

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

消费类REITs扩容提质，运营稳健表现亮眼 ——收租资产系列报告之九

行业深度报告 地产行业 强于大市（维持）

证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2025年5月9日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **消费基础设施REIT涨幅居前，受益于基本面及政策预期双催化：**年初以来中证REITs全收益指数涨幅在大类资产中排名靠前，其中消费基础设施REITs涨幅居前，我们认为消费基础设施REITs涨幅居前，主要系底层资产运营良好，低利率环境下分红稳健且具备吸引力，叠加国内以旧换新等促消费政策催化、扩内需预期等，获得投资人追捧。促消费政策落地成效显著，2024Q4以来社零累计同比增速、消费者信心指数均有所回升。
- **消费基础设施REITs2024年报显示，底层资产经营状况稳定向好：**消费类REITs底层资产为偏大众消费的商场、超市、农贸市场等，民生属性与消费韧性较强，2024年出租率及收缴率均维持高位，数据可得的7支消费类REIT中，4支超额完成年度预测。从租金单价水平、2024年租金增幅维度看，华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT表现更优，主力店面积占比相对较低，反映商场整体综合运营较好，无需过度依赖主力店引流，亦为购物中心腾挪更多运营调整空间，便于灵活调整品牌组合，提升整体租金收益。华夏首创奥莱REIT、华夏华润商业REIT剩余租期较短，或意味后续调铺调租空间更为灵活，租金增长更具潜力。从资产运营机构抽取的浮动管理费看，华夏华润商业REIT管理机构作为成熟商管运营商，抽取浮动管理费遥遥领先，2024年已过亿。此外相比发行估值，华夏首创奥莱REIT、嘉实物美消费REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏华润商业REIT2024年估值均有所调增，亦与其运营情况强相关。从可供分配金额年化分派率看，消费类REITs均超过招股书中2024年度预测分派水平，体现稳定回报的“债性”特征。
- **国内消费类REITs拟进入“存量+增量”双轮驱动阶段，新品类、外资玩家进入：**华夏华润商业REIT宣布启动扩募计划（拟收购苏州昆山万象汇项目），为国内消费类公募REIT拟首次扩募，标志着消费类REITs进入“存量+增量”双轮驱动阶段。我们认为相比一二线城市新增与存量商业竞争加剧，部分低能级区域由于市场规模相对稳定且竞争者较少，其标杆项目经营预期稳定性更强，此次扩募亦为该类商业退出提供探索意义。此外2025年消费基础设施REITs迎来底层资产品类上新，全国首单农贸市场公募REITs（易方达华威农贸市场REIT）上市，其特征更倾向于商业消费与仓储物流的结合。近期国内消费类REITs亦引入外资玩家，凯德投资申报中国首单外资消费类公募REITs，叠加凯德扩募储备资源丰富，基金上市后，成长性值得关注。
- **投资建议：**国内购物中心经历多轮发展，存量规模持续扩张，竞争格局相对稳定；存量时代下购物中心存量项目改造、轻资产输出、深度运营趋势增强。我们认为优质购物中心出租率高、销售额稳定，运营经验难以模仿复制，具备长期投资价值，建议关注优秀购物中心开发运营企业（如华润置地、龙湖集团、华润万象生活、星盛商业等），以及相关消费类基础设施REITs（如华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏首创奥莱REIT等）投资机会。
- **风险提示：**1) 国内经济增速回落，消费增速大幅下行风险；2) 存量竞争加剧，购物中心格局恶化风险；3) 购物中心创新升级低于预期风险。



目录CONTENTS

● 前言

● 消费类REITs经营业绩等对比

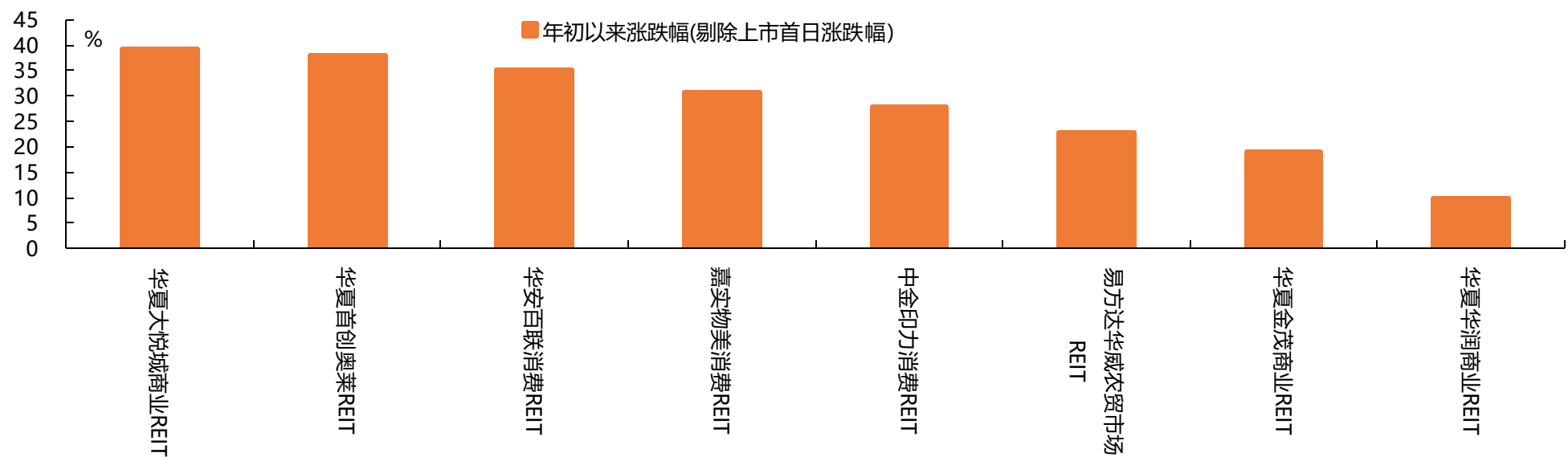
● 新阶段：扩募、新品类、外资玩家进入

● 投资建议与风险提示

前言

- 年初以来，中证REITs全收益指数涨幅在大类资产中排名靠前，其中消费基础设施REITs涨幅居前，我们认为消费基础设施REITs涨幅居前，主要系底层资产运营良好，低利率环境下分红稳健且具备吸引力，叠加国内以旧换新等促消费政策催化、扩内需预期等，获得投资人追捧。
- 此外，消费基础设施REITs年内迎来底层资产品类上新，全国首单农贸市场公募REITs（易方达华威农贸市场REIT）上市；华夏华润商业REIT发布拟扩募公告，为首只启动扩募的消费REITs；凯德投资申报中国首单外资消费类公募REITs，国内消费类REITs引入外资玩家。因此本篇报告聚焦消费基础设施REITs的市场关心问题展开讨论。

消费基础设施REITs年初以来涨幅（剔除上市首日涨跌幅，截止2025年4月24日）





目录CONTENTS

● 前言

● 消费类REITs经营业绩等对比

● 新阶段：扩募、新品类、外资玩家进入

● 投资建议与风险提示

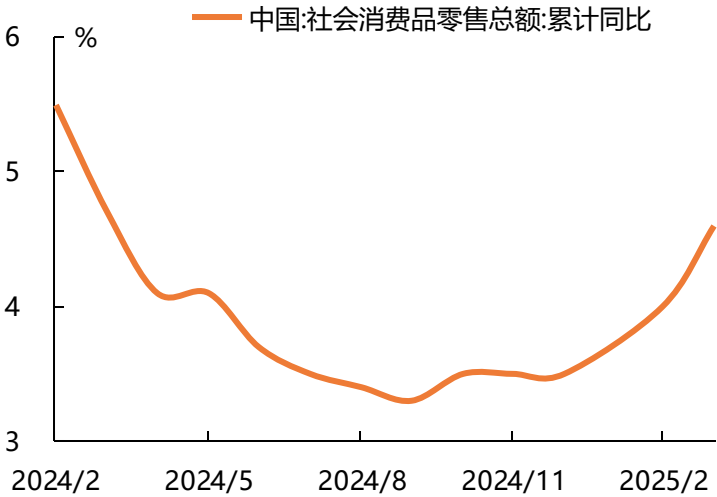
消费基础设施REIT受益于基本面及政策预期双催化

2024年以来中央层面促销费政策加码发力

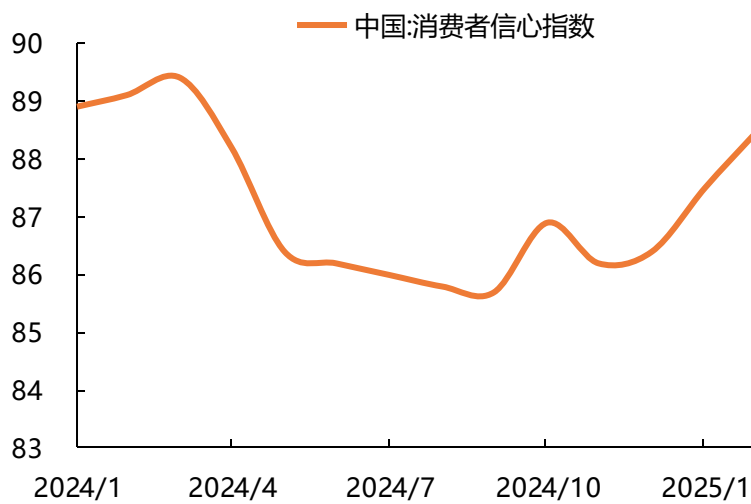
出台时间	文件/会议
2024.3.27	商务部等14部门关于印发《推动消费品以旧换新行动方案》的通知
2025.3.16	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》

➤ 2024年以来，中央及地方层面一系列促消费政策落地，涉及加大补贴力度促进大宗消费更新升级、加大生育养育保障力度等，焕发消费信心。

2024Q4以来社零累计同比增速持续提升



2024Q4以来消费者信心指数回升

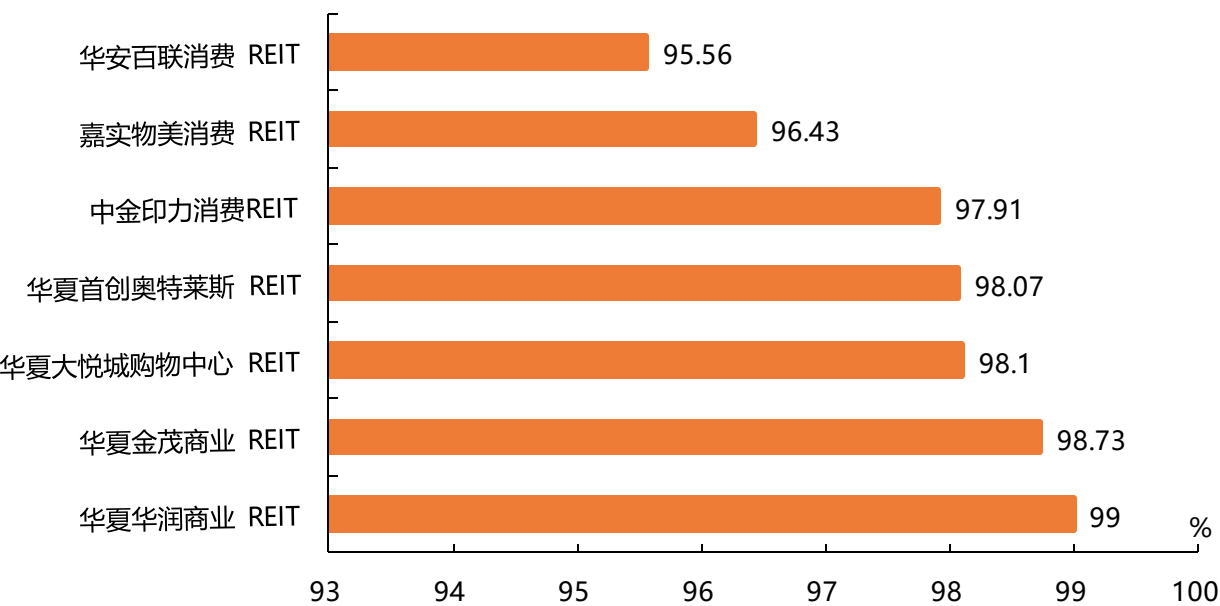


➤ 促消费政策落地成效显著，2024Q4以来社零累计同比增速、消费者信心指数均有所回升。

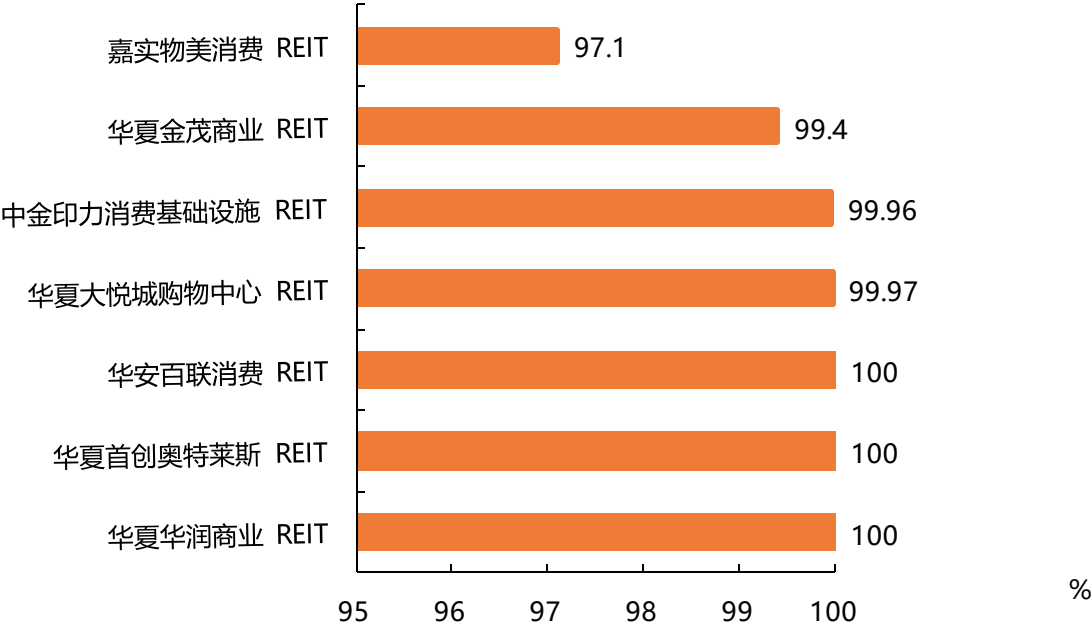
消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——出租率、收缴率

- 我们梳理已上市的消费基础设施REITs2024年报看，出租率及收缴率均维持高位，底层资产经营状况稳定向好。从出租率指标看，2024年已上市的消费REITs底层物业出租率均在95%以上，其中华夏华润商业REIT整体出租率最高，达99%；收缴率均接近100%。
- 已上市消费基础设施REITs底层资产为偏大众消费的商场、超市、农贸市场等，民生属性与消费韧性较强。

● 消费基础设施REITs底层资产出租率较高（2024年）



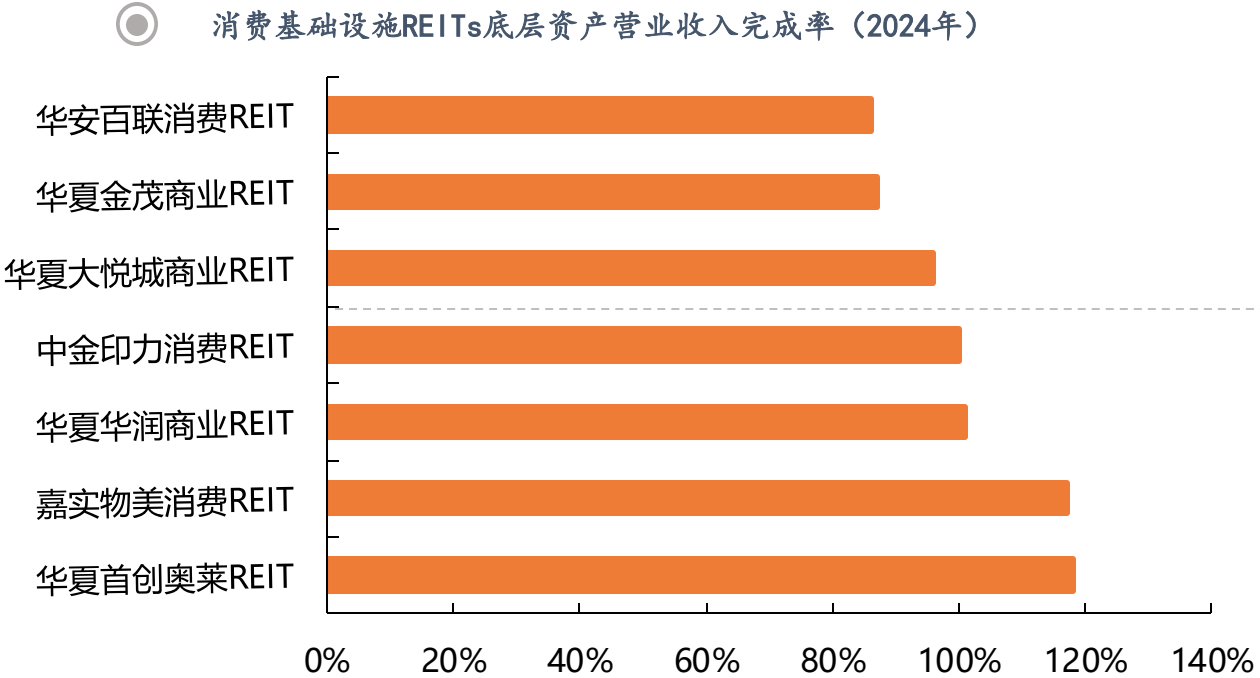
● 消费基础设施REITs底层资产收缴率较高（2024年）



注：易方达华威农贸市场REIT未发布2024年年报，因此未纳入比较行列；
资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——收入完成率

➤ 从底层资产营业收入完成度看，数据可得的7支消费类REIT中，4支超额完成年度预测。华夏首创奥莱REIT、嘉实物美消费REIT、华夏华润商业REIT、中金印力消费REIT项目营业收入均超出招股书预测，华夏金茂商业REIT、华安百联消费REIT收入完成率则不及90%。



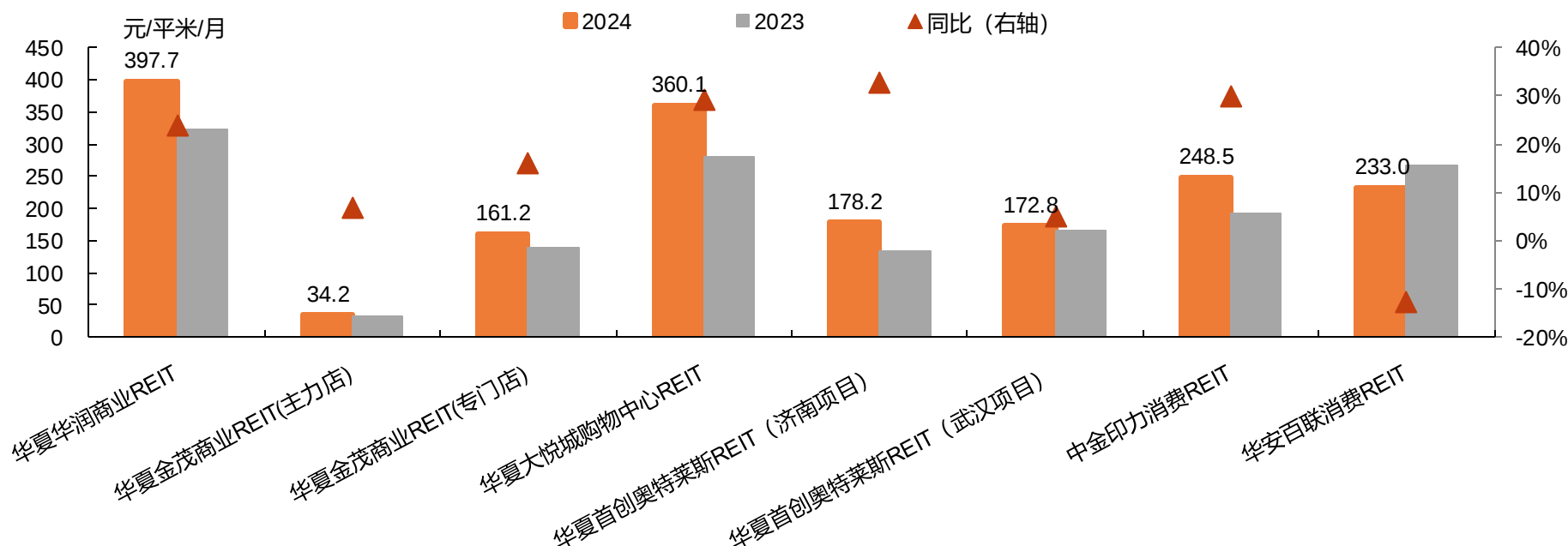
注：易方达华威农贸市场REIT未发布2024年年报，因此未纳入比较行列；其余可比的7支REITs中，华润、金茂、物美在2024Q1发行，印力在2024Q2，百联、首创奥莱、大悦城在2024Q3发行，因此2024年报披露数据非全年数据。为方便可比，我们按照“2024年披露营业收入数据/2024年基金生效有效天数*366”年化全年营业收入数据，与招股书中的2024年年度预测值，进行比较；由于是估算值，或与实际年度营收、实际完成率存在差异。

资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——租金坪效

- 从租金单价水平、2024年租金增幅维度看，华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT表现更优。从区位来看，华夏华润商业REIT底层资产青岛万象城位于青岛市市南区，华夏大悦城商业REIT底层资产成都大悦城位于成都市武侯区，均处于强二线城市主城区，从2024年租金单价绝对值看，处于已上市消费类REITs前列，分别397.7、360.1元/平米/月。从2024年租金增幅维度看，除华安百联消费REIT（主要系 2024年新签长租约主力租户，主力租户通常租金较低），其余租金单价均保持增长，华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT租金增幅亦保持领先。

消费基础设施REITs底层资产租金单价



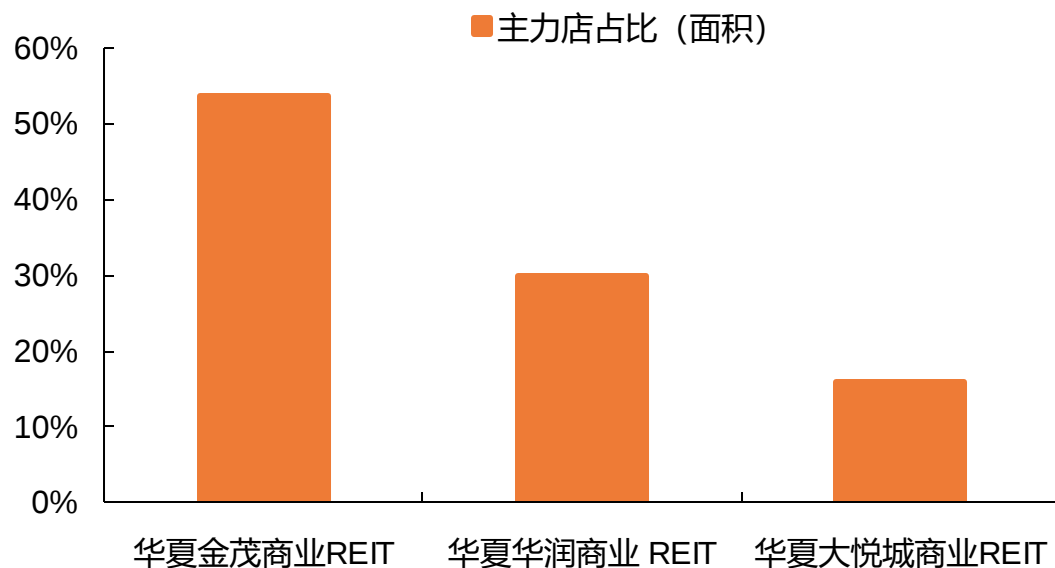
注：华夏华润商业REIT 2023年租金为2023Q1-3数值；华夏金茂商业REIT 2023年租金为2023Q1-2数值；中金印力消费REIT 2023年租金为2023Q1-3数值；2023年租金单价为月租金坪效，考虑底层资产出租率均介于95-99%，因此与2024年租金单价直接比较。嘉实物美消费REIT底层资产为超市，不纳入可比范围。2024年租金单价统计区间为2024年基金生效日至2024年末，或与2024年度实际租金单价存在差异。

资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——商铺构成

- 从商品构成上看，华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT主力店面积占比相对较低，与前文二者租金水平较高互为佐证。从2024年年报看，华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏金茂商业REIT均公布了商铺构成及主力店占比。其中从商铺构成来看，华夏大悦城商业REIT、华夏华润商业REIT底层资产主力店占比为15.91%、29.85%，均控制在30%以下。通常主力店面积较大但租金坪效低，核心目的为吸引客流，若主力店面积占比较低，则反映商场整体综合运营较好，无需过度依赖主力店引流，亦为购物中心腾挪更多运营调整空间，便于灵活调整品牌组合，提升整体租金收益。

● 消费基础设施REITs底层资产主力店面积占比（2024年报）



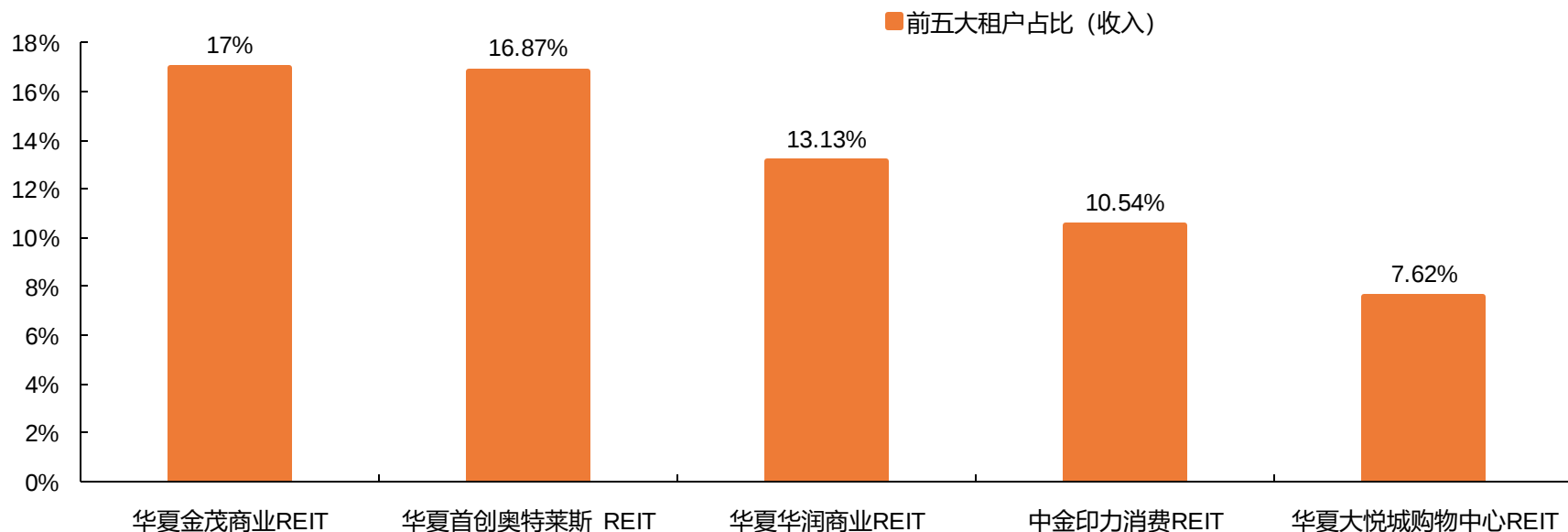
注：仅华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏金茂商业REIT公布商铺主力店占比，其余未公布。嘉实物美消费REIT底层资产为超市，不纳入可比范围。

资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——租户集中度

- 从租户集中度上看，从2024年数据可得的5支看，整体项目收入来源较为分散，租户集中度较低。其中华夏华润商业REIT、中金印力消费REIT、华夏大悦城购物中心REIT前五大租户租金收入占比均不及15%。

消费基础设施REITs底层资产前五大租户租金占比（2024年报）

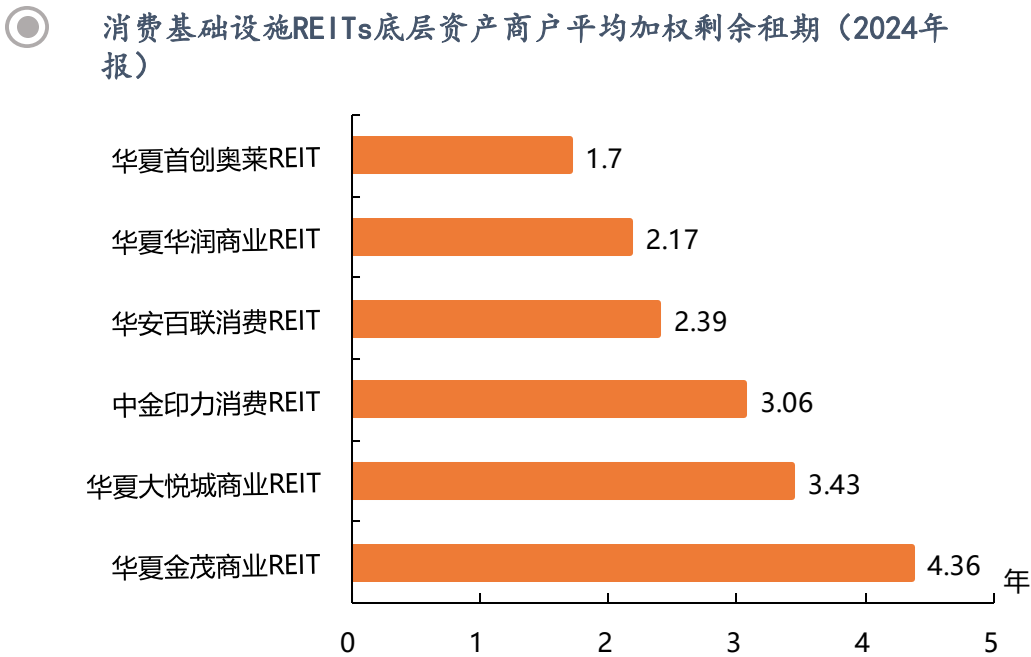


注：仅华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏金茂商业REIT、中金印力消费REIT、华夏大悦城购物中心REIT公布前五大租户租金收入占比，其余未公布。嘉实物美消费REIT底层资产为超市，不纳入可比范围。

资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——剩余租期

➤ 华夏首创奥莱REIT、华夏华润商业REIT剩余租期较短，或意味后续调铺调租空间更为灵活，租金增长更具潜力。租期长短为双刃剑，租期长意味着租约锁定的经营稳定性更强，但同时亦会丧失随着商场整体经营提升，通过调铺等大幅增长租金的可能，因此租约期限长短，亦反映运营方在租约稳定与租金增长的取舍与平衡。通常周边竞品较多、商场尚处培育期的购物中心，更为倾向通过长租约锁定租户稳定性。



注：嘉实物美消费REIT底层资产为超市，不纳入可比范围。
资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——浮动管理费

- 从底层资产运营机构抽取的浮动管理费看，华夏华润商业REIT管理机构作为成熟商管运营商，抽取浮动管理费遥遥领先，2024年已过亿。以华夏金茂商业REIT基金公告为例，浮动管理费指外部管理机构管理费，包括基础管理费和激励管理费。
每年应计提的基础管理费（含税金额）=当年实收运营收入×基础管理费费率，每年应计提的激励管理费（含税金额）=（实际运营净收益-目标运营净收益）×激励管理费费率，当实际运营净收益高于目标运营净收益时，激励管理费为正。因此浮动管理费率与底层资产经营状况密切挂钩。
- 其中华安百联消费REIT2024年没有提取浮动管理费，其余各家均有提取业绩奖励，华夏华润商业REIT管理机构作为成熟商管运营商，抽取浮动管理费过亿。

● 消费基础设施REITs运营机构浮动管理费（2024年报）

	浮动管理费（万元）	年化浮动管理费（万元）	2024年基金生效日期
华夏华润商业REIT	10275	11430	2月7日
华夏首创奥莱REIT	3237	8463	8月14日
华夏大悦城商业REIT	1941	5872	9月3日
中金印力消费REIT	3589	5052	4月16日
华夏金茂商业REIT	2520	2745	1月31日
华安百联消费REIT	——	——	7月11日

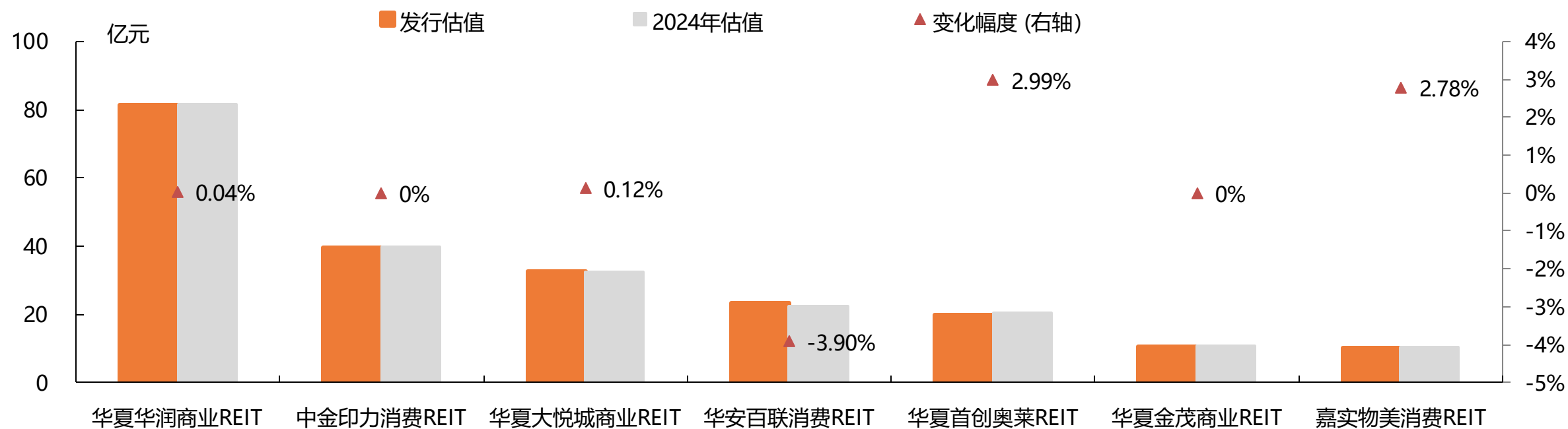
注：嘉实物美消费REIT底层资产为超市，不纳入可比范围。为方便可比，我们按照“2024年浮动管理费/2024年基金生效有效天数*366”年化全年浮动管理费数据，由于是估算值，或与实际年度浮动管理费存在差异。

资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——估值调整

➤ 相比发行估值，华夏首创奥莱REIT、嘉实物美消费REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏华润商业REIT2024年估值均有所调增，分别增长2.99%、2.78%、0.12%、0.04%。华夏金茂商业REIT与中金印力消费REIT底层资产估值保持不变，华安百联消费REIT底层资产估值下调接近4%，底层资产估值调整亦与运营情况、2024年经营业绩强相关。

● 消费基础设施REITs底层资产估值变化（2024年报）

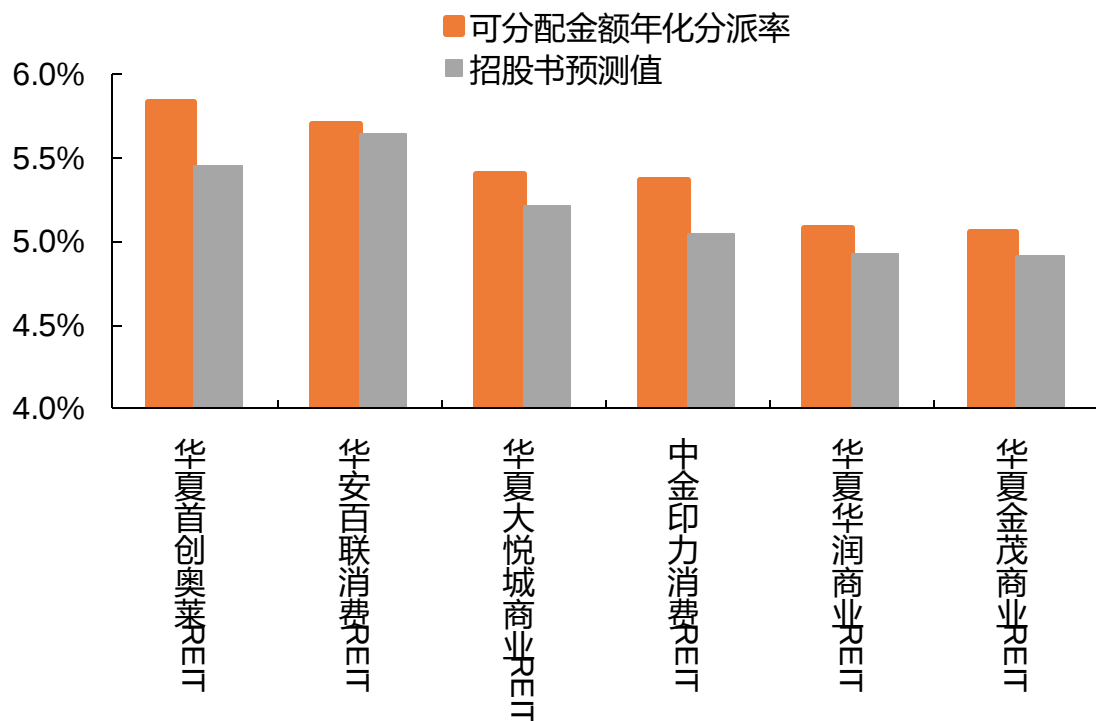


资料来源：基金公告、基金招募说明书、平安证券研究所

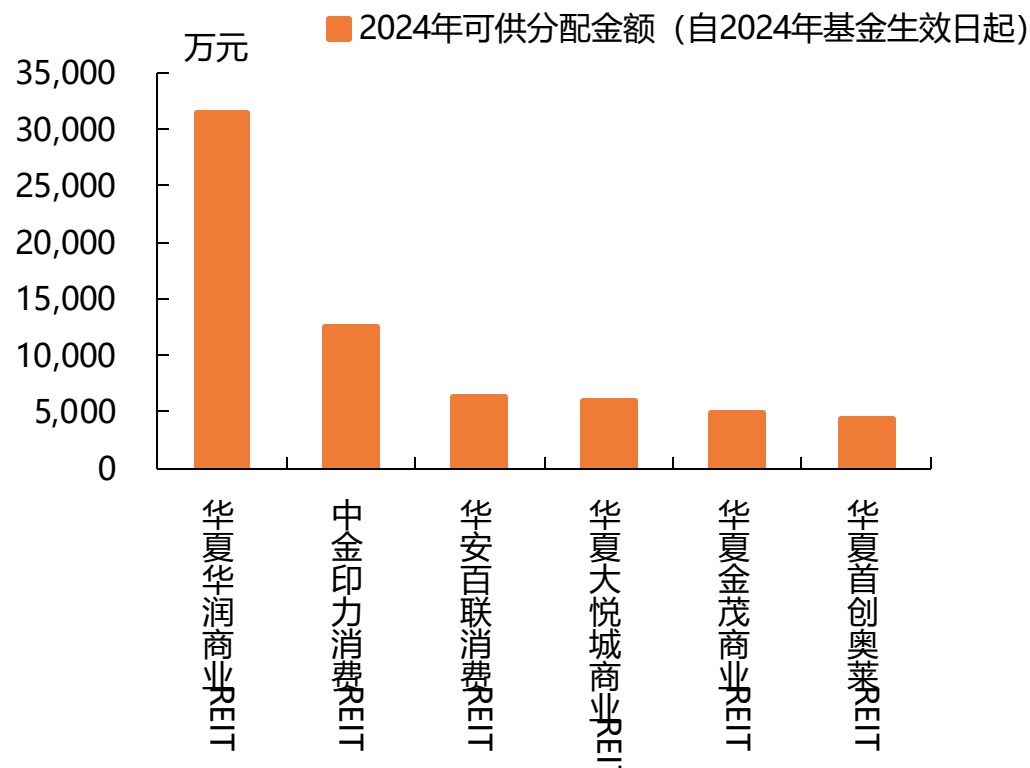
消费基础设施REITs底层资产经营状况良好——可分配金额、分派率

- 从可分配金额绝对值看，华夏华润商业REIT、中金印力消费REIT保持领先；
- 从可供分配金额年化分派率看，消费类REITs均超过招股书中的预测分派水平，亦体现稳定回报的“债性”特征。

消费基础设施REITs分派率（2024年报）



消费基础设施REITs可供分配金额（2024年报）



注：嘉实物美消费REIT底层资产为超市，不纳入可比范围。为方便可比，我们按照“2024年可供分配金额/2024年基金生效有效天数*366”年化分派率数据。分派率以募集金额计算。

资料来源：基金公告、平安证券研究所



目录CONTENTS

● 前言

● 消费类REITs经营业绩等对比

● 新阶段：扩募、新品类、外资玩家进入

● 投资建议与风险提示

国内消费类公募REIT拟首次扩募，进入“存量+增量”双轮驱动阶段

- 华夏华润商业REIT宣布启动扩募计划，国内消费类公募REIT拟首次扩募。2025年3月24日，华夏华润商业REIT公告启动扩募计划，拟通过发行新增份额募集资金，用于收购苏州昆山万象汇项目，为国内首支消费类公募REIT首次扩募，标志着消费类REITs进入“存量+增量”双轮驱动阶段。早于2023年12月4日，华润置地发布公告称，以总代价约10.07亿元收购昆山万象汇项目剩余49%股权，实现全资控股，为此次扩募交易奠定基础。
- 我们认为此次扩募，一是将基金覆盖范围从环渤海区域扩充至长三角，分散基金资产组合风险；二是相比一二线城市新增商业与存量商业竞争加剧，部分低能级区域由于市场规模相对稳定且竞争者较少，其标杆项目经营预期稳定性更强，此次扩募亦为该商业不动产退出提供探索和启示意义。

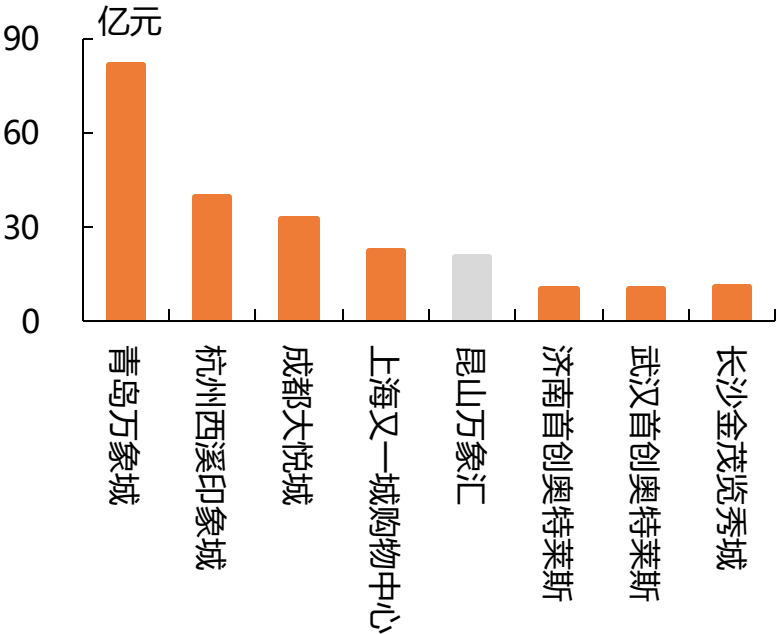
● 华润置地三大商业产品线

	定位	布局	目标客群
mixc 万象城	“引领高品质风尚标杆”	一二线城市核心或潜力地段	追求品位和风尚的消费人群
mixc 万象汇	“感受活力与热爱的聚集地”	一二线城市区域中心或三线城市核心地段	年轻人和家庭消费者
mixc 万象天地	“融合城市精神文化的潮流策源地”， “街区 + mall” 概念	高能级城市核心地段	潮流青年和高端消费者

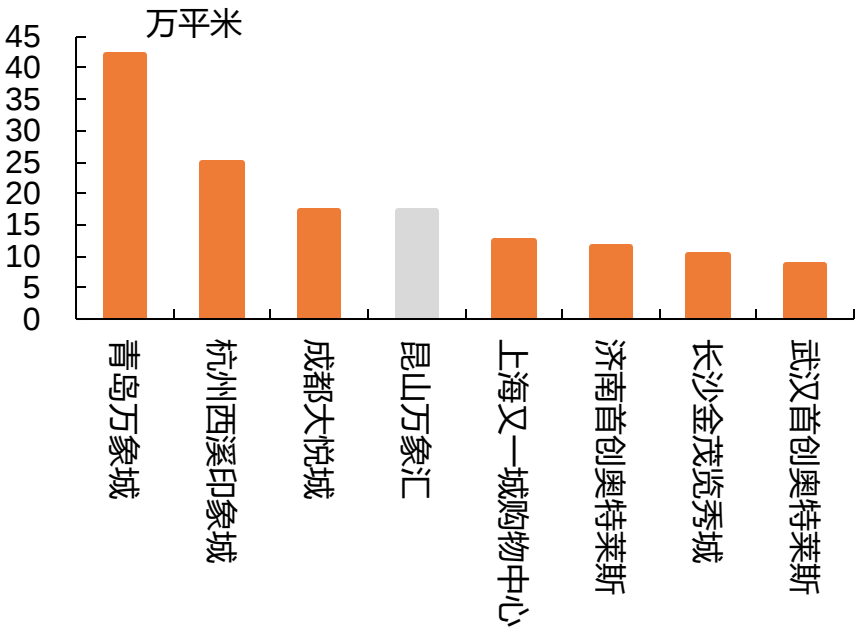
昆山万象汇估值处于已上市消费类REITs居中位置

➤ 按照2023年收购公告测算，昆山万象汇的估值约为20.55亿元，以总建面17.1万方估算，对应单价1.2万元/平米。昆山万象汇位于江苏省昆山市核心区，于2019年11月开业，是11号线地铁上盖的TOD综合体，总建筑面积17.1万平方米，其中商业建筑面积10.2万平方米。根据2023年交易对价（10.07亿元对应49%股权），折算昆山万象汇估值约为20.55亿元，以总建面17.1万方估算，对应单价1.2万元/平米，对比已上市消费类REITs底层资产，单价水平介于长沙金茂览秀城、武汉首创奥莱项目与杭州西溪印象城之间。

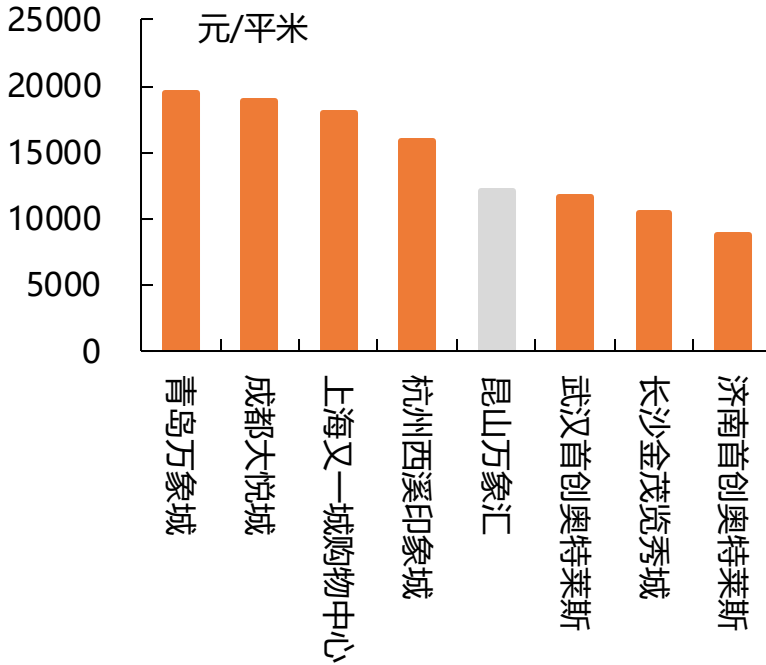
已上市REITs底层资产VS昆山万象汇估值



已上市REITs底层资产VS昆山万象汇总建面



已上市REITs底层资产VS昆山万象汇总建面单价



注：已上市REITs底层资产估值及单价为2024年评估报告数值，昆山万象汇为估算值。
资料来源：基金公告、平安证券研究所

消费类REITs底层资产新品种——农贸市场

- 2024年上市的7支消费REITs底层资产囊括购物中心、奥特莱斯、社区商超等多种业态，2025年上市的易方达华威农贸市场REIT为首单以农贸市场为底层资产的民营消费类REITs产品，底层资产为福州华威农贸市场，特征更倾向于商业消费与仓储物流的结合，为农产品二级批发市场，是福州城区重要的农产品流通节点。
- 根据基金招募说明书，华威农贸市场交易品类涵盖水产品、冻品、干货/调味品、肉禽、蔬果、冷库（冷链仓储区）、仓储、海鲜美食体验、电商直播等，可满足一站式购齐功能，单一品类租赁的行业集中度风险亦被有效分散。

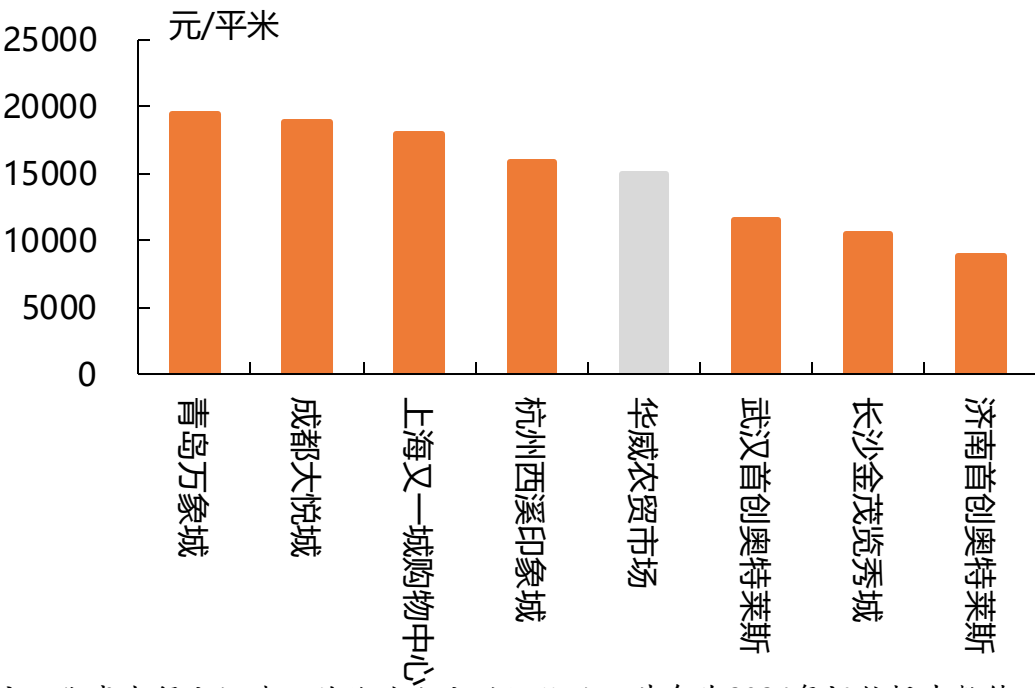
● 一级、二级、三级批发市场

	一级批发市场	二级批发市场	目标客群
定义	直接从产地收购农产品，向中间批发商或代理商销售的批发市场	批发商从一级批发市场采购农产品，再销给中间商或零售商进行销售的市场	批发商从二级批发市场采购农产品，再销给以农贸市场商贩为主的零售商进行销售的市场，是直接 与广大消费者接触的主要渠道
地点	于核心城市外围临近交通节点的位置	一二线城市区域中心或三线城市核心地段，位于城市近郊、物流便利的位置	贴近生活社区，是销地市场与最终消费者之间的“最后一公里”
交易方式	大批量小批次	介于一级和三级市场之间	多批次小批量
特点	源采购自农产品基地（包括远洋捕捞），远离市区、规模较大、品类较单一	满足城市一站式购齐的采购需求，承担本城市农产品综合性保供职责	经营品类齐全，能一次性满足购买需要，市场规模更突出“零售”属性；超额收益源于对最下游分散需求的管理、损耗率的降低以及位置优势。
上游	涉及跨省物流，如由于国内种植条件差异存在南菜北运、西果东输等需求在供给本省、市的同时也供给周边省市，是大批次农产品的集中定价和区域中转物流	一级批发市场或制造商	采购自二级批发市场
下游		餐饮、团餐和城市、乡镇农贸市场（即三级市场）	小规模零售商和居民，供应给个体经营者、家庭消费者等

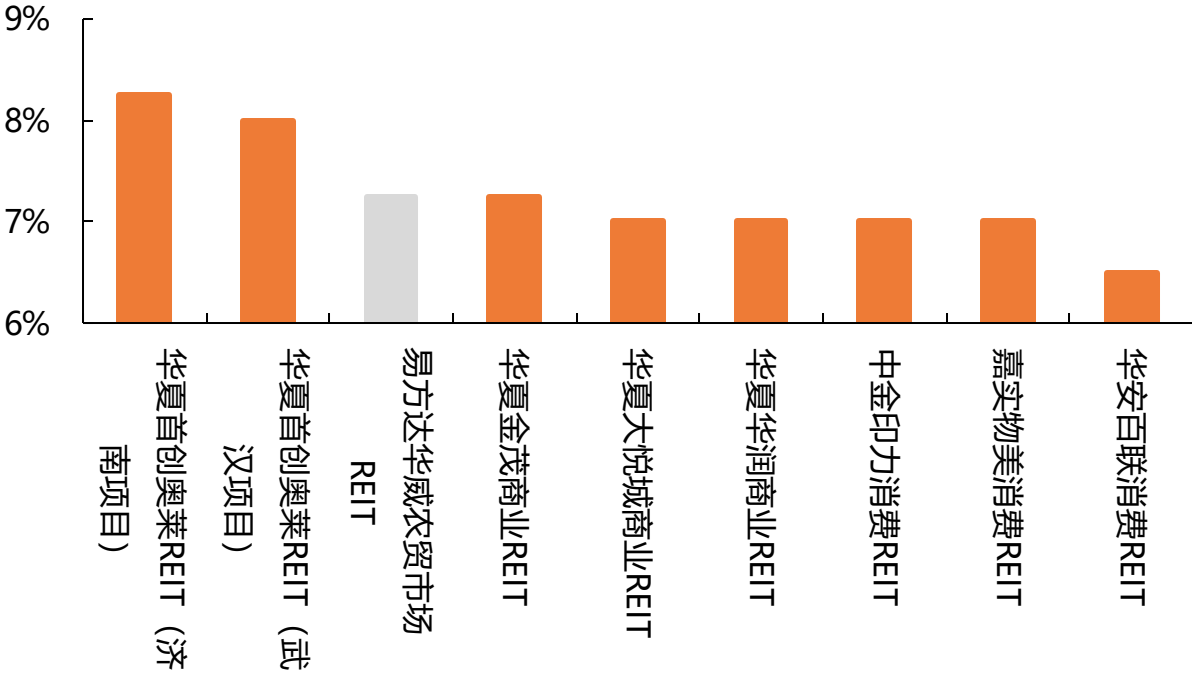
消费类REITs底层资产新品种——农贸市场（二）

➤ 易方达华威农贸市场REIT折现率及年化分派率均处于较高水平。根据基金招募书披露，易方达华威农贸市场REIT资产估值14.82亿元，折合建面单价14981元/平，高于部分已上市购物中心REITs单价。折现率7.25%，仅低于华夏首创奥莱REIT 8%-8.25%，与华夏金茂商业REIT持平，高于其余5支消费类REITs。2024年年化分派率为6.61%，仅低于嘉实物美的6.68%（2024年预测值），高于其余6支消费类REITs；易方达华威农贸市场REIT与嘉实物美消费REIT原始权益人同为民营企业，或通过较高的分派率水平，提升投资者信心。

已上市消费类REITs底层资产VS华威农贸市场总建面单价



已上市REITs底层资产VS华威农贸市场折现率



注：华威农贸市场建面单价为上市时评估值，其余为2024年评估报告数值；折现率均为基金招募说明书数值

资料来源：基金公告、平安证券研究所

凯德投资申报中国首单外资消费类公募REITs, 扩募储备资源丰富

- **凯德投资申报中国首单外资消费类公募REITs：**2025年4月凯德投资申报旗下首支中国消费基础设施公募REIT，获批后有望成为国内首单外资消费类公募REIT。首批纳入的两个资产分别是广州凯德广场·云尚、长沙凯德广场·雨花亭，广州凯德广场·云尚由凯德投资和凯德发展共同持有，长沙凯德广场·雨花亭为凯德中国信托旗下资产。
- **扩募储备资源丰富，保障基金成长性：**凯德商用定位为凯德投资在华业务的核心平台，负责消费及新经济基础设施项目的投资、租赁和运营管理，业态涵盖商场、写字楼、服务公寓和酒店，如凯德广场购物中心、来福士综合体等。截至2024年末，凯德商用持有的旗下储备可扩募消费基础设施资产共35个，总规模超过 300 万平方米，广泛分布于北上深等一线城市及强二线城市。其中凯德商用持有的消费基础设施资产规模超过 800 亿元，储备可扩募资产运营状态均较为成熟，平均已运营年限超过 11 年，大部分资产近三年平均出租率超过 80%，整体经营情况稳定。

● 凯德投资部分扩募储备资源

项目名称	所在城市	开始运营时间	资产规模 (万平方米)	项目名称	所在城市	开始运营时间	资产规模 (万平方米)
凯德 MALL · 望京	北京市	2006 年	6.8	凯德闵行商业中心	上海市	2011 年	9.0
凯德 MALL · 西直门	北京市	2007 年	8.3	上海长宁来福士广场	上海市	2017 年	13.0
北京来福士中心	北京市	2009 年	4.0	凯德星贸中心	上海市	2017 年	2.3
凯德 MALL · 大峡谷	北京市	2010 年	7.0	凯德晶萃广场	上海市	2018 年	8.7
凯德 MALL · 太阳宫	北京市	2012 年	8.4	凯德虹口商业中心	上海市	2020 年	15.0
凯德晶品购物中心	北京市	2012 年	7.2	上海北外滩来福士广场	上海市	2021 年	13.5
凯德 MALL · 大兴	北京市	2018 年	13.5	乐峰广场	广州市	2013 年	8.4
上海来福士广场	上海市	2003 年	4.8	深圳来福士广场	深圳市	2017 年	6.8

凯德：折现率存在可比性，关注后续租金增长制约因素

- **折现率与已上市消费类REITs存在可比性：**从折现率角度看，长沙凯德广场·雨花亭项目与同在长沙的华夏金茂商业REIT底层资产长沙览秀城折现率一致，同为 7.25%；广州凯德广场·云尚项目为一线城市购物中心，在消费类REITs中具备稀缺性，与同在一线城市的华安百联消费REIT底层资产上海百联又一城折现率一致，同为6.5%。
- **关注租售比、主力店面积占比较高对后续租金增长的制约性：**值得注意的是，广州凯德广场·云尚项目2024年租售比为 19.3%，已处于较高水平；长沙凯德广场·雨花亭项目主力店占比过半，但收入贡献仅不足20%，且剩余租期超7年，需关注以上两方面对于未来租金增长潜力等影响。

凯德申报REITs底层资产

	长沙雨花亭项目	广州云尚项目
地点	湖南省长沙市雨花区	广东省广州市白云区
开业时间	2005年	2015年
建面	7.5万平米	9.3万平米
出租率（截至2024年末）	95.14%	95.51%
估值	7.9 亿元	19.75 亿元
折现率	7.25%	6.5%
租售比（2024年）	13.5%	19.3%
销售额（2024年）	6.24亿元	7.43 亿元
月租金坪效（元/平米/月）	122.42	185
主力店租赁面积占比（2024年）	52.73%	19.24%
主力店收入占比（2024年）	18.51%	3.21%
主力店/整体剩余租期	7.47年/4.8年	2.02年/2.18年
租户集中度（截至2024年末）	合计租户 193 家，不存在租户收入占比超过10%情况	合计租户 229 家，不存在租户收入占比超过10%情况

资料来源：基金招募说明书、平安证券研究所



目录CONTENTS

● 前言

● 消费类REITs经营业绩等对比

● 新阶段：扩募、新品类、外资玩家进入

● 投资建议与风险提示

投资建议：优质购物中心开发运营企业、消费类基础设施REITs等

- **投资建议：**国内购物中心经历多轮发展，存量规模持续扩张，竞争格局相对稳定；存量时代下购物中心存量项目改造、轻资产输出、深度运营趋势增强，短期由于消费信心恢复尚未稳固，行业发展面临一定压力；中长期随着城镇化进一步推进、电商渗透率趋稳、线下业态持续创新，线下消费需求仍将具备一定韧性。我们认为优质购物中心出租率高、销售额稳定，运营经验难以模仿复制，具备长期投资价值，建议关注优秀购物中心开发运营企业（如华润置地、龙湖集团、华润万象生活、星盛商业等），以及相关消费类基础设施REITs（如华夏华润商业REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏首创奥莱REIT等）等投资机会。

- **风险提示：**1) 国内经济增速回落，消费增速大幅下行风险：若经济增速不及预期、消费增速大幅下行，将对购物中心需求产生负面影响；2) 存量竞争加剧，购物中心格局恶化风险：购物中心市场容量趋向饱和、新开发项目体量萎缩导致行业参与者规模增长空间收窄，竞争激烈度提升可能引发格局恶化风险；3) 购物中心内容创新、业态升级低于预期风险：从供给角度出发，业态趋同、空间同质化成为购物中心痛点，若购物中心消费场景升级进程不及预期，可能导致消费客群流失风险。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。