%	2.3%	1.9%	2.6%
2026/03/31	2.7%	2.0%	2.7%	2.8%	2.0%	1.9%	1.8%	2.0%	2.3%	1.9%	2.6%

资料来源：冰山指数，申万宏源研究

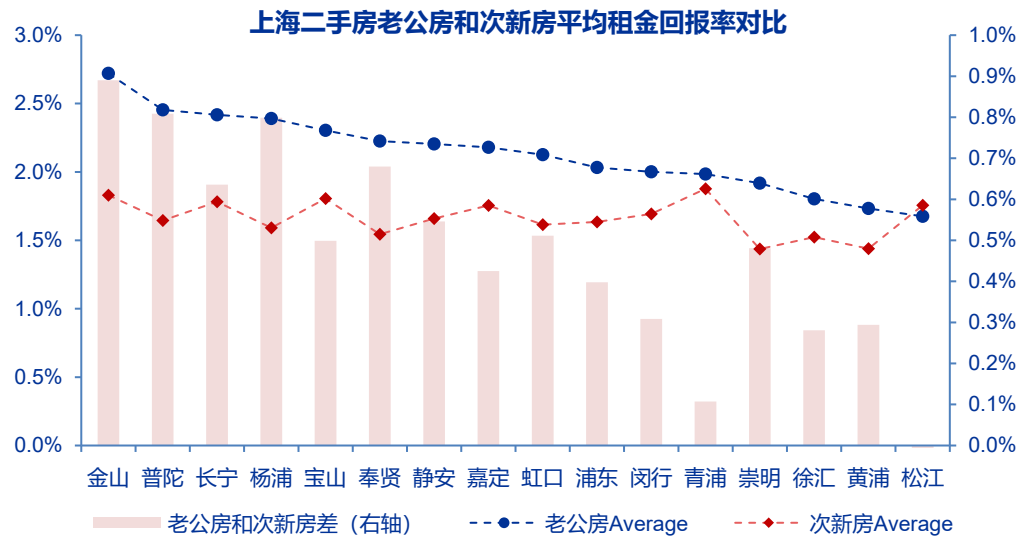
一线城市中低总价房源的租金回报率部分也已高于公积金率。2026年3月，一线城市租金回报率提升至2.0%，其中北京2.0%、上海1.9%、广州2.0%、深圳1.8%。虽然目前一线城市仍均低于当前公积金利率的2.6%，不过一线城市中部分低总价房源的租金回报率（老破小、老公房等）已经持平或高于当前公积金利率的2.6%。比如上海老公房中，青浦、宝山、普陀、嘉定、金山、静安、浦东、长宁、闵行、杨浦等区已经出现了租金回报率2.6%及以上的房源，并且随着今年年初上海公积金贷款额度的大幅提升，上海的性价比推动逻辑也开始正式启动。

表 8：2026年3月上海市各区二手房老公房和次新房租金回报率

	老公房 Max	老公房 Min	老公房 Average	次新房 Max	次新房 Min	次新房 Average
青浦	3.4%	1.4%	2.0%	2.5%	1.6%	1.9%
宝山	3.0%	1.1%	2.3%	2.4%	1.5%	1.8%
普陀	3.0%	1.9%	2.5%	2.1%	1.3%	1.6%
嘉定	2.8%	1.7%	2.2%	2.1%	1.1%	1.8%
金山	2.7%	2.7%	2.7%	1.8%	1.8%	1.8%
静安	2.7%	1.9%	2.2%	1.8%	1.5%	1.7%
浦东	2.7%	1.1%	2.0%	2.3%	1.3%	1.6%
长宁	2.7%	2.1%	2.4%	1.9%	1.7%	1.8%
闵行	2.6%	1.4%	2.0%	2.0%	1.3%	1.7%
杨浦	2.6%	2.1%	2.4%	1.8%	1.4%	1.6%
奉贤	2.5%	2.0%	2.2%	1.7%	1.4%	1.5%
崇明	2.4%	1.1%	1.9%	1.5%	1.4%	1.4%
虹口	2.4%	1.8%	2.1%	1.8%	1.5%	1.6%
徐汇	2.2%	1.4%	1.8%	2.1%	1.2%	1.5%
松江	2.2%	1.1%	1.7%	2.0%	1.3%	1.8%
黄浦	2.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.3%	1.4%
平均	2.6%	1.6%	2.1%	2.0%	1.4%	1.7%

资料来源：房外房，申万宏源研究

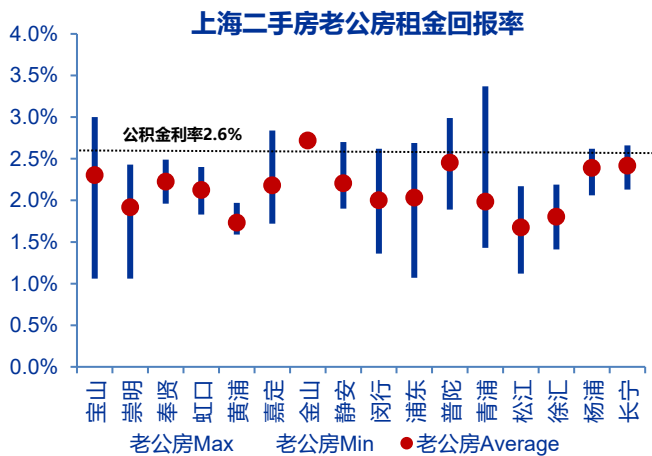
图 24：上海市各区二手房老公房和次新房平均租金回报率对比



资料来源：房外房，申万宏源研究

注：房龄 30 年以上的均统计入老公房。

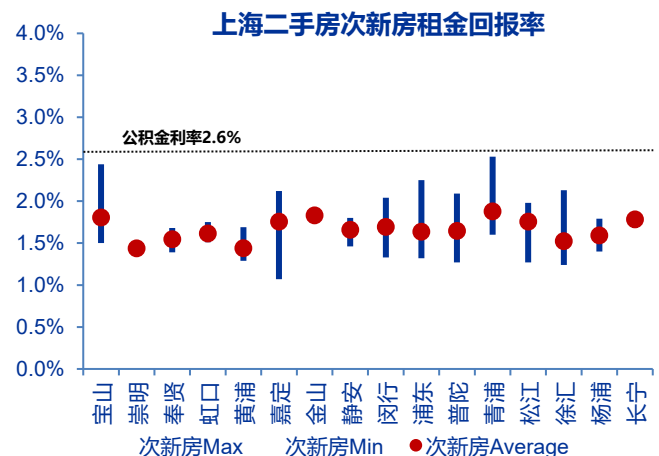
图 25：上海市各区二手房老公房租金回报率



资料来源：房外房，申万宏源研究

注：房龄 30 年以上的均统计入老公房。

图 26：上海市各区二手房次新房租金回报率



资料来源：房外房，申万宏源研究

注：房龄 30 年以上的均统计入老公房。

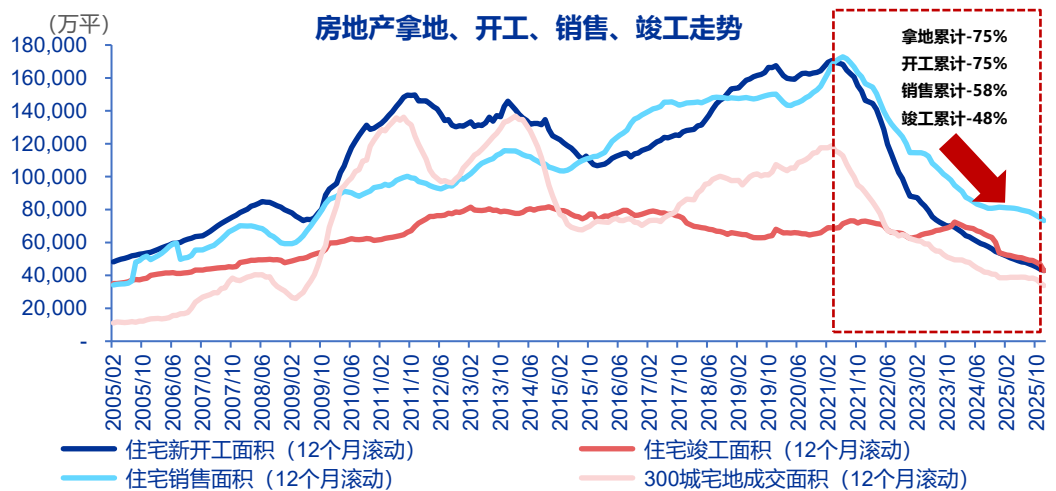
4. 持续性判断：本轮改善更健康、预计将更持续

我们认为，本轮房价寻底将较过去两轮将更为健康、也预计将更为持续，源于宏观和中观两方面更健康的支撑。

宏观层面，本轮寻底更健康的支撑主要体现在：我国房地产量价的调整幅度和调整时间已经持平或超过国际房地产泡沫经验的平均水平，并且居民资产负债表走弱趋势也有望结束，目前来看调整已经较为充分。

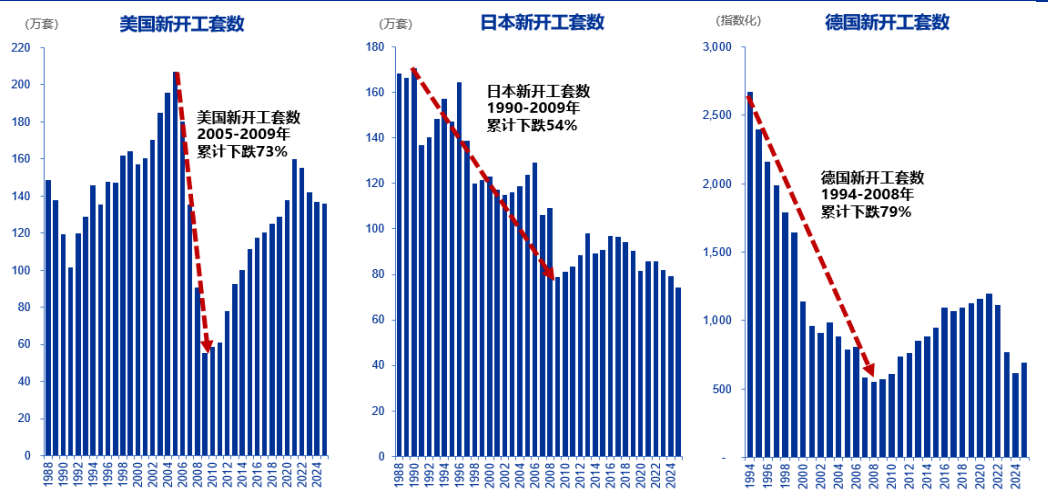
从量的角度来看，我国量的指标调整已经较为充分。自 2021 年以来，我国房地产前端指标（拿地、开工和销售）累计降幅达 6-8 成，其中开工累计降幅高达 75%、已经超过美日德三国的平均降幅 70%。

图 27：房地产前端指标累计降幅 6-8 成，后端指标累计降幅 4-5 成



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：房地产调整期当中，美国、日本和德国新开工套数累计降幅 5-8 成

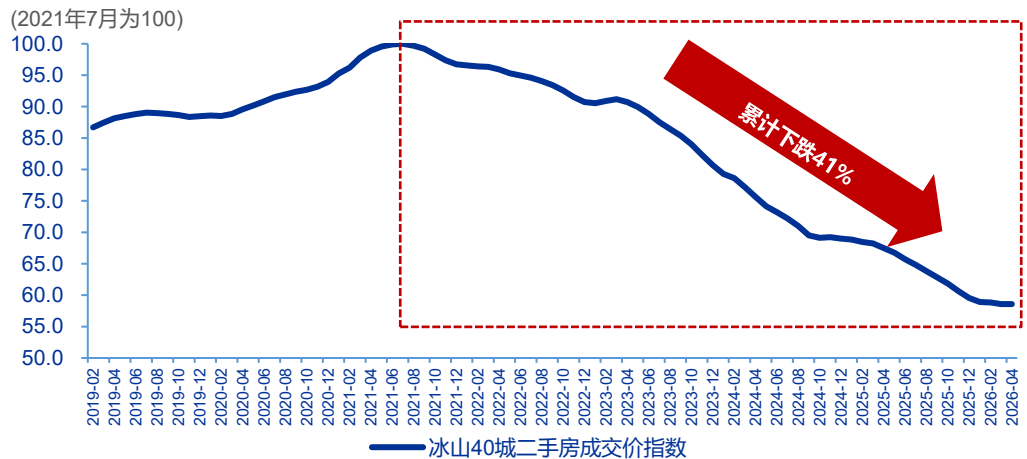


资料来源：Wind，申万宏源研究

从价的角度来看，我国房价调整也已经较为充分。2021年7月至今，全国二手房房价累计跌幅达41%（其中一线城市平均跌幅达约40%），显著超过1970年至今42个国家63次危机的平均房价跌幅34%。

从调整时间来看，我国房价调整时间接近国际平均水平。我国房地产行业自2021年7月以来已经调整了近5年时间，对比国际上42国63次房地产泡沫平均房价下跌持续时间为6.1年，也已经逐步接近。

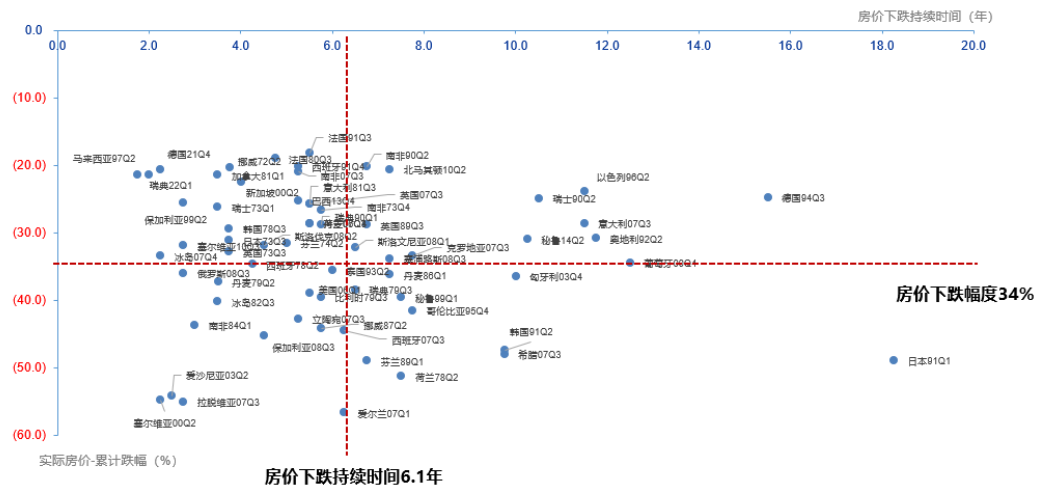
图 29：2021 年 7 月以来 40 城二手房成交价累计下降 41%



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至2026年4月。

图 30：1970 年以来 42 国房地产泡沫阶段房价跌幅和持续时间之间的关系

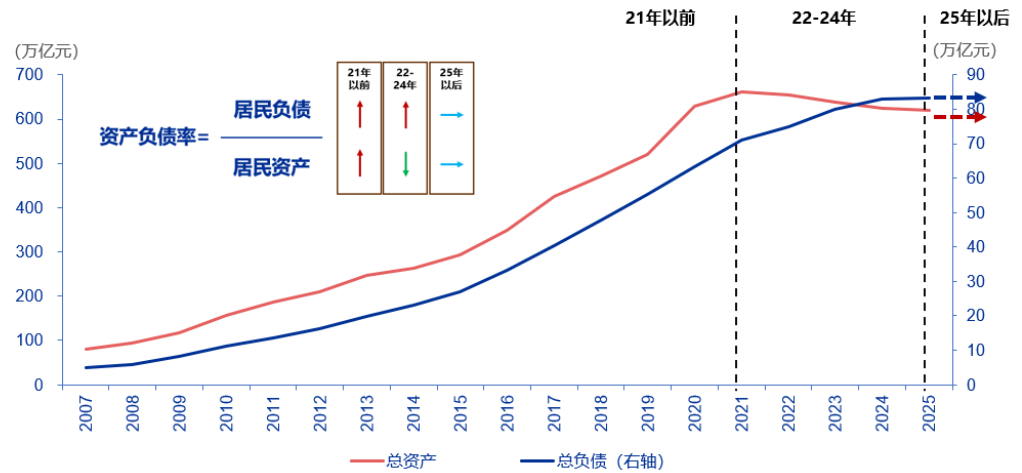


资料来源：BIS，申万宏源研究

从居民资产负债表来看，我国居民资产负债表的走弱趋势有望结束。2021-2024年，我国居民资产开始大幅下降、但居民负债仍在提升，导致居民资产负债率快速提升，但2025年开始居民负债和资产走势都开始趋于平缓，一方面，居民负债已经趋于稳定甚

