仅供内部参考，请勿外传

房地产

2026 年 08 月 25 日

投资评级：看好（维持）

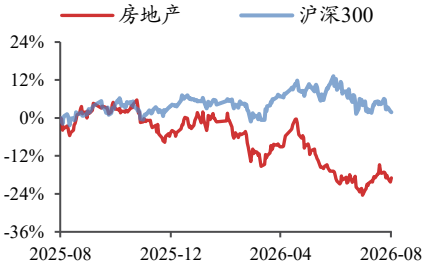
核心城市百轮竞价频现，供给侧缩量驱动土地价值重估

——行业深度报告

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）
huyaowen@kysec.cn
证书编号：S0790524070001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《上海出台房地产新政“沪八条”，国务院公布新住房公积金管理条例—行业周报》-2026.8.23

《上海出台楼市沪八条，精准释放外环外改善需求—行业点评报告》-2026.8.20

《销售弱修复延续，投资加速探底—行业点评报告》-2026.8.17

● **现象聚焦：核心城市土拍市场“淡季不淡”**

2026 年 7-8 月，在传统土拍市场季节性低谷期，京沪广深四座一线城市百轮竞价频现、高溢价成交常态化、地价纪录接连刷新。据我们统计，2026 年 1-7 月，一线四城成交宅地总价 1918 亿元，其中北京 462.2 亿元、上海 797.1 亿元、深圳 306.0 亿元、广州 352.6 亿元。从月度成交来看，6-7 月单月成交金额突破 400 亿元，且土拍溢价率和成交热度均较高。

● **总量视角：全国收缩市场与一线城市升温共存**

从总量数据来看，1-7 月 322 城宅地建面同比下降 22%，反映出全国层面土地市场仍在筑底过程中。其中一线城市宅地成交面积同比增速-12%，降幅少于二线和三四线城市，6 月一线城市土拍溢价率达到 55.6%。2026 年以来，伴随一线城市调规地块陆续供应，“减量提质”的供地策略使得核心区地块稀缺性进一步凸显，其中上海、深圳、广州 1-7 月调规地块占比均过半。拿地主体方面，前 7 月 TOP10 房企拿地金额占百强总量的 58%，头部 8 家房企 1-7 月在一线城市拿地金额 1491 亿元，占总成交金额比例高达 74.5%，在一线城市市占率较高。

● **内在逻辑分析：多重因素共振导致一线土拍热度高企**

（1）2026 年，一线四城均大幅压缩了商品住宅用地供应计划，导致市场供应有所下降，竞争更加激烈。（2）2026 年以来，一线城市二手住宅销售价格环比连续 4 个月上涨，出现结构性企稳信号，已沿产业链向上游土地市场形成清晰传导。（3）房企 “寡头化”行业格局趋势加剧，一线城市核心宅地去化确定性强，融资成本下降导致土拍市场出现更高溢价。（4）核心城市后续还有潜在政策放松空间，且城市基本面较好。

● **投资建议**

我们认为，一线城市自 6 月以来土拍持续高热度是多重结构性因素共振的结果：一线城市供地计划全线收缩创造的稀缺性预期、新房及二手房价格阶段性回暖、房企战略深度聚焦核心城市的理性选择、以及核心城市潜在政策放松空间的多重驱动。新规项目产品力持续提升，高得房率+品质公区+“适我主义”内装，优质房企已经掌握流量密码，在下行市场也能找到差异化机会。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力强的优质房企：中国金茂、建发国际集团、华润置地、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、滨江集团、越秀地产、绿城中国；（2）商业运营与资管并重的商业地产运营商，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、大悦城、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

● **风险提示：**高溢价压缩利润空间风险、销售端能否持续回暖的不确定性、政策变化风险。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1、 现象聚焦：核心城市土拍市场“淡季不淡”.....4
2、 总量视角：全国收缩市场与一线城市升温共存.....5
2.1、 “核心热、外围冷”，城市级区域分化显著.....5
2.2、 央国企主导拿地，优质土地向头部房企集中.....8
2.3、 “小而美”地块受追捧：开发逻辑生变.....9
3、 内在逻辑分析：多重因素共振导致一线土拍热度高企.....10
3.1、 供给侧：一线城市 2026 年供地计划全线收缩.....10
3.2、 需求端：新房及二手房价格阶段性回暖.....11
3.3、 房企端：“寡头化”行业格局趋势加剧.....14
3.4、 政策端：一线城市后续限购政策仍有空间.....15
4、 后续判断：“好房子”模式下产品力升级成为关键.....16
5、 投资建议.....18
6、 风险提示.....19

图表目录

图 1： 6-7 月一线城市宅地成交溢价率高企.....5
图 2： 2026 年以来一线城市宅地成交面积累计增速表现优于其他城市.....6
图 3： 2026 年以来一线城市宅地成交金额累计增速表现优于二线城市.....6
图 4： 2026 年 5 月以来一线城市宅地成交溢价率表现优于其他城市.....6
图 5： 一线城市主城宅地溢价率远高于郊区宅地.....7
图 6： 1-7 月央国企拿地占比高达 90%.....8
图 7： 1-7 月 TOP10 房企拿地金额占百强总量的 58%.....8
图 8： 1-7 月 TOP8 房企在一线城市拿地金额占比较高.....9
图 9： 1-7 月一线城市宅地供应及成交面积均同比下降.....10
图 10： 7 月京深广三城新房同比降幅收窄.....11
图 11： 2026 年二季度以来一线四城二手房房同比降幅持续收窄.....11
图 12： 2026 年二季度以来一线城市新房价格指数企稳回升.....12
图 13： 2026 年二季度以来一线城市二手房房价格指数企稳回升.....12
图 14： 2026 年以来一线四城二手房挂牌指数降幅持续收窄.....13
图 15： 北上深三城 2026 年 1-7 月二手房成交套数累计同比均保持增长.....13
图 16： 四家央企 2025 年以来重仓一线城市土地.....14
图 17： 四家央企平均融资成本逐年降至 3%以内.....15
图 18： 9 城高端改善盘 2026Q2 去化率维持高位.....16

表 1： 6 月以来一线城市土地拍卖市场持续高热.....4
表 2： 一线城市调规地块整体成交热度较高.....8
表 3： 一线城市建面＜5 万方的宅地成交热度较高.....9
表 4： 2026 年一线四城均大幅压缩了商品住宅用地供应计划.....10
表 5： 截至 2026 年 8 月仅京沪深三城存在较为严格限购政策.....15
表 6： 核心城市高端盘推盘模式有所分化.....16
表 7： 核心城市 2025 年以来热销楼盘得房率较高.....17

仅供内部参考，请勿外传

表 8： 一线城市调规地块区位优势较大 17
表 9： 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的企业 18

仅供内部参考，请勿外传

1、 现象聚焦：核心城市土拍市场“淡季不淡”

2026 年 7-8 月，在传统土拍市场季节性低谷期，京沪广深四座一线城市的土地拍卖市场却呈现出持续高热的局面。百轮竞价频现、高溢价成交常态化、地价纪录接连刷新，在短短一个月内密集上演。2026 年 6 月以来，一线城市涌现出多个具有标志性意义的高溢价地块成交案例。这些案例不仅刷新了各自区域的地价纪录，更从侧面反映出开发商对核心城市优质地块的渴求。

表1：6 月以来一线城市土地拍卖市场持续高热

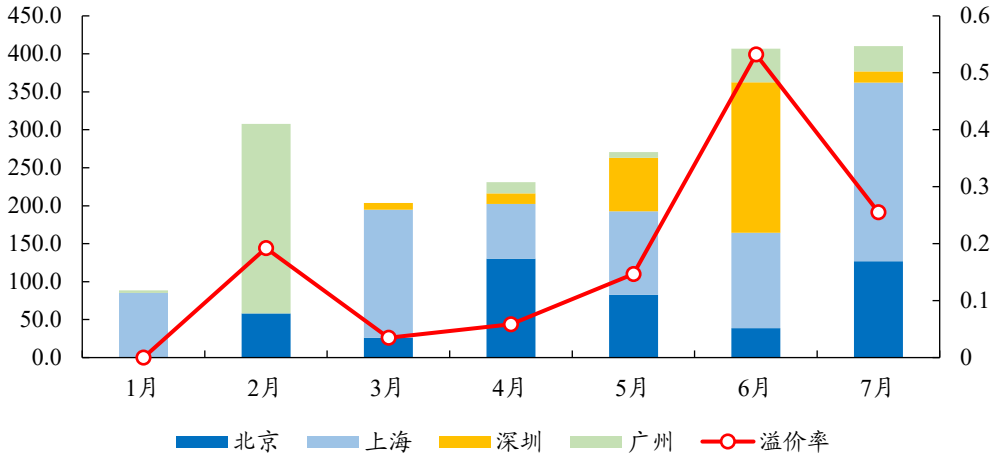
城市	宗地区位	规划建面（万㎡）	竞价轮次	成交总价（万元）	溢价率（%）	成交楼面价（元/㎡）	成交日期	参拍家数（家）	竞得人	备注
深圳	南山粤海街道	5.32	300 轮	57.72	150.74	108,461	2026-06-05	6	保利置业	深圳涉宅用地楼面价前三
深圳	宝安前海桂湾	3.68	300 轮	35.25	114.29	95,909	2026-06-12	9	建发	
深圳	新安街道组团	11.95	355 轮	105.10	99.05	87,918	2026-06-25	4	保利	
上海	杨浦八埭头	15.80	219 轮	161.20	35.83	102,023	2026-07-28	4	保利&华润	杨浦涉宅用地楼面价、总价 TOP1
北京	朝阳酒仙桥	5.78	248 轮	46.81	25.84	81,063	2026-07-28	6	中海	
广州	荔湾花地大道	6.88	50 轮	16.86	40.97	24,502	2026-07-28	5	绿城	
北京	朝阳广渠路	10.32	191 轮	83.99	19.13	81,407	2026-08-04	6	中海	朝阳涉宅用地楼面价 TOP3
北京	海淀四季青	14.26	134 轮	97.61	14.09	68,444	2026-8-14	6	金茂	2026 年北京总价、单价地王
北京	石景山苹果园	4.19	221 轮	15.04	23.48	35,931	2026-8-14	5	招商蛇口	

数据来源：中指研究院、开源证券研究所

据我们统计，2026 年 1-7 月，一线四城成交宅地总价 1918 亿元，其中北京 462.2 亿元、上海 797.1 亿元、深圳 306.0 亿元、广州 352.6 亿元。从月度成交来看，6-7 月单月成交金额突破 400 亿元，且土拍溢价率和成交热度均较高。据我们此前发布的报告《高端住宅观察：核心 9 城高端盘去化近 7 成，财富效应驱动购买力释放》：2026 年核心城市高端盘热度持续，与电子、通信等热门行业市值提升带来的造富效应有一定同步趋势，而二季度以来一线城市高端盘市场的高热度也正向带动了土地市场热度高企。

仅供内部参考，请勿外传

图1：6-7 月一线城市宅地成交溢价率高企



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 总量视角：全国收缩市场与一线城市升温共存

2.1、 “核心热、外围冷”，城市级区域分化显著

从总量数据来看，2026 年 1-7 月全国土地市场整体仍处于深度调整周期。根据 Wind 数据，1-7 月 322 城住宅用地成交建筑面积 16863 万方，同比下降 22%，土地出让金 7253 亿元，同比下降 29%，降幅均处于近年来较高水平，反映出全国层面土地市场仍在筑底过程中。

全市场上半年平均溢价率约为 8.2%，整体处于合理区间，但区域上结构性分化明显，少数核心城市核心地块的高溢价成交大幅拉高了整体均值，而大量三四线城市及一二线远郊地块仍以底价或低溢价成交。

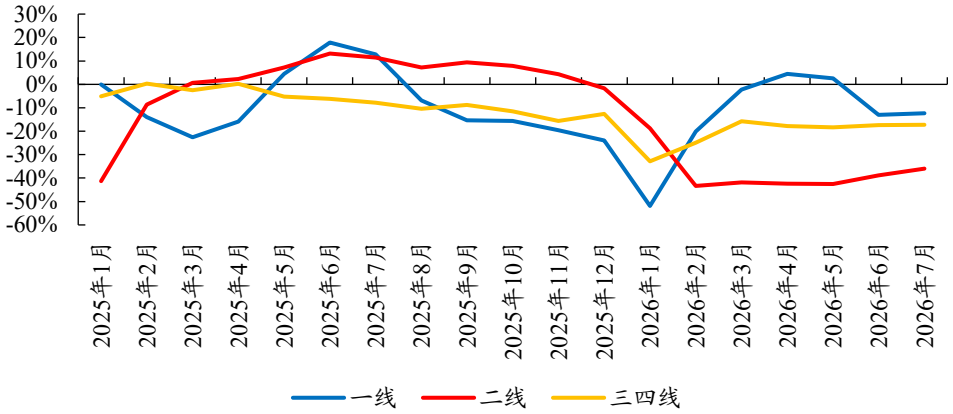
一线城市：1-7 月宅地成交面积同比增速-12%，降幅少于二线和三四线城市；宅地成交金额同比增速-26%，优于二线城市。6 月一线城市土拍溢价率达到 55.6%，远高于于其他所有能级城市，北京、上海、深圳、广州四城核心区地块均出现激烈竞争态势。

二线城市：1-7 月宅地成交面积同比增速-36%，宅地成交金额同比增速-43%，整体降幅最高，但杭州、苏州等经济基本面较好的城市也成交了多宗高溢价地块，显示二线内部也在加速分化。

三四线城市：经历脉冲式反弹后再度回落，年初部分三四线城市在政策刺激下出现短暂的土拍回暖，但持续性不足，随后市场热度迅速消退，底价成交、流拍现象重新增多。

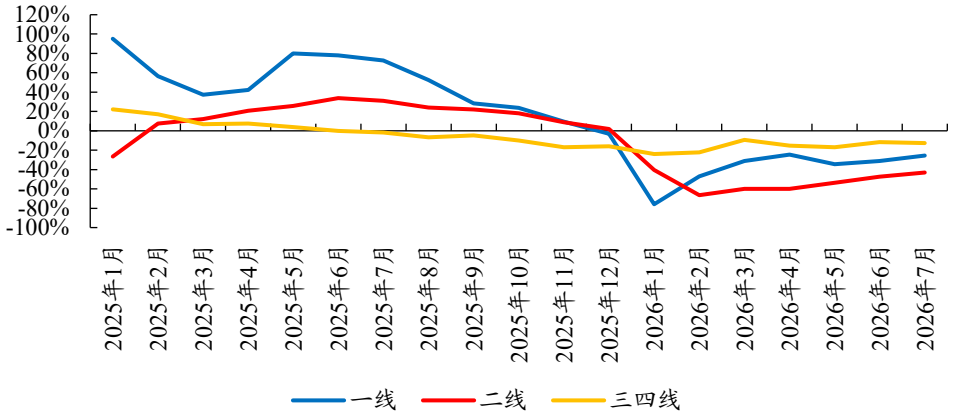
仅供内部参考，请勿外传

图2：2026 年以来一线城市宅地成交面积累计增速表现优于其他城市



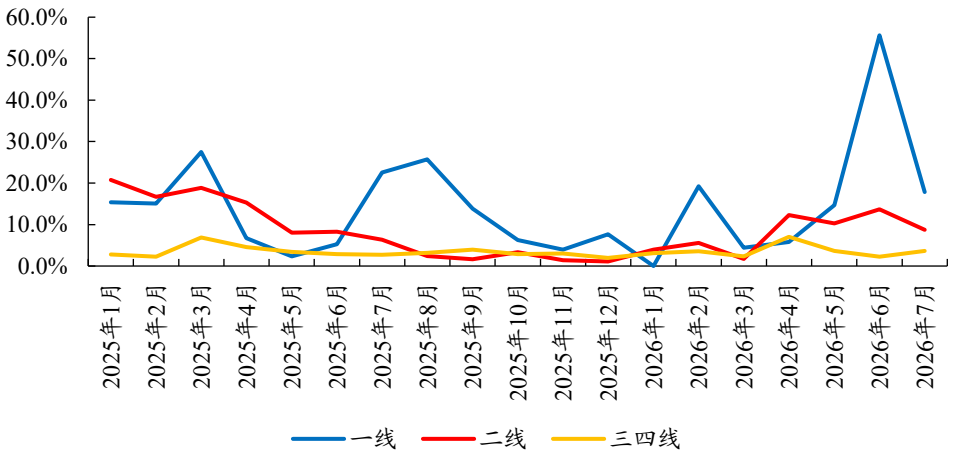
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026 年以来一线城市宅地成交金额累计增速表现优于二线城市



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026 年 5 月以来一线城市宅地成交溢价率表现优于其他城市

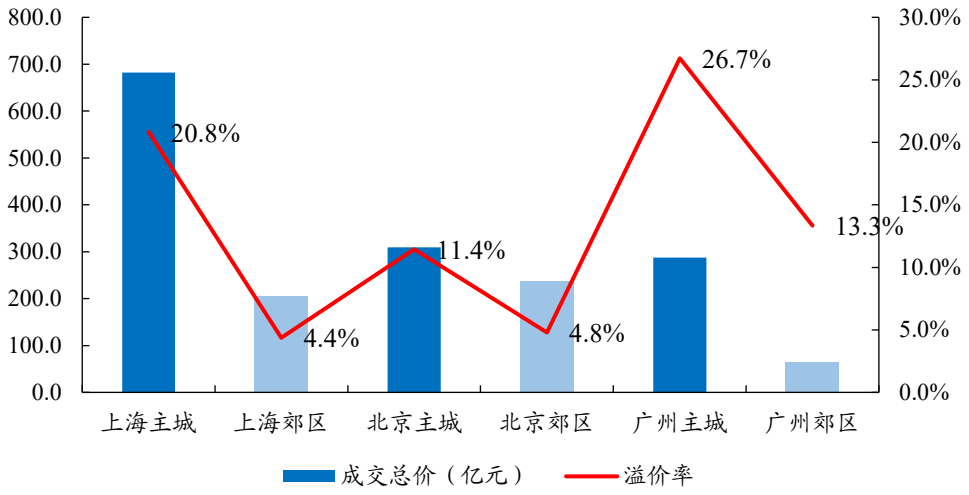


数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

与此同时，在一线城市内部也出现了“核心热、外围冷”的区域分化，同一城市内部，核心区域优质地块动辄引发上百轮竞价，而远郊及外围地块则多以底价或低溢价成交，甚至出现流拍。据 2026 年以来北京、上海、广州主城区和郊区的宅地成交数据，三城主城区宅地成交平均溢价率远高于郊区地块，其中上海和广州主城区平均溢价率超 20%，而北京和上海郊区宅地成交溢价率不足 5%。

图5：一线城市主城宅地溢价率远高于郊区宅地



数据来源：Wind、开源证券研究所（北京郊区有土地成交的区域为昌平、顺义、通州、密云、怀柔、门头沟；上海郊区有土地成交的区域为青浦、嘉定、奉贤、松江；广州郊区有土地成交的区域为番禺、花都、白云）

2026 年以来，伴随一线城市“调规”地块（商改住、工改住）陆续供应，核心区域通过规划调整释放优质宅地，而远郊常规地块则表现平淡，这种“减量提质”的供地策略使得核心区地块稀缺性进一步凸显。

- 北京：1-7 月成交的 33 宗宅地，涉及土地性质变更的有 4 宗，分别位于丰台区、昌平区和怀柔区，地块多为底价成交。
- 上海： 1-7 月成交的 36 宗住宅用地中，超 20 宗地块为调规地块，多数由商办/办公/教育用地向住宅用地转换，“商改住”占比约半数，且容积率普遍下调，更好适配“好房子”政策导向。
- 深圳：2025 年出让地块中绝大多数为调规地块，2026 年 1-7 月成交的住宅用地中，超半数为调规地块，核心是降低商业/办公配比、提高住宅占比、普遍调低容积率，以适应市场对改善型住宅的需求。
- 广州：2026 年以来成交的 13 宗住宅用地中，调规地块超半数，其中荔湾区花地大道以东 AF021637 地块由公路用地调整为二类居住用地兼容商务用地与公共交通场站用地。

调规地块的集中入市反映了一线城市供地思路的转变，从追求供地数量转向追求地块质量，通过优化土地供给结构来引导市场预期，也为土拍市场的高热度埋下了伏笔。

仅供内部参考，请勿外传

表2：一线城市调规地块整体成交热度较高

城市	地块	调规情况	溢价率	竞得人
上海	浦东新区 Z000302 单元 14-03e 地块	原商务办公用地调整为三类住宅用地，另新增 14-04a 为综合驿站商业	41%	大华
上海	杨浦区八埭头组团地块	商改住+街坊拆分，商住办混合用地调为三类住宅组团用地	36%	保利&华润
上海	虹口区 C080301 单元 hk306-08 地块	原公共绿地+幼儿园用地调整为住宅用地	36%	上海城投
北京	北京市怀柔区怀柔新城地块	老旧工业厂房调为居住用地	2.4%	中建一局
深圳	宝安区新安街道地块	主导功能由商服+住宅调整为住宅+商服，南街坊容积率从 5.7 降至 3.7，北街坊从 5.0 降至 4.2	99%	保利
深圳	龙华区民治街道地块	商业性办公用地调为二类居住用地	40%	天健
深圳	光明区光明街道地块	工业用地调为二类居住用地，容积率调为 3.7	19%	招商蛇口
广州	荔湾区花地大道以东 AF021637 地块	公路用地调整为二类居住用地兼容商务用地与公共交通场站用地	41%	绿城

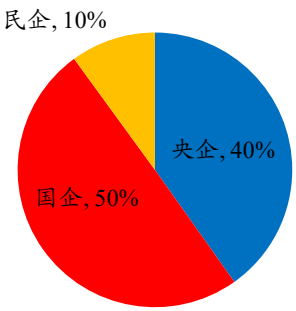
资料来源：中指研究院、开源证券研究所

2.2、 央国企主导拿地，优质土地向头部房企集中

从拿地主体来看，央国企和地方国资在土地市场的主导地位进一步巩固。据我们统计，中指 1-7 月拿地金额 TOP100 企业中，86 家为央国企和地方国资平台，拿地金额占比高达 90%，标志着民营房企在土地市场的话语权已大幅下降。

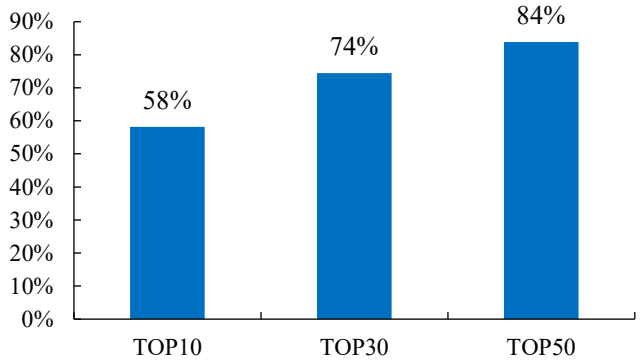
从集中度来看，头部效应同样显著。TOP10 房企拿地金额占百强总量的 58%，超过半数的拿地金额集中在前十家企业中。排名前三的分别是保利发展、华润置地和越秀地产。TOP10 中除滨江集团一家民企外，其余均为央国企，进一步凸显了央国企在资金成本和信用背书方面的压倒性优势。

图6：1-7 月央国企拿地占比高达 90%



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

图7：1-7 月 TOP10 房企拿地金额占百强总量的 58%

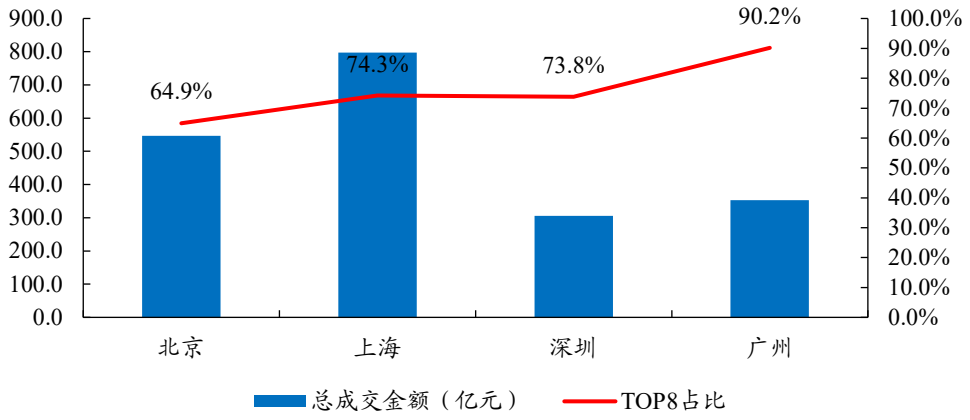


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

据 Wind 土拍成交数据，头部 8 家房企（2026 年 1-7 月销售额排名前八：保利、中海、华润、招商、建发、金茂、绿城）2026 年以来在一线城市土地端均有收获，TOP8 房企 1-7 月在一线城市拿地金额 1491 亿元，占总成交金额比例高达 74.5%，显示了头部房企在一线城市较高的市场份额，其余拿地企业多为地方国企。

仅供内部参考，请勿外传

图8：1-7 月 TOP8 房企在一线城市拿地金额占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 “小而美”地块受追捧：开发逻辑生变

本轮土拍市场的一个重要特征是“小而美”地块受到房企追捧。这类地块具有体量小、容积率低、开发周期短、资金周转快等特点，与过去高杠杆、高周转、大规模开发模式形成鲜明对比。

房企偏好“小而美”地块的深层原因在于：一是在行业下行周期中控制单项目风险敞口；二是缩短开发周期以应对市场不确定性；三是核心区域小体量地块更易打造高端改善型产品，实现溢价。这一趋势本质上反映了房企从追求规模向追求确定性和利润率的战略转型。

表3：一线城市建面＜5 万方的宅地成交热度较高

城市	区域	规划建面(万方)	容积率	成交总价(亿元)	溢价率(%)	楼面价(元/平)	成交日期	竞得人
上海	虹口区	1.52	2.50	14.30	17.2	93,775	2026-05-29	保利
上海	虹口区	1.78	2.50	19.30	35.6	108,501	2026-05-29	上海城投
上海	浦东新区	1.85	2.20	8.16	26.9	44,191	2026-08-04	联发
北京	丰台区	1.98	2.02	10.48	16.4	52,811	2026-05-26	河北鑫界
北京	丰台区	2.11	1.10	11.95	15.7	56,676	2026-06-18	厦门国贸
广州	海珠区	2.27	2.50	13.75	46.3	60,706	2026-06-30	越秀
广州	荔湾区	2.47	2.14	6.10	17.3	24,628	2026-07-24	保利
广州	白云区	2.64	1.02	10.12	16.1	38,294	2026-07-20	越秀
上海	浦东新区	2.74	1.80	9.22	19.9	33,657	2026-06-30	绿城
上海	浦东新区	3.28	2.30	15.80	28.5	48,114	2026-08-04	招商蛇口&中旅
北京	通州区	3.38	1.60	10.22	21.0	30,269	2026-06-23	招商蛇口
深圳	宝安区	3.68	3.10	35.25	114.3	95,909	2026-06-12	建发
上海	徐汇区	3.79	1.80	33.00	25.0	87,150	2026-04-21	招商蛇口
上海	浦东新区	4.12	2.50	34.65	40.0	84,191	2026-05-29	保利置业
北京	石景山区	4.19	2.11	15.04	23.5	35,931	2026-8-13	招商蛇口
深圳	龙华区	4.45	3.40	13.78	40.2	30,991	2026-04-27	天健

数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3、 内在逻辑分析：多重因素共振导致一线土拍热度高企

3.1、 供给侧：一线城市 2026 年供地计划全线收缩

2026 年，一线四城均大幅压缩了商品住宅用地供应计划，导致市场供应有所下降，竞争更加激烈。当优质宅地的供应持续收缩，而需求端及房企拿地意愿并未同步下降甚至有所回升时，高溢价成交便成为必然结果。

北京：连续第四年缩量，存量用地为主。北京 2026 年商品住宅用地计划供应 200-240 公顷，连续第四年实施供地缩量策略。同时北京首次单列城市更新用地指标，明确存量用地占比不低于 65%的目标。这意味着北京的土地供应从增量扩张转向存量盘活，核心城区的新增住宅用地愈发稀缺。

上海：存量用地占比≥70%，重心向新城转移。上海 2026 年商品住宅用地计划供应 275-385 公顷，存量用地占比不低于 70%。中心城区供地重心向五大新城（嘉定、青浦、松江、奉贤、南汇）转移，内环内及中环内优质宅地的供应更加稀少。

深圳：商品住宅用地 55 公顷，创近年计划供应新低。深圳是一线四城中土地资源最为紧缺的城市，总面积不足 2000 平方公里，可开发土地相对最少。在商品住宅用地供应持续压缩的背景下，核心区地块的稀缺性溢价将长期存在。

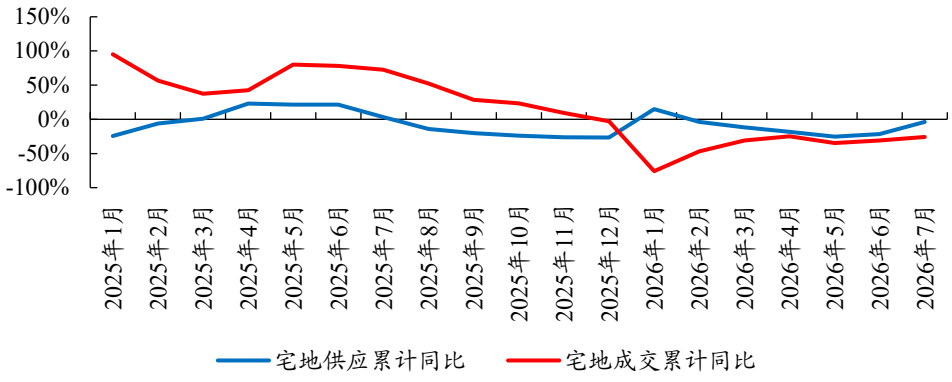
广州：商品住宅用地同比降幅最大。广州 2026 年商品住宅用地计划供应 216 公顷，较 2025 年的 515 公顷大幅缩减约 58%，降幅居四城之首。天河、海珠等核心区地块数量与面积双缩，体现了“减量提质”的供地思路。

表4：2026 年一线四城均大幅压缩了商品住宅用地供应计划

指标（公顷）	北京	上海	广州	深圳
建设用地总量	3040-3540	3500-4000	4487	1068
商品住宅用地	200-240	275-385	216	55
2025 年商品住宅	240-300	375-485	515	60
同比变化	下降 17~20%	下降 19~27%	下降 58%	下降 8%
保障房用地	350	70-105	111	35

数据来源：四城住建部、开源证券研究所

图9：1-7 月一线城市宅地供应及成交面积均同比下降



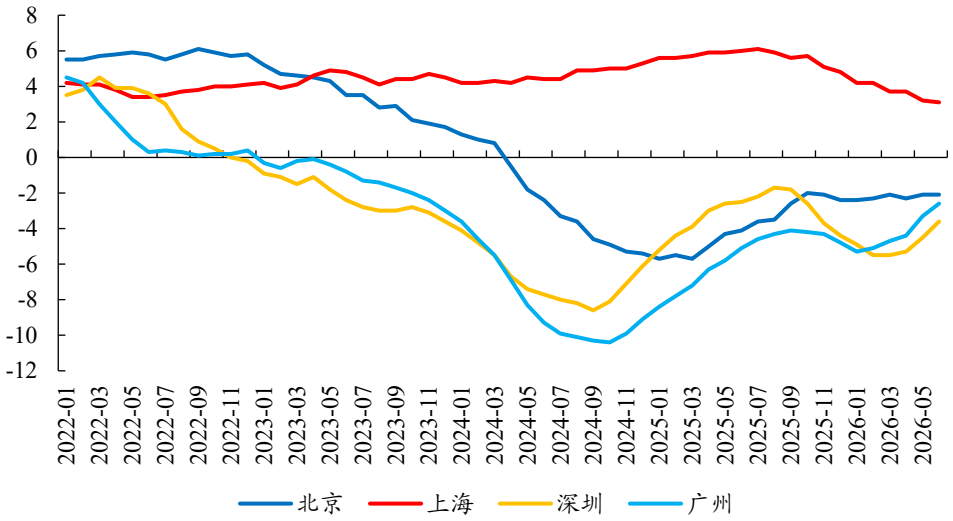
数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2、 需求端：新房及二手房价格阶段性回暖

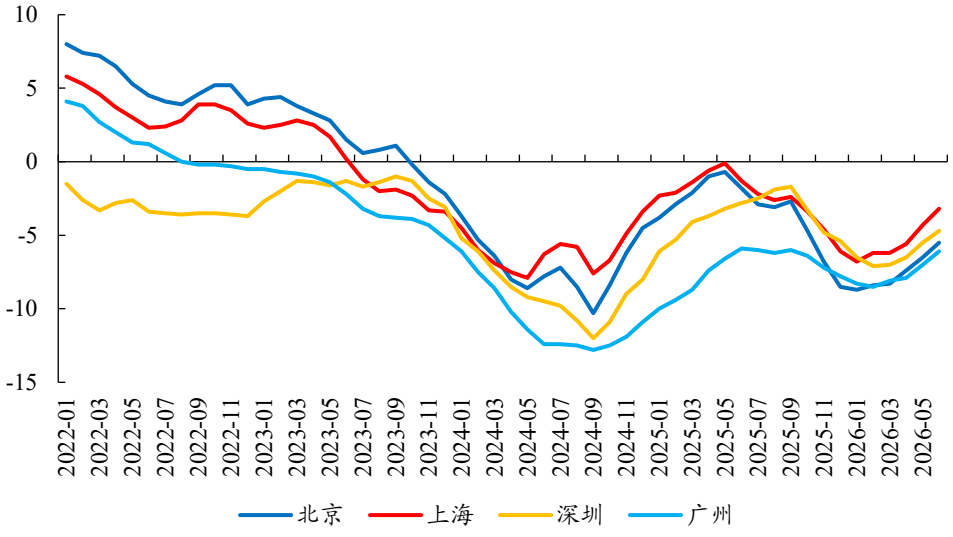
新房及二手房价格走势与房企对土拍市场的预期正向影响、相互制约，并且具有显著的传导效应。2026 年以来，一线城市房价出现结构性企稳信号，已沿产业链向上游土地市场形成清晰传导。据统计局数据，6 月一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，二手住宅销售价格环比上涨 0.3%，均连续 4 个月上涨，二手房先于新房企稳，刚需支撑成交底盘，改善需求向新房集聚。

图10：7 月京深广三城新房同比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2026 年二季度以来一线四城二手房房同比降幅持续收窄

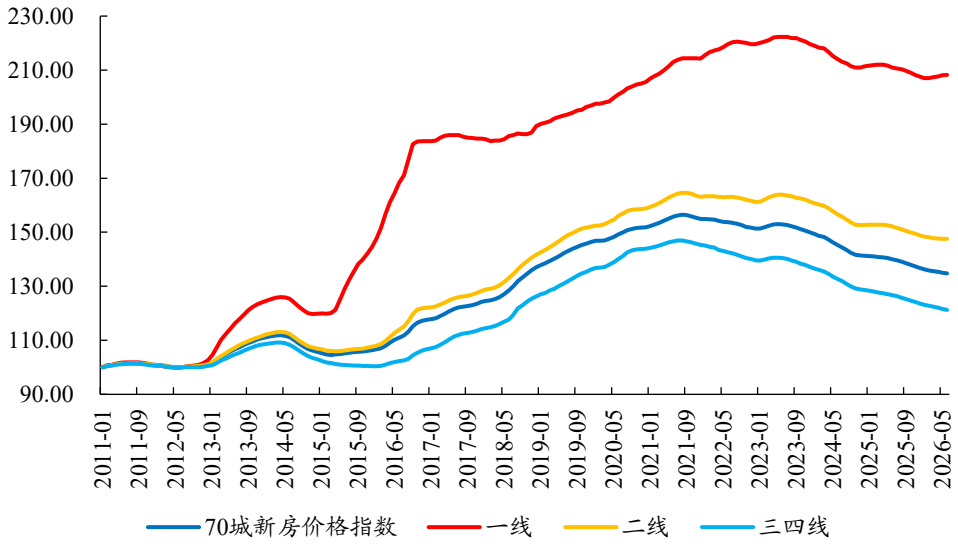


数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

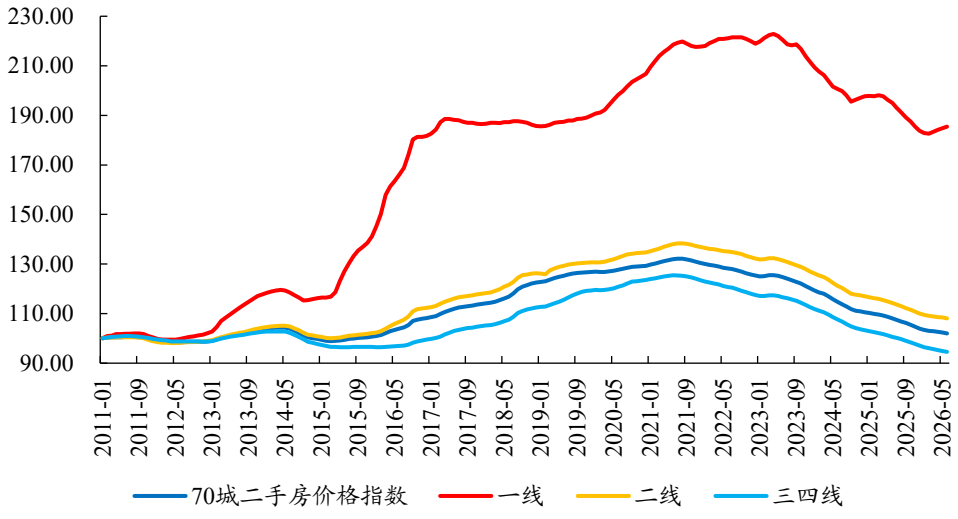
对比二线及三四线城市，一线城市 2026 年二季度以来房价指数反弹趋势显著。我们预计后续也将对二线城市市场传导，但多数三四线城市去化周期仍超 36 个月，拿地主体为本地国企兜底，市场化房企不进场，预计房价企稳回升带来的土拍热度难以传导。

图12：2026 年二季度以来一线城市新房价格指数企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2026 年二季度以来一线城市二手房房价格指数企稳回升

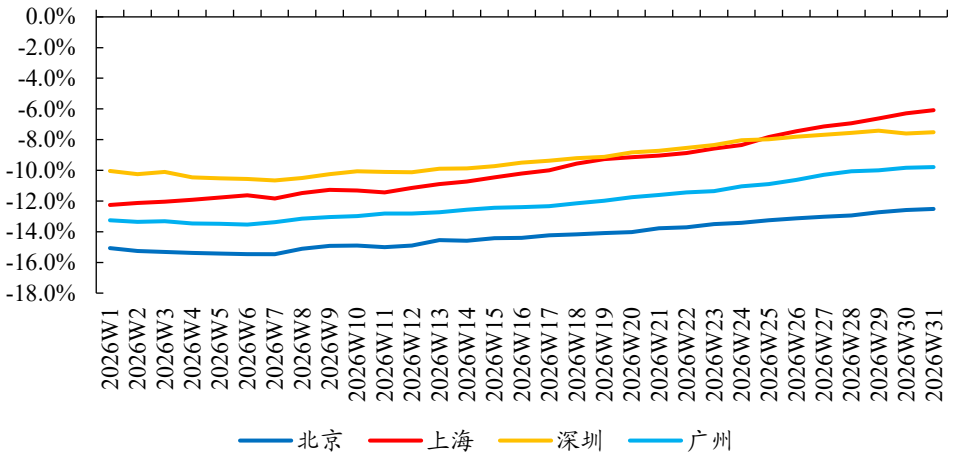


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据冰山二手房挂牌数，2026 年以来一线四城二手房挂牌指数降幅持续收窄，也反映出房东对于二手房价格预期在逐渐回暖。

仅供内部参考，请勿外传

图14：2026 年以来一线四城二手房挂牌指数降幅持续收窄



数据来源：冰山指数、开源证券研究所

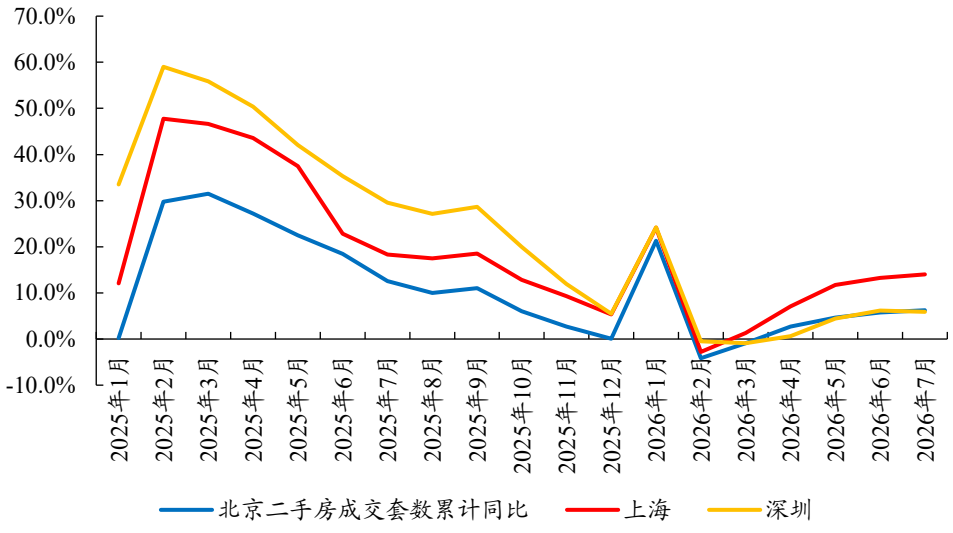
整体销售市场对土拍的传导分为三条路径：

（1）销售回暖→房企现金流改善→拿地意愿修复：一线城市高端新盘的高热度直接改善头部房企房企现金流，对未来市场的预期都有明显改善，为拿地提供资金基础，叠加核心城市货值下降，促使开发企业更积极参与优质地块竞争。

（2）房价止跌→新房限价预期重塑→高地价可覆盖：一线城市房价企稳甚至微涨后，开发商对未来售价的预期变得乐观，能容忍更高的拿地成本，导致土地市场出现更高溢价。

（3）二手房成交活跃→改善置换需求释放→新房去化有保障→拿地有信心：二手房成交活跃打通了“卖旧买新”的置换链条，为新房去化提供确定性，当前一线城市“好房子”产品力也促进了置换链条进一步加速。

图15：北上深三城 2026 年 1-7 月二手房成交套数累计同比均保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

与此同时，土拍市场的高热度也会反馈至销售市场。当溢价率过高，市场会形成房价上涨预期，促使观望的购房者加速入市，从而在需求端支撑房价。土地楼面价较高也能为周边二手房提供心理锚点，强化二手房价格支撑。

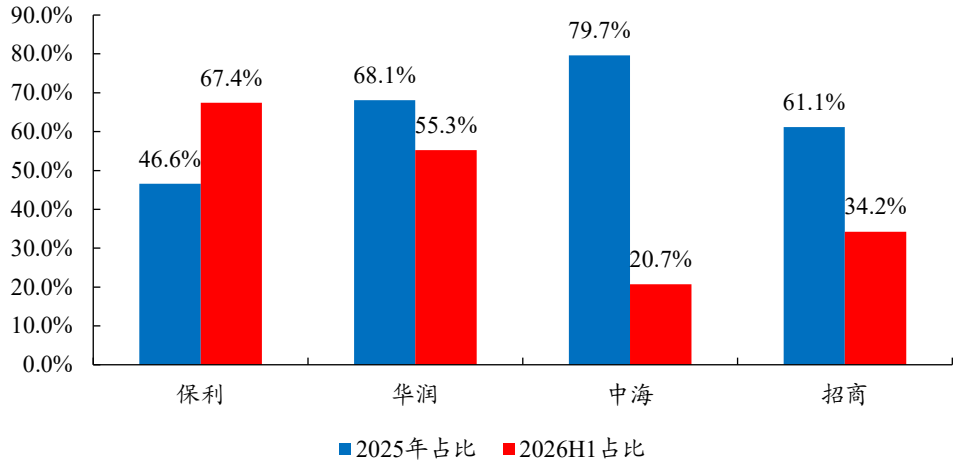
3.3、 房企端：“寡头化”行业格局趋势加剧

土地市场正在成为头部央国企的“资格赛”。从数据来看，行业集中度在快速提升。一方面，上半年 TOP10 房企销售金额占全国总额的 52.1%，意味着行业一半的市场份额已被前十家企业瓜分；另一方面，TOP10 房企 1-7 月拿地金额占百强比例达 58%，土储资源高速集中。过去两三年的行业深度调整彻底改变了房企的拿地逻辑，从过去的“广撒网”模式转向“深度聚焦”核心城市核心区域。

在行业下行周期中，房企对二三线城市的信心明显不足。这些城市普遍面临人口流出、库存高企、去化困难等问题，拿地风险显著上升。与之形成对比的是，一线城市凭借强劲的人口吸引力、稳健的经济基本面和持续的政策支持，被视为“安全资产”。因此，越来越多的房企选择收缩战线，将有限的资金集中投向一线城市核心区域。

我们对保利、华润、中海和招商四家央企拿地情况进行梳理：四家房企 2025 年和 2026H1 在一线城市平均拿地占比高达 65.6%和 52.5%，其中中海 2025 年新一线城市拿地占比近 80%。

图16：四家央企 2025 年以来重仓一线城市土地

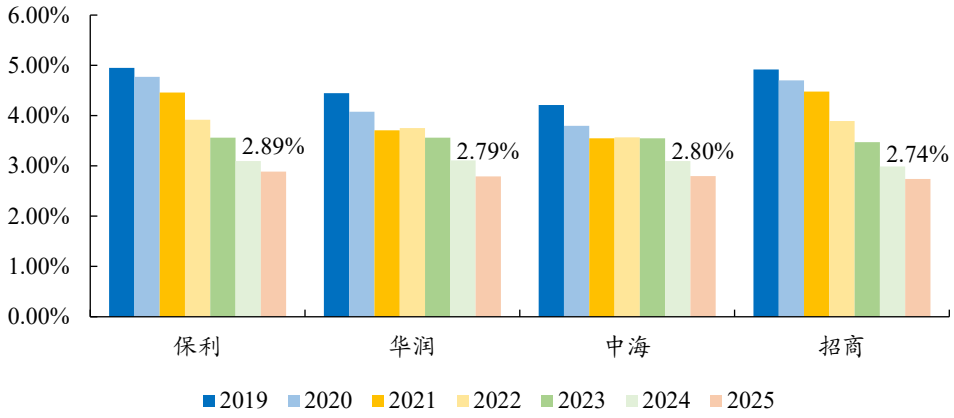


数据来源：Wind、开源证券研究所

对于央国企而言，一线城市土地资金量大，在融资成本上的显著优势是其在土地市场占据主导地位的关键因素，截至 2025 年末，主要央企平均融资成本已降至 3%以下，造就了在成本端能够释放更多空间，土拍市场能够竞争更高溢价。

仅供内部参考，请勿外传

图17：四家央企平均融资成本逐年降至3%以内



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、政策端：一线城市后续限购政策仍有空间

除了供需两端的结构性因素外，政策预期也是影响房企拿地决策的重要变量。截至2026年8月，四大一线城市的限购政策已出现不同程度的松绑，但松绑程度差异显著，部分城市仍保留进一步放松的空间。

（1）广州：已全面取消限购，是一线城市中唯一完全放开限制的城市。

（2）北京：非京籍家庭五环内购房社保或个税缴纳年限由2年缩短为1年，五环外社保/个税年限维持1年不变。

（3）上海：非沪籍家庭外环内1年社保/个税限购1套，3年社保/个税限购2套；外环外1年社保/个税，购房套数不限。

（4）深圳：实行分区限购，非深籍1年社保/个税在南山区、福田区、宝安区新安街道限购1套，且持有居住证可限购一套（社保1年或大专以上学历即可办理）。

表5：截至2026年8月仅京沪深三城存在较为严格限购政策

维度	广州	深圳	上海	北京
限购状态	全面取消	分区限购，接近零门槛	外环内外分级松绑	五环内外分级限购
非户籍门槛	无门槛	居住证或社保满1年，核心区1套	社保满1年，外环内1套，外环外不限	社保满1年，五环内1套，五环外不限

资料来源：各城住建局、开源证券研究所

从广州全面取消到深圳、上海、北京大幅降低门槛，一线城市的限购政策呈现出明显的“梯度式放松”特征。8月北京再次缩短社保年限，上海出台楼市沪八条，有望为市场注入新的增量需求预期，进一步支撑核心区域土地价值。

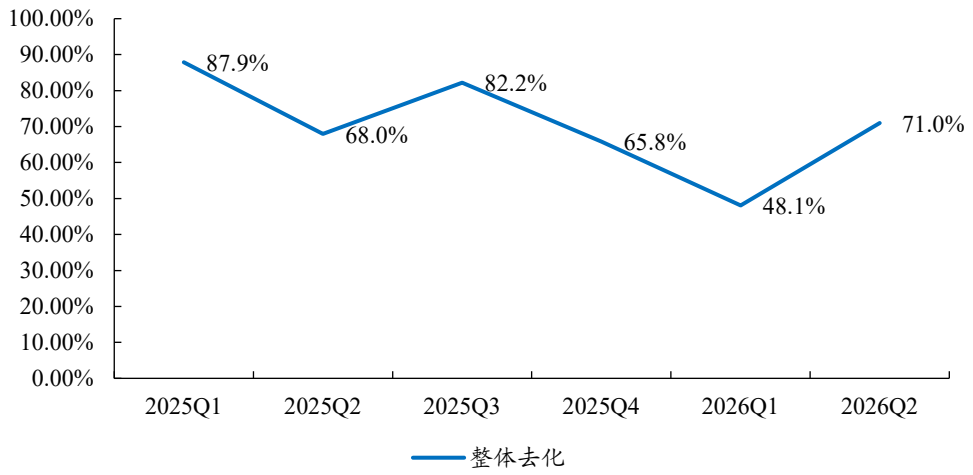
仅供内部参考，请勿外传

4、 后续判断：“好房子”模式下产品力升级成为关键

（1）高端改善产品成为主流

当地价高企使得刚需型产品的开发不再具备经济可行性时，开发商将全面转向改善型产品。大面积、高总价的改善型住宅将成为一线城市新房市场的主力供给。我们研究了北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、成都、苏州、天津九城 2025 年初以来入市的高端盘数据（北京、上海、深圳备案均价≥12 万元/平，广州、杭州备案均价≥7 万元/平，南京、成都、苏州、天津备案均价≥5 万元/平）。2025 年初至 2026 年 6 月末，9 城合计推出高端盘套数 15500 套，首开成交 10765 套，综合去化率约为 69.5%。**在当前楼市整体平淡的背景下，高端盘接近七成的首开去化率，反映核心城市的高净值客群购买力依然坚挺，优质资产抗跌属性被市场高度认同。**

图18：9 城高端改善盘 2026Q2 去化率维持高位



数据来源：中指数据库、开源证券研究所

表6：核心城市高端盘推盘模式有所分化

	高端盘标准	项目数量（个）	推盘套数（套）	首次成交套数（套）	首开去化率	推盘模式
北京	≥12 万	5	1319	676	51%	一次性推出
上海	≥12 万	48	8171	6277	77%	分批次
深圳	≥12 万	7	1523	1188	78%	一次性+分批次
广州	≥7 万	6	1033	615	60%	一次性推出
杭州	≥7 万	20	1708	1259	74%	分批次
南京	≥5 万	11	832	257	31%	分批次
成都	≥5 万	4	504	227	45%	分批次
苏州	≥5 万	5	367	223	61%	一次性+分批次
天津	≥5 万	1	43	43	100%	一次性推出

数据来源：中指数据库、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

（2）高得房率、高赠送面积成为核心竞争力

在“好房子”政策导向下，低容积率、高得房率、高品质的产品将获得更高的市场溢价。开发商需要在产品力上进行差异化竞争，而非简单的价格竞争。

表7：核心城市 2025 年以来热销楼盘得房率较高

项目	城市	容积率	得房率	去化情况
深圳湾璞玺	深圳	7.59	最高 88%	北区首开 130 亿，南区加推 70 亿，累计 239 亿
深圳观潮	深圳	3.4	100%	首开 222 套去化 95%，60 亿
深圳信悦湾	深圳	5.46	最高 80%	首开 156 套，开盘销售金额超 100 亿元；后续 302 ㎡海景大平层二次开盘快速售罄
安澜上海	上海	2.63	88%	首开认购率 159%，去化约 90%，单日 90.77 亿
北京润园	北京	1.01	最高 137%	首开 35 亿，Q1 蝉联北京销冠，累计 50 亿+
保利玥玺湾	广州	3.7	最高 130%	首开 236 套当日售罄，106 亿；累计 358 套超 160 亿
北京城建·龙樾海序	北京	2.8	90%-99%	2026 年 5 月 16 日项目正式开启线上选房，当日成功选房 589 套，首开去化率超 70%，销售金额达 36.17 亿元。截至 2026 年 7 月初，网签套数接近 700 套。

资料来源：新华网、观点网等、开源证券研究所

（3）调规地块改变供给结构

商改住、工改住等调规地块的入市将改变传统的供给结构。这些地块通常位于成熟区域，周边配套完善，开发出的住宅产品具有天然的地段优势，将进一步丰富核心区的产品供给。

表8：一线城市调规地块区位优势较大

地块	原用途→新用途	容积率变化	成交情况	区位核心优势
杨浦八埭头	商办主导→纯住宅+商业配套	2.18	219 轮竞价，保利+华润 161.2 亿，溢价 35.83%，楼面价约 11 万/㎡	内环滨江，距黄浦江 300m，可览陆家嘴/北外滩/外滩三景，紧邻杨树浦路地铁站，杨浦滨江最核心可开发地块
徐汇斜土街道（小米退地）	商办→住宅	3.0→2.2	绿城 48 亿，楼面价 13.1 万/㎡（2024 年全国单价地王）	内环核心，徐汇滨江成熟板块，开盘即售罄
徐汇衡复风貌区 051 街坊	商办混合→低密风貌住宅	1.3	28 轮竞价，12.25 亿，楼面价 20.03 万/㎡（刷新全国涉宅单价纪录）	衡复历史风貌区，上海最稀缺的低密风貌地段
静安灵石社区（大宁）	商住办混合→纯住宅	2.0→2.65	建发 168 轮竞价以总价 72.89 亿元斩获，溢价率 29.63%	大宁核心，1/20 号线交汇，大宁公园+久光中心+市北高新产业园，配套成熟
丰台万泉寺	商业金融服务业→二类居住	2.5	57.7 亿，楼面价 5.85 万/㎡	西南二环至三环，周边 1.5km 内已有两宗住宅用地（楼面价 6.2 万/㎡），成熟居住板块
琶洲南区 401 地块等	商业→住宅	6.0→2.5	预计 Q3 挂牌，竞争激烈	琶洲 AI 试验区南侧，紧邻保利天奕，35 万㎡商业综合体即将开业，五中九年制学校落地，会展东路以西形成纯住宅组团

资料来源：证券时报、央广网等、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5、 投资建议

我们认为，一线城市自 6 月以来土拍持续高热度并非偶然的短期脉冲，而是多重结构性因素共振的结果：一线城市供地计划全线收缩创造的稀缺性预期、新房及二手房价格阶段性回暖、房企战略深度聚焦核心城市的理性选择、以及核心城市潜在政策放松空间的多重驱动。新规项目产品力持续提升，高得房率+品质公区+“适我主义”内装，优质房企已经掌握流量密码，在下行市场也能找到差异化机会。政策面北京限购再次松动、上海出台楼市沪八条也再次打开了一线城市政策空间，整体房地产、货币政策的定调延续此前的政策框架，预计 9-10 月政策以稳为主，关注公积金政策进一步放松以及核心城市放松。

推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力强的优质房企：中国金茂、建发国际集团、华润置地、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、滨江集团、越秀地产、绿城中国；（2）商业运营与资管并重的商业地产运营商，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、大悦城、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

表9：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的企业

股票代码	公司名称	评级	总市值(亿人民币)	归母净利润（亿元）				P/E		
			2026/8/24	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	A 股									
600048.SH	保利发展	买入	612	10.35	17.33	31.07	49.52	35.3	19.7	12.4
001979.SZ	招商蛇口	买入	647	10.24	12.71	22.08	32.28	50.9	29.3	20.1
002244.SZ	滨江集团	买入	251	6.80	11.18	16.14	24.28	22.4	15.5	10.3
601155.SH	新城控股	买入	94	-23.50	-5.78	2.82	9.87	-	33.3	9.5
000031.SZ	大悦城	买入	279	21.16	24.08	27.06	25.05	11.6	10.3	11.2
	H 股									
1109.HK	华润置地	买入	2,112	254.18	226.10	245.01	259.56	9.3	8.6	8.1
0688.HK	中国海外发展	买入	1,310	126.91	118.13	121.31	126.96	11.1	10.8	10.3
0960.HK	龙湖集团	买入	319	36.51	39.6	40.08	41.83	8.1	8.0	7.6
1908.HK	建发国际集团	买入	175	12.53	14.55	15.17	17.30	12.0	11.5	10.1
0817.HK	中国金茂	买入	407	10.22	17.04	36.93	50.95	23.9	11.0	8.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2026 年 8 月 24 日，港元汇率 1 港元=0.87 人民币，所有公司盈利预测均来自开源证券研究所预测）

仅供内部参考，请勿外传

6、 风险提示

（1）高溢价压缩利润空间风险：土拍高溢价意味着未来项目利润率可能受到挤压。若销售端价格无法覆盖高昂的地价成本，房企可能面临'增收不增利'甚至亏损的风险。

（2）销售端能否持续回暖的不确定性：当前房地产市场整体仍处于筑底阶段，一线城市核心区回暖能否向非核心区及二三线城市传导尚存不确定性。

（3）政策变化风险：若核心城市房价上涨过快，不排除政策层面重新收紧调控的可能性。

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn