下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

缩表筑底迎地产新周期

——地产开发企业 2026 年中报综述

华泰研究

2026 年 9 月 09 日 | 中国内地　　专题研究

1H2026 重点房企业绩延续磨底：营收、归母净利润降幅仍处两位数，但毛利率已经接近企稳。销售降幅较 2025 年全年收窄，拿地端延续大幅收缩，行业集中度进一步向央国企集中。更值得关注的是，"828 新政"正式落地，叠加头部企业经营性不动产 REIT 出表、轻资产业务持续发展，行业正加速从规模驱动转向质量与运营驱动，关注行业结构性机会。

业绩：结转规模加速下降，毛利率接近企稳

1H2026，12 家样本合计实现营业收入 5421.5 亿元，同比-15.7%，较 2025 年全年降幅走阔，主因前期销售低迷向结转端的滞后传导持续兑现，参考仍在下降的合同负债，预计收入下行趋势还将持续。平均毛利率 14.96%，同比仅微降 0.29pct，降幅较 2025 年全年明显收窄，毛利率基本触底，随着 2024 年相对高毛利项目步入结算周期，我们认为后续毛利率水平有望企稳。合计归母净利润 259.2 亿元，同比-24.8%，跌幅高于收入的原因在于期间费用相对于收入更刚性，同时合联营项目盈利能力下降。中期减值计提压力显著减轻，但展望全年，需关注新政下资金周转率的下降对盈利的影响。

销售及扩张：销售降幅边际收窄，拿地更趋审慎

1H2026，12 家样本合计销售额同比-5.8%，较 2025 年全年降幅收窄，销售端边际企稳迹象初显，主要受益于核心城市政策优化、头部企业聚焦优质推盘及低基数效应。分化格局延续，5 家房企实现正增长，其中中国海外发展销售额为唯一达成双位数增长的 TOP10 房企；跌幅较大的主流民企在开发规模深度调整中均已把重心转向商业地产运营。投资端"以销定投"进一步固化，12 家样本合计拿地额同比-50.3%，拿地强度约 24.8%；但头部央国企权益比例逆势提升，核心城市优质地块进一步向资金实力强的企业集中。

融资：杠杆延续压降，融资成本优势巩固

1H2026 末，重点房企合计有息负债同比-3.1%，杠杆延续压降态势；期末现金余额合计 7255.03 亿元，同比仅-0.8%，在销售承压背景下现金流韧性凸显，主要得益于拿地支出大幅收缩及回款优先策略。融资成本分化进一步加剧：1H2026 末，平均融资成本为 3.14%，较 2025 年末进一步下行 11bp，央企融资成本基本走入 2.0 时代；而民营企业融资成本仍整体高于央国企。我们认为，"828 新政"提出的主办银行制有望进一步强化这一趋势，财务稳健、现金流稳定的头部企业将持续获得更优的融资条件。

投资建议

销售制度改革重构房企商业模式，我们认为行业将从高杠杆、高周转资金驱动，转向重品质、重运营的管理驱动，重点推荐：1）融资、产品力、工程能力、或持有运营管理能力突出的房企：华润置地、中国海外发展、建发国际集团、建发股份、滨江集团、中国海外宏洋、招商蛇口、中国金茂、绿城中国、新鸿基地产、越秀地产、城投控股、太古地产、龙湖集团、新城控股；2）优质商管及物管公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余；3）头部二手房经纪商。

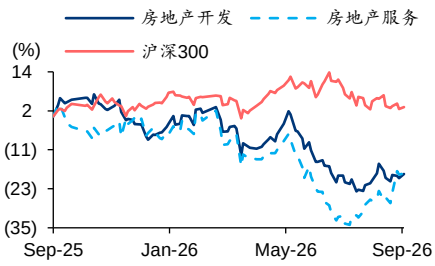
风险提示：地产政策波动；地产量价复苏不及预期；部分房企面临经营风险。

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	10.50	买入
越秀地产	123 HK	5.63	买入
建发国际集团	1908 HK	20.90	买入
新城控股	601155 CH	19.91	买入
绿城中国	3900 HK	9.75	买入
招商蛇口	001979 CH	10.30	买入
中国金茂	817 HK	1.92	买入
城投控股	600649 CH	5.83	买入
中国海外发展	688 HK	18.54	买入
绿城服务	2869 HK	6.09	买入
建发股份	600153 CH	11.79	买入
新鸿基地产	16 HK	164.37	买入
滨江集团	002244 CH	11.64	买入
华润万象生活	1209 HK	54.08	买入
华润置地	1109 HK	37.92	买入
招商积余	001914 CH	11.44	买入
太古地产	1972 HK	30.57	买入
中国海外宏洋集团	81 HK	3.11	买入

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

重点房企 2026 年中报综述 3

业绩：结转规模加速下降，利润率接近企稳 4

营收规模降幅较 2025 年显著走阔，利润率同比小幅走低 4

合同负债持续收缩，盈利修复的关键仍在质不在量 5

少数股东损益占比及合联营收益双双下降，资产减值压力缓释 6

销售：销售规模小幅下降，分化格局延续 8

销售降幅收窄，行业企稳迹象初显 8

房企分化加剧，主流民企在收缩中转型 8

扩张：拿地大幅收缩，扩张更为谨慎 9

去库存继续深化，土储规模进一步收缩 9

融资：杠杆压降，融资成本优势巩固 10

杠杆延续压降，净负债率改善 10

在手现金保持稳定，销售下行下现金流韧性凸显 11

融资成本优势巩固，央企基本进入 2.0 时代 11

展望：828 新政开启新模式，运营转型提速 13

运营转型提速：从"开发商"到"综合运营商" 13

REITs 出表：经营性不动产退出通道打通，第二增长曲线兑现 14

轻资产业务：代建、物管等协同业务打开成长空间 14

项目布局或将带来分化，更加注重综合实力 15

投资建议 16

风险提示 20

下载日志已记录，仅供内部参考

重点房企 2026 年中报综述

由于 2021 下半年以来，房地产行业整体呈下行趋势，部分内房公司在经营中面临较大的不确定性。为了确保数据具有代表性及可比性，延续去年选取的 8 家港股内房公司以及 A 股 4 家保持持续稳健运营的全国性房企（以下简称“总体房企”）作为样本进行财报综述，其中包括 8 家央国企、1 家混合所有制企业以及 3 家民营企业。

我们将依次从业绩、销售、扩张、融资四个维度，全面梳理样本房企 2026 年上半年的整体表现。综合来看，2026 年中期重点房企从以上四维视角下都体现了缩表的特征。值得关注的是，2026 年 8 月落地的“828 新政”（现房销售制+项目公司制+主办银行制），叠加头部企业经营性不动产 REIT 出表、代建业务稳步发展等轻资产转型提速，标志着行业从规模驱动向质量与运营驱动切换的进程将进一步加快。

图表1：总体房企名单

股票代码	房企名称	企业性质	市值(亿 港元/元)
1109 HK	华润置地	中央国有企业	2,171
688 HK	中国海外发展	中央国有企业	1,424
960 HK	龙湖集团	民营企业	442
1908 HK	建发国际集团	地方国有企业	294
123 HK	越秀地产	地方国有企业	133
3900 HK	绿城中国	混合所有制企业	153
817 HK	中国金茂	中央国有企业	180
81 HK	中国海外宏洋集团	中央国有企业	104
600048 CH	保利发展	中央国有企业	632
001979 CH	招商蛇口	中央国有企业	627
002244 CH	滨江集团	民营企业	268
601155 CH	新城控股	民营企业	276

注：以上市值数据截至 2026 年 9 月 5 日，港股市值单位为亿港元，A 股市值单位为亿元

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

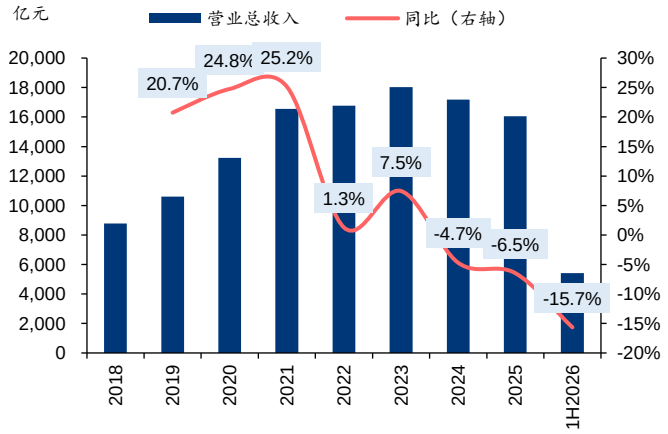
业绩：结转规模加速下降，利润率接近企稳

营收规模降幅较 2025 年显著走阔，利润率同比小幅走低

反映前期销售持续收缩对当期结转规模的滞后传导持续兑现，收入跌幅步入两位数区间：12 家重点房企 1H2026 合计实现营业收入 5421.5 亿元，同比-15.7%，较 2025 年全年降幅走阔。其中仅中国海外发展（+17.3%）与招商蛇口（+9.9%）实现正增长，前者受益于香港及一二线核心城市结转贡献；其余 10 家均同比下滑，中国海外宏洋降幅最小（-2.7%），建发国际集团主要受结算节奏影响，跌幅相对较大。整体而言，23 年以来销售规模的显著收缩是结算收入加速下滑的原因，我们预计这一趋势在未来 2 年还将持续。

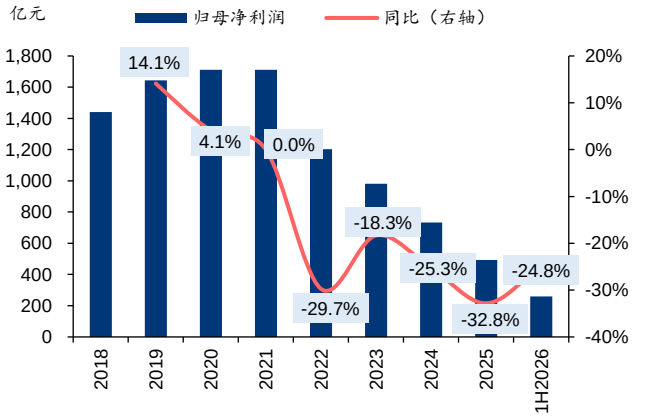
归母净利的跌幅及分化较营收更为显著：12 家重点房企合计实现归母净利润 259.2 亿元，同比-24.8%，跌幅较营收高出 9.1pct。其中仅中国海外宏洋（+15.4%）实现正增长，其余 11 家全部下滑。其中华润置地 1H2026 核心净利 101.6 亿元，同比+1.6%，为样本乃至全行业唯一突破百亿的企业，经常性业务核心净利占比达 65.5%（+5.3pct），经营性不动产与轻资产业务的"压舱石"作用持续强化。头部央国企凭借高品质土储与经营性业务贡献，核心盈利稳定性显著占优。

图表2：重点房企营业收入和同比增速



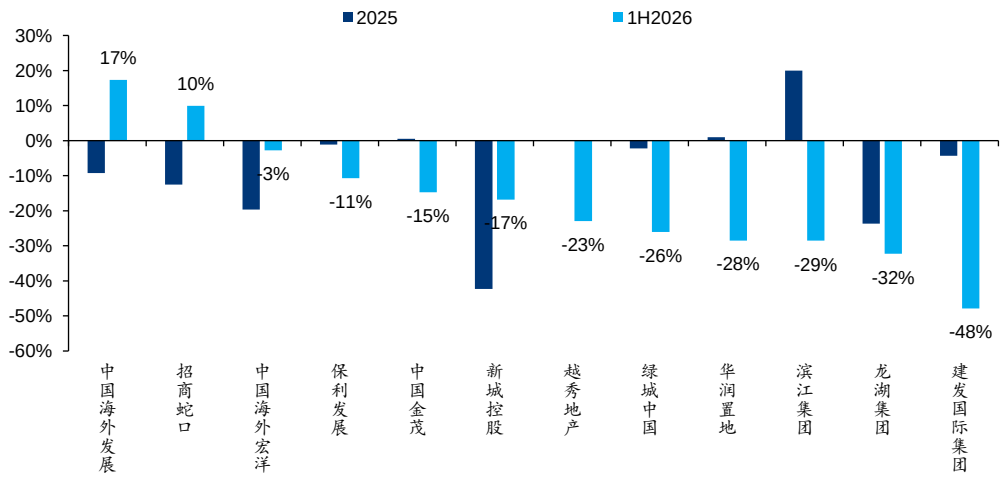
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：重点房企归母净利润和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

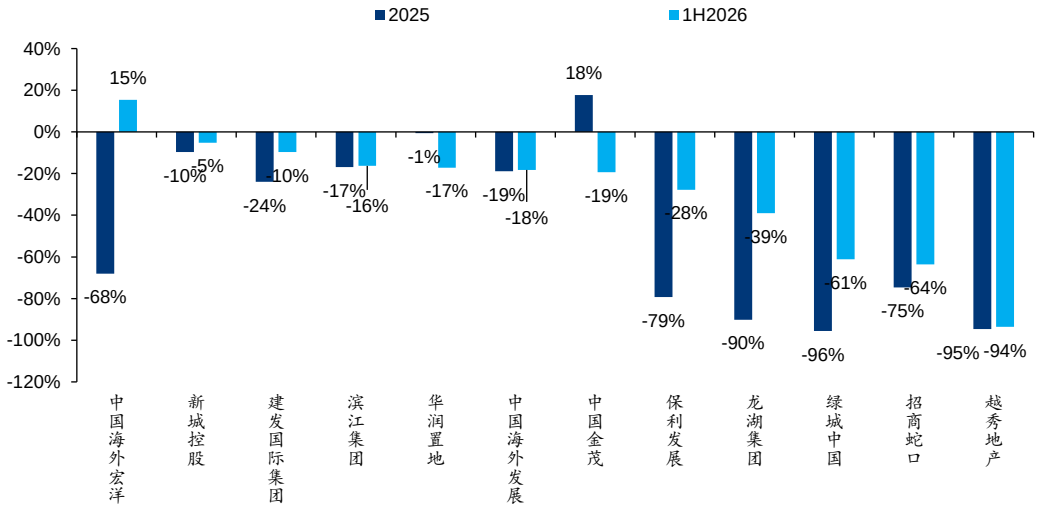
图表4：重点房企 2025-1H2026 营业收入同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

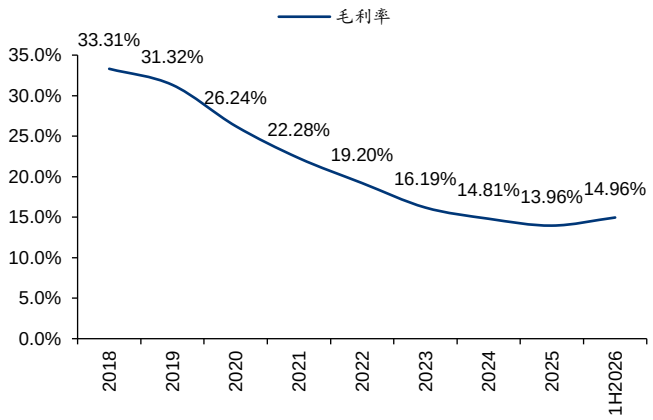
图表5：重点房企 2025-1H2026 归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

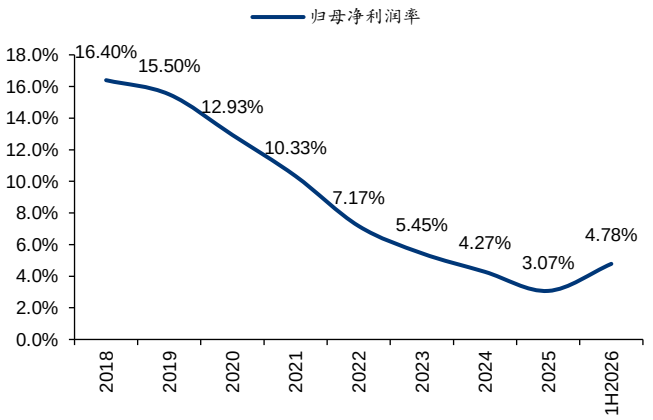
毛利率层面，12 家样本 1H2026 平均毛利率 14.96%，同比微降 0.29pct，降幅较 2025 年（0.85pct）显著收窄，绝对值较 2025 年全年小幅回升 1pct：新城控股（33.1%，+9.3pct）、华润置地（25.4%，+1.4pct）受益于商业地产自持业务收入占比提升；中国海外宏洋（11.8%，+2.5pct）、建发国际集团（14.3%，+1.4pct）等逆势改善，反映高品质土储结转及存量项目盈利能力边际修复。而大多利润率下行的主因在于历史低毛利项目集中结转以及长库龄库存去化的拖累。但整体而言，毛利率基本触底，随着 2024 年相对高毛利项目步入结算周期，我们认为后续毛利率水平有望企稳。

图表6：重点房企平均毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：重点房企平均归母净利率



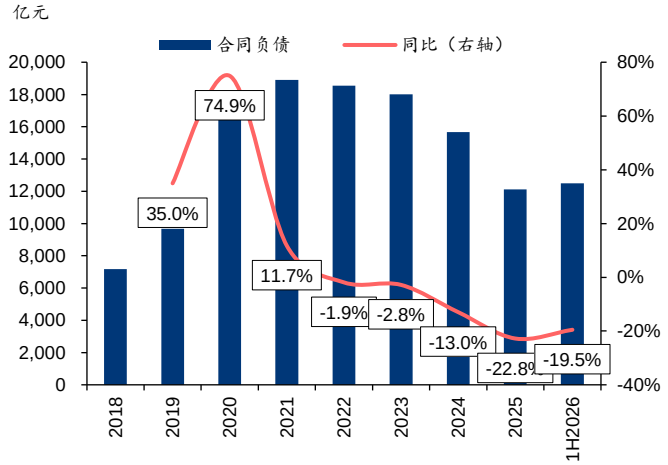
资料来源：Wind，华泰研究

合同负债持续收缩，盈利修复的关键仍在质不在量

1H2026 末，12 家样本合同负债合计 12492.68 亿元，同比-19.5%，结转资源储备继续下滑。从覆盖倍数看，截至 1H26 末，总体房企合同负债对当年营业收入的覆盖倍数由 2024 年末的 1.45 倍下降至 1.15 倍（假设 2026 年全年营收为上半年的 2 倍），考虑到房企结算高峰往往在下半年，预期年底覆盖倍数会进一步下滑。这显示当前总体房企的营收储备相对较薄，重点房企仍然面临收入进一步下降的压力。

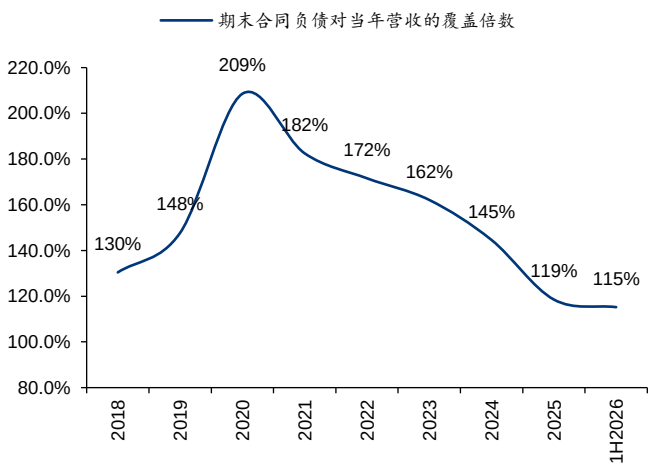
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：重点房企合同负债和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：重点房企合同负债对结转收入的覆盖倍数



资料来源：Wind，华泰研究

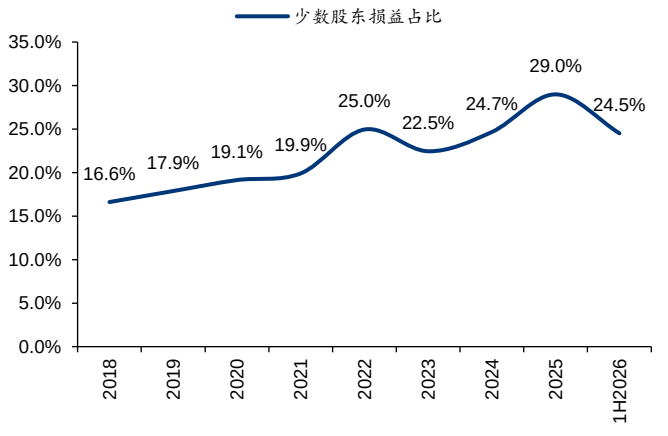
少数股东损益占比及合联营收益双双下降，资产减值压力缓释

1H2026，12 家样本少数股东损益占净利润的比重为 24.5%，较 1H2025 的 27.3%下降 2.8pct，边际回落。自 2022 年以来房企在拿地和销售端的权益比例均有所提升，我们预计后续房企结转端权益占比有望稳步回升，助力归母净利润改善。

非并表项目层面，1H2026 12 家样本应占合联营公司利润合计 30.0 亿元，同比-50.1%；2025 年同比-84.0%，自 2021 年触顶后持续回落，我们认为可能存在两方面原因：1）受房地产行业调整影响，表外项目利润规模下降及表外项目存货计提减值增加所致；2）央国企开发商过去四年在合作开发项目中的并表主动权有所提升，导致非并表项目收入及利润规模有所下降。

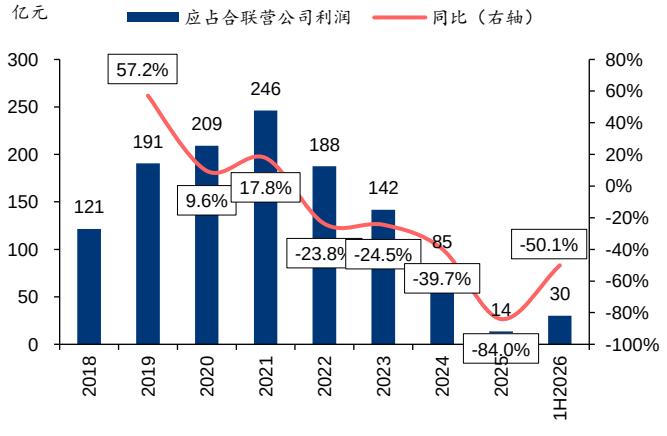
少数股东损益占比下降叠加非并表项目收入及利润规模收缩，这一趋势实质是房企自 2022 年以来在拿地、销售端权益比例提升在结转端的延续，有望增强归母净利润稳定性。

图表10：重点房企少数股东损益占比



资料来源：Wind，华泰研究

图表11：重点房企应占合联营公司利润和同比增速



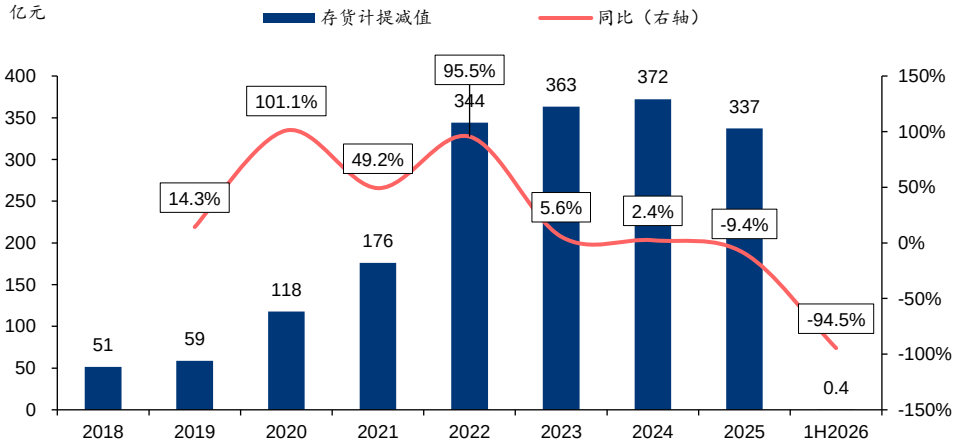
资料来源：Wind，华泰研究

绝大多数房企的存货减值都在年底进行，因此中报减值体量较小。但结合各家纪要观点及 1H2026 数据，行业资产减值压力较 2024-2025 年边际趋缓。1H2026 已披露中报减值的 4 家 A 股样本存货减值合计仅 0.38 亿元，较 1H2025 的 6.93 亿元大幅下降，反映存量项目减值计提压力已显著缓解。主要原因包括：1）今年以来核心城市房价跌幅有所收窄，个别城市转暖，存量项目减值计提压力缓解；2）企业主动收缩低能级城市布局，新增土储盈利质量改善；3）“好房子”体系下，产品溢价能力提升，对冲了部分价格压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

减值压力趋缓叠加核心净利分化，意味着行业盈利能力将逐步走向结构性分化，具备高品质土储、产品溢价与经营性业务支撑的头部企业，有望率先迎来盈利能力拐点。

图表12：重点房企资产减值损失和同比增速



注：1H2026 只统计 A 股 4 房企

资料来源：Wind，华泰研究

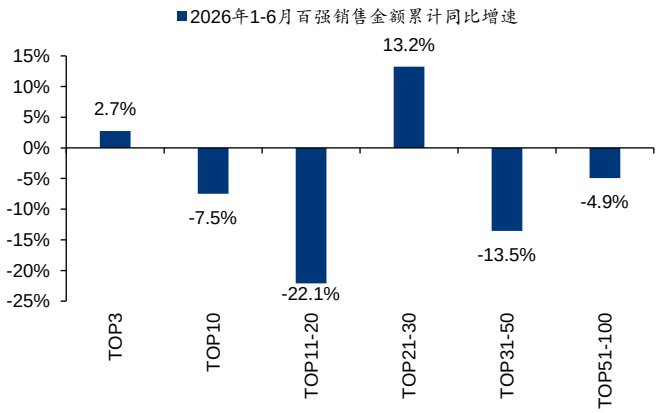
下载日志已记录，仅供内部参考

销售：销售规模小幅下降，分化格局延续

销售降幅收窄，行业企稳迹象初显

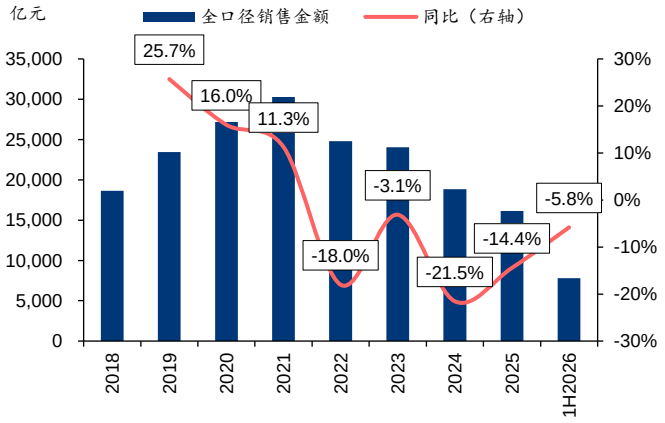
12 家样本 1H2026 合计销售额 7802.68 亿元，同比-5.8%，较百强同比（-13.6%）高 7.8pct，较 2025 年全年降幅收窄，销售端边际企稳迹象初显。我们认为，销售降幅收窄主要受益于：1、2025 年下半年以来核心城市政策优化与刚需释放；2、头部企业聚焦核心城市、以销定投策略下推盘结构优化；3、低基数效应。但展望未来，现房销售制或将扭转跌幅收窄的趋势。

图表13：1H2026 百强房企销售金额同比



资料来源：普睿数智，华泰研究

图表14：全口径合同销售金额和同比增速

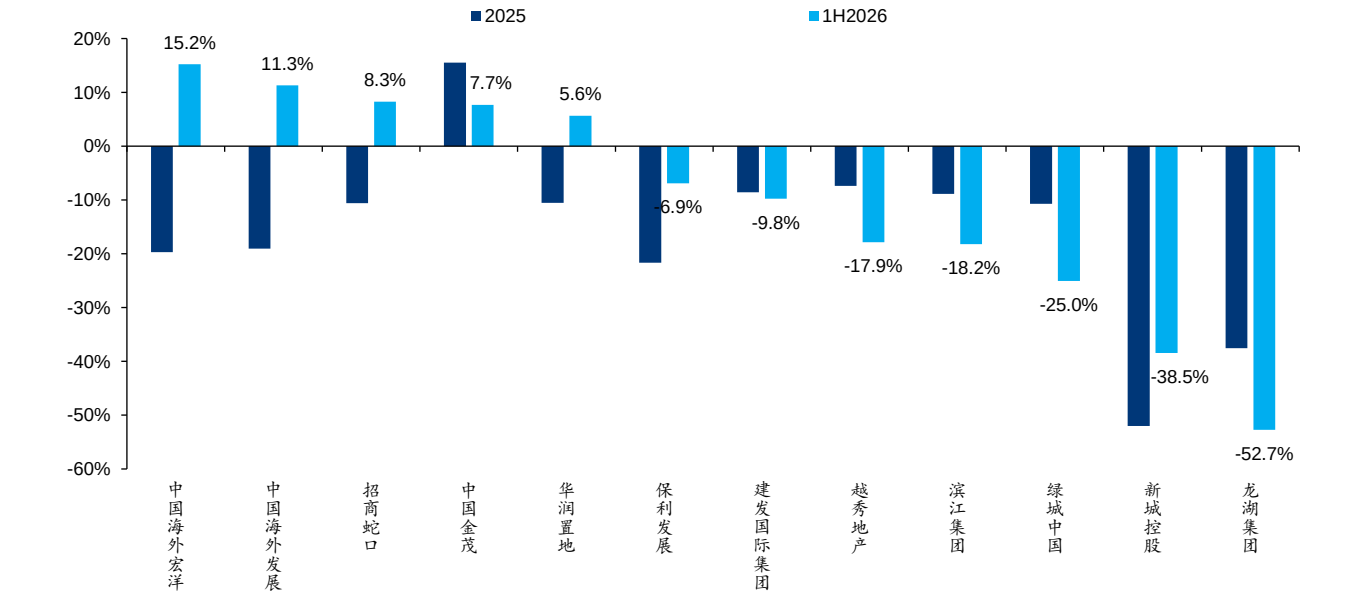


资料来源：公司公告，普睿数智，华泰研究

房企分化加剧，主流民企在收缩中转型

12 家样本中 5 家实现正增长：中国海外发展销售额 1152.12 亿元，同比+11.3%，为 TOP10 房企中唯一双位数增长；此外还包括中国海外宏洋（+15.3%）、中国金茂（+7.7%）、招商蛇口（+8.3%）、华润置地（+5.6%），推动因素包括三四线市占率提升、产品线升级及核心城市土储支撑。其余 7 家同比下滑，跌幅相对较大的是新城控股（-38.5%）和龙湖集团（-52.7%），作为主流民企，在开发规模深度调整中均已把重心转向商业地产运营。

图表15：重点房企 2025 及 1H2026 年销售金额同比增速



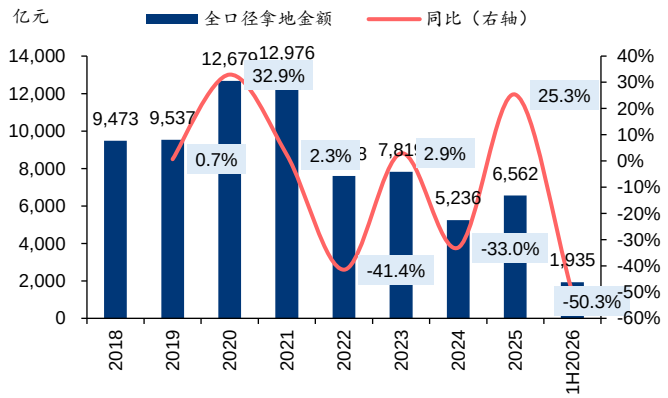
资料来源：公司公告，普睿数智，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

扩张：拿地大幅收缩，扩张更为谨慎

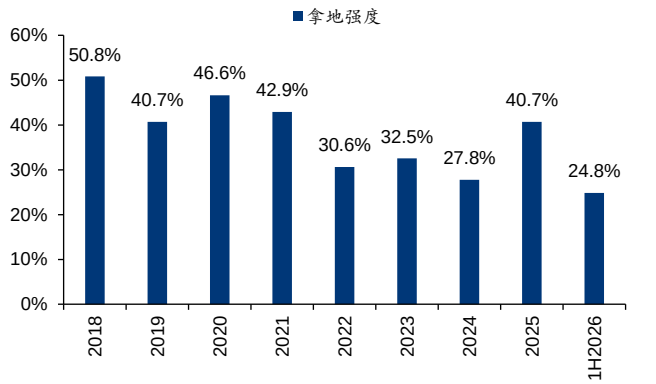
12 家样本 1H2026 合计拿地约 1935 亿元，较上年同期大幅收缩 50.3%。保利发展（384 亿元）、华润置地（341 亿元）拿地规模居前，中国海外发展降幅最大（78.6 亿元，同比-80.5%），民企投资极度审慎。12 家重点房企合计拿地强度约 24.8%，较 25 年下降 15.9pct。个体分化明显：建发国际集团（46.4%）、绿城中国（38.1%）居前；中国海外发展（6.8%）相对较低。随着现房销售制的铺开，我们认为短期拿地意愿或会因为资金周转效率的下降而进一步下降。

图表16：重点房企全口径拿地金额和同比增速



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

图表17：重点房企拿地强度



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

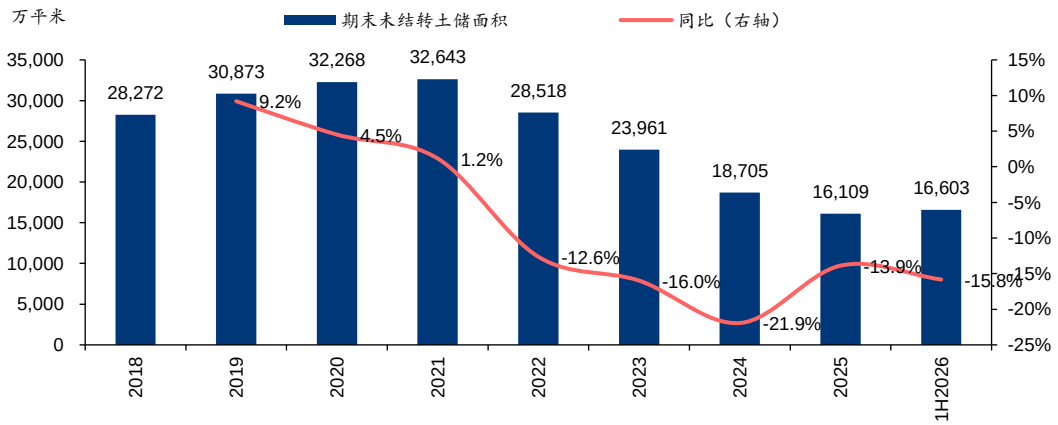
尽管拿地规模收缩，头部央国企的权益比例却逆势提升：华润置地拿地强度 29.3%，权益比例达 95%（同比+23pct），体现其以自有资金获取核心地块的财务实力，未来并表结转比例有望进一步提升。

从拿地城市看，企业投资进一步聚焦核心城市——中国海外发展聚焦一线及部分二线，越秀地产核心六城土储占比 73%，华润置地开发土储一二线占比 85%，核心城市优质地块的稀缺性使拿地资源持续向资金实力强的头部央国企集中。

去库存继续深化，土储规模进一步收缩

1H2026 末，8 家港股样本期末未结转土储面积合计 16602.6 万方，同比-15.8%，在“控增量”的行业政策方针以及房企审慎扩张战略下，土储规模同比进一步收缩，去库存深化。

图表18：重点房企期末全口径土地储备和同比增速



资料来源：公司公告，克而瑞，华泰研究

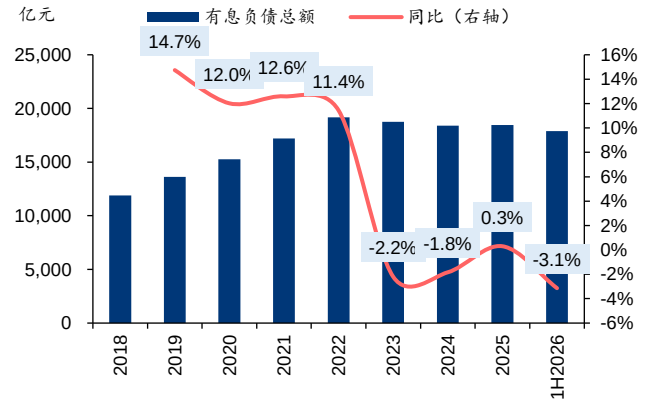
下载日志已记录，仅供内部参考

融资：杠杆压降，融资成本优势巩固

杠杆延续压降，净负债率改善

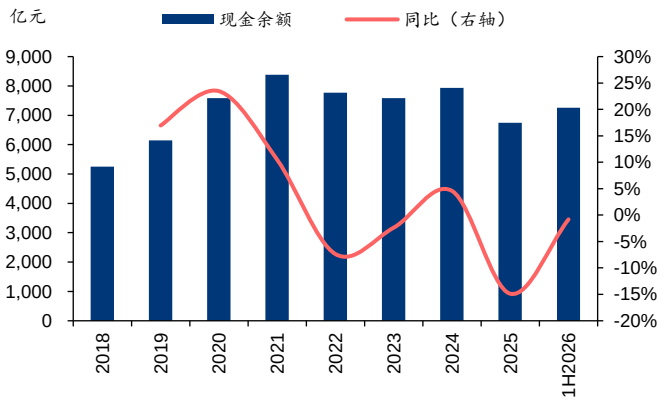
12 家样本 1H2026 合计有息负债 17893.04 亿元，同比-3.1%，行业杠杆延续压降态势。滨江集团、建发国际集团、中国海外宏洋、中国海外发展和华润置地的净负债率均在 50%以下，上半年杠杆压降成效显著的有中国海外宏洋、中国金茂、建发国际集团、中国海外发展和滨江集团。值得注意的是，滨江集团的净负债率已降至负数，作为头部房企中唯一一个以地产开发为主业的民企，低杠杆带来的财务安全垫是助力其穿越周期的重要因素。

图表19：重点房企有息负债和同比增速



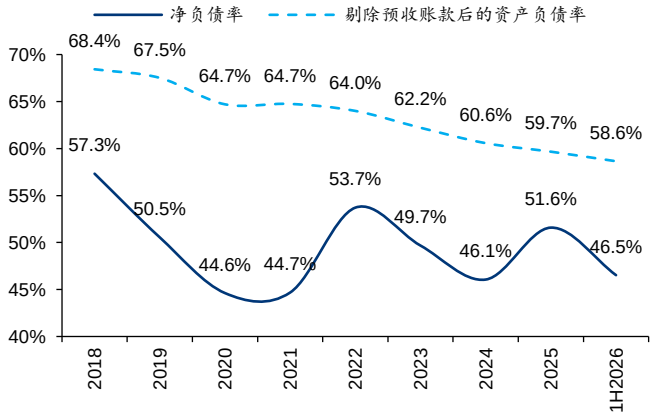
资料来源：Wind，华泰研究

图表20：重点房企现金短债比



资料来源：Wind，华泰研究

图表21：重点房企净负债率与扣除预收账款后的资产负债率



资料来源：Wind，华泰研究

图表22：重点房企现金短债比

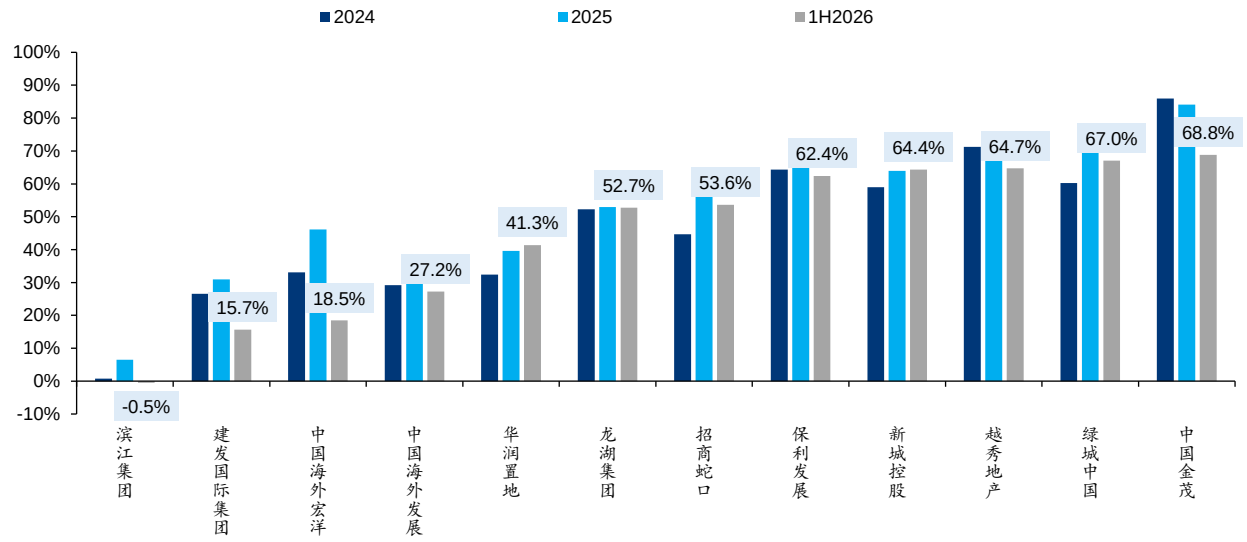


资料来源：Wind，华泰研究



下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：重点房企 2024-1H2026 净负债率



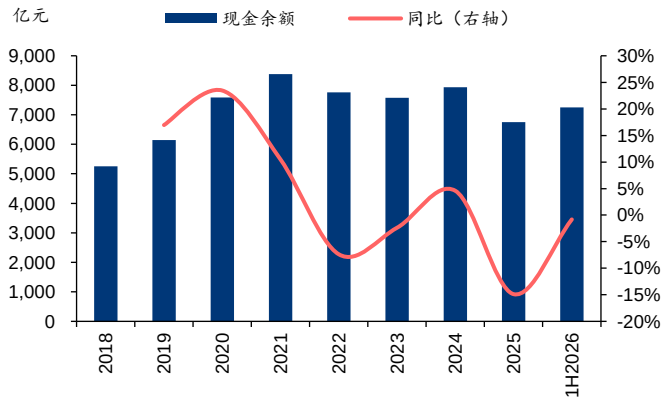
注：为统一口径，净负债率未考虑货币现金中受限资金影响

资料来源：公司公告，华泰研究

在手现金保持稳定，销售下行下现金流韧性凸显

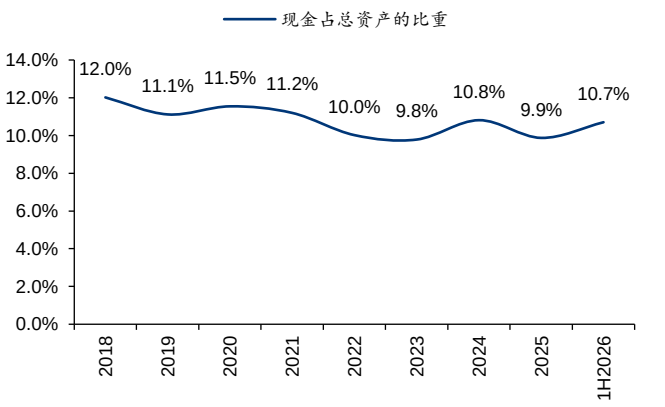
1H2026，12 家样本在销售收入同比-5.8%的背景下，期末现金余额合计 7255.03 亿元，同比仅-0.8%，基本保持稳定，现金流韧性凸显。我们认为，这主要得益于：1）拿地支出大幅收缩（同比-50.3%），减少现金消耗；2）销售回款率维持高位，企业"以销定投"下回款优先；3）融资渠道畅通，央国企凭借直接融资优势维持融资性现金流净流入；4）经营性业务现金流贡献稳定，尤以华润置地为代表。现金占总资产比重维持稳定，显示企业流动性安全垫充裕，为穿越周期提供保障。

图表24：重点房企现金余额和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表25：重点房企现金占总资产的比重



资料来源：Wind，华泰研究

融资成本优势巩固，央企基本进入 2.0 时代

融资成本层面，重点房企整体进一步下降。1H2026 末，平均融资成本为 3.14%，较 2025 年末进一步下行 11bp。

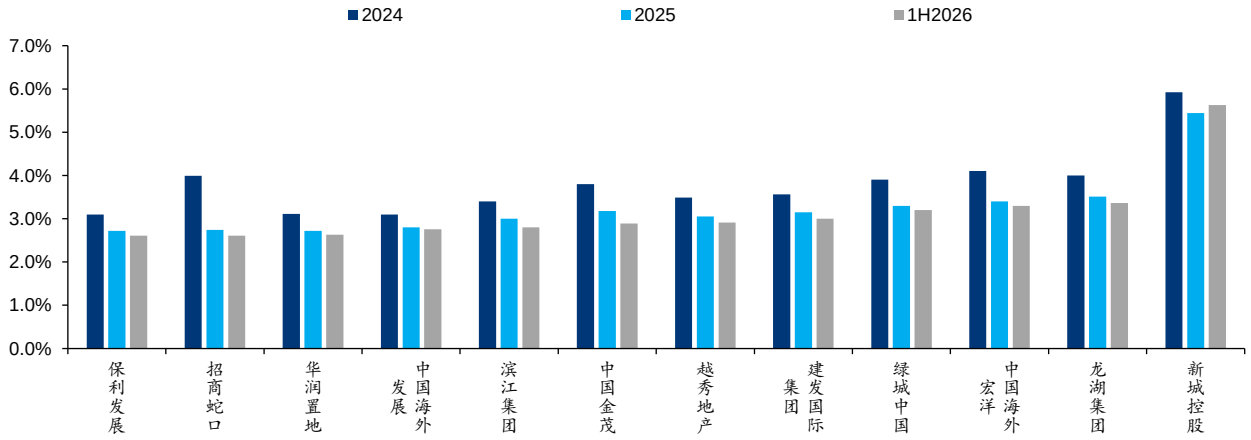
头部央国企优势进一步巩固：央企中除了主流布局三四线城市的中国海外宏洋，其余融资成本均进入 2.0 时代；净负债率进入负区间的滨江集团，融资成本也达到 2.8%的低位。

经常性业务收入稳定性正逐步转化为信用资质优势：龙湖集团即是这一逻辑的民企版本——尽管融资成本仍高于央国企，但经营性现金流支撑了其再融资通道的相对通畅，融资成本也在 3.4%的相对低位。

下载日志已记录，仅供内部参考

我们认为，融资成本的分化实质是信用资质与现金流质量的映射。828 新政提出的"主办银行制"有望进一步强化这一趋势，财务稳健、现金流稳定的头部企业将获得更优的融资条件与更低的资金成本，融资成本优势有望转化为拿地能力与盈利能力的正向循环。此外，经常性业务占比与融资成本的负相关关系或将进一步强化。

图表26：重点房企 2024-1H2026 平均融资成本



资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

展望：828 新政开启新模式，运营转型提速

8 月 28 日，住建部、自然资源部、金融监管总局、央行以及证监会发布的一系列新政（简称“828 新政”），宣布中国住房销售制度进入新阶段。在实施近 30 年的预售制度退出历史舞台的同时，项目公司制、主办银行制以及一系列金融配套制度，将推动房地产行业加速向新模式迈进。

新政以改革住房销售制度为核心，辅以多样金融配套政策，共同指向房地产行业转型。销售制度改革方面，主要有：1、遵循新老划断，以“建设工程规划许可证”为划分节点；2、预售门槛升级，预售条件统一提升至“单体建筑主体结构封顶”，并加强预售资金监管；3、优先选择现房销售；4、销售定金制。金融配套政策方面：1、推行主办银行制，落实资金封闭管理；2、延长个人住房贷款最长期限至 40 年，有助于进一步降低购房负担，推动更多住房实现租金和月供的平衡，激发“由租转买”需求；3、多渠道支持房企合理融资需求，尤其向现房销售倾斜。

我们认为对行业影响深远：1）宏观层面，本轮改革或将改变房企拿地、销售和融资模式，不可避免地将在一定时期内对土地出让、房地产开发投资、新开工等产生影响，但基数已经较低，边际影响有限；2）市场层面，有望加速新房供需平衡，核心城市房价有望进一步改善；3）房企层面，或将重构房企商业模式，行业将从高杠杆、高周转的资金驱动，转向重品质、重运营的管理驱动，房企分化或将加速。

图表27：我国房地产发展新模式基础制度框架



资料来源：中国政府网，华泰研究

运营转型提速：从"开发商"到"综合运营商"

尽管新政 8 月出台，但头部房企基本在“十五五”战略布局中已做出顺应新格局的主动转型。各大房企在年初制定的战略计划中，多数提及了转型方向，而综合 1H2026 各家纪要观点，内房开发企业正加速从"开发商"向"综合运营商"转型。从上半年的运行情况来看，我们认为 REITs 出表以及代建等轻资产业务发展是转型要点。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：重点房企 2026 年战略方向总结



资料来源：重点 12 家房企公告，2025 年度业绩发布会，华泰研究

REITs 出表：经营性不动产退出通道打通，第二增长曲线兑现

1H2026，以华润置地、新城控股为代表，持有物业运营优势突出的企业致力于加速完善多层次 REITs 架构。期内华润置地实现成都万象城 REIT 出表，发行规模 105 亿元，成为全国最大消费 REITs，并规划"十五五"期间每年 5 个存量商场退出+新开 6-7 个商场，形成"开发-经营性不动产-轻资产"三条增长曲线的良性循环。新城控股期内的机构间 REITs、pre-REITs 已合计发行 50 亿规模。此外，华润置地、新城控股、保利发展、招商蛇口均积极参与商业不动产 REITs 发行。

我们认为，REIT 出表对房企具有三重意义：1）打通经营性不动产"投融建管退"全链条，盘活存量资产、回笼权益资金用于再投资；2）实现资产估值重估，经营性不动产价值有望在 REIT 平台得到更充分定价；3）构建可持续的轻资产收入模式，降低对开发销售的依赖。华润置地作为行业内 REITs 布局最领先的企业，其"三条增长曲线"（开发/经营性不动产/轻资产）模式有望成为行业转型标杆。

轻资产业务：代建、物管等协同业务打开成长空间

多数房企均在轻资产业务方面有所布局：绿城中国的代建业务平台正推进"出海"战略，建发国际集团也在加快物业管理的外拓节奏。轻资产业务低杠杆、稳定现金流、抗周期的特征，是开发企业转型的重要方向，有望打开新的成长空间。

我们认为，运营转型提速的核心逻辑在于：开发销售端规模下行或成定局，推动企业精耕第二增长曲线以平滑周期波动、稳定现金流、深化护城河。828 新政叠加 REITs 常态化，为这一转型提供了制度与退出通道保障，转型领先的企业有望在新发展模式中获取估值溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

项目布局或将带来分化，更加注重综合实力

新政后，项目回款周期将被拉长，整体房企现金流或将面临一定考验，但更适应的房企有望脱颖而出。我们认为以下房企更可能抓住市场格局变化的契机，实现行业地位的相对抬升：

1、项目布局更偏向高能级城市的房企。新政前高能级城市相对低能级城市，预售条件普遍更加严格，因此新政后重点布局高能级城市的房企受到的影响相对较小。

2、项目融资和资本组织能力突出的房企。新政后，项目回款周期拉长或将带来更高的融资成本，融资成本低的房企更具备优势。但仅仅融资成本低或已不够，还需要稳定获得主办银行授信、开发贷审批和及时提款等，头部国央企可能更具备优势。

3、产品力、工程能力、集采能力突出的房企。一方面，现房销售“所见即所得”，产品力优劣势或将成倍放大，产品力突出的房企有望相对竞争对手实现更快的去化和更高的溢价。另一方面，具备更突出工程能力（能够有效缩短项目建设周期）、集采能力（能够控制建设成本）的房企，其项目 IRR 也将优于其他公司。

4、自持业务占比更高的房企。本轮新政更多作用于住宅开发业务，自持业务受到的影响较小。相反，自持业务还可能受益于：a)房企现金流承压下增量自持物业或将进一步减少，竞争格局改善；b)资产支持证券、REITs、不动产私募投资基金等方面的支持政策或将加速管理溢价的释放。

5、头部二手房经纪商。如前所述，二手房市场有望受益于新房需求外溢和房价预期改善，在该领域具有深度布局的头部经纪商有望直接受益。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

我们认为，1H2026 行业仍处结转规模下行与盈利能力探底阶段，但销售降幅收窄、减值压力趋缓、828 新政落地与运营转型提速，将进一步提升房企 α 属性的估值溢价，为结构性机会提供支撑。

我们认为行业将从高杠杆、高周转资金驱动，转向重品质、重运营的管理驱动，重点推荐：1）融资、产品力、工程能力、或持有运营管理能力突出的房企：华润置地、中国海外发展、建发国际集团、建发股份、滨江集团、中国海外宏洋、招商蛇口、中国金茂、绿城中国、新鸿基地产、越秀地产、城投控股、太古地产、龙湖集团、新城控股；2）优质商管及物管公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余；3）头部二手房经纪商。

图表29：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值（百万）	EPS（元）				PE（倍）			
股票名称	股票代码	投资评级	（当地币种）	（当地币种）	（当地币种）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
龙湖集团	960 HK	买入	6.02	10.50	42,691	0.15	-0.72	0.03	0.21	35.84	-7.23	170.45	24.22
越秀地产	123 HK	买入	3.26	5.63	13,123	0.01	0.02	0.02	0.03	206.07	139.39	134.10	103.00
建发国际集团	1908 HK	买入	12.25	20.90	28,370	1.42	1.30	1.45	1.70	7.46	8.14	7.31	6.23
新城控股	601155 CH	买入	12.15	19.91	27,406	0.30	0.34	0.39	0.49	40.30	35.64	31.43	25.02
绿城中国	3900 HK	买入	5.95	9.75	15,098	0.03	0.02	0.02	0.08	183.89	247.39	215.85	60.59
招商蛇口	001979 CH	买入	6.89	10.30	62,120	0.11	0.09	0.10	0.11	60.68	76.15	70.26	61.64
中国金茂	817 HK	买入	1.32	1.92	17,836	0.09	0.09	0.10	0.11	12.30	12.28	11.69	10.49
城投控股	600649 CH	买入	4.01	5.83	9,992	0.12	0.13	0.16	0.19	34.54	29.99	25.55	21.42
中国海外发展	688 HK	买入	12.91	18.54	141,298	1.16	1.07	1.07	1.11	9.63	10.46	10.43	10.09
绿城服务	2869 HK	买入	4.29	6.09	13,526	0.28	0.31	0.35	0.39	13.28	12.04	10.73	9.57
建发股份	600153 CH	买入	8.34	11.79	24,182	-3.73	0.57	0.87	1.12	-2.24	14.65	9.60	7.43
新鸿基地产	16 HK	买入	119.20	164.37	345,415	7.54	8.04	8.45	8.75	15.80	14.82	14.11	13.62
滨江集团	002244 CH	买入	8.56	11.64	26,634	0.68	0.71	0.74	0.79	12.59	12.02	11.62	10.89
华润万象生活	1209 HK	买入	39.90	54.08	91,072	1.73	1.91	2.15	2.42	19.94	18.02	16.03	14.23
华润置地	1109 HK	买入	29.88	37.92	213,072	3.56	3.02	3.10	3.31	7.25	8.56	8.34	7.81
招商积余	001914 CH	买入	9.07	11.44	9,557	0.62	0.88	0.95	1.03	14.60	10.29	9.54	8.83
太古地产	1972 HK	买入	24.42	30.57	140,598	-0.27	1.34	1.54	1.73	-91.71	18.28	15.91	14.13
中国海外宏洋集团	81 HK	买入	2.80	3.11	9,948	0.09	0.10	0.12	0.16	28.23	24.55	20.30	15.58

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表30：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 26H1 业绩：收入 398.0 亿元，同比-32.3%；归母净利 19.6 亿元，同比-39.0%；核心溢利 0.64 亿元。其中运营及服务业务收入 137.0 亿元（+3.2%），占总收入 34.4%（同比+9.4pct），覆盖利息倍数 5.39 倍，已成为公司利润主要贡献来源。开发业务受结算规模下降及存量项目毛利率承压影响，分部业绩亏损 41.1 亿元（1H25 亏损 11.8 亿元）。展望未来，公司开发业务仍处筑底期，但运营及服务业务稳健增长、债务结构持续优化，财务安全底线稳固，为穿越周期蓄势。维持“买入”评级。 考虑公司开发业务短期承压，销售制度改革下公司开发规模预计将进一步收缩，我们下调 2026-28 年开发业务营收及毛利率假设以及 26-27 年合联营投资收益，预计 EPS 为-0.72/0.03/0.21 元（前值 0.14/0.16/0.22 元，下调 605.70%/81.39% /3.22%）。公司 26E BPS 为 22.33 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.51x（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，我们认为公司合理 26E PB 估值 0.41x（因公司业绩波动较大，予以估值折价幅度 20%，前值 10%），对应目标价 10.50 港元（前值 12.94 港元，26E PB0.49x）。 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 09 月 02 日 **点击下载全文：龙湖集团(960 HK,买入)：运营业务稳增积蓄转型势能**

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 2026 年中期业绩：营业收入 366.5 亿元，同比-23.0%；归母净利润 0.9 亿元，同比-93.6%；公司归母净利下滑主要系营业收入下降、毛利率下降以及合联营投资收益下降共同导致。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。考虑到上半年公司少数股东损益占比较去年显著下降，我们预期 26 年全年少数股东损益还将进一步改善，推动 26 年归母净利修复。但由于现房销售政策推广或影响未售项目毛利率、销售规模增速以及融资成本，因此下调 27-28 年营收、毛利率假设、上调融资成本假设，预计 26-28 年归母净利分别为 0.81/0.85/1.10 亿元（前值 0.71/3.23/6.58 亿元，调整幅度+15.00%/-73.82%/-83.25%），对应 EPS 为 0.02、0.02、0.03 元。公司 26E BPS 为 13.49 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.42x（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 0.36x（估值折价幅度 15%），对应目标价 5.63 港元（前值 5.73 港元，基于 0.38x 26PB），汇率 1 港元=0.86498 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 08 月 31 日 **点击下载全文：越秀地产(123 HK,买入)：结算规模和利润率双降导致业绩承压**
建发国际集团 (1908 HK)	公司公布 1H2026 业绩:收入 178.0 亿元(同比-47.9%)，归母净利润(考虑永续债影响)7.9 亿元(同比-13.5%)。交付面积同比下降致收入下滑，但毛利率回升、应占联营公司收益大幅增长、所得税大幅减少三重对冲下，归母净利润降幅小于收入降幅。公司销售端权益合同销售行业排名持续提升，叠加产品力优势和优越的库存结构，维持“买入”评级。 基于公司结算节奏和毛利率修复情况，我们下调公司收入预期，上调毛利率假设，基本维持前值盈利预测，预计 26-28E 归母净利润 30.1/33.5/39.4 亿元，因期内以股代息致股本变化，对应 EPS 调整为 1.30/1.45/1.70 元。参考可比公司 26E 平均 PB 0.74x(Wind 一致预期)，考虑公司相对行业更强的销售韧性、更轻的历史包袱，更优的产品力，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 1.34 倍（维持 80%溢价率），对应 26EBPS13.51 元，目标价 20.90 港元（考虑股本变化追溯调整，前值 17.80 港元，基于 26PB 1.16 倍），维持“买入”评级。 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 08 月 28 日 **点击下载全文：建发国际集团(1908 HK,买入)：货值结构优势推动毛利率持续改善**
新城控股 (601155 CH)	新城控股发布半年报，2026H1 实现营收 176.4 亿元（yoy-20.2%），归母净利 8.5 亿元（yoy-5.1%）。其中 Q2 实现营收 103.3 亿元（yoy-16.5%，qoq+41.1%），归母净利 5.4 亿元（yoy-9.0%，qoq+72.4%）。期内开发业务收入进一步收缩致营收下滑，但商业收入占比提升推动毛利率同比+6.2pct 至 33.1%，盈利质量改善使归母净利降幅显著小于营收。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 0.72 倍，公司开发业务拖累减轻，商业不动产 REITs 布局顺利推进，利润有望进入修复通道，给予公司 0.72x26PB，目标价 19.91 元（前值 19.63 元，0.71x2026PB），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 08 月 27 日 **点击下载全文：新城控股(601155 CH,买入)：商业稳增及 REITs 布局提升盈利质量**
绿城中国 (3900 HK)	公司公布 2026 年上半年业绩：收入 394.81 亿元，同比-26.0%；归母净利润 0.82 亿元，同比-61.0%。利润下滑主要由于结转面积与均价同比下降、毛利率承压，以及本期计提资产减值及公允价值变动损失净额 19.08 亿元。但公司在产品力优势支撑下，经营端彰显韧性，财务底盘稳固，已售未结与合同负债为后续业绩结转打下基础。维持“买入”评级。 我们下调公司 26-28 年归母净利至 0.53/0.60/2.15 亿元（前值 0.73/2.00/4.11 亿元），对应 EPS 为 0.02/0.02/0.08 元。下调原因包括：1）考虑 1H26 公司开发规模以及毛利率下行趋势，我们下调营收与毛利率假设；2）因房价仍在磨底，我们预计资产减值损失规模收窄的幅度弱于此前预期；3）推动长库存去化形成销售费用率的小幅提升。公司 26EBPS 为 13.87 元，参考可比公司 Wind 一致预期 26PB 均值 0.61x，我们认为公司合理 PB 水平与其一致，对应目标价 9.75 港元（前值 9.92 港元，基于 0.63x26EPB）。 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 08 月 27 日 **点击下载全文：绿城中国(3900 HK,买入)：业绩筑底期保持经营端相对韧性**
招商蛇口 (001979 CH)	公司 8 月 29 日发布 2026 年半年报，2026H1 实现营收 547.84 亿元（同比+6.41%），归母净利 5.28 亿元（同比-63.54%）。业绩符合预告预期（归母 5.0-6.5 亿元），利润下滑主要因结转毛利率同比下降及投资收益同比减少所致。销售额以及持有物业收入同比增长，财务稳健，持续看好公司行业变局中提升发展质量、抓住资源整合机遇的能力，多层次 REITs 体系拓展资产重定价空间，维持“买入”。 因公司销售逆势增长，我们小幅上调 26-27 年营收，但拿地谨慎，叠加地产销售制度改革短期内或将延缓公司拓储发力，我们下调 28 年营收，考虑到毛利率仍在磨底、行业资金周转效率或将下降，我们分别下调毛利率、上调财务成本，预计 26-28 年归母净利分别为 8.2/8.8/10.1 亿元（前值 13.1/17.0/22.1 亿元，分别下调-37.71%/-47.88%/-54.43%），可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.71 倍，公司融资优势及储备禀赋优势显著，叠加多层次 REITs 架构有望为公司在行业步入新阶段后奠定相对优势，予以公司 2026 年 0.95 倍 PB（维持 33%溢价），对应 26EBPS 为 10.87 元，目标价 10.30 元，维持“买入”（前值 12.02 元，1.1x26EBPS）。 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 08 月 31 日 **点击下载全文：招商蛇口(001979 CH,买入)：业绩阶段性承压但经营底盘稳健**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
中国金茂 (817 HK)	公司公布 26 年中报：收入 214.2 亿元，同比-15%；归母净利润 8.8 亿元，同比-19%。上半年公司因为结算节奏原因利润有所下滑，预计下半年随着结算规模回升，全年业绩增速会有所修复。公司上半年销售金额逆势增长，行业排名再创新高，“奋进计划”顺利推进，我们预计公司在未来两年将逐步迎来资产质量的持续优化，上调至“买入”评级。 考虑到公司销售额逆势增长但毛利率仍在筑底，我们上调 26-28 年公司结算收入预测，下调毛利率预测，我们预计 26-28 年归母净利润分别为 12.6/13.2/14.7 亿元（前值 12.5/13.2/14.6 亿元）。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 0.41x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26PB 估值 0.41x，汇率 1 港元=0.858 人民币，对应目标价 1.92 港元（前值 1.60 港元，基于 0.35x 26PB）。公司销售规模逆势增长，土储充沛，产品力优势显著，上调至“买入”。 风险提示：销售增速不及预期；结转利润率不及预期；外汇波动风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：中国金茂(817 HK,买入)：销售逆势提升带来潜在资产质量改善**
城投控股 (600649 CH)	城投控股 8 月 31 日发布半年报，2026H1 实现营收 28.41 亿元（yoy-52.1%），归母净利-0.52 亿元（yoy 由盈转亏），符合业绩预告预期。其中 Q2 单季营收 19.88 亿元（qoq+133.0%），归母净利约-0.59 亿元。利润转亏主因在于地产结算规模下降及股权类投资公允价值变动拖累，但毛利率延续改善、待结算资源充沛，我们预计全年利润有望转正并实现增长。公司在上海资源禀赋优势显著，维持"买入"。 我们基本维持 26-28 年归母净利为 3.33/3.91/4.67 亿元的盈利预测， EPS 为 0.13/0.16/0.19 元。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.68 倍，因公司期内回购股份完成注销导致股本变动，每股数据指标有小幅变化，26E BPS 为 8.54 元，我们认为公司作为上海城投平台，禀赋优势显著，强调分红以及回购，显示其积极的市值管理态度，予以 0.68 倍 26PB，目标价 5.83 元（前值 6.70 元，0.79 倍 26PB），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 09 月 02 日 **点击下载全文：城投控股(600649 CH,买入)：静待结算提速修复盈利**
中国海外发展 (688 HK)	公司公布 26 年中期业绩：营业收入 976 亿元，同比+17.3%；归母净利润 70.3 亿元，同比-18.2%。利润下滑主要由于毛利率下降及合联营公司收益减少。我们认为下半年公司高回报项目将进入结算期，叠加上半年销售双位数增长（TOP10 中唯一），公司将持续受益于核心城市资源重估，维持“买入”评级。 考虑到公司已售未结资源充沛，下半年预计高毛利项目步入结算期，我们维持公司 26-28 年归母净利润分别为 116.8/117.1/121.1 亿元的盈利预测，对应 EPS 为 1.07/1.07/1.11 元。公司 26E BPS 为 35.91 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.45 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 18.54 港元（前值 14.72 港元，基于 0.36x 26E 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；商业物业出租率及租金增长不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：中国海外发展(688 HK,买入)：销售逆势增长带来业绩潜在修复空间**
绿城服务 (2869 HK)	公司 8 月 21 日发布半年报，1H26 实现营收 98.7 亿元，同比+6%；核心经营利润 12.5 亿元，同比+16%，基本符合公司指引（15%）；归母净利润 7.1 亿元，同比+15%；核心经营利润和归母净利润均高于我们此前报告对于全年增速的预期（12%/10%）。1H26 公司核心利润指标继续兑现指引，各项业务盈利能力逆势改善，延续积极回购。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，同时兑现具有吸引力的股息回报。维持“买入”评级。 考虑到公司园区服务经营情况和整体提质增效表现，我们小幅下调园区服务营收、管理费用率，上调各业务毛利率，维持 26-28 年归母净利润为 9.71/10.90/12.22 亿元的盈利预测，对应 EPS 为 0.31/0.35/0.39 元。可比公司平均 26PE 为 11 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 17 倍，目标价 6.09 港币（前值 6.35 港币，基于 18 倍 26PE）。 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 08 月 23 日 **点击下载全文：绿城服务(2869 HK,买入)：盈利能力逆势提升兑现指引**
建发股份 (600153 CH)	建发股份发布中报，2026 年 H1 实现营收 3037.84 亿元（yoy-3.7%），归母净利 9.89 亿元（yoy+17.6%），扣非净利 10.77 亿元（yoy+59.52%）。其中 Q2 实现营收 1636.44 亿元（yoy-4.6%），归母净利 2.88 亿元（yoy+12.07%）。业绩改善主要受益于家居业务公允价值变动及减值损失大幅收窄，供应链业务毛利率回升、房地产结算毛利率改善亦有贡献，对比 2025 年全年归母净亏损 108.15 亿元，公司盈利已明显修复。长期视角下，我们看好公司融资优势、优质土储以及建发房产产品力优势的持续提升，叠加高股息属性，维持“买入”。 国企+双主业强化公司融资优势，期内成功发行 56 亿公开债，平均利率仅 1.89%。8 月再发行 30 亿 3 年期公司债，利率仅 2.15%-2.20%。25 年股息率（对应 8 月 31 日股价）达 8.5%。我们维持 2026-2028 年归母净利为 16.51/25.19/32.53 亿元，BPS 为 21.05/21.22/21.64 元的预测，可比公司对应 26 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.56 倍，预计 26EBPS 为 21.05 元，予以 0.56 倍 PB，目标价 11.79 元（前值 12.42 元，26PB0.59x），我们认为，随着红星美凯龙的扭亏为盈，公司利润步入快速修复通道，融资优势、产品力优势以及高股息属性强化公司的市场竞争力以及投资价值，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 09 月 01 日 **点击下载全文：建发股份(600153 CH,买入)：盈利修复通道开启**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
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**
滨江集团 (002244 CH)	公司 8 月 26 日发布半年报，1H26 实现营收 321.1 亿元，同比-29%；归母净利润 15.5 亿元，同比-16%。1H26 公司结转规模较小导致归母净利润同比下滑，销售、拿地和融资表现符合公司目标，重回净现金状态。公司在杭州具备显著的深耕优势，土储质量扎实，兼顾财务稳健和拿地力度，有望率先受益于核心城市房地产市场复苏。维持“买入”评级。 考虑到公司待结转资源的进一步消耗，我们下调营收，预计 26-28 年归母净利润为 22.2/22.9/24.5 亿元（前值 22.9/23.7/25.3 亿元，下调 3%/3%/3%），26BPS 为 10.12 元。可比公司平均 26PB（Wind 一致预期）为 0.54 倍，考虑到公司业绩相对具备韧性、土储质量扎实、财务杠杆稳健、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，目标价 11.64 元（前值 11.66 元，基于 1.15 倍 26PB）。 风险提示：地产政策、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 08 月 27 日 **点击下载全文：滨江集团(002244 CH,买入)：净现金状态巩固财务稳健性**
华润万象生活 (1209 HK)	公司 8 月 31 日发布半年报，1H26 实现营收 92.2 亿元，同比+8%；核心净利润 22.3 亿元，同比+11%，接近我们前次报告中预测的全年增速（13%）；中期派息率 100%。1H26 公司商业航道在“十五五”开局阶段逆势呈现亮眼经营和拓展表现，推动核心净利润兑现公司指引。公司作为中国消费“HALO 资产”的头部运营商，竞争壁垒突出。我们看好其在“十五五”进取目标指引下兑现稳健成长，若消费环境迎来复苏，业绩和股价表现有望得到额外催化。此外，公司股息率具有较强吸引力。维持“买入”评级。 我们根据公司经营情况和开业计划，小幅下调非住物管和商管毛利率，上调 27-28 年购物中心开业规模，预计 26-28 年核心净利润为 43.7/49.1/55.3 亿元（前值 44.5/50.2/56.9 亿元，下调 2%/2%/3%），对应 26-28 年核心 EPS 为 1.91/2.15/2.42 元。我们延续分部估值框架，分别给予购物中心商管/大物管/生态圈业务 29 倍 27PE/10 倍 27PE/5 倍 27PS，得到合理市值为 1234 亿港币，目标价 54.08 港币（前值 63.57 港币，基于 34 倍 27PE/11 倍 27PE/5 倍 27PS）。我们下调了购物中心商管和大物管业务估值倍数，前者主因国内消费环境承压带来一定不确定性（但因竞争壁垒突出仍给予小幅溢价），后者主因可比公司估值下滑。 风险提示：消费复苏不及预期、关联房企支持减弱、市拓竞争和盈利能力下行、收购整合的风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 31 日 **点击下载全文：华润万象生活(1209 HK,买入)：商业航道逆势呈现亮眼表现**
华润置地 (1109 HK)	公公司公布 26H1 业绩：综合营业额 678.7 亿元，同比-28.5%；归母净利 98.4 亿元，同比-17.2%；核心净利润 101.6 亿元，同比+1.6%。综合毛利率 25.4%（+1.4pct），经常性业务核心净利润 66.5 亿元（+10.4%），占比提升 5.3pct 至 65.5%，盈利结构持续优化。营收下滑主因本期地产开发结算规模减少，同时减值影响下结算毛利率下行。但经常性业务收入稳健提升，推动核心净利逆势正增长，展现出穿越周期的业绩韧性。中期股息每股 0.20 元，同比持平，持续兑现股东价值。维持“买入”评级。 考虑 26H1 开发结算规模以及毛利率下降，我们下调 2026-2028 年开发业务营收及毛利率预测，预计 2026-2028 年 EPS 为 3.02/3.10/3.31 元（前值 3.34/3.41/3.76 元）。公司 26E BPS 约 42.45 元，可比公司平均 26E PB 为 0.55 倍（Wind 一致预期），考虑到地产新格局下，持有运营业务更具溢价，公司强大的不动产经营能力和融资优势也将进一步转化为相对其他房企的竞争优势，我们认为合理 26E PB 为 0.77 倍（估值溢价 40%，上调 10pct），对应目标价 37.92 港元（前值 38.54 港元，0.79 倍 26EPB）。 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 09 月 02 日 **点击下载全文：华润置地(1109 HK,买入)：经常性业务稳增构筑业绩压舱石**
招商积余 (001914 CH)	公司 8 月 26 日发布半年报，1H26 实现营收 97.7 亿元，同比+7%；归母净利润 5.0 亿元，同比+0.2%，盈利能力进一步承压，主要因为非住宅基础物管毛利率受市场竞争影响同比下降。但公司非住宅市拓规模在激烈竞争下仍取得亮眼增速，彰显核心竞争力。我们看好公司保持市拓优势，关注商业不动产 REITs 对业绩和商管模式的影响。维持“买入”评级。 考虑到商业不动产 REITs 发行尚未获得交易所批准，我们暂未将其纳入盈利预测。基于市场竞争，我们下调毛利率，预计公司 26-28 年归母净利润为 9.3/10.0/10.8 亿元（前值 10.0/10.7/11.4 亿元，下调 7%/6%/5%），其中 26 年较 25 年剔除出售衡阳项目影响的归母净利润（9.1 亿元）+2%，对应 26-28 年 EPS 为 0.88/0.95/1.03 元，26E 股息率为 3.5%。可比公司平均 26PE 为 11 倍（Wind 一致预期），综合考虑公司优秀的非住宅市拓能力、A 股流动性溢价和持续承压的盈利能力，我们收窄估值溢价，认为公司合理 26PE 为 13 倍，调整目标价至 11.44 元（前值 14.25 元，基于 15 倍 26PE）。 风险提示：商业不动产 REITs 发行存在不确定性，物业费降价、收缴和退盘风险，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 08 月 27 日 **点击下载全文：招商积余(001914 CH,买入)：非住宅市拓核心能力得到充分彰显**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
太古地产 (1972 HK)	首次覆盖太古地产并给予“买入”评级，目标价 30.57 港元，对应 2026 年 21.2 倍 PE（经常性核心 EPS 口径）。公司是港股市场典型的商业类 HALO 资产--核心城市地标商业物业重资产运营，长生命周期叠加不可复制性，构筑稳健现金流底盘。市场长期视其为防御性标的，但我们认为，随着 2022 年千亿港元投资计划启动，成长性成为公司新的价值标签。 作为泛亚太重奢 HALO 资产，公司兼具安全性与成长弹性。我们预计 2026-2028E 营收 207.9 /221.1/234.0 亿港元，同比+29.6%/+6.3%/+5.8%，经常性核心归母净利分别为 82.9/87.1/95.6 亿港元。由于商业地产入市后存在 2 年爬坡期，物业投资在营面积增速高峰 27 年，因此 29 年后利润增长更为显著。基于 SOTP 每股 NAV 50.96 港元及 40%折让（反映港股商业地产流动性折让、多元化经营折让及开发业务不确定性），给予目标价 30.57 港元（26E 经常性核心 EPS21.2x），首次覆盖给予“买入”。 风险提示：商业地产需求修复不及预期：地产销售去化与利润率波动；测算偏差风险；美联储货币政策波动风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 23 日 **点击下载全文：太古地产(1972 HK,买入)：高壁垒商业旗舰的成长加速度**
中国海外宏洋集团 (81 HK)	公司公布 26 年中报业绩：收入 141.45 亿元，同比-2.7%；归母净利润 3.28 亿元，同比+15.4%；毛利率同比+2.5pct 至 11.8%。结转结构优化推动毛利率修复，业绩重回增长轨道。我们认为随着 2022 年后获取的相对高毛利项目结转占比提升，公司盈利能力有望进一步改善，上调至“买入”。 我们上调公司 26-28 年归母净利润至 3.50/4.24/5.52 亿元（前值 2.89/3.04/3.48 亿元），对应 EPS 为 0.10/0.12/0.16 元。上调净利润原因主要因销售逆势增长势头以及结算结构优化下，结算收入以及毛利率高于我们此前预期。公司 26E BPS 为 8.95 元（前值 8.93 元），参考可比公司平均 26PB 为 0.30x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26PB 估值 0.30x（前值估值折价 10%，上调估值主要原因在于公司规模成长性以及合肥等重点布局城市的新兴产业发展赋能），汇率 1 港元=0.857 人民币，对应目标价 3.11 港元（前值 2.51 港元，基于 0.25x 26PB），公司盈利能力率先修复，销售规模逆势增长，城市深耕能力突出，上调至“买入”。 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 08 月 25 日 **点击下载全文：中国海外宏洋集团(81 HK,买入)：毛利率修复驱动业绩回升**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

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。

地产量价复苏不及预期的风险：今年以来重点城市二手房成交量和房价表现有所改善，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。
- 招商积余（001914 CH）、滨江集团（002244 CH）、建发股份（600153 CH）、招商蛇口（001979 CH）、中国海外宏洋集团（81 HK）：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。
- 中国海外发展（688 HK）、新鸿基地产（16 HK）、华润万象生活（1209 HK）、龙湖集团（960 HK）、华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 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。
- 招商积余（001914 CH）、滨江集团（002244 CH）、建发股份（600153 CH）、招商蛇口（001979 CH）、中国海外宏洋集团（81 HK）：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。
- 中国海外发展（688 HK）、新鸿基地产（16 HK）、华润万象生活（1209 HK）、龙湖集团（960 HK）、华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 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