

强于大市

地产后增量时代的机遇

核心观点

- 房地产行业当前量价压力仍然较大，且未来需求总量下降，我们认为，探索地产后增量时代的机遇尤为重要。本篇报告将围绕“增量变精”与“存量优化”两个方向展开探讨。1) 增量变精：土地供给“缩量重质”+ 开发建设“提质增效”。2) 存量优化：城市更新“高质量开展”+运营服务“切中需求”。

【增量变精】

- **土地供给“缩量重质”**：各地减少无效供地，推动核心地段宅地入市，规划调整更合理。这也使得2025H1土地市场“缩量重质”特征明显，上半年全国住宅类用地成交土地建面同比-4%，楼面均价同比+25%，溢价率10.5%，同比+6.5pct。其中，深圳、杭州住宅用地平均溢价率超30%，上海、成都超20%；绿城、滨江、华润获取的高溢价土地较多。此外，政府通过推出低容积率宅地鼓励房企打造“好房子”。上半年全国成交土地地块容积率为2.0，和高峰期比明显下降。
- **开发建设“提质增效”**：通过“好房子”建设迭代，更好满足品质住房需求，以实现新的供求关系动态平衡。今年3月“好房子”首次被写入《政府工作报告》，《住宅项目规范》5月起实施，“好房子”从政策倡导转变为具有强制约束力的国家标准，标志着我国住房建设正式迈入品质升级时代。“好房子”新规后，重点城市住宅品质提升，销售表现整体优于旧规产品。例如25年6月广州新规产品开盘去化率39%，显著高于旧规产品的9%，高于全市的28%；重庆6月四代宅普遍去化率均在75%以上，而普宅去化率约2成。为契合这一趋势，绿城、华润、招蛇、越秀、中海、建发等大型房企推出了自己的“好房子”建设体系；中小房企通过“好房子”在核心城市中占据一席之地，例如在南京、杭州，南京奥体建设和杭州永承等地方中小房企，凭借自身产品的优秀产品力，以超90%的得房率产品实现首开100%的去化。

【存量优化】

- **城市更新“高质量开展”**：已成为当前房地产行业的主线任务。除了住宅更新以外，还有多种类型的旧资产焕新，都是本轮城市更新的重点。1) 住宅更新：近3年城市更新项目年均6万个以上，其中老旧小区改造占大头，数量保持在5万个/年以上。21-24年城市更新总投资额累计已达到16.6万亿元，其中23、24年城市更新投资规模保持在2万亿/年以上。2) 老旧街区改造：例如瑞安集团集“园区、校区、社区”为一体，打造了网红大学路；愚园路改造兼顾历史建筑保护与功能更新，引入新型潮流IP，提升经济效益与商业价值。3) 传统商场存量更新：从传统零售到沉浸式体验转型，非标商业创新模式不断拓展。例如长沙乐和城从传统商场转型为策展型购物中心“TX CHANGSHA”。4) 文化历史建筑更新改造：以“文物修复+产业导入+市场运作”方式，强化运营服务，引入多元业态。以重庆开埠遗址公园城更项目为例，重庆市地产集团将立德乐洋行旧址群改造为集陈列馆、特色商业、文旅于一体的复合型城市公园。5) 文旅地产更新：从“卖房子”到“卖生活”，例如改造后的阿那亚从昔日烂尾楼变为度假胜地。6) 老旧火车站改造：保留原有特色，改造为博物馆、市政公园、创业园区、旅游景点、新地标等。例如盐城火车站改造为“中国黄海湿地博物馆”。7) 老旧厂房改造：盘活闲置低效厂区厂房，改造路径有“工改文”、“工改商”、“工改租”、工业转型城市公共空间等。例如万科上生新所、北京首钢园·六工汇等。8) 非居改租：目前非改居多数落地项目为长租公寓和保租房。例如北科建·自如寓由自如资管与北科建集团将园区办公楼共同改造为白领公寓。
- **运营服务“切中需求”**：房企从“三高”模式转为“地产+”运营服务商。我们认为在众多赛道中，商业地产、物业管理、养老地产这三大方向可能会是行业弯道超车的首选，主要原因还是这三大方向都有着“消费属性、长期持续性、C端多样性”逻辑，我们看好具备这三大属性的细分领域。1) 商业地产：从传统零售向新时代下的购物中心迈进。近两年，购物中心中的新消费业态崛起。房企可以通过以下创新性的方式去把握新消费时代下的商业地产机会：a) “首店逻辑”：把握新消费相关的首店开店机会。24年全国74座城市迎来超7000家新店，同比+36%，其中二次元相关品牌首店数量同比+668%。b) “快闪逻辑”：快闪场地租赁的精细化运营。例如，24年上海静安大悦城全年落地62场IP快闪，吸引超550万人次打卡，单日客流峰值突破14.1万。c) “IP联动逻辑”：通过打造独具特色的IP/原创IP/IP联动等艺术装置，赋予了商场与众不同的个性和体验，深入人心的形象成为商场的标志之一。d) “品牌剧场”：“购物中心+剧场”新生业态的延伸。例如上海新天地广场的“笑果工厂”每年举办上百场脱口秀演出，上座率99%，自然客流超10万人次；上海南翔印象城MEGA的“开心麻花”非标演出场地，21年吸引超10万人。2) 物业管理：物企具有先天性的围墙优势、客源优势、客户信任优势，能与业主形成较强的联系，第一时间精准抓住业主的需求点，激活新的消费场景。行业转型将经历拓展业务广度、挖掘业务深度和资产赋能三个不同层次的迭代，并最终完成从一对一模式以小区为单位向以物业管理公司为中心集合型管理的转变；从单一的劳动密集型服务转向科技赋能后的精准切中需求的服务。3) 养老地产：从卖房回款的开发模式转变为更全周期的“康医学乐养”复合消费模式。当前房企多采用租售结合的盈利模式介入养老地产。我们认为，未来养老地产开发将走复合的形式，将养老地产和其他相关产业进行整合。原来单纯的“地产+养老”机构养老地产模式下，入住后通常只涉及基础的医疗健康和陪护服务，相对单一、标准较低，且限制在养老机构的固定场所内。未来将转向“养老地产+N”的全周期复合消费模式，将养老地产开发与老人的生活需求紧密结合起来，并充分激发老年人的新型需求，且可以不限制在养老机构内，生活空间整体打开。

投资建议：

- 未来房地产业发展格局将围绕“增量变精”与“存量优化”两个方向展开。增量变精方面，土地供给“缩量重质”，开发建设“提质增效”。存量优化方面，城市更新“高质量开展”已经成为当前房地产行业的主线任务，配套政策有望加速落地；运营服务“切中需求”，将地产与销售结合，房企将从原本高周转开发商转为“地产+”运营服务商，我们认为商业地产、养老地产、物业管理三大方向是有效赛道。

- 基于此，我们建议关注三条主线：1) 积极获取高质量地块且注重后续开发建设的“提质增效”，重视产品品质，已经建立起“好房子”产品体系的房企：滨江集团、华润置地、越秀地产、建发国际集团；2) 积极参与城市更新，受益于旧改加速推进的地方国企：城投控股、城建发展；3) 积极探索多元业务布局，运营服务能力突出的企业：瑞安房地产、太古地产、大悦城、华润万象生活、新城控股。

风险提示：

- 房地产调控政策效果不及预期；行业基本面超预期下行；融资收紧风险。

相关研究报告

《单月销售与投资降幅扩大；开工下降幅虽收窄，但仍处于历史低位——房地产行业2025年6月统计局数据点评》（2025/07/17）

《70城房价环比跌幅持续扩大；一线城市二手房房价跌幅大于二、三线城市——房地产行业2025年6月70个大中城市房价数据点评》（2025/07/17）

《6月新房、二手房成交同比均走弱；住宅用地溢价率持续回落——房地产行业2025年6月月报》（2025/07/22）

《房地产行业2024年年报&2025年一季报综述：2025年将成为房地产行业“由量转质，优化结构”的关键年》（2025/05/09）

《房地产“止跌回稳”主基调不变，释放需求和化解风险并行，传递积极信号——2025年政府工作报告解读》（2025/03/06）

《70城新房、二手房房价环比跌幅均持平；二线城市新房房价环比增速回正——房地产行业2025年1月70个大中城市房价数据点评》（2025/02/20）

《“旧改为主、收储为辅”贯穿2025年地产行业主线——房地产行业2025年年度策略》（2024/12/13）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 房地产行业当前量价压力仍然较大，后增量时代的机遇着重在“增量变精”与“存量优化”	6
2 增量变精：土地供给“缩量重质”+ 开发建设“提质增效”	9
2.1 土地供给“缩量重质”：各地减少无效供地，推动核心地段宅地入市，规划调整更合理...	9
2.2 开发建设“提质增效”：通过“好房子”建设迭代，更好满足品质住房需求，以实现新的供求关系动态平衡	11
3 存量优化：城市更新“高质量开展”+运营服务“切中需求”	15
3.1 城市更新“高质量开展”：“高质量开展城市更新”已成为当前房地产行业的主线任务...	15
3.2 运营服务“切中需求”：房企从原本“三高”模式转为“地产+”运营服务商.....	27
4 投资建议	36
5 风险提示	37

图表目录

图表 1. 全国商品房销售面积在 2021 年达到峰值 17.9 亿平后开始持续下滑，2024 年仅 9.7 亿平，我们预计，2025 年商品房销售面积将降至 8.8 亿平	6
图表 2. 百城新房成交同比负增长的城市数量占比进一步扩大至 63%	6
图表 3. 全国商品房销售均价在 2023 年达到峰值 1.04 万元/平，2024 年开始出现下滑（同比-5%）至 9935 元/平，2025H1 持续下滑（同比-2%）至 9649 元/平	7
图表 4. 70 城新房房价自 2023 年以来连续下降，二手房房价自 2022 年就开始下降	7
图表 5. 2025H1 70 城新房房价同比下跌城市数量高达 67 个	7
图表 6. 2025H1 所有 70 城二手房房价同比均下跌	7
图表 7. 2025H1 一线城市新房房价降幅收窄；二线城市降幅扩大；三线城市降幅扩大	8
图表 8. 2025H1 一线城市二手房房价降幅收窄；二线城市降幅收窄；三线城市降幅扩大	8
图表 9. 近几年各城市持续优化土拍相关政策	9
图表 10. 2025H1 全国 300 城住宅类用地成交土地建面为 1.8 亿平，同比下降 4%	9
图表 11. 2025H1 全国 300 城住宅类用地成交土地楼面均价 4542 元/平，同比增长 25%	9
图表 12. 2025 年上半年全国 300 城住宅类用地成交土地平均溢价率 10.5%，同比提升 6.5 个百分点	10
图表 13. 2025 年上半年全国成交土地地块容积率为 2.0，同比下降 0.1，和高峰期项目有明显下降	10
图表 14. 2025 年上半年深圳、杭州住宅用地平均溢价率超 30%，上海、成都超 20%	10
图表 15. 绿城、滨江、华润在上半年获取的高溢价土地较多	11
图表 16. 供给侧“好房子”政策框架逐步明确	12
图表 17. 2025 年 6 月广州新规产品开盘去化率为 39%，显著高于旧规产品的 9%，高于全市的 28%	12
图表 18. 广州 2025 年 6 月首开新规项目去化率情况	12
图表 19. 2025 年 6 月重庆四代宅与普宅去化率分化显著，四代宅普遍去化率均在 75% 以上，而普宅去化率基本在 2 成左右	12
图表 20. 成都新规产品的市场热度维持高位，大部分产品的去化表现较好	13
图表 21. 在购房时最优先考虑的核心标准方面，61.6% 的被访者将“居住舒适度”摆在首位	13
图表 22. 在追求居住舒适度最看重的方面，40.3% 的被访者选择了“充足的自然采光与通风”，33% 的被访者更重视“合理的户型空间布局”	13
图表 23. 居民理想户型面积集中在 90-144 平区间	14
图表 24. 居民更偏好可以结合自身需求进行精装清单选择的交付方式(49% 选择)	14
图表 25. 绿城、华润、招蛇、越秀、中海、建发等大型房企推出了自己的“好房	

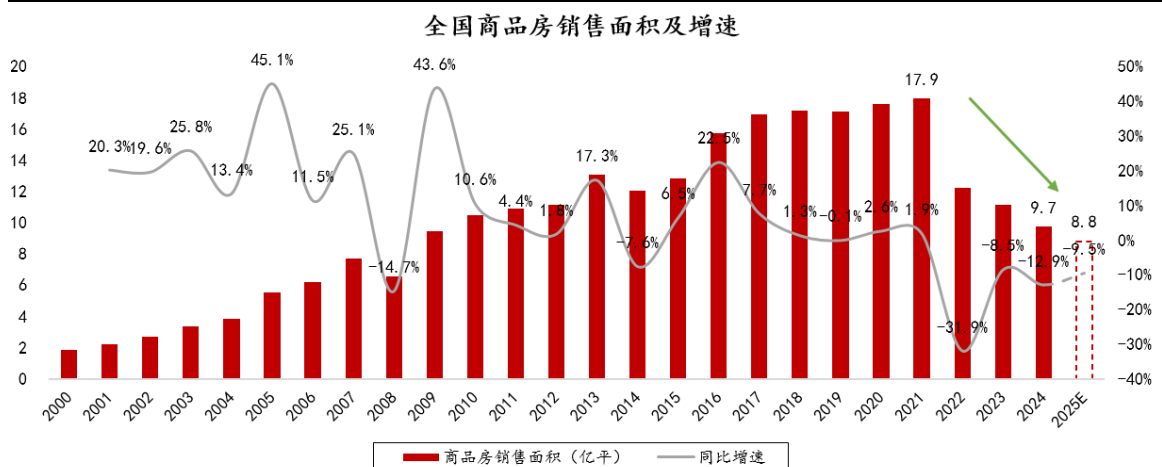
子”建设体系.....	14
图表 26.南京奥体建设和杭州义承等地方中小房企，凭借自身产品的优秀产品力在市场中拥有较强的竞争力，以超过 90%的得房率产品实现首开 100%的去化	14
图表 27. 行业将从原有的“三高”模式转向“城市更新+运营服务”的存量优化模式.....	15
图表 28. 2025 年 7 月中旬召开的中央城市工作会议当中，将“城市更新”写进总体规划	16
图表 29. 2023、2024 年全国城市更新项目数量均超 6 万个/年，老旧小区改造数量为 5 万个/年以上.....	16
图表 30. 大学路毗邻科技园区、大学校区和公共社区，拥有独特的“三区联动”	17
图表 31. 大学路保持一定的每年换铺比例，让消费者探索新灵感.....	17
图表 32. 大学路举办限时步行街活动，与抖音联动化身“心动街区”	17
图表 33. 愚园路（江苏路—定西路路段）示意图.....	18
图表 34. 愚园路上不断更新的打卡地标	18
图表 35. 上海市中心城区小红书 APP 打卡热度示意图：上海历史地段城市更新的“网红化”趋势愈加明显，城市更新项目呈现出与城市热门景点相当的打卡热度.....	19
图表 36. 历史地段“网红化”城市更新的资本逻辑.....	19
图表 37. 上海市历史城区的 4 种城市更新模式.....	19
图表 38. TX 淮海 年轻力中心	20
图表 39. 重庆开埠遗址公园改造后	21
图表 40. 阿那亚打造精神空间的社区，有市集、酒吧、高尔夫球场、画廊、书店、运动中心等	21
图表 41. 阿那亚艺术地标：孤独图书馆和阿那亚礼堂.....	21
图表 42. 阿那亚沙丘美术馆	22
图表 43. 巴黎 Station F：由老火车站翻新改造为世界最大的初创企业孵化中心.....	22
图表 44. 曼彻斯特科学与工业博物馆：由老旧火车站改造成博物馆，对工业革命时期的火车、机械展示	22
图表 45. 京都火车博物馆围绕铁路遗产，展开保护与旅游开发.....	23
图表 46. 荷兰蒂尔堡车站，旧候车大厅改造的图书馆.....	23
图表 47. 盐城火车站改造为“中国黄海湿地博物馆”	23
图表 48. 南京浦口火车站改造.....	23
图表 49. 万科上生新所“工改文”改造案例	24
图表 50. 北京首钢园·六工汇“工改商”案例.....	25
图表 51. 武汉万科泊寓 2035“工改租”案例.....	25
图表 52. 上海徐汇滨江工业转型城市公共空间案例.....	26
图表 53. 北科建·自如寓非住改居案例	27
图表 54. 房企从原本“三高”模式转为“地产+”运营服务商，商业地产、养老地产、物业管理等均是发力方向.....	27
图表 55. 2024 年全国新开业集中式商业项目 436 个，同比下降 17.6%	28
图表 56. 2024 年全国新开业商业总体量约 3417 万平，同比下降 12.5%	28

图表 57. 2024 年餐饮门店开关店比 1.14	28
图表 58. 购物中心中，2022-2024 年各业态开关店变化趋势	28
图表 59. 近两年，购物中心中的新消费业态崛起	29
图表 60. 上海静安大悦城 Chiikawa 主题快闪活动	30
图表 61. 上海新天地广场推出的城市喜剧新空间“笑果工厂”	30
图表 62. 大湾区的潮流生活新地标——天环 Parc Central，与环球影业强强联手，推出全球热门动画电影《神偷奶爸 4》的“夏日环游”华南首展	30
图表 63. 物管公司具有先天性的围墙优势、客源优势、客户信任优势	31
图表 64. 物业管理行业转型将经历拓展业务广度、挖掘业务深度和资产赋能三个不同层次的迭代	32
图表 65. 科技赋能物业的方式也将变化，从“先物管再科技”到“智慧平台商业模式”	32
图表 66. 养老产业连续多年被写入《政府工作报告》	33
图表 67. 截至 2024 年末，我国 65 岁及以上老年人口达 2.2 亿人，占总人口的比例达 15.6%	33
图表 68. 国家卫健委倡导的“9073 模式”：90%老人通过自我照料和社区服务实现居家养老；7%的老人通过社区提供的各种专业化服务实现社区式养老；3%的老人入住养老机构集中养老	33
图表 69. 万科·随园嘉树项目信息	34
图表 70. 万科·随园嘉树盈利模式采用租售结合	34
图表 71. 万科·随园嘉树实景图	34
图表 72. 绿城·乌镇雅园规划图	34
图表 73. 养老地产从卖房回款的开发模式转型为更全周期的“康医学乐养”复合消费模式	35

1 房地产行业当前量价压力仍然较大，后增量时代的机遇着重在“增量变精”与“存量优化”

未来房地产需求总量将持续下降。全国商品房销售面积在 2021 年达到峰值 17.9 亿平后开始持续下滑，2024 年仅 9.7 亿平，基本回到 2009 年的量级，2025 年上半年全国商品房销售面积 4.6 亿平，同比下降 4%。我们认为，在居民收入与就业预期尚未根本性扭转、供给缩量、二手房持续分流新房客群等因素的影响下，2025 年商品房销售仍将负增长。但在低基数的影响下，我们预计较 2024 年同比降幅会有所收窄，同比增速-9%。我们预计，2025 年商品房销售面积将降至 8.8 亿平。

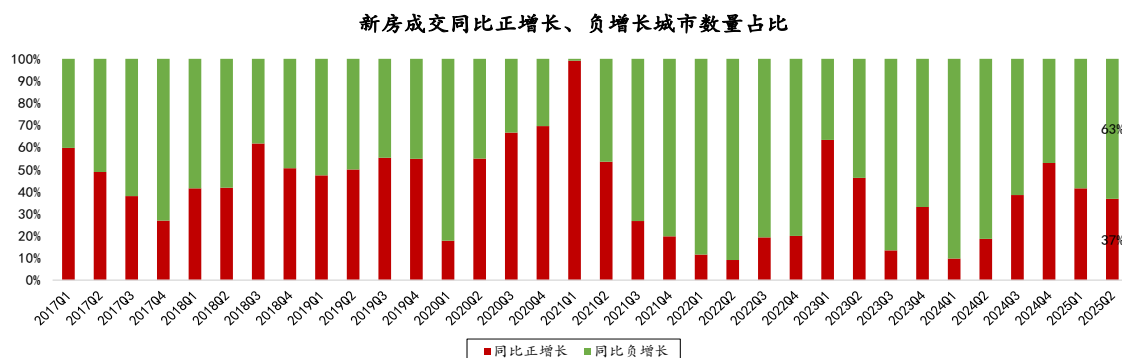
图表 1. 全国商品房销售面积在 2021 年达到峰值 17.9 亿平后开始持续下滑，2024 年仅 9.7 亿平，我们预计，2025 年商品房销售面积将降至 8.8 亿平



资料来源：国家统计局，中银证券

二季度百城新房成交量继续走弱，同比负增长的城市数量超 6 成。从我们跟踪的高频数据来看，2025 年二季度百城商品住宅成交套数为 60.9 万套，同比下降 12%，降幅较一季度扩大了 11 个百分点，明显低于 2024 年四季度（成交套数 84.2 万套，同比增长 18%）。其中，百城新房成交同比负增长的城市数量占比进步一扩大至 63%。

图表 2. 百城新房成交同比负增长的城市数量占比进步一扩大至 63%



资料来源：中指院，中银证券

从房价角度来看，统计局口径下的全国商品房价格自 2023 年达到顶峰后，连续下滑，我们预计 2025 年同比下降 3%。全国商品房销售均价在 2023 年达到峰值 1.04 万元/平，2024 年开始出现下滑（同比-5%）至 9935 元/平，2025 年上半年持续下滑（同比-2%）至 9649 元/平。去年四季度、今年一季度销售均价同比增速均为正，但二季度销售均价出现负增长（-5%）。我们预计 2025 年全年商品房销售均价为 9614 元/平，同比增速为-3%。

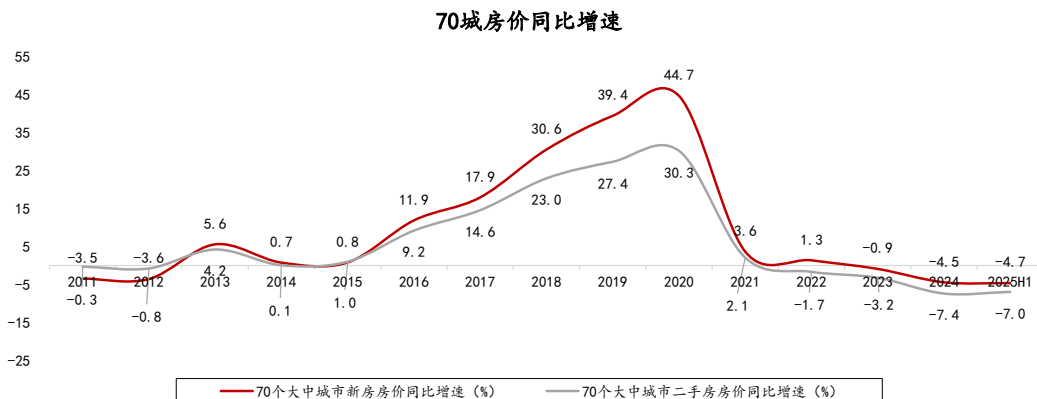
图表 3. 全国商品房销售均价在 2023 年达到峰值 1.04 万元/平，2024 年开始出现下滑（同比-5%）至 9935 元/平，2025H1 持续下滑（同比-2%）至 9649 元/平



资料来源：国家统计局，中银证券

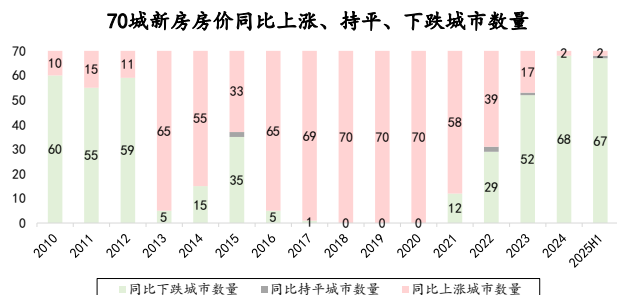
从 70 城房价来看，70 城新房房价自 2023 年以来连续下降，二手房房价自 2022 年就开始下降。2025 年上半年 70 城新房房价同比下降 4.7%，较 2024 年全年降幅进一步扩大 0.2 个百分点，新房房价同比下跌城市数量高达 67 个；二手房房价同比下降 7.0%，较 2024 年全年降幅收窄 0.4 个百分点，所有 70 城二手房房价均同比下跌。分城市能级来看，2025 年上半年一线城市一、二手房房价降幅均收窄，同比分别下降 2.4%、3.9%，同比降幅较 2024 年全年分别收窄 0.8、4.3 个百分点；二线城市一手降幅扩大（同比下降 4.1%，同比降幅较 2024 年全年扩大 0.1 个百分点），二手降幅收窄（同比下降 6.7%，同比降幅较 2024 年全年收窄 0.6 个百分点）；三线城市一、二手房房价降幅均扩大，同比分别下降 5.4%、7.5%，同比降幅较 2024 年全年分别扩大 0.4、0.1 个百分点。

图表 4. 70 城新房房价自 2023 年以来连续下降，二手房房价自 2022 年就开始下降



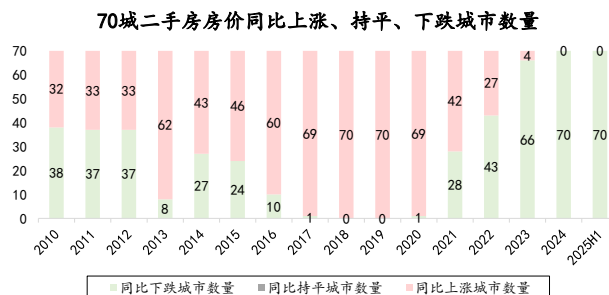
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 5. 2025H1 70 城新房房价同比下跌城市数量高达 67 个



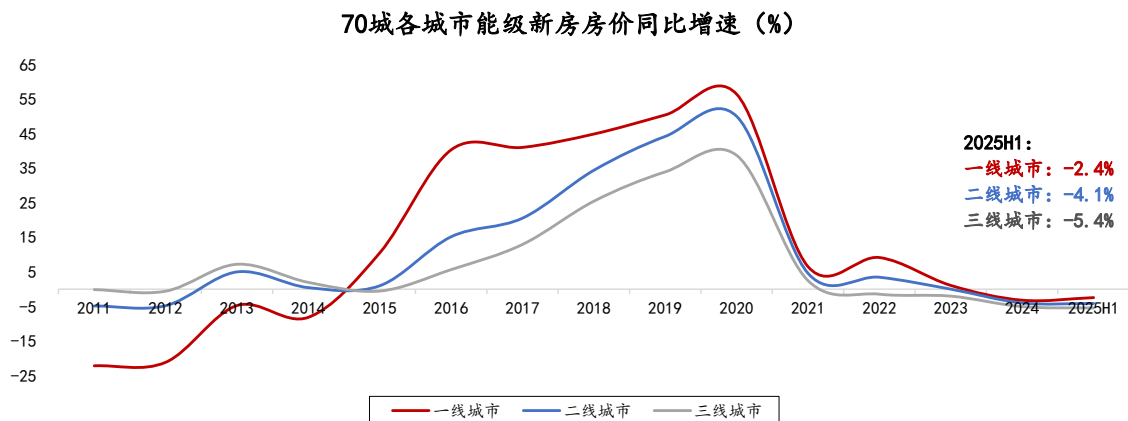
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 6. 2025H1 所有 70 城二手房房价同比均下跌



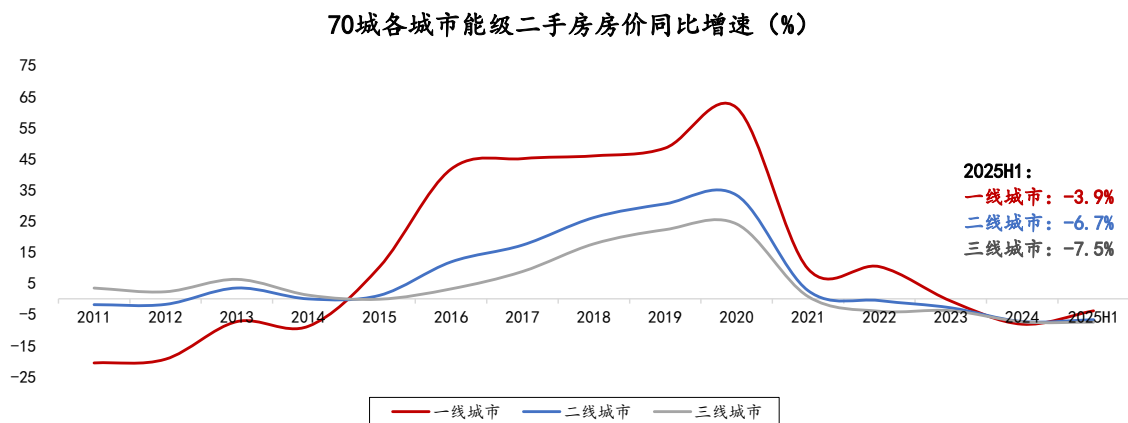
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 2025H1 一线城市新房房价降幅收窄；二线城市降幅扩大；三线城市降幅扩大



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 8. 2025H1 一线城市二手房房价降幅收窄；二线城市降幅收窄；三线城市降幅扩大



资料来源: 国家统计局, 中银证券

由于房地产行业当前量价压力仍然较大，且未来房地产需求总量将持续下降，我们探索地产后增量时代的机遇尤为重要。

本篇报告将围绕“增量变精”与“存量优化”两个方向展开探讨。

1) 增量变精: 土地供给“缩量重质”+ 开发建设“提质增效”。各地减少无效供地，推动核心地段宅地入市，规划调整更合理，提升房企参与土拍的积极性；各地将持续推进“好房子”相关政策的出台与落实，重视提升住房品质，通过“好房子”供给迭代，更好满足居民的改善性需求，支撑新房市场成交，以实现房地产市场新的供求关系动态平衡。

2) 存量优化: 城市更新“高质量开展”+运营服务“切中需求”。一方面，近期的中央城市工作会议、政治局会议均重点提及“高质量开展城市更新”，城市更新已经成为当前房地产行业的主线任务，配套政策有望加速落地；另一方面，对于房企来说，也将从原本高周转开发商转为“地产+”运营服务商，商业地产、养老地产、物业管理等均是发力方向。

2 增量变精：土地供给“缩量重质”+ 开发建设“提质增效”

2.1 土地供给“缩量重质”：各地减少无效供地，推动核心地段宅地入市，规划调整更合理

今年以来，各城市持续优化土拍相关政策，主要方向有：1) 土地供应结构不断优化，持续加大核心区域地块供应。北京、广州等核心城市在 2025 年土地供应计划中明确土地供应向中心城区、轨道站点周边倾斜，加大核心板块的优质地块供应力度。2) 减轻房企土地出让金支付压力。无锡、西安等地均支持土地出让金分期支付，同时西安也提出缴纳 50% 土地出让价款的项目，可先行办理国有建设用地使用权预登记、规划、建设等相关手续，支持“拿地即开工”。

图表 9. 近几年各城市持续优化土拍相关政策

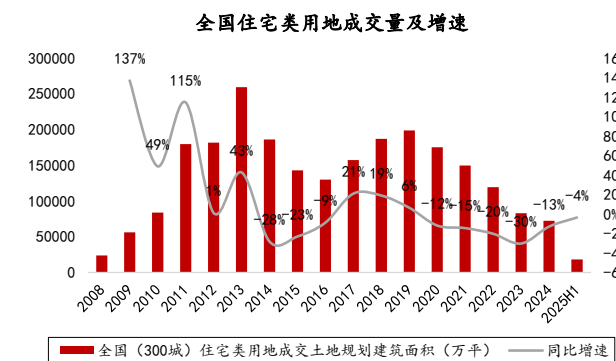
城市	类型	内容
北京	优化土地供应结构	2025 年 1 月,《北京市 2025 年度建设用地供应计划》提到,"统筹考虑各圈层差异化发展用地需求,土地供应向重点功能区、产业园区、轨道交通站点周边等重点区域倾斜"。
上海	加大优质住宅用地供应力度	2025 年 2 月,上海市推动经济持续回升向好一揽子政策举措中提到,要实施优化完善房地产政策,全面提速"两旧一村"改造和城市更新,加大优质住宅用地供应力度,建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子,促进房地产市场平稳健康发展。
广州	优化土地供应结构	2025 年 3 月,《广州市 2025 年建设用地供应计划》提到,"土地资源向重点区域、重点产业和重大项目集聚投放,增强城市能级和核心竞争力"。
	土地出让金分期缴纳	2025 年 5 月,广州南沙区支持采取分期缴纳土地出让金,在首期缴款比例不低于应缴出让金 50% 的情况下,余款可在签订出让合同或相关协议之日起 12 个月内付清。此外,支持电子保函担保替代现金缴纳土地出让竞买保证金。
杭州	优化土地供应结构	2025 年 5 月,《杭州市 2025 年度建设用地供应计划》提到,对于商品住宅去化周期过长、存量房地产用地过多、市场需求明显不足的区域,暂停新增住宅用地供应;对人口净流入、确有需求的区域,适当增加商品住宅的供应。"
成都	优化土地供应结构	2025 年 4 月,《成都市各区 2025 年度国有建设用地供应计划的通知》中提到,"住宅类用地供应主要集中在销售周期较短、或在合理区间的区域"。
西安	土地出让金分期缴纳	2025 年 6 月,建设单位在签订土地出让合同后一个月内缴纳土地出让价款 50% 的项目(剩余价款在一年内缴清),可先行办理国有建设用地使用权预登记、规划、建设等相关手续,支持"拿地即开工"。
无锡	支持"一地一策", "一企一策"	2025 年 4 月,无锡"锡十条"提到在符合规划的前提下,支持房地产开发企业参与新出让地块的规划建筑设计,可采用带方案挂牌出让;支持已出让地块按照高品质住宅规划建设要求,结合市场需求,优化规划设计方案。
	支持土地出让金分期支付、规划建设手续分期办理	2025 年 4 月,无锡"锡十条"提到支持土地出让金分期支付、规划建设手续分期办理对新出让地块土地出让金,房地产开发企业可以按规定采取分期支付方式;在满足一定规模的前提下,支持房地产开发企业分期申领建设工程规划许可证和建筑工程施工许可证。

资料来源：中指院，中银证券

上半年土地供给“缩量重质”明显，政府推动品质住宅地块入市。2025 年上半年全国 300 城住宅类用地成交土地建面为 1.8 亿平，同比下降 4%，楼面均价 4542 元/平，同比增长 25%，平均溢价率 10.5%，同比提升 6.5 个百分点。从城市角度来看，2025 年上半年深圳、杭州住宅用地平均溢价率超 30%，上海、成都超 20%。从房企角度来看，绿城中国、滨江集团、华润置地在上半年获取的高溢价土地较多。

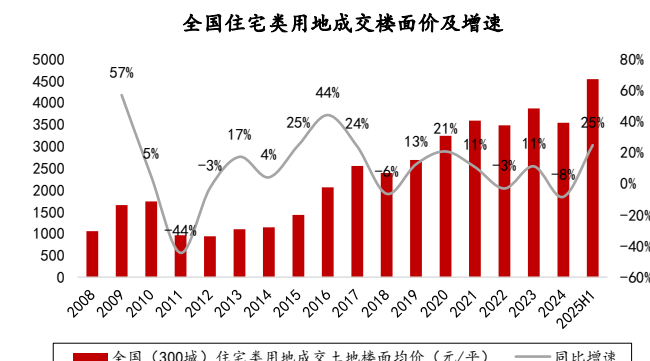
此外，我们还注意到政府通过推出低容积率宅地鼓励房企打造“好房子”。2025 年上半年全国成交土地地块容积率为 2.0，同比下降 0.1，和高峰期相比明显下降。

图表 10. 2025H1 全国 300 城住宅类用地成交土地建面为 1.8 亿平，同比下降 4%



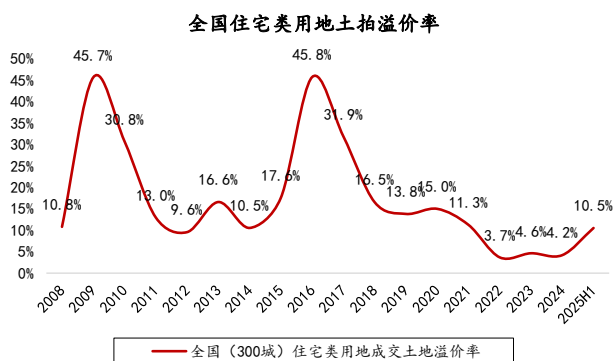
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2025H1 全国 300 城住宅类用地成交土地楼面均价 4542 元/平，同比增长 25%



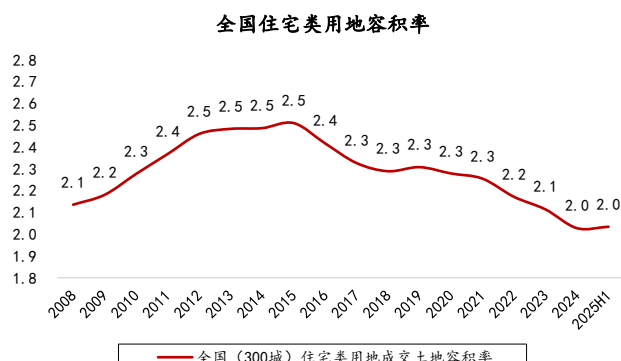
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2025 年上半年全国 300 城住宅类用地成交土地平均溢价率 10.5%，同比提升 6.5 个百分点



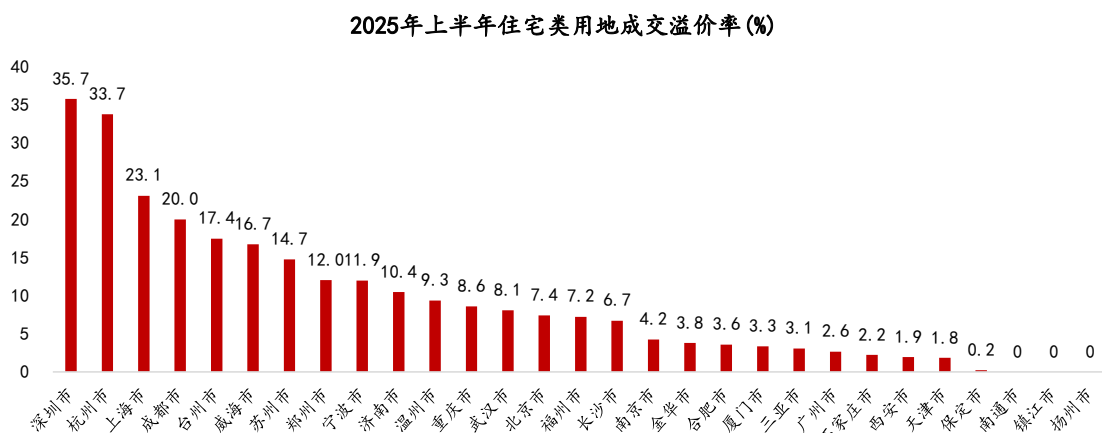
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2025 年上半年全国成交土地地块容积率为 2.0，同比下降 0.1，和高峰期项目有明显下降



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2025 年上半年深圳、杭州住宅用地平均溢价率超 30%，上海、成都超 20%



资料来源：万得，中银证券

备注：仅选取 2025 年上半年住宅类用地成交总价超过 50 亿元的城市。

图表 15. 绿城、滨江、华润在上半年获取的高溢价土地较多

城市	地块名称	拿地企业	成交价(亿元)	楼面价(元/平)	溢价率
杭州	蒋村文新单元地块	建发房产	34.35	88029	115.40%
成都	锦江区柳江街道包江桥社区地块	建发房产	33.47	41200	106.00%
郑州	文劳路北、信息学院路东	中海地产	10.89	13713	87.50%
成都	锦江区一心桥片区 1 号地块	国贸地产	23.26	35500	75.70%
杭州	湘湖单元(闻堰北片区)地块	滨江集团	13.6	19306	74.40%
杭州	城东新城单元地块	华润置地	26.18	50683	72.50%
杭州	湖墅单元地块	滨江集团	54.56	64834	71.30%
深圳	龙岗区龙城街道地块	中海地产	30.65	29611	70.40%
成都	高新区桂溪街道铜牌村地块	招商蛇口	27	31700	70.40%
杭州	西兴单元地块	滨江集团	52.03	72915	69.90%
杭州	蜀山单元(蜀山南片区)地块	滨江集团	11.03	29330	67.60%
杭州	荷禹路临平大道东北地块二	呼伦贝尔汇嘉	4.31	15686	65.10%
杭州	三墩单元地块	保利置业	10.44	22890	63.40%
杭州	北干西单元地块	滨江集团	27.98	38859	61.90%
杭州	萧山区市北单元地块	绿城中国	31.13	35066	59.40%
成都	郫都区郫筒街道望丛东路 17 号	成都西部金沙鹭岛	3.42	7250	59.30%
杭州	世纪城核心单元地块	保利发展	45.37	51611	58.80%
杭州	原运河新城单元地块	中国金茂	19.18	38951	58.80%
杭州	原运河新城单元地块	越秀地产	11.01	39146	58.20%
杭州	原运河新城单元地块	中国金茂	11.57	41240	55.90%
杭州	三塘单元地块	东部新城	15.01	46268	54.60%
武汉	江岸区中山大道与新兴街交汇处	绿城中国	6.65	27967	54.40%
杭州	城东新城单元地块	大家房产	10.83	47486	54.00%
济南	盛福片区地块	鲁投置业	4.01	10497	52.00%
杭州	三墩单元地块	保利置业	17.09	21965	51.40%
杭州	蜀山单元(蜀山片区)地块	绿城中国	8.55	25419	51.30%
成都	成华区槐树店路 16 号地块	华润置地	16.87	20400	51.10%
杭州	丁桥单元地块	天阳地产	6.82	27140	50.90%
济南	盛福片区地块	中海地产	14.86	9750	50.70%
杭州	石桥单元地块	海威置业,中天美好	18.83	23035	50.30%
宁波	鄞州区地块	华润置地	11.68	25514	50.10%
长沙	芙蓉区韭菜园街道地块	湖南信宇,湖南园康	5.48	11156	49.00%
深圳	龙华区民治街道	联发集团	12.12	44559	46.60%
杭州	双桥单元地块	绿城中国	13.55	18477	46.50%
杭州	世纪城核心单元地块	绿城中国	23.19	36486	45.90%
杭州	世纪城南单元地块	浙江英冠控股	11.92	33558	45.90%
苏州	东板桥河西、金鸡湖大道南地块	绿城中国,恒泰	53.24	40684	45.30%
杭州	西兴单元地块	滨江集团	13.81	42989	43.70%
杭州	城东新城单元地块	绿城中国	21.47	40247	43.40%
南京	玄武区新街口街道珠江路以南地块	浙江长住美邻	4.43	37883	43.40%
上海	浦东新区曹路科教园区地块	联发集团	20.67	36292	42.70%
杭州	东新单元地块	杭州西湖房地产	16.25	41305	41.90%
杭州	下沙单元地块	绿城中国	20.13	23444	41.50%
杭州	康桥单元地块	绿城中国	13.74	23707	40.30%
上海	浦东新区北蔡楔形绿地地块	绿城中国	29.16	71412	40.00%

资料来源：中指院，中银证券
备注：统计地块口径为 2025 年上半年溢价率超 40%、成交价超 3 亿元地块。

2.2 开发建设“提质增效”：通过“好房子”建设迭代，更好满足品质住房需求，以实现新的供求关系动态平衡

“好房子”政策框架逐步明确。中央层面，2025 年 3 月《政府工作报告》，提出要“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’”。“好房子”首次被写入《政府工作报告》，体现出政府对于“好房子”建设的高度重视。2025 年 3 月 31 日住建部发布国家标准《住宅项目规范》，5 月 1 日正式实施，将“安全、舒适、绿色、智慧”确立为住宅建设核心目标。“好房子”概念首次从政策倡导转变为具有强制约束力的国家标准，标志着我国住房建设正式迈入品质升级时代。2025 年 7 月住建部总结各地“好房子”建设经验做法，形成《“好房子”建设经验做法（第一批）》，要求各地结合实际学习参考。地方层面，四个一线城市均已出台相关政策，其中广州于 2023 年 11 月最早出台。武汉、珠海、长沙、南宁、南京、成都、西安、杭州等重点城市也更新规范，放宽套内空间和公共空间的容积率计算标准。

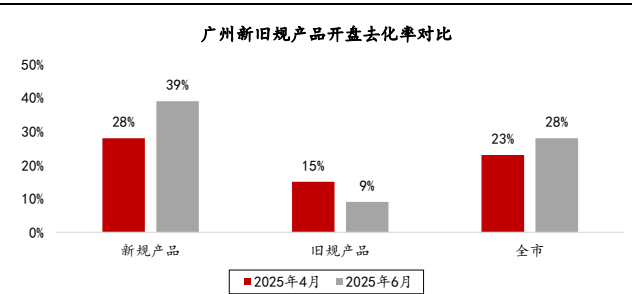
图表 16. 供给侧“好房子”政策框架逐步明确



资料来源：住建部，国务院，各地政府官网，中指院，中银证券

“好房子”新规后，重点城市住宅品质提升，销售表现整体优于旧规产品。1）广州：自2023年11月容积率新规发布后，截至2025年4月末，共已有70余个新规产品陆续入市。新规产品去化率优于旧规产品。2025年6月广州新规产品开盘去化率为39%，显著高于旧规产品的9%，高于全市的28%。2）重庆：2025年6月四代宅与普宅去化率分化显著，四代宅普遍去化率均在75%以上，而普宅去化率基本在2成左右。3）成都：新规产品的市场热度维持高位，大部分产品的去化表现较好。

图表 17. 2025 年 6 月广州新规产品开盘去化率为 39%，显著高于旧规产品的 9%，高于全市的 28%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 18. 广州 2025 年 6 月首开新规项目去化率情况

项目	区域	得房率	推出套数 (套)	认购套数 (套)	开盘去化率
越秀云萃	白云	130%	105	91	87%
中交科城·黄埔未来城	黄埔	130%	150	73	49%
万科樾屿城	番禺	120%	313	130	42%
越秀·东山云起	越秀	100-105%	116	45	39%
中建白云之星	白云	100-110%	313	80	26%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 19. 2025 年 6 月重庆四代宅与普宅去化率分化显著，四代宅普遍去化率均在 75% 以上，而普宅去化率基本在 2 成左右

重庆 2025 年 6 月开盘加推项目去化情况 (单位：平方米，套)					
产品类型	项目名称	推盘时间	面积区间	推出套数	去化率
普宅	科学城置业龙湖凤栖湖畔	6 月 10 日	105-128	34	15%
	中国重庆湖广	6 月 16 日	146-170	31	61%
四代宅	龙湖北岛	6 月 6 日	178-180	30	17%
	龙湖御柳境	6 月 21 日	143	34	88%
	联发观音桥嘉和府	6 月 23 日	125-187	138	83%
	龙湖御柳境	6 月 27 日	95-131	170	77%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 20. 成都新规产品的市场热度维持高位，大部分产品的去化表现较好

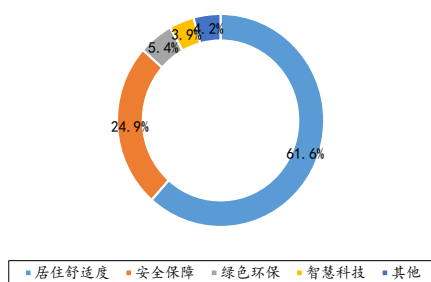
成都典型新规项目开盘认购表现					
产品类型	区域	开盘时间	推出套数（套）	认购套数（套）	认购率
华润置地中环天宸	成华区	2024/11/10	248	223	90%
		2025/2/8	152	152	100%
		2025/2/22	62	62	100%
		2025/4/18	48	48	100%
		2025/3/30	126	126	100%
		2025/4/20	69	69	100%
		2025/4/6	60	60	100%
招商锦城序	金牛区	2024/12/13	124	124	100%
新希望 D23 风华		2024/12/7	330	316	96%
澳南锦江序		2025/2/22	188	188	100%
首开股份臻礼著		2025/3/8	128	128	100%
保利花照天珺	武侯区	2025/4/13	66	66	100%
金牛西派御府		2025/4/24	176	176	100%
越秀金茂天鹭满园		2024/12/14	104	93	89%
蜀都万科锦上扬华	郫都区	2025/1/20	252	180	71%
中海锦参号院	青羊区	2025/3/23	96	58	60%

资料来源：克而瑞，中银证券

从需求端来看，未来“好房子”需求更加侧重居住舒适度以及个性化定制。1）根据 58 安居客研究院 2025 年 3 月“好房子”用户端调研，在购房时最优先考虑的核心标准方面，61.6%的被访者将“居住舒适度”摆在首位，远高于“安全保障”（24.9%）、“绿色环保”（5.4%）、智慧科技（3.9%）。在追求居住舒适度最看重的方面，40.3%的被访者选择了“充足的自然采光与通风”，33%的被访者更重视“合理的户型空间布局”。在提升居住体验必不可少的生活设施方面，43%的被访者选择了“便利的社区商业”。2）根据中指院 2024 年 12 月的调查数据，居民对“好房子”有诸多期待，如：户型方面更关注全明设计及灵活改造空间（31%、28%选择），理想户型面积集中在 90-144 平区间；居民更偏好可以结合自身需求进行精装清单选择的交付方式（49%选择）；物业服务方面，除基础服务之外，居民最期待物业能够提供装修服务（51%选择）。

图表 21. 在购房时最优先考虑的核心标准方面，61.6%的被访者将“居住舒适度”摆在首位

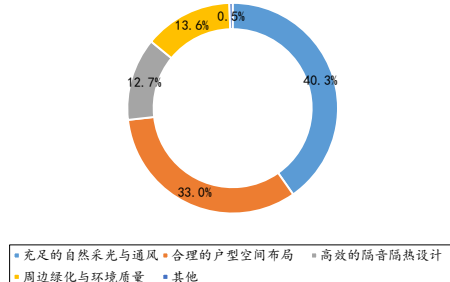
58安居客研究院调研：
购房时最优先考虑的核心标准



资料来源：58 安居客研究院，中银证券

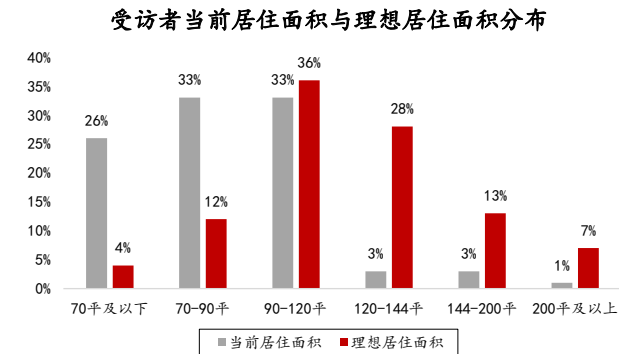
图表 22. 在追求居住舒适度最看重的方面，40.3%的被访者选择了“充足的自然采光与通风”，33%的被访者更重视“合理的户型空间布局”

58安居客研究院调研：
居住舒适度方面最看重的因素



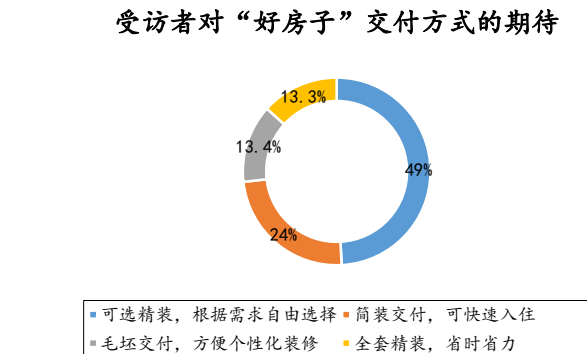
资料来源：58 安居客研究院，中银证券

图表 23. 居民理想户型面积集中在 90-144 平区间



资料来源：中指院，中银证券

图表 24. 居民更偏好可以结合自身需求进行精装清单选择的交付方式（49%选择）



资料来源：中指院，中银证券

从房企角度来说，为契合“好房子”发展趋势，大型房企积极打造“好房子”产品，中小房企通过“好房子”在核心城市中占据一席之地。1) 大型房企：绿城中国、华润置地、招商蛇口、越秀地产、中海地产、建发国际等大型房企在“好房子”产品打造表现更为积极，推出了自己的“好房子”建设体系。2) 中小房企：在南京、杭州等核心城市中，南京奥体建设和杭州义承等地方中小房企，凭借自身产品的优秀产品力在市场中拥有较强的竞争力，从滨江、绿城等大型房企中突围，以超过 90% 的得房率产品实现首开 100% 的去化。3) 出险房企：依靠产品力可以重塑市场认知。例如出险房企华侨城凭产品力实现武汉华侨城红方云麓公馆销售突破，项目地处武汉青山滨江东片，无地段优势。但项目平均售价约 2.2 万元/平，远超周边新房均价 1.7 万元/平，主要是因为产品主力户型得房率超 98%，将超配的配置给到业主，凭借“好房子”标准完成去化突围，累计去化率达 92%。

图表 25. 绿城、华润、招蛇、越秀、中海、建发等大型房企推出了自己的“好房子”建设体系

房企名称	“好房子”体系
绿城中国	24 年 6 月提出行业首个“好房子”标准《绿城中国好房子产品标准》，包含“高颜值、极贤惠、最聪明、房低碳、全周期、人健康”六大要素。
华润置地	树立“全场景要素好社区、全生命周期好产品、全生活触点好服务”的“好房子”体系；推出以“三好十二优”为策略核心。
越秀地产	发布“4×4 好产品理念”和“4+X”产品系。提炼出“品质、温度、智慧、成长”4 大关键词和 16 个产品主张，形成“4×4 好产品理念”的核心支撑；并结合产品创新，升级形成了“4+X”产品系，为不同城市、客群提供差异化品质生活解决方案。
招商蛇口	推出“招商好房子”技术体系，细化为“安居无忧、舒适健康、绿色低碳、智能便捷、精工匠心、美学焕新、贴心服务”七大维度内容。
中海地产	发布好房子产品标准——Living OS 系统。通过 16 大产品系统，满足 24 项客户期待和 172 项全维客户需求，并持续输出 Living OS 系统系列组成，包括房屋耐久系统、安防屏障系统、健康增益系统、信息守护系统、生活秩序系统、沉浸居家系统等。
建发国际	推出“文化-价值-策略-技术”四维一体的“好房子”体系框架，通过深度挖掘每块土地的独立核心价值，实现从土地价值到居住体验的全维度升级，带来产品价值与精神价值双重领先的新一代作品。

资料来源：亿翰智库，中银证券

图表 26. 南京奥体建设和杭州义承等地方中小房企，凭借自身产品的优秀产品力在市场中拥有较强的竞争力，以超过 90% 的得房率产品实现首开 100% 的去化

项目名称	奥体建设丹荔云府	御境映庐
城市	南京	杭州
产品定位	近十年板块首个 1.8 低密地块	市中心容积率 1.05 纯低密住区
企业	南京奥体建设（南京河西集团直属国企）	杭州义承（民企，主攻顶豪低密项目开发）
户型设计	南京首发四代住宅，139-232 平户型，得房率 95% 以上	5-8 层约 191-386 平洋房、4 层 785-878 平叠墅
建筑设计风格	外立面精选香槟金铝板、蓝灰色石材，搭配玻璃幕墙，超高窗墙比	外立面采用厚重石材与高档铝板
室外设计	中央景观轴约 5000 平，有下沉式会所、恒温泳池、全冠移植香樟林	园林融合宋式美学，配置下沉式庭院、风雨连廊
销售表现	100% 去化，首开即售罄	3.16% 中签率

资料来源：亿翰智库，中银证券

3 存量优化：城市更新“高质量开展”+运营服务“切中需求”

房地产行业的“存量优化”主要有两个方向：1)城市更新“高质量开展”：“高质量开展城市更新”已成为当前房地产行业的主线任务。除了住宅更新（老旧小区改造、危旧房改造、城中村改造、棚改及拆迁）以外，还有多种类型的旧资产焕新，都是本轮城市更新的重点，例如老旧街区改造、传统商场存量改造、文化历史建筑改造、文旅地产升级、废旧火车站再利用、老旧厂房更新改造、非居改租等。2)运营服务“切中需求”：房企从原本“三高”模式转为“地产+”运营服务商。商业地产从传统零售到新消费时代下的购物中心；物业管理从单一劳动密集型服务转化为更精准切中需求的服务；养老地产从卖房回款的开发模式转型为更全周期的“康医学乐养”复合消费模式。

图表 27. 行业将从原有的“三高”模式转向“城市更新+运营服务”的存量优化模式



资料来源：中银证券

3.1 城市更新“高质量开展”：“高质量开展城市更新”已成为当前房地产行业的主线任务

“高质量开展城市更新”已成为当前房地产行业的主线任务。1) 在7月中旬召开的中央城市工作会议当中，将“城市更新”写进总体要求。这是继2015年12月之后时隔10年再度召开，明确我国城镇化进入稳定发展期，城市工作重点转向“存量提质增效”。这是有关城市发展最高规格的会议，由中共中央举办，意义重大。会议提出“高质量开展城市更新”、“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”。中央将“城市更新”写入总体要求，意味着我国城市发展逐渐进入城市更新的重要时期。2) 7月末的政治局会议提出“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。城市更新相关内容从4月政治局会议的“加力实施”，到7月中央城市工作会议与政治局会议的“高质量开展”，提法上更加向质量和品质提升侧重。高质量开展城市更新、稳步推进城中村和危旧房改造将催生存量住房改善需求，成为未来房地产止跌回稳的重要抓手。不过从目前来看，今年的推进速度并不快，因此我们预计下半年相关配套政策将出台，例如加大旧改房票安置力度、出台城市更新相关金融支持政策等。

图表 28. 2025 年 7 月中旬召开的中央城市工作会议当中，将“城市更新”写进总体规划

中央城市工作会议	2025 年 7 月 14-15 日	2015 年 12 月 20-21 日
总体要求	坚持因地制宜、分类指导,以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标,以推动城市高质量发展为主题,以坚持城市内涵式发展为主线,以 推进城市更新为重要抓手 ,大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效,牢牢守住城市安全底线,走出一条中国特色城市现代化新路子。	着力解决城市病等突出问题,不断提升城市环境质量、人民生活质量、城市竞争力,建设和谐宜居、富有活力、各具特色的现代化城市,提高新型城镇化水平,走出一条中国特色城市发展道路。
重点任务	一、着力优化现代化城市体系。着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力,发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈,分类推进以县城为重要载体的城镇化建设,继续推进农业转移人口市民化,促进大中小城市和小城镇协调发展,促进城乡融合发展。 二、着力建设富有活力的创新城市。依靠改革开放增强城市动能,高质量开展城市更新,充分发挥城市在国内国际双循环中的枢纽作用。 三、着力建设舒适便利的宜居城市。坚持人口、产业、城镇、交通一体规划,优化城市空间结构;加快构建房地产发展新模式,稳步推进城中村和危旧房改造。 四、着力建设绿色低碳的美丽城市。 五、着力建设安全可靠的韧性城市。推进城市基础设施生命线安全工程建设,加快老旧管线改造升级;严格限制超高层建筑,全面提升房屋安全保障水平。 六、着力建设崇德向善的文明城市。 七、着力建设便捷高效的智慧城市。	一、尊重城市发展规律。城市发展是农村人口向城市集聚、农业用地按相应规模转化为城市建设用地的过程,人口和用地要匹配,城市规模要同资源环境承载力相适应。 二、统筹空间、规模、产业三大结构、提高城市工作全局性。要以城市群为主体形态,科学规划城市空间布局,实现紧凑集约、高效绿色发展。要优化提升东部城市群,在中西部地区培育发展一批城市群、区域性中心城市,促进边疆中心城市、口岸城市联动发展,让中西部地区广大群众在家门口也能分享城镇化成果。 三、统筹规划、建设、管理三大环节,提高城市工作的系统性。 四、统筹改革、科技、文化三大动力,提高城市发展持续性。推进城镇化要把促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化作为首要任务。要加强对农业转移人口市民化的战略研究,统筹推进土地、财政、教育、就业、医疗、养老、住房保障等领域配套改革。 五、统筹生产、生活、生态三大布局,提高城市发展的宜居性。要深化城镇住房制度改革,继续完善住房保障体系,加快城镇棚户区 and 危房改造,加快老旧小区改造。 六、统筹政府、社会、市民三大主体,提高各方推动城市发展的积极性。力争到 2020 年基本完成现有城镇棚户区、城中村 and 危房改造。推进城市绿色发展,提高建筑标准和工程质量,高度重视做好建筑节能。

资料来源：中央城市工作会议，中银证券

3.1.1 住宅更新：近 3 年城市更新项目年均 6 万个以上，其中老旧小区改造占大头

住宅更新：近 3 年城市更新项目年均 6 万个以上，其中老旧小区改造占大头。2025 年 5 月 20 日国新办在介绍《关于持续推进城市更新行动的意见》有关情况发布会上提及：将推进城镇老旧小区整治改造、开展完整社区建设作为持续推进城市更新行动的重要任务。2019-2024 年，全国累计开工改造老旧小区 28 万个，惠及居民 4800 万户、超 1.2 亿人，共改造提升各类老化管线 36 万公里，增设停车位 387 万个，建设养老、托育等各类社区服务设施 7.8 万个。根据住建部数据，城市更新全国项目数量超 6 万个/年，其中老旧小区改造的数量保持在 5 万个/年以上，是城市更新中的重点核心领域。2021-2024 年城市更新总投资额累计已达到 16.6 万亿元，其中 2023、2024 年城市更新整体投资规模保持在 2 万亿/年以上。

图表 29. 2023、2024 年全国城市更新项目数量均超 6 万个/年，老旧小区改造数量为 5 万个/年以上

年份	城市更新项目数量 (万个)	总投资额 (万亿元)	实施内容	新开工城镇老旧小区改造数量 (万个)	老旧小区改造投资额 (亿元)
2020				4.03	6000
2021	2.3	5.3		5.56	
2022	6.5	5.8	涉及既有建筑改造，老旧小区、老旧街区改造，城市生态修复，以及新城建等多种类型	5.25	
2023	6.6	2.6	其中：新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，惠及 2200 多万居民；加装电梯 3.6 万部，增设停车位 85 万个，养老托育等社区服务设施 2.1 万个；改造燃气等各类管道约 10 万公里；建设口袋公园 4100 多个、绿道 5300 多公里，拓展了草坪开放空间 1.1 万公顷。	5.37	2400
2024	6	2.9	其中包括了城镇老旧小区改造、完整社区建设、历史文化保护等多种类型项目。	5.8	-

资料来源：住建部，中银证券

3.1.2 老旧街区改造：探索文化转向、场景营造等手段，通过“网红化”提升老旧街区经济效益与商业价值

老旧街区改造：集“园区、校区、社区”为一体，打造网红大学路，限时步行街+夜间经济打造创新主题空间。大学路所在区域上世纪为上海城建局的机修厂、企业仓库。上世纪90年代，上海城市功能战略性调整，杨浦区大批企业关停，城市街区开始重构。2003年，瑞安集团接盘这片区域的开发，按上海市委市政府的战略规划，参考美国硅谷和巴黎左岸的发展理念，以建设科技创新型社区的目标，创造“城市的大学、大学的城市”氛围与环境。瑞安集团拥有大学路大多数一楼街面商铺的产权，商家、运营方和政府更易达成协商共赢。2006年前后大学路第一阶段投入使用；2009年第二阶段开放，属社区配套型商业布局，夜间经济模式渐渐兴起；2012年，又将“文艺、小资”作为特色发展方向，并做了升级定位的整体改造，助力杨浦区从上世纪90年代的“工业杨浦”到“知识杨浦”，再到“创新杨浦”的经济转型。改造后的大学路位于创智天地核心区域，连接百年历史建筑江湾体育场、复旦大学、上海财经大学等高校。因毗邻科技园区、大学校区和公共社区，拥有独特的“三区联动”优势。大学路还会保持一定的每年换铺比例，让消费者探索新灵感。每年会引进很多国内原创、上海原创的特色品牌，并确保这类品牌的占比。此外，大学路还会举办限时步行街活动，与企业合作、与高校联动，尝试在每个周末及节假日举办不同活动，跨界联动吸引大量人流。例如，与抖音联动化身“心动街区”，与六神联动打造“六神清凉节”，与小红书联动推出“迎新季——从大学生到大学熟”，与美团联动出品“‘天生我彩必有用’冬季换新季”。在这个过程中，瑞安集团的角色是城市发展解决方案的提供者，平衡超高人气与有序管理之间的关系，为企业、商户做好服务搭好平台。

图表 30. 大学路毗邻科技园区、大学校区和公共社区，拥有独特的“三区联动”



资料来源：环同济经济圈，中银证券

图表 31. 大学路保持一定的每年换铺比例，让消费者探索新灵感



资料来源：消费日报网，中银证券

图表 32. 大学路举办限时步行街活动，与抖音联动化身“心动街区”



资料来源：上观，中银证券

老旧街区改造：历史街区微改造，兼顾历史建筑保护与功能更新，引入新型潮流 IP，提升经济效益与商业价值。我们以愚园路改造为例：2014 年，长宁区提出对愚园路进行更新改造，以江苏路—定西路路段为试点改造段（全长 850 米），同年成立“上海愚园文化创意发展有限公司”作为更新运营主体。2015-2016 年，更新运营主体首先对沿线绿化景观节点进行改造，**同时推进重要地块收储和使用权归集**，为后期更新创造条件。2018-2020 年，愚园路作为长宁区重点打造的四个特色街区之一，由财政拨款实施架空线入地、合杆整治等工作；同时更新运营主体加大改造力度，推出较大体量的更新项目，再逐步开展整体业态更新。至 2023 年，愚园路更新改造已见成效，入选第二批国家级旅游休闲街区、第三批国家级夜间文化和旅游消费集聚区名单。

在愚园路的改造上，采取了以下三种更新策略：1) 历史建筑保护修复；2) 功能更新：为了提升街区的活力，引入新商业业态，如创意市集、艺术展览等文化类业态，及特色餐饮、咖啡馆等休闲类业态。同时，还完善了社区服务功能，建设了社区食堂、工坊市集等便民设施。**3) 公众参与：**愚园路的历史街区更新采用了“自下而上”的设计更新模式，鼓励社会公众广泛参与。在规划和管理方面，通过问卷调查、座谈会等方式收集居民和游客的意见和建议，确保更新工作的顺利进行。

开发运营模式方面，愚园路的开发主要由政府平台国有公司主导，确保项目在规划和执行中充分考虑公共利益和历史文化的保护。**资金来源多元，政府投资、引入社会资本、公私合营模式（PPP）等。**更新后的愚园路街区由平台国有企业负责运营，其拥有丰富的街区管理经验和资源，通过精细化的管理和运营，租金较原来和周边地区显著提升，租金增长也吸引了更多高品质品牌入驻。为吸引更多游客和居民，注重引流策略的制定和实施。街区定期举办各类文化活动，通过与知名 IP 合作，引入特色市集和展览。针对愚园路上停车困难的问题，通过合理规划，增加了地下停车场和路边停车位，同时，推广智能停车系统，提高了停车效率和管理水平。

图表 33. 愚园路（江苏路—定西路路段）示意图



资料来源：国际城市规划，中银证券

图表 34. 愚园路上不断更新的打卡地标

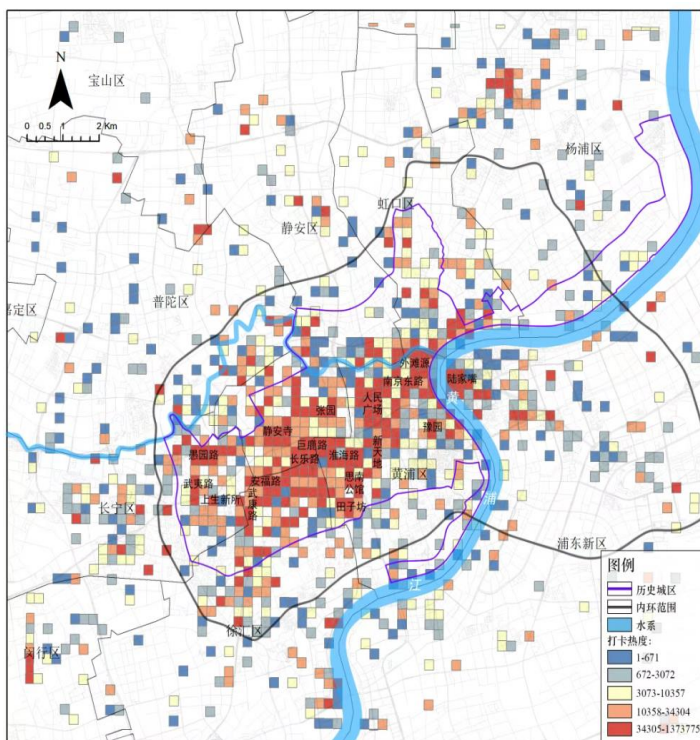


资料来源：国际城市规划，中银证券

通过上述老旧历史街区改造的案例，我们发现，上海历史地段或街区的城市更新模式较为成熟。由于历史地段在文化和场景方面具有先天优势，这些地段的城市更新项目开始探索文化转向、场景营造等手段，同时利用新媒体技术制造流量、吸引客群，以期通过“网红化”提高历史地段的运营收益。通过一系列微改造，上海历史地段城市更新的“网红化”趋势愈加明显，城市更新项目呈现出与城市热门景点相当的打卡热度。

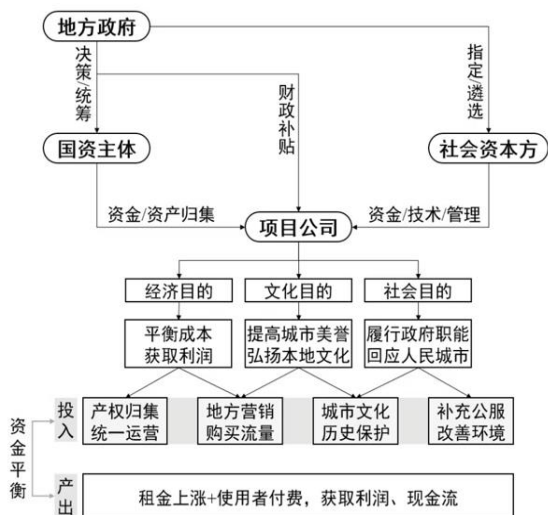
以“是否引入社会资本”和“是否动迁原住民”为区分标准，上海自 2010 年以来的“网红化”更新项目主要有 4 种模式：1) 思南公馆更新：政府主导的“新天地”模式；2) 张园更新：在此基础上增加社会资本参与；3) 武康路-安福路更新：地方政府仅介入历史建筑和环境的整治修缮；4) 愚园路更新改造：在未动迁原住民的前提下引入了社会资本，实现了“轻资产”更新模式。

图表 35. 上海市中心城区小红书 APP 打卡热度示意图：上海历史地段城市更新的“网红化”趋势愈加明显，城市更新项目呈现出与城市热门景点相当的打卡热度



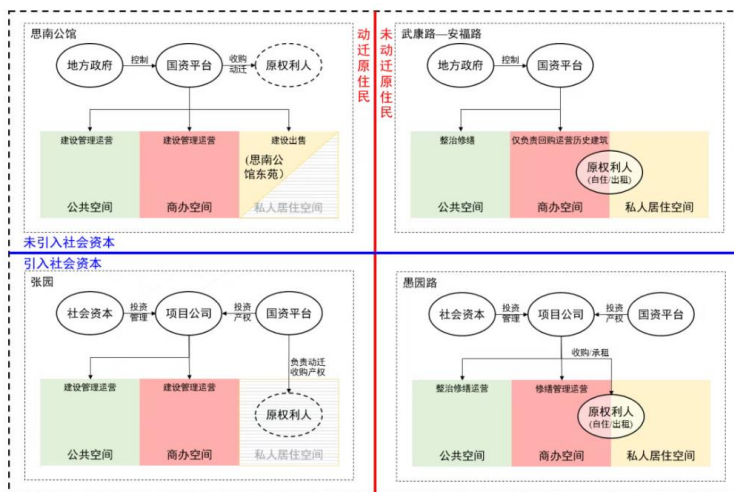
资料来源：国际城市规划，中银证券

图表 36. 历史地段“网红化”城市更新的资本逻辑



资料来源：国际城市规划，中银证券

图表 37. 上海市历史城区的 4 种城市更新模式



资料来源：国际城市规划，中银证券

3.1.3 传统商场存量更新：从传统零售到沉浸式体验转型，非标商业创新模式不断拓展

传统商场存量更新：从传统零售到沉浸式体验转型，非标商业创新模式不断拓展。我们以长沙乐和城为例，乐和城从传统商场成功转型为策展型购物中心“TX CHANGSHA”。2025 年 1 月，百联股份公告拟收购百联亿万豪购物广场(长沙)有限公司 60%股权，百联亿万豪是长沙乐和城购物广场的项目公司，原本由亿万豪剑桥持股 60%，百联集团持股 40%。交易完成后，百联亿万豪将由百联股份持有 60%股权，百联集团持有 40%。7 月 16 日，百联股份公告，将与百联集团有限公司拟按股权比例对百联亿万豪共同增资 2 亿元。其中，百联股份增资 1.2 亿元，百联集团增资 0.8 亿元。增资完成后，百联亿万豪也将加快推进项目整体改建升级。百联股份将委托参股公司上海百联益腾商业管理有限公司对项目进行改造及经营管理。这是一家由百联股份与新加坡亚腾集团于 2022 年 10 月合资设立的商管公司。百联股份持股 50%，亚腾集团所属 APM Property Management (China) Pte. Ltd. 持股 50%。尽管坐落在长沙市中心城区，但 **2023 年、2024 年乐和城均为亏损经营状态**（2023 年营收 2616 万元，净利润-3797 万元；2024 年营收 1809 万元，净利润-1.95 亿元）。后续改造升级中，长沙乐和城将更名为“TX CHANGSHA”，定位“年轻力中心”，集创新零售、艺术展览、娱乐体验于一体，为年轻人打造一站式个性化潮流生活目的地。百联股份有意将大本营上海打造的 TX 淮海 | 年轻力中心的成功经验，植入到长沙的商业市场，主打策展型零售，有望在 2026 年 6 月全面开业。除了策展型购物中心以外，还有公园型购物中心、市集型购物中心等其他非标商业创新模式。

图表 38. TX 淮海 | 年轻力中心



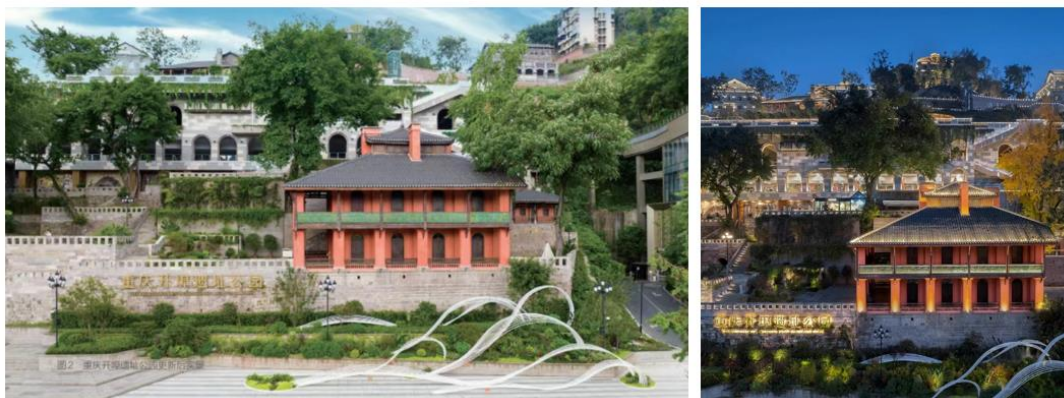
资料来源：赢商网，商业客，中银证券

3.1.4 文化历史建筑更新改造：以“文物修复+产业导入+市场运作”方式，强化运营服务，引入多元业态

文化历史建筑更新改造：以“文物修复+产业导入+市场运作”方式，强化运营服务，引入多元业态。近期，住建部组织遴选了 7 个历史文化遗产类城市更新典型案例：江西省吉安市永新古城保护更新项目、广东省广州市恩宁路历史文化街区保护提升项目、北京市西城区大栅栏观音寺片区“共生街区”起步区保护更新项目、江苏省南京市颐和路历史文化街区保护更新项目、重庆市南岸区重庆开埠遗址公园城市更新项目、浙江省湖州市小西街历史文化街区保护更新项目、山东省青岛市四方路历史文化街区保护更新项目。

我们以重庆开埠遗址公园城市更新项目为例：重庆市地产集团将闲置多年的立德乐洋行旧址群为基础，保留建筑的历史原貌，融合东方传统与西式风格，对 8 处文物保护单位、2 处优秀历史建筑进行保护性修缮，创新采用以“文物修复+产业导入+市场运作”的方式，强化运营服务，引入多元业态，打造出集陈列馆、特色商业、文化旅游于一体的复合型城市公园，实现了对文物建筑的有机更新、对国有资产的有效盘活，还带动了附近龙门路商业业态的主动更新，自发出现了文创、咖啡厅、书吧等新潮业态。重庆开埠遗址公园更新项目于 2020 年 10 月开工，2023 年 6 月竣工，总投资额约 4.84 亿元（重庆市地产集团自筹 3.28 亿元，市级财政支持 1.56 亿元）。自 2023 年 9 月 28 日开园至 2024 年 4 月末，不到一年的时间内，累计入园人数逾 70 万人次。

图表 39. 重庆开埠遗址公园改造后

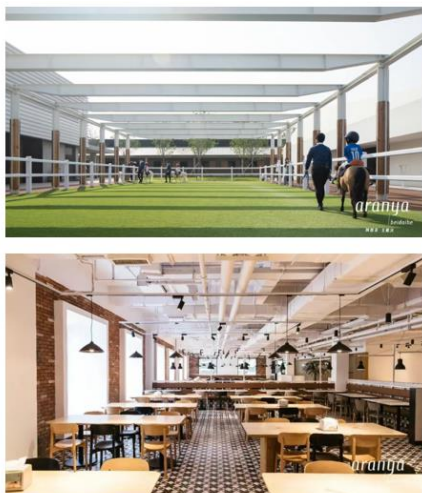


资料来源：重庆日报，精致文旅图，中银证券

3.1.5 文旅地产更新：从“卖房子”到“卖生活”，文旅地产改造升级后焕发新活力

文旅地产更新：从“卖房子”到“卖生活”，改造后的阿那亚从昔日烂尾楼变为度假胜地，并拓展到了其他多个城市。阿那亚原本是河北秦皇岛昌黎县的一个文旅地产项目，2012 年因负债 4000 多万，成为开发商亿城股份的“不良资产”。2013 年，前亿城股份的总裁马寅以 2.6 亿接手了该项目并开始改造升级。从卖房子到卖服务，到卖生活方式，最终到卖价值观，主要做了以下几点尝试：1) **提出“阿那亚”概念名称**，是梵语 aranya 的音译，意为“人间寂静处，找回本我的地方”，靠文艺的名称吸引新中产文艺青年。2) 把阿那亚变成一个**精神空间的社区**，有市集、酒吧、高尔夫球场、画廊、书店、运动中心等。3) 满足居民生活刚需的同时，建立了一系列**艺术地标**，对游客免费开放，把阿那亚从普通地产变成了网红旅游打卡之地。2014 年马寅邀请直向建筑的建筑师董功在阿那亚海滩上设计了 2 个艺术地标（孤独图书馆和阿那亚礼堂），当地标建筑均出自建筑界的大师，拥有极高的调性且充满了艺术设计情怀。依托于互联网走红，2015 年，凭着一刷屏视频《全中国最孤独的图书馆》崛起，引来众多网友前来打卡。阿那亚的房子从原来卖不出去，到现在**房价攀升至 3 万元/平**，年销售额超 30 亿元，旺季民宿住宿一晚 3000 元。

图表 40. 阿那亚打造精神空间的社区，有市集、酒吧、高尔夫球场、画廊、书店、运动中心等



资料来源：文旅前沿智库，中银证券

图表 41. 阿那亚艺术地标：孤独图书馆和阿那亚礼堂



资料来源：文旅前沿智库，中银证券

图表 42. 阿那亚沙丘美术馆



资料来源：文旅前沿智库，中银证券

3.1.6 老旧火车站改造：保留原有特色，改造为博物馆、市政公园、创业园区、旅游景点、新地标等

老旧火车站改造：海外对于废旧火车站再利用经验丰富，保留原有特色，改造为博物馆、市政公园、创业园区、旅游景点、新地标等。典型案例有：巴黎 Station F 是由老火车站翻新改造而成的世界最大的初创企业孵化中心；曼彻斯特科学与工业博物馆是由老旧火车站改造而成的博物馆，并对工业革命时期的火车、机械展示；京都火车博物馆是围绕铁路遗产，展开保护与旅游开发而建的；荷兰蒂尔堡车站则是将旧候车大厅改造而成的图书馆。

近些年，随着新旧动能转换工程的提出，我国国家层面及各省市也开始高度关注工业遗产的保护利用。2020 年发改委、工信部等五部门联合印发《推动老工业城市工业遗产保护利用实施方案》，2022 年 5 月国务院发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，其中提及，有效盘活铁路场站及周边开发土地，提升资产效益。

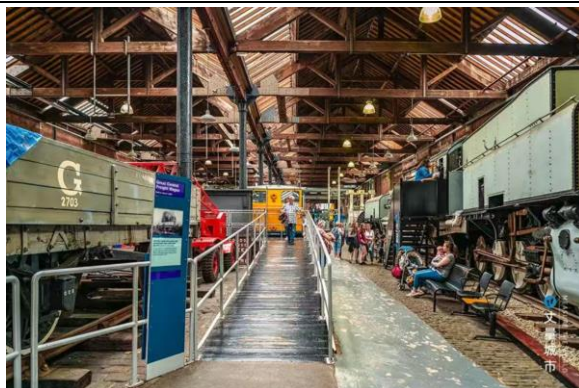
目前，国内多个城市已有相关成功案例：1) **盐城火车站改造：**盐城原有火车站改造成为“中国黄海湿地博物馆”之后，原候车站台并未采取常规的拆除方式，而是结合博物馆与湿地公园，改造成为市政公园，其中一部分改造成为酒店的公共部分（站台雨棚下的空间改为酒店大堂）。2) **南京浦口火车站改造：**南京浦口火车站始建于 1908 年，距今已有百年历史，是津浦线上重要交通枢纽，堪称中国最美最文艺的火车站之一。作为江苏省城市更新首批试点和南京市城市更新第二批试点，浦口火车站历史风貌区按照渐进式、织补式的“微更新”改造理念，分阶段分层次推进城市更新。各建筑仍保留着原本的外观风格，同时对内部进行了有效改造，使其同时具备观赏性与实用性。更新后的老车站，已摇身变为集游、购、食、宿、娱多功能一体的历史文化街区。自浦口火车站开街试运营后，日均人流超 3 万，周末突破 5 万。浦口火车站街区还深挖红色文化等资源，围绕“差异性”打造独特的文化属性消费体验，还将结合文学、音乐、戏剧等社群带动，丰富多领域公共文化空间。

图表 43. 巴黎 Station F：由老火车站翻新改造为世界最大的初创企业孵化中心



资料来源：筑景会，中银证券

图表 44. 曼彻斯特科学与工业博物馆：由老旧火车站改造成为博物馆，对工业革命时期的火车、机械展示



资料来源：筑景会，中银证券

图表 45. 京都火车博物馆围绕铁路遗产, 展开保护与旅游开发



资料来源: 筑景会, 中银证券

图表 46. 荷兰蒂尔堡车站, 旧候车大厅改造的图书馆



资料来源: 筑景会, 中银证券

图表 47. 盐城火车站改造为“中国黄海湿地博物馆”



资料来源: 搜建筑, 中银证券

图表 48. 南京浦口火车站改造



资料来源: 搜建筑, 中银证券

3.1.7 老旧厂房改造: 盘活闲置低效厂房, 改造路径有“工改文”、“工改商”、“工改租”、工业转型城市公共空间

老旧厂房改造: 盘活闲置低效厂区厂房, 改造路径有“工改文”、“工改商”、“工改租”、工业转型城市公共空间等。

一、工改文: 盘活存量物业, 使老旧厂房满足文创、创意企业、联合办公企业入驻需求, 实现工业向服务业转型, 并以具有吸引力的餐饮、娱乐业态作为补充, 形成 7×24 小时的全天候吸引力。地产开发商可以轻资产模式介入, 采用“租赁-改造-再租赁”的模式, 不涉及土地招拍挂, 与原业主签订土地与建筑长租协议, 例如上生新所案例中, 万科作为承租方仅有开发经营权, 以年租金(约土地评估价 3%) 获得 20 年经营开发权, 对老旧厂房进行改造翻新后再对外出租, 赚取租金差价。

案例：万科上生新所

上生新所历史可追溯至 20 世纪 20、30 年代。后来，上海生物制品研究所与万科达成延安西路 1262 号地块整体租赁开发协议，由万科接手进行改造运营。**改造资金来源主要有三：1) 政府补贴：**2021 年，上生·新所城市更新一期改造项目成功申请获得了长宁区城市更新补贴。**2) 企业自筹：**万科作为实施主体，投入改造资金 5.9 亿元（一期 2.4 亿元，二期 3.5 亿元），其中 40% 通过 CMBS 证券化融资，年化成本控制在 4.8%。**3) 运营基金：**设立 2 亿元文化内容基金，用于茑屋书店等主力店装修补贴，换取 10 年优先租赁权。万科将园区内建筑分为历史建筑、工业建筑、其余建筑三类，分别采用保护、改造、拆除新建手段予以更新。1) 历史建筑：保护修缮，适当利用。对历史建筑的改造既保留原有的文化价值，同时将其活化为现代生活的一部分，将**哥伦比亚乡村俱乐部**总会改建为茑屋书店，**海军俱乐部**及泳池改建为水岸餐饮秀场，**孙科别墅**改建为创意办公及展览空间。2) 工业建筑：改造利用，功能焕新。上生所时期的办公、研发、生产大楼通过新材料、新手法의植入和改变，营造历史环境下的全新感观空间，承载创意办公、餐饮零售等功能。3) 其余建筑：无关拆除，合理新建。对非保护的工业建筑，结合建筑质量、园区整体业态功能考量，适当拆建，新建办公聚落、南门入口等，填补园区配套服务功能，增强园区完整性。在保护历史建筑文脉的基础上，赋予其适合时代和未来城市发展的使用功能，业态涵盖 74% 办公、18% 餐饮娱乐、8% 文创艺术，改造为融历史文化、工作、生活、运动和娱乐等多重元素于一体的生活方式活力社区。

图表 49. 万科上生新所“工改文”改造案例



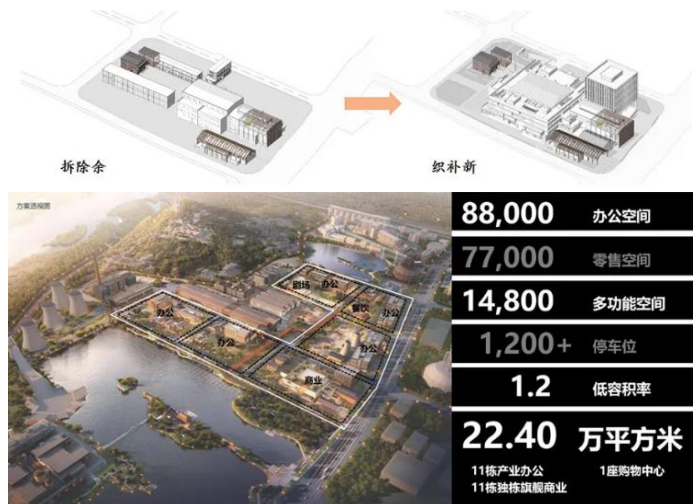
资料来源：东滩智库，中银证券

二、工改商：此类模式用地规模较大、产业转型深刻，大部分原工业厂房无法承担新的城市功能。一般保留具有特殊历史意义的厂房，对其深度改造，植入新的功能；拆除大部分缺乏保留价值的厂房，重新建设为能够快速去化和实现持续租金收益的商办物业。该模式成为地产商获地的有效途径。获取用地性质调整后的原工业企业土地使用权，改造为商业、办公、公租房等复合空间。

案例：北京首钢园·六工汇

六工汇位于北京新首钢高端产业综合服务区，由首钢基金与铁狮门共同投资，首钢旗下首奥置业以协议出让方式获得土地使用权。项目占地 200 亩，由 6 幅地块组成，土地用途包括其他类多功能用地（含商业 40 年、办公 50 年、文体娱乐 50 年）、文体娱乐用地等。项目在保留原首钢炼铁厂、动力厂、电力厂以及五一剧场等重要工业历史遗迹的基础上，通过“拆除余、织补新”的设计手法，将现代理念与工业遗址进行有效地织补融合，打造出 23 栋风格各异的建筑物，包括 11 栋产业办公楼、11 栋独栋商业和 1 座购物中心，形成一个汇聚低密度现代创意办公空间、复合式商业、多功能剧场和绿色公共空间的新型城市综合体。

图表 50. 北京首钢园·六工汇“工改商”案例



资料来源：东滩智库，中银证券

三、工改租：将工业改造为公寓过程中，主要以隔断方式重新布置平面户型，增添适合年轻人的生活服务空间，新增给排水设施，改造电路布局。实施主体通常为具备一定经营规模、较强管理能力和良好社会信誉的住房租赁企业，目前万科泊寓、龙湖冠寓等民企介入。

案例：武汉万科泊寓 2035

项目位于五环内江岸区汉黄路 8 号金凰产业园 5、6 号楼，总面积 4.94 万平，原本性质为工业用地。2018 年初由武汉泊寓公寓管理有限公司租赁武汉华远科技发展有限公司资产，并对项目进行投资改造成为长租公寓，是武汉首个“工改租”项目。改造后共 1198 间租赁住房，结合租客承租能力和居住需求，形成从 16 m² 到 50 m² 一居为主的户型。于 2018 年开启对外运营，于 2023 年正式挂牌为保租房与江岸区人才公寓。出租率约 90%，平均续租率超 60%。

图表 51. 武汉万科泊寓 2035“工改租”案例



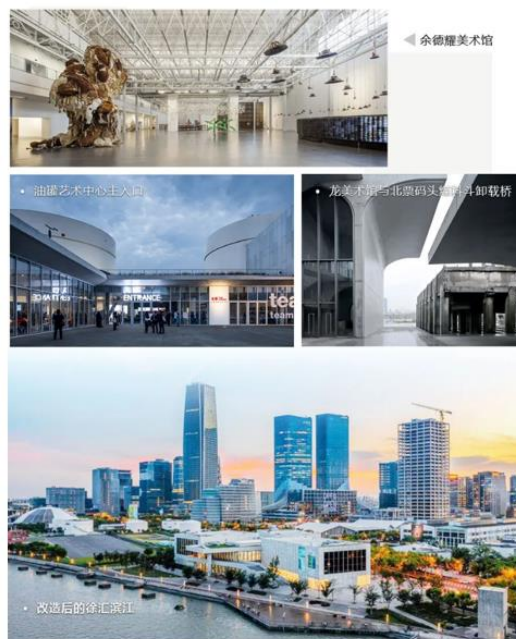
资料来源：东滩智库，武汉住房城市更新，中银证券

四、工业转型城市公共空间：改造对象为钢铁厂、货运码头、石化罐区等重工业厂区内的核心工业遗迹。实施项目大多为国有工业企业资产，主要由政府或公益基金主导，社会资本参与。保留厂区内的核心工业遗迹，并改建为以博物馆、美术馆、运动馆等主题性场馆为代表的城市公共空间，其余地块拆除重建。而核心工业遗迹通常为巨型工业构筑物、厂房等异形建筑，易于与文化结合打造地标，形成宣传效应。

案例：上海徐汇滨江

上海徐汇滨江曾经是聚集各大“铁、煤、砂、油”的大型工业仓储运输基地。2008 年，以世博为契机，占地 9.4 平方公里的徐汇滨江城市更新正式启动，由西岸开发集团负责实施。徐汇滨江充分利用重要工业遗迹规划了一系列文化场馆和城市开放空间，如余德耀美术馆利用原上飞厂机车车间，龙美术馆保留北票码头运煤轨道，油罐艺术中心将废弃航油罐改造为综合性展览空间，龙华机场跑道变身跑道公园，辅以当代艺术双年展、西岸音乐节等文化活动，成功重塑了徐汇滨江。

图表 52. 上海徐汇滨江工业转型城市公共空间案例



资料来源：东滩智库，中银证券

3.1.8 非居改租：多改造为长租公寓与保租房，做好后续业务经营和拓展

非居改租：长租公寓、保租房作为连接器，在存量市场寻找商业机会和客群，推动供需两端高效匹配，加速存量资产盘活，更好地做好业务经营和拓展。把非居住性质的物业（写字楼、商场、产业园区等），改造成符合监管要求的居住型物业，即“非改居”。目前，非改居的大多数落地项目为长租公寓和保障性租赁住房。将存量物业改建为长租公寓或保租房的建设是城市更新中重要的一环。

我们以北科建·自如寓为例，2024 年 1 月，自如资管与北科建集团共同合作的首个集中式长租公寓项目北科建·自如寓（市光路店）动工。项目位于上海市杨浦区世界路，距复旦大学商圈 3 公里。**前身为园区办公楼，改造后将成为 128 间房的白领公寓。**后续项目完成纳保成为保租房，于 2024 年 9 月开业。北科建集团作为北京市属国有企业，长期在不动产领域进行投资，拥有丰富的科技园区开发管理及运营经验。自如需要与有投资能力、产业整合能力的机构强强联手。北科建集团选择自如原因有三：1）多年来自如在居住服务领域内的口碑；2）自如系统房源透明、服务透明，更能吸引城市新青年；3）自如在大数据分析上的积累，让其运营管理系统更成熟，出租率更高，投资风险更加可控。

我们认为，房企也可以切入这一赛道积极盘活手中存量的非住物业，改造后的长租公寓、保租房可以作为连接器，在存量市场寻找商业机会和客群，推动供需两端高效匹配，加速存量资产盘活，更好地做好业务经营和拓展，自行盘活或与自如等长租公寓头部企业合作均是可行方式。

图表 53. 北科建·自如寓非住改居案例



资料来源：克而瑞，搜狐新闻，中银证券

3.2 运营服务“切中需求”：房企从原本“三高”模式转为“地产+”运营服务商

随着行业规模的收缩，未来的行业发展，必须从原本的“三高”模式转为“地产+”运营服务模式。我们认为在众多赛道中，商业地产、物业管理、养老地产这三大方向可能会是行业弯道超车的首选，主要原因还是这三大方向都有着“消费属性、长期持续性、C 端多样性”逻辑，我们看好具备这三大属性的细分领域。

- 1) 商业地产将从原本的传统零售向新消费时代下的商业地产迈进；
- 2) 物业管理从原本一对一、以小区为单位的模式转向以物业管理公司为中心集合型的管理；从单一的劳动密集型服务转向科技赋能后的精准切中需求的服务；
- 3) 养老地产从原本卖房回款的开发模式转变为更全周期的“康医学乐养”复合消费模式。

图表 54. 房企从原本“三高”模式转为“地产+”运营服务商，商业地产、养老地产、物业管理等均是发力方向

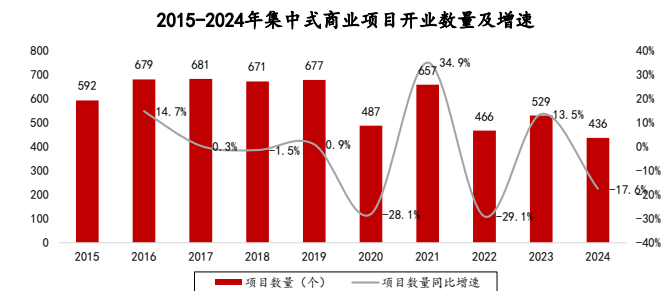


资料来源：中银证券

3.2.1 商业地产：从传统零售向新消费时代下的购物中心迈进

2024 年全国新开业商业项目数量、体量均创十年新低。2024 年全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货）436 个，新开业商业总体量约 3417 万平，数量、体量均创近十年新低，同比分别下降 17.6%、12.5%。2025 年全国有 400+ 个商业项目待开，总商业建筑面积约 3400+ 万平，与 24 年实际开业量相当。截至 2024 年末，全国集中式商业项目数量达 8700 多个，商业建面约 6.3 亿平。从过去十年的情况来看，新开业增量在 2017 年达到峰值后增速下行，2020 年大幅缩减，市场进入低位震荡的新周期。商业存量时代的经营压力不断加剧，一方面存量焕新、增量入市带来的规模压力；另一方面连锁品牌普遍放缓扩张，甚至关店收缩规模，商场面临招商难题。

图表 55. 2024 年全国新开业集中式商业项目 436 个，同比下降 17.6%

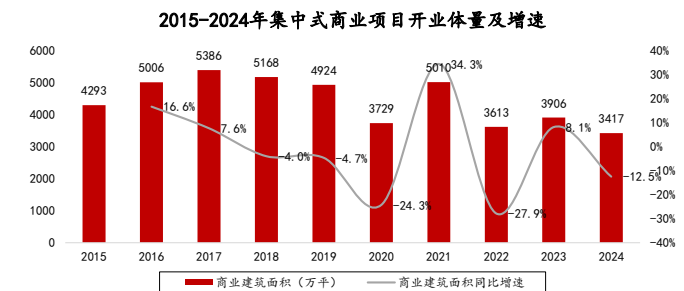


资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：

- 1) 统计范围为全国 368 个城市（不含港澳台），于 2024 年 1-12 月开业的集中式商业项目，项目类型包含购物中心、独立百货等；
- 2) 统计数据包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

图表 56. 2024 年全国新开业商业总体量约 3417 万平，同比下降 12.5%



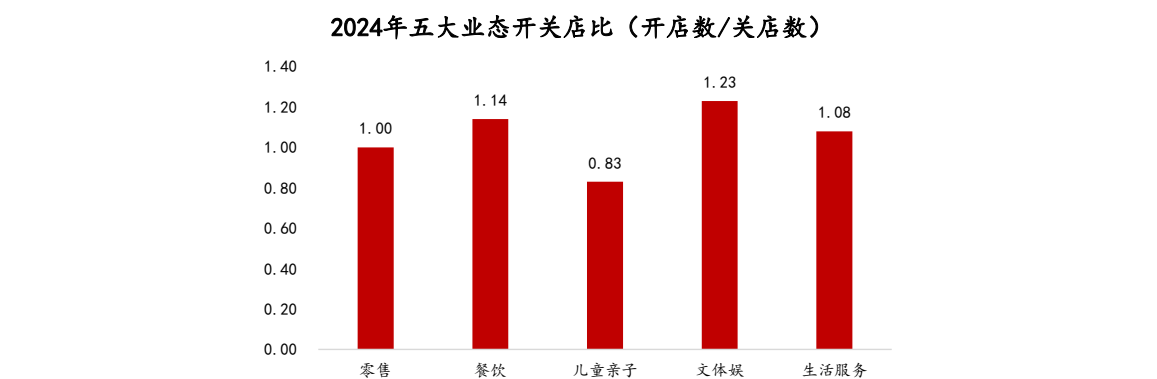
资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：

- 1) 统计范围为全国 368 个城市（不含港澳台），于 2024 年 1-12 月开业的集中式商业项目，项目类型包含购物中心、独立百货等；
- 2) 统计数据包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

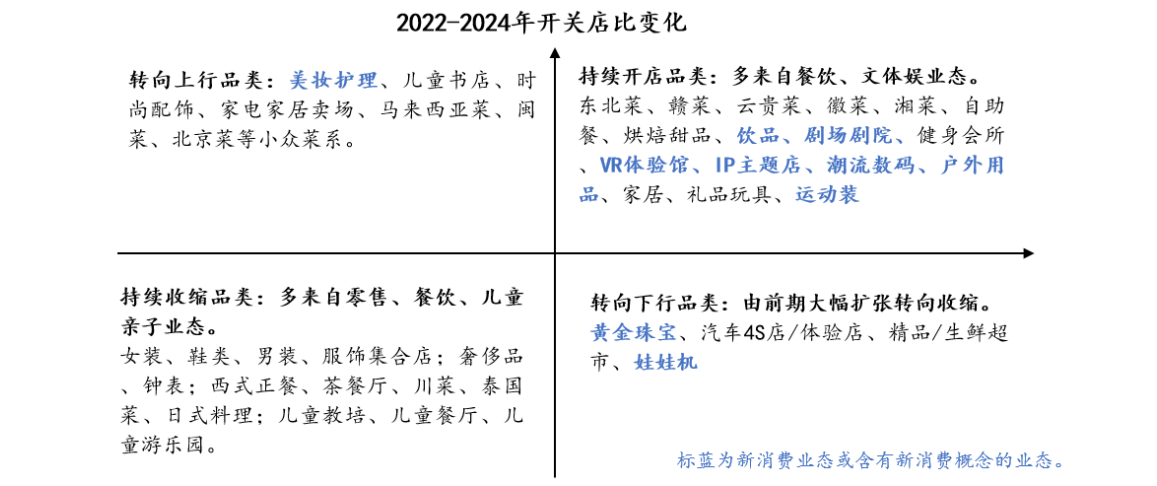
从购物中心的业态结构来看，零售微降、餐饮稳升、生活服务反超儿童亲子。2024 年整体开关店比 1.04，追平 2022、2023 年。其中，餐饮门店数量显著增加，净增超 1300 家门店，开关店比 1.14。从业态结构来看，零售微降、餐饮稳升、生活服务反超儿童亲子。对比 2022 年业态结构，24 个城市 600+ 优质购物中心，零售业态门店数量占比从 50.6% 降至 48.4%，餐饮则从 27.4% 增至 29.5%；儿童亲子从 9.4% 降至 8.5%，生活服务反超儿童亲子，占比增至 9.3%；文体娱及其他增至 4.3%。

图表 57. 2024 年餐饮门店开关店比 1.14



资料来源：赢商网，中银证券

图表 58. 购物中心中，2022-2024 年各业态开关店变化趋势



资料来源：赢商网，中银证券

我们注意到，近两年，购物中心中的新消费业态崛起。“新消费”指的是围绕年轻一代消费者的需求而产生的全新消费品和服务模式。这些领域往往涉及国产品牌崛起、精神消费与悦己消费，以及以高增长为特征的市场趋势。传统消费到新消费的核心差别在于从“物质消费”走向“精神消费”，高度重视情绪价值。例如以泡泡玛特、乐高、TOP TOY 等为代表的潮玩；以蜜雪冰城、瑞幸等为代表的新式饮品；以 lululemon、始祖鸟等为代表的运动装；以猛犸象、凯乐石、探路者为代表的户外用具品牌；以大疆等为代表的潮流数码；以老铺黄金为代表的新式黄金珠宝品牌；宠物店、动物园等关注度均不断提升。

图表 59. 近两年，购物中心中的新消费业态崛起



资料来源：中银证券

房企可以通过以下创新性的方式去把握新消费时代下的商业地产机会：

- 1) “首店逻辑”：把握新消费相关的首店开店机会。**由于首店自带高关注度+高话题度+强引流能力，购物中心可以通过“首店矩阵”+媒体营销，吸引大批年轻消费群体打卡，为场内品牌带来更高的曝光度和客流量。2024 年全国 74 座城市迎来超 7000 家新首店，同比增长 36%，较 2022 年增长 79%。其中，二次元首店成“增量”利器，2024 年全国二次元相关品牌首店数量同比大幅增长 668%，占比由 0.7% 涨至 3.1%。
- 2) “快闪逻辑”：快闪场地租赁的精细化运营。**快闪店运营周期短，可结合市场需求、热点事件灵活选择时间与地点，能以轻量化投入试水市场，精准洞察消费趋势；此外快闪店能够以“限时、限量、限地”的特性，制造稀缺性和紧迫感。快闪店极具视觉冲击力的场景设计，也能够快速聚集流量，有效地将消费者吸引至实体商业空间。甚至出现外地游客因想要打卡快闪活动而奔赴一个商场，使商场开始具备**文旅属性**。购物中心通过快闪店不断推陈出新的主题与活动，为消费者营造“常逛常新”的惊喜感，显著延长消费者在购物中心的停留时长，有效带动餐饮购物等其他消费，进一步激发了线下消费的潜力。例如，2024 年上海静安大悦城全年落地 62 场 IP 快闪，吸引超 550 万人次打卡，单日客流峰值突破 14.1 万，其中的 Chiikawa 主题快闪 39 天销售额达 2610 万元，大悦城筛选具备“社交货币”属性的 IP（线条小狗、卡皮巴拉、泡泡玛特等），通过限时稀缺性（大悦城所有快闪活动中全国首展的占比高达 72%）激发打卡欲。
- 3) “IP 联动逻辑”：通过成功的 IP 提高知名度，创造话题度，增加曝光率，并和消费者建立起更多情感链接。**购物中心通过打造独具特色的 IP/原创 IP/IP 联动等艺术装置，赋予了商场与众不同的个性和体验，一个成功的 IP 是商场的流量引擎，深入人心的形象成为商场的标志之一。例如，大湾区的潮流生活新地标——天环 Parc Central，与环球影业强强联手，推出全球热门动画电影《神偷奶爸 4》的“夏日环游”华南首展，超过 1500 平的展览空间。精心设计的六大展区，按照电影中的经典场景以 1:1 比例还原，通过近 250 米的跨层跑道巧妙串联室内外空间，给消费者带来沉浸式体验。

4) “品牌剧场”：伴随戏剧生活在新消费主体中的地位提升，不少购物中心也借此实现自我破局，完成“购物中心+剧场”新生业态的延伸。例如 2020 年 7 月，笑果文化推出的城市喜剧新空间“笑果工厂”在上海新天地广场五楼正式开业，这是国内首家属于脱口秀表演的“演艺全新空间”，占地面积 100 平，可容纳观众 60-80 人，每年举办上百场推口秀演出，上座率 99%，自然客流超 10 万人次。不仅有脱口秀表演，还有即兴社交课程、比赛型线下演出、喜剧街区、即兴工坊等多种不同体验样式。再比如，“开心麻花”开创非标演出场地新模式，进驻购物中心。上海南翔印象城 MEGA 于 2020 年 8 月引入开心麻花上海首店，剧场面积 3358 平，座位 751 个，拥有 27 道可升降吊杆，辅以排练厅一间，兼具创作、排练和培训等功能。剧场适用中小型演出、高端会议、文化讲座等各类活动，前厅配套 400 平咖啡轻餐、零售文创、儿童培训、文娱体验空间。仅 2021 年一年，开心麻花剧场就举办了约 200 场大型舞台剧演出，吸引超过 10 万人走进剧场。

图表 60. 上海静安大悦城 Chiikawa 主题快闪活动



资料来源：会议之城，中银证券

图表 61. 上海新天地广场推出的城市喜剧新空间“笑果工厂”



资料来源：河北省艺术中心，中银证券

图表 62. 大湾区的潮流生活新地标——天环 Parc Central，与环球影业强强联手，推出全球热门动画电影《神偷奶爸4》的“夏日环游”华南首展



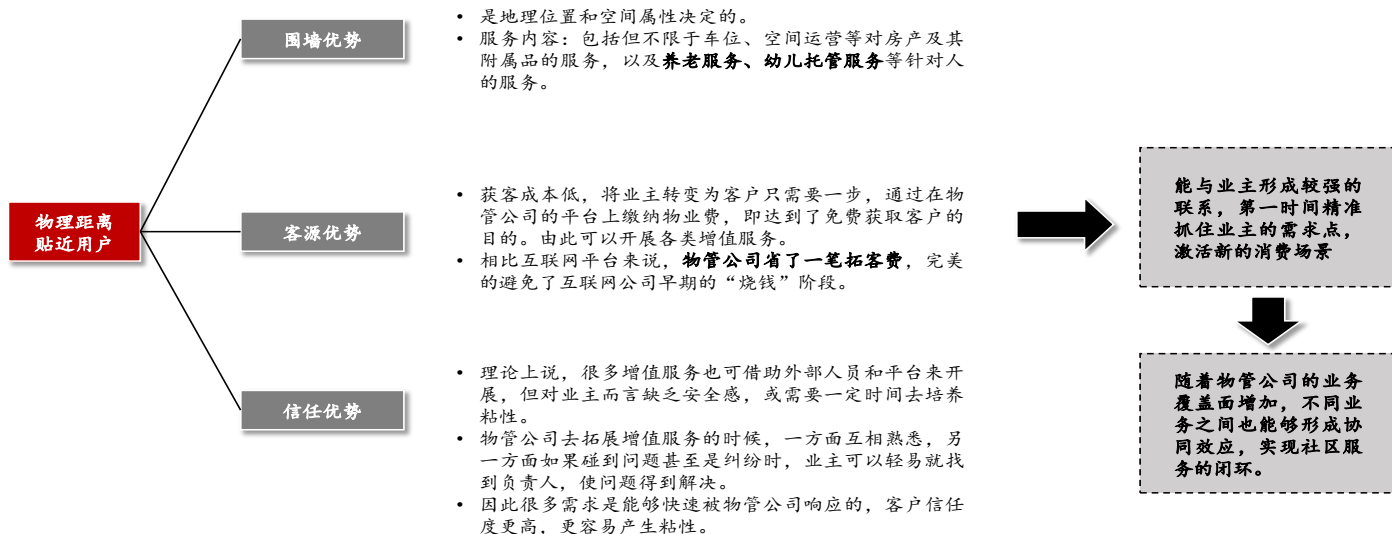
资料来源：Mall 里乾坤，中银证券

3.2.2 物业管理：从一对一模式以小区为单位转向以物业管理公司为中心集合型的管理；从单一的劳动密集型服务转向科技赋能后的精准切中需求的服务

物业管理行业的逻辑不断转变。从一开始单纯追求面积增长、拓展增值服务、提升外拓规模，到背靠房企母公司的物管公司具有较强的增长确定性，再到非住宅业态延伸，这些都是物管公司较为早期的逻辑，基本都停留在物业管理（基础物业服务 and 增值服务）的业务本身。后来，物管公司开始外延并购，2019 年开始掀起收并购浪潮。一开始的并购主要目的在于扩张自身在管规模。2020 年开始收购标的逐步从中小型物管公司转变为产业链上下游的场景公司，为的是更好地形成协同以及降低内卷化。再后来，物管公司在拓展多元业态上初见成效，服务边界从住宅，到非住宅，乃至城市空间服务；而随着华润万象生活等轻资产运营公司分拆上市，全业态物业管理及商业运营模式开始受到市场的广泛关注。近两年“科技赋能物业”以及“智慧平台商业模式”开启。在原有的多元业态上又新增了一个层级“智慧平台”的构建，行业将从线下运营管理向线上线下融合而转变。

我们认为，物业管理公司是距离客户最近的一方，具有先天性的围墙优势、客源优势、客户信任优势，能与业主形成较强的联系，第一时间精准抓住业主的需求点，激活新的消费场景。1) **围墙优势**：是地理位置和空间属性决定的。物管公司对此能做的服务包括但不限于车位、空间运营等对房产及其附属品的服务，以及养老服务、幼儿托管服务等针对人的服务。2) **客源优势**：物管公司不需要额外花钱去获取客户，公司的业务特质天然地接触到了大量业主，将业主转变为客户只需要一步，通过在物管公司的平台（不一定是平台，可以是任何媒介）上缴纳物业费，即达到了免费获取客户的目的。由此可以开展各类增值服务。相比互联网平台来说，物管公司省了一笔拓客费，完美的避免了互联网公司早期的“烧钱”阶段。3) **客户信任优势**：理论上说，很多增值服务不是不能找外部的人或者别的平台来做，但是由于大多时候我们对陌生面孔或平台是没有安全感的，或者是需要一定时间去培养粘性的，但是物管公司去拓展增值服务的时候，一方面互相熟悉，另一方面如果碰到问题甚至是纠纷时，业主可以轻易就找到负责人，使问题得到解决。因此很多需求是能够快速被物管公司响应的，客户信任度更高，更容易产生粘性。

图表 63. 物管公司具有先天性的围墙优势、客源优势、客户信任优势



资料来源：中银证券

行业转型将经历拓展业务广度、挖掘业务深度和资产赋能三个不同层次的迭代。在物管公司逐渐迭代的过程中，会有多元化的业务产生。

阶段一：物管企业在基础物业服务之上还会开展基于基础设施及空间层面的服务。通过经营资产来使其价值最大化，比如停车场运营、社区广告运营等增值服务，这部分业务操作简单，所需成本不高，可以在短期内得到较为可观的利润。

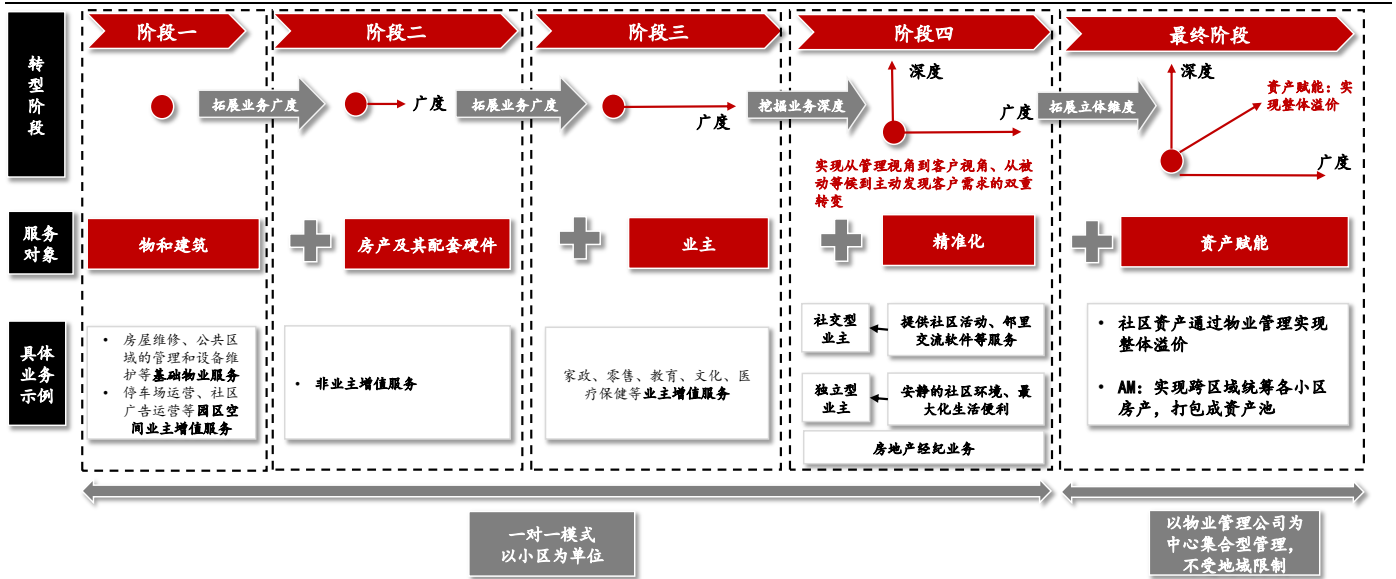
阶段二：物管企业会先关注到盈利空间较稳定、房企母公司可以输送的非业主增值服务，从对“物和建筑”的售后管理延伸到围绕“房产品”全生命周期的业务。比如物管公司的咨询服务嵌入到母公司的开发销售阶段。

阶段三：着重将物业服务重心从主要对“物的管理”转移到“物的管理和人的服务并重”上来；物管公司开始在家政、零售、文化、教育、医疗保险等多方位的业主增值服务开始大力发展，业务广度得到了进一步的拓展。

阶段四：在拓展业务广度的基础上进一步拓展业务的深度，将阶段二、阶段三时公司所提供的服务精准化对焦到具体的客户需求上。比如某些客户并不希望自己的生活被物业过多打扰，但在当自己有需求时，又希望能得到迅速相应。但是到这个阶段为止的转型都还停留在一对一的模式，以小区为单位开展。

而我们认为最终的资产赋能是物管行业的终局阶段，社区资产通过物业管理实现整体溢价。我们的设想是在物管公司与社区一对一服务的基础上，可以跨社区、跨城市、跨区域地形成一个中心化管理，物管公司所管理的所有项目都能集合在一起，不再以单个项目为单位，而是形成一个资产池。物管公司对这个资产池进行资产管理。此时，物管公司从被动服务转向了主动管理，它的角色从一个“乙方”变成了“甲方”。

图表 64. 物业管理行业转型将经历拓展业务广度、挖掘业务深度和资产赋能三个不同层次的迭代



资料来源：中银证券

科技赋能物业的方式也将变化，从“先物管再科技”到“智慧平台商业模式”。物管公司的传统科技模式是先有“现场管理面积”，再在线下管理项目中使用智能化产品、提供智能化服务，方向主要是侧重于公司降本增效和提升业主体验。新型科技观下，物管公司更倾向于先搭建智慧平台，再下放到具体物企、应用到具体项目中，自上而下，落地更快。大型物管公司将其智慧化解决方案和产品打包出租或出售给中小型物管公司，产生对应的 SAAS 线上管理面积，我们认为未来物管公司或产生线下管理面积和线上管理面积两种完全不同的外拓路径。

我们认为，“科技赋能物业”及“智慧平台商业模式”刷新了物业管理的运营方式，打破了人力依赖程度较高的传统服务模式，未来对行业的变革将会起到以下三方面深远的影响：1) 通过智能化平台掌握更多的线下用户画像可实现线上线下资源融合。我们认为真正实现科技赋能物业有四个核心要素，即海量的基础数据、清晰的业务场景、强大的运算能力、物联网及物联设备的支持。采集数据和场景，由此掌握更多的线下用户画像是物管公司现阶段迫切科技化的核心原因。物管公司在获得线下用户资源和画像上有天然的优势，这是当前科技公司未有但想要突破的。2) 从“地推式”外延并购到“上帝视角式”数据库筛选，智慧平台模式给大型物企带来更多潜在规模扩张机会，推升行业集中度。过去物管公司服务边界从住宅，到商办、公建等，乃至城市空间服务，现在又在多元业态上新增了一个层级“智慧平台”的构建，不仅拓展线下管理面积，更在争取线上管理面积上发力。拥有平台的物管公司掌握了大量项目和业主信息，可以先于外部公司知道业主的需求，也相当于通过平台自动拥有了潜在收购项目，未来的行业集中度也会在平台模式广泛运用后实现快速提升。3) 市场对物管行业的理解有望从单一的劳动密集型服务转变为科技赋能后的更加精准的服务。

图表 65. 科技赋能物业的方式也将变化，从“先物管再科技”到“智慧平台商业模式”



资料来源：中银证券

3.2.3 养老地产：从卖房回款的开发模式转变为更全周期的“康医学乐养”复合消费模式

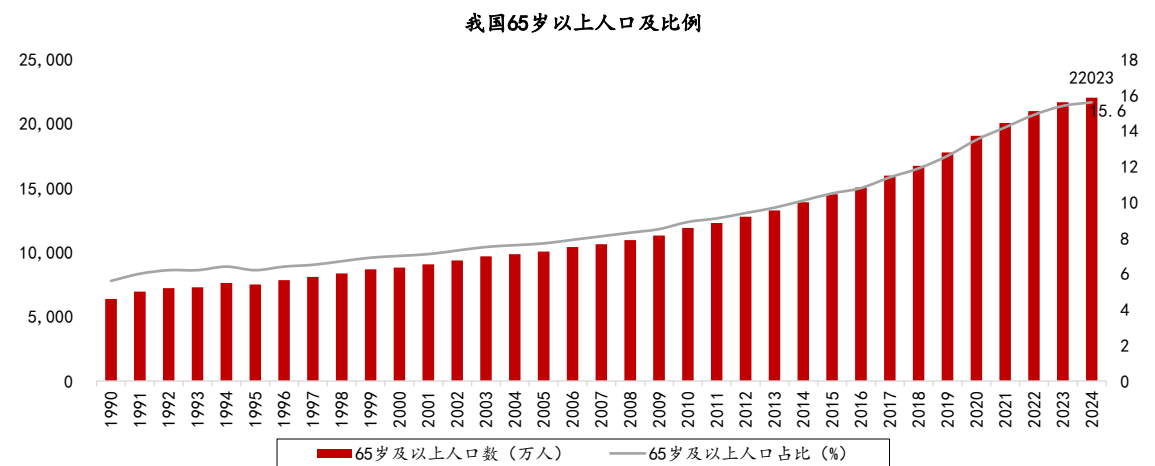
养老产业连续多年被写入《政府工作报告》，银发经济潜力较大。截至 2024 年末，我国 65 岁及以上老年人口达 2.2 亿人，占总人口的比例达 15.6%，在国际标准中，已经达到了中度老龄化（65 岁及以上人口比重超过 14%）。目前国家卫健委倡导的“9073 模式”为 90%老人通过自我照料和社区服务实现居家养老；7%的老人通过社区提供的各种专业化服务实现社区式养老；3%的老人入住养老机构集中养老。养老产业连续多年被写入《政府工作报告》，2022 年政府工作报告提出“推动老龄事业和产业高质量发展”；2024 年政府工作报告提出“加强老年用品和服务供给，大力发展银发经济”；2025 年政府工作报告提出“完善发展养老事业和养老产业政策机制，大力发展银发经济”。在人口老龄化不断加深的背景下，积极发展银发经济，不仅能更好满足老年人日益多元的需求，也成为推动社会经济发展的新引擎。

图表 66. 养老产业连续多年被写入《政府工作报告》

2022 年《政府工作报告》	2023 年《政府工作报告》	2024 年《政府工作报告》	2025 年《政府工作报告》
- 积极应对人口老龄化，加快构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系。 - 优化城乡养老服务供给，支持社会力量提供日间照料、助餐助洁、康复护理等服务，稳步推进长期护理保险制度试点，鼓励发展农村互助式养老服务，创新发展老年教育，推动老龄事业和产业高质量发展。	- 积极应对人口老龄化，推动老龄事业和养老产业发展。 - 发展社区和居家养老服务，在税费、用房、水电气价格等方面给予政策支持。 - 推进医养结合。	- 加强城乡社区养老服务网络建设，加大农村养老服务补短板力度。 - 加强老年用品和服务供给，大力发展银发经济。 - 推进建立长期护理保险制度。	- 积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制，大力发展银发经济。 - 加快发展智慧养老。 - 推进社区支持的居家养老，强化失能老年人照护，加大对老年助餐服务、康复辅助器具购置和租赁支持力度，扩大普惠养老服务，推动农村养老服务发展。

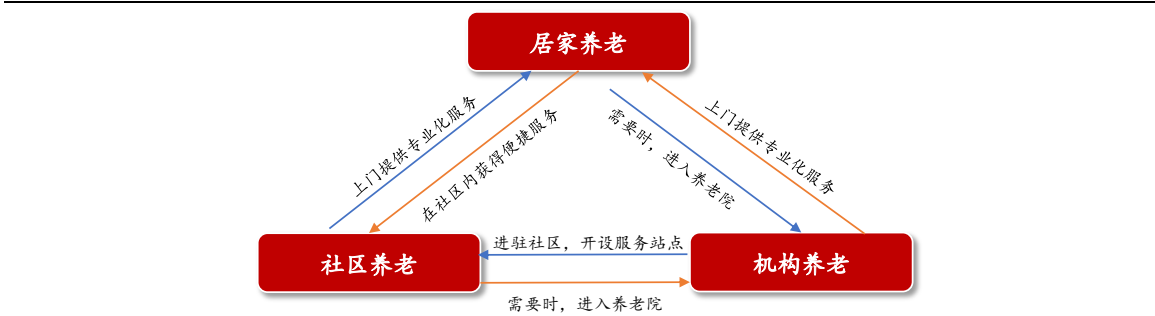
资料来源：《政府工作报告》，中银证券

图表 67. 截至 2024 年末，我国 65 岁及以上老年人口达 2.2 亿人，占总人口的比例达 15.6%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 68. 国家卫健委倡导的“9073 模式”：90%老人通过自我照料和社区服务实现居家养老；7%的老人通过社区提供的各种专业化服务实现社区式养老；3%的老人入住养老机构集中养老



资料来源：国家卫健委，中银证券

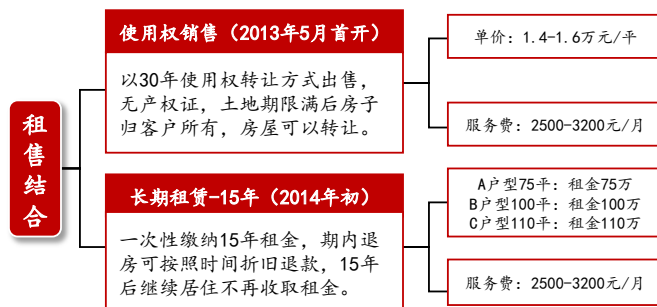
当前房企多采用租售结合的盈利模式介入养老地产。例如万科·随园嘉树，作为社区嵌入式养老模式项目，也是国内首个集中式养老公寓项目。2009年，万科随园嘉树立项，项目采用“大社区+养老组团”的开发模式，依托文化村并借力其城镇级配套服务成为国内经营地最健康的高端养老社区。2013年5月，随园首次开盘销售确立邻里式养老价值观。2017年，护理院住满，并在当年实现盈利。再比如绿城·乌镇雅园，采用学院式养老模式，设立“颐乐学院”，依托杭州师范大学的教育资源，设立了五大课程体系：健康养生系、人文社科系、艺术系、休闲体育系和生活系。学院提供的书法、绘画、太极拳、棋牌、舞蹈、电脑等活动内容，还拥有1500亩国际健康生态休闲产业园，650亩的核心区域，总建面60万平。乌镇雅园的客群定位是来自上海、杭州、苏州、宁波等长三角地区的商人、退休官员、教师、企业高管等为55岁以上中高端人群为主，采用“健康医疗+养生养老+休闲度假”的全新养老地产模式实现了可复制性。围绕白马湖布局中式单层养生别墅、新民国风多层电梯公寓、高层公寓和颐乐学院四种物业形态。前期2000多套养老公寓和别墅产品，已全部售罄。盈利模式主要是租售结合：1) 产权出售单层、多层、高层、别墅物业，均价2.5万元/平；2) 服务收费：包括基础的物业服务和管理的基础的健康管理服务。其中颐乐学院年费：3000元，物业费：3.5元/平/月，耕作天地：15平，500元/年（学院有几十亩的地做农场，可参与相关活动）（为2020年价格，仅供参考）。

图表 69. 万科·随园嘉树项目信息

地理位置	杭州良渚文化村核心区
开发商	万科
土地性质	40年产权商业旅游用地
占地面积	100亩
建筑面积	6.39万平
容积率	1.0
绿地率	35%
开业时间	2013年首开
业态类型	17栋5-6F健康公寓，共575套房源（其中1栋为需要辅助的老人护理区，1栋康复中心，其余15栋为生活自理老人生活区）
运营方式	长期租赁+使用权销售
户型	75平、100平、111平
内部设施	健康公寓、颐养中心、康复中心、“金十字”休闲区
护理医疗	浙一医院门诊部

资料来源：文旅创新研究院，中银证券

图表 70. 万科·随园嘉树盈利模式采用租售结合



资料来源：文旅创新研究院，中银证券

图表 71. 万科·随园嘉树实景图



资料来源：文旅创新研究院，中银证券

图表 72. 绿城·乌镇雅园规划图

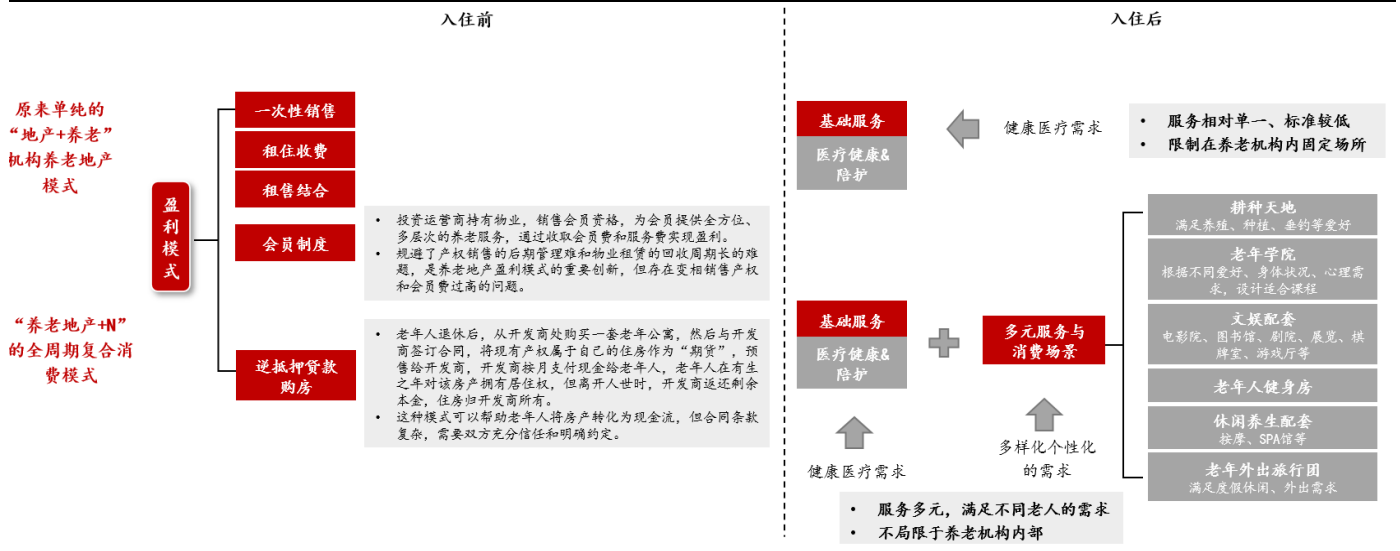


资料来源：文旅创新研究院，中银证券

当前养老地产的主要盈利模式主要有：1) **一次性销售**：与传统出售产权房方式基本一致，养老地产在地产项目建设基础上附加养老设施与服务，完成后一次性将地产出售给目标客户，快速回笼资金，提高资金的周转率。这种模式的优势在于资金回笼快，风险相对较小，但意味着开发商放弃了持有物业带来的溢价和收益。2) **租住收费**：开发商持有物业，担任运营商角色，不进行出售，而是通过长期租赁和提供养老服务来获取持续收入。这种模式有利于后期运营持续收入，但对资金要求高，投资回收期较长，且对开发商的运营管理能力有较高要求。3) **租售结合**：开发商将一部分产权销售，一部分产权用于持有运营。通过物业产权销售实现资金快速回笼，降低资金成本和压力，同时优良的经营性物业与配套设施可带动可售物业市场价值的提升，实现收益多元化。4) **会员制度**：投资运营商持有物业，销售会员资格，为会员提供全方位、多层次的养老服务，通过收取会员费和服务费实现盈利。这种模式规避了产权销售的后期管理难和物业租赁的回收周期长的难题，是养老地产盈利模式的重要创新，但存在变相销售产权和会员费过高的问题。5) **逆抵押贷款购房**：老年人退休后，从开发商处购买一套老年公寓，然后与开发商签订合同，将现有产权属于自己的住房作为“期货”，预售给开发商，开发商按月支付现金给老年人，老年人在有生之年对该房产拥有居住权，但离开人世时，开发商返还剩余本金，住房归开发商所有。这种模式可以帮助老年人将房产转化为现金流，但合同条款复杂，需要双方充分信任和明确约定。

未来养老地产开发将走复合的形式，将养老地产业和其他相关产业进行整合。原来单纯的“地产+养老”机构养老地产模式下，入住后通常只涉及基础的医疗健康和陪护服务，服务相对单一、标准较低，且限制在养老机构的固定场所内。未来，将从单纯的“地产+养老”机构养老地产模式向“养老地产+N”的全周期复合消费模式。将养老地产开发与老人的生活需求紧密结合起来，并充分激发老年人的新型需求，且可以不限在养老机构内，生活空间整体打开。例如开拓耕种天地，满足老人养殖、种植、垂钓等爱好；开办老年学院，根据不同爱好、身体状况、心理需求，设计适合的课程；文娱配套将更加丰富，涉及电影院、图书馆、剧院、棋牌室、游戏厅、定期举办展览等；另有健身房、按摩、SPA 馆等休闲养身配套；还可能组织老年外出旅行团，满足度假休闲、外出需求，不再局限于养老机构内部。

图表 73. 养老地产从卖房回款的开发模式转型为更全周期的“康医学乐养”复合消费模式



资料来源：中银证券

4 投资建议

未来房地产行业发展格局将围绕“增量变精”与“存量优化”两个方向展开。增量变精方面，土地供给“缩量重质”，开发建设“提质增效”。存量优化方面，城市更新“高质量开展”已经成为当前房地产行业的主线任务，配套政策有望加速落地；运营服务“切中需求”，将地产与销售结合，房企将从原本高周转开发商转为“地产+”运营服务商，我们认为商业地产、养老地产、物业管理三大方向是有效赛道。

基于此，我们建议关注三条主线：1) 积极获取高质量地块且注重后续开发的“提质增效”，重视产品品质，已经建立起“好房子”产品体系的房企：滨江集团、华润置地、越秀地产、建发国际集团；2) 积极参与城市更新，受益于旧改加速推进的地方国企：城投控股、城建发展；3) 积极探索多元业务布局，运营服务能力突出的企业：瑞安房地产、太古地产、大悦城、华润万象生活、新城控股。

5 风险提示

房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

房地产行业基本面超预期下行：行业销售、房价短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

融资收紧风险：需注意各类融资政策的实际落地效果和资金到位情况，房企仍普遍面临资金紧张的风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371