仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 10 月 19 日

投资保持低位，二手房网签数据同比改善

——房地产 1-9 月月报

看好

相关研究

《供给中期缩量是本轮楼市寻底的核心驱动力——中国房地产止跌回稳系列报告之二》 2026/09/03

《房地产行业 2026 年中期投资策略：核心城市先行，星火亦将燎原 20260604》 2026/06/04

《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

《【申万房地产】房地产 2026 年春季投资策略：核心城市先行，龙头弹性十足》 2026/03/18

证券分析师
袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
顾铮 A0230525120002
guzheng@swsresearch.com
联系人
顾铮 A0230525120002
guzheng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **投资端：投资同比保持低位，开竣工同比降幅均扩大。**从 2026 年 1-9 月累计来看，投资同比-20.6%，较前值-0.7pct；新开工同比-24.9%，较前值-0.1pct；施工同比-12.8%，较前值基本持平；竣工同比-25.1%，较前值-1.4pct。9 月单月来看，投资同比-26.3%，较前值-0.8pct；开工同比-25.6%，较前值+5.3pct；竣工同比-36.4%，较前值-8pct。我们认为，目前房地产行业投资端依然较弱，尤其短期拿地偏弱，并考虑到本轮周期中供给主体的过度出清及补库存的困难，从而导致后续投资仍将处于偏弱状态，并且预计投资修复节奏也将显著慢于以往周期。考虑到 828 现房新政的影响，我们分别调整 2026 年预测为：开工-23.0%（原先-16.8%）、竣工-21.0%（原先-14.6%），投资-20.0%（原先-12.6%）。

- **销售端：新房销售降、二手房增，一二手合计成交微降。**从 2026 年 1-9 月累计来看，销售面积同比-13.2%，较前值-1.1pct；销售额同比-13.9%，较前值-0.9pct；销售均价同比-0.8%，较前值+0.2pct；二手房交易网签面积同比+10.7%，同期一二手房合计成交同比-2.8%，其中二手房渗透率达 52.2%。二手房交易网签面积同比+10.7%，同期一二手房合计成交同比-2.8%，其中二手房渗透率达 52.2%。9 月单月来看，销售面积同比-20.7%，较前值-5.9pct；销售金额同比-20.1%，较前值-8pct；销售均价同比+0.8%，较前值-2.4pct。我们认为，目前房地产销售端处于筑底阶段，预计行业积极政策推动需求修复，而供给主体的过度出清及补库存的困难将在供给端约束销售修复，因而判断销售或在短期维度仍处于需求中枢之下，导致总量仍偏弱，但结构有弹性。考虑到 828 现房新政的影响，我们分别调整 2026 年预测为：销面-12.4%（原先-7.6%）、销金-13.3%（原先-9.4%），房价-1.0%（原先-2.0%）。

- **资金端：资金来源同比降幅扩大，融资资金走弱，销售回款回升。**从 2026 年 1-9 月累计来看，资金来源同比-21.6%，较前值-0.6pct。9 月单月来看，资金来源同比-26.4%，较前值+0.3pct。从 1-9 月各资金来源同比来看，国内贷款同比-33.1%，较前值+0.2pct；自筹资金同比-21.4%，较前值-1.4pct；定金及预收款同比-14.8%，较前值基本持平；个人按揭贷款同比-22.1%，较前值+0.3pct。9 月资金来源同比降幅有所扩大；融资资金中，国内贷款同比降幅收窄、自筹资金降幅扩大；销售回款中，定金及预收款降幅较前期持平、个人按揭款降幅收窄。我们认为，后续房地产资金来源仍处于略偏紧状态，并且判断投资、销售和资金等三大因素之间目前形成互相制约的关系，从而推动行业持续去库存、甚至供给大幅收缩的过程。

- **投资分析意见：深圳、杭州出台现房新政细则，“控供给+促需求”政策将继续发力，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；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，但需求仍有较强支撑，并按揭贴息推动助力需求释放，推动供需关系改善，进一步强化上海等核心城市房价寻底；虽房企经营将阶段性承压，但核心城市房价企稳、地价下降将助力优质企业利润底部抬升、价值将逐步显现。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、华润置地、中国海外发展、中国金茂、中海宏洋、滨江集团、招商蛇口、绿城中国、建发股份、越秀地产、保利发展；2）二手房中介：贝壳-W，我爱我家；3）商业地产：新城控股、太古地产、嘉里建设；4）物业管理：华润万象生活、绿城服务、招商积余。

- **风险提示：调控政策再收紧，销售和融资资金再趋紧，收储推进低于预期。**

仅供内部参考，请勿外传！

1．投资端：投资同比保持低位，开竣工同比降幅均扩大

2026 年 1-9 月，全国完成房地产开发投资 53,364 亿元，同比增长-20.6%，较 1-8 月下降 0.7pct。其中，9 月单月商品房投资增速-26.3%，较 8 月下降 0.8pct。住宅方面，1-9 月，住宅投资 41,125 亿元，同比增长-20.5%，较 1-8 月下降 0.8pct，占房地产开发投资的比重为 77.1%，较 1-8 月下降 0.1pct，其中，9 月单月住宅投资增速-27%，较 8 月下降 2.5pct。分区域来看，1-9 月房地产开发投资东部地区同比-21.1%（-0.6pct）、中部地区同比-21.9%（-1.1pct）、西部地区同比-16.7%（-0.4pct）、东北地区同比-29.2%（0.4pct）。

