下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 08 日

板块报表继续承压，核心城市房价企稳

——2026H1 房地产板块财报综述

看好

相关研究

《本轮租金改善源于租赁供给收缩，进一步支撑核心城市止跌回升判断——二手房租金改善的分析及持续性判断》 2026/06/15

《核心城市先行，星火亦可燎原——中国房地产止跌回稳系列报告之一》 2026/05/18

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

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **26H1 板块营收下降，毛利率略升、费率提升、减值占比下降，业绩下行。**26H1 板块营收同比-21.9%，较 25 年-4.8pct；从房企结构来看营收增速：一线-16%>三线-27%>二线-29%。26H1 净利润同比-10%，较 25 年+59pct，各线房企业绩均值均出现亏损、但亏损额收窄；源于结算偏弱、结转毛利率略升、费率提升、减值占比下降；从房企结构来看业绩增速：二线+33%>三线-24%>一线-30%。展望后续，判断上海房价已经于 2026 年年初见底，8 月京沪接连出台楼市新政策，推出时点超预期，将夯实核心城市底部，并判断楼市政策仍有优化空间；8.28 现房销售制度是房地产发展模式的重大改革，将推动房企从金融模式回归制造业模式；新政后新房供给将显著缩量、但需求有强支撑，推动改善供需关系，进一步强化上海等核心城市房价底部确立。综合预计 2026-27 年板块业绩有望底部震荡中弱复苏，并且业绩分化也将进一步加剧。

- **26H1 毛利率提升、净利率负值收窄，三项费率提升、减值占比下降。**26H1 板块毛利率 15.3%，较 25 年+1.0pct，源于房企一般结算周期滞后于拿地 2.5-3 年，目前 21 年及之前老货仍处于持续降价去化阶段、仍有减值计提风险；从房企结构来看毛利率：三线 21%>二线 18%>一线 12%。26H1 三项费用率 12.9%，较 25 年+2.3pct。26H1 少数股东损益比 0.6%、分子分母均为负；减值损失占营收比为 0.5%，同比-3.1pct。毛利率略升、费用率上升、减值损失占比下降综合导致 26H1 净利率提升至-6.8%，较 25 年+7.6pct；从结构来看净利率：二线-6.0%>三线-6.4%>一线-7.4%。展望后续，预计 26 年板块毛利率和净利率仍偏弱，但利润率有筑底趋势、并少数优质企业将有改善，27 年板块开始结算 24-25 年好房子阶段项目，预计板块毛利率将有所改善。

- **26H1 末净负债率提升，净负债升、净资产降，现金短债比下降，财务状况仍承压。**26H1 末板块资产负债率 73.3%，较 25 年末-0.1pct；剔预收款后负债率为 70.4%，较 25 年末持平；净负债率 94.9%，较 25 年末+1.7pct，其中一线净负债率下降、二三线回升，源于有息负债稳定和现金下降推动的净负债上升、业绩持续亏损推动的净资产下降，但预计后续随着供给侧端防风险政策持续推出，预计房企后续将管控杠杆水平趋于稳定。从房企未售库存占比总资产进一步下行至历史新低来看，后续行业仍有补库存需求。26H1 末板块现金短债比为 0.9 倍，较 25 年末-0.1 倍；其中一二三线房企分别为 0.8 倍、0.7 倍、1.0 倍，各线房企均有所回落。

- **26H1 销售回款继续下降，预收锁定率降至历史低位、其中一二线房企仍相对略高。**26H1 板块销售回款继续下降，表现为销售商品及劳务的现金流入同比-16%，源于行业销售增速下行。26H1 行业销售商品及劳务的现金流入对营收覆盖比为 89%，较 25 年+20pct；26H1 末预收账款同比-35%，较 25 年末+0.7pct；22-25 年末预收账款锁定率分别为 0.87、0.69、0.62、0.49 倍，26Q1 末继续下降至 0.45 倍、处于低位，这意味着后续可结算资源储备的进一步下降，其中一二线房企相对略高。

- **投资分析意见：板块报表继续承压，核心城市房价企稳，维持“看好”评级。**我们认为，现房销售制度是房地产发展模式的重大改革，将推动房企从金融模式回归制造业模式；新政后新房供给将显著缩量，叠加二手房挂牌量中期见顶回落，共同将推动楼市供给共振下行，但需求有强支撑，推动改善供需关系，进一步强化上海等核心城市房价底部确立；虽房企经营将阶段性承压，但核心城市房价企稳、地价下降、集中度将跳升、股债融资将助力优质企业成长。此外，二手房对新房替代增强，渗透率提升利好中介企业。我们维持“**看好**”评级，推荐：1）优质房企：建发国际、中国海外发展、滨江集团、中国金茂、招商蛇口、绿城中国、中海宏洋、保利置业、建发股份、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；3）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展； 4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

- **风险提示：销售去化不及预期，融资超预期趋紧；物管行业人工成本上行超预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

我们认为，现房销售制度是房地产发展模式的重大改革，将推动房企从金融模式回归制造业模式；新政后新房供给将显著缩量，叠加二手房挂牌量中期见顶回落，共同将推动楼市供给共振下行，但需求有强支撑，推动改善供需关系，进一步强化上海等核心城市房价底部确立；虽房企经营将阶段性承压，但核心城市房价企稳、地价下降、集中度将跳升、股债融资将助力优质企业成长。此外，二手房对新房替代增强，渗透率提升利好中介企业。我们维持“**看好**”评级，推荐：1）优质房企：建发国际、中国海外发展、滨江集团、中国金茂、招商蛇口、绿城中国、中海宏洋、保利置业、建发股份、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；3）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展； 4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

原因与逻辑

自 2021 年下半年开始，房企资金链压力大幅提升，债务违约/展期频现。展望后续，房地产仍是我国国民经济支柱产业，今年春节以来核心城市楼市基本面改善背景下，上海和深圳两大核心城市接连放松楼市政策，同时中央会议及央媒多次要求稳定房地产市场，预示后续行业政策也将更加积极、更加持续。考虑到当前竣工结算和结算毛利率已处于底部区域，但同时考虑 2021 年中期至今销售表现低迷和预收账款锁定率走低，将综合推动后续板块业绩仍将偏弱。从毛利率、净利率、三项费率、净负债率、现金短债比等多维度指标来看，房企间分化进一步加大，优质房企拥有更好的综合实力或预示着其将在本轮行业加速出清后的格局优化阶段，获得更好的成长空间。

有别于大众的认识

市场认为地产行业量价企稳不具备持续性，而我们认为，供给端调控将重塑行业格局，有利于推动行业更长期稳健地发展。参考日本东京和美国旧金山的核心城市领先止跌经验，同时借鉴中国香港的房价止跌三要素经验（人口增加、租金稳定和利率下降），我们认为我国如上海等核心城市具备上述条件，预计今年核心城市房价有望领先企稳回升，同时判断核心城市企稳将赋予龙头股价具备更强弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．26H1 板块营收下降，毛利率略升、费率提升、减值占比下降，业绩下行.....5

1.1 26H1 营收同比-22%、持续下滑，结构：一线-16%>三线-27%>二线-29%.....5

1.2 26H1 净利润同比-10%，结构：二线+33%>三线-24%>一线-30%.....5

2．26H1 毛利率和净利率有所回升，三项费率走高、少数损益比下降、减值下降.....6

2.1 26H1 板块毛利率为 15%、有所回升，结构：三线 21%>二线 18%>一线 12%.....6

2.2 26H1 板块净利率-7%、有所反弹，结构：二线-6.0%>三线-6.4%>一线-7.4%.....7

2.3 26H1 三项费用率为 13%、较 25 年上升，结构：一线 9%<三线 17%<二线 18%.....8

2.4 26H1 少数股东损益占比 1%、分子分母均负，结构：一线 6%>二线-7.7%>三线-7.8%.....8

2.5 26H1 减值损失占比 1%、有所回落，结构：二线 1.3%>三线 0.4%>一线 0.2%.....9

3．26H1 末净负债率提升，现金短债比下降.....10

3.1 26H1 末资产负债率为 73%、较 25 年-0.1pct，主要源于预收款占比下降和拿地下降.....10

3.2 26H1 末净负债率为 95%、继续上升，源于净负债增和净资产降，其中一线下降、二三线回升.....11

3.3 26H1 末现金短债比为 0.9 倍、较 25 年下降，其中一二三线房企均下行.....13

4．26H1 销售回款增速继续下降，预收锁定率处低位、一线、二线房企相对较高.....14

4.1 26H1 销售回款同比-16%，行业销售景气度持续下滑.....14

4.2 26H1 末预收账款锁定率 0.45 倍、继续下降，结构：一线 0.65 倍>二线 0.59 倍>三线 0.23 倍.....15

5. 投资分析意见：板块报表继续承压，核心城市企稳在望，维持“看好“评级.....15

6. 风险提示：调控政策进一步收紧，销售和融资资金再趋紧、受限占比再提升.....17

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：2018-2026H1 房地产板块营业收入增长率.....5
图 2：2018-2026H1 房地产板块净利润增长率.....6
图 3：2018-2026H1 房地产板块毛利率水平.....7
图 4：2018-2026H1 房地产板块净利率水平.....7
图 5：2018-2026H1 房地产板块三项费用率水平.....8
图 6：2018-2026H1 房地产板块少数股东损益占比.....9
图 7：2018-2026H1 房地产板块减值损失占比.....9
图 8：2018-2026H1 房地产板块资产负债率.....10
图 9：2018-2026H1 房地产板块预收款/总资产.....10
图 10：2018-2026H1 房地产板块剔预资产负债率.....11
图 11：2018-2026H1 房地产板块净负债率.....12
图 12：2018-2026H1 房地产板块未售存货同比走势.....12
图 13：2018-2026H1 房地产板块未售存货占比总资产情况.....12
图 14：2018-2026H1 房地产板块现金短债比情况.....13
图 15：2018-2025 年房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况.....13
图 16：2018-2026H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入累计同比.....14
图 17：2018-2026H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营收覆盖水平..14
图 18：2018-2026H1 房地产板块预收账款锁定率情况.....15
图 19：2005-2026H1 房地产板块机构配置情况.....17

表 1：主流 AH 上市房企估值表.....17
表 2：主流 AH 上市物业管理/经纪企业估值情况.....18

下载日志已记录，仅供内部参考

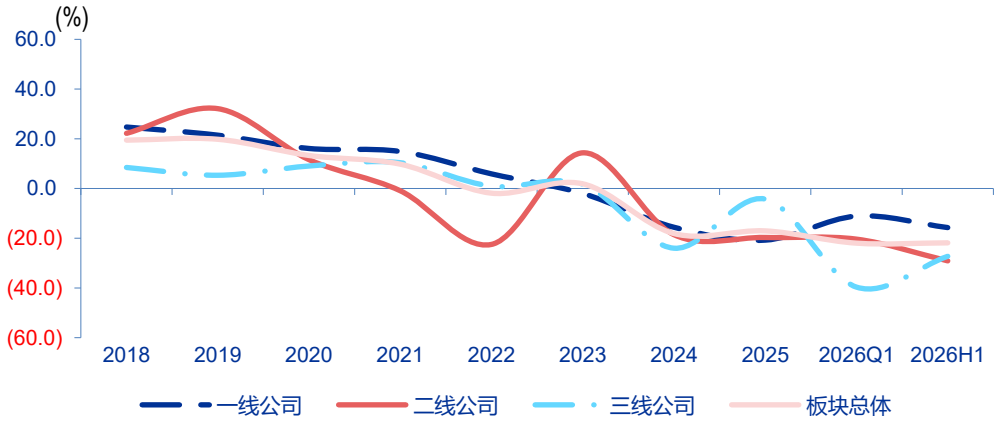
1．26H1 板块营收下降，毛利率略升、费率提升、减值占比下降，业绩下行

1.1 26H1 营收同比-22%、持续下滑，结构：一线-16%>三线-27%>二线-29%

2026 年上半年，房地产板块整体主营业务收入同比-21.9%，较 2025 年度-4.8pct。其中，一线房企营业收入同比-15.7%，较 2025 年度+5.0pct；二线房企营业收入同比-29.1%，较 2025 年度-9.4pct；三线房企营业收入同比-27.3%，较 2025 年度-23.0pct。

2026 年上半年，房地产板块营业收入降幅继续扩大，主要由于 22 年以来销售增速开始回落。从结构来看，营收增速呈现一线>三线>二线，其中，一线房企中，华侨城（+15%）、招商蛇口（+6%）领跑一线房企；二线房企中，金融街（-1%）、大悦城（-20%）、新城控股（-20%），领跑二线房企。

图 1：2018-2026H1 房地产板块营业收入增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 26H1 净利润同比-10%，结构：二线+33%>三线-24%>一线-30%

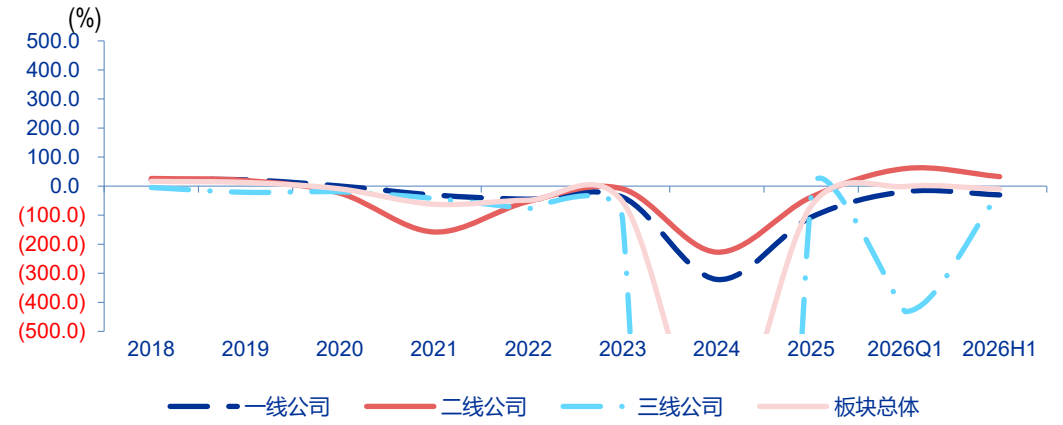
2026 年上半年，房地产板块整体净利润同比-10%，较 2025 年+59pct。其中，一线房企净利润同比-30%，较 2025 年+77pct；二线房企净利润同比+33%，较 2025 年+71pct；三线房企净利润同比-24%，较 2025 年+8pct。

2026 年上半年，房地产板块净利润亏损收窄，净利润增速高于营收增速主要由于毛利率略升以及存货减值同比减少等。从结构来看，净利润增速整体呈现一线<二线<三线，一

下载日志已记录，仅供内部参考

线房企普遍下滑均较多，其中绿地控股（+91%）、金地集团（+26%）均由于亏损额收窄、增速较高。二线房企中，金融街（+91%）、荣盛发展（+64%）、*ST 华幸（+31%）均由于亏损额收窄、增速较高，领跑二线房企。

图 2：2018-2026H1 房地产板块净利润增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究

2．26H1 毛利率和净利率有所回升，三项费率走高、少数损益比下降、减值下降

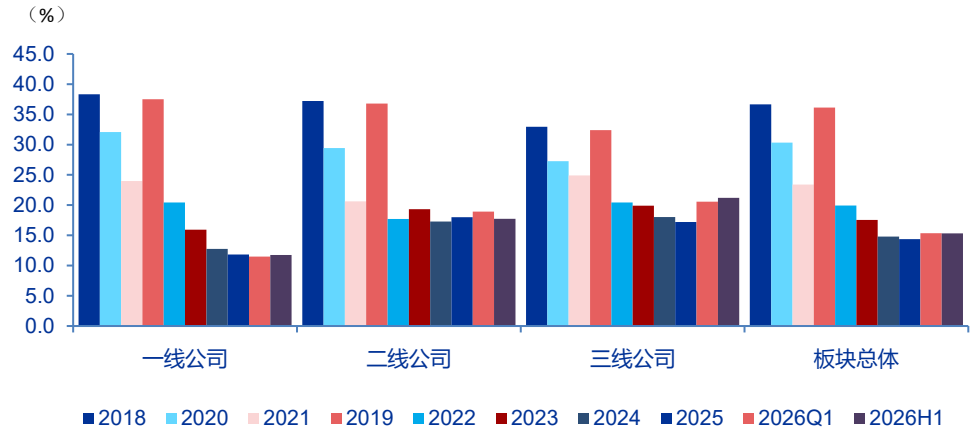
2.1 26H1 板块毛利率为 15%、有所回升，结构：三线 21%>二线 18%>一线 12%

2026 年上半年，房地产板块整体毛利率为 15.3%，较 2025 年+1.0pct。其中，一线房企毛利率为 11.8%，较 2025 年-0.1pct；二线房企毛利率为 17.7%，较 2025 年-0.2pct；三线房企毛利率为 21.2%，较 2025 年+4.0pct。

2026 年上半年，房地产板块结转毛利率小幅回升。从结构来看，毛利率整体呈现三线>二线>一线。二、三线房企毛利率较高，主要源于其大多采取囤地模式，土地成本相对更低；一线房企逐步结算 22-23 年新项目、但 21 年及之前老货去化导致减值压力仍较大，因此毛利率有所下行。在我们重点关注的一二线房企中，金地集团（17%）、招商蛇口（13%）、保利发展（13%）毛利率相对较高，其他具有较强的区域资源优势或商业经营业务等，包括：苏宁环球（46%）、新城控股（33%）等，其毛利率仍相对较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：2018-2026H1 房地产板块毛利率水平



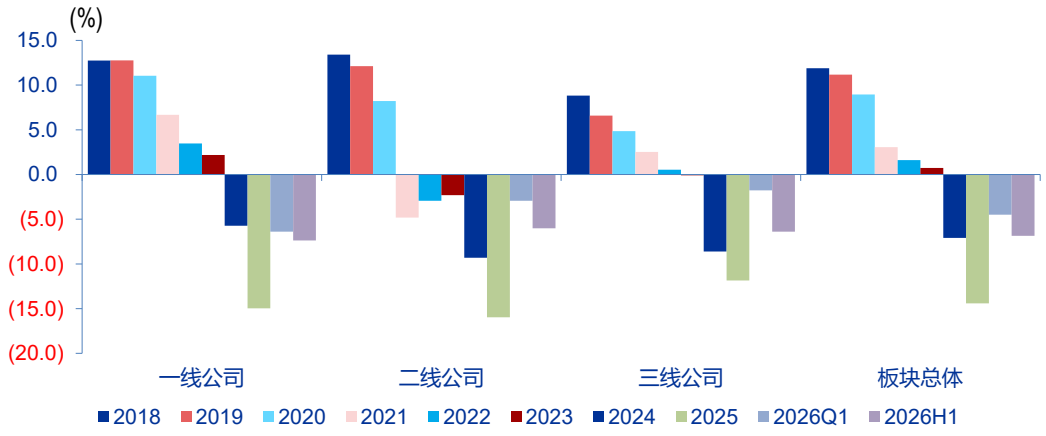
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 26H1 板块净利率-7%、有所反弹，结构：二线-6.0%>三线-6.4%>一线-7.4%

2026 年上半年，房地产板块整体净利率为-6.8%，较 2025 年+7.6pct。其中，一线房企净利率为-7.4%，较 2025 年+7.6pct；二线房企净利率为-6.0%，较 2025 年+10.0pct；三线房企净利率为-6.4%，较 2025 年+5.5pct。

2026 年上半年，房地产板块整体净利率有所反弹。从结构来看，净利率整体呈现二线>三线>一线。2026H1 净利率较高的一二线房企包括：衢州发展（44%）、新城控股（5%）、滨江集团（5%）等。

图 4：2018-2026H1 房地产板块净利率水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

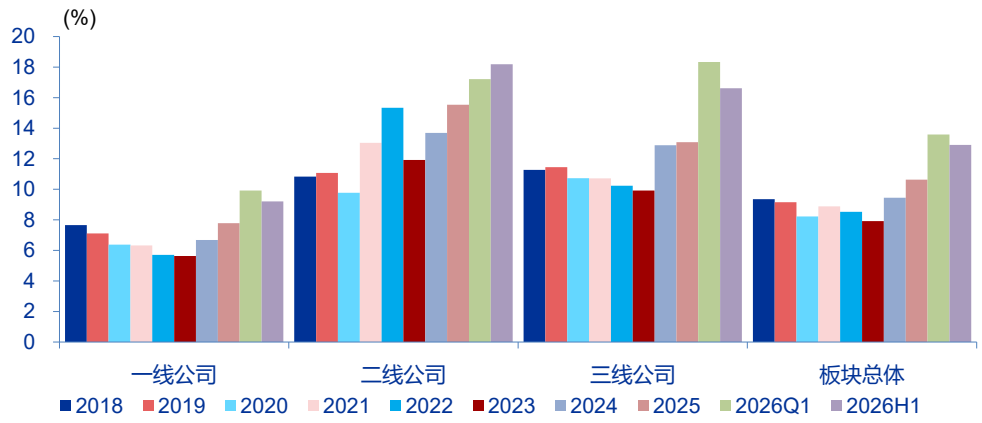
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 26H1 三项费用率为 13%、较 25 年上升，结构：一线 9%<三线 17%<二线 18%

