仅供内部参考，请勿外传

策略研究

申购策略

证券研究报告

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 06 月 25 日

第二批商业 REITs 询价启动，聚焦混装及酒店业态

——公募 REITs 网下申购策略分析

本期投资提示：

- 6 月 22-23 日，第二批商业不动产 REITs 集中过会，陆家嘴、北京国资、保利发展、凯德及锦江酒店 5 单项目注册并发布询价公告，为境内 REITs 市场首批混装业态及酒店产品。合计募资约 114~140 亿元，**询价日集中于 6 月 26 日、6 月 29 日**，但缴款窗口错位排布，为资金跨项目复用预留了空间。

- 根据按照公募 REITs 市场近期网下申购情况，假设入围率为 95%，**我们预期（从高到低排序）：凯德网下配售比例 3.90%~7.31%，北京国资 2.81%~5.26%，陆家嘴 1.40%~2.63%，保利发展 1.56%~2.92%，锦江酒店 0.80%~1.50%。**

- 按询价上限计算，**陆家嘴/保利发展/北京国资/凯德/锦江酒店 26E 派息率分别为 4.13%/4.90%/ 4.22%/4.15%/4.15%**，由于当前上市项目普遍为单一业态，根据各项目估值/收入赋予业态权重来测算二级目标派息率。**陆家嘴/保利发展/北京国资/凯德/锦江酒店 26E 询价上限派息率较加权后可比 REITs 同口径折价率为-22%/-11%/-32%/-17%/-21%，较加权后 TTM 口径派息率折价率为-16%/-3%/-24%/-12%/-21%。**从资本化率看，**陆家嘴/保利发展/北京国资/凯德/锦江酒店询价上限 26E 资本化率为 4.73%/5.99%/5.08%/5.65%/4.75%，较可比 REITs 加权后 26E 资本化率折价率为-18%/+2%/-20%/+2%/-20%。综上，按照首发估值相比二级折价幅度排序，分别为保利>凯德>陆家嘴>锦江酒店>北京国资。**

- **华夏保利发展 REIT：央企首单商业 REITs，跨城市跨业态混装，项目业绩呈量价齐跌。**央企首单商业 REIT，含广州保利中心（写字楼）与佛山保利水城（购物中心）。23-25 年两项目量价齐跌，保利中心位于珠江新城 CBD，区域空置率 21%，穿透后项目出租率持续下行；水城项目以家庭和白领消费为基本盘，游客贡献弹性增量，所在千灯湖商圈成熟，新增供应分流有限，项目出租率约 90%，但租金承压。

- **华夏凯德 REIT：深圳南油片区最大综合体来福士，下沉绵阳核心商圈。**底层为深圳来福士综合体（购物中心/办公/公寓）与绵阳涪城购物中心，双城能级互补。深圳购物中心出租率降至 88%，租金坪效连降，办公出租率升至 90%，公寓 OCC 略降；绵阳项目出租率超 99%，营收稳步增长，经营韧性高。深圳利润刚转正，绵阳压舱，凯德系扩募储备充裕。

- **华安锦江酒店 REIT：境内首单酒店公募 REIT，拥有利润补足及 CAPEX 承诺护航。**底层为国内 18 城 21 家锦江都城酒店，定位中端有限服务。受行业供给过剩及项目修缮影响，OCC/ADR 走低，营收、净利润下滑。原始权益人设置 GOP 补足机制（26-30 年），并预留翻新资金，未来 CAPEX 可控；锦江集团实力雄厚，扩募资产丰富。

- **华安陆家嘴 REIT：晶耀前滩为三轨地铁上盖物业，背靠陆家嘴集团，扩募扎根前滩。**标的为上海晶耀前滩 T1 写字楼及商场，三轨上盖。办公与零售收入比 1:2，出租率均超 90%，租金平稳。办公租户集中度偏高（第一大艾昆纬咨询面积占近三成），另有租户 26 年退租但储备已落实。虽 26 年太古里二期将入市，但陆家嘴集团统筹开发，或协调竞争环境。

- **风险提示：**REITs 发行审核节奏变化、发行制度进一步调整、投资者参与度波动、申报项目质量/数量变化、产业结构导向调整等。

相关研究
-

证券分析师
彭文玉 A0230517080001
pengwy@swsresearch.com
朱敏 A0230524050004
zhumin@swsresearch.com
任奕璇 A0230525050002
renyx2@swsresearch.com
研究支持
陈榕杰 A0230125080001
chenrj@swsresearch.com
联系人
陈榕杰 A0230125080001
chenrj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

目录

1. 基础发行要素 4
1.1 第二批商业集中询价，业态聚焦商办混装及首单酒店 4
1.2 保利/锦江/陆家嘴网下中签率 1%~3%。北京国资/凯德 4%~6% 6
2. 估值分析 7
2.1 加权资本化率较二级折价：凯德>保利>陆家嘴>锦江>北京国资 ..7
2.2 加权派息率较二级折价：保利>凯德>陆家嘴>锦江>北京国资 9
3. 华夏保利发展 REIT 11
3.1 央企首单商业，双城双业态入池且皆处城市 CBD 11
3.2 办公关联方整租但穿透出租率下滑，零售则量稳价降 12
4.华夏凯德 REIT 14
4.1 深圳南油片区最大综合体来福士，下沉绵阳核心商圈 14
4.2 深圳来福士持续爬坡改善，绵阳项目稳健满租压舱 15
5.华安锦江酒店 REIT 17
5.1 境内首单酒店 REIT，背靠酒店行业头部企业锦江 17
5.2 业绩受 CAPEX 与 β 拖累，GOP 补足+资金预留护航 18
6. 华安陆家嘴 REIT 19
6.1 前滩城市综合体，陆家嘴集团护航，锚定前滩扩募 19
6.2 两业态出租率长期 90%+，商场租金贡献收入 2/3 20
7. 创金合信北京国资 REIT 21
7.1 海淀知春筑科创极核，东城隆福立文化地标 21
7.2 出租率爬坡至 89%，租金承压且较竞品处于中高位 25
8. 风险提示 26

图表目录

图 1：华夏保利发展 REIT 广州保利中心营收、净利润（单位：万元）.....13
图 2：华夏保利发展 REIT 广州保利中心收入构成（单位：%）.....13
图 3：华夏保利发展 REIT 佛山保利水城营收、净利润（单位：万元）.....13
图 4：华夏保利发展 REIT 佛山保利水城收入构成（单位：%）.....13
图 5：华夏凯德 REIT 深圳来福士营收、净利润（单位：万元）.....15
图 6：华夏凯德 REIT 绵阳涪城营收、净利润（单位：万元）.....15
图 7：华安陆家嘴 REIT 营收、净利润（单位：亿元）.....21
图 8：华安陆家嘴 REIT 收入构成（单位：%）.....21
图 9：创金合信北京国资 REIT 营收、净利润（单位：亿元）.....26

表 1：本批商业不动产 REITs 发行要素概览.....4
表 2：本批商业不动产 REITs 发行时间安排.....5
表 3：本批商业不动产 REITs 网下中签率预期.....6
表 4：本批商业不动产 REITs NOI 与资本化率（单位：万元、%）.....7
表 5：可比 REITs2026E NOI 与资本化率（单位：万元、亿元、%）.....8
表 6：按业态加权后可比 REITs2026E 资本化率与折价率（单位：%）.....9
表 7：可比 REITs2026E 可供分配金额与派息率（单位：万元、亿元、%）.....9
表 8：按业态加权后可比 REITs2026E 派息率与折溢价率（单位：%）.....10
表 9：华夏保利发展 REIT 项目概览.....11
表 10：华夏凯德 REIT 项目概览.....14
表 11：华夏凯德 REIT 深圳来福士经营情况（单位：万元）.....16
表 12：华夏凯德 REIT 绵阳涪城经营情况（单位：万元）.....17
表 13：华安锦江酒店 REIT 项目概览.....18
表 14：华安锦江酒店 REIT 经营情况.....19
表 15：华安陆家嘴 REIT 项目概览.....20
表 16：创金合信北京国资 REIT 集智未来项目概览.....22
表 17：创金合信北京国资 REIT 隆福寺一期项目概览.....23

1. 基础发行要素

1.1 第二批商业集中询价，业态聚焦商办混装及首单酒店

2026 年 6 月 22~23 日，华安陆家嘴 REIT、创金合信北京国资 REIT、华夏保利发展 REIT、华夏凯德 REIT、华安锦江酒店 REIT 五只产品获得证监会注册通过，并发布询价公告。**华安陆家嘴 REIT、创金合信北京国资 REIT、华夏保利发展 REIT 网下询价时间定于 6 月 26 日，华夏凯德 REIT、华安锦江酒店 REIT 定于 6 月 29 日。**

- **华安陆家嘴 REIT：**拟发行份额 10 亿份，询价区间为 2.317~2.831 元/份，发售规模约 23.17~28.31 亿元，网下顶格申购 21,000 万份，存续期 38 年。
- **创金合信北京国资 REIT：**拟发行份额 10 亿份，询价区间为 2.318~2.832 元/份，发售规模约 23.18~28.32 亿元，网下顶格申购 21,000 万份，存续期 40 年。
- **华夏保利发展 REIT：**拟发行份额 5 亿份，询价区间为 3.593~4.392 元/份，发售规模约 17.97~21.96 亿元，网下顶格申购 10,500 万份，存续期 32 年。
- **华夏凯德 REIT：**拟发行份额 7 亿份，询价区间 4.980-6.086 元/份，发售规模 34.86~42.60 亿元，网下顶格申购 20,090 万份，存续期 32 年。
- **华安锦江酒店 REIT：**拟发行份额 7 亿份，询价区间 2.186-2.672 元/份，发售规模 15.30~18.70 亿元，网下顶格申购 14,700 万份，存续期 25 年。

上述五只 REITs 为第二批启动询价的商业不动产 REITs，同时也是首批以“写字楼+购物中心+公寓”混装业态亮相的公募 REITs，以及境内首单酒店 REIT。在资产分布上，华安陆家嘴 REIT 的入池资产晶耀前滩属于同一栋物业内的混合业态；创金合信北京国资 REIT 的项目分布于北京市不同行政区；华夏保利发展 REIT 的底层资产则跨城市布局；华夏凯德 REIT 在布局深圳来福士的基础上，下沉到绵阳市购物中心；锦江酒店 REIT 则为境内首单注册获批的纯酒店项目；资产各具特色。从发行规模看，五只 REITs 合计募资区间约 114~140 亿元，但除了华夏凯德 REIT，其余单只产品的体量均低于首批三只商业不动产 REITs，融资规模适中。

表 1：本批商业不动产 REITs 发行要素概览

基金名称	华安陆家嘴封闭式商业不动产证券投资基金	创金合信北京国资公司封闭式商业不动产证券投资基金	华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金
不动产项目	晶耀前滩（T1 办公楼、商场）	集智未来、隆福寺一期	广州保利中心项目、佛山保利水城项目	中国 18 个城市的 21 家锦江都城酒店	深圳来福士项目、绵阳涪城项目
项目属性	产权类	产权类	产权类	产权类	产权类
基金合同期限	自基金合同生效之日起 38 年	自基金合同生效之日起 40 年	基金合同生效之日起 32 年	基金合同生效之日起 25 年	基金合同生效之日起 32 年
预计募集份额	10 亿份	10 亿份	5 亿份	7 亿份	7 亿份
预计募集资金	25.74 亿元	25.75 亿元	19.96 亿元	17.00 亿元	38.73 亿元

网下询价区间	2.317-2.831 元/份	2.318 ~2.832 元/份	3.593-4.392 元/份	2.186-2.672 元/份	4.980-6.086 元/份
战配/网下/公众初始认购比例	战配 70%、网下 21%、网上 9%				战配 59%、网下 29%、网上 12%
网下最高认购份额	21,000 万份	21,000 万份	10,500 万份	14,700 万份	20,090 万份
原始权益人	上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司	北京市国有资产经营有限责任公司	保利发展控股集团股份有限公司	上海锦江资产管理有限公司	CAPITALAND MALL ASIA LIMITED
运营管理机构	上海陆家嘴资产管理有限公司	北京市国有资产经营有限责任公司	保利发展控股集团股份有限公司	上海锦江资产管理有限公司	凯德商用房产管理咨询（上海）有限公司
基金管理人	华安基金管理有限公司	创金合信基金管理有限公司	华夏基金管理有限公司	华安基金管理有限公司	华夏基金管理有限公司
财务顾问	国泰海通证券股份有限公司	无	中信证券股份有限公司	国泰海通证券股份有限公司	中信证券股份有限公司

资料来源：基金公告、申万宏源研究

从发行时间安排来看，创金合信北京国资 REIT、华夏保利发展 REIT 和华安陆家嘴 REIT 这 3 只商业不动产 REITs 均于 6 月 26 日同步进行网下询价、华夏凯德 REIT、华安锦江酒店 REIT 都在 6 月 29 日询价，但**认购缴款窗口已错开安排。**

- **创金合信北京国资 REIT**：7 月 3 日~7 月 6 日。
- **华夏保利发展 REIT**：7 月 6 日~7 月 7 日。
- **华安陆家嘴 REIT**：7 月 23 日~7 月 24 日。
- **华夏凯德 REIT**：7 月 6 日~7 月 10 日。
- **华安锦江酒店 REIT**：7 月 30 日~7 月 31 日。

各项目缴款时间间隔相比于首批商业不动产 REITs 更为充裕，未获配售部分的认购资金在退款流程完成后可及时释放，投资者能够循环参与后续项目的认购。

表 2：本批商业不动产 REITs 发行时间安排

日期	创金合信北京国资 REIT	华夏保利发展 REIT	华安陆家嘴 REIT	华夏凯德 REIT	华安锦江酒店 REIT
6 月 23 日	披露询价公告等；提交核查文件			-	-
6 月 24 日	提交核查文件			披露询价公告等；提交核查文件	
6 月 25 日	提交核查文件截止（12:00 前）；注册截止			提交核查文件	
6 月 26 日	询价日（9:00-15:00）；确定认购价格			提交核查文件截止（12:00 前）；注册截止	
6 月 29 日	披露《发售公告》（预计）			询价日（9:00-15:00）；确定认购价格	
6 月 30 日	-	-	-	披露《发售公告》（预计）	
7 月 3 日	募集期开始	-	-	-	-
7 月 6 日	募集期最后一天	募集期开始	-	募集期开始	-
7 月 7 日	决定回拨机制	募集期最后一天	-	-	-
7 月 9 日	-	决定回拨机制	-	-	-
7 月 10 日	-	-	-	募集期最后一天	-

7 月 14 日	-	-	-	决定回拨机制	-
7 月 23 日	-	-	募集期开始	-	-
7 月 24 日	-	-	募集期最后一天	-	-
7 月 28 日	-	-	决定回拨机制	-	-
7 月 30 日	-	-	-	-	募集期开始
7 月 31 日	-	-	-	-	募集期最后一天
8 月 4 日	-	-	-	-	决定回拨机制

资料来源：基金公告、申万宏源研究

1.2 保利/锦江/陆家嘴网下中签率 1%~3%。北京国资/凯德 4%~6%

按照公募 REITs 市场近期网下申购情况，假设入围率为 95%，谨慎/中性/乐观情形下，我们预期：

- 创金合信北京国资 REIT 网下配售比例：2.81%~5.26%。
- 华安陆家嘴 REIT 网下配售比例：1.40%~2.63%。
- 华夏保利商业 REIT 网下配售比例：1.56%~2.92%。
- 华安锦江酒店 REIT 网下配售比例：0.80%~1.50%。
- 华夏凯德 REIT 网下配售比例：3.90%~7.31%。

表 3：本批商业不动产 REITs 网下中签率预期

代码	简称	网下发行方案					网下配售比例预期		
		募集期	询价下限（元）	询价上限（元）	网下申购上限（亿份）	询价上限对应顶格申购资金（亿元）	谨慎	中性	乐观
181001.SZ	创金合信北京国资 REIT	7 月 3 日-6 日	2.318	2.832	2.10	5.95	2.81%	**4.21%**	5.26%
508605.SH	华夏保利发展 REIT	7 月 6 日-7 日	3.593	4.392	1.05	4.61	1.56%	**2.34%**	2.92%
508606.SH	华夏凯德 REIT	7 月 6 日-10 日	4.980	6.086	2.01	12.23	3.90%	**5.85%**	7.31%
508607.SH	华安陆家嘴 REIT	7 月 23 日-24 日	2.317	2.831	2.10	5.95	1.40%	**2.11%**	2.63%
508609.SH	华安锦江酒店 REIT	7 月 30 日-31 日	2.186	2.672	1.47	3.93	0.80%	**1.20%**	1.50%

资料来源：Wind、申万宏源研究

仅供内部交流，请勿外传

2. 估值分析

2.1 加权资本化率较二级折价：凯德>保利>陆家嘴>锦江>北京国资

按照询价区间的上下限测算，华安陆家嘴 REIT、华夏保利发展 REIT、创金合信北京国资 REIT、华夏凯德 REIT、华安锦江酒店 REIT 的 2026 年预计资本化率分别为 4.73%~5.78%、5.99%~7.32%、5.08%~6.20%、5.65%~6.90%、4.75%~5.81%，2027 年预计资本化率分别为 4.74%~5.80%、5.53%~6.76%、5.17%~6.31%、6.02%~7.35%、4.66%~5.70%。**2026 年资本化率绝对值来看，华夏保利发展 REIT>华夏凯德 REIT>创金合信北京国资 REIT>华安锦江酒店 REIT>华安陆家嘴 REIT。**

表 4：本批商业不动产 REITs NOI 与资本化率（单位：万元、%）

基金简称	项目	指标	2026 年	2027 年	2028 年
华安陆家嘴 REIT	晶耀前滩 T1 办公楼	NOI（万元）	4,351.04	4,168.57	4,170.57
	晶耀前滩商场	NOI（万元）	9,044.49	9,260.01	9,176.11
	合计	NOI（万元）	13,395.52	13,428.58	13,346.68
	资本化率		**4.73%~5.78%**	**4.74%~5.80%**	**4.71%~5.76%**
华夏保利发展 REIT	广州保利中心	NOI（万元）	6,995.27	5,854.85	-
	佛山保利水城	NOI（万元）	6,154.89	6,280.64	-
	合计	NOI（万元）	13,150.16	12,135.49	-
	资本化率		**5.99%~7.32%**	**5.53%~6.76%**	**-**
创金合信北京国资 REIT	集智未来	NOI（万元）	6,147.05	6,277.36	-
	隆福寺一期	NOI（万元）	8,235.24	8,351.73	-
	合计	NOI（万元）	14,382.28	14,629.09	-
	资本化率		**5.08%~6.20%**	**5.17%~6.31%**	**-**
华夏凯德 REIT	深圳来福士	NOI（万元）	15,909.25	17,551.57	-
	绵阳涪城项目	NOI（万元）	8,142.22	8,078.19	-
	合计	NOI（万元）	24,051.47	25,629.76	-
	资本化率		**5.65%~6.90%**	**6.02%~7.35%**	**-**
华安锦江酒店 REIT	21 家酒店	NOI（万元）	8,892.87	8,715.48	-
	合计	NOI（万元）	8,892.87	8,715.48	-
	资本化率		**4.75%~5.81%**	**4.66%~5.70%**	**-**

注：资本化率=NOI/募资规模，其中募资规模分别按照询价区间上下限计算。

资料来源：基金公告、申万宏源研究



截至 2026 年 6 月 22 日，消费基础设施/商业零售可比 REITs 的 2026E 资本化率区间为 4.14%~6.46%，平均值为 5.31%；园区基础设施/商业办公可比 REITs 的 2026E 资本化率区间为 4.89%~7.57%，平均值为 6.52%。

本批商业不动产 REITs 均属于混装类以及一单酒店，混装同时包含购物中心、写字楼等业态，而已上市的可比 REITs 均为单一业态，且尚无酒店类项目。基于此，我

仅供内部交流，请勿外传

们先分别计算各项目 2025 年不同业态的营收占比和不动产估值占比，再将两者简单平均，作为各业态的权重。其中，创金合信北京国资 REIT 的隆福寺一期办公占比较高，但募集说明书未具体披露其营收与估值数值，故以可租赁面积作为其各业态的权数。最终得到：华安陆家嘴 REIT 办公/零售权重为 35.97%/64.03%，华夏保利发展 REIT 办公/零售权重为 48.59%/51.41%，创金合信北京国资 REIT 办公/零售权重为 88.59%/11.41%、华夏凯德 REIT 办公/零售权重为 18.11%/81.89%。

按“加权后可比 REITs 平均 2026E 资本化率=办公类资本化率均值×办公业态权重+零售类资本化率均值×零售业态权重”，计算出二级市场目标资本化率。结合本批混装商业不动产 REITs 的 2026E 资本化率，**我们测算了各项目相对二级市场目标资本化率的折价幅度：华安陆家嘴 REIT 为-17.61%~0.66%，华夏保利发展 REIT 为 1.56%~24.15%，创金合信北京国资 REIT 为-20.40%~-2.75%，华夏凯德 REIT 为 2.14%~24.82%。**

而酒店业态尚无能够直接对标的已上市 REIT，选择这 20 只已上市的商办类 REIT 2026E 平均资本化率 5.91%为基准，华安锦江酒店 REIT 2026E 资本化率较二级市场溢价率-19.59%~-1.72%。

从 2026E 资本化率较可比 REITs 的折价幅度来看，华夏凯德 REIT>华夏保利发展 REIT>华安陆家嘴 REIT>华安锦江酒店 REIT>创金合信北京国资 REIT。

表 5：可比 REITs2026E NOI 与资本化率（单位：万元、亿元、%）

代码	简称	类型	业态	2026E NOI（万元）	总市值（亿元）	2026E 资本化率
508601.SH	首农商业 REIT	商业不动产	商业零售	17,667	30.80	5.74%
180602.SZ	印力消费 REIT	基础设施	消费	23,824	36.90	6.46%
508011.SH	物美消费 REIT	基础设施	消费	8,431	14.10	5.98%
508091.SH	凯德商业 REIT	基础设施	消费	12,968	22.72	5.71%
180601.SZ	华润商业 REIT	基础设施	消费	47,349	94.44	5.01%
508002.SH	百联消费 REIT	基础设施	消费	14,570	27.99	5.21%
180607.SZ	中海商业 REIT	基础设施	消费	7,629	15.44	4.94%
180606.SZ	中国绿发商业 REIT	基础设施	消费	9,026	17.78	5.08%
180603.SZ	大悦城商业 REIT	基础设施	消费	20,716	42.90	4.83%
508017.SH	金茂商业 REIT	基础设施	消费	5,927	14.32	4.14%
消费基础设施/商业零售平均				**16,811**	**31.74**	**5.31%**
508600.SH	上海地产商业 REIT	商业不动产	商业办公	19,832	40.54	4.89%
508039.SH	首农产业园 REIT	基础设施	产业园	28,700	38.06	7.54%
508019.SH	湖北科投光谷 REIT	基础设施	产业园	6,170	8.15	7.57%
180105.SZ	广开高新区 REIT	基础设施	产业园	8,250	11.56	7.14%
508010.SH	重庆两江 REIT	基础设施	产业园	6,558	9.12	7.19%
508029.SH	沈阳软件园 REIT	基础设施	产业园	6,176	9.42	6.56%
508012.SH	招商科创 REIT	基础设施	产业园	4,614	6.93	6.66%
508027.SH	东吴苏园 REIT	基础设施	产业园	13,384	23.29	5.75%
508097.SH	南京建邺 REIT	基础设施	产业园	5,456	9.50	5.74%
508099.SH	建信中关村 REIT	基础设施	产业园	7,291	11.85	6.15%

园区基础设施/商业办公平均	10,643	16.84	6.52%

注：数据截至 2026 年 6 月 22 日。

资料来源：Wind、基金公告、申万宏源研究

表 6：按业态加权后可比 REITs2026E 资本化率与折价率（单位：%）

基金简称	2025 年营收占比		估值总价占比		综合权重（加权、调整后）		加权后可比 REITs2026E 资本化率	2026E 资本化率	2026E 资本化率较二级折价率
	办公	零售	办公	零售	办公	零售			
华安陆家嘴 REIT	33.28%	66.72%	38.66%	61.34%	35.97%	64.03%	5.74%	4.73%~5.78%	-17.61%~0.66%
华夏保利发展 REIT	44.75%	55.25%	52.44%	47.56%	48.59%	51.41%	5.90%	5.99%~7.32%	1.56%~24.15%
创金合信北京国资 REIT	45.99%	54.01%	43.01%	56.99%	88.59%	11.41%	6.38%	5.08%~6.20%	-20.40%~-2.75%
华夏凯德 REIT	18.88%	81.12%	17.34%	82.66%	18.11%	81.89%	5.53%	5.65%~6.90%	2.14%~24.82%

注 1：创金合信北京国资 REIT 隆福寺一期按照可租赁面积加权，华夏凯德 REIT 未考虑服务式公寓。

注 2：数据截至 2026 年 6 月 22 日。

资料来源：Wind、基金公告、申万宏源研究

2.2 加权派息率较二级折价：保利>凯德>陆家嘴>锦江>北京国资

按照询价区间上下限测算，华安陆家嘴 REIT、华夏保利发展 REIT、创金合信北京国资 REIT、华夏凯德 REIT、华安锦江酒店 REIT 的 2026E 派息率分别为 4.13%~5.04%、4.90%~5.99%、4.22%~5.16%、4.15%~5.07%、4.15%~5.07%，2027E 派息率分别为 4.39%~5.37%、4.92%~6.01%、4.34%~5.30%、4.19%~5.12%、3.93%~4.80%。

截至 2026 年 6 月 22 日，消费基础设施/商业零售可比 REITs 的 2026E 平均派息率为 4.68%，TTM 派息率为 4.50%；园区基础设施/商业办公可比 REITs 的 2026E 平均派息率为 6.37%，TTM 派息率为 5.66%。

基于业态权重加权计算得到二级市场目标派息率后，华安陆家嘴 REIT、华夏保利发展 REIT、创金合信北京国资 REIT、华夏凯德 REIT、华安锦江酒店 REIT 的 2026E 派息率相较于加权可比 REITs 平均 2026E 派息率的折价幅度分别为-21.91%~-4.59%、-10.93%~8.88%、-31.66%~-16.51%、-16.70%~1.80%、-20.84%~-3.25%，相较于 TTM 派息率的折价幅度分别为-16.09%~2.53%、-3.28%~18.23%、-23.61%~-6.67%、-11.92%~7.64%、-20.99%~-3.42%。**综合派息率的一二级价差角度，华夏保利发展 REIT>华夏凯德 REIT>华安陆家嘴 REIT>华安锦江酒店 REIT>创金合信北京国资 REIT。**

表 7：可比 REITs2026E 可供分配金额与派息率（单位：万元、亿元、%）

代码	简称	类型	业态	总市值（亿元）	2026E 可供分配金额（万元）	2026E 预测派息率	派息率(TTM)
508601.SH	首农商业 REIT	商业不动产	商业零售	30.80	17,038	5.53%	-
508017.SH	金茂商业 REIT	基础设施	消费	14.32	-	-	4.14%
508011.SH	物美消费 REIT	基础设施	消费	14.10	-	-	4.95%
180601.SZ	华润商业 REIT	基础设施	消费	94.44	-	-	3.89%
180602.SZ	印力消费 REIT	基础设施	消费	36.90	-	-	4.70%
508002.SH	百联消费 REIT	基础设施	消费	27.99	-	-	5.06%
180603.SZ	大悦城商业 REIT	基础设施	消费	42.90	-	-	4.28%
180606.SZ	中国绿发商业 REIT	基础设施	消费	17.78	7,643	4.30%	-
508091.SH	凯德商业 REIT	基础设施	消费	22.72	10,351	4.56%	-
180607.SZ	中海商业 REIT	基础设施	消费	15.44	6,674	4.32%	-
消费基础设施/商业零售平均				**31.74**	**10,426**	**4.68%**	**4.50%**
508600.SH	上海地产商业 REIT	商业不动产	商业办公	40.54	18,292	-	-
508027.SH	东吴苏园 REIT	基础设施	产业园	23.29	-	-	5.59%
508000.SH	华安张江 REIT	基础设施	产业园	20.76	-	-	5.12%
180101.SZ	招商蛇口 REIT	基础设施	产业园	22.55	-	-	5.20%
508099.SH	建信中关村 REIT	基础设施	产业园	11.85	-	-	3.59%
180102.SZ	合肥高新 REIT	基础设施	产业园	7.32	-	-	6.96%
508019.SH	湖北科投光谷 REIT	基础设施	产业园	8.15	-	-	6.64%
180105.SZ	广开高新区 REIT	基础设施	产业园	11.56	-	-	6.01%
508097.SH	南京建邺 REIT	基础设施	产业园	9.50	-	-	5.53%
508010.SH	重庆两江 REIT	基础设施	产业园	9.12	-	-	5.88%
180106.SZ	成都高投 REIT	基础设施	产业园	11.13	-	-	5.80%
508012.SH	招商科创 REIT	基础设施	产业园	6.93	-	-	5.93%
508039.SH	首农产业园 REIT	基础设施	产业园	38.06	25,258	6.64%	-
508029.SH	沈阳软件园 REIT	基础设施	产业园	9.42	5,754	6.11%	-
园区基础设施/商业办公平均				**16.44**	**16,435**	**6.37%**	**5.66%**

注：数据截至 2026 年 6 月 22 日。

资料来源：Wind、基金公告、申万宏源研究

表 8：按业态加权后可比 REITs2026E 派息率与折溢价率（单位：%）

基金简称	2026E 可供分配金额（万元）	2026E 派息率	加权后可比 REITs 2026E 派息率	加权后可比 REITs 派息率(TTM)	2026E 派息率溢价率（可比同口径）	2026E 派息率溢价率（可比 TTM 口径）
华安陆家嘴 REIT	11687.61	4.13%~5.04%	5.29%	4.92%	-21.91%~-4.59%	-16.09%~2.53%
华夏保利发展 REIT	10759.84	4.90%~5.99%	5.50%	5.07%	-10.93%~8.88%	-3.28%~18.23%
创金合信北京国资 REIT	11958.68	4.22%~5.16%	6.18%	5.53%	-31.66%~-16.51%	-23.61%~-6.67%
华夏凯德 REIT	17688.39	4.15%~5.07%	4.98%	4.71%	-16.70%~1.80%	-11.92%~7.64%
华安锦江酒店 REIT	7761.49	4.15%~5.07%	5.24%	5.25%	-20.84%~-3.25%	-20.99%~-3.42%

注：数据截至 2026 年 6 月 22 日。

资料来源：Wind、基金公告、申万宏源研究

3. 华夏保利发展 REIT

3.1 央企首单商业，双城双业态入池且皆处城市 CBD

保利发展 REIT 的底层资产包括**广州保利中心、佛山保利水城**两个项目，前者业态为商业办公（含配套商业）、后者为商业零售。

广州保利中心：地处广州市天河区，位于珠江新城 CBD 南门户，2009 年竣工、2010 年交付使用，是广州市首批甲级商务写字楼。项目共计 41 层，总建筑面积 79,382.84 平方米，可供出租面积 63,402.97 平方米，且楼内设有员工餐饮、商务餐饮等。项目周边配套完善，围绕着中国人民政治协商会议广东省委员会、广州市民主大楼等政府机关单位，三公里范围内有众多成熟办公物业和高档住宅小区。

佛山保利水城：地处广东省佛山市南海区，位于千灯湖商圈，是广佛同城化战略的核心承载区。购物中心共计 5 层，其中地上 4 层，地下 1 层，总建筑面积 153,062.62 平方米，可供出租面积 61,319.99 平方米，2009 年开始运营。项目业态种类较为丰富，涵盖零售、餐饮、娱乐等，客群以南海区及周边区域商务人士、年轻消费群体、家庭客群消费为主。项目周边甲级写字楼集群密布，高品质成熟住区众多，消费人群密集。

区域竞争格局方面，**1）广州保利中心：**位于珠江新城核心商务区，2025 年末甲级写字楼存量达 329 万平方米，办公物业集中。但**未来广州新增办公供给主要集中于国际金融城与琶洲，珠江新城预计仅于 2028 年新增约 6.9 万平方米，新增项目相对有限。**然而，在新增需求增长缓慢的背景下，广州办公市场整体呈现量价齐跌态势。2025Q4 末，珠江新城甲级写字楼平均空置率已升至 20.9%，部分早期入市项目持续承压，企业搬回自有物业、缩减租用面积的现象仍在延续。**2）佛山保利水城：**截至 2025Q3 末，佛山市优质商业物业存量约 1,000 万平方米，千灯湖商圈为佛山市第一大商圈，存量商业建筑面积约 218 万平方米，已集聚 20 余个商业项目，区内项目空置率维持在 2%-15%。预计 2026-2027 年佛山全市将有 10 余个重点商业项目入市，涵盖传统购物中心、仓储式商超、文旅商业等多元形态，**新增体量预计超 80 万平方米，区域分布覆盖禅城、顺德、南海、三水、高明等区，项目普遍位于千灯湖商圈之外，对保利水城项目的分流影响有限。**

华夏保利发展 REIT 的原始权益人为**保利发展控股集团股份有限公司**（简称“保利发展集团”），保利发展是中国保利集团有限公司旗下的房地产开发企业，由**中国保利集团有限公司** 100%持股，实际控制人为**国务院国有资产监督管理委员会。** 保利发展集团是大型中央企业中国保利集团控股的房地产上市公司，也是旗下房地产业务的主要运作平台，央企是其特色鲜明的品牌符号，且在拿地、开发等方面具备突出优势。截至 2025 年 12 月 31 日，**保利发展集团持有的商业不动产众多，分布于广州、北京、上海在内的一线城市及众多经济发达的强二线城市，涵盖购物中心、写字楼、酒店等众多业态**，可扩募资产储备丰富。

表 9：华夏保利发展 REIT 项目概览

项目名称	广州保利中心	佛山保利水城
项目业态	办公及配套商业	商业零售
所在位置	广州市天河区临江大道 5 号	广东省佛山市南海区桂城街道灯湖西路 20 号
土地用途及期限	商服用地 土地到期日：2047 年 4 月 26 日（商业）、2057 年 4 月 26 日（办公）	商服用地 土地到期日：2045 年 08 月 24 日
建筑内容	共计 41 层，其中地上 38 层，地下 3 层	共计 5 层，其中地上 4 层，地下 1 层。
建筑面积	79,382.84 平方米	153,062.62 平方米
可供出租面积	63,402.97 平方米	61,319.99 平方米
起始运营时间	2010 年	2009 年
区域配套	**机关单位：**中国人民政治协商会议广东省委员会、广州市民主大楼、国家税务总局广州市税务局等； **办公物业和高档住宅小区：**发展中心大厦、寺右万科中心、碧海湾； **教育：**广州市天河第一小学、广州市天河中学（珠江新城区高中部）、广州市越秀区五羊小学、广州市第七中学东山学校等； **医疗：**广州市第十二人民医院、广州市妇女儿童医疗中心、广东省中医院二沙岛分院以及其他一些社区卫生站； **休闲娱乐场所：**海心沙亚运公园、二沙岛体育公园、宏城公园、珠江公园、东山湖公园等； **商业设施：**花城汇购物中心、广州 IFC 国金天地、广州 K11 购物艺术中心等。	**办公：**广发金融中心、联达大厦、华亚金融中心、友邦金融中心等甲级写字楼集群； **居住：**保利水城西街、海景花园、时代廊桥、保利花园、千灯墅、保利壹号公馆等高品质成熟住宅小区； **休闲娱乐场所：**千灯湖公园、南海全民健身公园、桂城 AI 公园三大生态休闲空间； **教育：**南海实验小学（灯湖校区）、南海文化中心等。
项目示意图	 	

资料来源：基金公告、申万宏源研究

3.2 办公关联方整租但穿透出租率下滑，零售则量稳价降

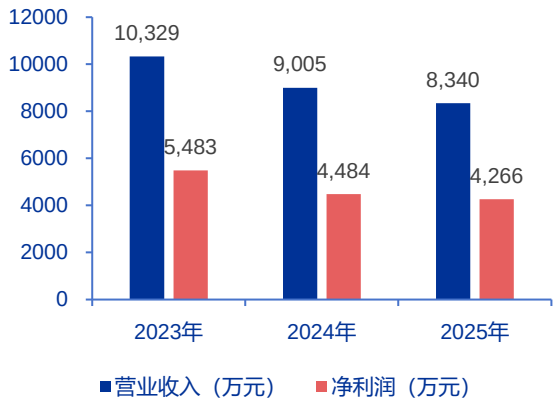
2023-2025 年，华夏保利发展 REIT 合计营业收入分别为 2.15 亿元、2.03 亿元、1.86 亿元，净利润分别为 0.65 亿元、0.59 亿元、0.60 亿元，营收呈下滑趋势。**2025 年，广州保利中心、佛山保利水城营收占比分别为 45%、55%。**广州保利中心近三年营收分别为 1.03 亿元、0.90 亿元、0.83 亿元，净利润分别为 0.55 亿元、0.45 亿元、0.43 亿元，受出租率下降影响持续下滑。佛山保利水城近三年营收分别为 1.12 亿元、1.13 亿元、1.03 亿元，基本稳定，2025 年因改造略有下降，净利润分别为 0.32 亿元、0.31 亿元、0.34 亿元。

1）广州保利中心：由关联方保利商业物业整租后再分租，整租合同至 2027 年 5 月到期。**穿透至分租层面，2023-2025 年出租率分别为 76.57%、71.73%、67.27%，持续下滑。**分租共 72 家租户，前两大金融行业租户合计租金收入占比超 20%，租赁合同均于 2026 年到期。租约分布上，2026 年、2027 年到期面积占比分别约 33%、

16%，剩余超半数在 2028 年及以后到期；运营方已储备基石客户（两家金融机构，8,000-10,000 平方米）、潜在客户（五家，约 25,000 平方米）及意向客户（约 10,294 平方米）以应对到期压力。**2）佛山保利水城：出租率保持在 90%左右**，2025 年因改造略有下降；项目设 3 家主力店（面积占比 32%）及约 200 家专门店（面积占比 57%，收入贡献 84%），零售、餐饮及体验配套三大业态合计占比约 60%。前十大租户面积占比 27%、收入占比 21%，第一大租户为超市，面积占比 20%。租约到期分布分散，2026 年到期占比 22.47%，2029 年及以后到期均超 20%，集中到期风险较低。

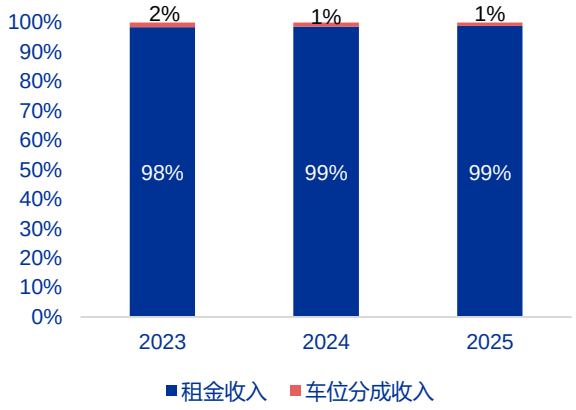
1）广州保利中心：整租月均租金从 2023 年的 134 元/平方米/月降至 2025 年的 108 元/平方米/月，**分租有效租金从 212 元/平方米/月降至 169 元/平方米/月，逐年下行**，且分租租金（169 元/平方米/月）较距离最近的竞品（120-170 元/m²/月）偏高。**2）佛山保利水城：专门店租金呈逐年下降趋势（2024 年同比-14.78%，2025 年同比-12.58%）**，首层专门店平均租金约 288 元/平方米/月，在南海区竞品中处于较低水平。两项目租金收缴率均维持 100%。

图 1：华夏保利发展 REIT 广州保利中心营收、净利润（单位：万元）



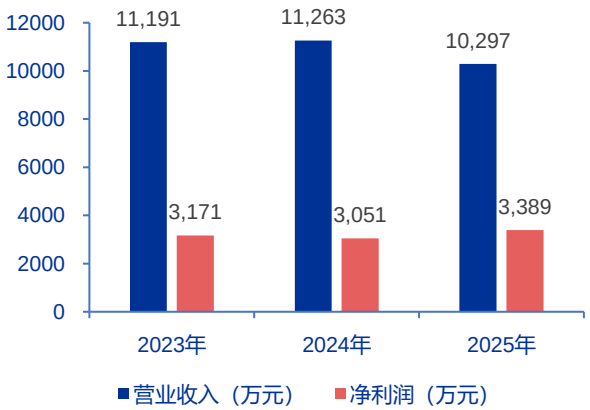
资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 2：华夏保利发展 REIT 广州保利中心收入构成（单位：%）



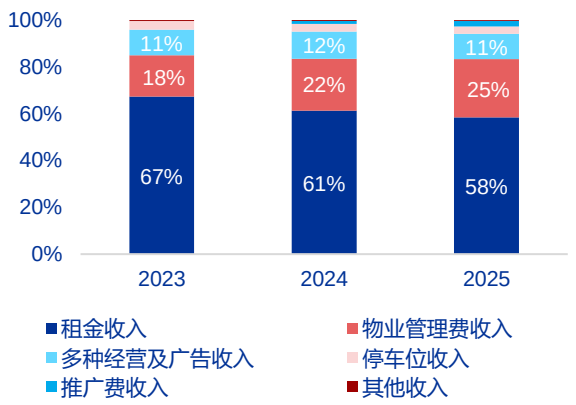
资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 3：华夏保利发展 REIT 佛山保利水城营收、净利润（单位：万元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 4：华夏保利发展 REIT 佛山保利水城收入构成（单位：%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

4.华夏凯德 REIT

4.1 深圳南油片区最大综合体来福士，下沉绵阳核心商圈

华夏凯德 REIT 的底层资产之一为**深圳来福士项目**，位于深圳市南山区，是南油片区体量最大的商业综合体，涵盖购物中心、办公、服务式公寓，总建筑面积约 21 万平方米。项目毗邻地铁 9/12 号线南油站，可通过地下一层直接联通，交通通达性强。 其中，购物中心业态定位为“社区型、复合型商业”，强调满足日常消费与高频到访需求；办公业态定位于面向外资及品质型企业的综合体型办公，享有南海公园景观视野，打造“宠物友好”办公楼差异化标签；服务式公寓由凯德投资旗下雅诗阁运营，目标客群为企业外派人员、跨国商务人士，中国客源约占 65%，国际客源约 35%。

华夏凯德 REIT 的底层资产之二为**绵阳涪城项目**，位于四川省绵阳市涪城区，地处富乐路商圈核心，分为一期（2007 年运营）和二期（2014 年运营），连通后形成总建筑面积 13 万平方米的一站式购物中心，核心客群为“年轻客群+品质家庭”，业态涵盖潮流零售、餐饮美食、国际影院、大型超市、儿童教育、健身运动等。2025 年末商业出租率高达 99.34%，经营成熟度高。项目周边汇聚新益大厦、瀚威城市中心、富临大都会等写字楼，以及长虹国际城、崇尚国际等成熟住宅，客群基础稳固。

项目主要原始权益人为**凯德商用**，其控股股东为凯德投资，在新加坡交易所上市。凯德投资是亚洲最大的多元化不动产集团之一，资产管理规模超千亿新元。凯德投资及凯德商用在中国境内拥有大量未受限资产（商业、办公、产业园等），扩募储备仍较充裕。

表 10：华夏凯德 REIT 项目概览

	深圳来福士项目	绵阳涪城项目
项目业态	商业综合体（购物中心、办公、服务式公寓）	商业零售（购物中心）
所在位置	广东省深圳市南山区南海大道 2163 号	四川省绵阳市涪城区临园路东段 74 号
土地用途及期限	商业、办公、酒店用地 2006 年 12 月 21 日至 2056 年 12 月 20 日止	商业用地 一期截至 2044 年 9 月 12 日；二期截至 2047 年 6 月 30 日
建筑内容	购物中心：地下 1 层-地上 5 层；办公：地上 5 层-22 层；服务式公寓：地上 6 层-22 层；车库及设备房：地下 2 层-地下 4 层	一期：购物中心地下 1 层-地上 6 层，车库地下 1 层； 二期：购物中心地下 1 层-地上 6 层，车库地下 2 层-地下 4 层
建筑面积	209,903.29 m²	130,142.92 m²
可供出租面积	商业可租赁面积约 39,984.22m²（改造后 38,695.99 m²）； 办公可租赁 31,699.68 m²； 服务式公寓可出租房间 182 间（改造后 185 间）	商业可租赁面积约 60,766.64 m²（整改后拟为 58,974.67 m²）
起始运营时间	2017 年 6 月投入运营	一期 2007 年 2 月投入运营； 二期 2014 年 12 月投入运营

区域配套	地处南山区南油片区，东邻南海大道，南临登良路，西侧与北侧紧邻南海公园； 毗邻地铁 9 号线和 12 号线南油站（地下一层直接联通）； 周边公交：来福士广场站、南海创业路口站等（204 路、M113 路、M467 路、M506 路、M527 路等）； 距离深圳宝安机场约 25 公里，深圳北站约 22 公里； 区域商业：南油片区体量最大的商业综合体，汇聚精品超市、多厅影城、零售、餐饮等业态	位于绵阳市主城区繁华商圈，一、二期连通形成一站式商业体量； 周边数十条公交线路（10 路、15 路、26 路、29 路、71 路、801 路等），富乐路口凯德广场站等步行 3 分钟可达； 距离绵阳南郊机场约 6.9 公里，绵阳火车站约 2.5 公里； 业态涵盖潮流零售、餐饮美食、国际影院、大型超市、儿童教育、休闲娱乐、健身运动等
项目示意图		

资料来源：基金公告、申万宏源研究

4.2 深圳来福士持续爬坡改善，绵阳项目稳健满租压舱

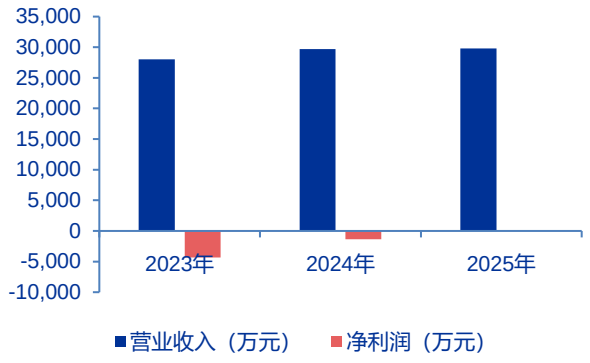
深圳来福士 2023-2025 年营业收入分别为 2.80 亿元、2.97 亿元、2.98 亿元，净利润分别为-0.44 亿元、-0.14 亿元、0.004 亿元，营收平稳增长但净利润因折旧摊销及财务费用长期处于低位，2025 年转正。绵阳涪城 2023-2025 年营业收入分别为 1.12 亿元、1.17 亿元、1.21 亿元，净利润分别为 0.29 亿元、0.36 亿元、0.42 亿元，均呈逐年上升趋势。从收入贡献看，**深圳来福士体量更大（营收占比约 71%），绵阳项目规模较小但经营韧性突出**，二者城市能级互补。

其中，**1）深圳来福士购物中心：**2023-2024 年期末出租率为 94%-95%，但 2025 年末出租率跌破 90%，租金坪效持续三年下滑。租售比维持在 17-18%区间，商户承租压力尚可。客流量 2025 年仍高于 2023 年，人流基本盘仍在。**2）深圳来福士办公**：出租率从 2023 年的 60%爬坡至 90%，空置压力已基本消化，收缴率始终保持近乎 100%。**3）雅诗阁**：2023-2025 年平均房价分别为 925.49 元/间/晚、932.39 元/间/晚和 936.09 元/间/晚，平均入住率分别为 81.60%、81.49%和 79.08%，呈现出价格稳健但入住率有小幅走低。

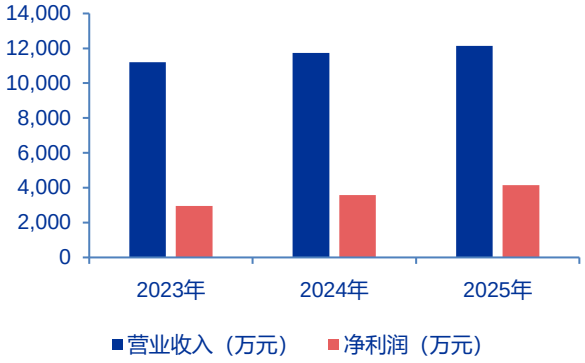
绵阳涪城运营质量较稳健，出租率连续三年维持在 99%左右，几乎满租运营；租售比始终低于 13%，商户承租压力小、租金性价比优势明显；租金坪效和销售坪效均稳步上升，客流量逐年增长，商业活力持续向好。

图 5：华夏凯德 REIT 深圳来福士营收、净利润（单位：万元）

图 6：华夏凯德 REIT 绵阳涪城营收、净利润（单位：万元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究



资料来源：基金公告、申万宏源研究

表 11：华夏凯德 REIT 深圳来福士经营情况（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
深圳来福士项目购物中心业态经营情况（万元）			
营业收入（考虑租金减免，不含税）	17,748.33	18,075.89	17,655.31
其中：减免金额	-296.71	0.00	-82.48
营业收入（还原租金减免，不含税）	18,045.04	18,075.89	17,737.79
运营净收益（NOI）（未扣除资本性支出）	12,347.12	12,942.71	12,600.44
NOI Margin（未扣除资本性支出）	69.57%	71.60%	71.37%
运营净收益（NOI）（扣除资本性支出后）	11,194.61	12,166.64	11,931.27
NOI Margin（扣除资本性支出后）	63.07%	67.31%	67.58%
销售额（万元）	86,315.81	91,501.26	88,613.76
客流量（万人/日）	4.55	5.15	5.00
租售比	18.20%	17.40%	17.90%
月租金坪效（元/平方米）	270.68	259.75	252.83
月销售坪效（元/平方米）	2,076.25	2,170.05	1,972.11
租金收缴率	100.00%	100.00%	99.79%
期末时点出租率	94.79%	94.14%	87.97%
平均出租率	95.01%	98.31%	95.63%
深圳来福士项目办公业态经营情况（万元）			
营业收入（考虑租金减免，不含税）	4,803.08	6,168.38	6,935.03
其中：减免金额	-73.12	-78.57	-23.15
营业收入（还原租金减免，不含税）	4,876.20	6,246.95	6,958.18
运营净收益（NOI）（未扣除资本性支出）	2,363.64	4,271.84	5,074.10
NOI Margin（未扣除资本性支出）	49.21%	69.25%	73.17%
运营净收益（NOI）（扣除资本性支出后）	1,835.46	4,134.51	4,908.73
NOI Margin（扣除资本性支出后）	38.21%	67.03%	70.78%
租金收缴率	100.00%	100.00%	99.92%
期末时点出租率	60.19%	88.07%	90.03%
深圳来福士项目雅诗阁经营情况（万元）			
营业收入（考虑租金减免，不含税）	5,480.95	5,467.60	5,201.43
其中：减免金额	0.00	0.00	0.00
营业收入（还原租金减免，不含税）	5,480.95	5,467.60	5,201.43
运营净收益（NOI）（未扣除资本性支出）	2,267.09	2,331.76	2,120.64

NOI Margin（未扣除资本性支出）	43.44%	45.01%	40.77%
经营毛利（GOP）	2,720.74	2,805.14	2,598.40
经营毛利率（GOP Margin）	52.13%	54.15%	52.95%
房费收缴率	100.00%	100.00%	98.06%

资料来源：基金公告、申万宏源研究

表 12：华夏凯德 REIT 绵阳涪城经营情况（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入（考虑租金减免，不含税）	11,193.92	11,737.18	12,133.54
其中：减免金额	-42.71	0.00	0.00
营业收入（还原租金减免，不含税）	11,236.63	11,737.18	12,133.54
净利润	2,947.10	3,583.38	4,152.12
息税折旧摊销前利润（EBITDA）	7,439.29	8,183.25	8,566.81
运营净收益（NOI）（未扣除资本性支出）	7,953.82	8,458.51	8,918.97
NOI Margin（未扣除资本性支出）	71.05%	72.07%	73.51%
运营净收益（NOI）（扣除资本性支出后）	7,602.23	8,226.42	8,737.82
NOI Margin（扣除资本性支出后）	67.91%	70.09%	72.01%
销售额	81,195.72	83,710.97	86,227.21
客流量（万人/日）	3.23	3.29	3.38
租售比	12.70%	12.80%	12.80%
月租金坪效（元/平方米）	146	150	155
月销售坪效（元/平方米）	1,202	1,202	1,238
租金收缴率	100.00%	99.97%	99.41%
期末时点出租率	98.20%	98.60%	99.34%
平均出租率	98.96%	99.05%	99.27%

资料来源：基金公告、申万宏源研究

5.华安锦江酒店 REIT

5.1 境内首单酒店 REIT，背靠酒店行业头部企业锦江

华安锦江 REIT 的底层资产为**位于全国 18 座城市的 21 家“锦江都城”品牌酒店**，涵盖广州、郑州、长沙、合肥等一线及重点二三线城市。各项目建筑面积介于 6,000~8,800 平方米之间，房间数介于 129~162 间，单店规模较小，属于中端有限服务酒店。

项目原始权益人**上海锦江资产管理有限公司**（简称“锦江资管”）为锦江国际（集团）有限公司全资子公司，实控人为上海市国资委。锦江国际集团是全球第二大酒店集团（按客房数计），旗下拥有锦江酒店、锦江资本等多个上市平台，涵盖高星级、中端、经济型全品牌矩阵。当前中国酒店行业呈现显著的头部集中化特征，锦江酒店

（通过锦江国际集团）2024 年在中国管理约 1.22 万家酒店、约 120 万间客房，市场份额达 13.0%，**自 2016 年起连续多年位列中国所有连锁酒店集团首位。**

截至 2025 年末，锦江资管及锦江国际集团持有的可扩募资产储备丰富，包括上海静安昆仑等高星级酒店、约 45 万平方米办公资产、约 45 万平方米商业资产、约 30 万平方米仓储物流园区等。

表 13：华安锦江酒店 REIT 项目概览

项目名称	锦江都城酒店
项目业态	酒店
区位位置	广州、郑州、长沙、合肥、武汉等 18 座城市
项目用途及土地年限	商业服务业用地/旅馆用地 土地使用期限：2048 年 12 月-2051 年 3 月（剩余 23-25 年）
楼层分布	21 家酒店，每栋 4-10 层不等，涵盖客房、餐饮、会议及配套设施
建筑面积	合计约 150,000 平方米（单店约 6,000-8,800 平方米）
可出租面积	21 家酒店共约 3,000 间客房（单店 129-162 间）
初始运营时间	2011 年-2014 年分批开业
周边配套	1）商业设施：各酒店均位于城市核心商圈或商务中心区，周边配备大型购物中心、商场、餐饮、超市等生活配套； 2）办公/商务：毗邻各地城市写字楼、会展中心、政务中心、产业园区等商务设施，商务客群稳定； 3）教育：部分项目邻近高校及中小学（如郑州二七店邻近大学路高校区、武汉积玉桥店邻近武汉大学等）； 4）医疗：各酒店所在城区均配备市级三甲医院及社区卫生服务中心； 5）公园/休闲：临近城市公园、体育场馆、文化中心及旅游景点（如武汉体育中心店邻近武汉体育中心、长沙开福店邻近五一广场商圈）； 6）交通设施：均位于城市主干道或交通枢纽周边，部分项目邻近地铁站、高铁站及机场（如广州白云店邻近白云机场、南昌红谷滩店邻近地铁大厦站）；

资料来源：基金公告、申万宏源研究

5.2 业绩受 CAPEX 与β拖累，GOP 补足+资金预留护航

2023-2025 年，华安锦江酒店 REIT 营收分别为 2.09 亿元、1.95 亿元、1.77 亿元，净利润分别为 0.16 亿元、-0.20 亿元、-0.58 亿元，业绩显著承压。除经营指标下滑外，项目因开业时间较早，正处于客房修缮周期，CAPEX 在成本中占比较高，是拖累利润的主要原因。截至 2025 年末，已完成过半客房修缮，未来 CAPEX 可控；**原始权益人账面已预留 3100 万元翻新改造资金，且 2026-2030 年 CAPEX 超出募集说明书预测部分由原始权益人补足，优先通过放弃其所持份额的可供分配金额。**

交易指标方面，项目平均 OCC 保持在 60%-70%区间但呈下降趋势，ADR 亦持续走低。主要原因是项目布局于全国多个城市，经营表现与酒店行业整体β高度相关。疫情后酒店供给激增，项目受到分流，价格持续承压。2026 年以来，行业供给逐步收缩，呈现弱复苏态势。

为保障持有人权益，原始权益人设置了 GOP 保障机制：上市后前五个财务年度

（2026-2030 年）内，若任一年度所有酒店项目实际综合 GOP 未达目标值，在扣减运营管理机构基础管理费中的负向绩效管理费后仍不足的，由运营管理实施机构补足差额至目标值。

表 14：华安锦江酒店 REIT 经营情况

项目财务指标	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入（亿元）	2.09	1.95	1.77
净利润（亿元）	0.16	-0.20	-0.58
EBITDA（亿元）	0.78	0.60	0.52
项目经营指标	**2023 年**	**2024 年**	**2025 年**
可供房数（间）	1,047,297	1,112,275	1,081,345
平均入住率（OCC）	69.37%	62.26%	61.93%
平均房价（ADR）（元/间）	279.83	273.58	255.99
每间可售房收入（RevPAR）（元/间）	194.12	170.32	158.53

资料来源：基金公告、申万宏源研究

6. 华安陆家嘴 REIT

6.1 前滩城市综合体，陆家嘴集团护航，锚定前滩扩募

华安陆家嘴 REIT 的底层资产为**晶耀前滩 T1 办公楼及配套商场**，项目坐落于上海市浦东新区前滩商圈，是一座集甲级办公与商业零售于一体的城市综合体。其中，T1 办公楼为甲级写字楼，由国际知名建筑事务所 KPF 担纲设计，主要租户分布于咨询服务、医疗健康、互联网科技等行业；商场则划分为东南西北四个经营区域，业态涵盖餐饮、零售、儿童及体验类消费。办公楼与商场之间通过空中连廊无缝衔接，实现办公与消费客流的双向互通。此外，项目为地铁 6/8/11 号线东方体育中心站上盖物业，三轨交汇，通勤便利，且规划中的地铁 19 号线预计于 2032 年开通，届时将进一步增强对办公及商场客流的支撑。

从区域竞争格局看，晶耀前滩所在的前滩商圈商办密集度较高，物业主要围绕东方体育中心地铁站布局。但现有成熟物业出租率普遍达到 90%左右，空置率较低，对项目的分流影响有限。新增供应方面，**前滩区域即将迎来太古里二期及其配套办公组团，预计于 2026 年开业，届时将形成集中放量，可能对项目的办公楼及商场均构成一定的竞争压力。**

华安陆家嘴 REIT 的原始权益人为**上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司**（简称“前滩投资”），其控股股东为**上海陆家嘴（集团）有限公司**（简称“陆家嘴集团”），实际控制人为**上海市浦东新区国有资产监督管理委员会。**

陆家嘴集团在前滩地区承担整体商业规划与运营管理职责，从全局视角统筹写字楼、商业、酒店、租赁住宅、文化体育等多元业态的协同布局，通过业态互补与统一

仅供内部交流，请勿外传

招商优化区域商业生态，为晶耀前滩项目创造有利的竞争环境。项目共享陆家嘴商业逾 250 万会员体系，租户可便捷预约办公空间、住宅、酒店、文体等资源，提升客户粘性与运营效率。前滩投资作为陆家嘴集团旗下负责前滩城市综合开发运营的核心实施主体，能够在项目资源和资金等方面获得股东的强有力支持。

截至 2025 年末，前滩投资及陆家嘴集团持有的商业及办公资产合计 32 个，可租赁面积总计 130 万平方米，可扩募资产储备充裕，其中，**陆家嘴集团未来将优先考虑前滩片区的项目作为扩募标的。**

表 15：华安陆家嘴 REIT 项目概览

项目名称	晶耀前滩 T1 办公楼项目以及相关车位	晶耀前滩商场北区及西区项目	晶耀前滩商场东区及南区项目
项目业态	办公、车位	商业	商业
所在位置	上海市浦东新区耀龙路 1359 号等		
土地用途及期限	商务办公、商业、住宅用地 2013 年 3 月-2063 年 3 月（T1 办公楼） 2013 年 3 月-2063 年 3 月（车位）	商务办公、商业、住宅用地 2013 年 3 月-2053 年 3 月（北区） 2013 年 3 月-2053 年 3 月（西区）	商务办公、商业、住宅用地 2023 年 8 月-2053 年 3 月（东区） 2023 年 7 月-2063 年 3 月（南区）
建筑内容	地上 5-13、15-17 层（T1 办公楼） 地下 1-地下 3 层（车位）	地下 1-地上 3 层（北区） 地上 1-3 层（西区）	地下 1、地上 1-4 层（东区） 地上 1-3 层（南区）
建筑面积	64,257.78m²（含车位）	28,335.42m²（北区） 4,253.48m²（西区）	32,539.88m²（东区） 5,873.84m²（南区）
可供出租面积	25,923.17m²	18,947.00m²	19,849.00m²
起始运营时间	2019 年 9 月		
区域配套	1）商业设施：前滩太古里、前滩公园巷、前滩陆悦广场等； 2）办公楼：前滩时代广场、前滩世贸中心、BFC 外滩金融中心等； 3）酒店：上海前滩香格里拉酒店、上海前滩美居酒店等； 4）金融机构：招商银行、浦东发展银行等； 5）医疗设施：上海市东方医院南院、上海中医药大学附属龙华医院（浦东分院）等； 6）交通设施：6 号线、8 号线、11 号线东方体育中心站上盖；周边有 82 路、314 路、浦东 100 路、981 路、1160 路等多条公交线路经过并在其附近设站；周边的交通主干道有济阳路高架、中环线、龙耀路隧道等。		
项目示意图			

资料来源：基金公告、申万宏源研究

6.2 两业态出租率长期 90%+，商场租金贡献收入 2/3

2023-2025 年，项目分别实现营业收入 1.56 亿元、1.89 亿元和 1.89 亿元，净利润分别为 0.22 亿元、0.20 亿元和 0.20 亿元，整体经营业绩保持平稳。从收入结构来看，**截至 2025 年末，办公楼业态收入占比约 33%，零售业态收入占比约 67%**，商业部分构成项目收入的主要来源且占比呈现逐年增长趋势。

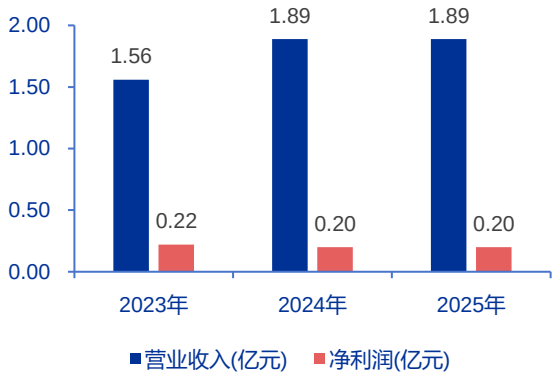
2023-2025 年，晶耀前滩 T1 办公楼期末出租率分别为 99.45%、100%和 95.93%，商场北区及西区期末出租率分别为 96.87%、93.24%和 93.22%，商场东区及南区期末出租率分别为 98.71%、94.56%和 94.66%，**各业态出租率均已处于 90%以上。**项目整体租金收缴率分别为 99.94%、99.90%和 99.85%，回款情况良好。

办公业态整体租金平稳运行，商场北区及西区 2025 年租金同比下降 10.33%，而东区及南区租金最近两年租金同比变动不足 3%，较为稳定。与周边可比竞品相比，T1 办公楼租金定价处于中游水平，商场租金定价则处于中低水平，均具备一定性价比优势。

办公业态方面，截至 2025 年末，T1 办公楼共 15 个租户，覆盖咨询、医疗健康、互联网科技等八大行业，**办公楼租户集中度较高**；其中第一大租户为艾昆纬企业管理咨询（上海）有限公司，租赁面积占 T1 办公楼可租赁面积的比例 29.03%（租约 2029 年到期）；另有租户为上海薄荷健康科技股份有限公司，租赁面积占比 16.69%，租约于 2026 年 4 月到期，已明确不再续租。零售业态方面，商场共 156 个租户，**餐饮与零售合计面积占比近六成。**

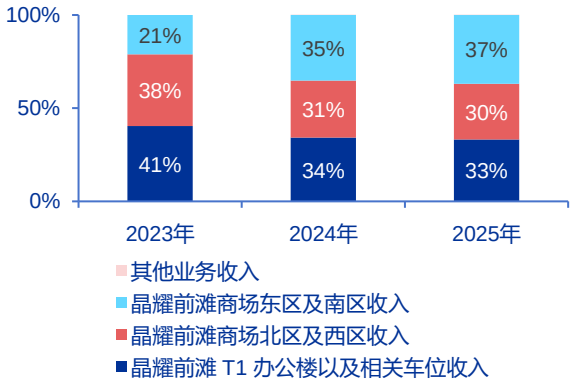
租约到期分布上，办公楼 2026 年、2027 年到期租约分别占比 25.41%和 27.69%，2028 年及以后到期占比 46.90%，短期内集中到期压力较小；商场 2026-2027 年合计到期面积占比约 56%，运营方已提前启动续约与新签工作，**目前续签/拟续签租户 50 家、新签/拟新签租户 20 家，合同面积基本可覆盖当年到期面积。**

图 7：华安陆家嘴 REIT 营收、净利润（单位：亿元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 8：华安陆家嘴 REIT 收入构成（单位：%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

7. 创金合信北京国资 REIT

7.1 海淀知春筑科创极核，东城隆福立文化地标

创金合信北京国资 REIT 的底层资产为**集智未来项目、隆福寺一期项目**，二者均属于商业不动产大类下的**写字楼**业态。

本项目的原始权益人为**北京市国有资产经营有限责任公司、北京新隆福文化投资有限公司**（分别简称“北京国资”、“北京新隆福”），二者实际控制人均为北京市

国资委。北京国资长期深耕园区运营与文化商业不动产运营领域，深度服务北京国际科创中心建设与首都文化中心建设，具备深厚的产业资源积淀与不动产全周期运营管理能力。**从 2025 年营业收入角度，在北京国资持有的北京地区同类资产中，隆福寺一期项目排名第一，集智未来项目仅次之，排名第二。**

其中，**集智未来项目**包含**量子芯座**及**量子银座**两处办公楼宇，均位于北京市海淀区知春路区域，半径五公里内集聚北京大学、清华大学、北京航空航天大学等顶尖高校及科研院所。

知春路片区是中关村科学城的核心片区一直以来是国内的 IT 企业及跨国公司研发总部的首选之地，自 2002 年开始投入运营以来，项目重点服务集成电路设计企业，属国家级孵化器，牵头承担国家“核高基”重大专项，常年基本保持 90%以上的人工智能类企业入驻，累计服务包括兆易创新、北京君正、龙芯中科、歌尔声学、晓程科技等集成电路设计企业，其中国家级“小巨人”企业累计 11 家，省级专精特新企业累计 51 家，国高新企业累计 119 家，独角兽 2 家、准独角兽 1 家，已成为北京市人工智能产业服务高地和创新标杆。

表 16：创金合信北京国资 REIT 集智未来项目概览

项目	集智未来	
不动产项目名称	量子芯座	量子银座
不动产项目业态	办公	
项目所在地	北京市海淀区知春路 27 号	北京市海淀区知春路 23 号
建设内容和规模	地上 1-19 层办公楼及地下室 B1、房上房	地上 1-16 层办公楼
建筑面积/ 可供出租面积	建筑面积：23,172.90 ㎡； 可供出租面积：23,005.27 ㎡	建筑面积：27,632.40 ㎡； 可供出租面积：25,993.09 ㎡
开竣工时间	开工：2001 年 3 月；竣工：2001 年 7 月	开工：2001 年 7 月；竣工：2001 年 9 月
投入运营时间	2002 年 2 月	2003 年 2 月
使用期限	2052 年 2 月 12 日	2053 年 2 月 16 日
剩余年限	26.12 年	27.13 年
用地性质	办公用地	
时点出租率	95.38%	94.30%
周边配套	**交通：**紧邻地铁 10 号线与 13 号线换乘站知春路站，公共交通网络发达，道路无已知扩宽改造封闭计划； **教育：**北京航空航天大学、北京市中关村中学等； **医疗：**中关村社区卫生服务中心（太阳园小区）、北京家恩德运医院、北京大学第三医院等； **人文环境设施：**知春公园、北京航空航天大学学院路校区航空航天博物馆、大钟寺古钟博物馆等； **金融机构：**招商银行、中国银行等； **餐饮：**品种丰富，区域内均设有中西式餐馆。	

项目示意图		
项目区位		

注：统计截止 2025 年末。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

隆福寺一期项目包含**隆福大厦**及**隆福寺北里**区域，两区域地理位置相连，均地处隆福寺街，为北京市东城区东四核心商圈，临近东四北大街、东四西大街、朝阳门内大街等城市主干道，可快速通达王府井、CBD、金融街、三里屯等核心商圈与功能区，周边围绕着景山街道办事处、东城区政务服务相关单位、民航局等政府机关及政务服务单位，行政配套完善。

其中，**隆福大厦**作为项目核心办公载体，1 层为配套商业，2-8 层为办公及配套，9 层隆福文化中心，集办公、商业、文化活动于一体，汇聚了十余家文化、金融、科技企业，形成了以“文化金融、高端商务服务、数字科技”为核心的特色产业集群。**隆福寺北里**作为项目活力的开放式文化街区，融合历史风貌与现代创意，汇集共享办公空间、美术馆、特色餐饮及国潮零售等多元业态，集“创意孵化、艺术展示、休闲消费”于一体。

自 2019 年整体投入运营以来，项目已成功举办超 600 场线下文化活动，先后荣获了“北京市级文化产业园区”“北京十大文化消费地标”等殊荣。2026 年春节假期，隆福寺一期项目所在的隆福寺商圈累计客流近 85 万人次（日均超 10 万，峰值破 13 万），客流与销售双双创下历史新高。

表 17：创金合信北京国资 REIT 隆福寺一期项目概览

项目	隆福寺一期项目	
不动产项目名称	隆福大厦及隆福寺北里部分区域	隆福寺北里其他区域
不动产项目业态	办公、配套商业	
项目所在地	北京市东城区隆福寺街 95 号、钱粮胡同 38 号	

建设内容和规模	隆福大厦：地上 9 层，首层为商业，2-8 层为办公及配套，9 层为展览展示，地下 2 层，局部 3 层，为地下车库及设备用房 隆福寺北里：地上 1-6 层为商业及办公，局部地下 1 层为设备用房	
建筑面积/可供出租面积	建筑面积：74,877.83 ㎡；可供出租面积：54,792.96 ㎡	
开竣工时间	开工：2015 年 9 月；竣工：2017 年 6 月	开工：2017 年 8 月；竣工：2019 年 7 月
投入运营时间	2019 年 8 月	
使用期限	2054 年 6 月 23 日	2065 年 5 月 31 日
剩余年限	28.48 年	39.41 年
用地性质	批发零售用地	商务金融用地
时点出租率	82.65%	
周边配套	**交通：**紧邻地铁 5 号线与 6 号线换乘站-东四站，临近地铁 8 号线中国美术馆站，步行可达性强；设有东四路口南、美术馆东、隆福寺等公交站点，途经 101 路、106 路、108 路路等线路；距离北京站约 3.5 公里、距离北京南站约 9 公里、距离北京西站约 8 公里，距离北京首都国际机场约 25 公里。 **办公物业/居住社区：**五矿广场、泓晟国际中心、华润大厦、东方广场、王府 77 等高端写字楼及什锦花园、钱粮胡同、东黄城根北街等成熟居住社区。 **教育配套：**周边分布北京市第一六五中学、东直门中学附属雍和宫小学、东城区实验幼儿园等教育资源。 **医疗配套：**临近首都医科大学附属北京中医医院、北京同力医院及周边社区卫生服务中心。 **休闲文化：**坐拥中国美术馆、皇城根遗址公园、北海公园、景山公园等历史文化与城市休闲场所。 **商业配套：**汇聚隆福寺商圈、王府井步行街等商业载体。	
项目示意图		
项目区位		

注：统计截止 2025 年末。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

目前，北京市写字楼主要分布在五个核心商圈（中央商务区/CBD、东二环、金融街、燕莎、中关村）和五个新兴商圈（望京-酒仙桥、亚奥、亦庄、丽泽及其他）。截止 25Q4，北京市甲级写字楼总存量达 1,368.0 万㎡，主要分布于五大核心商圈，合计总存量为 868.7 万㎡。其中，CBD 存量规模最大，达 321.7 万㎡，占比 23.5%；其次为金融街，存量 163.8 万㎡、占比 12.0%。从市场供需来看，北京写字楼市场经

历了多轮周期性波动，2019 年以来供大于求态势凸显，**2016 年至 2025 年，北京全市每年平均净吸纳量为 43 万㎡、新增供应 60.1 万㎡。受经济下行压力影响，北京写字楼租金自 2018 年四季度起持续下调。**截至 2025 年，全市租金环比-4.6%、同比-36.1%至 205.62 元/㎡/月，“降本增效”与“以价换量”成为市场主旋律。

2025 年，由于无新增供应入市，存量持续去化，全市空置率较 24 年年末-2.4pct 至 15.9%，五大核心商圈空置率环比-1.7pct 至 10.4%，各商圈分化明显：燕莎空置率最高（18%），其次为 CBD（12.7%）和东二环（11.1%），中关村（4.9%）与金融街（4.8%）处于低位。虽然近期市场无新增供应入市，但 **2026-2029 年，北京市将继续迎来约 188 万㎡的新增供应，主要分布于 CBD、望京-酒仙桥区域、通州运河商务区。**存量市场业主迫于自身业绩压力或将为企业租户提供更多签约福利或特价单元，预计 2026 年市场租金和空置率水平均将延续现状趋势进一步下调。

集智未来项目地处中关村商务区核心地带，区域内甲级/乙级写字楼存量约 130.2 万㎡、87.4 万㎡，25Q4 空置率分别为 4.9%、4.4%（环比-0.8pct、+1.2pct），有效租金分别为 264.86 元/㎡/月、167.79 元/㎡/月（环比-2.1%、-1.4%）。**根据海淀区分区规划，中关村科学城核心区属成熟建成区，实施减量管控，长期以存量竞争为主，据统计 2026-2028 年均无新增供应。**项目周边 1 公里内优质物业有限，且无孵化器业态，项目作为国家级孵化器的稀缺性突出。

隆福寺一期项目地处东二环商务区核心地带，是北京核心城区内仅次于金融街与 CBD 的第三大央企总部与金融产业聚集区，且临近王府井商圈，区域内甲级/乙级写字楼存量约 151.6 万㎡、133.3 万㎡，25Q4 空置率分别为 11.1%、16.8%（环比+0.1pct、-4.2pct），有效租金分别为 204.78 元/㎡/月、148.57 元/㎡/月（环比-6.3%、-0.7%）。**东二环商务区 2026-2028 年预计无新增供应，项目所在东四区域发展成熟，商务办公存量趋于饱和，长期以存量优化、改造升级为主。**项目同时临近王府井商圈，受益于其商业物业约 45 万㎡存量及 3.86%低空置率的辐射带动，零售租金达 800-2,000 元/㎡/月，兼具顶级地段、历史底蕴与高端商办资源。

7.2 出租率爬坡至 89%，租金承压且较竞品处于中高位

2023-2025 年，北京国资商业 REIT 合计营业收入分别为 2.34 亿元、2.33 亿元、2.10 亿元，净利润分别为 1.00 亿元、0.97 亿元、0.83 亿元，整体有所下降，主要受宏观经济调整及区域市场变化影响，项目下调部分客户租金所致。**集智未来项目以办公楼租赁为主，隆福寺一期项目收入以办公楼及配套商业租金为主。**

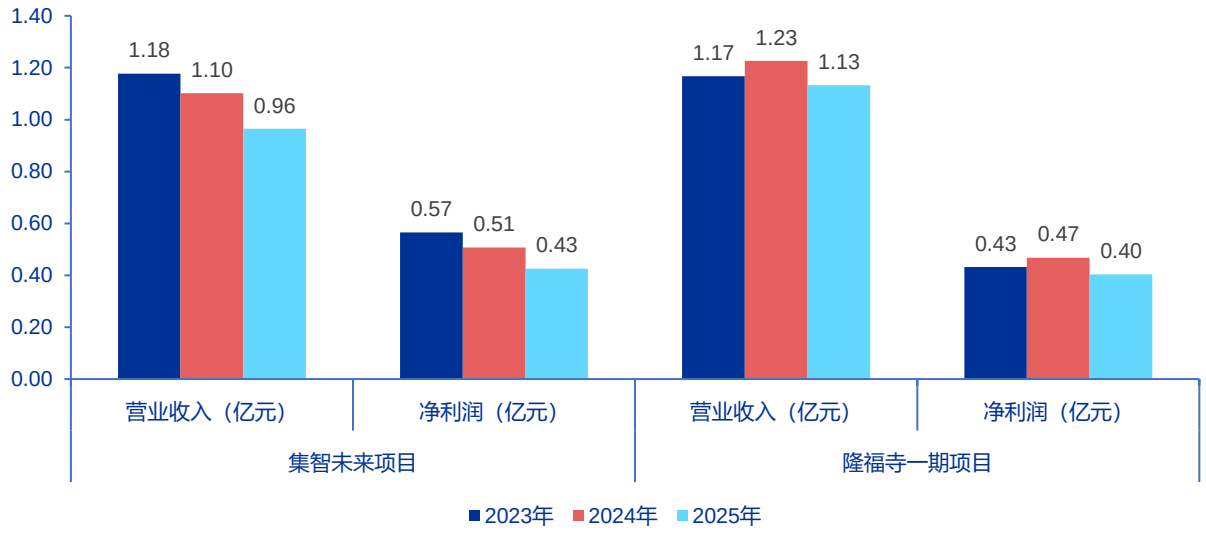
2023-2025 年，**项目整体期末出租率分别为 76.81%、88.80%、88.39%，剔除自用部分后为 77.26%、88.80%、88.59%，呈现持续改善趋势。**集智未来项目出租率分别为 91.27%、88.97%、94.81%，隆福寺一期项目分别为 63.87%、88.64%、82.65%，剔除自用部分后为 68.21%、94.67%、88.28%。租户行业分布上，集智未来以“科学研究和技术服务业”及“信息传输、软件和信息技术服务业”为主，二者合计占比 80%，契合人工智能产业基地定位；隆福寺一期以“金融业”为主导（41.21%），前三大行业合计占比 86%。集中度方面，集智未来与隆福寺一期第一大租户面积占比分别为 9.13%、15.99%，前十大占比分别为 45.55%、67.41%，后者

仅供内部交流，请勿外传

集中度相对较高。**租约到期分布集中于 2026-2027 年，**集智未来分别为 53%、32%，隆福寺一期分别为 45%、38%。

集智未来项目合同租金呈下行趋势且降幅扩大，2023-2025 年分别为 8.03 元/㎡/天、7.29 元/㎡/天、6.32 元/㎡/天，2024 年及 2025 年降幅分别为 9.22%、13.31%；2025 年量子芯座、量子银座新签约租金均低于上年末，**项目租金处于周边竞品中游水平**（区域租金区间 5.5-8 元/㎡/天）。**隆福寺一期**项目合同平均租金分别为 7.52 元/㎡/天、7.64 元/㎡/天、7.19 元/㎡/天，2025 年因市场影响下调租金、降幅 5.89%，新签约租金为 7.10 元/㎡/天，**处于周边可比项目（5-8 元/㎡/天）中游偏上水平。**收缴率方面，项目整体清缴后收缴率分别为 100.00%、99.26%、98.23%，其中集智未来维持在 99.89%以上，隆福寺一期略低（2025 年 97.39%），但整体回款情况良好。

图 9：创金合信北京国资 REIT 营收、净利润（单位：亿元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

8. 风险提示

REITs 发行审核节奏变化、发行制度进一步调整、投资者参与度波动、申报项目质量/数量变化、产业结构导向调整、REITs 项目资产经营业绩下滑、REITs 单一资产波动较大、宏观经济环境变化影响顺周期 REITs 资产运营情况、系统性风险等。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。