至下降，另一方面，股市资产大幅上涨实现一定对冲，综合推动我国居民资产负债率见顶在望，从而我国居民资产负债表的走弱趋势有望结束，这也讲有利于本轮房价的寻底。

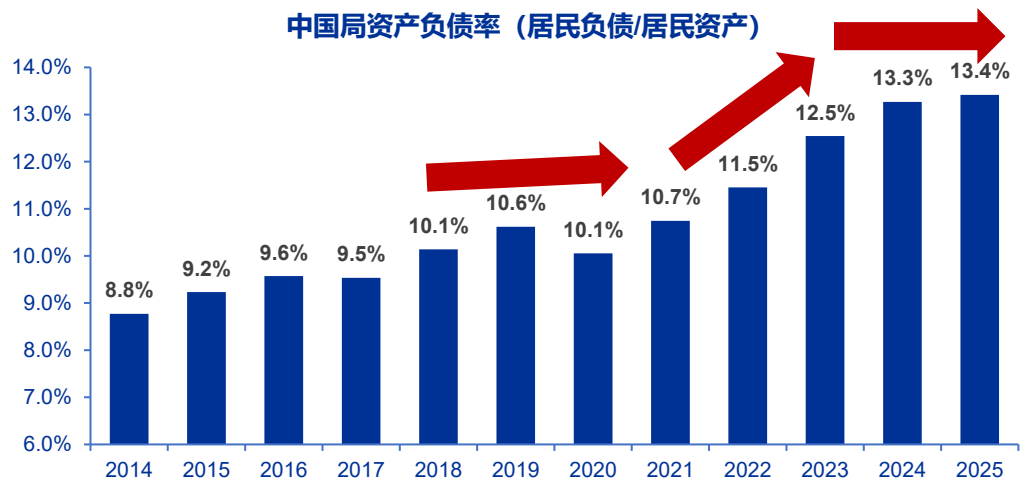
图 31：城镇居民资产及负债的对比



资料来源：央行，Wind，CEIC，《国家资产负债表 2020》，申万宏源研究

注：居民负债采用住户部门贷款，居民资产包括：非金融资产（主要为城镇住宅）和金融资产（货币和存款、保险准备金、债券、股票、证券投资基金等）。

图 32：2014-2025 年中国居民资产负债表走势



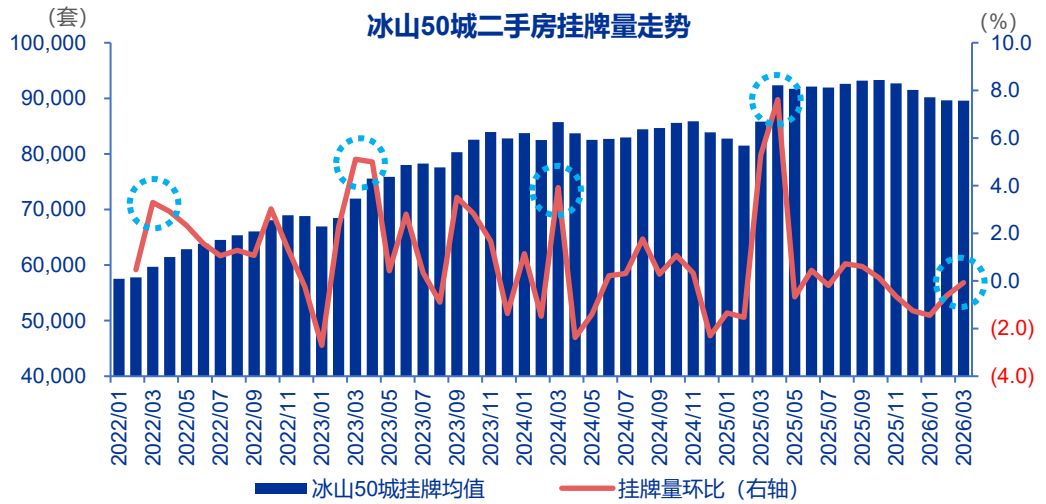
资料来源：央行，Wind，CEIC，《国家资产负债表 2020》，申万宏源研究

中观层面，本轮寻底更健康的支撑主要体现在：在本轮性价比驱动逻辑下，本轮房价寻底呈现出两大特征，一方面，挂牌量下降开启二手房去库存周期，另一方面，上海等城市成交热度逐步向上传导重建置换链。

一方面，从二手房挂牌量角度来看，本轮楼市修复过程中挂牌量进入去库存周期。2022-2025 年，每年 3-4 月中，小阳春二手房成交放量的同时，二手房挂牌量余额都会呈现快速爬坡，挂牌量余额的月环比增速会出现峰值（平均 3%-8%），这就意味着新增挂

牌量大幅上涨、淹没了同期小阳春的成交放量，因而每年小阳春后二手房的供需关系进一步走弱，也导致了 2022-2025 年每年小阳春后房价走弱的现象。不过 2026 年中，50 城挂牌量余额从 2025 年 10 月见顶之后开始持续走低，至今年 3 月累计已经下降了 4%，并且在今年 3-4 月并没有出现环比峰值，3 月的环比仅为-0.1%，不仅没有出现季节性快速爬坡、反倒是还形成了走弱趋势，这已经显著不同于前 4 年的行为。

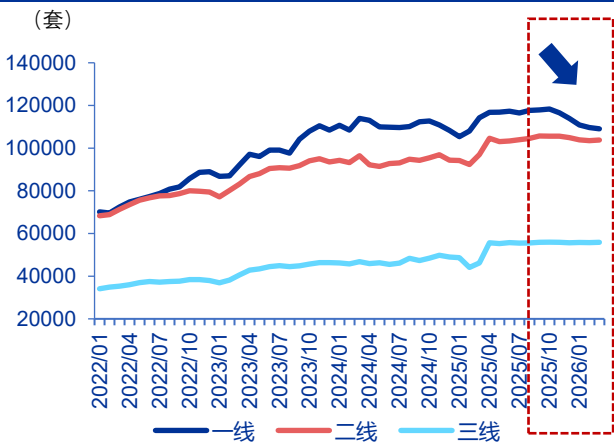
图 33：冰山 50 城二手房挂牌量走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

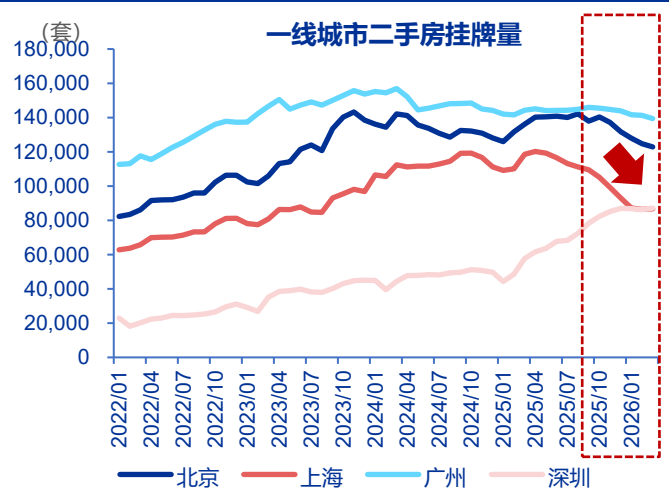
能级结构中，一线城市挂牌量下降幅度最大，其中上海降幅最大。50 城挂牌量余额从 2025 年 10 月至 2026 年 3 月累计下降了 4%，其中一线/二线/三线挂牌量余额分别下降了 8%/2%/0%，一线城市二手房挂牌量去库存最为明显。在一线城市中，自 2025 年最高点至 2026 年 3 月，上海/北京/广州/深圳挂牌量余额分别下降了 28%/13%/10%/1%，上海二手房挂牌量去库存最为明显。

图 34：近期一线城市二手房挂牌量下降最为明显



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

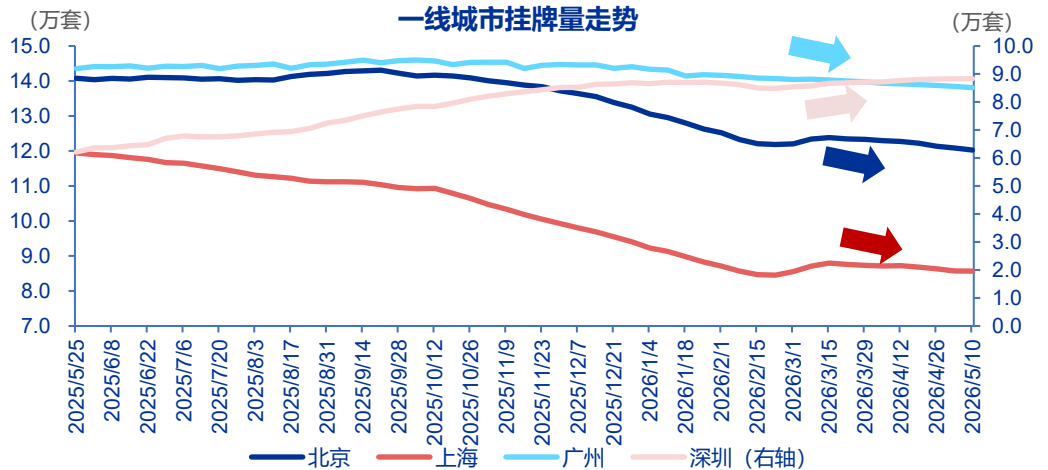
图 35：一线城市中上海二手房挂牌量下降最为明显



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

今年 3 月初以来，高频数据显示，上海、北京、广州的周度挂牌量余额仍在持续下降。这意味着 3 月后上海、北京、广州的成交量显著大于同期的新增挂牌量，因而出现了挂牌量去库存的现象，而这已经显著不同于过去几年的二手房加库存逻辑。

图 36：一线城市二手房挂牌量走势

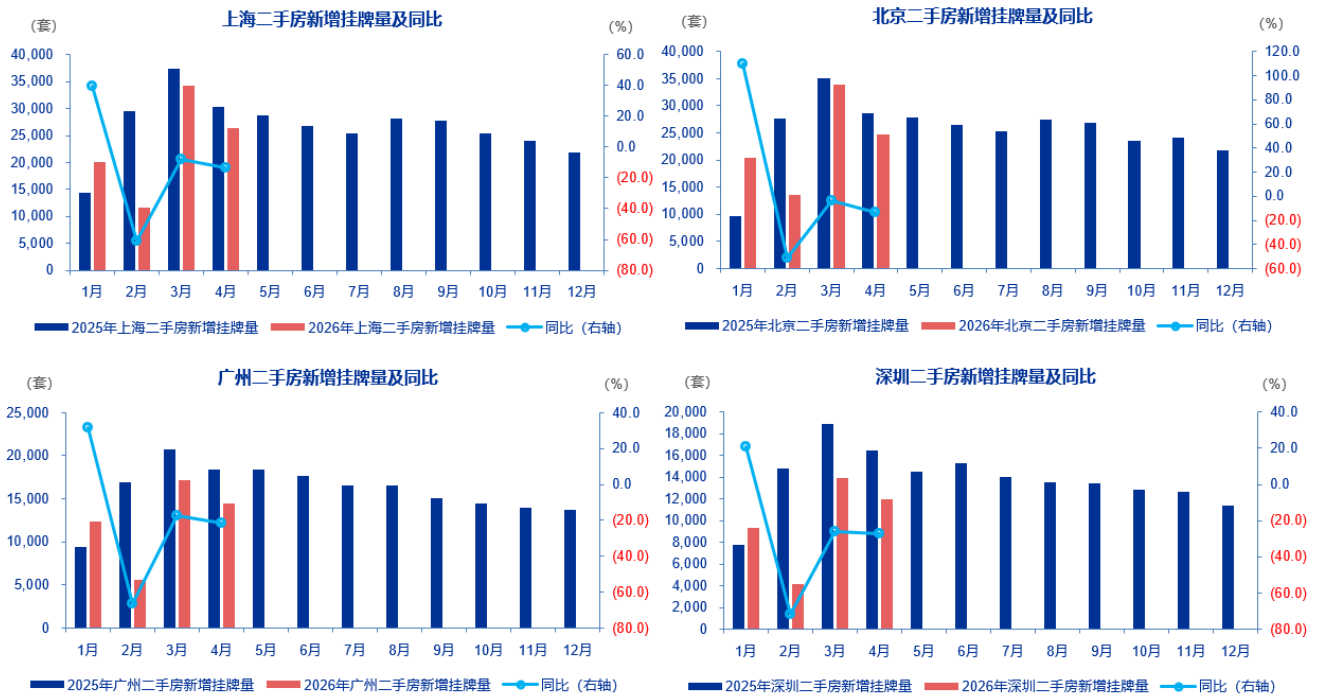


资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 5 月 10 日。

不仅是上海的新增挂牌量在下降，北京、广州和深圳的新增挂牌量也在下降。2026 年 1-4 月一线城市二手房新增挂牌量同比下降 21%，其中上海-17%、北京-8%、广州-24%、深圳-32%。

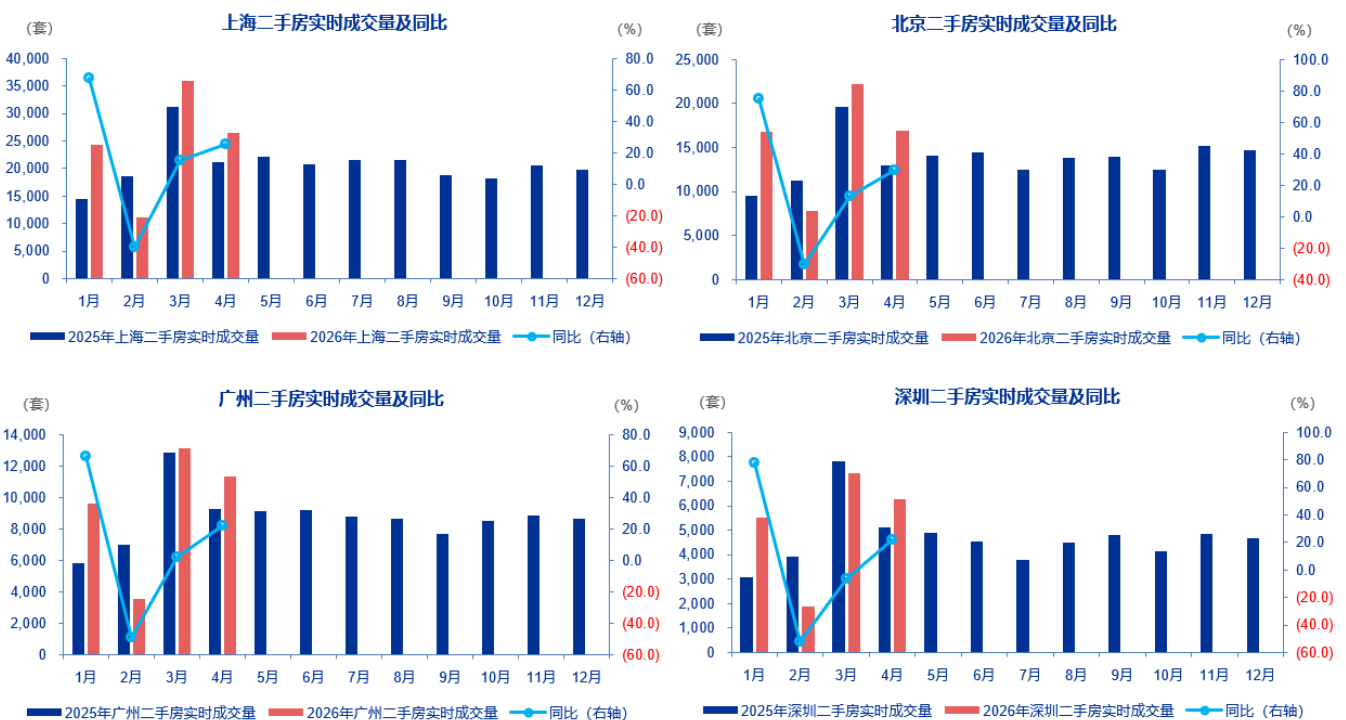
图 37：2026 年 1-4 月一线城市二手房新增挂牌量同比下降 21%



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

在新增挂牌量的反常下降的基础上，同期二手房实时成交量还在增长，这进一步推动了一线城市二手房的供需关系的改善。2026 年 1-4 月一线城市二手房实时成交量同比增长 12%，其中上海+15%、北京+19%、广州+8%、深圳+5%。

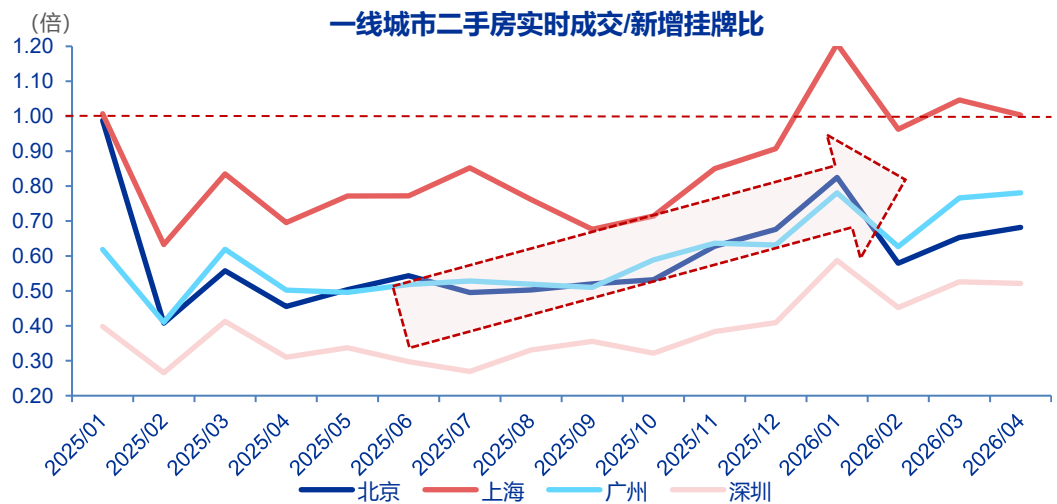
图 38：2026 年 1-4 月一线城市二手房实时成交量同比增长 12%



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

一线城市二手房成交挂牌比走强进一步说明二手房供需关系的改善。我们用二手房成交挂牌比（二手房实时成交/二手房新增挂牌）来表征这种二手房供需关系的改善，其中上海从 2025 年 4 月的 0.70 倍提升至 2026 年 4 月的 1.00 倍，北京从 2025 年 4 月的 0.46 倍提升至 2026 年 4 月的 0.68 倍，广州从 2025 年 4 月的 0.50 倍提升至 2026 年 4 月的 0.78 倍，深圳从 2025 年 4 月的 0.31 倍提升至 2026 年 4 月的 0.52 倍。

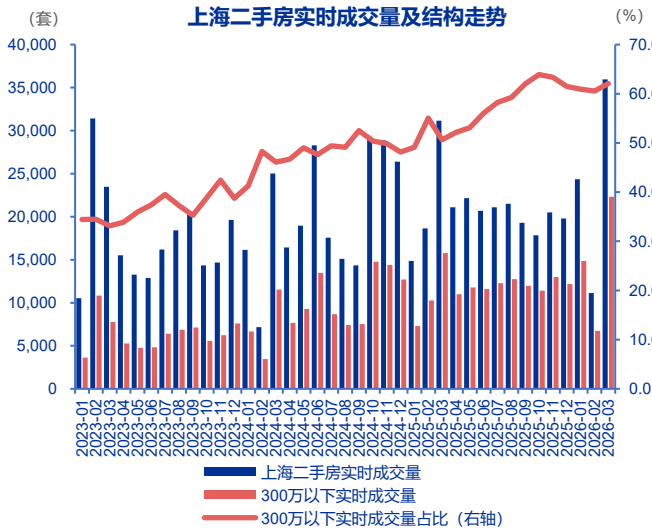
图 39：一线城市二手房实时成交/新增挂牌比



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

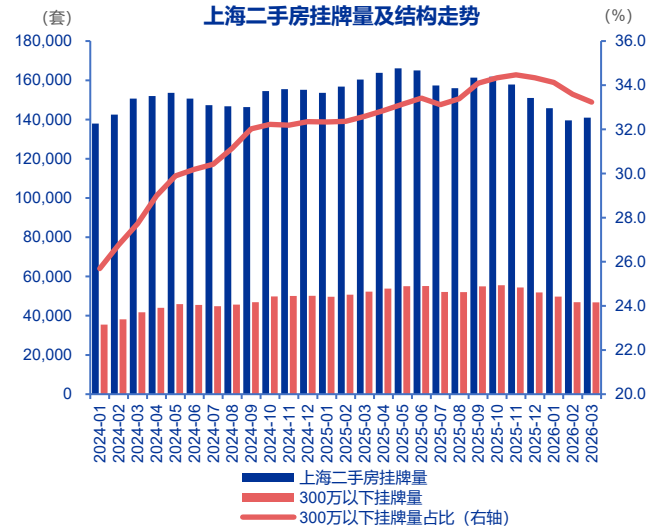
今年上海二手房挂牌量去库存周期超 1 倍，已完全进入到二手房挂牌量去库存周期。需要注意的是，虽然四个一线城市二手房成交挂牌比都在改善，都表示二手房供需关系的改善，不过目前还只有上海一个城市进入到二手房成交挂牌比超过 1 倍，即进入到二手房挂牌量去库存周期（这是过去几年没出现的），因而目前仍只有上海出现了显著的房价上涨的，并且是健康的上涨，不过根据目前的二手房成交挂牌比的改善趋势以及上海的热度来看，预计后续热度也会传导出去。

图 40: 上海二手房实时成交量及结构走势



资料来源：兔博士，冰山指数，申万宏源研究

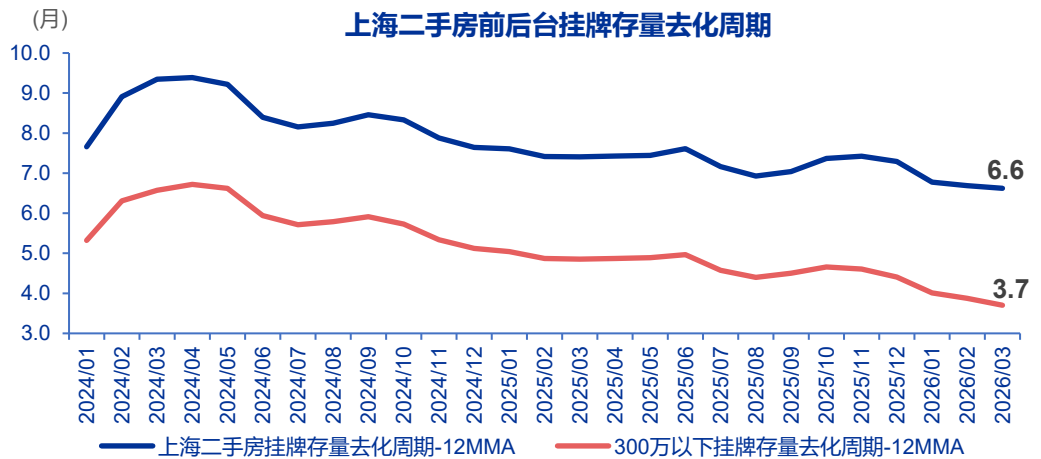
图 41: 上海二手房挂牌量及结构走势（前后台）



资料来源：兔博士，冰山指数，申万宏源研究

从上海的挂牌数据来看，根据兔博士数据，上海二手房前后台挂牌量已降至 14.1 万套（前台挂牌量降至 8.6 万套）、对应去化率月数已下降至 7 个月（前台去化月数降至 4 个月），其中 300 万以下的挂牌量已降至 4.7 万套，对应去化月数已经降至 4 个月。这推动了上海今年以来二手房房价的持续修复，尤其是低总价房源房价的修复。

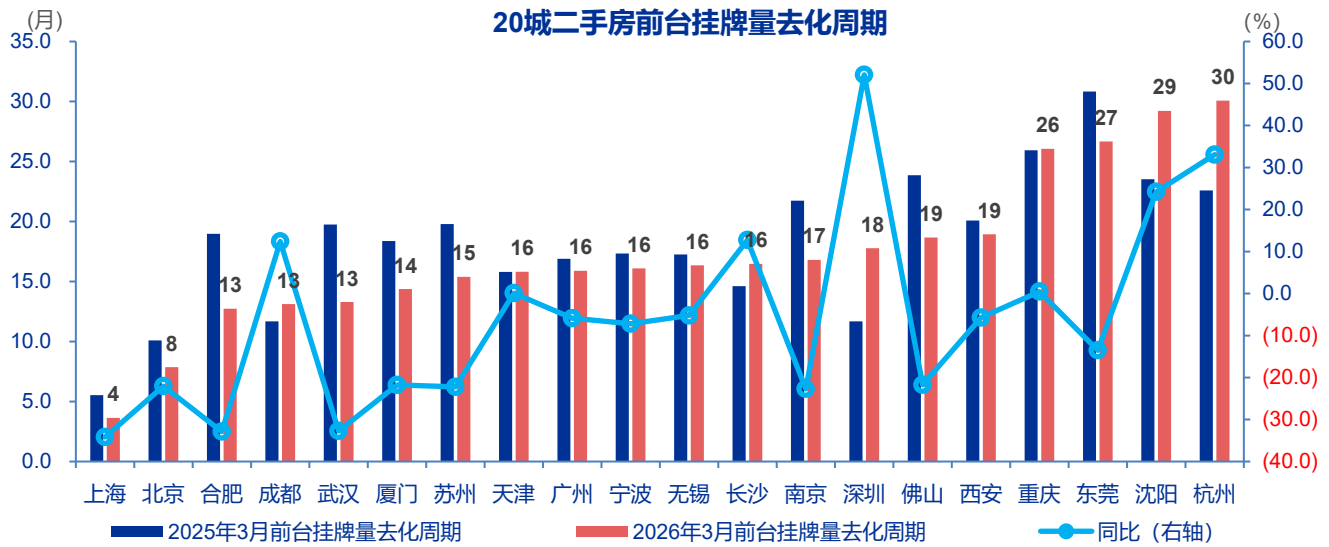
图 42: 上海二手房前后台挂牌存量去化周期



资料来源：兔博士，冰山指数，申万宏源研究

不过目前仅少数城市进入到二手房供需健康阶段，比如上海（前台挂牌去化月数 4 个月）和北京（前台挂牌去化月数 8 个月）等。目前核心城市和全国的二手房供需关系仍存在着较大分化，部分二线及以下能级城市挂牌去化周期仍在 20 个月以上，供需仍不健康，当地的楼市仍需进一步磨底。

图 43：20 城二手房前台挂牌量去化周期



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

另一方面，从置换链重建角度来看，目前市场仍然担忧中产购买力以及置换链不畅。

上文讨论挂牌量去库存仅是供给端的利好，而市场对于需求端仍较为担忧，在过去近 5 年中，我国房价持续下跌导致住房市值大幅缩水、以及经济增速的放缓也跟随着居民收入的走弱，这都对中产居民资产负债表和购买力造成了负面影响，从而中产的走弱也就造成了刚需->改善->豪宅需求的住房置换链的不畅，就导致了二手房市场的“量涨价不涨”的反常现象。最终置换链不畅也是过去两轮房价寻底失败的关键因素之一。

2026 年开始，上海等少数城市出现成交热度向上传导迹象，显示置换链开始重建。

根据前文所述，上海老公房中，青浦、宝山、普陀、嘉定、金山、静安、浦东、长宁、闵行、杨浦等区已经出现了租金回报率持平或高于当前公积金利率 2.6%的房源，这就意味着上海低总价房源进入到严格筑底阶段，并且二手房挂牌价数据也已经反应了今年上海低总价房源房价的持续上涨。截至 5 月 3 日，上海 300 万以下房源挂牌价已经上涨了 6 个月，目前累计上涨幅度约为 1%-2%；上海 300-500 万房源挂牌价连续上涨了 3 个月，目前累计上涨幅度约为 0.5%。值得注意的是，今年 4 月以来，上海 500-700 万房源和 1,000-1,500 万房源分别上涨了 0.28%和 0.25%，这意味着上海出现成交热度向上传导迹象，除了低总价房源走好之外，中总价房源也开始逐步改善，显示置换链开始逐步重建。

表 9：上海挂牌单价涨幅统计%（按总价段）

总价段 (万元)	近 1 个月涨幅	近 3 个月涨幅	近 6 个月涨幅	近 3 年涨幅
0-50	0.00	0.90	(1.60)	(38.50)
50-100	0.59	2.10	2.10	(38.00)
100-200	0.95	2.70	2.20	(34.90)
200-300	0.85	2.10	1.10	(31.50)

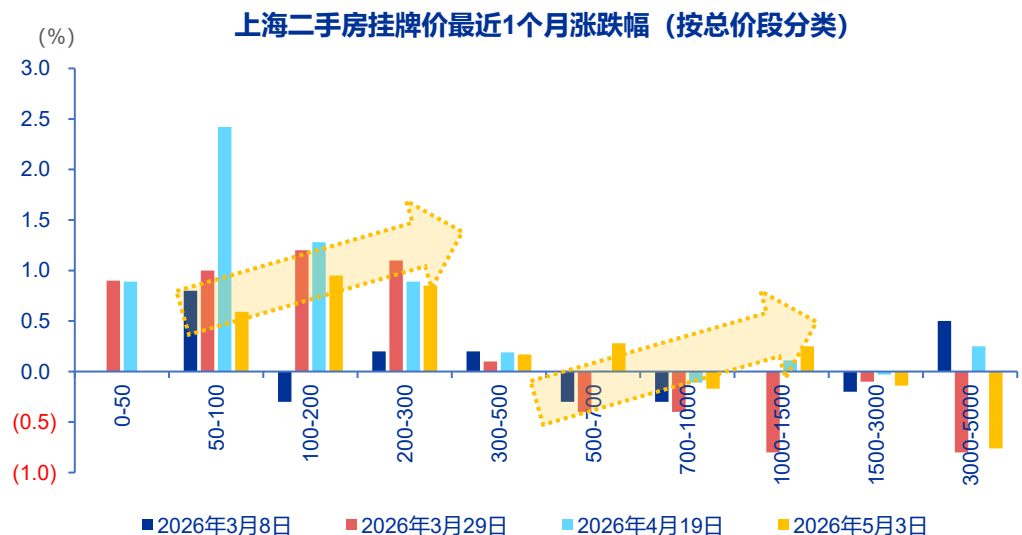
总价段 (万元)	近 1 个月涨幅	近 3 个月涨幅	近 6 个月涨幅	近 3 年涨幅
300-500	0.17	0.50	(1.00)	(28.90)
500-700	0.28	(0.20)	(1.90)	(26.60)
700-1,000	(0.17)	(0.70)	(2.50)	(25.70)
1,000-1,500	0.25	(0.30)	(1.60)	(26.40)
1,500-3,000	(0.14)	(0.30)	(2.20)	(27.60)
3,000-5,000	(0.76)	(0.90)	1.80	(38.60)

资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 5 月 3 日。

我们认为，目前上海中总价房源的改善是当地改需和外地改需两方面综合推动形成的。一方面，经历了近 5 年的房价下跌之后，我国居民资产负债表走弱趋势有望结束，居民购买力也有望逐步修复，同时房地产长时间调整阶段中也积累了一定的购房需求等待释放，在此背景下预计上海当地的改善性需求也将逐步入场；另一方面，上海作为经济更为活跃的核心城市，目前仍在不断汇聚着全国人才和资金的集中，尤其当前正处于股市牛市以及科技大浪潮中，人才和资金向上海的集聚将更为积极，这也将推动外地改善性需求加快进入上海市场。

图 44：上海二手房挂牌价最近 1 个月涨跌幅（按总价段分类）



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

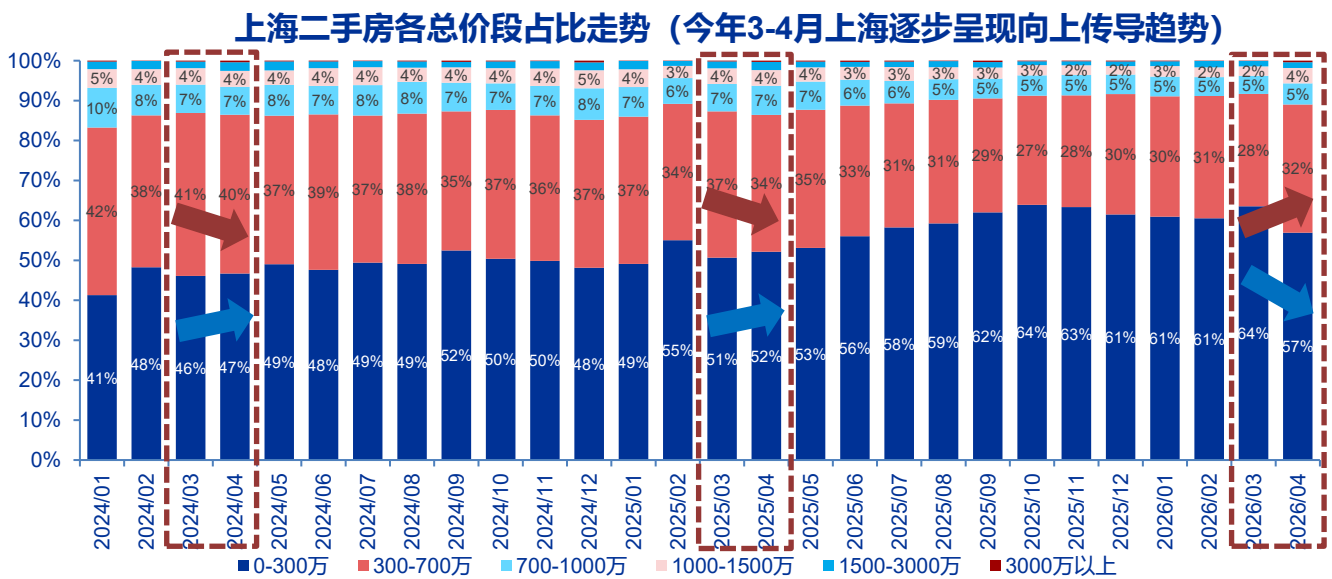
注：数据更新至 2026 年 5 月 3 日

今年 3-4 月，上海低总价房源成交占比下降、中总价占比提升，也在印证置换链重建。今年 4 月，上海 300 万以下低总价房源成交套数占比为 57%，较 3 月下降了 7pct，而同期上海 300-700 万和 1,000-1,500 万中总价房源成交套数占比分别为 32%和 4%，较 3 月分别提升了 4pct 和 2pct，显示出今年 3-4 月上海的成交热度正在逐步向上传导。并且值

值得注意的是，对比 2024 年和 2025 年 3-4 月依然出现的是低总价房源成交占比的进一步提升，说明今年 3-4 月度热度向上传导并非季节性行为，而是置换链重建。

在挂牌量去库存和置换链重建的双重推动下，上海二手房套总价中位数从去年 11 月的 240 万元提升到了今年 4 月的 271 万元，累计上涨了 13%，开始进入到更为健康的楼市修复状态。并且综合上述分析，我们认为上海等核心城市房价将在今年领先企稳回升，并预计后续热度也将逐步向其他核心一二线城市、甚至全国逐步传导。

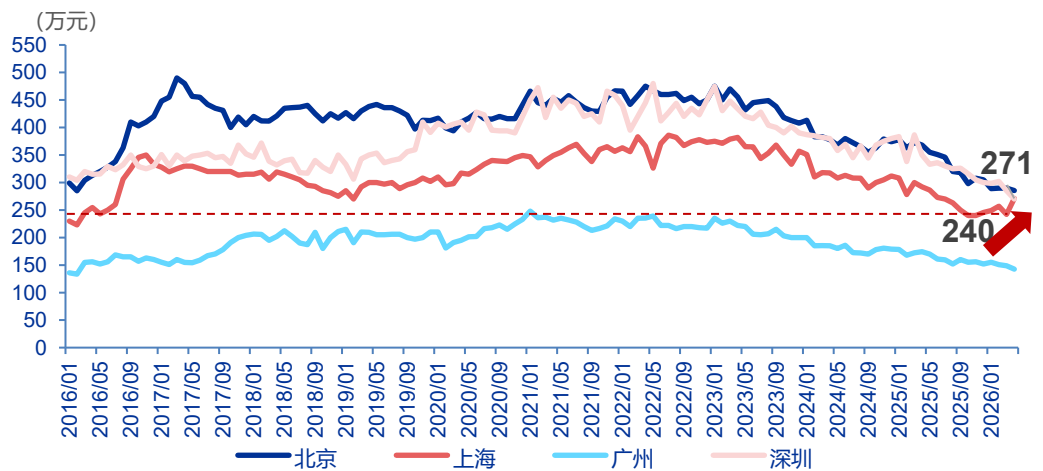
图 45：上海二手房各总价段占比走势



资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 4 月。

图 46：一线城市二手房套总价中位数走势



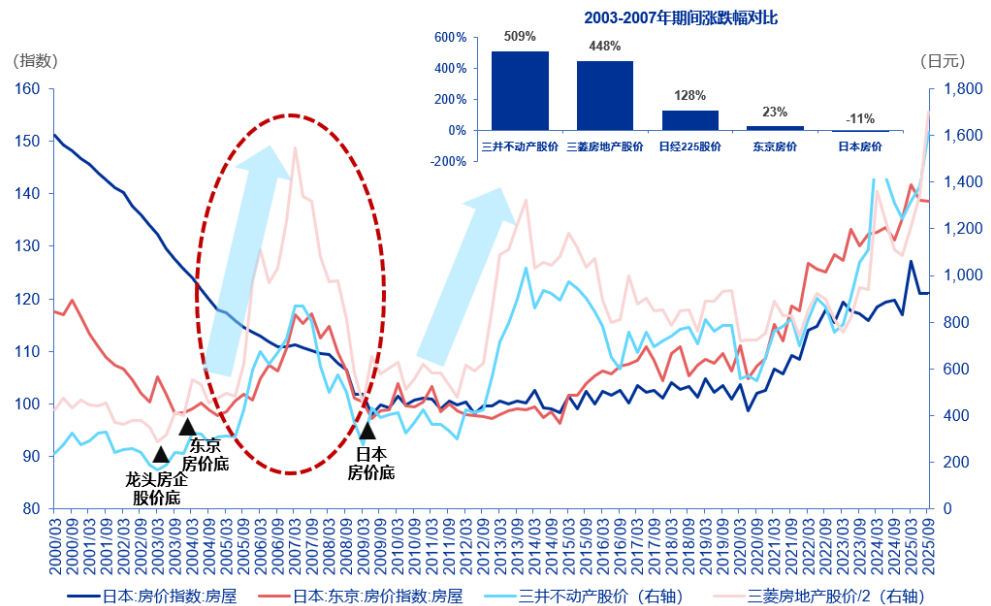
资料来源：冰山指数，申万宏源研究

注：数据更新至 2026 年 4 月。

5. 日美经验借鉴：核心城市先行，龙头弹性十足

我们认为，核心城市房价领先企稳将赋予龙头房企基本面和估值面十足的弹性。通过日美经验分析，我们认为：1) 城市房价止跌回稳有先后，核心城市止跌明显领先于全国；其中日本东京房价领先全国约 5 年；美国旧金山为首 6 城房价领先全国约 3 年。2) 龙头公司股价跟踪的是核心城市房价、而非全国房价，呈现龙头股价底→核心城市房价底→全国房价底的传导路径，日本龙头涨了 4-5 倍和美国龙头涨了 1-2 倍、绝对和相对收益显著。

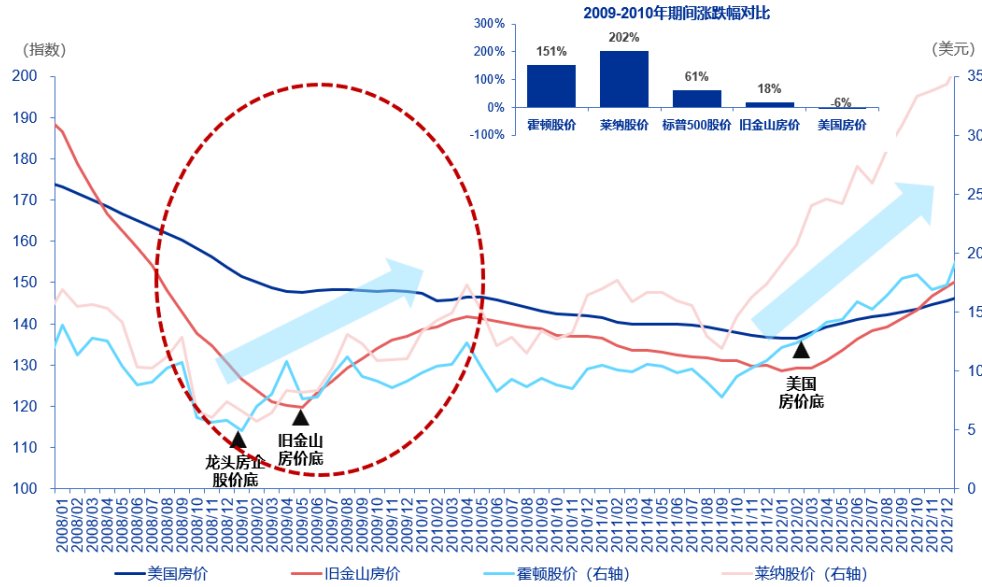
图 47：日本龙头房企股价和全国房价、东京房价的关系



资料来源：Wind, CEIC, 申万宏源研究

注：日经 225 股价涨幅与三井不动产及三菱房地产取同期 2003 年 4 月-2007 年 5 月；日本房价涨幅与东京涨幅取同期 2004 年 1 月-2007 年 9 月。

图 48：美国龙头房企股价和全国房价、旧金山房价的关系

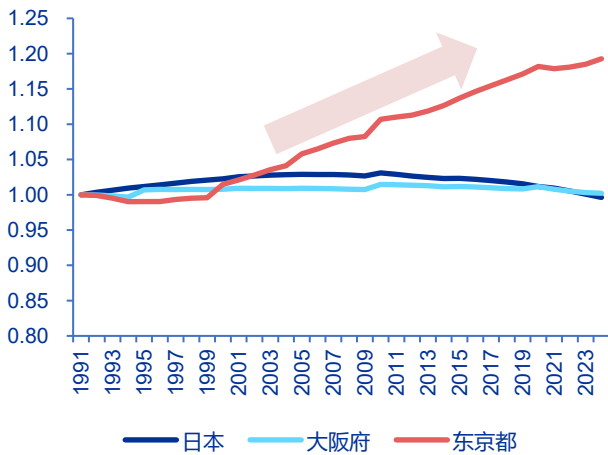


资料来源：Wind, CEIC, 申万宏源研究

注：霍顿股价涨幅区间 2009 年 1 月-2010 年 4 月；莱纳及标普 500 股价取区间 2009 年 2 月-2010 年 4 月；旧金山房价区间 2009 年 5 月-2010 年 4 月；美国房价区间 2009 年 1 月-2010 年 12 月。

我们认为，人口流入是核心城市领先企稳的关键因素，也代表了资金的集中。核心城市领先止跌源于人口流入，推动居民资产负债表输入性改善，日本东京、美国旧金山、中国香港等城市都是如此。进一步分析，我们认为人口流入核心城市代表着全国范围的存量财富向着核心城市再分布和再集中的过程，因而推动了核心城市享有输入性的居民资产负债表和购买力的改善，也就赋予了核心城市房地产市场领先于全国企稳的优势。

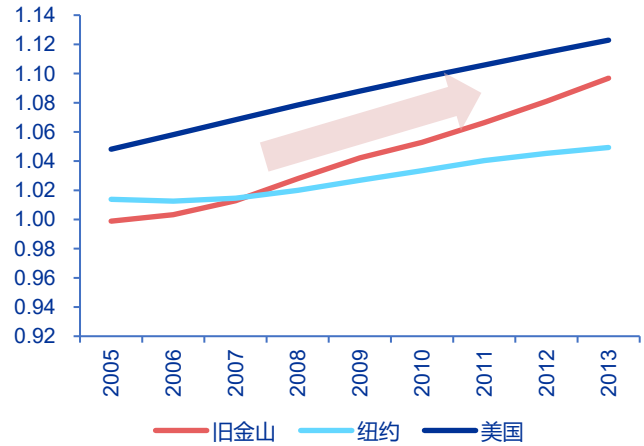
图 49：日本及东京都、大阪府的人口变化



资料来源：Wind, 申万宏源研究

注：以 1991 年为基数。

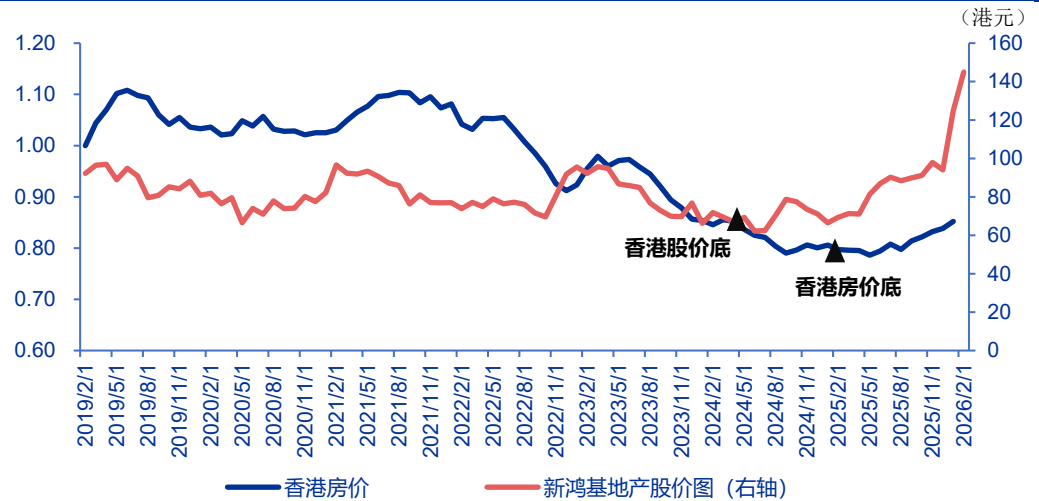
图 50：美国及旧金山、纽约的人口变化



资料来源：Wind, 申万宏源研究

注：以 2005 年为基数。

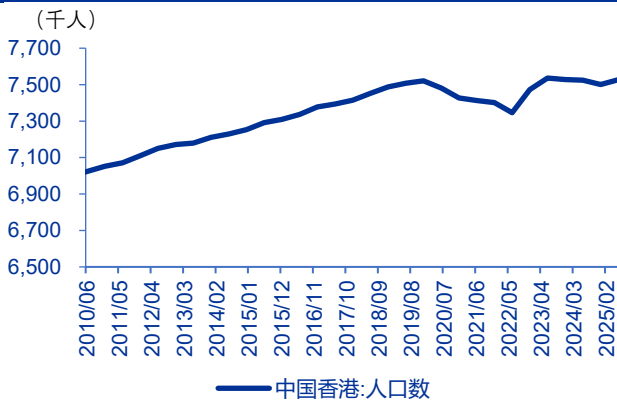
图 51：香港楼市房价与新鸿基地产股价关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

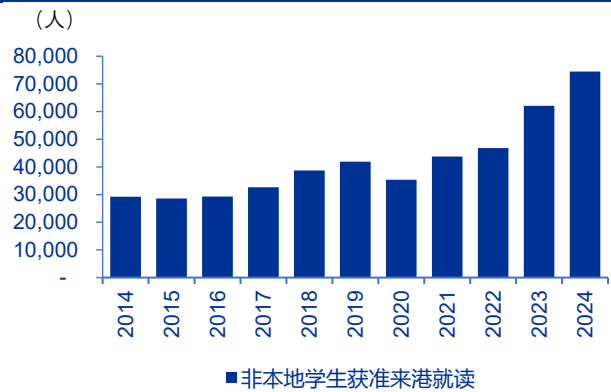
注：房价以 2019 年 2 月为基数 1 进行计算。

图 52：中国香港人口走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 53：非本地学生获准来港就读人数走势



资料来源：中国香港入境事务处，申万宏源研究

综上所述，我们认为，上海等核心城市房价今年有望领先企稳回升，并将赋予我国龙头房企基本面和估值面十足的弹性。主要基于三大方面支撑：

- 1) **二手房量价：今年在无宏观政策下显著改善。** 2021 年以来，房地产行业在政策催化下于 2023Q1 和 2024Q4 两次寻底但均未成功。2026 年年初以来，房地产进入了第三次寻底阶段，在无宏观政策放松的背景下，二手房市场量价呈现了不同程度的修复，其中尤其是上海和北京等核心城市已经连续 3 个月房价环比转正；其背后的驱动因素为租金回报率走高推动的性价比逻辑，经历了近几年房价大跌和租金小跌，全国住宅租金回报率已提升至 2.7%，超过了公积金率的 2.6%，并伴随着今年地方公积金贷款额度的显著增加，吸引力逐步提升，其中核心城市低总价房源的房价因此实现了率先企稳回升。
- 2) **持续性判断：本轮改善更健康、预计将更持续。** 主要源于宏观和中观两方面更健康的支撑：宏观层面，我国房地产量价的调整幅度和调整时间已经持平或超过国际房地产

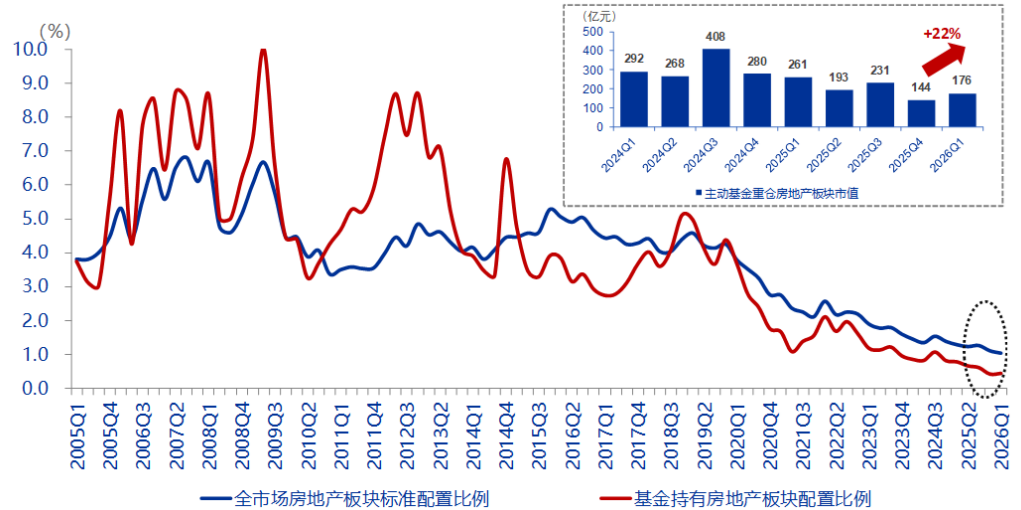
泡沫经验的平均水平，并且居民资产负债表走弱趋势也有望结束，目前来看调整已经较为充分；中观层面，本轮楼市改善呈现出两大特征，1) 挂牌量下降开启二手房去库存周期，其中一线城市二手房成交挂牌比走强进一步说明二手房供需关系的改善，其中上海已完全进入到二手房挂牌量去库存周期，2) 上海等城市成交热度逐步向上传导重建置换链，这源于当地改需和外地改需的推动。综上，预计上海等城市今年有望领先企稳回升。

- 3) **日美经验借鉴：核心城市先行，龙头弹性十足。**核心城市房价领先企稳将赋予龙头房企基本面和估值面十足的弹性。通过日美经验分析，我们认为：1) 城市房价止跌回稳有先后，核心城市止跌明显领先于全国；其中日本东京房价领先全国约 5 年；美国旧金山为首 6 城房价领先全国约 3 年。2) 龙头公司股价跟踪的是核心城市房价、而非全国房价，呈现龙头股价底→核心城市房价底→全国房价底的传导路径，日本龙头涨了 4-5 倍和美国龙头涨了 1-2 倍、绝对和相对收益显著。需要注意的是，全国房价企稳作为信号已太晚，我们需聚焦核心城市房价的企稳时点。

6. 投资分析意见：核心城市先行，星火亦可燎原

我们认为，在我国房地产经历深度调整之后，我国房地产量价的调整幅度、调整时间和居民资产负债表的调整均已较为充分，预计行业基本面底部正逐步临近；而今年上海和北京等核心城市年初以来楼市改善更为健康，预计今年有望领先企稳回升，并且参考日美两国经验可知，核心城市房价领先止跌、并将赋予龙头房企后续基本面和估值面十足的弹性。目前板块配置处历史底部区域，部分优质企业估值已处于历史低位，板块已具备吸引力。我们维持房地产及物管“看好”评级，推荐：1) 优质房企：建发国际、中国金茂、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、中海外发展、建发股份、中海宏洋、保利发展，关注保利置业、城投控股；2) 商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展、大悦城；3) 二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；4) 物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

图 54：房地产板块基金持仓变化



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：主流 AH 上市房企估值表

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			市盈率			市净率 PB (LF)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
			5月18日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E		2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E
601155.SH	新城控股	13.83	0.30	0.40	0.62	45.9	34.5	22.3	0.5	6.8	9.0	14.0	-9.6%	32.9%	54.9%
001979.SZ	招商蛇口	8.70	0.08	0.14	0.22	76.6	60.2	39.0	0.8	10.2	13.0	20.1	-74.6%	27.3%	54.5%
600048.SH	保利发展	6.05	0.09	0.13	0.14	70.0	44.8	43.8	0.4	10.3	16.2	16.6	-79.3%	56.1%	2.5%
002244.SZ	滨江集团	10.05	0.68	0.76	0.80	14.8	13.2	12.6	1.1	21.2	23.8	24.9	-16.9%	12.2%	4.9%
600325.SH	华发股份	3.20	-3.48	-1.10	0.01	-0.9	-2.9	463.5	1.1	-95.0	-30.1	0.2	-1098.2%	-68.3%	-100.6%
600153.SH	建发股份	9.82	-3.91	0.53	0.86	-2.6	18.5	11.4	0.7	-108.1	15.4	25.0	-467.1%	-114.3%	62.1%
0960.HK	龙湖集团	8.09	0.15	0.01	0.02	56.2	1,007.1	354.3	0.4	10.2	0.6	1.6	-90.2%	-94.4%	184.2%
0123.HK	越秀地产	4.07	0.01	0.02	0.12	297.6	268.6	32.6	0.3	0.6	0.6	5.0	-94.7%	10.8%	724.6%
3900.HK	绿城中国	9.12	0.03	0.08	0.31	326.2	112.4	29.1	0.7	0.7	2.1	8.0	-95.6%	190.2%	285.9%
1972.HK	太古地产	21.31	1.34	1.14	1.22	16.3	18.6	17.4	0.5	75.3	65.9	70.4	27.4%	-12.5%	6.8%
0101.HK	恒隆地产	7.52	0.33	0.52	0.55	23.3	14.6	13.8	0.3	16.3	26.1	27.6	-18.2%	60.2%	5.5%
0683.HK	嘉里建设	20.75	0.59	0.84	1.61	35.5	24.6	12.9	0.3	8.5	12.3	23.3	13.2%	44.7%	90.2%
0823.HK	领展房产基金	36.39	-3.18	0.07	1.08	-11.6	540.6	33.7	0.7	-81.8	1.8	28.3	355.0%	-102.2%	1504.8%
0688.HK	中国海外发展	14.42	1.16	1.04	1.01	12.4	13.8	14.3	0.4	126.9	114.1	110.4	-18.8%	-10.1%	-3.3%
1109.HK	华润置地	32.91	3.56	3.39	3.43	9.2	9.7	9.6	0.8	254.2	241.4	244.4	-0.6%	-5.0%	1.2%
1908.HK	建发国际集团	15.28	1.58	1.56	1.69	10.8	9.8	9.0	1.2	31.8	35.0	37.9	-25.4%	10.1%	8.0%
0817.HK	中国金茂	1.62	0.04	0.05	0.06	37.1	29.8	26.7	0.6	5.9	7.4	8.2	-15.6%	24.5%	11.6%
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.66	0.09	0.10	0.13	31.0	26.8	20.9	0.3	3.0	3.5	4.5	-68.1%	15.9%	28.1%
	平均值		(0.03)	0.5	0.8	58.2	124.7	64.8	0.6	16.5	31.0	37.2	-98.7%	4.3%	162.6%

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，取 2026/5/18 收盘价，汇率为 0.87。建发国际集团、中国金茂 2025 年归母净利润采用扣除永续债后口径；太古地产采用归母核心净利润口径。）

表 11: 主流 AH 上市物业管理/经纪企业估值情况

公司代码	公司简称	收盘价 (元)			EPS (元)			市盈率			市净率 PB (LF)			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
		5月18日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
001914.SZ	招商积余	9.75	0.62	0.94	1.01	15.7	10.4	9.6	1.0	6.5	9.9	10.7	-22.1%	50.5%	8.4%				
2423.HK	贝壳-W	41.59	0.90	1.11	1.28	48.5	37.2	32.5	2.3	29.9	39.1	44.7	-26.3%	30.5%	14.5%				
2869.HK	绿城服务	4.14	0.28	0.33	0.38	14.8	12.6	11.0	1.7	8.80	10.3	11.9	12.1%	17.2%	15.4%				
2669.HK	中海物业	3.54	0.42	0.45	0.47	8.5	7.9	7.5	2.1	13.67	14.7	15.6	-9.5%	7.6%	5.9%				
6049.HK	保利物业	27.62	2.81	2.95	3.11	9.9	9.4	8.9	1.5	15.49	16.3	17.2	5.1%	5.3%	5.4%				
1209.HK	华润万象生活	42.64	1.74	1.93	2.11	24.5	22.1	20.2	6.5	39.69	44.0	48.2	9.4%	10.8%	9.7%				
	平均值		1.13	1.28	1.39	20.3	16.6	14.9	2.5	19.0	22.4	24.7	-5.2%	20.3%	9.9%				

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (注: 以上单位均为人民币, 盈利预测为申万宏源房地产团队预测, A、H 股均取 2026/5/18 收盘价, 汇率为 0.87)

7. 风险提示: 行业资金趋紧, 收储和城改不及预期

- 1) 房企销售回款进一步下行, 导致经营现金流走弱、房企基本面下行;
- 2) 房企融资现金流进一步下行, 导致房企出险情况增加;
- 3) 房企受限资金占比进一步提升, 导致可动用现金持续承压、增加房企资金端压力;
- 4) 收储政策和城中村改造政策推进不及预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 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。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。