下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·政策深度报告

【中信建投政策研究】城市更新“十五五”规划解读与投资机遇分析

政策研究

核心观点

《城市更新“十五五”规划》作为我国首部城市更新领域国家级专项规划，标志着城市更新正式从地方零散探索上升为系统性国家战略。经测算，“十五五”期间全口径市场总规模约 15 万亿元，将成为对冲房地产下行、稳增长扩内需的核心压舱石。政策基调从增量扩张转向存量提质，构建房屋体检、养老金、保险三大全生命周期安全制度，彻底扭转过去“重建设轻管理”的模式。产业链价值呈现明显“微笑曲线”，利润从传统施工环节向前端检测鉴定、规划设计和后端物业管理、资产运营转移。建议重点把握前端入口、核心工程、后端运营、配套支撑四条投资主线，优先布局具备全链条系统集成能力的龙头企业。

摘要

《城市更新“十五五”规划》作为我国首部城市更新领域国家级专项规划，标志着城市更新正式从地方零散探索上升为系统性国家行动，是我国城市发展从增量扩张转向存量提质的里程碑式文件。经测算，“十五五”期间城市更新市场总容量约 15 万亿元，将成为“十五五”时期稳增长、扩内需、惠民生的压舱石。

资金保障方面，中央财政将发挥“四两拨千斤”的引导作用，未来五年将逐步形成中央引导、地方为主、市场运作、居民参与的多元化资金格局，政策性金融、城市更新基金、基础设施 REITs、房屋养老金、保险等创新工具将成为重要资金来源，有效破解过去城市更新过度依赖财政投入的难题。

产业机会方面，城市更新不是单一的工程市场，而是一个覆盖建筑业、房地产业、物业服务业、检测认证业、保险业、金融业、数字科技等多个领域的复合型市场。产业链价值正从中间的施工环节向前后两端转移，前端的体检诊断、检测鉴定、规划策划成为项目入口，掌握数据就掌握了项目生成权；后端的长期运营、数字治理成为价值高地，能够提供可持续运营服务的企业将获得稳定现金流；中游的地下管网、电梯加装、绿色建材等细分赛道需求确定性最高，将迎来业绩的快速释放。

胡玉玮
huyuwei@csc.com.cn
SAC 编号：S1440522090003
SFC 编号:BWP409

冯天泽
fengtianze@csc.com.cn
SAC 编号：S1440523100001

发布日期： 2026 年 07 月 05 日

相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、城市更新已完成顶层设计，正式上升为系统性国家战略 1
（一）城市更新政策历经五年三阶段演进，已形成成熟的顶层设计体系 1
（二）“1347”政策框架体系完整，为未来五年城市更新提供清晰行动指南 2
（三）“十五五”城市更新实现五大转变，告别旧有改造模式 2
二、“十五五”城市更新总规模约 15 万亿元，呈多元化资金格局 4
（一）支撑 15 万亿总市场，城中村改造和地下管网占比超六成 4
（二）中央财政发挥引导撬动作用，多元化资金来源结构已经明确 5
（三）资金杠杆效应显著，三种资金平衡模式保障项目可持续推进 7
三、 城市更新将成为稳增长压舱石，全面拉动投资消费就业 8
（一） 城市更新有效对冲房地产投资下行压力 8
（二） 城市更新对 GDP 贡献显著 8
（三） 城市更新吸纳大量劳动力就业 8
（四） 城市更新释放万亿级消费潜力，成为扩大内需的重要抓手 9
（五） 城市更新推动房地产市场转型，构建存量时代新发展模式 9
四、城市更新产业链价值发生重构，利润加速向前后两端转移 10
（一）城市更新产业链覆盖全生命周期，呈现明显的“微笑曲线”分布特征 10
（二）上游环节成为项目入口，检测鉴定和规划设计价值显著提升 11
（三）中游环节竞争激烈，细分赛道龙头凭借技术优势脱颖而出 12
（四）下游环节成为价值高地，长期运营能力决定企业核心竞争力 13
（五）配套支撑体系迎来发展机遇，金融、保险、数字治理成为重要保障 13
五、全国城市更新区域格局分化明显，50 个试点城市引领发展方向 14
（一）四大区域城市更新重点各异，东部地区引领全国发展 14
（二）50 个先行试点城市探索差异化模式，为全国提供可复制经验 15
六、城市更新成为“十五五”最具确定性投资主题之一，把握四条投资主线 16
风险分析 18

下载日志已记录，仅供内部参考

一、城市更新已完成顶层设计，正式上升为系统性国家战略

（一）城市更新政策历经五年三阶段演进，已形成成熟的顶层设计体系

我国城市更新政策经历了从局部试点到全面推开、从单一改造到系统治理的完整演进过程，五年三步走的发展路径清晰且连贯。第一阶段 2020-2021 年是概念提出与顶层设计启动期，核心是确立城市更新的基本方向并划定政策底线。这一决策有着深刻的时代背景，当时我国城镇化率已经超过 60%，进入城镇化中后期发展阶段，大规模新区开发的空间日益收窄，而大量建成于上世纪八九十年代的房屋和基础设施开始进入老化期，城市发展面临的内涝、火灾、房屋倒塌等安全风险日益突出。2021 年 8 月住建部发布的“三限”通知，及时纠正了过去部分城市借城市更新之名搞房地产开发的倾向，明确了“留改拆”并举、以保留利用提升为主的基本原则，为城市更新指明了正确的发展方向，避免了城市更新走弯路。

第二阶段 2022-2024 年是地方试点与制度探索期，核心是通过地方实践积累经验并暴露共性问题。这一阶段，全国 20 余个省市相继出台了本地城市更新条例和实施方案，形成了各具特色的地方实践模式。北京推出了申请式退租和共生院模式，在保护老城历史风貌的同时改善了居民的居住条件；上海探索了工业用地转型政策，推动大量老旧厂区转型为科创园区和文创空间；广州和深圳则在城中村改造方面积累了丰富的经验。2024 年 3 月，财政部会同住建部启动了 50 个重点城市城市更新试点工作，连续 3 年给予定额补助，鼓励地方在体制机制、资金模式、实施路径等方面先行先试，为国家级规划的出台奠定了坚实的实践基础。

第三阶段 2025 年至今是国家行动与全面实施期，核心是将地方成功经验上升为国家制度并在全国范围内推广。2025 年 12 月，中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，这是城市更新领域的顶层设计文件，明确了城市更新的指导思想、基本原则和主要任务。2026 年 6 月，国务院正式印发《城市更新“十五五”规划》，这是我国第一部城市更新领域的国家级专项规划，标志着城市更新正式上升为国家战略。与之前的政策相比，“十五五”规划更加注重系统性、制度性和可持续性，不仅提出了具体的量化目标，更构建了一套完整的制度体系，推动城市更新从工程建设向长效治理转变。

表 1: 我国城市更新政策演进时间线（2020-2026）

发展阶段	时间区间	标志性政策/事件	核心内容与意义
概念提出与顶层设计启动期	2020.10-2021.12	十九届五中全会首次提出“实施城市更新行动”	将城市更新纳入“十四五”新型城镇化战略，确立基本方向
	2021.08	住建部《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》	划定“三限”底线（限大规模拆除、增建、搬迁），纠正房地产化倾向
地方试点与制度探索期	2022.01-2024.12	北京、上海、广州等 20 余城出台城市更新条例	地方先行探索“留改拆”模式，形成差异化实践经验
	2024.03	财政部、住建部启动 50 个重点城市城市更新试点	连续 3 年给予定额补助，探索可复制推广的体制机制
国家行动与全面实施期	2025.12	中办、国办《关于持续推进城市更新行动的意见》	出台顶层设计文件，明确指导思想、基本原则和主要任务

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1: 我国城市更新政策演进时间线（2020-2026）

发展阶段	时间区间	标志性政策/事件	核心内容与意义
	2026.06	国务院印发《城市更新“十五五”规划》	首部国家级专项规划，标志城市更新正式上升为国家战略

资料来源：中信建投证券

（二）“1347”政策框架体系完整，为未来五年城市更新提供清晰行动指南

《城市更新“十五五”规划》构建了逻辑严密、内容完整的“1347”政策体系，这一体系贯穿了城市发展模式转变、制度创新、项目实施和落地保障的全过程。

一条主线是从增量扩张转向存量提质，这是贯穿整个规划的核心逻辑，也是我国城市发展进入新阶段的必然选择。过去几十年，我国城市建设主要依靠“新区开发、土地出让、房地产驱动”的增量扩张模式，快速实现了城镇化的跨越式发展。但当前，我国城镇化率已从 2020 年的 63.89%提高至 2025 年的 67.89%[1]，城镇存量住房超过 300 亿平方米，大量 2000 年以前建成的房屋和基础设施进入集中老化期。增量扩张的空间越来越小，而存量提质的需求越来越迫切。城市更新的本质，就是要推动城市发展方式从大规模建设转向高质量运营，从新增空间开发转向存量空间提质，从土地财政依赖转向存量资产价值挖掘。

三大制度是构建房屋全生命周期安全闭环，这是本轮政策最具突破性的制度创新，旨在从根本上解决过去“重建设、轻管理”“被动抢修、事后追责”的顽疾。房屋体检制度解决“问题在哪里”的问题，通过建立常态化的房屋体检机制，对房屋的结构安全、外墙脱落、屋面渗漏、管线老化、消防隐患等进行全面检测，将隐性风险显性化、模糊问题数据化、安全隐患清单化。房屋养老金制度解决“钱从哪里来”的问题，探索建立由政府、单位、个人共同出资的房屋养老金制度，形成稳定、可持续的房屋安全维护资金来源。房屋保险制度解决“风险谁分担”的问题，利用市场化机制分散房屋安全风险，形成“体检发现风险、养老金支持维修、保险分担损失、更新提升价值”的完整闭环。

四类工程明确了 18-20 万亿投资的项目池，规划将资金和项目精准聚焦于四大民生与安全领域，并给出了明确的量化目标。城镇危旧房改造以国有土地上 C、D 级危险住房为重点，“十五五”期间改造约 50 万套，较“十四五”时期翻倍。城镇老旧小区改造新开工改造约 11.5 万个，改造内容从基础类向完善类和提升类全面延伸。城市地下管网更新建设改造约 77 万公里，同步推进管网的智能化改造和数字孪生建设。老旧街区厂区与城中村更新改造 1500 个老旧街区厂区和 4000 个城中村，通过功能转换、业态导入实现存量空间的价值再生。

七个抓手确保政策落地见效，为解决碎片化改造、资金难以为继、重建设轻运营等痛点提供了系统性解决方案。体检诊断是所有更新项目的前提，没有体检就没有更新项目。项目清单将城市问题转化为可实施的项目，实现精准施策。规划统筹强调片区综合更新，避免碎片化改造。资金闭环建立可持续的资金筹措机制，实现项目自身或片区的资金平衡。土地盘活通过功能转换和业态导入，让低效土地重新产生价值。保险协同利用市场化机制分散风险，推动主动治理。数字治理利用数字技术实现城市更新全生命周期管理，提升治理效率和水平。

（三）“十五五”城市更新实现五大转变，告别旧有改造模式

[1] 资料来源：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202606/t20260603_1963868.html

下载日志已记录，仅供内部参考

与“十四五”时期相比，“十五五”城市更新政策发生了五个方面的转变，标志着我国城市更新进入了全新的发展阶段。第一个转变是从地方探索到国家行动，城市更新的战略地位得到了前所未有的提升。“十四五”时期，城市更新主要由地方政府主导推进，缺乏全国统一的规划和制度安排，各地政策差异较大，推进进度也参差不齐。“十五五”规划作为国家级专项规划，明确了全国统一的目标任务、政策标准和保障措施，形成了中央统筹、省负总责、市县落实的工作机制，将城市更新纳入了国家经济社会发展的全局。

第二个转变是从面子工程到里子工程，城市安全成为城市更新的首要任务。“十四五”时期，部分城市的城市更新还停留在刷墙铺路、外立面刷新的层面，重外观轻功能、重地上轻地下，导致一些城市“外面光鲜亮丽，里面千疮百孔”。“十五五”规划将城市安全放在首位，重点支持危旧房改造、地下管网更新、消防隐患治理等里子工程，着力提升城市的安全韧性。规划明确提出，要把保障人民群众生命财产安全作为城市更新的首要任务，优先解决影响城市安全运行的突出问题。

第三个转变是从单一改造到系统治理，片区综合更新成为主流实施模式。“十四五”时期，城市更新多以单个小区、单条道路的碎片化改造为主，缺乏整体规划和统筹协调，导致改造效果大打折扣。一个小区改好了，如果周边的交通、地下管网、公共服务没有同步提升，居民的生活品质仍然难以得到根本改善。“十五五”规划强调片区综合更新，要求以更新单元为基本单位，统筹推进地上地下、基础设施、公共服务、产业发展和社区治理，实现改造一片、提升一片、受益一片。

第四个转变是从财政投入到多元融资，可持续的资金筹措机制逐步建立。“十四五”时期，城市更新资金主要依靠财政投入和银行信贷，社会资本参与度不高，资金来源单一，难以支撑大规模的城市更新需求。“十五五”规划明确提出要建立可持续的资金闭环，鼓励发展城市更新基金、基础设施 REITs、房屋养老金、保险等多元化融资工具，引导社会资本广泛参与。规划还提出要创新城市更新投融资模式，支持有条件的项目通过特许经营、政府和社会资本合作等方式吸引社会资本参与。

第五个转变是从工程交付到长期运营，城市更新的价值实现环节向后延伸。“十四五”时期，城市更新多以工程交付为终点，缺乏后续的运营维护机制，导致一些改造后的小区很快又回到了脏乱差的状态。“十五五”规划强调改造与运营并重，要求同步建立长效管理机制，鼓励引入专业的物业服务和运营机构，实现城市更新项目的可持续运营。规划明确提出，老旧小区改造后要基本实现物业服务全覆盖，建立健全业主自我管理、物业服务企业专业服务、政府监管指导相结合的小区管理机制。

表 2:“十四五”和“十五五”城市更新政策变化对比

对比维度	“十四五”时期	“十五五”时期
战略定位	地方主导的民生工程	国家层面的系统性战略行动
改造重点	重面子、重地上，以外立面刷新、道路修补为主	重里子、重安全，以危旧房改造、地下管网更新为主
实施模式	碎片化、单点式改造，以单个小区/道路为单位	系统化、片区式更新，以更新单元为基本单位统筹推进
资金来源	主要依靠财政投入和银行信贷，社会资本参与度低	多元化融资体系，中央引导+地方为主+市场运作+居民参与
交付标准	以工程竣工交付为终点，缺乏后续运营机制	改造与运营并重，同步建立长效管理机制，实现可持续运营
制度建设	缺乏全国统一制度，各地标准不一	建立房屋体检、养老金、保险三大全国性基础制度

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2:“十四五”和“十五五”城市更新政策变化对比

对比维度	“十四五”时期	“十五五”时期

资料来源：中信建投证券

二、“十五五”城市更新总规模约 15 万亿元，呈多元化资金格局

（一）支撑 15 万亿总市场，城中村改造和地下管网占比超六成

经测算，“十五五”期间城市更新市场总容量约 15 万亿元，将成为“十五五”时期我国固定资产投资总额稳增长的重要支撑。城中村改造更新和城市地下管网更新是绝对主力，合计占总投资的 66%，这一结构充分体现了规划“民生优先、安全第一”的导向。。

表 3:“十五五”城市更新总市场规模分项测算表

工程类别	量化目标	单位改造成本（保守值）	总投资（万亿元）	占总投资比例
城市地下管网更新	77 万公里	650 万元/公里	5	33%
老旧街区厂区与城中村改造更新	1500 个老旧街区厂区、4000 个城中村	2 亿元/个（街区）、13 亿元/个（城中村）	5	33%
城镇老旧小区改造	11.5 万个小区	1000 万元/个	1.15	7.6%
城镇危旧房改造	50 万套（间）	30 万元/套	0.15	1%
新建及改扩建体育场地	12.8 万公顷	500 万元/公顷	0.64	4.3%
城市公园绿地改造提升	2 万公顷	500 万元/公顷	0.1	0.6%
其他	历史建筑修缮、应急避难场所等		3	20%
合计	-	-	15	100%

资料来源：中国政府网，中信建投证券

城市地下管网更新是“十五五”城市更新的重点领域，总投资约 5 万亿元。近年来，我国多地发生燃气爆炸、城市内涝等安全事故，暴露出地下管网老化、管理混乱等突出问题，引起了社会各界的高度关注。规划明确提出，“十五五”期间建设改造城市地下管网约 77 万公里，其中燃气管网约 20 万公里、排水管网约 17.5 万公里、供水管网约 17.5 万公里、污水管网约 10 万公里、供热管网约 12 万公里。不同类型的地下管网改造成本差异较大，燃气管网的综合改造成本约为 400-500 万元每公里，排水管网约为 600-700 万元每公里，供水管网约为 500-600 万元每公里。除了管道本身的建设改造费用外，智能化改造也是“十五五”地下管网更新的重要内容，约占总投资的 20%-30%，市场规模超过 1 万亿元。

城镇危旧房改造是城市更新中优先级最高的工程，总投资约 0.15 万亿元。近年来，我国多地发生房屋倒塌事故，造成了重大的人员伤亡和财产损失，敲响了房屋安全的警钟。规划明确提出，“十五五”期间改造城镇危旧房约 50 万套，较 “十四五”时期的 25 万套翻倍。危旧房改造将根据房屋风险等级、使用价值、区位条件

下载日志已记录，仅供内部参考

和居民意愿，分类实施加固修缮、功能改造、原拆原建等不同方式。预计原拆原建占比约 40%，加固修缮占比约 60%。加固修缮的单户成本约为 10-15 万元，原拆原建的单户成本约为 30-40 万元，加权平均后单户综合改造成本约为 25 万元。

老旧街区厂区与城中村更新是盘活城市存量资产、推动产业升级的重要载体，总投资约 5 万亿元。我国城市中存在大量的老旧街区、老旧厂区、低效园区和城中村，这些空间不仅建筑老旧、环境脏乱、安全隐患突出，而且功能落后、产业低效、公共服务不足，严重制约了城市的高质量发展。“十五五”时期，城中村更新将坚持“留改拆”并举、以综合整治和微改造为主的原则，严格控制大规模拆除重建。预计综合整治和微改造占比约 80%，拆除重建占比约 20%。单个老旧街区厂区平均投资约 2 亿元，单个城中村平均投资约 13 亿元。这一领域的投资不仅能够改善居民的居住环境，还能够推动产业升级和城市功能提升，具有显著的经济效益和社会效益。

（二）中央财政发挥引导撬动作用，多元化资金来源结构已经明确

“十五五” 城市更新将形成中央引导、地方为主、市场运作、居民参与的多元化资金筹措机制，有效破解过去过度依赖财政投入的难题。中央财政资金虽然在总投资中占比不高，约为 7%-8%，但发挥着“四两拨千斤”的引导作用，能够撬动大量的地方财政资金和社会资本。地方财政资金是城市更新的主要来源，占总投资的约 40%-45%。市场化资金将成为重要支撑，占总投资的约 40%-55%，随着政策的不断完善，这一比例还将进一步提升。

基于官方公开数据、规划工程量、项目收益属性和历史实操经验综合推演得出“十五五”城市更新资金来源结构与杠杆效应测算表。测算以 2026 年已明确公开的各项资金规模为基数，结合“十五五”5 年周期线性推演总量，并参考近年增速修正区间。中央财政，2026 年中央预算内投资 970 亿元、超长期特别国债 1600 亿元，合计 2570 亿元；按年度规模延续并考虑小幅增长，5 年累计分别对应 0.49 万亿、0.80 万亿、0.15 万亿，合计 1.44 万亿，占总投资 7.2%。地方财政，以 2025 年城市更新专项债 5000 亿元为基础，2026 年约 6000 亿元，叠加一般公共预算、政府性基金（土地出让收入）投入约 9000 亿元，当年地方财政合计约 1.5 万亿元；5 年累计对应 7-9 万亿元，占总投资 35%-45%。市场化资金，参考政策性银行专项贷款额度、商业银行信贷投放节奏、各地城市更新基金存量、REITs 发行进度，2026 年市场化投入约 2 万亿元；5 年累计对应 7-11 万亿元，占总投资 35%-55%。

结合《城市更新“十五五”规划》明确的硬性工作量，11.5 万个老旧小区改造、77 万公里地下管网改造、5000 个完整社区、1500 个老旧街区厂区改造等，参考行业通用单位造价，如老旧小区改造户均投资、地下管网每公里建设成本，倒推“十五五”全国城市更新总投资规模约 15 万亿元左右，再将总投资按资金属性拆分到各渠道。

遵循“收益与投入责任对应”的底层逻辑，按项目公益属性划分资金来源，决定了各渠道的占比边界。纯公益、无收益的民生兜底项目，财政资金全额或主要承担；准公益、有部分稳定收益的项目，专项债、政策性金融为主，财政配套贴息；经营性、现金流可覆盖成本的项目，市场化资金主导，财政适度引导。

参考“十四五”城市更新项目的资金拼盘实操，结合财政资金“四两拨千斤”的引导定位，设定分层撬动倍数。中央财政作为顶层引导，撬动地方财政与社会资本比例为 1:4-1:5；地方财政作为实施主体，撬动市场化资金比例为 1:3-1:4；市场化资金作为运营主体，撬动社会资本与居民出资比例为 1:2-1:3。参考东中西部不同财政能力、市场化程度的已落地项目资金结构，加权平均得出全国层面的占比区间。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4:“十五五”城市更新资金来源结构与杠杆效应测算表

资金来源	“十五五”累计投入（万亿元）	占总投资比例	2026 年投入（亿元）	资金撬动倍数	投向
中央财政资金合计	1.44	7.2%	2570	1:4-1:5	公益性、民生保障类项目
中央预算内投资城市更新专项	0.49	2.4%	970	-	老旧小区、危旧房改造
超长期特别国债（地下管网）	0.80	4.0%	1600	-	地下管网建设改造
地方财政资金合计	7-9	35%-45%	约 1.5 万亿	1:3-1:4	基础设施、公共服务
城市更新专项债券	3-4	15%-20%	约 6000	-	有一定收益的准公益性项目
般公共预算 + 政府性基金	4-5	20%-25%	约 9000	-	纯公益性项目
市场化资金合计	7-11	35%-55%	约 2 万亿	1:2-1:3	经营性、准经营性项目
政策性金融贷款	3-4	15%-20%	约 6000	-	片区综合更新、大型基建
商业性金融贷款	2-3	10%-15%	约 5000	-	各类城市更新项目
城市更新基金	1-2	5%-10%	约 3000	-	产业导入、资产盘活类项目
基础设施 REITs	0.5-1	2.5%-5%	约 1000	-	成熟运营类项目
居民合理出资	0.5-1	2.5%-5%	约 2000	-	老旧小区改造、房屋维修
总计	15 万亿左右	100%	约 3.8-4 万亿	-	-

资料来源：中信建投证券

中央财政资金主要用于支持公益性强、民生保障类的城市更新项目，包括中央预算内投资、超长期特别国债和中央财政城市更新补助。2025 年，国家设立中央预算内投资城市更新专项，2026 年安排资金规模为 970 亿元[2]，较 2025 年增长了 20%，预计“十五五”期间累计投入约 4850 亿元。超长期特别国债是“十五五”时期城市更新资金保障的一大亮点，2026 年安排 1600 亿元支持城市地下管网建设改造，较上一年增加 250 亿元，增长了 18.5%，预计“十五五”期间累计投入约 8000 亿元。中央财政城市更新补助连续 3 年支持全国 50 个重点城市先行先试，预计“十五五”期间累计投入约 1500 亿元。

地方财政资金是城市更新的责任主体，主要包括地方政府专项债券、一般公共预算和政府性基金预算。地方政府专项债券是地方财政资金中最重要的组成部分，政策明确支持地方政府发行城市更新专项债券，用于有

[2] 资料来源：https://www.gov.cn/zccfh/2026nzccfh/20260608/wzsl/202606/content_7071439.htm

下载日志已记录，仅供内部参考

一定收益的城市更新项目。2025 年，全国发行城市更新专项债券约 5000 亿元，较 2024 年增长了 30%，预计“十五五”期间累计发行约 3-4 万亿元。地方政府将加大对城市更新的投入力度，统筹安排一般公共预算和政府性基金预算用于城市更新，特别是土地出让收入将有更大比例用于城市更新，预计“十五五”期间累计投入约 4-5 万亿元。

市场化资金是城市更新可持续发展的关键，包括政策性金融贷款、商业性金融贷款、城市更新基金、基础设施 REITs 和居民合理出资。政策性银行将加大对城市更新的信贷支持力度，国家开发银行已经设立了 1 万亿元城市更新专项贷款，期限最长可达 30 年，预计“十五五”期间政策性金融贷款规模约 3-4 万亿元。商业银行将积极开展城市更新信贷业务，创新金融产品和服务，预计“十五五”期间商业性金融贷款规模约 2-3 万亿元。城市更新基金通过股权投资的方式参与城市更新项目，目前全国已有多个城市设立了城市更新基金，总规模超过 5000 亿元，预计“十五五”期间规模约 1-2 万亿元。基础设施 REITs 是盘活存量资产的重要工具，2025 年我国首批城市更新 REITs 成功发行，预计“十五五”期间发行规模约 0.5-1 万亿元。居民合理出资按照“谁受益、谁出资”的原则，通过直接出资、使用住宅专项维修资金、提取住房公积金等多种方式参与城市更新，预计“十五五”期间累计出资约 0.5-1 万亿元。

（三）资金杠杆效应显著，三种资金平衡模式保障项目可持续推进

中央财政资金的杠杆效应显著，能够有效撬动地方财政和社会资本参与城市更新。根据历史数据和政策导向，中央财政资金撬动倍数约为 1:4-1:5，即 1 元中央资金可带动 4-5 元的地方财政、银行信贷和社会资本。专项债撬动倍数更高，政策允许专项债用作项目资本金，可进一步放大杠杆至 1:5 以上。城市更新基金撬动倍数约为 1:3-1:4。以 2026 年为例，仅中央层面投入的约 2570 亿元资金，按 1:4 的保守杠杆率测算，即可撬动超过 1 万亿元的总投资。加上地方财政和市场化资金的投入，2026 年城市更新总投资有望达到 3.8 万亿元，为“十五五”期间年均 4 万亿元左右的投资规模奠定坚实基础。

城市更新项目能否可持续推进，关键在于能否实现资金平衡。根据项目的性质和收益情况，主要有三种资金平衡模式。

第一种是财政兜底模式，主要适用于纯公益性项目，如危旧房改造、地下管网更新、消防隐患治理等。这类项目自身没有收益或收益很低，无法通过市场化方式融资，主要依靠财政资金投入。对于这类项目，政府要承担主体责任，加大财政投入力度，同时加强资金管理，提高资金使用效率，避免浪费。

第二种是自求平衡模式，主要适用于有一定收益的准公益性项目和经营性项目，如老旧小区改造中的停车设施、社区商业、老旧厂区转型等。这类项目通过经营性收益覆盖部分或全部改造成本，实现项目自身的资金平衡。例如，老旧小区改造中建设的停车场和充电桩，可以通过收取停车费和充电费获得收益，用于弥补改造成本。老旧厂区转型为科创园区后，可以通过收取租金和物业费获得收益，实现项目的可持续运营。

第三种是片区统筹平衡模式，这是未来城市更新的主流模式。通过将一个片区内的公益性项目和经营性项目打包，统筹规划、统一开发，用经营性项目的收益弥补公益性项目的资金缺口，实现整个片区的资金平衡。这种模式可以有效解决纯公益性项目资金不足的问题，同时也能够提高片区的整体品质和价值。例如，深圳的大冲村改造项目，通过将城中村改造为集商业、办公、住宅于一体的综合性片区，用商业和办公物业的收益弥补了住宅和基础设施建设的成本，实现了项目的资金平衡。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、城市更新将成为稳增长压舱石，全面拉动投资消费就业

（一）城市更新有效对冲房地产投资下行压力

城市更新投资规模大、持续时间长、产业链条长，将成为“十五五”时期固定资产投资的重要增长点，有效对冲房地产开发投资下行的压力。过去二十年，房地产开发投资一直是我国固定资产投资的重要组成部分，对经济增长发挥了重要的拉动作用。但近年来，随着房地产市场进入调整期，房地产开发投资持续下滑，2025 年同比下降约 8%，对固定资产投资和经济增长造成了较大的拖累。城市更新投资的稳定增长，将为宏观经济提供重要的托底作用。

从直接拉动投资来看，“十五五”期间城市更新年均投资 3.6-4 万亿元，约占我国年度固定资产投资总额的 5%-6%。这一规模已经接近房地产开发投资的三分之一，能够有效弥补房地产投资下滑带来的缺口。根据本文的测算，如果没有城市更新投资的支撑，2026 年我国固定资产投资增速将下降约 1.5 个百分点，GDP 增速将下降约 0.5 个百分点。城市更新投资的稳定增长，将确保固定资产投资保持在合理区间，为经济增长提供有力支撑。从带动相关产业投资来看，城市更新产业链条长，涉及建筑、建材、机械、家电、家具、电子等多个行业，能够带动大量的相关产业投资。例如，城市更新带动的防水建材需求，将推动防水企业扩大生产规模，增加投资。城市更新带动的电梯需求，将推动电梯企业加大研发投入和产能建设。**据测算，城市更新的投资乘数约为 2.5-3，即 1 元城市更新投资可带动 2.5-3 元的相关产业投资。按此计算，15 万亿的城市更新总投资将带动约 45 万亿元的相关产业投资，形成巨大的投资拉动效应。**

（二）城市更新对 GDP 贡献显著

城市更新对 GDP 的拉动作用主要通过三个渠道实现，分别是**直接的投资支出拉动、相关产业的生产拉动和消费升级的带动。**这三个渠道相互作用，形成了全方位、多层次的经济拉动效应。在当前经济下行压力较大的背景下，城市更新对 GDP 的贡献显得尤为重要，将成为“十五五”时期经济增长的重要引擎。

根据国家统计局的投入产出表测算，建筑业的增加值率约为 25%，即 1 元建筑业投资可产生 0.25 元的 GDP。城市更新投资中，建筑业投资占比约为 60%，因此，20 万亿的城市更新总投资将直接产生约 3 万亿元的 GDP。这是城市更新对 GDP 的直接贡献，主要体现在建筑施工、装饰装修等环节。加上相关产业的拉动和消费升级的带动，城市更新对 GDP 的贡献将进一步扩大。相关产业的拉动主要体现在建材、机械、家电等上游产业和物业、社区服务等下游产业。消费升级的带动主要体现在家装家电消费、社区服务消费、商业消费等领域。本文预计，“十五五”期间城市更新对 GDP 的累计贡献约为 8-10 万亿元，年均拉动 GDP 增长约 0.8-1 个百分点。这一贡献相当于“十五五”时期 GDP 年均增速的约 10%-15%，将有力推动我国经济实现高质量发展。

（三）城市更新吸纳大量劳动力就业

城市更新属于劳动密集型产业，能够吸纳大量的劳动力就业，在当前就业形势较为严峻的背景下，对稳就业的作用更加突出。城市更新不仅带动建筑业就业，还带动建材、家电、物业、社区服务等多个行业的就业，能够吸纳不同层次、不同技能的劳动力就业。

下载日志已记录，仅供内部参考

据测算，每 1 亿元城市更新投资可带动约 500-600 个就业岗位[3]。按此计算，年均 3.6-4 万亿元的城市更新投资，可带动约 1800-2400 万个就业岗位。考虑到就业的持续性和带动效应，本文预计，“十五五”期间城市更新年均新增就业约 200-300 万人。这些就业岗位不仅包括建筑业的农民工，还包括设计师、工程师、物业管理人员、社区服务人员等多种类型的就业岗位，能够吸纳不同层次的劳动力就业。此外，城市更新还能够带动创业。例如，老旧街区改造后，会吸引大量的商户入驻，带动个体工商户创业。老旧厂区转型为科创园区后，会吸引大量的初创企业入驻，带动大学生创业。城市更新将为创业者提供广阔的空间，进一步促进就业增长，形成 “创业带动就业” 的良性循环。

（四）城市更新释放万亿级消费潜力，成为扩大内需的重要抓手

城市更新通过改善居住环境、补齐公共服务短板、提升社区商业品质，能够直接带动居民消费升级，释放巨大的内需潜力。我国拥有 14 亿人口的超大规模市场，内需是我国经济发展的基本动力。城市更新将进一步激活内需市场，为经济增长注入持久动力。

家装家电消费是城市更新带动的最直接的消费。老旧小区改造和房屋更新将直接带动家装、家电、家具等消费。据测算，每户居民在房屋装修和家电更新方面的平均支出约为 5-10 万元。按 3450 万户老旧小区改造户数计算，将带动约 1.7-3.45 万亿元的家装家电消费。这一消费规模相当于我国年度社会消费品零售总额的 3%-6%，将有力拉动消费增长。社区服务消费是城市更新带动的最具潜力的消费。城市更新将补齐社区养老、托育、医疗、文化、体育等公共服务短板，带动社区服务消费快速增长。随着我国人口老龄化加剧和三孩政策的实施，养老和托育服务需求日益旺盛。城市更新将在社区建设大量的养老服务设施和托育服务设施，满足居民的养老和托育需求。预计“十五五”期间，我国社区服务消费市场规模将超过 10 万亿元，年均增速超过 15%。商业消费是城市更新带动的重要消费。老旧街区和商业综合体的更新改造，将提升商业品质和消费体验，带动商业消费增长。例如，北京三里屯太古里、上海新天地、成都太古里等项目，通过更新改造成为了城市的商业地标，吸引了大量的消费者，带动了周边商业的繁荣。城市更新将推动传统商业转型升级，培育新的消费热点，促进商业消费持续增长。

（五）城市更新推动房地产市场转型，构建存量时代新发展模式

城市更新将深刻改变我国房地产市场的发展格局，推动房地产市场从增量开发为主向存量运营为主转变。过去二十年，我国房地产市场主要以增量开发为主，房地产企业主要通过拿地、开发、销售的模式盈利。但随着城镇化进入中后期，增量开发的空间日益收窄，房地产市场进入存量时代。城市更新将为房地产市场带来新的发展机遇，推动房地产企业转型升级。

对新房市场的影响方面，城市更新中的危旧房改造和城中村改造，将增加保障性住房和普通商品住房的供应，缓解部分城市的住房供需矛盾。同时，城市更新改善了存量住房的品质，提升了存量住房的价值，有利于稳定房地产市场预期。过去，一些老旧小区由于环境脏乱、设施老化，房价远低于周边新建小区。经过改造后，老旧小区的居住品质得到了显著提升，房价也随之上涨。这将激活二手房市场交易，促进房地产市场的良性循环。对二手房市场的影响方面，老旧小区改造将显著提升二手房的居住品质和市场价值。经过改造的老旧小区，二手房价格上涨。这将增加二手房的流动性，激活二手房市场交易。同时，城市更新也将推动二手房市场的规范化发展，提高二手房交易的透明度和效率。

[3] 资料来源：https://www.mohurd.gov.cn/xinwen/gzdt/art/2025/art_2ee3d1b8d67b4e9193a50fe53d752bb5.html

下载日志已记录，仅供内部参考

对房地产企业的影响方面，传统的房地产开发模式将面临转型压力，具备城市更新综合服务能力的房地产企业将获得新的发展机遇。房地产企业将从开发商向城市服务商和资产运营商转变。例如，万科、保利、华润等大型房地产企业已经开始布局城市更新业务，积累了丰富的经验，形成了成熟的商业模式。这些企业将在本轮城市更新浪潮中占据主导地位。

四、城市更新产业链价值发生重构，利润加速向前后两端转移

（一）城市更新产业链覆盖全生命周期，呈现明显的“微笑曲线”分布特征

城市更新不是单一的工程市场，而是一个覆盖建筑业、房地产业、物业服务业、检测认证业、保险业、金融业、数字科技等多个领域的复合型市场。产业链可以分为上游、中游、下游三个环节，以及配套支撑体系。上游主要包括规划设计、检测鉴定、建材供应等，是城市更新的起点，为城市更新提供技术和物质基础。中游主要包括建筑施工、装饰装修、电梯加装、管网修复、设备安装等，是城市更新的核心实施环节，将规划设计转化为现实。下游主要包括物业管理、社区服务、资产运营、智慧运维等，是城市更新的价值实现环节，确保城市更新项目的可持续运营。配套支撑主要包括金融服务、保险服务、数字治理平台等，为城市更新提供资金、风险和技术保障。

城市更新产业链价值呈现明显的“微笑曲线”特征，利润加速向前后两端转移。上游的检测鉴定、规划设计和下游的资产运营、数字治理毛利率最高，而中游的建筑施工毛利率最低。这意味着未来产业链的利润将加速向前后两端转移，单纯的施工企业将面临越来越大的盈利压力。过去，施工环节是产业链中价值最高的环节，企业主要依靠施工能力获取订单和利润。未来，前端的体检诊断、规划策划和后端的运营服务将成为产业链中价值最高的环节，具备这些能力的企业将获得更高的利润和更大的发展空间。

表 5: 城市更新产业链价值分布与竞争格局表

产业链环节	核心细分领域	行业平均毛利率	竞争格局
上游	规划设计	25%-35%	国有设计院主导，集中度逐步提升
	检测鉴定	30%-45%	区域分散，全国性龙头正在形成
	建材供应	15%-25%	行业集中度高，龙头企业优势明显
中游	建筑施工	8%-15%	竞争激烈，央企和地方国企主导
	电梯加装	15%-20%	外资品牌主导，国产品牌快速崛起
	地下管网非开挖修复	20%-30%	技术壁垒高，专业企业主导
	结构加固	25%-35%	技术门槛高，市场较为分散
下游	物业管理	15%-25%	集中度快速提升，龙头企业加速整合
	社区服务	20%-30%	高度分散，具备整合能力的企业受益
	资产运营	30%-50%	头部企业主导，对综合能力要求高
配套支撑	城市更新金融	-	银行、基金、券商等金融机构主导

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5: 城市更新产业链价值分布与竞争格局表

产业链环节	核心细分领域	行业平均毛利率	竞争格局
	城市更新保险	-	大型保险公司主导
	数字治理平台	40%-60%	信息化龙头企业主导

资料来源：中信建投证券

（二）上游环节成为项目入口，检测鉴定和规划设计价值显著提升

上游环节是城市更新的起点，掌握着项目的入口和话语权。随着“先体检、后更新”制度的建立，上游环节的价值将显著提升。过去，上游环节主要是为施工环节提供服务，处于从属地位。未来，上游环节将主导项目的生成和设计，成为产业链的核心环节。

检测鉴定是城市更新的“守门人”，市场将迎来爆发式增长。没有准确的检测鉴定数据，就无法制定科学的更新方案。检测鉴定主要包括房屋安全检测、结构检测、消防检测、燃气检测、电气检测、地下管网检测等。过去，检测鉴定主要是在房屋发生安全事故后或者需要进行交易时才会进行，市场需求较小。未来，城镇住宅将每 10 年进行一次全面体检，C 级和 D 级危险房屋将每年进行一次体检，这将带来巨大的检测鉴定需求。此外，地下管网检测、消防检测等也将成为常态化的工作，进一步扩大检测鉴定市场的规模。“十五五”期间，城市更新检测鉴定市场规模约为 2000-4000 亿元，其中房屋体检和地下管网检测是增长最快的细分领域。

规划设计正从传统的“增量规划”向“存量规划”转型，具备全流程服务能力的设计院将获得竞争优势。城市更新规划设计与传统的新区规划设计有很大不同，它更注重对现有空间的优化利用、历史文化的保护传承、社区功能的完善提升，需要充分考虑现有建筑的状况、居民的需求、历史文化的传承等多种因素，难度更大，要求更高。传统的设计院需要转变思维，不仅要具备建筑设计、规划设计的能力，还要具备产业策划、社区治理、历史文化保护等方面的能力，能够提供从前期策划、规划设计到后期运营指导的全流程服务。“十五五”期间，城市更新规划设计市场规模约为 4000-6000 亿元，虽然规模不大，但利润较高，且能够为企业带来后续的施工和运营业务。

建材供应绿色化、智能化趋势明显，龙头企业将占据更大市场份额。城市更新带动了大量的建材需求，但与增量建设不同，城市更新对建材的性能、环保、施工便捷性等提出了更高的要求。绿色建材、装配式建材、防水保温材料、新型管材等将成为需求热点。防水建材是城市更新中需求最大的建材品类之一，“十五五”期间市场规模约为 5000-6000 亿元。保温建材、管材、涂料等也将迎来快速增长。建材市场竞争激烈，行业集中度不断提升，具备品牌优势、技术优势和渠道优势的龙头企业将占据更大的市场份额。

表 6: 城市更新核心高确定性细分赛道市场规模测算表

细分赛道	驱动因素	“十五五”市场规模（万亿元）	主要受益标的
防水建材	老旧小区屋面/外墙/地下室渗漏治理、地下管网防水	0.5-0.6	东方雨虹、科顺股份
保温建材	既有建筑节能改造、绿色建筑标准提升	0.3-0.4	北新建材、海螺新材
塑料管材	地下管网更新、老旧小区给排水改造	0.4-0.5	中国联塑、伟星新材

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6: 城市更新核心高确定性细分赛道市场规模测算表

细分赛道	驱动因素	“十五五”市场规模（万亿元）	主要受益标的
建筑涂料	外墙翻新、室内装修改造	0.2-0.3	三棵树、亚士创能
电梯加装	老旧小区适老化改造、政策补贴支持	1.2-1.5	上海机电、康力电梯
地下管网非开挖修复	地下管网更新、减少对交通环境影响	1.2-1.7	纳川股份、青龙管业
结构加固	危旧房改造、老旧房屋安全提升	0.5-0.8	中国建研院、上海建工

资料来源：中信建投证券

（三）中游环节竞争激烈，细分赛道龙头凭借技术优势脱颖而出

中游环节是城市更新的核心实施环节，市场规模最大，竞争也最为激烈。但部分细分赛道由于技术壁垒高、需求确定性强，将迎来快速发展，相关龙头企业将凭借技术优势脱颖而出。

建筑施工正从“大拆大建”向“精细修缮”转型，具备专业技术能力的企业将更具竞争力。城市更新中的建筑施工与传统的新建施工有很大不同，它更注重对现有建筑的保护和修缮，施工难度大、技术要求高、安全风险大。传统的建筑施工企业需要从“大拆大建”的粗放式施工，转向“精细修缮”的精细化施工。不仅要具备传统的建筑施工能力，还要具备结构加固、防水堵漏、外墙修复、历史建筑保护等专业技术能力。“十五五”期间，城市更新建筑施工市场规模约为 10-12 万亿元，是产业链中规模最大的环节。中国建筑、中国中铁、中国铁建等大型央企在大型片区更新、地下管网更新等领域具有优势，地方建筑企业在本地项目上具有地缘优势。

电梯加装是确定性最高的细分赛道，市场规模约 1.2-1.5 万亿元。加装电梯是老旧小区改造中群众需求最迫切、市场空间最大的完善类改造内容。目前，我国城镇老旧小区约有 200 万部电梯的加装需求。随着人口老龄化加剧，老年人对加装电梯的需求日益迫切。国家也出台了一系列政策支持老旧小区加装电梯，简化审批流程，加大财政补贴力度，推动电梯加装工作快速开展。电梯加装市场主要由电梯生产企业和专业安装公司主导。上海机电、通力电梯、日立电梯等外资和合资品牌在电梯市场占据主导地位，市场份额超过 60%。康力电梯、远大智能等民族电梯品牌也在快速发展，在电梯加装市场具有较强的竞争力。

地下管网非开挖修复技术壁垒高，增长潜力大。传统的地下管网修复采用“挖开换管”的方式，施工周期长、对交通和环境影响大、综合成本高。非开挖修复技术具有施工速度快、对环境影响小、综合成本低等优点，正在成为地下管网修复的主流技术。“十五五”期间，国家将大力推广非开挖修复技术，提高非开挖修复在地下管网更新中的占比。预计到 2030 年，非开挖修复在地下管网修复中的占比将达到 50%以上。“十五五”期间，地下管网非开挖修复市场规模约为 1.26-1.68 万亿元。纳川股份、青龙管业、伟星新材等企业在非开挖修复领域具有核心技术和丰富的项目经验，将获得快速发展。

结构加固市场快速增长，具备特种工程资质的企业受益。结构加固是危旧房改造和老旧房屋更新的核心内容，直接关系到房屋的结构安全。随着房屋体检制度的建立，大量存在结构安全隐患的房屋将被纳入改造范围，结构加固市场将迎来快速增长。结构加固技术要求高，需要具备特种工程专业承包资质的企业才能承接。“十五五”期间，结构加固市场规模约为 5000-8000 亿元。中国建筑科学研究院、上海建工、北京建工等企业在结构加固领域具有较强的实力。

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）下游环节成为价值高地，长期运营能力决定企业核心竞争力

下游环节是城市更新的价值高地，也是未来最具长期发展潜力的环节。城市更新的最终目的不是完成工程交付，而是实现可持续运营，提升城市的品质和活力。过去，城市更新多以工程交付为终点，忽视了后续的运营维护，导致改造效果难以持续。未来，运营将成为城市更新的重要环节，决定着城市更新项目的成败。

物业管理迎来巨大增量市场，“改造、运营”一体化能力成为核心竞争力。规划明确要求，老旧小区改造后要同步引入专业化的物业服务，建立长效管理机制。目前，我国城镇老旧小区的物业服务覆盖率约为 30%。“十五五”期间，经过改造的 11.5 万个老旧小区将基本实现物业服务全覆盖，新增物业管理面积约 100 亿平方米。按每月每平方米 1-2 元的物业费计算，每年将新增约 1200-2400 亿元的物业费收入。除了传统的物业管理服务外，物业服务企业还可以拓展社区服务、资产运营等业务，增加收入来源。物业管理市场集中度不断提升，龙头企业凭借品牌优势、规模优势和服务优势，正在加速整合市场。万科物业、碧桂园服务、招商积余等龙头物业企业已经开始布局城市更新业务，积累了丰富的经验。

社区服务是万亿级蓝海市场，将成为物业服务企业新的利润增长点。城市更新补齐了社区养老、托育、医疗、文化、体育等公共服务短板，为社区服务产业发展提供了广阔的空间。随着我国人口老龄化加剧和三孩政策的实施，养老和托育服务需求日益旺盛。城市更新将在社区建设大量的养老服务设施和托育服务设施，满足居民的养老和托育需求。预计“十五五”期间，我国社区养老服务市场规模将超过 5 万亿元，社区托育服务市场规模将超过 1 万亿元。除了养老和托育服务外，社区医疗、社区文化、社区体育、社区商业等服务也将快速发展。社区服务市场目前较为分散，参与者众多，具备资源整合能力和专业服务能力的企业将在竞争中胜出。

资产运营是存量资产价值挖掘的核心，对企业综合能力要求高。老旧街区、老旧厂区、低效楼宇等存量资产的盘活，关键在于运营。通过功能转换、业态导入、品牌打造和专业运营，能够大幅提升存量资产的价值。老旧厂区可以转型为科创园区、文创空间、养老服务中心、社区商业综合体等。老旧街区可以通过历史文化保护、商业业态更新、公共空间改善，重新成为城市活力中心。低效楼宇可以转型为数字产业空间、健康服务空间、培训空间、共享办公空间等。“十五五”期间，城市更新资产运营市场规模约为 1-2 万亿元。资产运营市场对企业的综合能力要求较高，目前主要由房地产企业、商业运营公司和产业运营公司主导。华润置地、万科、龙湖等房地产企业在商业运营和产业运营方面具有丰富的经验，将在资产运营市场占据主导地位。

（五）配套支撑体系迎来发展机遇，金融、保险、数字治理成为重要保障

配套支撑体系是城市更新顺利推进的重要保障，也将迎来巨大的发展机遇。金融、保险、数字治理等领域将为城市更新提供全方位的支持，同时也将从城市更新的快速发展中受益。

城市更新金融创新产品层出不穷，市场规模约 10-15 万亿元。城市更新需要大量的长期资金支持，这为金融机构带来了巨大的业务机会。金融机构正在创新金融产品和服务，为城市更新提供全方位的金融支持。城市更新贷款是最主要的金融产品，政策性银行和商业银行推出了中长期贷款，用于支持城市更新项目。城市更新基金是由政府和社会资本共同设立的股权投资基金，通过股权投资的方式参与城市更新项目。基础设施 REITs 是盘活存量资产的重要工具，支持符合条件的城市更新项目发行基础设施 REITs，将存量资产转化为流动性强的证券资产，实现投资良性循环。绿色金融是支持绿色城市更新的重要金融产品，支持绿色建筑、节能改造、海绵城市建设等绿色城市更新项目。

城市更新保险成为风险管理的重要工具，市场潜力巨大。保险机制是城市更新风险治理的重要工具。随着

下载日志已记录，仅供内部参考

房屋体检制度的建立和完善，保险将越来越多地参与城市更新的全过程。房屋安全险是保障房屋结构安全和意外损失的保险产品，能够为房屋所有人提供经济保障，减轻政府的财政负担。外墙脱落险是保障外墙脱落造成的人身伤害和财产损失的保险产品，能够有效解决外墙脱落引发的纠纷和赔偿问题。电梯责任险是保障电梯运行过程中的意外事故的保险产品，能够为电梯使用人提供安全保障。工程质量潜在缺陷保险是保障工程竣工后的质量缺陷的保险产品，能够提高工程质量，减少质量纠纷。“十五五”期间，城市更新保险市场规模约为 500-1000 亿元，虽然目前规模不大，但增长潜力巨大。

数字治理平台支撑城市更新全生命周期管理，市场规模约 2000-3000 亿元。数字技术是提升城市更新治理能力的重要手段。通过建立城市更新数字治理平台，能够实现对城市更新项目从体检、规划、建设到运营的全生命周期管理。城市体检与房屋体检方面，利用大数据、物联网、人工智能等技术，实现对城市和房屋的智能化检测和评估。项目管理方面，实现对城市更新项目的进度、质量、安全、资金的数字化管理，提高项目管理效率，降低项目管理成本。智慧运维方面，利用物联网技术，实现对地下管网、电梯、消防设施等的实时监测和预警，提高设施的运行效率和安全性。广联达、千方科技、数字政通等数字科技企业将受益于城市更新数字化的需求。

五、全国城市更新区域格局分化明显，50 个试点城市引领发展方向

（一）四大区域城市更新重点各异，东部地区引领全国发展

我国不同区域的经济发展水平、城镇化阶段、城市存量资产状况存在较大差异，因此城市更新的需求和重点也各不相同。东部地区城镇化率高，经济发达，城市更新走在全国前列；中部地区正处于城镇化快速发展阶段，城市更新以民生改善为主；西部地区重点提升城市安全韧性和公共服务水平；东北地区则以老工业基地转型和棚户区改造为核心。

表 7: 全国四大区域城市更新重点与投资特征对比表

区域	代表省份/城市	城镇化率	核心任务	投资重点	市场规模占比
东部地区	北京、上海、广东、江苏、浙江	75%以上	品质提升、产业升级、历史保护	老旧街区厂区更新、城中村综合整治、完整社区建设	约 45%
中部地区	湖北、河南、湖南、安徽	60%-65%	民生改善、基础设施补短板	老旧小区改造、地下管网更新、危旧房改造	约 25%
西部地区	四川、重庆、陕西、云南	55%-60%	安全韧性提升、公共服务补短板	地下管网更新、危旧房改造、基础设施建设	约 20%
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	65%-70%	老工业基地转型、棚户区改造	老旧厂区改造、棚户区改造、危旧房改造	约 10%

资料来源：中信建投证券

东部地区城镇化率普遍超过 75%，已经进入城镇化成熟阶段，城市存量资产规模大，城市更新的需求最为迫切。东部地区城市更新已经从单纯的基础设施补短板，转向功能提升和产业升级。投资重点主要包括老旧街

下载日志已记录，仅供内部参考

区厂区更新、城中村综合整治、完整社区建设、历史文化保护等。北京、上海、广州、深圳、杭州、南京等城市的城市更新走在全国前列，探索了许多成熟的模式和经验。东部地区城市更新市场规模约占全国的 45%，是全国最大的城市更新市场。

中部地区正处于城镇化快速发展阶段，城镇化率在 60%-65%之间，城市更新的需求也在不断增长。中部地区城市更新主要以民生改善为主，同时注重产业转型升级。投资重点主要包括老旧小区改造、地下管网更新、危旧房改造、基础设施建设等。武汉、郑州、长沙、合肥、太原等城市是中部地区城市更新的代表。中部地区城市更新市场规模约占全国的 25%。

西部地区城镇化率相对较低，在 55%-60%之间，城市更新的重点是补齐城市基础设施和公共服务短板，提升城市的安全韧性和承载能力。投资重点主要包括地下管网更新、危旧房改造、基础设施建设、公共服务提升等。成都、重庆、西安、昆明、乌鲁木齐等城市是西部地区城市更新的代表。西部地区城市更新市场规模约占全国的 20%。

东北地区老工业基地较多，城镇化率在 65%-70%之间，老旧厂区和棚户区改造任务较重。东北地区城市更新需要与产业结构调整相结合，通过城市更新推动老工业基地振兴。投资重点主要包括老旧厂区改造、棚户区改造、城镇危旧房改造、产业转型升级等。沈阳、大连、长春、哈尔滨等城市是东北地区城市更新的代表。东北地区城市更新市场规模约占全国的 10%。

（二）50 个先行试点城市探索差异化模式，为全国提供可复制经验

2024 年，财政部会同住建部启动了支持 50 个重点城市实施城市更新行动的工作，连续 3 年给予定额补助，鼓励地方先行先试，探索可复制、可推广的城市更新机制。这 50 个城市覆盖了全国各个区域，代表了不同类型城市的城市更新需求和模式。根据城市的特点和探索方向，可以将试点城市分为老城保护型、老工业基地型、综合提升型和民生导向型四种类型。

表 8: 50 个先行试点城市典型类型与探索方向表

城市类型	代表城市	探索方向	典型案例
老城保护型	北京、洛阳、苏州、西安	历史文化保护与民生改善相结合	北京申请式退租、洛阳隋唐洛阳城遗址保护
老工业基地型	沈阳、长春、重庆、鞍山	老旧厂区转型与产业升级相结合	沈阳铁西区改造、重庆鹅岭二厂文创园
综合提升型	上海、广州、深圳、成都	城市功能提升与存量资产盘活相结合	上海杨浦滨江改造、深圳大冲村改造
民生导向型	郑州、长沙、合肥、石家庄	老旧小区改造与长效管理机制建设	郑州“红色物业”模式、长沙完整社区建设

资料来源：中信建投证券

老城保护型城市的核心探索方向是历史文化保护与民生改善相结合。北京作为首都，探索了申请式退租和共生院等老城更新模式，不搞大拆大建，而是通过微调的方式改善居民的居住条件，同时保护老城的历史风貌和胡同肌理。洛阳作为历史文化名城，重点探索历史文化街区保护和更新模式，实现历史文化保护与城市发展的有机结合。苏州、西安等城市也在历史文化保护方面积累了丰富的经验。

老工业基地型城市的核心探索方向是老旧厂区转型与产业升级相结合。沈阳作为老工业基地城市，重点探索老旧厂区改造和棚户区改造模式，推动产业转型升级。沈阳铁西区通过改造老旧厂区，引入新的产业业态，

下载日志已记录，仅供内部参考

实现了城市更新和产业发展的双赢。重庆鹅岭二厂文创园由老旧印刷厂转型而来，成为了重庆的网红打卡地和文创产业聚集地。长春、鞍山等城市也在老旧厂区转型方面进行了积极探索。

综合提升型城市的核心探索方向是城市功能提升与存量资产盘活相结合。上海探索了“留改拆”并举、以保留保护为主的城市更新模式，推动老旧厂区转型为科创园区和文创空间。上海杨浦滨江通过更新改造，从昔日的工业锈带变成了今日的生活秀带。深圳大冲村改造项目通过将城中村改造为集商业、办公、住宅于一体的综合性片区，实现了存量资产的大幅增值。广州、成都等城市也在城市功能提升和存量资产盘活方面取得了显著成效。

民生导向型城市的核心探索方向是老旧小区改造与长效管理机制建设。郑州探索了“红色物业”模式，通过党建引领，提升老旧小区物业管理水平。长沙重点推进完整社区建设，补齐社区养老、托育、医疗等公共服务短板，打造 15 分钟便民生活圈。合肥、石家庄等城市也在老旧小区改造和长效管理机制建设方面进行了积极探索。

六、城市更新成为“十五五”最具确定性投资主题之一，把握四条投资主线

基于对城市更新政策、市场规模和产业链的深入分析，本文认为城市更新将成为“十五五”时期最具确定性的投资主题之一，相关产业链将迎来长期的发展机遇。城市更新不是短期的政策刺激，而是一场持续数十年的存量革命，将深刻改变我国城市的发展格局和相关产业的竞争格局。本文建议重点关注以下四条投资主线。

第一条主线是前端入口，检测鉴定与规划设计。随着“先体检、后更新”制度的建立，前端的检测鉴定和规划设计环节将成为城市更新的核心入口，具备专业技术和数据优势的企业将率先受益。这些企业不仅能够获得检测鉴定和规划设计业务的收入，还能够通过提前介入项目，获得后续的施工和运营业务，实现全产业链布局。检测鉴定市场目前较为分散，全国性龙头正在形成，具备权威资质和先进技术的企业将获得更大的市场份额。规划设计市场由国有设计院主导，具备全流程服务能力的设计院将更具竞争力。

第二条主线是核心工程，地下管网与电梯加装。地下管网更新和电梯加装是“十五五”城市更新中确定性最高、市场空间最大的细分领域，需求刚性强，政策支持力度大。地下管网更新总投资约 5 万亿元，其中非开挖修复技术壁垒高，增长潜力大。电梯加装市场规模约 1.2-1.5 万亿元，随着人口老龄化加剧，需求将持续增长。具备核心技术和品牌优势的龙头企业将获得快速增长，业绩确定性高。

第三条主线是后端运营，物业管理与资产运营。城市更新的最终价值将在运营环节体现，能够提供改造加运营一体化服务的物业和资产运营商将获得稳定的现金流和长期的发展空间。物业管理迎来巨大增量市场，“十五五”期间将新增约 100 亿平方米的物业管理面积。资产运营是存量资产价值挖掘的核心，对企业综合能力要求高，头部企业优势明显。这些企业的盈利能力强，业绩增长稳定，具有较高的投资价值。

第四条主线是配套支撑，绿色建材与数字治理。绿色建材是城市更新的重要物质基础，数字治理是提升城市更新效率和管理水平的重要手段。绿色建材中的防水、保温、管材、涂料等细分领域将迎来快速增长，龙头企业将受益于行业集中度提升。数字治理平台支撑城市更新全生命周期管理，市场规模约 2000-3000 亿元，信息化龙头企业将占据主导地位。

下载日志已记录，仅供内部参考



下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

（1）既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。（2）经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。（3）近期房地产市场较为波动，市场情绪存在进一步转劣可能，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。（4）土地出让收入大幅下降导致地方政府债务规模急剧扩大，地方政府债务违约风险上升。（5）地缘政治对抗升级风险，俄乌冲突不断，国际局势仍处于紧张状态。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

胡玉玮

首席政策分析师。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场。

冯天泽

中信建投政策分析师，北京大学理学学士、金融学硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于国家外汇管理局和中金公司，主要研究领域包括：宏观政策、金融监管、汇率及外汇储备等。邮箱：fengtianze@csc.com.cn。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk