

房地产

体验性消费或为主流，引领商业地产业态多样性——商业地产深度研究（一）

体验性消费引领商业地产业态多样性，餐饮业态比例逐渐提升

购物中心最早起源于“市场”或“集市”，是人们通过货币进行买卖，或通过“以物换物”进行物品交易的场所。现在的商业地产逐渐向强调体验的商业模式发展。在所有体验性业态中，餐饮业态的受众群体最为广泛。我们选取恒隆、太古旗下购物中心和华润万象城作为参考对象，2020年三家公司旗下购物中心的餐饮业态占比普遍高于2014年的水平。与娱乐、超市和生活体验等业态不同，餐饮业态老少咸宜，同时可根据购物中心定位引入不同品类、消费水平的餐饮品类，一方面可以适当吸引目标客群，带来可以提升营业额的消费者，另一方面餐饮业态延长消费者在购物中心逗留时长，同时由于餐饮具有社交属性，单位时间在购物中心消费人次提升，购物中心单位效能得以提升。

线下购物受电商冲击发展，体验性消费满足社交需求

促使体验性购物中心发展的外在因素包括 1) **电商冲击**：线上购物依靠网络普及率提升、快递发展迅速、线上购物普及率高等因素蓬勃发展。2020年线上零售额达到11.76万亿元，近十年来线上零售额的年复合增长率达到31.13%。线上零售额增速远超过线下零售额同比增速和全国社零总额同比增速。但是线上购物在消费体验和时效性等方面无法完全替代线下购物，线下购物在便捷、商品多样性等方面无法与线上竞争，购物中心需要在购物体验方面提升自身竞争力，这促进体验型购物中心的产生。2) **人们社交需求增强**：截至2020年末，我国人均GDP已达到72000元，城镇居民家庭人均可支配收入达到43834元，该数值是2001年的6.42倍，是2008年的2.8倍。居民收入的提升促使人们对于需求的层次提升，由较为基本的解决温饱的需求逐步向满足社会需求和尊重需求的较高阶段升华——餐饮场景自带社交属性，有场景化体验性消费的特点：具有交流沟通的环境、适当的口味、舒适的装修风格获得了年轻消费者的青睐，成为青年人线下消费的一大需求。

城市化程度提升，交通便利性促进TOD模式发展

促使体验性购物发展的内生因素主要是城市化程度提升，2020年我国城镇化率达到63.89%：1) **城市规模扩大、城市汇聚人口效应明显**。2019年末，我国城市城区面积达到20万平方公里，2020年全国城镇人口达到9.02亿，2019年人口密度达到2613.34人/平方公里。同时我国城市数量、平均城市面积均在逐年提升。2) **城市向多中心化发展**。城市逐渐去单一中心化，并且开始向多中心化发展。去中心化是一个将资源从中心重新分配的过程，适当削弱核心中心地区的资源集中程度，促进其他区域的协调发展。这样的做法有助于划分城市中各个区域的功能级别，一方面缓解核心区域的压力，另一方面协调其他区域的平衡发展。3) **交通更具便利性使得购物中心辐射范围成倍扩大**。截至2019年末，全国建成地铁线路5170.6公里，覆盖全国24个省、自治区、直辖市；我国共建成轨道交通6058.9公里，近20年我国轨道交通建成公里数年复合增速达到24.08%。以公共交通为导向的TOD模式具有缓解城市商业资源过于集中的矛盾、利用“轨道交通+物业”的模式提升沿线商业价值的点，正式成为各大城市纷纷抢滩的蓝海。

体验性消费有望成为主流，休闲业态或主导随机性消费

以餐饮等休闲体验性业态占比提升为代表的体验性购物中心有望逐渐成为现在购物中心的主流。未来购物中心有望向如下的方向发展：1) **强调随机性消费的体验休闲业态主导的购物中心**，如华润·万象城系列购物中心；2) **主打线下必要性消费的奢侈品主力店主导购物中心**，如恒隆广场；3) **侧重体验性消费的主题型购物中心**，如泰国Mansion 7恐怖主题购物中心。

投资建议：体验式消费理念的购物中心逐渐成为新开业购物中心/改造重新开业的购物中心的主流商业地产形式，不仅适应我国国情，还循序渐进的改变我国消费者的消费和生活方式。建议关注：商业地产龙头公司【**华润置地**】、TOD模式践行者【**龙湖集团**】、开发和商业双轮驱动的【**新城控股**】、主打品牌城市综合体的【**大悦城**】。

风险提示：城市化进程减慢、宏观经济发展不及预期、地产开发不及预期

证券研究报告

2021年09月27日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

胡孝宇

联系人

huxiaoyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:土地供应环比降温，楼市因城施策——房地产土地周报 0926》2021-09-26
- 2 《房地产-行业研究周报:第二轮集中供地大降温，多地发文规范房地产市场——房地产销售周报 0926》2021-09-26
- 3 《房地产-首次覆盖报告:十年长跑选手、稳健与成长力兼顾》2020-07-17

内容目录

1. 餐饮业态比例逐渐提升，新消费引领商业地产业态多样性.....	4
1.1. 购物中心近年来发展演变：百货中心逐渐演变成体验式购物商场.....	4
1.2. 业态逐渐多样化，商业地产多样性提升.....	5
1.3. 餐饮业态比例提升，体验性购物应运而生.....	6
2. 线下购物受电商冲击，体验性消费满足社交需求.....	7
2.1. 电商冲击线下消费，线上购物习惯养成.....	7
2.1.1. 线上消费逐渐提升，快速增长过渡至稳定期.....	8
2.1.2. 线上线下互补，O2O 逐渐发展.....	11
2.2. 人们社交需求增强，餐饮引领业态变化.....	12
3. 城市化程度提升，交通便利促进 TOD 模式发展.....	15
3.1. 城市化率持续升高，规模效应促进购物中心注重体验性消费.....	15
3.1.1. 城市规模扩大，新区汇聚人口效应提升.....	16
3.1.2. 构建多中心化城市，规划不同等级商业中心.....	20
3.1.3. 交通便利性迅速提升，居民活动范围大、消费活跃度有望提升.....	20
3.2. 交通便利性提高，TOD 模式应运而生.....	21
4. 购物中心未来发展趋势.....	22
4.1. 随机性消费——餐饮休闲业态主导的购物中心.....	22
4.2. 线下必要性消费——主力店主导的购物中心.....	23
4.3. 体验性消费——主题购物中心.....	24
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：21 世纪初的上海南京路步行街.....	4
图 2：我国商业地产发展.....	5
图 3：体验式购物中心具备功能.....	5
图 4：上海太平洋百货.....	6
图 5：上海东方商厦楼层导购.....	6
图 6：购物中心业态变化.....	6
图 7：2014 年 VS 2020 年恒隆、太古、华润万象城餐饮业态占比对比.....	7
图 8：2008-2020 年我国线下零售额及同比增速.....	7
图 9：线上零售额及与全国社零增速对比.....	8
图 10：线上线下零售额占比.....	8
图 11：实物网上零售额及增速.....	8
图 12：实物网上零售额与线下零售额占社零总额比例.....	8
图 13：我国网络普及率.....	9
图 14：我国快递业务量及增速.....	9
图 15：我国网络购物使用规模及使用率.....	10

图 16: 线上购物发展重要时间点	10
图 17: 淘宝月活用户数 (万人)	11
图 18: 拼多多月活用户数	11
图 19: 天猫入驻品牌和商家数量	11
图 20: 华润·一点万象 app	12
图 21: 龙湖·天街小程序	12
图 22: 我国人均 GDP	13
图 23: 我国剔除 CPI 影响的人均可支配收入增速	13
图 24: 我国城镇居民家庭恩格尔系数	13
图 25: 茶饮店发展	14
图 26: 主题店·zoo 咖啡店	14
图 27: 甜品 Lady M 上海港汇恒隆店	14
图 28: 我国城镇化率和人口增长率	15
图 29: 世界主要国家城镇化率	15
图 30: 全球城镇化率	15
图 31: 我国城市建成区面积	17
图 32: 我国平均城市规模和城市人口密度	17
图 33: 我国城市人口密度	18
图 34: 我国城市人口·城市数量占比	18
图 35: 上海市浦东新区人口	19
图 36: 上海市浦东新区 GDP 总额及所占比例	19
图 37: 城市新区人口增加过程	19
图 38: 上海市域城乡体系规划图	20
图 39: 上海市域公共活动中心网络规划图	20
图 40: 轨道交通建成公里数及增速	21
图 41: 成都 TOD 地图	22
图 42: 杭州万象城	23
图 43: 上海恒隆广场	23
图 44: 泰国 Mansion7 恐怖主题购物中心	24
表 1: 华润置地·商业地产业务与电商相关战略表述	12
表 2: 政府工作报告·城镇化相关工作目标	16

1. 餐饮业态比例逐渐提升，新消费引领商业地产业态多样性

1.1. 购物中心近年来发展演变：百货中心逐渐演变成体验式购物商场

购物中心最早起源于“市场”或“集市”，是人们通过货币进行买卖，或通过“以物换物”进行物品交易的场所。这种形式在进入货币时代前就已存在，也是最早的商业中心。伴随着货币时代的推进和经济发展，逐渐出现了更具有规模效应的沿街商铺品类。我国出现的供销社的商业模式，这与我国的计划经济发展阶段有较大关系。

1980 年开始，我国商业地产进入发展的三个阶段：

1) 1980-1992 年，在改革开放初期，东南沿海改革开放特区逐渐出现商业，经营方式以个人开发经营、公司成立策划部经营管理两种方式为主，但业态种类并不统一固定，属于商业地产发展初期；

2) 1992-2002 年，在北京、上海、广州等中心城市，逐渐出现百货店、大卖场、超市等业态的商业，这类商业出现方式以城市老商业区改造、新兴业态出现（超市）、委托专业管理公司经营等三种方式为主；

图 1：21 世纪初的上海南京路步行街



资料来源：上海发布、天风证券研究所

3) 2002-2012 年，在全国大中城市（以直辖市和省会城市为重点），区域中心城市（交通枢纽城市和资源城市）和重视构建城市商品市场体系的市、县开始逐渐发展业态更加丰富的商业地产，如商业步行街、购物中心、CBD（城市中心商业区）、专业市场，这些业态丰富的商业主要以新城区建设、拆违、旧城改造进入。

图 2：我国商业地产发展



资料来源：《商业地产项目操盘指南》、天风证券研究所

在历经了供销社、百货商场、购物中心等模式之后，现在的商业地产逐渐向第四代商业模式发展，这种强调体验的商业模式是在购物中心和生活体验中心基础上构建出来的，规模上接近购物中心的体量，经营理念接近生活体验中心。这种商业模式融合两种商业模式，强调体验式购物，在满足人们一站式购物需求的同时做升级，增加体验式消费。体验性购物中心模式通常集购物、餐饮、休闲、娱乐等功能于一体，其中运动、娱乐、休闲占有相当重要的比例。这种商业模式下的商业地产通常具有购物、休闲和社交的多重属性。

图 3：体验式购物中心具备功能



资料来源：《商业地产项目操盘指南》、天风证券研究所

1.2. 业态逐渐多样化，商业地产多样性提升

百货商场、购物中心是人们消费频率较高的商业地产场景。

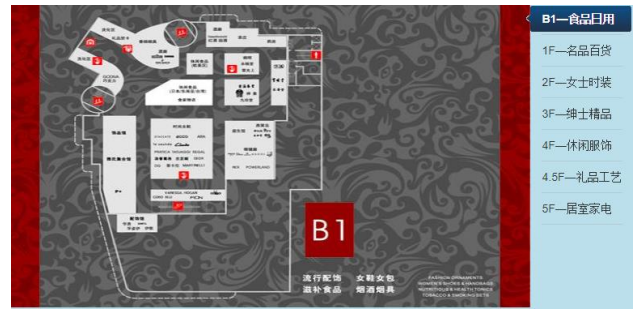
百货商场在上世纪九十年代兴起，是在一个建筑物内按照不同的种类和品牌，由若干个专业商铺向顾客提供多品种、多品种的商品集服务的综合性零售形态。百货商场主要功能在于为消费者提供购物的场所，北京燕莎百货商场、上海东方商厦等是百货商场的代表。

图 4：上海太平洋百货



资料来源：太平洋百货官网、天风证券研究所

图 5：上海东方商厦楼层导购

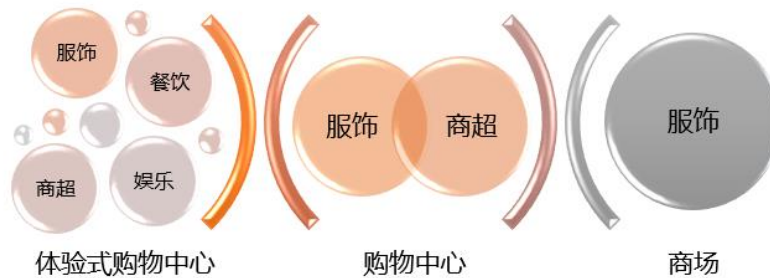


资料来源：上海东方商厦官网、天风证券研究所

随着国民经济提升，国内逐渐出现了精品广场，这类商业可以认为是百货商场的一种。该类商场经营国际一线服装、箱包、皮具、饰品、鞋帽、手表等物品，重视产品质量及品牌。这类商场经营的多为国际知名高单价品牌、奢侈品牌，选址地点多在一线城市市中心黄金地段，对物业品质及购物环境要求极高，目标客群是高消费群体。恒隆广场是该类商场的代表。这类商场与百货商场存在业态较单一的特点。

购物中心是指多业态、多业种、多店铺的全客群消费场所，大多位于市区或城乡结合地带，由专业经营团队系统地有计划开发、管理、运营，向消费者提供综合性服务。购物中心是在百货商场发展基础上产生的。通常业态包括服饰、餐饮、娱乐、超市、生活体验等多种类。万象城、吾悦广场是该类购物中心的代表。

图 6：购物中心业态变化



资料来源：《商业地产项目操盘指南》、天风证券研究所

引入体验式消费理念的购物中心逐渐成为新开业购物中心/改造重新开业的购物中心的主流商业地产形式。多元化多业态的体验式购物中心不仅适应我国国情，还循序渐进的改变我国消费者的消费和生活方式，二者相辅相成。

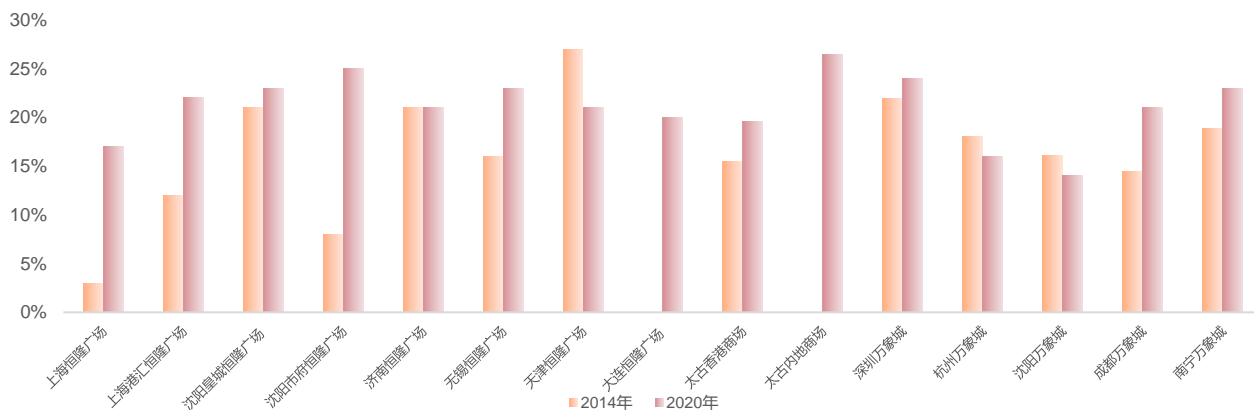
1.3. 餐饮业态比例提升，体验性购物应运而生

在所有体验性业态中，餐饮业态的受众群体最为广泛。与娱乐、超市和生活体验等业态不同，餐饮业态老少咸宜，同时可根据购物中心定位引入不同品类、消费水平的餐饮品类，一方面可以适当吸引目标客群，带来可以提升营业额的消费者，另一方面餐饮业态延长消费者在购物中心逗留时长，同时由于餐饮具有社交属性，单位时间在购物中心消费人次提升，购物中心单位效能得以提升。

我们选取恒隆、太古旗下购物中心和华润万象城作为参考对象，这三家在商业地产领域均已形成自身风格。通过对比，2020 年三家公司旗下购物中心的餐饮业态占比普遍高于 2014

年的水平，上海恒隆广场 2020 年的服饰业态占比为 67%，2014 年该比例为 92%，下降明显。其中太古内地的商业的餐饮业态数据最早记录到 2017 年，在图中没有体现。从下图我们可以发现以商场形式为主的恒隆购物中心餐饮业态变化最为明显，除天津恒隆广场餐饮业态有所下降之外，其他商场的餐饮业态占比提升较多。

图 7：2014 年 VS 2020 年恒隆、太古、华润万象城餐饮业态占比对比



资料来源：华润置地公司公告、恒隆地产公司公告、太古地产公司公告、天风证券研究所

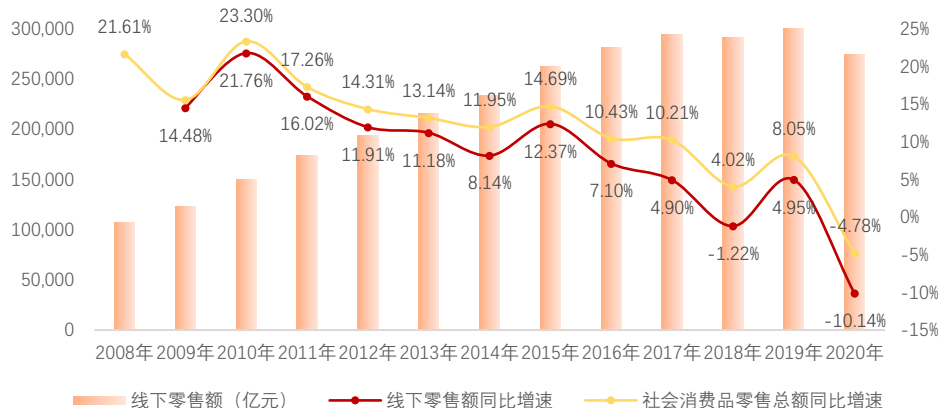
体验性购物中心的崛起离不开外在因素的倒逼和内生因素的促进，我们认为倒逼体验性购物中心发展的外在因素包括电商崛起冲击线下购物、经济发展人们对社交的需求提升，我们归类为体验性购物被动发展的原因；促进体验性购物发展的内生因素主要是城市化程度提升，导致城市向多中心化发展、交通更具便利性使得购物中心辐射范围成倍扩大，我们归类为体验性购物主动发展的原因。

2. 线下购物受电商冲击，体验性消费满足社交需求

2.1. 电商冲击线下消费，线上购物习惯养成

随着互联网普及程度日益提升，线上购物成为了消费者日常购物的主要方式，线下购物因此受到了一定程度的冲击。从 2011 年开始，我国线下零售额增速呈现整体下降趋势，2010 年线下零售额同比增速为 21.76%，2018 年该增速逐年下降至 -1.22%，首次跌至负值；相较于同样呈现整体下降趋势的全国社会零售总额增速，线下零售额增速明显低于社零总额增速，并且在 2010 年至 2018 年区间，该差距逐渐扩大。2019 年是新零售业态和 O2O 的崛起之年，线下零售额同比增速由负转正至 4.95%，与全国社零总额增速差距由 2018 年的 5.24pct 缩短至 2019 年的 3.1pct。2020 年受 COVID-19 疫情影响线下零售备受打击，同比增速与全国社零总额增速一同跌至负值。

图 8：2008-2020 年我国线下零售额及同比增速

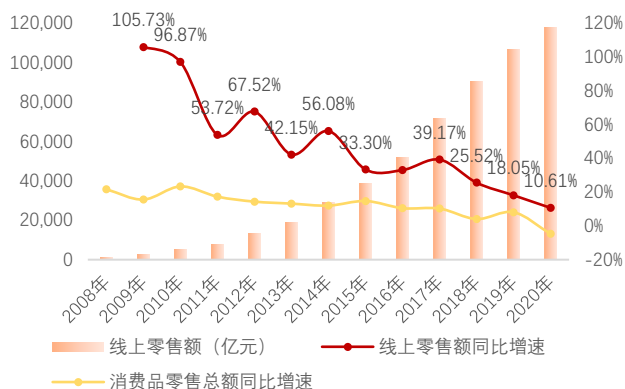


资料来源：wind、商务部、天风证券研究所

2.1.1. 线上消费逐渐提升，快速增长过渡至稳定期

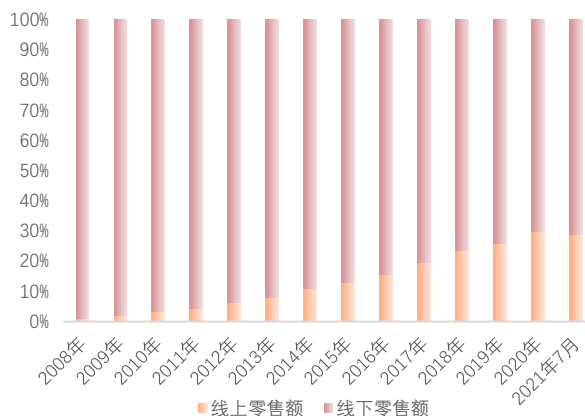
近十年来，线上购物蓬勃发展。2020年线上零售额达到11.76万亿元，是2008年该数额的94倍，2010年的23倍，近十年来线上零售额的年复合增长率达到36.89%。线上零售额增速远超过线下零售额同比增速和全国社零总额同比增速。2008年线上零售额仅占社零总额的1.16%，2014年该比例首次超过10%，2020年该比例达到30%。

图 9：线上零售额及与全国社零增速对比



资料来源：wind、商务部、天风证券研究所

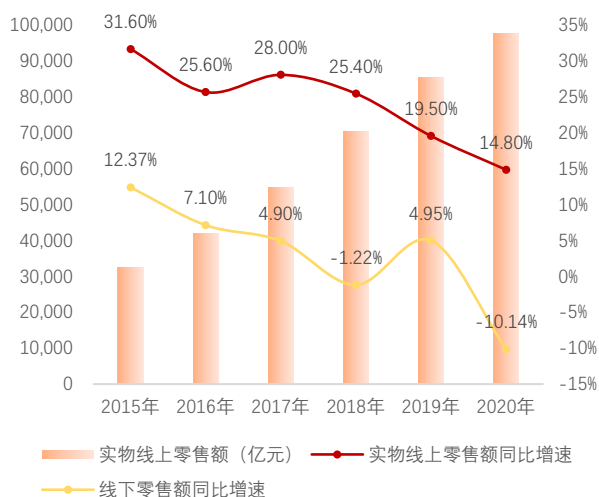
图 10：线上线下零售额占比



资料来源：wind、商务部、天风证券研究所

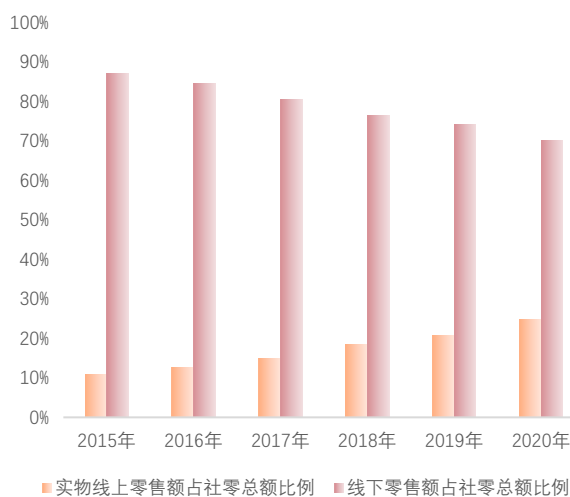
十年来，线上购物从小众生活方式，逐渐成长为居民生活必不可少的一部分。考虑到线上购物存在实体商品和虚拟服务的多样性，我们选取实物网上零售额作为线下购物的竞品。2020年实物网上零售额达到9.7590万亿元，是2015年该数额的3倍，2015-2020年的实物网上零售额的年复合增长率达到24.65%。2015年实物线上零售额占社零总额比例为10.8%，2020年该数值达到24.90%。

图 11：实物网上零售额及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：实物网上零售额与线下零售额占社零总额比例

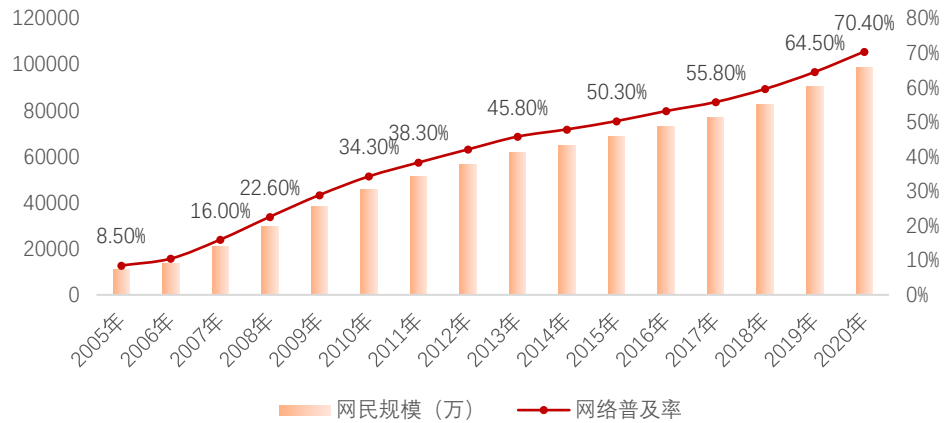


资料来源：wind、天风证券研究所

线上购物能够实现高速发展主要来源于如下三个原因：

- 1) 网络普及率提升：截至2020年12月，我国的网民总体规模达到9.89亿，占全球网民的1/5左右。截至2020年12月，我国互联网普及率达70.4%，其中城市地区互联网普及率达到79.8%，农村地区互联网普及率为55.9%。

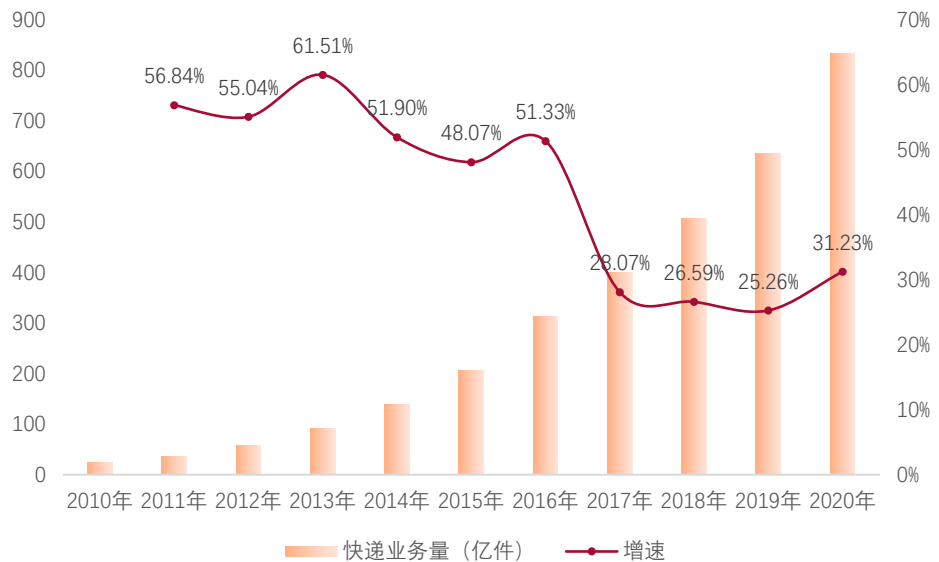
图 13：我国网络普及率



资料来源：《第 37 次、47 次中国互联网络发展状态统计报告》、天风证券研究所

- 2) 快递发展迅速：根据《2020 年中国快递发展指数报告》，以 2010 年为基数（取 100 为基数），2020 年中国快递发展指数为 1259.1，发展指数在 10 年间增长近 12 倍；2020 年全国快递业务量完成 833.6 亿件，该数值是 2010 年的 35.62 倍；近十年的快递业务量的年复合增长率达到 42.95%。快递业务的基础能力明显增强，如自动分拣设备应用逐渐广泛，分拣信息化水平和自动化分辨率稳步提升，货机航线数量增长多，新增高铁快递线路，2020 年实现国内首条用于整列装运快件的复兴号动车组试运行，快递服务速度和质量得以保障。

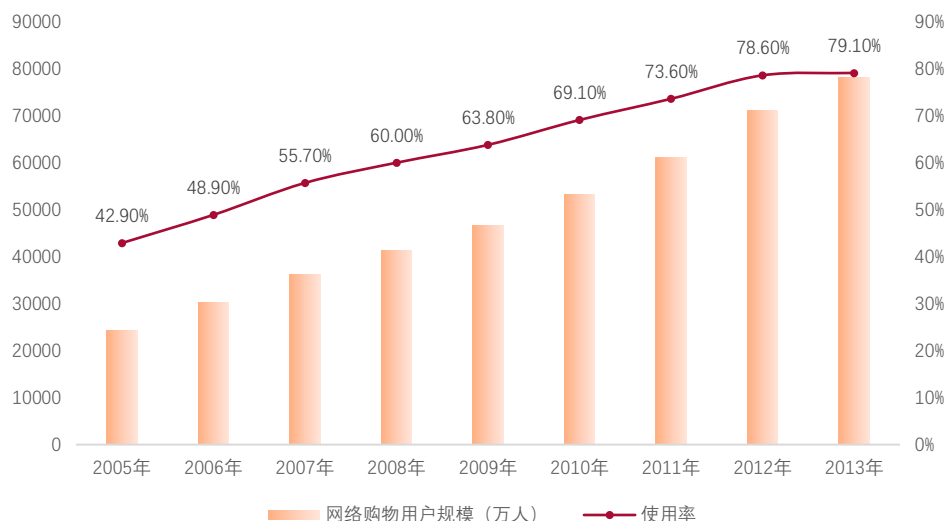
图 14：我国快递业务量及增速



资料来源：中国邮政局、天风证券研究所

- 3) 线上购物普及率高：截至 2020 年 12 月，在网民个人互联网应用中，网络购物的用户规模达到 7.82 亿，网民使用率达到 79.1%；手机网络购物用户规模达到 7.81 亿，手机网民使用率达到 79.2%。电商平台通过小程序和直播等方式加速下沉渗透，满足中低收入群体基本消费需求；农产品也通过电商模式加速实现销售；闲置物品销售增长迅速，截至 2020 年 12 月，二手电商用户规模达到 5266 万，闲置经济的发展推动了商品循环流转。

图 15：我国网络购物使用规模及使用率



资料来源：《第 37 次、47 次中国互联网络发展状态统计报告》、天风证券研究所

在网络普及率提升、快递高质量发展、网络购物习惯养成的基础上，线上购物 app 使用率提升迅速，线上购物规模逐渐增大，淘宝、天猫、京东、美团、拼多多等逐渐成长为具有大规模用户的电商平台。

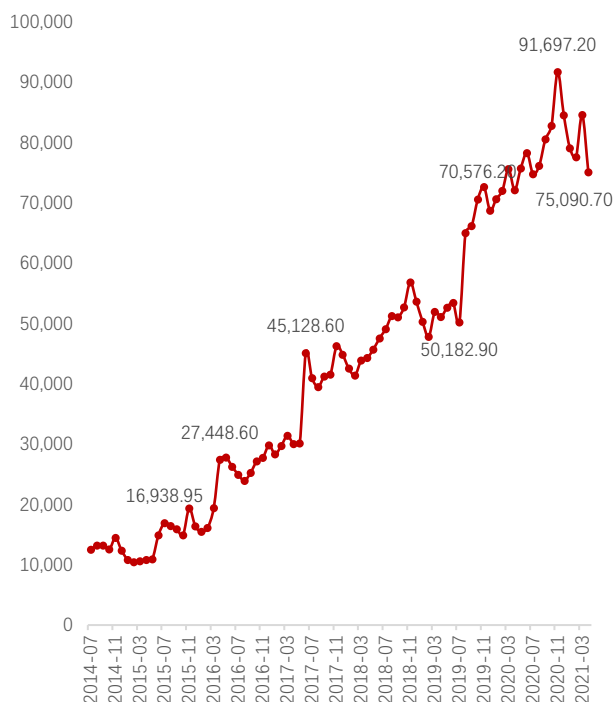
图 16：线上购物发展重要时间点



资料来源：各家公司官网、公司公告、天风证券研究所

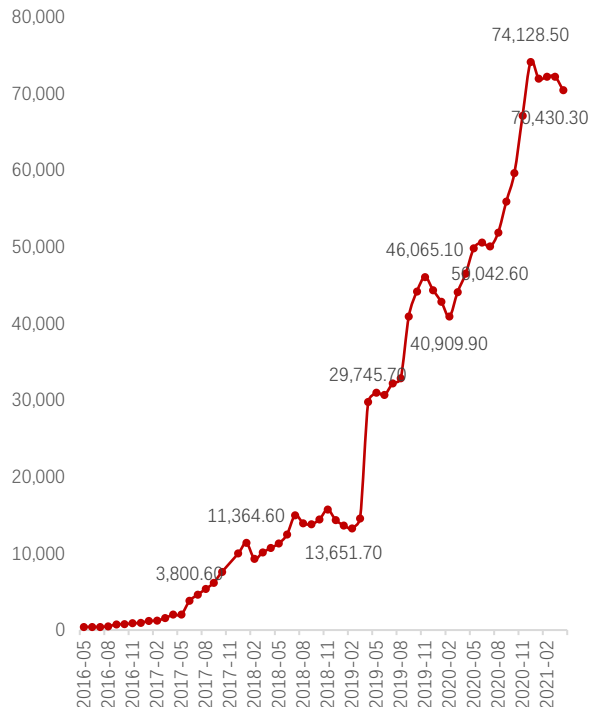
以淘宝为例，2021年4月，淘宝的当月月活用户达到75090.7万名，该数值是2015年4月当月月活用户数的近7倍，是2017年4月当月月活用户数的2.5倍。

图 17：淘宝月活用户数（万人）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 18：拼多多月活用户数

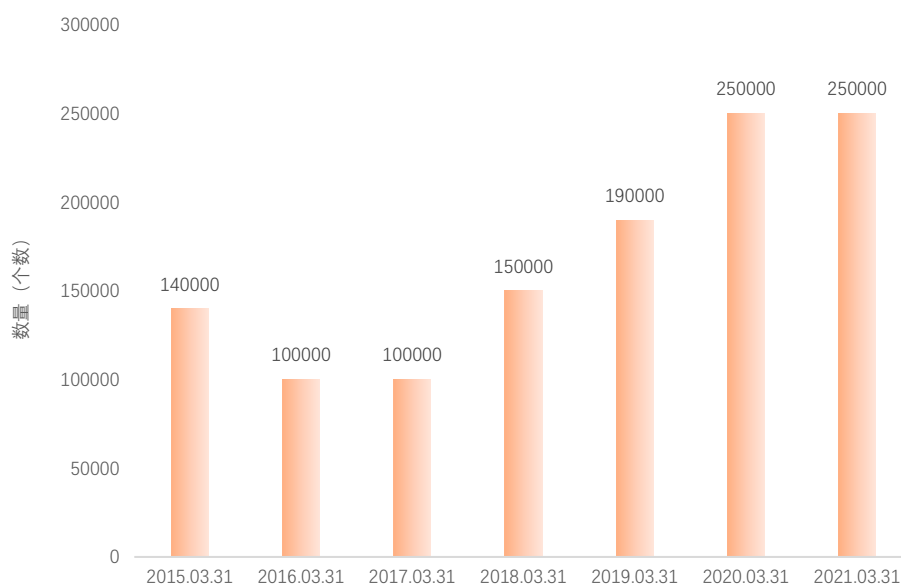


资料来源：wind、天风证券研究所

2.1.2. 线上线下互补，O2O 逐渐发展

由于线上购物普遍价格低廉具有性价比优势，线上购物在某种程度上对线下品牌购物产生了一定的冲击力。但是早期的线上购物虽然具有快捷、价格相对低廉的优势，依然由于买卖双方无法实体接触的问题的存在。官方品牌通过入驻天猫平台实现线上销售，B2C 线上销售的好处可能在如下方面体现 1) 产品标准化程度更高，消费者对于商品的认知可通过线下获取，购物效率提升；2) 线下品牌更具有信任度，商家利用品牌影响力和线上购物平台的便利性将消费者的部分消费场景由线下转移至线上，商家销售额提升明显；3) 线下品牌商品的质量把控更加严格，提升消费者对于线上购物的信任程度。

图 19：天猫入驻品牌和商家数量



资料来源：阿里巴巴公告、天风证券研究所

商业地产因此受到了一定的影响，如客流量下降，零售额增长缓慢等，商家通过线上购物的方式提升了营业额，但是 B2C 同样具有一定弊端——线上购物虽然快捷方便，但可能存在消费体验欠佳，服饰类等需要试穿的商品退换货比例高，影响商品销售和周转效率的问题。

因此，多家购物中心一方面开发自己的购物 app、小程序等，如华润·一点万象 app，充分发挥线上营销的优势，提高消费者关注度，提升用户粘性；另一方面积极寻求业态结构改变，通过增加餐饮、娱乐等体验型业态丰富消费场景，提高消费者在购物中心逗留时长。

表 1: 华润置地·商业地产业务与电商相关战略表述

2014 年	本集团将在强化自身运营能力的同时，继续积极开展电子商务探索研究，依托蓬勃发展的互联网经济为本集团商业地产未来的发展注入活力
2015 年	积极探索商业业态创新，试点[购物中心+互联网]生态运营系统
2016 年	积极探索业态创新，提升客户消费体验，强化服务品质
2017 年	积极探索新业态新模式——商业互联网生态体系及新零售的发展方向
2018 年	通过多元化渠道挖掘增量及存量机会，顺应新零售发展趋势，主动拥抱互联网、新技术、探索数字化转型，强化购物情景化，提升客户体验
2019 年	顺应新零售发展趋势，多元化挖掘增量和存量机会；积极尝试商业创新，明确商业数字化战略

资料来源：华润置地公司公告、天风证券研究所

图 20: 华润·一点万象 app



资料来源：一点万象 app、天风证券研究所

图 21: 龙湖·天街小程序



资料来源：天街小程序、天风证券研究所

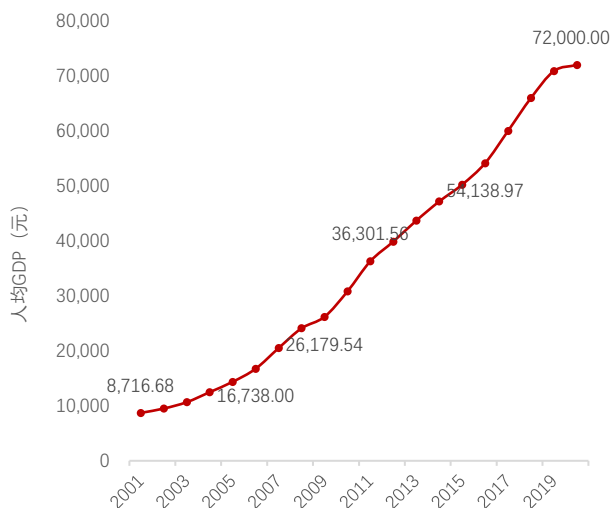
线上购物在消费体验和时效性等方面无法完全替代线下购物，线下购物在便捷、商品多样性等方面无法与线上竞争，购物中心需要在购物体验方面提升自身竞争力，这促进体验型购物中心的产生。

2.2. 人们社交需求增强，餐饮引领业态变化

随着人民生活水平提升、科技进步，人们对社交的需求逐渐加大。截至 2020 年末，我国人均 GDP 已达到 72000 元，城镇居民家庭人均可支配收入达到 43834 元，该数值是 2001 年的 6.42 倍，是 2008 年的 2.8 倍，是 2014 年的 1.5 倍。作为群居性动物，社会交往是人

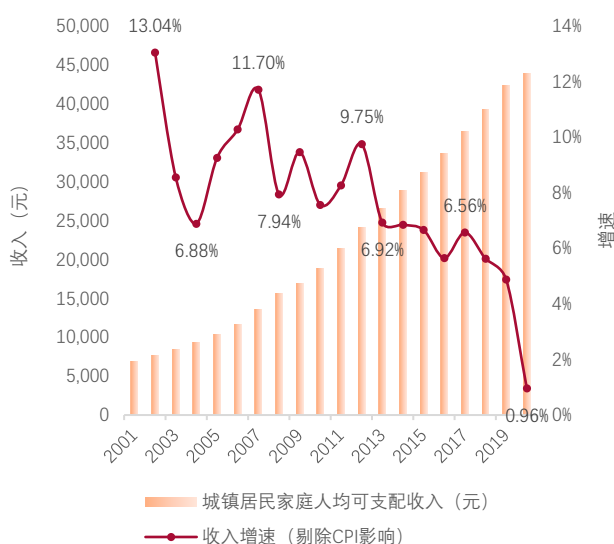
类传递信息、交流思想的方式，是人类满足社会需求的一种渠道。居民收入的提升促使人们对于需求的层次提升，由较为基本的解决温饱的需求逐步向满足社会需求和尊重需求的较高阶段升华。

图 22：我国人均 GDP



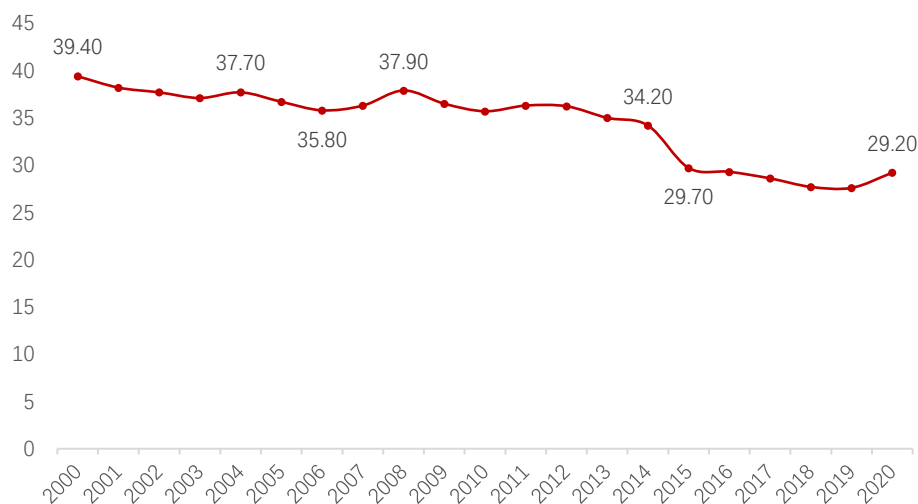
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 23：我国剔除 CPI 影响的人均可支配收入增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 24：我国城镇居民家庭恩格尔系数



资料来源：wind、天风证券研究所

一方面，现在社会受到互联网的巨大冲击，网络普及率高，网民平均年龄逐渐下降，青年人的消费习惯受互联网影响较大：获取信息的方式逐渐向线上转移、O2O 的便利让外卖走入百姓家。在此背景下，更具体验特点的社交方式才会逐渐再吸引消费者将消费场景转移至线下。

另一方面，随着消费能力提升和社会发展，人们的社交场景逐渐多元化。从地点场所看，休闲社交的场地由户外逐渐向室内转移，好处在于 1) 受天气影响小、2) 室内场所便于管理和经营。从时间周期看，人们社交所花费的时间略有增长，2008 年休闲社交的时间占总时间的比例为 24%，2018 年该比例超过 25%。这主要受 1) 交通便利性提升，2) 生活作息习惯改变等因素影响。从场景种类看，社交人数和年龄有逐渐降低的趋势，社交所需场景多样化，简餐、茶饮既提供了社交场合，又提高较短的碎片时间利用率。

餐饮店面形式的变化体现了人们对社交场景要求的改变。我们以茶饮咖啡店为例。约 50

年前，咖啡屋的概念首先在美国引入，提供社区聚会场所并允许人们小聚及社交的咖啡屋理念变得流行起来。我国的饮茶领域也有类似的发展：从外卖为主的街店，发展为以外卖为主的街店和购物商场的门店，再发展为具有社交空间的饮品店和主题创意店。

图 25：茶饮店发展



资料来源：蜜雪冰城官网、恋暖初茶官网、奈雪的茶官网、天风证券研究所

注：以上图片仅根据茶饮店整体发展阶段归类，非品牌自身各阶段店面

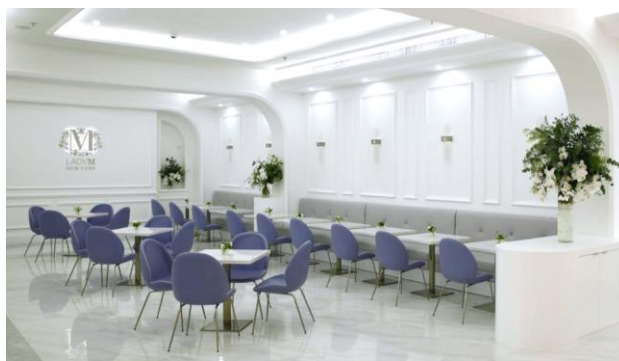
近年来，国内餐饮引入了咖啡体验的方式，类似于咖啡屋的茶饮店、甜品、轻食等新兴餐饮项目获得年轻消费者的青睐。这类餐饮场景自带社交属性，具有场景化体验性消费的特点：具有交流沟通的环境、适当的口味、舒适的装修风格获得了年轻消费者的青睐，满足青年人线下消费的一大需求。

图 26：主题店·zoo 咖啡店



资料来源：zoo coffee 官网、天风证券研究所

图 27：甜品 Lady M 上海港汇恒隆店



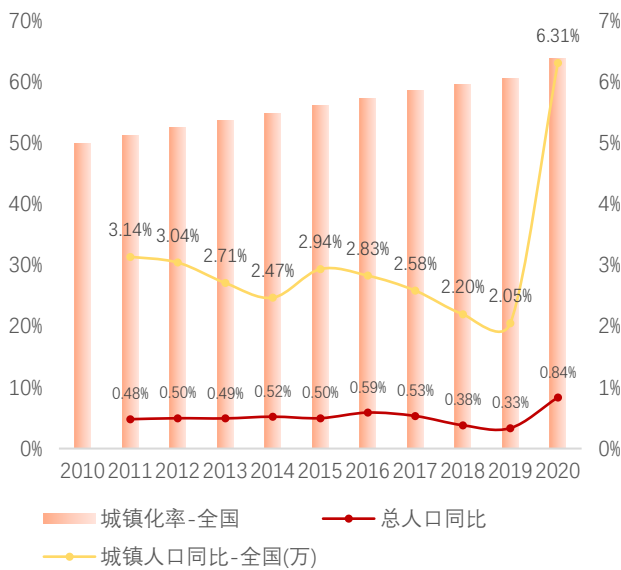
资料来源：Lady M 官网、天风证券研究所

3. 城市化程度提升，交通便利促进 TOD 模式发展

3.1. 城市化率持续升高，规模效应促进购物中心注重体验性消费

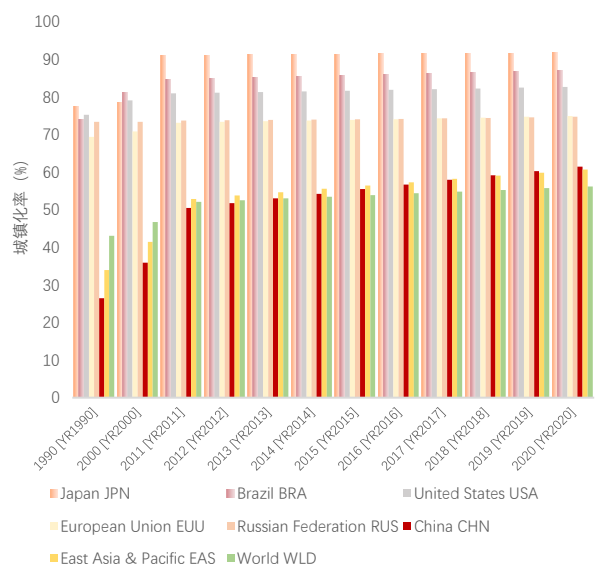
随着我国经济发展，我国城镇化率逐年提升。2020 年，我国全国常住人口城镇化率达到 63.89%，城市数量达到 687 个，城市建成面积达到 6.1 万平方米。根据世界银行数据显示，2020 年我国城镇化率水平已高于世界平均水平 5.28pct，高于亚太地区平均水平 0.73pct，尽管较发达国家、地区依然有差距，如较日本、美国、欧盟分别相差 30.35pct、21.24pct、13.53pct，但差距在持续缩窄。城镇化率近年来超过世界平均水平，我们的城镇人口增速依然领先于世界平均水平。2020 年我国城镇人口增速为 2.2%，较世界平均水平 1.8%高出 0.4pct，表明我国的城镇化进程依然有较大的空间。

图 28：我国城镇化率和人口增长率



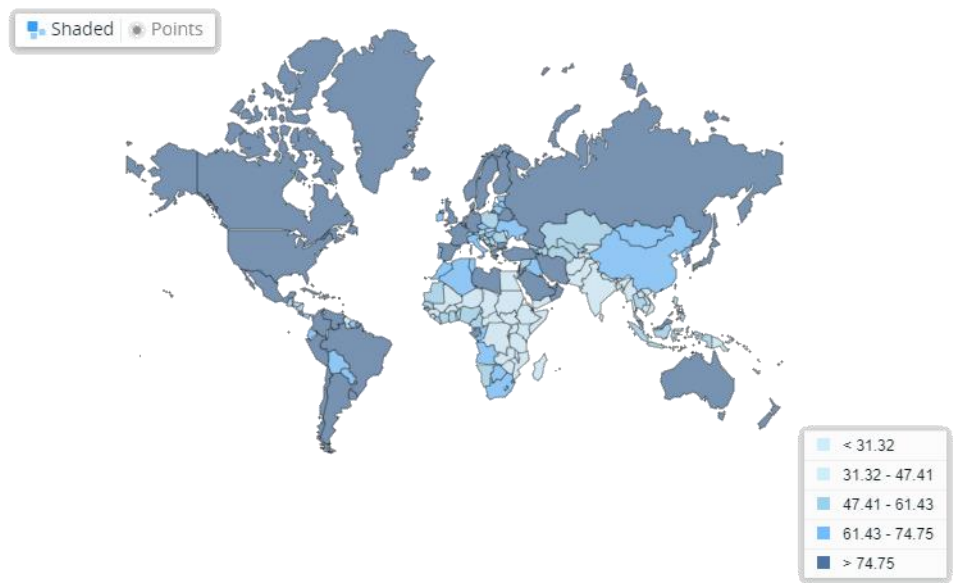
资料来源：国家统计局、wind、天风证券研究所

图 29：世界主要国家城镇化率



资料来源：世界银行、天风证券研究所

图 30：全球城镇化率



资料来源：世界银行、天风证券研究所

由于城镇化具有集中资源的规模效应，我们认为城镇化率的提升映射出如下方面的进步：

- 1) 具有汇集商业能力的城市增加——商业规模效应提升；
- 2) 交通便利性提升——购物中心吸引客流能力提升；
- 3) 居民活跃度升高——居民于购物中心贡献零售额上升。

购物中心的设立通常与城镇化所表现的当地人口、居民活跃程度、城市交通等方面有关——

- 1) 城市规模扩大，尤其构建新城区对于人口有虹吸效应，城市人口规模扩大，对于购物中心需求提升；
- 2) 城市发展由单一的中心逐渐发展为多个中心，不同等级的商业中心出现，居民活跃度提升，购物频率提升；
- 3) 交通便利性提升，购物中心吸引客流半径扩大，居民到达购物中心便利程度提升，购物中心承载客流量提升。

3.1.1. 城市规模扩大，新区汇聚人口效应提升

我国从 2014 年开始推进新型城镇化，包括提升集聚人口能力，使得农业转移人口市民化。随后在 2015 年政府工作报告中提到，提升地级市、县城和中心镇产业水平和人口承载能力，方便农民就近城镇化。

表 2：政府工作报告·城镇化相关工作目标

年份	政府工作报告·城镇化相关工作目标
2011 年	加强城市基础设施和公共服务设施建设， 增强城镇综合承载能力 ，提高管理和服务水平。因地制宜，分步推进，把有稳定劳动关系并在城镇居住一定年限的农民工，逐步转为城镇居民。
2012 年	要遵循城市发展规律，从各地实际出发，促进大中小城市和小城镇协调发展。 根据资源环境和人口承载能力，优化全国生产力布局，形成合理的城镇体系和与国土规模、资源分布、发展潜力相适应的人口布局。 更加注重把在城镇稳定就业和居住的农民工有序转变为城镇居民；放宽中小城市落户条件，合理引导人口流向，让更多农村富余劳动力就近转移就业。
2013 年	要遵循城镇化的客观规律，积极稳妥推动城镇化健康发展。 坚持科学规划、合理布局、城乡统筹、节约用地、因地制宜、提高质量。特大城市和大城市要合理控制规模，充分发挥辐射带动作用；中小城市和小城镇要增强产业发展、公共服务、吸纳就业、人口集聚功能。
2014 年	有序推进农业转移人口市民化。 推动户籍制度改革，实行不同规模城市差别化落户政策。把有能力、有意愿并长期在城镇务工经商的农民工及其家属逐步转为城镇居民。对未落户的农业转移人口，建立居住证制度。使更多进城务工人员随迁子女纳入城镇教育、实现异地升学，实施农民工职业技能提升计划。加大对中西部地区新型城镇化的支持。提高产业发展和集聚人口能力，促进农业转移人口就近从业。 加快推进交通、水利、能源、市政等基础设施建设，增强中西部地区城市群和城镇发展后劲。优化东部地区城镇结构，进一步提升城镇化质量和水平。
2015 年	提升城镇规划建设管理水平。制定实施城市群规划，有序推进基础设施和基本公共服务同城化。 完善设市标准，实行特大镇扩权增能试点，控制超大城市人口规模，提升地级市、县城和中心镇产业和人口承载能力，方便农民就近城镇化。
2016 年	深入推进新型城镇化。加快农业转移人口市民化。深化户籍制度改革，放宽城镇落户条件，建立健全“人地钱”挂钩政策。扩大新型城镇化综合试点范围。居住证具有很高的含金量，要加快覆盖未落户的城镇常住人口，使他们依法享有居住地义务教育、就业、医疗等基本公共服务。 发展中西部地区中小城市和小城镇，容纳更多的农民工就近就业创业，让他们挣钱顾家两不误。
2017 年	扎实推进新型城镇化。深化户籍制度改革， 今年实现进城落户 1300 万人以上 ，加快居住证制度全覆盖。 支持中小城市和特色小城镇发展，推动一批具备条件的县和特大镇有序设市，发挥城市群辐射带动作用。 促进“多规合一”，提升城市规划设计水平。推进建筑业改革发展，提高工程质量。

2018年 **坚持实施区域协调发展和新型城镇化战略，着力推动平衡发展，新的增长极增长带加快成长。**积极推进京津冀协同发展、长江经济带发展，编制实施相关规划，建设一批重点项目。出台一系列促进西部开发、东北振兴、中部崛起、东部率先发展的改革创新举措。加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区扶持力度，加强援藏援疆援青工作。海洋保护和开发有序推进。**实施重点城市群规划，促进大中小城市和小城镇协调发展。**绝大多数城市放宽落户限制，居住证制度全面实施，城镇基本公共服务向常住人口覆盖。城乡区域发展协调性显著增强。

2019年 深入推进新型城镇化。**坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，**推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。继续推进地下综合管廊建设。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施。新型城镇化要处处体现以人为本，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。

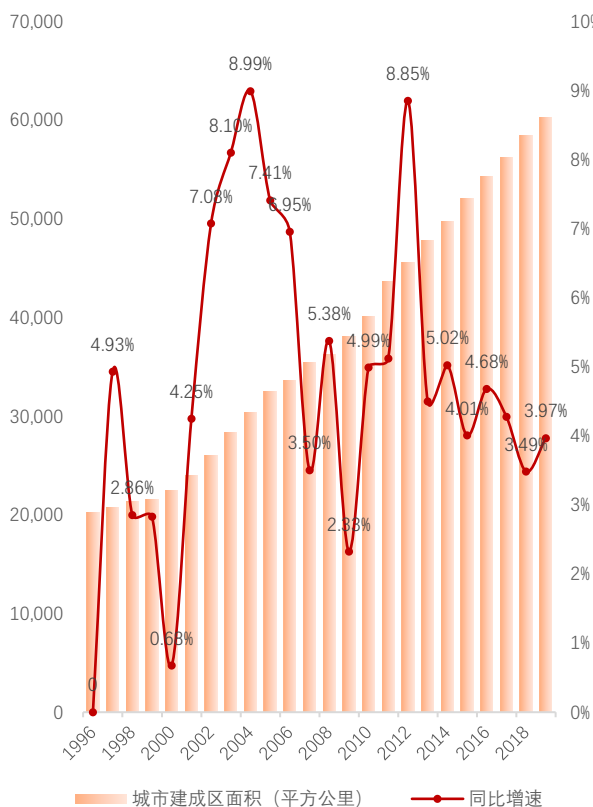
2020年 深入推进新型城镇化。**发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民、无障碍设施，让城市更宜业宜居。

2021年 深入推进以人为核心的新型城镇化战略，**加快农业转移人口市民化，**常住人口城镇化率提高到65%，**发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，**实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。

资料来源：中华人民共和国国史网、中国政府网、天风证券研究所

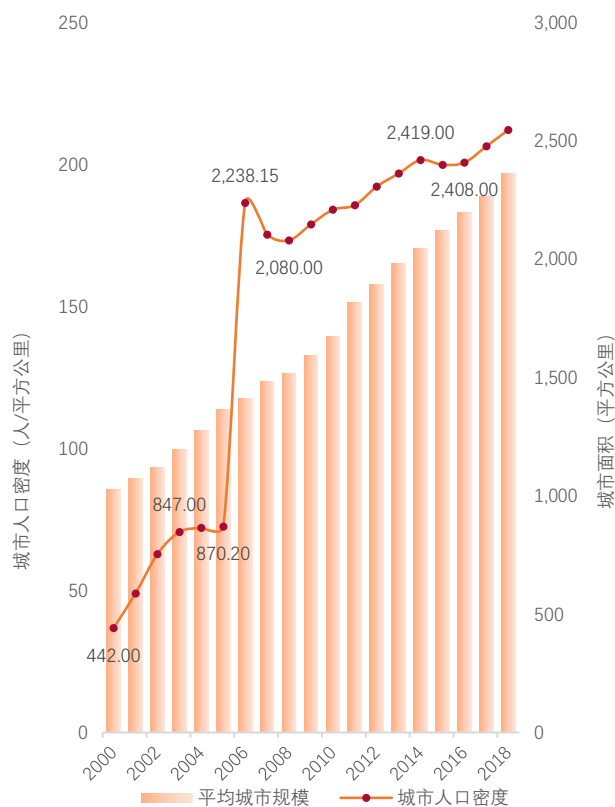
城市规模扩大是城镇化的一个表现，体现在城市面积和人口两个方面。2019年末，我国城市城区面积达到20万平方公里，城市建成区面积为6.03万平方公里。2020年全国城镇人口达到9.02亿，2019年人口密度达到2613.34人/平方公里，截至2018年全国范围内的地级及以上城市数为297座，据此计算的平均城市面积（地级及以上城市）为196.82平方公里。无论是城市数量、平均城市面积都在逐年提升，城市化进程加快，城市规模扩大。

图 31：我国城市建成区面积



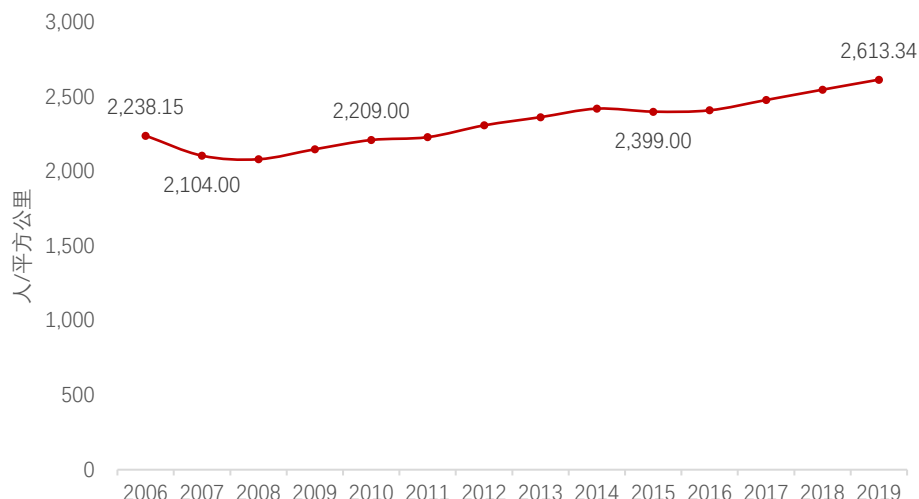
资料来源：wind、天风证券研究所

图 32：我国平均城市规模和城市人口密度



资料来源：wind、天风证券研究所

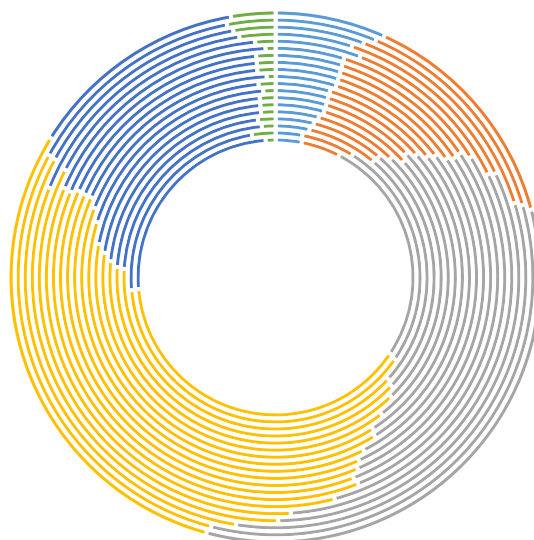
图 33：我国城市人口密度



资料来源：wind、天风证券研究所

随着城市化程度提高，不仅城市面积在扩大，城市数量在提升。2018 年我国全部地级及以上城市数为 297 个。其中总人口为 400 万以上的地级及以上的城市为 20 个，人口 200-400 万的城市有 42 个，人口 100-200 万的城市有 99 个，人口 50-100 万的城市有 88 个，人口 20-50 万的城市有 40 个，不足 20 万的有 8 个；人口 100-200 万的城市和人口 50-100 万的城市数量占比最大。纵向来看，人口 50-100 万、100-200 万的城市占比提升变化最大。城市规模在人口和面积两个层面都在扩大。

图 34：我国城市人口·城市数量占比

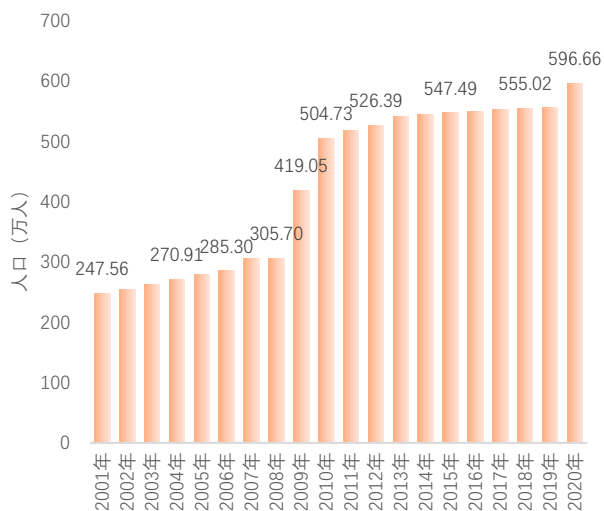


- 城市市辖区年末总人口为400万以上的地级及以上城市数
- 城市市辖区年末总人口为200-400万的地级及以上城市数
- 城市市辖区年末总人口为100-200万的地级及以上城市数
- 城市市辖区年末总人口为50-100万的地级及以上城市数
- 城市市辖区年末总人口为20-50万的地级及以上城市数
- 城市市辖区年末总人口为20万以下的地级及以上城市数

资料来源：wind、天风证券研究所

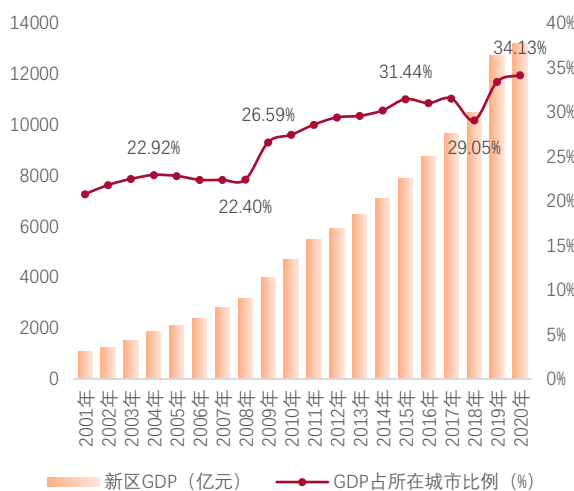
设立新区有望使得城市建设发展更加迅速。根据新华网，我国从 1992 年设立第一个国家级新区浦东新区至 2020 年 12 月，全国有 19 个国家级新区。其中东部一些国家级新区占所在城市 GDP 的 1/4~1/3，核心地位明显。浦东新区 2020 年 GDP 为 13207.03 亿元，占全上海当年 GDP 总额的 34.13%，地位举足轻重；全国 219 家国家级经开区地区生产总值、财税收入占到全国总量的 10%左右；169 个国家级高新区，GDP 占全国 GDP 的 12.3%，税收占全国的 11.8%，已成为国家整体经济重要战略支撑和新的增长点。

图 35：上海市浦东新区人口



资料来源：wind、天风证券研究所

图 36：上海市浦东新区 GDP 总额及所占比例

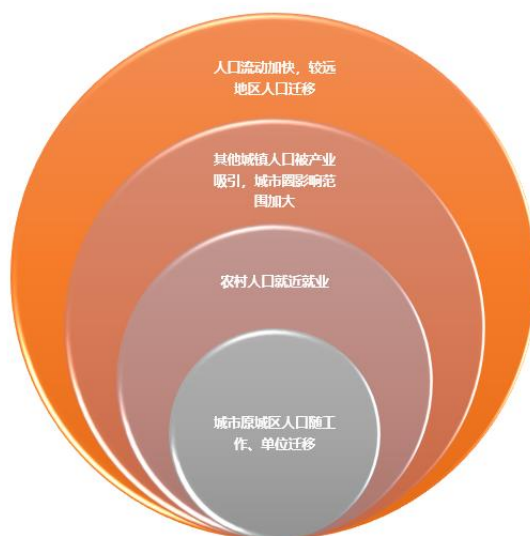


资料来源：wind、天风证券研究所

我们认为，随着经济增长，新区人口增加，经济增长有望带来人口的虹吸效应：

- 1) 首先政府对于新区的规划，产业相关企业单位或搬迁至新区，城市旧区的人口可能为了生活和工作更加便利和较低的生活成本（通勤成本和时间）依随着产业搬迁至新区，城市经济结构有望得以调整；
- 2) 周围乡村人口有望就近就业，实现农村人口向城镇的迁移，城市面积和人口规模可能得以扩大，城市向外辐射范围或加大；
- 3) 新区发展逐渐吸引其他城镇人口迁移，促进和加快人口流动，城市圈逐渐形成，带动周边小城市经济发展。

图 37：城市新区人口增加过程



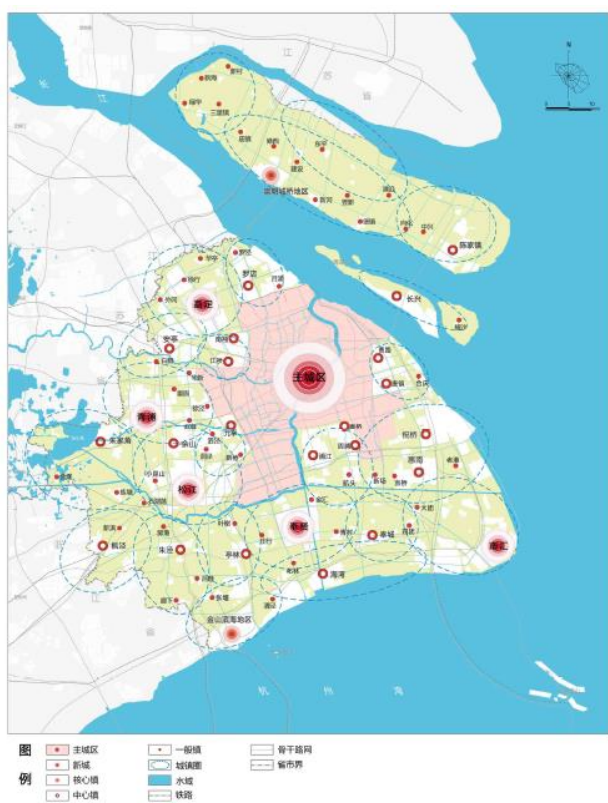
资料来源：天风证券研究所

3.1.2. 构建多中心化城市，规划不同等级商业中心

城市逐渐去单一中心化，并且开始向多中心化发展。根据上海市规划和自然资源局，要求“根据市域内不同地区功能定位和资源环境条件，提升主城区功能等级，完善新城综合功能，促进新市镇协调发展，实施乡村振兴战略”，“逐步形成‘一主、两轴、四翼、多廊、多核、多圈’的空间结构和‘主城区-新城-新市镇-乡村’的城乡体系”。去中心化是一个将资源从中心重新分配的过程，适当削弱核心中心地区的资源集中程度，促进其他区域的协调发展。这样的做法有助于划分城市中各个区域的功能级别，好处在于一方面缓解核心区域的压力，另一方面协调其他区域的平衡发展。

多中心化最为明显的表现是商业多中心化——在多个区域建设不同等级的商业中心：如北京鼓励在四环路周边发展以大型专业市场、批发市场、新型零售业为主的商业圈；新发展的居住区，10-15万人要规划建设一个地区级商业中心；地区及商业中心1公里以外的居民区，原则上居住人口1-3万应有一个综合性的社区商业中心。

图 38：上海市域城乡体系规划图



资料来源：《上海市城市总体规划（2017-2035年）》、天风证券研究所

图 39：上海市域公共活动中心网络规划图

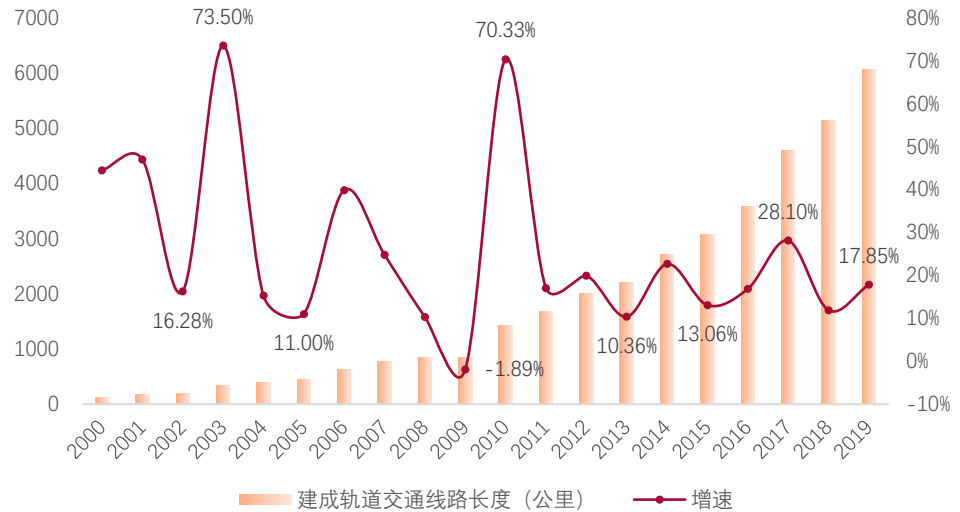


资料来源：《上海市城市总体规划（2017-2035年）》、天风证券研究所

3.1.3. 交通便利性迅速提升，居民活动范围大、消费活跃度有望提升

轨道交通对于购物中心至关重要，购物中心可利用与地铁站的连接（室内连接或室外距离较短），既提升消费者到达购物中心的便利程度，提高居民前往的频率、延长消费时长，居民消费的活跃度大幅提升，又扩大购物中心在城市的辐射范围，吸引居民消费。根据住建部数据，截至2019年末，全国建成地铁线路5170.6公里，覆盖全国24个省、自治区、直辖市；我国共建成轨道交通6058.9公里，是2000年该数据的52倍，是2010年该数值的4倍，近20年我国轨道交通建成公里数复合增速达到24.08%。

图 40：轨道交通建成公里数及增速



资料来源：住建部、天风证券研究所

由于城市新区的构建、轨道交通的发展，人们的消费频率提升，我们认为体验性消费的购物中心应运而生还包括如下原因：

- 1) 城市新区构建成功，新区较市中心的距离较远，前往市中心的消费的时间成本和资金成本较大（停车费高昂、市内交通堵塞、空间距离较远轨道交通耗时较长），单次在市中心的购物中心度过的时间较长，购物体验感的重要性提升；
- 2) 新区或较远区域的人们日常消费需求依旧需要满足：餐饮需求、亲子活动需求、日常社交需求，区域或社区级别的购物中心需要满足周边居民的体验性消费的需求；
- 3) 轨道交通的发展让人们生活节奏加快，具有良好体验感的购物中心得以延长消费者逗留时长，轨道交通的优势进而扩大购物中心的影响范围。

3.2. 交通便利性提高，TOD 模式应运而生

轨道交通建设是城市发展的重要驱动力，在此背景下，以集约化、复合化、交通为导向的 TOD 模式引人关注。2021 年中共中央国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，其中提到“推动以公共交通为导向的城市土地开发模式”，即 TOD 模式（Transit-Oriented-Development）——依托于交通枢纽中心，在 5-10 分钟的步行路程之内建立中心广场或城市中心的模式。由于 TOD 以公共交通为导向，TOD 模式具有缓解城市商业资源过于集中的矛盾、利用“轨道交通+物业”的模式提升沿线商业价值的特点，风靡欧美国家，正式成为各大城市纷纷抢滩的蓝海。

成都轨道集团于 2020 年 5 月 11 日发布首张 TOD 地图，展示首批 16 个 TOD 项目区域分布及项目特点。龙湖集团于 2003 年开始对 TOD 模式进行探索，以 TOD 为核心，通过在不同城市区位进行以公共交通为导向的复合空间及多业态融合，形成都市生态圈现代服务业。2018 年，全国首个商圈高铁 TOD 项目——龙湖光年面世。

图 41：成都 TOD 地图



资料来源：第一财经公众号、天风证券研究所

4. 购物中心未来发展趋势

由于线上购物配送时长逐渐缩短、线上购物品类逐渐多样化，O2O 一定程度上解决了商品信任度的问题，线上购物很大程度上满足了人们日常消费的需求更加便利。以餐饮等休闲体验性业态占比提升为代表的体验性购物中心有望逐渐成为现在购物中心的主流，人们逐渐习惯在一个购物中心进行“吃喝玩乐+买”体验消费，购物中心或依靠品牌门店吸引客流进行“吃、喝、逛”等体验性消费，或通过独特的吃喝玩乐品牌（如网红饮品）吸引客流进而进行随机性消费。基于以上分析，我们认为未来购物中心有望向如下的方向发展：强调随机性消费的体验休闲业态主导的购物中心、主打线下必要性消费的奢侈品主力店主导购物中心、侧重体验性消费的主题型购物中心。

4.1. 随机性消费——餐饮休闲业态主导的购物中心

该种类型的购物中心不同于传统以购物为主，或以大型超市为主力店的传统商业地产，在业态布局上，休闲娱乐性的业态占比提升，零售业态逐渐减少；在区位地址上，以新城为主。以华润置地的杭州万象城为例，该购物中心位于杭州市钱江新城。按照出租面积这一维度，杭州万象城的餐饮、儿童娱乐、个护等业态占比达到 45%，成都万象城的餐饮、儿童娱乐、个护等业态占比达到 51%。由于休闲业态占比较高，消费者消费场景主要以娱乐为主，如餐食、茶饮、电影休闲、儿童娱乐等吸引消费者，社交娱乐休闲为主的客群在此类购物中心的零售业态中消费主要以随机性消费为主，如时尚服饰、休闲配饰等。

图 42: 杭州万象城

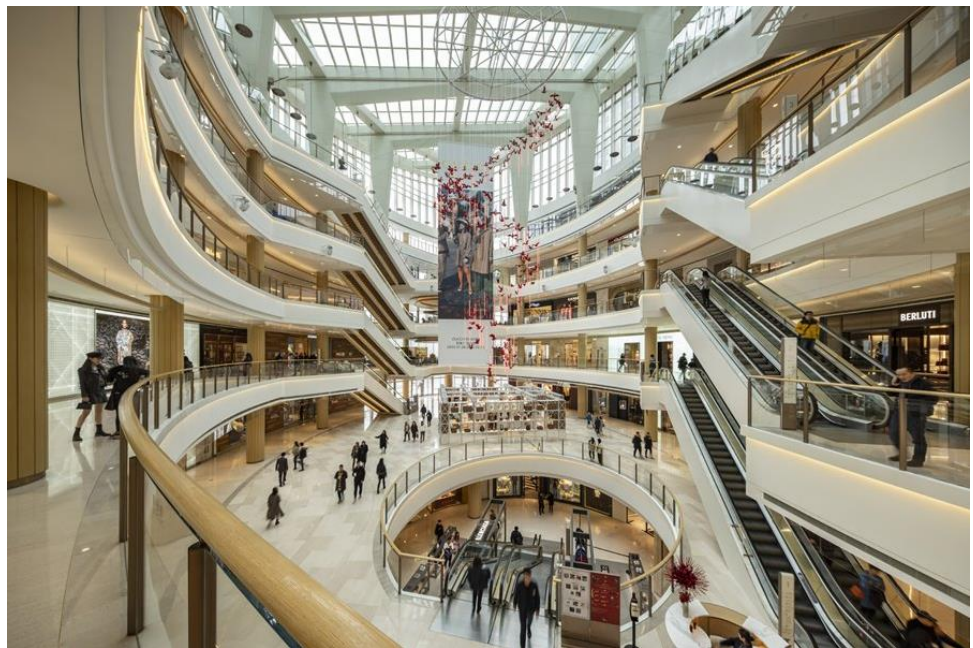


资料来源：华润置地 2020 年报、天风证券研究所

4.2. 线下必要性消费——主力店主导的购物中心

该种类型的购物中心通常凭借知名的主力店吸引消费者，通常以高知名度的奢侈品为主，购物中心通常位于城市中心繁华路段。以上海恒隆广场为例，该购物中心位于上海市静安区南京西路，是上海市区最为繁华的商业街道之一。根据 2020 年报，上海恒隆广场的餐饮娱乐等体验性业态占比仅为 20%。奢侈品的单件价格较高，目标客群对线下购物体验的要求更高，如要求品类齐全、货品新颖、服务态度好等，具有线下消费的必要性。奢侈品牌集中度较高的高端购物中心可以提供舒适的购物环境、顶端的商场管理，满足目标客群的消费体验需求。

图 43: 上海恒隆广场



资料来源：恒隆地产官网、天风证券研究所

4.3. 体验性消费——主题购物中心

主题类购物中心目前较为小众，但面对较大供应的商业地产市场，主题类购物中心稀缺性的特点，购物中心可以借此提升竞争力。这样的购物中心有望融合文化、历史、科技、IP 概念等元素，如泰国的 Mansion 7 恐怖主题购物中心、日本的 Namba 生态型购物中心、香港 K11 艺术购物中心等。在该类购物中心中，主题是吸引客群的标签，购物中心依据相应的主题做出相应运营，这些利于得到消费者关注，延长消费者停留时间，让消费者在体验的过程中消费，这样带动购物中心整体的经营。

图 44：泰国 Mansion7 恐怖主题购物中心



资料来源：Mansion 7 官网、天风证券研究所

5. 风险提示

城市化进程影响城市人口、城市面积。若城市化进程减慢，城市人口增长不及预期，人口增长变缓会影响城市整体的零售消费额。若城市化变缓，城市面积扩张受到影响，则城市市内可容纳的购物中心数量的增长受到限制。

宏观经济发展对于商业地产影响大。若宏观经济增长放慢，则居民可支配收入增速降低，居民消费能力减弱，零售额可能受到冲击，购物中心零售额和租金收入或受到影响。

地产开发影响购物中心的建成进度。若地产开发周期增长或开发速度减慢，购物中心建成周期可能延长，购物中心的开业时间推迟，购物中心零售额和租金收入受到影响。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com