

REITs2026 年中期投资策略报告：商业不动产

REITs 元年，把握下半年供需格局改善机遇

核心观点

2026 年上半年市场先扬后抑，预计上半年压力集中释放，市场在下半年将逐步企稳。一级市场方面，商业不动产 REITs 元年启动，成为市场扩容最大变量，项目定价分歧扩大，投资应聚焦资产质地与运营能力。二级市场板块分化格局显著加剧，产权类资产受供给冲击压力更大，当前估值处于历史低位。展望 2026 年全年，市场节奏或将由此前的上半年配置下半年止盈，转向上半年观望下半年配置，看好下半年 REITs 市场供给侧压力逐步释放，增量资金政策落地，迎来企稳复苏。一级市场方面，打新及战配策略聚焦估值及询价区间合理标的，二级市场推荐三大策略：流动性策略、景气度策略和强原权策略。

摘要

C-REITs2026 年上半年二级市场先扬后抑，市场受到供给冲击与资金观望短期影响，一级市场首发与扩募双轮推进，商业不动产 REITs 集中申报开启公募 REITs2.0 时代。二级市场方面，1 月受益于基本面修复与流动性宽松，指数上行，2 月以来受商业不动产加速入市、资金观望、解禁压力及个券基本面因素等，整体波动加剧。一级市场方面，截至目前已有 20 单商业不动产项目申报，拟募规模超 700 亿元；基础设施 REITs 常态化发行，累计上市 82 只，总市值超 2200 亿元；扩募进入常态化阶段，预计 2026-2028 年平均每年行业扩募参与空间达 263-350 亿元。

商业不动产 REITs 元年，项目定价分歧扩大，投资应聚焦资产质地与运营能力。商业不动产 REITs 资产质地分化，对资产定价能力要求进一步提升。1) 写字楼关注供需结构更优、有望率先触底的核心城市，如北京、深圳部分区域；2) 酒店优先选择产品定位高端、运营方运营能力强的项目；3) 奥特莱斯优先布局头部运营商的成熟项目，关注消费潜力区域；4) 购物中心重点布局兼具稀缺性的重奢资产与具有高成长性和高壁垒的下沉市场龙头。

展望下半年，供给侧压力逐步释放，增量资金政策落地，把握下半年供需格局改善之机。供需端，预计下半年商业不动产冲击减弱；利率端，预计下半年 10Y 国债利率围绕 1.65-1.85% 区间震荡；基本面端，板块分化格局延续，Q1 抗周期板块持续展现成长性，部分顺周期板块承压。政策端，潜在增量资金政策仍有质押式回购、社保及养老机构资金、险资扩围商业不动产、沪深港通等。

投资建议：下半年 REITs 市场有望迎来企稳复苏，一级市场精选估值合理标的，二级市场把握供需格局边际改善机遇。一级市场打新及战配策略聚焦估值及询价区间合理标的，对长锁定期战配保持谨慎。二级市场聚焦三大主线：一是分子端稳健的抗周期板块，包括消费、政策性保租房、市政环保及能源中的水电、火电等稳定性更强赛道；二是符合国家战略的高景气度板块，涵盖数据中心、优质仓储物流及交通量修复的高速公路项目；三是原始权益人扩募诉求强、储备资产优质的标的。

REITs

维持

强于大市

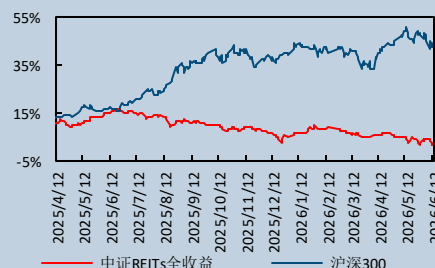
黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070013

发布日期：2026 年 06 月 14 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---|
| 26.06.03 | 【中信建投 REITs】：“非标”的机构间 REITs 如何进行可比定价？——不动产资产证券化系列（六） |
| 26.03.31 | 【中信建投 REITs】：购物中心供需格局重塑，看好重奢赛道与下沉龙头——不动产资产证券化系列（五） |
| 26.03.19 | 【中信建投 REITs】：奥特莱斯行业经营韧性凸显，看好头部运营商及其 REITs——不动产资产证券化系列（四） |
| 26.01.25 | 【中信建投 REITs】：酒店行业经营规模超过前高，REITs 模式差异或将显著影响估值水平——不动产资产证券化系列（三） |
| 26.01.20 | 【中信建投 REITs】：寻底写字楼资产周期，关注核心城市复苏契机——不动产资产证券化系列（二） |
| 25.11.10 | 【中信建投 REITs】：REITs2026 年投资策略报告：关注供需格局及政策红利，把握抗周期、提景气、强扩募三条主线 |
| 25.11.03 | 【中信建投 REITs】：独具优势的持有型不动产 ABS，构筑多层次 REITs 市场的关键一环——不动产资产证券化系列（一） |
| 25.06.21 | 【中信建投 REITs】：REITs2025 年中期投资策略报告：两千亿迈步入市新征程，掘金优质内需赛道及景气度修复资产 |

目录

一、二级市场行情回顾：2026 年上半年 REITs 市场先扬后抑，产权板块已处于历史低位.....	5
1.1 2026 年上半年 REITs 市场受基本面与资金面多重影响，波动加剧.....	5
1.2 板块表现明显分化，年内顺周期板块承压，抗周期板块表现较好.....	6
二、一级市场回顾：商业不动产 REITs 开启公募 REITs2.0 时代.....	10
2.1 商业不动产 REITs：上半年集中申报，成为公募 REITs 扩容的最大变量.....	10
2.2 基础设施 REITs：首发维持常态化推进，成熟资产仍是发行主线.....	11
2.3 扩募：存量项目增多推动扩募常态化，投资机会有望大幅增加.....	13
(1) 2025 年下半年三单项目扩募上市，2026 年上半年再添三单.....	13
(2) 项目扩容推动扩募常态化，预计 2026-2028 年年均行业扩募参与空间为 263-350 亿元.....	15
2.4 打新：2026 年新发项目询价区间收窄，上市后 5 日涨幅回正.....	15
(1) 年内询价区间收窄，关注后续商业不动产 REITs 市场化询价变化.....	15
(2) 2025 年末上市初期收益率收窄明显，2026 年有所回升.....	16
三、商业不动产 REITs 元年，项目定价分歧扩大，投资应聚焦资产质地与运营能力.....	18
3.1 商业不动产 REITs 资产质地分化，对资产定价能力要求进一步提升.....	18
3.2 写字楼、酒店、奥莱和购物中心等业态运营与投资逻辑差异显著.....	18
(1) 写字楼：供需失衡下以价换量延续，存量运营与结构性分化成核心主线.....	19
(2) 酒店：行业呈现增收不增利特征，建议聚焦资产底层经营指标综合评判.....	20
(3) 奥特莱斯：抗周期属性凸显，重点关注资产的品牌招商及货品运营能力.....	21
(4) 购物中心：三大赛道差异较大，重奢与下沉龙头更具抗周期优势.....	23
四、展望：供给侧压力逐步释放，增量资金政策落地，把握下半年供需格局改善之机.....	26
4.1 供需：机构配置策略分化，商业不动产 REITs 快速推进，市场由供不应求转向供需两旺.....	26
4.2 利率：预计下半年 10Y 国债利率持续围绕 1.65-1.85% 区间震荡，进一步走强需增量政策助推.....	27
4.3 政策：增量资金政策出台，关注后续资金入市进展.....	29
4.4 基本面：2026Q1 抗周期板块持续展现成长性，部分顺周期板块持续承压.....	32
(1) 产业园区：次新项目表现较好，存量项目量价均承压.....	32
(2) 仓储物流：出租率整体下行，华南区域量价承压.....	33
(3) 保租房：出租率高位略降，政策性保租房租金稳中有升.....	33
(4) 消费：强运营助力业绩整体超预期，出租率高位波动，多数项目租金同比增长.....	34
(5) 数据中心：计费率与上架率维持高位，大客户结构支撑稳健经营.....	35
(6) 交通：经营表现稳中向好，车流量及通行费整体修复，部分项目受到路网变化、极端天气和节日收费政策等因素影响承压.....	35
(7) 市政环保：刚需支撑稳增长，运营季节性波动导致业绩分化.....	36
(8) 能源：资产规模扩张与电价承压并行，细分板块业绩分化加剧.....	37
五、投资建议：下半年 REITs 市场有望迎来企稳复苏，一级市场精选估值合理标的，二级市场把握供需格局边际改善机遇.....	40
5.1 一级市场：打新及战配策略聚焦估值及询价区间合理标的.....	40
5.2 二级市场：供给侧压力释放，增量资金逐步落地，把握下半年供需格局改善机会，聚焦抗周期、提景气、强原权三条主线.....	40
风险分析.....	43

图表目录

图表 1:	2025 年 REITs 市场指数前高后低，2026 年上半年波动加剧.....	5
图表 2:	2021 年以来成交金额（亿元）与换手率.....	6
图表 3:	2024 年以来 REITs 市场大宗交易成交金额（亿元）.....	6
图表 4:	中证 REITs 与全球主流大类资产收益率对比（截至 2026 年 6 月 3 日）.....	6
图表 5:	中证 REITs 与全球 REITs 收益率对比（截至 2026 年 6 月 3 日）.....	6
图表 6:	REITs 市值指数（含上市首日涨跌幅及历次分红，截至 2026 年 5 月 31 日）.....	7
图表 7:	各板块 REITs 指数 26 年和上市以来涨跌幅（截至 2026 年 5 月 31 日）.....	7
图表 8:	REITs 整体市值指数与股债指数月度收益率相关性（滚动 6 个月，截至 2026 年 5 月 31 日）...	8
图表 9:	产权 REITs 分派率利差处于 88.6% 历史分位（截至 2026 年 5 月 31 日）.....	8
图表 10:	中美 REITs 市场各业态动态分派率对比.....	9
图表 11:	中日 REITs 市场各业态动态分派率对比.....	9
图表 12:	《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》要点总结.....	10
图表 13:	商业不动产 REITs 项目募资规模和总资产价值.....	11
图表 14:	首批四单商业不动产 REITs 项目基本情况.....	11
图表 15:	国家发改委《基础设施领域不动产投资信托基金项目行业范围清单（2025 年版）》行业范围整理.....	12
图表 16:	2025 年项目新发稳步推进，全年上市 20 只项目.....	13
图表 17:	C-REITs 总市值超 2200 亿，累计上市 82 只项目.....	13
图表 18:	已上市/拟上市的首次扩募项目（截至 6 月 4 日）.....	13
图表 19:	已申报商业不动产 REITs 扩募储备项目.....	14
图表 20:	2026-2028 年，平均每年行业扩募参与空间为 263-350 亿元.....	15
图表 21:	2025 年以来 REITs 新发项目询价区间.....	16
图表 22:	2025 年以来 REITs 新发项目上市后前 5 个交易日涨幅有所收窄，2026 年有所回升.....	17
图表 23:	商业不动产 REITs 资产类型分布（按项目数）.....	18
图表 24:	商业不动产 REITs 发行人类型分布.....	18
图表 25:	一线甲级写字楼规模增长 423.4%（万平方米）.....	19
图表 26:	二线城市甲级写字楼规模增长 1442.3%（万平方米）.....	19
图表 27:	截至 2026Q1，一线城市租金普遍处于下跌通道，广深空置率仍有抬高趋势（元/㎡/月，%）.....	19
图表 28:	写字楼行业/资产研究框架.....	20
图表 29:	酒店行业增收不增利，住宿业企业利润率为负.....	21
图表 30:	全国酒店市场行业集中度较高，CR10 达 60%.....	21
图表 31:	酒店行业/资产研究框架.....	21
图表 32:	全国主要奥特莱斯项目销售额及客流量双增.....	22
图表 33:	2024 年分业态商业零售 TOP100 企业销售额增速.....	22
图表 34:	奥特莱斯资产研究框架.....	23
图表 35:	经营策略维度下的国内购物中心市场结构.....	23
图表 36:	轻奢市场头部企业市场份额（截至 2026 年 2 月）.....	24
图表 37:	轻奢市场项目阶段分布（截至 2026 年 2 月）.....	24
图表 38:	86% 的城市归属下沉市场范畴.....	24

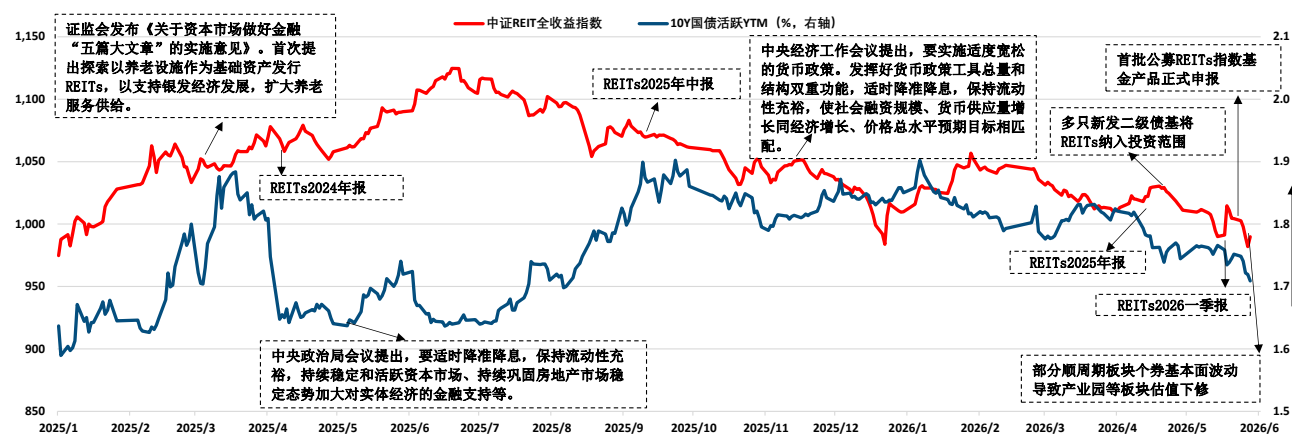
图表 39:	下沉市场商业项目数量占 40%.....	24
图表 40:	头部高端项目客流稳定但销售承压，下沉市场项目依托客流培育实现量价齐升.....	25
图表 41:	购物中心 REITs 研究框架.....	25
图表 42:	头部十二个券商持仓金额较 2025 上半年增持 8.6%，六大险资投资机构较减持 9.8%.....	26
图表 43:	2025/2025H1 REITs 投资者持仓市值占比（以流通市值为基础）.....	27
图表 44:	2025/2025H1 REITs 投资者占比（以非流通+流通的总市值为基础）.....	27
图表 45:	C-REITs 各业态申报数量.....	27
图表 46:	C-REITs 拟申报项目.....	27
图表 47:	4 月以来债市全线走强（单位：BP，%）.....	28
图表 48:	后续市场盘整震荡概率较高，进一步下探需要增量政策助推（单位：%）.....	28
图表 49:	已落地及潜在的增量资金政策.....	29
图表 50:	2026 年以来已发行/拟发行的 5 只 REITs+二级债基.....	29
图表 51:	REITs 指数基金主要产品形态对比.....	30
图表 52:	REITs 市场增量资金测算.....	30
图表 53:	产权类 REITs 分派率与国债、信用债收益率的比较.....	31
图表 54:	2026 年 1-4 月交易所质押式回购月成交额（万亿元）.....	31
图表 55:	2026 年 1-4 月 GC001 及 GC007 加权平均利率走势.....	31
图表 56:	2026Q1 各板块 REITs 可供分配金额达成率（%）.....	32
图表 57:	2026Q1 各板块 REITs 可供分配金额同环比（%）.....	32
图表 58:	产业园区 REITs 月租金（元/平米/月）.....	33
图表 59:	产业园区 REITs 出租率（%）.....	33
图表 60:	仓储物流 REITs 月租金（元/平米/月）.....	33
图表 61:	仓储物流 REITs 出租率（%）.....	33
图表 62:	保租房 REITs 月租金（元/平米/月）.....	34
图表 63:	保租房 REITs 出租率（%）.....	34
图表 64:	消费 REITs 月租金（元/平米/月）.....	35
图表 65:	消费 REITs 出租率（%）.....	35
图表 66:	数据中心 REITs2026 年 Q1 经营情况.....	35
图表 67:	交通基础设施 REITs 2025 年 Q2-2026 年 4 月车流量月度同比.....	36
图表 68:	市政环保 REITs 经营数据.....	37
图表 69:	风电能源 REITs2026 年 Q1 经营情况.....	38
图表 70:	光伏及水电能源 REITs2026 年 Q1 经营情况.....	39
图表 71:	火电能源 REITs2026 年 Q1 经营情况.....	39
图表 72:	2025 年的 20 单公募 REITs 反馈稿估值调整幅度为 7.8%，较 2024 年的 13.0%显著收窄，2026 年进一步收窄至 4.7%.....	40
图表 73:	经营权 REITs 估值情况（截至 2026 年 6 月 3 日）.....	41
图表 74:	产权 REITs 估值情况（截至 2026 年 6 月 3 日）.....	42

一、二级市场行情回顾：2026 年上半年 REITs 市场先扬后抑，产权板块已处于历史低位

1.1 2026 年上半年 REITs 市场受基本面与资金面多重影响，波动加剧

2026 年开年估值修复引领 REITs 市场上行，随后市场受供给冲击与资金观望影响回调。1 月受益于四季报基本面表现较好及前期流动性超跌修复，指数震荡上行，期间无风险利率走低，为 REITs 估值修复提供了有利环境；2、3 月，商业不动产 REITs 加速入市，资金观望情绪升温，叠加部分存量项目解禁压力及利率扰动，引起指数波动调整；进入 4 月，商业不动产预期落地，二级债基等增量资金政策利好兑现，市场有所企稳；4 月底到 5 月中，市场受部分项目一季报表现不及预期影响及商业不动产 REITs 打新分流影响下跌；5 月 18 日首批指数基金成功申报，拉动次日指数反弹 2.4%，但此次政策利好仅形成短期脉冲式效应，未能扭转市场下行趋势；5 月后半月市场利好情绪快速消化后重新聚焦于一级市场供给压力，观望情绪加剧。

图表1： 2025 年 REITs 市场指数前高后低，2026 年上半年波动加剧

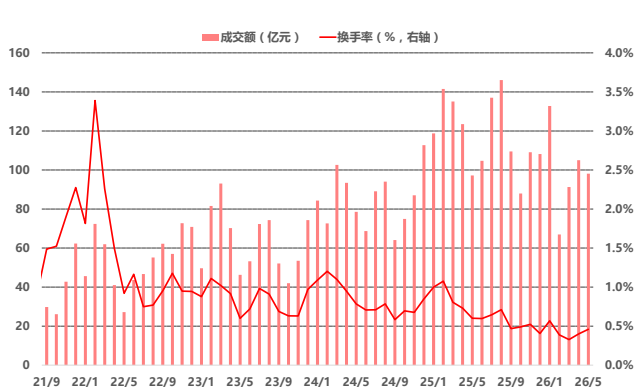


资料来源：Wind，中信建投

2026 年 1-5 月月均成交金额同比下降约 19.8%，换手率下行。2026 年前五个月月均成交额为 98.8 亿元，相较于 2025 年同期的 123.2 亿元下降约 19.8%；日均换手率为 0.4%，较 2025 年同期的 0.8% 明显下降。

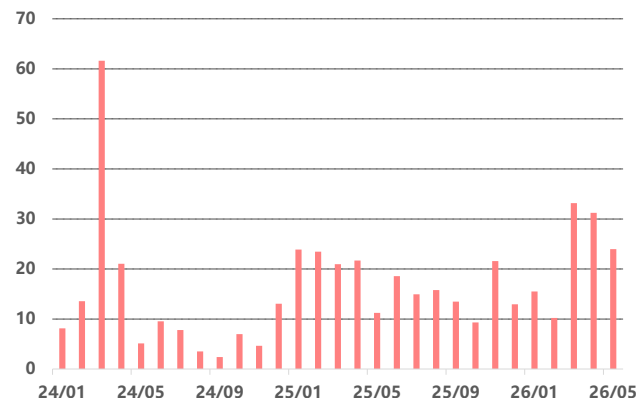
2026 年以来，REITs 市场大宗交易活跃度持续提升。2025 年 REITs 大宗市场交易完成额较为稳定，除 10 月外，其他月成交额均在 10 亿元以上。2026 年初大宗交易延续较高活跃度，1 月、2 月大宗交易额分别为 14.19 亿元、10.11 亿元，3 月、4 月、5 月显著提升至 33.15 亿元、31.23 亿元、23.98 亿元，连续五个月维持在 10 亿元以上。

图表2： 2021 年以来成交金额（亿元）与换手率



数据来源：Wind，中信建投

图表3： 2024 年以来 REITs 市场大宗交易成交金额（亿元）



数据来源：Wind，中信建投

2026 年以来，C-REITs 收益率阶段性承压，表现弱于全球 REITs 指数及主要权益市场。截至 2026 年 6 月 3 日，中证 REITs 全收益指数年内下跌 1.0%，同期富时全球 REIT 指数上涨 6.3%。从全球大类资产表现看，2026 年以来权益类资产整体延续修复，创业板指、纳斯达克指数、日经 225 指数分别上涨 28.7%、15.5%、35.9%，沪深 300 指数上涨 6.7%。

从全球主要地区 REITs 市场看，2026 年以来美国 REITs 市场一枝独秀，中证 REITs 表现居中。截至 2026 年 6 月 3 日，得益于美国流动性改善预期及基本面软着陆，富时美国 REIT 指数上涨 11.1%，而欧洲、英国、新加坡三地区 REITs 指数均下跌 4.1%，日本 REITs 指数下跌 10.1%。中证 REITs 全收益指数年内下跌 1.0%，表现弱于全球及美国 REITs 市场，但好于欧洲、英国、新加坡及日本等其他主要市场 REITs 指数，表现居中。

图表4： 中证 REITs 与全球主流大类资产收益率对比（截至 2026 年 6 月 3 日）

品类	资产	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年至今	2022年至今
REITs	富时全球REITs指数	-20.8%	1.6%	4.0%	-6.0%	6.3%	-16.4%
	中证REITs全收益	-0.6%	-22.7%	12.3%	4.3%	-1.0%	-10.8%
权益	沪深300	-21.3%	-11.4%	14.7%	17.7%	6.7%	0.4%
	创业板指	-27.8%	-19.4%	13.2%	49.6%	28.7%	26.9%
	纳斯达克指数	-33.0%	43.4%	28.6%	20.4%	15.5%	71.9%
	美国富时100	-0.7%	3.8%	5.7%	21.5%	4.0%	37.7%
	日经225	-10.9%	28.2%	19.2%	26.2%	35.9%	133.4%
	恒生指数	-15.1%	-13.8%	17.7%	27.8%	0.0%	10.1%
贵金属	COMEX黄金	0.8%	13.2%	27.4%	64.1%	3.0%	145.9%
工业品	原油：期货结算价	7.4%	-10.3%	-3.1%	-18.5%	60.7%	22.3%
外汇	美元指数	7.5%	-2.0%	7.0%	-9.4%	1.2%	3.3%
虚拟货币	比特币指数	-64.2%	153.7%	122.3%	-6.3%	2.2%	93.3%
债券	10年期美债期货	-13.3%	0.4%	-3.5%	3.2%	-2.6%	-15.4%
	10年期中债期货	-0.5%	2.6%	5.9%	-1.0%	1.2%	8.4%

数据来源：Wind，中信建投

图表5： 中证 REITs 与全球 REITs 收益率对比（截至 2026 年 6 月 3 日）

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年至今	2022年至今
富时全球REIT指数	-20.8%	1.6%	4.0%	-6.0%	6.3%	-16.4%
中证REITs全收益指数	-0.6%	-22.7%	12.3%	4.3%	-1.0%	-10.8%
恒生REIT指数	-24.7%	-17.8%	-16.0%	17.3%	-0.6%	-48.0%
富时美国REIT指数	-27.2%	8.6%	3.8%	-1.3%	11.1%	-8.8%
富时欧洲REIT指数	-39.2%	12.6%	-6.5%	2.3%	-4.1%	-37.0%
富时英国REIT指数	-34.2%	5.5%	-15.8%	5.3%	-4.1%	-40.5%
富时新加坡REITs指数	-11.8%	-4.5%	-10.2%	16.9%	-4.1%	-15.4%
东证REIT综合股息指数	-5.5%	-0.5%	-4.0%	27.9%	-10.1%	2.4%

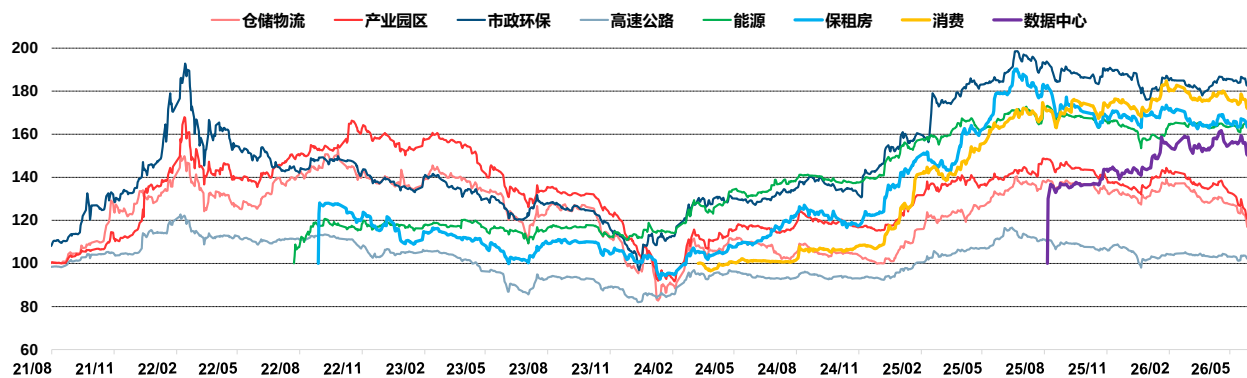
数据来源：Wind，smart J-REIT，Nareit，中信建投

1.2 板块表现明显分化，年内顺周期板块承压，抗周期板块表现较好

2026 年以来 REITs 二级市场表现分化显著，顺周期的仓储物流和产业园区业绩持续承压，刚需属性较强的市政环保和订单稳健的数据中心涨幅较好，消费、保租房维持估值高位，但部分市场化保租房面临区域竞争加剧。具体来看，仓储物流、产业园区 26 年以来分别下跌 9.2%、10.0%，主要受宏观需求偏弱、租赁需求修复偏慢及区域供给增加影响，出租率和租金端仍有压力；市政环保、数据中心分别上涨 4.0%、5.6%，前者受益于

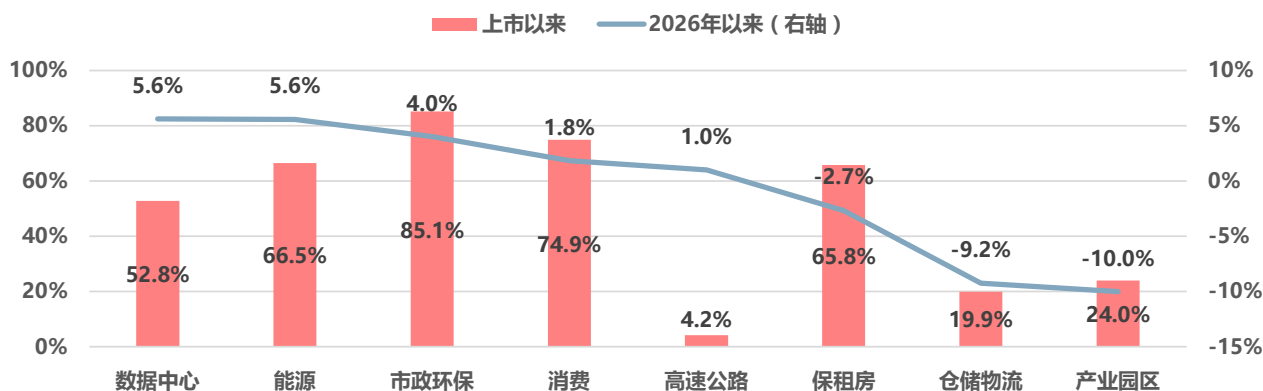
环保刚需属性和现金流稳定性，后者受益于算力需求增长、客户订单稳定及资产稀缺性；消费板块上涨 1.8%，保租房下跌 2.7%，二者仍受民生需求与政策支持支撑，估值维持相对高位，但部分市场化保租房项目面临区域竞品分流压力。能源、高速公路分别上涨 5.6%、1.0%，受益于底层资产现金流相对稳定，整体表现较为稳健。

图表6： REITs 市值指数（含上市首日涨跌幅及历次分红，截至 2026 年 5 月 31 日）



资料来源：Wind，中信建投

图表7： 各板块 REITs 指数 26 年和上市以来涨跌幅（截至 2026 年 5 月 31 日）



资料来源：Wind，中信建投

2026 年以来 REITs 指数与债券指数正相关性回落，与股指相关性提升，主要源于 2-3 月市场整体风险偏好下行，叠加 REITs 供给加速、基本面预期偏弱等共同影响，两类资产同步承压，与股指关联性由负转正。REITs 与股债指数相关性阶段性变化较大，但整体关联度不高，具备一定分散化配置价值。自 2021 年 6 月 21 日首批公募 REITs 上市以来，REITs 股债共有四次大的阶段性交替：

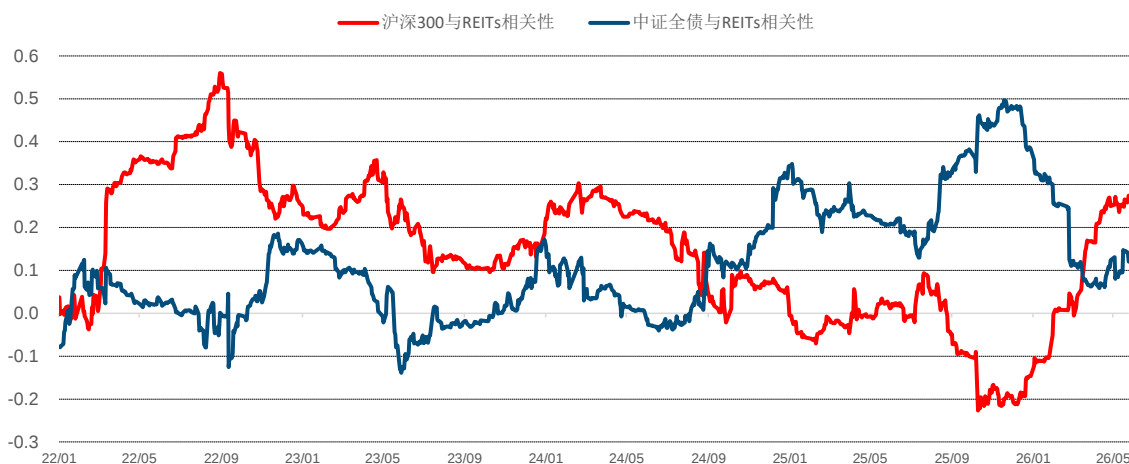
1) 第一阶段：2022 年 3 月至 8 月，股性较强，主要因试点初期产品供给稀缺、交易热度较高，REITs 被视为红利资产的相似替代资产，价格受资金情绪和风险偏好影响更明显，与沪深 300 相关性一度升至 0.5 以上，而与中证全债相关性多在 0 附近波动；

2) 第二阶段：2022 年 8 月至 2024 年上半年，股债相关性均回落，主要因前期估值消化、流动性偏弱及底层资产经营预期波动，板块走势更多由自身基本面和定价重估主导；

3) 第三阶段：2024年下半年至2025年底，债性上升，主要系在低利率与“资产荒”环境下，高分红、稳现金流资产配置价值提升，固收类资金关注度提高；与此同时，REITs 市场常态化发行，规模快速扩大，品种独立性增强，其中的抗周期板块（如保租、市政、能源等）被市场认可，债性提升与中证全债相关性由约 0.1 升至最高接近 0.5；

4) 第四阶段：2026 年以来，债性大幅下降，主要系无风险收益率已经触及阶段性底部，与中证全债相关性回落至 0.12 附近；同时，宏观经济数据的改善预期等，也开始同步影响 REITs 和权益市场。

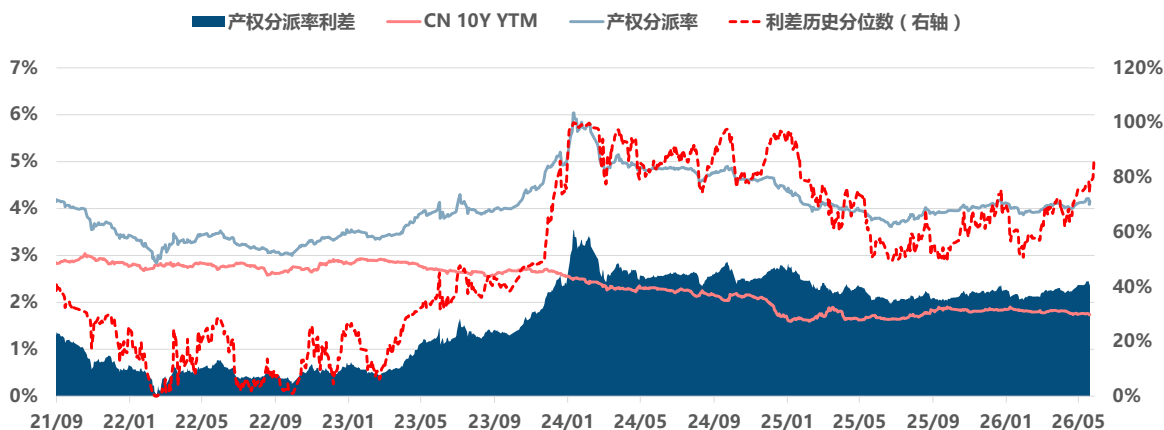
图表8： REITs 整体市值指数与股债指数日度收益率相关性（滚动 6 个月，截至 2026 年 5 月 31 日）



资料来源：Wind，中信建投

估值方面，当前产权类 REITs 估值已回落至历史相对低位。截至 2026 年 5 月底，产权类 REITs 分派率与十年期国债收益率利差为 2.6%，处于 88.6% 的相对历史高位，已接近 2024 年初的 100%、2025 年初的 97% 高位，回顾这两轮历史高分位数时点，其后板块均迎来一定估值修复。

图表9： 产权 REITs 分派率利差处于 88.6% 历史分位（截至 2026 年 5 月 31 日）



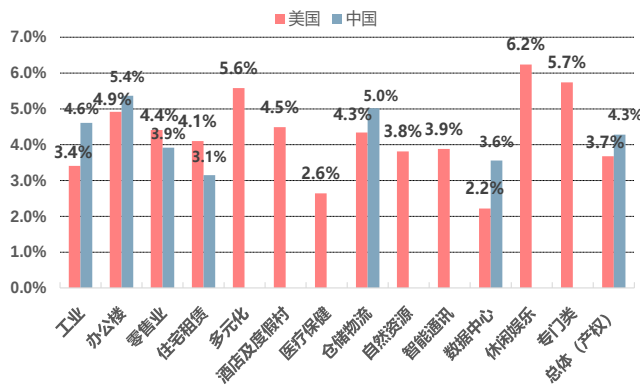
数据来源：REIT 公告，Wind，中信建投

当前 C-REITs 产权类整体现金分派率（过去 4 个季度的可供分配现金/当前市值）约为 4.3%。各业态分派

率中，办公板块分派率最高为 5.4%，其次是仓储物流板块的 5.0%、产业园区板块的 4.6%，商业、数据中心板块分派率分别为 3.9%、3.6%，保租房板块最低为 3.1%。

C-REITs 当前分派率相较美国而言处于相对更高，相较日本整体分派率更接近。主要原因是分派口径不同：中国基于可供分配金额分派 90%以上，美国基于应税所得额，后者天然分派更少、留存更多。

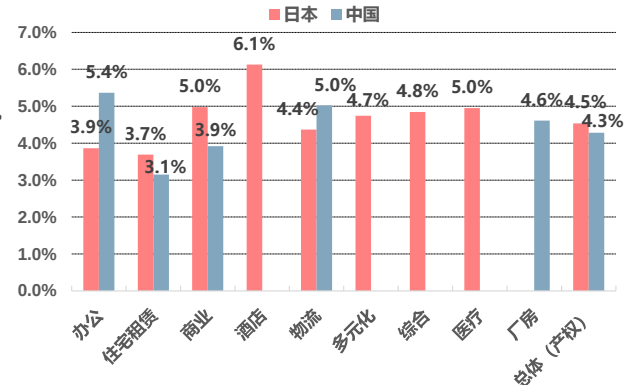
图表10：中美 REITs 市场各业态动态分派率对比



数据来源：Nareit 官网，Wind，中信建投

注1：美国数据截至 2026 年4月30日；以上数据均为市值加权平均

图表11：中日 REITs 市场各业态动态分派率对比



数据来源：Japan-reit，Wind，中信建投

注1：日本数据截至 2026 年5月29日；以上数据均为市值加权平均

二、一级市场回顾：商业不动产 REITs 开启公募 REITs2.0 时代

2.1 商业不动产 REITs：上半年集中申报，成为公募 REITs 扩容的最大变量

2025 年 12 月 31 日，中国证监会发布了《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》（简称《公告》）。《公告》明确了商业不动产 REITs 的定义，并对其基金注册、运营管理、责任落实及监管职责作出了规定。

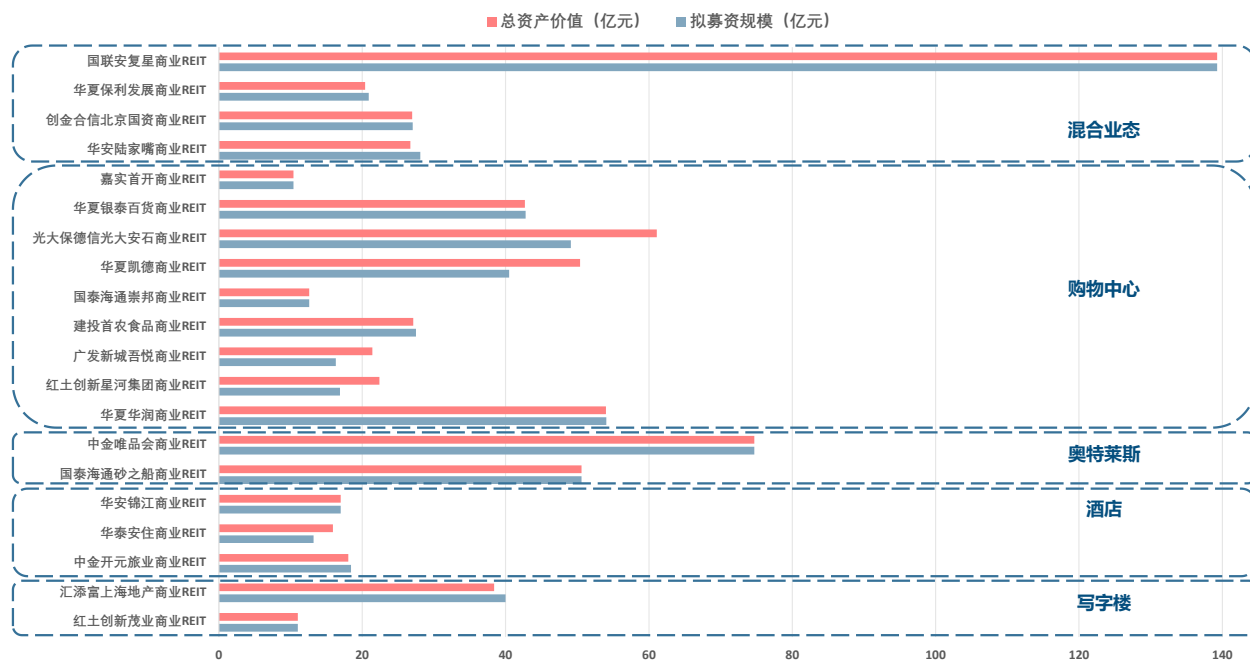
图表 12：《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》要点总结

序号	维度	总结
1	产品定位	通过投资商业不动产资产支持证券取得不动产所有权或经营权，以获取租金、收费等稳定现金流，并向基金份额持有人分配收益的封闭式公募基金。
2	注册运营	基金注册方面 ，对基金管理人、托管人、尽职调查、申请材料、入池商业不动产条件等提出要求，强调资产权属清晰、运行成熟并已产生持续稳定现金流； 运营管理方面 ，强调基金管理人的主动运营管理责任。
3	管理人规范	发挥基金管理人和专业机构作用，压严压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求；拟任基金管理人应当具备健全有效的商业不动产投资信托基金投资管理、资产运营、内部控制与风险管理制度和流程。
4	监管责任	明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责。此外，商业不动产 REITs 其他有关事宜，参照《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》有关规定执行。

资料来源：证监会，中信建投

截至 2026 年 5 月 30 日，商业不动产 REITs 项目共申报 20 单，拟募资规模达 710.4 亿元。超半数项目拟募资规模突破 20 亿元，形成头部引领、梯队完善的发展态势。其中购物中心业态拟募资规模达 270.2 亿元，占比 38.0%；混合业态拟募资规模达 215.3 亿元，占比 30.3%；奥特莱斯业态拟募资规模为 125.3 亿元，占比 17.6%；写字楼业态拟募资规模达 51.0 亿元，占比 7.2%；酒店业态拟募资规模达 48.6 亿元，占比 6.8%。

图表13：商业不动产 REITs 项目募资规模和总资产价值



资料来源：上交所，深交所，中信建投

首批四单商业不动产 REITs 已确认将于 6 月 18 日上市，底层资产业态覆盖奥特莱斯、购物中心及写字楼。4 只产品均在上交所挂牌交易，总发行规模合计 203.3 亿元。其中，中金唯品会商业 REIT 发行规模最大，为 76.96 亿元；中信建投首农商业 REIT 项目期限最短，为 20 年；各项目 2026 年及 2027 年的预期分派率均在 4.5%-6.5% 区间。

图表14：首批四单商业不动产 REITs 项目基本情况

项目简称	中金唯品会商业 REIT	国泰海通砂之船商业 REIT	中信建投首农商业 REIT	汇添富上海地产商业 REIT
项目代码	508603.SH	508602.SH	508601.SH	508600.SH
底层资产	郑州杉杉奥特莱斯项目、 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目	砂之船（西安）奥特莱斯 项目	龙德广场项目	鼎保大厦项目、鼎博大厦 项目
询价区间	3.150-3.849 元	4.525-5.531 元	2.466-3.014 元	3.464-4.234 元
发行规模	76.96 亿元	55.31 亿元	30.13 亿元	40.92 亿元
上市日期	2026/6/18	2026/6/18	2026/6/18	2026/6/18
项目期限	31 年	30 年	20 年	41 年
预期分派率	4.84% (2026 年)	5.46% (2026 年)	6.22% (2026 年)	4.75% (2026 年)
	5.12% (2027 年)	5.80% (2027 年)	5.60% (2027 年)	4.87% (2027 年)

资料来源：wind，中信建投

2.2 基础设施 REITs：首发维持常态化推进，成熟资产仍是发行主线

2025 年 12 月 1 日，国家发展改革委正式发布《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》，标志着我国 REITs 常态化发行机制进一步深化。该清单进一步明确了可申报项目的行业范围，覆盖 15 大基础设施领域，为市场主体参与 REITs 发行提供了清晰指引。

图表 15： 国家发改委《基础设施领域不动产投资信托基金项目行业范围清单（2025 年版）》行业范围整理

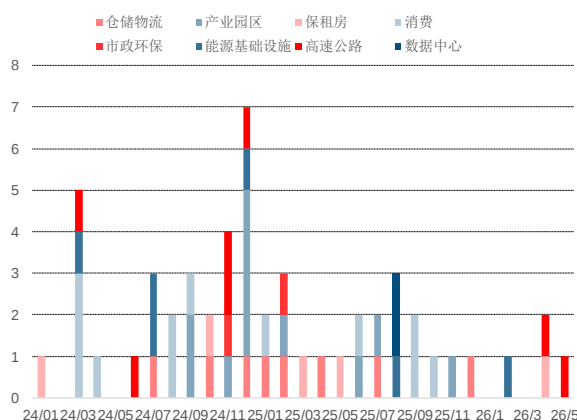
交通基础设施 - 收费公路 - 铁路 - 机场 - 港口项目	能源基础设施 - 清洁能源项目（风电、太阳能发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等） - 储能设施项目 - 清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目 - 特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目	市政基础设施 - 城镇供水、供气、供热项目 - 停车场项目	生态环保基础设施 - 城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施 - 固废危废医废处理环境基础设施 - 大宗固体废弃物综合利用基础设施项目	仓储物流基础设施 面向社会提供物品存储服务并收取费用的仓库，包括通用仓库项目以及冷库等专业仓库项目
园区基础设施 位于自由贸易试验区、国家级新区、国家级与省级开发区、战略性新兴产业集群的研发平台、工业厂房、创业孵化器、产业加速器、产业发展服务平台等园区基础设施项目	新型基础设施 - 数据中心类、人工智能基础设施项目 5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络项目 - 智能交通、智慧能源、智慧城市项目	租赁住房 - 各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目 - 公共租赁住房项目 - 由专业机构自持、不拆单独出售且长期用于出租的市场化租赁住房项目 - 专为园区入驻企业提供配套服务的租赁住房项目。	水利设施 具有供水、发电等功能的水利设施项目	文化旅游基础设施 - 自然文化遗产、国家AAAAA级和AAAA 级旅游景区项目 - 在景区规划范围内、产权上归属于同一发起人（原始权益人）的配套旅游酒店可纳入项目底层资产
消费基础设施 - 百货商场、购物中心、商业街区、农贸市场等城乡商业网点项目 - 家居、建材、纺织等各类消费品市场项目，保障基本民生的社区商业项目 - 体育场馆项目 - 商旅文体等多业态融合的商业综合体项目	商业办公设施 超大特大城市的超甲级、甲级商务楼宇项目	养老设施 依法登记并在民政部门备案的养老项目	城市更新设施 - 老旧街区、老旧厂区更新改造项目 - 涵盖上述多种资产类型的城市更新综合设施项目	其他 符合国家重大战略、发展规划、产业政策等要求的其他基础设施项目

资料来源：发改委，中信建投

2026 年前五个月公募 REITs 发行速度有所放缓，年内累计发行项目 8 只，上市项目 4 只。2026 年前五个月 REITs 发行速度放缓，年内新上市 4 只项目，低于 2025 年的 20 只和 2024 年的 29 只。该四只分业态来看，能源、保租房各有 1 只新项目上市，高速公路上市 2 只新项目。

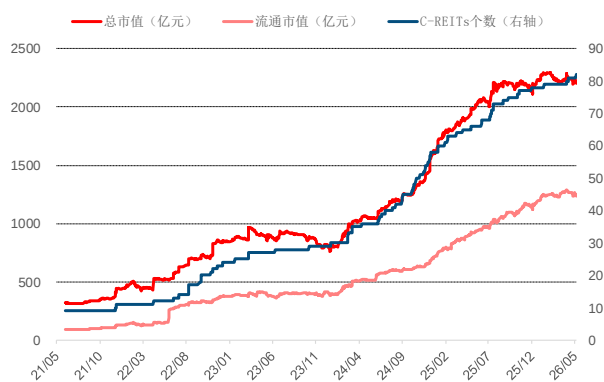
C-REITs 总市值超 2200 亿，累计上市 82 只项目，常态化发行机制成效显著。从市值规模来看，截至 2026 年 6 月 5 日，REITs 累计上市 82 只项目，历经不到 5 年的发展，C-REITs 总市值达到 2233.7 亿元，超 2200 亿，较 2025 年同期提升 10.6%，其中流通市值 1250.3 亿元，较 2025 年同期提升 24.2%。伴随着常态化发行机制的日趋成熟，我们看好 REITs 市场在 2026 年进一步提质扩容。

图表16： 2025 年项目新发稳步推进，全年上市 20 只项目



数据来源：Wind，中信建投

图表17： C-REITs 总市值超 2200 亿，累计上市 82 只项目



数据来源：Wind，中信建投

2.3 扩募：存量项目增多推动扩募常态化，投资机会有望大幅增加

(1) 2025 年下半年三单项目扩募上市，2026 年上半年再添三单

REITs 扩募积极推进，累计 10 只产品扩募份额发行上市。截至 2026 年 6 月 4 日，我国共有 10 只 REITs 实现扩募，发行规模合计为 127.9 亿元。10 单产品中，4 单来自产业园行业，2 单来自物流行业，3 单来自保障性租赁住房行业，1 单来自能源。扩募通过新购入资产扩充 REITs 底层资产，有助于增厚基金可分配收益，同时降低对原有单一资产组合的依赖，从而达到延长资产整体生命周期、分散风险目的，此外，资产扩充有助于摊薄运营成本，获得规模效益。截至 2026 年 5 月，我国公募 REITs 市场项目规模已突破 2000 亿元，其中首发占比 94.2%，扩募占比不足 6%。

C-REITs 市场部分项目开启二次扩募。博时蛇口产业园 REIT 是公募 REITs 市场中首单拟二次扩募的项目，已于 2023 年 6 月完成首次扩募。2025 年 4 月，该基金公告拟第二次扩募并新购入深圳光明项目（二期扩募）及南油项目。华夏华润商业 REIT 是第二单宣告拟二次扩募的项目，也是首单启动二次扩募的消费 REITs 产品。其二次扩募拟购入杭州萧山万象汇、沈阳长白万象汇、淄博万象汇等项目。目前该扩募处于已公告阶段。嘉实京东仓储物流 REIT 于 2026 年 3 月 28 日进行二次扩募，拟购入北京大兴空港、昆明空港、广州花都空港三大不动产项目。

图表18： 已上市/拟上市的首次扩募项目（截至 6 月 4 日）

项目名称	扩募上市时间	底层资产类型	扩募项目估值（亿元）	扩募募集金额（亿元）	扩募拟购入资产
中金厦门安居 REIT	2026/6/4	保租房	6.9	7.89	林边公寓、仁和公寓
中航京能国际 REIT	2026/1/15	能源	25.5	28.6	苏家河口水电站、松山河口水电站
华夏基金华润有巢 REIT	2026/1/12	保租房	9.9	9.9	中青路 588 弄 1-8 号有巢马桥项目
国泰海通东久新经济 REIT	2025/12/26	产业园	3.6	4.3	东久（南通）智造园、东久（重庆）智造园一期
华夏华润消费 REIT	审核中	消费	24.4	20.9	苏州昆山万象汇

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

国泰海通临港创新产业园 REIT	2025/8/29	产业园	15.3	17.2	漕河泾科技绿洲康桥园区
华夏北京保障房 REIT	2025/6/25	保租房	8.3	9.5	朗悦嘉园、光机电项目、盛悦家园、温泉凯盛家园
博时招商蛇口产业园 REIT	2023/6/16	产业园	11.7	12.4	光明项目
红土创新盐田 REIT	2023/6/16	仓储物流	3.7	4.1	世纪物流园
华安张江产业园 REIT	2023/6/16	产业园	14.8	15.5	张润大厦
中金普洛斯 REIT	2023/6/16	仓储物流	15.7	18.5	普洛斯青岛前湾港国际物流园、普洛斯江门鹤山物流园、普洛斯（重庆）城市配送物流中心

资料来源：wind，中信建投

截至 2026 年 5 月，已申报的 5 只商业不动产 REITs 均已披露扩募储备资产，为后续常态化扩募及长期规模增长奠定坚实基础。其中，红土创新茂业商业 REIT 储备规模领先，拥有 63 个项目、总建筑面积约 388 万平方米；华夏凯德商业 REIT 储备 35 个项目、总规模超 300 万平方米，覆盖全国核心城市；国泰海通砂之船商业 REIT 聚焦奥特莱斯赛道，储备 20 个项目、面积约 236.82 万平方米；中信建投首农商业 REIT、红土创新星河集团 REIT 分别储备 30 个、16 个项目。整体来看，储备资产多布局于一线及强二线城市，原始权益人运营能力突出，资产质量具备较强保障。

图表19：已申报商业不动产 REITs 扩募储备项目

项目名称	原始权益人及股东	同类扩募资产储备数量 & 面积
红土创新茂业商业 REIT	原始权益人：深圳茂业(集团)股份有限公司、深圳茂业实业发展有限公司 控股股东/实控人：深圳茂业集团控股股东为深圳市崇德投资有限公司(持股 77%)；深圳茂业实业控股股东为茂业(中国)投资有限公司(持股 90%)；实际控制人为 黄茂如	数量：63 个 面积：建筑面积总规模约 388 万平方米，分布于深圳、上海、成都、重庆等城市
华夏凯德商业 REIT	原始权益人：主要原始权益人为 CAPITALAND MALL ASIA LIMITED；其他原始权益人为深圳市凯来企业管理咨询有限公司、绵阳凯涪企业管理咨询有限公司 控股股东/实控人：CAPITALAND INVESTMENT LIMITED（凯德投资），100%持股；实际控制人为 凯德投资	数量：35 个 面积：总规模超过 300 万平方米，广泛分布于北京、上海在内的一线城市及众多强二线城市
红土创新星河集团 REIT（红土星河 REIT）	原始权益人：星河实业(深圳)有限公司 控股股东/实控人：星河(集团)有限公司，100%持股；实际控制人为 黄楚龙	数量：16 个 面积：商业建筑面积总规模超 110 万平方米，分布于深圳、广州、上海、惠州、常州、无锡等城市
中信建投首农商业 REIT	原始权益人：主要原始权益人为北京粮食集团有限责任公司；其他原始权益人为北京元创联商业企业管理中心(有限合伙) 控股股东/实控人：北京首农食品集团有限公司，100%持股；实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会	数量：30 个 面积：总规模超过 170 万平方米，广泛分布于北京、上海在内的一线城市

国泰海通砂之船商业
REIT

原始权益人: 砂之船(西安)购物广场有限公司
控股股东/实控人: 砂之船西安有限公司, 100%持股; 实际控制
人为徐荣灿

数量: 20 家奥特莱斯项目 (其中在营 18
家, 签约落地 20 家)
面积: 约 236.82 万平方米

资料来源: wind, 中信建投

(2) 项目扩容推动扩募常态化, 预计 2026-2028 年年均行业扩募参与空间为 263-350 亿元

历史回顾与现状, 受限于存量项目基数较小, REITs 试点初期扩募案例相对有限, 伴随监管政策持续鼓励及存量资产扩容, 预计未来扩募投资机会将显著拓宽。截至 2026 年 6 月 4 日, 全市场累计有 12 只产品申请扩募, 其中 10 只已完成份额发行上市。

基于以下假设进行测算:

(1) **存量基数假设:** 假设公募 REITs 存量产品数量在 2026 年、2027 年、2028 年分别达到 100 单、120 单和 140 单;

(2) **扩募概率假设:** 剔除约 50% 资产储备不足或扩募意愿不强的项目, 假设剩余 50% 的优质项目平均每 3-4 年实施一次扩募;

(3) **扩募次数测算:** 2026-2028 年全市场预计分别实现扩募 13-17 次、15-20 次、18-23 次, 未来三年合计可供参与的扩募机会约为 46-60 次;

行业扩募配置空间: 假设机构参与全市场所有扩募项目, 按照定向扩募模式 (假设 35 家机构获配, 单家获配金额 5000 万元) 测算: 2026-2028 年, 全市场行业可参与的扩募总规模约为 788-1050 亿元, 对应平均每年扩募投资空间为 263-350 亿元。

图表20: 2026-2028 年, 平均每年行业扩募参与空间为 263-350 亿元

核心测算指标	2026 年 (预测)	2027 年 (预测)	2028 年 (预测)	三年汇总统计
存量 REITs 假设 (单)	100	120	140	360
预计扩募次数 (次)	13-17	15-20	18-23	46-60
行业可参与规模 (亿元)	219-292	263-350	306-408	788-1050
单一机构当年可参与规模 (亿元)	6.3-8.3	7.5-10.0	8.8-11.7	22.5-30.0

资料来源: wind, 中信建投

2.4 打新: 2026 年新发项目询价区间收窄, 上市后 5 日涨幅回正

(1) 年内询价区间收窄, 关注后续商业不动产 REITs 市场化询价变化

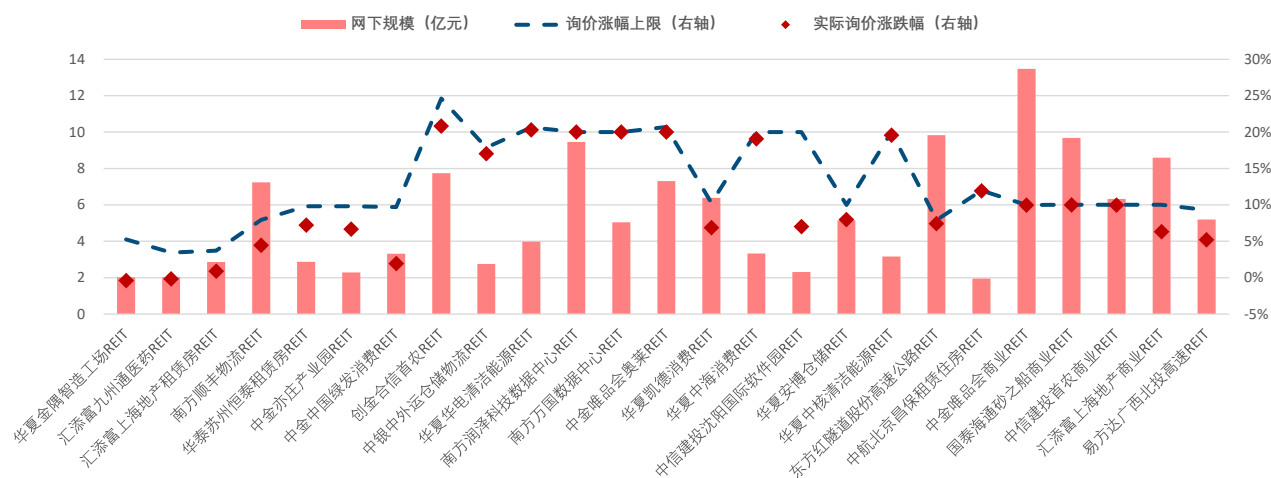
受市场热度提升影响, 2025 年新发项目询价区间显著扩大。2025 年以来, 新上市的公募 REITs 询价区间有扩大趋势, 询价区间由年初华夏金隅智造工场 REIT、汇添富九州通医药 REIT 等项目的 $\pm 3\%$ -10% 持续提升至华夏华电清洁能源 REIT、中金唯品会奥莱 REIT 等项目的 $\pm 20\%$ -25%, 虽然华夏凯德商业 REIT 和 华夏安博仓储 REIT 的询价区间收窄至 $\pm 10\%$, 但华夏中海商业 REIT 及 中信建投沈阳软件园 REIT 两单项目仍然维持 20% 的水

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

平。2025 年新发项目询价中枢分派率与行业可比分派率之差平均为 1.7%，但由于询价区间扩大，项目询价上限分派率与行业可比分派率之差平均为 1.0%，显著收窄。

2026 年以来，基础设施公募 REITs 询价区间收窄，首批商业不动产控制询价区间为 $\pm 10\%$ ，但后续仍存在市场化扩大的可能。2025 年 12 月 31 日，证监发〔2025〕63 号通知发布，提出优化以市场化为导向的 REITs 估值与发行定价机制，规范推介、询价、定价、配售等发售行为。华夏中核清洁能源 REIT 询价区间为 $\pm 20\%$ ，东方红隧道股份高速公路 REIT、中航北京昌保租赁住房 REIT 及易方达广西北投高速 REIT 询价区间均收窄至 $\pm 8\%$ 、 $\pm 12\%$ 及 $\pm 9\%$ 。中金唯品会商业 REIT、国泰海通砂之船商业 REIT、中信建投首农商业 REIT 及汇添富上海地产商业 REIT 四单商业不动产 REITs 均控制询价区间为 $\pm 10\%$ 。

图表21： 2025 年以来 REITs 新发项目询价区间



资料来源：wind，中信建投

（2）2025 年末上市初期收益率收窄明显，2026 年有所回升

2026 年新发 REITs 项目上市初期收益率整体保持正收益，上市后前 5 个交易日平均涨幅约 13.9%。2025 年前三季度 REITs 新发项目 17 只，上市后前 5 个交易日平均涨幅达 32.0%，其中国泰海通济南能源供热 REIT 首周涨幅最大为 52.3%。四季度新发华夏中海商业 REIT 上市 5 个交易日，涨幅为 2.5%，显著收窄；中信建投沈阳软件园 REIT 和华夏安博仓储 REIT 上市后前 5 个交易日跌幅分别为 -1.7% 和 -6.8%，均跌破发行价。2026 年 2 月 2 日，华夏中核清洁能源 REITs 上市，上市后前 5 个交易日涨幅为 26.8%；2026 年 4 月，东方红隧道股份高速公路 REIT 和中航北京昌保租赁住房 REIT 上市，上市后前 5 个交易日涨幅分别为 9.6% 和 17.7%，均实现正收益；2026 年 5 月，易方达广西北投高速 REIT 上市，上市后前 5 个交易日涨幅为 1.6%。

图表22： 2025 年以来 REITs 新发项目上市后前 5 个交易日涨幅有所收窄，2026 年有所回升

资料来源：wind，中信建投

三、商业不动产 REITs 元年，项目定价分歧扩大，投资应聚焦资产质地与运营能力

3.1 商业不动产 REITs 资产质地分化，对资产定价能力要求进一步提升

当前申报的 20 单商业不动产项目中，呈现业态多元化、消费导向的结构特征。按项目数量计，购物中心、奥特莱斯等零售业态资产占比达 55%，酒店类资产占 20%，办公及配套商业类资产占 25%。商业不动产 REITs 推动公募 REITs 资产结构进一步向市场化运营类资产扩展，项目收益逻辑由相对稳定现金流，进一步延伸至运营能力、消费客流和资产管理能力驱动，为投资者提供了具备差异化风险收益特征的配置标的，有效拓宽了市场参与边界，助力公募 REITs 市场迈向生态更完善、发展更多元的全新阶段。

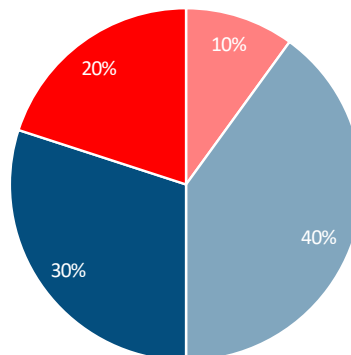
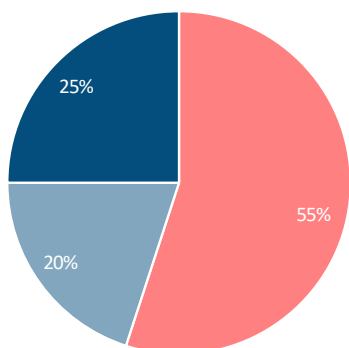
发行方属性多元化，非央国企比例达 50%。原始权益人涉及中央企业、国有企业、民营企业、外资企业四类，且非央国企比例达 50%，涵盖砂之船等优质商业地产运营商，其丰富的运营经验和品牌资源为底层资产表现提供保障。

图表23：商业不动产 REITs 资产类型分布（按项目数）

图表24：商业不动产 REITs 发行人类型分布

■ 零售业态 ■ 酒店 ■ 办公及配套商业

■ 中央企业 ■ 国有企业 ■ 民营企业 ■ 外资企业



数据来源：上交所，深交所，中信建投

数据来源：上交所，深交所，中信建投

3.2 写字楼、酒店、奥莱和购物中心等各业态运营与投资逻辑差异显著

整体来看，随着商业不动产 REITs 试点的推进，资产证券化体系的权益化趋势更加清晰，资产层面的研究愈发重要，各业态均需从宏观环境定调、中观市场选筹、微观运营验证三个层面递进展开，但侧重点各有不同。

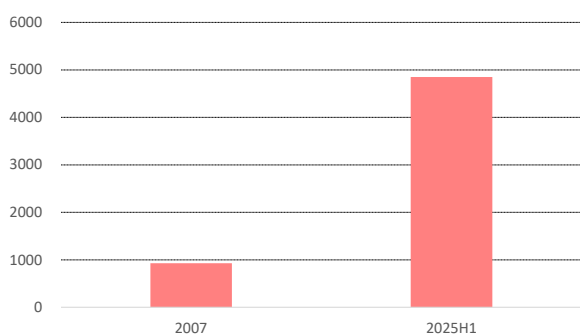
投资建议方面，四大业态风险收益特征差异显著，建议结合具体项目运营数据及市场周期位置进行综合判断。1) 写字楼可以关注供需结构更优、有望率先触底的核心城市，如北京、深圳部分区域；2) 酒店可以优先选择产品定位高端、运管方运营能力强的项目；3) 奥特莱斯可以优先布局头部运营商的成熟项目，关注消费潜力区域；4) 购物中心则可以考虑重点布局兼具稀缺性和高客单价特点的重奢资产与量价齐升具有高成长性的下

沉市场龙头。

（1）写字楼：供需失衡下以价换量延续，存量运营与结构性分化成核心主线

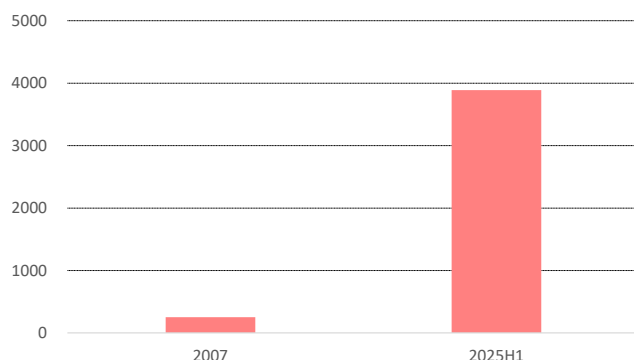
当前全国写字楼市场供需失衡、以价换量持续。二线城市甲级写字楼近 18 年面积 CAGR 达 15.6%，供给过剩明显；一线城市租金跌幅 10%-25%、空置率 20%-25%，北京因较早实施供给端调控有望率先企稳，而广州、上海面临 2026-2027 年新一轮供给冲击。

图表25： 一线甲级写字楼规模增长 423.4%（万平方米）



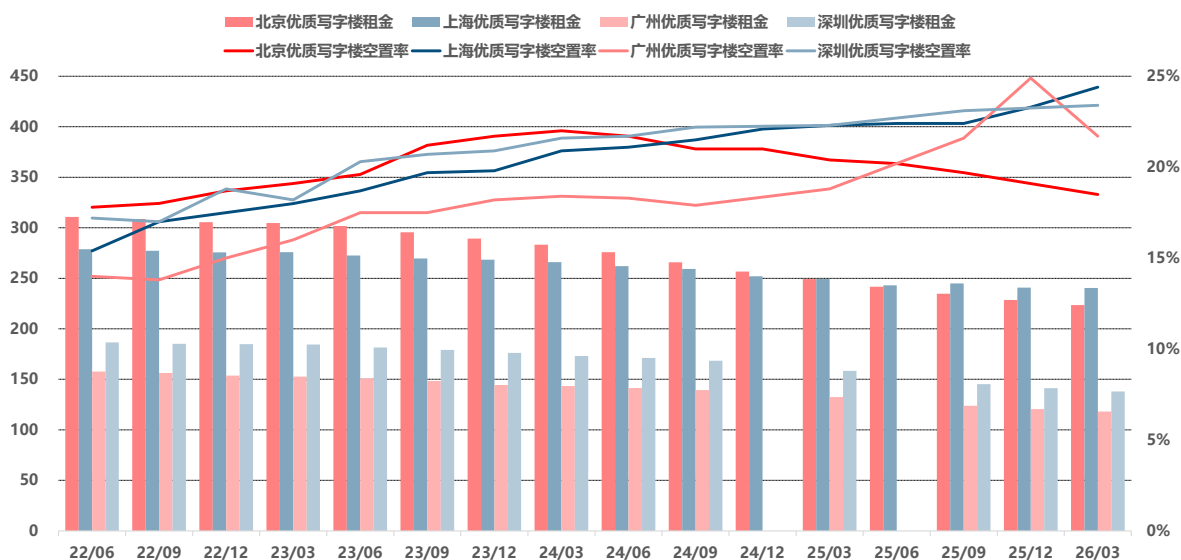
数据来源：戴德梁行，中信建投

图表26： 二线城市甲级写字楼规模增长 1442.3%（万平方米）



数据来源：戴德梁行，中信建投

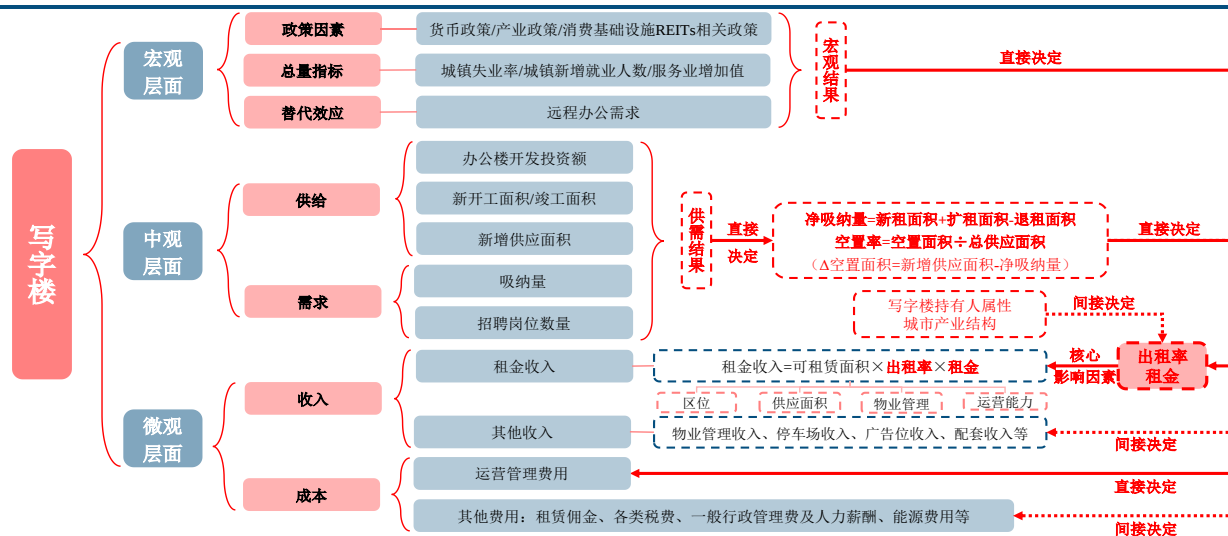
图表27： 截至 2026Q1，一线城市租金普遍处于下跌通道，广深空置率仍有抬高趋势（元/㎡/月，%）



资料来源：Wind，中信建投

行业增长逻辑已从增量开发全面转向存量运营，现金流稳定性、租户结构质量与资产持续改造能力成为决定资产价值的核心要素。市场结构性分化持续加剧，核心区位、产业配套完善且性价比突出的优质楼宇展现出更强的抗周期韧性，非核心板块同质化供给及存量老旧楼宇的修复周期将显著拉长。

以“宏观—中观—微观”递进框架探寻优质市场中的优质资产。在宏观层面建议从政策环境与经济基本面出发，判断写字楼租赁需求的背景与趋势。货币与产业政策决定企业融资与扩张意愿，服务业景气与就业变化反映办公需求的周期位置；同时可以将远程或混合办公等替代因素纳入考量，用于解释需求结构变化与长期趋势，而不仅限于短期波动。中观层面从供需指标刻画区域细分市场景气度。建议供给侧关注新增供应与开发节奏，需求侧用吸纳与用工或岗位等指标交叉验证真实租赁动能，最终落到空置与去化等结果指标。微观层面关注资产本身的运营指标及现金流，给予合理估值。在资产层面，建议以出租率与租金为核心，结合运营管理能力、配套、租户结构与其他收入等，评估收入的质量；成本端则关注运营管理费用与资本开支对未来现金流的影响。最终落实到单体项目的 NOI 及可分配现金流等。

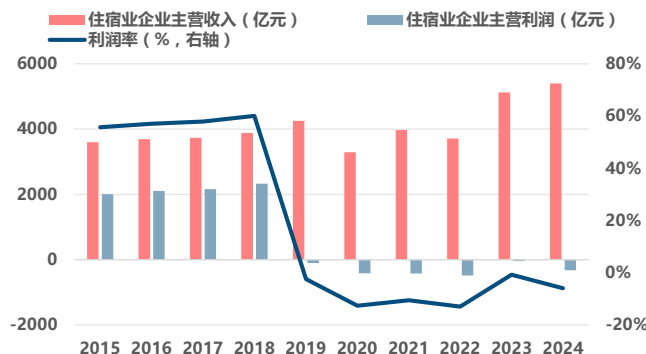
图表28： 写字楼行业/资产研究框架


资料来源：中信建投

（2）酒店：行业呈现增收不增利特征，建议聚焦资产底层经营指标综合评判

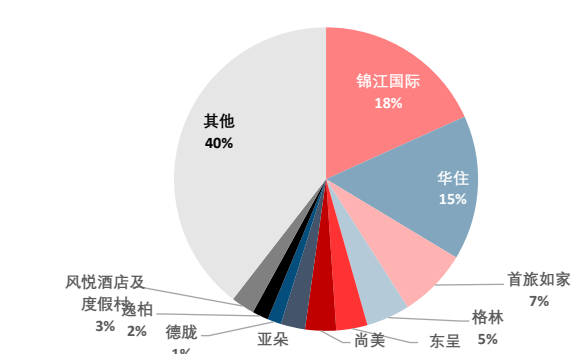
酒店行业头部集中度较高，CR10 达 60%，跑马圈地的激烈竞争导致行业供过于求，2019-2024 年住宿业企业整体增收不增利。到目前为止，酒店行业龙头林立，包括锦江国际、华住集团、亚朵等，整体处于扩张周期；2019 年至 2024 年住宿业主营收入自 4257.72 亿元抬升至 5397.72 亿元，5 年收入增幅 26.77%，但行业样本企业利润由盈利转为亏损 320.22 亿元，行业利润率从 60.1%大幅回落至 - 5.9%。

图表29：酒店行业增收不增利，住宿业企业利润率为负



数据来源：iFind，中信建投

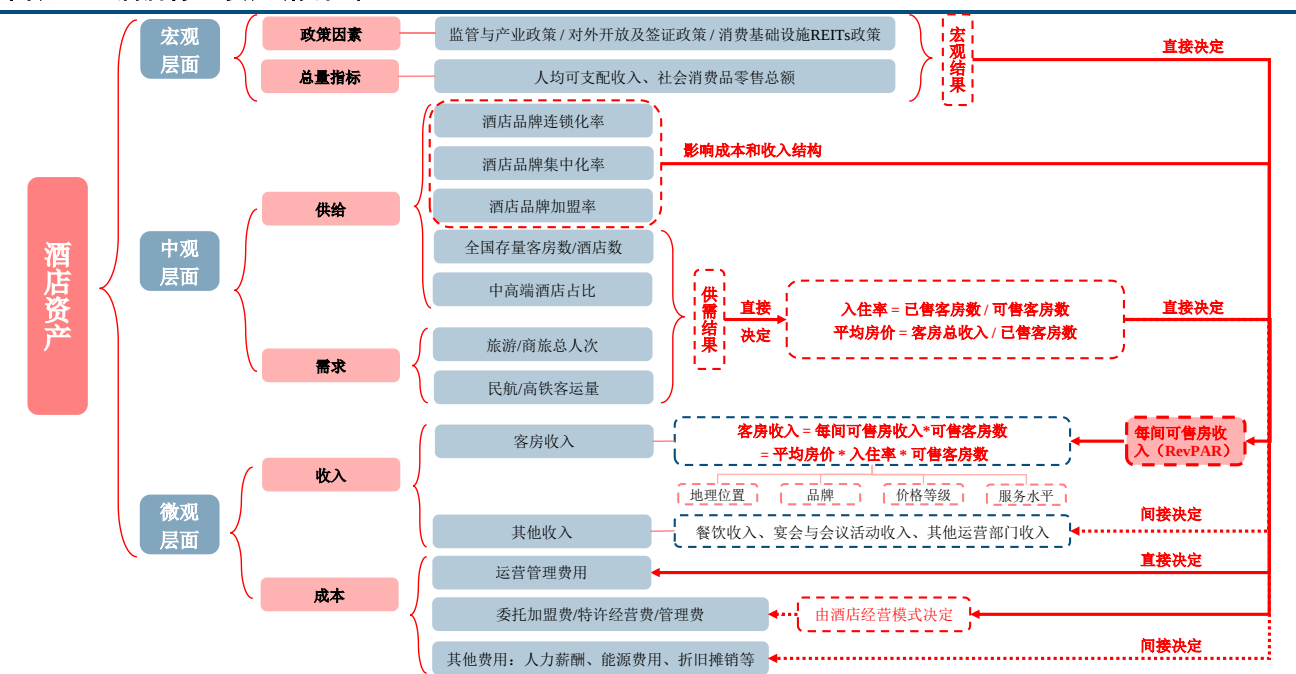
图表30：全国酒店市场行业集中度较高，CR10 达 60%



数据来源：华住集团，中信建投

酒店行业作为强运营业态，研究框架建议聚焦微观经营层面，以每间可售房收入 RevPAR (=入住率×平均房价) 为核心，结合经营模式等综合评估酒店资产的收入质量。区别于写字楼业态，酒店资产定位分层更加多样、收入端波动更剧烈、管理运营赋能更加重要，部分高端资产甚至存在目的地消费属性，因此对于资产本身的经营模式、产品定位、运营策略等微观层面的评估更为关键。利用入住率、平均房价、成本结构等底层经营指标综合评判收入质量及规模，如高端奢华酒店入住率相对较低，但具备更强的提价能力，管理能力可复制、能够形成规模效应的平价酒店具备更强的可复制性等。

图表31：酒店行业/资产研究框架



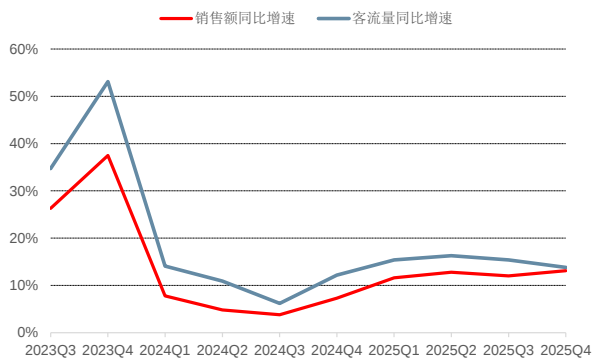
资料来源：中信建投

(3) 奥特莱斯：抗周期属性凸显，重点关注资产的品牌招商及货品运营能力

作为“重奢平替”与“高性价比”的代表性零售业态，奥特莱斯在经济周期波动中展现出显著的经营韧性。

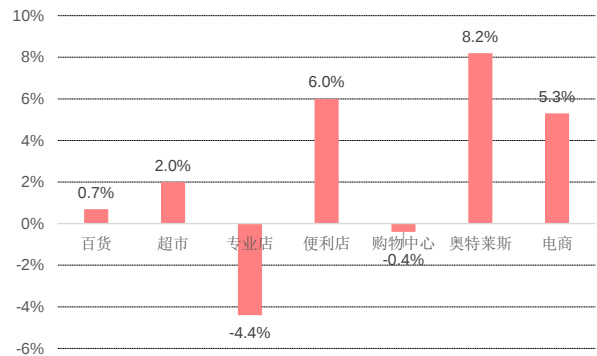
2025Q4 销售额同比增长 13.1%，客流同比增长 13.8%，实现抗周期双增。2021 年至今，内地奥莱发展进入提质增效阶段，头部集聚、轻资产与并购活跃，业态从单一折扣转向综合体验。据中国商业联合会奥特莱斯分会数据，2024 年 7 月至 2025 年 6 月，全国 205 家品质化奥特莱斯实现销售额约 1800 亿元，同比增长 8.9%，客流量近 9 亿人次，同比增长 12.5%，量额双增态势持续连贯。据中国商业联合会统计，2024 年 Q3 至 2025 年 Q4，全国商业零售 TOP100 企业在营奥莱项目各季度销售额同比增速从 3.8% 逐步攀升至 13.1%，客流量增速从 6.2% 升至 13.8%，10.1% 的销售额平均增速显著高于传统零售业态，凸显其穿越经济周期的能力。

图表32： 全国主要奥特莱斯项目销售额及客流量双增



资料来源：中国商业联合会，中信建投

图表33： 2024 年分业态商业零售 TOP100 企业销售额增速

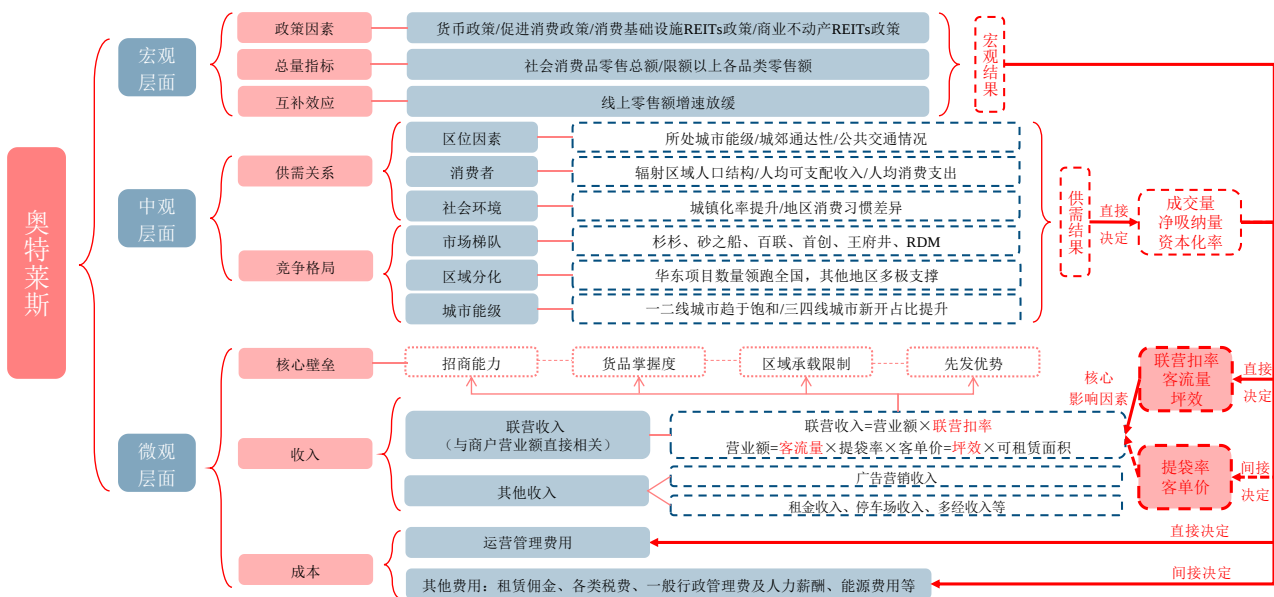


资料来源：中国商业联合会，中信建投

奥特莱斯业态的研究建议重点考量微观品牌招商及货品运营能力。与传统购物中心不同，奥莱具备显著的目的地消费属性，收入以联营模式为主，因此评估核心更聚焦资产自身竞争壁垒、联营模式转化效率及低成本运营下的现金流稳定性。**宏观层面**，重点筛选受益于促消费政策、具备体验式线下场景优势、与线上零售形成互补的抗周期赛道；**中观层面**，关注行业梯队分化与区域下沉特征，优先布局头部企业主导、区域供需关系良好的项目；**微观层面**，收入端依托联营扣点及多元经营构成稳健结构，核心驱动因素为客流量、提袋率与坪效，成本端凭借郊区区位及从价计征房产税具备显著优势，最终优选底层资产成熟、运营稳健、现金流确定性强的标的。



图34：奥特莱斯资产研究框架



资料来源：中信建投

（4）购物中心：三大赛道差异较大，重奢与下沉龙头更具抗周期优势

购物中心业态核心分化为重奢、高能级、下沉三大差异化赛道。重奢市场依托顶奢品牌资源形成不可复制的寡头垄断壁垒，运营 5 年以上项目占比达 85.6%，成熟项目凭借高客单价与高出租率构筑坚实价值护城河，具备城市级辐射能力与强抗周期性；高能级市场竞争激烈，靠区位与运营破局，非标与主题商业贴合实用与情绪双重需求；下沉市场依托产品代差与规模效应制胜，86%城市归属下沉市场但商业项目仅占 40%，增量空间广阔。

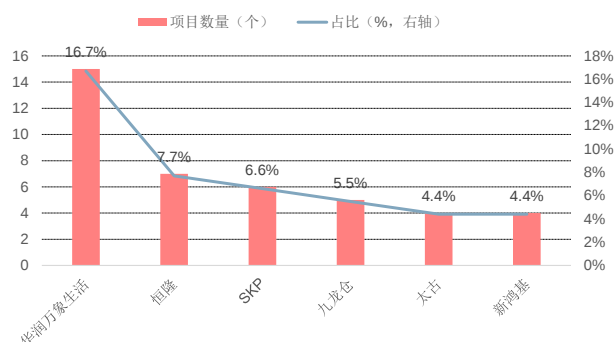
图35：经营策略维度下的国内购物中心市场结构

市场类型	主要城市商业线级	单市场容量	总市场容量	潜在增量	代表性运营商	核心壁垒
重奢市场	商业一线/准一线城市	小	小	较小	恒隆、太古、华润置地、SKP	消费者品牌忠实度高，高收入客户群相对稳定，抗周期性强，但进入门槛非常高，需要丰富的高端品牌资源，“抢时机、抢地段”的前瞻性，高运营力及拓展力
高能级市场	商业一线/准一线/二线城市	大	大	大	万达、龙湖、万科印力、星河	以中高档、中档的体验式购物中心为主，竞争企业多，同质化明显，兼顾实用与情绪价值
下沉市场	商业三线城市	小	大	大	新城控股、宝龙地产	通过产品模式的标准化复制、先发制人的圈地实力和良好的运营能力可以实现规模效应

资料来源：赢商网，中信建投

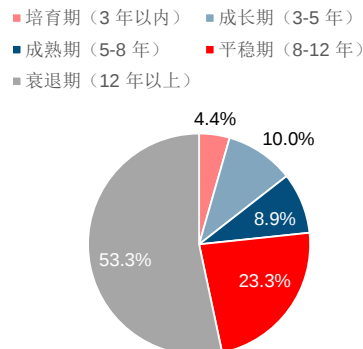
城市商业线级是赢商大数据综合城市发展基础水平、商业发展规模、商业档次、商业人气及商业未来潜力等因素，对城市商业发展程度评估的等级性划分，共划分为六个等级

图表36：重奢市场头部企业市场份额（截至 2026 年 2 月）



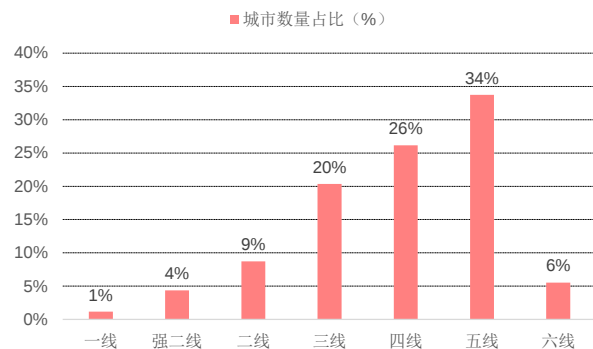
资料来源：赢商大数据，中信建投

图表37：重奢市场项目阶段分布（截至 2026 年 2 月）



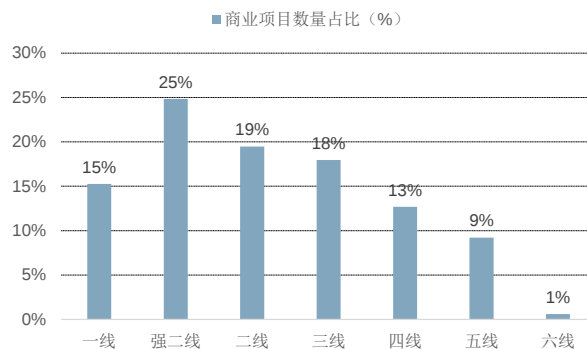
资料来源：赢商大数据，中信建投

图表38：86%的城市归属下沉市场范畴



资料来源：赢商大数据，中信建投

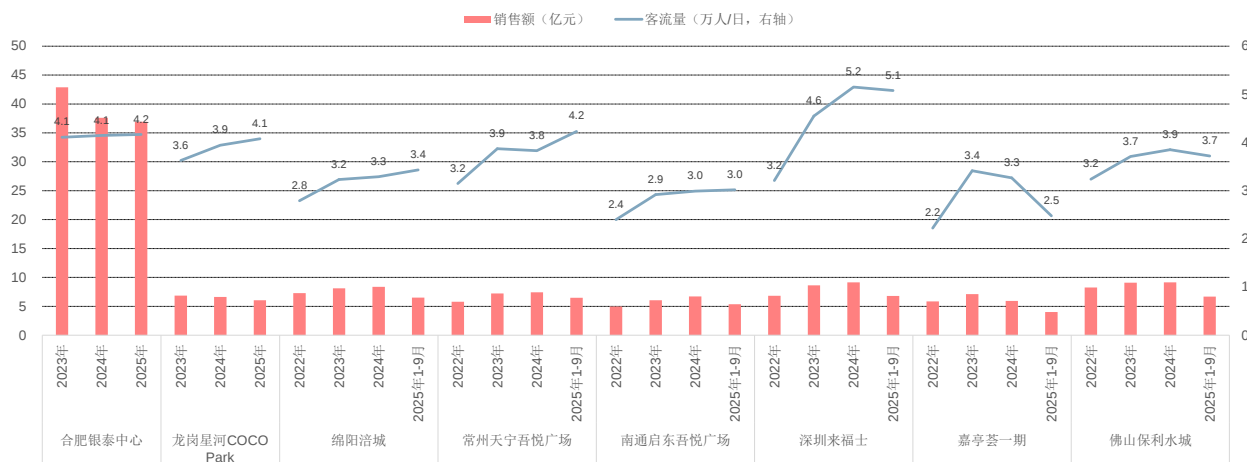
图表39：下沉市场商业项目数量占 40%



资料来源：赢商大数据，中信建投

核心重奢资产与下沉市场龙头呈现抗周期韧性优势，头部高端项目客流稳定但销售承压，下沉市场项目依托客流培育实现量价齐升。合肥银泰中心作为高端标杆项目，日均客流量稳定在 4.1-4.2 万人次，2023-2025 年销售额分别为 42.9 亿元、37.6 亿元、36.9 亿元，虽连续两年下滑，但销售规模仍居首位，与其国际奢侈品主导的高端定位高度匹配；绵阳涪城、常州天宁吾悦广场、南通启东吾悦广场等下沉市场项目，2022-2024 年日均客流量从 2.4-3.2 万人次稳步提升至 3.0-4.2 万人次，对应销售额分别从 7.3 亿元、5.8 亿元、5.0 亿元增长至 8.4 亿元、7.4 亿元、6.7 亿元，客流增长与销售提升形成正向循环，展现出更强的消费释放潜力与运营效率。

图表40：头部高端项目客流稳定但销售承压，下沉市场项目依托客流培育实现量价齐升

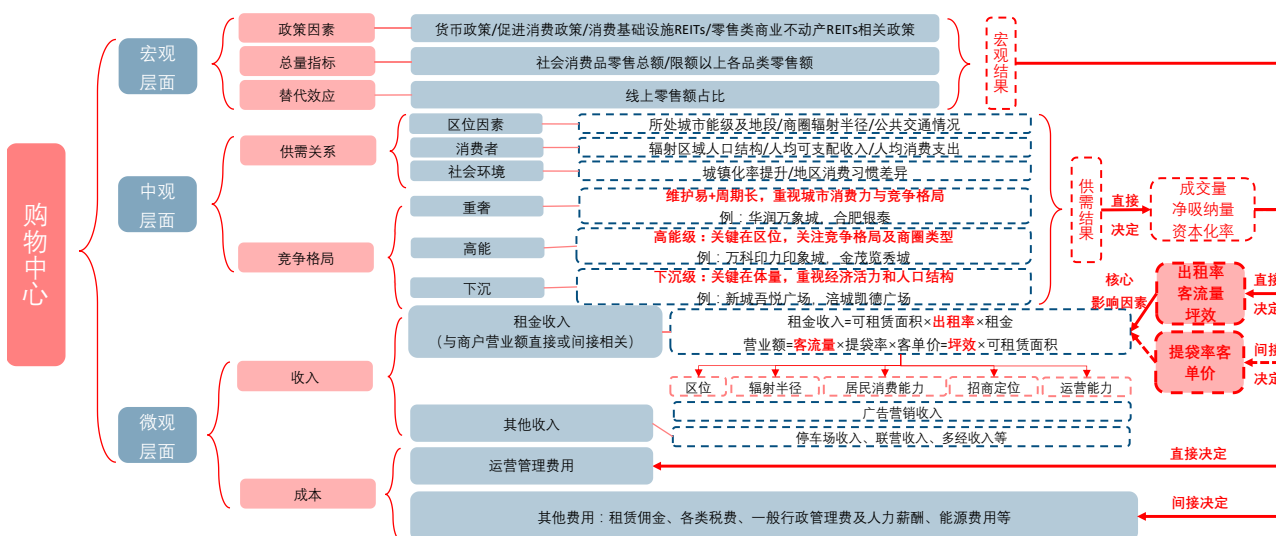


资料来源：招募说明书，中信建投

注：深圳来福士项目统计范围为购物中心业态部分。

购物中心 REITs 研究建议遵循宏观环境定调、中观市场选筹、微观运营验证的三层递进逻辑，沿着行业趋势向项目价值的传导路径，系统梳理核心影响指标，全面评估其发展现状与投资价值。**宏观层面**，通过政策因素、消费总量指标与电商替代效应三类变量综合判断行业趋势，政策涵盖货币、促消费及商业不动产 REITs 相关政策，总量参考社零等核心数据，替代效应以线上零售额占比衡量。**中观层面**，聚焦区域供需关系与竞争格局，供需端从区位禀赋、消费客群、社会环境维度分析项目基础潜力；竞争端按项目定位划分为重奢、高能级、下沉三类，分别对应不同的核心考察要素。**微观层面**，以收支结构为核心，收入端拆解租金、出租率、客流量、提货率等驱动因子，成本端重点关注运营管理、税费、人力等对盈利空间的影响。

图表41：购物中心 REITs 研究框架



资料来源：中信建投

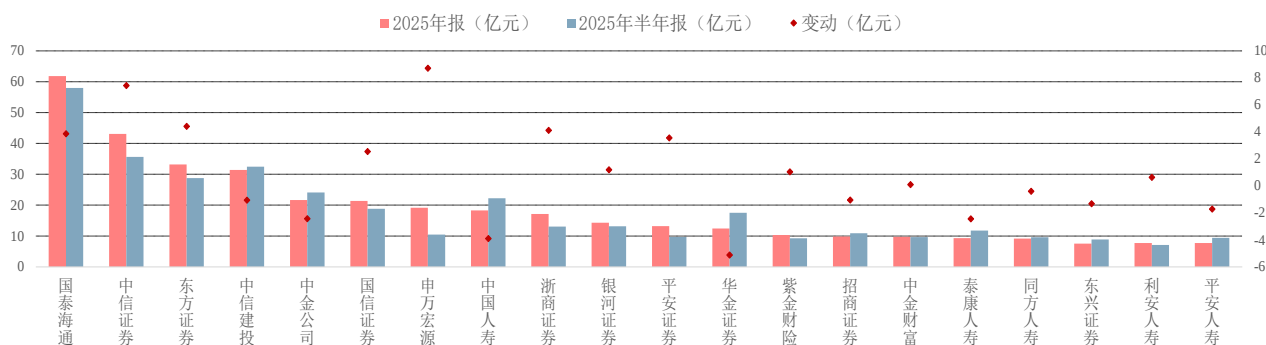
四、展望：供给侧压力逐步释放，增量资金政策落地，把握下半年供需格局改善之机

4.1 供需：机构配置策略分化，商业不动产 REITs 快速推进，市场由供不应求转向供需两旺

整体来看，市场供需格局有望由此前的供不应求逐步转向供需两旺。供给端商业不动产 REITs 启动；需求端 REITs 纳入二级债基投资范围，此外，首批四单 REITs 指数基金申报，预计将持续引入增量资金。

需求侧从绝对持仓金额看，头部券商配置金额持续提高，险资机构较 2025 上半年减持 9.8%。从前十大持有人来看，头部券商持仓规模较大，且较 2025 年上半年进一步提升。2025 年，国泰海通、中信证券、东方证券三家机构合计持仓市值达 138.1 亿元，较 2025 年上半年 122.4 亿元提升 12.8%，显示头部券商对基础设施 REITs 的配置力度仍在增强。保险机构方面，前二十大外部投资机构中，共有六个保险资金属性投资机构，2025 年合计持仓市值为 62.5 亿元，较 2025 上半年持仓市值下降 9.8%，减持趋势明显。

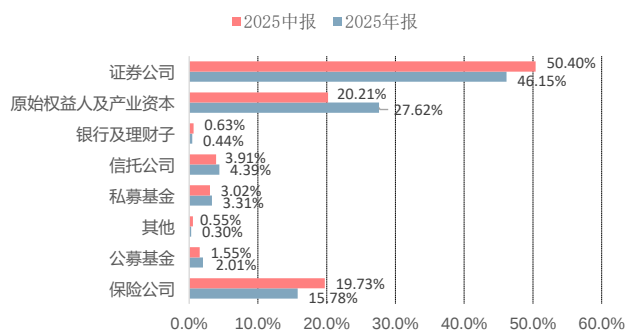
图表42： 头部十二个券商持仓金额较 2025 上半年增持 8.6%，六大险资投资机构较减持 9.8%



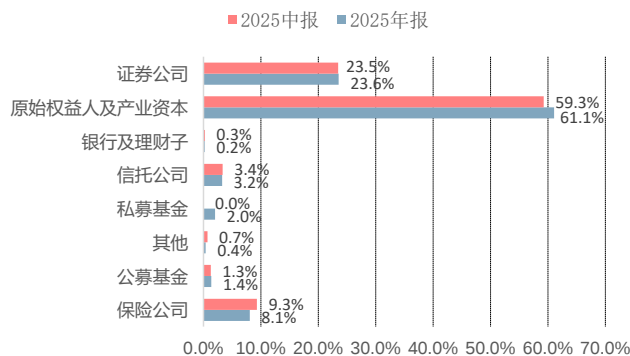
资料来源：wind，中信建投

流通份额层面，证券公司仍为第一大持仓主体，但边际配置活跃度有所下降。与 2025 年半年报相比，证券公司持仓市值占比下降 4.2 个百分点，虽仍居流通端各类机构首位，但也是流通端减持规模最大的主体。与此同时，原始权益人及产业资本持仓占比大幅提升 7.4 个百分点，显示产业资本对底层资产长期价值的认可度增强。保险公司持仓占比下降 4.0 个百分点，银行及理财子小幅下降 0.2 个百分点；公募基金、信托公司、私募基金则均有所增持，占比分别提升 0.5、0.5 和 0.3 个百分点。

综合上看，原始权益人及产业资本仍占主导地位，保险公司占比下降 1.2%。流通+非流通份额合计，原始权益人及产业资本持仓市值占比提升 1.8 个百分点，继续为占比最高的持仓主体。证券公司和公募基金持仓市值占比均较 2025 年上半年提升 0.1 个百分点；保险公司、信托公司、银行及理财子、私募基金持仓占比则分别下降 1.2、0.1、0.03 和 0.3 个百分点。整体来看，除原始权益人及产业资本增持较为明显外，其余多数机构持仓结构调整幅度较小。

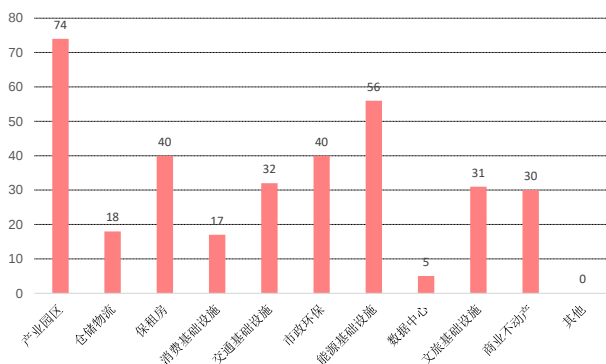
图表43： 2025/2025H1 REITs 投资者持仓市值占比（以流通市值为基础）


数据来源：wind，中信建投

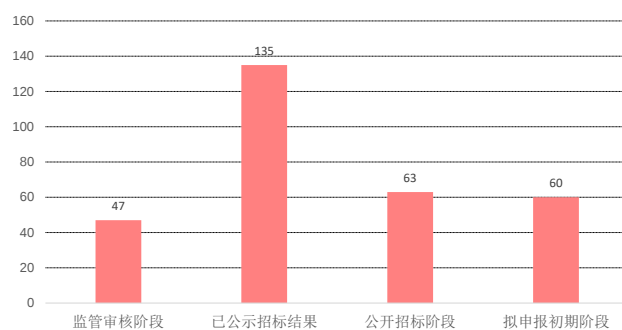
图表44： 2025/2025H1 REITs 投资者占比（以非流通+流通的总市值为基础）


数据来源：wind，中信建投

供给侧来看，长期视角基础设施 REITs 拟申报项目储备丰富，商业不动产资产存量充足。截至 2026 年 6 月 4 日，C-REITs 拟申报项目合计 358 个，显示市场储备规模较为充足。短期视角，2026 年上半年商业不动产 REITs 项目集中发行导致市场阶段性供需错配，从市场诉求、资产质量等角度评估，商业不动产 REITs 后续发行速度或放缓。

图表45： C-REITs 各业态申报数量


数据来源：wind，中信建投

图表46： C-REITs 拟申报项目


数据来源：wind，中信建投

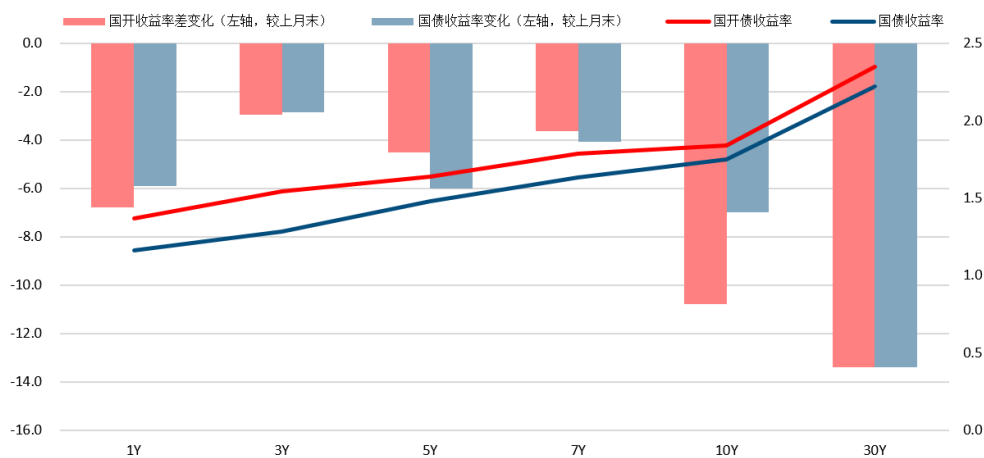
4.2 利率：预计下半年 10Y 国债利率持续围绕 1.65-1.85% 区间震荡，进一步走强需增量政策助推

2026 年 4 月以来，市场全线走强，长端及超长端走强更为突出，收益率曲线有所走平。前期超长债低估明显，“高通胀”预期退潮带动估值修复是 4 月市场迅速走强的重要原因。数值上看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y、30Y 国债月末点位分别为 1.16%、1.28%、1.48%、1.63%、1.75% 及 2.22%，较上月分别变化 -5.9BP、-2.9BP、-6BP、

-4.0BP、-7.0BP 与-13.4BP，收益率曲线两端变化幅度较大，曲线 3Y 至 7Y 的中段变化相对较少。

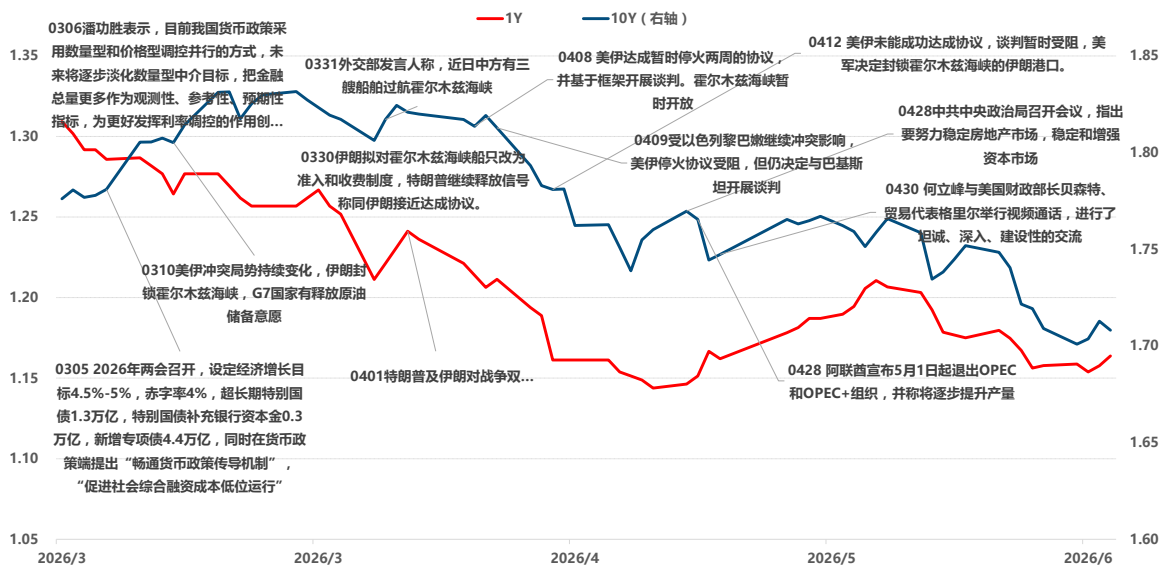
4 月以来债市走强较为顺畅，后续市场盘整震荡概率较高，下半年 10Y 国债利率或持续围绕 1.65-1.85% 区间震荡。四月初，伊朗宣布调整对霍尔木兹海峡的管控，中方确认有船只通过海峡，随后美伊双双释出缓和信号，于 4 月上旬达成暂时停火两周的协议。美伊冲突的缓和改变了市场对高油价的担忧。随后，国内公布的 3 月 CPI 数据同比增速出现回落，PPI 同比增速亦未达到市场预期水平，“高通胀”逻辑落空，推动长端及超长端估值迅速修复，成为市场走强的重要助推因素。当前，债市估值来到合理水平，进一步走强需要增量政策助推，美伊冲突明显反转带动市场走弱的概率也较低。

图表47： 4 月以来债市全线走强（单位：BP，%）



资料来源：wind，中信建投

图表48： 后续市场盘整震荡概率较高，进一步下探需要增量政策助推（单位：%）



资料来源：wind，中信建投

4.3 政策：增量资金政策出台，关注后续资金入市进展

中长期来看，监管有望从专项立法、引入增量资金、加强主动管理等方面推动 REITs 市场健康发展。短期来看，常态化发行方兴未艾，REITs 首发驱动市场提质扩容仍然是监管工作的重点，监管政策或将集中在优化信披管理、丰富多层次 REITs 市场各类投资品种等方面；中长期来看，推进商业不动产与消费基础设施平台并轨预期升温，有望成为中长期 REITs 扩容的重要方向。同时引入增量资金，持续理顺管理人定位乃至推进专项立法或是监管工作的中长期方向。

同时，REITs 纳入二级债基投资范围政策落地、4 只公募 REITs 指数基金产品已正式申报和建信中关村 REIT 原始权益人增持计划公告释放重要信号。公募 REITs 市场增量资金政策接连落地，二级债基及指数基金的落地有望在年内为 REITs 市场带来近百亿增量资金；原始权益人增持释放对项目长期价值认可及稳定二级市场预期的信号；后续仍可关注质押式回购纳入 REITs、沪深港通机制及平准基金等潜在政策。同时需注意的是，上述增量资金的实际入市仍需经历产品审批、建仓布局等流程周期，短期政策信号意义强于实质资金拉动效应。

图表49：已落地及潜在的增量资金政策



资料来源：中信建投

2025 年 12 月 31 日，证监会发布《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》（证监发〔2025〕63 号），支持符合条件的公募基金将 REITs 纳入投资范围。该政策的落地有望为 REITs 市场引入新投资者并逐步增强流动性，助力 REITs 行业的高质量发展。截至 2026 年 4 月 14 日，已有 5 只新发/待发二级债基将 REITs 明确纳入投资范围，其中 4 只产品的批复时间集中在今年 3 月。若今年新发可投 REITs 的二级债基累计规模达 1000 亿元，按平均 5% 的 REITs 仓位估算，对应投资于 REITs 的总规模约 50 亿元，未来随着更多类似产品获批发行，积极影响有望持续显现。

图表50：2026 年以来已发行/拟发行的 5 只 REITs+二级债基

代码	名称	投资类型	发行公告日期	基金成立日期	投资范围	基金投资上限
027078.OF	富国稳健添颐	债券型基金	2026/4/2	还未成立	可投资全市场公募 REITs	≤ 净值 10%
027024.OF	国金安裕	债券型基金	2026/3/25	还未成立	可投资除基金管理人旗下的产品外的公募 REITs	≤ 净值 10%
027076.OF	易方达恒安稳健 6 个月持有	债券型基金	2026/3/24	2026/4/8	可投资全市场公募 REITs	≤ 净值 10%
027006.OF	天弘安泽 90 天持有	债券型基金	2026/3/20	还未成立	可投资全市场公募 REITs	未单独列明
028499.OF	富国嘉汇	债券型基金	2025/12/31	2026/3/19	可投资全市场公募 REITs	≤ 净值 10%

资料来源：wind，中信建投

5月18日，根据证监会行政许可系统披露，华夏基金、中金基金、南方基金、易方达基金旗下首批 REITs 指数基金获接收材料，公募 REITs 指数化投资正式起航。目前机构投研效率与项目规模尚不匹配，同时流动性水平制约资金配置规模。REITs 指数基金的推出，将进一步完善 REITs 市场需求侧建设，为投资者提供低门槛、分散化的 REITs 配置工具，降低单一项目波动对投资收益的影响，提升市场整体资金承接能力。

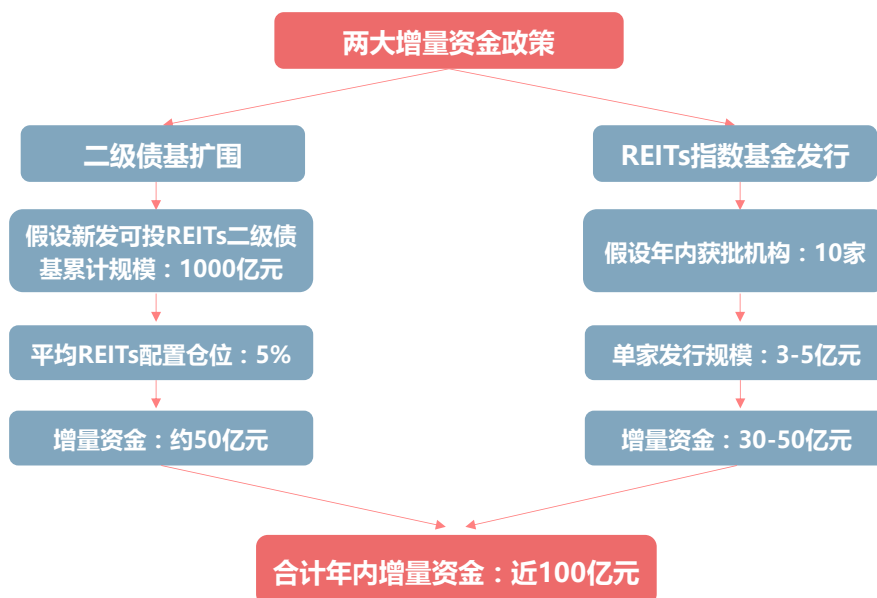
图表51： REITs 指数基金主要产品形态对比

	交易方式	投资标的	申赎机制	流动性来源	监管与发展导向
场内ETF 核心：场内交易+实物申赎	交易所挂牌，盘中竞价交易	直接投资指数成份证券，实物申赎	实物申赎	二级市场交易+做市商	适用交易所上市规则与风险管理指引
场外ETF联接基金 核心：挂钩场内ETF	场外渠道按净值现金申赎	主要投资于目标ETF	现金申赎，保留不低于5%高流动性资产	依赖目标ETF的流动性	政策支持
普通场外指数基金 核心：纯场外现金运作	场外渠道按净值现金申赎	直接投资指数成份证券	现金申赎	投资者申赎流量	政策支持，鼓励发展

资料来源：中信建投

需求侧政策协同发力，债基扩围 REITs、指数化产品推出，有望在年内为 REITs 市场带来近百亿增量资金。此前4月的债基新政已将公募 REITs 纳入投资范围。我们测算，若今年新发可投 REITs 的二级债基累计规模达1000亿元，按平均5%的 REITs 仓位估算，对应投资于 REITs 的总规模约50亿元；若年内10家机构获批 REITs 指数基金、单家发行3-5亿元，则指数产品贡献30-50亿元，合计有望在年内为市场带来近百亿增量资金。

图表52： REITs 市场增量资金测算

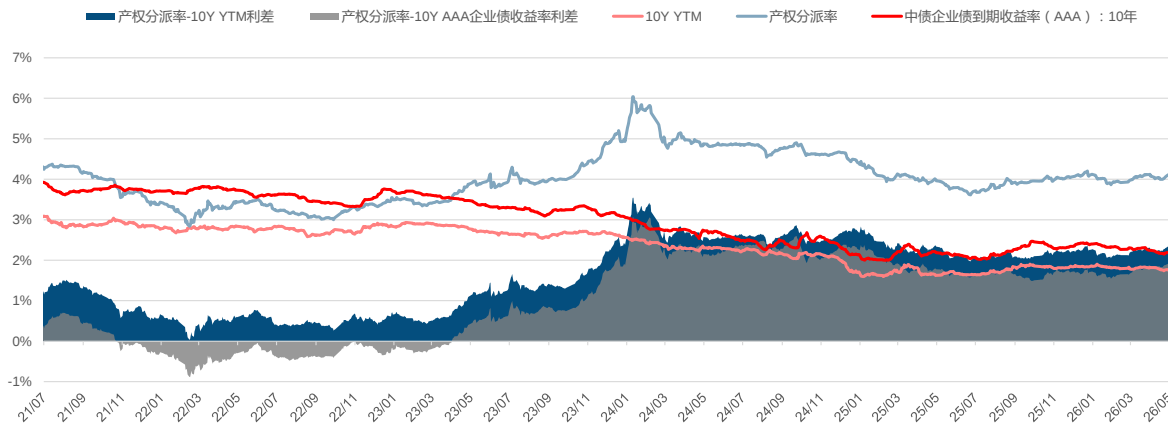


资料来源：中信建投

建信中关村 REIT 发布新一轮原始权益人增持计划，向市场释放明确的长期持有信号。本次增持计划累计金额上限为 6000 万元，实施期限为 2026 年 6 月 1 日至 2027 年 5 月 31 日，增持主体同时承诺本次增持份额在计划实施期间及期满后 6 个月内不进行任何形式减持；该项目原始权益人此前已完成首轮 2 亿元上限增持计划，累计增持占总份额 6.85%，截至 2025 年末合计持股 40.19% 且后续未减持，历次增持多集中在份额调整阶段，逆势增持特征显著，本次计划有望进一步稳定二级市场预期。

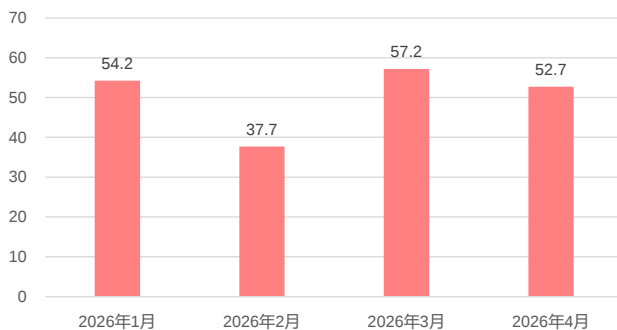
质押式回购资金投资 REITs 的市场基础条件已较为充分。当前低利率环境下 REITs 高分红优势持续突出，截至 2026 年 5 月产权类 REITs 相对 10 年期 AAA 级企业债的超额收益达 201bps，已成为机构固收+组合的重要配置方向；2025 年末证券公司与保险公司合计持仓 REITs 流通市值占比达 61.9%，形成存量资产盘活与增加杠杆放大交易头寸的需求。同时，2026 年 1-4 月交易所质押式回购月均成交额达 50.5 万亿元，且当前 GC001、GC007 利率与 REITs 分派率存在 200BP 以上的稳定利差，市场规模庞大、资金成本稳定，具备承接能力。

图表53： 产权类 REITs 分派率与国债、信用债收益率的比较



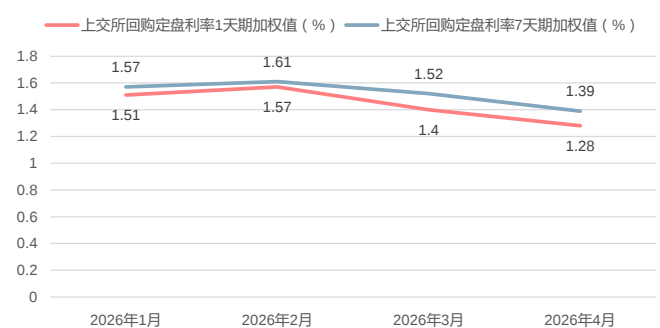
资料来源：iFind，中信建投

图表54： 2026 年 1-4 月交易所质押式回购月成交额（万亿元）



数据来源：上交所，深交所，中信建投

图表55： 2026 年 1-4 月 GC001 及 GC007 加权平均利率走势

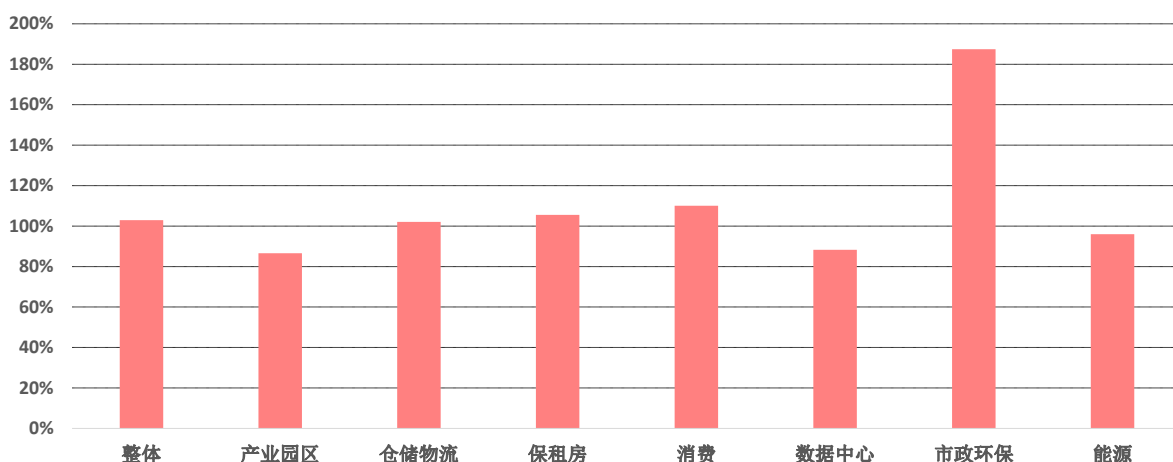


数据来源：上交所，深交所，中信建投

4.4 基本面：2026Q1 抗周期板块持续展现成长性，部分顺周期板块持续承压

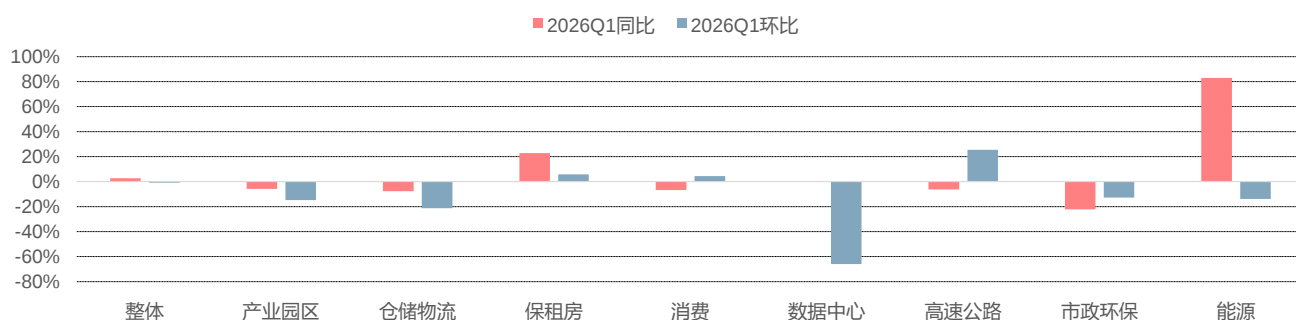
2025 年全年到 2026Q1，板块分化格局持续，整体来看，抗周期板块展现成长性，部分顺周期板块如高速公路边际改善，经营表现超预期。2025 全年及 2026Q1，次新项目整体业绩达成率均基本达 100%，消费、保租房、市政环保等板块达成率较高。20 只拥有可比数据的次新 REITs 2026 年一季度收入、EBITDA、可供分配金额平均达成率分别为 107.1%、109.7%、104.9%，收入及可供分配金额均超预期完成，EBITDA 亦明显超预期。部分扩募项目并表带动存量 59 只 REITs 总体业绩提升，整体收入、EBITDA 及可供分配金额三大指标同比平均变幅分别为 7.2%、2.9%、2.6%。

图表56： 2026Q1 各板块 REITs 可供分配金额达成率（%）



数据来源：REITs 公告，中信建投

图表57： 2026Q1 各板块 REITs 可供分配金额同环比（%）



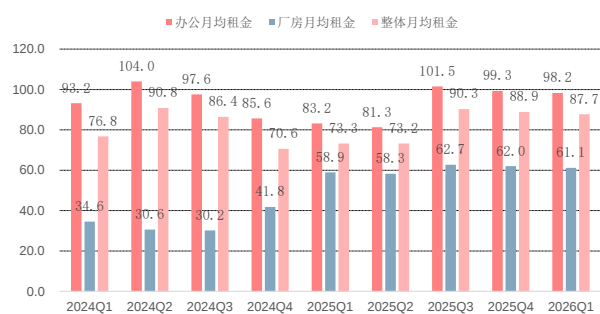
数据来源：REITs 公告，中信建投

（1）产业园区：次新项目表现较好，存量项目量价均承压

办公类 REITs 经营同环比降幅增大，经营压力仍存；标准厂房 REITs 月均租金同比改善。办公类 REITs 月均租金环比下降 1.2%，同比下降 7.1%；出租率环比下降 1.7pct，同比下降 4.8pct。标准厂房 REITs 月均租金环比微降 0.3%，同比上升 4.0%；出租率环比下降 1.5pct，同比下降 1.9pct。一季度部分产业园区 REITs 的出租率波动主要系重要租户退租或缩减面积导致的空置损失。招商科创 REIT 某租户欠缴 2026 年 1-4 月租金，占该

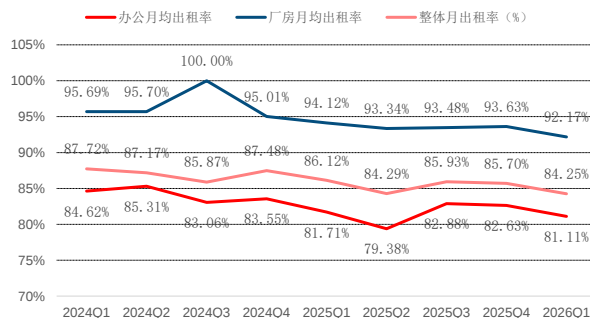
楼应收租金的 25.1%，未来将加强租金监控管理，通过信息化系统流程化催缴工作，实施差异化收缴方案。华夏金隅智造工场 REIT 重要现金流提供方缩减承租面积，导致约 4.1%的面积空置，产生净租金损失约 175.5 万元。从中长期来看，项目公司利用租户调整租赁业务的机会优化租户结构，降低对单一重要租户的依赖度，有利于提升项目现金流的分散性和长期运营的自主性与稳定性。

图表58：产业园区 REITs 月租金（元/平米/月）



数据来源：REITs 公告，中信建投

图表59：产业园区 REITs 出租率（%）



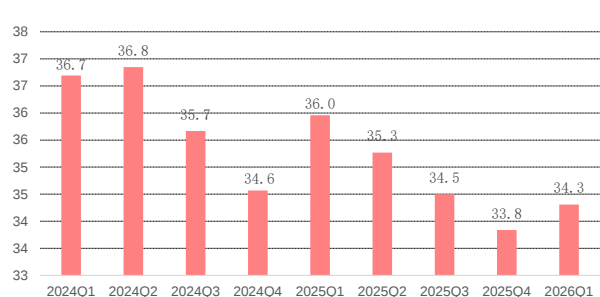
数据来源：REITs 公告，中信建投

（2）仓储物流：出租率整体下行，华南区域量价承压

租金维持低位，华南区域面临较大租金调整压力。（1）中金普洛斯 REIT 租金环比下降 2.0%，受仓储物流市场租金下行影响，部分项目新签租金单价同比下调，同时管理人在本期主动实施价格策略调整以稳定出租率，多数项目租金下行，其中普洛斯顺德物流园项目租金环比下降 4.4%；（2）红土创新盐田港 REIT 租金环比下降 0.5%，现代物流中心项目租金环比下降 0.1%，世纪物流园项目租金环比下降 2.4%；（3）华泰宝湾物流 REIT 租金环比下降 0.9%，嘉兴项目因受到新增供应扰动租金环比下降 1.0%。

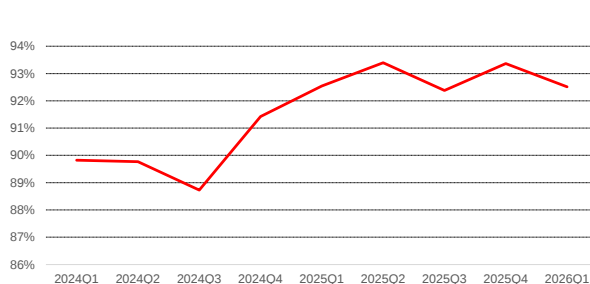
出租率表现分化，部分区域项目受新增供给扰动。（1）嘉实京东仓储物流 REIT、汇添富九州通医药 REIT 项目 Q1 均保持 100%满租，红土创新盐田港 REIT、华泰宝湾物流 REIT、中航易商仓储物流 REIT 出租率分别小幅环比上升 0.5、0.4 和 0.9 个百分点；（2）中金普洛斯 REIT、华安外高桥 REIT、南方顺丰物流 REIT、中银中外运仓储物流 REIT 出租率分别环比下降 2.8、2.9、0.7 和 1.5 个百分点至 86.7%、93.9%、95.2%和 96.3%；（3）华夏深国际 REIT 出租率下降 3.8 个百分点。

图表60：仓储物流 REITs 月租金（元/平米/月）



数据来源：REITs 公告，中信建投

图表61：仓储物流 REITs 出租率（%）



数据来源：REITs 公告，中信建投

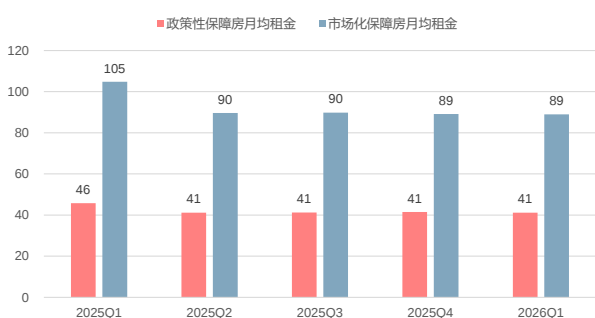
（3）保租房：出租率高位略降，政策性保租房租金稳中有升

政策性保障性租房凭借政策支持和民生属性，在业绩及经营方面优势突出，市场化项目租金下降压力较大。

1) 政策性保障房抗周期属性凸显，2026 年 Q1 其月租金基本持平，同时出租率高达 96.6%，环比下降 0.2 个百分点，基本维持高位。2) 相较之下，市场化保租房受宏观经济波动影响更为显著。五个存量项目中三个环比月租金下降，出租率环比下降 0.2 个百分点，整体量价齐跌。

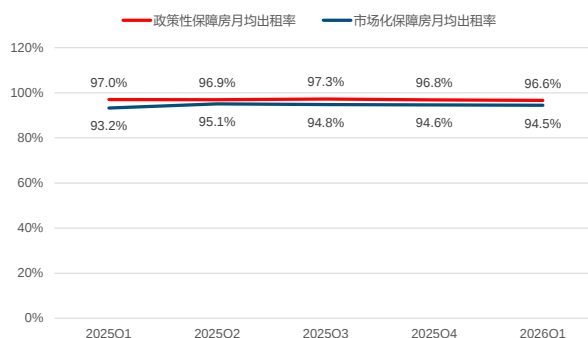
出租率多数项目波动明显，整体高位震荡。从环比来看，8 只 REITs 中 5 只出租率出现下降：中金厦门安居 REIT、红土创新深圳安居 REIT、招商基金蛇口租赁住房 REIT、汇添富上海地产租赁住房 REIT、华泰紫金苏州恒泰租赁住房 REIT 环比降幅分别为 0.6%、0.7%、1.1%、1.5%和 0.6%，华夏北京保障房 REIT、华夏基金华润有巢 REIT、国泰海通城投宽庭保租房 REIT 环比增幅分别为 0.3%、0.4%、0.9%。

图表62： 保租房 REITs 月租金（元/平米/月）



数据来源：REITs 公告，中信建投

图表63： 保租房 REITs 出租率（%）



数据来源：REITs 公告，中信建投

（4）消费：强运营助力业绩整体超预期，出租率高位波动，多数项目租金同比增长

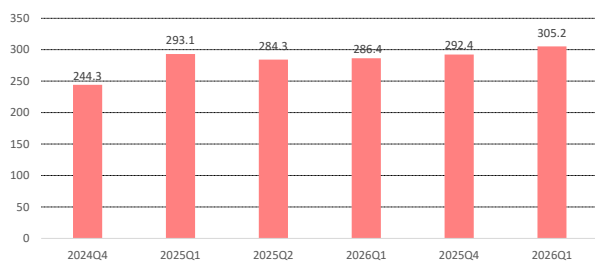
购物中心 REITs：出租率整体高位运行，租金同比普遍增长。例如，中金印力消费 REIT 出租率 95.9%，同比下降 2.2 个百分点；租金单价 277.1 元/平方米/月，同比上升 5.4%，在调改影响下租金仍保持增长。

奥特莱斯 REITs：出租率保持高位，租金同比增长明显。例如，华夏首创奥莱 REIT 出租率 97.7%，同比提升 0.3 个百分点；租金单价 226.4 元/平方米/月，环比上升 16.8%，同比上升 13.7%，表现亮眼。

社区商超 REITs：出租率小幅回落，租金同比稳步增长。例如，嘉实物美消费 REIT 出租率 94.3%，同比下降 1.0 个百分点；租金单价 120.9 元/平方米/月，同比增长 5.8%，经营韧性较强。

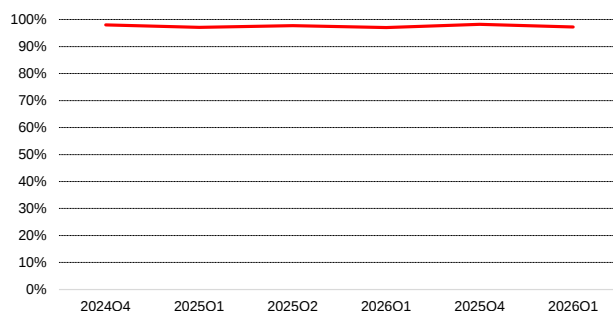
农贸市场 REITs：出租率改善趋势延续，租金短期小幅波动。例如，易方达华威市场 REIT 出租率 93.8%，同比提升 6.1 个百分点；租金单价 127.8 元/平方米/月，同比下降 4.9%，整体表现基本平稳。

图表64：消费 REITs 月租金（元/平米/月）



数据来源：REITs 公告，中信建投

图表65：消费 REITs 出租率（%）



数据来源：REITs 公告，中信建投

（5）数据中心：计费率与上架率维持高位，大客户结构支撑稳健经营

南方万国数据中心 REIT 计费率环比提升，近三年平均签约率保持 100%。2026Q1 项目总可售功率、托管服务费单价与上季度持平，收缴率 100%，与上季度持平；期末计费率 97.1%，环比提升 0.3pct，延续高位运行；客户结构方面，报告期内上海电信与上海联通分别贡献 46.4% 和 51.9% 的营业收入，均为国内三大电信运营商，客户资质优良，现金流稳定性强。

南方润泽科技数据中心 REIT 连续三季度上架率超 99%，高功率机柜稳定运行。2026Q1 项目 7.04kW 标准机柜上架数量 5763 个，16.5kW 高功率机柜上架数量 99 个，上架率高达 99.4%，环比提升 0.02pct，充分体现资产的高密度利用效率。客户结构方面，全部托管服务费收入来源于中国电信股份有限公司北京分公司，客户集中度高且合作关系稳定。报告期内，A-18 数据中心对楼内共计 21168 节 UPS 蓄电池完成整体更换并已正常投入使用，保障了设备长期稳定运行。2026 年 2 月 14 日南方润泽科技数据中心 REIT 公告拟扩募新购入 A-7、A-8 资产，若顺利推进，将进一步提升基金现金流回报能力。

图表66：数据中心 REITs 2026 年 Q1 经营情况

REITs/项目名称	2025Q4	2026Q1	环比
南方万国数据中心REIT			
项目整体			
总可售功率 (kW)	29,044.00	29,044.00	0.00%
计费率	96.79%	97.13%	0.34pct
计费功率	28,112.00	28,210.00	0.35%
有效托管服务费单价水平 (含税) 元/kW/月	570	570	0.00%
托管服务费收缴率	100.00%	100.00%	0.00pct
加权平均合同剩余期限 (年)	3.48	3.24	-7.01%
南方润泽科技数据中心REIT			
项目整体			
总可售功率 (kW)	42,481.19	42,479.58	0.00%
计费率	99.33%	99.35%	0.02pct
计费功率	42,197.98	42,205.02	0.02%
有效托管服务费单价水平 (含税) 元/kW/月	1,139.53	1,139.53	0.00%
托管服务费收缴率	99.99%	100.00%	0.01pct
加权平均合同剩余期限 (年)	9.00	8.75	-2.78%

数据来源：REITs 公告，中信建投

（6）交通：经营表现稳中向好，车流量及通行费整体修复，部分项目受到路网变化、极端天气和节日收费政策等因素影响承压

板块内经营表现有所分化，部分 REITs 车流量及通行费年内修复并驱动收入、EBITDA 及可供分配金额增长，部分 REITs 受到路网变化、极端天气和节日收费政策等因素影响承压。收入、EBITDA 及可供分配金额与

车流量增长特征呈正向关联。一季度车流量实现正增长的 REITs 普遍带动业绩正向增长，其中华泰江苏交控 REIT 表现尤为突出，一季度车流量同比增长 18.1%，带动收入、EBITDA 及可供分配金额同比分别增长 21.4%、27.5%、24.0%；招商高速公路 REIT 车流量同比增长 18.7%，收入与 EBITDA 同比分别增长 16.0%、16.9%，车流量增长有效转化为盈利提升；华夏中国交建 REIT 车流量同比增长 11.4%，推动收入与 EBITDA 同比分别增长 10.1%、16.1%；易方达深高速 REIT 受益于货车车流量增长，收入与可供分配金额同比分别增长 4.5%、23.8%，分红能力稳步增强。

图表67： 交通基础设施 REITs 2025 年 Q2-2026 年 4 月车流量月度同比

名称	2025年										2026年				
	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	2025年10月	2025年11月	2025年12月	2025年累计	2026年1月	2026年2月	2026年3月	2026年4月	2026年累计
平安广州广河REIT	1.2%	6.1%	2.8%	2.2%	-1.8%	-8.1%	-2.6%	-3.5%	-1.1%	-0.8%	13.4%	-6.4%	5.5%	3.4%	4.4%
浙商沪杭甬REIT	-12.0%	-10.3%	-9.8%	3.8%	3.0%	-13.8%	-21.3%	-4.9%	-11.1%	-4.3%	-22.8%	4.8%	23.8%	15.4%	2.2%
华夏越秀高速REIT	-1.3%	3.6%	-3.5%	2.0%	3.8%	-3.9%	-0.4%	2.6%	1.5%	3.9%	-20.0%	8.4%	-2.4%	-1.8%	-0.3%
国金中国铁建REIT	-8.2%	-3.6%	-9.8%	-11.1%	-12.9%	-9.4%	-2.0%	-4.8%	0.3%	-6.9%	-15.4%	17.1%	-	-5.3%	-1.3%
中金安徽交控REIT	5.1%	10.2%	4.9%	10.3%	4.9%	-0.6%	-2.0%	-3.7%	-9.3%	4.5%	-38.5%	-5.0%	13.0%	-5.4%	-11.3%
华夏中国交建REIT	4.1%	10.0%	2.5%	-0.3%	-4.7%	-12.2%	-4.5%	5.0%	-0.7%	2.8%	-21.4%	35.3%	20.3%	3.0%	6.1%
华泰江苏交控REIT	15.0%	18.7%	9.5%	22.9%	26.7%	17.5%	26.5%	27.6%	25.0%	16.4%	8.3%	22.1%	25.0%	18.1%	18.0%
中金山东高速REIT	-20.0%	-19.5%	-13.8%	-24.1%	-27.3%	-20.6%	-25.8%	-21.8%	-15.6%	-19.8%	-16.2%	-1.1%	7.0%	-3.8%	-3.7%
易方达深高速REIT	-19.8%	-14.7%	-19.6%	-19.6%	-19.3%	-22.7%	-18.4%	-13.8%	-5.1%	-16.0%	-23.0%	19.2%	16.7%	-1.7%	0.4%
工银河北高速REIT	-16.4%	-5.7%	-13.27%	2.99%	9.39%	1.92%	-6.51%	3.07%	0.02%	-4.5%	9.2%	-10.7%	-	-4.0%	-1.2%
招商基金招商公路REIT	1.7%	5.1%	3.3%	7.30%	7.70%	3.50%	5.40%	10.70%	9.80%	8.7%	-20.9%	47.1%	44.7%	16.7%	18.2%
华夏南京交通高速公路REIT	7.6%	6.3%	19.2%	22.50%	29.30%	15.70%	1.20%	5.20%	1.80%	8.3%	-15.5%	1.5%	7.5%	-8.0%	-4.1%
平安宁波交控REIT	1.1%	1.0%	-3.7%	-6.39%	-3.02%	-1.59%	-4.28%	1.10%	-2.2%	-0.1%	-5.7%	-14.8%	-2.5%	-1.6%	-5.7%

数据来源：REIT 公告，中信建投

（7）市政环保：刚需支撑稳增长，运营季节性波动导致业绩分化

中航首钢绿能 REIT：收入同比上升，可供分配金额同比下降。2026 年 Q1 实现可供分配金额同比下降 19.9%，主因在于北京市城管委员会核算期间生活垃圾处理费暂未回款。2026 年 Q1 生活垃圾处理量 25.4 万吨，同比增长 17.4%，上网电量同比增长 8.3%。**富国首创水务 REIT：**经营指标同比改善，产能利用率小幅回落。2026 年 Q1 可供分配金额同比增加 36.7%，主要原因为深圳项目应收账款回收情况好于去年同期。污水平均处理量 57.5 万吨/天，同比增长 9%，环比下降 3.4%；产能利用率 85.3%，环比下降 1 个百分点，同比上升 7.1 个百分点。**银华绍兴原水水利 REIT：**整体运营受极端干旱及应急响应影响同比和环比均下滑。2026 年 Q1 可供分配金额同比下降 76.7%，环比下降 73.5%。业绩同比和环比均下滑主要系本季度小舜江流域自然水文条件持续偏枯，且受到原水应急保障I级响应影响，汤浦水库供水量下降。2026 年 Q1 供应原水量环比下降 75.5%，同比下降 68.8%；原水价格维持 0.7 元/立方米（不含水资源税）。

图表68： 市政环保 REITs 经营数据

REITs/项目名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比	同比
中航首钢绿能REIT							
生活垃圾处理量（万吨）	21.6	24.5	27.2	28.5	25.4	-10.79%	17.44%
上网电量（万kWh）	8303.7	8203.4	8884.5	9806.3	8989.6	-8.33%	8.26%
单位垃圾发电量（kWh/吨）	384.1	335.0	326.9	344.6	354.1	2.76%	-7.81%
收运厨余垃圾（万吨）	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	-13.11%	-4.50%
处置厨余垃圾（万吨）	1.2	1.7	2.0	1.9	1.2	-35.26%	3.36%
富国首创水务REIT							
污水平均处理量（万吨/天）	52.8	64.1	70.6	59.6	57.52	-3.41%	8.96%
产能利用率	78.2%	94.0%	102.4%	86.3%	85.27%	-1.0pct	+7.1pct
银华绍兴原水水利REIT							
供应原水量（万立方米）	6613.0	6639.5	10020.0	8425.2	2062.8	-75.52%	-68.81%
原水价格（元/立方米，不含水资源费）	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.00%	0.00%
国泰君安济南能源供热REIT							
供热面积（万平方米）	3970.5	3970.3	3969.9	4137.0	4137.0	0.00%	4.20%
收费面积（万平方米）	2765.6	2765.4	2838.3	2901.1	2901.7	0.02%	4.92%
收缴率	99.7%	99.8%	10.3%	99.9%	95.52%	-4.4pct	-4.1pct

数据来源：Wind，中信建投

（8）能源：资产规模扩张与电价承压并行，细分板块业绩分化加剧

中信建投国家电投新能源 REIT 风资源走弱叠加电价承压，经营端同比回落。2026 年 Q1 项目发电量 2.8 亿千瓦时、上网电量 2.7 亿千瓦时，分别同比下降 19.4%、19.3%，含税上网电价约 0.8 元/千瓦时，较上年同期回落。整体看，一季度经营端同比回落主要受区域风速同比下降及江苏新能源全面入市后现货节点电价波动影响，但可供分配金额同比仍增长 17.9%。

中信建投明阳智能新能源 REIT 发电量环比修复，但同比仍承压。2026 年 Q1 项目发电量 1.1 亿千瓦时、上网电量 1.0 亿千瓦时，环比分别增长 8.5%、9.6%，但同比分别下降 16.5%、16.3%，结算电价约 0.5 元/千瓦时，环比、同比均小幅回落。整体看，公司 Q1 量端较上季度有所恢复，但受同比发电收入下降及预留支出增加影响，可供分配金额同比下降 42.6%。

工银蒙能清洁能源 REIT 量价齐跌，分红端压力最为明显。2026 年 Q1 项目发电量 8989.8 万千瓦时、结算电量 8667.0 万千瓦时，分别同比下降 23.5%、23.8%，结算电价约 0.3 元/千瓦时，同比下降 7.8%。Q1 项目受风资源季节性波动影响较大，发电侧和电价侧均承压；同时，上年同期收到可再生能源补贴形成高基数，而本期未收到相关补贴，导致可供分配金额同比大幅下降。

图表69：风电能源 REITs 2026 年 Q1 经营情况

REITs/项目名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比	同比
中信建投国家电投新能源REIT							
项目整体							
发电量（亿千瓦时）	3.49	3.38	2.2	3.58	2.82	-21.50%	-19.40%
上网电量（亿千瓦时）	3.4	3.29	2.14	3.52	2.74	-22.10%	-19.30%
不含税发电收入（万元）	25,507	24,287	14,282	25223	20297.4	-19.50%	-20.40%
含税上网电价（元/千瓦时）	0.863	0.85	0.85	0.85	0.85	0.00%	-1.50%
中信建投明阳智能新能源REIT							
项目整体							
发电量（万千瓦时）	12,656	10,982	5,296	9737.9	10569.1	8.50%	-16.50%
上网电量（万千瓦时）	12,338	10,713	5,147	9426.3	10327.8	9.60%	-16.30%
结算电价（元/千瓦时，含税）	0.5471	0.5662	0.5529	0.5366	0.5214	-2.80%	-4.70%
工银蒙能清洁能源REIT							
项目整体							
发电量（万千瓦时）	11,748	11,128	6,879	10752.7	8989.8	-16.40%	-23.50%
结算电量（万千瓦时）	11,373	10,944	6,495	10418.6	8667	-16.80%	-23.80%
结算电价（元/千瓦时）	0.3445	0.32	0.3377	0.3271	0.3175	-2.90%	-7.80%

数据来源：Wind，中信建投

中航京能国际能源 REIT 扩募并表带动规模抬升，但结算电价下行压制整体电费表现。2026 年 Q1 实现收入 1.4 亿元，净利润 3802.8 万元，可供分配 1.5 亿元，整体发电量 4.2 亿千瓦时、结算电量 4.1 亿千瓦时。受 2025 年末扩募并入水电项目影响，报表口径下量端同比明显增长；但首发资产收入同比下降 14.1%，结算电量同比下降 5.8%，结算均价有所下调；若按基金披露同口径比较，发电量和结算电量同比分别增长 4.1%、4.2%，但结算均价降至约 0.4 元/千瓦时，同比下降 11.7%，市场化交易下电价承压特征依然明显。

华夏特变电工新能源 REIT 发电表现总体平稳，量降价升下收入端小幅承压。2026 年 Q1 实现收入 4662.3 万元，净利润 2262.7 万元，可供分配 736.4 万元；项目发电量 6088.9 万千瓦时、结算电量 5898.8 万千瓦时，同比分别下降 5.5%、6.3%，主要受辐照量弱于去年同期及组件效率自然衰减影响；平均结算电价约 0.2 元/千瓦时，同比增长 7.3%，一定程度对冲了量端下滑压力，但由于本期未收到可再生能源补贴回款，可供分配金额同比下降 35.3%。

嘉实中国电建清洁能源 REIT 来水改善带动电量高增。2026 年 Q1 实现收入 2744.1 万元，净利润 1001.2 万元，可供分配 2458.0 万元；上网电量 8448.2 万千瓦时，同比上涨 48.7%，其中优先上网电量 1290.6 万千瓦时，同比上涨 27.9%。整体看，来水条件改善显著抬升量端表现，带动收入和可供分配金额同步增长，水电项目修复弹性突出。

华夏中核清洁能源 REIT 交割后首季运营平稳。2026 年 Q1 实现收入 1265.8 万元，净利润-518.6 万元，可供分配 1087.2 万元；发电量 6797.3 万千瓦时，结算电量 6797.3 万千瓦时，结算电价约 0.2 元/千瓦时。由于基金于 2026 年 1 月 15 日完成项目交割、2 月 2 日上市，当前仍处于上市初期，暂无可比的环比、同比口径。

图表70：光伏及水电能源 REITs 2026 年 Q1 经营情况

REITs/项目名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比	同比
中航京能国际能源REIT							
项目整体							
结算电量（万千瓦时）	1.27	1.11	1.09	1.04	4.1	294.20%	222.80%
结算均价	0.81	0.79	0.87	0.76	0.38	-50.00%	-53.10%
华夏特变电工新能源REIT							
发电量（万千瓦时）	6,444	6,177	6,771	5789.8	6088.9	5.20%	-5.50%
结算电量（万千瓦时）	6,297	6,115	6,645	5689.4	5898.8	3.70%	-6.30%
平均结算电价（元/千瓦时，含税）	0.2127	0.22	0.2204	0.2228	0.2282	2.40%	7.30%
嘉实中国电建清洁能源REIT							
项目整体							
上网电量（万千瓦时）	5,680	9,125	21,767	9634	8448	-12.30%	48.70%
优先上网电量（万千瓦时）	1,009	1,142	2,326	1538	1291	-16.10%	27.90%
留存电量（万千瓦时）	728	783	851	849	808	-4.80%	11.00%
华夏中核清洁能源REIT							
发电量（万千瓦时）	-	-	-	-	6,797.26	-	-
结算电量（万千瓦时）	-	-	-	-	6,797.26	-	-
结算电价（元/千瓦时）	-	-	-	-	0.2	-	-

数据来源：Wind，中信建投

鹏华深圳能源 REIT 供气改善支撑发电增长，但市场电价与燃料成本仍需关注。2026 年 Q1 实现收入 2.8 亿元，净利润 1967.4 万元，可供分配 4417.9 万元；上网电量 6.2 亿千瓦时，售电收入 2.8 亿元，同比上涨 21.9%，平均结算电价约 0.5 元/千瓦时，同比降低 1.4%，同期天然气成本 1.7 亿元，不含税燃气费同比增长 11.4%。整体看，量端的改善较为明显，但电价仍偏承压，燃料成本波动对盈利端的扰动仍需持续跟踪。

华夏华电清洁能源 REIT 量端环比回落、结算电价小幅修复，经营整体保持平稳。2026 年 Q1 实现收入 3.7 亿元，净利润-510.5 万元，可供分配 2989.6 万元；发电量 4.8 亿千瓦时、结算电量 4.7 亿千瓦时，环比分别下降 10%，结算电价约 0.8 元/千瓦时，环比提升 5.3%。整体看，项目量端有所回落，但电价改善对经营形成一定对冲，现金流分派能力维持在相对稳健水平。

图表71：火电能源 REITs 2026 年 Q1 经营情况

REITs/项目名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比	同比
鹏华深圳能源REIT							
上网电量（亿千瓦时）	5.1	8.5	11.5	6.5	6.2	-3.80%	21.80%
结算电费/售电收入（万元，不含税）	23,209.60	38,581.90	44,776.30	28724	28300.9	-1.50%	21.90%
电价（元/千瓦时，含税）	0.52	0.51	0.44	0.5	0.51	2.00%	-1.40%
华夏华电清洁能源REIT							
发电量（万千瓦时）	-	-	72,614	53678.3	48257.4	-10.10%	-
结算电量（万千瓦时）	-	-	6,645	52599.5	47350.3	-10.00%	-
结算电价（元/千瓦时）	-	-	0.7429	0.7711	0.8122	5.30%	-

数据来源：Wind，中信建投

五、投资建议：下半年 REITs 市场有望迎来企稳复苏，一级市场精选估值合理标的，二级市场把握供需格局边际改善机遇

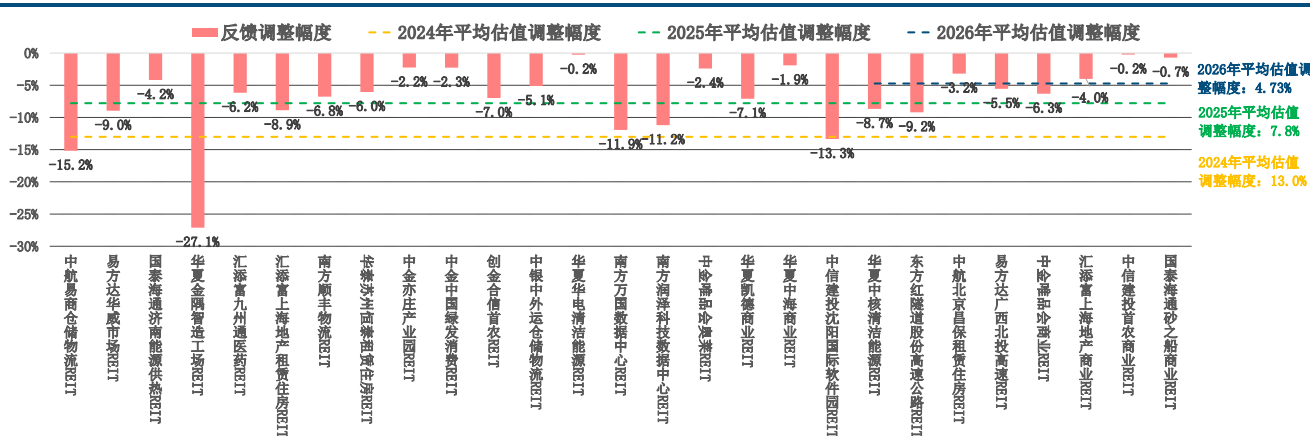
5.1 一级市场：打新及战配策略聚焦估值及询价区间合理标的

考虑到增量资金政策红利的逐步落地，叠加商业不动产集中供应的释放，当前 REITs 市场整体估值已处于相对低位水平。我们预计 2026 年的市场节奏较过去两年将有较大变化，由此前的上半年配置下半年止盈，转向上半年观望，下半年配置，2026 年下半年 REITs 市场有望迎来企稳复苏。

一级市场定价趋于理性，打新首发利差及上市初期涨幅已有收窄，策略上应由此前偏普遍参与转向精选参与，重点关注发行估值具备安全边际、询价区间合理、底层资产质量较优的项目；对长锁定期战配仍需保持谨慎。打新首发利差及涨幅收窄，但赛道拥挤程度仍然较高，中签率或仍维持较低水平，无论战配及打新，策略从过去的所有项目均参与转变为需要挑选较大利差及较优资产参与，同时对长锁定期战配保持谨慎。2025 年以来的 20 单公募 REITs 反馈稿估值调整幅度较 2024 年的 13.0% 收窄到 7.8%，2026 年进一步收窄至 4.7%，一级市场定价更加理性，市场趋于成熟。

一级市场上，我们优先推荐估值相对较低，询价区间相对窄幅的基础设施公募 REITs 的战配及打新；看好部分优质商业不动产 REITs 具备较高的投资价值，同时需关注市场化询价后打新定价过高的潜在风险。

图表72： 2025 年的 20 单公募 REITs 反馈稿估值调整幅度为 7.8%，较 2024 年的 13.0% 显著收窄，2026 年进一步收窄至 4.7%



资料来源：REIT 公告，wind，中信建投

5.2 二级市场：供给侧压力释放，增量资金逐步落地，把握下半年供需格局改善机会，聚焦抗周期、提景气、强原权三条主线

二级市场来看，随着供给侧压力的释放，需求侧政策引导二级债基与指数基金等资金有序入场，下半年供需格局有望迎来边际改善。我们推荐三大策略：流动性策略、景气度策略和强原权策略。建议聚焦三条主线：

1) 分子端稳健的抗周期板块：包括消费、政策性保租房、市政环保等板块，以及能源板块中水电、火电等稳定性更强的赛道；

2) 符合国家战略的高景气度板块：如数据中心板块；景气度边际修复的相关标的：包括供需关系逐步改善、运营效率领先的部分仓储物流资产（嘉实京东仓储 REIT、中航易商仓储 REIT 等），以及受益于区域经济活力增强、交通量持续修复的高速公路项目（华泰江苏交控 REIT、华夏南京高速 REIT 等）；

(3) 原始权益人扩募诉求强，储备资产优质的标的：包括华夏华润商业 REIT、中金厦门安居 REIT、中金联东科创 REIT、中金山东高速 REIT 等。

图表73： 经营权 REITs 估值情况（截至 2026 年 6 月 3 日）

REIT名称	二级市场表现			估值指标					2026Q1业绩达成率		
	上市以来	2025	2026以来	P/FFO	P/NAV	现金分派率 (A)	本金回收 (B)	真实分派率 (A-B)	收入	EBITDA	可供分配
特许经营权类/经营收益权类											
交通基础设施	4.0%	5.1%	2.6%	10.4	0.9	10.0%	8.8%	1.1%	-	-	-
平安广州广河REIT	-1.6%	5.6%	1.5%	9.7	0.8	9.2%	6.6%	2.6%	-	-	-
浙商沪杭甬REIT	0.4%	9.6%	-4.4%	5.7	0.7	14.6%	18.1%	-3.4%	-	-	-
华夏越秀高速REIT	-2.0%	1.1%	1.5%	10.3	0.8	7.4%	8.0%	-0.6%	-	-	-
华夏中国交建REIT	-22.7%	14.7%	15.8%	20.8	0.7	4.6%	3.4%	1.2%	-	-	-
国金中国铁建REIT	17.4%	-0.4%	0.6%	7.6	1.0	10.9%	11.5%	-0.6%	-	-	-
华泰江苏交控REIT	7.1%	5.7%	9.1%	7.7	1.0	12.2%	8.8%	3.4%	-	-	-
中金安徽交控REIT	-23.4%	5.1%	-8.1%	9.5	0.8	9.5%	12.0%	-2.5%	-	-	-
中金山东高速REIT	38.8%	1.9%	13.1%	18.5	1.3	5.9%	3.5%	2.4%	-	-	-
易方达深高速REIT	20.8%	5.7%	7.6%	7.8	1.1	12.5%	9.6%	2.9%	-	-	-
工银河北高速REIT	4.4%	4.1%	0.8%	9.2	1.0	8.5%	8.3%	0.2%	-	-	-
华夏南京交通高速公路REIT	28.3%	24.3%	-6.8%	9.1	1.2	10.4%	7.9%	2.5%	-	-	-
招商高速公路REIT	21.4%	14.8%	9.7%	9.3	0.7	8.7%	7.4%	1.3%	-	-	-
平安宁波交投REIT	12.7%	10.6%	-6.1%	5.2	1.0	13.0%	14.4%	-1.5%	-	-	-
东方红隧道股份高速公路REIT	10.2%	-	10.2%	11.7	1.0	14.0%	5.8%	8.3%	-	-	-
易方达广西北投高速REIT	3.4%	-	3.4%	11.9	1.0	8.3%	4.8%	3.5%	-	-	-
市政环保	46.2%	15.1%	5.1%	19.4	1.3	6.0%	3.9%	2.0%	-	-	-
中航首钢绿能REIT	34.1%	10.7%	3.7%	9.1	1.2	6.0%	7.1%	-1.2%	-	-	-
富国首创水务REIT	37.4%	1.7%	4.9%	10.5	1.2	9.7%	6.5%	3.3%	-	-	-
银华绍兴原水水利REIT	58.9%	2.3%	8.4%	23.8	1.5	4.2%	1.3%	2.8%	-	-	-
国泰海通济南能源供热REIT	58.1%	49.6%	2.3%	27.4	1.1	4.8%	3.0%	1.9%	260%	281%	185%
能源	35.2%	2.3%	5.6%	14.6	1.1	6.0%	4.1%	1.9%	-	-	-
鹏华深圳能源REIT	41.9%	9.1%	9.7%	14.1	1.0	7.1%	4.9%	2.2%	-	-	-
中航京能国际能源REIT	34.9%	2.5%	3.0%	12.6	1.3	7.2%	2.7%	4.5%	84%	82%	147%
中信建投国家电投新能源REIT	32.8%	8.9%	2.3%	12.1	0.9	3.8%	5.0%	-1.1%	-	-	-
嘉实中国电建清洁能源REIT	65.2%	7.0%	4.2%	31.4	1.7	5.3%	2.4%	2.9%	-	-	-
华夏特变电工新能源REIT	51.1%	1.2%	12.4%	10.4	1.2	7.5%	3.1%	4.4%	-	-	-
中信建投明阳智能新能源REIT	19.1%	3.5%	-3.7%	9.0	0.9	7.7%	5.4%	2.3%	-	-	-
工银蒙能清洁能源REIT	35.3%	1.7%	4.6%	15.1	1.4	11.9%	4.4%	7.5%	-	-	-
华夏华电清洁能源REIT	15.0%	14.8%	0.2%	13.5	1.1	5.0%	5.9%	-0.9%	106%	89%	118%
华夏中核清洁能源REIT	27.4%	-	27.4%	25.4	1.3	3.9%	2.5%	1.4%	44%	27%	61%

数据来源：Ifind，中信建投

图表74： 产权 REITs 估值情况（截至 2026 年 6 月 3 日）

REIT名称	二级市场表现			估值指标			2026Q1业绩达成率		
	上市以来	2025	2026以来	P/FFO	P/NAV	现金分派率	收入	EBITDA	可供分配
产权类									
产业园区									
华安张江产业园REIT	-10.0%	8.4%	-8.8%	21.1	0.8	4.9%	-	-	-
博时蛇口产业园REIT	-9.1%	2.8%	-5.7%	18.5	0.8	4.7%	-	-	-
东吴苏园产业REIT	-4.9%	-10.3%	-2.9%	18.4	0.8	5.4%	-	-	-
建信中关村REIT	-49.0%	5.3%	-25.0%	29.4	0.7	3.2%	-	-	-
华夏合肥高新REIT	-5.9%	-13.1%	-24.8%	17.6	0.6	6.1%	-	-	-
国泰海通临港创新产业园REIT	5.7%	8.0%	-11.3%	27.7	0.9	4.9%	85%	75%	54%
国泰海通东久新经济REIT	44.6%	14.9%	5.7%	27.5	1.3	4.1%	105%	108%	118%
华夏和达高科REIT	-21.1%	9.4%	-6.6%	22.3	0.9	5.5%	-	-	-
中金湖北科投光谷REIT	-4.8%	-20.5%	-16.5%	18.2	0.7	6.0%	-	-	-
博时津开产业园REIT	44.8%	36.5%	-3.0%	20.0	1.4	5.0%	-	-	-
易方达广开产业园REIT	-37.7%	-16.6%	-18.7%	19.1	0.6	5.8%	-	-	-
中金联东科创REIT	27.7%	19.1%	5.3%	24.7	1.2	4.1%	-	-	-
华泰南京建邺REIT	3.8%	4.8%	-8.5%	16.6	1.0	5.2%	-	-	-
中金重庆两江REIT	4.5%	8.5%	-9.0%	17.0	1.0	5.3%	-	-	-
广发成都高投产业园REIT	-1.3%	0.9%	-10.4%	21.1	0.9	5.6%	-	-	-
招商科创REIT	-14.9%	16.2%	-9.9%	16.6	0.8	5.4%	-	-	-
华夏金隅智造工场REIT	33.1%	41.5%	-5.9%	16.3	1.3	5.4%	-	-	-
中金亦庄产业园REIT	25.4%	36.5%	-8.1%	18.6	1.2	4.7%	95%	116%	101%
创金合信首农REIT	11.4%	31.0%	-14.9%	17.6	1.2	6.4%	99%	109%	-
中信建投沈阳国际软件园REIT	-1.1%	2.1%	1.0%	16.8	0.9	5.6%	99%	87%	-
仓储物流									
中金普洛斯REIT	-19.3%	2.0%	-20.0%	15.4	0.7	6.5%	-	-	-
红土创新盐田港REIT	17.9%	19.9%	-2.2%	22.9	1.1	4.2%	-	-	-
嘉实京东仓储基础设施REIT	15.9%	22.7%	0.2%	23.8	1.2	4.1%	-	-	-
华夏深国际REIT	25.8%	21.9%	4.3%	23.1	1.2	4.2%	-	-	-
华泰宝湾物流REIT	-4.1%	5.7%	-6.4%	18.6	0.9	5.2%	-	-	-
华安外高桥REIT	23.7%	19.5%	-4.0%	24.1	1.3	4.3%	-	-	-
中航易商仓储物流REIT	5.6%	14.8%	-8.0%	21.1	1.0	6.1%	-	-	-
汇添富九州通医药REIT	42.6%	44.5%	-1.3%	25.2	1.3	3.9%	-	-	-
南方顺丰物流REIT	11.9%	24.0%	-9.8%	19.6	1.1	4.7%	-	-	-
中银中外运仓储物流REIT	13.6%	26.6%	-6.3%	22.9	1.2	4.1%	96%	92%	100%
华夏安博仓储REIT	-5.7%	15.6%	-10.7%	20.7	0.8	5.2%	110%	112%	101%
保租房									
中金厦门安居REIT	69.9%	19.0%	-6.5%	32.5	1.6	3.0%	72%	73%	72%
华夏北京保障房REIT	73.1%	16.5%	-0.2%	31.7	1.9	3.0%	103%	108%	105%
红土创新深圳安居REIT	55.0%	9.5%	-1.8%	38.1	1.3	2.8%	-	-	-
华夏基金华润有巢REIT	40.2%	15.6%	-6.8%	28.1	1.1	3.5%	94%	100%	101%
国泰海通城投宽庭保租房REIT	33.2%	11.0%	-0.8%	28.6	1.2	3.4%	-	-	-
招商基金蛇口租赁住房REIT	35.3%	14.7%	0.7%	24.7	1.1	3.3%	-	-	-
汇添富上海地产租赁住房REIT	21.0%	32.0%	-8.4%	29.8	1.2	3.3%	-	-	-
华泰苏州恒泰租赁住房REIT	34.5%	34.7%	-0.2%	30.1	1.4	2.9%	100%	104%	104%
中航北京昌平租赁住房REIT	17.2%	-	17.2%	34.8	1.2	3.1%	-	-	-
消费									
华夏金茂消费REIT	57.4%	39.9%	2.8%	27.6	1.4	3.9%	-	-	-
嘉实物美消费REIT	83.8%	40.8%	2.7%	21.0	1.5	4.4%	-	-	-
华夏华润消费REIT	55.6%	21.2%	2.8%	25.3	1.4	3.7%	-	-	-
中金印力消费REIT	37.8%	29.6%	1.1%	22.7	1.2	4.2%	-	-	-
华安百联消费REIT	40.0%	32.3%	2.4%	21.0	1.4	4.7%	-	-	-
华夏首创奥莱REIT	79.8%	36.2%	7.9%	23.9	1.5	4.1%	-	-	-
华夏大悦城消费REIT	49.0%	33.3%	3.1%	25.3	1.4	3.9%	-	-	-
易方达华威市场REIT	61.0%	62.5%	-0.9%	25.8	1.5	3.7%	-	-	-
中金中国绿发消费REIT	29.2%	31.3%	-1.6%	24.6	1.2	3.8%	104%	117%	111%
中金唯品会奥莱REIT	27.4%	21.2%	5.1%	24.9	1.4	3.4%	126%	127%	114%
华夏凯德消费REIT	11.3%	14.1%	-2.4%	22.6	1.1	4.0%	103%	112%	104%
华夏中海消费REIT	4.2%	5.9%	-1.6%	24.2	1.2	4.1%	95%	114%	99%
数据中心									
南方润泽科技数据中心REIT	52.8%	41.9%	7.7%	25.5	1.2	3.6%	101%	103%	-
南方万国数据中心REIT	52.1%	46.2%	4.1%	26.4	1.0	3.5%	103%	104%	-

数据来源：Ifind，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

风险分析

- 1、审批及发行进展不及预期的风险：REITs 审批及发行受项目质量、监管审核速度及市场环境等多方面因素影响，若项目成熟度不高、监管审核速度放慢及市场环境低迷，将会使 REITs 审批发行放缓。
- 2、政策出台不及预期的风险：我国 REITs 立法、税收及信息披露等多项制度尚待建立及完善，若相关政策出台不及预期，可能会影响 REITs 市场的持续健康发展。
- 3、二级市场波动的风险：REITs 的风险特征表现为中等风险及中等收益，历史上 REITs 市场曾受个别资产基本面修复不及预期、整体 REITs 市场投资人类型单一、投资行为趋同等影响，二级市场持续回调，出现较大波动。

分析师介绍

黄啸天

中信建投证券地产经营服务及 REITs 行业首席分析师，上海财经大学硕士。2018 年加入中信建投，深入覆盖房地产开发、物业管理、REITs 等领域。2020 年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020 年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2024 年 Wind 金牌分析师。

研究助理

崔晓夏

cuixiaoxia@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk