仅供内部参考，请勿外传！

证券研究报告

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

走进现房时代，存量先起

——2027年房地产行业年度投资策略

行业评级：看好

2026年10月26日

分析师 杨凡

邮箱 yangfan02@stock.com.cn

电话 13916395118

证书编号 S1230521120001

仅供内部参考，请勿外传！

报告核心内容摘要

1、房地产行业展望：2026年房地产行业呈现"总量下行、结构修复"格局，政策与制度层面发生重大调整。

- 基本面方面，统计局数据显示"结构性修复格局"：一线城市8月新房房价环比转涨、二手房价环比连续六个月上涨，上海同比率先转正，改善型产品成交占比系统性抬升、新价格锚正在形成。
- 政策方面，一线城市限购接力松绑、公积金系统性激活，9·29财政贴息实现结构性降息；8·28现房销售制度出台，五城细则落地，行业底层规则重塑。
- 业绩方面，2026H1A股板块整体净利润率-15%，中介、商管利润兑现相对较好，物业保持稳健。行情方面，中介全年股价表现相对更好；6—7月各板块共振探底，商管、物业下半年显著承压，转型股脉冲式波动。

2、行业机会挖掘：2027年行业将进入"现房时代"，核心矛盾从"政策与基本面"转向"制度执行与现金流适应"。

- 行业视角：我们认为截止2026年底，需求端政策基本应出尽出，基本面结构性修复进入兑现期；但若2027年推行现房制度，开发商回款周期会显著拉长。2026年1—9月百强拿地已同比-20.5%、溢价率降至6.9%，拿地金额、拿地面积、新开工、销售额均呈现同比负增长，我们认为该趋势或延续至2027年。与此同时，我们认为增量市场供给侧加速出清，存量市场利好更加明显。
- 政策展望：房地产政策方面，货币政策宽松从"利率普降"转向"精准贴息"，我们认为后续可关注财政贴息对刚需的撬动效果，此外地方现房制度细则的出台与执行节奏或有差异但不改趋势。
- 投资视角：投资主线按"与现房制度的关系"划分比按"轻/重资产"更有效——中介基本不受冲击，开发商按现金流适应力剧烈分化，商管估值取决于利率拐点，物业回归红利定价，产业园、转型股一事一议。我们认为2027年现金流适应能力将取代土储规模成为最重要的影响因素。

3、房地产行业年度策略：与2025—2026年相比，我们认为2027年是进一步深挖"α个股"的时代，投资策略核心是"走进现房时代，存量先起"。2027年地产板块的投资策略我们建议关注：

- 1）中介龙头：贝壳-W；
- 2）优质头部，优选现金流安全垫厚、收入利润不完全依赖住宅开发的"开发+运营"类企业，关注：华润置地、建发股份，此外三四线头部中国海外宏洋我们认为也可关注；
- 3）商管和物业，红利风格下具备稳定分红能力的头部公司，关注：华润万象生活。

4、风险提示：

- 现房制度过渡期房企资金链摩擦风险、宏观经济与居民收入预期制约风险、购房贴息政策续期不确定风险、政策执行节奏不确定性风险以及市场信心修复缓慢风险等因素可能延缓行业复苏进程。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

CONTENTS

01 2026年基本面与行情复盘

02 2027年度行业机会挖掘

03 选股思路和推荐组合

04 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.1 2026年各个子行业业绩

2026年H1，A股地产子领域盈利能力整体承压

- 截止2026年10月本报告撰写期间，我们选取A股共计109个地产股，H股共计100个，净利润分析时间维度聚焦中报。对比来看，2026年A股各子板块净利润表现同比下滑，净利润为正的公司占比减少。物业公司净利润均为正，完全转型的公司净利润也有好转。
- 个别公司因转型或业务聚焦方向改变，我们认为不再适用于开发商分类，因此2026年子板块复盘过程中开发商股票数量减少。

2025年中报数据			
A股地产股子版块业绩情况	总计数量（个）	归母净利润为正数量（个）	利润为正占比（%）
开发商	52	30	58%
商管	2	1	50%
中介	2	1	50%
物业	6	6	100%
产业园	9	6	67%
B股	9	7	78%
ST股	8	1	13%
完全转型	10	5	50%
泛地产转型	9	4	44%
基金管理	1	-	0%
总计	**109**	**58**	**56%**

2026年中报数据			
A股地产股子版块业绩情况	总计数量（个）	归母净利润为正数量（个）	利润为正占比（%）
开发商	47	14	30%
商管	4	2	50%
中介	2	1	50%
物业	6	6	100%
产业园	9	5	56%
B股	9	5	56%
ST股	8	3	38%
完全转型	13	9	69%
泛地产转型	9	4	44%
基金管理	1	-	0%
总计	**109**	**49**	**45%**

资料来源：《优选“轻”与“好”》、iFind，浙商证券研究所；泛地产转型指的是主业仍然是地产，转型方向是地产服务，若转型其他新兴领域但主业仍然是地产则也归为此类

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.1 2026年各个子行业业绩

2026年H1，H房企盈利略有改善，中介业绩表现稳定

- H股开发商呈现利润同比2025年转正数量微增的现象，与A股开发商利润转正数量减少形成对比。商管利润转正数量也有微增。
- 中介公司只有贝壳-W一个标的，2025~2026年中报贝壳业绩表现比较稳定，利润持续为正。

2025年中报			
H股地产股子版块业绩情况	总计数量（个）	归母净利润为正数量（个）	利润为正占比（%）
开发商	61	17	28%
商管	19	10	53%
物业	19	19	100%
中介	1	1	100%
总计	**100**	**47**	**47%**

2026年中报			
H股地产股子版块业绩情况	总计数量（个）	归母净利润为正数量（个）	利润为正占比（%）
开发商	61	18	30%
商管	19	11	58%
物业	19	17	89%
中介	1	1	100%
总计	100	47	47%