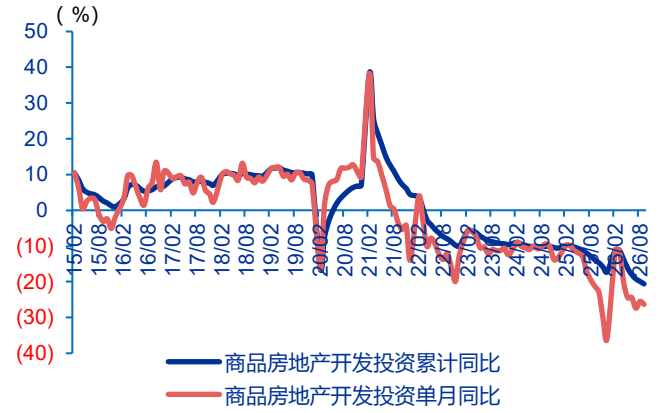
图 1：统计局月度数据汇总表（单位：亿元、万平米、%）

指标			累计增速（%）					单月数据						单月增速（%）				
			计算值	公布值	计算值	公布值				调整前	调整前	调整后	调整后	计算值	公布值	计算值	公布值	
	2026-09	2026-08	2026-08	2026-08	2026-09	2026-09	变动%	2026-08	2026-09	2025-08	2025-09	2025-08	2025-09	2026-08	2026-08	2026-09	2026-09	变动%
房地产开发投资（亿元）	**53,364**	**47,979**	**(20.4)**	**(19.9)**	**(21.2)**	**(20.6)**	**(0.7)**	**4,970**	**5,385**	**6,729**	**7,397**	**6,670**	**7,310**	**(26.1)**	**(25.5)**	**(27.2)**	**(26.3)**	**(0.8)**
其中：住宅	41,125	37,017	(20.2)	(19.7)	(21.0)	(20.5)	(0.8)	3,844	4,108	5,174	5,664	5,094	5,632	(25.7)	(24.5)	(27.5)	(27.0)	(2.5)
办公楼	2,001	1,774	(22.9)	(22.0)	(22.0)	(21.0)	1.0	193	227	258	263	251	259	(25.0)	(22.8)	(13.7)	(12.2)	10.6
商业营业用房	3,509	3,136	(26.5)	(25.5)	(27.0)	(25.9)	(0.4)	327	373	474	542	474	526	(31.0)	(31.0)	(31.2)	(29.1)	1.9
房屋施工面积（万平方米）	**565,221**	**560,770**	**(12.8)**	**(12.8)**	**(12.9)**	**(12.8)**	**0.0**											
其中：住宅	392,558	389,347	(13.2)	(13.2)	(13.2)	(13.2)	0.0											
办公楼	24,450	24,277	(11.6)	(11.6)	(11.3)	(11.3)	0.3											
商业营业用房	48,990	48,732	(12.7)	(12.7)	(13.1)	(13.1)	(0.4)											
房屋新开工面积（万平方米）	**34,031**	**29,894**	**(24.9)**	**(24.8)**	**(25.0)**	**(24.9)**	**(0.1)**	**3,194**	**4,137**	**4,595**	**5,598**	**4,621**	**5,562**	**(30.5)**	**(30.9)**	**(26.1)**	**(25.6)**	**5.3**
其中：住宅	24,774	21,840	(25.5)	(25.4)	(25.5)	(25.4)	0.0	2,350	2,934	3,423	3,969	3,427	3,933	(31.3)	(31.4)	(26.1)	(25.4)	6.0
办公楼	738	571	(42.4)	(42.4)	(34.2)	(34.2)	8.2	33	167	92	131	92	130	(63.8)	(63.8)	27.6	28.2	92.0
商业营业用房	2,198	1,943	(24.8)	(24.7)	(25.5)	(25.4)	(0.7)	213	255	299	367	301	367	(28.9)	(29.2)	(30.3)	(30.3)	(1.1)
房屋竣工面积（万平方米）	**23,271**	**21,097**	**(23.8)**	**(23.7)**	**(25.2)**	**(25.1)**	**(1.4)**	**1,902**	**2,174**	**2,659**	**3,435**	**2,657**	**3,419**	**(28.5)**	**(28.4)**	**(36.7)**	**(36.4)**	**(8.0)**
其中：住宅	16,301	14,798	(25.6)	(25.4)	(26.7)	(26.6)	(1.2)	1,355	1,503	1,809	2,352	1,792	2,373	(25.1)	(24.4)	(36.1)	(36.6)	(12.2)
办公楼	809	703	(24.6)	(24.6)	(26.5)	(26.5)	(1.9)	66	106	142	168	142	168	(53.5)	(53.5)	(36.7)	(37.0)	16.4
商业营业用房	1,536	1,383	(30.9)	(30.8)	(31.2)	(31.1)	(0.3)	94	153	228	231	228	231	(58.7)	(58.7)	(33.6)	(33.7)	25.0
商品房销售面积（万平方米）	**56,483**	**49,880**	**(13.0)**	**(12.1)**	**(14.2)**	**(13.2)**	**(1.1)**	**4,859**	**6,603**	**5,744**	**8,531**	**5,702**	**8,327**	**(15.4)**	**(14.8)**	**(22.6)**	**(20.7)**	**(5.9)**
其中：住宅	46,996	41,503	(13.7)	(13.0)	(14.7)	(13.8)	(0.8)	4,078	5,493	4,868	6,977	4,836	6,815	(16.2)	(15.7)	(21.3)	(19.4)	(3.7)
办公楼	1,501	1,307	(6.7)	(6.2)	(8.6)	(7.7)	(1.5)	98	194	122	241	122	233	(19.7)	(19.7)	(19.6)	(16.7)	3.0
商业营业用房	3,190	2,810	(15.3)	(14.3)	(17.5)	(16.3)	(2.0)	267	380	319	550	316	533	(16.1)	(15.2)	(30.8)	(28.6)	(13.4)
商品房销售额（亿元）	**53,799**	**47,470**	**(13.7)**	**(13.0)**	**(14.7)**	**(13.9)**	**(0.9)**	**4,752**	**6,329**	**5,450**	**8,025**	**5,406**	**7,921**	**(12.8)**	**(12.1)**	**(21.1)**	**(20.1)**	**(8.0)**
其中：住宅	47,335	41,776	(13.8)	(13.1)	(14.4)	(13.7)	(0.6)	4,233	5,559	4,854	6,882	4,822	6,776	(12.8)	(12.2)	(19.2)	(18.0)	(5.8)
办公楼	1,856	1,605	(9.6)	(9.1)	(12.1)	(11.3)	(2.2)	111	251	139	335	138	327	(20.2)	(19.7)	(25.0)	(23.2)	(3.5)
商业营业用房	2,783	2,473	(20.1)	(19.1)	(23.3)	(22.2)	(3.1)	249	310	290	534	283	520	(14.2)	(12.3)	(41.9)	(40.4)	(28.2)
商品房平均售价（元/平方米）	**9,525**	**9,517**	**(0.9)**	**(1.0)**	**(0.5)**	**(0.8)**	**0.2**	**9,780**	**9,584**	**9,487**	**9,407**	**9,481**	**9,512**	**3.1**	**3.2**	**1.9**	**0.8**	**(2.4)**
其中：住宅	10,072	10,066	(0.1)	(0.1)	0.2	0.1	0.2	10,380	10,121	9,971	9,864	9,971	9,943	4.1	4.1	2.6	1.8	(2.3)
办公楼	12,365	12,278	(3.2)	(3.1)	(3.8)	(3.9)	(0.8)	11,308	12,949	11,375	13,869	11,305	14,045	(0.6)	0.0	(6.6)	(7.8)	(7.8)
商业营业用房	8,724	8,801	(5.6)	(5.6)	(6.9)	(7.0)	(1.4)	9,298	8,158	9,087	9,707	8,982	9,772	2.3	3.5	(16.0)	(16.5)	(20.0)
商品房待售面积（万平方米）	**74,825**	**75,349**	**(1.1)**	**(1.1)**	**(1.5)**	**(1.5)**	**(0.4)**											
其中：住宅	39,697	40,083	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.2)											
办公楼	5,184	5,187	1.0	1.0	(0.5)	(0.6)	(1.6)											
商业营业用房	13,413	13,499	(5.0)	(5.0)	(5.7)	(5.7)	(0.7)											
房地产开发企业到位资金（亿元）	**56,813**	**50,893**	**(20.9)**	**(21.0)**	**(21.4)**	**(21.6)**	**(0.6)**	**5,145**	**5,920**	**7,031**	**7,981**	**7,021**	**8,044**	**(26.8)**	**(26.7)**	**(25.8)**	**(26.4)**	**0.3**
其中：国内贷款	7,624	6,880	(32.8)	(33.3)	(32.5)	(33.1)	0.2	580	744	1,026	1,062	1,037	1,081	(43.4)	(44.0)	(29.9)	(31.2)	12.8
利用外资	4	4	(77.0)	(77.0)	(78.1)	(77.1)	(0.1)	0	4	0	1	0	-0	(58.1)	(34.7)	471.4	(2,927.9)	(2,893.2)
自筹资金	20,572	18,432	(19.8)	(20.0)	(21.2)	(21.4)	(1.4)	1,889	2,140	2,744	3,137	2,741	3,133	(31.2)	(31.1)	(31.8)	(31.7)	(0.6)
定金及预收款	17,982	16,037	(14.9)	(14.8)	(14.9)	(14.8)	0.0	1,661	1,945	2,029	2,295	2,028	2,283	(18.1)	(18.1)	(15.2)	(14.8)	3.3
个人按揭贷款	7,678	6,846	(22.7)	(22.4)	(22.3)	(22.1)	0.3	806	832	939	1,028	927	1,034	(14.1)	(13.0)	(19.0)	(19.5)	(6.5)

资料来源：国家统计局，Wind，申万宏源研究

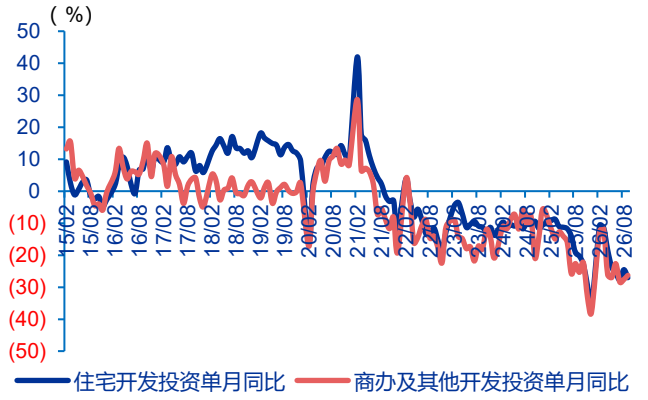
仅供内部参考，请勿外传！

图 2：商品房地产开发投资累计同比和单月同比



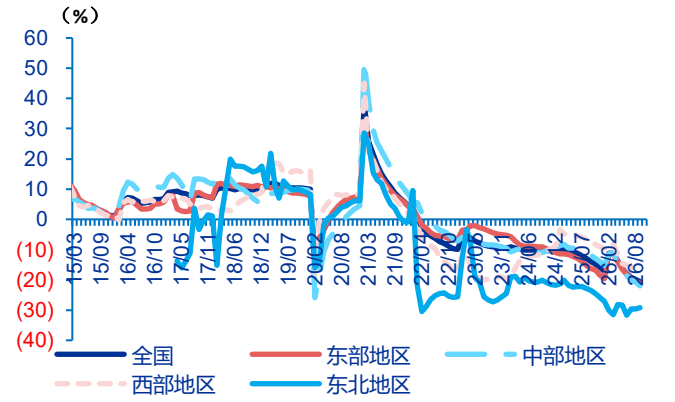
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 3：住宅开发投资和商办开发投资的单月同比



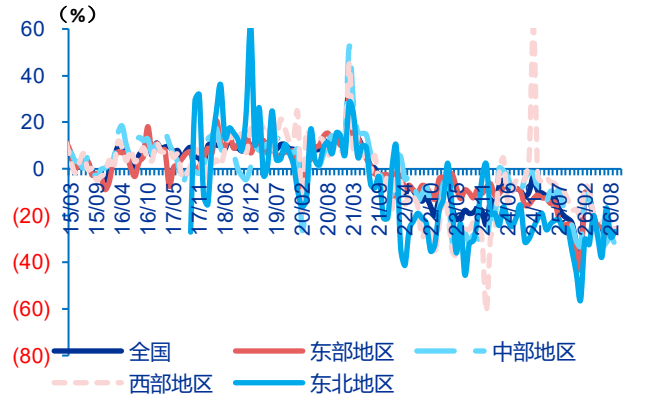
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 4：分区域商品房开发投资累计同比



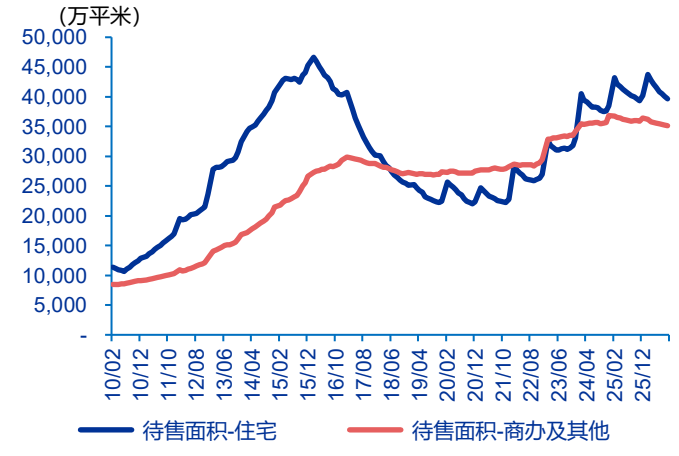
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 5：分区域商品房开发投资单月同比



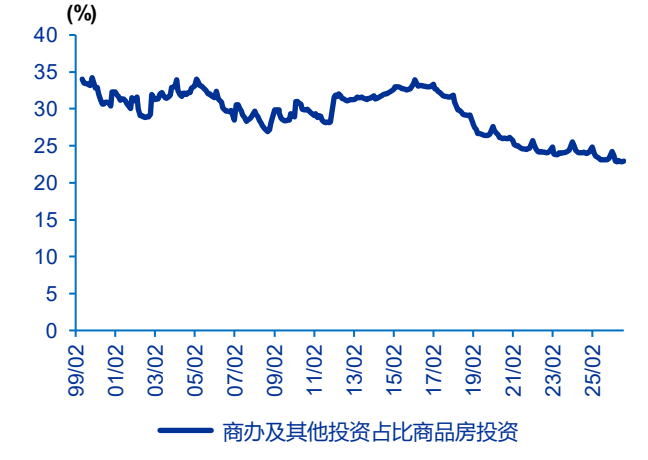
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 6：住宅持续处于去库存，而商办库存仍处于高位



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 7：商办开发投资占商品房开发投资比

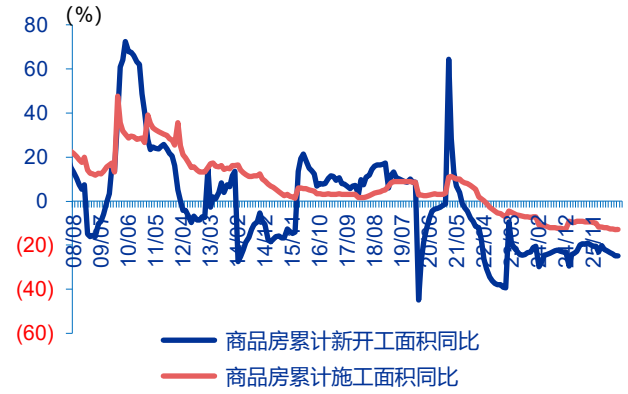


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

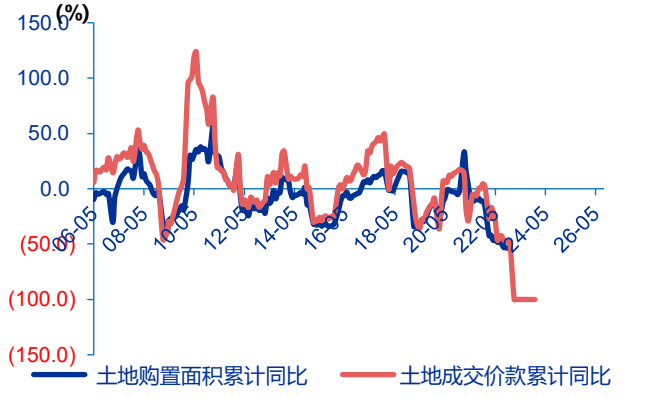
从供应先行指标来看，1-9 月的商品房和住宅的新开工面积分别同比下降 24.9%和下降 25.4%，分别较 1-8 月下降 0.1pct 和持平。其中，9 月单月商品房和住宅的新开工面积分别同比下降 25.6%和下降 25.4%，涨幅分别较 8 月上升 5.3pct 和上升 6pct。1-9 月的商品房和住宅的施工面积分别同比下降 12.8%和下降 13.2%，均较 1-8 月持平。其中，9 月单月商品房和住宅的施工面积分别同比下降 18.6%和下降 13.4%。1-9 月的商品房和住宅的竣工面积分别同比下降 25.1%和下降 26.6%，分别较 1-8 月下降 1.4pct 和下降 1.2pct。其中，9 月单月商品房和住宅的竣工面积分别同比下降 36.4%和下降 36.6%，降幅分别较 8 月下降 8pct 和下降 12.2pct。

图 8：商品房新开工和施工面积同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 9：土地购置面积及土地成交价款累计同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

投资端数据小结：从 2026 年 1-9 月累计来看，投资同比-20.6%，较前值-0.7pct；新开工同比-24.9%，较前值-0.1pct；施工同比-12.8%，较前值基本持平；竣工同比-25.1%，较前值-1.4pct。9 月单月来看，投资同比-26.3%，较前值-0.8pct；开工同比-25.6%，较前值+5.3pct；竣工同比-36.4%，较前值-8pct。我们认为，目前房地产行业投资端依然较弱，尤其短期拿地偏弱，并考虑到本轮周期中供给主体的过度出清及补库存的困难，从而导致后续投资仍将处于偏弱状态，并且预计投资修复节奏也将显著慢于以往周期。考虑到 828 现房新政的影响，我们分别调整 2026 年预测为：开工-23.0%（原先-16.8%）、竣工-21.0%（原先-14.6%），投资-20.0%（原先-12.6%）。

2．销售端：新房销售降、二手房增，一二手合计成交微降

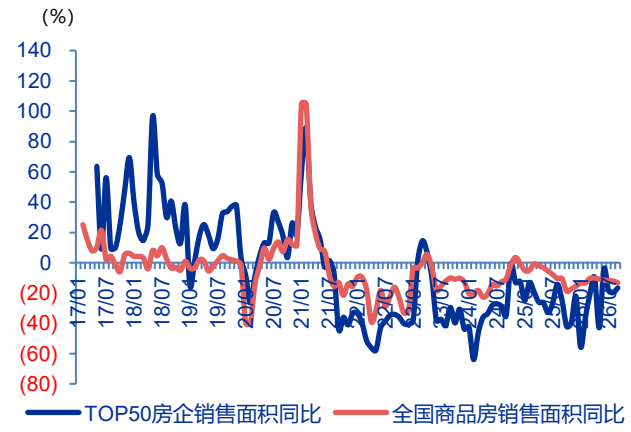
从销售指标来看，1-9 月的商品房销售面积为 5.6 亿平方米，同比下降 13.2%，较 1-8 月下降 1.1pct，其中，9 月单月销售面积同比下降 20.7%，较 8 月下降 5.9pct，并且 9 月单月环比增长 35.9%。1-9 月的商品房销售额为 5.4 万亿元，同比下降 13.9%，较 1-8 月下降 0.9pct，其中，9 月单月销售额为 6,329 亿元，同比下降 20.1%，较 8 月下降 8pct。住

仅供内部参考，请勿外传！

宅方面，1-9 月全国住宅销售面积为 4.7 亿平米，同比下降 13.7%，较 1-8 月下降 0.6pct，其中，9 月单月同比下降 19.4%，较 8 月下降 3.7pct，并且 9 月单月环比增长 34.7%。

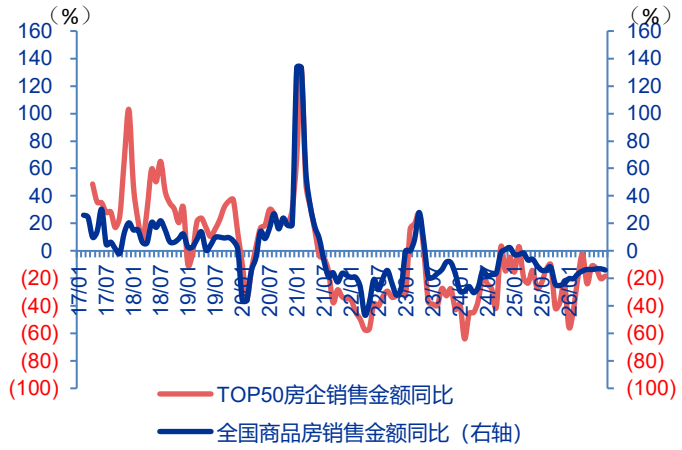
此外，国家统计局在房地产月度数据表中披露二手房交易数据。根据住房城乡建设部数据，1-9 月二手房交易网签面积 6.2 亿平米，同比增长 10.7%，同期一二手房合计成交 11.8 亿平米，同比-2.8%，整体交易总量趋于平稳，其中二手房渗透率达 52.2%。

图 10：50 家房企销售面积与全国销售的对比



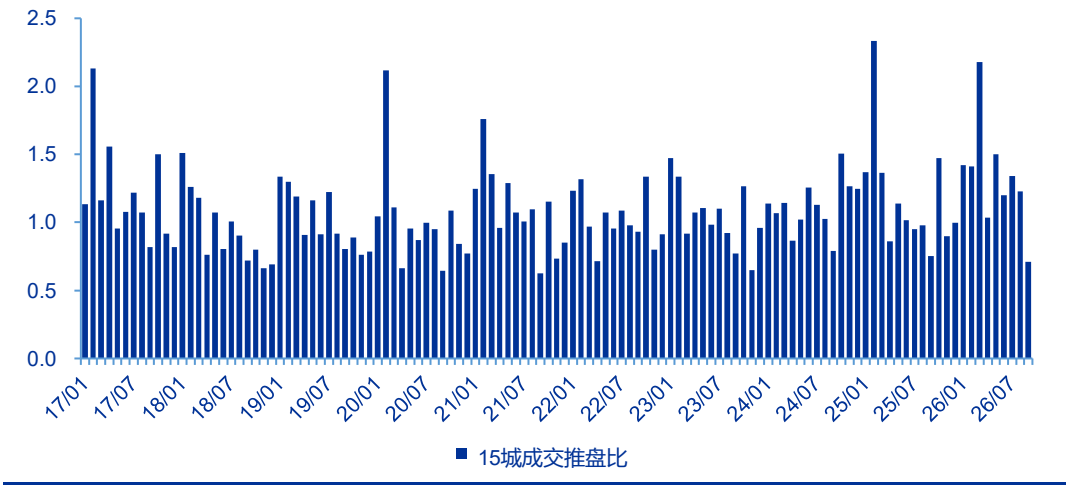
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 11：50 家房企销售金额与全国销售的对比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 12：15 城商品房成交/推盘比情况

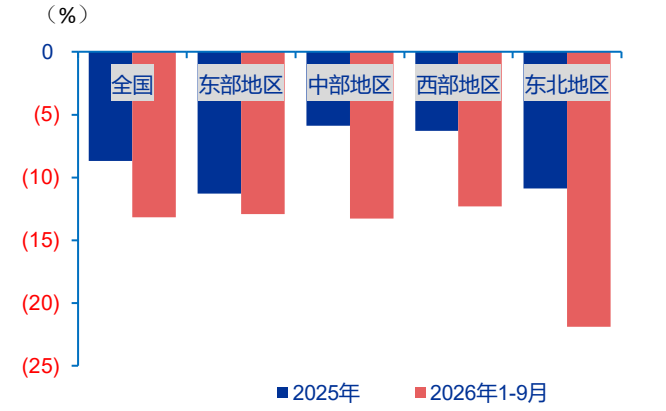


资料来源：Wind，申万宏源研究

从区域来看，1-9 月分区域商品房销售面积累计增速分别为：东部-12.9%、中部-13.3%、西部-12.3%、东北部-21.9%。

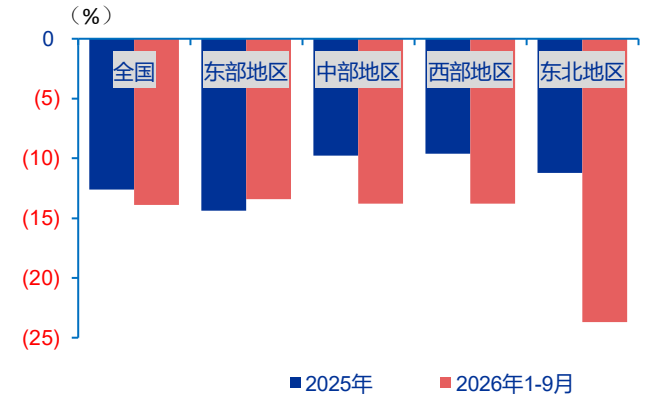
仅供内部参考，请勿外传！

图 13：全国及各区域销售面积同比增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

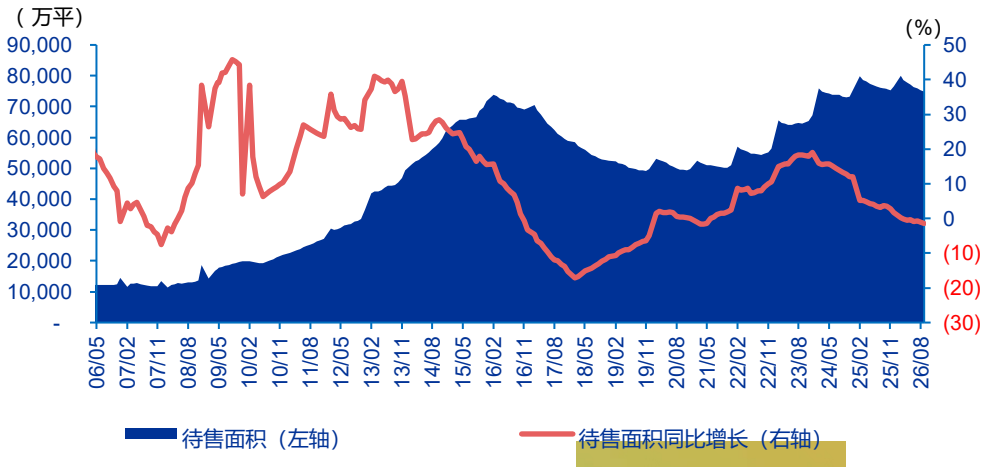
图 14：全国及各区域销售金额同比增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

从价格指标来看，1-9 月的商品房销售均价为 9,525 元/平米，同比下降 0.8%，较 1-8 月上升 0.2 个百分点。其中，9 月单月销售均价环比下降 2%，同比增长 1.9%，涨幅较 8 月下降 1.2pct。1-9 月的住宅销售均价为 10,072 元/平米，同比增长 0.1%，较 1-8 月提升 0.2pct，其中，9 月单月住宅销售均价 10,121 元/平米，环比下降 2.5%，同比增长 1.8%，涨幅较上月下降 2.3pct。从库存指标来看，9 月末商品房待售面积为 7.5 亿平方米，同比下降 1.5%，较 8 月末减少 524 万平方米，其中，住宅待售面积减少 386 万平方米。

图 15：商品房待售面积及同比增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

销售端数据小结：从 2026 年 1-9 月累计来看，销售面积同比-13.2%，较前值-1.1pct；销售额同比-13.9%，较前值-0.9pct；销售均价同比-0.8%，较前值+0.2pct；二手房交易网签面积同比+10.7%，同期一二手房合计成交同比-2.8%，其中二手房渗透率达 52.2%。9 月单月来看，销售面积同比-20.7%，较前值-5.9pct；销售金额同比-20.1%，较前值-8pct；销售均价同比+0.8%，较前值-2.4pct。我们认为，目前房地产销售端处于筑底阶段，预计

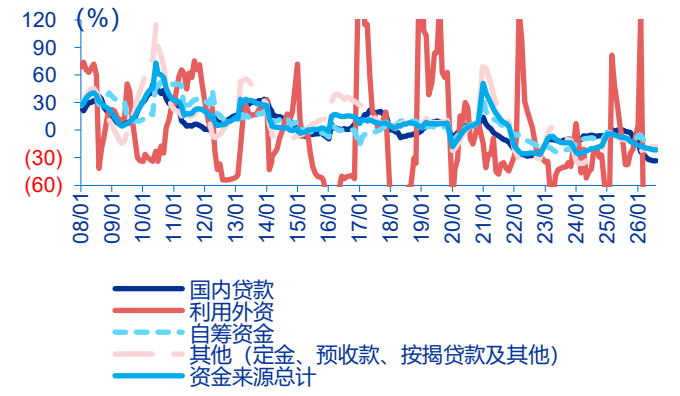
仅供内部参考，请勿外传！

行业积极政策推动需求修复，而供给主体的过度出清及补库存的困难将在供给端约束销售修复，因而判断销售或在短期维度仍处于需求中枢之下，导致总量仍偏弱，但结构有弹性。考虑到828现房新政的影响，我们分别调整2026年预测为：销面-12.4%（原先-7.6%）、销金-13.3%（原先-9.4%），房价-1.0%（原先-2.0%）。

3．资金端：资金来源同比降幅扩大，融资资金走弱，销售回款回升

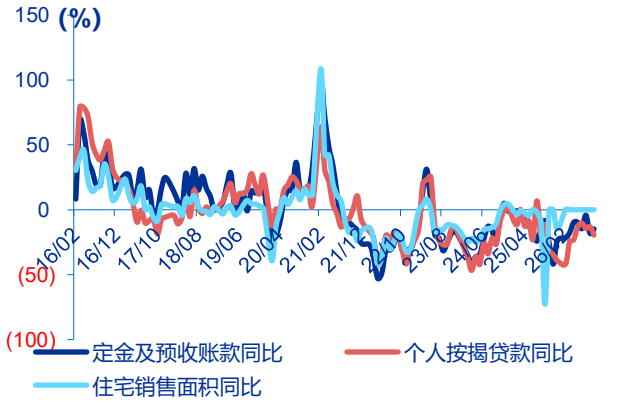
1-9月，房地产开发企业合计资金来源为5.7万亿元，同比下降21.6%，较1-8月下降0.6pct。其中，9月单月同比下降26.4%，较8月上升0.3pct。从各资金来源同比来看，1-9月累计数据中，国内贷款同比下降33.1%，较1-8月上升0.2pct，其中，9月单月同比下降31.2%，较8月上升12.8pct；利用外资同比下降77.1%，较1-8月下降0.1pct；自筹资金同比下降21.4%，较1-8月下降1.4pct；其中，9月单月同比下降31.7%，较8月下降0.6pct；包含定金、预收款及个人按揭贷款的其他资金同比下降18%，较1-8月下降0.2pct，其中，1-9月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比下降14.8%和下降22.1%。分别较1-8月持平和上升0.3pct，其中，9月单月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比下降14.8%和下降19.5%，分别较8月上升3.3pct和下降6.5pct。

图16：各资金来源同比增长率



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图17：销售与定金及预收款以及个人按揭贷款关系



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资金端数据小结：从2026年1-9月累计来看，资金来源同比-21.6%，较前值-0.6pct。9月单月来看，资金来源同比-26.4%，较前值+0.3pct。从1-9月各资金来源同比来看，国内贷款同比-33.1%，较前值+0.2pct；自筹资金同比-21.4%，较前值-1.4pct；定金及预收款同比-14.8%，较前值基本持平；个人按揭贷款同比-22.1%，较前值+0.3pct。9月资金来源同比降幅有所扩大；融资资金中，国内贷款同比降幅收窄、自筹资金降幅扩大；销售回款中，定金及预收款降幅较前期持平、个人按揭款降幅收窄。我们认为，后续房地产资金

仅供内部参考，请勿外传！

来源仍处于略偏紧状态，并且判断投资、销售和资金等三大因素之间目前形成互相制约的关系，从而推动行业持续去库存、甚至供给大幅收缩的过程。

4．风险提示：

调控政策再收紧，销售和融资资金再趋紧，收储推进低于预期。

仅供内部参考，请勿外传！

附表

表 1：主流 AH 上市房企估值表

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		
		10 月 19 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
601155.SH	新城控股	12.41	0.30	0.40	0.62	41.2	31.0	20.0	0.5	6.8	9.0	14.0	-9.6%	32.9%	54.9%
001979.SZ	招商蛇口	7.68	0.08	0.09	0.10	67.6	86.6	80.8	0.7	10.2	8.0	8.6	-74.6%	-21.9%	7.1%
600048.SH	保利发展	5.48	0.09	0.13	0.14	63.4	40.6	39.6	0.3	10.3	16.2	16.6	-79.3%	56.1%	2.5%
002244.SZ	滨江集团	9.64	0.68	0.71	0.73	14.2	13.5	13.3	1.0	21.2	22.2	22.6	-16.9%	4.7%	2.0%
600325.SH	华发股份	2.69	-3.48	-1.10	0.01	-0.8	-2.5	389.6	1.3	-95.0	-30.1	0.2	-1098.2%	-	-
600153.SH	建发股份	8.73	-3.91	0.53	0.86	-2.3	16.4	10.1	0.6	-108.1	15.4	25.0	-467.1%	-	62.1%
0960.HK	龙湖集团	4.32	0.15	0.01	0.02	30.0	538.1	189.3	0.2	10.2	0.6	1.6	-90.2%	-94.4%	184.2%
0123.HK	越秀地产	2.77	0.01	0.02	0.12	202.3	182.6	22.1	0.2	0.6	0.6	5.0	-94.7%	10.8%	724.6%
3900.HK	绿城中国	5.14	0.03	0.08	0.31	183.9	63.4	16.4	0.4	0.7	2.1	8.0	-95.6%	190.2%	285.9%
1972.HK	太古地产	20.93	1.34	1.28	1.33	16.3	16.4	15.7	0.5	73.8	73.5	76.6	27.4%	-0.4%	4.1%
0101.HK	恒隆地产	5.48	0.33	0.45	0.51	17.5	12.6	11.0	0.2	16.3	22.6	25.9	-18.2%	38.7%	14.6%
0683.HK	嘉里建设	15.40	0.59	0.83	1.58	26.4	18.6	9.8	0.2	8.5	12.0	22.9	13.2%	42.0%	90.2%
0823.HK	领展房产基金	32.72	-3.18	-1.50	-0.78	-13.7	-22.0	-42.3	0.7	-63.4	-39.4	-20.5	-	-	-
0688.HK	中国海外发展	11.28	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	26.61	3.56	3.14	3.18	7.5	8.5	8.4	0.7	254.2	224.0	226.4	-0.6%	-11.9%	1.1%
1908.HK	建发国际集团	11.38	1.58	1.31	1.46	8.3	9.0	8.0	0.9	31.8	29.3	32.8	-25.4%	-7.9%	11.8%
0817.HK	中国金茂	1.08	0.04	0.05	0.06	24.6	19.7	17.7	0.4	5.9	7.4	8.2	-15.6%	24.6%	11.5%
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.63	0.09	0.11	0.13	30.8	24.6	20.4	0.3	3.0	3.8	4.6	-68.1%	25.1%	20.5%
0119.HK	保利置业集团	1.04	0.06	(0.11)	0.06	17.7	-9.5	16.3	0.1	2.3	-4.2	2.4	23.2%	-285.6%	-
	平均值		**(0.0)**	**0.4**	**0.6**	**39.2**	**55.7**	**45.1**	**0.5**	**16.6**	**25.6**	**31.1**	**-117.2%**	**-0.5%**	**92.1%**

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，取 2026/10/19 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；领展房产基金 2025 年归母净利润对应其 FY2026 归母净利润。）

表 2：主流 AH 上市物业管理及房产经纪企业估值情况

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		10 月 19 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
001914.SZ	招商积余	9.01	0.62	0.89	0.94	14.5	10.1	9.6	0.9	6.5	9.4	9.9	-22.1%	43.8%	5.5%
000560.SZ	我爱我家	3.05	-0.04	0.07	0.08	-74.3	44.6	37.6	0.8	-1.0	1.6	1.9	-231.6%	-	18.6%
2423.HK	贝壳-W	40.65	0.90	1.42	1.56	46.7	28.0	25.5	2.2	29.9	50.0	54.8	-26.3%	66.9%	9.7%
2869.HK	绿城服务	3.57	0.28	0.33	0.38	12.8	10.9	9.5	1.4	8.8	10.3	11.9	12.1%	17.2%	15.4%
2669.HK	中海物业	2.87	0.42	0.40	0.42	6.9	7.2	6.8	1.5	13.7	13.1	13.8	-9.5%	-4.4%	5.4%
6049.HK	保利物业	23.42	2.81	2.95	3.11	8.4	7.9	7.5	1.2	15.5	16.3	17.2	5.1%	5.3%	5.4%
1209.HK	华润万象生活	33.99	1.74	1.93	2.11	19.5	17.6	16.1	5.0	39.7	44.0	48.2	9.4%	10.8%	9.7%
	平均值		**0.96**	**1.14**	**1.23**	**4.9**	**18.1**	**16.1**	**1.9**	**16.2**	**20.7**	**22.5**	**-37.6%**	**23.2%**	**10.0%**

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，AH 股取 2026/10/19 收盘价，汇率为 0.86。）

仅供内部参考，请勿外传！

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。