仅供内部参考，请勿外传

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

深耕上海，稳步前行

——城投控股深度报告

城投控股（600649. SH）
房地产开发

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 07 月 05 日

评级： 增持（首次）

分析师：由子沛

执业证书编号：S0740523020005

Email：youzp@zts.com.cn

分析师：侯希得

执业证书编号：S0740523080001

Email：houxd@zts.com.cn

分析师：王雯

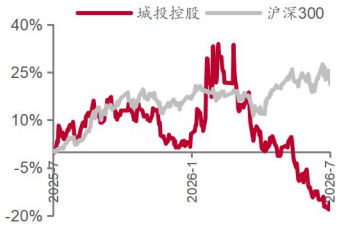
执业证书编号：S0740526040005

Email：wangwen02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,504.50
流通股本(百万股)	2,504.50
市价(元)	3.58
市值(百万元)	8,890.98
流通市值(百万元)	8,890.98

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9,432	14,457	13,054	13,263	13,542
增长率 yoy%	269%	53%	-10%	2%	2%
归母净利润（百万元）	243	289	345	422	466
增长率 yoy%	-42%	19%	19%	22%	11%
每股收益（元）	0.10	0.12	0.14	0.17	0.19
每股现金流量	1.06	0.85	1.52	0.72	0.33
净资产收益率	1%	1%	2%	2%	2%
P/E	36.9	31.0	26.0	21.2	19.2
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

备注：股价截止自2026 年 07 月 03 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **4 月 30 日，公司发布 2026 年一季报，2026 年一季度公司实现营收 8.53 亿元，同比-63.55%；归母净利润 0.07 亿元，同比-69.20%；3 月 28 日，公司发布 2025 年年报，2025 年公司实现营收 144.57 亿元，同比+53.27%，归母净利润 2.89 亿元，同比+19.19%。**

- **聚焦上海，土储优质：**2025 年，公司实现销售金额 78.8 亿元，同比下降 55.6%，销售回笼约 97 亿元；2026 年一季度，销售金额 5.01 亿元，同比减少 73.45%。销售同比下降，主要系一季度内未推出新盘，以存量续销为主。公司优质项目储备充足，随着黄浦小东门等核心项目逐步入市，露香园二期等存量项目持续去化，销售规模有望逐步回升。土储方面，公司持有待开发土地面积为 42.4 万平方米，项目高度集中在上海，2026 年上半年竞得虹口区稀缺宅地，实现优质补仓，高质量土储充沛。

- **高毛利项目结转提升收入，利润受非经常性因素拖累暂现：**2025 年，公司实现营业收入 144.57 亿元，同比增长 53.27%；归母净利润为 2.89 亿元，同比增加 19.19%；毛利率为 17.43%，同比增加 2.89pct。营收增长，主要系核心项目结转规模显著提升。归母净利润增速弱于营收，主要受非经常性因素扰动：1）因证券市场波动所致公允价值变动收益转负，同比减少约 1.62 亿元；2）项目大额结转致土地增值税增加，叠加税款追缴，税金及附加同比增加约 5.03 亿元。2026 年一季度，公司实现营业收入 8.53 亿元，同比下降 63.55%；归母净利润 0.07 亿元，同比下降 69.20%。一季度业绩同比下滑，主要系上年同期高基数及本期交付规模减少所致。截至一季度末，公司合同负债 86 亿元，随着优质项目陆续进入结算周期，后续收入和利润有望稳步提升。

- **多元化业务布局，非房业务稳步拓展：**公司拥有商品房、保障房、租赁住宅、办公、商业、科技园区等多元化的产品体系，璟云里、露香园、城投宽庭、诚鼎基金等品牌市场认可度较高。截至 2025 年末，租赁住宅方面，“城投宽庭”在营项目 16 个，管理房源约 1.7 万套，年租金超 6 亿元；REITs 平台现金分派率 3.29%，扩募工作有序推进；投资业务方面，诚鼎基金 2025 年内完成投资 0.5 亿元，退出 1.13 亿元。开发、运营与投资协同发力，显著增强了公司穿越周期的综合能力。

- **投资建议：**城投控股聚焦上海核心区域，背靠上海国资，业绩和销售保持稳健，土储优质，未结算资源充足，未来业绩有望持续释放。我们预计公司 2026-2028 年的 EPS 分别为 0.14/0.17/0.19 元，对应 PE 为 26.0/21.2/19.2 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**销售超预期下滑，房地产行业下行超预期，引用数据滞后或不及时。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

一、背靠上海城投，实现多元发展 3
二、股权较为集中，管理层经营丰富 4
2.1 上海城投集团为公司大股东 4
2.2 管理稳定，注重经验 4
三、房地产业务 5
3.1 销售短期承压，重点项目稳步推进 5
3.2 土储优质，重仓上海 6
四、运营板块业务 7
4.1 “城投宽庭”品牌影响力提升，出租率维持高位 7
4.2 城投宽庭 REITs 业务落地 8
4.3 稳定运营，品牌优质 9
五、财务分析 10
5.1 高毛利项目结转提升收入，利润受非经常性因素拖累暂现 10
5.2 杠杆率稳步压降，融资成本优势突出 11
六、盈利预测 12
七、投资建议 12
八、风险提示 12

图表目录

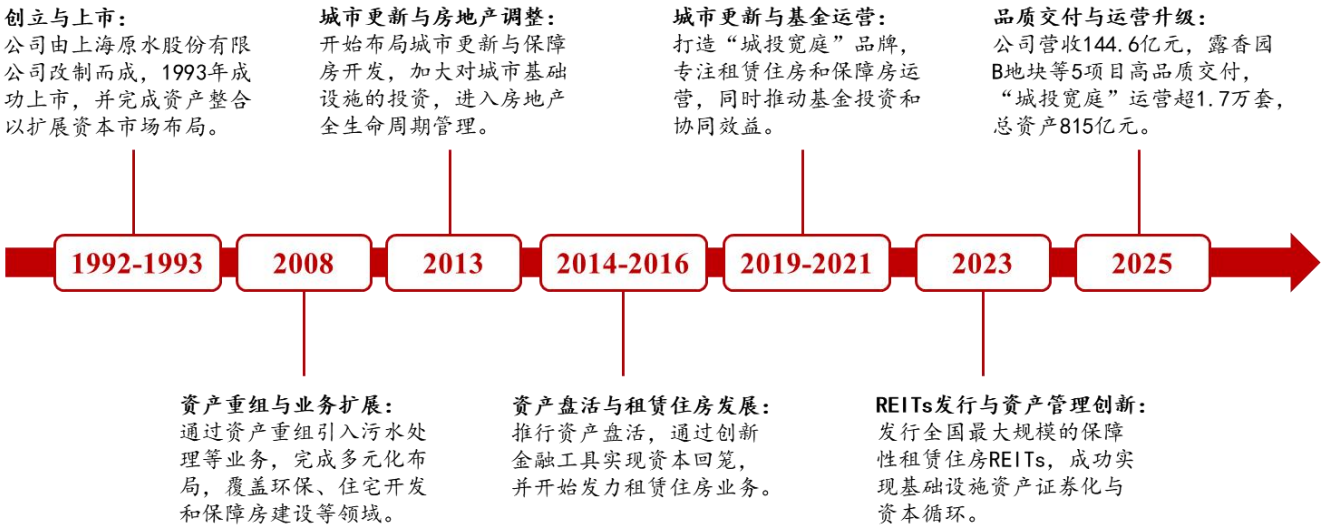
图表 1： 公司发展历程 3
图表 2： 公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日） 4
图表 3： 公司管理层背景 4
图表 4： 公司历年销售金额及增速 5
图表 5： 公司历年销售面积及增速 5
图表 6：公司房地产储备情况（截至 2025 年 12 月 31 日） 6
图表 7：公司房地产开发投资情况（截至 2025 年 12 月 31 日） 6
图表 8： 公司待开发土地面积（截至 2025 年 12 月 31 日） 7
图表 9： 城投宽庭·张江社区户型图 7
图表 10： 国泰君安城投宽庭保障性租赁 REIT 基础信息 8
图表 11： 国泰君安城投宽庭 REIT 的基础资产项目 9
图表 12： 城投控股房地产出租情况（截至 2025 年 12 月 31 日） 9
图表 13： 公司历年营业收入及增速 10
图表 14： 公司历年归母净利润及增速 10
图表 15： 公司历年销售毛利率 11
图表 16： 公司历年期间费用率 11
图表 17： 公司历年资产负债率 11
图表 18： 可比公司 PB 估值表 12

仅供内部参考，请勿外传

一、背靠上海城投，实现多元发展

■ 城投控股最初由上海市建设委员会批准成立，前身为上海原水供应股份有限公司，1992 年由上海市自来水公司水源厂和月浦水厂长江引水部分组成并改制成为股份制企业，1993 年公司成功在上海证券交易所上市。2008 年公司成功完成重大资产重组，将业务范围从单一的水务业务扩展到水务、环境和房地产三大板块。2014 年公司再次开展重大资产重组，2016 年合并阳晨 B 股，2017 年将旗下环境业务分离上市，之后公司的业务重心集中在房地产开发和股权投资。2019 年公司推出“城投宽庭”品牌，聚焦于租赁住宅市场。公司在 2023 年成功发行了国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REITs，募集规模达 30.5 亿元，成为市场上发行规模最大的保租房公募 REITs。2025 年，公司在建项目 7 个，露香园 B 地块、虹盛里一二期、青溪云邸、璟云里二期西地块 5 个项目年底顺利完成高品质交付，实现销售金额 78.8 亿元，前湾、小东门项目对标市场先进水平，总资产达 815.0 亿元。城投控股通过“开发、运营与金融”三者协同发展，充分发挥产业与资本双重力量，推动公司主业实现快速发展，实现房地产业务新的增长和产业链延伸。