资料来源：《优选“轻”与“好”》、iFind，浙商证券研究所；泛地产转型指的是主业仍然是地产，转型方向是地产服务，若转型其他新兴领域但主业仍然是地产则也归为此类

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.1 2026年各个子行业业绩

2026年H1，A股房地产股业绩特点

1）开发商"降速缩表"特征明显：平均毛利率20.18%、净利率-21.12%，分别较2025H1降幅扩大1pct和14pct；2025H1平均毛利率20.83%、净利率-9.15%，分别较2024H1降幅扩大4pct和34pct；从降幅来看，2026H1利润率下滑放缓。但平均亏损额由-5.41亿扩大至-6.97亿，利润压力仍未解除。

2）出清端（ST股、转型类）改善最为显著，"幸存者"质量提升：ST股平均净利由-12.25亿大幅减亏至-0.18亿，毛利率+12pct、净利率+58pct；完全转型公司毛利率+15pct、净利率+25pct；泛地产转型净利率同比降幅从-32pct收窄至-9pct。重组、缩表、剥离开发业务的效果集中兑现。

3）产业园毛利率承压，净利润略有好转：产业园净利润从2025H1的2.78亿元下降到2026H1的2.15亿元，板块平均毛利率23.03%，同比毛利率下降6个百分点；净利率由-8.27%提升到-5.77%。我们认为产业园经营端仍然存在压力，净利润略有好转可能和减值减少和投资收益增加有关。

A股地产股子版块业绩情况	个数	26H1平均归母净利润（亿元）	26H1平均毛利率（%）	26H1平均净利率（%）	26H1归母净利润增速（%）	26H1平均毛利率变化（pct）	26H1平均净利率变化（pct）
开发商	47	-6.97	20.18	-21.12	-	-1	-14
商管	4	2.10	42.85	0.97	-625%	0	6
中介	2	0.23	9.53	-0.96	79%	0	-1
物业	6	1.01	14.91	4.47	-10%	-2	-2
产业园	9	2.15	23.03	-5.77	-23%	-6	3
B股	9	1.66	34.21	-13.18	29%	-3	-10
ST股	8	-0.18	23.22	-14.74	-	12	58
完全转型	13	-0.29	25.89	-17.83	-	15	25
泛地产转型	9	-1.40	18.94	-11.85	-	-5	-9
基金管理	1	-2.44	43.11	-41.38	-	3	13
总计/平均	**109**	**-2.73**	**22.88**	**-14.93**	**-**	1	-0

资料来源：iFind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.1 2026年各个子行业业绩

2026年H1，H股房地产股业绩特点

1）**开发商"缩表出清"**：61家开发商平均亏损额由-17.01亿小幅收窄至-16.36亿，毛利率同比降幅收窄至-1pct（25H1为-7pct），接近止跌；但平均净利率-103.34%。与A股开发商"毛利率持平、亏损额反扩"相比，H股开发商已进一步进入"收入出清后期"。

2）**商管内部分化**：19家商管公司平均归母净利润由5.93亿跃升至13.46亿（+129%），毛利率稳定在47%高位；但板块平均净利率仍为-13.71%，且平均净利率同比+22pct——利润集中于头部公司（租金收入+重估收益双增），尾部商管仍受公允价值变动和资产减值拖累。

3）**H股物业利润表现稳定**：H股物企平均净利4.04亿（基本持平）、平均净利率6.17%（同比-1pct）。

4）**中介利润跳增，表现最强**：唯一中介公司平均归母净利润21.62亿→38.79亿（+79%），毛利率21.32%→26.65%、净利率4.38%→8.93%双升，是表现最强的子板块。

H股地产股子版块业绩情况	个数	26H1平均归母净利润（亿元）	26H1平均毛利率（%）	26H1平均净利率（%）	26H1归母净利润增速（%）	26H1平均毛利率变化（pct）	26H1平均净利率变化（pct）
开发商	61	-16.36	10.04	-103.34	-	-1	-42
商管	19	13.46	47.16	-13.71	129%	-4	22
物业	19	4.04	19.72	6.17	0%	-2	-1
中介	1	38.79	26.65	8.93	79%	5	5
总计/平均	100	-6.07	19.11	-63.00	-	-2	-21

资料来源：iFind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.2 2026年各个子行业行情

年内开发、商管、物业鲜有亮点

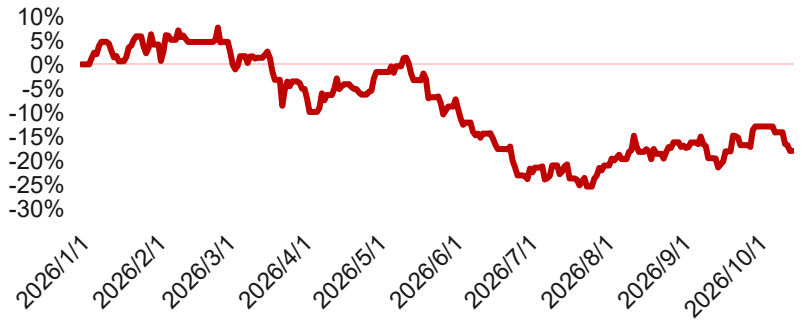
- 开发和物业的股价在年初经历了小阳春后，持续下探，大约在6-7月见底，7-9月有所修复。我们认为这和市场风格切换和年底政策预期有关。
- H股三个板块和A股相比承压更大，我们认为2026H2之后港股对海外流动性更明显，因此承受较大压力。

驱动因素：年初小阳春，7月风格切换，9月政策预期

驱动因素：A-核心资产高股息，H-加息预期杀估值

驱动因素：6月风格，基本面收缴率和物业费承压

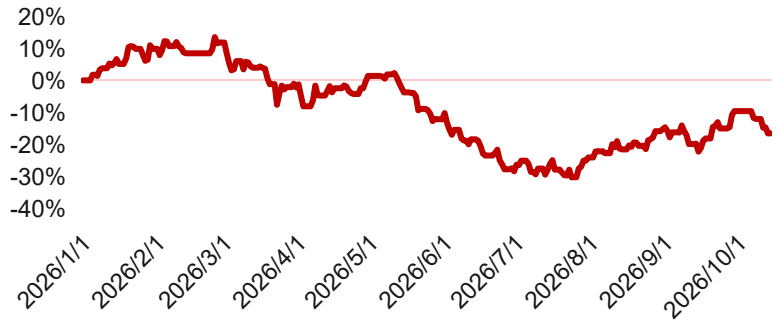
A股开发商



A股商管



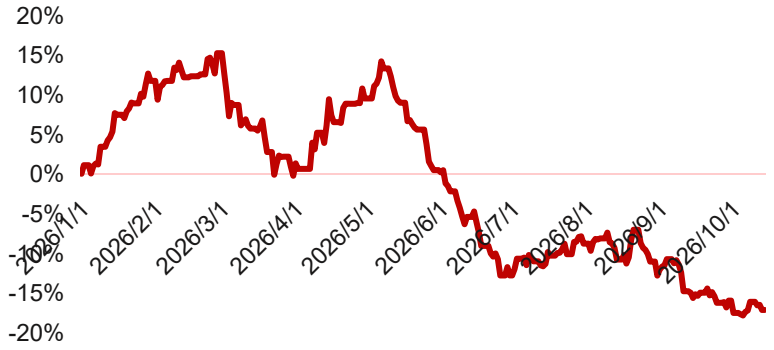
A股物业



H股开发商



H股商管



H股物业



资料来源：iFind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.2 2026年各个子行业行情

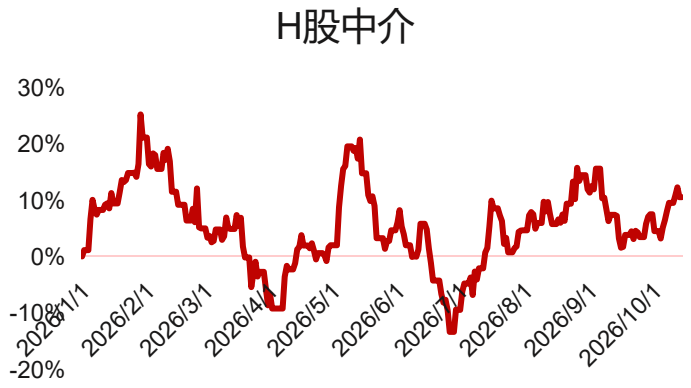
年内我们多次提出关注中介

- **中介**：年内我们在Q2板块策略和中期策略中都提出“存量崛起，开发磨底”的观点，并看好中介。年内各板块横向对比来看，AH中介股票表现相对更稳。
- **产业园**：产业园子板块在2025年跟随科技走势有显著的超额收益，但进入2026年之后收益始终欠佳。我们认为其核心原因在于市场对纯科技股更加关注，2025年产业园分流了部分科技投资资金，2026年后基本面无更多亮点时估值难维持在高位。
- **转型股**：我们认为转型标的差异性较大，虽然个别标的可能因为转型带来巨大预期差，但节奏和收益均有较大不确定性，需要一事一议。

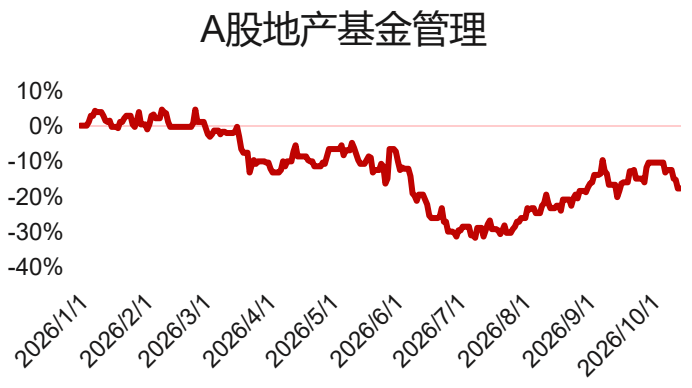












资料来源：iFind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

01 2026年基本面与行情复盘

1.3 2026年实际行情和年度策略对比

2026年策略回顾，以及2026年实际推荐情况回顾

- 回顾2026年度策略，我们主要看好三个方向：商管和物业（掘金新生态、"买轻的"）、中介龙头贝壳（利润增速边际改善推动估值修复）、开发商中现金流极度安全、已成功转向"开发+运营"的龙头公司（幸存者逻辑）。排序上商管>物业>产业园>中介=开发商龙头>转型标的，核心思路"避险为基，买轻买好的"。
- 实际上2026年商管、物业和产业园整体表现欠佳，商管个别港股表现较为稳健。物业股的股价走势和开发商基本趋同，并未显示出明显的逆周期属性，股价走势上反而更像是和开发商一样偏周期。
- 我们在进行推荐的时候，一方面我们强调开发商内部分化显著，板块告别Beta迎来深挖Alpha，另一方面2026Q2开始我们加强了对中介公司的关注度和推荐力度。从前述各子板块年内收益表现横向比较来看，H股优质房企年内仍然能够实现较不错的正收益，而中介公司表现也相对突出。

类别	代码	公司	2026年内累计涨幅 2026/1/1-2026/10/15
A股开发商收益Top	000517.SZ	荣安地产	14%
	000042.SZ	中洲控股	13%
	600665.SH	天地源	2%
	002244.SZ	滨江集团	1%
H股开发商收益Top	9968.HK	汇景控股	552%
	0081.HK	中国海外宏洋集团	59%
	6968.HK	港龙中国地产	23%
	0432.HK	盈大地产	11%
	1113.HK	长实集团	10%
	1109.HK	华润置地	10%
	0688.HK	中国海外发展	4%
中介	2423.HK	贝壳-W	9%
	000560.SZ	我爱我家	26%

类别	代码	公司	2026年内累计涨幅 2026/1/1-2026/10/15
H股商管收益Top	1997.HK	九龙仓置业	20%
	1972.HK	太古地产	16%
	0016.HK	新鸿基地产	11%
	80016.HK	新鸿基地产-R	7%
AH物业收益Top	000011.SZ	深物业A	40%
	002188.SZ	中天服务	-2%
	603506.SH	南都物业	-8%
	001914.SZ	招商积余	-13%
	6666.HK	恒大物业	7%
	2602.HK	万物云	4%
A股转型票	600641.SH	先导基电	153%
	600683.SH	京投发展	107%

资料来源：《优选“轻”与“好”》、iFind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.1 政策及宏观视角

2025年底政策风向传导到稳预期，2026年政策进一步发力

- 回顾2026年度策略，我们当时对2026年房地产政策的展望是1）**北京及上海具备限购调整潜力；2）部分城市房贷利率降至3%左右，未来仍具调整空间。**实际上一线城市在2025年底-2026年初陆续放松了限购和公积金贷款政策。房贷利率方面，虽然商贷维持在3%左右，但是9月贴息政策我们认为实际上是给刚需盘实行了结构性的降息。
- 基本面方面，2026年8月统计局对房地产市场的定调就是"延续结构性修复格局"：一线城市新房房价月环比转涨（+0.1%）、二手房价环比连续第六个月上涨，二三线房价月环比降幅收窄，各线同比降幅继续收窄。这与我们先前基本面企稳的特征判断“结构性、区域性企稳”基本吻合。此外腾讯新闻报道显示，2026年改善型产品成交占比系统性抬升、核心区次新议价空间收窄至3-5%，低密改善地块在土拍市场获高溢价，新价格锚正在形成。这与我们判断的修复路径2趋同。我们认为当前需求端政策基本应出尽出，基本面已经进入结构性修复。开发商的盈利改善在经历过现房制度调整后会滞后修复。

政策出台 → **行业基本面企稳** → **房企业绩改善**

1、需求侧调整：限制类政策放松，解除限购、限贷等方面。**北京及上海具备限购调整潜力。**

2、降低购房成本及购房门槛：

①首付比例已降至历史最低15%；**②部分城市房贷利率降至3%左右，未来仍具调整空间**；③税费减免具备调整潜力：非普标准。

3、财政发力：已出政策工具加快落地

①土地盘活：专项债券资金收回收购存量闲置土地加速推进；②收储：超过29个城市已落地首批房源征集细则；③城中村改造：城中村改造扩围至近300个城市。

结构性、区域性企稳

- 路径1：一线城市局域性、结构性价格企稳，逐步传导至二线城市，三四线城市房价降幅企稳
- 路径2：新推出改善性产品产生代际差异，改善型产品价格企稳，为区域提供新的价格锚定

布局核心城市+改善型开发商

- 核心城市率先修复
- 改善型产品市场竞争力更强
- 房企减值压力下降

资料来源：《2025年度策略：从“房地产”走向“大城市”》、国家统计局、克而瑞、腾讯新闻，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.1 政策及宏观视角

2026年房地产政策制度重大调整，同时稳需求侧政策适时推出

- 2026年房地产政策呈现"制度改革与需求托底并举"的特征：制度端，现房销售制度确立（预售门槛提至主体结构封顶）、《住房公积金管理条例》18年来首次大修，行业底层规则重塑；需求端，一线城市限购接力松绑、公积金全面提额降率、财政首次购房贴息适时推出，利率政策从"普降"转向"精准贴息"，稳需求与促转型同步推进。

日期	政策	要点
2025.12—2026.08	一线城市限购"接力式"松绑	北京两轮：非京籍五环内3年→2年→1年、全市统一，二孩家庭多购1套；上海"沪七条"：非沪籍外环内3年→1年、满3年增购1套、居住证满5年可购；深圳：核心区（福田、南山、宝安新安）定向放开，居住证无需社保可购1套；广州限购早已取消，转向"卖旧买新"补贴（最高3万）
2026.01—2026.08	公积金政策系统性激活	利率：存量统降0.25pct，5年以上首套2.85%→2.6%历史最低（1月1日生效）；额度：上海首套160万元→240万元（叠加最高324万元）、北京单人120万元/夫妻240万元、深圳单人70万元/双人130万元、广州单人100万元/双人200万元；制度：《住房公积金管理条例》18年来首次大修（6月征求意见、8月出台），扩大灵活就业缴存、简化提取；地方上半年公积金政策超250条，覆盖提额、降首付、代际互助、异地互认
2026.01—2026.02	住房交易税费优惠	不满2年住房增值税5%→3%，降低置换成本；上海同步优化房产税
2025.12—2026.04	城中村改造与房票安置	深圳首个城中村房票安置项目落地（55户"房票+货币"组合安置）；广州穗八条优化房票、探索"一二手联动"
2026.04	中央定调+城市更新	中央政治局会议："努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新"；财政部、住建部明确中央财政支持城市更新，东/中/西部单城补助上限8/10/12亿元；当月地方政策75条中宽松性72条，创一年新高（天津、武汉、苏州等核心二线跟进）
2026-08-28	三部委《关于完善商品住房销售制度的通知》	新出让土地项目优先现房销售；预售门槛提高至主体结构封顶；回款节点后移、资金周期拉长，行业告别"高周转"
2026-09-29	财金〔2026〕95号购房贴息	中央财政首次贴息：首套+120平以下+150万元以下；年化1pct、最长5年、单户上限100万元；中央地方90%/10%分担；10月1日实施、暂定一年

资料来源：住建部、财政部、中国人民银行、求是网，浙商证券研究所

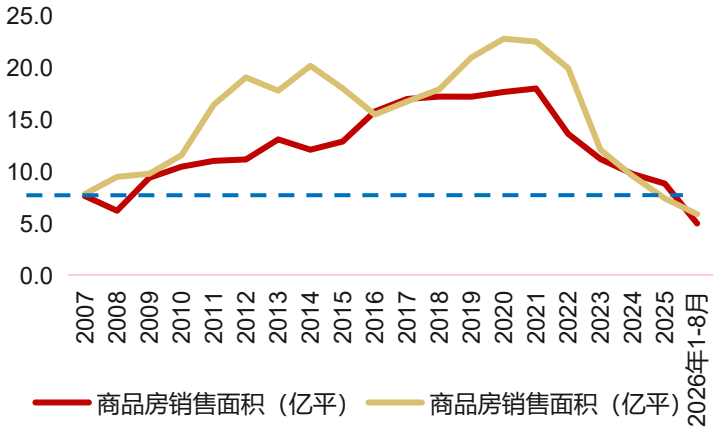
仅供内部参考，请勿外传！

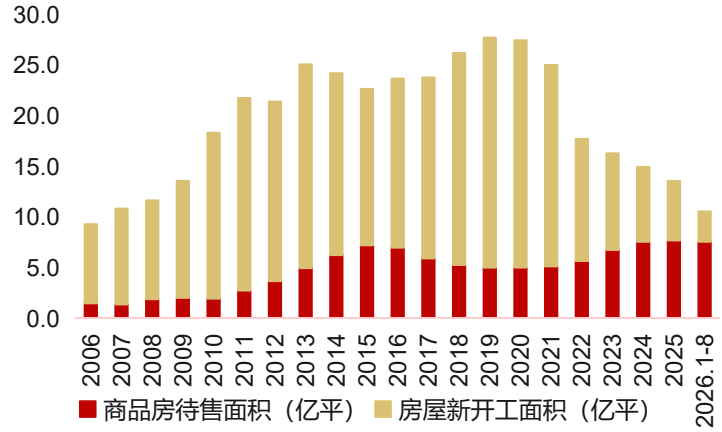
02 2027年度行业机会挖掘

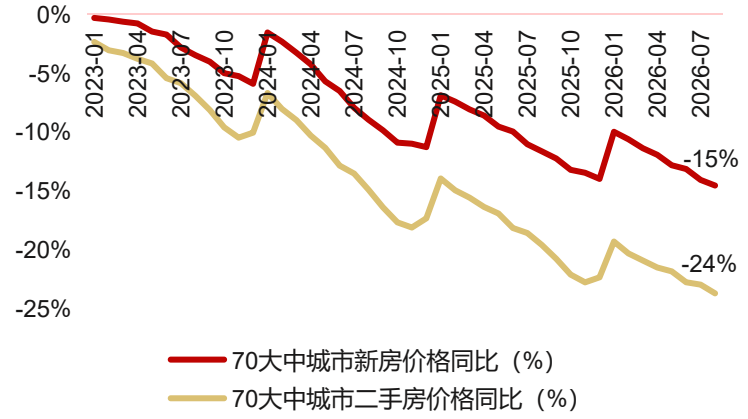
2.1 政策及宏观视角

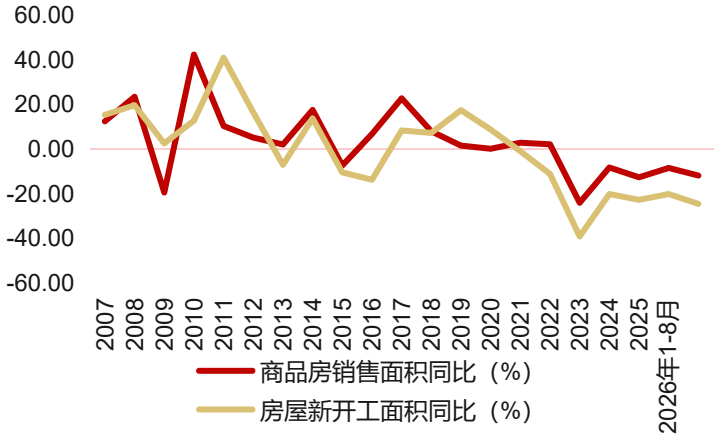
2026年房地产行业重要数据概览 —— 总量下行，结构调整

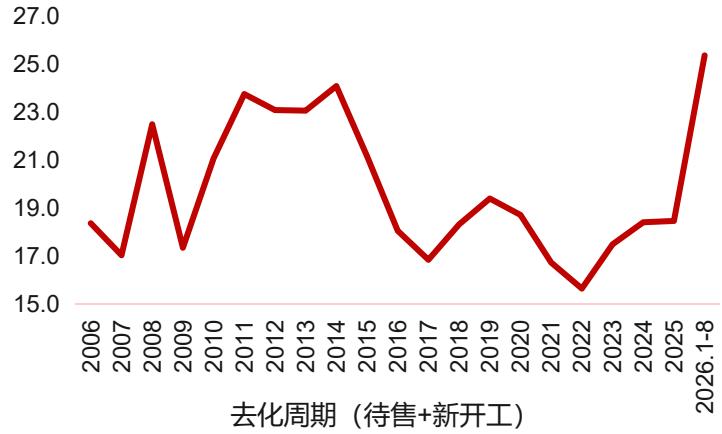
- 2026年新开工面积延续2025年加速回落的趋势，已经低于销售面积。我们2025年底预计2025年全年商品房销售面积不足9亿平，实际8.8亿平。我们预计2026年全年销售面积会进一步下探到约7亿平。
- 我们预计在现房制度2027年全面执行后，新开工面积会进一步减少，增量市场供给侧加速出清。
- 2024年以来新房二手房价格下行差异逐渐拉大，2026年依然延续该趋势，我们认为这是好房子推动带来的老房子加速折旧的结果。

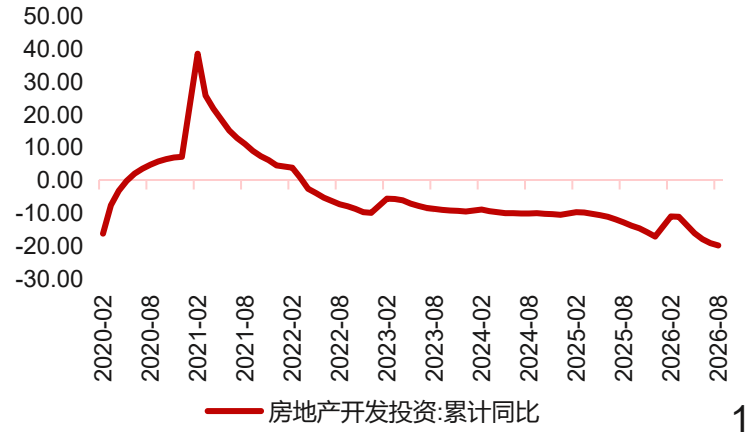












资料来源：iFind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.2 经营基本面视角

828新政后房企拿地变谨慎

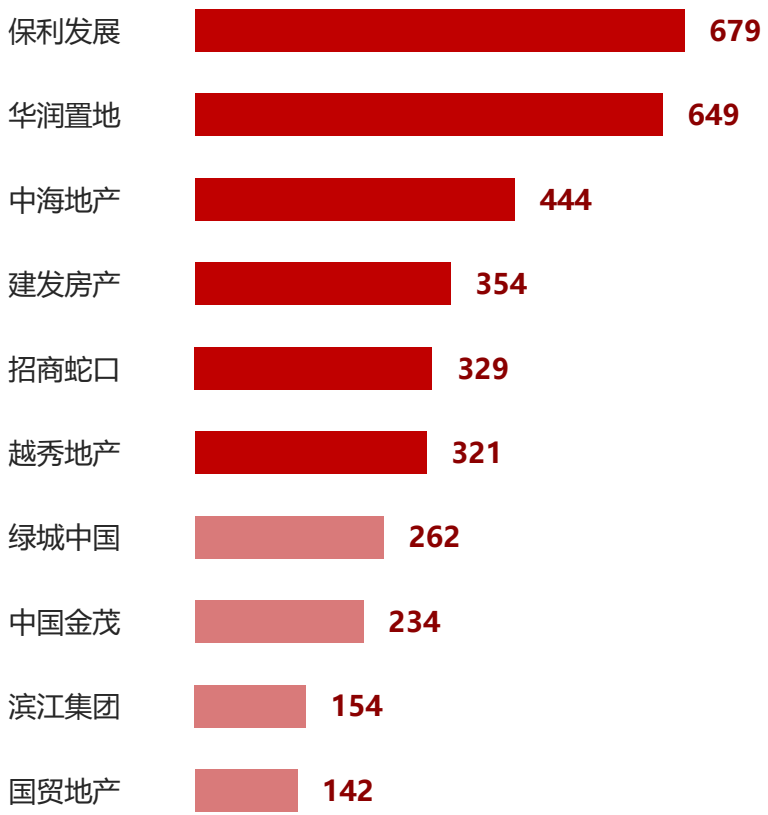
总量指标

5785亿元
TOP100拿地总额
同比 -20.5%

-2.7pct
降幅较1—8月重新扩大
1—8月约-17.8%

6.9%
9月300城宅地平均溢价率
三季度逐月回落

权益拿地金额TOP10（亿元）



注：深色=权益拿地超300亿；滨江集团为TOP10中唯一民企

结构特征

Top10民企仅存1家
TOP30民企拿地仅319亿元；TOP10中民企仅剩滨江集团1家

逆势加仓
越秀地产拿地金额同比+169%（拿地销售比73%）、保利+39%、华润+25%

区域集中
城市群TOP10拿地：长三角约1600亿 > 粤港澳923亿 > 京津冀729亿 > 中西部424亿

货值格局
权益新增货值：华润1400亿第一、保利1244亿、越秀903亿；央国企“单城重仓+跨区域均衡”

资料来源：中指研究院《2026年1—9月全国房地产企业拿地TOP100排行榜》（截至2026/9/30）、每经网，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.2 经营基本面视角

8·28新规下的2027年：考验开发商现金流

- 我们认为，2027年将是现房销售制度从"政策发布"走向"全面执行"的元年：随着北京、上海、广州、深圳、武汉五城细则落地、2027年底过渡期逐步届满，开发商商业模式将从"预售高周转"切换为"现房慢周转"。我们认为，2027年开发商面临的核心挑战不是利润，而是现金流能否适应回款节奏的后移。
- 在适应期内，我们认为开发商将普遍采取"以收定支"的被动收缩策略，因此拿地金额、拿地面积、新开工面积、销售额会持续缩减规模。与此同时，我们认为这一过程将伴随进一步分化——财务稳健的央国企凭借融资优势可以在收缩期相对稳健，部分高杠杆民企及部分地方国企可能压力加大。我们认为现金流适应能力将取代土储规模，成为2027年开发商分化的主要变量。

已出现房制度城市	北京	上海	广州	深圳	武汉
预售门槛	最严：封顶+五方验收记录	封顶预售	封顶预售	封顶+五方验收	较严：屋面结构层浇筑+现场核查
现售定金上限	1%	3%	5%	3%	5%
在途项目过渡	2027年底前	2027年底前	2027年底前	2027年底前	最长至2028年底

对开发商盈利影响的时间线

阶段一｜0–6月·预期冲击

- 股价先行反应，市场可能按悲观预期定价
- 或有超跌反弹，但估值天花板不高
- 盈利影响尚未进报表

阶段二｜6–12月·现金流显性化

- 回款周期显著拉长、周转下降
- 一年能开出的楼盘减少，销售规模下降
- 现金流不足，拿地规模被迫压缩

阶段三｜1.5–2年·利润表盘整

- 资金链风险集中于民企及个别国企
- 收入利润规模下降兑现在报表
- 存活者确认现金流安全后才重新扩张，至少需1.5–2年适应期

阶段四｜2年+·新模式平衡

- 适应现房现金流模式后，行业进入新均衡
- 集中度提升逻辑兑现
- 但利润天花板整体下移

资料来源：北京市住建委、上海市住建委、广州市住建局、武汉市住建局、深圳市住建局，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.2 经营基本面视角

顺周期进入左侧磨底区，结构性修复个股先抬头

- 综上所述，我们认为房地产开发类（主要是开发商和物业）目前还处于周期底部。现房制度的执行可能会对开发商的盈利和现金流产生显著影响，而开发商的现金流问题则有可能间接导致市场对物业公司的独立性产生担忧。
- 但与此同时，房地产供给侧的明确收缩趋势带来中期供需平衡的趋势，我们认为这对存量市场的利好会更加明显——中介公司基本不受现房制度的影响，新房供给收缩的同时二手房成交量有望持续活跃，中期供需平衡对房价企稳会起到正向作用。
- 我们认为产业园和转型股类似，更需要看转型后行业的景气度。商管我们认为在2026H2全球利率预期上升时已经出现估值压力，如2027年全球通胀压力仍在、利率下降难度加大，商管DCF定价估值体系或承压。

		26年H1经营业绩总结	26年所处周期总结	27年所处周期的判断
顺周期	开发商	销售承压，优质房企毛利率略微修复	周期下行	周期底部
	中介	以价换量进入尾声	周期下行尾声	
防御	商管	基本面略有改善，分红稳定	头部经营企稳修复	头部企业穿越周期
	物业	经营稳健，现金流好，基本面略承压	经营承压但现金流较好	穿越周期
转型	产业园	利润率压力仍在	基本面承压，加大盈利模式转型	一事一议
	转型股	/	转型到其他景气度稍好行业	一事一议

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.3 投资视角

子版块市场已经认知、认知不足和我们与众不同的观点

	市场已经充分认知	认知不足的地方	与众不同观点
开发商	1. "活下去"已验证：央国企市占率持续提升；2. 现房制度冲击持续被定价；3. 需求端政策效果对估值预期影响边际递减：限购松绑+9·29贴息后板块股价脉冲	1. 现金流适应力的分化：同样面对回款后移，央国企融资缓冲，民企被动收缩，市场未定价"冲击期龙头同步收缩"；2. 现房模式切换能力：能快速转向现房销售、运营资产占比高的公司被低估；3. 地方城投托底拿地的远期库存风险	投资逻辑从"博弈政策"转向"现金流安全垫厚度"。2027年按现房适应力排序：①信用利差/融资成本；②核心区土储占比；③有息负债久期与现金流表现；④运营资产占比。率先完成现房模式切换的公司估值将率先修复
中介	1. 与成交量高绑定、波动大；2. 平台优势：贝壳流量和数据壁垒稳固	1. 以价换量结束后的盈利弹性：价格企稳后，利润=佣金率×份额（成交量）×单价，市场低估"价稳"后的利润率修复；2. 9·29贴息对刚需成交的精准撬动未定价；	我们认为中介可能是2027年最早确认底部的子版块。政策贴息直接受益+佣金率竞争格局稳定，估值从"波动定价"转向"类金融服务的稳定佣金流定价"

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.3 投资视角

子版块市场已经认知、认知不足和我们与众不同的观点

	市场已经充分认知	认知不足的地方	与众不同观点
商管	1. 稳健现金流、高分红、强者恒强；2. 利率敏感性：H股被加息预期杀估值	1. 市场低估了重资产拉长公司周转后对估值的影响；2. 消费降级担忧过度——头部企业"性价比消费+体验消费"并行，定位精准商场客流逆势增长；3. 消费REITs扩容对"投融建管退"闭环的意义重大	2027年利率走势会影响商管估值定价。
物业	1. 物业费+收缴率承压，基本面抗周期，但估值并非抗周期；2. 增值服务价值暂时不清	市场对物业公司认知相对其他子板块而言较为充分。我们认为物业公司之间的差异体现在物业公司对自身未来战略思考和定位	物业公司整体基本面压力仍在，但市场风格向红利倾斜，部分高股息物业股或迎来估值修复，但我们认为修复空间不大。
产业园	政策主题（制造强国/科技创新）与租户结构优势；	1. 产业用房去化慢、预售受限后现金流压力加大；2. REITs退出闭环对园区"投融建管退"模式的实质价值被低估；3. 产业投资（参股孵化）的期权价值未定价	定价从"地产开发商"转向"产业投资人"：成功标准从租金收入转向产业投资收益+REITs退出回报；现房制度加速行业出清，头部园区运营商2027年有望出现"剩者红利"
转型股	1. 转型难度高——ST股减亏验证；2. 估值折价：市场对"地产+X"采取折价处理	1. 转型成功案例将获得稀缺性溢价；2. 管理层转型决心与执行力的差异较大	转型股从"折价资产"转向"期权定价"：现金流安全+转型方向与自身资源禀赋匹配的标的应给予期权价值。2027年是转型股"去伪存真"的分水岭

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

02 2027年度行业机会挖掘

2.3 投资视角

核心判断：我们认为现房销售制度是2027年重要的行业级变量，投资主线按"与现房制度的关系"划分比按"轻/重资产"划分更有效。

主线一（率先走出底部）：中介——2027年最早确认底部的子版块

基本不受现房制度影响，供给侧收缩下二手房持续活跃；9•29财政贴息直接受益；佣金率竞争格局稳定后，"量升价稳"带来利润率修复，估值从"波动定价"转向"类金融服务的稳定佣金流定价"。

主线二（现金流为王）：买"能适应现房制度"的开发商 + 买"现金流定价"的物业

【我们认为2027年开发商和物业板块整体应该放入观察期，但对现金流稳健的房企可以增加关注度】

开发商：投资逻辑从"博弈政策"转向"现金流安全垫厚度"。按现房适应力四因子排序：①信用利差/融资成本；②核心区土储占比；③有息负债久期与现金流表现；④运营资产占比。

物业：如市场风格向红利倾斜，部分高股息物业股或迎估值修复。

其他子板块我们认为2027年还需观察。

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

03 选股思路和推荐组合

仅供内部参考，请勿外传！

03 选股思路和推荐组合

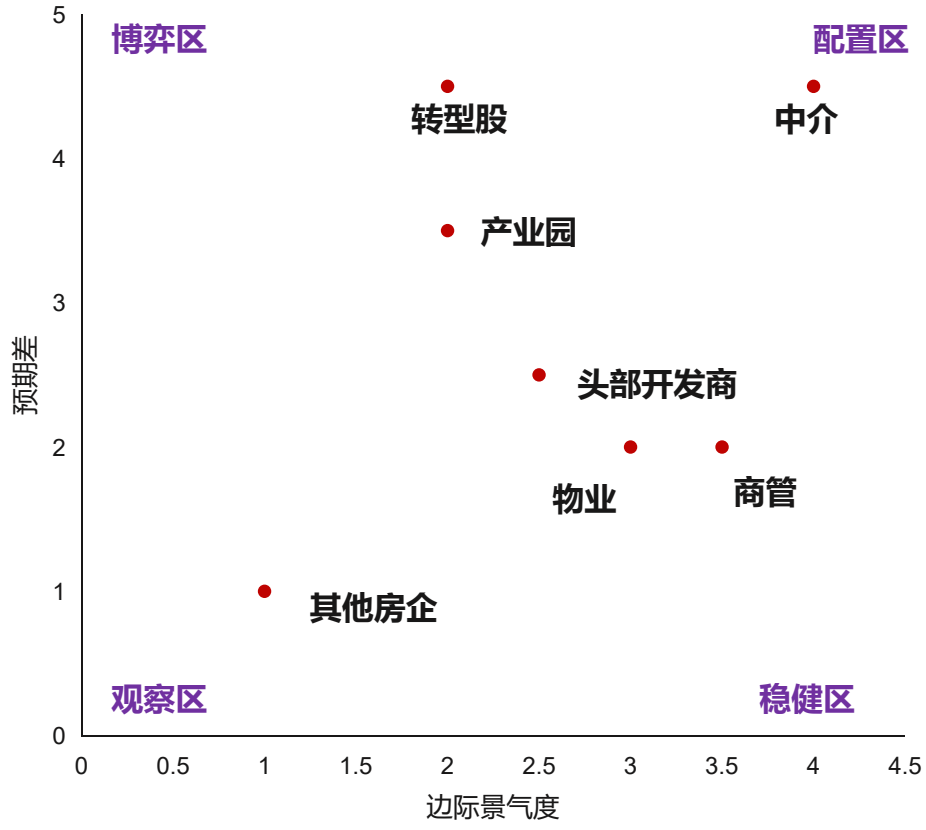
3.1 选股思路

与2025-2026年相比，我们认为2027年是进一步深挖“α个股”的时代。我们主要看好以中介龙头为代表的存量板块。

- 我们认为房地产总量时代已过，现房制度执行初期龙头企业同样受到规模收缩的影响，尽管市占率可能会提升，但是被动市占率提升带来的盈利收缩会抵消部分供给侧出清的利好。尽管我们认为中长期供给侧出清利好头部，但短期头部房企需熬过规模调整。

子行业	边际景气度	评分理由	预期差	评分理由
中介/平台	4.0	二手成交活跃，贴息受益，不受现房制度影响	4.5	量升价稳→利润率修复→稳定佣金→现金流提升→重估空间大
商管	3.5	头部利润兑现、分红稳定，但估值受利率压制	2.0	利率拐点未至
物业	3.0	现金流稳定、红利受益，剩者有韧性	2.0	基本面预期差较为明确
转型股	2.0	转型路径长、业绩难兑现	4.5	转型风险大，预期差大
产业园	2.0	现房制度下产业用房去化慢，加速行业出清	3.5	仍按"传统租赁"折价，"产业投资人+REITs退出"模式未入价
开发商（头部）	2.5	现房制度执行初期同步受影响，长期融资与土储优势放大	2.5	个别现金流安全垫尚未成为定价因子，现房切换成功者将率先修复

2027年房地产子板块景气度和预期差



资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

03 选股思路和推荐组合

3.2 推荐组合

2027年投资主线：走进现房时代，存量先起

- 综上所述，2027年我们主要看好以贝壳为代表的中介公司。
- 其次，部分现金流表现较好或公司整体收入和利润不完全依赖房地产开发的华润置地和建发股份我们也建议2027年关注。此外，我们认为三四线城市供给侧收缩更明显、在三四线城市是头部的中国海外宏洋也可关注。
- 第三，具备稳定分红能力的头部物业公司华润万象生活我们认为在红利风格下也值得关注。

类别	公司	代码	市值	年初收盘价	最新收盘价	年内累计涨幅	每股收益（元每股）			PE（倍）			PB （倍）
			（亿元/亿港元）	（元/港元）	（元/港元）	（%）	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E
中介	贝壳-W	2423.HK	1631	41.50	44.92	8%	0.90	1.64	1.94	56.72	31.06	26.29	2.07
优质头部（尤其是现金流充裕的房企）	华润置地	1109.HK	2215	27.20	29.50	8%	3.97	4.13	4.41	8.45	8.11	7.61	0.65
	建发股份	600153.SH	256	9.25	8.50	-8%	-3.91	0.75	1.10	-2.47	12.81	8.80	0.59
	中国海外宏洋	0081.HK	109	1.98	2.80	41%	0.08	0.15	0.18	39.70	21.47	17.85	0.28
商管和物业	华润万象生活	1209.HK	906	42.94	38.86	-10%	1.94	2.28	2.56	22.79	19.37	17.22	5.15

资料来源：iFinD（截至2026/10/23）、iFind一致预期，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

04 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

1. 现房制度过渡期房企资金链摩擦风险

回款周期拉长可能使部分高杠杆房企现金流压力加剧，若出现信用事件可能扰动市场情绪与购房信心。

2. 宏观经济与居民收入预期制约风险

存量房价格修复依赖居民收入与就业改善，若宏观修复不及预期，以价换量格局可能延长。

3. 购房贴息政策续期不确定风险

政策暂定一年，若评估窗口效果未达预期或财政约束收紧，续期或放宽条件存在不确定性。

4. 政策执行节奏不确定性风险

现房制度在高线城市的推进节奏、地方置换类补贴扩围进度低于预期的风险。

5. 市场信心修复缓慢风险

购房者对期房的信任重建是渐进过程，若信心修复慢于预期，新房去化与房企转型阵痛期可能拉长。

仅供内部参考，请勿外传！

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

仅供内部参考，请勿外传！

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

仅供内部参考，请勿外传！

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn