仅供内部参考，请勿外传

国泰海通证券
GUOTAI HAITONG SECURITIES

证券研究报告

经营稳中分化，头部标杆保持韧性

——消费基础设施REITs 2026中报综述

2026/ 09 / 28/　　行业评级：增持

姓名：涂力磊（分析师）
邮箱：tulilei@gtht.com
电话：021-23185710
登记编号：S0880525040101

姓名：谢皓宇（分析师）
邮箱：xiehaoyu@gtht.com
电话：010-83939826
登记编号：S0880518010002

姓名：曾佳敏（分析师）
邮箱：zengjiamin@gtht.com
电话：021-38676666
登记编号：S0880525040125

仅供内部参考，请勿外传

投资要点（行业评级：增持）

01

宏观消费结构分化，商业运营提质增效

要点：2026年上半年，社零同比+1.3%，剔除汽车同比+2.8%，服务消费同比+5.3%；量的修复相对温和，结构的分化更清晰。购物中心新开业创五年新高，但存量改造是主流趋势，存量资产运营的重要性上升。

02

REITs市场扩容提质，制度红利释放

2026年上半年，公募REITs二级市场整体呈现震荡下行、板块分化特征，市场定价开始从资产类别β向项目运营质量α切换。商业不动产项目加速落地，我国REITs市场正式进入提质扩面、系统化发展的新阶段。

03

经营稳中分化，头部标杆保持韧性

2026年上半年，12支消费基础设施REITs营收同比季节性回落，城市标杆稳中有进。出租率整体维持高位，但项目见分化加剧；租金单价同比虽涨、环比普跌，调改成为主要提质路径。

04

1H2026消费基础设施REITs 评分结果

根据我们构建的消费类REITs动态打分准则，华夏华润商业 REIT、中金印力消费 REIT、中金唯品会奥莱 REIT、华夏中海商业 REIT得分较高。

风险提示：1）基金价格存在波动风险；2）基金管理人限于知识、经验或带来的管理风险；3）基础设施项目具有运营风险、流动性风险、终止上市风险、税收等政策调整风险；4）不同类REITs数据口径偏差导致存在一定不可比性。

仅供内部参考，请勿外传

目录 / CONTENTS

01 宏观消费结构分化，商业运营提质增效

02 REITs市场扩容提质，制度红利释放

03 经营稳中分化，头部标杆保持韧性

04 1H2026消费基础设施REITs评分结果

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

01 宏观消费结构分化，商业运营提质增效

仅供内部参考，请勿外传

01 2026H1社零同比+1.3%，剔除汽车后消费增长更稳健

总量增长偏温和，城乡、线上线下与服务消费呈现结构性分化。

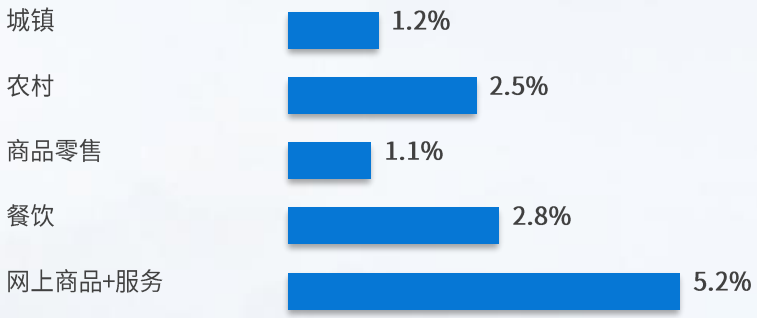
24.87
万亿元：社零总额
同比 +1.3%

22.90
万亿元：剔除汽车社零
同比 +2.8%

2.83
万亿元：餐饮收入
同比 +2.8%

10.07
万亿元：网上商品和服务零售
同比 +5.2%

核心消费指标同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国泰海通证券研究

核心判断

总量修复偏温和，但消费结构分化：服务消费、便利型业态及部分可选消费增速高于社零整体。

季节性特征

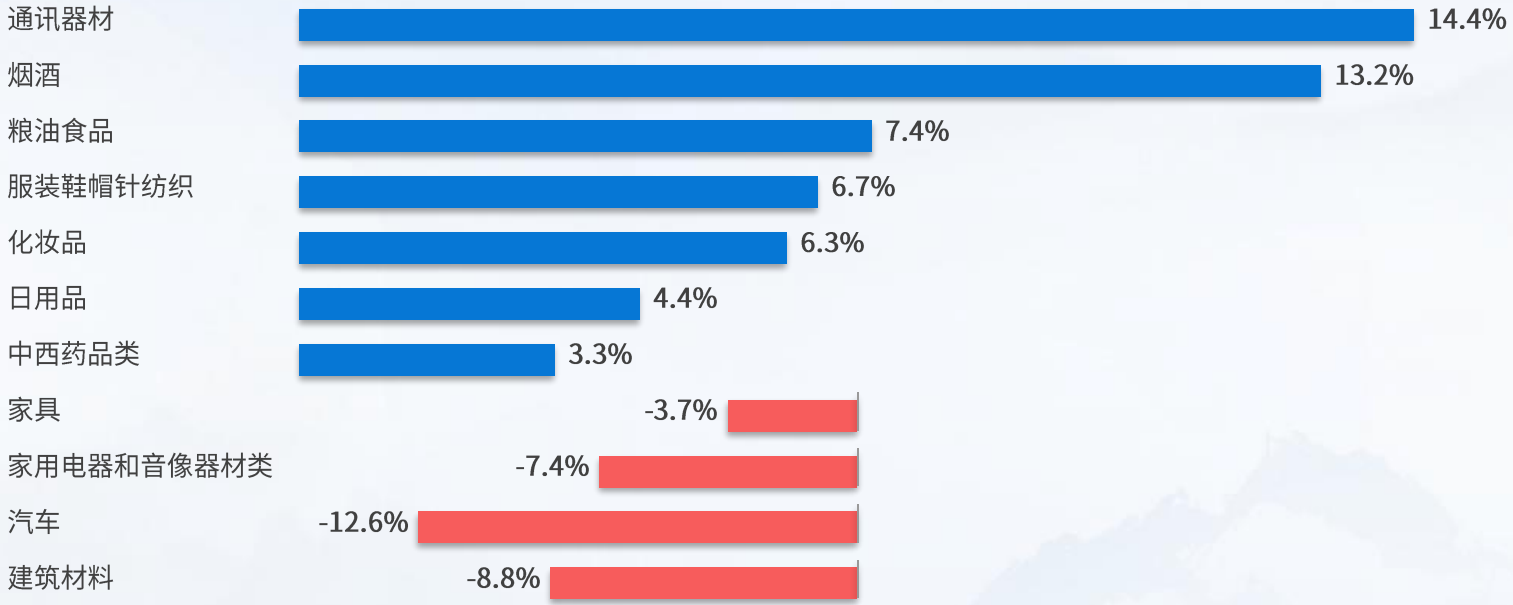
2026H1社零月度季调环比在-0.29%~+0.38%之间，4-5月短暂回落后6月回升。

仅供内部参考，请勿外传

01 消费结构分化：通讯、食品、服饰、化妆品韧性更强

消费结构分化：通讯、食品、服饰、化妆品相对韧性更强；汽车、建材、家电等与地产周期关联度较高品类仍承压。

图：限额以上单位分品类零售额同比增速（%，2026H1）



资料来源：国家统计局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

01 宏观消费对购物中心的传导：从“总量”转向“场景与坪效”

服务消费快于商品零售，意味着购物中心更依赖体验式消费场景和会员运营提升坪效。研究上更应关注“有效需求转化为稳定租金”的效率，而非单纯观察社零增速，头部运营商具备优质运营α。

客流

服务型消费+5.3%，购物中心以餐饮、娱乐、亲子、运动等场景提升到店频次。

租金

在整体消费温和背景下，租金增长依赖优质项目的招商能力、品牌结构和续租能力。

收缴

租金收缴率是现金流质量的直接观察指标，弱消费环境下应与出租率同步跟踪。

运营

物业、营销、会员和数字化能力决定成熟项目的边际经营弹性。

从宏观消费→商业地产→消费REIT的传导链条

居民消费（总量与结构） → 购物中心（客流/销售） → 招商运营（出租/租金） → REIT现金流（EBITDA/分派）

资料来源：国家统计局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

01 2026H1购物中心新开业创五年新高，提质增效

供应：创五年新高，中小体量主导

2026年上半年全国新开商业项目共145个，同比+21.8%，创下近五年同期新高。当前市场的供应结构的增量主要来自中小体量项目和存量改造，2-10万方的中小体量项目合计占比高达86%，其中2-5万方与5-10万方各占43%，并列第一；大型新开项目尤其是标杆性商业综合体的占比持续走低。

区域：华东77家领跑，长三角成为最密集热点

2026年上半年华东以77家断层领先，占比过半；华中20家、华南16家、华北15家紧随其后；西南、西北、东北合计仅17家，区域分化持续扩大。长三角合计开业项目超过50个，其中上海12个、苏州9个、南京5个、杭州4个、无锡4个。供应进一步向高线城市及核心城市群集中。

趋势：存量改造是主流，差异化运营是关键

在145个新开项目中，由“原物业升级”及由老商场、厂房等物业改造而来的商业项目达53个，占比高达31%，远高于2025年同期的约20%。存量改造大致呈现三种路径：1）百货商场转型；2）工业遗存活化；3）公建及交通枢纽功能转换。

在标准化购物中心供给过剩的背景下，主题化、差异化运营已成为新开业项目脱颖而出的关键。上半年出现了多个值得关注的细分方向：1）策展型商业持续升温；2）文旅融合型项目多点开花；3）数字娱乐主题首次独立成项。

仅供内部参考，请勿外传

01 小结：消费结构分化，商业运营进入存量提效期

宏观消费

社零同比+1.3%，剔除汽车同比+2.8%，服务消费同比+5.3%；量的修复相对温和，结构的分化更清晰。

供给端

2026H1购物中心新开业创五年新高，但存量改造是主流趋势，存量资产运营的重要性上升。

对购物中心

餐饮、娱乐、会员与体验业态的重要性提升，项目租赁组合与经营效率成为租金稳定性的关键。

对REITs

消费基础设施REIT的研究框架应从“资产是什么”转向“资产如何持续产生可分配现金流”。

观察窗口：客流→销售→租金→收缴→EBITDA→分派，是消费REIT从宏观到二级市场的完整传导链。

资料来源：国家统计局、联商网，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

02 REITs市场扩容提质，制度红利释放

仅供内部参考，请勿外传

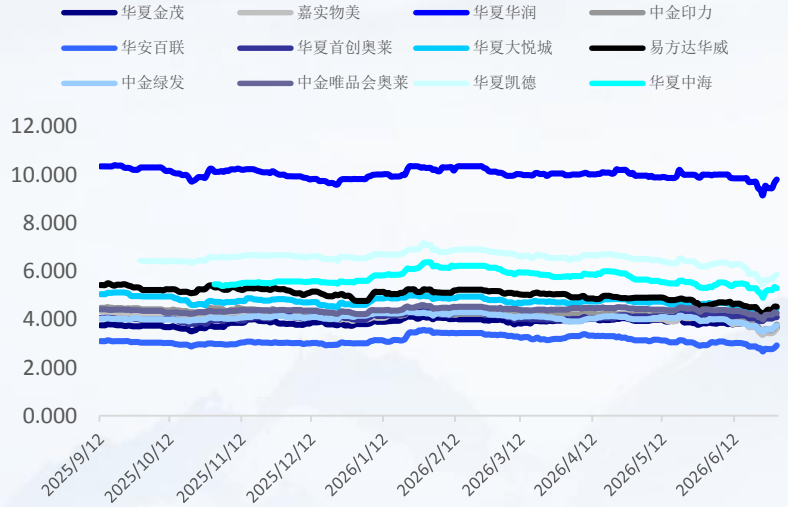
02 二级市场板块分化，优质项目更具韧性

2026年上半年，公募REITs二级市场整体呈现震荡下行、板块分化特征。对于消费基础设施REITs而言，二级市场承压，主要受到宏观消费增长偏弱、商业地产估值调整及市场资金偏好变化影响，消费基础设施REITs6月份出现较明显的价格回撤。但板块内经营基本面相对稳健，市场定价开始从资产类别β向项目运营质量α切换。

图：公募REITs市场指数走势（底层资产）



图：消费基础设施REITs个券股价走势（元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

02 政策暖风频吹，商业不动产REITs加速落地

2026年6月18日，首批商业不动产REITs上市仪式在上海证券交易所成功举行，募集资金规模合计约203亿元。产品底层资产涵盖商业零售、商业办公楼等成熟商业业态，分布于北京、上海、郑州、西安、哈尔滨等城市核心区域，参与主体汇聚地方国有龙头企业与行业头部民营企业，具备良好的市场代表性与示范效应。2026年上半年，沪深交易所累计受理商业不动产REITs项目21单，近期还有多只首批项目将依规发行上市。

表：已上市/待上市的商业不动产 REITs

序号	代码	名称	资产类型	申报类型	项目状态	更新日期	受理日期	上市交易所
1	508600.SH	汇添富上海地产封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	已上市	2026-04-23	2026-01-29	上海证券交易所
2	508602.SH	国泰海通砂之船封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	已上市	2026-04-23	2026-01-30	上海证券交易所
3	508603.SH	中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	已上市	2026-04-23	2026-01-29	上海证券交易所
4	508601.SH	中信建投首农食品集团封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	已上市	2026-04-23	2026-02-12	上海证券交易所
5	508605.SH	华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	通过	2026-05-14	2026-01-30	上海证券交易所
6	508607.SH	华安陆家嘴封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	通过	2026-05-14	2026-01-30	上海证券交易所
7	508610.SH	广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	通过	2026-09-03	2026-03-06	上海证券交易所
8	181002.SZ	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	通过	2026-08-17	2026-02-05	深圳证券交易所
9	508609.SH	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	商业不动产	首发	通过	2026-06-23	2026-01-29	上海证券交易所

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03

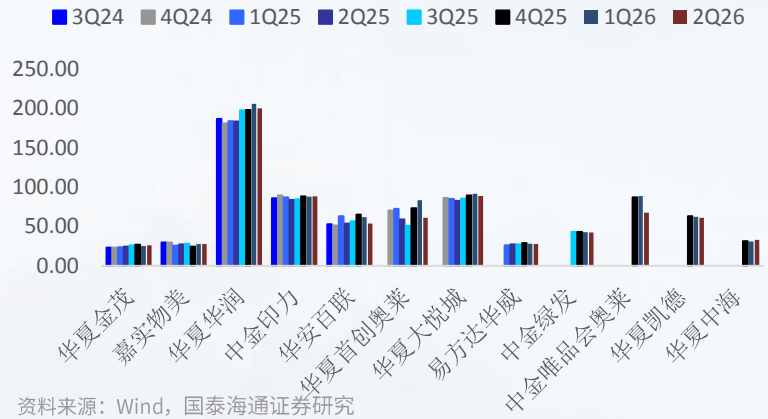
经营稳中分化，头部标杆保持韧性

仅供内部参考，请勿外传

03 营收同比季节性回落，城市标杆稳中有进

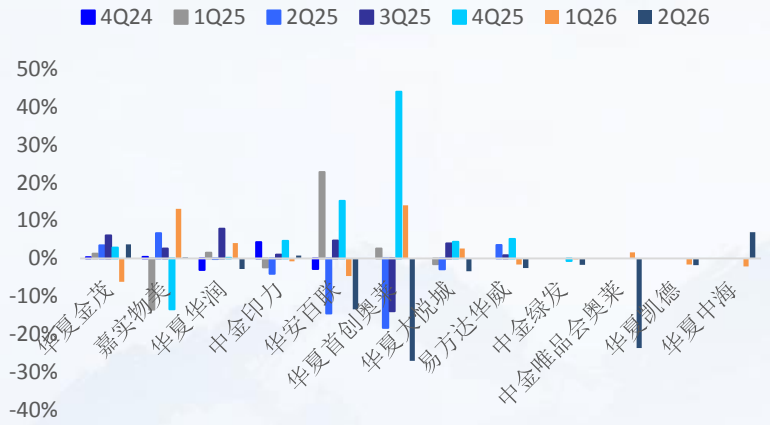
收入规模看，**华夏华润消费REIT断档**领先，上半年实现收入4.06亿元；其次为华夏大悦城、中金印力和中金唯品会奥莱，头部项目依靠核心区位、较大的资产规模及成熟的商业运营体系，形成较强的收入基本盘。增速上，华夏华润**REIT**、华夏首创奥莱**REIT**和华夏大悦城**REIT**表现较为突出，同比分别增长约10.6%、9.7%和7.7%。其中，**华夏华润消费REIT**收入增长与高出租率、租金水平提升共同作用，体现出核心商圈项目较强的经营韧性；**首创奥莱REIT**则受益于奥特莱斯业态的折扣消费属性，保持较好的增长弹性。

图：消费基础设施REITs当期收入（百万元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图：消费基础设施REITs当期收入增速



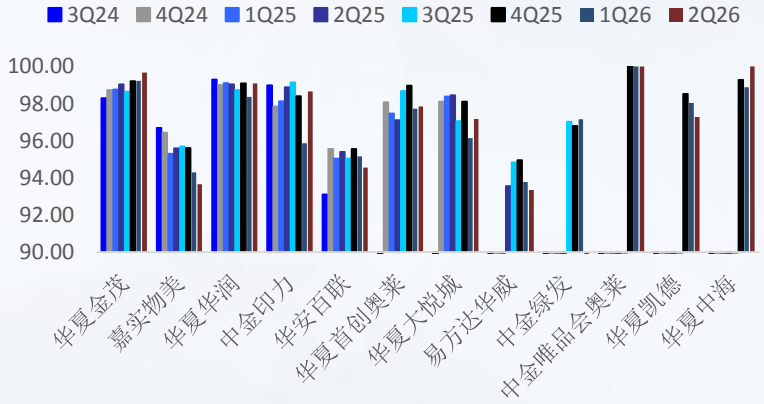
仅供内部参考，请勿外传

03 项目出租率出现分化，租金收缴率维持高位

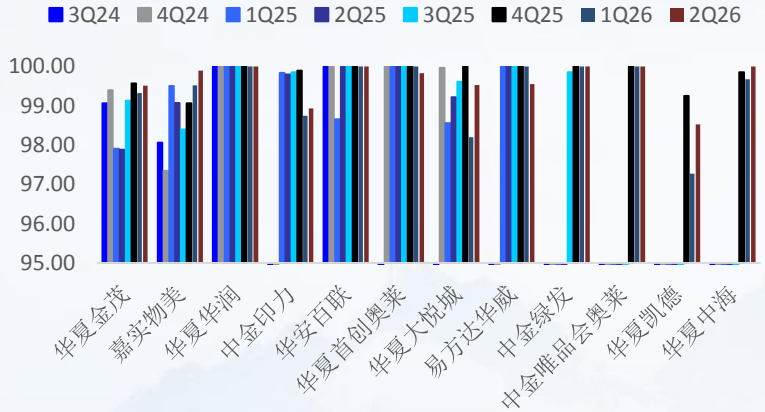
出租率整体维持高位，空置并非普遍性问题。1）近乎满租（99%及以上）：中金唯品会消费REIT100%、华夏中海消费REIT100%、华夏金茂消费REIT99.67%、华夏华润消费REIT99.08%；**2）高位平稳（97%-99%）：**中金印力消费REIT98.66%、华夏首创奥莱消费REIT97.85%、华夏凯德消费REIT97.27%、华夏大悦城消费REIT97.17%；3）**中位数（93%-95%）：**华安百联消费REIT94.56%、嘉实物美消费REIT93.66%；**4）经营承压（低于90%）：**中金绿发消费REIT86.17%。

租金收缴率接近100%，现金流稳定性仍是消费REITs核心优势。

图：消费基础设施REITs当期出租率（%）



图：消费基础设施REITs当期租金收缴率（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

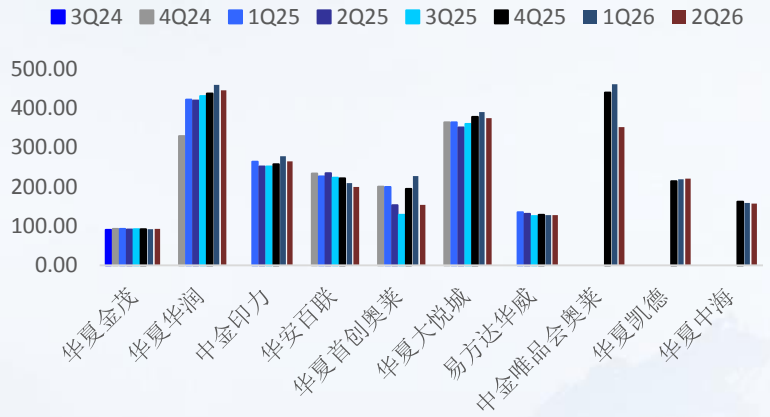
仅供内部参考，请勿外传

03 租金单价同比虽涨、环比普跌，调改成为主要提质路径

头部标杆资产经营韧性仍存，项目定位决定租金天花板。中金唯品会奥莱、华夏华润、华夏大悦城处于较高租金水平，月租金分别约406元/㎡、452元/㎡和382元/㎡，反映出核心城市、核心商圈及成熟品牌组合所形成的较强租金承载能力。

调改带来短期阵痛，成果待检验。2026Q2上海百联又一城租金单价199.0元/㎡/月，环比-4.8%、同比-15.0%，调整幅度显著超出季节性正常波动。核心源于项目持续推进零售业态向餐饮、体验业态置换，正在从传统的"收租模式"向"运营模式"深度转型，业态结构重塑带来的经营压力短期难以消化。

图：消费基础设施REITs月租金单价（元/平方米）



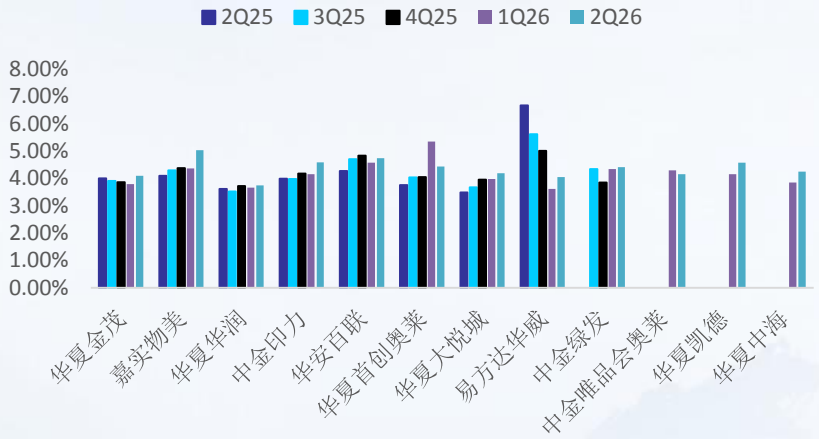
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03 分派率整体稳定，稳健项目分派率被动压低

低位运行的分派率，对应市场最高的信任溢价。华夏华润消费REIT分派率3.75%全板块最低，且始终稳定在3.7%左右。其收入及EBITDA规模明显领先，近2亿季度营收、99.08%出租率、197万会员展现扎实的基本面的优质的运营能力。华夏首创奥莱REIT从2026Q1的5.36%骤降至Q2的4.44%，中金唯品会奥莱REIT从Q1的4.30%降至Q2的4.15%，表明奥莱仍被市场认可，但“高增长持续”已切换为“增长回归常态”。

图：消费基础设施REITs年化现金流分派率



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

04

1H2026消费基础设施REITs评分结果

仅供内部参考，请勿外传

04 打分规则

我们构建通用于目前已上市消费类REITs动态打分准则，分别从区位与消费力、运营效率、EBITDA盈利能力、分派率与现金流、估值与溢价率、扩募能力6个核心维度进行评估，并给予不同权重，最后得出综合得分情况。

表：消费基础设施REITs动态打分规则说明

维度	打分标准	权重
1. 区位与消费力 (25分)	一线核心商圈 （25 分）	25%
	一线非核心 / 新一线核心 （20 分）	
	新一线非核心 / 强二线（15 分）	
	其他（≤10 分）	
2. 运营效率 (25分)	出租率≥98%+ 收缴率≥98%（25 分）	25%
	出租率96%-98% + 收缴率96%-98%（23 分）	
	其余按梯度减分	
3. 盈利能力 (25分)	EBITDA 增速≥5%+Margin≥70% （25 分）	25%
	EBITDA 增速 3%-5%/Margin 65%-70%（23 分）	
	其余按梯度减分	
4. 分派率与现金流 (15分)	年化口径分派率≥4.5%（15 分）	15%
	年化口径分派率 4.0%-4.5%（12 分）	
	其余按梯度减分	
5. 估值与溢价率	P/NAV 1.0-1.1（5分）	5%
	P/NAV 1.1-1.3（4分）	
	其余按梯度减分	
6. 扩募能力 (5分)	明确扩募计划 （5 分）	5%
	有储备资产无明确计划（3分）	
	无扩募潜力（0 分）	

资料来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

04 打分结果

根据我们构建的消费类REITs动态打分准则，华夏华润商业 REIT、中金印力消费 REIT、中金唯品会奥莱 REIT、华夏中海商业 REIT得分较高。

表：消费基础设施REITs动态打分结果（截止2026年6月30日）

排名	基金简称	区位与稀缺性（25 分）	运营稳定性（25 分）	盈利能力（25 分）	分派率与现金流（15 分）	估值与溢价率（5分）	扩募能力（5 分）	总分
1	华夏华润商业 REIT	25	24	21	10	2	5	87
2	华安百联消费 REIT	22	20	22	14	3	4	85
3	中金印力消费 REIT	23	23	23	14	4	4	91
4	华夏大悦城 REIT	24	22	21	10	3	3	83
5	华夏凯德商业 REIT	19	22	21	14	5	4	85
6	华夏中海商业 REIT	21	25	21	12	5	3	87
7	中金中国绿发 REIT	22	19	22	13	4	2	82
8	易方达华威市场 REIT	22	24	25	10	2	0	83
9	嘉实物美消费 REIT	23	20	25	15	1	0	84
10	华夏首创奥莱 REIT	18	22	21	11	1	2	75
11	中金唯品会奥莱 REIT	20	25	24	11	4	2	86
12	华夏金茂商业 REIT	23	24	22	10	3	3	85

资料来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

05 风险提示

1）基金价格存在波动风险；

2）基金管理人限于知识、经验或带来的管理风险；

3）基础设施项目具有运营风险、流动性风险、终止上市风险、税收等政策调整风险；

4）不同类REITs数据口径偏差导致存在一定不可比性。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

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

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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

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

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

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

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

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

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail：research@gtht.com

仅供内部参考，请勿外传

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所房地产团队