下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

地产股调整背后的变与不变

华泰研究

2026 年 6 月 30 日 | 中国内地　　专题研究

5 月以来地产板块深度调整，A 股地产指数/内房股指数分别下跌 15.2%/19.2%，19 家典型房企中 16 家已跌破 4 月前低，估值重回历史低位；但一线城市房价韧性、挂牌结构优化及新兴产业强承载城市结构性复苏逻辑未变，调整后配置性价比凸显，建议坚守新兴产业集聚城市布局思路。

基本面边际走弱+交易风格极致导致地产股显著回调

5 月以来，地产股出现显著调整，19 家典型房企中，16 家股价跌破前期低点。短期量能边际走弱叠加资本市场风格拥挤是板块回调主因：1、二手房成交增速边际走弱，6 月（截至 26 日）22 城二手房成交同比上涨 10.8%，环比 5 月有所降温；2、房价降幅边际收窄预期产生动摇，5 月中旬开始 84 城房价环比跌幅收窄转为再度扩大，至 6 月 7 日月环比跌幅自-0.30%扩大至-0.54%；3、资本市场交易风格呈现极致化，存量博弈下资金聚焦半导体等高景气成长主线，6 月以来港股电子板块获南向资金净流入 395 亿港元，是显著虹吸其他板块的行业，在科技行业的资金分流下，也造成了地产股的持续调整。

但房地产基本面边际筑底、分化改善的逻辑没有发生变化

行业的积极表现体现为：1、一线城市新房成交增速改善，Q2（截至 6 月 26 日）累计成交面积同比实现转正（+12.2%），二手房挂牌量持续收缩，供需结构持续优化；2、核心城市价格依然维持韧性。6 月（截至 28 日）一线城市房价仅小幅回落 0.10%，对比全国 84 城整体-0.49%的跌幅，价格韧性优势凸显；购房门槛下降、租金月供收敛及多数城市价格接近成交密集区等深层次因素推动下，房价有望进入二阶导转正阶段；3、土地市场热度结构性回升。6 月（截至 28 日）全国涉宅用地溢价率升至 18.3%，一线城市溢价率 76.2%；新兴产业二线城市 26H1 涉宅土地平均溢价率亦达 15.9%，说明房企对确定性较强的项目补仓意愿增强。

估值再探新低，关注 Q3 四个边际变化

股价调整后，地产股估值再探新低。19 家典型房企 PB 已达到 2022 年以来 11%分位，保利发展、招商蛇口、中华企业、龙湖集团、越秀地产的 PB 均创下近 5 年来新低。考虑到 2026 年以来房地产市场边际筑底迹象要好于 2025 年，地产股估值低于 2025 年或并不合理。Q3 关注 4 个边际变化：1、成交量同比增速是否能够维持，如二手房成交量依然能维持双位数增长，则说明自然复苏依然在持续；2、核心城市房价韧性是否持续，一线城市出现一定幅度调整也可接受（如月度跌幅小于 0.5%）；3、资本市场极致化的风格能否走向均衡；4、潜在政策预期，如核心城市政策进一步放开、公积金贷款额度及利率优化、三季度政治局会议对地产表态等。

投资建议

当前主流地产股估值重回历史低位，也创造了较好的布局窗口。继续看好深度布局新兴产业的一线和强二线城市。重点推荐：1、在新兴产业发展领先的城市深度布局的企业：华润置地、中国海外发展、招商蛇口、越秀地产、建发国际集团、建发股份、滨江集团、绿城中国、中国金茂、城投控股等；2、估值处于低位、计提减值准备较为充分的企业：龙湖集团、新城控股等；3、在一阶导转正的区域有布局的港资企业：新鸿基地产等；4、具备体系化竞争壁垒的商管公司，以及业绩稳健、派息积极的物管公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余等；5、存量交易及地产链后端产业链的企业。

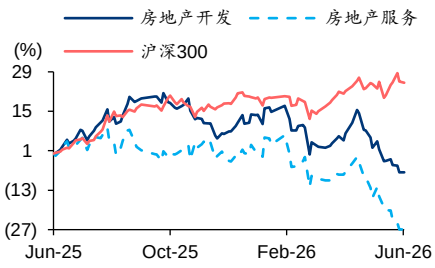
风险提示：房地产政策波动，房地产市场复苏不及预期，部分房企经营风险。

房地产开发	增持（维持）
房地产服务	增持（维持）

刘璐　研究员
SAC No. S0570519070001　liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825　+(86) 21 2897 2053

陈慎　研究员
SAC No. S0570519010002　chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
龙湖集团	960 HK	12.94	买入
城投控股	600649 CH	6.70	买入
新城控股	601155 CH	19.63	买入
招商蛇口	001979 CH	12.02	买入
华润万象生活	1209 HK	63.57	买入
招商积余	001914 CH	14.25	买入
越秀地产	123 HK	5.73	买入
绿城服务	2869 HK	6.35	买入
滨江集团	002244 CH	11.66	买入
建发股份	600153 CH	12.42	买入
建发国际集团	1908 HK	19.31	买入
绿城中国	3900 HK	9.92	买入
新鸿基地产	16 HK	164.37	买入
华润置地	1109 HK	38.54	买入
中国海外发展	688 HK	14.72	买入
中国金茂	817 HK	1.60	增持

资料来源：华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

基本面边际走弱+交易风格极致导致地产股显著回调.....3

5 月以来地产板块出现显著回调.....3

短期量能边际走弱叠加资本市场风格拥挤是板块回调主因.....4

但房地产基本面边际筑底、分化改善的逻辑没有发生变化.....7

成交、房价、土地结构性改善趋势仍存.....7

估值再探新低，关注 Q3 四个边际变化.....11

股价调整后，地产股估值再探新低.....11

Q3 关注 4 个边际变化.....11

投资建议.....12

风险提示.....16

下载日志已记录，仅供内部参考

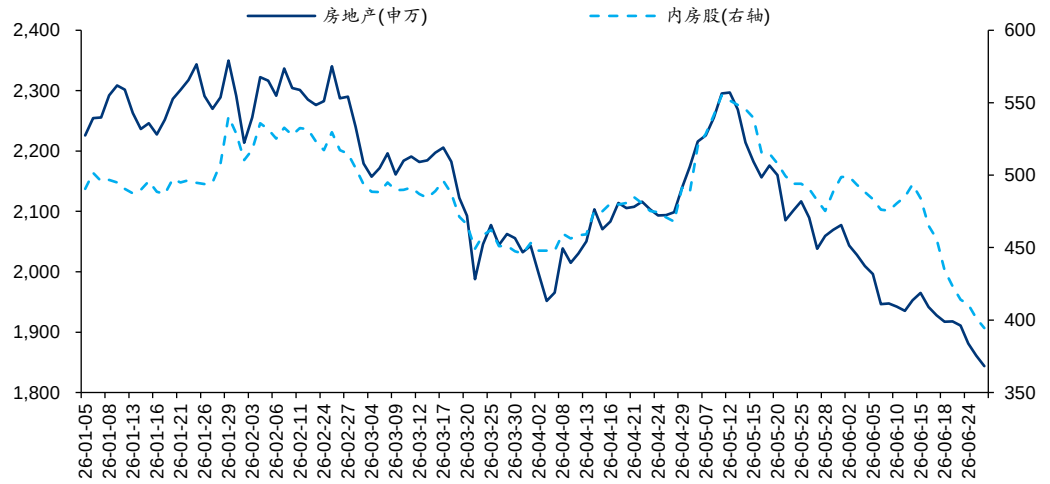
基本面边际走弱+交易风格极致导致地产股显著回调

5 月以来地产板块出现显著回调

5 月以来，地产股出现显著调整，部分房企股价跌破前期低点。5 月至今（截至 2026 年 6 月 26 日），A 股地产指数以及内房股指数分别下跌 15.2%和 19.2%，相对大盘跌幅分别为 16.5%/7.1%，均已经触达今年以来的最低值。

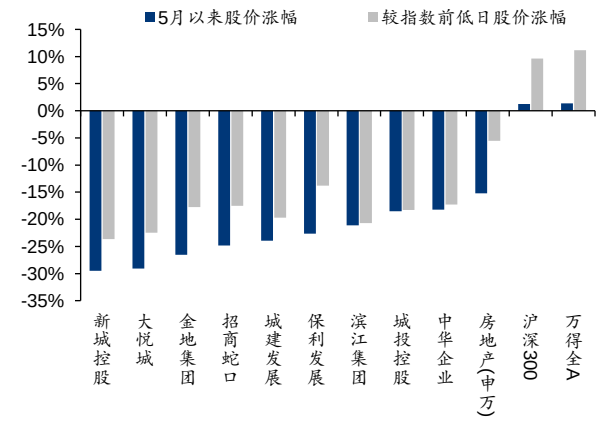
典型房企的跌幅高于板块，除了华润置地、中国海外发展等大市值龙头企业跌幅相对较小，A 股房企以及内房股典型标的跌幅均值分别为 23.8%和 19.6%。以指数前低为锚（2026 年 4 月 3 日 A 股地产指数触达前低，2026 年 3 月 31 日内房股指数触达前低），19 家典型房企中，有 16 家企业已经跌破对应低点，其中保利发展、招商蛇口、金地集团、大悦城、中华企业、龙湖集团股价已经触达 2024 年以来新低。

图表1：A 股地产以及内房股指数走势

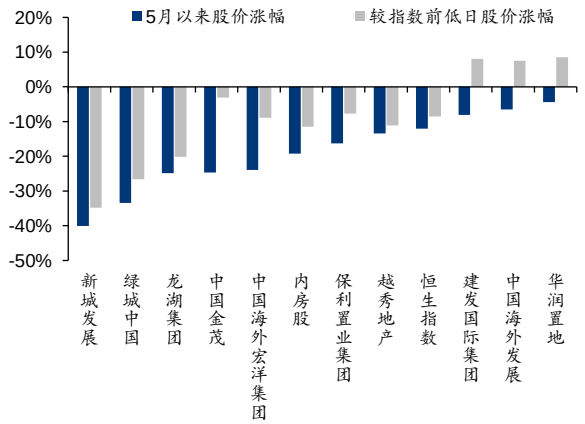


资料来源：Wind，华泰研究

图表2：A 股地产股今年以来股价涨幅



图表3：内房股今年以来股价涨幅



注：数据截至 2026 年 6 月 26 日，下同

资料来源：Wind，华泰研究

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

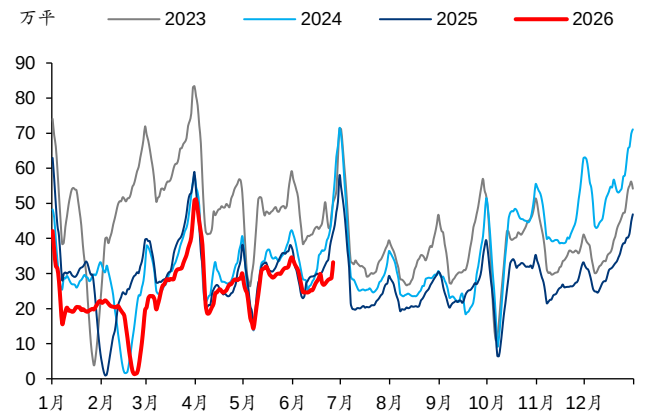
短期量能边际走弱叠加资本市场风格拥挤是板块回调主因

我们认为 5 月以来地产股调整背后，主要是 3 个层面的原因：

1、二手房成交增速边际走弱

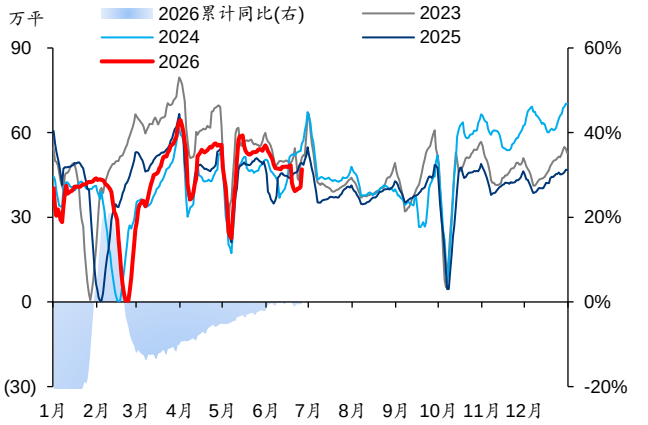
成交走弱体现为新房成交量下滑，二手房成交同比增速收窄。跟踪 44 城新房高频成交数据，截至 6 月 26 日，6 月新房累计成交同比下滑 8.7%；22 城二手房成交同比上涨 10.8%，环比 5 月（同比+17%）有所降温。冰山 26 城实时成交数据来看：4-5 月新房、二手房成交同比分别录得 31.2%、26.9%，截至 26 日，6 月累计同比收窄至 8.9%，二手房成交依然维持增长，但增速进入短期温和震荡区间。随着 Q3 进入行业传统淡季，市场担忧后续成交量会继续走弱。

图表4：44 城新房日度成交面积（7 日平滑）



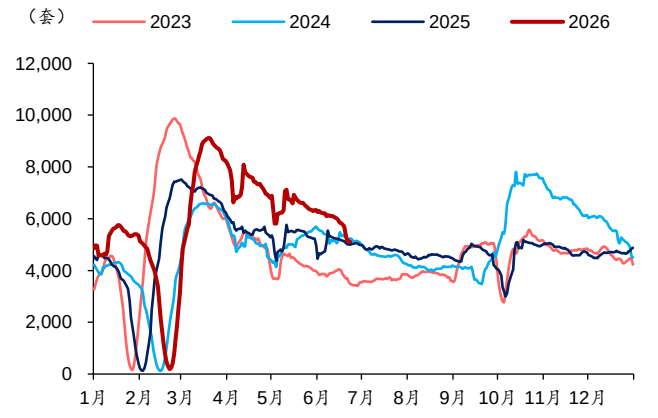
注：数据截至 2026 年 6 月 26 日，下同
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：19 城新房+二手房日度成交面积（7 日平滑）



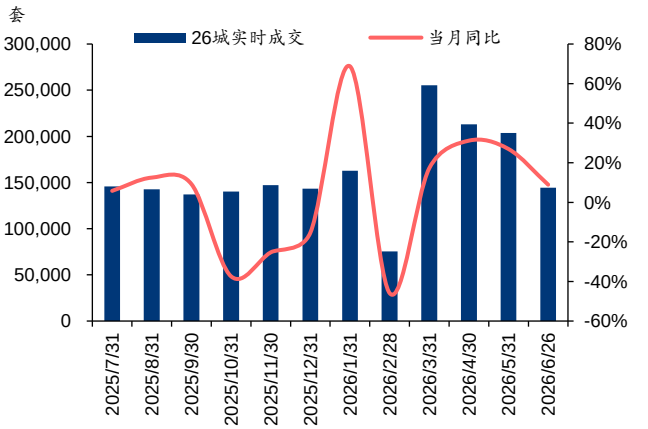
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：26 城实时成交套数



资料来源：冰山指数，华泰研究

图表7：26 城实时月累计成交套数及同比



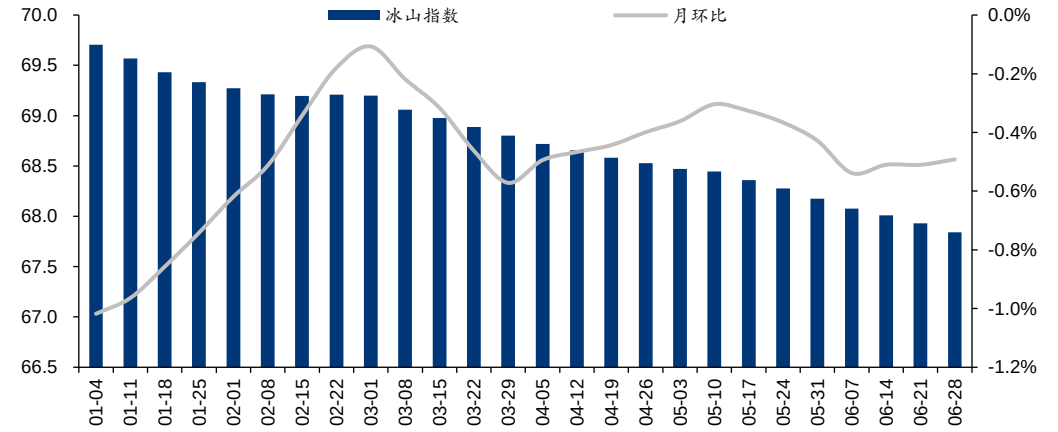
资料来源：冰山指数，华泰研究

2、房价降幅边际收窄预期产生动摇

我们在报告《我国房价正迎来二阶导转正》（2026.4.10）中强调，在自发性需求复苏的推动下，2026 年一季度房地产市场改善迹象好于往年，房价跌幅收窄，迎来二阶导转正。但市场担忧随着成交量边际减弱，会导致房价跌幅收窄的预期发生变化。冰山数据显示，5 月中旬开始，84 城房价环比跌幅收窄转为再度扩大，至 6 月 7 日，房价月环比跌幅自 5 月 10 日的-0.30%扩大至-0.54%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：84 城冰山指数及月环比



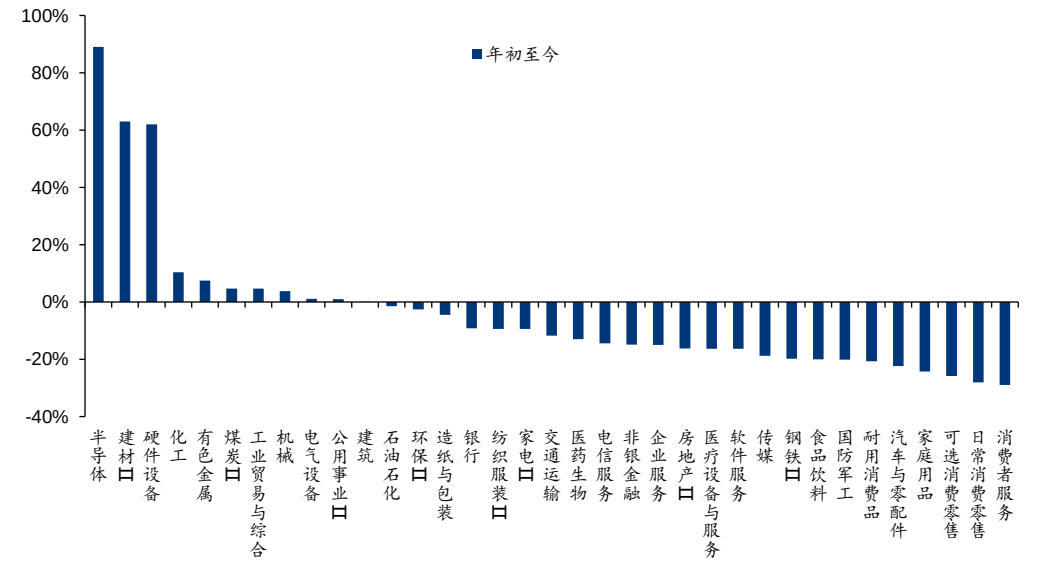
资料来源：冰山指数，华泰研究

3、资本市场交易风格呈现极致化

除了基本面边际弱化，地产股调整的另一个原因在于资金风格极致化演绎。

当前 A 股整体呈现明显的结构性分化与交易风格拥挤特征，存量博弈格局下市场资金聚焦半导体等高景气成长主线，赛道资金扎堆导致板块交易热度触及高位，市场风格极致偏向成长赛道。对于港股而言，同样呈现存量博弈对港股资金的虹吸效应，6 月以来（截至 6 月 28 日），南向资金合计净流出 151 亿港元，但电子板块净流入 395 亿港元，显著虹吸其他板块。科技行业对资金的分流效应，也导致 A 股地产股、港股内房股板块持续调整。

图表9：A 股 2026 年以来各板块走势（截至 2026 年 6 月 26 日）



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：港股各行业板块南向资金净流入金额（单位：亿港元）

一级行业	6月以来净流入	3/5/2026	10/5/2026	17/5/2026	24/5/2026	31/5/2026	7/6/2026	21/6/2026	28/6/2026	趋势图
电子	394.59	-5.61	-16.80	71.51	117.80	-17.92	75.21	171.32	148.07	
银行	17.40	10.35	20.46	17.02	5.43	20.44	22.81	-9.65	4.24	
煤炭	-5.16	4.11	1.29	-3.16	11.34	10.07	-1.11	-6.68	2.62	
交通运输	-0.47	-6.51	-10.94	-10.73	-8.71	-16.10	-3.46	1.25	1.75	
机械	6.77	2.84	-0.54	0.33	0.58	10.00	4.88	0.78	1.12	
建材	2.20	0.80	0.61	0.52	3.83	1.72	-0.05	1.70	0.55	
建筑	1.69	-0.94	0.45	0.16	0.84	2.11	0.58	0.63	0.47	
国防军工	1.88	-0.45	-0.04	-0.41	0.89	1.43	0.36	1.07	0.45	
综合	-0.10	-0.16	0.21	0.10	-0.01	0.31	-0.12	0.21	-0.19	
农林牧渔	1.93	0.27	-0.67	-0.25	0.01	-0.82	0.98	1.31	-0.36	
钢铁	-3.18	-0.71	-0.35	-0.10	0.05	0.08	-0.50	-1.91	-0.78	
轻工制造	-2.04	-1.76	-1.11	-0.59	0.26	0.61	-0.97	0.00	-1.07	
家电	6.90	9.11	3.98	7.64	4.25	20.30	8.62	-0.26	-1.46	
电力设备及新能源	-4.26	-5.32	0.07	-5.16	-3.03	-3.82	-2.78	0.40	-1.88	
食品饮料	-12.48	-0.83	-1.03	-4.46	-4.29	3.78	-7.46	-0.67	-4.34	
电力及公用事业	-4.58	3.21	7.21	5.60	5.70	1.67	7.95	-7.65	-4.87	
医药	-48.50	-6.46	-14.56	-30.85	-41.95	25.91	-32.74	-10.56	-5.20	
汽车	7.54	-6.03	-33.03	-9.62	6.59	-21.94	13.77	-0.87	-5.36	
计算机	-33.20	-2.17	-1.99	-20.31	-0.96	-64.59	-15.70	-12.01	-5.49	
石油石化	-53.43	17.97	8.69	35.26	26.16	31.68	-8.62	-38.99	-5.82	
非银行金融	-65.39	22.63	10.93	-2.86	1.91	30.53	-21.07	-38.40	-5.92	
基础化工	-7.81	-1.31	-0.34	0.94	12.86	21.02	-4.80	3.22	-6.23	
纺织服装	-17.65	-0.69	-4.77	-6.87	-5.60	-0.52	-6.55	-4.78	-6.32	
有色金属	-26.46	-2.63	-44.83	-28.68	-32.03	-21.05	4.31	-24.22	-6.55	
房地产	6.06	0.31	-19.96	-24.57	16.52	13.81	-1.26	15.22	-7.91	
消费者服务	-30.49	-18.81	-19.56	-21.41	-7.69	-17.52	-3.96	-13.65	-12.88	
传媒	-55.49	-37.14	0.78	-33.26	-6.01	38.22	42.20	-80.77	-16.91	
商贸零售	-177.38	-1.42	-49.87	-39.03	-50.10	-0.96	-60.29	-82.06	-35.03	
通信	-50.13	17.09	15.79	20.78	-0.65	3.95	15.31	-29.87	-35.56	

资料来源：Wind，《存量博弈对港股资金的虹吸或未结束》，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

但房地产基本面边际筑底、分化改善的逻辑没有发生变化

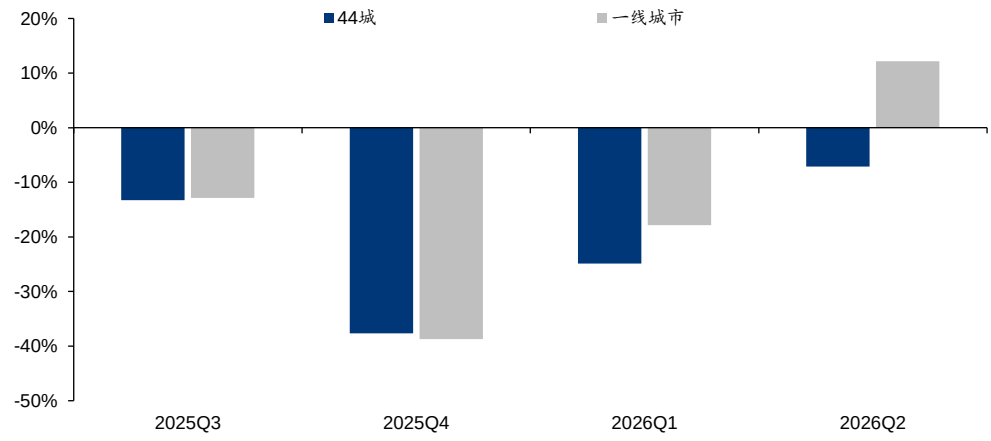
成交、房价、土地结构性改善趋势仍存

房地产市场基本面边际转弱，叠加地产股深度调整，市场担心房地产市场复苏告一段落。但我们认为今年房地产市场较 2025 年市场边际改善逻辑没有发生根本性变化：

1、一线城市新房成交增速改善，挂牌量持续收缩

从重点 44 城新房成交数据来看，今年以来跌幅持续收窄，部分城市显著改善。截至 2026 年 6 月 26 日，44 城 26Q2 新房成交面积同比-7.1%，较 Q1 收窄 17.8pct。其中一线城市 Q2 累计成交面积同比实现转正，达 12.2%，较 Q1 同比增速提升 30.0pct。

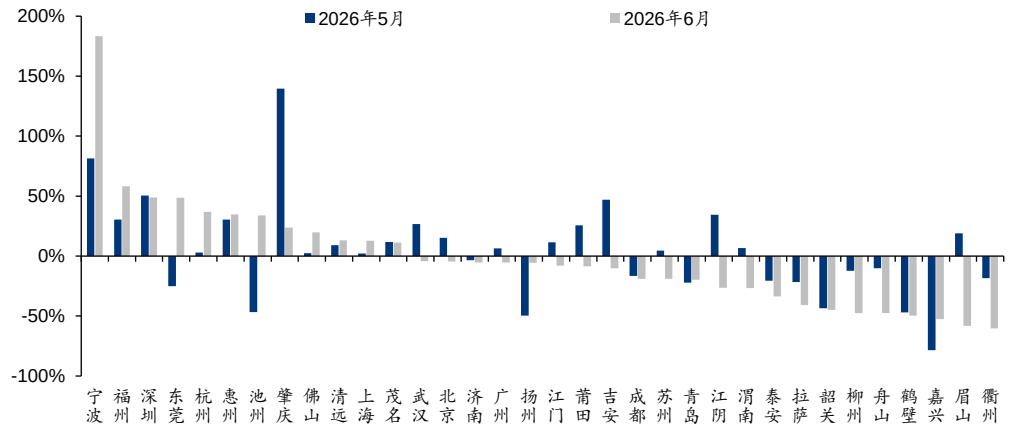
图表11：新房网签成交面积季度成交同比（截至 2026 年 6 月 26 日）



资料来源：Wind，华泰研究

具体城市来看，宁波、福州、深圳、东莞、杭州等城市新房网签成交面积月累计同比增速均在 35%以上，一线城市整体具备韧性，深圳/上海/北京/广州 6 月累计同比增速分别为 49%/13%/-5%/-5%，其中上海 6 月新房成交增速较 5 月扩大 11pct，深圳连续 2 个月增速在 50%左右。

图表12：城市新房网签成交面积月累计同比（截至 2026 年 6 月 26 日）

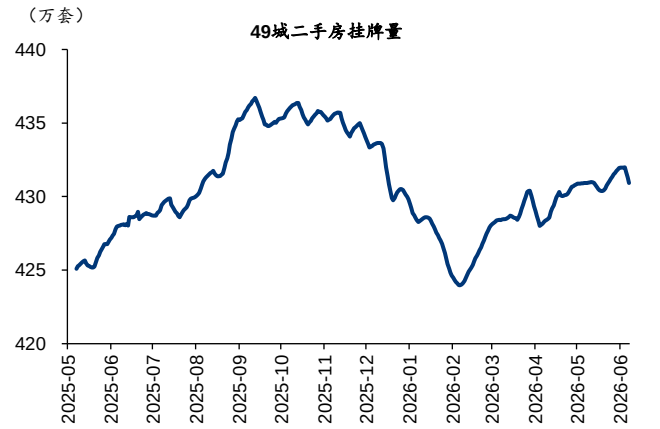


资料来源：Wind，华泰研究

供给方面，核心城市的供需格局处于持续改善通道。截至 6 月 28 日，一线城市二手房挂牌量月环比-1.1%，较去年年末挂牌量-6.6%，核心城市存量房源供给持续收缩，市场供需结构持续优化，长期支撑房价稳定。

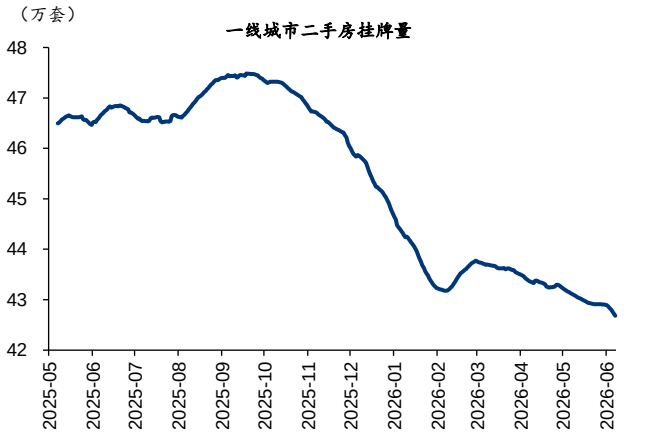
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：冰山二手房挂牌量（49 城-日度 MA7）



注：数据截至 2026 年 6 月 28 日，下同
资料来源：冰山指数，华泰研究

图表14：冰山二手房挂牌量（一线城市-日度 MA7）



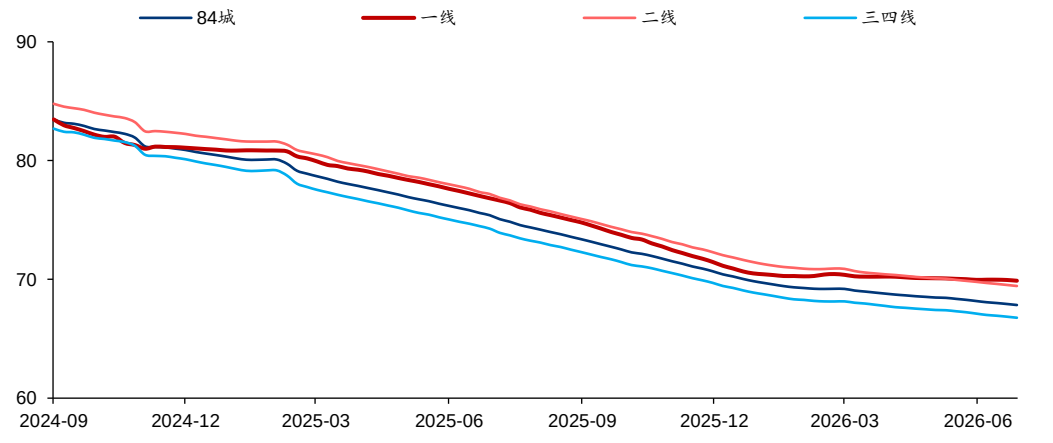
资料来源：冰山指数，华泰研究

2、核心城市价格依然维持韧性

横向比较，冰山房价指数显示，5 月一线城市二手房价格下跌 0.2%，全国 84 城下跌 0.43%，6 月（截至 28 日）一线城市房价仅小幅回落 0.10%，对比全国 84 城整体-0.49%的跌幅，价格韧性优势凸显；纵向比较，一线城市 3 月房价月环比由 2 月的+0.20%转为-0.20%，4-6 月环比分别为-0.19%/-0.19%/-0.10%，6 月跌幅依然可控。

我们依然认为，房价深度调整后带来的购房门槛下降、租金月供收敛及多数城市价格接近成交密集区等深层次因素推动下，房价有望进入二阶导转正阶段，由此对板块筑底形成支撑的逻辑不变。

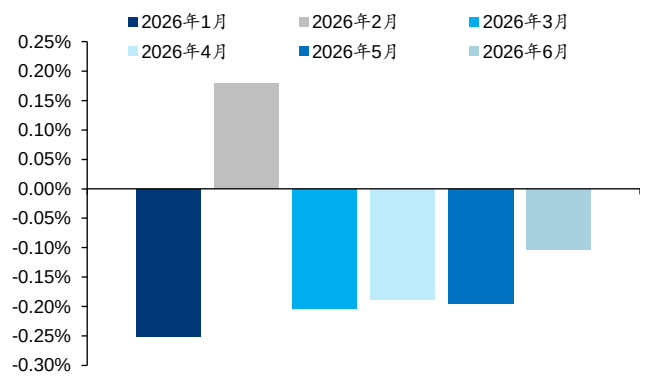
图表15：冰山指数（84 城二手房边际挂牌价-周度）



资料来源：冰山指数，华泰研究

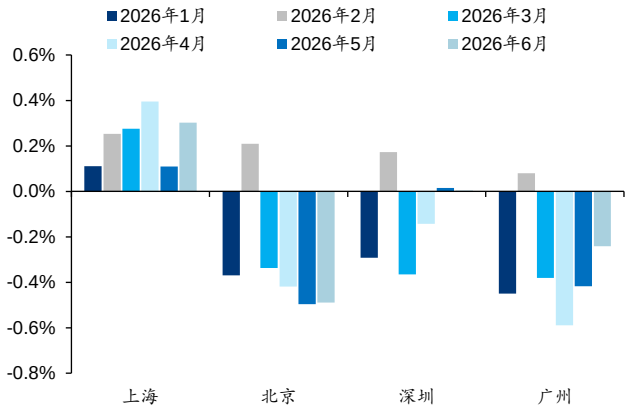
下载日志已记录，仅供内部参考

图表16： 一线城市冰山指数月环比



资料来源：冰山指数，华泰研究

图表17： 一线各城市冰山指数月环比

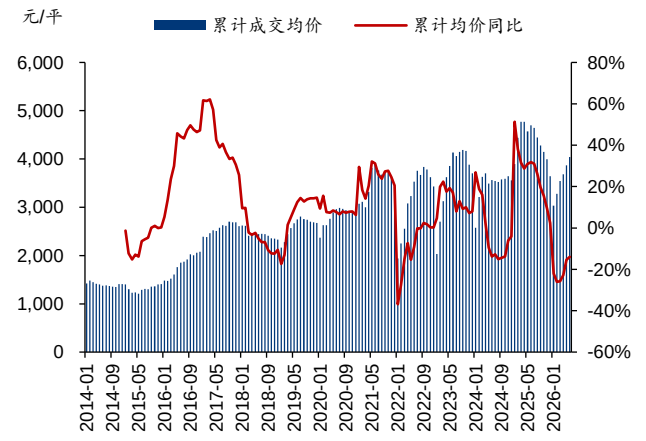


资料来源：冰山指数，华泰研究

3、土地市场：部分城市土地市场热度结构性回升

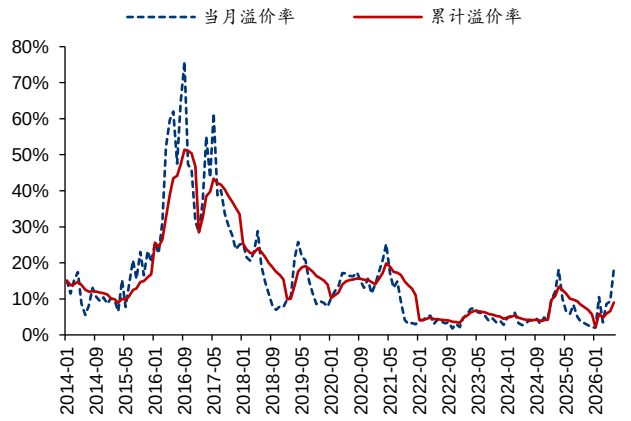
5、6 月份以来，土地市场热度有所回温，核心体现在成交均价上行和溢价率抬升。成交均价方面，5 月全国涉宅用地当月成交均价升至 4690 元/平，同比+25%，6 月维持在 4794 元/平的高位；溢价率回升更为直观。5 月当月溢价率为 9.4%，6 月进一步大幅升至 18.3%，累计溢价率由 5 月的 6.6%提升至 6 月的 9.0%。这说明房企拿地情绪边际修复，但城市分化显著。6 月一线城市溢价率 76.2%，环比提升 61.5pct，这是拉高全国溢价率均值的重要因素，以上海、深圳为代表的核心城市优质地块的供应获得市场关注，说明房企对确定性较强的项目补仓意愿增强。

图表18： 全国涉宅用地成交均价



注：数据截至 2026 年 6 月 28 日，下同
资料来源：中指院，华泰研究

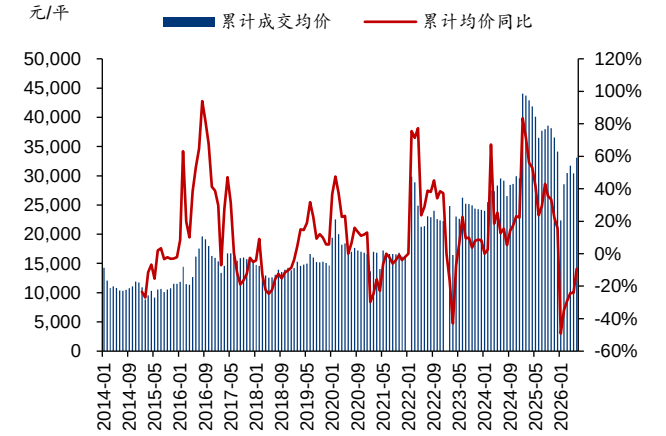
图表19： 全国涉宅用地流拍率



资料来源：中指院，华泰研究

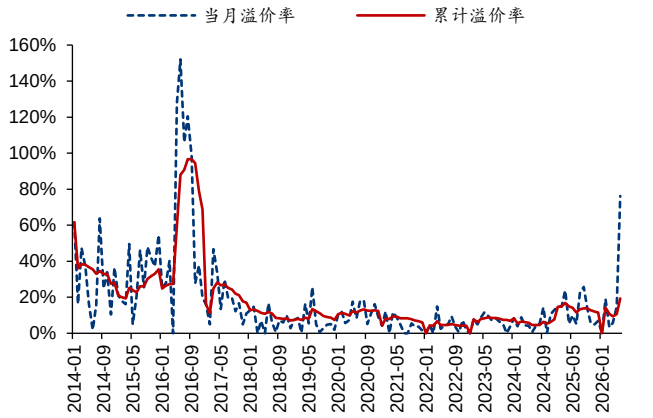
下载日志已记录，仅供内部参考

图表20：一线城市涉宅用地成交均价



资料来源：中指院，华泰研究

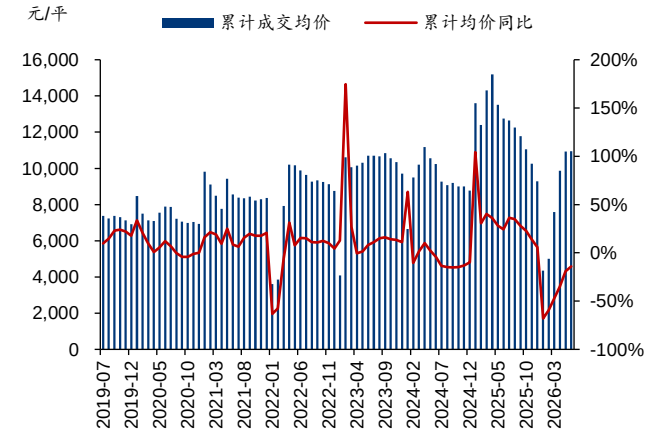
图表21：一线城市涉宅用地流拍率



资料来源：中指院，华泰研究

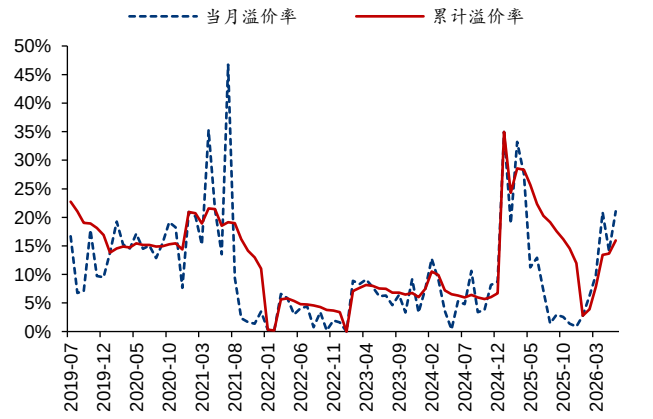
除了一线城市，新兴产业二线城市土地市场表现同样亮眼。我们曾在报告《哪些城市有望受益新兴产业造富浪潮？》（2026.5.21）中，筛选出一线城市以及杭州、合肥、成都、西安、苏州、武汉这 6 个二线城市，我们认为这些城市的房地产市场将能更大程度地受益于新兴产业的发展。从近期土地市场表现来看也可以印证这一结论：今年 2 月以来，6 城涉宅用地成交均价同比跌幅持续收窄，溢价率明显拉大。二季度每月溢价率均达两位数，截至 6 月 28 日，今年以来 6 城平均溢价率达 15.9%，高于去年全年 12.0%。

图表22：新兴产业深度布局二线城市涉宅用地成交均价



资料来源：中指院，华泰研究

图表23：新兴产业深度布局二线城市涉宅用地溢价率



资料来源：中指院，华泰研究

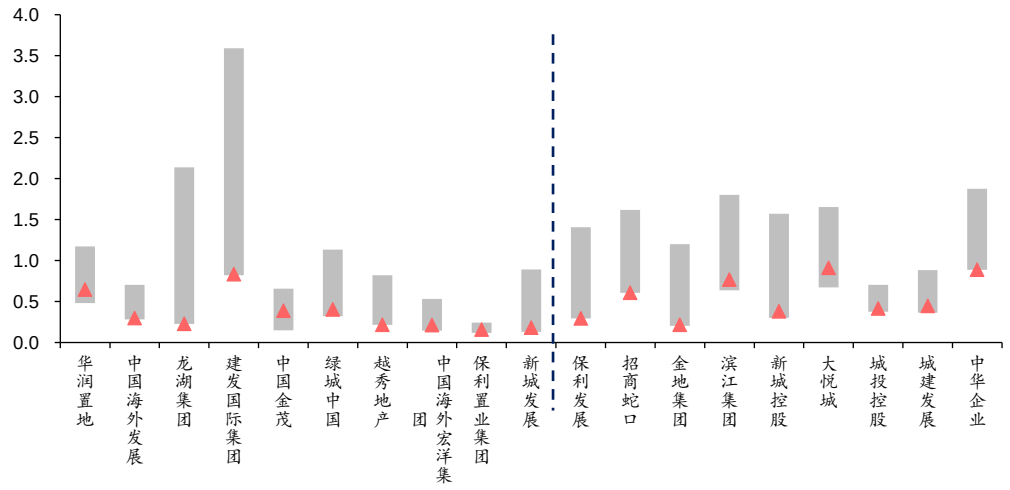
下载日志已记录，仅供内部参考

估值再探新低，关注 Q3 四个边际变化

股价调整后，地产股估值再探新低

近期地产股股价调整后，估值再度接近历史性低位。截至 2026 年 6 月 26 日，19 家典型房企 PB 已达到 2022 年以来 11%分位。其中保利发展、招商蛇口、中华企业、龙湖集团、越秀地产的 PB 均创下近 5 年来新低。考虑到 2026 年以来房地产市场边际筑底迹象要好于 2025 年，我们认为地产股估值低于 2025 年或并不合理。

图表24：典型房企 PB 表现



注：柱状图为房企自 2022 年至今 PB 范围，红色标记为当前房企 PB，数据截至 2026 年 6 月 26 日
资料来源：Wind，华泰研究

Q3 关注 4 个边际变化

站在当前，三季度地产股估值能否出现均值回归？我们认为需要关注 4 大因素的边际变化：

1、 **成交量同比增速是否能够维持。**由于三季度历来是房地产市场淡季，二手房成交量三季度环比较二季度回落是正常现象，不应过度解读。而如果二手房成交量依然能维持一定幅度增速（如双位数增长），则说明当前房地产市场的自然复苏依然在持续。

2、 **核心城市房价韧性是否持续。虽然全国房价在近期有降幅扩大的迹象，但核心城市依然相对较强，**尤其一线城市二手房价已经延续 3 个月企稳。三季度需要观察一线城市尤其是北京、上海、深圳房价是否重新走弱，但考虑到历年下半年二手房价都会弱于上半年，我们认为一线城市出现一定幅度调整也是可以接受的（如下半年月度跌幅小于 0.5%）。

3、 **资本市场极致化的风格能否走向均衡。**二季度不仅是地产板块，非科技板块都多少受到了科技板块的资金分流。我们认为需要观察三季度这种极致化的风格能否逐步走向均衡，这也有助于地产板块估值筑底。

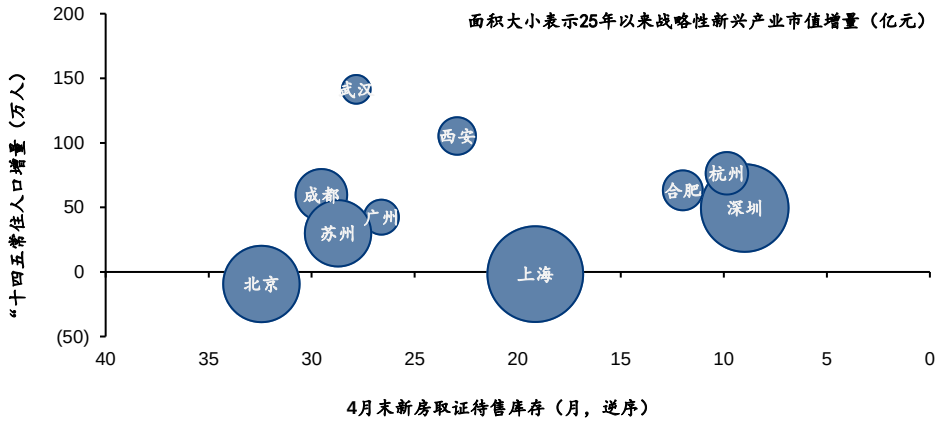
4、 **潜在政策预期。**如三季度房地产市场确实走弱，我们认为可以关注部分政策窗口，如核心城市政策进一步放开、公积金贷款额度以及潜在的利率优化，以及三季度的政治局会议对地产表态等。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

我们认为5月以来地产股的调整是基本面边际变弱以及交易风格极致化导致的资金分流共同导致的结果，当前主流地产股估值重回历史低位，也创造了较好的布局窗口。我们认为今年房地产市场正走向筑底，继续看好深度布局新兴产业的一线和强二线城市。重点推荐：1、在新兴产业发展领先的城市深度布局的企业：华润置地、招商蛇口、越秀地产、建发国际集团、建发股份、滨江集团、绿城中国、中国金茂、城投控股等；2、估值处于低位、计提减值准备较为充分的企业：龙湖集团、新城控股等；3、在一阶导转正的区域有布局的港资企业：新鸿基地产等；4、具备体系化竞争壁垒的商管公司，以及业绩稳健、派息积极的物管公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余等；5、存量交易及地产链后端产业链的企业。

图表25：潜力城市三大维度气泡图



资料来源：Wind，各城市统计局，克而瑞，国家统计局，华泰研究

图表26：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	2026E	2027E	2028E	PE (倍) 2025	2026E	2027E	2028E
龙湖集团	960 HK	买入	6.11	12.94	43,365	0.15	0.14	0.16	0.22	36.61	37.33	32.39	23.94
城投控股	600649 CH	买入	3.47	6.70	8,691	0.12	0.13	0.16	0.19	30.04	26.08	22.23	18.63
新城控股	601155 CH	买入	10.52	19.63	23,729	0.30	0.34	0.39	0.49	34.89	30.86	27.21	21.66
招商蛇口	001979 CH	买入	6.52	12.02	58,785	0.11	0.15	0.19	0.25	57.42	44.89	34.65	26.58
华润万象生活	1209 HK	买入	37.22	63.57	84,955	1.73	1.95	2.20	2.49	18.70	16.61	14.70	12.99
招商积余	001914 CH	买入	8.36	14.25	8,809	0.62	0.95	1.02	1.09	13.46	8.78	8.23	7.70
越秀地产	123 HK	买入	3.37	5.73	13,566	0.01	0.02	0.08	0.16	214.20	166.62	36.49	17.93
绿城服务	2869 HK	买入	3.92	6.35	12,364	0.28	0.31	0.35	0.39	12.21	11.07	9.86	8.79
滨江集团	002244 CH	买入	7.50	11.66	23,336	0.68	0.74	0.76	0.81	11.03	10.19	9.85	9.23
建发股份	600153 CH	买入	8.15	12.42	23,631	-3.73	0.57	0.87	1.12	-2.19	14.31	9.38	7.27
建发国际集团	1908 HK	买入	12.97	19.31	29,055	1.42	1.34	1.50	1.70	7.94	8.38	7.52	6.65
绿城中国	3900 HK	买入	6.81	9.92	17,295	0.03	0.03	0.08	0.16	211.81	207.11	75.07	36.55
新鸿基地产	16 HK	买入	113.80	164.37	329,767	7.54	8.04	8.45	8.75	15.09	14.15	13.47	13.00
华润置地	1109 HK	买入	30.54	38.54	217,779	3.56	3.34	3.41	3.76	7.45	7.94	7.78	7.06
中国海外发展	688 HK	买入	12.20	14.72	133,528	1.16	1.07	1.07	1.11	9.15	9.94	9.91	9.59
中国金茂	817 HK	增持	1.26	1.60	17,026	0.09	0.09	0.10	0.11	11.81	11.80	11.23	10.14

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
龙湖集团 (960 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 973 亿元，同比-24%；核心亏损 17 亿元，归母净利 10.2 亿，同比-90%，符合公司业绩预告（归母净利 10 亿，核心亏损 15-20 亿），主因开发业务盈利承压。利润下滑主要受开发业务进一步调整所致，但经营性业务已成为公司利润的重要支撑，展现出较强韧性。展望未来，公司虽业绩处于筑底期，但运营已经步入改善通道，随着负债规模的显著下降，财务优势进一步彰显，资产质量持续提升，REITs 市场的发展也让公司商业地产账面价值更具说服力。维持“买入”评级。 考虑公司开发业务短期承压，我们下调 2026-27 年营收及毛利率假设，预计 2026-28 年 EPS 为 0.14/0.16/0.22 元（26-27 年前值 0.68/1.04 元，对应下调 79%/84%）。公司 26E BPS 为 23.19 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.55x（Wind 一致预期），考虑公司短期内开发业务受地产行业调整影响导致波动较大，我们认为公司合理 26E PB 估值 0.49x（估值折价幅度 10%），对应目标价 12.94 港元（前值 15.21 港元）。 风险提示：融资能力减弱；地产销售不及预期；经营性业务发展不及预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 30 日 **点击下载全文：龙湖集团(960 HK,买入)：业绩滞后筑底，运营步入优化通道**
城投控股 (600649 CH)	5 月 28 日，城投控股以 19.3 亿元竞得上海虹口嘉兴路街道宅地。我们认为，公司此次获取内环内稀缺宅地，一方面体现其对上海核心区改善需求和长期资产价值的判断，另一方面也标志着公司在 2026 年公开市场补仓正式落地。结合公司上海核心土储、融资优势、保租房运营及城市更新能力，叠加上海房地产市场的积极表现以及城市更新在“十五五”规划中的重要意义，我们认为公司“开发+保租房运营+REITs”的平台价值有望进一步被市场重估，维持“买入”。 我们维持公司 2026-2028 年 EPS 为 0.13/0.16/0.19 元的盈利预测，BPS 分别为 8.49/8.61/8.75 元。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值 0.79 倍。考虑公司作为上海城投平台，核心城市资源禀赋突出，融资成本优势显著，积极参与上海城市更新，我们给予 0.79 倍 2026 年 PB，对应目标价 6.70 元（前值 6.41 元，0.75 倍 2026PB），维持“买入”。 风险提示：推盘放缓导致业绩低于预期；市场供应放量导致去化趋缓风险。 报告发布日期：2026 年 06 月 01 日 **点击下载全文：城投控股(600649 CH,买入)：核心区域补仓强化申城禀赋**
新城控股 (601155 CH)	新城控股发布一季报，2026 Q1 实现营收 73.17 亿元（yoy-24.86%），归母净利 3.12 亿元（yoy+2.37%），期内开发业务收入进一步下降致公司营收下滑，而商业收入占比的提升推动毛利率同比+8.5pct 至 38.0%，盈利质量的提升推动归母净利实现稳中有升。公司商业运营稳健发展，现金流压力得以纾解，开发业务减值影响逐步消减，REITs 机遇有望推动资产重定价，维持“ 买入”。 我们维持 26-28 年 EPS 为 0.34/0.39/0.49 元，BPS 27.65/28.04/28.52 元的盈利预测，可比公司 26 年 Wind 一致预期 PB 均值 0.71 倍，公司开发业务拖累减轻，利润有望进入修复通道，给予公司 0.71x26PB，目标价 19.63 元（前值 18.80 元，0.68x2026PB），维持“买入”。 风险提示：地产行业下行风险，现金流承压风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：新城控股(601155 CH,买入)：关注商业不动产 REITs 发行进展**
招商蛇口 (001979 CH)	招商蛇口发布一季报，2026 Q1 实现营收 236.67 亿元（yoy+15.74%），归母净利 3911.86 万元（yoy-91.22%），扣非净利-3.75 亿元（yoy-197.09%），利润下滑主要因结算节奏导致。我们持续看好公司在行业变局中提升发展质量、抓住资源整合机遇的能力，REITs 持续扩募等机遇拓展公司资产重定价空间，维持“买入”。 我们预计 26-28 年 EPS 为 0.15/0.19/0.25 元，BPS 为 10.93/11.10/11.33 元，可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.83 倍，公司融资优势显著，投拓积极，储备和发展兼具质与量，予以公司 2026 年 1.1 倍 PB，目标价 12.02 元，维持“买入”。 风险提示：行业政策风险，地产行业下行风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 **点击下载全文：招商蛇口(001979 CH,买入)：结算节奏导致利润下滑**
华润万象生活 (1209 HK)	我们借着公司发布“十五五”规划的契机，重新思考购物中心商管业务竞争壁垒和合理估值方式。作为中国消费“HALO 资产”的头部运营商，公司具备深度嵌入中国线下消费供给侧的基础设施网络运营能力，难有竞争对手能够进行体系化抗衡。我们认为购物中心商管业务应与国际酒管公司对标，同时充分考虑竞争壁垒的稀缺性、稳固性，经营计划的透明性，给予一定估值溢价和时间溢价。基于分部估值结果，我们认为公司估值相对合理水平仍有一定上行空间，同时高股息有望提供底线价值保护。维持“买入”评级。 基于对购物中心商管业务竞争壁垒的重新认知，我们小幅上调零售额假设，预计公司 26-28 年核心归母净利润为 44.5/50.2/56.9 亿元（前值 44.1/49.4/55.4 亿元，上调 1%/2%/3%），CAGR 为 13%，27E 股息率为 5.1%。我们将公司分为购物中心商管、大物管、生态圈业务三部分，对标国际酒管公司、头部物管公司、Fetch（大会员业务）进行分部估值，分别给予 34、11 倍 27PE 和 5 倍 27PS，得到合理市值为 1451 亿港币，目标价 63.57 港币（前值 52.42 港币，基于 24 倍 26PE）。维持“买入”评级。 风险提示：零售额不及预期，市拓竞争和盈利能力下行，关联房企支持减弱，收购整合的风险。 报告发布日期：2026 年 05 月 15 日 **点击下载全文：华润万象生活(1209 HK,买入)：中国消费 HALO 资产的头部运营商**
招商积余 (001914 CH)	公司 3 月 13 日发布年报，25 年实现营收 192.7 亿元，同比+12%；归母净利润 6.5 亿元，同比-22%；剔除出售衡阳项目一次性影响后的归母净利润 9.1 亿元，同比+8%，略低于我们预期（+11%），主要因为毛利率同比有所下降。25 年公司主业业绩稳中有进，市拓规模和增速或领跑头部企业，分红+回购的总回报比例进一步提升。我们看好公司保持市拓竞争优势，以及在股东回报方面的进一步成长空间。维持“买入”评级。 考虑到招商蛇口销售面积收缩、市拓竞争、经济环境等因素，我们小幅下调营收和毛利率假设，预计 26/27 年归母净利润为 10.0/10.7 亿元（前值 10.4/11.5 亿元，下调 3%/7%），引入 28 年预测 11.4 亿元，对应 26-28 年 EPS 为 0.95/1.02/1.09 元。可比公司平均 26PE 为 12 倍（Wind 一致预期），综合考虑公司优秀的市拓能力，以及 A 股流动性和稀缺性溢价，我们认为公司合理 26PE 为 15 倍，调整目标价至 14.25 元（前值 15.68 元，基于 16 倍 26PE）。我们略微收窄了估值溢价，以反映对于业绩增速的下调。 风险提示：物业费降价和收缴风险，市拓竞争和人工成本刚性上涨，关联房企支持减弱。 报告发布日期：2026 年 03 月 14 日 **点击下载全文：招商积余(001914 CH,买入)：市拓规模和增速有望领跑头部企业**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
越秀地产 (123 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 864.6 亿元，同比+0.1%；归母净利 0.6 亿元，同比-94.2%。公司归母净利下滑主要系结转项目毛利率下行以及归母权益比例有所下降。但公司销售保持行业头部地位，投资持续获取优质地块置换存量项目。未来随着 24-25 年高质量项目逐步进入结转周期，我们预计公司盈利能力有望逐步回升，维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-93%、-76%)至 0.7 亿元、3.2 亿元，并预计 28 年归母净利润为 6.6 亿元，对应 EPS 为 0.02、0.08、0.16 元。下调净利润原因主要为下调毛利率假设以及上调少数股东权益占比。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 13.48 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.44x（Wind 一致预期），考虑公司融资优势较可比公司稍低，以及广州市场较北上深稍弱，我们认为公司合理 26PB 估值 0.38x（估值折价幅度 15%），对应目标价 5.73 港元（前值 7.06 港元，基于 0.47x 25PB），汇率 1 港元=0.88295 人民币。 风险提示：单城市经营风险，股东支持力度下降风险，房地产行业下行风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 **点击下载全文：越秀地产(123 HK,买入)：仍在消化存量项目周期**
绿城服务 (2869 HK)	公司 3 月 20 日发布年报，25 年实现营收 191.6 亿元，同比+7%；核心经营利润 18.8 亿元，同比+25%（营收和核心经营利润同比增速已剔除 MAG 处置影响）；归母净利润 8.8 亿元，同比+12%，略低于我们预期（9.3 亿元），主要因为应收账款减值扩大。25 年公司核心利润指标成功兑现指引，盈利能力延续改善，市拓量质齐升且非住宅业态快速起量，股东回报积极。我们继续看好公司通过提质增效兑现 α 属性，进一步发挥在服务品质、品牌溢价、生活服务布局等方面的竞争优势，维持“买入”评级。 考虑到应收账款规模、账期和公司的审慎态度，我们上调应收账款减值规模，预计 26-27 年归母净利润为 9.7/10.9 亿元（前值 11.2/13.5 亿元，下调 13%/19%），引入 28 年预测 12.2 亿元，对应 26-28 年 EPS 为 0.31/0.35/0.39 元。可比公司平均 26PE 为 12 倍（Wind 一致预期），综合考虑公司未来三年核心经营利润增速和股息率情况，以及在口碑、品牌和生活服务布局方面的优势，我们认为公司合理 26PE 为 18 倍，目标价 6.35 港币（前值 6.56 港币，基于 20 倍 25PE）。 风险提示：贸易应收账款减值风险，股权投资导致利润波动的风险，盈利能力改善不及预期，关联房企支持减弱的风险。 报告发布日期：2026 年 03 月 22 日 **点击下载全文：绿城服务(2869 HK,买入)：26E 核心利润增长和股息率具吸引力**
滨江集团 (002244 CH)	公司 4 月 27 日发布一季报，1Q26 实现营收 124.9 亿元，同比-45%；归母净利润 8.1 亿元，同比-17%。1Q26 公司结转规模较小，销售、拿地和融资表现较为平淡，向着全年 800 亿元的销售目标平稳迈进。公司在杭州具备显著的深耕优势，土储质量相对扎实，有望率先受益于核心城市房地产市场复苏，兼顾拿地力度和财务稳健性。维持“买入”评级。 我们维持 26-28 年归母净利润为 22.90/23.69/25.29 亿元的盈利预测，26BPS 为 10.14 元。可比公司平均 26PB（Wind 一致预期）为 0.53 倍，考虑到公司业绩相对具备韧性、土储质量相对扎实、财务杠杆健康、有望率先受益于核心城市房地产市场复苏等诸多优势，我们依然认为公司合理 26PB 为 1.15 倍，维持目标价 11.66 元。 风险提示：行业政策、区域市场、投资收益和少数股东损益占比波动风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 27 日 **点击下载全文：滨江集团(002244 CH,买入)：1Q26 业绩和经营表现较为平淡**
建发股份 (600153 CH)	建发股份发布 25 年年报以及 26 年一季报，25 年实现营收 6712.70 亿元（yoy-4.28%），归母净亏损 108.15 亿元（24 年 29.46 亿元），因减值影响较大，业绩略低于预告下限（归母净亏损 52-100 亿元）。扣非净利-57.37 亿元（24 年净利 19.05 亿元）。全年分红每 10 股派 7 元。26 Q1 营收 1401.40 亿元（yoy-2.53%），归母净利 7.01 亿元（yoy+20.06%），扣非净利 6.23 亿元（yoy+537.46%）。25 年业绩下滑主要受累于家居和地产业务。家居业务公允价值变动和减值损失合计 273 亿，房地产也受结算结构和减值因素影响，但供应链业务稳健发展。26Q1 家居业务减值影响有所收窄，带动业绩修复。长期视角下，我们看好公司融资优势、优质土储以及周转能力，尤其是地产产品力优势持续提升，有望打开未来空间，维持“买入”。 国企+双主业强化公司融资优势，25 年/26Q1 累计发行 123/56 亿公开债，平均利率仅 2.03%/1.89%。25 年派息率（对应 4 月 29 日股价）达 7.4%。因地产景气度仍在筑底进程，地产销售规模以及表外项目盈利能力有所下降，我们下调 26-27 年归母净利预测，预计 2026-2028 年归母净利为 16.51/25.19/32.53 亿元（较前值分别下调 37.85%/20.43%/-），BPS 为 21.05/21.22/21.64 元（前值 25.12/25.51/-元），可比公司对应 26 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.59 倍，公司资产减值计提充分，预计 26 年 0.59 倍 PB，目标价 12.42 元（前值 13.82 元，26PB0.55x），维持“买入”。 风险提示：地产销售下行风险，家居市场需求下行风险，大宗价格波动风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：建发股份(600153 CH,买入)：充分计提下轻装上阵待回暖**
建发国际集团 (1908 HK)	公司公布 2025 年业绩：收入 1367.9 亿元，同比-4.3%；归母净利润 36.5 亿元，同比-24%，归母净利润低于我们此前预期（46.2 亿元），主要因为减值影响以及非并表项目盈利能力下降。拟每股派息 0.9 港元。我们认为公司自 2021 年以来存货减值已较为充分，当前已售未结资源结构持续优化，结转利润率显现回升趋势，未来盈利能力有望企稳修复，叠加高分红属性，维持“买入”评级。 考虑到公司销售节奏趋缓，行业磨底进程中减值以及非并表项目盈利压力或继续对利润产生影响，我们下调 26-27 年营收和毛利率假设，同时考虑行业去化难度，销售管理费用参照 25 年情况上提，预计 26-28 年归母净利为 30.1/33.6/38.0 元（26-27 年前值为 51.32/55.71 元，对应调整幅度为 -41.29%/-39.71%）。公司 26E BPS 为 13.97 元，可比公司平均 26PB 为 0.76 倍（Wind 一致预期）。考虑公司尽管销售规模小幅收缩，但历史包袱减轻，产品力优势逐步显现，开发业务利润率有望领先同行复苏，叠加高分红属性，我们认为合理 26PB 为 1.22 倍（溢价率 60%），对应目标价 19.31 港元（前值 21.60 港元，基于 25PB 1.52 倍）。 风险提示：1）行业销售下行风险；2）结转营收和利润增速不及预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 26 日 **点击下载全文：建发国际集团(1908 HK,买入)：提质稳量，高分红凸显配置价值**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
绿城中国 (3900 HK)	公司公布 25 年报业绩：收入 1550 亿元，同比-2%；归母净利润 0.71 亿元，同比-96%，基本符合业绩预告。利润下滑主要由于房地产行业调整导致开发业务毛利润下降、财务收入下降以及合联营企业盈利下降。公司短期业绩承压，但投资水平有所回升，未来权益高的新项目逐步进入结转周期，有望带动盈利修复。同时现金流充裕保障公司稳健运营。维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-94%、-86%)至 0.7 亿元、2.0 亿元，并预计 28 年归母净利润为 4.1 亿元，对应 EPS 为 0.03、0.08、0.16 元。下调原因包括：1）考虑房地产行业调整对公司开发业务影响，我们下调营收与毛利率假设，合联营公司亏损同步上调；2）且考虑短期内结转项目多数仍为历史合作项目，上调 26-27 年少数股东损益占比的假设。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 13.88 元，参考可比公司 Wind 一致预期 26 PB 均值 0.63x，我们认为公司合理 PB 水平与其一致，对应目标价 9.92 港元（前值 13.69 港元，基于 0.86x 25E PB）。 风险提示：行业销售调整风险；结转营收和利润增速不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 **点击下载全文：绿城中国(3900 HK,买入)：投资提速助力夯实修复基础**
新鸿基地产 (16 HK)	公司发布 FY26 上半财年业绩，FY1H26 实现营收 527 亿港币，同比+32%；核心归母净利润 122 亿港币，同比+17%，而彭博一致预期 FY26 全年增速为 5%；中期 DPS 为 0.98 港币，同比+3%。在内地开发结转放量等因素的推动下，公司核心净利润同比增速亮眼，同时租金表现具备韧性，压降负债后开始积极拓展香港土储。我们预计公司将持续受益于香港房地产市场复苏，并在投资物业和租金规模上具备成长性。维持“买入”评级。 我们预计 FY26-28 公司核心归母净利润为 233/245/254 亿港币（前值 223/237/269 亿港币），较前值+4%/+3%/-6%，主要因为我们上调了部分项目的房价假设、调整了结转节奏，但下调了投资物业坪效假设，以反映香港住宅量价复苏、同时香港和内地商业地产租金尚未企稳的市场环境。我们继续沿用分部估值法，计算得出公司 NAV 为 6351 亿港币，在此基础上给予 25%折让（前值 30%，收窄折让主要考虑到香港房地产市场复苏趋势更为明确，且我们未在模型中计入未来房价上涨预期），上调目标价至 164.37 港币（前值 111.51 港币）。 风险提示：香港住宅市场复苏不及预期，商业地产经营表现不及预期，香港政府收地和投资物业出售带来业绩波动。 报告发布日期：2026 年 02 月 27 日 **点击下载全文：新鸿基地产(16 HK,买入)：业绩增速亮眼，租金彰显韧性**
华润置地 (1109 HK)	公司公布 25 年业绩：营业收入 2814 亿元，同比+1.0%；核心净利润 225 亿元，同比-11.4%，归母净利 254 亿，同比-0.6%，略低于我们此前预计的净利增速（+0.2%），主因开发业务盈利承压。全年股息每股 1.166 元。公司已确立开发、经营、轻资产管理三大增长曲线业务的协同发展格局，均稳居各板块龙头，在市场磨底期，公司依然保持相对稳定的业绩和分红，在行业中表现亮眼。辅以资管平台的持续赋能，预计公司资产周转效率与盈利质量将进一步提升，维持“买入”。 考虑公司销售规模有所下降，我们下调 2026-27 年开发业务结转收入假设，预计 2026-28 年 EPS 为 3.34/3.41/3.76 元（26-27 年前值为 3.70/3.96 元，对应调整幅度为-9.58%/-13.75%）。公司 26E BPS 为 42.77 元，可比公司平均 26E PB 为 0.61 倍（Wind 一致预期），考虑公司拥有强大的不动产经营能力和融资优势，我们认为公司合理 26E PB 为 0.79 倍，对应目标价 38.54 港元（前值 36.45 港元，基于 0.82 倍 25EPB）。 风险提示：经常性业务收入增速不及预期；开发业务结转情况不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 **点击下载全文：华润置地(1109 HK,买入)：经常性盈利过半，强化发展韧性**
中国海外发展 (688 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 1681 亿元，同比-9%；归母净利润 127 亿元，同比-19%，低于我们此前预计的全年增速（同比-3%），利润下滑主要源于结转收入与毛利率双降。尽管短期盈利承压，但公司业务竞争优势保持行业领先，开发业务市占率稳居前列，土储资源充裕优质；商业收入保持韧性，均为公司发展提供坚实支撑。维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-28%、-33%)至 116.8 亿元、117.1 亿元，并预计 28 年归母净利润为 121.1 亿元，对应 EPS 为 1.07、1.07、1.11 元。下调净利润主要考虑到受行业调整影响，公司结转规模与毛利率水平或有所下调。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 35.91 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.36 x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26E PB 与可比公司保持一致，对应目标价 14.72 港元（前值 19.08 港元，基于 0.49x 25E PB）。 风险提示：结转收入及利润率不及市场预期；销售增速不及市场预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 31 日 **点击下载全文：中国海外发展(688 HK,买入)：优质土储与商业韧性巩固长期价值**
中国金茂 (817 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 593.7 亿元，同比+0.5%；归母净利润 12.5 亿元，同比+18%，归母净利润增速略低于我们预期（全年同比+21%），主要因应占合营公司损益低于我们预期。25 年公司开发业务销售额逆势实现增长，24 年以来新获取项目的利润兑现度较高且 25 年毛利率有所提升。同时，公司有序推进存量盘活工作，计划在三年内解决 80%的存量问题，25 年已完成 36%，后续资产结构的持续优化值得期待。维持“增持”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-8%、-14%)至 12.5 亿元、13.2 亿元，并预计 28 年归母净利润为 14.6 亿元（三年预测期 CAGR 为 5%），对应 EPS 为 0.09、0.10、0.11 元。下调净利润原因主要为上调税率假设以及下调合营公司收益。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 4.01 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.35x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26PB 估值 0.35x（估值折价幅度 0%，前值-10%，上调因公司新增项目中核心城市占比上升），汇率 1 港元=0.88 人民币，对应目标价 1.60 港元（前值 1.81 港元，基于 0.41x 25PB）。 风险提示：二三线城市地产销售恢复弱于预期；盈利不及预期；外汇风险。 报告发布日期：2026 年 03 月 24 日 **点击下载全文：中国金茂(817 HK,增持)：盈利能力逆势改善**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

地产政策波动的风险：地产相关的货币和财政政策、因城施策的调控政策存在不确定性，在房地产发展新模式的框架下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的基础性制度存在调整优化的可能，都可能对房地产行业和房企经营造成扰动。

地产基本面复苏不及预期的风险：24 年 9 月以来的政策组合拳推动房地产量价表现出现改善，但若经济环境的复苏程度、居民预期的修复情况、已出台政策的落地效果不及预期，地产基本面的复苏程度和持续性也存在不及预期的可能。

部分房企面临经营风险：若地产基本面复苏低于预期，部分房企仍可能面临较大的资金链压力，进而出现经营困难等问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，刘璐、陈慎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 滨江集团（002244 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 HK）、龙湖集团（960 HK）、华润万象生活（1209 HK）、中国海外发展（688 HK）、新鸿基地产（16 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘璐、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国金茂（817 HK）、越秀地产（123 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中国金茂（817 HK）、越秀地产（123 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中国金茂（817 HK）、越秀地产（123 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 滨江集团（002244 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 HK）、龙湖集团（960 HK）、华润万象生活（1209 HK）、中国海外发展（688 HK）、新鸿基地产（16 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司