2026 年上半年，房地产板块整体三项费用率为 12.9%，较 2025 年+2.3pct。其中，一线房企三项费用率为 9.2%，较 2025 年+1.4pct；二线房企三项费用率为 18.2%，较 2025 年+2.6pct；三线房企三项费用率为 16.6%，较 2025 年+3.5pct。

2026 年上半年，房地产板块整体三项费用率继续上升。从结构来看，费用率整体呈现一线<三线<二线。一线房企由于融资集中度增长且融资渠道多样，在三费控制能力方面大幅领先于二三线房企。在我们重点关注的一二线房企中，2026H1 三费控制能力较好的房企包括：滨江集团（2.9%）、保利发展（6.0%）、招商蛇口（6.7%）等。

图 5：2018-2026H1 房地产板块三项费用率水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

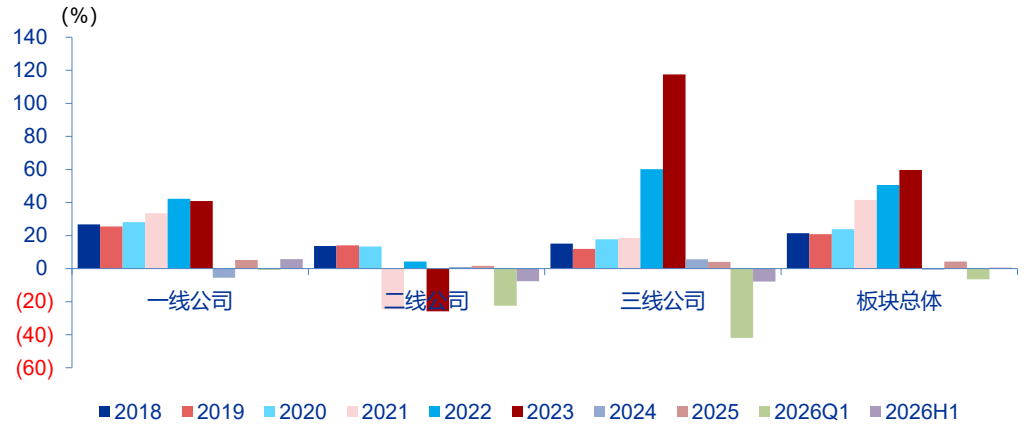
2.4 26H1 少数股东损益占比 1%、分子分母均负，结构：一线 6%>二线-7.7%>三线-7.8%

2026H1，房地产板块整体少数股东损益占比净利润为 0.6%（分子分母均为负），较 2025 年-3.6pct。其中，一线房企少数股东损益占比为 5.8%，较 2025 年+0.5pct；二线房企少数股东损益占比为-7.7%（源于少数股东损益为正、业绩为负），较 2025 年-9.3pct；三线房企少数股东损益占比为-7.8%（源于少数股东损益为正、业绩为负），较 2025 年-11.9pct。

2026H1，房地产板块整体少数股东损益占比下降，业绩和少数股东损益均负。从结构来看，少数股东损益占比整体呈现一线>二线>三线。在我们重点关注的一二线房企中，2026H1 少数股东损益较高的房企包括：绿地控股（75%）、保利发展（39%）、金融街（57%）等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：2018-2026H1 房地产板块少数股东损益占比



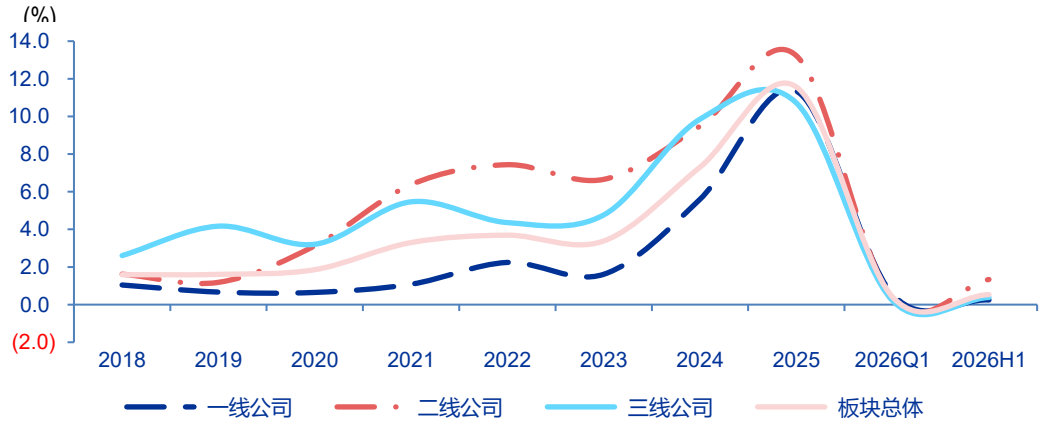
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.5 26H1 减值损失占比 1%、有所回落，结构：二线 1.3%>三线 0.4%>一线 0.2%

2026 年上半年，房地产板块整体减值损失占比为 0.5%，同比-3.1pct。其中，一线房企减值损失占比为 0.2%，同比-3.1pct；二线房企减值损失占比为 1.3%，同比-0.6pct；三线房企减值损失占比为 0.4%，同比-5.5pct。

2026 年上半年，整体减值损失占比同比下降、源于年初减值季节性偏少。从结构来看，减值损失占比整体呈现二线>三线>一线。在我们重点关注的一二线房企中，华侨城（14.4%）、金地集团（12.4%）减值损失占比较高。

图 7：2018-2026H1 房地产板块减值损失占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：减值损失占比=（资产减值损失+信用减值损失）/营业收入

下载日志已记录，仅供内部参考

3．26H1 末净负债率提升，现金短债比下降

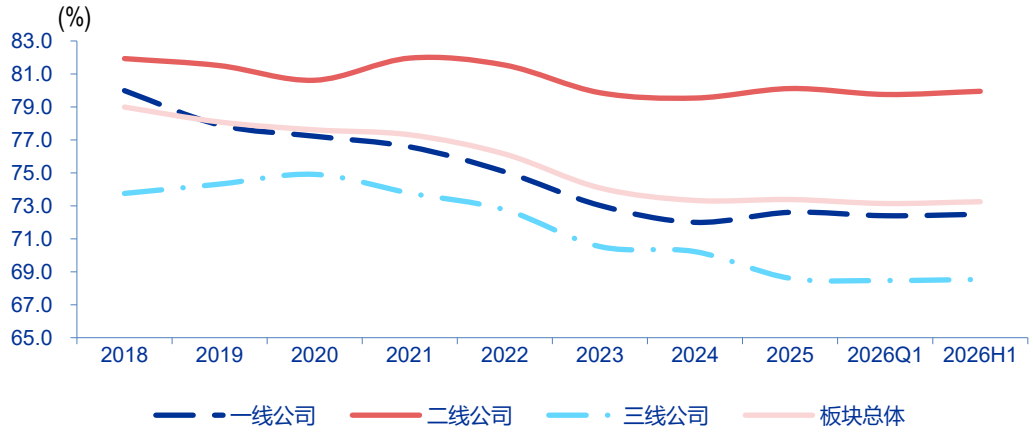
3.1 26H1 末资产负债率为 73%、较 25 年-0.1pct，主要源于预收款占比下降和拿地下降

2026 年上半年末，房地产板块整体资产负债率 73.3%，较 2025 年末-0.1pct。其中，一线房企资产负债率为 72.5%，较 2025 年末-0.1pct；二线房企资产负债率为 79.9%，较 2025 年末-0.2pct；三线房企资产负债率为 68.5%，较 2025 年末-0.1pct。

2026 年上半年末，房地产板块整体剔预负债率 70.4%，较 2025 年末持平。其中，一线房企剔预负债率为 67.9%，较 2025 年末-0.2pct；二线房企剔预负债率为 77.5%，较 2025 年末+0.3pct；三线房企剔预负债率为 66.9%，较 2025 年末+0.1pct。

2026 年上半年末，房地产板块整体资产负债率较 25 年末略降、剔预负债率较 25 年末持平。剔预负债率方面，从结构来看，一线下降、二三线上升。2026H1 末，房地产板块整体资产负债率为 73.3%，较 2025 年末-0.1pct；板块预收账款占比总资产 9.5%，较 2025 年末-0.5pct。在我们重点关注的一二线上市房企中，2026 年上半年末资产负债率较高的房企包括：*ST 华幸（104%）、荣盛发展（94%）、绿地控股（92%）等。

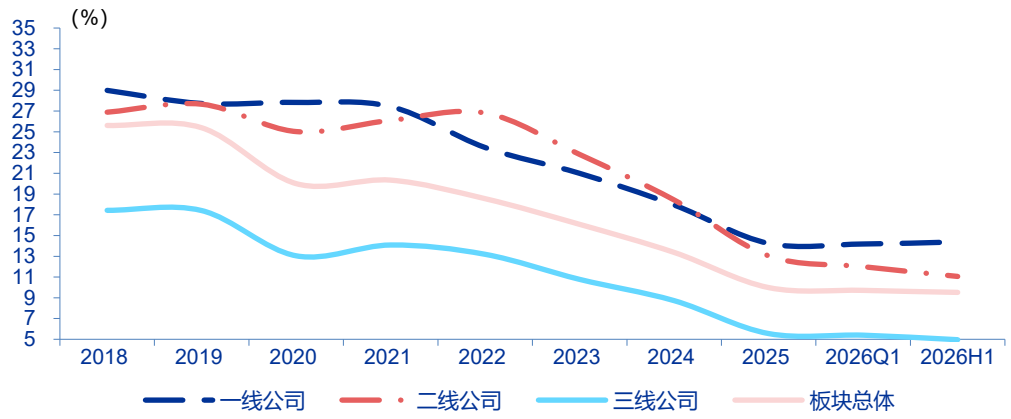
图 8：2018-2026H1 房地产板块资产负债率



资料来源：Wind，申万宏源研究

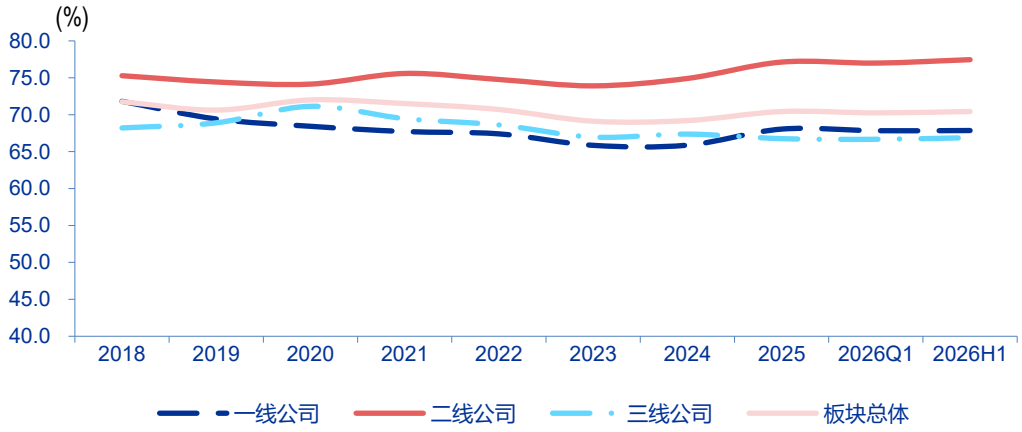
图 9：2018-2026H1 房地产板块预收款/总资产

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2018-2026H1 房地产板块剔预资产负债率



资料来源：Wind，申万宏源研究

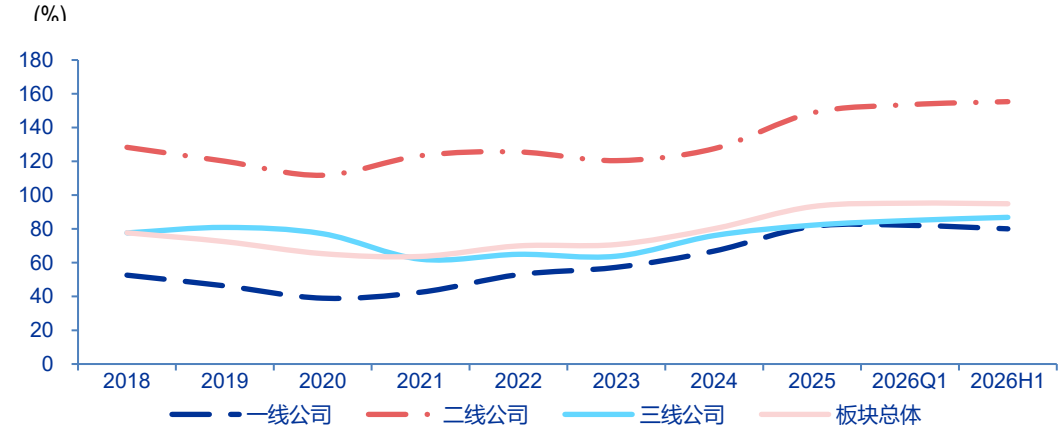
3.2 26H1 末净负债率为 95%、继续上升，源于净负债增和净资产降，其中一线下降、二三线回升

2026 年上半年末，房地产板块净负债率 94.9%，较 2025 年末+1.7pct。其中，一线房企净负债率为 80.1%，较 2025 年末-1.4pct；二线房企净负债率为 155.4%，较 2025 年末+6.7pct；三线房企净负债率为 86.9%，较 2025 年末+4.7pct。

2026H1 末，房地产板块整体净负债率较 25 年末继续提升，源于净负债增加和净资产下降。从结构来看，净负债率整体呈现二线>三线>一线。在我们重点关注的一二线上市房企中，2026H1 末净负债率较高的房企包括：荣盛发展（488%）、金融街（247%）等。

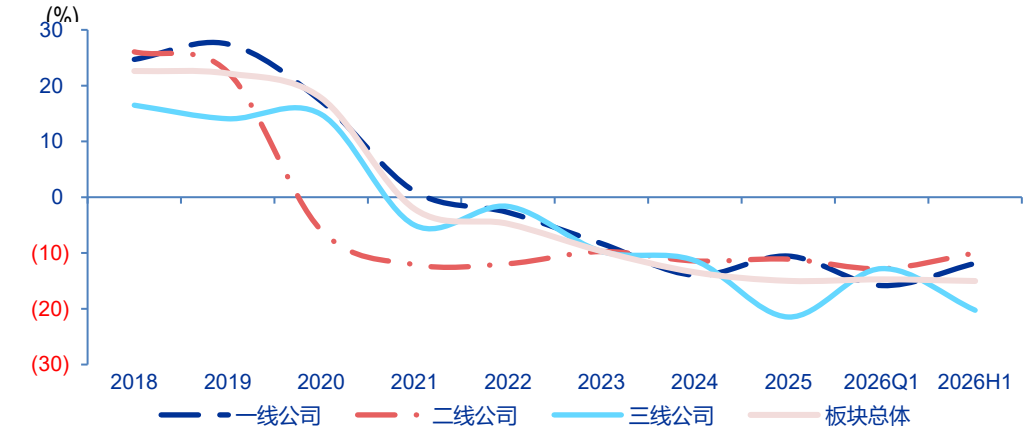
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2018-2026H1 房地产板块净负债率



资料来源：Wind，申万宏源研究

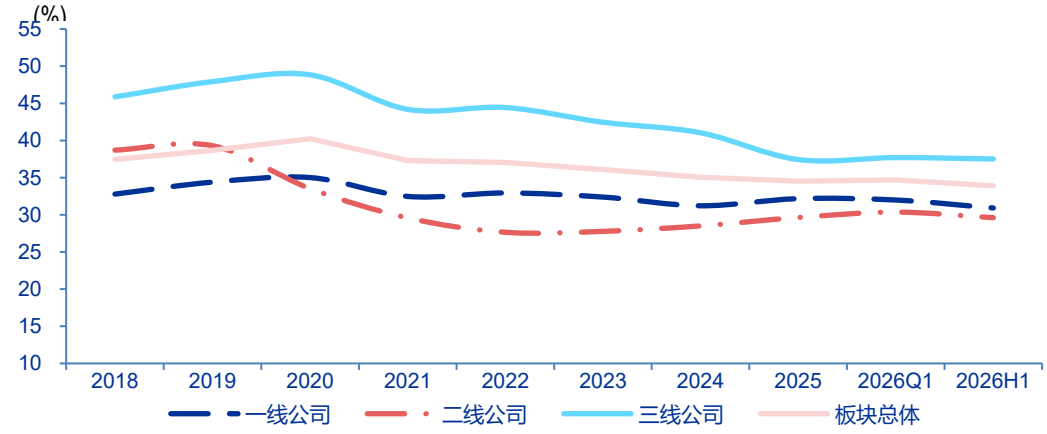
图 12：2018-2026H1 房地产板块未售存货同比走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：未售存货=存货-预收账款*成本率

图 13：2018-2026H1 房地产板块未售存货占比总资产情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

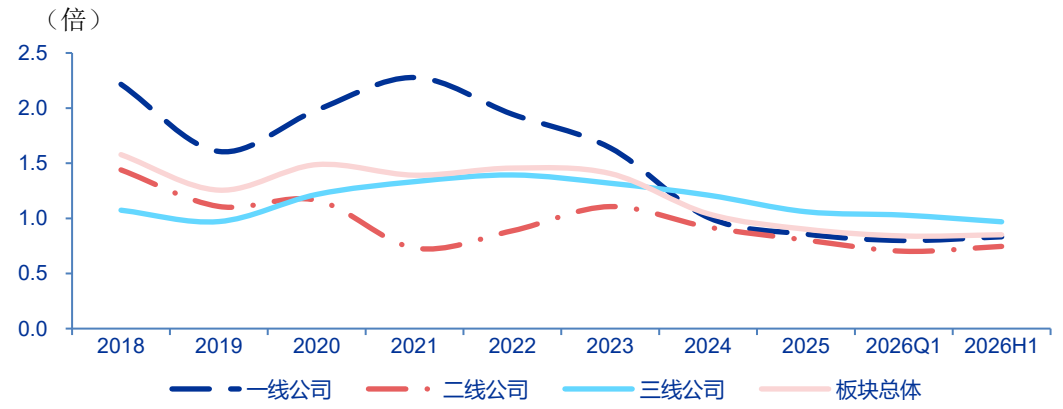
下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 26H1 末现金短债比为 0.9 倍、较 25 年下降，其中一二三线房企均下行

2026年上半年末，房地产板块整体现金短债比为0.9倍，较2025年末-0.1倍。其中，一线公司现金短债比为 0.8 倍，较 2025 年末-0.02 倍；二线公司现金短债比为 0.7 倍，较 2025 年末-0.1 倍；三线公司现金短债比为 1.0 倍，较 2025 年末-0.1 倍。

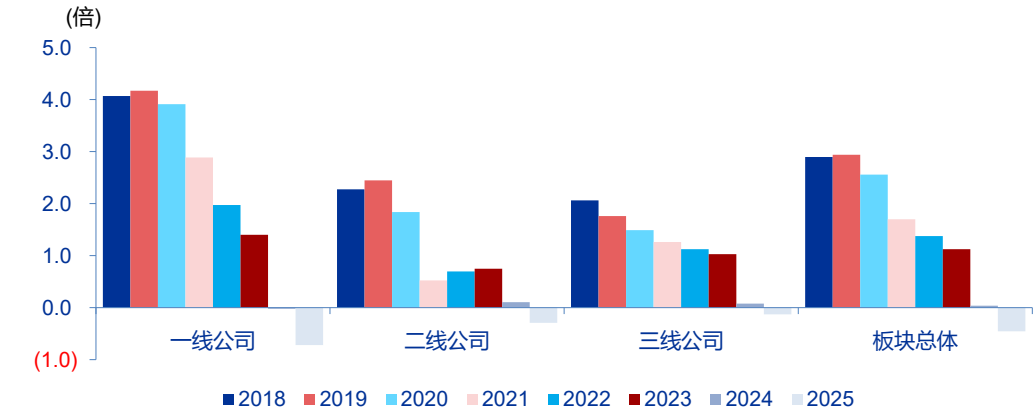
2026年上半年末，房地产板块整体现金短债比继续回落。一方面房企融资持续收紧，需求景气度下行导致销售去化较为惨淡，房企融资、销售现金流同步弱化，从而导致了现金短债比整体回落的情况。从结构来看，现金短债比整体呈现三线>一线>二线。在我们重点关注的一二线上市房企中，2026 年上半年末现金短债比较高的房企包括：金融街（5.1倍）、滨江集团（5.0 倍）、保利发展（1.9 倍）等。

图 14：2018-2026H1 房地产板块现金短债比情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：2018-2025 年房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

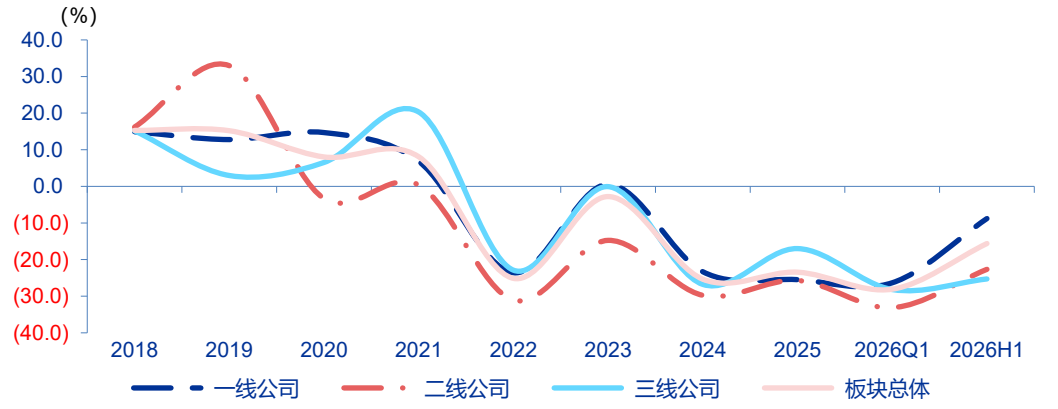
4．26H1 销售回款增速继续下降，预收锁定率处低位、一线、二线房企相对较高

4.1 26H1 销售回款同比-16%，行业销售景气度持续下滑

2026 年上半年，房地产板块整体销售商品及劳务的现金流入累计同比-15.6%，较 2025 年+7.8pct。其中，一线房企同比-8.8%，较 2025 年+16.7pct；二线房企同比-22.7%，较 2025 年+3.0pct；三线房企同比-25.3%，较 2025 年-8.3pct。

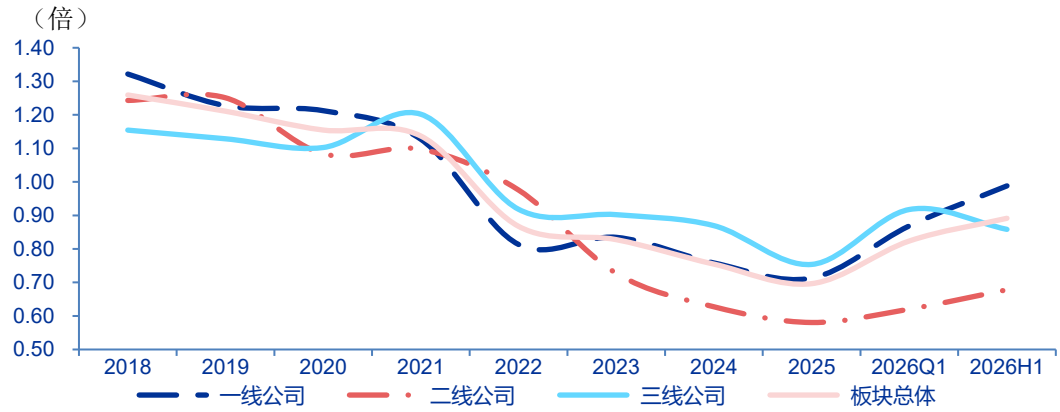
2026H1，房企销售回款同比较 25 年降幅有所收窄。26H1 主流房企销售商品及劳务的现金流入同比-25.6%，同时板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平降至 0.89 倍。

图 16：2018-2026H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：2018-2026H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营收覆盖水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

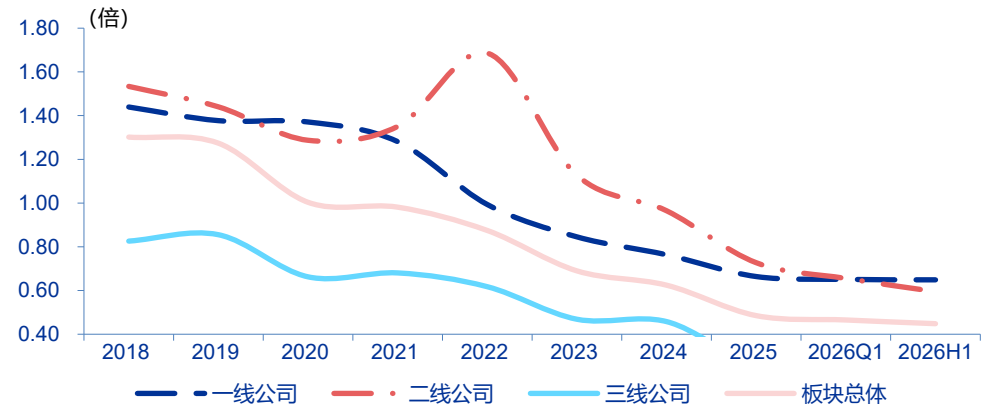
下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 26H1 末预收账款锁定率 0.45 倍、继续下降，结构：一线 0.65 倍>二线 0.59 倍>三线 0.23 倍

2026 年上半年末，房地产板块整体预收账款锁定率为 45%，较 2025 年末-4pct。其中，一线房企预收账款锁定率 65%，较 2025 年末-1pct；二线房企预收账款锁定率 59%，较 2025 年末-13pct；三线房企预收账款锁定率 23%，较 2025 年末-3pct。

2026H1 末，房地产板块整体预收账款锁定率有所下降，其中一二三线均有所下降，主要由于 22-25 年销售持续走弱。从预收账款锁定率绝对值看，一二线房企表现更好。从结构来看，预收账款锁定率整体呈现一线>二线>三线。在我们重点关注的一二线上市房企中，预收账款锁定率较高的房企包括：*ST 华幸（182%）、衢州发展（135%）、滨江集团（89%）、绿地控股（88%）等。

图 18：2018-2026H1 房地产板块预收账款锁定率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：预收账款锁定率=当年预收账款/当年营业收入，其中 2026H1 预收账款锁定率=当前预收账款/上年营业收入。

5. 投资分析意见：板块报表继续承压，核心城市企稳在望，维持“看好“评级

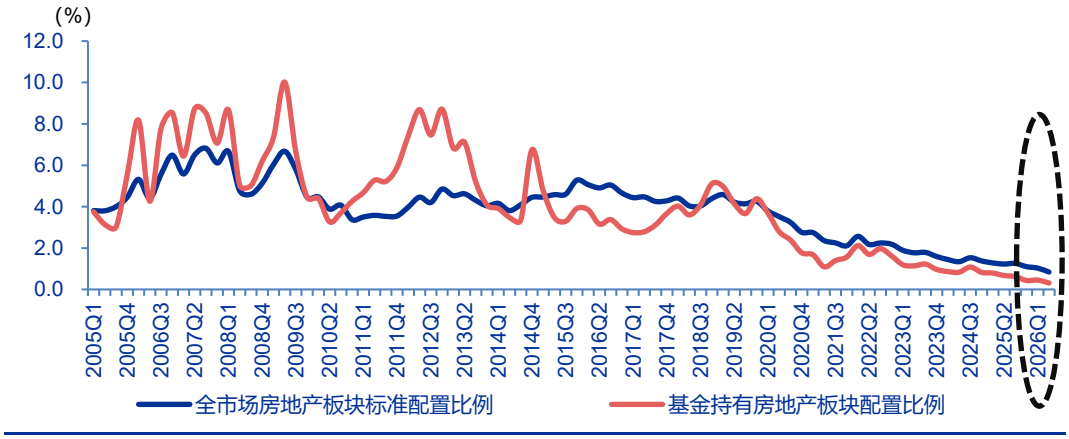
我们认为，现房销售制度是房地产发展模式的重大改革，将推动房企从金融模式回归制造业模式；新政后新房供给将显著缩量，叠加二手房挂牌量中期见顶回落，共同将推动楼市供给共振下行，但需求有强支撑，推动改善供需关系，进一步强化上海等核心城市房价底部确立；虽房企经营将阶段性承压，但核心城市房价企稳、地价下降、集中度将跳升、

下载日志已记录，仅供内部参考

股债融资将助力优质企业成长。此外，二手房对新房替代增强，渗透率提升利好中介企业。我们维持“**看好**”评级，推荐：1）优质房企：建发国际、中国海外发展、滨江集团、中国金茂、招商蛇口、绿城中国、中海宏洋、保利置业、建发股份、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；3）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展； 4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：2005-2026H1 房地产板块机构配置情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示：调控政策进一步收紧，销售和融资资金再趋紧、受限占比再提升

表 1：主流 AH 上市房企估值表

公司代码	公司简称	收盘价	EPS			市盈率			市净率 PB (LF)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
601155.SH	新城控股	12.25	0.30	0.40	0.62	40.6	30.6	19.7	0.4	6.8	9.0	14.0	-9.6%	32.9%	54.9%
001979.SZ	招商蛇口	6.95	0.08	0.09	0.10	61.2	78.3	73.1	0.6	10.2	8.0	8.6	-74.6%	-21.9%	7.1%
600048.SH	保利发展	5.28	0.09	0.13	0.14	61.1	39.1	38.2	0.3	10.3	16.2	16.6	-79.3%	56.1%	2.5%
002244.SZ	滨江集团	8.60	0.68	0.71	0.73	12.6	12.1	11.8	0.9	21.2	22.2	22.6	-16.9%	4.7%	2.0%
600325.SH	华发股份	2.64	(3.48)	(1.10)	0.01	(0.8)	(2.4)	382.4	1.2	(95.0)	(30.1)	0.2	-1098.2%	-68.3%	-100.6%
600153.SH	建发股份	8.42	(3.91)	0.53	0.86	(2.3)	15.8	9.8	0.6	(108.1)	15.4	25.0	-467.1%	-114.3%	62.1%
0960.HK	龙湖集团	5.38	0.15	0.01	0.02	37.4	670.3	235.9	0.2	10.2	0.6	1.6	-90.2%	-94.4%	184.2%
0123.HK	越秀地产	2.87	0.01	0.02	0.12	209.6	189.2	22.9	0.2	0.6	0.6	5.0	-94.7%	10.8%	724.6%
3900.HK	绿城中国	5.20	0.03	0.08	0.31	185.9	64.1	16.6	0.4	0.7	2.1	8.0	-95.6%	190.2%	285.9%
1972.HK	太古地产	21.41	1.34	1.29	1.34	16.5	16.6	15.9	0.5	74.5	74.2	77.3	27.4%	-0.4%	4.1%
0101.HK	恒隆地产	6.11	0.33	0.44	0.50	19.5	13.9	12.1	0.3	16.3	22.8	26.2	-18.2%	40.1%	14.6%
0683.HK	嘉里建设	16.27	0.59	0.84	1.59	27.9	19.4	10.2	0.3	8.5	12.1	23.1	13.2%	43.3%	90.2%
0823.HK	领展房产基金	33.49	(3.18)	(1.50)	(0.78)	(13.8)	(22.3)	(42.8)	0.7	(64.0)	(39.7)	(20.7)	255.8%	-37.9%	-48.0%
0688.HK	中国海外发展	11.25	1.16	1.04	1.01	9.7	10.8	11.2	0.3	126.9	114.1	110.4	-18.8%	-10.1%	-3.3%
1109.HK	华润置地	26.33	3.56	3.14	3.18	7.4	8.4	8.3	0.6	254.2	224.0	226.4	-0.6%	-11.9%	1.1%
1908.HK	建发国际集团	10.98	1.58	1.27	1.41	8.0	8.7	7.8	0.8	31.8	29.3	32.8	-25.4%	-7.9%	11.8%
0817.HK	中国金茂	1.15	0.04	0.05	0.06	26.4	21.2	19.0	0.4	5.9	7.4	8.2	-15.6%	24.6%	11.5%
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.52	0.09	0.11	0.13	29.5	23.6	19.5	0.3	3.0	3.8	4.6	-68.1%	25.1%	20.5%
0119.HK	保利置业集团	1.12	0.06	(0.11)	0.06	18.9	(10.2)	17.5	0.1	2.3	(4.2)	2.4	23.2%	-285.6%	-158.4%
	平均值		**(0.03)**	**0.39**	**0.60**	**39.8**	**62.5**	**46.8**	**0.5**	**16.7**	**25.7**	**31.2**	**-97.5%**	**-11.8%**	**61.4%**

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，H 股股价已换算为人民币。A 股取 2026/9/8 收盘价，H 股取 2026/9/8 收盘价，汇率为 0.86。建发国际集团、中国金茂 2025 年归母净利润采用扣除永续债后口径；太古地产采用归母核心净利润口径。）

表 2：主流 AH 上市物业管理/经纪企业估值情况

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB（LF）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
001914.SZ	招商积余	9.21	0.62	0.89	0.94	14.8	10.3	9.8	0.9	6.5	9.4	9.9	-22.1%	43.8%	5.5%
2423.HK	贝壳-W	39.63	0.90	1.45	1.59	45.5	27.3	24.8	2.1	29.9	50.0	54.8	-26.3%	66.9%	9.7%
2869.HK	绿城服务	3.70	0.28	0.33	0.38	13.3	11.3	9.8	1.5	8.8	10.3	11.9	12.1%	17.2%	15.4%
2669.HK	中海物业	3.07	0.42	0.40	0.42	7.4	7.7	7.3	1.6	13.7	13.1	13.8	-9.5%	-4.4%	5.4%
6049.HK	保利物业	24.46	2.81	2.95	3.11	8.7	8.3	7.9	1.3	15.5	16.3	17.2	5.1%	5.3%	5.4%
1209.HK	华润万象生活	35.28	1.74	1.93	2.11	20.3	18.3	16.7	5.0	39.7	44.0	48.2	9.4%	10.8%	9.7%
	平均值		**1.13**	**1.32**	**1.43**	**18.3**	**13.9**	**12.7**	**2.1**	**19.0**	**23.8**	**26.0**	**-5.2%**	**23.2%**	**8.5%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，H 股股价已换算为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，A 股取 2026/9/8 收盘价，H 股取 2026/9/8 收盘价，汇率为 0.86。）

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

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

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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

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

法律声明

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

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