图表 1： 公司发展历程



来源：公司公告，投资界，中泰证券研究所

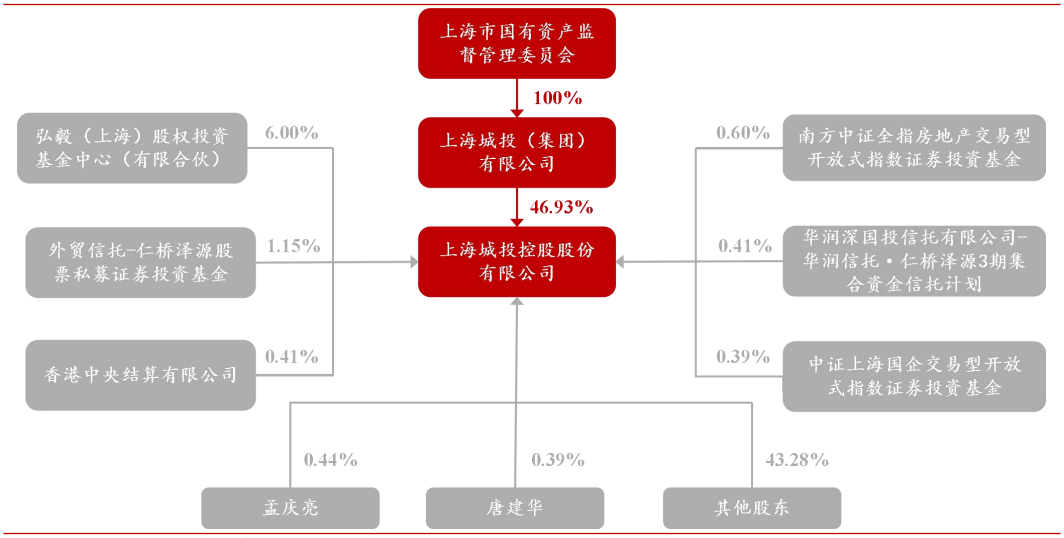
仅供内部参考，请勿外传

二、股权较为集中，管理层经营丰富

2.1 上海城投集团为公司大股东

■ 截至 2026 年 3 月 31 日，公司控股股东为上海城投（集团）有限公司，持股比例为 46.9%，其系上海市国有资产监督管理委员会直接监管的国有独资企业，公司实际控制人为上海市国资委。此外，第二大股东弘毅（上海）股权基金中心（有限合伙）持股 6.0%。整体来看，公司股权结构较为集中，前二大股东之外的股东持仓相对分散。

图表 2：公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 管理稳定，注重经验

■ 城投控股管理层结构稳定，核心团队经验丰富。公司设有董事会及经营层，并于 2025 年 6 月年度股东会审议通过了取消监事并修订公司章程及其附件的议案，监事会改革核心任务圆满落地，治理结构进一步优化。董事会由 9 名董事组成，除了张辰董事长外，还有多位长期任职的董事，如范春羚、任志坚等，他们共同为公司提供稳定的领导力量。高管团队同样注重专业与经验，总裁任志坚、副总裁严佳梁等人均拥有丰富的行业经验，为公司高质量发展提供坚实保障。公司主要管理层及核心高管均保持稳定，其人员组合有助于公司在复杂的市场环境中做出合理的决策。

图表 3：公司管理层背景

董事会						
姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	最新薪酬（万元）
张辰	董事长,董事	2021-09-30	男	硕士	1979	107.37
范春羚	董事	2020-06-05	女	本科	1972	--
任志坚	董事	2023-06-20	男	本科	1967	107.37
张舰	职工董事	2023-04-18	男	硕士	1984	80.94
王广斌	独立董事	2023-06-20	男	博士	1967	15.00
陈坚	独立董事	2026-06-16	男	硕士	1961	--
高富平	独立董事	2026-06-16	男	博士	1963	--
刘德扬	独立董事	2026-06-16	男	本科	1964	--

仅供内部参考，请勿外传

薛爽	独立董事	2026-06-16	女	博士	1971	--
高管及其他重要人员						
姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	最新薪酬（万元）
任志坚	总裁	2023-06-20	男	本科	1967	107.37
严佳梁	副总裁	2021-09-30	男	硕士	1980	82.89
张琛	副总裁	2021-09-30	男	本科	1971	80.94
	副总裁,董事会					
蒋家智	秘书	2023-06-20	男	硕士	1971	90.13
乐嘉伟	财务总监	2026-05-25	男	本科	1977	--
陈锋	总工程师	2026-06-16	男	硕士	1979	--

来源：公司公告，中泰证券研究所

三、房地产业务

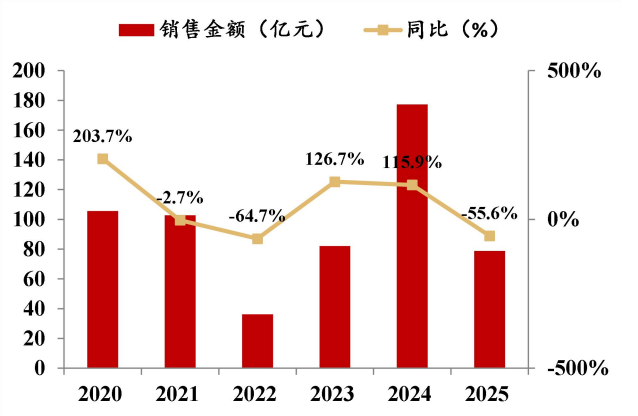
3.1 销售短期承压，重点项目稳步推进

- 2025 年，公司实现销售金额 78.8 亿元，同比减少 55.6%；销售面积 11.6 万平方米，同比减少 3.0%。销售金额同比下降，主要系 2025 年公司未推出新盘，以存量续销为主。全年累计落实房产销售回笼约 97 亿元。2026 年一季度，公司实现销售金额 5.01 亿元，同比减少 73.45%；销售面积 0.46 万平方米，同比减少 69.13%。公司短期销售数据波动，主要系公司一季度无新盘入市。我们认为，公司当前优质项目储备充足，随着黄浦小东门等核心项目逐步入市，露香园二期等存量项目持续去化，销售规模有望逐步回升。

- 在重点项目方面，露香园二期和青溪云邸在亿级产品去化方面表现突出，璟云里二期取得青浦别墅市场“销售金额、面积、套数”三冠王，水尚华庭项目成功实践了属地动迁房票联动的去化模式。此外，公司紧密跟进旧改项目和城市更新布局，进一步拓展成片土地开发的优势领域，力求在市场调整期实现更多突破。

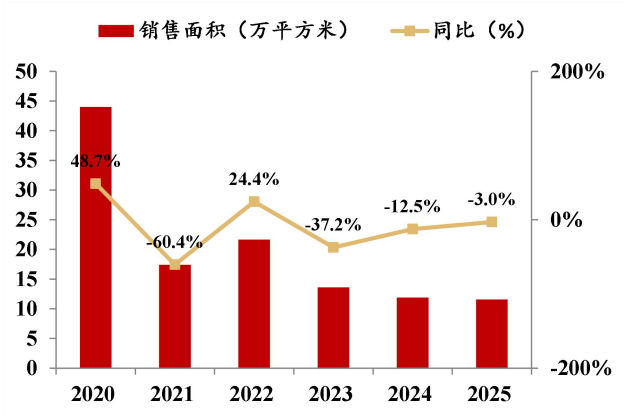
- 总体来看，面对行业景气度下行，城投控股依托高质量的项目布局和精准的销售策略，实现了重点项目的高品质交付，展现出较强的市场竞争力和发展韧性，为全年业绩目标奠定了良好基础。

图表 4：公司历年销售金额及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司历年销售面积及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2 土储优质，重仓上海

■ 根据 2025 年年报，公司持有待开发土地面积合计约 42.4 万平方米，涉及 7 个项目。除黄山高铁新城 A-1 地块Ⅲ期位于安徽省，其余 6 个项目均集中在上海本地，公司高质量土储充沛，优质可售资源将充分保障公司未来发展。公司谨慎布局、稳步拓展，2025 年暂未新增公开市场拿地，但持续跟踪上海核心区域优质地块资源，积极做好投资研判与储备工作。2026 年 5 月 28 日，城投控股以 19.3 亿元成功竞得上海虹口区嘉兴路街道内环内稀缺宅地，为公司在上海公开市场的重要补仓。整体来看，公司依托上海城投的平台资源和产业协同优势，深耕上海房地产市场，积累了覆盖商品房、城市更新、租赁住宅等多业态的开发运营经验与优质品牌口碑，为未来持续发展和竞争力提升夯实了良好基础。

图表 6：公司房地产储备情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积（平方米）	规划计容建筑面积（平方米）	合作开发项目的权益占比（%）
金山区朱泾镇 JSS2-0201 单元 B02a-01、B02b-01 地块	61,137	122,273	90
杨浦区新江湾城科技园北块	53,969	118,732	100
黄山高铁新城 A-1 地块 III 期	23,989	84,894	70
虹口区江湾镇街道 HK0015-06 号地块	2,426	3,008	80
黄浦区小东门街道 235B-03 地块等	31,317	79,250	100
浦江镇杜行老街“城中村”改造项目	134,800	116,100	90
华漕镇诸翟“城中村”改造项目	116,200	210,400	90
合计	423,838	734,657	

来源：公司公告，中泰证券研究所

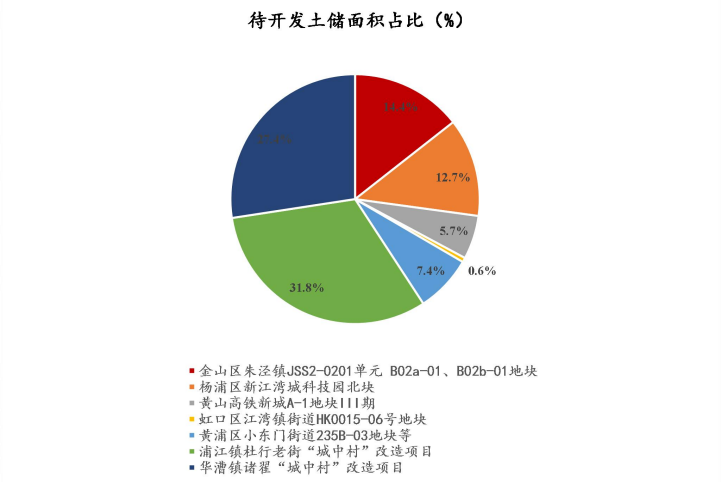
图表 7：公司房地产开发投资情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

地区	项目	项目规划计容建筑面积（平方米）	总建筑面积（平方米）	在建建筑面积（平方米）	经营业态
上海市青浦区	璟云里（梦珠里）	213,007	476,866	196,791	商品房
上海市黄浦区	露香园二期	196,346	340,120	294,245	商品房
上海市虹口区	虹盛里（江岸嘉苑）	31,282	50,953	50,953	商品房
上海市虹口区	虹盛里（江镜雅苑）	48,767	81,157	81,157	商品房
上海市长宁区	青溪云邸（青溪名邸）	27,657	47,447	47,447	商品房
上海市杨浦区	兴华里（明华里）	16,454	29,630	29,630	商品房
上海市闵行区	华漕镇 MHP0-1404 单元 39-02、40-02 地块	86,960	139,226	139,226	商品房
合计		620,473	1,165,399	839,449	

来源：公司公告，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 8：公司待开发土地面积（截至 2025 年 12 月 31 日）



来源：公司公告，中泰证券研究所

四、运营板块业务

4.1 “城投宽庭”品牌影响力提升，出租率维持高位

- **“城投宽庭”是由上海城投控股推出的自建自营租赁住宅品牌，旨在为租赁需求提供优质的保障性住房服务。**自 2019 年发布以来，“城投宽庭”布局于上海多个核心区域，以优越的地理位置、合理的租金和完善的社区服务吸引了大量租户。截至 2025 年末，公司在营项目共 16 个，管理房源约 1.7 万套，年租金规模超过 6 亿元，开业一年以上稳定运营项目出租率总体超 90%。在运营规模持续扩大的同时，品牌产品线也在不断升级：在“城投宽庭”核心产品线之上，研发了“城投宽庭 Lite”基础版轻享产品线、“建设者之家”民生产品线、“宽岚”服务式公寓高端产品线，为全端人群品质居住需求提供解决方案。其中，宽岚大境服务式公寓已完成改造并开业，北青社区东航“飞行公寓”已投入使用。

- 城投宽庭的项目采用创新的社区设计理念，划分为“街”、“院”、“庭”三个层次，分别提供开放的商业空间、半开放的社区交互空间，以及私密的居住空间。品牌坚持以人为本的管理理念，提供 360 度的全方位管家式服务，租赁房源覆盖不同户型，适应多样化的家庭需求。该品牌不仅填补了租赁市场需求，还通过推动保租房 REITs 入市实现了资产的高效运营和退出，是上海保租房市场的重要组成部分，展现了良好的发展潜力和社会价值。

图表 9：城投宽庭·张江社区户型图



来源：安居客，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

- **“城投宽庭”项目提供现代化、多样化的长租公寓，以满足不同目标人群的租赁需求。**项目的户型设计多样，从小型单人公寓到适合小家庭的多居户型，注重空间的高效利用和成本控制，旨在吸引具有不同收入水平的城市租户。城投宽庭通过合理定价和周全的社区管理服务，确保租金回报的稳定性和长期的资产增值潜力。社区配套完善，包括 24 小时保安、智能化管理系统以及丰富的共享生活设施，为租户提供良好的生活环境，这也为租赁业务的高出租率提供了有力保障。项目整体出租率表现优异，保持在高水平之上，月租定价合理，符合城市中低收入人群和年轻白领的需求，具备强劲的市场竞争力。从长远来看，城投宽庭的资产收益来源稳定，租金收入的持续增长将推动整体项目价值的提升。

- **“城投宽庭”品牌自 2019 年启动至今表现出色，几乎包揽了历年“上海租赁住房运营商品牌影响力第一名”的称号。**2025 年品牌影响力进一步扩大，品牌全年荣获“2025 年度中国住房租赁国有企业品牌力 TOP1”“2024 年租赁住房运营商品牌影响力 TOP1”及“2025 中国保租房运营商综合实力 TOP3”等殊荣。

4.2 城投宽庭 REITs 业务落地

- 国泰君安城投宽庭保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金（简称“国泰君安城投宽庭保租房 REIT”）由国泰君安资管作为基金管理人发起。该基金通过资产支持专项计划持有底层项目公司 100%股权，由上海城投集团旗下唯一的租赁住房运营平台上海城投置业经营管理有限公司负责运营，是市场上发行规模领先的保租房公募 REITs 产品。该产品的基础设施类型为保障性租赁住房，旨在通过发行 REITs，建立保租房业务的可持续发展模式。该基金主要投资于面向上海新市民和新青年的江湾社区项目和光华社区项目，凭借优质的保障性租赁住房资产和不断增长的住房需求，出租率和收益都得以保障。同时，这也是对区域内企业存量保租房资产的有效盘活，具有示范意义。上海城投集团作为发起人，已完成 300 余项重大工程投资，具备城市基础设施投资建设的丰富经验。国泰君安资管作为管理人，具备牌照优势的同时与专业运营团队合作，为 REITs 的稳定收益提供有力保障。

图表 10：国泰君安城投宽庭保障性租赁 REIT 基础信息

项目全称	项目募集规模	发行日	合计套数	建筑面积
国泰君安城投宽庭保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金	30.50 亿元	2024 年 1 月 12 日	3000 套	16.94 万平方米

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 城投宽庭保租房 REITs 项目毗邻上海城市副中心之一的江湾-五角场，地处杨浦区大创智重点功能区，周边商业设施完善，科创企业林立，还拥有复旦和同济等知名学府，不仅汇聚了大量科创精英人才，还带动了大量的租赁需求。该项目属于复合运管体系，兼顾多业态发展，2025 年现金分派率为 3.29%（年化），稳定的现金流和较低的波动性使其在各类 REITs 中具备明显的抗风险优势。

- 国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REITs 包含了位于上海的两个高品质保租房项目，分别为江湾社区和光华社区，该项目地理位置优越，周边商业繁荣，紧邻地铁，交通便利，已达到成熟稳定的运营状态。江湾社区总建筑面积约为 110,327.4 平方米，平均出租率为 92.07%，而光华社区总建筑面积为 59,115.0 平方米，平均出租率为 92.94%。两个项目 92.37%的整体平均出租率反映出这些保障性租赁住房项目在市场中的受欢迎程度。此外，江湾社区和光华社区的估值分别为 19.8 亿元和 10.8 亿元，总估值约为 30.6 亿元人民币，进一步证明了项目的资产质量及其稳定的投资价值。在此基础上，作为 REITs 首个存量收购盘活项目，徐汇社区于 2025 年 5 月正式开业，年末出租率达到 80%以上。同时，浦江社区、九星社区已完成拟扩募公告发布，按计划推进扩募准备，将进一步扩大基金规模。此外，公司聚焦上海市存量盘活需求，积极探索轻资产合作模式与创新路径，为后续资产拓展奠定基础。

仅供内部参考，请勿外传

图表 11：国泰君安城投宽庭 REIT 的基础资产项目

项目名称	资产类型	资产持有人	总建面（平方米）	可租赁建面（平方米）	总套数	出租率（截至 2025/12/31）	评估值
江湾社区	保障性租赁住房	上海城驰	110,327.38	83,151.49	1,719	租赁住房出租率 92.07%，商业出租率 98.76%	19.76 亿元
光华社区	保障性租赁住房	上海城业	59,114.95	42,793.68	1,234	租赁住房出租率 92.94%，商业出租率 100.00%	10.82 亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

4.3 稳定运营，品牌优质

- 在租赁业务方面，公司拥有的出租房产覆盖了商业地产、办公楼和长租公寓。其中商业地产项目中的露香园完成商业定位和业态布置，落地配套业态。而办公楼项目中的城投控股大厦和湾谷科技园二期在出租收入中贡献显著，湾谷科技园稳定运营，出租率保持在 90%以上，湾谷科技园二期，2025 年出租面积为 73,517 平方米，租金收入为 4,943 万元，控股大厦启动楼宇改造提升工程，表现出公司在商业办公领域的稳定布局。长租公寓项目中的城投宽庭·湾谷社区、城投宽庭·浦江社区、城投宽庭·九星社区，城投宽庭·徐汇社区在出租收入方面表现突出，尤其是浦江社区，2025 年出租面积达到 153,666 平方米，租金收入达 10,310 万元，长租公寓的高出租率和稳定的收入表现，反映出公司在长租公寓市场中的良好品牌效应和租赁需求的强劲。

图表 12：城投控股房地产出租情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

地区	项目	经营业态	出租面积（平方米）	出租收入（万元）	权益比例（%）
虹口	城投控股大厦	办公楼	50,681	2,915	100
杨浦	政悦路商业	商业	2,340	89	100
松江	松江新凯	商业	5,187	170	100
虹口	四川北路商铺	商业	2,686	240	100
黄浦	露香园	商业	22,836	1,626	100
杨浦	新江湾城 C4	商业	12,341	656	100
杨浦	湾谷科技园一期	商业	21,453	482	100
杨浦	湾谷科技园二期	办公楼、商业	73,517	4,943	100
杨浦	城投宽庭·湾谷社区	长租公寓	55,686	4,789	100
闵行	城投宽庭·浦江社区	长租公寓	153,666	10,310	100
闵行	城投宽庭·九星社区	长租公寓	81,840	6,886	55
松江	尚云里公寓	长租公寓	12,352	531	70
徐汇	城投宽庭·徐汇社区	长租公寓	65,121	2,513	80

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 总体而言，城投控股通过开发和出租两条业务线的双线布局，实现了较好的投资风险分散和收益保障，其中开发项目包括高投资额的商品房和具有社会保障功能的住房，而在出租方面，通过商业地产、办公楼和长租公寓的组合，为公司带来了稳健的现金流和多样化的收入来源。未来，公司将继续在高需求地段寻找新的开发机会，同时进一步优化现有租赁物业的管理，提升出租率和收益，以增强市场竞争力和盈利能力。

仅供内部参考，请勿外传

五、财务分析

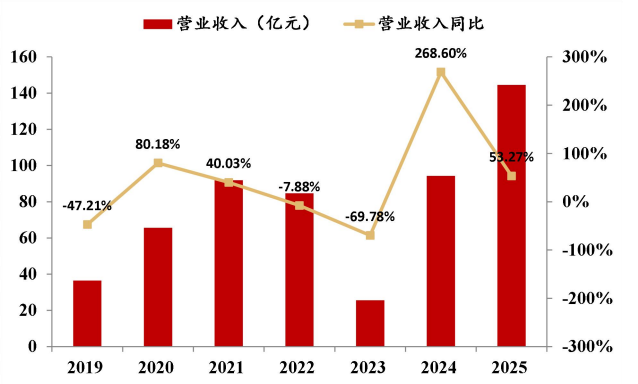
5.1 高毛利项目结转提升收入，利润受非经常性因素拖累暂现

- 2025 年，公司实现营业收入 144.57 亿元，同比增长 53.27%；实现归属于上市公司股东净利润 2.89 亿元，同比增长 19.19%。截至 2025 年末，公司归母净资产 210.36 亿元，同比增长 0.64%，总资产 815.0 亿元，同比下降 3.74%，净资产收益率 1.38%。营收同比大幅增长，主要系房产项目竣工交付结转规模显著提升，其中露香园二期、青溪云邸等核心项目于年内集中交付，较上年同期贡献了主要增量。归母净利润增速弱于营收增速，主要源于非经常性因素干扰：1）由于证券市场价值波动导致公司持有金融资产公允价值变动收益转负，同比减少约 1.62 亿元；2）税金及附加同比增加 5.03 亿元，主因 2025 年项目大额结转，土地增值税增加，叠加因申报违规被追缴税款所致。2026 年一季度，公司实现营业收入 8.53 亿元，同比下降 63.55%；归母净利润 0.07 亿元，同比下降 69.20%。一季度业绩同比下滑，主要系上年同期项目交付形成较高基数，而本期内交付结转规模减少所致。截至 2026 年一季度末，公司合同负债 86 亿元，较年初增长 0.98%，为后续营收结转提供储备，预计公司全年营收降幅将逐步收窄，随着优质项目陆续进入结算周期，后续收入和利润有望稳步提升。

- 利润率方面，2025 年公司销售毛利率为 17.43%，较上年同期增加 2.89pct。公司毛利率提升主要原因是结转项目结构优化，高毛利项目占比提升。考虑到在建项目仍有高毛利项目储备，未来毛利率取决于其交付进度及结构权重，整体预期平稳。

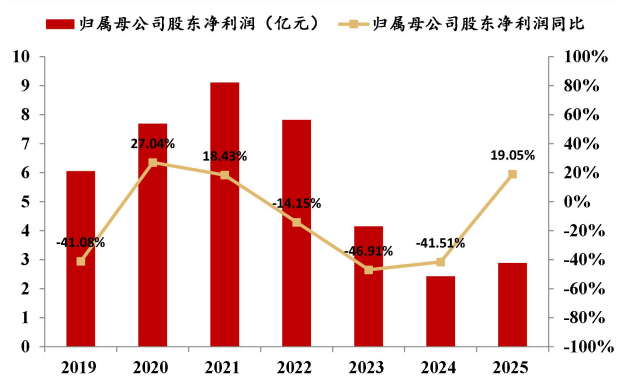
- 费用率方面，2025 年公司期间费用率为 9.63%，同比下降 1.98pct。在降本增效的大环境下，公司整体费用率实现有效压降。

图表 13：公司历年营业收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

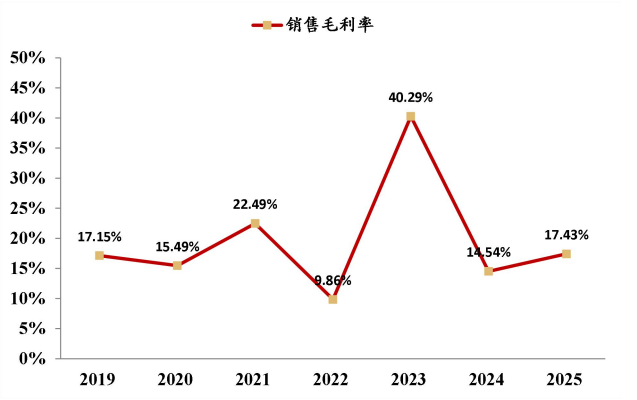
图表 14：公司历年归母净利润及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

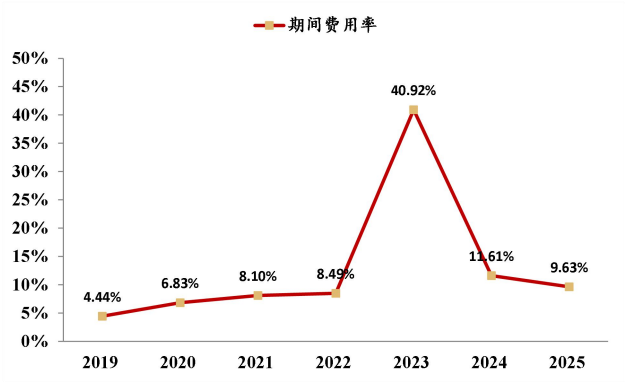
仅供内部参考，请勿外传

图表 15：公司历年销售毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：公司历年期间费用率



来源：公司公告，中泰证券研究所

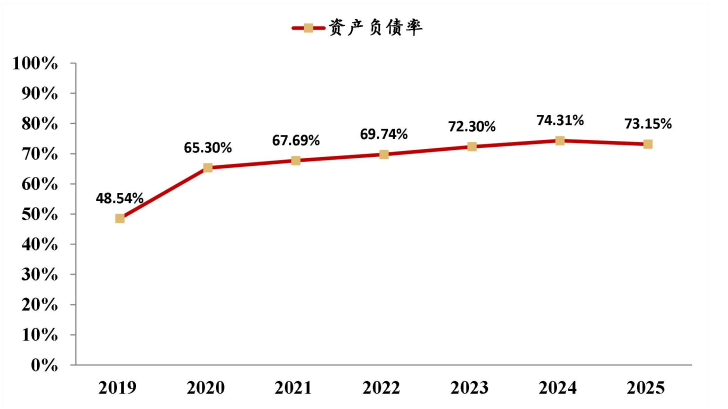
5.2 杠杆率稳步压降，融资成本优势突出

- 2025 年公司资产负债率为 73.15%，较 2024 年末的 74.31%小幅下降；剔除预收账款后的资产负债率为 62.63%，较 2024 年末的 60.52%略有上升。过去几个季度，公司整体杠杆水平总体平稳，财务安全性保持稳健。

- 截至 2025 年年末，公司在手货币资金为 82.81 亿元，较 2024 年末的 87.00 亿元下降 4.82%，现金短债比从 0.78 小幅下滑至 0.74，显示短期偿债能力边际减弱。

- 融资成本方面，2025 年公司平均融资成本为 3.53%，较上年末的 4.04%，下降 0.51pct。整体来看，公司财务杠杆率各项指标均有所优化，并且由于背靠上海国资，融资成本进一步降低，整体财务安全度提高。

图表 17：公司历年资产负债率



来源：公司公告，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

六、盈利预测

收入预测

- 房地产业务方面，公司 2023 到 2025 年收入分别为 19.29/90.29/140.79 亿元，24-25 年同比增速分别为 367.97%/55.93%。截至 2026 年一季度末，公司合同负债 86 亿元，已售未结资源为后续结算提供一定储备。2025 年销售规模下降，叠加合同负债规模有限，预计 2026 年结算收入或有所回落。因此，我们预计公司 2026-2028 年的地产结算收入分别为 127/129/132 亿元，增速分别为-9.8%/1.7%/2.3%。

- 运营管理业务方面，公司 2025 年收入为 1.39 亿元。公司在 2025 年运营规模和产品再升级，新增徐汇社区、宽岚大境服务式公寓项目等，为全年的租金打下了良好的基础，我们预计 2026-2028 年公司运营管理业务的收入为 1.40/1.42/1.38 亿元，增速分别为 0.7%/1.4%/-2.8%。

- 特许经营业务方面，公司 2023 到 2025 年收入分别为 2.30/1.82/1.61 亿元，24-25 年同比增速分别为-21.23%/-11.29%。代建业务方面，公司 2023 到 2025 年收入分别为 2.12/0.86/0.77 亿元，24-25 年同比增速分别为-59.22%/-10.76%。考虑到这两项业务并非公司重点发展方向，因此，我们预计该两项业务整体保持平稳，预计 2026-2028 年的收入各自分别为 1.55/1.45/1.40 亿元和 0.65/0.60/0.55 亿元，增速分别为-3.70%/-6.50%/-3.40%和-15.60%/-7.70%/-8.30%。

七、投资建议

- 城投控股聚焦上海核心区域，背靠上海国资，业绩和销售保持稳健，土储优质，未结算资源充足，未来业绩有望持续释放。我们预计公司 2026-2028 年的 EPS 分别为 0.14/0.17/0.19 元，对应 PE 为 26.0/21.2/19.2 倍，基于 2026 年 7 月 3 日收盘价，公司当前 PB 为 0.43 倍，与华发股份、城建发展、中华企业等地方性国企相比，公司估值处于明显低位。同时，公司土储资源高度集中于上海核心区域，区位和资产质量优势显著。基于此，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图表 18：可比公司 PB 估值表

公司名称	PB（MRQ）
城投控股	0.43
华发股份	0.76
城建发展	0.46
中华企业	0.89
滨江集团	0.82
招商蛇口	0.61

来源：WIND，中泰证券研究所，注：PB（MRQ）以 2026 年 7 月 3 日收盘价为准

八、风险提示

- 销售超预期下滑：行业基本面不佳，导致市场需求下降，影响公司整体销售表现。

- 房地产政策放松不及预期：行业依赖放松政策来维持基本面，如放松政策推出力度有限，将显著影响行业基本面。

- 引用数据滞后或不及时：报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,281	7,833	7,958	8,125
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2,213	1,814	1,735	1,732
预付账款	138	223	222	226
存货	46,730	44,672	44,363	45,202
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,439	2,118	2,148	2,187
流动资产合计	59,800	56,660	56,425	57,472
其他长期投资	12,009	11,836	11,862	11,896
长期股权投资	6,122	6,122	6,122	6,122
固定资产	1,083	1,245	1,430	1,633
在建工程	9	109	109	9
无形资产	479	495	508	486
其他非流动资产	1,999	3,107	3,153	2,589
非流动资产合计	21,700	22,914	23,184	22,736
资产合计	**81,500**	**79,574**	**79,610**	**80,208**
短期借款	3,757	3,857	3,957	4,057
应付票据	0	0	0	0
应付账款	5,757	6,142	6,133	6,283
预收款项	33	31	39	35
合同负债	8,538	7,833	7,958	8,125
其他应付款	759	759	759	759
一年内到期的非流动负债	7,376	7,000	7,000	7,000
其他流动负债	1,282	1,652	1,641	1,660
流动负债合计	27,502	27,273	27,487	27,918
长期借款	24,631	22,831	22,331	22,131
应付债券	6,357	6,357	6,357	6,357
其他非流动负债	1,125	1,001	1,001	1,001
非流动负债合计	32,112	30,188	29,688	29,488
负债合计	**59,614**	**57,461**	**57,175**	**57,407**
归属母公司所有者权益	21,036	21,262	21,584	21,950
少数股东权益	850	850	850	850
所有者权益合计	21,886	22,113	22,435	22,801
负债和股东权益	**81,500**	**79,574**	**79,610**	**80,208**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,124	2,888	1,761	1,404
现金收益	1,420	1,371	1,613	1,681
存货影响	-2,160	2,057	309	-840

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,457	13,054	13,263	13,542
营业成本	11,938	11,168	11,091	11,301
税金及附加	686	392	398	406
销售费用	252	183	186	190
管理费用	266	222	212	217
研发费用	4	3	3	3
财务费用	871	717	841	820
信用减值损失	0	-5	-5	-5
资产减值损失	-9	-10	-9	-9
公允价值变动收益	-1	-1	3	5
投资收益	261	255	260	265
其他收益	13	13	13	13
营业利润	705	622	794	875
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	60	30	30	30
利润总额	651	595	767	848
所得税	407	250	345	382
净利润	244	345	422	466
少数股东损益	-45	0	0	0
归属母公司净利润	289	345	422	466
NOPLAT	571	761	885	917
EPS（摊薄）	0.12	0.14	0.17	0.19

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	53.3%	-9.7%	1.6%	2.1%
EBIT 增长率	31.6%	-13.8%	22.6%	3.7%
归母公司净利润增长率	19.2%	19.3%	22.3%	10.5%
获利能力				
毛利率	17.4%	14.5%	16.4%	16.6%
净利率	1.7%	2.6%	3.2%	3.4%
ROE	1.3%	1.6%	1.9%	2.0%
ROIC	3.4%	3.1%	3.8%	3.8%
偿债能力				
资产负债率	1%	73.1%	72.7%	71.9%
债务权益比	197.6%	185.6%	181.2%	177.8%
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.1
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力				

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

经营性应收影响	7,400	324	89	8	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性应付影响	4	383	-1	146	应收账款周转天数	41	56	48	46
其他影响	-4,541	-1,247	-249	409	应付账款周转天数	164	192	199	198
投资活动现金流	-121	-519	-294	-217	存货周转天数	1,377	1,473	1,445	1,427
资本支出	-191	-588	-548	-476	**每股指标（元）**				
股权投资	-358	0	0	0	每股收益	0.12	0.14	0.17	0.19
其他长期资产变化	428	69	254	259	每股经营现金流	0.85	1.15	0.70	0.56
融资活动现金流	-2,516	-2,817	-1,342	-1,020	每股净资产	8.40	8.49	8.62	8.76
借款增加	248	-2,076	-400	-100	**估值比率**				
股利及利息支付	-1,679	-1,155	-1,141	-1,145	P/E	31.0	26.0	21.2	19.2
股东融资	82	0	0	0	P/B	0.43	0.42	0.42	0.41
其他影响	-1,167	414	199	225	EV/EBITDA	185	208	173	164

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。