仅供内部参考，请勿外传！

政策开闸，掘金正当时——商业不动产 REITs 资产审视与配置思路

——商业不动产 REIT 投资框架

REITs

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 10 月 30 日

评级： 中性（首次）

分析师：陈希瑞

执业证书编号：S0740524070002

Email：chenxr@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(亿元)	2346.48
行业流通市值(亿元)	1316.66

行业-市场走势对比



相关报告

1、《REITs 纳入证券管理，公募增量资金可期》2026-10-11

2、《粤海双水利枢纽，优质水电赋新能——银华粤海水务水利 REIT 投资价值分析》2026-09-23

3、《定量解码，REITs 走势由什么驱动？》2026-08-17

4、《公募 REITs 二季报综述：经营磨底，博弈改善》2026-07-22

5、《公募 REITs2026 年度策略报告：资产为王，重视节奏》2025-12-1

报告摘要

■ **一、政策与市场：商业不动产 REITs 正式开闸，公募 REITs 迈入"基础设施+商业不动产"双轮驱动新阶段。**2025 年 12 月商业不动产 REITs 试点正式推出，底层资产扩展至商业综合体、商业零售、办公、酒店等全业态商业不动产，申报流程无需发改委推荐，收益率要求与 10 年期国债收益率挂钩。宏观层面，消费已成为经济稳定运行的压舱石，最终消费支出对 GDP 增长的平均贡献率超过 50%，但居民消费支出增速逐年回落，消费潜力尚未完全释放。行业层面，购物中心由增量扩张转向存量提质，新开项目回落；核心城市写字楼租金整体承压、空置率走势分化；酒店行业疫后缓慢修复，供给扩张放缓，连锁化稳步推进，整体由扩张步入供需再平衡阶段。

■ **二、资产端：呈现以核心城市为主、多层级并存的格局，三类资产特征各异。**商业零售覆盖奥特莱斯、城市/区域级购物中心与社区商业三个层级，客流模式、体量特征与竞争半径差异明显；商业办公规模差异显著，竞争聚焦楼宇硬件品质、头部租户锁定能力与租金性价比；酒店公寓可分为度假型、经济型与中高端商务型，竞争格局随城市能级分化。区域分布上，一线及强二线城市仍是主力，部分三四线城市项目多立足本地市场，客群支撑相对稳定。

■ **三、运营端：指标分化、总体稳健。**租金单价呈现商业零售结构分化、写字楼普遍承压、酒店高位回落的格局：奥莱与社区商业韧性相对较强，城市级购物中心走势分化；写字楼租金整体未见明显修复；酒店房价整体回落，但核心地段与差异化产品仍具一定韧性。出租率方面，商业零售普遍稳定在 90%以上，写字楼整体偏低且走势分化，酒店入住率窄幅波动。业态分布上，零售项目以零售店为主力，写字楼由科技和金融类租户构成主要支撑，酒店收入普遍以客房为主。租约到期节奏总体可控，零售与写字楼到期窗口相对集中，个别项目续约压力需关注；租户结构总体呈现零售分散抗风险、办公依赖头部租户的特征。

■ **四、配置思路：锚定"宏观—中观—微观"三位一体框架，回归资产运营本质。**宏观层面，关注经济周期与消费波动、货币政策与利率环境（利率下行阶段，REITs 分派率的相对吸引力提升）、促消费与城市更新等政策导向。中观层面，穿透底层资产运营质量：关注区位价值与资产类型、出租率、租金收入与坪效、NOI 等核心指标；考察租户多元化、租户质量与租约到期分布；租金机制上“保底+抽成”两者取高模式兼顾底线收益与增长弹性；并考察管理人的资产改造与扩募整合能力。微观层面，落脚于财务与估值：以可供分配金额的持续增长验证分红可持续性，关注杠杆水平；估值上短期以分派率为锚、以 P/NAV 判断折溢价，中长期以现金流折现与 IRR 自下而上测算内在回报，在价格低于内在价值时，择机布局区位稀缺、运营稳健、现金流具备长期增长潜力的核心资产。

■ **风险提示：**

二级市场价格大幅波动风险：当前市场体量尚小，投资人类型与策略相对单一、投资行为趋同，价格易出现非理性大幅波动。

相关支持政策调整风险：目前市场发展时间较短，REITs 立法、税收、信披、投资等多项制度尚待建立及完善，若相关政策出台不及预期，可能会影响市场的整体发展。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

一、 广受关注：我国商业不动产类 REITs 市场稳慎推进 4
1.1 宏观分析：经济数据企稳，消费潜力提升，增长结构分化 4
1.2 市场环境：政策体系综合赋能 5
1.3 商业不动产 REITs：进一步扩宽公募 REITs 底层资产范围 7
二、商业不动产 REITs 分析：核心城市为主力，资产与运营分化 10
2.1. 资产区域分布：一二线城市依旧为主力 10
2.2. 资产基本情况：配套成熟、竞争加剧与客群分化 11
2.2.1. 商业零售：覆盖不同业态，客流模式各异 14
2.2.2. 商业办公：规模差异显著，聚焦区位与品质 20
2.2.3. 酒店公寓：定位分层，竞争随城市能级分化 22
2.3. 运营分析：指标分化，总体稳健 25
2.3.1 租金单价：零售分化，办公分化，酒店承压 25
2.3.2 出租率：零售近满租，办公部分承压，酒店稳健 26
2.3.3 业态分布：主业鲜明，收入结构随项目定位搭配 28
2.3.4 租约期限：到期节奏总体可控，个别项目面临换租压力 31
2.3.5 租户集中度：零售分散抗风险，办公依赖头部租户 33
三、商业不动产 REITs 分析框架：构建宏观、资产与估值全面评价体系 34
3.1 宏观层面：周期性与政策环境 35
3.2 中观层面：底层资产运营质量 35
3.3 微观层面：财务情况与估值水平 36
四、风险提示 37

图表目录

图表 1： 我国 GDP 规模及同比 4
图表 2： 消费对 GDP 增长率贡献情况 4
图表 3： 居民人均可支配收入（元） 4
图表 4： 居民消费支出及占可支配收入比例（元） 4
图表 5： 近三年消费细分品类支出增长率 5
图表 6： 近年来商业相关行业政策概览 5
图表 7： 商业不动产 REITs 新规要求 7
图表 8： 北上广深写字楼租金（单位：元/月/平方米） 8
图表 9： 北上广深写字楼空置率环比 8
图表 10： 2014-2025Q3 全国集中式商业分类型存量（单位：亿平方米） 8
图表 11： 近 5 年全国新开商业项目情况（商业建筑面积大于 2 万平方米） 8
图表 12： 近 3 年典型一二线城市标杆购物中心空铺率（按空铺数量及面积计算） 9
图表 13： 2016-2024 年中国酒店业门店数和客房数 9
图表 14： 2020-2025 年酒店关键经营指标趋势 9
图表 15： 2024 年全国酒店连锁化率 10
图表 16： 中国在建及规划酒店项目数量（间） 10
图表 17： 商业 REITs 所在城市情况汇总 10
图表 18： 商业不动产 REITs 底层资产客群范围 12
图表 19： 现有已披露资产基本信息 14
图表 20： 各商业零售 REITs 底层资产周边情况 15
图表 21： 各 REITs 底层资产周围配套情况（单位：个） 17
图表 22： 区域布局截图（周边项目）情况汇总 17
图表 23： 周边热力图情况汇总 19

仅供内部参考，请勿外传！

图表 24： 现有已披露写字楼资产基本信息 21
图表 25： 各商业办公 REITs 底层资产周边情况 21
图表 26： 区域布局截图（周边项目）情况汇总 22
图表 27： 酒店建筑面积（单位：万平方米） 23
图表 28： 酒店客房数（单位：间） 23
图表 29： 区域布局截图（周边配套）已有情况汇总 23
图表 30： 区域布局截图（周边项目）情况汇总 24
图表 31： 商业 REITs 各资产月租金单价（客单价）情况 25
图表 32： 商业 REITs 各资产出租率（入住率）情况 27
图表 33： 商业零售项目业态分布统计 29
图表 34： 写字楼项目业态分布统计 29
图表 35： 酒店公寓项目业态分布统计 31
图表 36： 商业零售项目租约期限统计 32
图表 37： 写字楼项目租约期限统计 33
图表 38： 商业零售及写字楼 REITs 租户集中度情况 33
图表 39： 商业 REITs 分析框架图 37

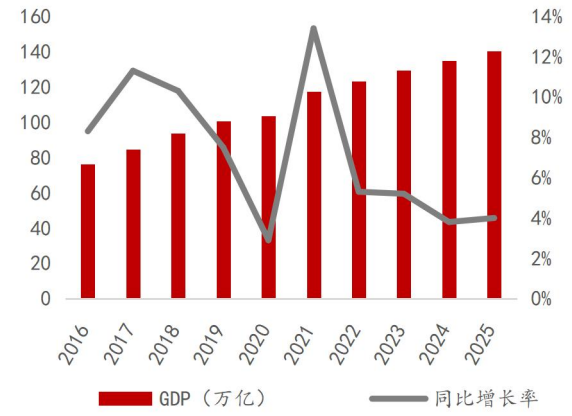
仅供内部参考，请勿外传！

一、 广受关注：我国商业不动产类 REITs 市场稳慎推进

1.1 宏观分析：经济数据企稳，消费潜力提升，增长结构分化

消费已成为经济稳定运行的压舱石。尽管内外部环境不确定因素增多，我国经济仍保持稳健发展态势，2015—2025 年 GDP 同比保持较高增速。多数年份，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率保持较高水平，但与发达国家相比，我国消费占 GDP 比重仍然偏低；在扩大内需政策持续出台的背景下，居民部门消费水平存在显著提升空间，为商业不动产需求改善奠定宏观基础。

图表 1：我国 GDP 规模及同比



来源：iFind，中泰证券

图表 2：消费对 GDP 增长率贡献情况



来源：iFind，中泰证券

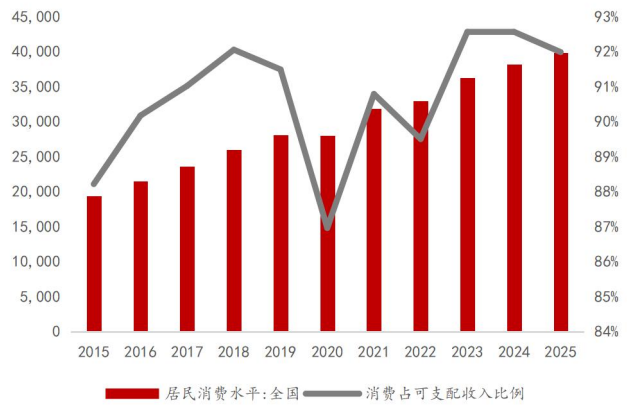
城镇居民可支配收入稳步上行，消费率仍有提升空间。近年来，城镇居民人均可支配收入保持增长，增速经历波动后逐步回稳，居民收入预期有所改善。但从消费支出占可支配收入的比例看，居民消费释放仍偏谨慎：该比例近几年整体波动，尚未出现持续抬升，反映居民部门储蓄倾向依然存在，消费潜力尚未完全释放。随着收入修复与促消费政策推进，居民消费率具备进一步提升空间。

图表 3：居民人均可支配收入（元）



来源：iFind，中泰证券

图表 4：居民消费支出及占可支配收入比例（元）

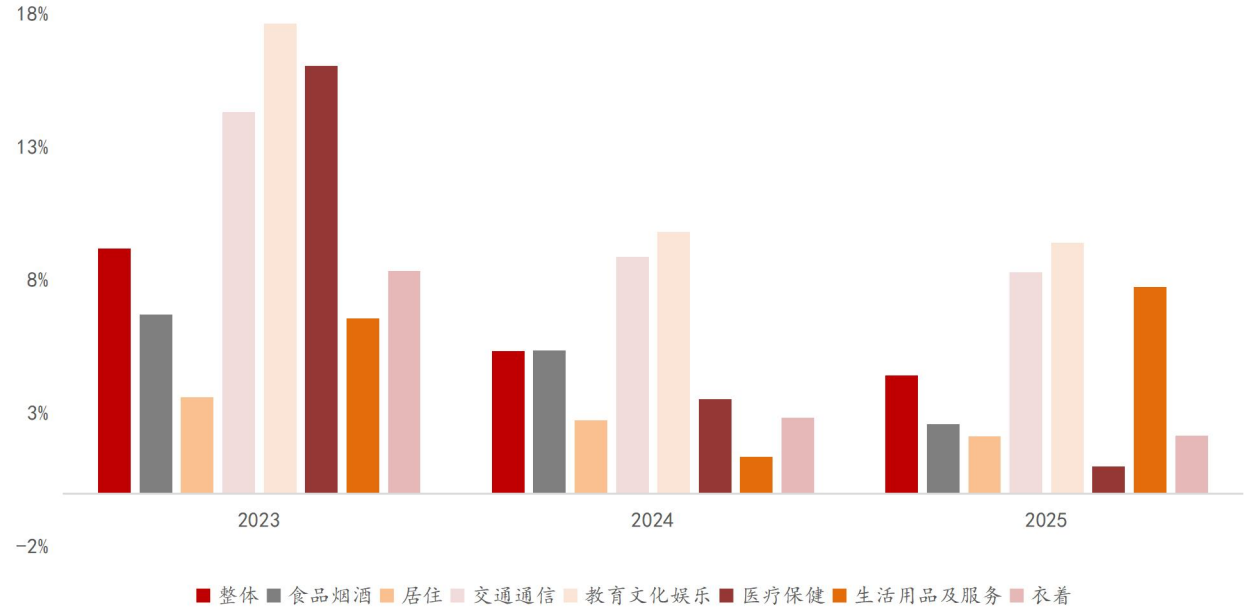


来源：iFind，中泰证券

仅供内部参考，请勿外传！

近年来，与商业零售、商务活动高度相关的消费品类增速持续放缓。总体看，2023—2025 年我国居民消费支出增速分别为 9.97%、5.35%和 4.34%，逐年回落。分品类看，商业零售相关品类增速普遍走弱：衣着增速连续三年低于整体，食品烟酒除 2024 年与整体基本持平外均低于整体，生活用品及服务在 2023、2024 年低于整体，2025 年才现回升；与商务活动密切相关的交通通信、医疗保健增速亦明显回落，分别由 2023 年的 14.3%、16.0%降至 2025 年的 8.3%和 1.0%。

图表 5：近三年消费细分品类支出增长率



来源：国家统计局，iFind，中泰证券

1.2 市场环境：政策体系综合赋能

国家从多层面完善供求结构、改善营商环境、创新产业形态。2025 年 12 月，REITs 底层资产范围进一步扩容，新纳入体育场馆、商旅文体健融合的商业综合体、四星级及以上酒店、超大特大城市超甲级/甲级商务楼宇，以及老旧街区、旧厂区更新改造项目。

近年政策着力点集中于三个方面：**其一，需求侧，**以扩内需、改善消费环境提升确定性，通过完善公共服务供给、优化城市功能布局、提升居民生活便利度，激发消费潜力，增强居民消费意愿与信心；**其二，供给侧，**以场景与城市商业功能升级改善供给质量，推动传统商业设施向数字化、智能化、集约化方向转型；**其三，成本端，**围绕土地供应、财政支持、税费优惠、投融资机制等完善配套措施，降低商业基础设施建设与运营成本，提升项目可持续性与现金流稳定性。

图表 6：近年来商业相关行业政策概览

仅供内部参考，请勿外传！

发布日期	政策名称	内容
2024 年 3 月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动大规模设备更新和消费品以旧换新，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革。重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%。虚拟现实、人工智能等新技术在文旅领域实现深度应用；文旅行业数字化水平进一步提升；文旅内容生产能力显著增强；发展一批全景式沉浸体验项目；发展智慧旅游等
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	积极扩大国内需求。扩大消费需求一直是扩内需的重要抓手。通过促进消费升级，推动零售、餐饮、旅游、文化娱乐等行业的发展；同时带动商业地产需求，提升商业基础设施建设和运营效率，为商业基础设施 REITs 的发展奠定基础
2024 年 7 月	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	从国家层面明确了提升服务消费质量的总体战略。具体要求包括提升住宿服务品质和涉外服务水平，培育一批中高档酒店品牌和民宿品牌，并支持住宿业与旅游、康养、研学等业态融合发展等
2024 年 9 月	《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》	推动服务贸易高质量发展，优化相关制度与服务体系
2024 年 11 月	《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》	完善公共服务与家庭支持体系（与消费/商业基础设施间接相关）
2024 年 12 月	《公共场所卫生管理条例》	明确公共场所（宾馆、商场等）卫生管理制度与责任
2025 年 1 月	《城市商业提质行动方案》	面向消费者综合型购物休闲需求，在城市中心区域、重点步行街（商圈）、旅游休闲街区、夜间文化和旅游消费集聚区培育一批大型商业综合体，集聚多元化业态、场景和服务，提升城市商业品质
2025 年 1 月	《关于创新多元化消费场景促进消费提质升级的若干措施》	鼓励打造多元消费场景，促进消费提质升级
2025 年 3 月	《提振消费专项行动方案》	从城乡居民增收、消费能力保障、服务消费提质、大宗消费更新、消费品质提升、消费环境改善、限制措施清理、完善支持政策八个方面大力提振消费，全方位扩大国内需求，增收减负提升消费能力，优化供给、改善环境增强消费意愿。对商业基础设施而言，将推动零售、餐饮、文化、旅游、体育等业态发展，提升商业综合体客流与收入；同时强调消费环境改善、监管优化，有利于降低运营风险。推动大宗消费更新支持商业设施设备更新，提升基础设施质量，为 REITs 资产价值提升奠定基础
2025 年 9 月	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	强调服务消费转型，从培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给、改善服务消费体验、创新服务消费场景、提升消费服务质量五方面提出 20 项重点任务。提出建设基本公共服务体系、创新养老托育服务消费场景、发展数字消费、推进“人工智能+”消费、推广绿色消费、扩大入境消费等具体措施，支撑商业基础设施拓展新业态与新场景
2025 年 10 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	加快补齐消费短板，大力提振消费，强调扩大服务消费，提升消费品质，完善现代流通体系，为商业基础设施投资与 REITs 提供需求端与制度端的宏观支撑
2025 年 11 月	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	提出 25 条措施，推动消费品升级迭代，促进供需精准匹配；支持商业零售企业数字化转型，发展智慧商圈、智慧门店等新型消费场景，推动线下消费基础设施升级改造。通过提升供给质量与场景创新，增强商业基础设施经营稳定性与增长空间，有利于商业基础设施 REITs 底层资产的现金流质量与可持续运营
2025 年 12 月	《关于进一步做好 2026 年家装厨卫“焕新”工作的通知》	延续消费品以旧换新政策，支持家装厨卫更新，间接带动商业家居卖场等业态
2025 年 12 月	《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》	正式推出商业不动产 REITs 试点，自发布之日起实施；为商场、写字楼、酒店等商业不动产发行 REITs 提供制度框架

仅供内部参考，请勿外传！

2025 年 12 月	《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》	结合商业不动产特点，明确市场化准入安排；鼓励 REITs 持有业态相近、功能互补或运营协同的资产组合，推动跨领域资产整合；支持经营规范、治理健全的金融机构参与等

来源：招募说明书、中泰证券

1.3 商业不动产 REITs：进一步扩宽公募 REITs 底层资产范围

根据《深圳证券交易所公开募集不动产投资信托基金业务指引第 1 号——审核关注事项（试行）》以及《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第 1 号——审核关注事项（试行）》的规定，**中国商业不动产 REITs 的底层资产包括商业综合体、商业零售、办公、酒店等商业不动产，并可包含多业态的空间分布与协同，其资产范围原则上需完整纳入连廊、广告牌、停车场等实现资产功能作用所必需的、不可分割的各组成部分。**而消费基础设施 REITs 更聚焦于保障民生的城乡商业网点与社区商业，两者在底层资产的业态侧重上有所区分。

图表 7：商业不动产 REITs 新规要求

对比维度	消费基础设施 REITs	商业不动产 REITs
监管定位	公开募集基础设施证券投资基金，聚焦保障民生的城乡商业网点与社区商业，具有鲜明政策导向	通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公开募集证券投资基金，通过市场化机制盘活存量资产
底层资产范围	百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，以及保障基本民生的社区商业项目。与上述资产不可分割的酒店/办公用房，其建筑面积占比原则上≤30%（特殊≤50%）	商业综合体、商业零售、办公、酒店等全业态商业不动产，可持有业态相近的资产组合
申报路径	需经国家发展改革委推荐后，向中国证监会/证券交易所申报审核	无需发改委推荐，直接向证监会 / 交易所申报
资金用途	回收资金用途应当符合国家产业政策，不得从事商品住宅开发业务。	可用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不得用于购置商品住宅用地。
收益率要求	申报发行基础设施REITs的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。	不动产项目主要依托租赁收入的，预计未来 2 年每年净现金流分派率原则上不低于评估基准日 10 年期国债收益率上浮 150 个基点；不动产项目主要依托收费收入的，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于评估基准日 10 年期国债收益率上浮 300 个基点。
扩募规则	可新购入行业内同类项目以及具有关联性的不同行业领域项目，支持跨区域通过扩募等方式整合存量资产。	-

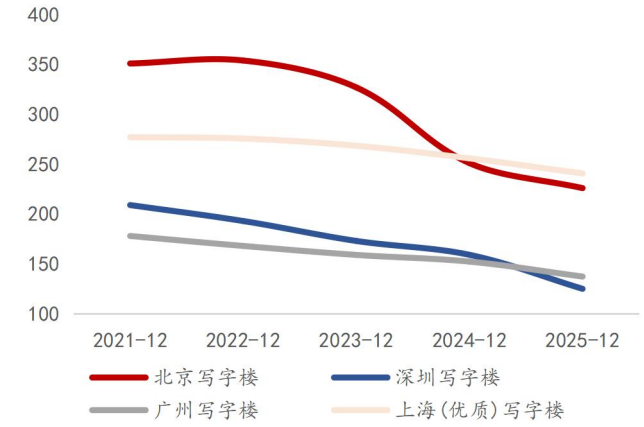
来源：中国证监会，国家发展改革委，中泰证券

近年来，北上广深写字楼租金整体承压，城市间空置率走势分化。四城租金均面临持续下行压力，北京降幅尤为显著，主要受新租需求不足、部分行业收缩及业主优惠策略影响。空置率方面，北京虽租金自高位回落，但空置率率先见顶回落，显现核心资产韧性；上海租金回

仅供内部参考，请勿外传！

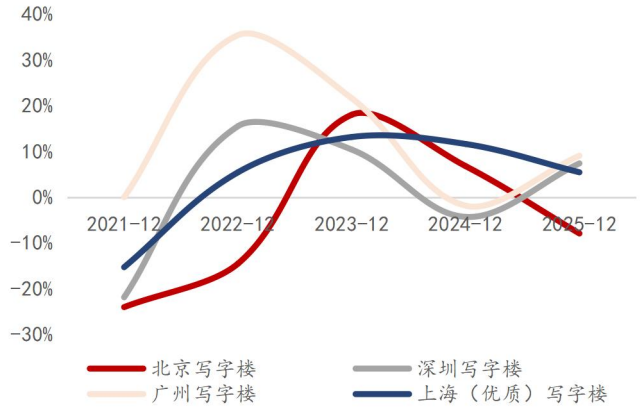
落相对平缓，空置率在前期攀升后趋于改善；广州、深圳租金与空置率同步承压，去化压力相对突出。

图表 8：北上广深写字楼租金（单位：元/月/平方米）



来源：同花顺，中泰证券

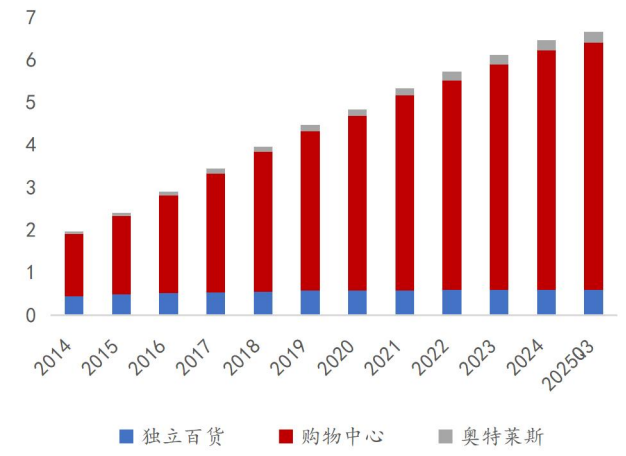
图表 9：北上广深写字楼空置率环比



来源：同花顺，中泰证券

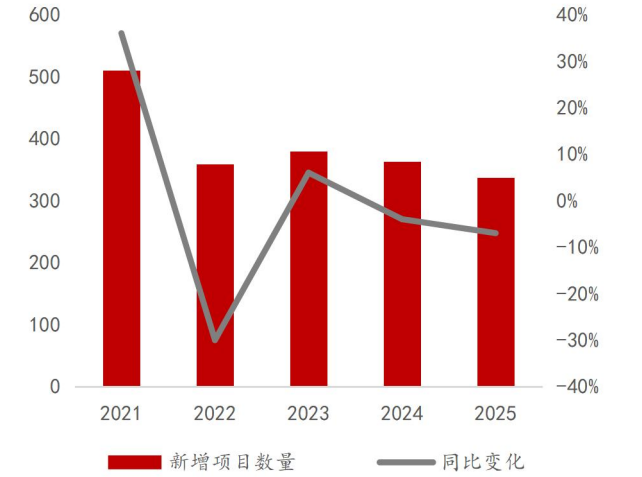
购物中心行业整体由增量扩张转向存量提质。从存量格局看，全国集中式商业总存量稳步扩容，购物中心作为核心业态贡献绝大部分规模增长，是商业存量市场的绝对主体；独立百货增长动能趋缓，存量规模近年基本见顶；奥特莱斯占比有限，但增长韧性突出，是少数持续扩容的细分品类。从新增供给看，新开项目在前期高位后明显回落，近年同比增速转负，行业由快速扩张步入存量竞争阶段。

图表 10：2014-2025Q3 全国集中式商业分类型存量（单位：亿平方米）



来源：赢商大数据，中泰证券

图表 11：近 5 年全国新开商业项目情况（商业建筑面积大于 2 万平方米）

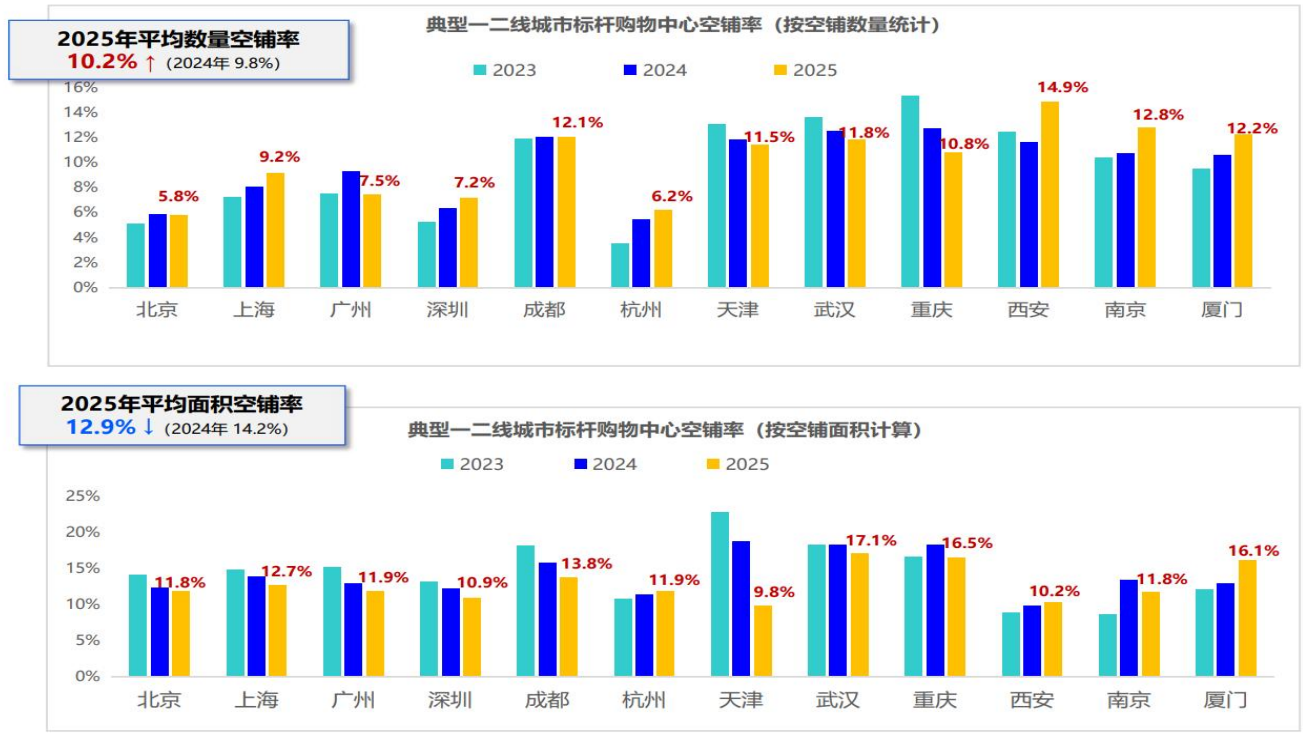


来源：联商网公开媒体整理，中泰证券

典型一二线城市标杆购物中心空铺率呈结构性分化，反映存量竞争下的运营差异。2025 年，统计范围内的一二线城市标杆购物中心平均数量空铺率 10.2%，同比小幅上行，中小面积铺位招商压力加大；平均面积空铺率回落至 12.9%，核心大面积主力铺位去化成效显著，整体出租结构有所优化。分城市看，北上广深等一线城市标杆项目空铺率总体平稳，核心区位优质资产出租韧性较强。

仅供内部参考，请勿外传！

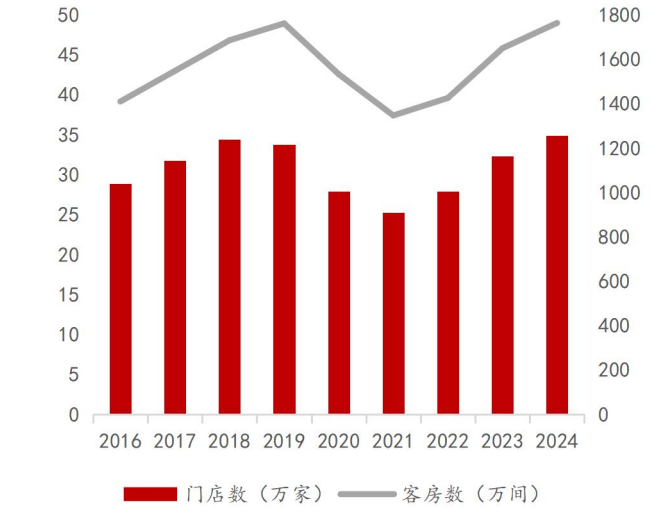
图表 12：近 3 年典型一二线城市标杆购物中心空铺率（按空铺数量及面积计算）



来源：赢商大数据，中泰证券

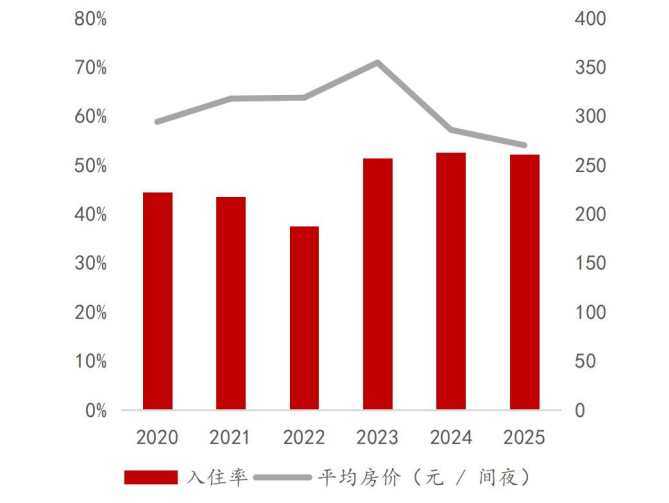
酒店行业经营自疫情冲击后缓慢修复。存量方面，门店数与客房数在 2019 年前后达到阶段高点后有所回落，此后随行业回暖重回扩张通道，2024 年门店与客房规模均创新高。经营指标方面，入住率自 2022 年低点持续修复，近两年稳定在景气区间；但平均房价见顶后逐步回落，带动平均客房收益同步走低，反映客房价格支撑仍显不足。

图表 13：2016-2024 年中国酒店业门店数和客房数



来源：中国饭店协会，中泰证券

图表 14：2020-2025 年酒店关键经营指标趋势

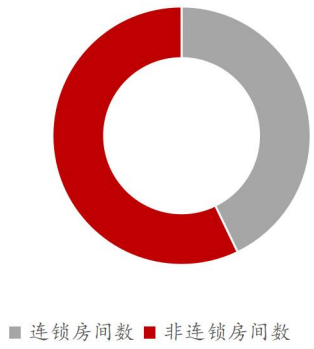


来源：订单来了，中泰证券

仅供内部参考，请勿外传！

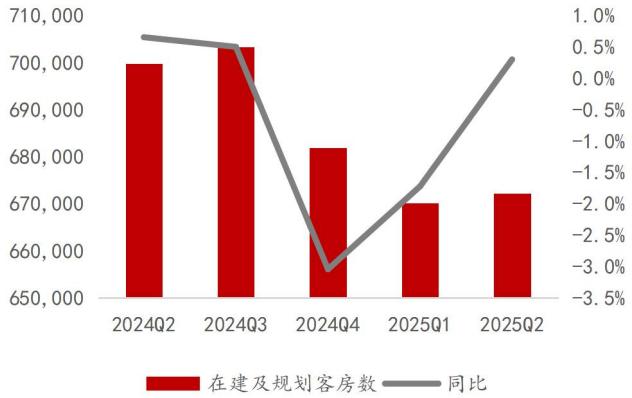
酒店行业供给扩张放缓，连锁化稳步推进。2024 年全国酒店连锁客房数占比约 57%，品牌化、连锁化整合持续深化。前瞻供给方面，在建及规划客房数自 2024 年三季度高点迅速回落，2024 年四季度至 2025 年二季度同比降幅逐季缓解，反映新增供给经历调整后趋于企稳，行业整体由扩张步入供需再平衡阶段。

图表 15：2024 年全国酒店连锁化率



来源：UHC 合纵酒店顾问，中泰证券

图表 16：中国在建及规划酒店项目数量（间）



来源：中国饭店业协会，中泰证券

二、商业不动产 REITs 分析：核心城市为主力，资产与运营分化

2.1. 资产区域分布：一二线城市依旧为主力

从资产所在区域看，呈核心城市为主、多层级并存格局。一线城市聚集购物中心、甲级写字楼、酒店等多元业态，区位优势与消费能级突出；郑州、合肥、西安、济南、杭州等二线城市经济与人口体量较大、消费潜力较强，为购物中心及奥特莱斯项目提供稳定消费支撑；其余项目分布于江门、绵阳、临沂、南通等三四线城市，多立足本地市场，客群支撑相对稳定。

图表 17：商业 REITs 所在城市情况汇总

资产类别	REITs 名称	项目名称	城市概况	建成区面积(km²)	城市能级	2025 年 GDP（亿元）	2025 年 GDP 排名	2025 年 GDP 增速
商业零售	华安陆家嘴商业 REIT	晶耀前滩商场	上海	1242	1 线	56708.7	1	5.40%
	华夏保利商业	佛山保利水城时光汇	佛山	192	3.5 线	13157	22	0.20%
	华夏凯德商业 REIT	深圳来福士(商业)	深圳	962	1 线	38731.8	3	5.50%
		绵阳凯德广场	绵阳	196	3 线	4600.7	78	6.50%
	华夏银泰百货商业 REIT	合肥银泰中心	合肥	515	2 线	14210	19	6.10%
	光大保德信光大安石商业 REIT	上海静安大融城	上海	1242	1 线	56708.7	1	5.40%
		广东江门大融城	江门	199	3 线	4293.9	82	2.80%
	国泰海通崇邦 REIT	嘉亭荟城市生活广场一期	上海	1242	1 线	56708.7	1	5.40%
	广发新城吾悦商业 REIT	常州天宁吾悦广场	常州	281	2.5 线	11158.7	26	5.20%

仅供内部参考，请勿外传！

		南通启东吾悦广场	南通	304	2.5线	12801.5	23	5.30%
	红土创新星河商业REIT	龙岗星河COCOPark	深圳	962	1线	38731.8	3	5.50%
	华夏华润置地商业REIT	南通万象城	南通	304	2.5线	12801.5	23	5.30%
		临沂万象汇	临沂	265	3线	6862.2	46	5.40%
	中信建投首农食品集团商业REIT	龙德广场	北京	1469	1线	52073.4	2	5.40%
	嘉实首开商业REIT	宋家庄福茂						
		华侨村商街						
		璞瑗商街						
	国泰海通砂之船商业REIT	砂之船（西安）奥特莱斯	西安	808	2线	13902.7	20	4.70%
	中金唯品会商业REIT	郑州杉杉奥特莱斯	郑州	729	2线	15244.6	16	5.00%
		哈尔滨杉杉奥特莱斯	哈尔滨	492	2线	6188.5	50	4.60%
	华夏大悦城商业REIT	天津大悦城	天津	1264	1.5线	18539.8	12	4.80%
	华安中电浦软REIT	汇智国际商业中心	上海	1242	1线	56708.7	1	5.40%
	招商蛇口商业REIT	昆山招商花园城	苏州	481	1.5线	27695.1	6	5.40%
	中金中国绿发REIT	济南贵和购物中心	济南	866	2线	14210	18	5.40%
	华泰紫金金鹰REIT	金鹰湖滨天地一期奥莱	南京	901	1.5线	19428.8	10	5.20%
		金鹰湖滨天地二期购物中心						
写字楼	红土创新茂业REIT	茂业中心C塔	成都	1058	1.5线	24763.6	7	5.80%
	汇添富上海地产REIT	鼎保大厦	上海	1242	1线	56708.7	1	5.40%
		鼎博大厦						
	华夏保利发展商业REIT	广州保利中心	广州	1395	1线	32039.5	5	4.00%
	华安陆家嘴商业REIT	晶耀前滩T1办公楼	上海	1242	1线	56708.7	1	5.40%
	华夏凯德商业REIT	深圳来福士(办公)	深圳	962	1线	38731.8	3	5.50%
	创金合信北京国资REIT	北京隆福寺一期	北京	1469	1线	52073.4	2	5.40%
		中关村科学城集智未来						
	招商蛇口商业REIT	深圳太子广场	深圳	962	1线	38731.8	3	5.50%
酒店	国联安复星REIT	三亚亚特兰蒂斯	三亚	59	2.5线	1033.9	255	4.80%
	华安锦江商业REIT	21家锦江都城酒店	-	-	-	-	-	-
	华泰紫金华住安REIT	广州天河体育中心美居酒店&全季酒店项目	广州	1395	1线	32039.5	5	4.00%
		上海江桥万达桔子水晶酒店项目	上海	1242	1线	56708.7	1	5.40%
	华夏凯德商业REIT	深圳来福士(雅诗阁)	深圳	962	1线	38731.8	3	5.50%
	中金开元旅业REIT	嵊州开元名都大酒店	嵊州	-	-	-	-	-
		杭州开元名都酒店	杭州	859	1.5线	21010.9	8	5.20%
		温州开元名都酒店	温州	291	2线	10213.9	28	6.10%
	广发海珠城发REIT	广州朗豪酒店	广州	1395	1线	32039.5	5	4.00%
	中金中国绿发REIT	贵和洲际酒店	济南	866	2线	14210	18	5.40%
		上海艾迪逊酒店	上海	1242	1线	56708.7	1	5.40%

来源：招募说明书，中指研究院，中泰证券

2.2. 资产基本情况：配套成熟、竞争加剧与客群分化

仅供内部参考，请勿外传！

从资产定位与客群范围看，购物型资产客群覆盖较广，办公类客群相对集中。购物类项目按辐射范围分三个圈层：3—5 公里核心圈层，基础客流包括周边办公白领、社区常住居民与家庭群体；市域客群为重要增量，高端商场还覆盖城市中产、年轻潮流人群及高净值人群；奥特莱斯则形成“核心城区人群+下辖市县远距离客流”模式，跨市消费特征明显。商业办公类项目客群以金融、专业服务（咨询）类企业为主，科技、数字经济、互联网、科创企业成为重要增长极。酒店类项目客群可分为高端度假型、商务差旅型、家庭休闲型等，依区位与定位差异瞄准对应分层人群。

图表 18：商业不动产 REITs 底层资产客群范围

	REITs 名称	项目名称	客群范围
商业零售	国泰海通砂之船商业不动产 REIT	砂之船（西安）奥特莱斯项目	5 公里内 70 万常住人口、旅游会议客群（奥体、世博园）及周边商务人口
	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩商场北区及西区项目	亲子、户外运动、白领三大社群，周边家庭及商务菁英
		晶耀前滩商场东区及南区项目	
	华夏保利发展商业不动产 REIT	佛山保利水城时光汇	5 公里内常住人口 145.81 万人，工作人口 53.02 万人；中高端消费人群占比突出（年轻潮流群体、精致家庭、广佛文旅游客）
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(商业)	1.项目内及周边写字楼员工；2.项目周边成熟社区家庭及日常通勤客群；3.项目服务式公寓客群
		绵阳涪城项目	5 公里辐射范围内的常住人口、工作人口，核心为年轻消费人群、品质家庭客群及周边办公人群
	华夏银泰百货商业不动产 REIT	合肥银泰中心一期	核心客群：周边 3 公里内高净值人群（25/50 岁中青年白领、企业主、高端写字楼商务人士）；重点客群：陪读家长、三甲医院就医人群、本土文化消费爱好者；辐射客群：芜湖、马鞍山等周边城市 20/40 岁年轻消费群体
		合肥银泰中心二期	
	中金唯品会商业不动产 REIT	郑州杉杉奥特莱斯	核心客群：郑州、开封双城中高消费人群、家庭客群、文旅游客；辐射客群：河南全省 20/40 岁年轻消费群体与潮流爱好者；5 公里辐射范围内常住人口及文旅客流
		哈尔滨杉杉奥特莱斯	核心客群：哈尔滨主城区居民、江北大学城师生、周边商务人士；辐射客群：哈尔滨周边城市消费人群；3 公里核心辐射圈含密集常住居民与办公人群
	光大保德信光大安石商业不动产 REIT	上海静安大融城	核心客群：3 公里内 82.4 万居住及办公客群，覆盖全龄段；重点客群：家庭消费群体、年轻社交群体、运动娱乐爱好者、亲子教育需求客群
		广东江门大融城	核心客群：蓬江区 5/8 公里范围 25/45 岁新中产、品质家庭；辐射客群：江门全市及粤西地区年轻消费群体、商务人士
	国泰海通崇邦商业不动产 REIT	嘉亭荟城市生活广场一期项目	以 25-35 岁中高收入白领及年轻家庭为核心，辐射 5 公里内 60 万人口
	中信建投首农食品集团商业不动产 REIT	龙德广场	周边高密度常住居民（北苑、天通苑、回龙观）、办公人群（龙德紫金、北方明珠等写字楼 2-3 万人）、学校师生（13 所学校约 1-2 万人），以家庭客群和年轻客群为主
	嘉实首开商业 REIT	宋家庄福茂项目	核心客群为宋家庄及周边区域年轻消费群体、家庭消费客群
		华侨村商街	建国门及周边区域海内外游客、商务客群及附近居住人员消费为主
		璞瑗商街	丰台区及周边区域商务人士、年轻消费群体、家庭客群消费为主。
	广发新城吾悦 REIT	常州天宁吾悦广场	周边消费者客群以周围 5 公里常州东部地区居民为核心

仅供内部参考，请勿外传！

		南通启东吾悦广场	周边消费者客群以启东市常住居民（中端客群）为核心
	红土创新星河集团 REIT	龙岗星河 COCOPark	周边政企商务人员（区政府、财政局、税务局等行政单位以及周边写字楼）；周边常住居民；高校师生（香港中文大学深圳校区、深圳北理莫斯科大学等国际大学）；赛演客流（大运中心赛事及演唱会观众）；跨区/跨境游客。工作日客群以政企通勤消费、居民日常消费、高校师生
	华夏华润置地 REIT	南通万象城	核心客群由两类人群主导：一是 30-39 岁品质新中产家庭，消费以孩子为中心，注重安全、舒适与一站式购齐；二是 18-29 岁乐享年轻派，关注自我成长、社交时尚与情绪价值，偏好轻松有趣的场景体验
		临沂万象汇	核心客群为周边 3 公里内 25-45 岁高净值家庭、政企白领及私营业主等品质人群，以高端会员为主，消费频次与客单价双高
	华夏大悦城封闭式商业不动产 REIT	天津大悦城	聚焦年轻客群，同时覆盖品质家庭客群
	华安中电浦软封闭式商业不动产 REIT	汇智国际商业中心	周边办公客群、家庭客群及潮流年轻客群
	招商资管招商蛇口封闭式商业不动产 REIT	昆山招商花园城	昆山招商花园城项目的主力客群为 20-35 岁年轻客群及小太阳家庭客群（即处于育儿初期的三口之家，子女年龄在学龄前阶段），次主力客群为 35-45 岁中年客群及大太阳家庭客群（即子女进入学龄阶段的成熟家庭），还有少许旅游客群、商务办公客群
	中金中国绿发封闭式商业不动产 REIT	贵和购物中心	高净值客户
	华泰紫金金鹰封闭式商业不动产 REIT	金鹰湖滨天地一期奥莱	覆盖中心客群、教育板块客群、创业园客群、白领客群和物业板块客群共五大客群。
		金鹰湖滨天地二期购物中心	覆盖中心客群、教育板块客群、创业园客群、白领客群和物业板块客群共五大客群。
写字楼	红土创新茂业 REIT	茂业中心 C 塔	就业客群结构高度集中于高端服务业：金融类（银行、证券、保险）占比 29%，科技信息类占比 18%，商务咨询与专业服务类占比 16%
	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩 T1 办公楼项目以及相关车位	国有企业、制造业、汽车、医药、金融等行业企业，以大型跨国企业及国内知名企业为主
	华夏保利发展商业不动产 REIT	广州保利中心	5 公里内居住人口 240.1 万人，工作人口 195.8 万人；中高消费人群占比 81.4%
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(商业)	外资企业以及注重办公品质的企业
	汇添富上海地产商业不动产 REIT	鼎保大厦	科技、互联网与数字经济、专业服务业与金融后台、功能性总部、建筑设计与文化创意等
		鼎博大厦	金融科技、数字科技、生命健康等前沿产业，科创企业
	创金合信北京国资 REIT	北京隆福寺一期	从核心客群均以金融机构、专业服务、文化传媒企业总部为主，行业分布重合度较高，目标客户以中大型企业、区域总部、分支机构及优质成长型企业为主
		中关村科学城集智未来项目	核心客群为人工智能、大数据、金融科技类企业
	招商资管招商蛇口封闭式商业不动产 REIT	深圳太子广场	以商贸物流、金融、信息服务、科技、高端专业服务类为核心租户
酒店	国联安复星 REIT	三亚亚特兰蒂斯	家庭客群及高端消费群体

仅供内部参考，请勿外传！

	华安锦江商业不动产 REIT	21 家锦江都城酒店	中产阶层、中基层商务差旅客户以及大众休闲旅游客户
	华泰紫金华住安商业不动产 REIT	广州天河体育中心美居酒店&全季酒店项目	商务差旅客户、休闲旅游客户、中转客流
		上海江桥万达桔子水晶酒店项目	园区商务客群、会展外溢客流
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(雅诗阁)	企业外派人员、跨国商务人士、在深中长期工作的专业人士；中国客源约占 65%，国际客源约占 35%（主要来自日本、韩国、新加坡等国家）
	中金开元旅业 REIT	嵊州开元名都大酒店	客群结构主要为政务商务人士、家庭客群及本地高端消费群体，形成多元互补的客群体系
		杭州开元名都	全市高端酒店以商务散客、休闲度假客、会议团队、本地宴请为核心客群，商务方面主要为数字经济、金融、总部企业，稳定支撑高端商务散客与企业接待需求，高端休闲客群快速增长
		温州开元名都	温州市酒店市场需求核心由商务差旅、会议会展、文旅度假及本地高端宴会构成，温州开元名都项目所在的鹿城区以城市商务、高端婚宴及城市观光游客为主
	广发海珠城发封闭式商业不动产 REIT	广州朗豪酒店	会展商务客群、企业会务团队、差旅办公人士及城市活动消费群体
	中金中国绿发封闭式商业不动产 REIT	贵和洲际酒店	一般散客、商务协议散客、会议会展及奖励旅游客群、长住客群、政务客群等
		上海艾迪逊酒店	一般散客、商务协议散客、会议会展及奖励旅游客群、长住客群、政务客群等

来源：招募说明书，中泰证券

2.2.1. 商业零售：覆盖不同业态，客流模式各异

从购物中心资产体量看，现有底层资产覆盖城市级标杆项目到社区商业等不同层级。第一类为奥特莱斯，一般地处城市非核心地带，体量普遍超 10 万平方米，与辐射范围广、目的性消费属性强的业态特征相契合；第二类为城市/区域级购物中心，构成资产主力，体量差异较大、运营较为成熟，其中龙德广场、南通万象城、上海静安大融城等体量领先；第三类为社区型商业，以华侨村商街、璞瑆商街为代表，侧重社区日常消费场景，客流稳定性较强。

图表 19：现有已披露资产基本信息

项目名称	区域	项目类型	开业时间	商业建筑面积	商业楼层	商铺数量
砂之船（西安）奥特莱斯	灞桥区-世园会	奥特莱斯	2017	140000 ㎡	-1 层到 4 层	235 套
晶耀前滩	浦东新区-前滩	购物中心	2019-08	70000 ㎡	-1 层到 3 层	153 套
深圳来福士	南山区-前海	购物中心	2017-06	90000 ㎡	-1 层到 5 层	215 套
绵阳凯德广场	涪城区-临平路	购物中心	2014-12	130000 ㎡	-4 层到 6 层	-
合肥银泰中心一期	庐阳区-南门小学	百货/购物中心	2012-01	90000 ㎡	-1 层到 9 层	72 套
郑州杉杉奥特莱斯	二七区-万客来	奥特莱斯	2016	160000 ㎡	-	-
哈尔滨杉杉奥特莱斯	呼兰区-志华商城	奥特莱斯	2015-09	130000 ㎡	-1 层到 3 层	214 套
上海静安大融城	静安区-大华	购物中心	2018-06	190000 ㎡	-1 层到 4 层	344 套
广东江门大融城	蓬江区-北新区	购物中心	2014-08	120000 ㎡	-2 层到 5 层	-

仅供内部参考，请勿外传！

嘉亭荟城市生活广场一期	嘉定区-兆丰站	购物中心	2012-05	70000 ㎡	1 层到 4 层	136 套
龙德广场	昌平区-立水桥	购物中心	2008-08	240000 ㎡	-1 层到 5 层	343 套
佛山保利水城时光汇	南海区-千灯湖	购物中心	2009-04	160000 ㎡	1 层到 4 层	190 套
璞瑆商街项目	丰台区-方庄	社区商业	2013	12000 ㎡	-	15 套
华侨村商街项目	朝阳区-建外	社区商业	1990~1991 陆续投入使用	16000 ㎡	-3 层到 3 层	9 套
首开福茂购物中心（宋家庄店）	丰台区-宋家庄	购物中心	2015-08	25000 ㎡	-2 层到 3 层	63 套
常州天宁吾悦广场	天宁区-青龙	购物中心	2019-10	120000 ㎡	-1 层到 5 层	-
南通启东吾悦广场	启东市-启东	购物中心	2018-12	100000 ㎡	-1 层到 4 层	234 套
龙岗星河 COCOPark	龙岗区-大运新城	购物中心	2012-08	80000 ㎡	-3 层到 3 层	-
南通万象城	崇川区-北大街	购物中心	2018-09	200000 ㎡	-1 层到 4 层	322 套
临沂万象汇	兰山区-原阳	购物中心	2019-09	120000 ㎡	1 层到 5 层	197 套
北京隆福寺一期项目	东城区-灯市口	综合体	-	-	-	-
天津大悦城	南开区-兴南街	购物中心	2011-12	160000 ㎡	-1 层到 5 层	467 套
上海汇智国际商业中心	浦东新区-张江	购物中心	2014-12	60000 ㎡	-1 层到 5 层	142 套
昆山招商花园城	昆山	购物中心	2015-10	110000 ㎡	-1 层到 5 层	230 套
济南贵和购物中心	历下区-泉城路	购物中心	2013	60000 ㎡	-1 层到 9 层	-
南京金鹰购物中心	栖霞区-仙林	奥特莱斯+购物中心	一期 2008-02；二期 2015-01	250000 ㎡	-	-

注：对商业建筑面积进行了四舍五入

来源：中指研究院，招募说明书，中泰证券

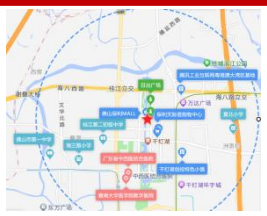
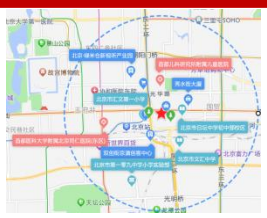
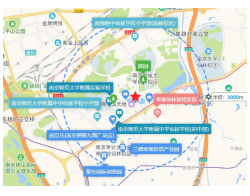
2.2.1.1 商业零售的周边配套：区位禀赋塑造客群基本盘

周边配套对项目客群与商业模式可持续性有直接影响。三类典型商业资产周边配套特征各异：1）城市核心型资产：以上海静安大融城、合肥银泰中心、深圳来福士等为代表，占据城市交通枢纽与优质社区，周边密集分布学校、商务圈及居住区，形成商务办公与居住叠加的复合客群结构，消费高频次、高支付能力强，“商业+商务”双轮驱动生态成熟。2）社区商业类资产：以嘉实首开商业 REIT 旗下宋家庄福茂、华侨村商街、璞瑆商街等北京项目为代表，下沉至社区生活圈层，周边以成熟居住区与既有配套为主，客群以周边居民及家庭日常消费为核心，强调便利性与高频复购，商业模式稳定但增量空间有限。3）郊区奥莱类资产：以西安砂之船奥莱、郑州及哈尔滨杉杉奥特莱斯为代表，多位于城市外围，周边以高速干道、省道及大型交通节点为主，客流高度依赖自驾及跨区域目的性消费，商业模式依赖交通通达性与品牌折扣吸引力，凭奥莱强聚客能力构建差异化竞争。

图表 20：各商业零售 REITs 底层资产周边情况

华安陆家嘴商业 REIT	华夏银泰百货商业 REIT	华夏凯德商业 REIT	
			
晶耀前滩	合肥银泰中心	深圳来福士	绵阳凯德广场

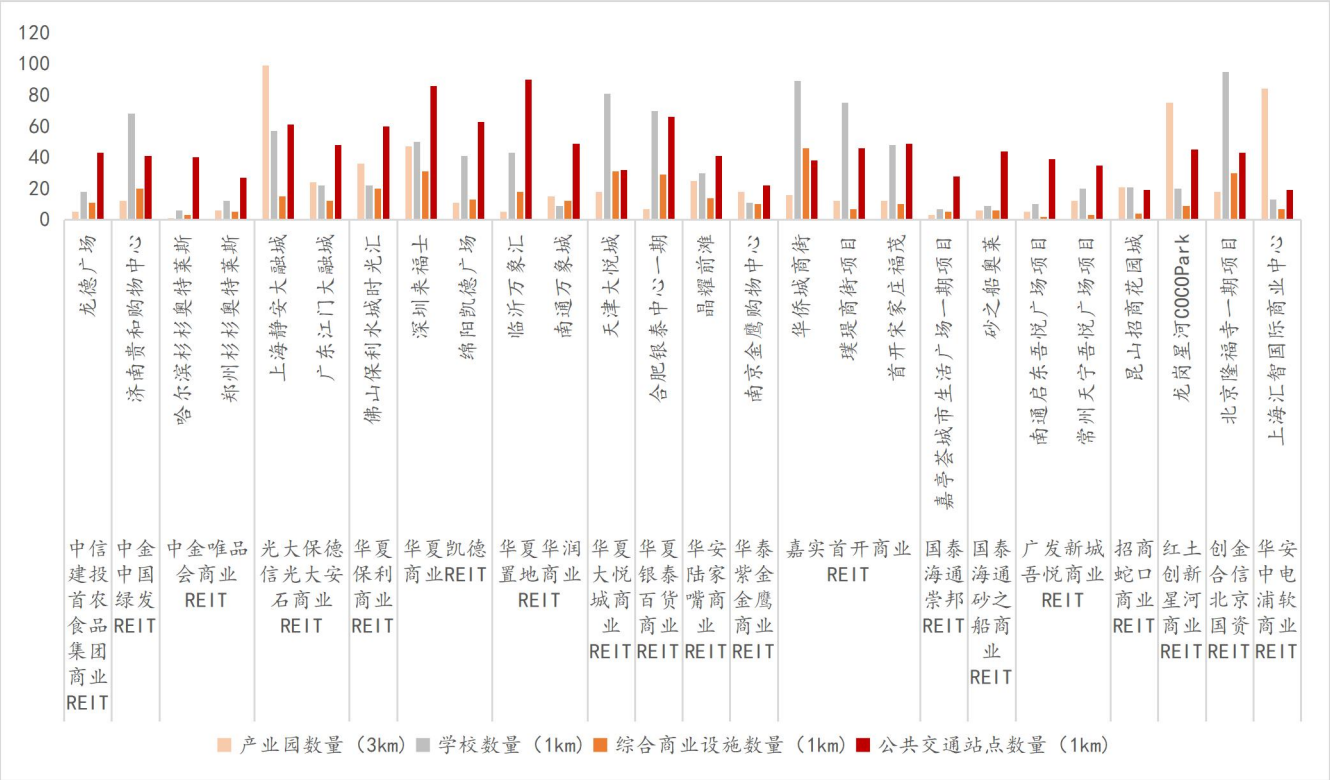
仅供内部参考，请勿外传！

国泰海通崇邦商业 REIT	中信建投首农食品商业 REIT	光大保德信光大安石商业 REIT	
			
嘉亭荟城市生活广场一期项目	龙德广场	上海静安大融城	广东江门大融城
华夏华润置地商业 REIT		**广发新城吾悦商业 REIT**	
			
南通万象城	临沂万象汇	常州天宁吾悦广场项目	南通启东吾悦广场项目
华夏保利发展商业 REIT		**嘉实首开商业 REIT**	
			
佛山保利水城时光汇	宋家庄福茂项目	华侨村商街项目	璞瑆商街项目
红土创新星河商业 REIT	**国泰海通砂之船商业 REIT**	**中金唯品会商业 REIT**	
			
龙岗星河 COCOPark	砂之船奥特莱斯	郑州杉杉奥特莱斯	哈尔滨杉杉奥莱
华夏大悦城商业 REIT	**华安中电浦软商业 REIT**	**招商蛇口商业 REIT**	
			
天津大悦城	汇智国际商业中心	昆山招商花园城	
华泰紫金金鹰 REIT		**中金中国绿发商业 REIT**	
			
金鹰湖滨天地一期奥莱	金鹰湖滨天地二期购物中心	贵和购物中心	

仅供内部参考，请勿外传！

来源：中指研究院，中泰证券

图表 21：各 REITs 底层资产周围配套情况（单位：个）



来源：中指研究院，中泰证券

2.2.1.2 商业零售的竞争格局：竞争半径随业态层级逐级收窄

项目竞争格局与底层资产类型密切相关。购物中心类项目周边竞品较多、层级有所分化，差异主要体现于客群重叠度与业态组合：合肥银泰中心、上海静安大融城等位于城市重要商圈，区域市场竞争与合作并存；凯德涪城项目等所处商圈成熟度相对有限，同级竞品不多，更多体现为对本地家庭客群的近场争夺。社区商业类项目竞争半径较小，首开三个社区项目主要面向周边居民高频刚需消费，竞品多为同商圈社区商业与街边业态，核心竞争力在于便利度与性价比。奥特莱斯类项目多选址二三线省会级城市并向周边潜力城市扩张，周边同业态竞品密度较低，竞争力取决于复合体验与交通承接能力。

图表 22：区域布局截图（周边项目）情况汇总

华安陆家嘴商业 REIT	华夏银泰百货商业 REIT	华夏凯德商业 REIT	
			
晶耀前滩	合肥银泰中心	深圳来福士	绵阳凯德广场
国泰海通棠邦商业 REIT	中信建投首农食品商业 REIT	光大保德信光大安石商业 REIT	

仅供内部参考，请勿外传！


嘉亭荟城市生活广场一期项目


龙德广场


上海静安大融城


广东江门大融城

华夏华润置地商业 REIT | **广发新城吾悦商业 REIT**


南通万象城


临沂万象汇


常州天宁吾悦广场项目


南通启东吾悦广场项目

华夏保利发展商业 REIT | **嘉实首开商业 REIT**


佛山保利水城时光汇


宋家庄福茂项目


华侨村商街项目


璞瑆商街项目

红土创新星河商业 REIT | **国泰海通砂之船商业 REIT** | **中金唯品会商业 REIT**


龙岗星河 COCOPark


砂之船奥特莱斯


郑州杉杉奥特莱斯


哈尔滨杉杉奥莱

华夏大悦城商业 REIT | **华安中电浦软商业 REIT** | **招商蛇口商业 REIT**


天津大悦城


汇智国际商业中心


昆山招商花园城

华泰紫金金鹰 REIT | **中金中国绿发商业 REIT**


金鹰湖滨天地一期奥莱


金鹰湖滨天地二期购物中心


贵和购物中心

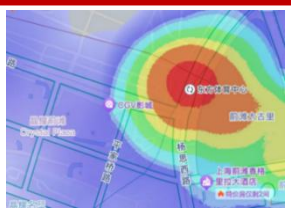
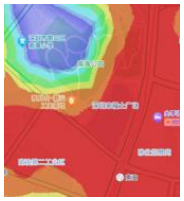
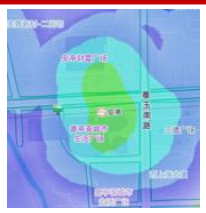
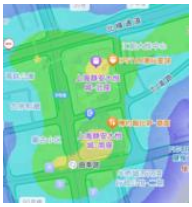
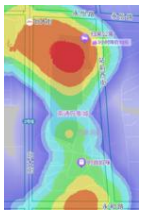
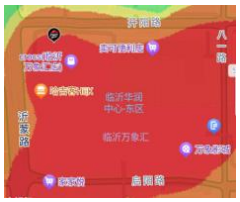
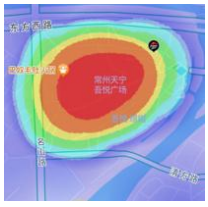
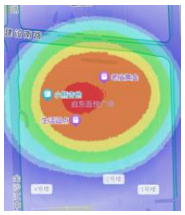
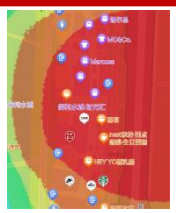
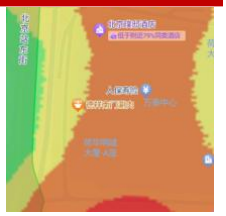
仅供内部参考，请勿外传！

来源：中指研究院，中泰证券

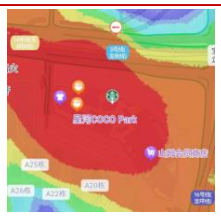
2.2.1.3 商业零售的客群特征：项目能级决定辐射范围

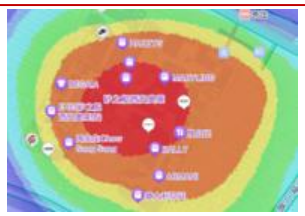
从客群看，不同业态项目呈现与各自客流模式相符的集聚特征。购物中心类项目热力形态与城市能级相关：龙岗星河 COCOPark、临沂万象汇等核心商圈项目周边热力高密度连片，呈全域高热分布，区域引流效果明显；常州天宁吾悦等区域型购物中心则以项目自身为核心向外圈层递减，形成单中心集聚形态，客流主要来自目的性消费。社区商业类项目热力随所依托社区成熟度而异，璞瑆商街周边日常客流稳定，宋家庄福茂则相对稀疏分散。奥特莱斯类项目客群辐射范围较广，砂之船奥莱依托区域商业地位呈全方向辐射，哈尔滨杉杉奥莱人流则主要集中在项目周边高校与商圈。

图表 23：周边热力图情况汇总

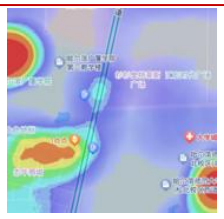
华安陆家嘴商业 REIT	华夏银泰百货商业 REIT	华夏凯德商业 REIT	
			
晶耀前滩	合肥银泰中心	深圳来福士	绵阳凯德广场
国泰海通崇邦商业 REIT	**中信建投首农食品商业 REIT**	**光大保德信光大安石商业 REIT**	
			
嘉亭荟城市生活广场一期项目	龙德广场	上海静安大融城	广东江门大融城
华夏华润置地商业 REIT		**广发新城吾悦商业 REIT**	
			
南通万象城	临沂万象汇	常州天宁吾悦广场项目	南通启东吾悦广场项目
华夏保利发展商业 REIT		**嘉实首开商业 REIT**	
			
佛山保利水城时光汇	宋家庄福茂项目	华侨村商街项目	璞瑆商街项目
红土创新星河商业 REIT	**国泰海通砂之船商业 REIT**	**中金唯品会商业 REIT**	

仅供内部参考，请勿外传！

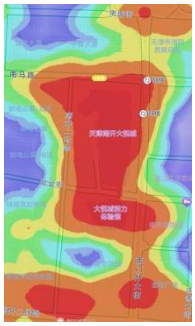

龙岗星河 COCOPark

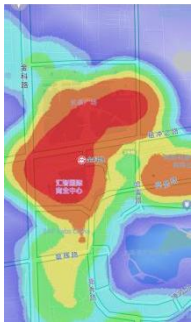

砂之船奥特莱斯

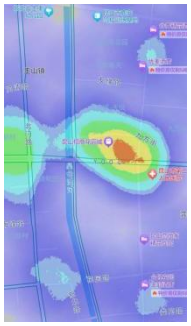

郑州杉杉奥特莱斯


哈尔滨杉杉奥莱

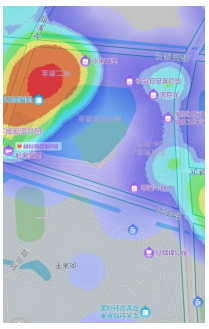
华夏大悦城商业 REIT	华安中电浦软商业 REIT	招商蛇口商业 REIT

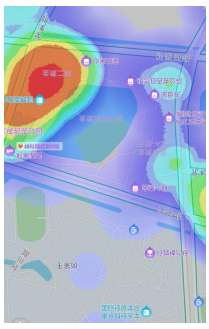

天津大悦城

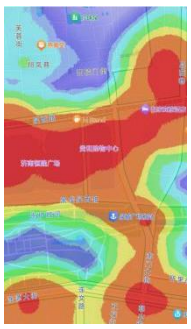

汇智国际商业中心


昆山招商花园城

华泰紫金金鹰 REIT	中金中国绿发商业 REIT


金鹰湖滨天地一期奥莱


金鹰湖滨天地二期购物中心


贵和购物中心

来源：百度地图，中泰证券

2.2.2. 商业办公：规模差异显著，聚焦区位与品质

写字楼项目规模差异较大。汇添富上海地产 REIT 旗下鼎博、鼎保大厦合计体量约 17 万平方米，形成资产组合协同；红土创新茂业 REIT 单体规模超 11 万平方米；创金合信北京国资 REIT 覆盖隆福寺及集智未来等多处资产，项目数量最多；华夏保利发展商业 REIT 办公板块为广州保利中心，面积处于中等梯队；华夏凯德商业 REIT 体量不足 5 万平方米，为综合体办公部分；华安陆家嘴商业 REIT 规模同样较小，为单体独立办公楼。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 24：现有已披露写字楼资产基本信息

REITs 名称	项目名称	区域	开业时间	办公建筑面积	办公楼层
红土创新茂业 REIT	茂业中心 C 塔	高新区-天府大道	2012-12	116623.63 ㎡	地上 5 层至 31 层
汇添富上海地产 REIT	鼎博大厦	黄浦区-苗江路	2022-12	98756.56 ㎡	地下 3 层至地上 15 层
	鼎保大厦	黄浦区-中山南路	2019-12	74570.42 ㎡	地上 1-18 层
华夏保利发展商业 REIT	广州保利中心	天河区-临江大道	2010	58864.71 ㎡	共计 41 层，其中地上 38 层（第 9、24 层为避难层，不计入建筑面积），地下 3 层
华安陆家嘴商业 REIT	晶耀前滩 T1 办公楼	浦东新区-前滩	2019-09	24658.3 ㎡	地上 15 层
华夏凯德商业 REIT	深圳来福士（办公）	南山区-南海大道	2017-06	31149.28 ㎡*	地上 5 层至 22 层
创金合信北京国资 REIT	隆福大厦及隆福寺北里部分区域	东城区-隆福寺街、钱粮胡同	2019-08	69678.8 ㎡#	隆福大厦地上 2-8 层为办公及配套；隆福寺北里地上 1-6 层为商业及办公
	隆福寺北里其他区域			5199.03 ㎡#	
	量子银座	海淀区-知春路	2003-02	27632.4 ㎡	地上 1-16 层
	量子芯座		2002-02	23172.9 ㎡	地上 1-19 层办公楼及地下室 B1、房上房
招商蛇口商业 REIT	深圳太子广场	南山区太子路 51 号	2020-08	82000 ㎡	59 层

注：*号为可租赁面积；#号为包含配套商业面积

来源：招募说明书，中泰证券

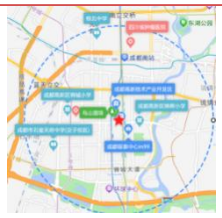
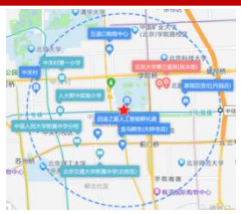
2.2.2.1 商业办公的周边配套：配套能级与功能定位深度绑定

底层商办资产周边配套呈与区位能级、功能定位相匹配的鲜明分层，可归纳为核心办公、区域综合与特色更新三种类型。华夏保利发展商业 REIT 旗下广州保利中心、华夏凯德商业 REIT 位于一线城市成熟商务区，属核心办公物业，成熟商务氛围与企业租户集聚带来稳定现金流；上海鼎保大厦与鼎博大厦地处世博滨江核心，可对接外滩、陆家嘴等核心板块；创金合信北京国资 REIT 集智未来项目位于中关村科学城核心区，顶尖高校科研院所环绕，隆福寺项目则位于“故宫-王府井-隆福寺”文化金三角核心地段，周边文化商业地标密集，契合其城市更新型文化商业综合体定位；红土创新茂业 REIT 资产依托成都南站及多条地铁构成的交通枢纽优势，商务与生活配套较为完善。

图表 25：各商业办公 REITs 底层资产周边情况

红土创新茂业 REIT	汇添富上海地产 REIT	华夏保利发展商业 REIT	华安陆家嘴商业 REIT

仅供内部参考，请勿外传！

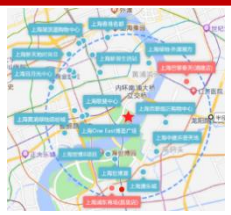
			
茂业中心 C 塔	鼎保大厦、鼎博大厦	广州保利中心	晶耀前滩
华夏凯德商业 REIT	**创金合信北京国资 REIT**		**招商蛇口商业 REIT**
			
深圳来福士	北京隆福寺一期项目	集智未来项目	深圳太子广场

来源：中指研究院，中泰证券

2.2.2.2 商业办公的竞争格局：硬件、头部租户与产业生态的角逐

商办资产竞争焦点随区位与功能定位而异。广州保利中心、上海鼎保大厦与鼎博大厦地处一线城市核心商务区，周边同等级甲级竞品密集，客群以科技互联网、金融、专业服务类企业为主，竞争聚焦楼宇硬件品质、头部租户锁定能力与租金性价比；北京隆福寺一期主要依托文化体验、特色业态与区位稀缺性形成差异化壁垒；集智未来项目所处片区科创载体供给充足，竞争重点在于产业生态成熟度与特定产业客群承接能力；茂业中心所处成都高新片区写字楼竞品密集，竞争核心在于楼宇品质、租户结构稳定性及对高端服务业客群的吸引力。

图表 26：区域布局截图（周边项目）情况汇总

红土创新茂业 REIT	**汇添富上海地产 REIT**	**华夏保利发展商业 REIT**	**华安陆家嘴商业 REIT**
			
茂业中心 C 塔	鼎保大厦、鼎博大厦	广州保利中心	晶耀前滩
华夏凯德商业 REIT	**创金合信北京国资 REIT**		**招商蛇口商业 REIT**
			
深圳来福士	北京隆福寺一期项目	集智未来项目	深圳太子广场

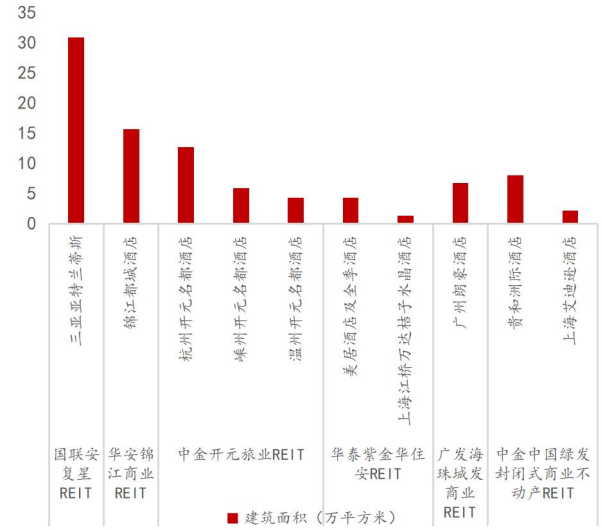
来源：中指研究院，中泰证券

2.2.3. 酒店公寓：定位分层，竞争随城市能级分化

仅供内部参考，请勿外传！

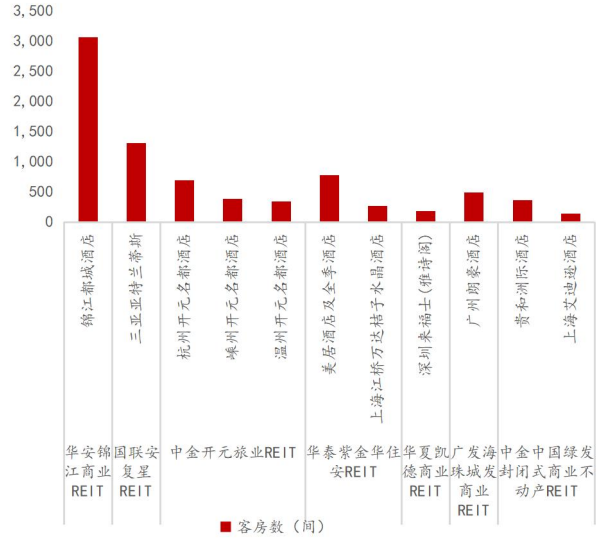
酒店类 REITs 资产规模与产品定位基本匹配，大致可分为度假型、经济型与中高端商务型三类。度假型以三亚亚特兰蒂斯为代表，集客房、餐饮与娱乐配套于一体，综合业态本身就是度假定位的组成部分；经济型以锦江都城系列为代表，客单价较低，主要满足大众性价比出行需求；中高端商务型房价与服务水平同所在城市商旅客群需求相匹配，更依赖区位与商务客源支撑。

图表 27：酒店建筑面积（单位：万平方米）



来源：招募说明书，中泰证券

图表 28：酒店客房数（单位：间）



来源：招募说明书，中泰证券

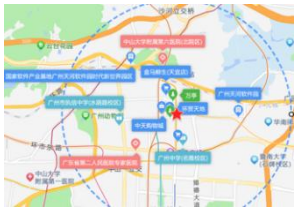
2.2.3.1 酒店公寓的周边配套：客群定位牵引配套布局

底层酒店资产周边配套与各自客群定位高度契合。度假型以国联安复星 REIT 三亚亚特兰蒂斯酒店为代表，地处海棠湾国家级度假区核心，文旅配套能级突出，主要面向高端休闲度假及亲子家庭客群；经济型以华安锦江 REIT 为代表，旗下物业多位于城市核心商圈、交通枢纽或文旅景区周边，依托便捷区位覆盖大众商旅及旅游住宿需求，性价比优势显著；中高端商务型多位于核心商旅板块或成熟商务区，依托交通、商业与文体配套获取稳定商务差旅及本地接待客流，广州天河体育中心美居及全季酒店、上海江桥万达桔子水晶酒店等分别依托城市核心商圈或区域商务板块形成客群支撑。

图表 29：区域布局截图（周边配套）已有情况汇总

国联安复星 REIT	中金开元旅业 REIT		
			
三亚亚特兰蒂斯酒店	杭州开元名都酒店	温州开元名都酒店	嵊州开元名都大酒店
华泰紫金华住安 REIT			华夏凯德商业 REIT

仅供内部参考，请勿外传！

		
广州天河体育中心美居酒店、全季酒店	上海江桥万达桔子水晶酒店	深圳来福士
中金中国绿发商业 REIT		广发海珠城发 REIT
		
济南贵和洲际酒店	上海艾迪逊酒店	广州朗豪酒店

来源：中指研究院，招募说明书，百度地图，中泰证券

2.2.3.2 酒店公寓的竞争格局：城市能级决定竞争强度

底层酒店资产竞争格局随所在城市能级与周边供需而分化。高能级城市出行需求旺盛、竞争激烈：海棠湾高端度假酒店林立；广州、上海等一二线城市核心商圈与商务区同档次酒店供给充足，温州开元项目周边更集聚万豪、香格里拉、威斯汀等国际高端品牌，客源分流压力明显。三四线城市竞争相对有限：中金开元旅业 REIT 旗下嵊州等三四线城市项目所处市场同级竞品较少，凭全服务型中高端定位形成区域标杆优势，竞争压力相对较小。

图表 30：区域布局截图（周边项目）情况汇总

国联安复星 REIT		中金开元旅业 REIT	
			
三亚亚特兰蒂斯酒店	杭州开元名都酒店	温州开元名都酒店	嵊州开元名都大酒店
华泰紫金华住安 REIT		华夏凯德商业 REIT	
			
广州天河体育中心美居酒店、全季酒店	上海江桥万达桔子水晶酒店	深圳来福士	
中金中国绿发商业 REIT		广发海珠城发 REIT	

仅供内部参考，请勿外传！

		
济南贵和洲际酒店	上海艾迪逊酒店	广州朗豪酒店

来源：中指研究院，招募说明书，中泰证券

2.3. 运营分析：指标分化，总体稳健

2.3.1 租金单价：零售分化，办公分化，酒店承压

各项目租金单价/客单价整体呈现商业零售结构分化、写字楼普遍承压、酒店高位回落的格局。商业零售方面，内部分化突出：奥特莱斯与社区商业韧性较强，奥莱项目租金持续上升，印证折扣业态在当前消费环境下的相对优势，首开商业 REIT 旗下社区项目依托成熟客群日常消费，租金温和上行；城市级购物中心走势分化，华夏华润置地商业 REIT 的南通万象城、临沂万象汇租金稳健爬升，华安陆家嘴商业 REIT、中金中国绿发 REIT 旗下部分购物中心则有所回落。写字楼方面，租金整体承压：广州保利中心、创金合信北京国资 REIT 旗下北京项目租金均自高位持续回落，招商蛇口商业 REIT 的深圳太子广场 2025 年租金亦明显下调，红土创新茂业 REIT、华安陆家嘴商业 REIT 旗下办公项目维持窄幅波动，整体平稳但尚未见修复。酒店方面，房价整体自高位回落，内部分化明显：多数项目客单价小幅下行，上海艾迪逊酒店逆势上行，温州开元名都等商务酒店保持平稳，显示核心地段项目及差异化产品仍具一定韧性。

图表 31：商业 REITs 各资产月租金单价（客单价）情况

类型	REIT 名称	项目名称	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年末
商业零售（单位：元/平米/月）	国泰海通崇邦商业不动产 REIT	嘉亭荟城市生活广场一期	163.4	191.39	183.71	165.95*
	华夏保利发展商业不动产 REIT	佛山保利水城时光汇	109.07	146.58	147.99	137.22*
	国泰海通砂之船商业不动产 REIT	砂之船奥莱	/	254.02	272.49	302.25*
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(商业)	287.2	270.68	259.75	253.55*
		绵阳涪城项目	140	146	150	154*
	华夏银泰百货商业不动产 REIT	合肥银泰中心一期	/	212.67	213.44	256.06
		合肥银泰中心二期	/	177.72	242.47	287.52
	中金唯品会商业不动产 REIT	郑州杉杉奥特莱斯	/	327.77	332.25	372.56
		哈尔滨杉杉奥特莱斯	/	192.93	208.51	242.1
	中信建投首农食品集团商业 REIT	龙德广场	/	157.94	148.93	140.56
	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩商场北区及西区	/	325.97	296.22	265.62
		晶耀前滩商场东区及南区	/	275.05	270.4	276.4
	光大保德信光大安石商业 REIT	上海静安大融城	/	/	/	/

仅供内部参考，请勿外传！

		广东江门大融城	/	/	/	/
	嘉实首开商业 REIT	宋家庄福茂项目	142.62	189.31	180.5	180.87*
		华侨村商街项目	116.11	186.89	189.39	206.98*
		璞瑆商街项目	171.83	212.9	216.13	214.53*
	广发新城吾悦 REIT	常州天宁吾悦广场	102.67	102.30	100.49	99.38*
		南通启东吾悦广场	114.32	117.22	122.76	122.78*
	红土创新星河集团 REIT	龙岗星河 COCO Park	/	160.02	160.77	152.98
	华夏华润置地 REIT	南通万象城	/	186.33	213.04	256.93
		临沂万象汇	/	122.7	131.01	139.43
	华夏大悦城 REIT	天津大悦城	/	467.79	448.13	441.62
	华安中电浦软 REIT	上海汇智国际商业中心	/	122.70	123.41	120.46
	招商蛇口 REIT	昆山招商花园城	/	155.13	153.06	153.13
	中金中国绿发 REIT	济南贵和购物中心	/	397.10	338.18	283.11
	华泰紫金金鹰商业 REIT	南京金鹰湖滨天地一期奥莱	/	186.12	178.77	208.74
		南京金鹰湖滨天地二期购物中心	/	253.45	254.26	226.72
写字楼（单位：元/平米/月）	华夏保利发展商业不动产 REIT	广州保利中心	145.85	133.56	116.7	108.61*
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(办公)	/	/	/	/
	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩 T1 办公楼	/	212.79	218.57	215
	汇添富上海地产商业不动产 REIT	鼎保大厦	/	175.94	176.19	179.11
		鼎博大厦	/	203.62	210.97	172.68
	创金合信北京国资 REIT	集智未来项目	/	8.2	7.4	6.25
		隆福寺一期项目	/	7.66	7.61	7.23
	红土创新茂业 REIT	茂业中心 C 塔	/	70.37	69.51	69.93
	招商蛇口商业 REIT	深圳太子广场	/	209.20	211.75	190.06
酒店（单位：元/间/天）	华泰紫金华住安住 REIT	广州天河美居酒店	/	522.03	502.25	495.58
		广州全季酒店	/	485.27	471.71	443.91
		上海江桥万达桔子水晶酒店	/	369.61	372.82	359.71
	中金开元旅业 REIT	杭州开元名都酒店	/	502.00	468.00	456.00
		嵊州开元名都大酒店	/	403.00	391.00	392.00
		温州开元名都酒店	/	535.00	560.00	558.00
	华安锦江 REIT	21 家锦江都城酒店（整体）	/	279.83	273.58	255.99
	国联安复星 REIT	三亚亚特兰蒂斯酒店	2450.96	2378.57	1920.51	1912.01*
	广发海珠城发 REIT	广州朗豪酒店	/	896.00	946.00	926.00
	中金中国绿发 REIT	济南贵和洲际酒店	/	799.80	761.75	750.16
		上海艾迪逊酒店（201 号主楼）	/	2136.10	2338.00	2571.41

来源：招募说明书，中泰证券

备注：*号表示截止时间为九月末

2.3.2 出租率：零售近满租，办公部分承压，酒店稳健

仅供内部参考，请勿外传！

各项目出租率/入住率总体维持较高水平，但稳定性随业态明显分化。商业零售稳定性最强，出租率普遍稳定在 90%以上，奥特莱斯、城市型购物中心及社区商业表现稳健，仅个别项目有所回落。写字楼整体偏低且走势分化：创金合信北京国资 REIT 旗下项目出租率逐年改善，晶耀前滩 T1、鼎保大厦保持满租，核心城市优质楼宇仍具韧性，但部分项目租金与出租率同步走弱，反映其面临一定招商去化压力。酒店入住率窄幅波动：一线城市核心区域中端商务酒店如广州美居、全季酒店维持在 90%的较高水平，亚特兰蒂斯酒店自 2023 年修复后稳定在 84%左右，经济型华安锦江 REIT 旗下锦江都城整体仍在 60%—70%区间。

图表 32：商业 REITs 各资产出租率（入住率）情况

类型	REIT 名称	项目名称	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年末
商业零售（出租率）	国泰海通崇邦商业不动产 REIT	嘉亭荟城市生活广场一期	94.17	91.92	85.2	86.39*
	华夏保利发展商业不动产 REIT	佛山保利水城时光汇	90.09	92.85	95.7	88.6*
	国泰海通砂之船商业不动产 REIT	砂之船奥莱	-	98.82	98.54	94.36
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(商业)	86.76	94.79	94.14	92.13*
		绵阳涪城项目	98.69	98.2	98.6	98.23*
	华夏银泰百货商业不动产 REIT	合肥银泰中心一期	/	96.16	96	97
		合肥银泰中心二期	/	99.21	95.77	96.78
	中金唯品会商业不动产 REIT	郑州杉杉奥特莱斯	/	99.84	100	99.92
		哈尔滨杉杉奥特莱斯	/	100	100	100
	中信建投首农食品集团商业 REIT	龙德广场	/	77.33	99.51	98.26
	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩商场北区及西区	/	96.87	93.24	93.22
		晶耀前滩商场东区及南区	/	98.71	94.56	94.66
	光大保德信光大安石商业 REIT	上海静安大融城	/	/	89.5	91.73
		广东江门大融城	/	/	95.05	89.15
	嘉实首开商业 REIT	宋家庄福茂项目	96.02	98.37	97.75	97.22*
		华侨村商街项目	89.87	89.96	88.23	100*
		璞瑅商街项目	96.38	91.14	95.95	96.37*
	广发新城吾悦 REIT	常州天宁吾悦广场	95.15	97.57	97.83	97.21*
		南通启东吾悦广场	100	100	100	100*
	红土创新星河集团 REIT	龙岗星河 COCO Park	/	97.61	99.03	97.99
	华夏华润置地 REIT	南通万象城	/	99.71	100	99.99
		临沂万象汇	/	97.28	98.1	98.61
	华夏大悦城商业 REIT	天津大悦城	/	96.56	99.07	97.83
	华安中电浦软商业 REIT	汇智国际商业中心	/	94.56	96.67	96.16

仅供内部参考，请勿外传！

	招商资管招商蛇口商业 REIT	昆山招商花园城	/	95.09	97.28	92.16
	中金中国绿发商业 REIT	泉城路贵和购物中心	/	95.57	94.09	93.15
	华泰紫金金鹰商业 REIT	金鹰湖滨天地一期奥莱	/	96.10	96.15	97.11
		金鹰湖滨天地二期购物中心	/	98.08	96.02	98.87
写字楼（出租率）	华夏保利发展商业不动产 REIT	广州保利中心	95.3	85.91	72.73	69.98*
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(办公)	50.76	60.19	88.07	87.53*
	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩 T1 办公楼	/	99.45	100	95.93
	汇添富上海地产商业不动产 REIT	鼎保大厦	/	97.96	99.06	100
		鼎博大厦	/	23.68	57	99.33
	创金合信北京国资 REIT	集智未来项目	/	84.99	89.39	91.9
		隆福寺一期项目	/	81.54	86.9	88.01
	红土创新茂业 REIT	茂业中心 C 塔	/	91.47	87.78	83.5
	招商资管招商蛇口 REIT	深圳太子广场	/	79.38	67.66	79.42
酒店（入住率）	华泰紫金华住安住 REIT	广州天河美居酒店	/	91.69	96.22	92.46
		广州全季酒店	/	91.00	97.54	94.96
		上海江桥万达桔子水晶酒店	/	80.82	83.07	90.36
	中金开元旅业 REIT	杭州开元名都酒店	/	68.00	64.00	63.00
		嵊州开元名都大酒店	/	59.00	71.00	69.00
		温州开元名都酒店	/	65.00	69.00	68.00
	华安锦江 REIT	21 家锦江都城酒店（整体）	/	69.37	62.26	61.93
	国联安复星 REIT	三亚亚特兰蒂斯酒店	42.96	81.90	83.75	84.08
	广发海珠城发 REIT	广州朗豪酒店	/	71.40	71.80	74.50
	中金中国绿发 REIT	济南贵和洲际酒店	/	82.30	81.87	80.31
		上海艾迪逊酒店（201 号主楼）	/	74.33	78.19	82.18
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士服务式公寓（雅诗阁，182 间）	/	81.60	81.49	79.08

来源：招募说明书，中泰证券

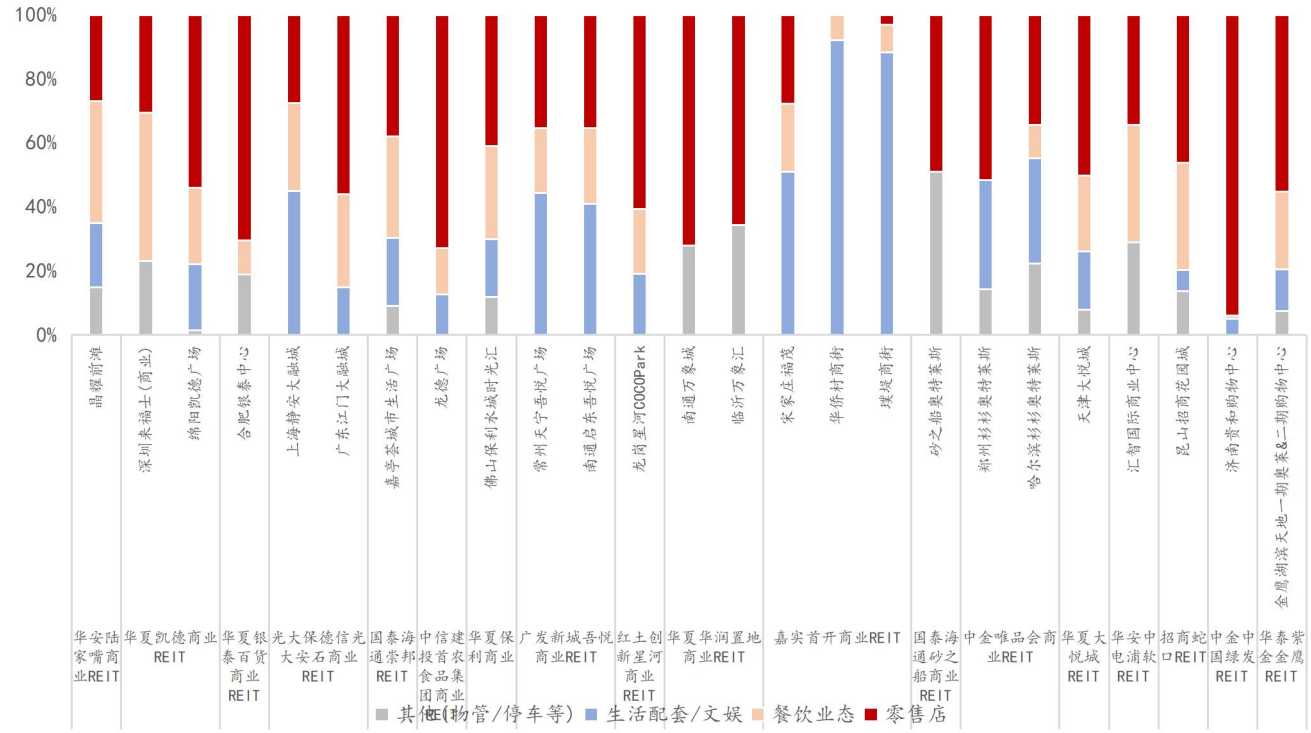
备注：*号表示截止时间为九月末

2.3.3 业态分布：主业鲜明，收入结构随项目定位搭配

仅供内部参考，请勿外传！

商业零售类 REITs 整体仍以零售店为主，项目间差异明显。城市型购物中心以中信建投首农食品集团商业 REIT、华夏凯德商业 REIT 等为代表，零售店仍是主力，同时搭配餐饮与生活配套，业态较为均衡；社区商业型项目生活配套及餐饮占比较高，更贴近日常消费；奥特莱斯型项目零售占比中等，经营更依赖品牌折扣、客流与销售转化。

图表 33：商业零售项目业态分布统计

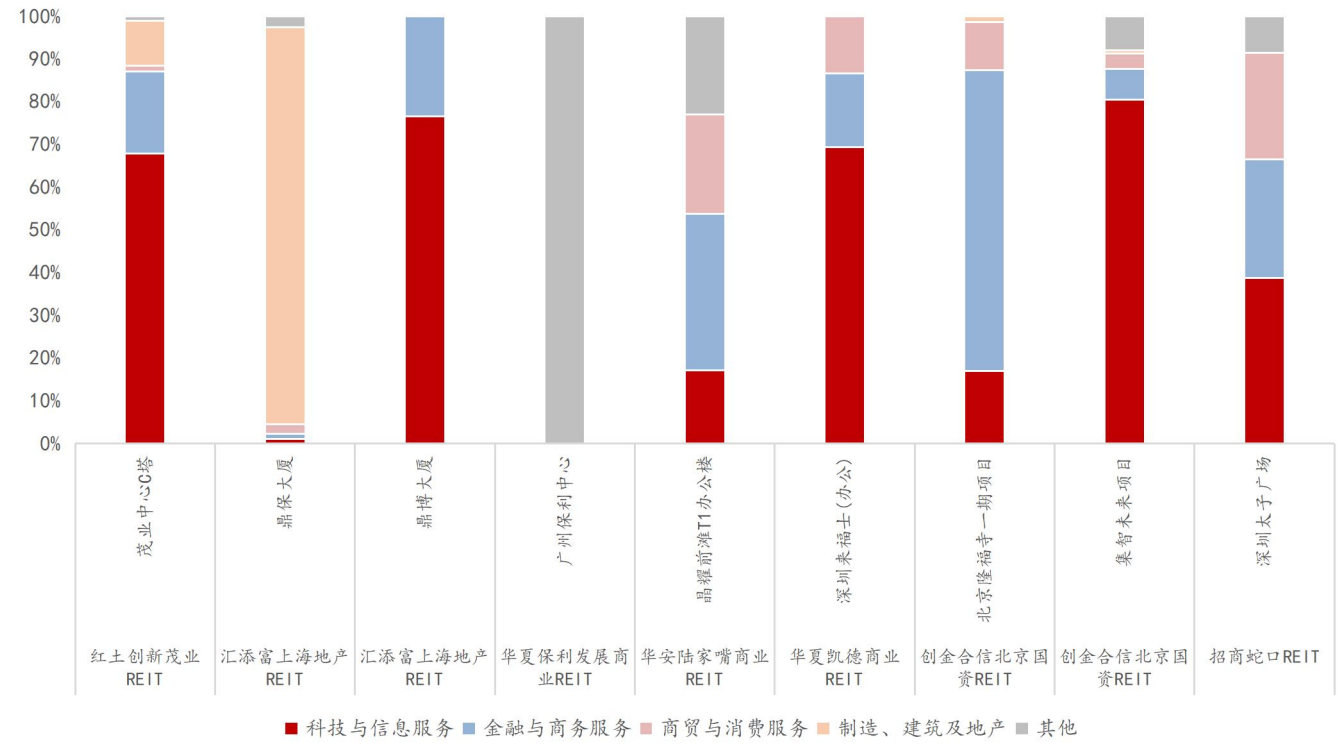


来源：招募说明书，中泰证券

整体上写字楼 REITs 以科技和金融类租户为主要支撑，但各项目行业集中度与租户结构差异明显。华夏凯德商业 REIT、红土创新茂业 REIT 及创金合信北京国资 REIT 旗下大部分项目以科技与信息服务为主，其中北京隆福寺一期偏金融与商务服务，晶耀前滩 T1 行业分布更为分散；鼎保大厦租户均属于建筑业，鼎博大厦则侧重科技与信息服务业。

图表 34：写字楼项目业态分布统计

仅供内部参考，请勿外传！



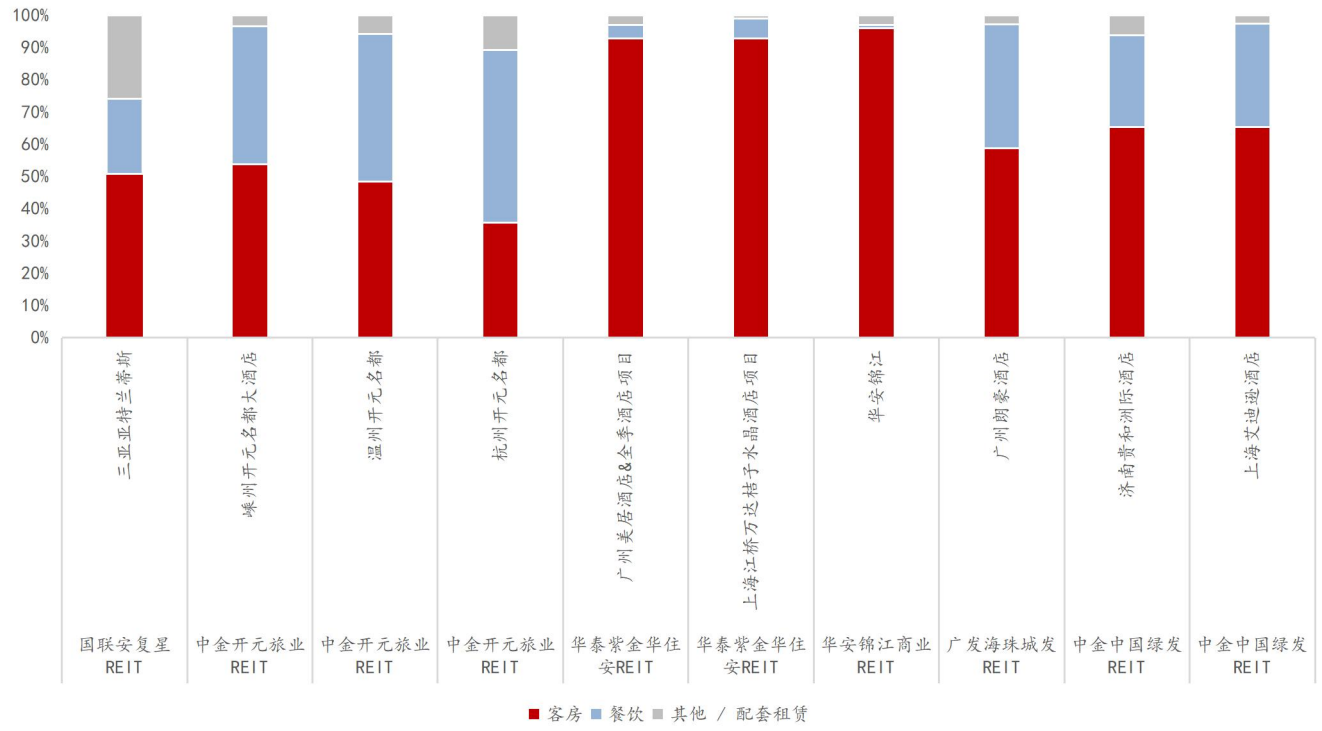
来源：招募说明书，中泰证券

酒店及公寓类 REITs 收入结构普遍以客房为主，但项目定位不同，业态搭配分化明显。商务型酒店收入几乎全部来自客房，经营模式相对单一，业绩弹性主要来自入住率与房价；度假项目业态更为多元，三亚亚特兰蒂斯客房收入仅占一半左右，餐饮及配套租赁贡献较大，体现综合度假体特征；中金开元旅业 REIT 旗下项目亦较依赖宴会、餐饮等本地消费。



仅供内部参考，请勿外传！

图表 35：酒店公寓项目业态分布统计



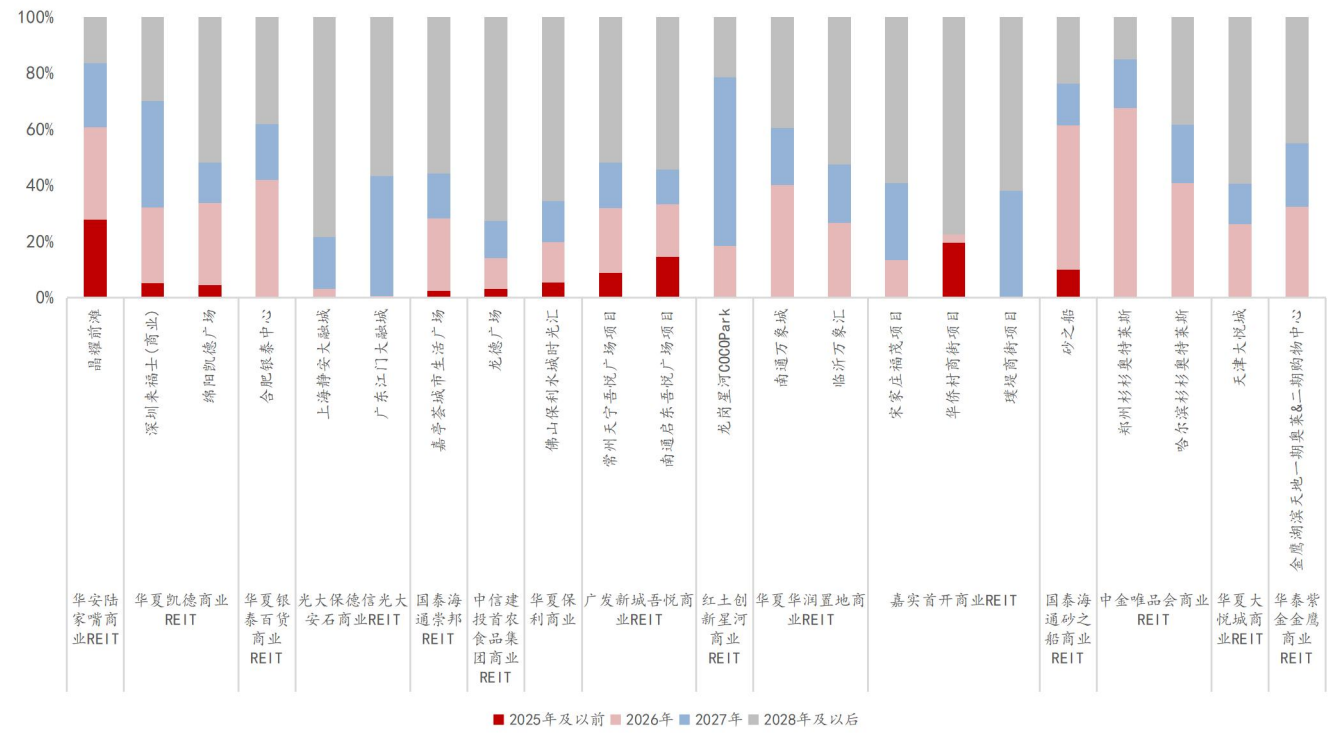
来源：招募说明书，中泰证券

2.3.4 租约期限：到期节奏总体可控，个别项目面临换租压力

商业零售类 REITs 租约到期整体集中在 2026 年及以后，短期到期比例总体可控。晶耀前滩商业 2025 年及以前到期占比较高，近两年续租压力相对集中；合肥银泰中心、龙岗星河 COCO Park、南通万象城租约多分布在 2026 至 2027 年，需关注续租谈判与租金调整；临沂万象汇及部分项目 2028 年及以后到期占比较高，租约稳定性相对更强。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 36：商业零售项目租约期限统计

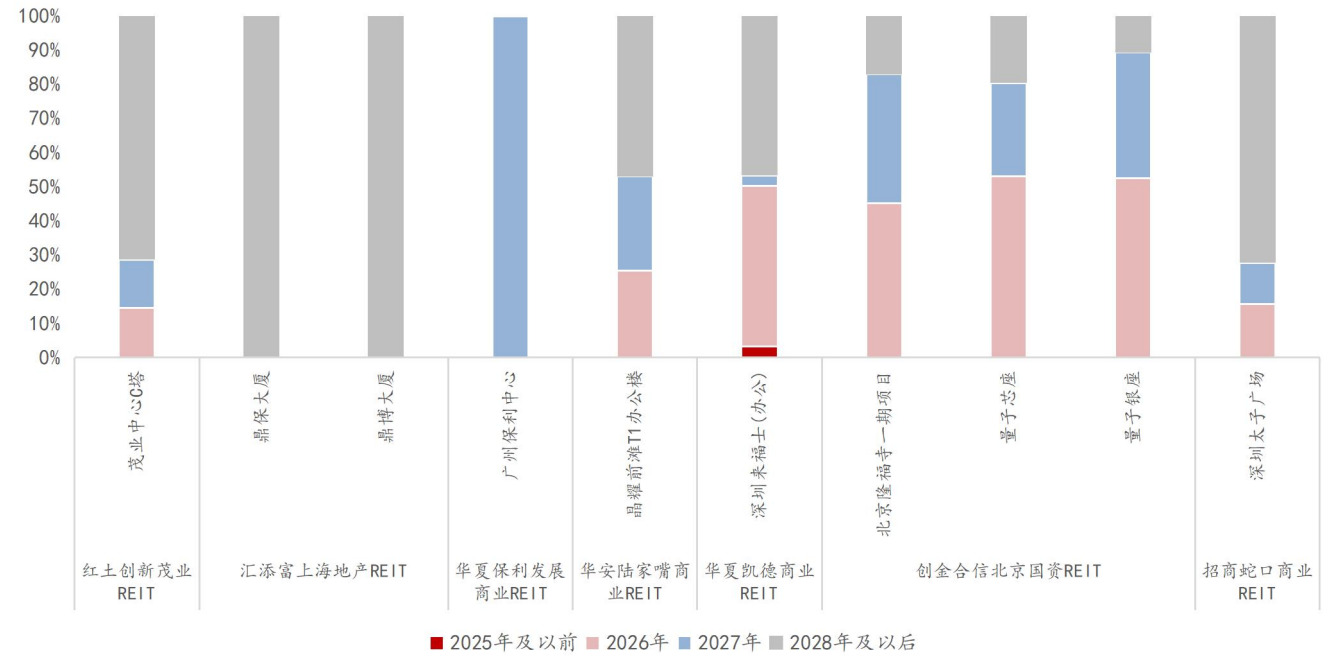


来源：招募说明书，中泰证券

写字楼 REITs 到期窗口整体集中在 2027—2028 年，但各项目节奏差异较大。汇添富上海地产 REIT 旗下鼎保大厦、鼎博大厦租约几乎全部落在 2028 年及以后，红土创新茂业 REIT 旗下茂业中心 C 塔、招商蛇口商业 REIT 旗下深圳太子广场中长期租约占比亦在七成左右，短期续租压力相对较低。相比之下，创金合信北京国资 REIT 旗下北京隆福寺一期、量子芯座、量子银座到期租约集中于 2026—2027 年，是近期续约压力相对集中的项目；华夏保利发展商业 REIT 旗下广州保利中心为单一整租合同，2027 年到期，续租或换租结果对项目现金流影响较大，需重点关注其后续租约安排。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 37：写字楼项目租约期限统计



来源：招募说明书，中泰证券

2.3.5 租户集中度：零售分散抗风险，办公依赖头部租户

底层资产租户集中度与业态高度相关：零售类 REITs 租户多且分散，办公类 REITs 租户相对少且集中度较高。商业零售类项目租户数量普遍较多、集中度较低，城市级购物中心及奥特莱斯类项目租户数量庞大，现金流分散性良好，抗风险能力较强，仅部分项目存在重要主力租户，租赁面积占比较大，需关注其长期租约稳定性；社区商业类项目因体量较小，对主力租户依赖度较高。办公类资产租户数量有限，部分项目集中度普遍较高，如汇添富上海地产 REIT 及华夏保利发展商业 REIT，现金流对个别租户依赖度较高，其经营稳定性与续租能力对项目影响较大。相比之下，创金合信北京国资 REIT 项目依托产业园区多租户结构，集中风险相对可控。

图表 38：商业零售及写字楼 REITs 租户集中度情况

类型	REITs 名称	底层资产	租户数量（2025 年末）	前十大租户收入占比
商业零售	国泰海通砂之船商业不动产 REIT	砂之船（西安）奥特莱斯项目	307	21.17%
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(购物中心)	216	14.41%
		绵阳凯德广场	267	19.27%
	华夏银泰百货商业不动产 REIT	合肥银泰中心一期	269	14.12%
		合肥银泰中心二期	155	
	光大保德信光大安石商业不动产 REIT	上海静安大融城	279	22.00%
		广东江门大融城	207	21.79%
	中信建投首农食品集团商业不动产 REIT	龙德广场	241	-

仅供内部参考，请勿外传！

	华夏保利发展商业不动产 REIT	佛山保利水城时光汇	203	23.25%
	中金唯品会商业不动产 REIT	郑州杉杉奥特莱斯	261	21.76%
		哈尔滨杉杉奥特莱斯	214	21.10%
	国泰海通崇邦商业不动产 REIT	嘉亭荟城市生活广场一期项目	128	26.81%
	嘉实首开商业不动产 REIT	宋家庄福茂项目	63	43.01%
		华侨村商街项目	9	100.00%
		璞瑆商街项目	15	93.82%
	广发新城吾悦商业 REIT	常州天宁吾悦广场项目	235	14.52%
		南通启东吾悦广场项目	180	14.38%
	红土创新星河商业 REIT	龙岗星河 COCOPark	142	27.30%
	华夏华润置地商业 REIT	南通万象城	353	20.46%
		临沂万象汇	240	20.82%
	华夏大悦城 REIT	天津大悦城	455	11.01%
	华安中电浦软 REIT	汇智国际商业中心	90	27.58%
	招商蛇口商业 REIT	昆山招商花园城	249	13.33%
	中金中国绿发商业 REIT	贵和购物中心	136	49.20%
	华泰紫金金鹰 REIT	金鹰湖滨天地一期奥莱、二期购物中心	500	9.99%
写字楼	华安陆家嘴商业不动产 REIT	晶耀前滩 T1 办公楼项目以及相关车位	15	29.03%
	华夏保利发展商业 REIT	广州保利中心	1	100.00%
	华夏凯德商业不动产 REIT	深圳来福士(办公)	19	31.68%
	汇添富上海地产商业不动产 REIT	鼎保大厦	5	92.86%
		鼎博大厦	5	43.30%
	创金合信北京国资商业 REIT	北京隆福寺一期项目	39	15.99%
		集智未来项目	113	9.13%
	红土创新茂业商业 REIT	茂业中心 C 塔	44	23.64%
	招商蛇口商业 REIT	深圳太子广场	42	69.65%

数据来源：招募说明书，中泰证券

注：#号为十大租户租赁面积占比；*号为最大租户租赁面积占比

三、商业不动产 REITs 分析框架：构建宏观、资产与估值全面评价体系

采用“宏观-中观-微观”三位一体的分析方法，覆盖从外部环境、资产本身到产品细节的全链条。商业 REITs 市场已从试点进入常态化落地阶段，对投资者而言，理解其市场定位与行业趋势是构建有效投资策略的基础。在此基础上，我们构建了一个多层次、系统化的商业 REITs 分析框架，用于全面深入的评估。

仅供内部参考，请勿外传！

3.1 宏观层面：周期性与政策环境

商业 REITs 资产根植于实体经济，其运营受到宏观环境的深刻影响。

（1）经济周期与消费波动

宏观经济的景气度直接影响居民的可支配收入、消费信心和消费行为，从而对商业地产的客流量、销售额以及最终的租金收入产生影响。

（2）货币政策与利率环境

利率是影响 REITs 估值的重要变量。REITs 作为介于股债之间的产品，其分派率与无风险利率之间存在比价关系：市场利率上行时，REITs 相对吸引力下降，二级市场价格可能承压，反之亦然。此外，利率水平也直接影响 REITs 的融资成本。

（3）产业政策与监管导向

促进消费、城市更新、区域发展等相关政策，均会对商业 REITs 的底层资产价值产生影响。例如，特定商圈提质升级计划、发放消费券等短期刺激措施，以及鼓励首店经济、夜间经济等新消费模式的政策，都可能为相关区域商业地产带来增量价值。

3.2 中观层面：底层资产运营质量

底层资产是 REITs 价值的基石，其运营质量评估是投资决策中最为关键的一环。

（1） 资产类型与区位价值

区位：位于一线城市或强二线城市核心商圈的商业项目，通常拥有更庞大、更富裕的消费客群，更强的品牌吸引力和更高的租金承受能力，此类资产在抵御市场风险和实现长期增值方面具有天然优势。

资产类型：不同商业业态的风险收益特征各异。城市级购物中心通常业态丰富，能满足一站式消费需求，但投资体量大，对运营能力要求极高；社区商业贴近居民日常生活，需求刚性，现金流稳定；奥特莱斯凭独特商业模式，在特定市场环境下表现突出。

（2）运营效率核心指标

出租率：这是最基础也是最重要的指标之一，直接反映了资产的市场吸引力和管理团队的招商能力。持续维持高位的出租率是稳定租金收入的保障。

租金收入与坪效：总租金收入是 REITs 最主要的收入来源；坪效（每平方米面积产生的销售额或租金）衡量空间利用效率与创收能力。投资者应关注租金增长源于存量租户的租金递增，还是新签租约的租金提升。

净运营收入（NOI）：NOI 等于物业总收入减去不含折旧、利息及所得税的运营总支出。它剔除了融资与税务结构的影响，是衡量物业自身盈利能力的核心指标，其稳健增长是 REITs 可供分配金额持续增长的根本动力。

（3）租户结构稳定性与租约情况

租户多元化：理想的租户组合应在业态和品牌上实现多元化，避免对单一租户或单一行业的过度依赖。例如，购物中心业态应均衡配置零售、餐饮、娱乐、服务等，既满足不同客群需求，又分散风险。主力店虽能吸引客流，但议价能力较强，需权衡其利弊。

租户质量：租户的品牌知名度、信用状况和财务实力至关重要。拥有较多国际知名品牌、连锁品牌或行业龙头企业的商业项目，其租金收入的可靠性更高。

仅供内部参考，请勿外传！

租约组合管理：租约到期时间管理是运营管理的核心环节。投资者应关注“租约到期分布”，即未来几年内到期租约的面积占比；平滑的到期分布可避免特定时点面临集中续租的较大压力与市场风险。市场租金上行时，较短租期有利于更快重签租约以提升租金；市场下行时，较长租期则能锁定稳定现金流。

（4）租金调整机制与抗通胀能力

租金增长机制：商场租金机制可分为固定租金、抽成租金、两者取高三类，核心差异在于风险分担与增长弹性。

A．固定租金：收入确定性强，适合主力店、超市等稳定租户，但缺乏向上弹性，无法分享销售增长红利；

B．抽成租金（营业额分成）：与租户共担风险、共享增长，运营方激励较强，但收入波动大，对商场运营能力要求高；

C．两者取高：保底+分成的混合模式，兼顾稳定性与弹性，是当前优质购物中心的主流模式，既锁定底线收益，又能获取销售超预期时的增量。

保障分派率稳定性：设计良好的租金调整机制是保障分派率稳定乃至增长的核心。即使在宏观通胀环境下，租金收入随之提升，REITs 的 NOI 亦能保持增长，从而支撑更高分派金额，维持分派率相对稳定。

（5）管理人能力与治理结构

资产提升与改造能力：优秀的运营管理团队能够通过精细化运营管理、积极的租户关系维护、前瞻性的市场定位调整和有效的成本控制，提升资产内生增长动力。例如，通过对物业进行翻新、改造和业态升级，以适应不断变化的消费趋势，提升资产吸引力与租金坪效。

资本运作与扩募能力：成功的 REITs 平台需要通过不断扩募实现外延式增长，这考验管理人筛选优质项目、进行合理定价与交易以及有效整合新收购资产的能力。

利益一致性：投资者应关注 REITs 的治理结构，确保管理人与投资者的利益保持一致，例如通过合理的费用结构和与业绩挂钩的激励机制。

3.3 微观层面：财务情况与估值水平

在完成对宏观环境和中观资产的分析后，需要落脚到 REITs 产品本身的财务和估值层面。

（1）现金流指标：

收入：反映 REITs 可分配资金的规模，其持续增长是分红可持续性的最有力证明。

EBITDA：剥离折旧摊销等非现金项目干扰，衡量项目将账面营收转化为核心经营现金流的真实水平，并反映运营成本管控能力。

可供分配金额：国内 REITs 信息披露体系下的核心概念，也是核心现金流指标，本质是基金层面可实际向投资者分配的资金。

杠杆与偿债能力指标：衡量 REITs 债务水平。根据现行监管规定，公募 REITs 总资产不得超过基金净资产的 140%，即隐含资产负债率上限约 28.57%。目前不少 REITs 通过设置杠杆提高分派水平。

（2）估值方法与模型

对商业 REITs 进行合理估值，是判断其投资价值和买卖时点的关键。

A．绝对估值

仅供内部参考，请勿外传！

收益法：现金流折现法（DCF）为收益法下的核心模型，其基本逻辑是预测资产未来特定时期内的净现金流（NCF），并以合适的折现率（r）折算至当前时点，得到资产内在价值。

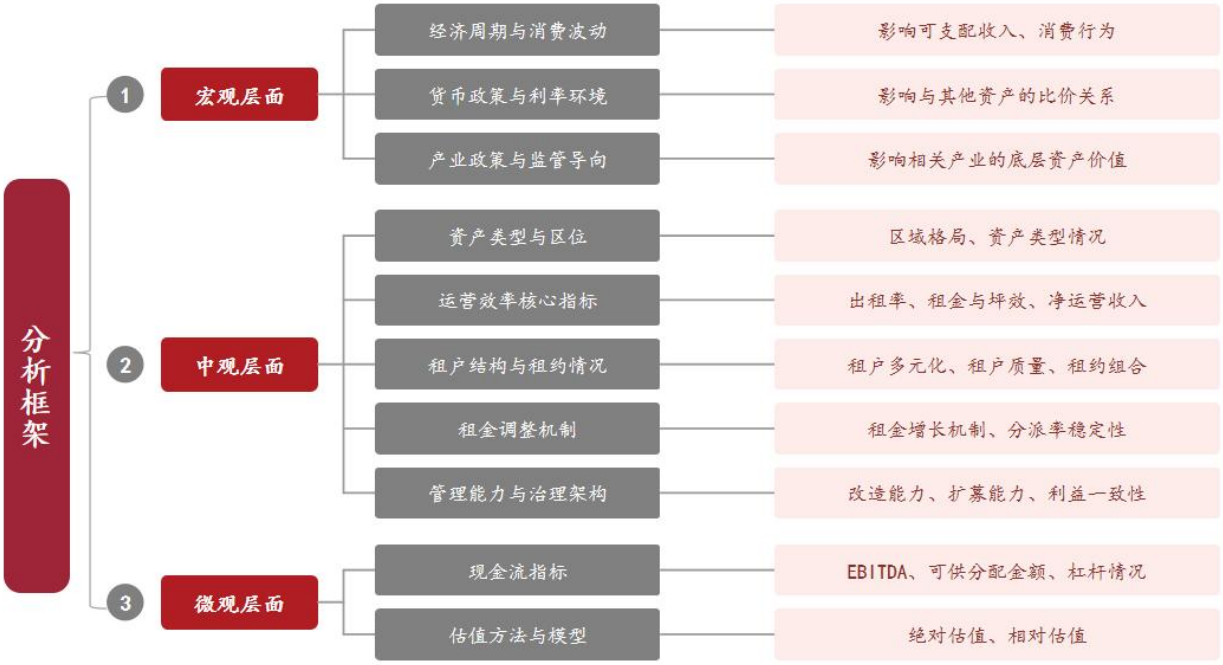
IRR：将资产未来存续期内的预计现金流（包括每年分派与期末资产处置价值）折现、使净现值为零时所对应的折现率，反映年化复利回报水平，是从项目基本面出发“自下而上”测算内在回报的核心指标。

B.相对估值

分派率：以每年可供分配金额除以市值得到的类“股息率”指标，衡量单位投入所能获得的现金回报水平。从一年以内的短期投资视角看，分派率是最直观的收益标尺，也是市场定价的主要锚点。

价格/每股净资产值（P/NAV）：NAV 是评估机构对 REITs 持有物业市场价值的估计，P/NAV 比率反映市场价格相对内在资产价值处于折价还是溢价水平。

图表 39：商业 REITs 分析框架图



来源：招募说明书，中泰证券

四、风险提示

二级市场价格大幅波动风险：当前市场体量尚小，投资人类型与策略相对单一、投资行为趋同，价格易出现非理性大幅波动。

相关支持政策调整风险：市场发展时间较短，REITs 立法、税收、信息披露、投资等多项制度尚待建立及完善，若相关政策出台不及预期，可能影响市场整体发展。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。