

关注运营能力，聚焦科创属性

——租赁住房与产业园区REITs2025年报综述

2026/04/28/

行业评级：增持

姓名：涂力磊（分析师）

邮箱：tulilei@gtht.com

电话：021-23185710

证书编号：S0880525040101

姓名：谢皓宇（分析师）

邮箱：xiehaoyu@gtht.com

电话：010-83939826

证书编号：S0880518010002

姓名：陈昭颖（分析师）

邮箱：chenzhaoying@gtht.com

电话：021-23183953

证书编号：S0880525100002

投资要点

01

租赁住房REITs：关注运营能力和资产质量，5大维度综合打分。

租赁住房REITs评估框架从市场与区域经济（20%）、资产质量（26%）、运营管理能力（37%）、管理人素质（12%）及市场与政策环境（5%）五个维度进行综合打分。其中运营管理能力权重最高，核心考核直接决定投资回报的财务指标；资产质量次之，强调城市能级、物业状况与租户结构。

02

租赁住房评估结果每半年度更新一次，2025年末评估中运营稳健的租赁住房整体表现更优。

2025年综合评分TOP3的园区REITs分别为红土创新深圳安居REIT、招商基金招商蛇口租赁住房REIT、中航北京昌保租赁住房REIT。

03

产业园区REITs：重塑价值判断，构建以7大类基础指标和2大类附加指标组成的评估体系。

- 1) 7大类基础指标包括区位、租户、大股东、结构性供需、市场定位、地方政策和股息率，核心关注园区客观条件和运营表现；
- 2) 2大类附加指标包括科技创新与成效贡献，核心关注园区科创属性与价值外溢。

04

园区评估结果每半年度更新一次，2025年末评估中科创属性突出的园区整体表现更优。

2025年综合评分TOP3的园区REITs分别为华夏金隅智造工场REIT、华泰紫金南京建邺产业园REIT、博时津开科工产业园REIT。

风险提示：REITs评分体系部分指标依赖主观评定；评估数据存在一定滞后性。

目录 / CONTENTS

- 01 政策红利下，集中租赁住房市场逐步壮大
- 02 租赁住房REITs：从公租房、保租房到市场化公寓
- 03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描
- 04 产业转型升级，园区同频共振
- 05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现
- 06 2025产业园区REITs评分结果
- 07 风险提示

01

政策红利下，集中租赁住房市场逐步壮大

01 政策红利下，集中租赁住房市场逐步壮大

截至2025年底，中国住房租赁市场已形成“保障+市场”双轨并行的清晰格局。在核心15城中，上海、武汉、厦门、成都、深圳、西安、郑州、济南、苏州等11城保租房与集中式比例超45%，“保障+市场”双轨格局成型。

2025年，国企系企业在住房租赁市场TOP30企业中市场份额占比已达20%。其开业规模同比涨幅达50.4%，大幅领先于房企系及资管系企业。数据标志着住房租赁市场头部格局正加速向国企主导方向演进。

图 2025年核心15城各类房源入市规模及保租房市占情况

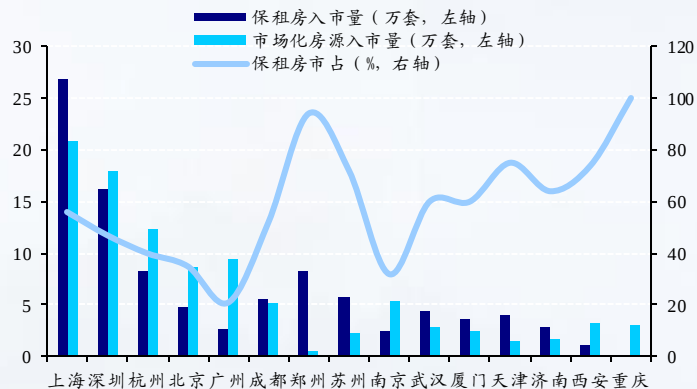
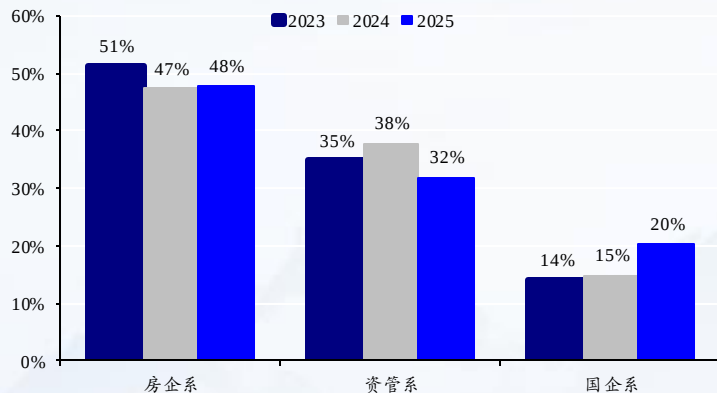


图 2023~2025年TOP30分企业类型开业规模占比



01 政策红利下，集中租赁住房市场逐步壮大

2025年租赁市场大宗交易共计11宗，已披露交易金额共计71.44亿。外资在2025年的表现尤为亮眼，共参与4宗大宗交易，涉及金额23.8亿元（1宗未披露金额），占比约33%，且布局高度集中于上海、北京等一线高能级城市。从交易标的来看，人才公寓、TOD租赁社区、核心城区优质公寓项目成为交易热点，反映出资本对区位优势、客群稳定、运营成熟的租赁资产的偏好。

图 2020-2025年租赁住房大宗交易宗数（宗）

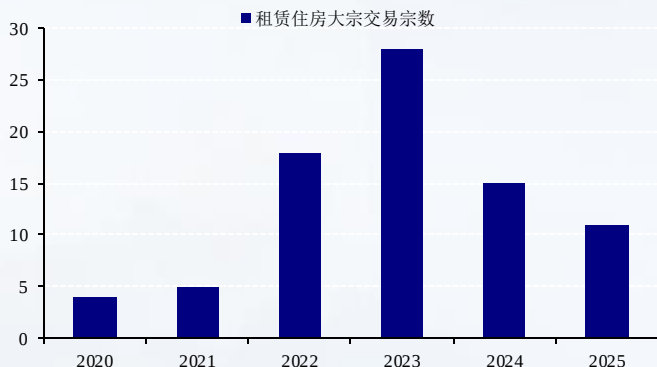
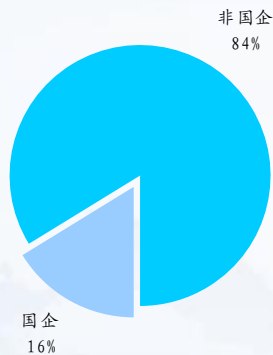


图 2025年租赁住房大宗交易不同性质企业交易金额及占比



02

租赁住房REITs：从公租房、保租房 到市场化公寓

02 租赁住房REITs：从公租房、保租房到市场化公寓

REITs常态化发行背景下，三类租赁住房在资产特性存在系统性差异：公租房与保租房带有强烈政策保障属性，其租户准入严格（面向低收入或新市民）、租金定价受限（通常为市场价的60%-90%且涨幅控制在5%以内），但受益于税收减免或者补贴（免征房产税、印花税等）和低廉营销成本，且因政策支持拥有极高的租约稳定性；市场化租赁住房则完全由市场供需驱动，租金定价灵活且上限更高，但在营销投入、运营成本及税负压力上相对较大，租约稳定性受市场波动影响更明显。

表 租赁住房REITs三大核心资产：公租房、保租房与市场化租赁住房

	公租房	保障性租赁住房	市场化租赁住房
	门槛最高（兜底型）：	门槛适中（普惠型）：	无门槛（市场型）：
1. 租户结构	- 本地户籍，中低收入住房困难家庭 - 严格限制收入线、财产限额及居住年限	- 无房的新市民、青年人（大学毕业生、务工人员） - 不设收入门槛，覆盖面较广	- 覆盖各类人群，包括高收入群体 - 完全由支付能力和市场供需决定
2. 收入构成	严格管制的低租金： - 租金通常为市场价的70%以下 - 定价与调价受政府严格监督 - 纯租金为主，部分含车位收入	受指导的优惠租金： - 租金通常为市场价的90%以下 - 涨幅受限（多数城市<5%/年） - 租金为主，部分含少量增值服务/配套商业	灵活的市场租金： - 定价参照周边竞品，随行就市 - 收入结构多元（含家具、增值服务费） - 具备潜在的租金高增长空间
3. 成本结构	极低运营成本： - 享受土地使用税、印花税、房产税、增值税等免征政策 - 依托政府渠道，几无营销费用	低成本政策红利： - 享受比照公租房的税费减免 - 水电气暖按居民标准执行 - 依托企业合作，营销及招商佣金低	高市场化成本： - 需承担较高的营销推广及招商佣金费用 - 税费及公用事业费通常按商业标准执行 - 对比REITs数据，其人工及获客成本占比相对较高
4. 租约稳定性	有期限稳定： - 合同到期符合条件可续租 - 政策内稳定性高，但终有退出要求	高延续性： - 合同一般1-3年，原则上不设租赁年限上限 - 符合条件可无限续租，客观限制最少	波动性较大： - 续约完全依赖租客意愿与市场价格 - 易因租金上涨或需求变更导致退租，受市场供需冲击明显

数据来源：国泰海通证券研究

02 租赁住房REITs：从公租房、保租房到市场化公寓

以下我们总结重点租赁类REITs的收入和成本结构情况。

表 红土创新深圳安居REIT 2025年收入及成本结构

红土创新深圳安居 REIT	安居百泉阁		安居锦园	
	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比
住宅收入	2647	92.8%	1340	96.9%
商铺收入	146	5.1%	0	
停車場收入	58	2.0%	43	3.1%
合计	2851	100.0%	1383	100.0%
	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比
投资性房地产折旧	722	19.1%	467	23.9%
运营管理服务费	117	3.1%	62	3.2%
管理费用	17	0.4%	16	0.8%
利息费用	2741	72.4%	1291	66.0%
税金及附加	173	4.6%	113	5.8%
其他成本/费用	14	0.4%	7	0.4%
合计	3785	100.0%	1956	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；

数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

表 华夏北京保障房REIT 2025年收入及成本结构

华夏北京保障房 REIT	文龙家园、燕悦南郡		新悦嘉园、光机电、盛悦家园、温泉凯盛家园	
	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比
租金收入	7140	100%	2988	100.0%
	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比
物业运营成本	1210	12.7%	656	21.2%
折旧摊销成本	2350	24.6%	1078	34.8%
财务费用	5907	62.0%	1290	41.6%
税金及附加		0.0%		0.0%
租赁成本	9	0.1%	7	0.2%
管理费用	59	0.6%	66	2.1%
其他成本/费用		0.0%		0.0%
合计	9534	100.0%	3097	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；

数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

表 中金厦门安居REIT 2025年收入及成本结构

中金厦门安居 REIT	园博公寓		府峙公寓	
	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比
租金收入	4480	100%	3274	100%
	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比
长期待摊费用摊销	426	61.5%	325	63.0%
税金及附加	234	33.8%	162	31.5%
管理费用	32	4.7%	29	5.6%
租赁成本				
物业运营成本				
其他成本费用				
合计	693	100.0%	516	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；

数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

表 国泰海通城投宽庭REIT 2025年收入及成本结构

国泰海通城投宽庭 REIT	江湾社区		光华社区	
	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比
租赁收入	11842	100%	6500	100%
	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比
折旧与摊销	2839	51.3%	1449	50.4%
运营管理费	1820	32.9%	1006	35.0%
税金及附加	782	14.1%	368	12.8%
其他成本/费用	91	1.6%	50	1.7%
合计	5532	100.0%	2872	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；

数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

02 租赁住房REITs：从公租房、保租房到市场化公寓

以下我们总结重点租赁类REITS的收入和成本结构情况。

表 华夏华润有巢REIT 2025年收入及成本结构

华夏华润有巢 REIT	涇泾项目		东部经开区项目		马桥项目	
	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比
租赁收入	3686	91.0%	3356	88.4%	89	74.6%
服务收入	363	9.0%	440	11.6%	30	25.4%
合计	4049	100.0%	3796	100.0%	119	100.0%
	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比
折旧摊销成本	1527	27.7%	1940	33.70%	47	26.10%
物业经营成本	713	13.0%	708	12.30%	21	11.58%
租赁成本						
税金及独家	216	3.9%	250	4.30%	7	3.75%
销售费用	122	2.2%	119	2.10%	2	1.18%
管理费用	182	3.3%	179	3.10%	5	2.59%
财务费用	2743	49.9%	2567	44.50%	98	54.80%
其他成本/费用						
合计	5503	100.0%	5762	100.0%	179	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；
数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

表 招商基金蛇口租赁住房REIT 2025年收入及成本结构

招商基金蛇口租赁住房 REIT	蛇下湾项目		太子湾项目	
	2025 年收入 (万元)	占比	2025 年收入 (万元)	占比
租金收入	4127	94.1%	3090	90.4%
物业管理费收入	132	3.0%	247	7.2%
停车位收入	127	2.9%	72	2.1%
其他收入	2	0.0%	9	0.3%
合计	4388	100.0%	3418	100.0%
	2025 年成本 (万元)	占比	2025 年成本 (万元)	占比
折旧和摊销费用	1227	57.5%	822	46.6%
运营服务费	397	18.6%	383	21.7%
物业管理和维修费	286	13.4%	208	11.8%
其他运营成本	166	7.8%	156	8.8%
税金及附加	15	0.7%	155	8.8%
管理费用	33	1.5%	33	1.8%
财务费用	12	0.5%	7	0.4%
其他成本/费用				
合计	2136	100.0%	1763	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；
数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

表 中航北京昌保租赁住房REIT2025年1-3Q收入及成本结构

国泰海通城投宽庭 REIT	项目公司	
	20251-3Q 年收入 (万元)	占比
人才公租房租金收入	11842	100%
	20251-3Q 年成本 (万元)	占比
投资性房地产折旧	820	68.9%
运营管理费	183	15.4%
物业费	171	14.4%
供暖费	3	0.3%
维修费	0	0.0%
财产保险	2	0.2%
其他	9	0.8%
合计	1190	100.0%

注：资产项目公司的收入与成本；
数据来源：Wind, REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

03

透视租赁住房REITs：底层资产全景 价值扫描

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

基于上文分析，下文将构建系统化、多维度租赁住房REITs底层资产分析框架，为投资者提供专业评估工具。具体评估标准将围绕五大核心维度展开，深入剖析每个指标的内涵、分析要点及其对REITs长期价值影响。

表 保租房REITs评估指标及权重

一级指标	权重	二级指标	权重
市场与区域经济	20%	区域经济水平	7%
		人口净流入率	7%
		租金收入比	6%
资产质量	26%	城市能级与区域位置	12%
		物业状况与楼龄	9%
		租户结构	5%
运营管理能力	37%	出租率	10%
		租金增长率	10%
		EBITDA 利润率	8%
		现金流分派率	6%
		配套与增值服务	3%
管理人素质	12%	管理团队经验	7%
		原始权益人储备资产	5%
市场与政策环境	5%	地方政策支持力度	3%
		区域市场供需关系	2%

数据来源：国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

目前已上市的9支保租房REITs，除中金厦门安居在厦门外，其余标的均处于GDP前10城市，分别是上海、北京、深圳、苏州。保租房主要面向新市民、青年人，而经济发达、产业密集（如华泰苏州恒泰所在的苏州工业园区）意味着持续的岗位创造。以上优势为创造租赁需求的源头。

经济总量代表就业机会，人均收入决定租金支付上限。目前保租房REITs底层资产所处5个城市城镇居民人均可支配收入/全国平均水平均大于1.4倍，其中北京和上海达到1.7倍。

表 2025年GDP前10的城市

排序	城市	2025 年城市 GDP (亿元)	底层资产所处城市
1	上海	56709	华夏基金华润有巢 REIT、国泰海通城投宽庭保租房 REIT、 汇添富上海地产租赁住房 REIT
2	北京	52073	华夏北京保障房 REIT、中航北京昌保租赁住房 REIT
3	深圳	38732	红土创新深圳安居 REIT、招商基金蛇口租赁住房 REIT
4	重庆	33758	
5	广州	32039	
6	苏州	27695	华泰苏州恒泰租赁住房 REIT
7	成都	24764	
8	杭州	23011	
9	武汉	22147	
10	南京	19429	

数据来源：各地统计局，国泰海通证券研究

表 保租房REITs底层资产所处5个城市的城镇居民人均可支配收入/全国平均水平均大于1.4倍

已上市保租房 REITs	底层资产所处城市	城镇居民人均可支配收入/全国平均水平
华夏北京保障房 REIT、中航北京昌保租赁住房 REIT	北京	1.7
华夏基金华润有巢 REIT、国泰海通城投宽庭保租房 REIT、汇添富上海地产租赁住房 REIT	上海	1.7
红土创新深圳安居 REIT、招商基金蛇口租赁住房 REIT	深圳	1.5
中金厦门安居 REIT	厦门	1.4
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	苏州	1.6

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

目前保租房所处5个城市人口均净流入。持续的人口净流入，特别是高素质人才的流入，直接转化为对租赁住房的刚性需求。像深圳2024年人口净流入率达到1.1%。劳动人口密集、落户门槛相对较低城市，能保证租赁需求（红土创新深圳安居、招商基金蛇口租赁住房）长盛不衰，抵御房地产周期波动。

合理的租金收入比（通常30%以下）意味着租赁市场发展更健康，租户租金负担能力更充足，租金收缴稳定性更高。而在一线城市高房价、高市场租金背景下，保租房以其显著的租金优势（一般为同地段市场租金的60-90%），有效降低租户租金收入比，从而确保极高需求粘性和稳定性。

图 底层资产所处5个城市人口均净流入

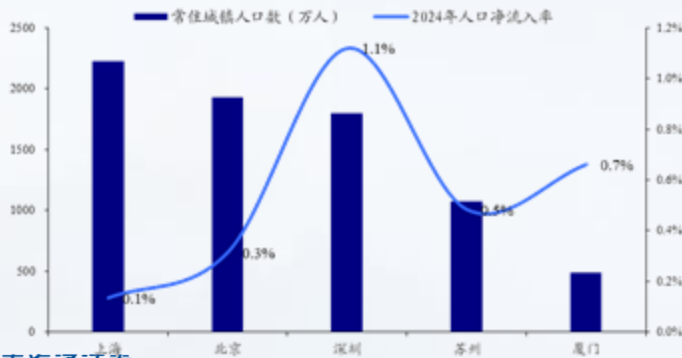
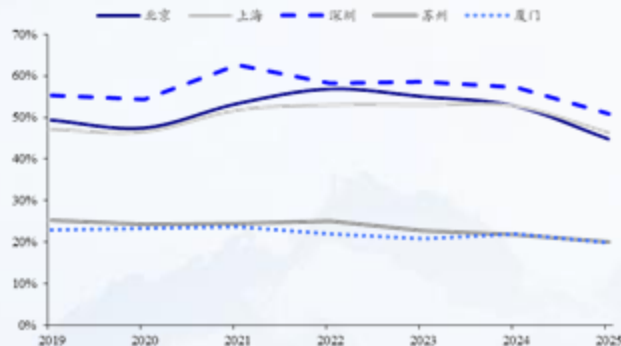


图 底层资产所处5个城市租金收入比一览



03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

项目所在城市能级决定项目价值天花板。项目所在具体区位（如核心城区、产业园区、交通枢纽附近）则决定项目当下的租赁需求和租金水平。位于产业园区或交通便利区域的保租房，能精准匹配就业人口的职住平衡需求，确保出租率和续约率更有保障。目前已上市租赁住房REITs底层资产主要集中在一线城市（京沪深）的核心/产业区和非核心区，以及强二线城市的新区和产业区。其中，苏州工业园区因其特殊的国家级开发区地位和极高的经济密度，在市场上通常被视为与一线城市同等级的优质资产。

表 REITs项目所处城市能级与区域位置

REITs名称	项目名称	所在位置	分类
红土创新深圳安居 REIT	安居百景园	深圳市福田区安托山片区	一线城市核心区
	安居锦园	深圳市罗湖区笋岗片区	
	保利香樟苑	深圳市大鹏新区大鹏街道	
中金厦门安居 REIT	凤凰公馆	深圳市坪山区碧岭街道	强二线城市
	园博公寓	厦门市集美区商业核心区	
	附崎公寓	厦门市集美区附崎二里	
华夏北京保障房 REIT	文龙家园	北京市海淀区文龙家园一里	一线城市核心区
	熙悦南郡	北京市朝阳区朝阳北路 82 号院	
	朗悦嘉园	北京房山区丰盛东街 58 号院	
	光机电项目	北京通州区兴光三街 9 号院	一线城市非核心区
	盛悦家园	北京大兴区旧忠路 10 号院 4 号楼	
	温泉凯盛家园	北京海淀区温泉凯盛家园项目一区、二区	
华夏基金华润有巢 REIT	有巢浦江项目	上海市松江区泗泾镇	一线城市非核心区
	有巢郅经开区域项目	上海市松江区书林路 600 弄	
	有巢马桥项目	上海市闵行区马桥镇	
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	江湾、光华项目	上海市杨浦区新江湾城	一线城市核心区
招商基金蛇口租赁住房 REIT	太子湾项目	深圳市南山区蛇口国际海洋城	一线城市核心区
	林下项目	深圳市南山区蛇口自贸园	
汇添富上海地产租赁住房 REIT	虹桥项目	上海市闵行区虹桥国际中央商务区	一线城市核心区
	江月路项目	上海市闵行区浦锦街道	
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	菁英公寓项目	苏州市苏州工业园区启月街 1 号	强二线产业区
中航北京昌保租赁住房 REIT	融湖新家项目	北京市昌平区能源西路 2 号院	一线城市非核心区
	国瑞熙院项目	北京市昌平区回龙观 3 号院一区	
	未来融尚家园项目	北京市昌平区岭上东路 6 号院	

数据来源：REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

楼龄直接影响物业的维护成本、租户体验和市场竞争能力。较新的物业（通常楼龄10年以内）设施更现代化，能效更高，更能吸引和留住租户，同时未来大修资本支出压力较小，有利于维持较高的NOIMargin。

目前已上市租赁住房REITs底层资产普遍为新建或次新物业。例如，红土深圳安居、上海城投宽庭等项目资产楼龄大多较短，建筑品质高，社区规划完善，在市场中具备较强产品竞争力。

表 REITs各入池资产的运营起始时间

REITs名称	项目名称	各入池资产的运营起始时间
红土创新深圳安居 REIT	安居百泉阁	2022 年 1 月
	安居锦园	2021 年 11 月
	保利香樟苑	2020 年 7 月
	凤凰公馆	2020 年 11 月
中金厦门安居 REIT	园博公寓	2020 年 11 月
	珩瑜公寓	2020 年 11 月
华夏北京保障房 REIT	文龙家园	2015 年 2 月
	熙悦南郡	2018 年 10 月
	朗悦嘉园	2015 年 1 月
	光机电项目	2013 年 9 月
	盛悦家园	2015 年 4 月
华夏基金华润有巢 REIT	温泉熙盛家园	2014 年 11 月
	有巢泗泾项目	2021 年 3 月
	有巢东部经开区项目	2021 年 4 月
	有巢马桥项目	2023 年 3 月
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	江湾项目	2022 年 11 月
	光华项目	2023 年 3 月
招商基金蛇口租赁住房 REIT	太子湾项目	2020 年 5 月
	林下项目	2016 年 3 月
汇添富上海地产租赁住房 REIT	虹桥项目	2022 年 10 月
	江月路项目	2019 年 6 月
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	菁英公寓一期	2010 年 12 月
	菁英公寓二期	2013 年 3 月
中航北京昌保租赁住房 REIT	沁园新家项目	2017 年 11 月
	国瑞熙院项目	2022 年 3 月
	未来融尚家园项目	2022 年 9 月

数据来源：REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

单一租户占比是衡量租约风险集中度的关键指标，占比过高意味着REITs的现金流过度依赖单一实体。若该租户出现退租或支付问题，将对分派收入造成重大冲击。健康、分散的租户结构（如以个人或多元企业客户为主）能有效分散风险，提升现金流韧性。租赁住房REITs租户通常以符合条件的个人为主，天然具有高度分散化特点。以上因素从根本上避免单一租户风险。但部分项目也可能与人才引进单位等有批量合作。

表 底层资产最大单一租户占比

REITs名称	最大单一租户占比
红土创新深圳安居 REIT	13.40%
中金厦门安居 REIT	1.55%
华夏北京保障房 REIT	5.60%
华夏基金华润有巢 REIT	3.88%
国泰海通城投宽庭保障租房 REIT	0.03%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	21.11%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	4.0%
中航北京葛兰租赁住房 REIT	23.23%

注：除红土创新深圳安居 REIT、招商基金蛇口租赁住房 REIT、汇添富上海地产租赁住房 REIT 最大租户占比为面积占比，其余的均为金额占比；华泰苏州恒泰租赁住房 REIT 租金收入来源于 3000 多位个人租户，无企业客户，具有高度的分散性。

华夏北京保障房 REIT 和华夏基金华润有巢 REIT 的数据为扩募资产的数据。

数据来源：REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

政府组织配租的保障性租赁住房租金定价、配租对象的选择和租赁期限等均由市、区住建部门确定，因此受市场因素影响相对较小。出租率是衡量资产需求热度和管理去化能力的即时性核心指标。稳定在高位的出租率，是现金流稳定性的直接保证。目前已上市的租赁住房REITs底层资产普遍表现出极高出租率。许多项目在发行时即接近满租状态。以上现象得益于其显著的租金优势和对刚需人群的精准匹配。例如，深圳市保障性租赁住房主要面向符合条件的市民，政府组织配租的保租房租金通常为市场参考租金的60%。

表 底层资产出租率普遍稳定在极高的出租率

REITs名称	2024	2025
红土创新深圳安居 REIT	96.29%	97.56%
中金厦门安居 REIT	99.71%	99.72%
华夏北京保障房 REIT	94.39%	94.45%
华夏基金华润有巢 REIT	94.33%	94.95%
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	92.49%	92.37%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	78.97%	95.44%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	-	91.81%
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	-	98.38%
中航北京昌保租赁住房 REIT	98.13%	93.95%

注：中航北京昌保租赁住房 REIT 2025 年出租率取的区间为 2025 年 1-9 月

数据来源：REITs 2025 年年报、国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

保租房租金相比市场化项目主要存在两大差异：一是定价具有明显的折扣优势，通常为同地段市场租金的6~9折；二是收益呈现“高稳定、低弹性”特征。作为标准化产品，其收入虽不如挂钩零售额的购物中心具备高增长弹性，但定价原则主要依据宏观经济与CPI走势调整，使得现金流更加稳健且具备抗周期属性。因为各REITs的租金调整机制通常与当地政策挂钩，因此租金增长具有可预期性和稳定性。避免了市场租金的大起大落，构成了“稳中有进”的现金流特征。

表 底层资产平均租金增长率受政策指导

REITs 名称	平均租金单价（含税、元/平方米/月）		同比增长率（同口径）
	2024	2025	
红土创新深圳安居 REIT	60.73	61.09	0.59%
中金厦门安居 REIT	34.08	34.86	2.29%
华夏北京保障房 REIT	58.89	48.29	0.00%
华夏基金华润有巢 REIT	65.70	64.50	-1.83%
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	132.74	131.86	-0.66%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	107.45	102.94	-4.20%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	-	84.00	-
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	26.49	26.57	0.31%
中航北京昌保租赁住房 REIT	38.83	38.83	0.00%

注：中航北京昌保租赁住房 REIT 2025 年租金取的区间为 2025 年 1-9 月

数据来源：REITs 2025 年年报，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

由于保租房REITs底层资产折旧摊销金额较大，净利润往往无法反映真实经营现金流。而EBITDA利润率剔除非现金支出和财务杠杆影响，能够直观体现运营管理人在物业维护、能耗控制、人员成本及租金收缴上的管理水平。

表 EBITDA利润率一览

	2024 年息税折旧及摊销前利润（元）	2024 年营业收入（元）	2024 年 EBITDA 利润率
红土创新深圳安居 REIT	44,002,547.63	54,988,860.00	80.0%
中金厦门安居 REIT	63,264,824.64	77,537,124.78	81.6%
华夏北京保障房 REIT	77,261,781.62	103,682,155.02	74.5%
华夏基金华润有美 REIT	52,048,682.25	78,360,300.64	66.4%
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	143,041,060.37	183,415,781.36	78.0%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	60,612,094.61	78,063,990.13	77.6%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	43,851,270.05	55,064,924.70	79.6%
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	42,146,188.19	53,607,996.17	78.6%
中航北京昌保租赁住房 REIT	27,695,800	33,909,300	81.7%

数据来源：REITs2025 年年报，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

现金流分派率是REITs投资价值的最终体现和核心吸引力，稳定的现金分派率是REITs作为收益型资产的承诺。该指标受底层资产收益率、运营成本、融资结构、税收政策等多重因素影响，是前述所有指标综合作用的结果。已上市租赁住房REITs在发行时均提供有吸引力的预期现金分派率，其可持续性依赖于上述各项指标的持续健康表现。

表 年化现金流分派率一览

REITs名称	2024	2025
红土创新深圳安居 REIT	2.99%	2.70%
中金厦门安居 REIT	3.16%	2.79%
华夏北京保障房 REIT	3.00%	2.53%
华夏基金华润有巢 REIT	3.38%	1.80%
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	3.61%	3.29%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	4.05%	3.20%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	-	3.70%
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	-	3.03%
中航北京昌保租赁住房 REIT	-	4.11%

数据来源：REITs2025 年年报，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

配套与增值服务收入是衡量管理人创新能力和盈利深度的指标，通过配套商业或提供清洁、零售、社区活动等增值服务创造额外收入，能够在不显著增加核心成本情况下提升NOI，是未来价值增长的重要看点。由市场化机构（如华润有巢、招商蛇口）运营的项目，在科技应用和社区商业开发方面可能更具经验和灵活性，有望挖掘更多增值潜力。

表 配套与增值服务收入一览

REITs名称	配套与增值服务收入占比
红土创新深圳安居 REIT	4.5%
中金厦门安居 REIT	0.0%
华夏北京保障房 REIT	0.0%
华夏基金华润有巢 REIT	10.0%
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	0.0%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	7.5%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	1.1%
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	6.1%
中航北京昌保租赁住房 REIT	0.0%

数据来源：REITs2025 年年报，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

保租房运营兼具民生保障属性和商业不动产管理专业性。拥有丰富“保租房运营经验”的团队，能深刻理解政策边界、租户特点、成本控制要点和合规要求，从而更稳健、高效地管理资产，规避运营风险。

表 基础设施项目的运营管理机构

REITs名称	运营管理机构	设立时间（运营管理经验）
红土创新深圳安居 REIT	深圳市房屋租赁运营管理有限公司	2017年9月12日
中金厦门安居 REIT	厦门住房租赁发展有限公司	2017年8月31日
华夏北京保障房 REIT	北京保障房中心有限公司	2011年6月27日
华夏基金华润有巢 REIT	北京市燕东保障性住房建设投资有限公司	2017年10月11日
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	有巢住房租赁（深圳）有限公司	2018年5月25日
招商基金蛇口租赁住房 REIT	上海城投置业经营管理有限公司	2018年12月28日
汇添富上海地产租赁住房 REIT	深圳招商伊敦酒店及公寓管理有限公司	2020年11月2日
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	上海城方租赁住房运营管理有限公司	2018年2月7日
中航北京昌平保障住房 REIT	苏州工业园区公租房管理有限公司	2008年1月3日
	北京市昌平保障房建设投资运营管理有限公司	2013年12月24日

数据来源：REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

庞大储备资产池意味着该REITs未来通过扩募注入优质资产、实现规模增长和分散化投资的潜力巨大。强大的原始权益人支持是REITs长期生命力的重要保障。例如，红土深圳安居REIT的原始权益人深圳市安居集团有限公司、汇添富上海地产租赁住房REIT的上海地产房屋租赁有限公司、华泰苏州恒泰租赁住房REIT的苏州工业园区公租房管理有限公司等都持有或运营过百万方同类资产规模，为对应REITs持续扩募描绘清晰蓝图。

表 原始权益人储备资产

REITs名称	原始权益人	持有或运营的同类资产的规模
红土创新深圳安居 REIT	深圳市安居集团有限公司	117 万方
中金厦门安居 REIT	厦门安居集团有限公司	85.3 万方
华夏北京保障房 REIT	北京保障房中心有限公司	69.4 万方，13,724 套
华夏基金华润有巢 REIT	有巢住房租赁（深圳）有限公司	8.5 万间
国泰海通城投宽庭保租房 REIT	上海城投（集团）有限公司	79.2 万方，13,425 套
招商基金蛇口租赁住房 REIT	深圳市招商公寓发展有限公司	39.6 万方
汇添富上海地产租赁住房 REIT	上海地产房屋租赁有限公司	135.4 万方，15,646 套
华泰苏州恒泰租赁住房 REIT	苏州工业园区公租房管理有限公司	126.96 万方
中航北京昌平保障房 REIT	北京市昌平保障房建设投资管理有限公司	65 万方

注：原始权益人的储备资产均更新于最新的招募说明书，因此不一定代表现阶段持有或运营的同类资产的规模
数据来源：REITs 招募说明书，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

地方政府在土地供应、审批流程、财政补贴、税收减免等方面的支持，是保租房项目得以低成本建设、可持续运营的关键，也是REITs现金分派率的重要支撑。其中专项补贴或税收优惠能直接增厚项目收益或降低运营成本（例如，深圳、上海）。各项目所在地政府均将发展保租房作为重要民生工程，给予不同程度支持。

表 目前底层资产所在城市的租赁住房行业重点支持政策一览

城市	施行时间	法律法规名称	核心内容
深圳	2021 年 11 月	《关于既有非居住房屋改造保障性租赁住房的通知（征求意见稿）》	规范既有非居住房屋改造保障性租赁住房行为
	2021 年 8 月	《深圳市发展住房租赁市场中央财政专项资金管理办法》	办法规定了专项资金使用范围、发放标准与方式等。如试点工作期内，新建项目如经主管部门认定为保障性租赁住房项目的，按照四百元/平方米标准一次性予以额外补贴，项目的总建设成本不得超过建安成本，工程建设其他费、装饰装修费用总和的百分之三十。超过部分不予补贴。
	2024 年 9 月	《关于公寓类居住房屋用作社会主体出租的保障性租赁住房的通知》	
上海	2021 年 10 月	《上海市 2021 年度中央财政支持住房租赁市场发展试点资金使用计划方案》	明确了奖励资金申请条件、申请程序、申请材料、奖励标准和绩效考核。对新建租赁住房项目，“非转租”项目提供一次性补助。分期时住房租赁企业贷款贴息，住房租赁信息化建设、与构建住房租赁体系相关的基础性工作按既定提供补助。
	2022 年 1 月	《关于本市非居住用地建设保障性租赁住房水电气、有线电视执行居民价格的通知》	本市非居住用地上新建、改建的保障性租赁住房，取得保障性租赁住房项目认定书后，供水、供电、供气、有线电视价格按照居民标准执行。
北京	2022 年 9 月	《北京市“十四五”时期住房保障规划》	“十四五”时期，北京市力争建设筹集公租房 6 万套，保障性租赁住房 40 万套（间），共有产权房 6 万套。同时加大保障性租赁住房建设土地供应力度，新增保障性租赁住房、公租房，共有产权房用地，占住房用地比重分别不低于 15%、10%、15%。计划年内开工项目中，保障房项目 8 个，房源 9,942 套，安置房项目 1 个，房源 5,974 套；共有产权房项目 2 个，房源 1,308 套，储备项目中，保障房项目 6 个，房源 6,100 套，公租房项目 2 个，房源 1,300 套，安置房项目 2 个，房源 3,531 套。
	2024 年 10 月	《关于印发<2024 年全市保障性住房建设筹集计划（第二批）的通知>》	筹集计划，涉及项目共 9 个，1,942 套，均为保障性租赁住房项目。进一步完善园区公租房政策，鼓励确有租房需求的公租房申请人通过市场建设租赁住房，开展“虚拟公租房”，对符合条件的区域发放人才租房补贴。
苏州	2016 年	《关于苏州工业园区加快培育住房租赁市场建立“虚拟公租房”的实施意见（试行）》	落实人才住房保障，加快国资长租人才公寓建设，推进青年人才驿站扩面。
	2024 年 12 月	《苏州工业园区优化人才服务保障举措》	
厦门	2021 年 7 月	《厦门市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》	加大土地政策支持，落实税费和中央补助资金支持政策，完善金融政策配套，简化审批流程，支持和加快发展保障性租赁住房。
	2022 年 2 月	《厦门市国有企事业单位利用自有用地建设保障性租赁住房试点实施方案》	鼓励和引导厦门市国有企事业单位利用自有用地建设保障性租赁住房，拓展保障性租赁住房房源供给渠道。

数据来源：REITs 招募说明书，REITs2025 年年报，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

住房自有率越低，意味着依赖租赁市场解决居住问题的人口比例越高。较低的该项指标为保租房提供庞大且稳定客群基础。特别是对于人口净流入的一线及核心二线城市，低自有率是租赁需求最根本驱动力。例如，深圳两只REITs（红土创新深圳安居REIT、招商基金蛇口租赁住房REIT）因所在城市极低的住房自有率（23%），享有天然的、强大的需求保障，这是其底层资产最坚实的护城河。

表 底层资产所在城市的住房自有率

	常住人口住房自有率
上海	68%
北京	73%
深圳	23%
苏州	72%
厦门	74%

数据来源：REITs2025 年年报，《中国居住小康指数》，《中国城市住房财富报告》，国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

我国保租房REITs发展路径，是从政策驱动试点到市场自发扩容、从单一资产类型到多元主体参与、从少数城市探索到重点区域覆盖的清晰轨迹。2022年8月31日，红土深圳安居REIT、中金厦门安居REIT、华夏北京保障房REIT作为首批三只保租房REITs集中上市，标志着租赁住房这一民生领域正式进入中国公募REITs市场。当前，我国上市的租赁住房REITs合计9只，总市值[以2026年3月31日计算]183亿元。从底层资产角度来看，共涉及到26处项目资产，位于一线和强二线的5个城市。

图 上市以来保租房REITs规模

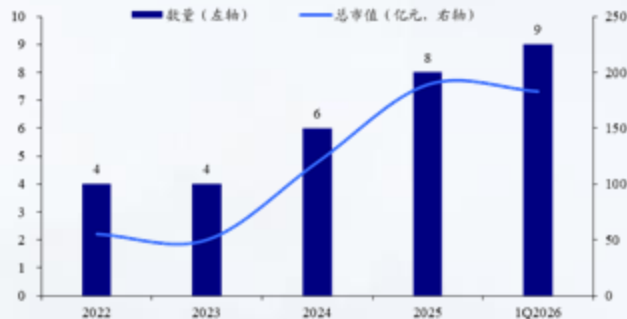
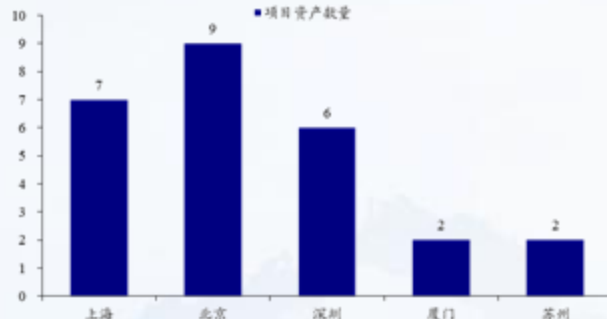


图 已上市保租房REITs底层资产布局城市



03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

综上，租赁住房REITs评估框架从市场与区域经济（20%）、资产质量（26%）、运营管理能力（37%）、管理人素质（12%）及市场与政策环境（5%）五个维度进行综合打分。其中，运营管理能力权重最高，是核心考核维度，重点聚焦出租率、租金增长率、EBITDA利润率及现金流分派率等直接决定投资回报的财务指标；资产质量次之，强调城市能级、物业状况与租户结构；市场与区域经济主要考察区域经济水平、人口流入及租金收入比；管理人素质侧重团队经验与储备资产；市场与政策环境则评估地方支持力度与市场供需。

表 保租房REITs项目打分评估标准

二级指标	5分	4分	3分	2分	1分
区域经济水平	GDP前10, 人均可支配收入>1.5倍全国平均水平	GDP前20, 人均可支配收入>1.2倍全国平均水平	GDP前50, 人均可支配收入>全国平均水平	人均可支配收入低于全国平均水平	GDP负增长或低于人均可支配收入全国均值30%
人口净流入率	>1.5%	1.0%-1.5%	0.5%-1.0%	0%-0.5%	人口净流出
租金收入比	>50%	40%-50%	30%-40%	20%-30%	<20%
城市能级与区域位置	一线城市核心/产业区	一线城市非核心区/强二线核心区	强二线非核心区/普通二线核心区	普通二线城市的非核心区	三四线城市
物业状况与楼龄	楼龄<5年	楼龄为5-10年	楼龄为10-15年	楼龄为15-20年	楼龄>20年
租户结构	单一租户占比<5%	单一租户占比5%-10%	单一租户占比10%-20%	单一租户占比20%-50%	单一租户占比>50%
出租率	>95%	90%-95%	85%-90%	80%-85%	<80%
租金增长率	>5%	3%-5%	1%-3%	0%-1%	负增长
EBITDA利润率	>85%	75%-85%	65%-75%	55%-65%	<55%
现金流分派率	>4.0%	3.5%-4.0%	3.0%-3.5%	2.5%-3.0%	<2.5%
配套与增值服务	>8%	6%-8%	4%-6%	2%-4%	<2%
管理团队经验	>10年保租房运营经验	5-10年经验	3-5年经验	1-3年经验	无相关运营经验
原始权益人储备资产	储备>当前5倍	3-5倍	1-3倍	<1倍	无任何储备
地方政策支持力度	专项补贴或税收优惠, 并在土地、审批环节给予一定支持	明确的保租房支持文件, 并在土地、审批环节给予一定支持	有宏观层面的支持表态, 但缺乏具体、可落地的支持细则	无明确政策支持	存在政策打压或行业限制
区域市场供需关系	住房自有率<40%	40%<住房自有率<60%	60%<住房自有率<75%	75%<住房自有率<80%	住房自有率>80%

数据来源：国泰海通证券研究

03 透视租赁住房REITs：底层资产全景价值扫描

从评分结果上看，2025年综合评分TOP3分别为红土创新深圳安居REIT、招商基金招商蛇口租赁住房REIT、中航北京昌保租赁住房REIT。

表 保租房REITs评估结果

交易代码/ 证券简称	区域 经济 水平	人口 净流入 率	租金 收入 比	城市能 级与区 域位置	物业 状况 与楼 龄	租户 结构	出租 率	租金 增长 率	EBITDA 利润率	现金流 净率	配套 与增 值服 务	管理 团队 经验	原始 权益 人储 备资 产	地方 政策 支持 力度	区域 市场 供需 关系	评分 结果
180501.SZ 红土创新深圳安 居 REIT	5	4	5	4.5	5	3	5	2	4	2	3	4	5	5	5	3.8
508058.SH 中金厦门安居 REIT	3	3	2	4	4	5	5	3	4	2	1	4	4	4	3	3.4
508068.SH 华夏北京保障房 REIT	5	2	4	4.5	3	4	4	2	3	2	1	5	3	4	3	3.3
508077.SH 华夏基金华润有 限 REIT	5	2	4	4	5	5	4	1	3	1	5	4	5	5	3	3.4
508031.SH 国泰海通城投宽 庭保障房 REIT	5	2	4	5	5	5	4	1	4	3	1	4	4	5	3	3.6
180502.SZ 招商基金招商蛇 口租赁住房 REIT	5	4	5	5	4	2	5	1	4	3	4	4	5	5	5	3.7
508055.SH 汇添富上海地产 租赁住房 REIT	5	2	4	4.5	4	5	4	1	4	4	1	4	5	5	3	3.5
508085.SH 华泰苏州恒泰租 赁住房 REIT	5	3	2	4	3	5	5	2	4	3	4	5	4	5	3	3.6
180503.OF 中航北京昌保租 赁住房 REIT	5	2	4	4	4	2	4	2	4	5	1	5	5	4	3	3.7

数据来源：REITs 招募说明书，REITs2025 年年报，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

04

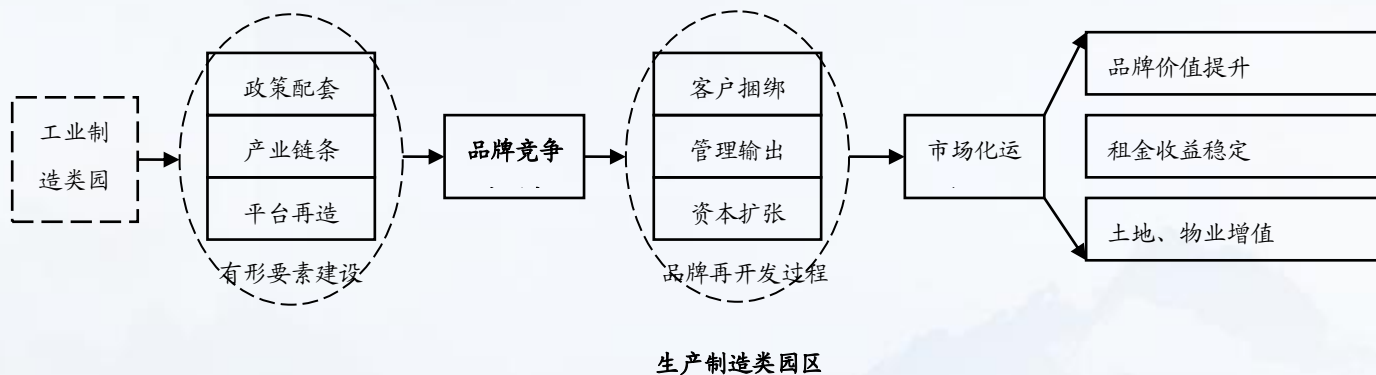
产业转型升级，园区同频共振

04

产业转型升级，园区同频共振

生产制造类园区的核心在于由政策优势向品牌力和优质运营管理传导，往往具备多点甚至全球复制的能力。园区需要能够实现与产业链升级和更迭同步发展，以应对各类成本随时间推移的上涨。

图 生产制造类园区运营模式



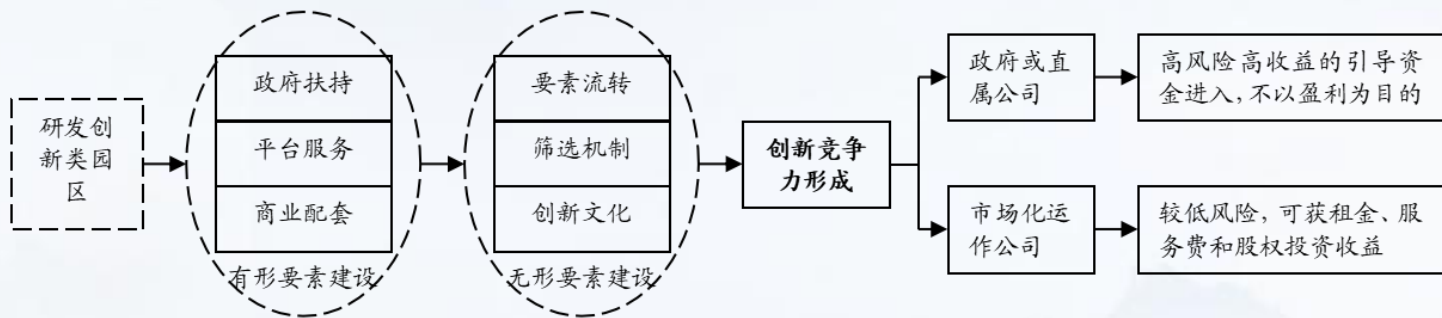
04

产业转型升级，园区同频共振

科创类园区的核心价值在于创新竞争力的形成，需要有形要素和无形要素的持续投入。

科创类园区通常较难走异地扩张模式，而是立足本土持续深耕。

图 科创类园区运营模式



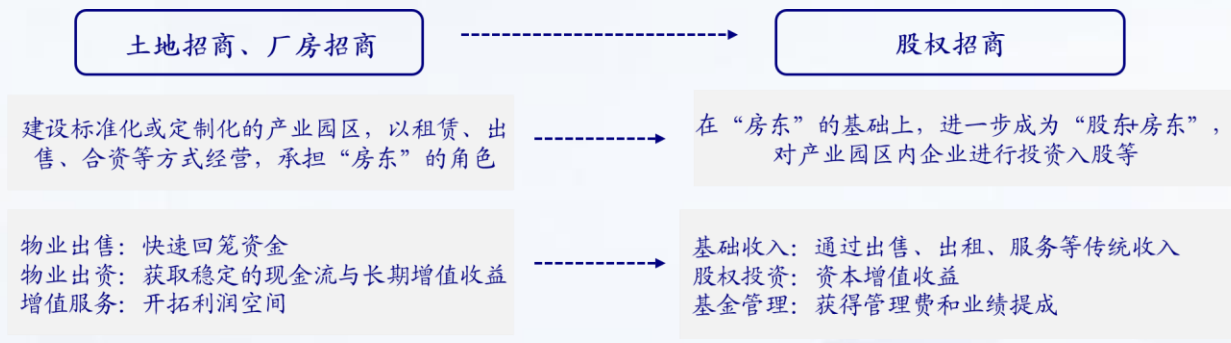
科创类园区运营模式

04

产业转型升级，园区同频共振

进一步，部分科创类产业园正在从“房东”向“房东+股东”转型，探索平台功能进一步拓展。园区开始以“股东”身份通过直投、参投产业基金、孵化合作等方式，与园区企业建立深度资本绑定，既分享企业成长带来的长期收益，又能通过资本纽带吸引优质项目落地，形成“空间留企、资本固企”的双向黏性。这种转型将进一步推动园区平台功能从“浅层服务”向“全链条赋能”拓展，充分整合金融资源、产业资源、专业服务，也有助于大规模产业集群形成。

图 土地招商、厂房招商和股权招商的运作模式和盈利模式



05

基础指标：关注园区客观条件和运营表现

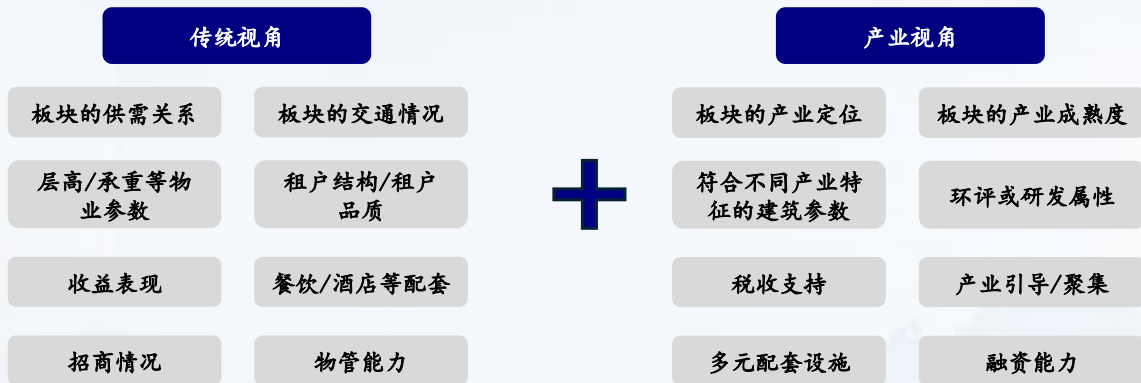
05

基础指标：关注园区客观条件和运营表现

基于对市场现有产业园区的广泛分析，我们综合传统视角和产业视角，总结出7大类指标作为评分基础，分别是区位、租户、大股东、结构性供需、市场定位、地方政策和股息率。

基础指标（70%）：关注园区客观条件和运营表现+附加指标（30%）：关注园区科创属性和价值外溢

图 以传统和产业视角来解构产业园区



05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

1) 区位

- 区位是产业园区价值判断中最核心的因素，是园区价值的基石。优质的区位对应着：更接近市场、原材料、人才聚集地、交通枢纽等，能够降低企业人力成本、运输成本和信息获取成本；有望吸引更多优质企业落地，推动园区基础设施进一步升级。

全国范围内产业园区分布呈现“东密西疏”特点，区位优势更为突出的核心一二线城市产业园数量整体领先。

图 全国产业园区区域分布占比

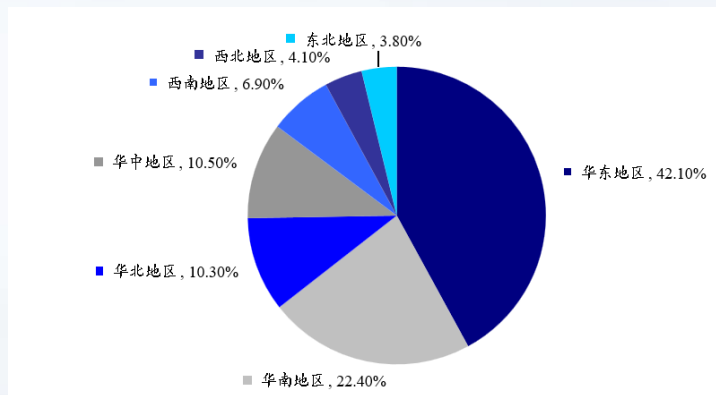
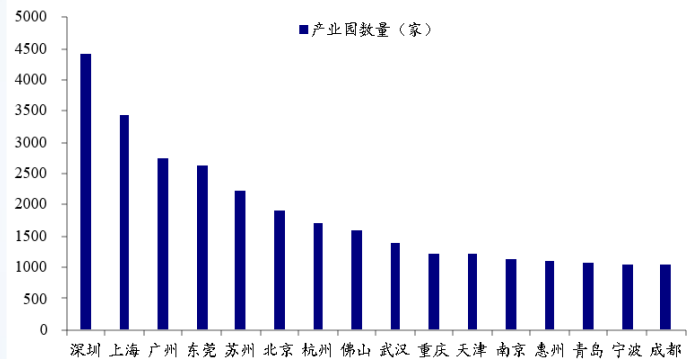


图 产业园区数量超过1000个的城市名单



05

基础指标：关注园区客观条件和运营表现

2) 租户

租户质量与稳定性与园区价值创造能力直接相关。评估租户自身特质，关注租户规模、行业、租期等核心指标；评估整体租户群体结构，关注租户群的风险等级以及产业链集聚情况。

图 一二线城市园区入驻租户的企业规模结构

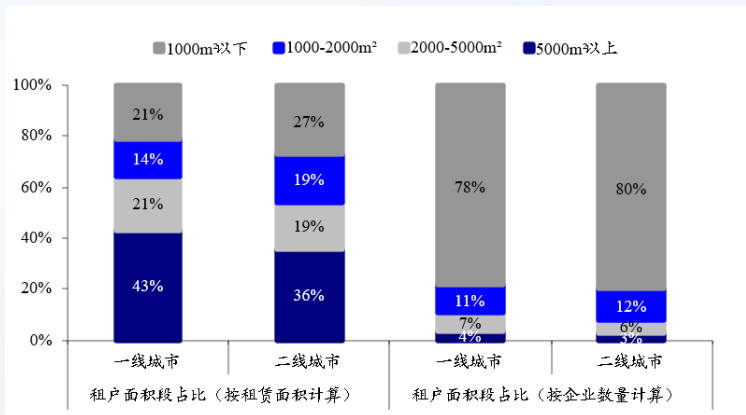


图 投资者对物业租户的核心关注指标以及重点偏好行业

投资者评估标的物业租户 关注指标TOP5	投资者倾向的租户 行业排序TOP5
行业类型	生命科学
大面积租户占比	集成电路、芯片
加权平均剩余租期	人工智能
主力租户的落户及税收情况	新材料及新能源
租金收缴率	新能源汽车

05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

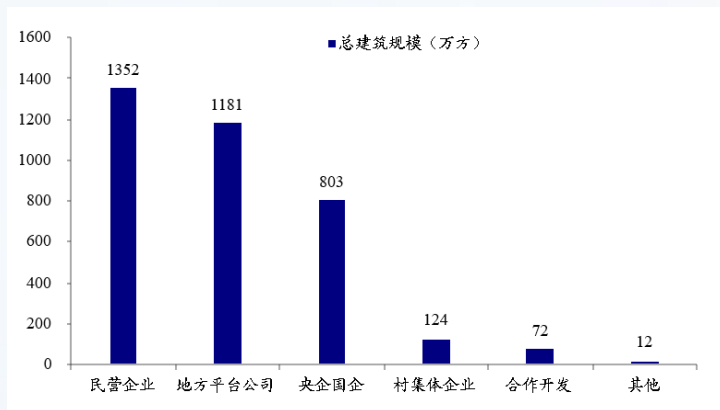
3) 大股东

大股东在企业属性维度上的差异形成天然基本优势差异。站在最宽泛的维度，大股东可以按照属性分为央企国企、地方平台公司、民营企业、村集体企业以及合作开发。大股东能力还可以从资金、资源整合、运营管理、风险应对等维度进行评估。

表 “大股东” 的评估维度与指标

一级指标	评价维度	二级指标
大股东	背景与实力	大股东类型（央企/国企/民企等）
		大股东资产规模
		大股东近3年营收增速
	资源支持能力	是否引入产业链核心供应商/客户
		是否协助申请政府专项补贴
		是否提供资金支持
	信用与履约记录	近3年是否有重大合同违约事件
		信用评级

图 武汉存量产业园区开发主体分布



05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

4) 结构性供需

全国范围内，工业用地供应高峰已过，但产业园整体仍在供过于求的状态下。从供应端看，2020-2022年，全国工业用地供给呈上升趋势，在2022年达到顶峰后逐年下滑。从成交段看，2022-2025年工业用地成交规模也有下滑的趋势。基于数据我们认为，从土地供应上看，供给高峰已过。但是从目前市场反馈来看，供需结构依然存在压力。对于单个产业园区的价值判断，在全国维度的分析过于宏观，我们更关注结构性供需关系。

图 全国工业用地供应规模和成交规模情况

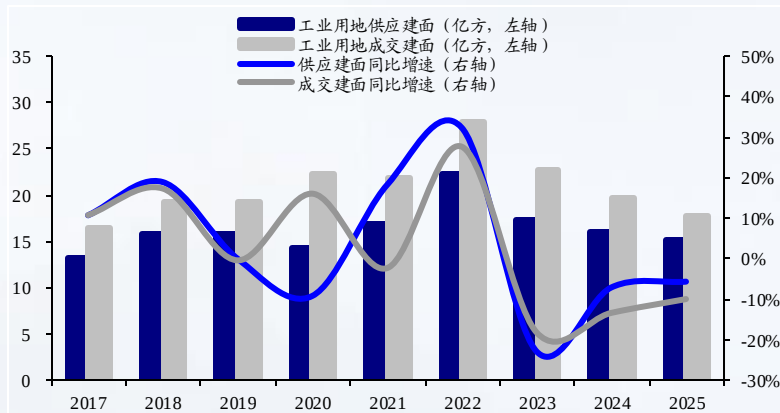
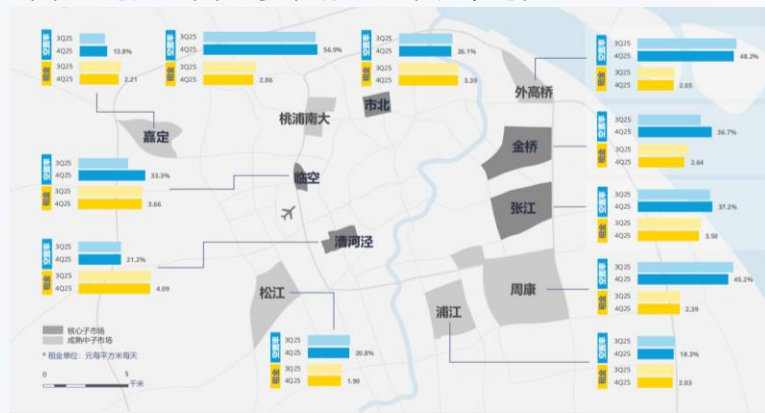


图 上海产业园区子市场空置率及平均租金



05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

5) 市场定位

以产业园区的自身性质给予初步市场定位，例如经济技术开发区、高新技术产业开发区、海关特殊监管区域等。根据《中国开发区审核公告目录》（2018版），全国共有国家级开发区552个，其中包括经济技术开发区232个，高新技术产业开发区178个，海关特殊监管区域135个等。以产业园区重点主导产业甚至细分领域作为进一步市场定位。

图 国家级产业园区数量及占比

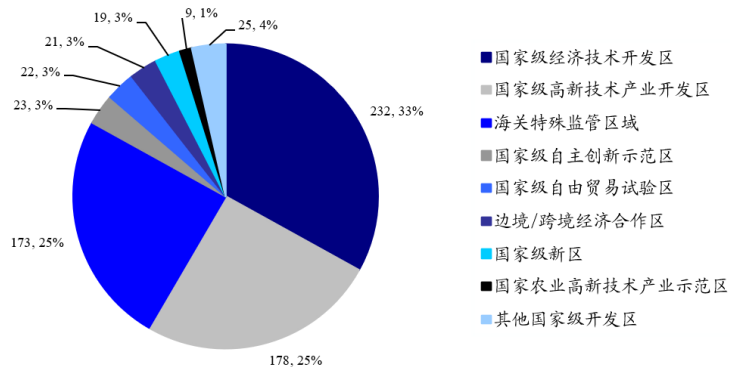


表 上海各不同产业集聚地的重点行业

市北	市东	市南	市西	市南
人工智能	航空航天	国际贸易	5G和集成电路	生物医药
智能制造	智能制造	5G和集成电路	生物医药	人工智能
总部中心（云计算）	互联网+生活	信息产业	航空航天	信息产业
检验检测产业	生物医药		智能制造	现代服务业
			化工与生物技术	
			金融（后滩办公区）	
			总部中心	

05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

6) 地方政策

产业园区发展离不开地方政策支持与引导，政策是价值发现的重要催化剂。政策支持方面，我们认为需要重点关注财政支持、产业引导、招商体系、以及土地政策等方面，重点在于帮助企业解决资本、资源、人力、对公渠道等问题。在政策的力度和内容上，各地因城施策，差异性较大，在评估时强调具体城市、具体时期、具体项目的具体分析。

表 产业园区支持类政策类别及说明

政策类别	政策说明
招商奖励政策	鼓励园区引进优质企业，扩大招商规模，给予资金或荣誉奖励等
土地政策	优化土地利用效率，支持盘后存量用地，放宽规划指标限制等
财政支持政策	通过资金奖补、专项债券、专项资金倾斜等，支持园区的建设与运营
人才支持政策	吸引和留住高层次人才，提供奖金奖励、购房补贴、人才计划倾斜等
税收优惠政策	减免个人所得税、企业所得税等，帮助园区降低运营成本
金融服务政策	为园区内企业提供资金支持和金融便利，帮助企业解决融资难题
产业扶持政策	支持重点产业发展，形成产业集群，增强竞争力；鼓励企业研发创新，推动产业升级
项目审批便利化政策	简化审批流程，提高效率，加快项目落地等

05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

7) 股息率

股息率是产业园区投资回报率的直观体现，不同类型产业园区在股息能力支撑逻辑上存在差异。生产制造类园区：园区一旦进入稳定运营期后，中长期的股息率存在保证；科创类园区：股息率往往和企业成长周期挂钩，前期股息率水平往往较低，而后期若企业成为行业龙头，不仅其自身支付能力大幅提升，还有望促进产业集聚，能够推动园区租金收入激增，带来股息率的显著提升。从投资决策看，股息率可以作为“是否现在就要买”的依据。

表 “股息率” 的评估维度与指标

一级指标	评价维度	二级指标
股息率	历史股息表现	股息率表现
	股息稳定性	股息率波动幅度

05

基础指标：关注园区客观条件和运营表现

表 打分体系之基础指标

一级指标	评价维度	二级指标
区位	客观位置	城市层级 交通便捷度（距离高速公路/机场/港口/铁路等的距离）
	市场表现	所在区域的绝对租金水平
	产业特征	经济圈/国家级产业能级/省级特色产业带
租户	租户结构	覆盖行业类型
		行业聚集度
		大客户占比
		500强企业租户占比
		上市公司租户占比
租赁表现	租赁表现	出租率
		租户租金收缴率
		租户续租率
		重点租户签约年限
		主力租户装修改造成本
大股东	背景与实力	大股东类型（央企/国企/民企等） 大股东资产规模 大股东近3年营收增速
	资源支持能力	是否引入产业链核心供应商/客户 是否协助申请政府专项补贴 是否提供资金支持
	信用与履约记录	近3年是否有重大合同违约事件 信用评级
	市场供需关系	产业园区历史租金变动 产业园区历史出租率变动
结构性供需	物业类型匹配度	物业类型与区域产业需求的契合度
	未来供需展望	未来区域供应面积 未来区域净吸纳面积
市场定位	定位精准性	产业园区级别 重点布局产业及布局产业数量
	差异化竞争力	与区域内竞品园区的定位差异化
地方政策	政策覆盖范围	政策种类
	政策落地时效	政策申请难度/所需时间 政策有效期
脱息率	历史脱息表现	脱息率表现
	脱息稳定性	脱息率波动幅度

数据来源：国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

05 基础指标：关注园区客观条件和运营表现

附加指标——科技创新

我们更看好该类科创类园区在中国经济中的重要地位，以及未来中长期价值提升空间。科创类产业园是科技创新和产业发展的聚集地，是完善创新生态与产业体系的关键场所：通过聚集高新技术企业、研发机构、创业团队等优质资源，构建产学研一体的结构，推动技术研发与成果转化；产业园能够提供多元支持体系，能够帮助企业解决资本、技术、市场等发展难题，提供充分的保障。

表 打分体系之附加指标

一级指标	评价维度	二级指标
科技创新	创新主体	高新技术企业数量
		专精特新“小巨人”企业数量
		科创板上市企业数量
	创新载体	国家级科技企业孵化器数量 省级及以上研发机构数量
成效贡献	创新成果	年度发明专利授权量 高技术制造业增加值占规模以上工业增加值比重
	规模实力	园区企业营业收入占地区生产总值比重
		园区企业营业收入增速
	产业升级	近3年园区新增就业岗位数量
		新兴产业营收占核心产业营收比重
	区域带动	近3年周边区域配套企业新增数量
		园区税收占区域产业税收比重

数据来源：国泰海通证券研究

06

2025产业园区REITs评分结果

06

2025产业园区REITs评分结果

当前，我国上市园区基础设施REITs合计20只，总市值358亿元。从底层资产的角度，共涉及到36处资产，全部位于核心一二线城市。基于上述评分模型，结合园区基础设施REITs的运营披露情况，该评分每半年进行一次。同时，考虑到上市时间不足一年的资产部分数据不足，可能会影响评分结果，我们将在评分表中特殊注明。

图 2021-1Q2026园区REITs的规模

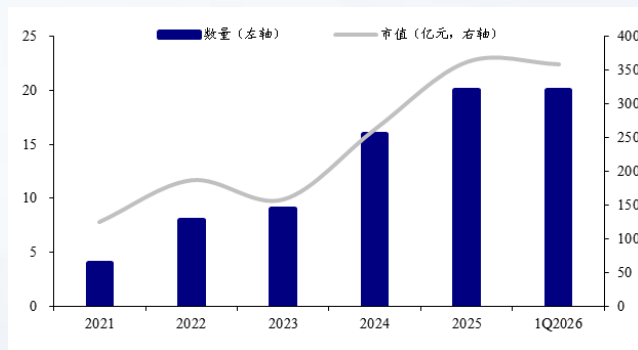
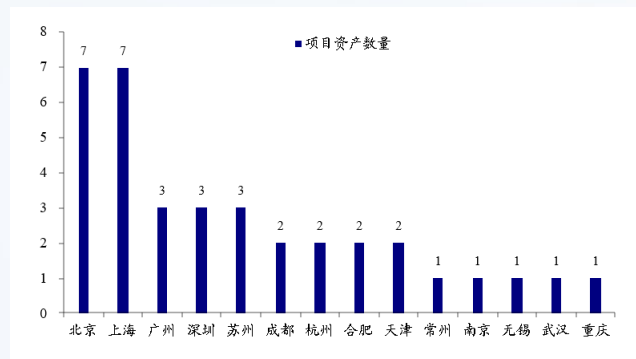


图 已上市园区REITs涉及底层资产布局数量（个）



06

2025产业园区REITs评分结果

表 园区REITs基本信息

代码	简称	底层资产	底层资产所在地	原始权益人	重点布局行业
180091.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	万科大厦 万海大厦 光明和道置二期项目	深圳	招商局光明科技园有限公司 招商局蛇口工业区控股股份有限公司	以新一代信息技术、现代服务、商业、和数字文创、高端制造业、生物产业、智能制造等行业和新型城镇化项目为主。
508000.SI	华安张江产业园REIT	张江光大园 张江大厦	上海	光庭安山(北京)投资管理有限公司 上海光合资管中心(有限合伙) 上海张江集团(集团)有限公司 上海张江集成电路产业园开发有限公司	以集成电路、TMT(含在线新经济)、金融科技、先进制造业为主。
508027.SI	东吴苏州工业园区产业园REIT	苏州工业园区二期三期项目 2.5产业园一期三期项目	苏州	苏州工业园区建设产业园开发有限公司 苏州工业园区科技发展有限公司	以信息技术、人工智能、集成电路、生物医药、先进制造业为主。
508099.SI	建信中关村产业园REIT	互联网创新中心5号楼项目、协同中心4号楼项目、孵化加速器项目	北京	北京中关村软件园发展有限责任公司	我国第一个以电子信息产业为主、高科技研发、生产、经营、培训、服务为一体的综合高科技产业集聚区
180192.NI	华夏合肥高新产业园REIT	高新研发资产 高新研发资产	合肥	合肥高新城市发展有限公司	以科学研究和技术服务业、信息传输、软件和信息技术服务业为主。
180193.SZ	华夏杭州和达高新产业园REIT	和达药谷一期项目 孵化器项目	杭州	杭州和达高科技发展集团有限公司 杭州万海投资管理有限公司	以生物医药、信息技术、商业服务为主。
180195.SZ	易方达广州开发区高新产业园REIT	创新大厦项目 创意大厦项目	广州	广州开发区控股集团有限公司	以新一代信息技术、生物医药、商业服务、专业技术服务、金融等产业为主。
508022.SI	博时津开三产业园REIT	天津数字经济产业园 天津汽车产业园	天津	天津泰达科技工业园有限公司	以科技、专业服务和商业服务为主。
508097.SI	华泰紫金南京建邺产业园REIT	南京建邺区高新科技产业园 南京建邺区高新科技产业园	南京	南京建邺区高新科技产业园有限公司	聚焦于金融和科技服务、现代装备制造
508003.SI	中金联东科技产业园REIT	北京联东科技产业园 北京马坡科技园一期 北京唐山联东产业园	北京	北京联东集团管理有限公司	以医药制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、软件和信息技术服务业为主。
508011.SI	中金普兴两江产业园REIT	双喜项目 双喜项目 双喜项目	重庆	重庆两江新区产业发展集团有限公司	以专业设备、信息技术、供应链、金融、医药、零售等为主。
508012.SI	招商局创新产业园REIT	国定路1号楼、国定路3号楼、国定路183号楼	上海	上海招商局科技中心有限公司	以专业服务、信息技术、教育培训、商务贸易、事业单位为主。
180196.SZ	广发成都高新产业园REIT	天府软件园一期 麓湖动力大厦	成都	成都高新置业有限公司 成都高新投资集团有限公司	以信息传输、软件和信息技术服务业、金融、商贸和现代服务业、科学研究和技术服务业、批发和零售业为主。
508092.SI	华夏金隅智造工场REIT	金隅智造工场一期项目	北京	北京金隅集团股份有限公司	新经济、人工智能、医疗器械、信息技术、物联网等智能制造
508015.SI	中金湖北科技光谷产业园REIT	光谷软件园 互联网+项目	武汉	湖北省科技投资集团有限公司	主要分布在信息技术产业、金融科技行业和专业服务业
508021.SI	国泰君安临港创新产业园REIT	临港奉贤智造园一期 临港奉贤智造园二期 临港项目	上海	上海临港奉贤经济发展集团有限公司 上海临港奉贤发展(集团)有限公司 上海临港奉贤企业服务有限公司	以集成电路、人工智能、生物医药、电子信息四大产业作为主导产业
508038.SI	国泰君安东大科技园REIT	东大(金山)智选园、东大(民山)智选园、东大(光福)智选园、东大(常州)智选园、东大(南通)智选园、东大(宜兴)智选园一期	上海、苏州、无锡、南通、宜兴	BDINDIA LIMITED BDI INDUSTRIAL HOLDINGS LIMITED	集中在精密机械、新材料、信息产业和汽车装备制造

注：中金赤庄产业园REIT、创客会信需求REIT、中信建投沈阳国际软件园REIT上市时间不足一年，未纳入此次评分
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

06

2025产业园区REITs评分结果

表 园区REITs运营数据

简称	2020	2021	2022	环比增速	同比增速
深圳招商蛇口产业园REIT	总租金	87.0%	87.4%	0.7%	-0.2%
	净租金 (元/平方米)	82.4	78.4	-7.9	-4.9%
	租金收缴率	96.0%	96.0%	0.0%	-0.0%
中金岭南产业园REIT	总租金	70.6	67.7	-4.0%	-20.1%
	净租金 (元/平方米)	65.0%	62.2%	-4.4%	-4.3%
	租金收缴率	97.5	99.6	2.1%	-1.7%
东吴苏州工业园区产业园REIT	总租金	72.3%	71.3%	-0.8%	-0.3%
	净租金 (元/平方米)	52.2	52.2	0.0%	0.0%
	租金收缴率	96.0%	97.3%	1.3%	0.4%
建信中关村产业园REIT	总租金	54.8	51.9	-4.9%	-5.3%
	净租金 (元/平方米)	54.0%	50.2%	-7.1%	-3.0%
	租金收缴率	120.5	120.5	0.0%	-0.3%
华夏金和产业园REIT	总租金	100.2%	100.4%	0.0%	-0.3%
	净租金 (元/平方米)	97.5	89.4	-8.0%	-20.2%
	租金收缴率	74.0%	71.0%	-3.0%	-11.0%
华夏金和产业园REIT	总租金	34.3	33.5	-2.4%	-18.0%
	净租金 (元/平方米)	86.1%	65.3%	-24.2%	-10.7%
	租金收缴率	40.5	42.0	3.5%	34.0%
华夏金和产业园REIT	总租金	74.0%	70.0%	-5.4%	-5.7%
	净租金 (元/平方米)	45.1	39.3	-12.9%	-13.0%
	租金收缴率	42.7%	52.0%	9.3%	9.0%
中金岭南产业园REIT	总租金	47.1	50.0	6.2%	14.0%
	净租金 (元/平方米)	71.7%	74.0%	3.2%	-3.2%
	租金收缴率	30.9	57.4	26.5%	-5.0%
中金岭南产业园REIT	总租金	91.0%	90.4%	-0.7%	2.4%
	净租金 (元/平方米)	100%	100%	0.0%	11.0%
	租金收缴率	47.3%	50.0%	2.7%	-1.2%
深圳湾畔三产产业园REIT	总租金	30.6	40.4	32.0%	-3.0%
	净租金 (元/平方米)	61.0%	55.0%	-9.8%	-1.2%
	租金收缴率	100%	100%	0.0%	-0.3%
嘉实广州南沙区产业园REIT	总租金	72.0%	71.4%	-0.8%	-0.8%
	净租金 (元/平方米)	52.0	50.8	-2.3%	-2.3%
	租金收缴率	90.2%	85.0%	-5.2%	-5.0%
中金岭南产业园REIT	总租金	70.0	83.0	18.6%	17.5%
	净租金 (元/平方米)	96.0%	95.0%	-1.0%	-0.9%
	租金收缴率	52.8	51.0	-3.4%	-3.0%
中金岭南产业园REIT	总租金	99.2%	100.0%	0.8%	-0.3%
	净租金 (元/平方米)	70.0	84.0	19.9%	-19.7%
	租金收缴率	70.7%	71.4%	0.7%	-
中金岭南产业园REIT	总租金	70.9	67.0	-5.5%	-
	净租金 (元/平方米)	63.7%	66.0%	3.6%	-
	租金收缴率	61.1	70.0	14.6%	-
中金岭南产业园REIT	总租金	68.1%	67.4%	-1.0%	-
	净租金 (元/平方米)	51.2	48.6	-5.1%	-
	租金收缴率	86.0%	67.0%	-21.0%	-
中金岭南产业园REIT	总租金	130.5	137.0	4.9%	-
	净租金 (元/平方米)	65.7%	65.7%	0.0%	-2.3%
	租金收缴率	48.6	67.7	19.1%	-4.4%
中金岭南产业园REIT	总租金	96.7%	95.0%	-1.7%	-1.0%
	净租金 (元/平方米)	54.0	61.1	13.1%	13.1%
	租金收缴率	70.7%	71.2%	0.5%	-0.7%
中金岭南产业园REIT	总租金	96.2	93.9	-2.3%	-2.2%
	净租金 (元/平方米)	98.0%	91.7%	-6.8%	0.2%
	租金收缴率	43.6	70.0	26.4%	7.7%
中金岭南产业园REIT	总租金	65.0%	60.4%	-7.1%	-
	净租金 (元/平方米)	100.0%	100.0%	0.0%	-
	租金收缴率	95.2%	94.9%	-0.3%	-
中金岭南产业园REIT	总租金	74.1	67.0	-9.7%	-
	净租金 (元/平方米)	57.0%	54.0%	-5.3%	-
	租金收缴率	36.0	60.0	24.0%	-40.0%
中金岭南产业园REIT	总租金	89.0%	93.0%	4.5%	1.7%
	净租金 (元/平方米)	141.2	122.0	-13.6%	-10.0%
	租金收缴率	51.0%	66.7%	31.1%	-0.7%
中金岭南产业园REIT	总租金	30.4	29.3	-3.6%	-3.7%
	净租金 (元/平方米)	99.0%	99.0%	0.0%	0.0%
	租金收缴率	100%	96.0	-4.0%	-11.0%

注：环比增速为2025Q4比2025Q3

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

06

2025产业园区REITs评分结果

表 园区REITs评分规则

指标	基本分	占比	子指标	评分依据	
区位	10	10%	城市能级	一线城市	不调整
				二线城市	-1
				三四线城市	-2
				五、六线城市	-3
			租金水平（元/平方米·月）R	R>100 R≤100	不调整 -1
租户	10	10%	租金收缴率环比增速C	C>0%	不调整
				C≤0%	-1
			剩余租期（年）Y	Y>3	不调整
				2<Y≤3	-1
				Y≤2	-2
大股东	10	10%	若评估时期内大股东对于产业园区亟需解决的困难未有明显助力，则酌情减分		
结构性供需	10	10%	租金同比增速G	G>0	不调整
				-5%<G≤0	-1
				-10%<G≤-5%	-2
				G≤-10%	-3
			出租率同比增速E	E>0	不调整
-5%<E≤0	-1				
E≤-5%	-2				
市场定位	10	10%	根据资产披露的租户的产业情况主观评分		
地方政策	10	10%	根据资产所在城市的政策主观评分		
股息率	10	10%	股息率D	D>4%	不调整
				3%<D≤4%	-1
				2%<D≤3%	-2
				D≤2%	-3
科技创新	20	20%	依据公司披露信息主观评定		
成就贡献	10	10%	依据公司披露信息主观评定		

数据来源：国泰海通证券研究

06

2025产业园区REITs评分结果

从评分结果上看，2025年综合评分TOP3分别为华夏金隅智造工场REIT、华泰紫金南京建邺产业园REIT、博时津开科工业园REIT。

表 2025产业园区REITs评分结果

代码	名称	基础指标70%										附加指标30%	综合评分
		区位		租户		大股东	结构性需求		市场定位	地方政策	股息率	科技创新和成效贡献	
		城市能级	租金水平	租金收缴率环比增速	租金租期		租金同比增速	出租率同比增速					
180101.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	0	-1	0	-2	0	-3	-1	0	0	0	-4	8.70
508000.SH	华安张江产业园REIT	0	0	0	-1	0	-1	-1	0	0	0	-3	9.30
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园REIT	-1	-1	0	-2	0	-1	-2	0	0	0	-2	9.10
508099.SH	建信中关村产业园REIT	0	0	0	-1	-1	-3	0	0	0	-2	-2	9.10
180102.SZ	华夏合肥高新产业园REIT	-1	-1	-1	-1	0	-3	-2	0	0	0	-3.5	8.55
180103.SZ	华夏杭州和达高科产业园REIT	-1	-1	0	-2	0	-3	-1	0	0	-1	-2.5	8.85
508022.SH	博时津开科工产业园REIT	-1	-1	0	0	0	-1	-1	0	0	0	-1	9.40
180105.SZ	易方达广州开发区高新产业园REIT	0	-1	0	-1	0	-2	-2	0	0	0	-3	9.00
508003.SH	中金联东科技创新产业园REIT	0	-1	0	-1	0	-2	0	0	0	-1	-2	9.30
508097.SH	华泰紫金南京建邺产业园REIT	-1	-1	0	-1	0	-1	-1	0	0	0	-0.5	9.45
508010.SH	中金重庆两江产业园REIT	-1	-1	0	0	0	-1	-1	0	0	0	-2.5	9.15
180106.SZ	广发成都高投产业园REIT	-1	-1	0	-2	0	-1	-2	0	0	0	-1.5	9.15
508012.SH	招商科创孵化器REIT	0	-1	0	-2	0	-1	-2	0	0	0	-2	9.20
508092.SH	华夏金隅智造工场REIT	0	0	0	-2	0	-1	-1	0	0	0	0	9.60
508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	0	-1	0	0	0	0	-1	0	0	-3	-2.5	9.25
508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	-1	-4	8.60
508019.SH	中金湖北科技光谷产业园REIT	-1	-1	0	-1	0	-2	-1	0	0	0	-3.5	8.95

数据来源：国泰海通证券研究

07 / 风险提示

07

风险提示

- 1) REITs评分体系部分指标依赖主观评定
- 2) 评估数据存在一定滞后性
- 3) 资产特定与集中度风险
- 4) 政策变动与执行风险
- 5) 原始权益人扩募能力的确定性风险

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资建议	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号

邮编：200011

电话：(021) 38676666

E-mail: research@gtht.com

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所房地产团队