



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

2025 年我国 REITs 市场回顾与展望

——上海证券公募 REITs 系列研究报告

报告日期：2026年03月06日

上海证券基金评价研究中心

分析师：孙桂平

执业证书编号：S0870519040001

邮箱：sunguiping@shzq.com

电话：021-53686102

相关报告：

《2024 年我国 REITs 市场回顾与展望》

摘要：

2025 年 REITs 市场仍保持较快发展，全年共发行 20 只，仅次于 2024 年，全年发行规模为 402 亿元，仅次于 2022 年和 2024 年，但如果加上扩募规模的话，则 2025 年 REITs 总募资规模也仅次于 2024 年。2025 年发行市场主要特点有：1) 政策面持续推动 REITs 发展和创新，基础资产类型再次扩容和常态化扩募；2) 2025 年配售比例始终保持低位，但首日涨跌幅出现较大波动；3) REITs 管理人继续增多，市场集中度较高。

2025 年产权 REITs 整体经营状况较平稳，保障房 REITs 和消费设施 REITs 是上市后经营状况较好，多数 REITs 在 2025 年经营业绩获得改善，两者租金水平保持稳定，也是出租率最高的两类资产；仓储物流过去一年经营状况相对较差，仅少数 REITs 经营状况提升，但仓储物流出租率则保持相对稳定，最新季度经营状况有所改善；产业园过去一年经营状态也较差，2025 年随着出租率和租金水平的下滑，营收和 EBITDA 也出现明显下滑，不过最新季度经营状况略有改善；数据中心 REITs 上市时间较短，最近两个季度出租率很高且保持稳定。

从特许经营权 REITs 经营状况来看，大多数呈现出较明显的周期变动特征，2025 年整体经营状况相对平稳。其中生态环保 REITs 在 2025 年经营状况改善，上市后基本上处于缓慢增长的趋势，富国首创水务增长趋势更明显；清洁能源 REITs 在 2025 年经营状况出现明显分化，半数 REITs 经营改善，而清洁能源上市以来的长期趋势也出现明显分化现象；收费公路 REITs 过去一年营收小幅下滑，而 EBITDA 表现略好，长期来看，收费公路经营状况相对稳定，多数 REITs 上市后经营状况改善。

随着产品数量增加，2025 年 REITs 累计分红 175 次，较 2024 年大幅增长，其中 2025 年上半年成立的大多数 REITs 也进行了年内分红。2025 年 REITs 总分红金额为 109 亿，占 2024 年全年可供分配金额的比例为 88%。产权 REITs 分红比例低于特许经营权 REITs，都明显高于股票指数。REITs 分红收益率 2022 年到 2024 年连续三年增长，而 2025 年出现下滑，变化趋势与股票指数类似。产权 REITs 各资产类型的分红收益率差异较小，2025 年分红收益率最高的是消费设施和仓储物流，在 5%左右，最低的是保障房，3.2%左右。特许经营权 REITs 各资产类型分红收益率变化较大，2025 年最高的是收费公路，为 9.32%，其他资产类型都在 6.8%左右，其中清洁能源过去两年分红收益率下降最为剧烈。

REITs 市场在经历了 2023 年市场大幅调整，表现弱于股票市场后，2024 年则整体表现较好，尤其是 REITs 市场从 2024 年 5 月保持平稳向上态势，走出了与股票市场不同的独立行情。2025 年也迎来反弹中伴随调整的震荡行情，只是幅度更大，且 REITs 市场与股票市场走势相反，继续走出独立行情。全年来看，REITs 整体收益率为 7.55%，明显不及沪深 300 和中证 500，但略好于中证红利指数。其中产权 REITs 收益率为 12%，但不同资产类型差

异很大，表现最好的消费设施和最差的产业园，收益率差距超过 30 个点；特许经营权 REITs 收益率为 2.61%，不同资产类型差异较小。2025 年产权 REITs 波动率在大于特许经营权 REITs 的情况下，最大回撤却小于后者，也进一步显示出两者的差异性。

2025 年不同类型 REITs 之间表现出很强的正相关，产业园与其他类型的相关性最高，而水利设施与其他类型相关性最低。与 2024 年相比，2025 年 REITs 市场与股票市场呈现出弱负相关，而与债券市场正相关性增强，显示出 REITs 市场股性减弱、债性增强。其中保障房与股市负相关性最强，而与债市正相关性最强。

2025 年开始 REITs 换手率逐渐走低，与中证 500 的差距逐渐拉大，与沪深 300 指数的差距逐渐缩小，并且从下半年开始 REITs 换手率与沪深 300 指数持平，有时甚至低于沪深 300 指数。REITs 上市以来的个人投资者持有比例呈现出明显下降趋势，截止 2025/6/30，个人投资者持有比例为 2.79%，预计个人投资者比例仍将保持低位，REITs 市场机构主导的格局可能短期内难以显著改变。从不同资产类型的个人偏好来看，生态环保的个人投资者比例为 17%，明显高于其他资产类型。

风险提示：本报告仅为信息参考，不构成任何投资建议。REITs 作为权益类产品，存在市场风险（受宏观经济、利率等因素影响价格波动）、流动性风险（可能面临交易不活跃导致的变现困难）、底层资产风险（如运营不佳、估值缩水等影响收益）及政策风险（监管、税收等政策调整可能带来不利影响），投资者需结合自身风险承受能力审慎决策，自行承担投资风险。

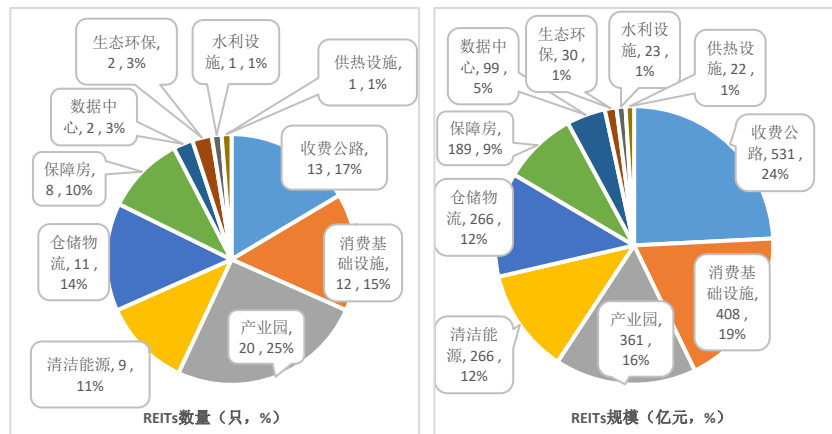
（一）市场概况

我国 REITs 经过 4 年多的发展，截止 2025 年底共有产品 79 只，市场规模合计 2194.57 亿元，相比 2024 年底数量和规模分别增长 34% 和 39%，可见 2025 年 REITs 市场仍保持较快增长。

分类型来看，2025 年底产权 REITs 和特许经营权 REITs 数量之比接近 7:3，而规模之比为 6:4，也就是**产权 REITs 数量和规模逐渐占据优势**，这与特许经营权 REIT 分红金额多于产权 REIT，以及 2025 年特许经营权 REITs 发行数量和规模明显不及产权 REITs 等有关。相较而言，REITs 管理人可能更喜欢发行产权 REITs，其资产存续时间长，可以带来更长久的管理费收入。

从资产类型来看，2025 年底存续数量超过 10 只的资产类型主要集中在产业园、收费公路、消费基础设施和仓储物流等上面，数量合计占比超过了 70%，而数据中心、生态环保、水利设施和供热设施，数量都不超过 2 只。存续规模超 300 亿元的资产类型主要集中在收费公路、消费基础设施和产业园等上面，规模合计占比为 60%，然后清洁能源、仓储物流和保障房等规模在 200 亿元左右。REITs 产品平均规模为 28 亿元，其中平均规模超过 40 亿元的资产类型有数据中心和收费公路等，而平均规模小于 20 亿元的类型有生态环保和产业园等。

图 1 2025 年底 REITs 数量和市场规模

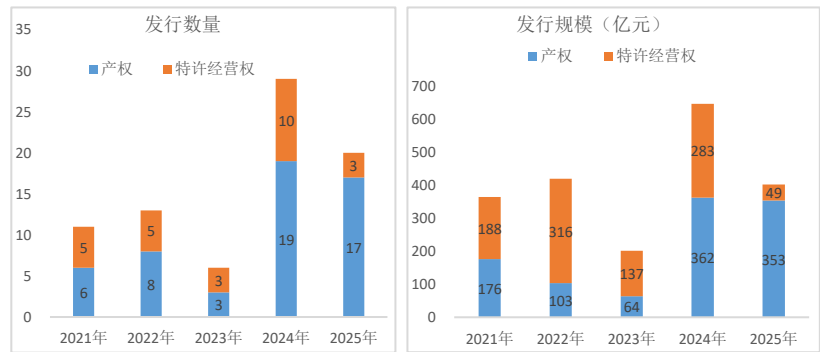


数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

（二）发行市场

2025 年 REITs 发行市场仍延续较快发展势头，全年共发行 20 只，仅次于 2024 年的 29 只，明显超过 2021 年到 2023 年。2025 全年发行规模为 402 亿元，虽然较 2024 年有较大下滑，但仍处在相对高位。相比特许经营权 REITs，2025 年产权 REITs 发行无论从数量上还是规模上都取得了明显优势，产权 REITs 发行数量和规模占比在 86% 左右。分时间段来看，2025 年上半年和下半年各发行了 10 只，上、下半年的发行规模占比分别为 38%：62%，下半年 REITs 平均发行规模明显增大。

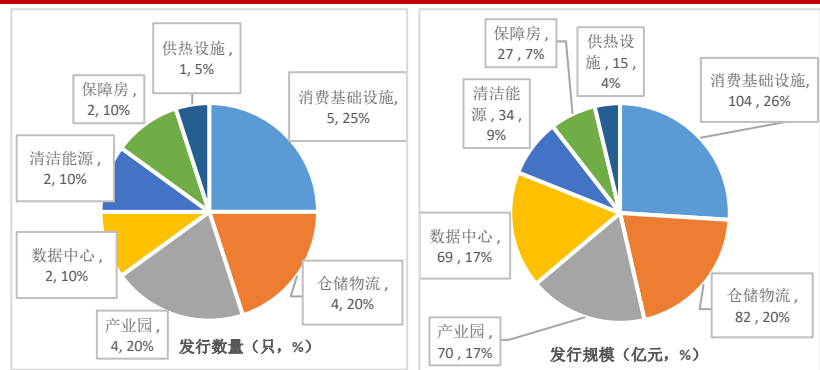
图2 历年 REITs 发行数量和发行规模



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

分类型来看，目前 10 种资产类型中有 7 种在去年发行了 REITs，其中供热设施和数据中心首次发行，而生态环保、水利设施和收费公路在 2025 年未发行 REITs，其中生态环保仅在 REITs 首年发行过，而水利设施则是 2024 年新发行的资产类型。不同类型 REITs 发行情况也存在一定差异性，集中度相对不太高，其中消费基础设施 REITs 保持领先，发行数量为 5 只，发行规模为 104 亿元，市场占比为 25%，其次为仓储物流和产业园 REITs，数量和规模占比在 20% 左右，数据中心 REITs 虽然只发行了两只，但总规模接近 70 亿，发行数量和规模最少的是供热设施 REITs，只发行了一只，发行规模为 15 亿。

图3 2025 年各类型 REITs 发行数量和规模 (亿)



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

总的来看，2025 年 REITs 发行市场呈现的主要特点有：

1) 政策面持续推动 REITs 发展和创新

REITs 作为创新型产品，涉及领域很多，其发展壮大离不开政策层面的呵护。据不完全统计，2025 年国务院各部委出台了与 REITs 相关政策法规共 23 条，与 2024 年基本持平，其中主要内容有：

①推动 REITs 持续扩容。政策重复涉及或新涉及的资产类型有文化和旅游基础设施项目、人工智能和智慧城市等新型基础设施项目（2025 年新涉及）、数据中心项目（2025 年已发行）、养老设施项目、城市更新

类项目（2025年新涉及）、便民生活圈消费基础设施项目（部分类型已发行）、体育产业项目、光热发电项目（已发行）。按照国家发改委2025年12月发布的REITs项目行业范围清单，共涉及了14大类资产类型，目前未发行REITs产品的主要类型有文旅项目、商业办公设施、养老设施以及城市更新设施等4大类型，当然有些大类又可分为很多细分类型，有些细分资产类型也没有发行过REITs产品。

②推动商业不动产REITs发展。2025年12月底中国证监会发布推出商业不动产REITs试点的公告。作为基础设施REITs之外的又一类重要的REITs类型，商业不动产REITs将商业综合体、办公、酒店等纳入资产范围，与国际成熟市场接轨，其推出有望更好发挥REITs功能作用，推动REITs市场更具活力和规模更快速发展。

③加快REITs扩募。2025年6月，沪深交易所相继发布REITs扩募业务指南，进一步明确REITs扩募业务。继2023年首批4只REITs扩募落地后，2025年共计有5只REITs完成扩募，扩募总金额为71亿元，不仅数量和金额创历年新高，而且还有进一步创新：一是实现了REITs常态化扩募；二是扩募资产类型扩容。从2023年的产业园和仓储物流进一步扩展到保障房和清洁能源，尤其是后者也是首次特许经营权REITs扩募落地实施。

总之，在政策的大力推动下，2025年REITs市场继续较快发展，并且基础资产类型再次扩容，2025年新发供热REITs和数据中心REITs。而且基础资产大类里面也有一定创新，比如首单农贸市场REIT、首单外资消费REIT、首单医药物流仓储REIT。除了首发REITs外，还有首单保障房REIT扩募和首单特许经营权REIT扩募等等。

表 1 2025 年主要的创新 REITs 产品

REITs 名称	资产类型	成立日期	发行规模 (亿元)	创新点
易方达华威农贸市场 REIT	消费基础设施	2025-1-13	15.14	首单农贸市场 REIT
国泰海通济南能源供热 REIT	供热设施	2025-1-13	14.96	首单供热设施 REIT
汇添富九州通医药仓储物流 REIT	仓储物流	2025-2-17	11.58	首单医药物流仓储 REIT
南方万国数据中心 REIT	数据中心	2025-7-18	24.00	首批数据中心 REITs
南方润泽科技数据中心 REIT	数据中心	2025-7-18	45.00	首批数据中心 REITs
华夏凯德商业 REIT	消费基础设施	2025-9-16	22.87	首单外资消费 REIT
华夏北京保障房 REIT	保障房	2025-6-4	9.46	首单保障房 REIT 扩募
中航京能国际能源	清洁能源	2025-11-25	29.22	首单特许经营权

REIT			REIT 扩募
------	--	--	---------

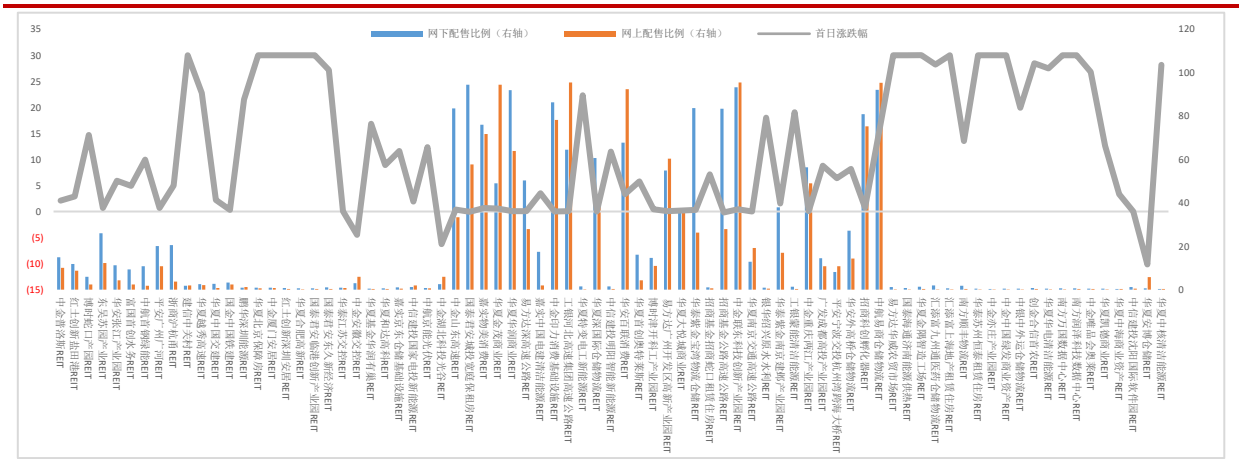
数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心；

2) 2025 年配售比例始终很低，首日涨跌幅出现较大波动

2021 年以来 REITs 发行的配售比例的变化情况可以明显分为三个阶段。第一阶段 REITs 发行数量较少，导致其稀缺性较强，尤其是首批 REITs 上市后二级市场的较好表现，使得稀缺性加剧，2022 年连续一段时间 REITs 上市首日出现了大幅溢价交易的现象；第二阶段 REITs 配售比例整体出现明显大幅提升，一个原因在于 2023 年二季度 REITs 加速下跌，一直持续到 2024 年初，导致参与 REITs 投资的意愿降低；第二个原因是 REITs 上市首日涨幅下降，甚至出现破发，打新效应减弱使得投资者参与后续 REITs 发行的意愿下降。

2025 年则是第三个阶段，随着 2025 年初 REITs 市场迅速上涨，2025 年开始 REITs 配售比例出现了断崖式下跌，并且伴随着 REITs 首日涨幅明显提升，多只 REITs 上市首日甚至涨停，而下半年随着 REITs 二级市场迎来自 2024 年初本轮反弹行情以来的最大调整行情，虽然在配售比例仍然较低的情况下，REITs 首日涨幅出现了明显回落，11 月份上市的中信建投沈阳国际软件园 REIT 上市首日盘中出现破发，12 月上市的华夏安博仓储 REIT 首日下跌超过-10%，创下了 REITs 上市以来首日最大跌幅。不过 2025 年底成立的华夏中核清洁能源 REIT，在 2026 年初 REITs 市场反弹行情的加持下，于 2 月初上市时，其首日上漲 28.16%，一改过去一段时间的颓势，实现了大幅反转。

图 4 2021 年以来 REITs 发行配售比例 (%) 及首日涨跌幅 (%)



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

3) REITs 管理人继续增多 市场集中度较高

表 2 REITs 管理人历年发行数量和规模 (亿元)

基金管理人	2025 年		2024 年		2023 年		2022 年		2021 年		合计 数量	主要资产类型 (数量)
	数量	规模	数量	规模	数量	规模	数量	规模	数量	规模		
华夏基金	6	108.55	7	186.51			5	148	1	21.3	19	收费公路 (3)、产业园 (3)、保障房 (2)、清洁能源 (3)、仓储物流 (2)、消费基础设施 (6)
南方基金	3	101.9									3	数据中心 (2)、仓储物流 (1)
中金基金	3	61.48	3	58.97	2	45.6	2	121.8	1	58.35	11	仓储物流 (1)、保障房 (1)、收费公路 (2)、产业园 (4)、消费基础设施 (3)
创金合信基金	1	36.85									1	产业园 (1)
汇添富基金	2	25.2									2	仓储物流 (1)、保障房 (1)
易方达基金	1	15.14	2	41.06							3	收费公路 (1)、产业园 (1)、消费基础设施 (1)
国泰海通资管	1	14.96			1	30.5	2	23.42			4	产业园 (2)、保障房 (1)、供热设施 (1)
华泰证券资管	1	13.67	2	22.41			1	30.54			4	收费公路 (1)、仓储物流 (1)、产业园 (1)、保障房 (1)
中银基金	1	13.11									1	仓储物流 (1)
中信建投基金	1	10.98	1	12.82	1	78.4					3	清洁能源 (2)、产业园 (1)
平安基金			1	80.88					1	91.14	2	收费公路 (2)
浙商证券资管									1	43.6	1	收费公路
东吴基金									1	34.92	1	产业园
建信基金									1	28.8	1	产业园
博时基金			1	11.99					1	20.79	2	产业园 (2)
富国基金									1	18.5	1	生态环保
红土创新基金							1	12.42	1	18.4	2	仓储物流 (1)、保障房 (1)
华安基金			2	34.48					1	14.95	3	产业园 (1)、消费基础设施 (1)、仓储物流 (1)
中航基金			1	21.02	1	29.35			1	13.38	3	生态环保 (1)、清洁能源 (1)、仓储物流 (1)
工银瑞信基金			2	67.65							2	收费公路 (1)、清洁能源 (1)
招商基金			3	58.2							3	保障房 (1)、收费公路 (1)、产业园 (1)
国金基金							1	47.93			1	收费公路
嘉实基金			2	20.23	1	17.57					3	仓储物流 (1)、消费基础设施 (1)、清洁能源 (1)
鹏华基金							1	35.38			1	清洁能源
银华基金			1	16.97							1	水利设施 (1)
广发基金			1	12.5							1	产业园
合计	20	401.84	29	645.69	6	201.42	13	419.48	11	364.13	79	-

数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心;

2025 年共有 10 家基金管理人发行了 REITs 产品，其中新入场 4 家基金管理人，分别是南方基金、创金合信基金、汇添富基金和中银基金，都是基金管理规模靠前的基金公司。此外，目前 26 家 REITs 管理人中，有 7 家最近三年未发行 REITs，有 4 家最近四年未发行 REITs，一方面可能与没有好的项目储备有关，另一方面也可能与公司发展战略调整有关。

2025 年发行数量最多的基金管理人**是华夏基金**，共 6 只，其次为中金基金和南方基金，各发行 3 只，汇添富基金发行 2 只，其他管理人都在 2 只以下。**截止 2025 年底，26 家基金管理人中华夏基金发行 REITs 数量最多（19 只），发行规模合计 464 亿元，规模排名第一；其次为中金基金（11 只），发行规模为 346 亿元，规模排名第二**，其也是连续五年都有 REITs 发行的唯一管理人。国泰海通资管和华泰证券资管的发行数量为 4 只，而发行规模超百亿的管理人还有平安基金、中信建投基金和南方基金等。

目前 REITs 市场呈现出较高的集中度，华夏基金和中金基金两家基金公司的合计数量和规模占比分别为 38%和 40%，而数量前四的基金管理人合计数量占比为 48%，而规模前五的管理人合计规模占比为 58%。有 10 家管理人只发行了 1 只产品，合计数量和规模不及华夏基金或者中金基金一家。

从各家基金管理人管理的 REITs 的底层资产类型来看，管理超过 2 只 REITs 的共有 16 家，其中有 7 家没有跨 REITs 大类，并且有 2 家都为同一资产类型，可以发现部分发行数量较少的 REITs 管理人有向专业化发展的趋势，但发行数量较多的管理人其管理的资产类型则非常多，例如华夏基金和中金基金分别管理了 6 种和 5 种底层资产类型，当然华夏基金管理的消费基础设施（6 只）相对较多，而中金基金年管理的产业园（4 只）相对较多。可见，在当前单只 REITs 平均规模较小的情况下，为了尽快实现管理规模的提升，管理人只有尽可能多的囊括更多资产类型的优质项目发行产品。未来随着我国 REITs 扩募的进一步发展，该现象可能会一定程度的扭转。

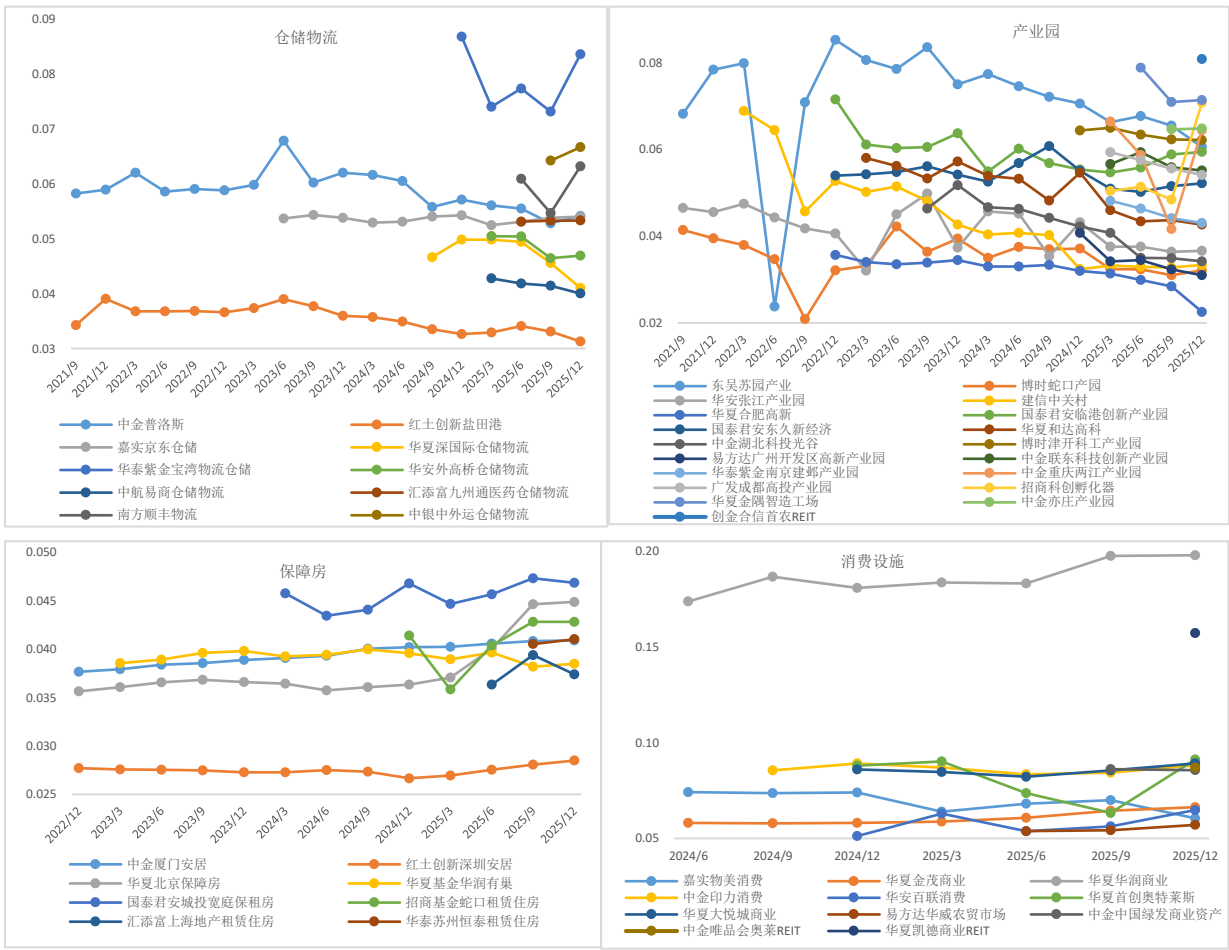
其实从海外 REITs 来看，跨越多个资产类型的多元化经营 REITs 不是市场主流，规模占比很小，而专注在某一类型的专业化经营 REITs 是市场绝对主流。主要原因在于海外 REITs 管理人不是被动持有底层资产，而是通过主动管理运营实现资产增值，由于不同类型资产的运营差异很大，专注于某种类型可以发挥专业优势，提升资产管理能力和运营水平，使得 REITs 资产可以获得最大程度增值。

（三）经营状况和分红情况

1、经营状况

1) 产权 REITs

图 5 REITs 每份额季度营业收入



数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心;

分类型来看, 仓储物流 REITs 在过去一年营收出现较明显下滑, 平均降幅为-6.20%。其中华夏深国际仓储物流同比降幅较大, 且最近两个季度营收连续下降, 其次为中金普洛斯, 同比下降-5.21%, 而同比下滑幅度最小的是嘉实京东仓储, 为-0.34%, 与单一租户有关。仓储物流最新季度营收环比出现小幅回升, 平均增幅为 1.89%, 70%的 REITs 环比增长, 但不同 REITs 出现分化, 其中表现较好的是华泰紫金宝湾物流仓储和南方顺丰物流, 增幅在 15% 左右, 而华夏深国际仓储物流和红土创新盐田港则环比下滑超过-5.0%。

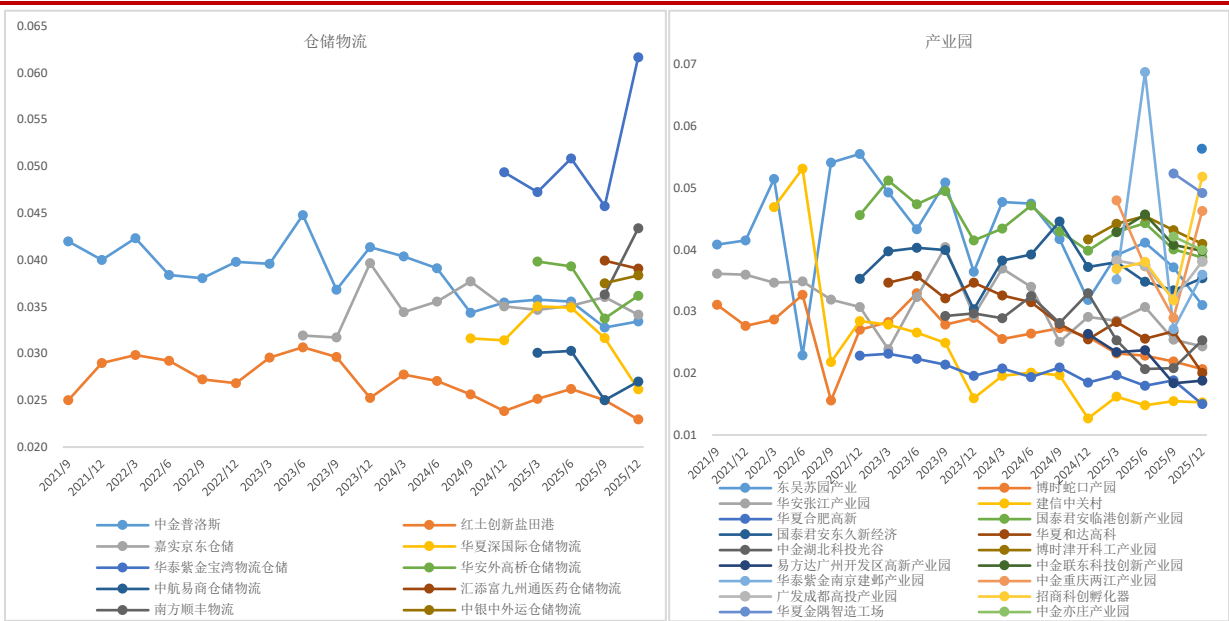
产业园 REITs 在过去一年营收也出现大幅度下滑, 平均幅度为-12.35%, 其中华夏合肥高新、华夏和达高科、易方达广州开发区高新产业园等下滑幅度超过-20.0%, 仅建信中关村、国泰海通临港创新产业园等同比小幅增加。产业园最新季度环比表现相对较好, 数量占比 50%的 REITs 环比营收增长, 其中中金重庆两江产业园和招商科创孵化器环比增幅在 50%左右, 中金重庆两江产业园上市后经历了营收大幅波动, 最近季度营收已经接近上市初期水平, 而招商科创孵化器最新季度营收较前三个季度大幅增长。表现较差的是华夏合肥高新过去 5 个季度营收连续下滑, 而最新季度环比降幅超过了-20.0%。

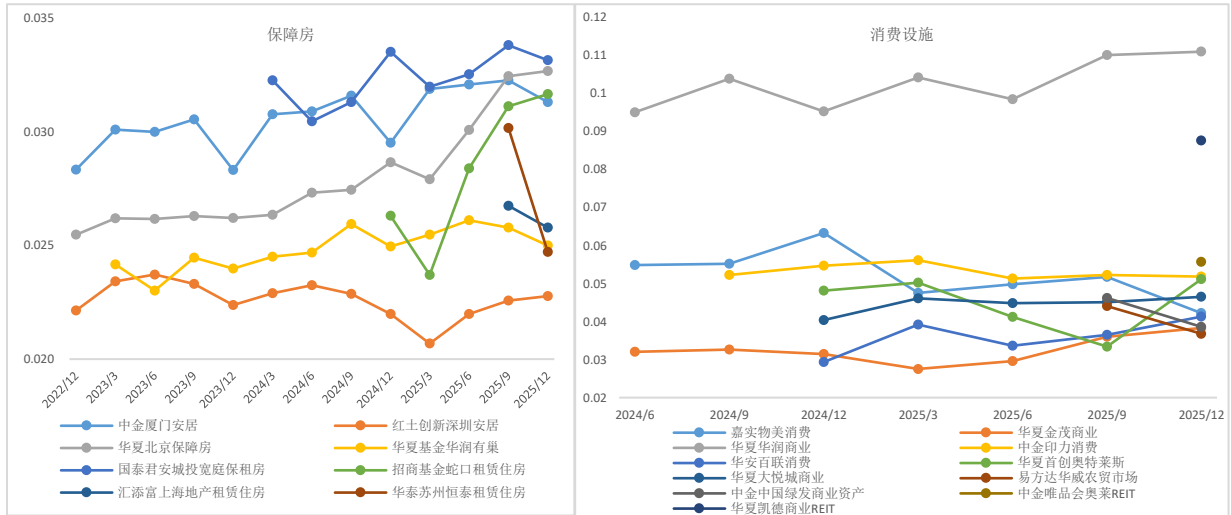
保障房是上市后经营状况比较好的资产类型, 过去一年 83%的 REITs 实

现营收同比增长，平均增幅为 5.47%，其中华夏北京保障房表现最好，受资产扩募的影响，最近季度同比增幅为 23.50%，其次为红土创新深圳安居，增幅也超过了 5%，而华夏基金华润有巢是唯一同比下滑的 REITs，降幅为 -2.77%。从环比表现来看，63%的 REITs 营收环比增长，其中红土创新深圳安居和华泰苏州恒泰租赁住房增幅超过 1%，而汇添富上海地产租赁住房则表现较差，环比降幅超过 -5.0%。

消费设施也是上市后经营状况较好的资产类型，过去一年同比增幅为 5.45%，71%的 REITs 实现增长，其中增幅较高的有华安百联消费（26.51%）、华夏金茂商业（14.20%）、华夏华润商业（9.39%）等，而嘉实物美消费同比明显下滑（-18.17%）。消费设施最新季度营收环比也有明显增长，平均增幅为 6.90%，其中增幅最高的是华夏首创奥特莱斯，在经历二、三季度营收明显下滑后，四季度营收大幅提升，已经处于上市以来最高水平，其次是华安百联消费，环比增长 15.22%，且最近两个季度稳定增长，目前最新季度也处于上市以来最高水平，而环比跌幅最大的是嘉实物美消费（-13.48%），在经历 2025 年二、三季度连续增长后，四季度营收大幅下滑，目前处于上市以来的最低水平。

图 6 REITs 每份额季度 EBITDA



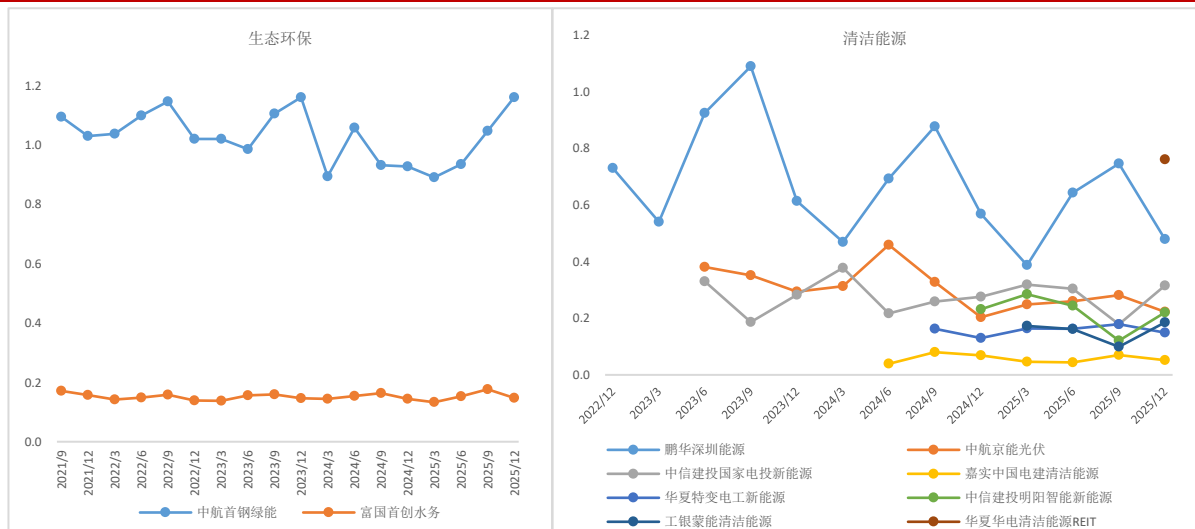


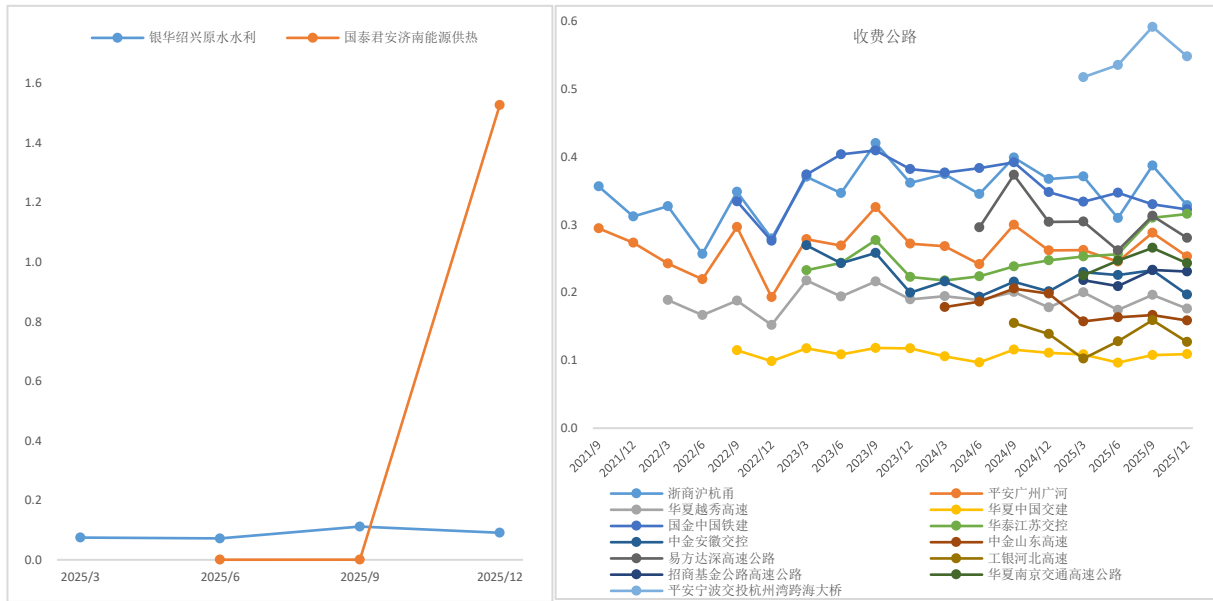
数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心;

产权 REITs 的 EBITDA 表现与营收相类似, 仍然是保障房和消费基础设施表现最好, 上述两种类型的最新季度 EBITDA 的整体同比增幅都在 7%到 9% 之间, 且 70% 多的 REITs 实现了同比增长, 从最新季度环比表现来看, 消费设施表现更好一些, 56% 的 REITs 实现了环比增长, 而 38% 的保障房实现了环比增长。仓储物流虽然同比表现也较差, 仅 20% 的 REITs 同比增长, 而环比表现略好一些, 60% REITs 实现了 EBITDA 增长, 产业园同样是表现最差的一类资产类型, 过去一年不到 10% 的 REITs 同比增长, 最近季度也仅有 40% 的 REITs 实现环比增长。

2) 特许经营权 REITs

图 7 REITs 每份季度营业收入





数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心；

从上市以来的经营状况来看，生态环保、清洁能源和收费公路等类型的特许经营权 REITs 大多数呈现出较明显的周期变动特征。总的来看，特许经营权 REITs 在 2025 年整体经营状况相对平稳，但存在一定的分化。具体来看：

1) 生态环保 REITs 过去一年的营收同比都取得增长，其中中航首钢绿能表现更好一些，同比增长 25%，且最近连续三个季度营收稳定增长，最新季度营收已处于上市以来最高水平，伴随营收增加，季度 EBITDA 波动也趋向缓和，过去一年也有明显增长。富国首创水务上市以来营收缓慢增长，2025 年三季度营收创上市以来最高水平，虽然四季度出现下滑，但同比仍增长 2%，EBITDA 变动趋势和营收相一致，也处于缓慢增长趋势。相较而言，上市以来富国首创水务经营状况波动更小，长期增长趋势也相对明显一些。

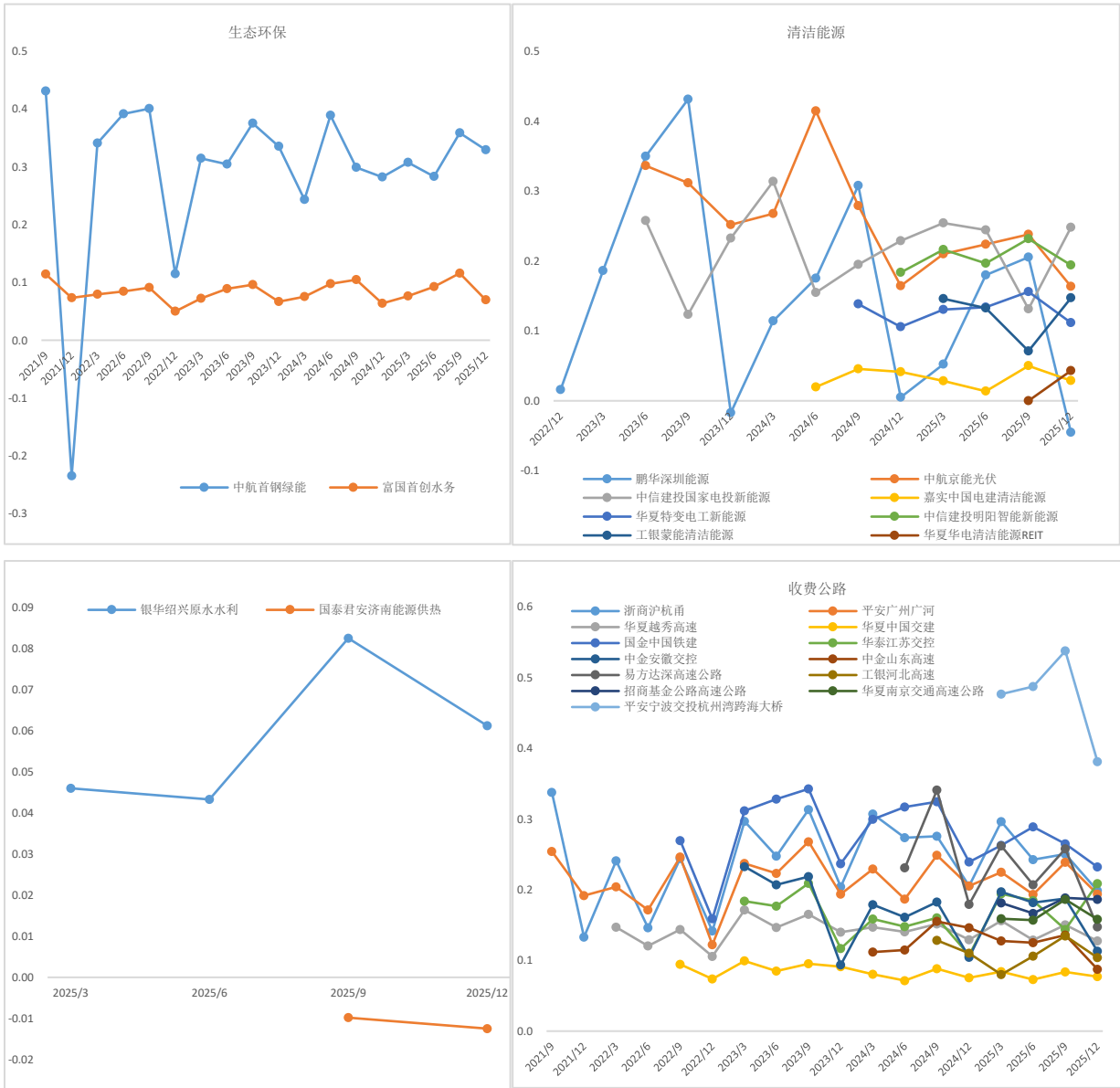
2) 清洁能源过去一年经营状况出现明显分化，50%的 REITs 的季度营收和 EBITDA 同比增长，营收增幅较高的有中信建投国家电投新能源(14.40%)、中信建投明阳智能新能源(14.49%)，以及中航京能国际能源(9.51%)，而嘉实中国电建清洁能源和鹏华深圳能源则降幅较大。EBITDA 方面，除鹏华深圳能源和嘉实中国电建清洁能源同比明显下滑之外，其他 REITs 同比仍小幅增长。经营状况分化现象同样表现在长期趋势上，如果将最新季度 EBITDA 与上市以来首个同季度 EBITDA 进行对比，则鹏华深圳能源和中航京能国际能源、以及嘉实中国电建清洁能源明显下滑，而中信建投明阳智能新能源、华夏特变电工新能源和中信建投国家电投新能源保持小幅增长。最新季度营收的长期变化趋势与 EBITDA 相类似。

3) 收费公路 REITs 过去一年整体略有下滑，最新季度营收同比平均下滑-3.49%，仅 10%的 REITs 同比增长，增幅较高的有华泰江苏交控(27.62%)，降幅较多的有中金山东高速(-20.11%)和浙商沪杭甬(-10.64%)。而 EBITDA 表现较营收略好一些，最新季度同比增长 2.78%，且 30%的 REITs 实现同比增长，其中明显增长的有华泰江苏交控(94.26%)，明显下滑的有中金山东高速

(-40.18%)和易方达深高速公路(-17.86%)等。从长期变化趋势来看,收费公路长期保持相对稳定,70%的REITs的最新季度EBITDA比上市首个同季度不同程度增长,其中增速较高的有华泰江苏交控,而下滑较多的有中金山东高速,以及易方达深高速公路。

4) 水利设施REITs于2024年底上市,其2025年经营状况稳中有升。而2025年上市的供热设施REITs因受供热季影响,四季度营收大幅增加。

图8 REITs 每份额季度EBITDA

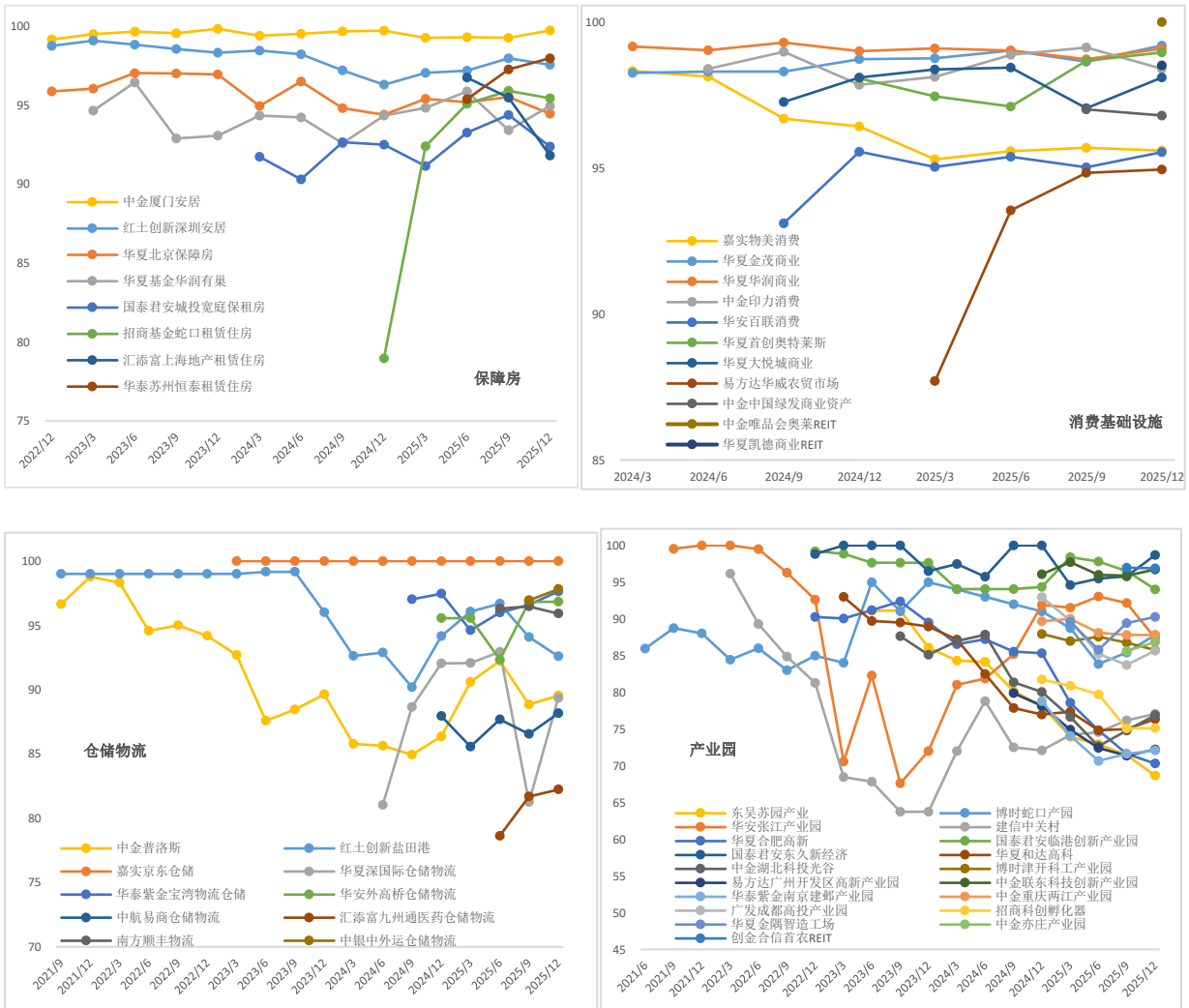


数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心;

2、产权 REITs 出租情况

1) 出租率变化

图9 REITs 季度末出租率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心;

从产权 REITs 的出租率来看,

多数产业园 REITs 在 2025 年出租率出现下滑。2025 年末出租率为 83.50%，较 2024 年末平均下滑 3.91%，其中下滑超过 5% 的 REITs 有华夏合肥高新 (-15%)、东吴苏园产业 (-9.5%)、易方达广州开发区高新产业园 (-6%)、华泰紫金南京建邺产业园 (-6.7%)、广发成都高投产业园 (-7.3%)、招商科创孵化器 (-6.6%)，而建信中关村过去四个季度出租率连续增加，累计提高了 5%，但最新出租率仍低于 80%。目前出租率最低的 REITs 是东吴苏园产业，为 68.66%，其过去几年出租率连续下滑。过去一年出租率超过 90% 且变化较小的 REITs 有中金联动科技创新产业园、国泰海通东久新经济、国泰海通临港创新产业园等，此外 2025 年新上市的创金合信首农过去两个季度出租率超过 96%。2025 年四季度产业园平均出租率环比略有增加，其中 63% 的 REITs 出租率提高，但华安张江产业园四季度出租率环比下滑了 4.8%。

仓储物流过去一年出租率相对稳定。2025 年末平均出租率为 93%，57% 的

REITs 出租率较一年前提高。嘉实京东仓储上市后始终满租，主要原因在于京东电商为单一承租人；中金普洛斯上市后出租率有下降趋势，2024 年下半年开始出租率出现反弹，最新出租率接近 90%。华泰紫金宝湾物流仓储上市后出租率始终较高，且波动较小。而华夏深国际仓储物流上市后出租率波动很大，最新季度出租率又大幅抬升。总的来看，**仓储物流最新季度出租率环比小幅提高。**

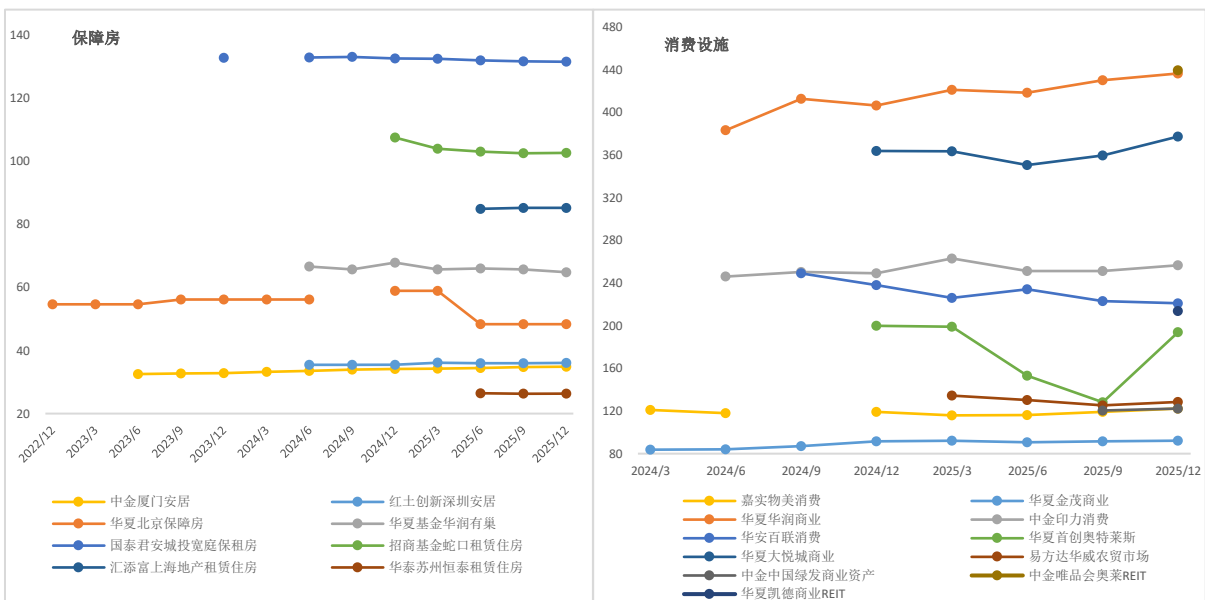
保障房由于租户集中度很低，整体出租率保持稳定，变动很小。2025 年末平均出租率为 95.5%，其中中金厦门安居出租率在所有保障房 REITs 中一直保持最高，接近满租状态。而招商基金蛇口租赁住房 REITs 在 2024 年底因原重要现金流提供方临近年末退租，导致出租率不到 80%，但此后出租率快速回升到 95%以上。其他 REITs 出租率波动较小，始终保持在 90%以上，但 2025 年新上市的汇添富上海地产租赁住房连续两个季度出租率出现下滑，最新出租率为 91.8%，在保障房中最低。

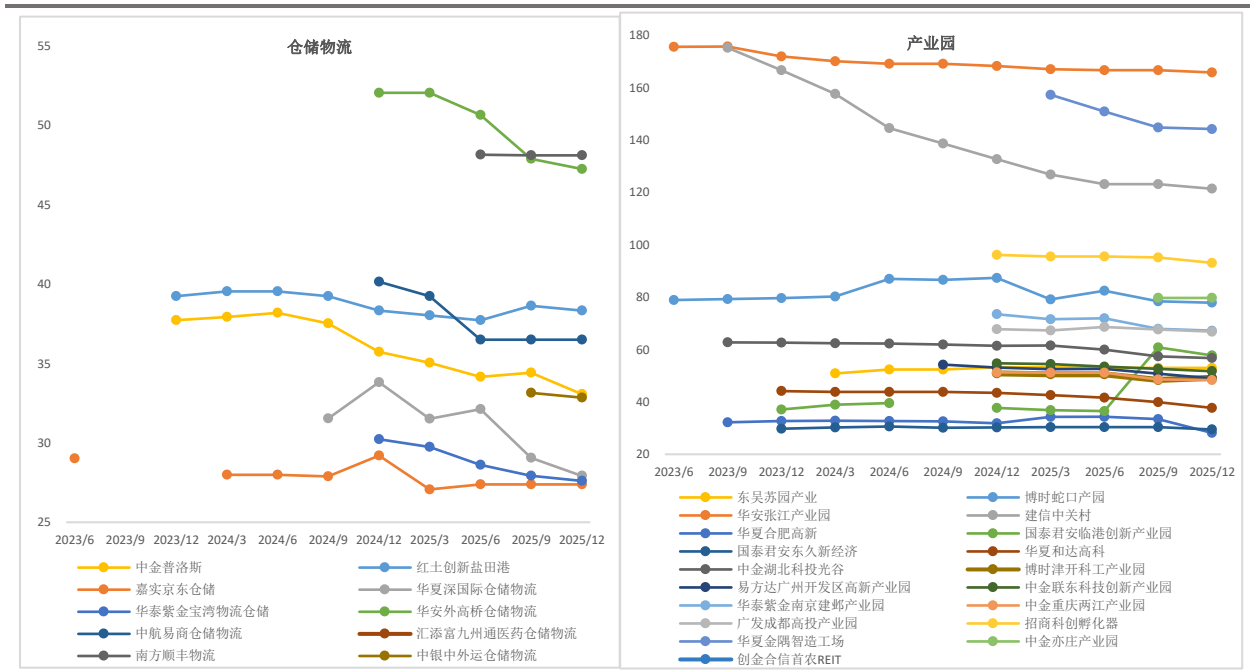
消费基础设施是平均出租率最高的资产类型，且上市以来出租率没有明显变化，保持了很强的稳定性。2025 年末平均出租率为 97.74%，其中易方达华威农贸市场最新出租率虽然最低，但也接近 95%，其上市首季度出租率为 87.71%，此后快速提升至 95%附近。

数据中心 REITs 成立后出租率很高且稳定。2025 年上市的南方万国数据中心 REIT 和南方润泽科技数据中心 REIT 最新出租率分别为 96.79%和 99.35%。

2) 租金水平

图 10 REITs 季度末租金水平（元/平方米/月）





数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心; 图中折线存在不连续是因为季度数据缺失。

分资产类型来看:

保障房租金水平整体保持稳定, 过去一年租金水平整体略有下滑, 平均下滑幅度为-1.21%, 且不同产品有所分化, 其中华夏北京保障房租金水平的同比下滑主要是因为扩募资产的租金水平较低导致的, 而扩募后连续三个季度的租金水平保持不变。同比下滑幅度超过-4.0%的REITs有华夏基金华润有巢、招商蛇口租赁住房等, 最新季度环比下滑较多的是华夏基金华润有巢(-1.39%), 且最近三个季度连续下滑。租金水平上表现最好的是中金厦门安居, 上市后其租金水平保持连续上涨, 过去一年租金同比增长2.29%。

消费基础设施过去一年租金水平整体保持稳定, 同比增幅为0.99%, 但不同产品分化较大。其中华夏华润商业租金水平同比增幅为7.38%, 上市以来也呈现稳定增长, 其次华夏大悦城商业、中金印力消费、嘉实物美消费过去一年租金涨幅也超过了2.5%。而华安百联消费过去一年租金水平有所下滑, 此外, 华夏首创奥特莱斯过去一年租金水平经历了大幅波动, 目前最新季度已恢复至上市初期水平。

仓储物流上市后租金水平出现下滑, 过去一年表现相对较差, 租金水平整体下滑幅度为-8.31%, 并且没有REITs租金水平出现上涨, 其中同比下滑幅度较大的REITs有华夏深国际仓储物流(-17.45%), 上市后呈现缓慢下降的趋势, 表现最好的是红土创新盐田港, 过去一年租金水平持平, 其他REITs降幅多在-6%到-10%之间。仓储物流租金水平环比也小幅下滑, 降幅为-1.20%, 没有REITs租金水平环比上涨, 其中中金普洛斯、华夏深国际仓储物流环比降幅接近-4%, 仅嘉实京东仓储、中航易商仓储物流、汇添富九州通医药仓储物流和南方顺丰物流等环比持平。

产业园的租金水平过去一年也出现了明显下滑, 平均下降幅度为-6.14%

(不考虑国泰海通临港创新产业园租金水平大幅提升的影响,因其2025年新扩募资产的租金水平大幅高于原资产),并且在整体出租率持续下滑的情况下,租金下滑幅度也有所加快。其中租金水平同比降幅超过-10%的主要有博时蛇口产业园、华夏合肥高新、华夏和达高科等,而同比降幅小于-2%主要有东吴苏园产业、华安张江产业园、广发成都高投产业园等。**产业园最新季度租金水平仍环比小幅下滑**,其中华夏合肥高新、国泰海通临港创新产业园、华夏和达高科等降幅超-5.0%,仅博时津开科工产业园小幅环比上升,此外中金亦庄产业园、创金合信首农、以及东吴苏园产业等环比持平。

此外,从数据中心REITs公布的最新两个季度的租金水平来看,保持不变。

从已经上市的产权REITs的出租信息来看,有些REITs存在着租户集中度较高,或者租户行业集中度较高,或者关联方租赁比例较高等现象。集中度高一方面对经营业绩稳定性有正面作用,但也存在着尾部风险,一旦租户行业景气度下降、重要租户退租或者关联方经营不善等不利情况发生,将造成出租率大幅下滑,导致租金收入明显下降等,进而影响REITs表现,一旦尾部风险发生,将非常考验基金管理人和物业管理人的管理能力,如何尽快提升出租率和保持稳定租金水平将是其面临的挑战。

3、分红情况

表3 REITs上市后历年的分红次数和分红收益率

资产类型	名称	成立日期	2021年		2022年		2023年		2024年		2025年		累计分红比例	年化分红收益率	
			次数	收益率	次数	收益率	次数	收益率	次数	收益率	次数	收益率		发行价格	2025年末价格
仓储物流	中金普洛斯	2021-06-07	1	1.34%	2	2.83%	3	3.98%	3	4.22%	5	6.57%	94.20%	4.03%	4.79%
	红土创新盐田港	2021-06-07	0	0.00%	1	1.88%	2	5.01%	3	5.47%	3	4.84%	94.37%	3.90%	3.84%
	嘉实京东仓储基础设施	2023-01-11					1	1.88%	4	6.14%	4	4.84%	93.59%	3.86%	3.82%
	华夏深国际	2024-06-25							1	1.32%	4	4.95%	81.52%	4.01%	3.52%
	华泰宝湾物流	2024-09-13							0	0.00%	3	4.77%	77.66%	3.51%	3.57%
	华安外高桥	2024-12-12							0	0.00%	1	3.60%	61.34%	3.84%	2.95%
	中航易商仓储物流	2024-12-24							0	0.00%	2	5.07%	68.31%	4.98%	4.52%
	汇添富九州通医药	2025-02-17									1	3.27%	69.17%		
	南方顺丰物流	2025-03-27									1	2.44%	64.84%		
	中银中外运仓储物流	2025-06-26									0	0.00%	0.00%		
	华夏安博仓储	2025-11-18									0	0.00%	0.00%		
产业园	博时招商蛇口产业园	2021-06-07	1	1.19%	2	3.13%	2	2.94%	3	6.28%	3	4.37%	91.80%	3.50%	4.24%
	东吴苏园产业	2021-06-07	0	0.00%	1	2.26%	1	3.88%	1	5.78%	1	4.88%	80.89%	3.33%	4.39%
	华安张江产业园	2021-06-07	0	0.00%	2	3.76%	2	2.31%	2	5.41%	2	4.90%	89.62%	3.42%	4.01%
	建信中关村产业园	2021-12-03	0	0.00%	1	1.10%	2	3.53%	2	3.17%	2	1.79%	91.52%	2.21%	3.52%
	华夏合肥高新产业园	2022-09-20			0	0.00%	2	3.40%	5	7.51%	3	3.93%	89.06%	3.92%	5.24%
	国泰海通临港创新产业园	2022-09-22			0	0.00%	1	1.30%	1	4.34%	1	3.89%	78.94%	3.09%	2.85%
	国泰海通东久新经济	2022-09-23			0	0.00%	2	3.60%	1	2.30%	1	4.59%	75.12%	3.56%	2.91%
	华夏杭州和达高科产业园	2022-12-16			0	0.00%	1	2.13%	5	6.58%	3	4.56%	92.52%	3.62%	4.86%

	中金湖北科技光谷	2023-06-09					0	0.00%	3	6.36%	4	4.43%	84.07%	3.54%	4.99%
	博时津开科工产业园	2024-08-28					0	0.00%	3	6.03%	3	6.03%	76.00%	4.88%	3.43%
	易方达广州高新产业园	2024-08-29					0	0.00%	2	4.35%	2	4.35%	71.66%	2.97%	4.03%
	中金联东科创	2024-10-17					0	0.00%	3	3.45%	3	3.45%	58.19%	2.91%	2.47%
	华泰南京建邺	2024-11-11					0	0.00%	3	4.38%	3	4.38%	79.23%	4.16%	3.82%
	中金重庆两江	2024-12-03					0	0.00%	3	4.17%	3	4.17%	76.06%	4.10%	3.70%
	广发成都高投产业园	2024-12-06					0	0.00%	3	5.70%	3	5.70%	81.96%	5.91%	5.65%
	招商科创	2024-12-17					0	0.00%	2	4.09%	2	4.09%	68.78%	3.96%	4.37%
	华夏金隅智造工场	2025-01-23									2	4.79%	73.14%		
	中金亦庄产业园	2025-06-16									0	0.00%	0.00%		
	创金合信首农	2025-07-14									0	0.00%	0.00%		
	中信建投沈阳国际软件园	2025-10-20									0	0.00%	0.00%		
保障房	华夏北京保障房	2022-08-22			0	0.00%	2	3.28%	2	4.28%	2	2.62%	82.37%	3.37%	2.10%
	中金厦门安居	2022-08-22			0	0.00%	2	3.24%	2	4.61%	2	3.19%	84.86%	3.64%	2.26%
	红土创新深圳安居	2022-08-22			0	0.00%	2	3.38%	3	4.94%	3	2.88%	91.66%	3.56%	2.54%
	华夏基金华润有巢	2022-11-18			0	0.00%	1	3.04%	4	5.54%	4	3.38%	107.0%	3.91%	3.22%
	国泰海通城投宽庭租赁住房	2023-12-27					0	0.00%	1	2.13%	2	3.61%	75.15%	3.14%	2.47%
	招商基金招商蛇口租赁	2024-09-26							0	0.00%	3	3.71%	80.27%	3.43%	2.64%
	汇添富上海地产租赁住房	2025-03-21									1	2.80%	74.70%		
	华泰苏州恒泰租赁住房	2025-04-25									2	1.89%	69.50%		
商业设施	嘉实物美消费	2024-01-31							1	2.98%	2	5.72%	72.77%	5.12%	3.10%
	华夏金茂商业	2024-01-31							3	3.35%	4	5.09%	86.17%	4.47%	3.16%
	华夏华润商业	2024-02-07							3	3.28%	4	4.29%	86.30%	4.39%	3.11%
	中金印力消费	2024-04-16							2	2.42%	4	5.25%	85.25%	4.49%	3.54%
	华安百联消费	2024-07-11							1	1.27%	3	5.89%	81.49%	4.88%	3.80%
	华夏首创奥莱	2024-08-14							1	0.74%	2	3.89%	62.44%	3.93%	2.44%
	华夏大悦城商业	2024-09-03							0	0.00%	4	5.42%	80.94%	4.40%	3.18%
	易方达华威农贸市场	2025-01-13									2	5.43%	68.94%		
	中金中国绿发商业	2025-06-19									0	0.00%	0.00%		
	中金唯品会奥莱	2025-08-27									0	0.00%	0.00%		
	华夏凯德商业	2025-09-16									0	0.00%	0.00%		
	华夏中海商业	2025-10-20									0	0.00%	0.00%		
数据中心	南方万国数据中心	2025-07-18									0	0.00%	0.00%		
	南方润泽科技数据中心	2025-07-18									0	0.00%	0.00%		
生态环保	富国首创水务封闭式	2021-06-07	0	0.00%	2	7.72%	2	6.92%	2	8.97%	2	7.32%	88.60%	6.84%	6.96%
	中航首钢绿能	2021-06-07	1	3.85%	1	6.65%	3	12.88%	3	6.90%	3	6.20%	93.99%	7.60%	8.52%
收费公路	平安广交投广河高速	2021-06-07	1	4.05%	2	4.13%	3	8.24%	3	8.77%	3	7.87%	95.27%	5.40%	8.33%
	浙商沪杭甬	2021-06-07	1	3.87%	1	7.20%	1	7.11%	2	17.07%	2	11.91%	90.07%	8.37%	12.09%
	华夏越秀高速公路	2021-12-03	0	0.00%	2	2.86%	4	8.10%	4	7.75%	4	5.99%	95.95%	5.57%	7.25%
	华夏中国交建高速	2022-04-13			2	1.89%	4	3.76%	4	5.61%	4	5.31%	94.47%	2.86%	4.95%
	国金中国铁建高速	2022-06-27			0	0.00%	1	7.89%	2	17.21%	2	10.36%	88.49%	8.36%	9.87%
	华泰江苏交控	2022-11-03			0	0.00%	2	6.93%	3	10.97%	3	10.46%	91.13%	7.17%	9.44%

	中金安徽交控	2022-11-11			0	0.00%	3	10.37%	4	9.00%	4	9.06%	88.07%	6.50%	10.14%
	中金山东高速	2023-10-16					1	7.76%	4	10.37%	3	4.61%	87.25%	9.21%	9.32%
	易方达深高速	2024-03-12							3	11.37%	4	11.95%	91.08%	11.93%	13.28%
	工银河北高速	2024-06-18							2	7.48%	4	9.26%	89.89%	10.13%	11.56%
	招商高速公路	2024-10-17							1	5.92%	2	8.06%	83.41%	10.84%	11.19%
	华夏南京交通高速公路	2024-10-17							0	0.00%	4	13.29%	81.17%	11.61%	9.75%
	平安宁波交投	2024-12-10							0	0.00%	4	13.05%	104.7%	13.34%	12.46%
清洁能源	鹏华深圳能源	2022-07-11			0	0.00%	2	13.07%	3	12.66%	3	6.80%	92.83%	9.91%	10.77%
	中信建投国家电投新能源	2023-03-20					2	6.70%	3	8.85%	2	6.77%	82.88%	7.48%	7.17%
	中航京能国际能源	2023-03-20					1	10.96%	2	12.08%	1	2.25%	88.85%	8.45%	8.20%
	嘉实中国电建清洁能源	2024-03-15							0	0.00%	3	6.64%	66.93%	5.39%	3.62%
	华夏特变电工新能源	2024-06-19							1	6.00%	2	5.80%	73.87%	8.63%	7.11%
	中信建投明阳智能新能源	2024-07-05							1	5.85%	2	10.21%	111.6%	11.96%	11.17%
	工银蒙能清洁能源	2024-11-28							0	0.00%	1	8.84%	62.07%	10.26%	8.52%
	华夏华电清洁能源	2025-07-14								0	0.00%	0.00%			
	华夏中核清洁能源	2025-12-26								0	0.00%	0.00%			
水利设施	银华绍兴原水水利	2024-10-28							0	0.00%	3	6.79%	86.96%	7.97%	5.97%
供热设施	国泰海通济南能源供热	2025-01-13									1	5.14%	59.83%		

数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心; 上市当年的分红收益率按照 IPO 价格计算, 其它年度的分红收益率按照上年末收盘价格计算, 累计分红比例为上市后到 2025 年底的累计分红/上市后到 2025 年底的累计可供分配金额; 上市不足一年的不计算年化分红收益率

表 4 股票指数历年分红比例和分红收益率

	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年		2025 年	
	分红比	分红收	分红比	分红收	分红比	分红收	分红比	分红收	分红比	分红收
	例	益率	例	益率	例	益率	例	益率	例	益率
沪深 300 指数	26%	1.77%	33%	2.29%	31%	2.53%	35%	3.10%	34%	2.82%
中证 500 指数	25%	1.44%	50%	1.77%	39%	1.64%	55%	2.11%	41%	1.59%
中证红利指数	22%	4.26%	30%	5.38%	31%	5.40%	39%	5.74%	45%	5.22%

数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

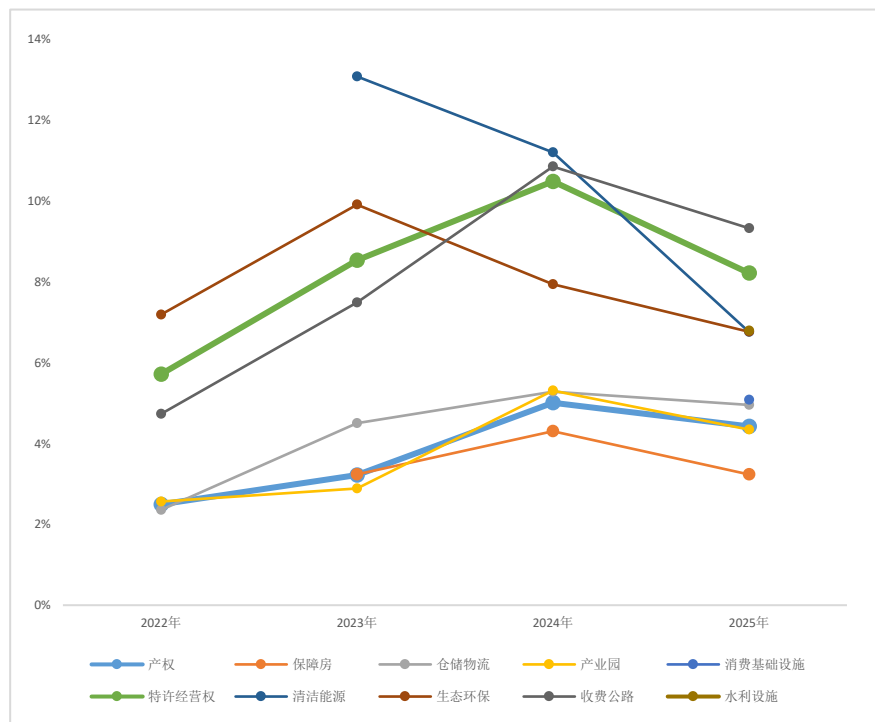
相比上市公司, 投资 REITs 最重要就是可以享受到 REITs 强制分红政策带来的分红收益。首先来看股票指数的分红情况, 分红收益率最高的指数是中证红利, 前四年分红收益率逐年增长, 2025 年有所下降, 仍超过 5%。沪深 300 和中证 500 的分红收益率明显落后于中证红利, 其中沪深 300 略高于中证 500, 并且也呈现前几年逐年增长和 2025 年下滑。虽然中证 500 分红收益率最低, 但整体来看其分红比例比其他两个指数都高, 2024 年甚至达到 55%, 沪深 300 分红比例基本上维持在 30% 以上, 而中证分红比例则呈现明显增长趋势, 其 2025 年分红比例为 45%。总的来看, 过去两年 (2024-2025) 分红收益率和分红比例都较前三年 (2021-2023) 有明显提升, 这与 2023 年底监管发布相关政策, 加强上市公司现

金分红力度有很大关系。

具体到 REITs 市场，随着产品数量不断增加，2025 全年累计分红 175 次，较 2024 年增长 70%。2025 年前成立的 REITs 中，61% 的 REITs 在 2025 年的分红次数大于等于 3 次，其中平均分红次数较多的资产类型集中在收费公路和消费设施，较少的类型集中在清洁能源，2025 年分红次数最多的 REITs 是中金普洛斯，共分红 5 次。此外，2025 年成立的 7 只 REITs 也实现了分红，其成立时间多集中在上半年。2025 年 REITs 总分红金额为 108.76 亿，占全年可供分配金额的比例为 88%，其中产权 REITs 和特许经营权 REITs 分红金额分别为 38.38 亿和 70.38 亿，各自占全年可供分配金额的比例为 79% 和 94%。

可见，虽然产权 REITs 分红比例略低于特许经营权 REITs，但也明显高于股票指数。统计截止 2025 年底成立满一年以上的 REITs 的成立以来的累计分红比例，数据显示，特许经营权 REITs 平均值为 88%，其中，各资产类型相差很小，就具体产品而言，最高是中信建投明阳智能新能源（112%），最低是工银蒙能清洁能源（62%）；产权 REITs 平均值为 81%，其中保障房分红比例明显高于其他资产类型，就具体产品而言，最高为华夏基金华润有巢（107%），最低为中金联东科创（58%）。

图 11 不同类型 REITs 的历年分红收益率



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心；分红收益率是成立一年以上 REITs 分红收益率的平均值

由于产品性质不同，产权 REITs 不同年份的分红收益率都明显低于特许经营权 REITs。具体来看，产权 REITs 前三年的分红收益率连续增加，2024 年分红收益率均值已经提高到 5%，2025 年有所下滑，为 4.42%，

各类型差异较小,且变化趋势相同;特许经营权 REITs 整体也逐年增加,2024 年分红收益率增长到 10.5%,2025 年也呈现明显下降趋势,2025 年分红收益率已经低于 2023 年,且不同类型差异较大。其中生态环保和清洁能源变化趋势相近,分红收益率已经连续两年下滑,而收费公路则 2025 年出现下滑。一般而言,分红收益率与资产价格、当年盈利状况,以及现金分红比例等都有较大关系,而 REITs 在强制分红的情况下,分红收益率与前两者关系更大。与股票指数相比,产权 REITs 的分红收益率明显高于沪深 300 和中证 500,低于中证红利指数,但与中证红利分红收益率的差距有缩小趋势,而特许经营权 REITs 则明显高于中证红利指数。

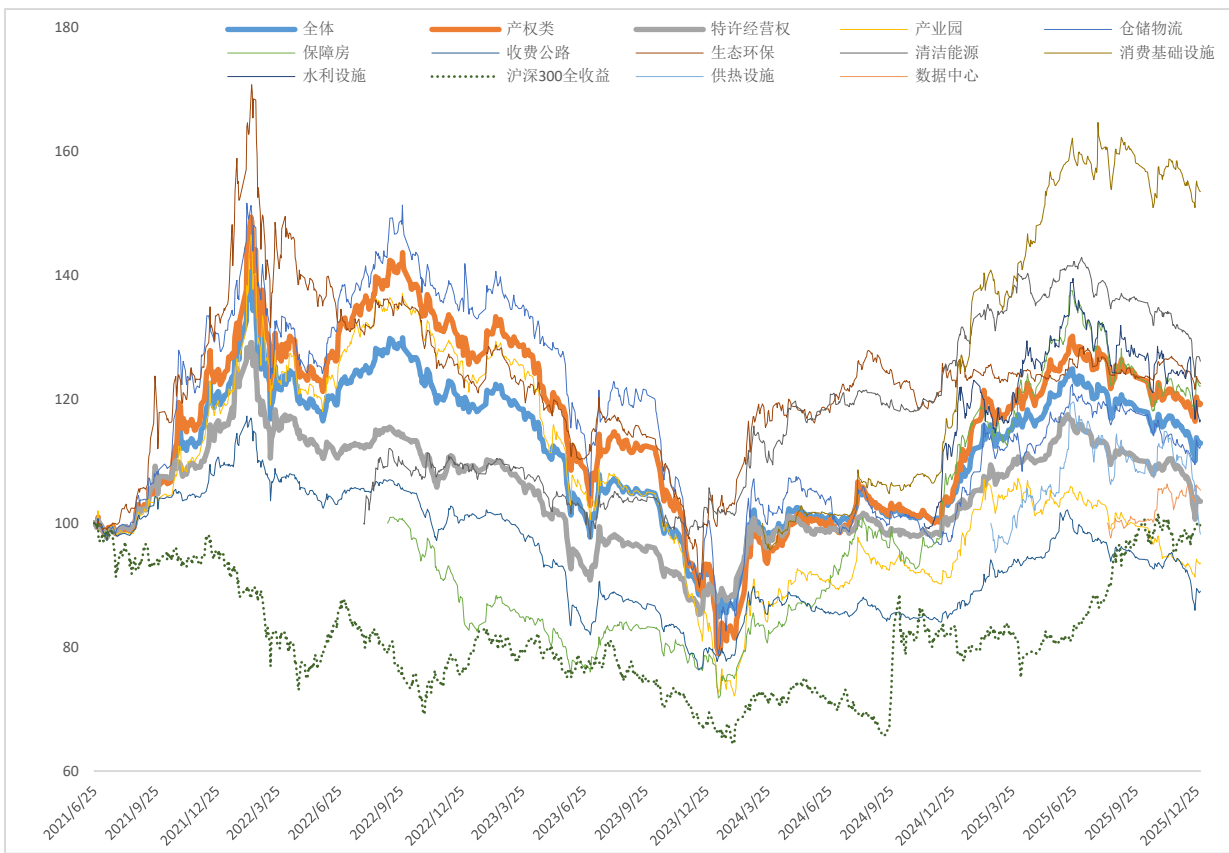
分类型来看,2025 年产权 REITs 分红收益率最高的是消费设施和仓储物流,平均分红收益率在 5%左右,高于保障房的 4.34%,最低的是保障房,仅有 3.23%。特许经营权 REITs 中较高的是收费公路,为 9.32%,其他三种类型都在 6.8%左右,清洁能源 2025 年分红收益率下降最剧烈,从 2023 年和 2024 年连续第一,下降至 2025 年的最后一名。具体到产品而言,2025 年产权 REITs 分红收益率最高的是中金普洛斯 (6.57%),最低的是建信中关村 (1.79%);特许经营权 REITs 中最高的是华夏南京交通高速公路 (13.29%),最低的是中航京能国际能源 (2.25%)

如果计算 REITs 上市以来的年化分红收益率,整体上以 2025 年末价格计算的数值与以 REITs 发行价格计算的数值相近,产权 REITs 分别为 3.89%和 3.58%,特许经营权 REITs 为 8.51%和 9.03%,差异性主要与 2025 年产权 REITs 表现好于特许经营权有一定关联。不同资产类型之间也存到较大差异,例如消费设施、水利设施、保障房等以 2025 年末价格计算明显偏低,而收费公路、生态环保等明显偏高。如果以 2025 年末价格计算,特许经营权 REITs 年化分红收益率超过 12%的有易方达深高速、平安宁波交投、浙商沪杭甬;而产权 REITs 超过 5%的有广发成都高投产业园、华夏合肥高新产业园等。

(四) 二级市场表现

1、风险和收益情况

图 12 REITs 全收益指数



据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心; 全收益指数考虑 REITs 分红影响; 指数编制时, 为了排除 REITs 上市初期影响, 在 REITs 上市五个交易日后才纳入指数样本, 按照 REITs 场内流通份额加权进行指数编制

表 5 2025 年不同类型 REITs 指数和主要股票指数表现

	全收益率	波动率	最大回撤	夏普比率
产权	12.06%	9.40%	-10.55%	1.123
产业园	-0.54%	10.16%	-14.87%	-0.201
仓储物流	10.74%	10.35%	-10.61%	0.893
保障房	13.22%	12.32%	-14.17%	0.951
消费基础设施	30.13%	11.84%	-8.33%	2.418
数据中心*	5.31%	9.42%	-3.95%	-
特许经营权	2.61%	7.37%	-14.39%	0.151
收费公路	3.51%	8.30%	-15.91%	0.242
生态环保	0.47%	6.37%	-5.39%	-0.162
清洁能源	0.64%	7.94%	-13.55%	-0.108
水利设施	2.25%	14.85%	-16.62%	0.051
供热设施*	-1.76%	15.29%	-17.84%	-
全体REITs	7.55%	8.02%	-11.91%	0.754
沪深300收益	20.98%	15.19%	-10.48%	1.282

中证500收益	32.46%	19.94%	-13.79%	1.553
中证红利收益	3.76%	12.16%	-7.84%	0.186

数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心; 利用全收益指数计算风险收益指标, 计算时间段从 2025/1/1 到 2025/12/31, 供热设施和数据中心在 2025 年新上市, 其计算时间段开始时间分别为 2025/2/24 和 2025/8/15; 上市时间低于 1 年的资产类型 REITs 不计算夏普比率。

REITs 市场在经历了 2024 年反弹后小幅调整行情后, 2025 年也迎来反弹中伴随调整的震荡行情, 只是幅度更大, 且 REITs 市场与股票市场走势相反, 继续走出独立行情。

全年来看, REITs 整体收益率为 7.55%, 明显不及沪深 300 和中证 500, 但略好于中证红利指数。其中产权 REITs 收益率为 12%, 比 2024 年收益率低 2 个百分点, 而特许经营权 REITs 收益率为 2.61%, 大幅度落后 2024 年 9 个百分点, 也明显不及产权 REITs。具体来看, 2025 上半年延续 2024 年底启动的反弹行情, REITs 上半年涨幅为 16.63%, 明显好于同期股市表现。但下半年 REITs 迎来持续半年的调整行情, 下半年收益率为-7.79%, 大幅度跑输股票市场。

2025 年不同资产类型 REITs 表现不同, 尤其是产权 REITs 内部差异更大, 与 2024 年类似, 其中消费设施 REITs 在延续 2024 年上市首年较好表现的基础上, 2025 年涨幅最高, 为 30.13%, 2024 年涨幅最高的保障房 REITs 仍延续较好表现, 2025 全年涨幅为 13.22%; 仓储物流 2024 年表现最差, 仅上涨 1.11%, 2025 年则取得了 10.74% 涨幅, 产业园虽然 2024 年上涨 12%, 但 2025 年表现较差, 微跌-0.5%, 是唯一下跌的资产类型; 2025 年新上市的数据中心表现尚可, 涨幅为 5.31%。就单个 REITs 而言, 2025 年前成立的 REITs 中表现最好的是嘉实物美消费 REIT, 全年涨幅为 40.77%, 而表现最差的中金湖北科投光谷 REIT, 跌幅为-20.46%。

2025 年特许经营权 REITs 收益率分化相对较小, 与 2024 年类似, 其中涨幅最高的是收费公路, 3.51%, 其次是水利设施涨幅 2.25%, 清洁能源和生态环保涨幅在 0.5% 左右, 2025 年初新上市的供热设施, 小幅下跌-1.76%。就单个 REITs 而言, 表现最好的是华夏南京交通 REIT, 涨幅为 24.33%, 而表现最差的华夏越秀高速 REIT 跌幅为-11.15%。

从风险指标上看, 与 2024 年相比, 2025 年的股票市场和 REITs 市场的波动率都有所下降, 并且 **REITs 波动率仍明显低于股票市场**。分类类型来看, **特许经营权 REITs 波动率仍低于产权 REITs, 且内部差异较大**, 其中波动率最高的资产类型为供热设施, 年化波动率为 15.29%, 波动率最低的类型是生态环保, 为 6.37%。而产权 REITs 不同类型的波动率在 9% 到 13% 之间。

与 2024 年不同, 2025 年最大回撤和波动率的变化出现差异, **波动率更大的产权 REITs 的最大回撤反而小于特许经营权 REITs**, 其中保障房和产业园最大回撤超过了-14%, 而数据中心由于上市时间较短, 其最大回撤不到 4%。2025 年特许经营权 REITs 最大回撤明显超过 2024 年,

其中供热设施最大回撤最大，为-17.84%，而生态环保最大回撤最小，为-5.39%。

表 6 REITs 和资本市场相关性

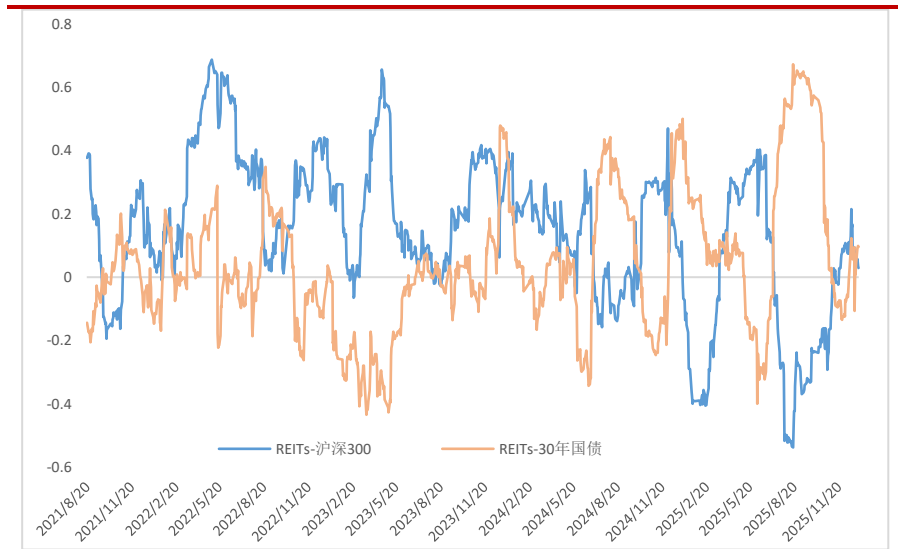
	产权	产业园	仓储物流	保障房	消费设施	特许经营权	收费公路	生态环保	清洁能源	水利设施	全体	沪深300	中证红利	中证全债
产权	1.000	0.915	0.835	0.799	0.835	0.790	0.721	0.619	0.685	0.501	0.968	-0.067	-0.064	0.273
产业园	0.915	1.000	0.787	0.609	0.634	0.738	0.675	0.538	0.649	0.454	0.891	0.007	0.005	0.132
仓储物流	0.835	0.787	1.000	0.500	0.538	0.671	0.651	0.470	0.516	0.296	0.813	0.084	0.098	0.046
保障房	0.799	0.609	0.500	1.000	0.705	0.629	0.546	0.544	0.592	0.458	0.774	-0.272	-0.237	0.473
消费设施	0.835	0.634	0.538	0.705	1.000	0.651	0.577	0.576	0.585	0.502	0.806	-0.118	-0.128	0.351
特许经营权	0.790	0.738	0.671	0.629	0.651	1.000	0.965	0.616	0.788	0.479	0.918	-0.048	0.005	0.169
收费公路	0.721	0.675	0.651	0.546	0.577	0.965	1.000	0.536	0.607	0.364	0.860	-0.014	0.033	0.084
生态环保	0.619	0.538	0.470	0.544	0.576	0.616	0.536	1.000	0.519	0.418	0.651	-0.166	-0.059	0.333
清洁能源	0.685	0.649	0.516	0.592	0.585	0.788	0.607	0.519	1.000	0.480	0.762	-0.076	-0.040	0.252
水利设施	0.501	0.454	0.296	0.458	0.502	0.479	0.364	0.418	0.480	1.000	0.518	-0.143	-0.066	0.299
全体REITs	0.968	0.891	0.813	0.774	0.806	0.918	0.860	0.651	0.762	0.518	1.000	-0.061	-0.039	0.244
沪深300	-0.067	0.007	0.084	-0.272	-0.118	-0.048	-0.014	-0.166	-0.076	-0.143	-0.061	1.000	0.627	-0.388
中证红利	-0.064	0.005	0.098	-0.237	-0.128	0.005	0.033	-0.059	-0.040	-0.066	-0.039	0.627	1.000	-0.297
中证全债	0.273	0.132	0.046	0.473	0.351	0.169	0.084	0.333	0.252	0.299	0.244	-0.388	-0.297	1.000

数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心；计算时间段为 2025/1/1-2025/12/31；供热设施和数据中心 REITs 因为上市时间较短，不计算相关性。

2025 年产权 REITs 和特许经营权 REITs 相关系数高达 0.79，与 2024 年持平。不同类型 REITs 之间表现出明显正相关性，相关系数平均值为 0.547，产业园与其他类型的平均相关系数最高，为 0.621，而水利设施与其他类型的平均相关系数最低，为 0.425。两两来看，相关系数最高的是仓储物流和产业园，相关系数为 0.787，而相关系数最小的为仓储物流和水利设施，相关系数为 0.296。

与 2024 年 REITs 和股市呈现出弱的正相关性相比，2025 年两者呈现出弱的负相关性，显示出 REITs 股性减弱，其中保障房与股市的负相关性最强，平均为-0.254，其次为消费设施，平均为-0.123，而仓储物流与股市的正相关性最大，平均为 0.091。REITs 与债市相关系数相比 2024 年明显增加，显示出 REITs 债性增强，且产权 REITs 与债市的相关性更强，其中保障房与债券相关性高达 0.473，其次是消费设施的 0.351，特许经营权中与债市相关性较高的资产类型有生态环保、水利设施等。

图 13 全体 REITs 与股债指数的滚动相关系数



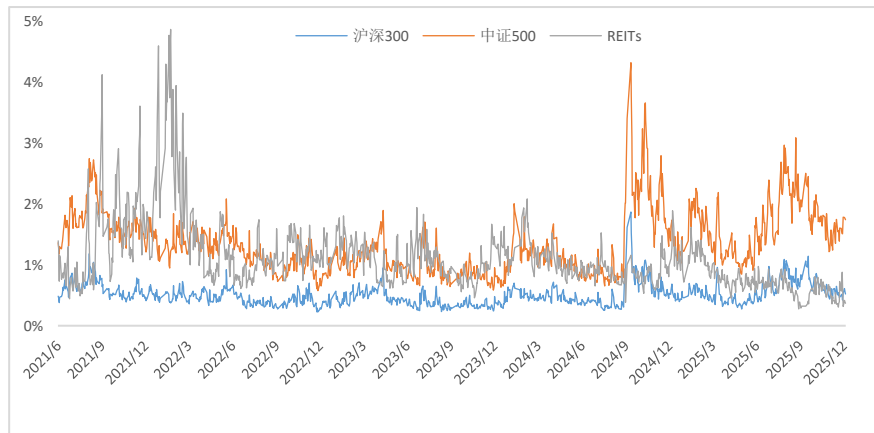
数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心；滚动相关系数的计算时间段为当前交易日的前 20 个交易日

从滚动相关系数也可以看出，REITs 与股市相关性变化较大，总体上呈现出正相关性逐渐减弱，甚至 2025 年的一些时间内出现明显负相关，而与债市的相关性呈现出正相关性逐渐增强的过程。

2、流动性情况

受益于市场关注度较高和 REITs 做市商存在，首批 REITs 上市后流动性表现不错，但受行情影响较大。上市初期随着行情好转，交易活跃度明显提升，此后随着行情转差，活跃度减弱，之后变化相对平稳。2022 年下半年开始，REITs 市场流动性趋向平稳。整体上和中证 500 换手率接近，明显高于沪深 300 指数，2024 年的“924”行情启动后，股票市场换手率快速提高，又有所回落，2024 年底 REITs 换手率介于中证 500 和沪深 300 之间。2025 年开始 REITs 换手率逐渐走低，与中证 500 的差距逐渐拉大，与沪深 300 指数的差距逐渐缩小，并且从下半年开始 REITs 换手率与沪深 300 指数持平，有时甚至低于沪深 300 指数。

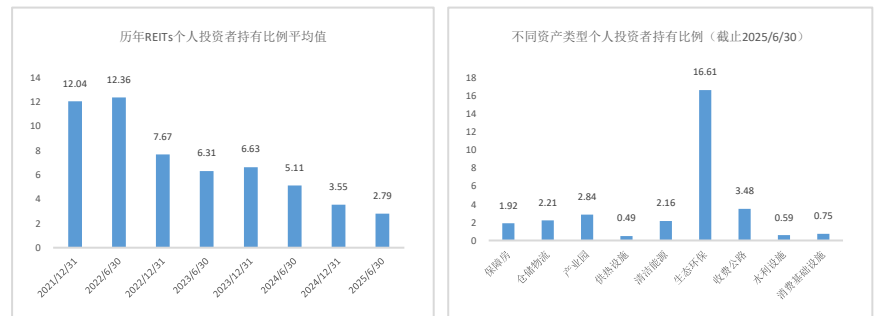
图 14 REITs 和主要股票指数每日换手率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

3、REITs 持有人结构

图 15 REITs 个人投资者持有比例 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

REITs 上市以来的个人投资者持有比例呈现出明显下降趋势，上市初期的 2021 年底和 2022 年中个人投资者比例仍保持在 10% 以上，此后快速下降，不断创历史新低，截止 2025/6/30，个人投资者持有比例为 2.79%。一般而言，个人投资者交易意愿更高，而随着 REITs 市场活跃度的下滑，预计个人投资者比例仍将保持低位，REITs 市场机构主导的格局可能短期内难以显著改变。从不同资产类型的个人偏好来看，生态环保的个人投资者比例为 16.61%，明显高于其他资产类型，其次是收费公路的 3.48%，个人投资者比例不到 1% 的类型主要有供热设施、水利设施和消费基础设施等。

(五) 总结与展望

2025 年 REITs 市场仍保持较快发展，全年共发行 20 只，仅次于 2024 年，全年发行规模为 402 亿元，仅次于 2022 年和 2024 年，但如果加上扩募规模的话，则 2025 年 REITs 总募资规模也仅次于 2024 年。2025 年发行市场主要特点有：1) 政策面持续推动 REITs 发展和创新，基础资产类型再次扩容和常态化扩募；2) 2025 年配售比例始终保持低位，但首

日涨跌幅出现较大波动；3) REITs 管理人继续增多，市场集中度较高。

2025 年产权 REITs 整体经营状况较平稳，保障房 REITs 和消费设施 REITs 是上市后经营状况较好，多数 REITs 在 2025 年经营业绩获得改善，两者租金水平保持稳定，也是出租率最高的两类资产；仓储物流过去一年经营状况相对较差，仅少数 REITs 经营状况提升，但仓储物流出租率则保持相对稳定，最新季度经营状况有所改善；产业园过去一年经营状态也较差，2025 年随着出租率和租金水平的下滑，营收和 EBITDA 也出现明显下滑，不过最新季度经营状况略有改善；数据中心 REITs 上市时间较短，最近两个季度出租率很高且保持稳定。

从特许经营权 REITs 经营状况来看，大多数呈现出较明显的周期变动特征，2025 年整体经营状况相对平稳。其中生态环保 REITs 在 2025 年经营状况改善，上市后基本上处于缓慢增长的趋势，富国首创水务增长趋势更明显；清洁能源 REITs 在 2025 年经营状况出现明显分化，半数 REITs 经营改善，而清洁能源上市以来的长期趋势也出现明显分化现象；收费公路 REITs 过去一年营收小幅下滑，而 EBITDA 表现略好，长期来看，收费公路经营状况相对稳定，多数 REITs 上市后经营状况改善。

随着产品数量增加，2025 年 REITs 累计分红 175 次，较 2024 年大幅增长，其中 2025 年上半年成立的大多数 REITs 也进行了年内分红。2025 年 REITs 总分红金额为 109 亿，占 2024 年全年可供分配金额的比例为 88%。产权 REITs 分红比例低于特许经营权 REITs，都明显高于股票指数。REITs 分红收益率 2022 年到 2024 年连续三年增长，而 2025 年出现下滑，变化趋势与股票指数类似。产权 REITs 各资产类型的分红收益率差异较小，2025 年分红收益率最高的是消费设施和仓储物流，在 5% 左右，最低的是保障房，3.2% 左右。特许经营权 REITs 各资产类型分红收益率变化较大，2025 年最高的是收费公路，为 9.32%，其他资产类型都在 6.8% 左右，其中清洁能源过去两年分红收益率下降最为剧烈。

REITs 市场在经历了 2023 年市场大幅调整，表现弱于股票市场后，2024 年则整体表现较好，尤其是 REITs 市场从 2024 年 5 月保持平稳向上态势，走出了与股票市场不同的独立行情。2025 年也迎来反弹中伴随调整的震荡行情，只是幅度更大，且 REITs 市场与股票市场走势相反，继续走出独立行情。全年来看，REITs 整体收益率为 7.55%，明显不及沪深 300 和中证 500，但略好于中证红利指数。其中产权 REITs 收益率为 12%，但不同资产类型差异很大，表现最好的消费设施和最差的产业园，收益率差距超过 30 个点；特许经营权 REITs 收益率为 2.61%，不同资产类型差异较小。2025 年产权 REITs 波动率在大于特许经营权 REITs 的情况下，最大回撤却小于后者，也进一步显示出两者的差异性。

2025 年不同类型 REITs 之间表现出很强的正相关，产业园与其他类型的相关性最高，而水利设施与其他类型相关性最低。与 2024 年相比，2025 年 REITs 市场与股票市场呈现出弱负相关，而与债券市场正相关性增强，显示出 REITs 市场股性减弱、债性增强。其中保障房与股市负相关性最强，而与债市正相关性最强。

2025 年开始 REITs 换手率逐渐走低，与中证 500 的差距逐渐拉大，与沪深 300 指数的差距逐渐缩小，并且从下半年开始 REITs 换手率与沪深 300 指数持平，有时甚至低于沪深 300 指数。REITs 上市以来的个人投资者持有比例呈现出明显下降趋势，截止 2025/6/30，个人投资者持有比例为 2.79%，预计个人投资者比例仍将保持低位，REITs 市场机构主导的格局可能短期内难以显著改变。从不同资产类型的个人偏好来看，生态环保的个人投资者比例为 17%，明显高于其他资产类型。

分析师承诺

分析师 孙桂平

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。