证券研究报告

开源证券

逆境磨砺，暗藏契机

房地产行业2026春季投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

2025年3月3日

核心观点

1、2026展望：渐行渐近的行业底部

2026开年首期《求是》杂志重磅发声定调“改善和稳定房地产市场预期”，释放出政策转向、引导房地产行业改善的清晰信号。本轮下行周期新开工面积回撤幅度（较高点回撤74.1%）高于销售面积（较高点回撤50.9%），新开工呈现一定的“超调”，供给侧出清更加显著。从租金回报率和贷款利率的关系看，目前核心城市二手住宅租金回报率基本在1.6-2.0%区间，已经与十年期国债收益率靠拢。

2、人口因素是超长周期变量，中国香港止跌回稳经验值得借鉴

房屋价格指数在中期与人口增长率、人口数量无明显正相关关系，而是与适龄购房人口呈现一定相关性，整体对房价的影响有限。我们认为，人口增长需转化为有效购房需求，才能对房价产生影响，而这一转化过程依赖经济发展与居民收入的增长，因此各国房价与人口增长率常呈脱节状态。从各个国家/地区房屋价格指数与人口增长率的拟合结果来看，大多数国家/地区调整后的R^2小于0.5，整体看P值大于0.05，房屋价格指数与人口增长率无明显相关关系，人口增长率难以解释房屋价格的变化。中国香港楼市自2021年下半年开始进入下行通道，2022年香港特区政府开始逐步放松楼市政策。2025年6月，香港的房地产触底回暖，我们认为香港楼市是在“产业复苏---中青年引入---租金回报率和利率劈叉”的路径中逐步复苏的。

3、“好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放

住房城乡建设部在2025年3月31日发布国家标准《住宅项目规范》，新规范为强制执行规范，在层高、隔声、通讯、供暖、电梯、配套等多方面加强了住宅建设要求，预计未来新建住宅品质将持续提升。从七普数据来看，截至2020年，我国居民户均住房间数3.18间 ，人均住房建筑面积37.76平米，人均住房间数1.07间，我国房地产市场的矛盾正从“有没有”转向“好不好”。从住房房龄看，中国居民住房房龄集中在1990-2014年。按户数比例看，2000-2009年、2010-2014年、1990-1999年分别占比为30.34%、21.46%、20.55%。房龄老龄化后，也会带来持续的置换和更新需求。

4、投资建议

我们认为，2026年房地产应聚焦三大主线：一是政策底部的估值修复，开年中央和一线城市政策释放明确政策转向信号，新开工和拿地回撤预示供给端出清加速；二是布局“好房子”品质溢价主线，拥有成熟体系和高端产品线的开发商将享受品质代差带来的销售溢价和毛利率优势；三是借鉴香港“产业—人口—租金”传导路径，核心城市租金回报率修复带来的资产配置需求。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际集团、招商蛇口、华润置地、海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、保利发展、绿城中国；（2）住宅与商业地产双轮驱动，REITs快速发展助力资管战略落地：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；（4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

5、风险提示

宏观经济下行，房企融资进展不及预期，行业竞争加剧。

目 录

CONTENTS

1 **2026展望：渐行渐近的行业底部**

2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳

4 “好房子”写入“十五五”规划建议，拓宽房地产增量需求

5 投资建议

6 风险提示

1.1 2026《求是》第1期：改善和稳定房地产市场预期

- 2026开年首期《求是》杂志重磅发声定调“改善和稳定房地产市场预期”，释放出政策转向、引导房地产行业改善的清晰信号。该文作者钟庭军，现任住房和城乡建设部政策研究中心房地产处副处长、副研究员。

表1：《求是》杂志重磅发声定调“改善和稳定房地产市场预期”

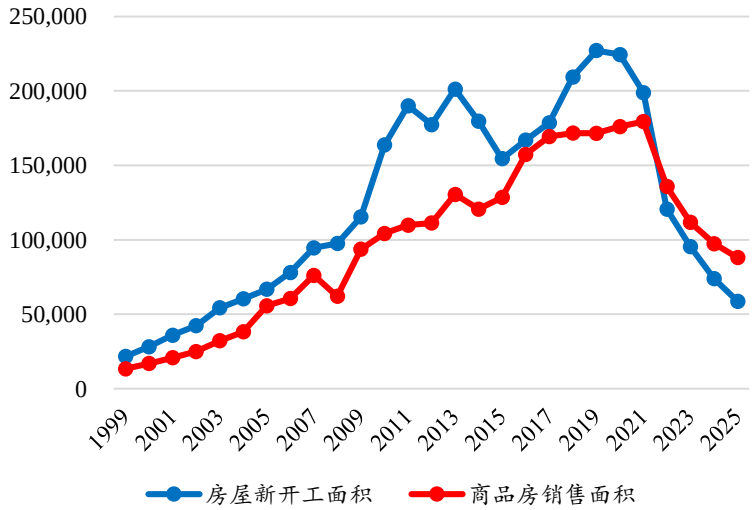
	判断	对房企影响/举措
当前状况	1、我国房地产市场正在经历深度调整：导致房地产销售和价格出现较大幅度回落，对实体经济的需求端、资产负债表的资产端和金融机构的负债端产生了较大影响。 2、城市发展从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。	也产发展模式已经走到了尽头。亟待向低负债、低杠杆、合理回报的模式转变，由“类制造业”升级为“产品—服务—运营”一体化。
行业重要性	1、仍然是支撑国民经济的基础产业。 2、转型发展空间依然十分广阔。	仍有不小的市场潜力；有更新替代需求。
后续措施	保持政策力度。政策预期上，政策力度要符合市场预期，政策要一次性给足，不能采取添油战术，导致市场与政策陷入博弈状态。 做好供给管理。供给端要严控增量、盘活存量，鼓励收购存量商品房主要用于保障性住房等合理用途，同时有序推动“好房子”建设。 加强信息和舆论引导。	1、取消相关限制性措施，确保新老政策相互配合，确保房地产政策与其他宏观政策取向一致。 2、彻底改变房地产开发方式，支持房企加快从以新房销售为主向更多持有物业、提供高品质多样化居住服务转型。

资料来源：求是网、开源证券研究所

1.2 发达国家/地区房价历史下跌周期多在3年以上

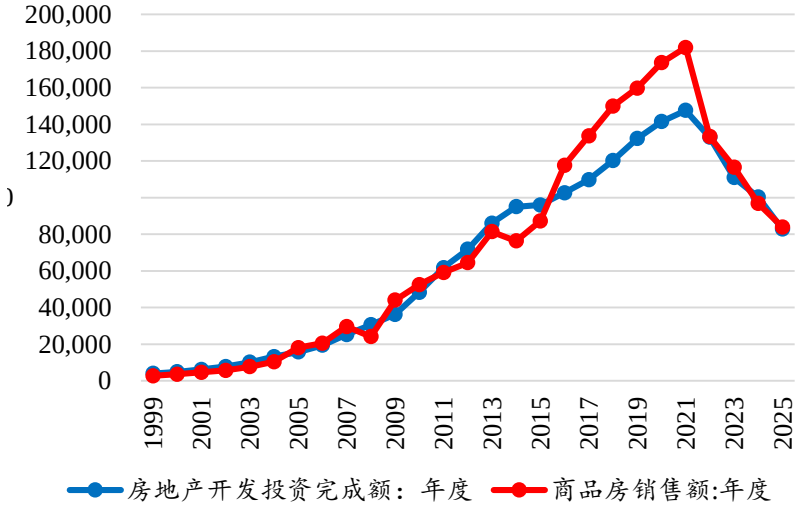
- 从2025年行业数据看，本轮下行周期新开工面积回撤幅度（较高点回撤74.1%）高于销售面积（较高点回撤50.9%），新开工呈现一定的“超调”，供给侧出清更加显著。

图1：相较于销售面积，新开工面积经历了更深度的调整（万方）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：房地产下行周期，全行业投资额与销售额回归线性关系（亿元）

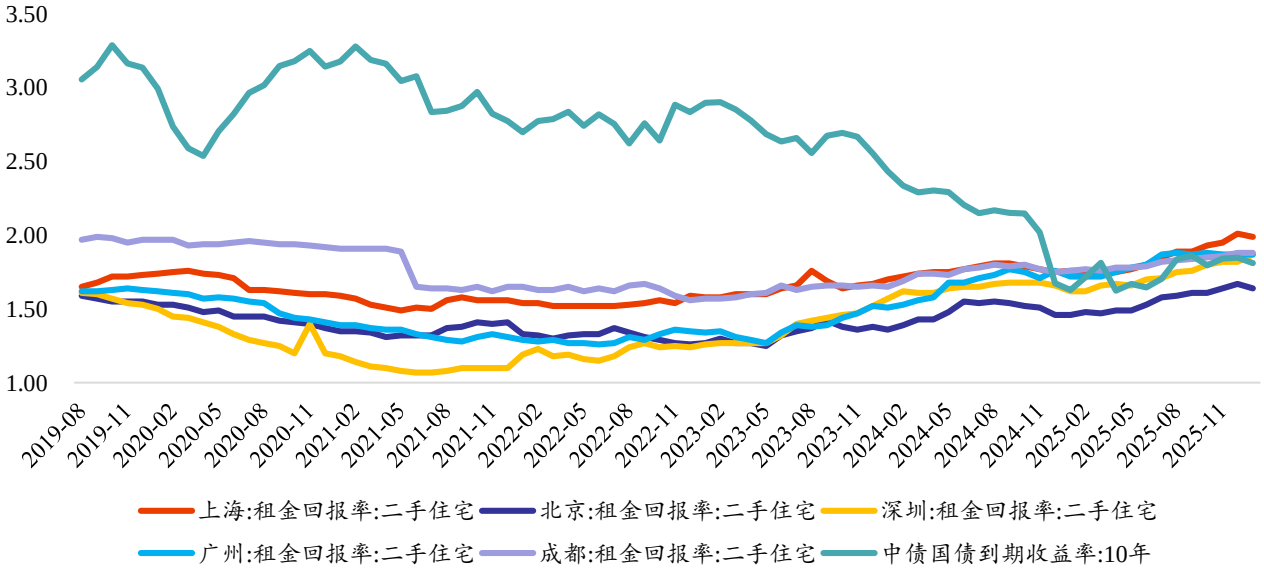


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 发达国家/地区房价历史下跌周期多在3年以上

➢ 从租金回报率和贷款利率的关系看，目前核心城市二手住宅租金回报率基本在1.6-2.0%区间，已经与十年期国债收益率靠拢。

图3：核心城市二手住宅租金回报率持续提升，已经与十年期国债收益率靠拢



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 发达国家/地区房价历史下跌周期多在3年以上

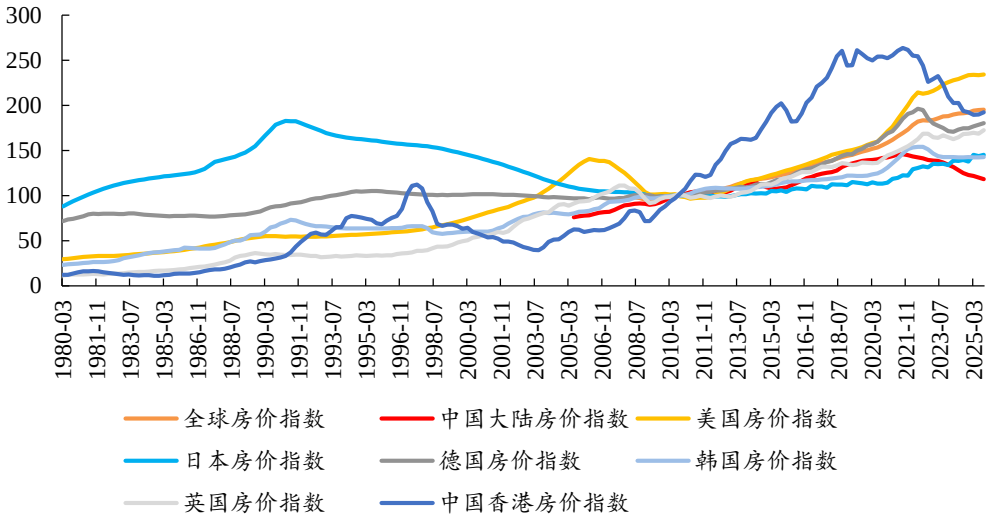
➢ 对比发达国家/地区房价历史周期，房价历史下跌周期多在3年以上。日本自1990年以来，房价整体下跌超18年；美国自次贷危机后，房价下跌5.5年。

表2：发达国家/地区房价历史下跌周期大多在3年以上

国家	下跌时段	下跌幅度	回升时段	回升幅度
美国	2006Q1-2011Q4	-31%	2012Q1至今	138%
日本	1991Q1-2009Q2	-47%	2012Q4至今	48%
韩国	1991Q2-1998Q4	-21%	1999Q1-2022Q3	164%
新加坡	2013Q3-2017Q2	-12%	2020Q1至今	39%
德国	2000Q3-2006Q1	-6%	2010Q1-2022Q2	99%
英国	2007Q4-2009Q2	-17%	2013Q2至今	74%
中国香港	1997Q3-2003Q3	-65%	2003Q4-2019Q2	513%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：发达国家/地区过往房价历史下跌周期大多在3年以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 2026展望：渐行渐近的行业底部

2 **人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限**

3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳

4 “好房子”写入“十五五”规划建议，拓宽房地产增量需求

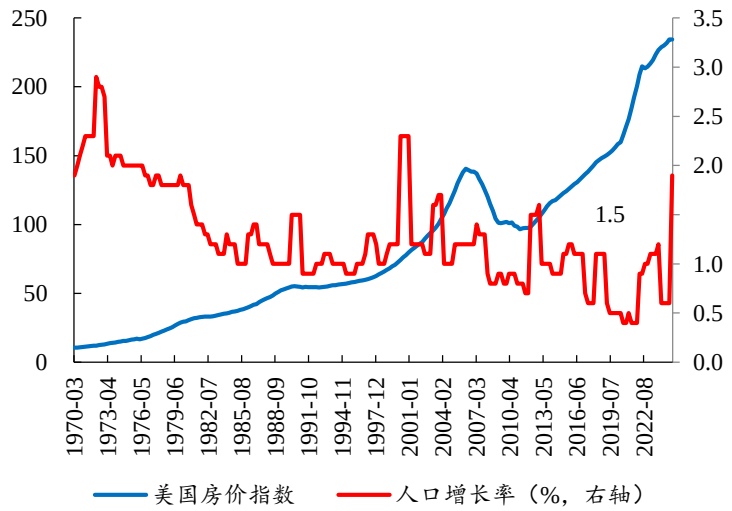
5 投资建议

6 风险提示

2.2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

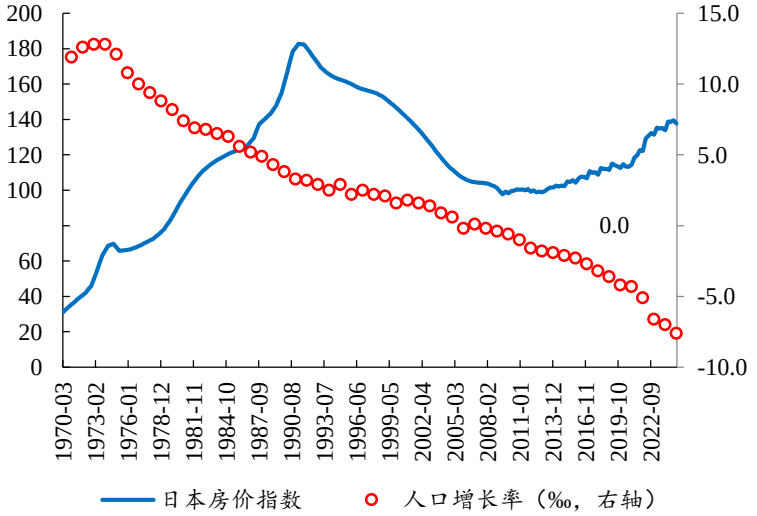
长期以来，市场普遍认为购房人口对房价的支撑作用不足，影响止跌回稳的进程。我们认为，房屋的价格由货币政策、供需关系、经济预期、人口走势多方面因素共振影响，而非人口数据单个因素决定，房屋价格的边际变化情况受人口影响相对有限。我们选取了美国、韩国、日本、法国、中国香港、德国、英国、意大利作为研究样本，进行回归分析。通过房价指数和人口增长率在一定时期内的变化，判断人口变化对房产价格的影响。

图5：美国1980年以来人口增长率维持在1%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：日本2007年开始人口进入负增长

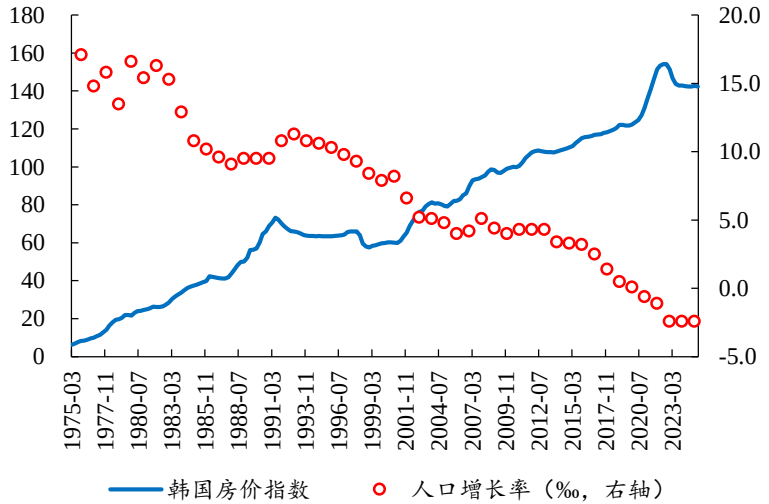


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

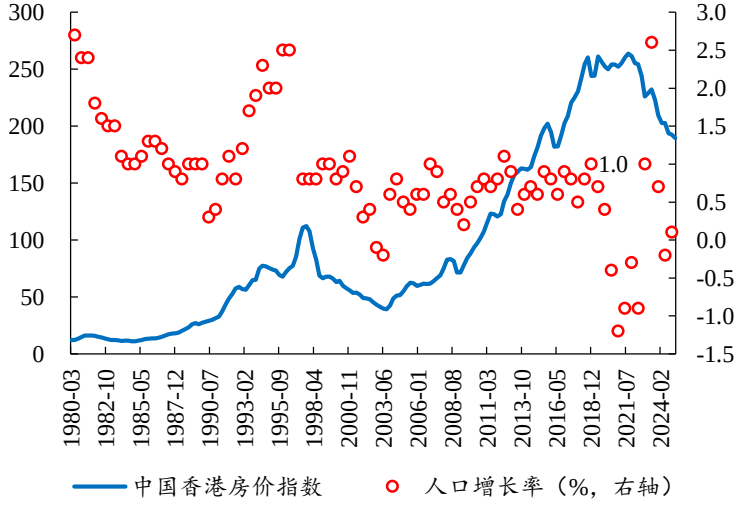
我们选取了美国、韩国、日本、法国、中国香港、德国、英国、意大利作为研究样本，进行回归分析。通过房价指数和人口增长率在一定时期内的变化，判断人口变化对房产价格的影响。

图7：韩国2020年开始人口进入负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中国香港人口增长率和人才引入政策相关度较高

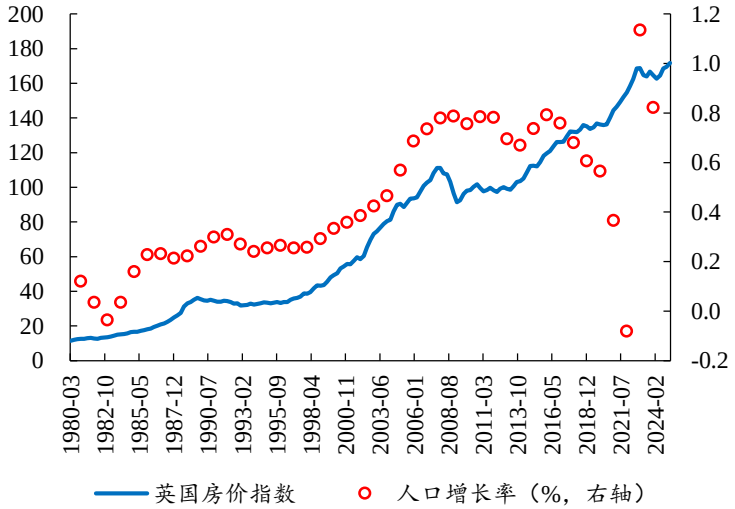


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

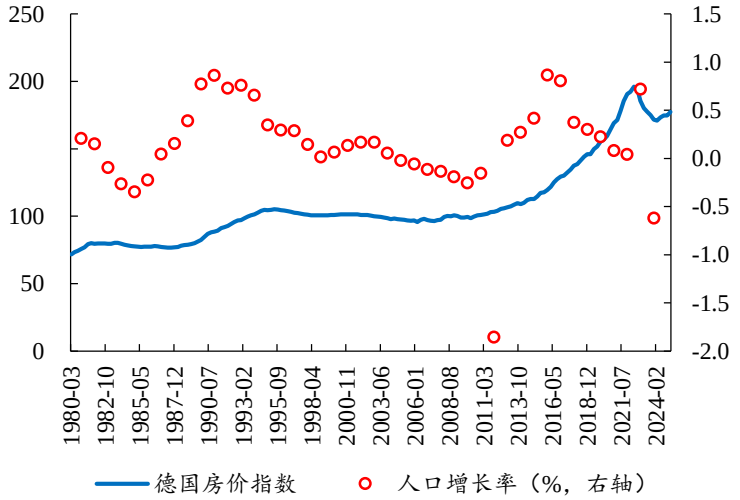
我们选取了美国、韩国、日本、法国、中国香港、德国、英国、意大利作为研究样本，进行回归分析。通过房价指数和人口增长率在一定时期内的变化，判断人口变化对房产价格的影响。

图9：英国21世纪人口总体保持增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：德国人口2018年以来人口缓慢增长

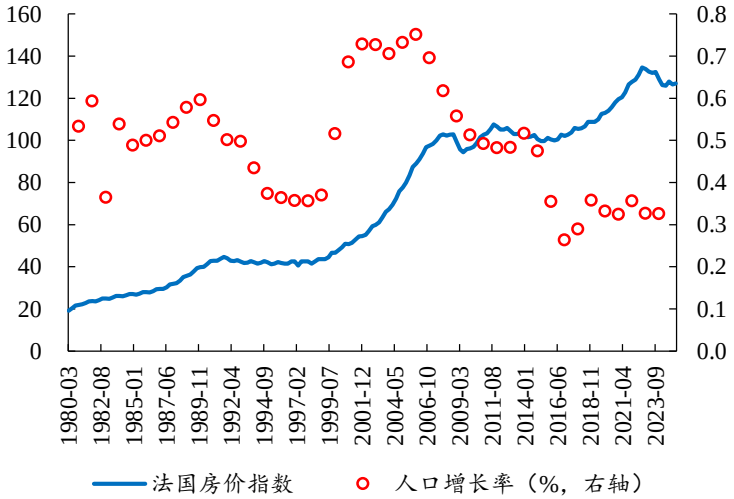


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

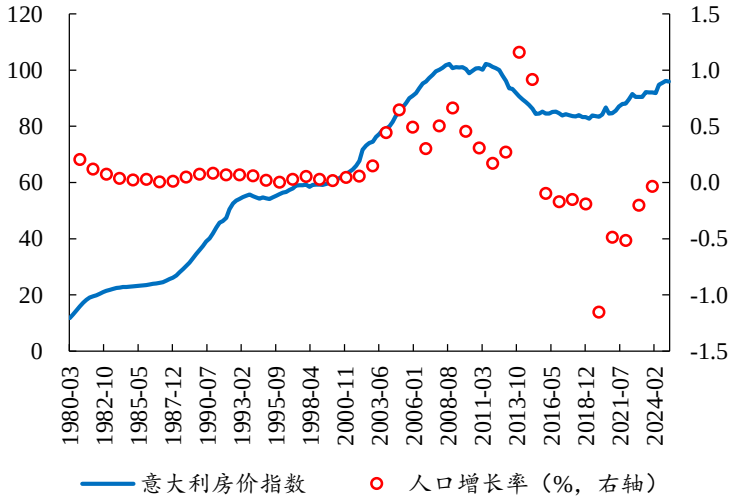
我们选取了美国、韩国、日本、法国、中国香港、德国、英国、意大利作为研究样本，进行回归分析。通过房价指数和人口增长率在一定时期内的变化，判断人口变化对房产价格的影响。

图11：法国人口2014年以来人口缓慢增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：意大利2015年开始人口进入负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

我们发现：房屋价格指数在中期与人口增长率、人口数量无明显正相关关系，而是与适龄购房人口呈现一定相关性，整体对房价的影响有限。我们认为，人口增长需转化为有效购房需求，才能对房价产生影响，而这一转化过程依赖经济发展与居民收入的增长，因此各国房价与人口增长率常呈脱节状态。

从各个国家/地区房屋价格指数与人口增长率的拟合结果来看，大多数国家/地区调整后的R^2小于0.5（仅韩国调整后的R^2接近1，但却是负相关），整体看P值大于0.05，房屋价格指数与人口增长率无明显相关关系，人口增长率难以解释房屋价格的变化。

表3：各个国家/地区中期房屋价格指数与人口增长率无明显相关关系

国家/地区	R^2	调整后的R^2	回归系数
美国	0.365	0.362	-68.921
日本	0.007	-0.014	-0.524
韩国	0.927	0.926	-7.011
中国香港	0.186	0.177	-47.817
德国	0.005	-0.019	4.347
英国	0.560	0.549	126.089
法国	0.069	0.047	-69.459
意大利	0.032	0.009	13.486

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

我们认为，适龄购房人口虽然对房价会产生一定影响，而货币政策、供需关系、经济预期的影响远超适龄购房人口的影响。从房屋价格指数与适龄购房人口相关性拟合结果来看，所有国家调整后的R^2都小于0.75，整体看P值大于0.05，大多数国家/地区房屋价格指数与适龄购房人口相关性并不显著。

表4：多数国家及地区中长期内房屋价格指数与适龄购房人口整体无明显相关关系

国家/地区	R^2	调整后的R^2	回归系数
美国	0.702	0.689	6.829
日本	0.042	0.015	0.212
韩国	0.270	0.238	-2.026
中国香港	0.575	0.556	-6.226
德国	0.014	-0.009	0.115
英国	0.792	0.723	3.802
法国	0.749	0.741	-4.133
意大利	0.027	0.005	0.362

数据来源：Wind、开源证券研究所（英国观测值为2015-2019年5组，其余国家/地区均超20组）

目 录

CONTENTS

1 2026展望：渐行渐近的行业底部

2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

3 **香港房地产案例：华丽的止跌回稳**

4 “好房子”写入“十五五”规划建议，拓宽房地产增量需求

5 投资建议

6 风险提示

3.1 中国香港2023年开启减辣

- 中国香港楼市自2021年下半年开始进入下行通道，2022年香港特区政府开始逐步放松楼市政策。

表5：中国香港2023年开启政策放松周期

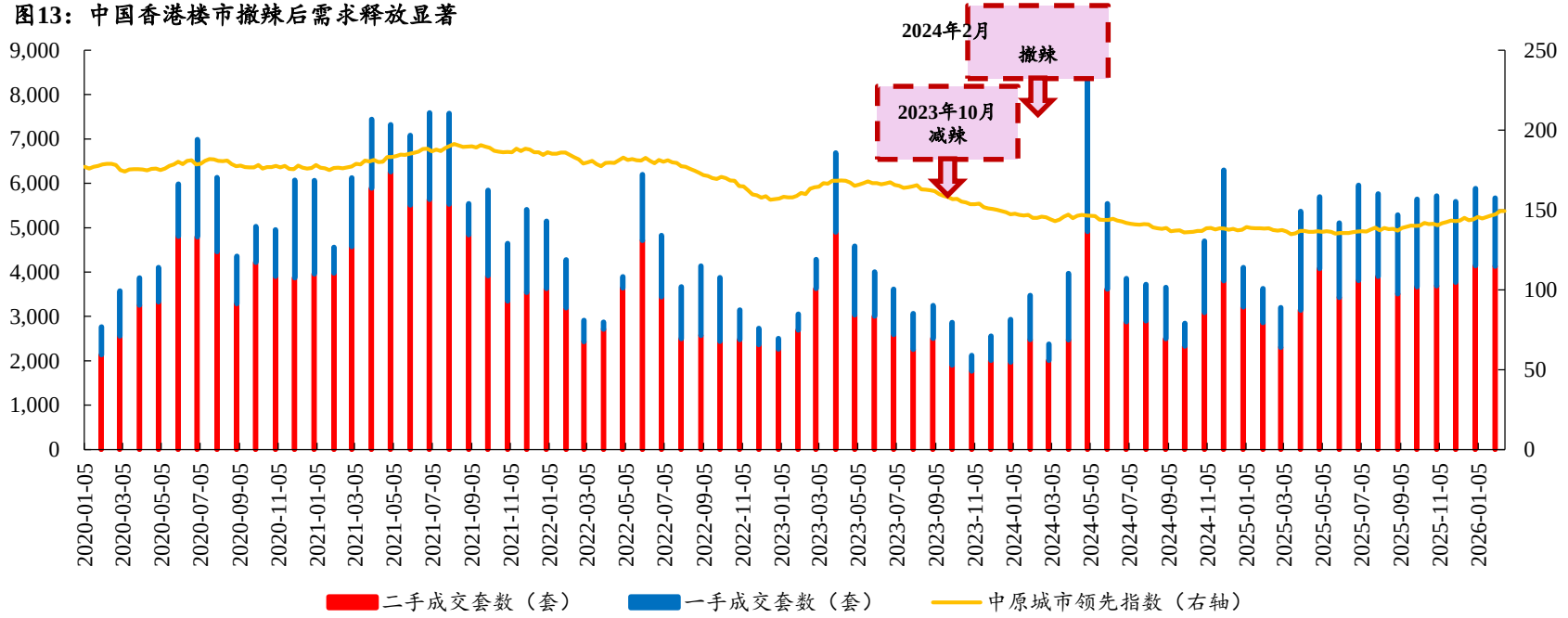
时间	政策措施
2023年2月	300万以下单位印花税降至100港元。
2023年10月	减辣： 额外印花税(SSD)年期由三年缩短至两年 买家印花税(BSD)、新住宅印花税(NRSD/DSD)减半，从 15% 减半至 7.5%
2024年2月	撤辣： 所有住宅物业交易无须再缴付额外印花税、买家印花税和新住宅印花税。
2025年2月	400万以下单位印花税降至100港元。

资料来源：国家税务总局、中原地产等、开源证券研究所

3.3 中原城市领先指数CCL于2025年二季度企稳

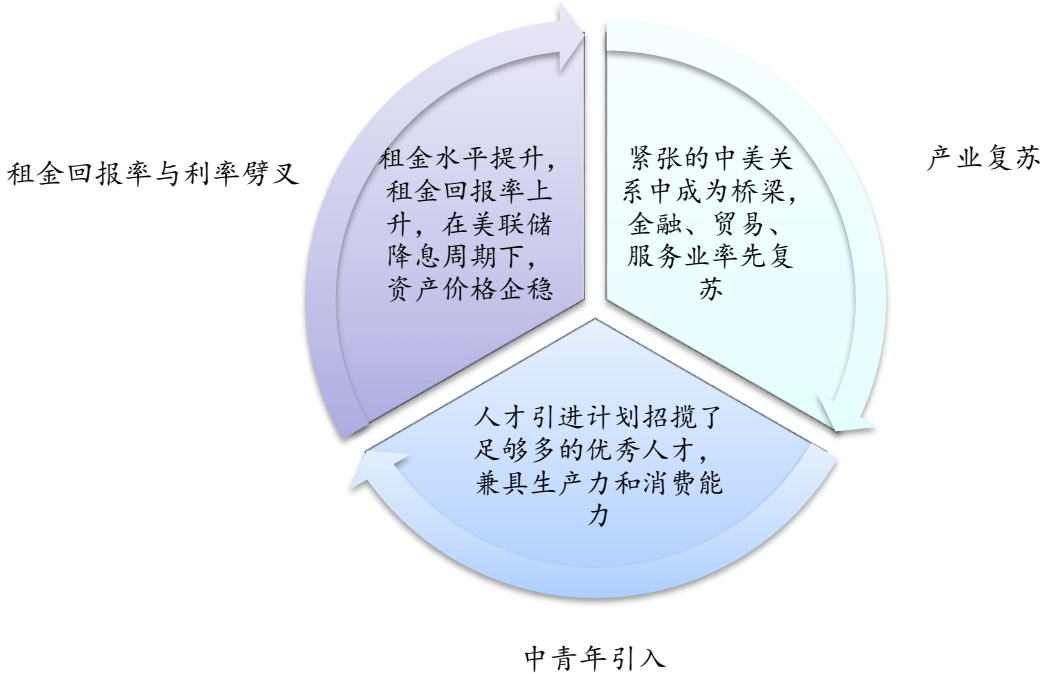
- 2023、2024年中国香港楼市撤辣后需求释放显著，有效补充了内地买家客户，但楼市量价均表现出脉冲回暖，并未出现所谓“量在价先”的逻辑。

图13：中国香港楼市撤辣后需求释放显著



数据来源：香港土地注册处、中原地产、开源证券研究所

图14：中国香港楼市回暖由三重因素共同促进



资料来源：开源证券研究所

3.3 香港2020-2024年通过人才计划来港人数增加

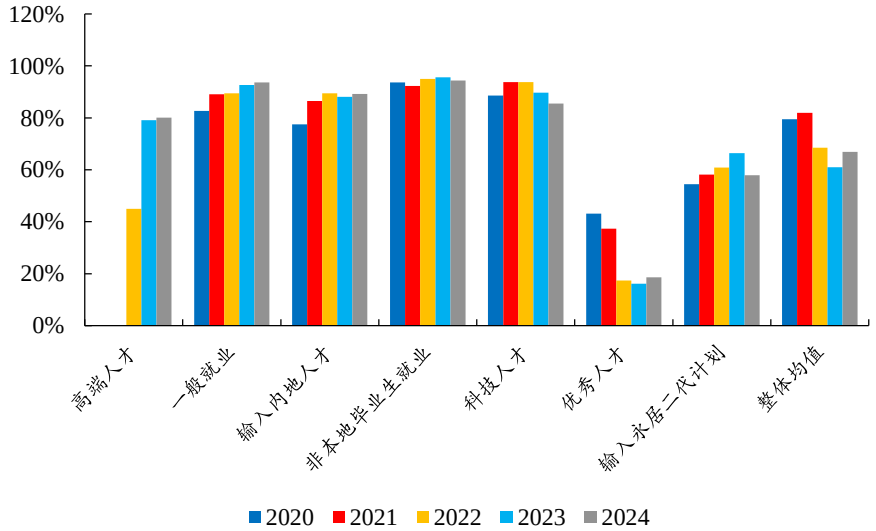
- 香港2025施政报告：自本届香港政府推出一系列新的输入人才政策，至今已有超过23万人才来港工作和发展。其中，高才通计划的申请续签率达55%。

表6：香港政府推出一系列新的输入人才政策（人次）

人才入境计划		2020	2021	2022	2023	2024
高端人才通行证	申请数目			1947	62873	51223
	获批数目			875	49737	41057
一般就业政策	申请数目	17688	15515	15082	28363	37448
	获批数目	14617	13821	13495	26270	35058
输入内地人才计划	申请数目	9026	10485	13155	22411	28398
	获批数目	6995	9065	11768	19757	25344
非本地毕业生留港/回港就业安排	申请数目	7644	7864	10936	27295	26973
	获批数目	7154	7259	10391	26089	25475
科技人才入境计划	申请数目	131	64	64	145	138
	获批数目	116	60	60	130	118
优秀人才入境计划	申请数目	3966	5365	16396	80207	63471
	获批数目	1709	2004	2845	12969	11848
输入中国香港永久性居民第二代计划	申请数目	68	67	92	146	138
	获批数目	37	39	56	97	80
总数	申请数目	38523	39360	57672	221440	207789
	获批数目	30628	32248	39490	135049	138980

数据来源：香港入境事务处、开源证券研究所

图14：香港2024年各项人才计划审批通过率达67%

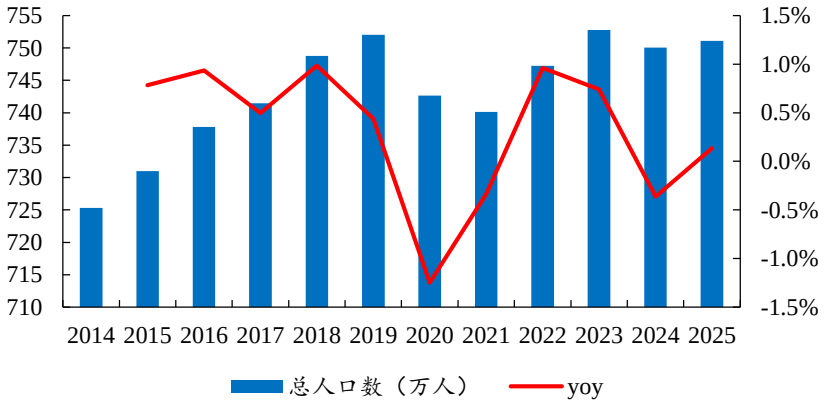


数据来源：香港入境事务处、开源证券研究所

3.3 近十年香港总人口及常住人口整体增长

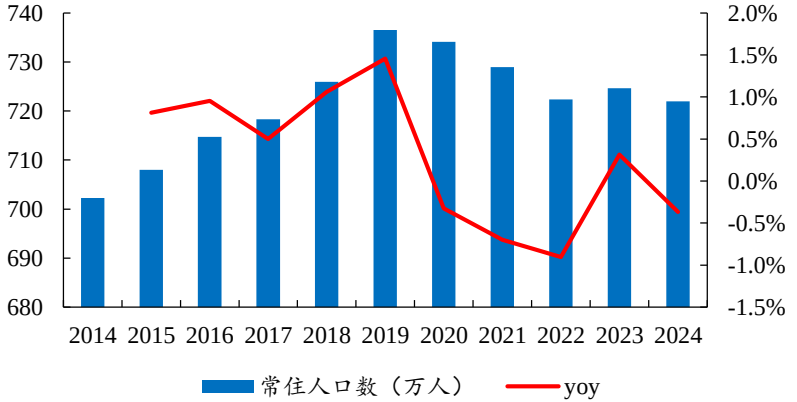
- 2014-2019年，香港总人口数以接近0.5-1%的增速持续增长，2019年香港总人口总人口数752万人，2020年，香港总人口数跌至742.7万人，同比下降1.24%，2021年，总人口数延续跌势，下降0.34%，至740.2万人，2022年起，香港总人口数反弹开始，2022、2023年同比增长0.96%、0.74%，2024年虽同比下降但2025年回升至751万人。
- 常住人口方面，趋势与总人口变化趋势略有不同，2014-2019年常住人口涨势0.5%-1.5%，至2019年达736.5万人，2020-2022年持续下降至722.4万人，2023年略有回升，增长0.32%，达724.6万人，仅恢复至2018年左右水平。

图15：香港2025年总人口数同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：香港2024年常住人口数同比下降

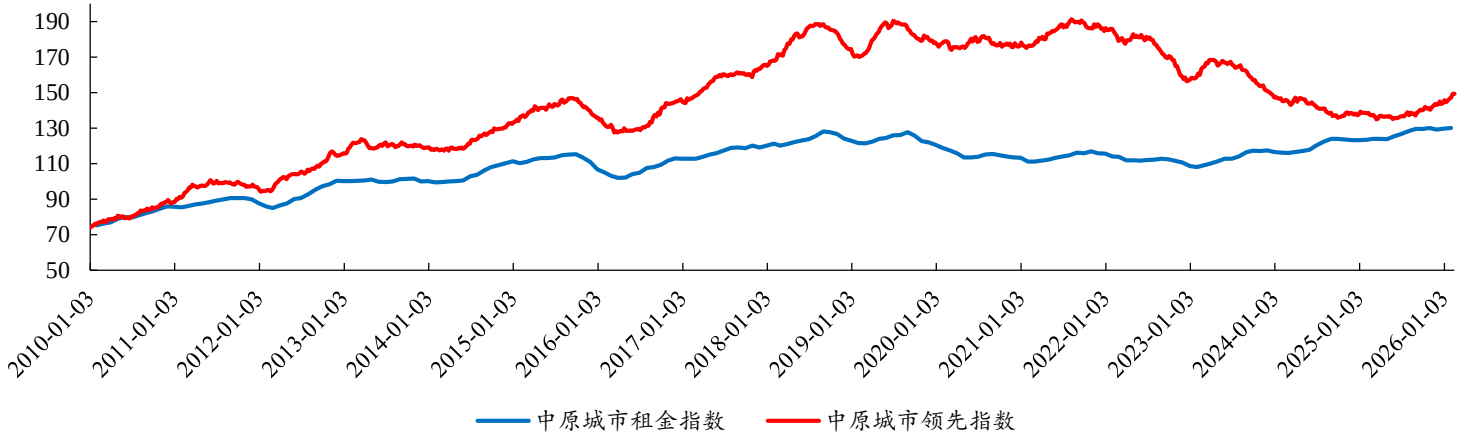


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 2022-2025年租金指数与房价指数背离，持续上行

- 中原城市租金指数是月度租金指数(CRI)，每月10号发布，采用中原集团的租务合约成交价编制。指数是基于一系列有代表性成分屋苑的总租值变化计算，可反映不同角度的租金走势表现。1997年7月指数为100点。
- 中原城市领先指数是周度房价指数（CCL)，每周五发布，采用中原集团成交记录编制。指数基于有代表性成分屋苑的总市值变化计算，可反映不同角度的房价走势表现。1997年7月第1周指数为100点。

图17：中国香港2026年以来中原城市租金指数和领先指数均有所反弹

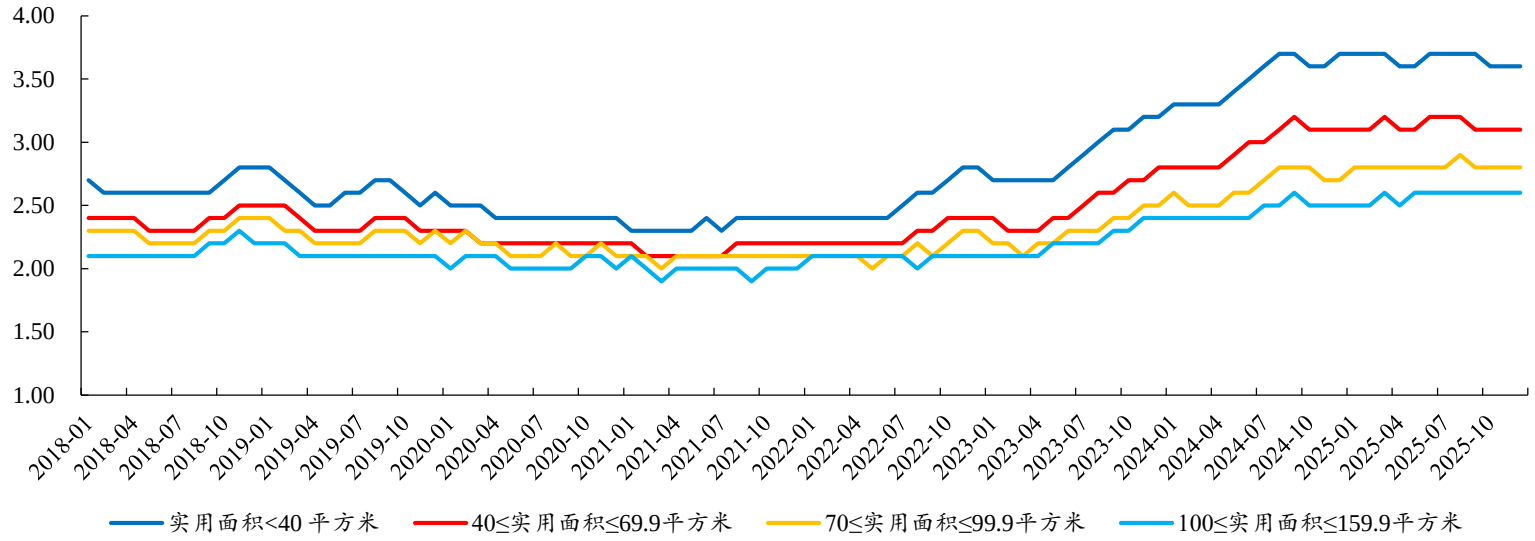


数据来源：中原地产、开源证券研究所

3.3 从租客/购房者端看，小户型已经出现租不如买的情况

- 由于中国香港住房持有成本较高，需要缴纳差饷、地租、物业税、物业费，业主实际到手租金下降。2023年以来，伴随租金上涨，香港住宅租金回报率上涨，资产配置性价比提升。

图18：香港2023年以来住宅毛租金回报率有所提升（%）



数据来源：香港差饷物业估价署、开源证券研究所

3.3 香港当前按揭主要以H按为主

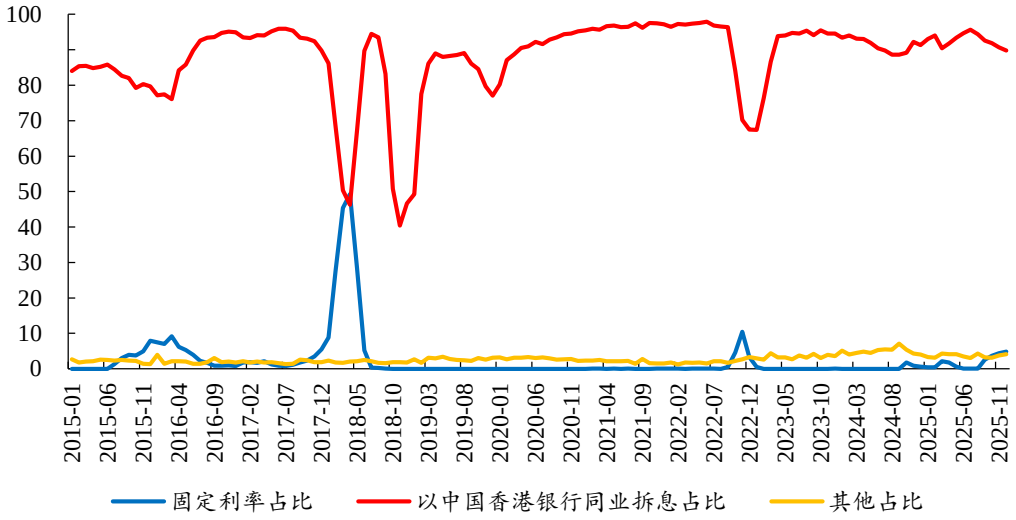
- 2025年12月，香港H按选用比例按月减少0.9个百分点至89.8%，较7月份95.7%大幅回落，而P按选用比例增加0.3个百分点至4.1%，定息按揭选用比例则上升0.4个百分点至4.8%，创自2022年11月后37个月新高。

表7：香港P按和固定利率选用比例提升

	P按	H按	固定利率
字面意思	Prime Rate	HIBOR Rate	Fixed Rate
参考标准	香港主流银行最优惠利率	香港银行同业拆息（1个月）	银行制定
计算方式	通常为P-1.75%或P-2.00%	通常为H+1.30%，封顶利率P-2%	2.73%-3.18%
当前市占率	4.1%	89.8%	4.8%
当前利率	3.25%	3.25%	2.73%-3.18%

数据来源：香港金融管理局、中原地产、开源证券研究所

图19：香港2025下半年以来选用银行同业拆息比例有所下降（%）

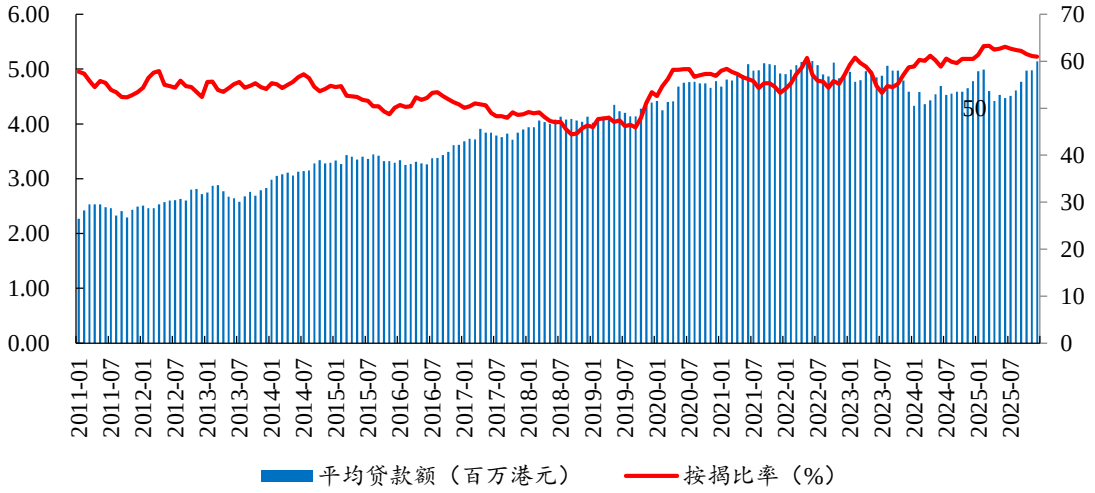


数据来源：香港金融管理局、开源证券研究所

3.3 香港当前按揭主要以H按为主

- 根据金管局2025年12月统计数字，12月份按揭比率为61%，按月减少0.1个百分点，创12个月新低。而平均还款年期为318个月（即26.5年），按月基本持平，平均按揭贷款金额为514万元，按月增加16万元，创2022年6月以来新高。

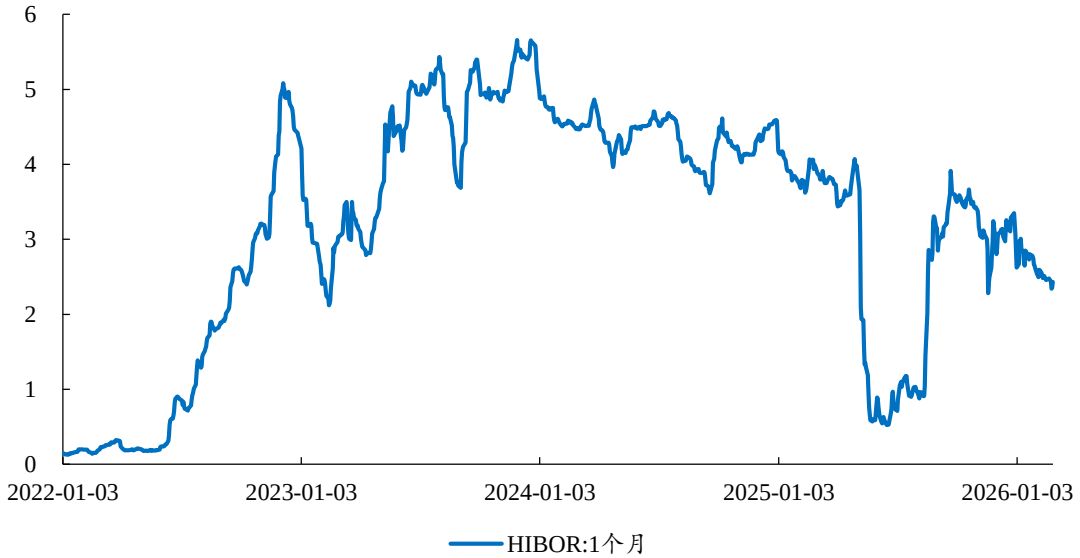
图20：香港2025年12月平均按揭贷款金额创2022年6月以来新高



数据来源：香港金融管理局、开源证券研究所

3.3 香港HIBOR（一个月）走势及最优惠利率（Prime Rate）

图21：香港HIBOR（一个月）2026年以来走势下行（%）



数据来源：香港同业拆借市场、开源证券研究所

表8：2025年10月底香港汇丰银行最优惠利率为5%

生效日	HSBC的港元最优惠利率
2025年10月31日	5.00%
2025年9月19日	5.13%
2024年12月20日	5.25%
2024年11月11日	5.38%
2024年9月20日	5.63%

数据来源：香港同业拆借市场、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 2026展望：渐行渐近的行业底部

2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳

4 **“好房子”写入“十五五”规划建议，拓宽房地产增量需求**

5 投资建议

6 风险提示

4.1 “好房子”写入“十五五”规划建议

我国的住房发展已经进入了一个新阶段，从“有没有”转向“好不好”。2024年12月，全国住房和城乡建设工作会议提出：增加改善性住房特别是好房子供给；2025年3月，政府工作报告中提出：完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。

表9：2024年开始，房地产政策开始着眼于高品质“好房子”

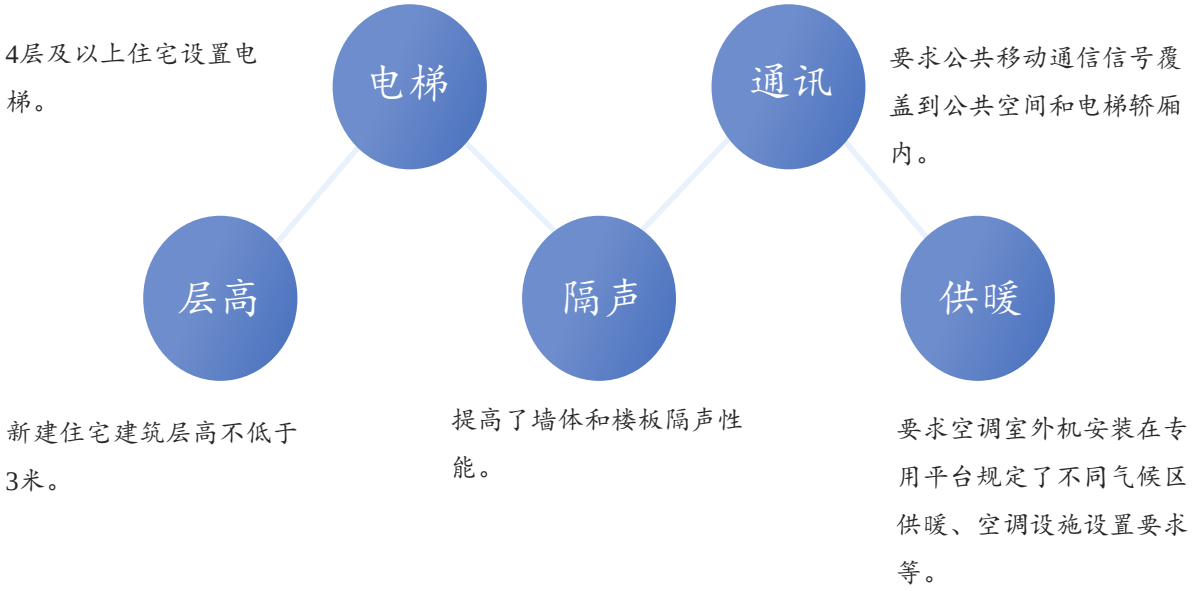
出台时间	发布机构/会议	相关内容
2024年8月23日	国新办新闻发布会	现在城镇人均住房建筑面积已经超过40平方米，人民群众对住房的功能、质量有了新期待。要将新一代的信息技术、绿色低碳技术、新型的建造技术等新技术，以及新产品、新材料、新工艺应用到房屋建设中去，引导房地产业和建筑业从过去注重速度、数量，转向追求高质量、新科技、好服务，使房地产业和建筑业能够真正转型发展。
2024年12月24-25日	全国住房和城乡建设工作会议	着力优化和完善住房供应体系，加快发展保障性住房，满足城镇住房困难工薪群体刚性住房需求，支持城市政府因城施策，**增加改善性住房特别是好房子供给**。
2025年3月5日	政府工作报告	有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，**推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”**。
2025年4月25日	政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，**加大高品质住房供给**，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
2025年8月15日	中共中央、国务院关于推动城市高质量发展的意见	全链条提升住房设计、建造、维护、服务水平，大力推进安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”建设。
2025年10月28日	“十五五”规划建议	**建设安全舒适绿色智慧的“好房子”**，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。

资料来源：中国政府网、共产党员网、每日经济新闻、新京报、新华社、开源证券研究所

4.1 “好房子”写入“十五五”规划建议

住房城乡建设部在2025年3月31日发布国家标准《住宅项目规范》，要求住宅项目建设应以安全、舒适、绿色、智慧为目标，遵循“经济合理、安全耐久，以人为本、健康舒适，因地制宜、绿色低碳，科技赋能、智慧便利”的原则。新规范在层高、隔声、通讯、供暖、电梯等多方面加强了要求。

图22：住建部2025年3月31日发布国家标准《住宅项目规范》



资料来源：中国政府网、开源证券研究所

4.2 各地跟进出台住宅品质规范，新房市场向“高品质化”转型

2025年2月，北京市规划和自然资源委员会印发《北京市平原多点地区“好房子”规划管理相关技术要点（试行）》通知，对平原多点地区多个居住建筑规范审批管理进行了统一规范。

图23：2025年2月北京市发布了平原多点地区“好房子”规划管理相关技术要点



- **按需设置封闭或开敞阳台**

每户阳台水平投影面积不大于套内建筑面积的10%，进深不大于1.8米。

- **鼓励丰富居住空间形式**

套内建筑面积超过 140 平方米的住宅，可在起居室（厅）设置1处挑空空间。

- **合理利用底层架空空间**

对于面积不超过建筑基底面积50%、高度在 4.9 米以下的架空层，其建筑面积不计入地块容积率，不收取地价款。

- **增配邻里共享公共空间**

邻里共享公共空间的建筑面积按照 700 平方米/千，单处最大面积 700 平方米，其建筑面积不计入容积率。

- **建筑高度局部弹性管控**

建筑控高为 18 米、24 米、36 米、45 米的居住用地，允许建筑高度局部上浮一档。

- **鼓励提升建筑立面品质**

住宅建筑外立面采用砖石、金属、陶板等耐久性高品质材料的，其饰面层不计入容积率。

资料来源：北京市规划和自然资源委员会、开源证券研究所

4.3 从有到优，拓宽房地产增量需求

从七普数据来看，截至2020年，我国居民户均住房间数3.18间，人均住房建筑面积37.76平米，人均住房间数1.07间；相较于六普2010年时候的水平，已经有了长足的进步，我国房地产市场的矛盾正从“有没有”转向“好不好”。

李强总理在参观调研中国建筑科技展时曾指出，未来的房地产要“以提升居民居住品质和幸福感为导向，从功能、质量、体验等方面出发，充分考虑不同居住习惯、不同年龄段、不同经济能力等群体的需求，特别是适老化、儿童友好等新需求，因地制宜推进好房子建设。”

表10：我国居民住房人均规模持续提升

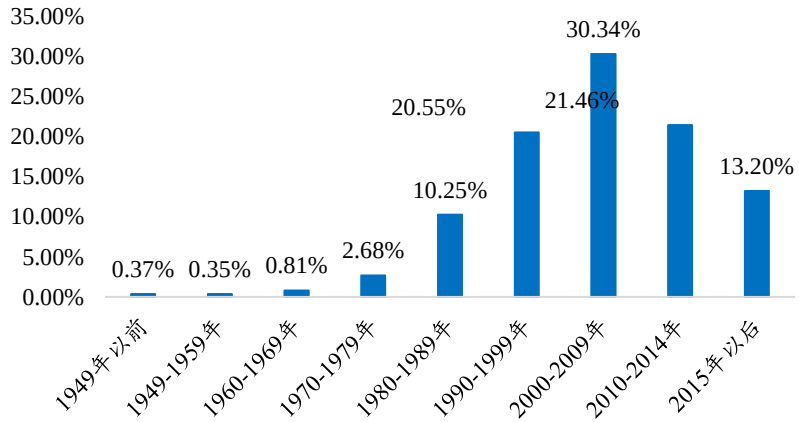
普查	平均每户住房间数(间/户)	人均住房建筑面积(平方米/人)	人均住房间数(间/人)
第七次人口普查（2020年）	3.18	37.76	1.07
第六次人口普查（2010年）	3.29	31.40	1.01
第五次人口普查（2000年）	2.82	23.86	-

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

4.3 从有到优，拓宽房地产增量需求

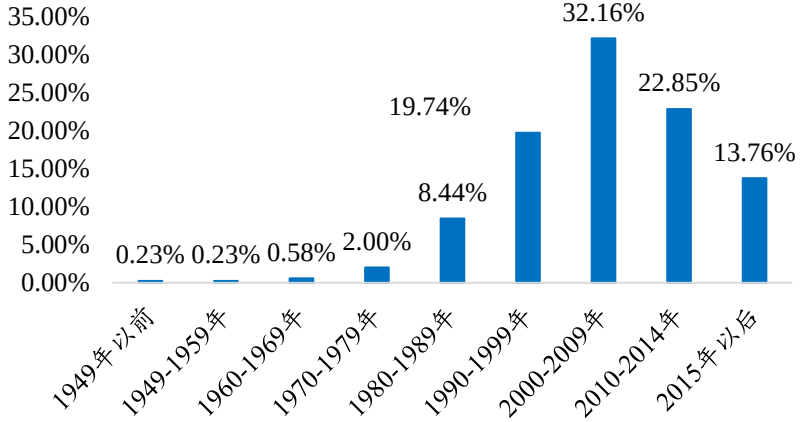
从住房房龄看，中国居民住房房龄集中在1990-2014年。按户数比例看，2000-2009年、2010-2014年、1990-1999年分别占比为30.34%、21.46%、20.55%。后续伴随房龄老龄化，也会带来持续的置换和更新需求。

图24：中国居民住房房龄集中在1990-2014年（按户数比例口径）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：中国居民住房房龄集中在1990-2014年（按面积比例口径）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 2026展望：渐行渐近的行业底部

2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳

4 “好房子”写入“十五五”规划建议，拓宽房地产增量需求

5 **投资建议**

6 风险提示

推荐标的：

（1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际集团、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、保利发展、绿城中国；

（2）住宅与商业地产双轮驱动，REITs快速发展助力资管战略落地：华润置地、新城控股、龙湖集团；

（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；

（4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

表11：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值(亿人民币)	归母净利润（亿元）				P/E		
			2026/3/2	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A股									
600048.SH	保利发展	买入	812.8	50.0	10.3	44.2	60.7	79.2	18.4	13.4
001979.SZ	招商蛇口	买入	888.1	40.4	42.8	49.6	55.4	20.7	17.9	16.0
601155.SH	新城控股	买入	380.7	7.5	10.5	15.1	17.6	36.4	25.3	21.6
600153.SH	建发股份	买入	281.8	29.5	-55.0	22.1	36.5	-5.1	12.8	7.7
600383.SH	滨江集团	买入	144.9	25.5	29.4	32.7	34.2	4.9	4.4	4.2
001914.SZ	招商积余	买入	122.1	8.4	9.2	10.8	12.2	13.3	11.3	10.0
000560.SZ	我爱我家	买入	77.0	0.7	1.6	2.7	3.2	48.1	28.7	23.9
	H股									
1109.HK	华润置地	买入	1,973.2	255.8	217.1	240.7	263.7	9.1	8.2	7.5
0688.HK	中国海外发展	买入	1,361.2	156.4	198.8	215.4	224.9	6.8	6.3	6.1
1209.HK	华润万象生活	买入	969.4	36.3	42.7	48.9	55.0	22.7	19.8	17.6
1908.HK	建发国际集团	买入	295.1	48.0	53.0	57.3	58.6	5.6	5.2	5.0
6049.HK	保利物业	买入	157.3	14.7	15.8	17.2	18.8	9.9	9.2	8.4
2869.HK	绿城服务	买入	121.4	7.9	9.2	10.3	11.4	13.2	11.8	10.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2026年3月2日，港元汇率1港元=0.89人民币）

目 录

CONTENTS

1 2026展望：渐行渐近的行业底部

2 人口因素是超长周期变量，对房价中期影响有限

3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳

4 “好房子”写入“十五五”规划建议，拓宽房地产增量需求

5 投资建议

6 风险提示

风险提示

（1）宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。

（2）房企融资进展不及预期：房地产企业融资受限，资金到位不及预期，导致整体建设进度和销售回款滞后。

（3）行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券