下载日志已记录，仅供内部参考

零售商业 REITs 分析框架

证券研究报告
2026 年 10 月 27 日

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

肖峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040003
xiaofeng@tfzq.com

REITs 分析框架系列

政策扩围拓宽发行渠道，存量竞争凸显商业资产的运营能力。消费基础设施 REITs 与商业不动产 REITs 形成并行发展格局，购物中心、奥特莱斯等资产的权益融资渠道进一步拓宽。2025 年全国购物中心新开 351 座，较上年减少 80 座，场均日客流同比增长 2.1%。新增供给放缓、客流温和修复与品牌调整加快并行，空间改造、业态更新和精细化运营成为商业资产经营增长的重要来源。

零售商业 REITs 的投资分析应贯通资产禀赋、租赁运营、盈利及现金分配。区位、商圈与业态配置构成经营基础，商户销售、客流和租赁表现反映运营状况，项目公司 EBITDA 与基金可供分配金额分别体现盈利能力和现金分配水平。在此基础上，结合现金收益估值、账面净值折溢价及发行时资产评估增值率，分析城市级购物中心、区域级购物中心、奥特莱斯和社区商业四类资产的投资特征。

城市级购物中心通过品牌升级实现经营增长，区域级购物中心围绕存量资产提效展开。2026 年二季度，华夏华润消费 REIT 期末出租率为 99.08%，月平均租金同比增长 6.25%，项目公司 EBITDA 同比增长 13.02%，体现成熟项目在高出租率基础上的增长能力。区域级购物中心中，华夏金茂消费 REIT 同期 EBITDA 同比增长 20.28%；华夏凯德消费 REIT 通过铺位重组和业态调整提升局部区域租金收益，中金中国绿发消费 REIT 围绕主力店更新推进经营修复，盈利改善与调改增效构成主要投资主线。

奥特莱斯零售主导特征鲜明，联营及抽成模式赋予经营收益销售弹性。品牌更新、折扣管理与节庆促销是运营重点，商户销售通过联营分成及抽成租金传导至项目收入，带动盈利随销售淡旺季波动。2026 年二季度，中金唯品会奥莱 REIT 联营收入占比为 73.71%，EBITDA 利润率为 72.62%。奥莱的投资看点集中于品牌运营与销售转化，经营效率和营销能力是收益增长的重要支撑。

社区商业以长租约支撑现金收益，投资价值侧重持续租金收入与当期分配。嘉实物美消费 REIT 以主力超市和生活配套为经营基础，2026 年二季度末四个项目的加权平均剩余租期介于 5.86—6.06 年；当季 EBITDA 利润率为 80.09%，可供分配金额同比增长 4.64%，年化现金流分派率为 5.03%，体现长租约基础上的现金收益特征。

估值分析兼顾现金收益与账面净值，品质成长、运营改善与现金分配形成不同投资逻辑。截至 2026 年 10 月 21 日，华夏华润消费 REIT 的 P/FFO（TTM）为 25.49 倍，华夏凯德消费 REIT 的 P/NAV 为 0.93 倍，华夏首创奥莱 REIT 的 P/NAV 为 1.69 倍，嘉实物美消费 REIT 的 P/FFO（TTM）为 18.14 倍。个券投资观察重点分别为华润成熟资产的租金增长空间、凯德存量空间的运营提效、首创奥莱商户销售向项目收益的转化，以及物美长租约支撑下的现金分配稳定性。

风险提示：消费及资产运营不及预期；政策及发行扩募进度不及预期；二级市场波动；数据手工统计偏差。

相关报告

1 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2026-10-26

2 《投资策略：A 股策略周报-静待五中全会》 2026-10-25

3 《投资策略：持续加强稳市机制建设-政策与大类资产配置周观察》 2026-10-21

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 政策持续扩围，零售商业资产发行渠道进一步拓宽 4
2. 购物中心进入存量竞争阶段，客流温和修复、业态加快调整 4
3. 零售商业 REITs 分析框架 6
3.1. 资产禀赋 7
3.1.1. 绝对区位：城市板块与交通条件构成资产经营基础 7
3.1.2. 相对区位：城市级购物中心与奥莱辐射较广，社区商业服务周边客群 9
3.1.3. 业态配置：购物中心组合多元，奥特莱斯零售主导特征突出 12
3.2. 租赁与运营 13
3.2.1. 商户经营：西溪印象城零售规模较大，宁波杉井销售坪效突出 13
3.2.2. 租赁表现：成熟购物中心租金增长，奥莱租金坪效呈季节性波动 14
3.2.3. 剩余租期：社区商业租约期限较长，购物中心与奥莱项目有所分化 15
3.2.4. 运营策略：购物中心推进招商调改，奥莱强化品牌与促销管理 15
3.3. 财务转化 17
3.3.1. 项目营收：购物中心及社区商业以租金为基础，奥莱联营贡献突出 17
3.3.2. 项目成本：华润与印力运营成本率下降，首创财务费用上升 18
3.3.3. EBITDA：城市级购物中心盈利同比增长，社区商业利润率较高 19
3.3.4. 可供分配金额：华润分配规模领先，物美年化分派率居前 20
3.4. 估值比较 21
4. 个券总结：购物中心聚焦运营提升，奥莱体现销售弹性，社区商业突出现金收益 25
5. 风险提示 33

图表目录

图 1：2025 年购物中心新增供给有所放缓 5
图 2：2025 年购物中心客流温和回升 5
图 3：重点购物中心空置率上升 6
图 4：重点购物中心门店调整加快 6
图 5：餐饮业态扩张，传统零售业态有所收缩 6
图 6：零售商业 REITs 分析框架 7
图 7：购物中心业态配置多元，奥特莱斯以零售为主（按商户数量） 13
图 8：多数购物中心出租率维持高位，奥莱租金坪效呈季节性波动 14
图 9：嘉实物美社区商业项目剩余租期较长，购物中心及奥莱项目均不足 4 年 15
图 10：购物中心及社区商业以租金收入为基础，奥莱联营特征突出（亿元） 18
图 11：折旧摊销及财务费用构成项目公司成本费用的主体（单位：亿元） 18
图 12：城市级购物中心 EBITDA 规模居前，社区商业利润率较高 19
图 13：华润可供分配金额规模领先，物美年化分派率居前 20
图 14：P/FFO：城市级购物中心与奥莱估值倍数较高，区域级购物中心分化，社区商业相对较低 21
图 15：P/NAV：城市级购物中心与社区商业溢价交易，区域级购物中心及奥莱内部分化 23

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：资产评估增值率：发行评估增值幅度分化，唯品会奥莱居前 24
图 17：城市级购物中心项目比较（华润、印力） 25
图 18：区域级购物中心项目比较（大悦城、金茂、中海） 26
图 19：区域级购物中心项目比较（百联、绿发、首农） 27
图 20：华夏凯德消费 REIT 底层项目比较 28
图 21：华夏首创奥莱 REIT 底层项目比较 29
图 22：奥特莱斯项目比较（宁波杉井、西安砂之船） 30
图 23：中金唯品会商业 REIT 底层项目比较 31
图 24：嘉实物美消费 REIT 底层项目比较 32

表 1：消费及商业不动产 REITs 政策扩围历程 4
表 2：购物中心主要经营模式 4
表 3：零售商业 REITs 底层资产区位、交通条件及项目概况 7
表 4：零售商业 REITs 底层项目商圈辐射、客群定位与竞争格局 10
表 5：商业项目销售规模与单位面积经营表现分化 14
表 6：购物中心推进品牌调改，奥莱强化促销运营，社区商业优化租户管理 16

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 政策持续扩围，零售商业资产发行渠道进一步拓宽

消费基础设施 REITs 与商业不动产 REITs 先后落地，政策支持范围不断扩围。2023 年 3 月，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，首次明确将公募 REITs 试点范围拓展至消费基础设施，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场及社区商业等项目；同年 10 月，证监会发布《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）〉第五十条的决定》，从制度层面正式将消费基础设施纳入基础设施 REITs 资产范围。2025 年 11 月，国家发展改革委印发《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》，进一步将商业街区、专业市场以及多业态商业综合体等纳入可申报范围。2025 年 12 月，证监会发布《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》，为商业综合体、商业零售、写字楼和酒店等成熟经营性资产开辟了独立的公募 REITs 发行渠道。至此，消费基础设施 REITs 与商业不动产 REITs 形成并行发展的制度格局，购物中心、奥特莱斯等资产可根据原始权益人属性、申报路径及回收资金安排选择相应发行渠道，存量商业资产的权益融资和市场化退出空间得到进一步拓展。

表 1：消费及商业不动产 REITs 政策扩围历程

时间	政策文件	主要变化
2023 年 3 月	《关于进一步推进基础设施领域 REITs 常态化发行相关工作的通知》	首次明确将公募 REITs 拓展至消费基础设施
2023 年 10 月	《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）〉第五十条的决定》	正式把百货、购物中心、农贸市场等写入基础设施 REITs 范围
2025 年 11 月	《基础设施领域 REITs 项目行业范围清单（2025 年版）》	新增体育场馆、四星级及以上酒店项目，并明确支持商旅文体健等多业态融合的商业综合体项目
2025 年 12 月	《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》	单独开辟商业不动产 REITs 通道，覆盖商业零售、综合体、写字楼和酒店等

资料来源：证监会，天风证券研究所

从经营模式上看，购物中心的主要收入方式包括租赁模式和联营模式。租赁模式可进一步分为纯固定租金、固定租金与抽成租金取高以及纯抽成租金：纯固定租金按照出租面积和约定租金单价计算，具有较强的稳定性；固定租金与抽成租金取高模式设置保底租金，并在商户销售表现较好时按照销售额的一定比例收取租金，兼具下行保护和增长弹性；纯抽成租金则完全根据商户销售额和合同抽成比例计算。联营模式下，商户销售款通常统一进入项目公司账户，项目公司按照约定扣点率确认联营收入，再将剩余款项结算给商户。普通购物中心通常以租赁模式为主，并根据商户类型搭配不同租金安排；奥特莱斯则大多以联营模式为主，其收入与项目销售额的关联程度也相对更高。

表 2：购物中心主要经营模式

收入模式	计算方式	主要特点
联营模式	商户销售额 × 合同扣点率	销售款通常先进入项目公司账户，项目公司扣除约定分成后再向商户结算；收入与销售额直接挂钩
纯固定租金	出租面积 × 租金单价	收入稳定、可预测，但分享商户销售增长的能力较弱
固定租金与抽成租金取高	Max（保底租金，销售额 × 抽成率）	既有保底收入，又能分享销售增长，是稳定性与弹性兼顾的模式
纯抽成租金	商户销售额 × 抽成率	没有保底租金，收入弹性较强，但受消费景气和商户经营波动影响较大

资料来源：华夏金茂消费封闭式基础设施证券投资基金公告，天风证券研究所

2. 购物中心进入存量竞争阶段，客流温和修复、业态加快调整

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年，我国购物中心行业进一步由增量扩张转向存量运营。据汇客云，全国现有购物中心 7,737 座，全年新开 351 座，较 2024 年减少 80 座，另有 107 座购物中心关闭。新开项目以中小型购物中心为主，并进一步向三线及以下城市下沉。**伴随新增供给放缓，行业竞争重点或逐渐由项目数量扩张转向存量项目的空间改造、业态调整和精细化运营。**

需求端呈现温和修复，项目之间仍有明显分化。2025 年全国购物中心场均日客流约 1.91 万人次，同比增长 2.1%，但超过六成购物中心的日均客流仍不足 2 万人次。消费者平均游逛时长增至 81 分钟，同比增加 6 分钟，而平均逛店数量基本维持在 3.1 家，表明消费者在线下空间的停留意愿有所增强，但客流向进店及消费行为的转化仍是购物中心运营的关键。

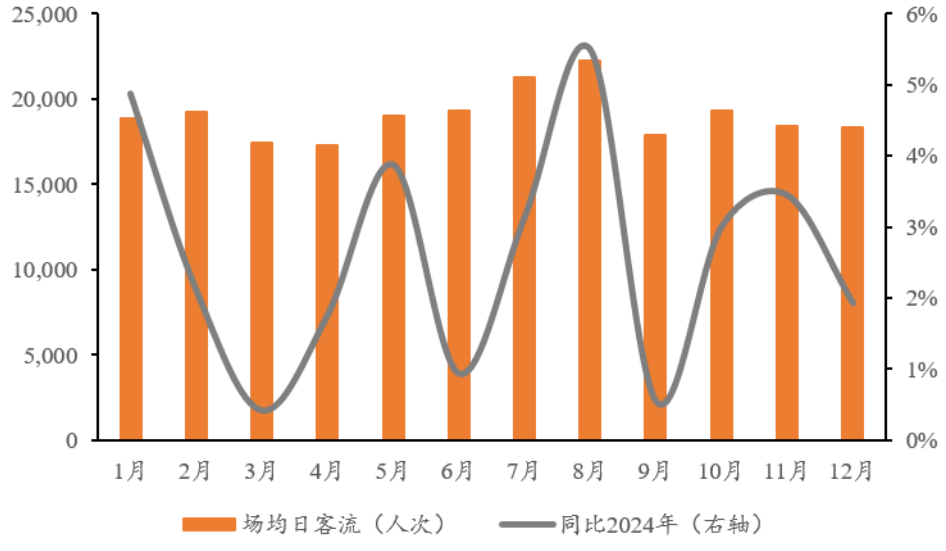
存量竞争加剧也推动购物中心加快品牌和业态调改。在近 1,800 家重点关注购物中心样本中，2025 年平均空置率为 9.8%，同比上升 0.9 个百分点，门店平均开关店比为 0.93，约 22%的门店被替换或关闭。从业态结构看，零售门店占比下降至 58.34%，其中服饰占比下降至 38.1%；餐饮整体开关店比达到 1.06，高于零售业态的 0.85，咖啡茶饮、烘焙食品、数码电器及部分服务业态保持扩张。**购物中心正由传统商品零售场所进一步向餐饮、社交和体验消费空间转变，资产价值也愈发取决于运营方的招商调改能力以及客流向销售额和租金收入的转化效率。**

图 1：2025 年购物中心新增供给有所放缓



资料来源：汇客云&赛商，天风证券研究所

图 2：2025 年购物中心客流温和回升

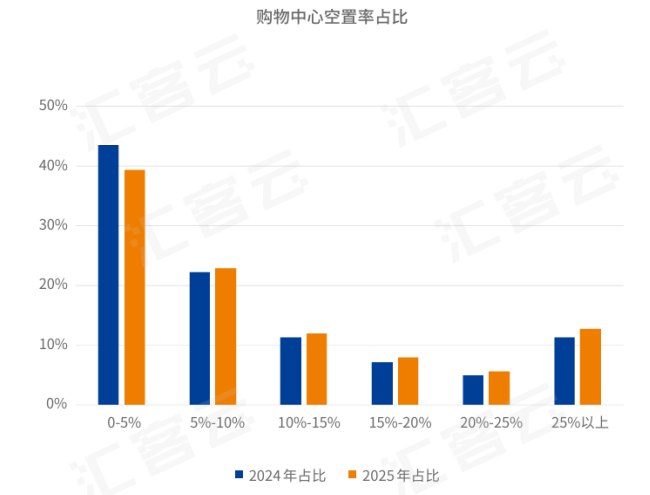


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

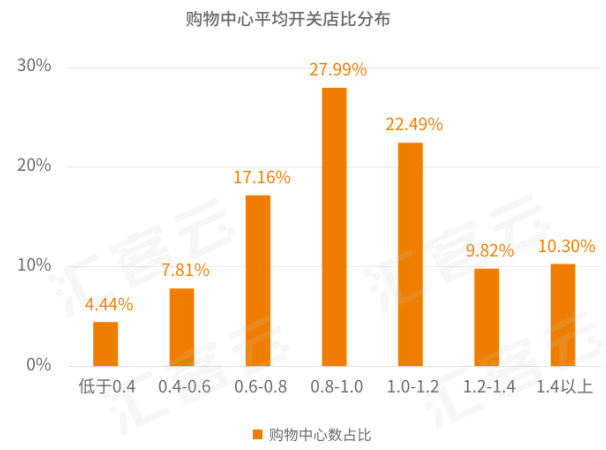
资料来源：汇客云&赛商，天风证券研究所

图 3：重点购物中心空置率上升



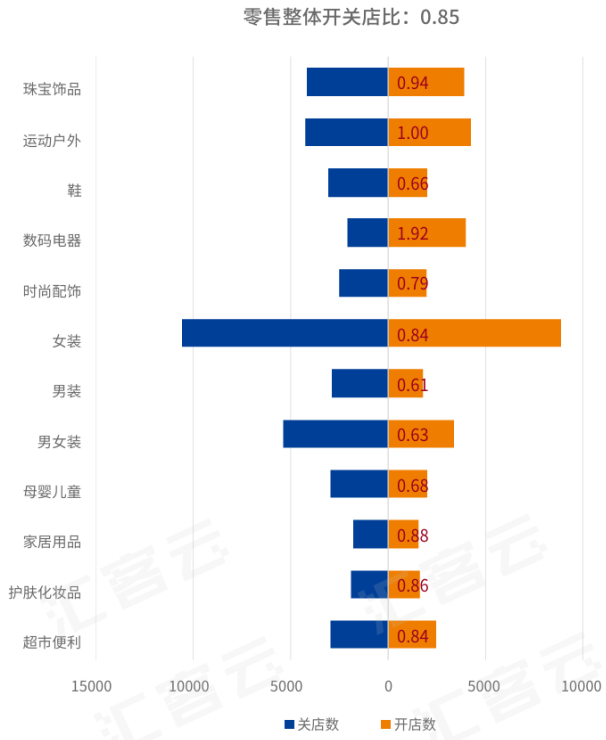
资料来源：汇客云&赛商，天风证券研究所

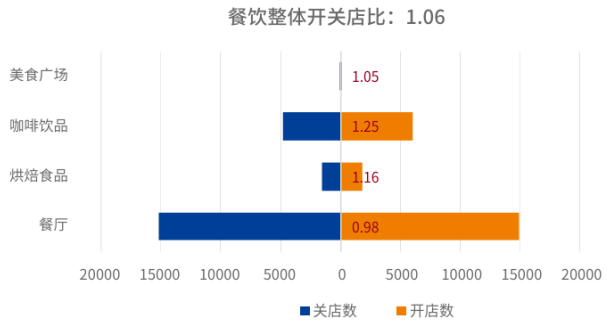
图 4：重点购物中心门店调整加快

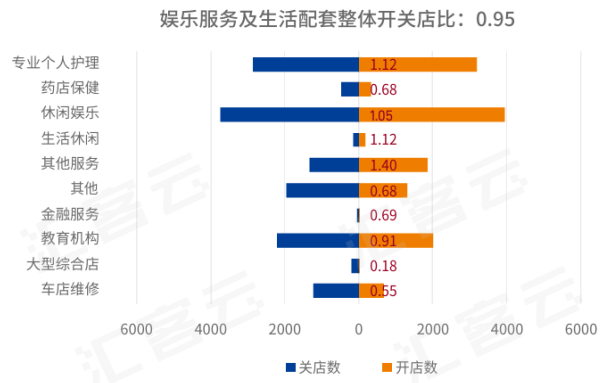


资料来源：汇客云&赛商，天风证券研究所

图 5：餐饮业态扩张，传统零售业态有所收缩







注：开关店比 = 开店数 / 关店数

资料来源：汇客云&赛商，天风证券研究所

3. 零售商业 REITs 分析框架

我们认为，零售商业 REITs 的投资价值既取决于底层资产的经营基础，也取决于持续运营及现金分配能力。区位、商圈和业态配置构成经营基础，商户销售、客流及租赁表现反映运营状况，收入与成本共同影响项目盈利及基金可供分配金额。城市级购物中心、区域级购物中心、奥特莱斯和社区商业的经营特点有所不同，以下按四类资产展开比较。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析框架包括资产禀赋、租赁与运营、财务转化和估值比较四个维度。资产禀赋考察绝对区位、相对区位及业态配置；租赁与运营结合零售额、销售坪效、客流密度、出租率、租金坪效和加权平均剩余租期，分析经营表现及运营策略的执行情况；财务转化从项目营收与成本出发，考察项目公司 EBITDA 及利润率，并进一步分析基金可供分配金额与年化现金流分派率；估值比较采用 P/FFO（TTM）、P/NAV 及发行时资产评估增值率，分别从现金分配、基金账面净值及底层资产评估三个角度展开。

图 6：零售商业 REITs 分析框架



资料来源：天风证券研究所

3.1. 资产禀赋

3.1.1. 绝对区位：城市板块与交通条件构成资产经营基础

城市、板块与交通条件构成商业资产的区位基础，项目体量及开业时间则反映其空间承载能力和运营阶段。所在城市及板块提供消费与商业发展的背景，轨道接驳和道路通达性影响消费者到访的便利程度。购物中心、奥特莱斯和社区商业的服务范围不同，对交通条件的依赖也有所区别，因此需结合商业类型比较区位条件，并以可租赁面积（GLA）和开业时间补充资产的基础特征。

成熟商业板块与轨道接驳，是部分购物中心资产较为突出的区位特征。华夏华润消费 REIT 的青岛万象城位于香港中路商圈，为地铁 2 号线、3 号线五四广场站双地铁上盖项目；华安百联消费 REIT 的百联又一城位于上海五角场城市副中心，连接地铁 10 号线，两者均兼具商业集聚与轨道通达条件。华夏凯德消费 REIT 的两个项目则分处不同板块：长沙雨花亭位于成熟的东塘商圈，广州云尚位于白云新城，连接白云公园站，并邻近儿童公园与市政公园。

社区商业嵌入成熟居住片区，奥特莱斯的交通条件则体现出道路与轨道接驳的差异。嘉实物美消费 REIT 旗下四个项目均位于北京，分别布局青塔—郑常庄、方庄、小马厂及安德路等成熟片区。中金唯品会奥莱 REIT 的宁波杉井奥特莱斯位于宁波城西，邻近高速道路出口；国泰海通砂之船商业 REIT 的西安项目除道路交通外，还通过商场地上二层与地铁 3 号线务庄站直接接驳，具备自驾和轨道交通两类到访条件。

表 3：零售商业 REITs 底层资产区位、交通条件及项目概况

代码	证券简称	城市	产品	地铁线路	开业时间	GLA（平）	商业业态	定位
508082	中金唯品会奥莱 REIT	宁波	宁波杉井奥特莱斯（一期、三期、四	5 号线布政站约 3km；6 号线春华路站约 1km（规划）。	一期：2011 年 9 月三期：2016 年 11 月四期：2020	50,914.95	奥特莱斯	品牌折扣零售为主，辅以餐饮、休闲购物。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

			期）		年 4 月			
508005	华夏首创奥莱 REIT	济南	济南首创奥莱	2 号线彭家庄站约 2km；4 号线唐冶站约 400m（规划/在建）。	2019/1/18	51,609.87	奥特莱斯	名品、折扣、休闲相结合，面向家庭及中产客群。
		武汉	武汉首创奥莱	11 号线光谷同济医院站直线约 1km；2 号线黄龙山路站约 3km。	2018/4/29	47,208.52	奥特莱斯	家庭体验式、城市微度假的精品奥莱，名品折扣与休闲结合。
508011	嘉实物美消费 REIT	北京	物美大成项目	1 号线五棵松站约 2.3km。	2012/6/19	29,043.40	社区商业	社区日常消费，物美与麦德龙主力店，配套生活服务。
		北京	物美玉蜓桥项目	5 号线、14 号线蒲黄榆站。	2005/8/9	24,840.41	社区商业	物美超市主力店，配套餐饮与社区生活服务。
		北京	物美华天项目	1 号线木樨地站约 1.5km；7 号线、16 号线达官营站约 1.6km。	2005/5/18	15,280.73	社区商业	社区超市、餐饮及日常生活配套。
		北京	物美德胜门项目	8 号线安德里北街站约 1.4km。	2003/10/29	8,729.74	社区商业	社区民生超市及配套外租商户。
180603	华夏大悦城消费 REIT	成都	成都大悦城	3 号线川藏立交站 D 口直线约 500m，步行约 9 分钟。	2015 年 12 月	85,251.35	购物中心	年轻、时尚、潮流、品位，体验游憩式潮玩购物公园。
180601	华夏华润消费 REIT	青岛	青岛万象城（一期、二期）	2 号线、3 号线五四广场站。	一期：2015 年 二期：2021 年	139,789.00	购物中心	城市级综合购物中心，兼顾购物、餐饮及休闲体验。
508017	华夏金茂消费 REIT	长沙	长沙览秀城	2 号线文化艺术中心站 2 号口。	2016 年 11 月	60,938.42	购物中心	面向品质家庭与时尚客群的一站式购物公园。
508091	华夏凯德消费 REIT	长沙	凯德广场·雨花亭	1 号线涂家冲站约 1km；4 号线砂子塘站约 800m；7 号线雨花亭	2005 年 11 月	43,216.26	购物中心	社区型购物中心，面向周边亲子家庭的南城一站式生活空间。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

		广州	凯德广场·云尚	站（在建）。2 号线白云公园站 A 口。	2015 年 12 月	44,433.61	购物中心	双园环绕的都市时尚健康生活空间，覆盖商务、年轻及家庭客群。
180607	华夏中海消费 REIT	佛山	佛山映月湖环宇城	南海新交通 1 号线康怡公园站（有轨电车）。	2014 年 5 月	69,721.90	购物中心	以家庭、亲子客群为核心的欢聚型购物中心。
180602	中金印力消费 REIT	杭州	杭州西溪印象城（A、B 馆）	3 号线洪园站。	A 馆：2013 年 5 月 B 馆：2019 年 5 月	99,896.24	购物中心	面向家庭及城市青年的城市级购物中心。
508002	华安百联消费 REIT	上海	上海又一城购物中心（百联又一城）	10 号线。	2007 年 1 月	56,005.50	购物中心	品质家庭型购物中心，中产家庭为核心客群，白领及学生为次核心客群。
180606	中金中国绿发消费 REIT	济南	领秀城贵和购物中心	—	2014/12/28	84,686.85	购物中心	全景式家庭购物中心，集购物、体验、体育、休闲及生活服务于一体。
508603	中金唯品会商业 REIT	郑州	郑州杉杉奥特莱斯（一期、二期、三期）	8 号线二期东延（规划/在建）。	首次开业：2016 年 9 月	59,393.85	奥特莱斯	“奥莱+”品牌折扣，结合娱乐体验、家庭互动及餐饮休闲。
		哈尔滨	哈尔滨杉杉奥特莱斯	2 号线江北大学城站附近。	2015 年 9 月	62,768.08	奥特莱斯	“奥莱+”品牌折扣，结合娱乐体验、家庭互动及餐饮休闲。
508602	国泰海通砂之船商业 REIT	西安	砂之船（西安）奥特莱斯（一期 A、B 区）	3 号线务庄站 B1/B2 出入口。	2017 年 9 月	78,423.37	奥特莱斯	艺术商业与超级奥莱结合，强调高性价比品质消费及本地文化体验。
508601	中信建投首农商业 REIT	北京	龙德广场	—	2008/7/19	151,761.81	购物中心	服务家庭及周边生活需求的一站式大型购物中心，涵盖餐饮、娱乐等。

资料来源：各基金公告，天风证券研究所

3.1.2. 相对区位：城市级购物中心与奥莱辐射较广，社区商业服务周边客群

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

相对区位着重判断项目能够覆盖的消费需求，以及所在商圈的竞争格局。商圈辐射范围、客群特征用于识别需求来源，竞品距离、定位及业态则用于比较项目之间的客源重叠与经营差异。相较于绝对区位所描述的地理和交通条件，相对区位进一步明确项目在周边商业体系中的位置。

城市级购物中心覆盖更广泛客源，区域级购物中心则围绕特定片区和客群形成经营定位。以华夏华润消费 REIT 的青岛万象城为例，项目辐射青岛全市并承接旅游消费，所在香港中路商圈内另有海信广场、永旺东部及海天 Mall 等商业，多种商业形态共同构成竞争供给。区域级购物中心中，华夏中海消费 REIT 的映月湖环宇城定位为“区域型家庭亲子欢聚场”，以周边 3—5 公里的品质家庭为目标客群；距其约 3.3 公里的千灯湖环宇城定位城市级高端轻奢潮流购物中心，约 3.4 公里外的南海万科广场侧重年轻潮流、社交与夜间经济，项目之间存在定位差异。

奥特莱斯的客源与竞争范围跨越片区，社区商业则围绕邻近居民及同业门店展开竞争。以华夏首创奥莱 REIT 的济南首创奥莱为例，项目主要面向中产及家庭客群，辐射周边约 30—40 公里，节假日可延伸至德州、泰安、淄博等城市；招募说明书列示的两处可比竞品与项目直线距离分别约 30 公里和 5.7 公里。嘉实物美消费 REIT 的大成项目则位于成熟社区及写字楼周边，主力租户包括物美超市和麦德龙，周边 3 公里内分布盒马鲜生、永辉、沃尔玛等大型连锁超市，竞争关系主要体现为邻近生活圈内的同业供给。

表 4：零售商业 REITs 底层项目商圈辐射、客群定位与竞争格局

代码	证券简称	产品	资产概况	商圈分析
508082	中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥特莱斯（一期、三期、四期）	宁波	奥特莱斯 城西集士港板块，品牌折扣零售与餐饮休闲相结合。	商圈与客群：位于宁波城西商圈；招募描述项目对宁波下辖县级市及周边城市目标客群具有吸引力。 竞争与差异：城西商圈列有海曙印象城、高桥恒一广场；同类竞品前湾盛世里文旅·奥莱位于慈溪，驾车距离约 80 公里，主要服务慈溪本地客群。
508005	华夏首创奥莱 REIT	济南首创奥莱	济南	奥特莱斯 唐冶片区，面向家庭的品牌折扣与休闲消费项目。	商圈与客群：客群主要为 20—50 岁的中产及家庭客群，辐射周边约 30—40 公里，节假日可延伸至德州、泰安、淄博等周边城市。 竞争与差异：招募列示济南竞争性物业 1、2，分别位于济南市西北方向和项目东侧，与项目直线距离约 30 公里、5.7 公里。
		武汉首创奥莱	武汉	奥特莱斯 光谷片区，品牌折扣与家庭休闲体验相结合。	商圈与客群：主要客源为东湖高新区、洪山、江夏及部分武昌的时尚白领、家庭型消费客群及有车一族，辐射约 25 公里，节假日可延伸至黄冈、黄石。 竞争与差异：长江以南两处竞品，与项目直线距离均在 20 公里以内；长江以北的竞争性物业 1 与项目直线距离超过 30 公里。
508011	嘉实物美消费 REIT	物美大成项目	北京	社区商业 西四环青塔—郑常庄片区，物美、麦德龙与餐饮配套。	商圈与周边：位于西四环青塔、郑常庄片区，周边有成熟社区及写字楼。 竞争与差异：周边 3 公里内有盒马鲜生、永辉、沃尔玛及超市发等；项目主力租户为物美超市和麦德龙。
			北京	社区商业 方庄商圈，蒲黄榆站上盖，超市与餐饮生活配套。	商圈与周边：位于方庄商圈、蒲黄榆地铁站上盖，周边分布住宅小区及写字楼。 竞争与差异：周边 3 公里内有七鲜、盒马鲜生、华联及其他物美门店；项目二、三层主力租户为物美超市，一层有餐饮小吃。
			北京	社区商业 小马厂—西客站片区，物美	商圈与周边：位于莲花池东路小马厂，邻近西客站及居民社区。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

			超市与餐饮组合。	竞争与差异：周边 3 公里内有超市发、永辉、盒马鲜生及华联等；项目二层为物美超市，地下一层为美食街。
			北京	社区商业 北二环安德路片区，美廉美超市与外租配套商户。	商圈与周边：位于北二环安德路，属于社区商圈，邻近三所学校。 竞争与差异：周边 3 公里内有物美、永辉、盒马鲜生、华联及超市发等；项目配置美廉美品牌超市及外租商户。
180603	华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	成都	购物中心 双楠—紫荆商圈，公园式空间与体验型商业结合。	商圈与客群：主要为年轻家庭及新中产客群，核心覆盖周边 5 公里；核心客群板块为双楠、内光华、武侯科技园。 竞争与差异：周边 5 公里内有 6 个购物中心，项目具有创意独栋、户外主题广场及花园走廊退台。
180601	华夏华润消费 REIT	青岛万象城（一期、二期）	青岛	购物中心 香港中路商圈、五四广场站上盖，城市级综合商业。	商圈与客群：位于香港中路商圈，周边甲级写字楼和高端住宅聚集；项目辐射青岛全市，并承接旅游消费。 竞争与差异：香港中路商圈有海信广场、永旺东部、海天 Mall 等；可比物业分为城市级奢侈品百货和区域型购物中心，项目定位为城市级购物中心。
508017	华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城	长沙	购物中心 梅溪湖板块，湖区、文化设施与社区商业场景结合。	商圈与客群：主要为 26—40 岁的青中年人及家庭客群；招募列示的客群来源包括周边居民、高端产业人群和教育相关人群。 竞争与差异：周边有步步高梅溪新天地、华润欢乐颂 Outlets、弘坤花样汇及金星路步步高等竞品；项目连通地铁 2 号线文化艺术中心站。
508091	华夏凯德消费 REIT	凯德广场·雨花亭	长沙	购物中心 东塘成熟商圈，以周边家庭为主的社区型购物中心。	商圈与客群：主要服务周边社区居民，定位为家庭一站式生活空间；主要客群为周边亲子家庭及 26—38 岁追逐时尚和流行的人群。 竞争与差异：周边有友谊商城、叮叮 MALL 等，并注明调改或经营问题；项目配置美食广场、儿童教育及生活服务等业态。
		凯德广场·云尚	广州	购物中心 白云新城，双公园与白云公园站相邻的综合商业。	商圈与客群：位于白云新城 CBD 核心区，目标客群以白云区及周边区域的商务人士、年轻消费群体和家庭消费群体为主。 竞争与差异：同商圈代表性商业包括白云万达、5 号停机坪及绿地缤纷天地；项目邻近市级儿童公园、市政公园，并与地铁 2 号线白云公园站连通。
180607	华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	购物中心 禅桂商圈映月湖片区，家庭、亲子及生活消费定位。	商圈与客群：定位为区域型家庭亲子欢聚场，目标客群为周边 3—5 公里的品质家庭；核心商业辐射半径 3 公里，次级延伸至 5 公里。 竞争与差异：千灯湖环宇城、南海万科广场与项目直线距离约 3.3、3.4 公里，分别定位城市级高端轻奢潮流购物中心和年轻潮流标杆；另有南海万达、保利水城等。
180602	中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城（A、B 馆）	杭州	购物中心 大城西、西溪湿地南门，山姆主力店与家庭体验组合。	商圈与客群：面向家庭及城市青年，核心客群以中产家庭为主，包括周边社区家庭、科技人才、企业白领及小和山高教园区师生；项目亦吸引湿地游客到访。 竞争与差异：周边有龙湖西溪天街、城西银泰城等存

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

				量竞品；项目主力店包括山姆会员店。
508002	华安百联消费 REIT	上海又一城购物中心（百联又一城）	上海	购物中心 五角场城市副中心，面向品质家庭并覆盖白领、学生。	商圈与客群：定位为品质家庭型购物中心，目标核心客群为追求高品质生活的中产家庭，次核心客群为菁英白领及大学生。 竞争与差异：周边合生汇、五角场万达等可比项目，招商品牌重叠可能造成租户招商竞争和消费客群部分分流。
180606	中金中国绿发消费 REIT	领秀城贵和购物中心	济南	购物中心 二环南路商圈、鲁能领秀城片区，家庭型综合商业。	商圈与客群：位于鲁能领秀城，核心为家庭型客群，主要辐射周边社区居民；定位全能型生活广场，满足都市家庭消费、休闲及生活需求。 竞争与差异：中海环宇城与项目同属二环南路商圈，驾车距离约 4.3 公里；项目配置大型商超、中高端餐饮、影院及冰场等业态。
508603	中金唯品会商业 REIT	郑州杉杉奥特莱斯（一期、二期、三期）	郑州	奥特莱斯 郑开大道、中牟片区，面向郑州—开封的折扣目的地。	商圈与客群：位于郑州市东部中牟新区、郑开同城化核心区域，客源可辐射郑州主城区及开封等周边城市。 竞争与差异：杉杉二七、王府井、荥阳首创及新郑华盛四个存量竞品，与项目直线距离分别为 38、38、50、34 公里。
		哈尔滨杉杉奥特莱斯	哈尔滨	奥特莱斯 江北大学城周边，全封闭室内奥莱与家庭休闲组合。	商圈与客群：周边居民区密集，紧邻大学城，项目客群以居民和学生为主。 竞争与差异：枫叶小镇奥莱距项目约 20 分钟车程，采用半开放式小镇形态；哈尔滨杉杉采用全封闭建筑结构，并配置餐饮、娱乐、儿童、超市及影院等业态。
508602	国泰海通砂之船商业 REIT	砂之船（西安）奥特莱斯（一期 A、B 区）	西安	奥特莱斯 浐灞国际港，务庄站接驳，折扣购物与休闲体验结合。	商圈与客群：位于浐灞国际港，项目客群包括周边居住人口、旅游会议人口和周边工作人口。 竞争与差异：华盛奥莱与项目直线距离约 1.5 公里；其他竞品包括王府井奥莱·临潼小镇、首创西安高新奥特莱斯等。
508601	中信建投首农商业 REIT	龙德广场	北京	购物中心 天通苑商圈，面向北京北部家庭的一站式综合商业。	商圈与客群：位于天通苑核心商圈，周边核心客群以北京北部中产阶层家庭为主，并叠加办公及流动客群。 竞争与差异：北京华联天通苑店、龙湖北苑天街、西三旗万象汇与项目直线距离约 1.2、2.7、4.2 公里，三者均有餐饮及儿童娱乐体验业态。

资料来源：各基金招募说明书，天风证券研究所

3.1.3. 业态配置：购物中心组合多元，奥特莱斯零售主导特征突出

业态组合是商业定位在场内经营内容上的体现，分析重点在于项目以何种商户配置承接目标客群的需求。在商圈与竞争关系之外，零售、餐饮及娱乐服务等业态的构成进一步区分项目的经营特色。2025 年餐饮引流作用增强，据汇客云&赛商《2025 年度中国实体商业客流桔皮书》，餐饮直接到访贡献由 29.6%升至 32.2%，整体开关店比为 1.06，高于零售的 0.85，餐饮成为购物中心吸引消费者到访的重要内容。

购物中心形成零售、餐饮与服务配套的多元组合，不同项目的经营侧重较为鲜明。城市级购物中心中，青岛万象城零售商户占比为 51.92%，以零售为主要构成；杭州西溪印象城零售、餐饮占比分别为 39.94%和 37.99%，两者比重接近。区域级购物中心中，百联又一城零售占比为 52.35%；凯德广场·云尚和雨花亭的餐饮占比分别为 38.95%和 37.23%，均高于各自零售占比；佛山映月湖环宇城和龙德广场的娱乐服务及生活配套占比分别为 37.84%和

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

37.64%。这些差异体现出各项目在商品购买、餐饮消费和生活服务上的不同配置。

奥特莱斯零售主导特征突出，项目间差异主要体现为零售集中程度及餐饮配套比重。六个奥特莱斯项目的零售商户占比介于 58.17%—80.95%，均高于前述购物中心，其中武汉首创奥莱、宁波杉井奥莱分别达到 80.95%和 79.47%；哈尔滨杉杉奥莱餐饮占比为 34.66%，餐饮配套更为突出。零售内部的品类调整同样值得展开：桔皮书显示，2025 年奥特莱斯零售整体开关店比为 0.88，运动户外则达到 1.77，品牌与细分品类的更新是奥特莱斯招商调整的重要内容。

图 7：购物中心业态配置多元，奥特莱斯以零售为主（按商户数量）



资料来源：大众点评，天风证券研究所

3.2. 租赁与运营

3.2.1. 商户经营：西溪印象城零售规模较大，宁波杉井销售坪效突出

零售额、销售坪效与客流密度共同刻画商业资产的商户经营表现。零售额反映商户销售规模，销售坪效衡量单位面积销售产出，客流密度反映单位面积的客流集聚程度。

城市级购物中心零售规模较大，单位面积销售产出较高。以中金印力消费 REIT 旗下杭州西溪印象城为例，2022 年项目实现零售额 35.06 亿元，月销售坪效为 2924.70 元/平方米/月，日均客流密度为 0.41 人次/平方米/日。

区域级购物中心经营表现有所分化，成都大悦城销售规模较大，广州云尚客流密度较高。2023 年，华夏大悦城消费 REIT 旗下成都大悦城实现零售额 25.40 亿元，月销售坪效为 2428.61 元/平方米/月，日均客流密度为 0.67 人次/平方米/日。2024 年，华夏凯德消费 REIT 旗下广州云尚与长沙雨花亭的零售额分别为 7.43 亿元和 6.24 亿元，月销售坪效分别为 1375.00 元/平方米/月和 1252.47 元/平方米/月，日均客流密度分别为 0.91 人次/平方米/日和 0.73 人次/平方米/日，广州云尚三项指标均高于长沙雨花亭。

奥莱项目销售坪效有所分化，宁波杉井奥特莱斯单位面积销售产出较为突出。2024 年，中金唯品会奥莱 REIT 旗下宁波杉井奥特莱斯实现零售额 19.71 亿元，月整体销售坪效为 3225.74 元/平方米/月，日均客流密度约为 0.70 人次/平方米/日。华夏首创奥莱 REIT 旗下武汉、济南项目 2023 年零售额分别为 10.58 亿元和 11.28 亿元，月销售坪效分别为 1868.44 元/平方米/月和 1822.06 元/平方米/月。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：商业项目销售规模与单位面积经营表现分化

REITs 简称	项目名称	零售额统计期间	零售额（亿元）	月销售坪效（元/平方米/月）	日均客流密度（人次/平方米/日）
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	2022 年	35.1	2924.70	0.41
华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	2023 年	25.4	2428.61	0.67
华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城项目	2022 年	7.2	1012.70	0.55
华夏凯德消费 REIT	广州云尚项目	2024 年	7.4	1375.00	0.91
	长沙雨花亭项目	2024 年	6.2	1252.47	0.73
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	2024 年	9.6	1276.46	0.60
华安百联消费 REIT	上海又一城购物中心	2023 年	10.8	1600.00	0.93
中金中国绿发消费 REIT	领秀城贵和购物中心	2024 年	22.3	2195.26	0.46
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥特莱斯项目	2024 年	19.7	3225.74	0.70
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱项目	2023 年	10.6	1868.44	0.23
	济南首创奥莱项目	2023 年	11.3	1822.06	0.42

资料来源：天风证券研究所

备注：月销售坪效优先采用原文披露值，未直接披露的按“年度零售额（元）÷12÷可出租面积（平方米）”计算；日均客流密度按“年度客流量（人次）÷当年天数÷可出租面积（平方米）”计算，原文已披露日均客流的直接除以可出租面积。

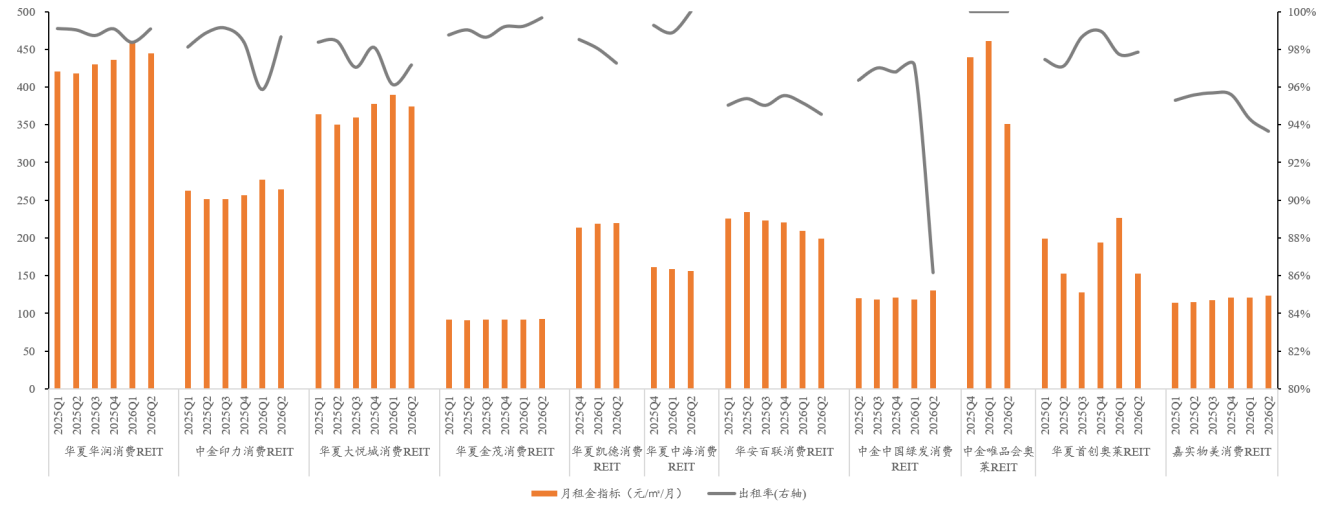
3.2.2. 租赁表现：成熟购物中心租金增长，奥莱租金坪效呈季节性波动

出租率与租金坪效共同刻画商业资产的租赁表现。出租率反映可租面积的利用程度及招商去化情况，租金坪效则反映单位面积的租金实现水平。结合两项指标的季度变化，可以从面积利用与租金水平两个维度观察资产的运营稳定性。

成熟购物中心仍可在较高出租率基础上实现租金增长。2026 年二季度，华夏华润消费 REIT 期末出租率为 99.08%，与上年同期基本持平，月平均租金单价为 444.53 元/平方米/月，同比增长 6.25%；华夏金茂消费 REIT 期末出租率达到 99.67%，固定含税租金口径下的月平均租金单价为 92.77 元/平方米/月，同比增长 2.18%。

奥莱租金与商户销售表现挂钩，联营及抽成模式使租金坪效随销售淡旺季呈现季节性波动。例如，中金唯品会奥莱 REIT2026 年一、二季度末出租率均为 100%，进入二季度传统销售淡季后，月租金单价由一季度的 460.71 元/平方米/月回落至 351.45 元/平方米/月，环比下降 23.72%。社区商业方面，嘉实物美消费 REIT 二季度末出租率为 93.66%，同比下降 1.92 个百分点；含税、含管理费的单位建筑面积日租金同比增长 8.12%，按每月 30 天折算为 123.90 元/平方米/月，呈现租金增长与出租面积收缩并存的特征。

图 8：多数购物中心出租率维持高位，奥莱租金坪效呈季节性波动



资料来源：各基金季报，天风证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

备注：绿发 2025Q2 为 2025 年 6 月 19—30 日；中海 2025Q4 为 2025 年 10 月 20 日—12 月 31 日，均保留实际金额。

3.2.3. 剩余租期：社区商业租约期限较长，购物中心与奥莱项目有所分化

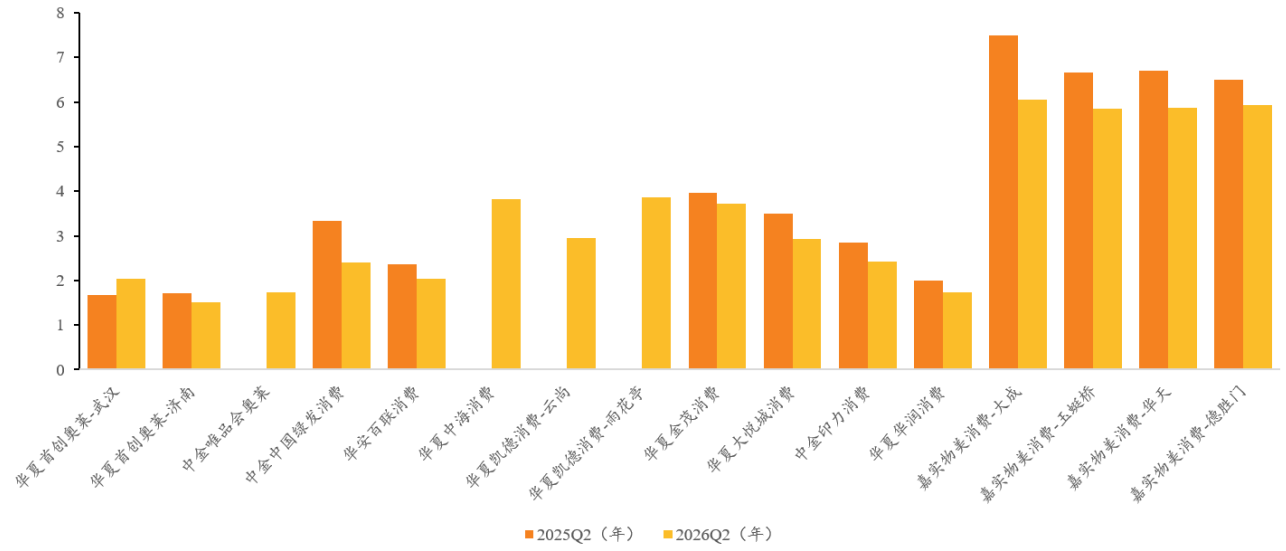
加权平均剩余租期反映存量租约的存续期限，是观察商业资产租赁稳定性的补充指标。结合出租率与租金坪效，可以从面积利用、租金水平和租约期限三个方面分析租赁表现。判断剩余租期的变化时，应同时考虑时间推移带来的自然缩短，以及新签、续租和退租对租约结构的影响。

购物中心剩余租期有所分化，部分区域级购物中心超过 3 年。截至 2026 年二季度末，华夏凯德消费 REIT 旗下长沙雨花亭、华夏中海消费 REIT 旗下佛山映月湖环宇城及华夏金茂消费 REIT 旗下长沙览秀城的加权平均剩余租期分别为 3.87 年、3.83 年和 3.73 年。城市级购物中心中，中金印力消费 REIT 旗下杭州西溪印象城与华夏华润消费 REIT 旗下青岛万象城分别为 2.42 年和 1.74 年，较上年同期分别缩短 0.43 年和 0.25 年。

首创及唯品会奥莱项目剩余租期在 1.5—2 年左右，首创旗下两项目同比变化呈现分化。2026 年二季度末，华夏首创奥莱 REIT 武汉项目的加权平均剩余租期为 2.03 年，较上年同期延长 0.36 年；济南项目为 1.51 年，较上年同期缩短 0.20 年。同期，中金唯品会奥莱 REIT 旗下宁波杉井奥特莱斯的加权平均剩余租期为 1.74 年。

嘉实物美社区商业项目剩余租期较长，四项目均接近 6 年。2026 年二季度末，嘉实物美消费 REIT 旗下大成、玉蜓桥、华天及德胜门项目的加权平均剩余租期分别为 6.06 年、5.86 年、5.88 年和 5.94 年。四项目较上年同期均有所缩短，降幅介于 0.55—1.44 年，其中大成项目缩短幅度最大。

图 9：嘉实物美社区商业项目剩余租期较长，购物中心及奥莱项目均不足 4 年



资料来源：各基金公告，天风证券研究所

3.2.4. 运营策略：购物中心推进招商调改，奥莱强化品牌与促销管理

运营策略及执行情况反映商业资产的主动管理能力。品牌招商与空间调改影响租户组合和租金水平，营销推广与会员运营关系到客流及商户销售，成本与服务管理则影响日常经营效率。结合具体措施的落地进展与经营表现，可以进一步分析项目经营变化背后的运营因素。

城市级购物中心侧重首店引进和核心品牌升级，营销活动与会员运营同步推进。2026 年上半年，华夏华润消费 REIT 旗下青岛万象城新开 53 家店铺，包括 21 家山东首店和 6 家青岛首店，持续丰富品牌组合。中金印力消费 REIT 旗下杭州西溪印象城推进始祖鸟、华为扩铺，完成原 ZARA 区域“大铺切小铺”改造，并结合周年庆、品牌联动及会员积分抵现开展营销活动。

区域级购物中心通过铺位重组和业态更新调整存量空间，部分调改区域租金收益提升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年上半年，华夏凯德消费 REIT 旗下长沙雨花亭在原优衣库区域引入名创优品 IP 旗舰店及特色餐饮，该区域年租金收益较调整前提升约 48.00%。华安百联消费 REIT 旗下百联又一城压缩部分传统零售面积，扩大餐饮及体验业态配置，在六层引入餐饮品牌，并在八至九层增加普拉提、足道等生活服务业态。

奥特莱斯兼顾品牌更新与折扣管理，店庆及节假日促销是营销运营的重要内容。2026 年上半年，华夏首创奥莱 REIT 济南项目完成爱步移位扩铺及依文重装，武汉项目调整原美食广场及二层鞋区的业态配置，两项目结合店庆、新春及“五一”等时点开展促销活动。国泰海通砂之船商业 REIT2026 年 5 月招募说明书披露的运营策略则进一步强调价格管理，将折扣上限和定价标准纳入商户合同，安排专职团队定期检查，并设置春日购物嘉年华、周年庆等四大年度营销档期。

社区商业围绕主力超市开展租户调整，租赁管理与日常成本控制并重。嘉实物美消费 REIT 于 2025 年将大成项目原二房东转租模式调整为项目公司直接出租，并引入新租户。2026 年上半年，德胜门项目继续推进商户调改，与主力店物美超市统筹规划及定位。运营管理机构同时加强运营成本控制、能源效率及物业管理，经营措施以租户管理和日常运营优化为主。

表 6：购物中心推进品牌调改，奥莱强化促销运营，社区商业优化租户管理

基金代码	REITs 简称	运营重点	主要措施与执行情况
180601	华夏华润消费 REIT	首店引进与会员运营	青岛万象城上半年新开 53 家店铺，其中山东首店 21 家、青岛首店 6 家，持续更新零售与餐饮品牌组合；围绕城市文化开展会员社群活动。期末会员人数达到 197.00 万人，同比增长 23.00%。
180602	中金印力消费 REIT	核心品牌扩铺与存量空间改造	杭州西溪印象城推进始祖鸟、华为等核心租户扩铺，完成 A 座东区原 ZARA 区域“大铺切小铺”改造；结合 13 周年庆、会员周及 IP 首展开展营销。上半年客流同比增长 12.43%，销售额同比增长 12.18%，销售额口径不含汽车。
180603	华夏大悦城消费 REIT	潮玩定位与品牌分级运营	成都大悦城上半年新签品牌 54 家，包括零售 31 家、餐饮 20 家及综合业态 3 家，落地宝可梦成都首店等品牌；设立高化、运动潮流、亲子儿童、餐饮、盒马五大品类专项小组，实施品牌分级管理。上半年销售额、客流分别同比增长 18.95%、16.75%。
508017	华夏金茂消费 REIT	家庭消费业态补充与跨界营销	长沙览秀城引进滨寿司、大疆等餐饮及零售品牌，补充亲子互动、休闲体验业态；联动梅溪湖艺术馆、酒店及运动品牌开展主题活动，并结合春樱季、明星应援等资源开展营销。“六一”单日客流创项目历史新高。
508091	华夏凯德消费 REIT	分项目推进空间改造与品牌调整	长沙雨花亭原优衣库区域引入名创优品 IP 旗舰店及特色餐饮，该区域年租金收益较调整前提升约 48.00%。广州云尚 B2 调改区域竣工，引入 14 个新品牌，签约率达到 100.00%，并于 5 月 29 日开始试营业。
180607	华夏中海消费 REIT	楼层业态调整与品牌焕新	佛山映月湖环宇城开展“百日焕新”，重点调整低楼层零售及高楼层餐饮、配套业态。上半年完成新租、换租品牌 64 个，涉及租赁面积 14346.53 平方米，期末出租率达到 100.00%；同步完善销售数据采集，6 月末设备覆盖率提升至 90.00%以上。
508002	华安百联消费 REIT	餐饮体验扩容与高楼层引流	百联又一城压缩部分传统零售，扩容餐饮及体验业态；6 层新增季季山、不二君等餐饮，8—9 层布局普拉提、足道等体验项目，地下楼层结合地铁客流引入首店及特色餐饮。上半年围绕 IP 首展、高校拓新等开展 30 余场营销活动，并

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

			加强会员全生命周期管理。
180606	中金中国绿发消费 REIT	主力店调整与主题街区改造	济南领秀城贵和购物中心推进 B1 超市区域及周边主题街区改造。截至 6 月末，已签约盒马鲜生并完成工程条件确认，超市外区域累计储备意向品牌超过 30 家；过渡期通过围挡形象升级、导视优化及品牌快闪等措施维护购物环境，推进新品牌开业筹备。
508601	中信建投首农商业 REIT	提前招商、收入渠道拓展与成本管控	龙德广场运营管理机构提前制定招商计划、储备客户，安排到期品牌续约或调整；通过空铺短租、广告业务等拓展收入来源，并运用能源管理、预防性维保及人力成本管理控制支出，结合会员运营和周期性焕新维护项目吸引力。
508005	华夏首创奥莱 REIT	品牌扩铺、空间调整与节庆促销	济南项目完成爱步移位扩铺、依文重装升级，并推动百丽等新品牌开业。武汉项目推进原美食广场区域重构，完成斯凯奇等品牌移位扩店，并将原二层鞋区改造为餐饮区域。两项目围绕店庆、春节及“五一”开展折扣、团券、满返及会员活动。
508082	中金唯品会奥莱 REIT	品牌焕新与线上线下联动	宁波杉井奥特莱斯完成始祖鸟等 8 家零售门店重装，引进轻奢、运动户外及餐饮品牌；加强小程序、抖音与线下主题活动联动。上半年新增会员同比增长 28.90%，小程序线上渠道销售额同比增长 28.00%。
508603	中金唯品会商业 REIT	品牌调整、提前续租与联合营销	郑州杉杉、哈尔滨杉杉项目提前开展到期商户续租沟通，制定年度招商调整方案，依托集团资源引入新品牌；开展商户联合促销及开业推广，并通过数字化系统优化消费者服务、商户服务和运营管理。
508602	国泰海通砂之船商业 REIT	折扣价格管理、场景营销与品牌调整	西安项目将折扣上限和定价管理标准纳入商户合同，设置专职价格检查团队；结合“超级农庄”“袁家村”等场景及四大年度营销档期开展经营。通过长租约稳定重点品牌，通过短租约及时调整低坪效品牌。
508011	嘉实物美消费 REIT	商户调改、主力店协同与成本管理	2026 年上半年，德胜门项目推进商户调改，与主力店物美超市统一规划定位、引进优质租户；同时加强运营成本、能源使用及物业管理。2025 年调改背景：大成项目已将原二房东转租模式调整为项目公司直租模式。

资料来源：各基金公告，天风证券研究所

3.3. 财务转化

3.3.1. 项目营收：购物中心及社区商业以租金为基础，奥莱联营贡献突出

项目营业收入与收入构成共同反映商业资产的收入规模及增长来源。营业收入反映项目整体收入水平及增长情况，收入构成则体现租金、联营及联销、物业管理等收入的贡献。结合各分项收入的季度变化，可以进一步识别项目营收增长的主要驱动，并比较不同商业业态的收入特征。

购物中心以租金收入为基础，部分项目的联销及管理服务贡献较高。2026 年二季度，华夏华润消费 REIT 项目营业收入为 1.98 亿元，同比增长 9.57%；其中租金收入占比为 74.93%，同比增长 11.13%，是项目收入增长的主要来源。华安百联消费 REIT 则呈现租赁与联销并重的特征，同期租金收入、联销收入和物业及综合管理费收入占比分别为 36.49%、36.30%和 19.47%。

奥特莱斯联营特征突出，项目收入与商户销售表现联系紧密。以中金唯品会奥莱 REIT 为例，

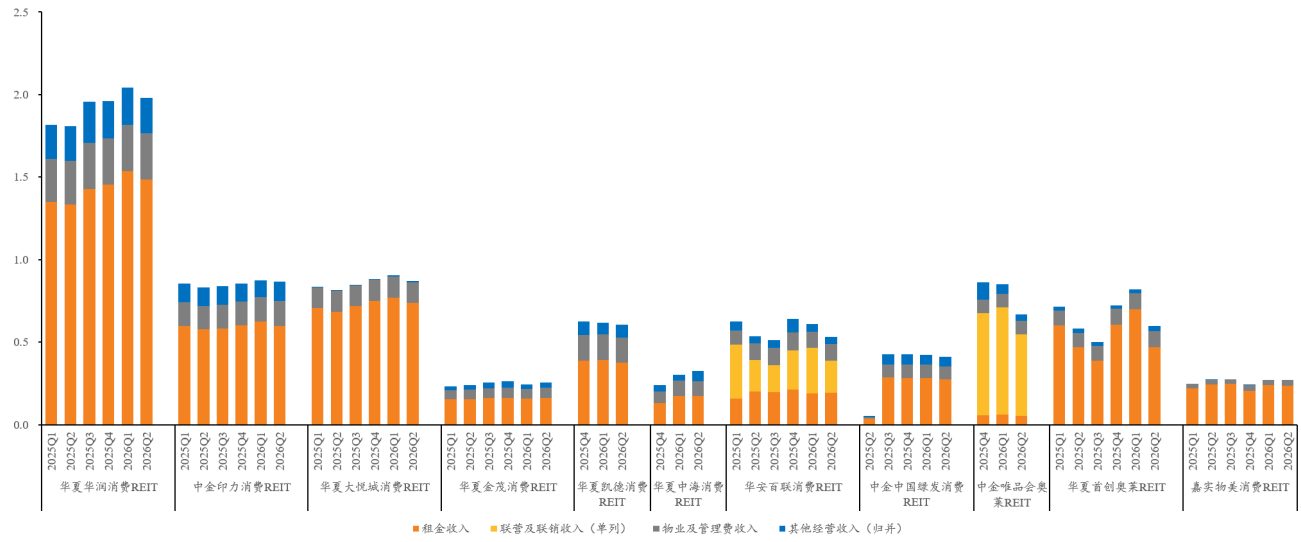
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年二季度项目营业收入为 0.67 亿元，其中联营模式收入占比达到 73.71%，构成主要收入来源；租金收入及物业管理费收入占比分别为 7.96%和 12.32%，形成以商户销售分成为主、租赁及管理服务为补充的收入结构。

社区商业收入集中于租赁及物业服务，管理服务费增长对营收形成补充。2026 年二季度，嘉实物美消费 REIT 项目营业收入为 0.27 亿元，同比基本持平。按各项目公司披露金额汇总，租金收入和物业管理服务费收入占比分别为 87.93%和 12.07%；其中物业管理服务费收入同比增长 19.61%，为项目提供了租金之外的收入增量。

图 10：购物中心及社区商业以租金收入为基础，奥莱联营特征突出（亿元）



资料来源：各基金季报，天风证券研究所

备注：绿发 2025Q2 为 2025 年 6 月 19—30 日；中海 2025Q4 为 2025 年 10 月 20 日—12 月 31 日，均保留实际金额。

3.3.2. 项目成本：华润与印力运营成本率下降，首创财务费用上升

成本费用构成反映商业资产的经营支出及盈利转化特征。运营及管理成本、销售费用等对应资产的日常运营投入，折旧摊销反映资产成本的分期计提，财务费用及利息支出则与融资安排有关。结合成本结构及其季度变化，可以进一步分析项目收入增长向经营收益的转化情况。

成熟购物中心收入增长与费用控制并行，运营及管理成本率有所下降。2026 年二季度，华夏华润消费 REIT 项目营业收入同比增长 9.57%，运营及管理成本同比增长 6.24%，占营业收入的比重同比下降 0.79 个百分点至 25.30%。中金印力消费 REIT 同期项目营业收入同比增长 4.47%，运营及管理成本同比下降 1.76%，占营业收入的比重下降 1.32 个百分点至 20.88%，收入增长与费用控制共同改善了经营支出的收入覆盖水平。

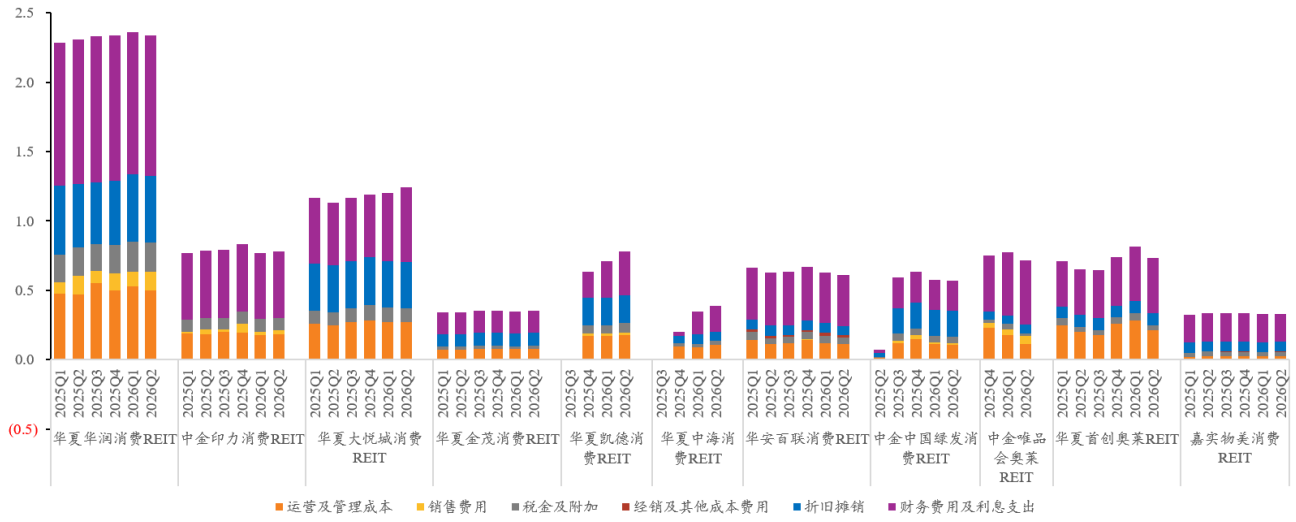
奥莱成本变化还受到融资安排影响，首创奥莱本期成本增量主要来自财务费用。2026 年二季度，华夏首创奥莱 REIT 两家项目公司成本费用合计 0.73 亿元，同比增长 12.56%；其中，财务费用合计 0.40 亿元，同比增长 21.81%，贡献成本费用增量的 87.55%，同期运营及管理成本同比增长 4.37%。季报明确披露，济南项目财务费用增长主要受股东借款利率上升影响。分析奥莱成本变化时，应同时考虑运营投入与股东借款利息的变化。

社区商业成本结构相对稳定，折旧摊销及利息支出占比较高。以嘉实物美消费 REIT 为例，2026 年二季度，三家项目公司成本费用合计 0.33 亿元，同比下降 0.23%；折旧摊销与财务费用及利息支出合计占比为 82.55%。其项目公司成本结构以折旧和融资相关费用为主，分析经营表现时，应将物业运营及运营管理支出的变化单独观察。

图 11：折旧摊销及财务费用构成项目公司成本费用的主体（单位：亿元）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：各基金季报，天风证券研究所

备注：绿发 2025Q2 为 2025 年 6 月 19—30 日；中海 2025Q4 为 2025 年 10 月 20 日—12 月 31 日，均保留实际金额。

3.3.3. EBITDA：城市级购物中心盈利同比增长，社区商业利润率较高

EBITDA 与 EBITDA Margin 共同刻画商业资产的盈利表现。EBITDA 反映剔除利息、所得税及折旧摊销后的利润规模，EBITDAMargin 为 EBITDA 与营业收入之比，衡量单位收入对应的盈利水平。

城市级购物中心盈利规模居前，华润与印力的 EBITDA 及利润率均同比提升。2026 年二季度，华夏华润消费 REIT 的 EBITDA 为 1.16 亿元，同比增长 13.02%，EBITDAMargin 为 58.35%，同比提高 1.78 个百分点。中金印力消费 REIT 的 EBITDA 为 0.57 亿元，同比增长 7.88%，EBITDAMargin 为 66.14%，同比提高 2.09 个百分点。

区域级购物中心中，金茂盈利改善较为明显，百联利润率相对较高。2026 年二季度，华夏金茂消费 REIT 的 EBITDA 为 0.16 亿元，同比增长 20.28%，EBITDAMargin 同比提高 6.52 个百分点至 60.45%。华安百联消费 REIT 的 EBITDA 为 0.36 亿元，同比增长 0.59%，EBITDAMargin 为 68.39%。

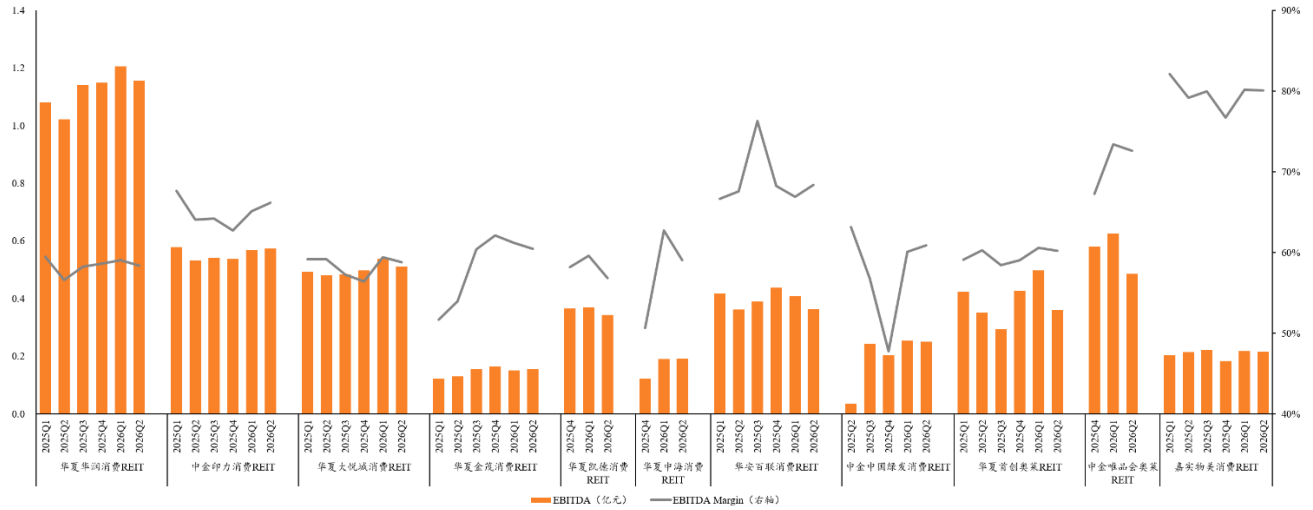
奥特莱斯盈利受销售季节性影响，唯品会利润率高于首创。联营及抽成模式下，项目收入随商户销售淡旺季变化，带动季度盈利波动。2026 年二季度，华夏首创奥莱 REIT 与中金唯品会奥莱 REIT 的 EBITDA 分别为 0.36 亿元和 0.49 亿元，EBITDAMargin 分别为 60.22%和 72.62%。首创季报明确指出经营数据的环比变化主要受季节性影响，唯品会季报亦指出二季度处于奥莱传统销售淡季。

社区商业中，嘉实物美利润率保持较高水平，盈利规模总体平稳。2026 年二季度，嘉实物美消费 REIT 的 EBITDA 为 0.22 亿元，同比增长 1.10%，EBITDAMargin 为 80.09%，同比提高 0.92 个百分点。

图 12：城市级购物中心 EBITDA 规模居前，社区商业利润率较高

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：各基金季报，天风证券研究所

备注：绿发 2025Q2 为 2025 年 6 月 19—30 日；中海 2025Q4 为 2025 年 10 月 20 日—12 月 31 日，均保留实际金额。

3.3.4. 可供分配金额：华润分配规模领先，物美年化分派率居前

可供分配金额与年化现金流分派率分别反映基金的现金分配规模和单位市值对应的分配水平。可供分配金额反映基金可用于收益分配的现金规模，年化现金流分派率则反映可供分配金额年化后相对于期末市值的水平。

城市级购物中心可供分配金额保持平稳，华润分配规模领先。2026 年二季度，华夏华润消费 REIT 可供分配金额为 0.92 亿元，同比增长 1.06%；中金印力消费 REIT 为 0.43 亿元，同比增长 0.20%。同期，两只基金的年化现金流分派率分别为 3.75%和 4.59%。

区域级购物中心中，百联与凯德的年化分派率相对较高。2026 年二季度，华安百联消费 REIT 与华夏凯德消费 REIT 的年化现金流分派率分别为 4.75%和 4.58%，华夏大悦城消费 REIT 与华夏金茂消费 REIT 分别为 4.19%和 4.10%。从分配金额看，大悦城与金茂当季可供分配金额分别为 0.46 亿元和 0.15 亿元，同比分别增长 1.28%和 2.30%。

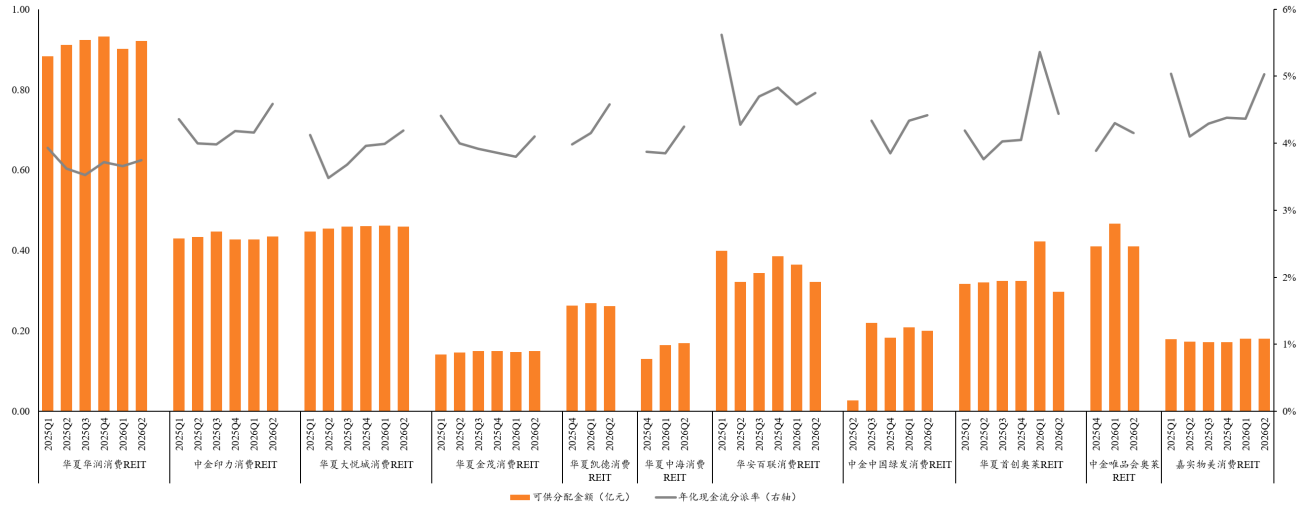
奥莱二季度可供分配金额环比回落，首创降幅较大。2026 年二季度，华夏首创奥莱 REIT 与中金唯品会奥莱 REIT 的可供分配金额分别为 0.30 亿元和 0.41 亿元，环比分别下降 29.68%和 12.18%。同期，两只基金的年化现金流分派率分别为 4.44%和 4.15%。

社区商业可供分配金额稳中有升，物美年化分派率居前。2026 年二季度，嘉实物美消费 REIT 可供分配金额为 0.18 亿元，同比增长 4.64%；年化现金流分派率为 5.03%，较上年同期提升 0.93 个百分点。

图 13：华润可供分配金额规模领先，物美年化分派率居前

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：各基金季报，天风证券研究所

备注：绿发 2025Q2 为 2025 年 6 月 19—30 日；中海 2025Q4 为 2025 年 10 月 20 日—12 月 31 日，均保留实际金额。

3.4. 估值比较

商业 REITs 估值应兼顾现金收益与资产价值。P/FFO（TTM）衡量单位现金收益对应的市值水平，P/NAV 反映基金价格相对账面净值的折溢价，资产评估增值率则反映发行时底层资产评估值相对账面价值的增减幅度。

城市级购物中心中，华润的 P/FFO 与账面净值溢价均高于印力。截至 2026 年 10 月 21 日，华夏华润消费 REIT 与中金印力消费 REIT 的 P/FFO 分别为 25.49 倍和 22.37 倍，P/NAV 分别为 1.50 倍和 1.31 倍。从发行评估看，华润底层资产账面价值为 41.27 亿元，评估值为 81.47 亿元，评估增值率为 97.39%。

区域级购物中心估值分化，金茂与大悦城的现金收益估值较高，凯德、中海及首农低于账面净值交易。同期，华夏金茂消费 REIT 与华夏大悦城消费 REIT 的 P/FFO 分别为 24.68 倍和 23.78 倍，P/NAV 分别为 1.50 倍和 1.41 倍；华安百联消费 REIT 的 P/FFO 为 17.45 倍，相对较低。华夏凯德消费 REIT、华夏中海消费 REIT 与中信建投首农商业 REIT 的 P/NAV 分别为 0.93 倍、0.97 倍和 0.96 倍。从发行评估看，首农、百联与大悦城的评估增值率分别为 753.07%、429.05%和 198.47%，金茂与中金中国绿发消费 REIT 分别为 2.85%和－3.38%，评估值较为接近账面价值。

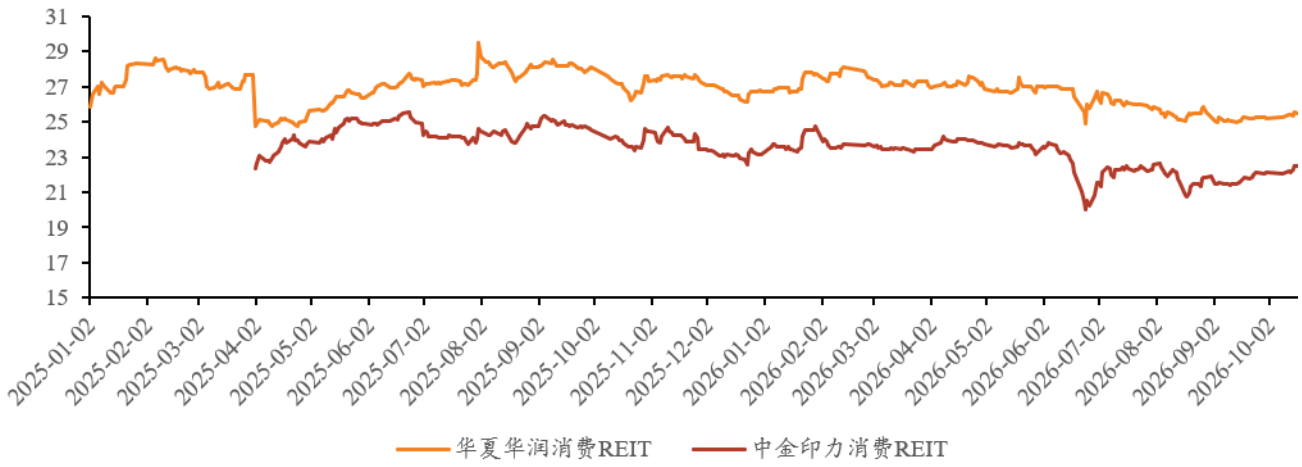
奥特莱斯中，首创奥莱的账面净值溢价较为突出，不同基金的发行评估增值幅度亦有差异。同期，华夏首创奥莱 REIT 的 P/FFO 为 23.98 倍，P/NAV 为 1.69 倍，高于中金唯品会奥莱 REIT 的 1.21 倍、国泰海通砂之船商业 REIT 的 1.17 倍及中金唯品会商业 REIT 的 1.01 倍。从发行评估看，首创奥莱、唯品会奥莱、砂之船商业及唯品会商业的评估值较账面净值增幅分别约为 104.06%、954.91%、882.75%和 536.85%。

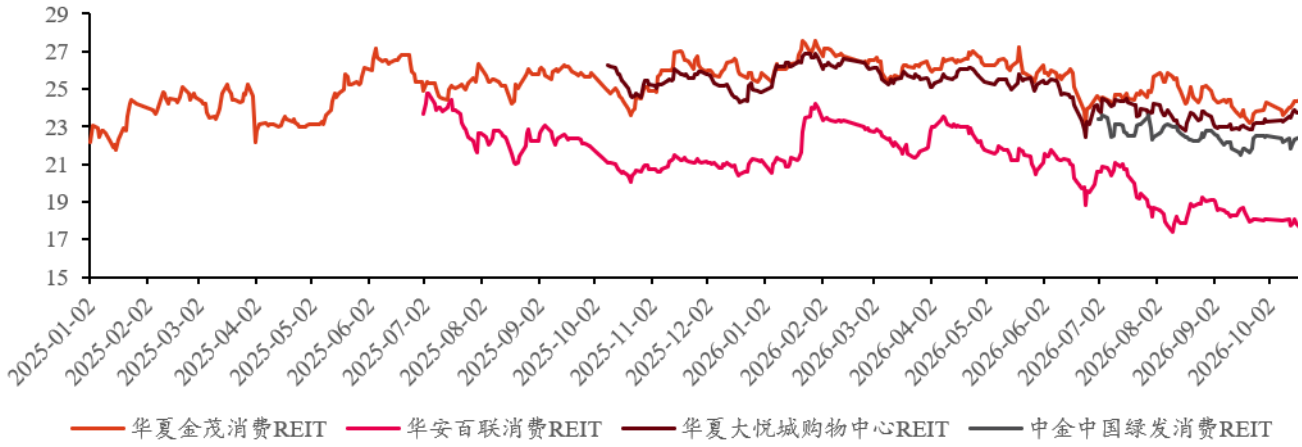
社区商业中，物美的 P/FFO 相对较低，二级市场价格高于账面净值。同期，嘉实物美消费 REIT 的 P/FFO 为 18.14 倍，低于华润、印力及首创奥莱；P/NAV 为 1.42 倍。从发行评估看，其四项底层资产合计账面价值为 6.27 亿元，评估值为 10.02 亿元，评估增值率为 59.83%。

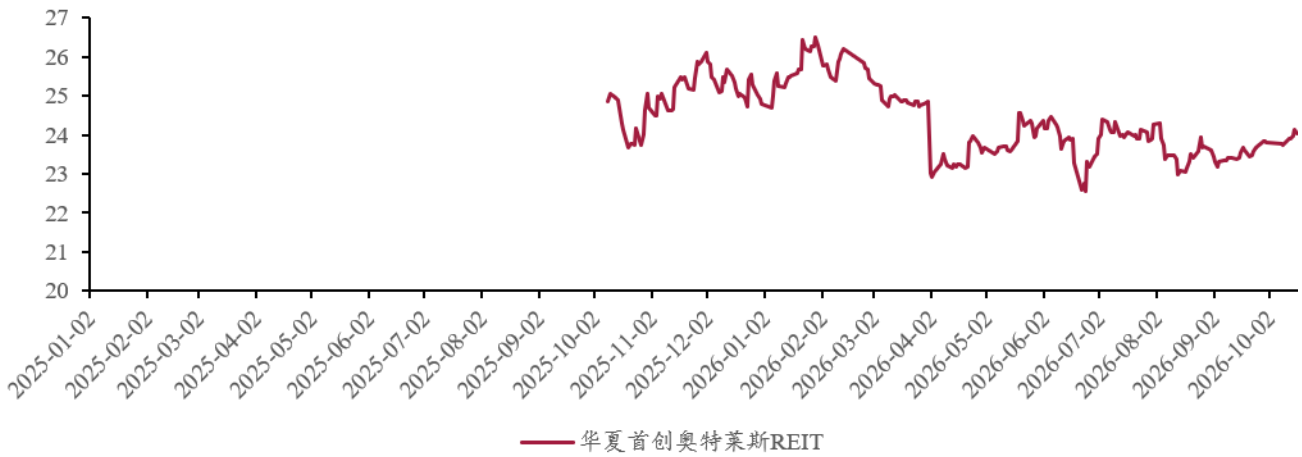
图 14：P/FFO：城市级购物中心与奥莱估值倍数较高，区域级购物中心分化，社区商业相对较低

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

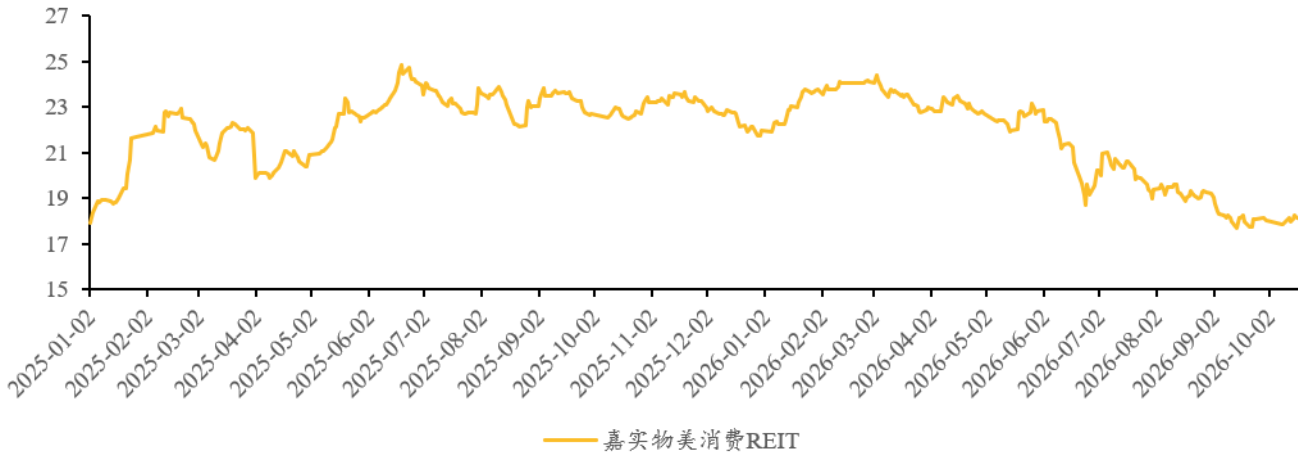






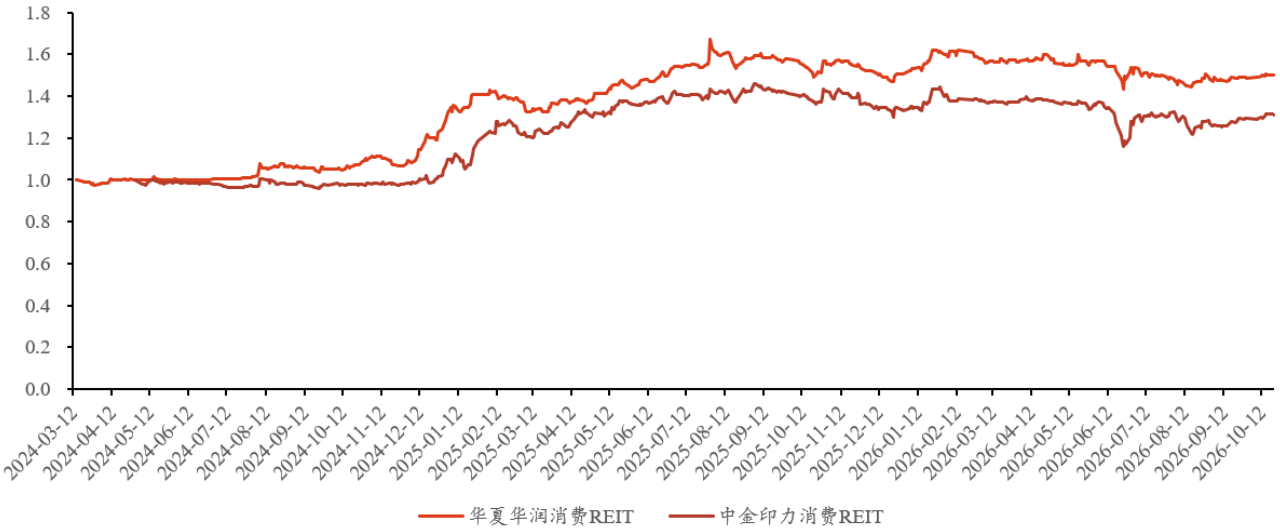
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

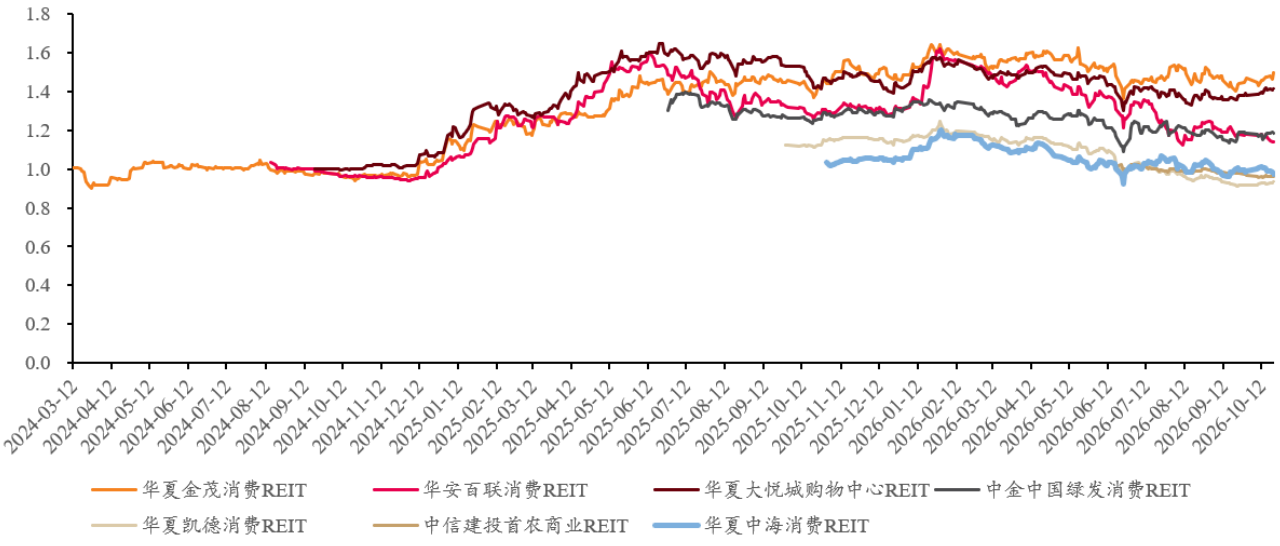
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFind，天风证券研究所

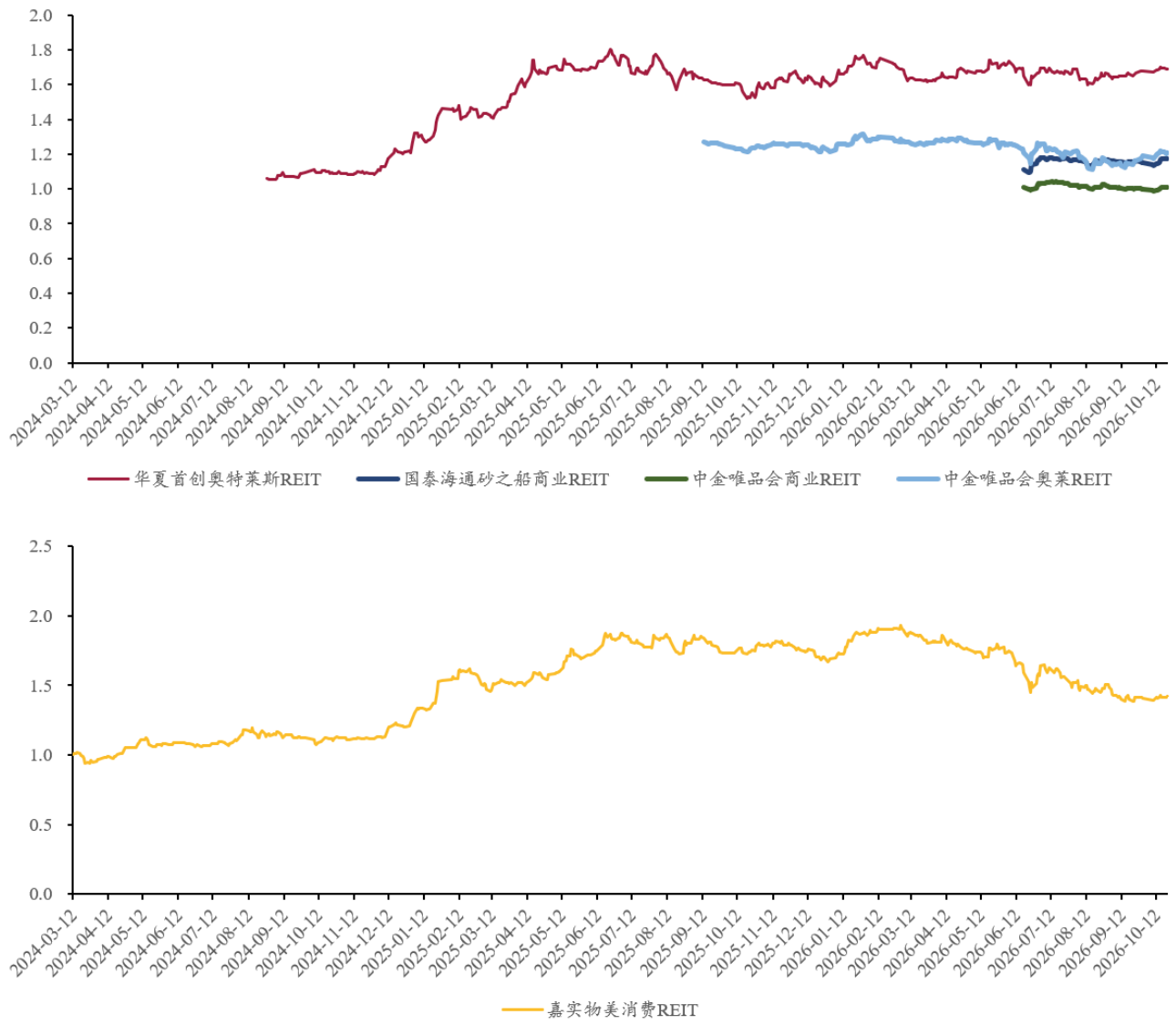
图 15：P/NAV：城市级购物中心与社区商业溢价交易，区域级购物中心及奥莱内部分化





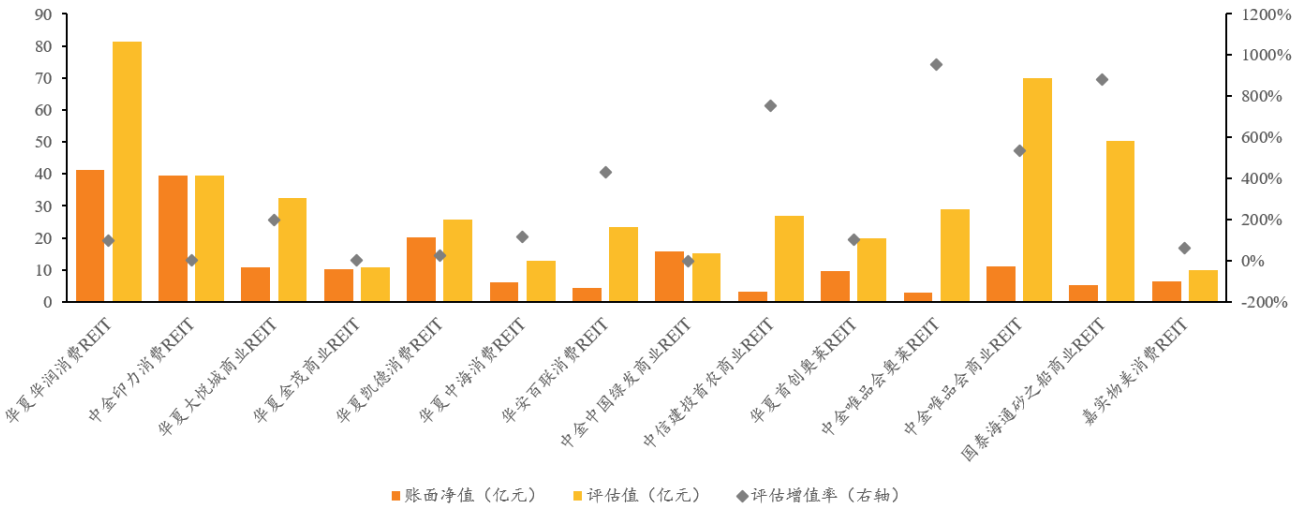
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 16：资产评估增值率：发行评估增值幅度分化，唯品会奥莱居前



资料来源：各基金招募说明书，天风证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 个券总结：购物中心聚焦运营提升，奥莱体现销售弹性，社区商业突出现金收益

城市级购物中心以资产品质为基础，品牌升级与空间改造构成经营增长的主要抓手。华夏华润消费 REIT 的投资逻辑集中于青岛万象城的品牌集聚与租金实现能力，通过首店引进和品牌升级巩固项目吸引力。中金印力消费 REIT 兼顾现金收益与运营改善，核心品牌扩铺及存量空间改造为成熟项目提供增长动力。该类资产的价值主要体现为成熟商圈基础上的持续经营能力，以及品牌资源向租金和现金分配的转化。

区域级购物中心围绕存量资产提效展开，盈利改善、调改修复与现金收益构成主要投资主线。华夏大悦城消费 REIT 以销售和客流增长支撑经营成长，华夏金茂消费 REIT 聚焦高出租率基础上的租金增长与利润率提升。华夏凯德消费 REIT 兼具局部调改增效与账面净值折价，中金中国绿发消费 REIT 的核心看点是主力店更新带来的经营修复。华夏中海消费 REIT 在满租基础上着力提升单位面积产出，华安百联消费 REIT 以租赁和联销共同支撑现金收益，中信建投首农商业 REIT 的投资主线则是大体量家庭型商业的品牌调整与运营提效。

奥特莱斯的投资价值与商户销售紧密相连，品牌组合和营销运营决定销售弹性的释放。华夏首创奥莱 REIT 通过品牌扩铺、空间调改和节庆营销提升销售转化，抽成租金机制将商户经营表现传导至项目收益。中金唯品会奥莱 REIT 以成熟项目的盈利能力和现金分配为价值支撑，品牌焕新与营销运营是主要增长抓手。中金唯品会商业 REIT 聚焦双城市项目的精细化管理，国泰海通砂之船商业 REIT 突出折扣商品与休闲场景的结合，分别体现运营提效与差异化体验的经营逻辑。

社区商业的投资逻辑集中于长租约基础上的现金收益。嘉实物美消费 REIT 以主力超市和生活配套为经营基础，较长剩余租期与现金分配能力共同构成价值支撑。其投资看点主要是存量租约下的持续租金收入与当期分配回报，经营重点在于租约维护和社区消费需求的稳定承接。

图 17：城市级购物中心项目比较（华润、印力）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	华夏华润消费REIT	中金印力消费REIT
项目名称	青岛万象城（一期、二期）	杭州西溪印象城（A、B馆）
商业类型	购物中心	购物中心
所处位置	青岛市市南区山东路6号，香港中路核心商圈	杭州市余杭区五常大道1号、3号1幢，西溪湿地板块
交通	地铁2、3号线五四广场站上盖	地铁3号线洪园站与项目BM层接驳
区位功能与需求来源	核心商圈及旅游消费：周边甲级写字楼、中高端住宅及星级酒店集聚；商圈辐射青岛全市，并承接国内外游客。	中产家庭及城市青年：覆盖周边家庭、科技人才、企业白领及小和山高教园区师生，亦吸引西溪湿地游客。
开业时间	一期：2015年4月 二期：2021年9月	A馆：2013年5月 B馆：2019年5月
可出租面积（万平方米）	13.98	9.92
业态与租户特征	主力店面积占比28.41%，专门店71.59%；前五大租户租金收入占比12.89%。	主力店包括山姆会员店；主力店面积占比30.28%，专门店69.72%；在执行租约涉及391家租户。
商圈竞争	香港中路商圈有海信广场、永旺东部、海天Mall；可比物业包括奢侈品百货及区域型购物中心。	龙湖西溪天街、城西银泰城等存量竞品。
租赁数据期	2026H1	2026H1
租金单价（元/平方米/月）	451.75	270.62
租金单价YOY	+7.63%	+5.24%
出租率	99.08%	98.66%
加权平均剩余租期（年）	1.74	2.42
运营措施	2026H1新开53家店铺，其中山东首店21家、青岛首店6家；期末会员197万人，YOY +23.00%。	推进始祖鸟、华为扩铺，完成A座东区原ZARA区域“大铺切小铺”改造；销售额YOY +12.18%。

资料来源：各基金公告，天风证券研究所

图 18：区域级购物中心项目比较（大悦城、金茂、中海）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	华夏大悦城消费REIT	华夏金茂消费REIT	华夏中海消费REIT
项目名称	成都大悦城	长沙览秀城	佛山映月湖环宇城
商业类型	购物中心	购物中心	购物中心
所处位置	成都市武侯区大悦路518号，双楠—紫荆商圈	长沙市岳麓区环湖路1177号，梅溪湖板块	佛山市南海区石龙南路6号，映月湖片区
交通	3号线川藏立交站D口直线约500m，步行约9分钟	2号线文化艺术中心站2号口	南海新交通1号线康怡公园站（有轨电车）
区位功能与需求来源	年轻家庭及新中产：核心覆盖周边5公里，主要客群板块为双楠、内光华及武侯科技园。	梅溪湖家庭客群：主要为26—40岁青中年人及家庭，客群来源包括周边居民、高端产业及教育相关人群。	区域家庭亲子消费：目标为周边3—5公里品质家庭；核心商业辐射半径3公里，次级延伸至5公里。
开业时间	2015年12月	2016年11月	2014年5月
可出租面积（万平方米）	8.36	6.09	6.97
业态与租户特征	签约租户342个；主力店、次主力店、专门店面积占比分别为16.35%、24.93%、58.72%。	主力店面积占比50.03%，专门店49.97%；对应租金单价分别为31.67、156.67元/平方米/月。	零售、体验、餐饮面积占比分别为50.79%、24.48%、20.07%；租户233个。
商圈竞争	周边5公里内有6个购物中心；本项目配置创意独栋、户外主题广场及花园退台。	周边竞品有步步高梅溪新天地、华润欢乐颂Outlets、弘坤花样汇及金星路步步高。	千灯湖环宇城、南海万科广场直线约3.3、3.4公里；另有南海万达、保利水城。
租赁数据期	2026H1	2026H1	2026H1
租金单价（元/平方米/月）	382.05	92.27	157.48
租金YOY	+7.02%	+0.90%	—
出租率	97.17%	99.67%	100.00%
加权平均剩余租期（年）	2.93	3.73	3.83
运营措施	2026H1新签54家品牌，引入宝可梦成都首店；围绕高化、运动潮流、亲子、餐饮、盒马分品类运营。	引进滨寿司、大疆等品牌，补充亲子及休闲体验业态；联动梅溪湖艺术馆、酒店和运动品牌开展营销。	开展“百日焕新”，调整低楼层零售、高楼层餐饮及配套；2026H1完成新租、换租品牌64个。

资料来源：各基金公告，天风证券研究所

图 19：区域级购物中心项目比较（百联、绿发、首农）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	华安百联消费REIT	中金中国绿发消费REIT	中信建投首农商业REIT
项目名称	上海又一城购物中心	领秀城贵和购物中心	龙德广场
商业类型	购物中心	购物中心	购物中心
所处位置	上海市杨浦区淞沪路8号，五角场城市副中心	济南市市中区二环南路与英雄山路交叉口	北京市昌平区立汤路186号院1号楼
交通	地铁10号线	二环南路、英雄山路交叉口	—
区位功能与需求来源	五角场品质家庭：目标核心客群为追求高品质生活的中产家庭，次核心客群为菁英白领及大学生。	南城家庭消费：位于鲁能领秀城，主要辐射周边社区居民，定位为满足都市家庭消费、休闲及生活需求的全能型生活广场。	奥北家庭消费：位于天通苑核心商圈，周边核心客群为北京北部中产家庭，并叠加办公及流动客群。
开业时间	2007年1月	2014年12月	2008年7月
可出租面积（万平方米）	5.79	8.45	15.18
业态与租户特征	租赁商户111户、联销商户138户；零售、餐饮、娱乐面积占比分别为44.40%、23.40%、23.30%。	在执行租约涉及256家租户；主力店、次主力店、专门店占可出租面积14.18%、19.73%、52.26%。	重要现金流提供方为翠微股份及华联百货龙德分公司；后者租赁面积占可出租面积21.75%。
商圈竞争	合生汇、五角场万达等可比项目；招募提示品牌重叠及客群分流风险。	中海环宇城与项目同属二环南路商圈，驾车约4.3公里。	北京华联天通苑店、龙湖北苑天街、西三旗万象汇直线约1.2、2.7、4.2公里。
租赁数据期	2026H1	2026H1	2025年/年末
租金单价（元/平方米/月）	204.00	125.93	164.47
租金单价YOY	-11.69%	+3.24%	-8.03%
出租率	94.56%	86.17%	98.26%
加权平均剩余租期（年）	2.03	2.40	4.00
运营措施	扩容餐饮及体验业态，6层引入新餐饮，8—9层布局普拉提、足道；地下楼层引入多家首店及特色餐饮。	华联超市退租后，推进B1超市及周边区域调改；已签约盒马5,717平方米，重构人流动线并储备新品牌。	提前储备到期铺位续约及换租客户；重要租户翠微股份租约至2028年2月，推进续签沟通；拓展空铺短租及广告业务。

资料来源：各基金公告，天风证券研究所

图 20：华夏凯德消费 REIT 底层项目比较

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	华夏凯德消费REIT	
项目名称	凯德广场·雨花亭	凯德广场·云尚
商业类型	购物中心	购物中心
所处位置	长沙市雨花区韶山中路421号，东塘商圈	广州市白云区云城西路890、874、892号
交通	1号线涂家冲站约1km；4号线砂子塘站约800m；7号线雨花亭站（在建）	2号线白云公园站A口
区位功能与需求来源	成熟社区家庭：主要服务周边社区居民，覆盖亲子家庭及26—38岁追逐时尚和流行的客群。	白云新城商务及家庭客群：目标客群以白云区及周边商务人士、年轻消费者和家庭为主，邻近市级儿童公园及市政公园。
开业时间	2005年11月	2015年12月
可出租面积（万平方米）	4.32	4.42
业态与租户特征	签约租户209个；主力店面积占比48.69%，专门店51.31%。	签约租户260个；主力店面积占比10.86%，专门店89.14%。
商圈竞争	周边项目有友谊商城、叮叮MALL；招募记载部分商业存在调改或经营问题。	同商圈项目有白云万达、5号停机坪及绿地缤纷天地。
租赁数据期	2026H1	2026H1
租金单价（元/平方米/月）	153.00	285.77
租金单价YOY	—	—
出租率	98.27%	96.30%
加权平均剩余租期（年）	3.87	2.94
运营措施	原优衣库区域引入名创优品IP旗舰店及特色餐饮，该区域年租金收益较调整前提升约48.00%。	B2调改区域竣工，引入14个新品牌，签约率100.00%，2026年5月29日开始试营业。

资料来源：华夏凯德消费封闭式基础设施证券投资基金公告，天风证券研究所

图 21：华夏首创奥莱 REIT 底层项目比较

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	华夏首创奥莱REIT	
项目名称	**济南首创奥莱**	**武汉首创奥莱**
商业类型	奥特莱斯	奥特莱斯
所处位置	济南市历城区世纪大道7181号，唐冶片区	武汉市东湖高新区高新二路139号
交通	2号线彭家庄站约2km；4号线唐冶站约400m（规划/在建）	11号线光谷同济医院站直线约1km；2号线黄龙山路站约3km
区位功能与需求来源	中产及家庭客群：主要为20—50岁消费者，辐射周边30—40公里；节假日可延伸至德州、泰安、淄博等城市。	光谷及周边客群：主要为东湖高新区、洪山、江夏及部分武昌的时尚白领、家庭客群及有车一族，辐射约25公里。
开业时间	2019年1月	2018年4月
可出租面积（万平方米）	5.19	4.73
业态与租户特征	签约租户221个；零售租户面积占比89.27%，非零售10.73%。	签约租户205个；零售租户面积占比92.40%，非零售7.60%。
商圈竞争	竞争物业1、2分别位于市西北及项目东侧，与项目直线约30、5.7公里。	长江以南两处竞品与项目直线距离均在20公里以内；长江以北竞品超过30公里。
租赁数据期	2026H1	2026H1
租金单价（元/平方米/月）	208.80	169.05
租金单价YOY	+11.03%	+3.68%
出租率	97.36%	98.38%
加权平均剩余租期（年）	1.51	2.03
运营措施	完成爱步移位扩铺、依文重装升级，推动百丽等新品牌开业；结合店庆、春节及“五一”开展促销。	重构原美食广场，推进斯凯奇等品牌移位扩店，将原二层鞋区改造为餐饮区域。

资料来源：华夏首创奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金公告，天风证券研究所

图 22：奥特莱斯项目比较（宁波杉井、西安砂之船）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	中金唯品会奥莱REIT	国泰海通砂之船商业REIT
项目名称	宁波杉井奥特莱斯（一期、三期、四期）	砂之船（西安）奥特莱斯（一期A、B区）
商业类型	奥特莱斯	奥特莱斯
所处位置	宁波市海曙区集士港镇春华路1399号、秋实路555号	西安市浐灞国际港世博大道与锦堤二路交界
交通	5号线布政站约3km；6号线春华路站约1km（规划）	3号线务庄站B1/B2出入口
区位功能与需求来源	城西商圈：项目对宁波下辖县级市及周边城市的目标客群具有较强吸引力。	浐灞国际港客群：周边居住人口、旅游会议人口及工作人口共同构成项目核心客群。
开业时间	一期：2011年9月 三期：2016年11月 四期：2020年4月	2017年9月
可出租面积（万平方米）	5.14	7.84
业态与租户特征	在执行商户206家；零售商户面积占比83.77%，非零售16.23%；前五大商户收入占比19.92%。	以品牌折扣零售为核心，配置“超级农庄”“袁家村”等场景；2026H1引入Montbell、GANT等西北奥莱首店。
商圈竞争	城西商圈有海曙印象城、高桥恒一广场；同业态前湾盛世里奥莱位于慈溪，驾车约80公里。	华盛奥莱与项目直线约1.5公里；其他竞品有王府井奥莱·临潼小镇及首创西安高新奥莱。
租赁数据期	2026H1	2026H1
租金单价（元/平方米/月）	405.90	346.49
租金单价YOY	—	—
出租率	100.00%	93.30%
加权平均剩余租期（年）	1.74	—
运营措施	完成始祖鸟等8家零售门店重装，引进轻奢、运动户外及餐饮品牌；新增会员YOY +28.90%。	原影院4,236.37平方米腾退后改造为“超奥仓”，改造空置影响出租率；推进品牌焕新及会员营销。

资料来源：各基金公告，天风证券研究所

图 23：中金唯品会商业 REIT 底层项目比较

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	中金唯品会商业REIT	
项目名称	郑州杉杉奥特莱斯（一期、二期、三期）	哈尔滨杉杉奥特莱斯
商业类型	奥特莱斯	奥特莱斯
所处位置	郑州市中牟县大孟镇郑开大道406号	哈尔滨市利民开发区利民大道555号
交通	8号线二期东延（规划/在建）	2号线江北大学城站附近
区位功能与需求来源	郑开双城辐射：位于中牟新区、郑开同城化核心区域，客源可辐射郑州主城区及开封等周边城市。	居民及学生客群：周边居民区密集，紧邻江北大学城；招募披露项目客群以居民和学生为主。
开业时间	首次开业：2016年9月	2015年9月
可出租面积（万平方米）	5.94	6.28
业态与租户特征	采用联营及租赁模式；2025年联营模式扣率15.37%，联营商户销售额18.12亿元。	采用联营及租赁模式；2025年联营模式扣率12.48%，联营商户销售额13.98亿元；配置餐饮、娱乐、儿童、超市及影院。
商圈竞争	杉杉二七、王府井、荥阳首创及新郑华盛与项目直线约38、38、50、34公里。	枫叶小镇奥莱约20分钟车程，采用半开放式形态；本项目为全封闭建筑。
租赁数据期	2025年/年末	2025年/年末
租金坪效（元/平方米/月）	372.56	242.10
租金坪效YOY	+12.13%	+16.11%
出租率	99.92%	100.00%
加权平均剩余租期（年）	1.18	3.57
运营措施	对到期商户提前3—6个月启动续约沟通，并制定年度招商调整方案；2025年面积加权续签率89.50%。	依托集团品牌资源推进招商和商户联合营销；对到期铺位提前续约或换签，2025年面积加权续签率81.58%。

资料来源：中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金公告，天风证券研究所

图 24：嘉实物美消费 REIT 底层项目比较

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

REITs名称	嘉实物美消费REIT			
项目名称	物美大成项目	物美玉蜓桥项目	物美华天项目	物美德胜门项目
商业类型	社区商业	社区商业	社区商业	社区商业
所处位置	北京市丰台区青塔大成路6号院1号楼	北京市丰台区蒲方路9号院8号楼	北京市海淀区北小马厂6号，西客站片区	北京市西城区安德路118号
交通	1号线五棵松站约2.3km	5号线、14号线蒲黄榆站	1号线木樨地站约1.5km；7号线、16号线达官营站约1.6km	8号线安德里北街站约1.4km
区位功能与需求来源	成熟社区配套：位于西四环青塔、郑常庄片区，周边分布成熟社区及写字楼。	方庄生活圈：位于蒲黄榆地铁站上盖，周边分布住宅小区及写字楼。	西客站周边配套：位于莲花池东路小马厂，邻近西客站及居民社区。	社区配套：位于北二环安德路社区商圈，邻近三所学校。
开业时间	2012年6月	2005年8月	2005年5月	2003年10月
可出租面积（万平方米）	2.90	2.48	1.53	0.87
业态与租户特征	物美超市、麦德龙为主力租户，配套餐饮及社区生活服务。	二、三层主力租户为物美超市，一层配置餐饮小吃。	二层为物美超市，地下一层为美食街。	配置美廉美品牌超市及外租商户。
商圈竞争	周边3公里内有盒马鲜生、永辉、沃尔玛及超市发。	周边3公里内有七鲜、盒马鲜生、华联及其他物美门店。	周边3公里内有超市发、永辉、盒马鲜生及华联。	周边3公里内有物美、永辉、盒马鲜生、华联及超市发。
租赁数据期	2026H1	2026H1	2026H1	2026H1
租金单价（元/平方米/天）	3.13	5.08	3.60	4.93
租金单价YOY	+7.56%	+4.96%	+10.43%	+0.61%
出租率	89.32%	98.25%	90.93%	99.80%
加权平均剩余租期（年）	6.06	5.86	5.88	5.94
运营措施	2025年已将原二房东转租模式调整为项目公司直租；2026H1加强运营成本及能源管理。	加强运营成本、能源使用及物业管理，与主力店协同开展项目运营。	加强运营成本、能源使用及物业管理，与主力店协同开展项目运营。	2026H1推进商户调改，与主力店统一规划定位、引进优质租户。

资料来源：嘉实物美消费封闭式基础设施证券投资基金公告，天风证券研究所

5. 风险提示

1）消费及资产运营不及预期的风险：零售商业REITs的经营表现受居民消费需求、商圈竞争及项目运营等因素影响。若消费恢复、品牌招商或项目调改成效不及预期，可能导致商户销售额下降、出租率回落或租金增长放缓，进而影响项目盈利及基金可供分配金额。

2）政策及发行扩募进度不及预期的风险：REITs发行与扩募受相关政策、项目成熟度、监管审核及市场环境等因素影响。若配套政策落地、项目审批或资产收购进度不及预期，可能影响基金发行扩募及底层资产布局，制约市场规模拓展与基金外延增长。

3）二级市场波动的风险：REITs交易价格受利率水平、市场流动性、投资者风险偏好及底层资产经营预期等因素影响。若市场利率上行、流动性收紧或资产经营预期下修，可能引发估值调整及交易价格波动，影响投资回报。

4）数据手工统计偏差风险： 报告中部分数据及项目特征基于基金公告等公开资料手工整理、计算与归纳，可能存在录入、换算或分类偏差。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster