仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 07 月 03 日

解析消费 REITs，探寻长期价值

——REITs 深度报告系列之一：消费 REITs

看好

相关研究

《消费长风驱动，奔向星辰大海——商业地产系列报告之一：购物中心行业空间测算》 2021/05/14

《聚合消费最强音，价值重估新篇章——商业地产系列报告之二：购物中心价值重估》 2025/12/05

证券分析师
袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com
联系人
曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **分析框架：资产基本盘，运营差异化。**我们将从三个维度分析已上市消费 REITs，分别是：资产端、运营端和估值端。REITs 的主要特色财务指标包括：折现率、资本化率、NOI、EBITDA、FFO 等。
- **资产端：区位和产品是基本盘。1）绝对区位**：城市能级和可达性是基础。消费 REITs 底层资产基本都位于一二线城市，交通可达性便利（购物中心类 TOD 等）；GLA 均值 7.1 万平、体量中上、便于业态配比；平均开业年限 11.8 年、较为成熟。**2）相对区位：**商圈竞争决定了中期购物中心的零售额增长空间。竞争格局分为三类：市级全域辐射、成熟商圈+多竞品、新兴商圈+少竞品。**3）增长上限：**A、城市，宏观环境（人口、收入、消费支出等）和绝对区位（城市能级、地段等）；B、商圈竞争，竞品、运营能力、客群抓取和营销等；C、产品定位（城市/区域/社区级等）。
- **运营端：差异化招调能力是核心。1）业态及品牌：**三大业态包括零售、餐饮和体验，已上市购物中心 REITs 三类业态品牌个数平均占比为 40%/34%/26%，其中奥莱、百货、高品质购物中心零售品牌占比较高；主次力店是培育期巩固客流和转化率的较好工具。**2）出租率及坪效：**出租率和坪效基本同步提升。12 只 REITs25Q4 末出租率均值 97.6%， 总体随着出租率的提升，收入坪效也同步提升，部分 REITs 通过主动招调高级次品牌提升零售额和租金。**3）零售额和客流：**细分赛道景气度分化 。A、社区商业锚定刚需，增长小幅稳定但天花板明确；B、购物中心受宏观环境、商圈竞争、运营能力等影响更大；C、奥特莱斯近年景气度领跑，零售额持续攀升、但季节性明显，经营高度取决于品牌调整与高净值客群维护能力。**4）收支及构成：**租金及物管费构成收入基础。25 年 REITs 项目端收入中，租金、物管费分别平均占比 73%和 17%；租售比一般在 12-15%。 **5）加权平均剩余租期：**333 模式更佳。对强运营商而言租约到期不是问题，成熟期项目剩余租期不长甚至有利于品牌汰换，成长期项目 333 模式更佳。**6） EBITDA 利润率：**成熟项目区间 60-70%。其中社区商业一般利润率更高，零售占比高的购物中心和奥莱项目利润率也一般更高。**7）经营亮点：**25 年消费 REITs 整体收入的增量基本来自于招调结果，重点关注 26 年调改动作。
- **估值端：分派率为锚。1）分派率：**最直接的判断资产盈利能力的指标，12 只消费 REITs 的年化分派率均值 4.29%。高分派率需考虑 FFO、资产估值、会计处理的综合变动趋势。**2）资本化率：**上市前消费 REITs 的 P/NOI 估值基本在 15-22X，对应的 Cap rate 在 4.5%-6.7%。长周期上（2000-2025）美国权益型 REITs 的资本化率在 6.66%，2015-2025 年均值在 5.70%。**3）绝对估值：**P/NAV 和单平估值。消费 REITs 平均 P/NAV 为 1.34，单平 GLA 估值 3.1 万元/平。**4）相对估值**：目前 P/FFO 均值为 24X，分业态（购物中心、社区商业、奥特莱斯）来看差异不大。
- **综合评分及对房企影响：从资产端（30 分）、运营端（50 分）、估值端（20 分）合计 100 分进行综合评分。**虽然现在市场经常将分派率作为最重要的指标，但是我们并没有给予很高权重给分派率，主要由于分派率是 FFO 和资产估值的综合结果，不同消费 REITs 的核心竞争力应该是资产的基本盘+运营的差异化，才能够在目前的红海市场脱颖而出，保证稳定的分派率和向上的零售额增长弹性。评分结果较高的包括中金唯品会奥莱、华夏华润 REIT、华夏中海 REIT。REITs 对房企影响主要包括：1）盘活存量资产，回笼资金、降低负债；2）打通投融管退循环，强化运营能力。3）提升企业估值、拓宽资本运作空间。
- **投资分析意见：解析消费 REITs，探寻长期价值，维持“看好”评级。**我们认为，我国消费行业及购物中心行业仍有较大发展空间，源于看好消费总量提升空间以及结构性率先复苏。近年来，龙头商业公司依靠自身经营α实现稳健的同店增长和新开业拓展，已上市消费 REITs 在资产端、运营端均有优质表现、保证未来分派率稳定。我们维持房地产及物管“**看好**”评级，推荐消费 REITs 板块及优质个股中金唯品会奥莱 REIT、华夏华润消费 REIT、华夏中海消费 REIT，并推荐优质商业地产运营企业：华润置地、太古地产、新城控股、华润万象、领展房产基金、恒隆地产、嘉里建设、龙湖集团。
- **风险提示：社零增速超预期下行，底层资产经营不及预期。**

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

结论和投资分析意见

投资分析意见：看好消费 REITs 板块，维持“看好”评级。我们认为，我国消费行业及购物中心行业仍有较大发展空间，源于看好消费总量提升空间以及结构性率先复苏。近年来，龙头商业公司依靠自身经营α实现稳健的同店增长和新开业拓展，已上市消费 REITs 在资产端、运营端均有优质表现、保证未来分派率稳定。我们维持房地产及物管“**看好**”评级，推荐消费 REITs 板块及优质个股中金唯品会奥莱 REIT、华夏华润消费 REIT、华夏中海消费 REIT，并推荐优质商业地产运营企业：华润置地、太古地产、新城控股、华润万象、领展房产基金、恒隆地产、嘉里建设、龙湖集团。

原因与逻辑

我们认为消费 REITs 主要通过两方面获得稳定的经营表现：1）资产端，绝对区位和相对区位决定了资产的质地，宏观、城市、产品等决定了资产的增长上限；2）运营端，通过精准客群定位，进行业态及品牌配比以及及时的品牌汰换，获得高出租率、零售额、客流、租费的增长。综合资产端和运营端的综合能力，获得稳定的经营成绩和分派率。

有别于大众的认识

市场认为实体商业竞争激烈、经营增长有限，但我们认为消费 REITs 底层资产相对成熟，在头部运营商的优秀运营能力之下，能够获得稳定增长，从而提供稳定的可供分配金额和分派率。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1．分析框架：资产基本盘，运营差异化 6

2．资产端：区位和产品是基本盘 7

2.1 绝对区位：城市能级和可达性是基础 7
2.2 相对区位：商圈竞争格局决定中期增长空间 8
2.3 增长上限：多重因素构成商业增长上限 9

3．运营端：差异化招调能力是核心 10

3.1 业态及品牌：零售占比决定收入高度和弹性 10
3.2 出租率及坪效：出租率和坪效基本同步提升 11
3.3 零售额和客流：细分赛道景气度分化 12
3.4 收支及构成：租金及物管费构成收入基础 13
3.5 加权平均剩余租期：333 模式更佳 14
3.6 EBITDA 利润率：成熟项目区间 60-70% 15
3.7 经营亮点：招调仍是成熟项目得以增长的核心 15

4．估值端：分派率为锚 17

4.1 分派率：均值 4.3%左右 17
4.2 资本化率：不同资产分化 17
4.2 绝对估值：P/NAV 和单平估值 19
4.3 相对估值：P/FFO 均值 25X 左右 19

5．综合评分：中金唯品会奥莱和华夏华润领先 20

6．房企影响：拓展权益融资渠道、完善投融管退循环 21

7．投资分析意见：解析消费 REITs，探寻长期价值 22

8．风险提示：社零增速和底层资产经营不及预期 23

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：消费 REITs 分析框架 6
图 2：折现率和资本化率 7
图 3：折现率可拆分为资本化率和长期增长率 7
图 4：根据人均消费支出和人均商业面积筛选商业潜力城市 9
图 5：购物中心 REITs 品牌个数占比：零售 11
图 6：购物中心 REITs 品牌个数占比：餐饮 11
图 7：购物中心 REITs 品牌个数占比：体验 11
图 8：购物中心 REITs GLA 占比：主次力店 11
图 9：项目出租率和收入坪效 12
图 10：项目 EBITDA Margin 15
图 11：美国 REITs 资本化率和 10 年期国债收益率 18
图 12：资本化率：购物中心 18
图 13：资本化率：社区商业 18
图 14：资本化率：奥特莱斯 18
图 15：资本化率：甲级写字楼 18
图 16：项目单平 GLA 估值和收入、EBITDA 坪效 19
图 17：12 只消费 REITs 的 PFFO（单位：倍） 20

表 1：12 只消费 REITs 概况 7
表 2：12 只消费 REITs 概况 8
表 3：2025 年全国 TOP20 商场零售额 10
表 4：上市前 12 只消费 REITs 的零售额、客流等指标 13
表 5：12 只消费 REITs 项目层面收入（单位：亿元） 13
表 6：12 只消费 REITs2025 年项目层面收入构成 14
表 7：12 只消费 REITs 的加权平均剩余租期（单位：年） 14
表 8：12 只消费 REITs 经营亮点 16
表 9：12 只消费 REITs 分派率等估值指标 17

仅供内部参考，请勿外传

表 10：12 只消费 REITs 评分指标 20
表 11：12 只消费 REITs 评分指标 21

仅供内部参考，请勿外传

1．分析框架：资产基本盘，运营差异化

我们将从三个维度分析已上市消费 REITs，分别是：资产端、运营端和估值端。

从消费 REITs 具体分析指标来看，主要包括：

1） 折现率：纵向比较资产风险。折现率=无风险利率+风险溢价，折现率越高，意味着对未来现金流不确定性判断越大；考虑特定风险如特定业态、特定主体等；

2） 资本化率：横向比较回报率水平，反映市场的即期定价共识。资本化率=评估价值/NOI，资本化率越低，判断资产更优；横向参考业态、城市等。

收益法模型中，折现率（年化总回报）=资本化率（首年净租金收益）+ 长期增长率（未来长期稳态租金增长）。

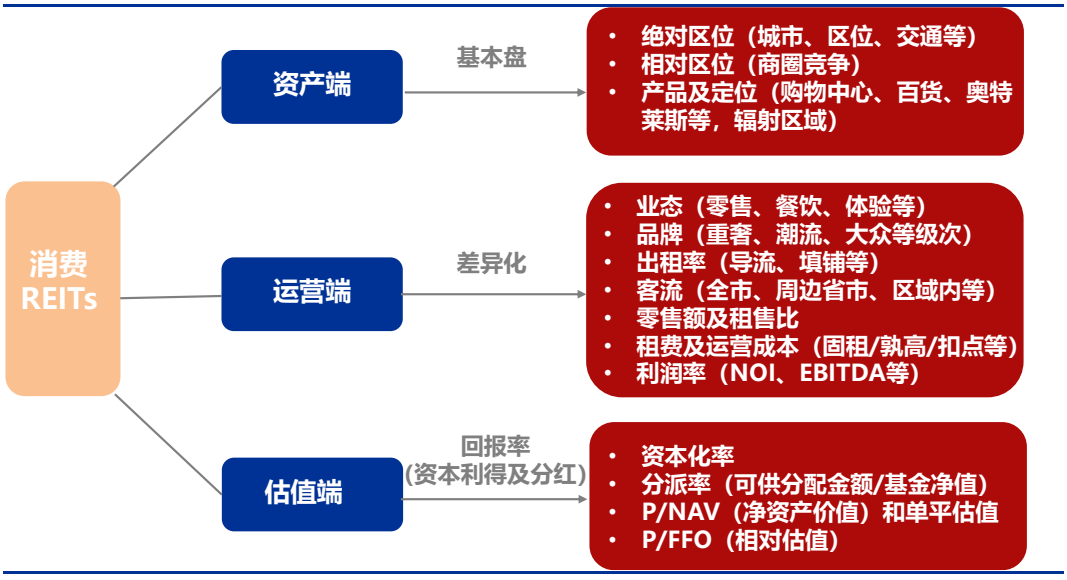
另外，运营层面的分析指标包括：

1） NOI（运营净收益）=运营收入-成本费用-非运营支出-资本性支出；

2） EBITDA（息税折旧摊销前利润）=利润总额（含营业外收支）+利息费用+折旧摊销=净利润+所得税费用+利息费用+折旧摊销；

3） FFO（可供分配金额）= EBITDA-当期资本性支出+融资性现金流调整+经营性应收应付调整-未来资本性支出预留。

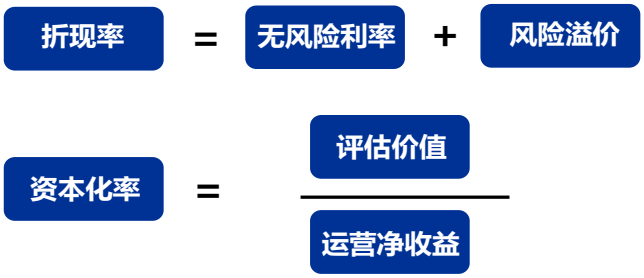
图 1：消费 REITs 分析框架



资料来源：申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

图 2：折现率和资本化率



资料来源：申万宏源研究

图 3：折现率可拆分为资本化率和长期增长率



资料来源：申万宏源研究

2．资产端：区位和产品是基本盘

2.1 绝对区位：城市能级和可达性是基础

区位及产品：从目前已上市的 12 只消费 REITs 来看，底层资产总体城市能级较高、处于成熟阶段、中上体量、交通可达性便利。

绝对区位（城市及交通）：目前已上市资产均位于一二线城市，大部分购物中心项目是地铁 TOD（如华夏华润 REIT 等）；考虑到二线城市（如济南）地铁线路较少，整体资产交通可达性（高速路等）仍较高。奥特莱斯一般绝对位置离市区较远。

产品及定位：主要包括购物中心（市级、区域级、社区级）、奥特莱斯、社区商业（超市+商业、农贸市场）。

体量：可出租面积（GLA）区间 4-14 万平，平均单个商场 GLA7.1 万平，体量中上、便于业态配比。

开业年限：截至 2025 年末，平均开业年限 11.8 年，资产较为成熟。

表 1：12 只消费 REITs 概况

序号	代码	证券简称	城市	产品	资产概况	地铁线路	TOD	开业时间	开业年限	GLA（平）	定位
1	508017.SH	华夏金茂	长沙	购物中心	长沙览秀城	1	是	2016/11	9.1	60,938	次核心梅溪湖商圈，沃尔玛引流，家庭客群
2	180601.SZ	华夏华润	青岛	购物中心	青岛万象城	2	是	2015/04	10.7	139,789	核心香港中路商圈，青岛规模最大的城市级购物中心，辐射全城
3	180602.SZ	中金印力	杭州	购物中心	西溪印象城	1	是	2013/05	12.7	99,427	城市副中心大城西商圈，毗邻西溪湿地，山姆会员店引流，城西最大体量 TOD 购物中心，家庭和文旅客群
4	508002.SH	华安百联	上海	购物中心	百联又一城	1	是	2007/01	19.0	58,330	城市副中心五角场商圈，品质家庭客群
5	180603.SZ	华夏大悦城	成都	购物中心	武侯大悦城	1	否	2015/12	10.0	85,591	成都城西 2-3 环成熟商圈，城市级潮玩购物目的地，年轻客群
6	180606.SZ	中金绿发	济南	购物中心	领秀城贵和购物中心	0	否	2014/12	11.0	84,724	济南二环南路南部成熟商圈，高密度社区家庭客群
7	180607.SZ	华夏中海	佛山	购物中心	佛山映月湖环宇城	1	是	2020/12	5.0	69,722	广佛中轴映月湖商圈，收购重开业项目，家庭客群
8	508091.SH	华夏凯德	长沙	购物中心	长沙雨花亭	1	是（27E 开通）	2005/11	20.1	43,216	核心商圈社区配套型购物中心
			广州	购物中心	广州云尚	1	是	2015/12	10.0	44,835	广州北部商住客群，双园环绕吸引家庭亲子消费
9	508005.SH	华夏首创奥莱	济南	奥特莱斯	济南首创奥莱	1	否	2019/01	7.0	51,864	济南及周边城市客群，名品+折扣

仅供内部参考，请勿外传

			武汉	奥特莱斯	武汉首创奥莱	1	否	2018/04	7.7	47,325	光谷及周边城市客群，性价比与微度假体验
10	508082.SH	中金唯品会奥莱	宁波		宁波杉井奥特莱斯	1	否	2015/11	10.2	50,915	品牌折扣+品质体验，宁波城西标杆商业，市内及周边城市客群
11	508011.SH	嘉实物美	北京	超市+社区商业	大成、玉蜓桥、华天、德胜门 4 个项目	玉蜓桥、华天是 TOD		2006/10	19.2	77,894	超市+社区商业，民生刚需
12	180605.SZ	易方达华威	福州	农贸市场	华威西营里农产品交易中心	1	否	2013/12	12.1	76,314	福州唯一一站式购齐全功能的二级农产品批发市场
		平均值							**11.7**	**70,777**	

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

2.2 相对区位：商圈竞争格局决定中期增长空间

相对区位：商圈竞争决定了中期购物中心的零售额增长空间。已上市消费 REITs 的购物中心的竞争格局可以分为三类：

1）定位市级全域辐射，竞品错位竞争，如华润青岛万象城，客流、坪效等断层领先；

2）成熟商圈+多竞品，如华安上海百联、华夏成都大悦城、华夏广州凯德、中金济南绿发等；

3）新兴商圈+少竞品，如华夏长沙金茂、中金西溪印力、华夏佛山中海等。

表 2：12 只消费 REITs 概况

序号	代码	证券简称	产品	资产概况	商圈分析
1	508017.SH	华夏金茂	购物中心	长沙览秀城	长沙形成“五一核心+多副中心”的商业格局。梅溪湖国际新城定位长沙城市副中心，主要竞品是步步高梅溪新天地（2016 年开业，522 个品牌，大体量，5km）。
2	180601.SZ	华夏华润		青岛万象城	青岛目前零售额最高的商场是青岛海信广场（1997 年开业，2008 年迁址，2015 年扩建完成），具有山东最全重奢品牌矩阵，老钱消费粘性高。项目零售额位列全市第二，定位全客层轻奢潮流，错位客群竞争。
3	180602.SZ	中金印力		西溪印象城	杭州中高端商业竞争相对充分，形成呈现武林-湖滨双核、钱江新城高端商务、奥体/未来科技城新兴崛起等态势。商圈弱竞品，一定距离内有 1 个强竞品：1）西溪天虹购物中心（2km，小体量、75 个品牌，25 年天虹接手后重开业）；2）西溪龙湖天街（7km，大体量、406 个品牌，2019 年开业）。
4	508002.SH	华安百联		百联又一城	上海五角场商圈竞争激烈，项目定位品质家庭+成熟轻奢+高阶户外，但受制于体量和建筑形态（9 层），商圈强竞品、均步行可达：1）合生汇（2016 年开业，大体量、434 个品牌，白领+学生客群，轻奢潮流）；2）万达（2008 年开业，上海首座万达、体系内 Top10，中上体量、340 个品牌，家庭+学生客群，品牌级次低于合生汇）。
5	180603.SZ	华夏大悦城		武侯大悦城	成都商业竞争充分，项目定位年轻时尚潮流、营销密集，武侯商圈有竞品、但相对运营能力更强：1）龙湖金楠天街（4km，中体量、258 个品牌，2015 年开业，定位精致白领+家庭）；2）武侯吾悦广场（3km，中体量、208 个品牌，2018 年开业，三条道路分割、可达性略弱，定位中低价家庭）。
6	180606.SZ	中金绿发		领秀城贵和购物中心	商圈内人口密度高，主要竞品：中海环宇城（2019 年开业，4km，小体量、130 个品牌，客群更偏年轻）。
7	180607.SZ	华夏中海		佛山映月湖环宇城	映月湖商圈内无竞品，6km 千灯湖商圈有竞品：1）南海万科广场（中大体量、338 个品牌，2014 年开业）；2）南海万达广场（309 个品牌，2014 年开业）、保利水城时光汇（2005 年开业，25 年焕新，水景+演艺，260 个品牌）
8	508091.SH	华夏凯德		长沙雨花亭	20 年社区商业，家庭一站式消费、复购强、客单价适中，超市（沃尔玛）+影院+亲子+大众餐饮+快时尚
				广州云尚	商圈竞争激烈，竞品：1）白云万达（1km，2010 年开业，216 个品牌，白云新城全客群）；2）白云万象汇（4km，2018 年开业，25 年华润接手焕新，127 个品牌，定位轻奢、高端）；3）金铂商业总部（在建，500m，47 万平综合体（商写酒等），预计 2027 年开业）。
9	508005.SH	华夏首创奥莱	奥特莱斯	济南首创奥莱	

仅供内部参考，请勿外传

				武汉首创奥莱
10	508082.SH	中金唯品会奥莱		宁波杉井奥特莱斯
11	508011.SH	嘉实物美	超市+社区商业	大成、玉蜓桥、华天、德胜门 4 个项目
12	180605.SZ	易方达华威	农贸市场	华威西营里农产品交易中心

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 增长上限：多重因素构成商业增长上限

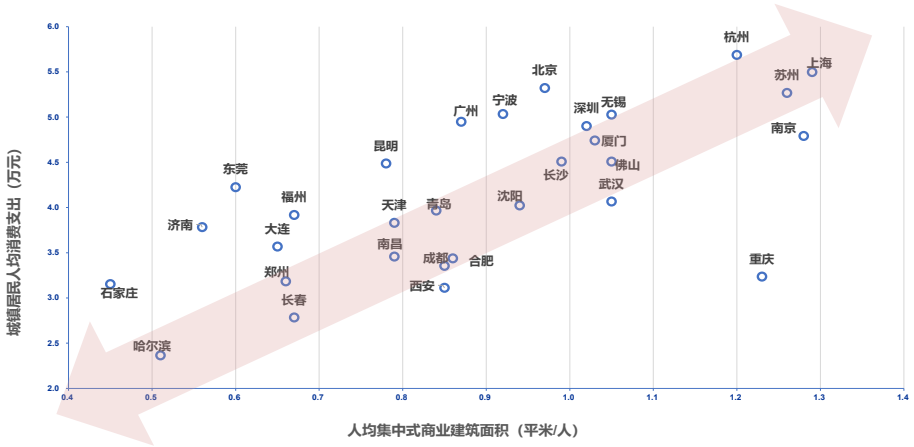
资产上限：资产是 REITs 的基本盘，优秀的运营能力可以锦上添花、难以力挽狂澜，其上限来自于：

1、城市：1）绝对区位，包括城市能级、地段、交通可达性等；2）宏观环境，包括人均可支配收入、人均消费支出、社零总额及增速、常住人口及趋势等。两者共同决定了商业的基本生存环境和成长上限。据赢商网，单个规模商业销售额上限可能是当地社零总额的 10%；人均消费支出高且商业面积低的城市商业发展潜力较大，如北京、广州等。

2、商圈竞争：1）相对区位，商圈内竞品多少、新旧、强弱运营能力、集团资源倾斜等；2）差异化客群定位和营销等。

3、产品：1）产品定位，如城市级/区域级/社区级等，不同定位有不同业态品牌要求；2）产品类型，如购物中心/奥特莱斯/街区式商业等。

图 4：根据人均消费支出和人均商业面积筛选商业潜力城市



资料来源：Wind，赢商网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

表 3：2025 年全国 TOP20 商场零售额

排名	商场名称	城市	2025 年零售额（亿元）
1	南京德基广场	南京	262
2	北京 SKP	北京	242
3	上海 IFC 国金中心	上海	218
4	上海环球港	上海	217
5	北京国贸商城	北京	191
6	武汉武商 MALL	武汉	191
7	上海恒隆广场	上海	135
8	杭州万象城	杭州	135
9	成都 IFS	成都	134
10	沈阳万象城	沈阳	134
11	深圳罗湖万象城	深圳	130
12	西安赛格购物中心	西安	125
13	长沙 IFS	长沙	120
14	郑州丹尼斯大卫城	郑州	112
15	上海长宁龙之梦	上海	108
16	成都太古里	成都	105
17	广州太古汇	广州	102
18	深圳湾万象城	深圳	100
19	重庆万象城	重庆	100
20	北京三里屯太古里	北京	98

资料来源：赢商网，申万宏源研究

3．运营端：差异化招调能力是核心

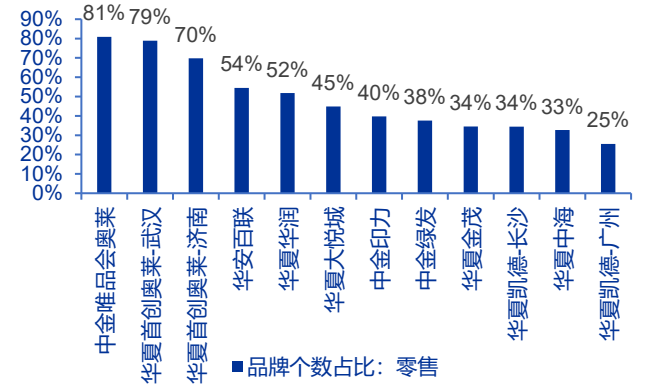
3.1 业态及品牌：零售占比决定收入高度和弹性

业态及品牌：集中式商业主要三大业态包括零售、餐饮和体验（休闲娱乐、亲子、健身、教培、生活服务等）。一般奥莱、百货和品质较高的购物中心零售品牌个数占比较高，如中金唯品会奥莱（81%）、华安百联（54%）、华夏华润（52%）等，意味着客单价较高、收入弹性更大；中档商业一般餐饮品牌个数占比较高，如华夏凯德（44%和 39%）、中金印力（39%）、华夏金茂（38%）等。

主次力店：主次力店在培育期是巩固客流和转化率的较好工具，但后续零售额提升则需要不断调铺、优化空间利用效率。

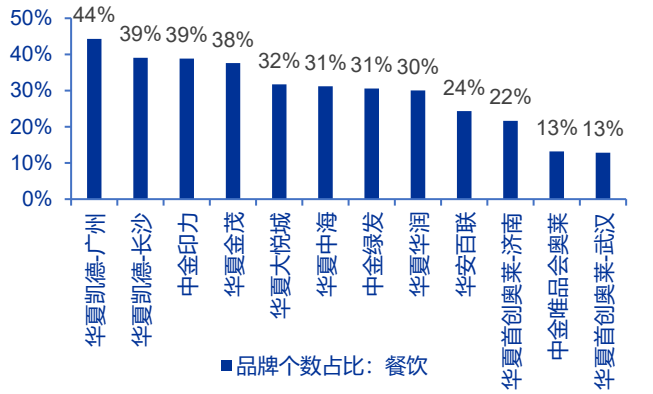
仅供内部参考，请勿外传

图 5：购物中心 REITs 品牌个数占比：零售



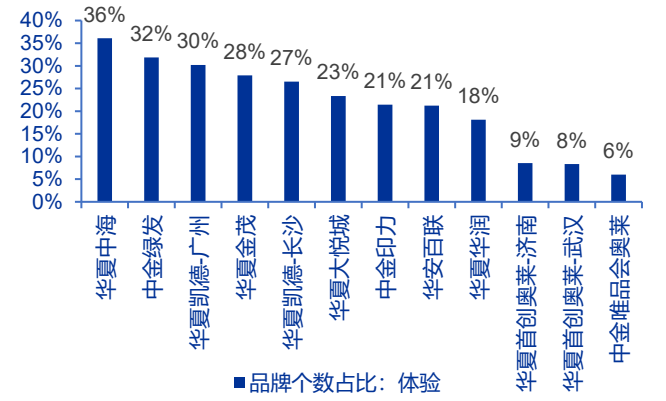
资料来源：大众点评，申万宏源研究

图 6：购物中心 REITs 品牌个数占比：餐饮



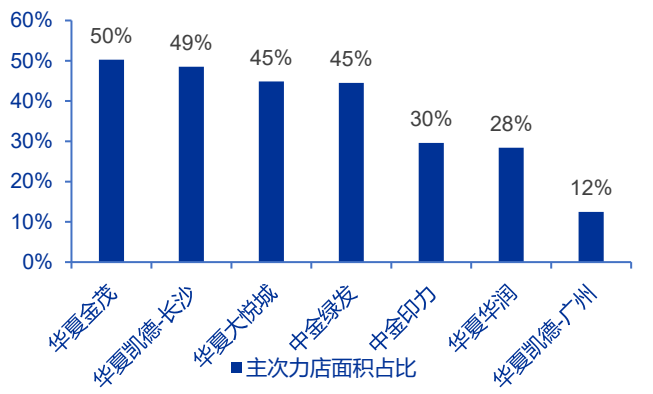
资料来源：大众点评，申万宏源研究

图 7：购物中心 REITs 品牌个数占比：体验



资料来源：大众点评，申万宏源研究

图 8：购物中心 REITs GLA 占比：主次力店



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：数据取 2025 年末。

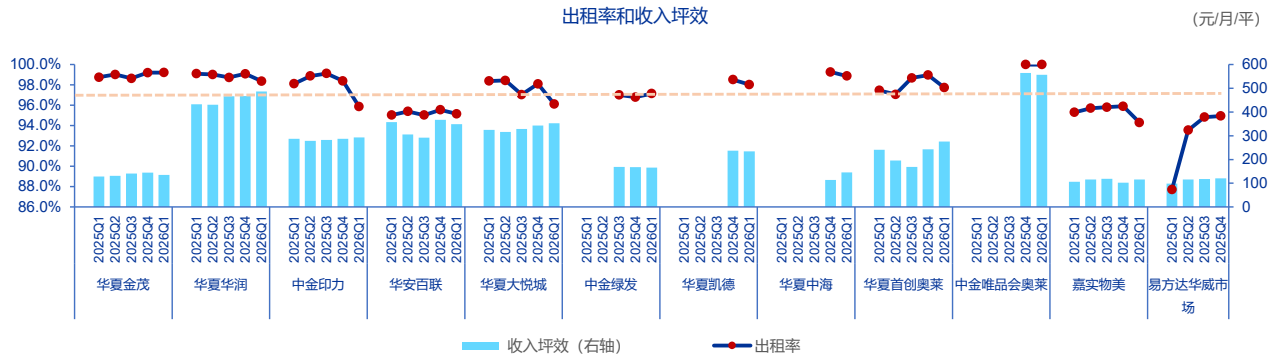
3.2 出租率及坪效：出租率和坪效基本同步提升

出租率：总体出租率均保持在较高水平，12 只 REITs25Q4 末出租率均值 97.6%。其中奥莱和购物中心出租率较高，百货+购物中心、社区商业和农贸市场的出租率相对低一些，但呈现爬坡趋势。

收入坪效：总体随着出租率的提升，收入坪效也同步提升，如易方达华威市场、华安百联等；部分 REITs 通过主动调改保持出租率稳定，但调入品牌表现较好提升零售额和租金，如华夏华润青岛万象城 24 年 10 月-25 年 7 月在一期南区进行局部改造、25 年 8 月投入使用，调进 15 家品牌、包括 6 家首进山东的餐饮首店；奥莱具有季节性，一般 Q1 和 Q4 节日多、客单价高，经营绩效较好。

仅供内部参考，请勿外传

图 9：项目出租率和收入坪效



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.3 零售额和客流：细分赛道景气度分化

零售额和客流：零售额（不含汽车销售）数据是商业经营的最直接结果。实体商业竞争本身是一个红海领域，但不同细分赛道、不同主体运营分化差异极大：

1）**社区商业：锚定刚性需求，民生波动低、增长稳定小幅，但天花板明确。**目前国内最有代表性的成熟案例是中国香港的领展房产基金（0823.HK），其核心资产是镶嵌在中国香港公屋社区中的零售物业，其中食品、餐饮等业态占比超 65%、根植于必选消费；上市至今股息率 TTM 均值 4.4%。

2）**购物中心：受宏观经济和消费形势影响，行业整体新开业下行；但龙头公司如华润置地、龙湖集团、新城控股等租金仍在稳步增长、大幅跑赢行业，**优势在于早年以住养商带来的核心地段提早卡位、优秀的招商调改能力、精准的运营营销能力、丰富的会员权益及较高的会员粘性等。

3）**奥特莱斯：近年景气度领跑，零售额持续攀升，但以服装为主的业态结构使其受季节与暖冬天气影响明显**；高端商场增长非线性，开业 4-5 年冲高，后续可能回落，经营高度取决于品牌调整与高净值客群维护能力。

租售比：上市前消费 REITs 的租售比分化，一般 12%-15%是合理区间，高于 15%则可能对租户存在阶段性的租金承压。

日均客流密度：一般区域型购物中心日均客流密度在 0.5 人/平/天相对合理，绝大多数项目客流密度在 0.6-1.0 之间，整体客流水平相对优秀。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：上市前 12 只消费 REITs 的零售额、客流等指标

序号	代码	名称	营业收入	NOI	NOI Margin	零售额	客流（万人）	GLA（平）	租售比	日均客流密度	上市前最近一期完整年度年化 NOI	募资规模（亿元）	P/NOI
1	508017.SH	华夏金茂消费 REIT	5,255	2,621	50%	42,898	702	61,180	12.2%	0.64	5,242	10.68	20
2	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	3,378	2,158	64%						4,315	9.53	22
3	180601.SZ	华夏华润消费 REIT	50,242	32,155	64%						44,075	69.02	16
4	180602.SZ	中金印力消费 REIT	24,358	15,891	65%	325,900	1,579	99,896	7.5%	0.59	21,189	32.60	15
5	508002.SH	华安百联消费 REIT	22,645	13,976	62%	110,000	1,900	56,006	20.6%	0.94	13,976	23.32	17
6	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT	10,408	6,237	60%	112,844	800	51,610	9.2%	0.43	6,237	19.74	15
			11,180	7,194	64%	105,848	400	47,209	10.6%	0.24	7,194		
7	180603.SZ	华夏大悦城消费 REIT	33,496	19,384	58%	254,000	2,121	87,156	13.2%	0.68	19,384	33.23	17
8	180605.SZ	易方达华威市场 REIT	4,715	3,847	82%			75,415			7,694	15.14	20
9	180606.SZ	中金中国绿发商业 REIT	15,985	9,538	60%	93,152	1,424	84,687	17.2%	0.47	9,538	15.80	17
10	508082.SH	中金唯品会奥莱 REIT	27,405	21,233	77%	197,086	1,310	50,915	13.9%	0.71	21,233	34.80	16
11	508091.SH	华夏凯德消费 REIT	8,726	5,509	63%	62,400	1,153	43,279	14.0%	0.74	5,509	22.87	15
			16,471	9,615	58%	74,300	2,065	48,776	22.2%	1.18	9,615		
12	180607.SZ	华夏中海消费 REIT	13,665	8,439	62%	95,685	1,413	63,879	14.3%	0.61	8,439	15.84	19

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

3.4 收支及构成：租金及物管费构成收入基础

营业收入=租金（固定/抽成/扣点）+物业管理费+广告等多经收入+停车场收入。2025 年，项目端收入中，租金、物管费分别平均占比 73%和 17%。

营业成本=运营成本+两费（销售+管理）+税金及附加（主要房产税）+其他。 2025 年，项目端成本中，运营成本（含运营管理费）、税金及附加分别平均占比 68%、21%。

表 5：12 只消费 REITs 项目层面收入（单位：亿元）

序号	代码	证券简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
1	508017.SH	华夏金茂消费 REIT	0.14	0.23	0.23	0.23	0.23	0.24	0.26	0.26	0.25
2	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	0.19	0.29	0.29	0.29	0.25	0.27	0.28	0.24	0.27
3	180601.SZ	华夏华润消费 REIT	0.96	1.71	1.84	1.79	1.82	1.81	1.96	1.96	2.04
4	180602.SZ	中金印力消费 REIT		0.69	0.85	0.85	0.86	0.83	0.84	0.86	0.87
5	508002.SH	华安百联消费 REIT			0.52	0.50	0.63	0.54	0.51	0.64	0.61
6	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT				0.70	0.72	0.58	0.50	0.72	0.82
7	180603.SZ	华夏大悦城消费 REIT				0.85	0.83	0.81	0.84	0.88	0.91
8	180605.SZ	易方达华威市场 REIT					0.22	0.27	0.27	0.28	0.28
9	180606.SZ	中金中国绿发商业 REIT							0.43	0.43	0.42
10	508082.SH	中金唯品会奥莱 REIT								0.86	0.85
11	508091.SH	华夏凯德消费 REIT								0.63	0.62
12	180607.SZ	华夏中海消费 REIT								0.24	0.30

资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

表 6：12 只消费 REITs2025 年项目层面收入构成

序号	代码	证券简称	租金	物业管理费	广告等多经业务	停车场
1	508017.SH	华夏金茂	64%	23%	13%	0%
2	508011.SH	嘉实物美	89%	11%	0%	0%
3	180601.SZ	华夏华润	74%	14%	9%	3%
4	180602.SZ	中金印力	70%	17%	7%	6%
5	508002.SH	华安百联	73%	17%	10%	0%
6	508005.SH	华夏首创奥莱	82%	14%	4%	0%
7	180603.SZ	华夏大悦城	84%	15%	1%	0%
8	180605.SZ	易方达华威市场	77%	14%	2%	7%
9	180606.SZ	中金绿发	67%	19%	10%	4%
10	508082.SH	中金唯品会奥莱	80%	10%	10%	0%
11	508091.SH	华夏凯德	63%	24%	11%	2%
12	180607.SZ	华夏中海	56%	29%	14%	2%
		平均值	**73%**	**17%**	**8%**	**2%**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.5 加权平均剩余租期：333 模式更佳

加权平均剩余租期：对于头部商管运营商而言，租约到期不是问题；对于运营能力稍弱的公司可能更有意义，那么租期越长、未来运营的可见度相对越高。一般零售的租期相对较短，因此也可以认为，对于成熟期、且质地较好的项目，加权平均剩余租期实际上不能太长，有利于品牌汰换；对于成长期的项目，333 模式更佳，如 30%一年内、30%1-3 年、30%3 年以上。

表 7：12 只消费 REITs 的加权平均剩余租期（单位：年）

序号	代码	证券简称	2024	2025
1	508017.SH	华夏金茂消费 REIT	4.36	3.81
2	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	7.33	6.27
3	180601.SZ	华夏华润消费 REIT	2.17	2.00
4	180602.SZ	中金印力消费 REIT	3.06	2.60
5	508002.SH	华安百联消费 REIT	2.39	2.15
6	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT	1.70	1.59
7	180603.SZ	华夏大悦城消费 REIT	3.16	3.43
8	180605.SZ	易方达华威市场 REIT		4.92
9	180606.SZ	中金中国绿发商业 REIT		3.32
10	508082.SH	中金唯品会奥莱 REIT		1.72
11	508091.SH	华夏凯德消费 REIT		2.95
12	180607.SZ	华夏中海消费 REIT		4.10
平均值			**3.45**	**3.24**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

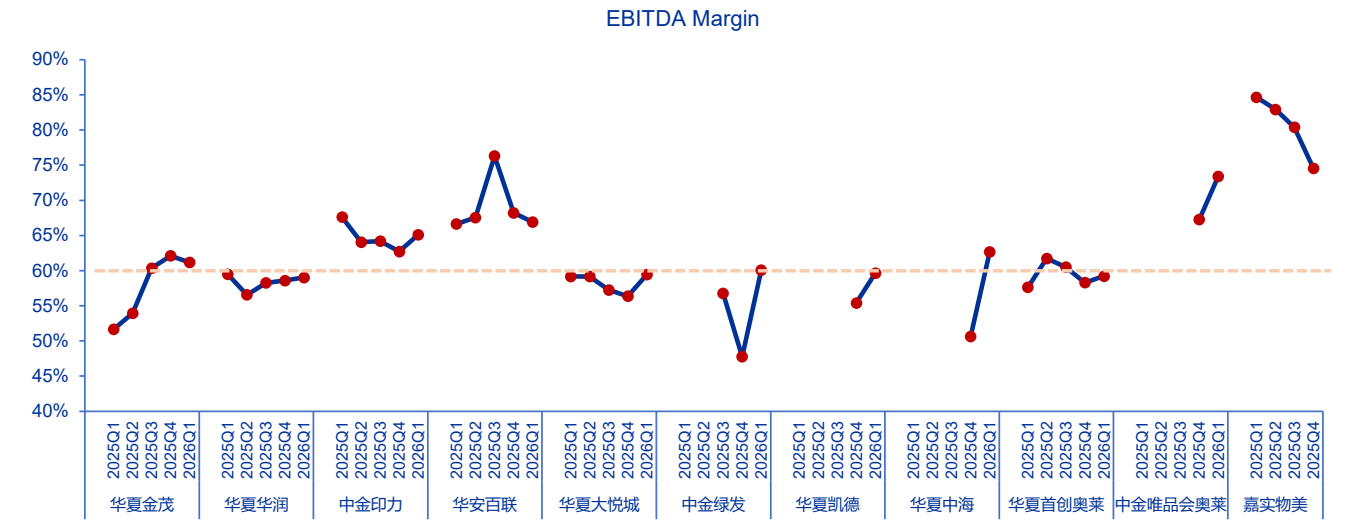
3.6 EBITDA 利润率：成熟项目区间 60-70%

EBITDA（税息折旧及摊销前利润）=利润总额+利息费用+折旧摊销

FFO（可供分配金额）=EBITDA-当期资本性支出+融资性现金流调整+经营性应收应付调整-未来资本性支出预留

EBITDA Margin：成熟商业项目的经营利润率一般在 60-70%，2025Q4 已上市消费 REITs 的平均经营利润率为 61%，其中较高的包括嘉实物美、易方达华威市场、华安百联等。一方面，社区商超由于成本投入少、收入稳定，整体经营利润率高于购物中心；另一方面，经营时间长、零售占比高的购物中心和奥莱项目利润率也一般更高。

图 10：项目 EBITDA Margin



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.7 经营亮点：招调仍是成熟项目得以增长的核心

2025 年，消费 REITs 整体收入的增量来自于招调结果。华夏金茂 2025Q3 实现部分区域“微街区化”切铺焕新，坪效改善显著；自 2024 年 10 月起，青岛万象城一期南区（L4-L5)等局部区域 15 家店铺进行改造，实际于 2025 年 8 月竣工并投入使用，25 年资本性支出 7,294.68 万元（现金流口径）；2025 年，华夏中海项目全年招调面积超 50%，引进首店、最新形象店、旗舰店等高能级门店品牌近 20 家；12 月上线中央中庭冰雪乐园全新空间场景，打造片区首个真冰滑冰场。

2026 年，中金印力将重点围绕 A 座一层 ZARA 区域整体进行铺位调改，预计 5 月完成新品牌入驻；中金绿发计划对超市及超市外区域进行整体调整升级，华联超市已于 2026/4/30 撤场，是 2014 年开业时的主力租户、面积占比 12.45%、租费占比 3.2%。

仅供内部参考，请勿外传

表 8：12 只消费 REITs 经营亮点

序号	代码	证券简称	招调	客流、会员、零售额等	概要
1	508017.SH	华夏金茂商业 REIT	“微街区化”切铺焕新：形成 7 个主题空间。整体改造体量为 2,752 平，Q1 指出计划于 2025Q3 分阶段焕新亮相，改造后该区域销售坪效和租费坪效预计分别提升 2.8 倍和 4.0 倍。	增强客流触达性：一楼部分主力店区域改造升级，打造外街延时经济场所。	竞品 1 个、距离 5km，经营质量一般
2	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	2025 年 9-11 月，4 个项目的物美超市均完成“AI 新质零售调改“并重开业。		超市为主、3km 内无竞品
3	180601.SZ	华夏华润消费 REIT	自 2024 年 10 月起，青岛万象城一期南区（L4-L5)等局部区域进行相关改造，实际于 2025 年 8 月竣工并投入使用，合计 15 家店铺。25 年资本性支出 7,294.68 万元（现金流口径）。	25 年末会员人数 177 万人，同比+22%，总量超青岛市常住人口的 1/6。	扩募 4 个万象汇，无竞品，强运营能力
4	180602.SZ	中金印力消费 REIT	2026 年项目将重点围绕 A 座一层 ZARA 区域整体进行铺位调改，调改期间，项目出租率可能出现阶段性的下降，后续预计将于 5 月中旬全面完成新品牌商户入驻。	25 年客流 2,319 万，同比+7.36%。B 座以首发经济为核心竞争力，全年引入首店比例超 20%，B 座客流同比 +12%，超越项目整体增速。	大体量、有山姆、竞品错位
5	508002.SH	华安百联消费 REIT	零售领域升级迭代，构筑时尚矩阵；创新娱乐业态，打造客流引擎，如密室、攀岩等	25 年客流 2,334 万人次，25 年末项目会员数量 65.06 万人。	2 个竞品大体量且强，项目 9 层
6	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT	未来武汉首创奥莱项目将进一步深耕武昌，特别是光谷片区战略腹地。济南首创奥莱是山东省目前销售额最高的奥特莱斯项目。		竞品弱、强竞品距离远
7	180603.SZ	华夏大悦城商业 REIT	25 年品牌累计调改率为 15.76%，成功落地首店 42 家。后续以“AAA 潮玩购物公园”为核心定位，打造区域商业标杆与辐射全城的年轻力消费目的地。	25 年客流同比+2.61%，零售额同比 +6.12%。	有竞品、但客群差异大
8	180605.SZ	易方达华威市场 REIT			定位农产品二级批发市场、无竞品
9	180606.SZ	中金中国绿发商业 REIT	计划 2026 年对超市及超市外区域进行整体调整升级。华联超市预计于 2026/4/30 撤场，是 2014 年开业时的助力租户、面积占比 12.45%、租费占比 3.2%。		竞品较远、周边人口密度高
10	508082.SH	中金唯品会奥莱 REIT	2026 年将坚持“高奢提调性、轻奢稳频次、运动户外聚人气”的分层策略。推进“浙江省一起省”全域营销体系。	25 年末，项目会员数量 219 万人，新增会员人数同比+15.8%，活跃会员（本项目一年内至少消费一次的会员）人数同比+6.3%，会员零售额占比 74.6%。 25 年继续加大会员权益，新增钻石卡代客泊车服务，解决节假日“停车难”问题，同时落地专属会员折扣、“贵必退”等多项措施。	运营能力强、无竞品
11	508091.SH	华夏凯德商业 REIT	2025Q4-2026 年，对广州云尚项目 B2 层超市及相邻区域（25 年 11 月）、L5 层电影院及 L6 层部分区域（26Q2）进行铺位调整、改造及装修升级工作，调改总成本约 2,235.73 万元（含税）。		广州项目有竞品、未来有大体量竞品入市
12	180607.SZ	华夏中海商业 REIT	项目 2014 年首次开业，2020 年中海收购，同年 12 月焕新 55%品牌重开业。2025 年项目全年招调面积超 50%，引进首店、最新形象店、旗舰店等高能级门店品牌近 20 家；12 月上线中央中庭冰雪乐园全新空间场景，打造片区首个真冰滑冰场。	25 年客流同比+12.09%，会员 59 万人、同比+11.51%。	收购、调改能力强

资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

4．估值端：分派率为锚

4.1 分派率：均值 4.3%左右

分派率是最直接的判断资产盈利能力的指标。1）发行时，净现金流分派率 = 预计可供分配金额 /不动产评估净值，资产估值高低直接影响分派率。2）上市后，净现金流分派率=可供分配金额/期末市值，股价上涨也会拉低分派率。

12 只消费 REITs 的年化分派率均值 4.29%。

1）其中较高的包括华安百联、嘉实物美等；两者同样的高分派率但反应了经营的分化，嘉实物美社区商业稳定经营带来收入提升、底层资产估值合理；华安百联将部分零售调改为餐饮业态，带来短期收入下降以及资产估值的下降。

2）其中较低的包括华夏华润、华夏中海、易方达华威市场等；其中华夏华润来自于资产和运营能力的双α，华夏中海来自于收购资产彰显的优秀调改结果和中海外自上海真如环宇城 MAX 逐步显示的商业运营能力，易方达华威则是由于会计处理原因（25Q1 分派率高，25 年 1 月上市时 FFO 包含基金成立前项目留存经营收益，25Q4 分派率低由于一次性预提资本支出和浮动管理费）。

表 9：12 只消费 REITs 分派率等估值指标

序号	代码	证券简称	年化分派率（12M 滚动）	P/NAV	P/FFO
1	508017.SH	华夏金茂消费 REIT	4.09%	1.44	24
2	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	4.82%	1.57	21
3	180601.SZ	华夏华润消费 REIT	3.82%	1.50	26
4	180602.SZ	中金印力消费 REIT	4.63%	1.23	22
5	508002.SH	华安百联消费 REIT	4.85%	1.33	21
6	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT	4.24%	1.67	24
7	180603.SZ	华夏大悦城消费 REIT	4.19%	1.38	24
8	180605.SZ	易方达华威市场 REIT	3.82%	1.54	26
9	180606.SZ	中金中国绿发商业 REIT	4.12%	1.19	23
10	508082.SH	中金唯品会奥莱 REIT	4.19%	1.20	24
11	508091.SH	华夏凯德消费 REIT	4.58%	1.01	22
12	180607.SZ	华夏中海消费 REIT	4.11%	1.01	27
平均值			**4.29%**	**1.34**	**24**

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：截至 2026/7/2 收盘价。

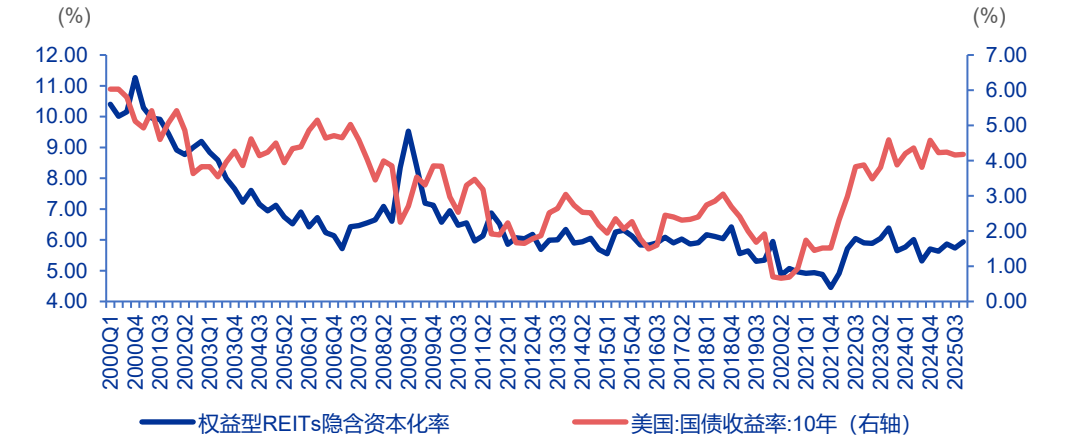
4.2 资本化率：不同资产分化

资本化率（Cap Rate）=NOI/资产估值。上市前消费 REITs 的 P/NOI 估值基本在 15-22X，对应的 Cap rate 在 4.5%-6.7%。长周期上（2000-2025）美国权益型 REITs 的资本化率在 6.66%，2015-2025 年均值在 5.70%。

仅供内部参考，请勿外传

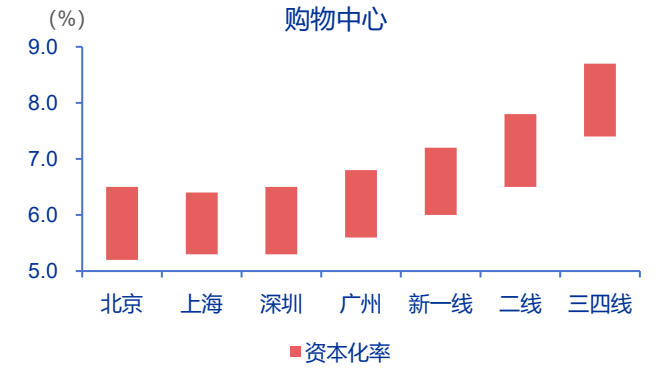
截至 2026/7/2，中国十年期国债收益率为 1.74%，按成熟资本市场的数据，Cap rate 通常高 4%-5%之间，即 5.76%~6.76%是理性区间。此外，戴德梁行数据显示，目前大宗交易层面的资本化中，办公类：一线城市 5.0~7.2%，二线 6.8~7.8%；零售：购物中心、社区商业、奥特莱斯在一线城市分别为 5.2%~6.8%、5.6-7.1%、5.6-7.0%。

图 11：美国 REITs 资本化率和 10 年期国债收益率



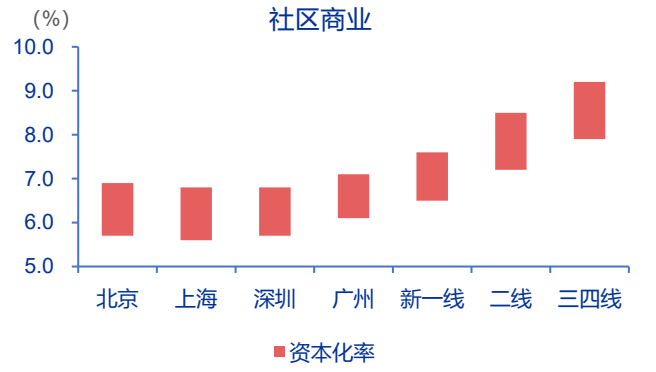
资料来源：NAREIT，Wind，申万宏源研究

图 12：资本化率：购物中心



资料来源：戴德梁行，申万宏源研究

图 13：资本化率：社区商业



资料来源：：戴德梁行，申万宏源研究

图 14：资本化率：奥特莱斯

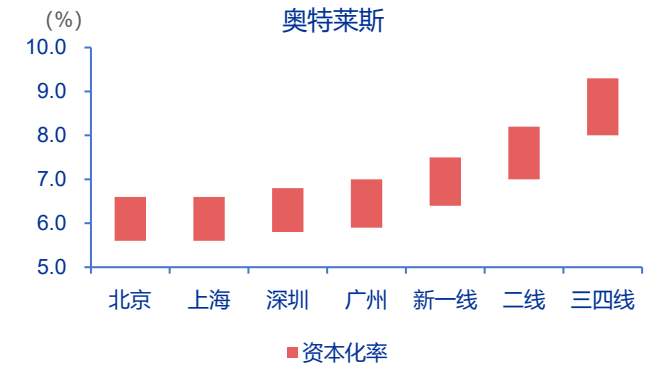
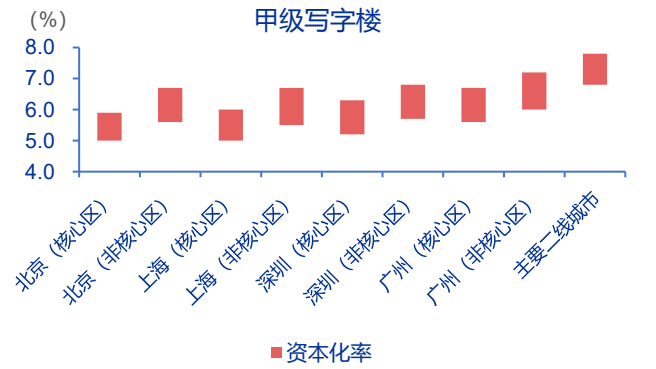


图 15：资本化率：甲级写字楼



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：戴德梁行，申万宏源研究

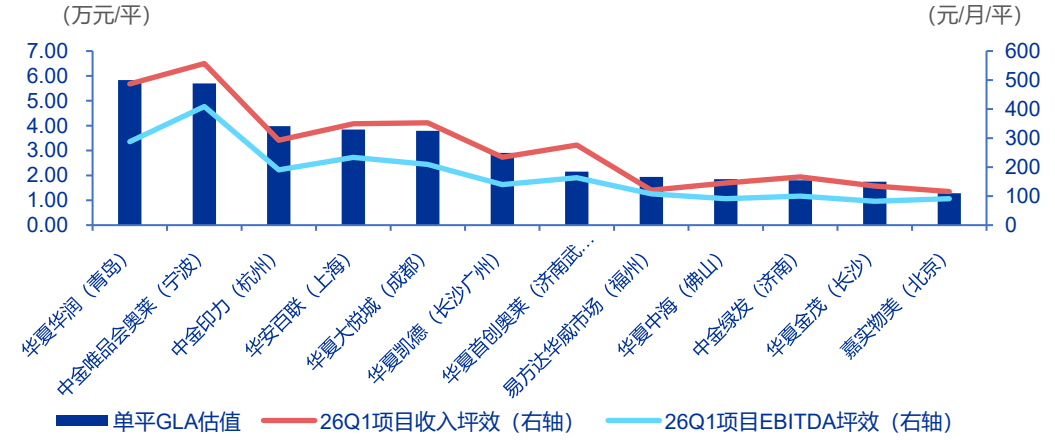
资料来源：：戴德梁行，申万宏源研究

4.2 绝对估值：P/NAV 和单平估值

绝对估值：P/NAV：P/NAV=市值 / 净资产价值（Net Asset Value），P/NAV >1 为溢价、<1 为折价。

单平估值：12 只已上市消费 REITs 的 GLA 单平估值均值 3.1 万元/平，26Q4 平均收入坪效 269 元/月/平。从绝对估值和收入坪效来看，华夏华润青岛万象城和中金唯品会宁波奥莱属于第一梯队，单平 GLA 估值（25 年末）在 5.8、5.7 万元/平，26Q1 收入坪效为 4687、557 元/月/平，EBITDA Margin 分别为 59%和 73%，经营指标均比较领先。

图 16：项目单平 GLA 估值和收入、EBITDA 坪效



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

4.3 相对估值：P/FFO 均值 25X 左右

相对估值：P/FFO： P/FFO=市值 / 可供分配金额。目前 P/FFO 均值为 24X，分业态（购物中心、社区商业、奥特莱斯）来看差异不大。由于目前国内消费 REITs 底层资产基本只有 1-2 个，目前市场并未对其有太多权益维度相对估值定价。

仅供内部参考，请勿外传

图 17：12 只消费 REITs 的 PFFO（单位：倍）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：取截至 2026/7/2 收盘价。

5．综合评分：中金唯品会奥莱和华夏华润领先

综合评分：从资产端（30 分）、运营端（50 分）、估值端（20 分）合计 100 分进行综合评分。虽然现在市场经常将分派率作为最重要的指标，但是我们并没有给予很高权重给分派率，主要由于分派率是 FFO 和资产估值的综合结果，不同消费 REITs 的核心竞争力应该是资产的基本盘+运营的差异化，才能够在目前的红海市场脱颖而出，保证稳定的分派率和向上的零售额增长弹性。评分结果较高的包括中金唯品会奥莱和华夏华润消费 REIT。

表 10：12 只消费 REITs 评分指标

类别	评分要素	细分标准	分值
资产（30 分）	绝对区位（15 分）	一线及 TOD	15
		一线非 TOD	11
		二线及 TOD	13
		二线非 TOD	10
	相对区位（15 分）	无可比竞品	15
		有一定竞品	10
		强竞品	5
运营（50 分）	招调营销能力（15 分）	强	15
		中	10
	收入稳定性/弹性(10 分)	强	15
		中	10
		弱	5
	经营利润率（10 分）	70%以上	10
		55%-70%	8
		55%以下	5
	集团资源（5 分）	强	10
		中	5
估值（20 分）	分派率（10 分）	4%以上	10
		3.7-4%	7

仅供内部参考，请勿外传

	3.7%以下	5
P/NAV（5 分）	1.5 以上	1
	1.3-1.5	3
	1.3 以下	5
P/FFO（5 分）	25X 以上	2
	25X 以下	5

资料来源：申万宏源研究

表 11：12 只消费 REITs 评分指标

			资产（30 分）			运营（50 分）				估值（20 分）		合计得分
序号	代码	证券简称	绝对区位（15 分）	相对区位（15 分）	招调营销能力（15 分）	收入稳定性/弹性(15 分)	经营利润率（10 分）	集团资源（10 分）	分派率（10 分）	P/NAV（5 分）	P/FFO（5 分）	
1	508082.SH	中金唯品会奥莱 REIT	10	15	15	15	10	10	10	5	5	**95**
2	180601.SZ	华夏华润消费 REIT	13	15	15	15	8	10	7	1	2	**86**
3	180607.SZ	华夏中海消费 REIT	13	10	15	15	8	5	10	5	2	**83**
4	180605.SZ	易方达华威市场 REIT	10	15	10	10	10	5	20	1	2	**83**
5	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	11	15	10	15	10	5	10	1	5	**82**
6	180603.SZ	华夏大悦城消费 REIT	10	10	15	10	8	10	10	3	5	**81**
7	180602.SZ	中金印力消费 REIT	13	10	15	10	8	5	10	5	5	**81**
8	508017.SH	华夏金茂消费 REIT	13	10	15	10	8	5	10	3	5	**79**
9	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT	10	10	15	10	8	5	10	1	5	**74**
10	508002.SH	华安百联消费 REIT	15	5	10	5	8	5	10	3	5	**66**
11	508091.SH	华夏凯德消费 REIT	13	5	10	5	8	5	10	5	5	**66**
12	180606.SZ	中金中国绿发商业 REIT	10	10	10	5	5	5	10	5	5	**65**

资料来源：申万宏源研究

6．房企影响：拓展权益融资渠道、完善投融管退循环

对房企而言，REITs 主要有以下优势：

1) **盘活存量资产，回笼资金、降低负债。**商场是房企的核心重资产，但优质商业前期投入资金大、回本周期长，导致存量资金沉淀压制房企资金周转。REITs 为房企提供了市场化、透明的成交价格和退出渠道，回笼资金、降低有息负债、增厚权益。

2) **打通投融管退循环，强化运营能力。**过去商业地产普遍依靠大宗交易退出，但整体折价多、交易周期长；但 REITs 提供了标准化、公开化的资本市场退出渠道。并且，推动房企从“资产持有者”转向“资产运营服务商”，一般保留部分股权、但通过收取运营管理费和超额收益分成来创收，而非仅仅通过资产增值盈利，轻资产运营模式契合房地产新发展模式。

3) **提升企业估值、拓宽资本运作空间。**一方面，REITs实现资产风险隔离，弱化主体信用波动冲击，只要运营稳定、资产价值不会被动缩水，这对于一些持有优质商业资产的民企尤为重要。另一方面，扩募机制打开持续融资通道，房企可持

仅供内部参考，请勿外传

续将旗下优质商业资产注入 REIT 平台，形成长期资本运作载体，放大商业板块资本回报，提升企业估值。

7．投资分析意见：解析消费 REITs，探寻长期价值

我们认为，我国消费行业及购物中心行业仍有较大发展空间，源于看好消费总量提升空间以及结构性率先复苏。近年来，龙头商业公司依靠自身经营α实现稳健的同店增长和新开业拓展，已上市消费 REITs 在资产端、运营端均有优质表现、保证未来分派率稳定。我们维持房地产及物管“**看好**”评级，推荐消费 REITs 板块及优质个股中金唯品会奥莱 REIT、华夏华润消费 REIT、华夏中海消费 REIT，并推荐优质商业地产运营企业：华润置地、太古地产、新城控股、华润万象、领展房产基金、恒隆地产、嘉里建设、龙湖集团。

表 12：重点公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价	EPS			市盈率			市净率 PB（LF）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		7 月 3 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
601155.SH	新城控股	10.48	0.30	0.40	0.62	34.8	26.1	16.9	0.4	6.8	9.0	14.0	-9.6%	32.9%	54.9%
001979.SZ	招商蛇口	6.65	0.08	0.14	0.22	58.6	46.0	29.8	0.6	10.2	13.0	20.1	-74.6%	27.3%	54.5%
600048.SH	保利发展	4.68	0.09	0.13	0.14	54.1	34.7	33.8	0.3	10.3	16.2	16.6	-79.3%	56.1%	2.5%
002244.SZ	滨江集团	8.01	0.68	0.76	0.80	11.8	10.5	10.0	0.8	21.2	23.8	24.9	-16.9%	12.2%	4.9%
600325.SH	华发股份	2.36	(3.48)	(1.10)	0.01	(0.7)	(2.2)	341.8	0.8	(95.0)	(30.1)	0.2	-1098.2%	-68.3%	-100.6%
600153.SH	建发股份	8.22	(3.91)	0.53	0.86	(2.2)	15.5	9.5	0.6	(108.1)	15.4	25.0	-467.1%	-114.3%	62.1%
0960.HK	龙湖集团	5.39	0.15	0.01	0.02	37.4	670.8	236.0	0.2	10.2	0.6	1.6	-90.2%	-94.4%	184.2%
0123.HK	越秀地产	3.08	0.01	0.02	0.12	225.2	203.2	24.6	0.2	0.6	0.6	5.0	-94.7%	10.8%	724.6%
3900.HK	绿城中国	6.11	0.03	0.08	0.31	218.5	75.3	19.5	0.5	0.7	2.1	8.0	-95.6%	190.2%	285.9%
1972.HK	太古地产	18.29	1.34	1.14	1.21	14.1	16.1	15.1	0.4	74.8	65.4	69.9	27.4%	-12.5%	6.8%
0101.HK	恒隆地产	6.24	0.33	0.51	0.54	19.9	12.5	11.8	0.3	16.3	26.0	27.4	-18.2%	59.1%	5.5%
0683.HK	嘉里建设	16.08	0.59	0.84	1.60	27.5	19.2	10.1	0.3	8.5	12.2	23.2	13.2%	43.8%	90.2%
0823.HK	领展房产基金	32.90	(3.18)	(1.76)	(0.91)	(13.2)	(18.7)	(36.0)	0.6	(65.3)	(45.9)	(23.9)	263.3%	-29.7%	-48.0%
0688.HK	中国海外发展	10.86	1.16	1.04	1.01	9.4	10.4	10.8	0.3	126.9	114.1	110.4	-18.8%	-10.1%	-3.3%
1109.HK	华润置地	27.00	3.56	3.39	3.43	7.6	8.0	7.9	0.7	254.2	241.4	244.4	-0.6%	-5.0%	1.2%
1908.HK	建发国际集团	12.24	1.58	1.56	1.69	8.6	7.8	7.2	1.0	31.8	35.0	37.9	-25.4%	10.1%	8.0%
0817.HK	中国金茂	1.15	0.04	0.05	0.06	26.2	21.0	18.8	0.4	5.9	7.4	8.2	-15.6%	24.5%	11.6%
0081.HK	中国海外宏洋集团	1.97	0.09	0.10	0.13	23.0	19.9	15.5	0.2	3.0	3.5	4.5	-68.1%	15.9%	28.1%
0119.HK	保利置业集团	1.32	0.06	0.06	0.08	22.4	22.6	16.7	0.2	2.3	2.2	3.0	23.2%	-1.0%	35.0%
	平均值		(0.03)	0.42	0.63	41.2	63.1	42.1	0.5	16.6	26.9	32.6	-97.2%	7.8%	74.1%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：截至 2026/7/3 收盘价。单位均为人民币，汇率 0.87，业绩均为申万宏源地产团队预测。

仅供内部参考，请勿外传

8．风险提示：社零增速和底层资产经营不及预期

1）宏观经济增速不及预期，社消零增速超预期下行；

2）底层资产经营质量如零售额和客流等不及预期；

3）单一资产出租率和租金超预期下行；

4）分派率大幅下行；

5）扩募进度不及预期等。

仅供内部参考，请勿外传

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

股票投资评级说明

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。

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。