

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 购物中心现状&趋势&现金流解析 ——收租资产系列报告之购物中心

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

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2024年2月23日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 核心摘要

- **购物中心历经多轮发展，存量规模持续扩张：**国内购物中心发展经历起步、成形、成长、成熟四个阶段，2023年末存量规模增至5.17亿平米；按辐射范围可分为都市型、区域型、社区型，按主题主要包括精品时尚、生活配套、家庭娱乐等。购物中心运营模式为租赁模式，主要收取租金、物业管理费、固定推广费、多经及广告费、停车费等，其中租金为收入核心；运营支出涵盖物业管理及维修保养、运营管理费及折旧成本、各类税费等，主要岗位涉及招商、市场策划、运营等。行业竞争格局相对稳定，2011年以来前五企业份额维持17.9%-21%区间。
- **短期供需压力犹存，“存量改造+轻资产+重运营”趋势增强：**2023年消费修复主要受益于场景约束解除，城镇居民消费倾向回升，但距离2019年仍有差距。尽管新增供应触顶回落，但存量规模仍维持相对高位，叠加短期宏观预期偏弱制约居民消费意愿及能力，购物中心整体发展面临一定压力。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。存量时代下行业关注点由购物中心数量增长向质量提升转变，存量项目改造、轻资产扩规模、深度运营成为行业参与者重要发力方向。
- **所处区位及后期运营影响购物中心现金流：**租金收入为购物中心主要现金流来源，受单位租金、出租率直接影响，但从购物中心本质而言，决定商户是否入驻、能否承受较高租金主要在于项目客流吸引、销售转化能力。进一步细分来看，购物中心所处商圈与交通可达性奠定客流基础，项目设计与细节保障客流舒适度，业态丰富性打造利于消费需求释放，主力店、首店引进有助于树立品牌差异，会员体系建立构筑私域流量运营空间、助力复购意愿提升。除此之外，租约集中到期、租金催收及免租等行为亦将对租金稳定性产生影响。
- **投资建议：**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。尽管短期需求修复尚未稳固，行业发展面临一定压力，但中长期城镇化率提升、线下消费需求释放下机遇犹存。建议关注优秀购物中心开发运营企业，以及相关消费类基础设施REITs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) 购物中心内容创新、业态升级低于预期风险。



## 目录CONTENTS

- ① 购物中心基本情况
- ② 购物中心发展趋势
- ③ 购物中心现金流影响
- ④ 投资建议及风险提示

# 购物中心经历多轮发展，涵盖多种类型

- 购物中心为由不同类型的零售、餐饮、休闲娱乐及提供其他服务的商铺按照统一规划，在一个相对固定的建筑空间或区域内，统一运营的商业集合体。
- 国内购物中心发展经历起步、成形、成长、成熟四个阶段，现已形成多元开发理念、更为注重消费者购物体验。按辐射范围可分为都市型、区域型、社区型；按主题主要包括精品时尚、生活配套、家庭娱乐等类型。

## ● 购物中心发展历程

### 20世纪80年代

起步阶段，自发探索但并未形成较大影响力项目

### 20世纪90年代

形成阶段，主动尝试，上海恒隆广场、北京国贸商城等率先导入购物中心开发运营理念

### 2003-2012年

成长阶段，各类型参与者纷纷投入购物中心开发建设

### 2013年至今

成熟阶段，购物中心逐渐走向有序，形成多元开发理念，业态集购物、餐饮、休闲娱乐等为一体，更为注重消费者体验

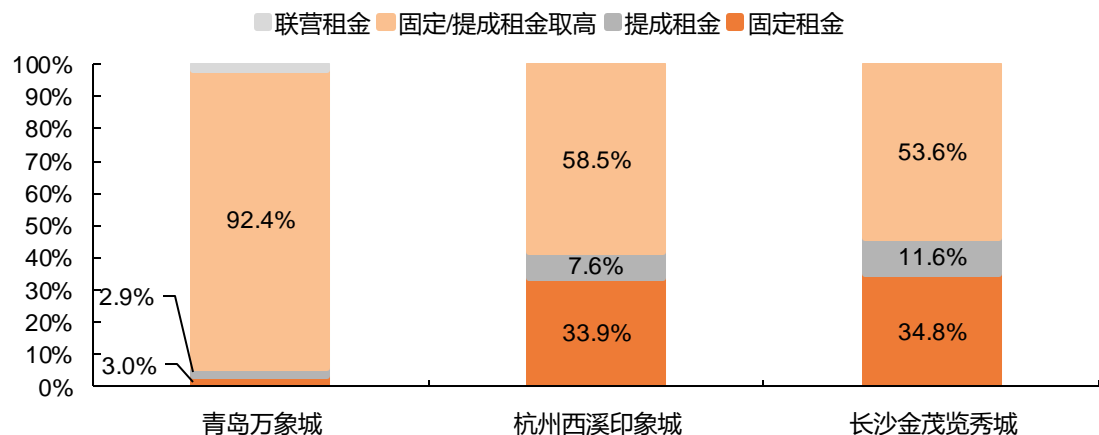
## ● 购物中心分类

分类依据	具体类别	相关特征
按辐射范围	都市型	位于城市核心商圈或中央商务区，辐射半径可以覆盖甚至超出所在城市
	区域型	位于城市新区或城乡结合部的商业中心或社区聚集区，紧邻交通主干道或城市交通节点，辐射半径约在5km以上
	社区型	以满足周边居民日常生活所需为主，配备必要餐饮和休闲娱乐设施。位于居民聚居区中心或周边，交通便利
按主题	精品时尚型	商品组合以高端国际品牌为主
	年轻时尚型	商品组合以中端潮流时尚品牌为主
	生活配套型	商品组合以生活用品及家庭服务为主
	家庭娱乐型	以大型家庭娱乐项目为主要聚客力量
	奥特莱斯型	以销售打折商品为特色，在交通便利或远离市中心的交通主干道旁、旅游景区附近
	混合主题型	无清晰主题或多主题混合

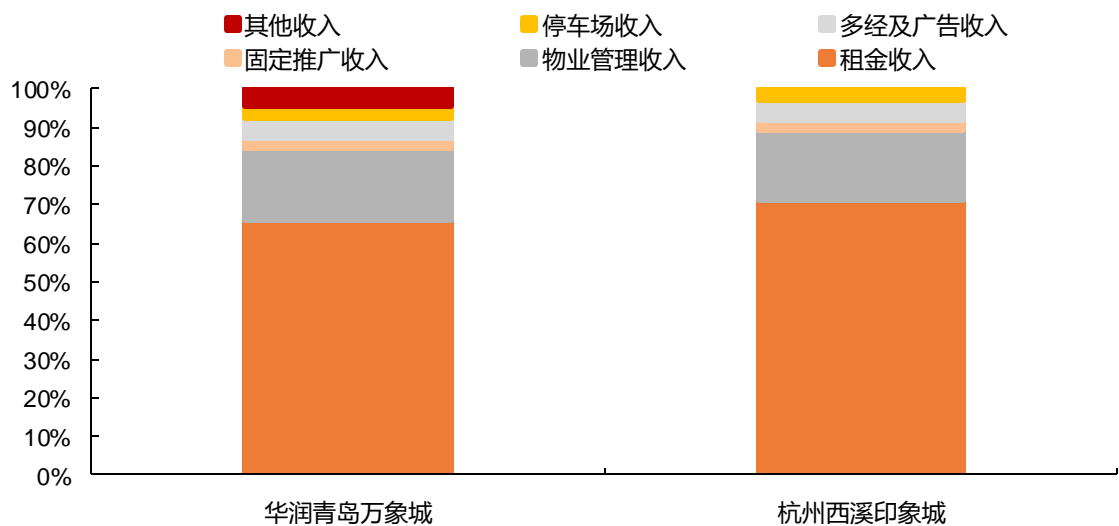
# 租金为购物中心收入核心，物业管理、推广等作为补充

➤ 购物中心运营模式为租赁模式，主要盈利模式为收取租金、物业管理费、固定推广费、多经及广告费、停车费等。2022年华润青岛万象城租金收入、物业管理费收入占比66%、18.9%；杭州西溪印象城租金收入、物业管理费收入占比71.2%、18.2%。租金收取方式中，固定/提成租金取高、纯提成租金与购物中心销售额直接相关；其中固定/提成租金取高既能保证稳定保底收入，又能分享商户销售业绩提升，对购物中心最为有利。

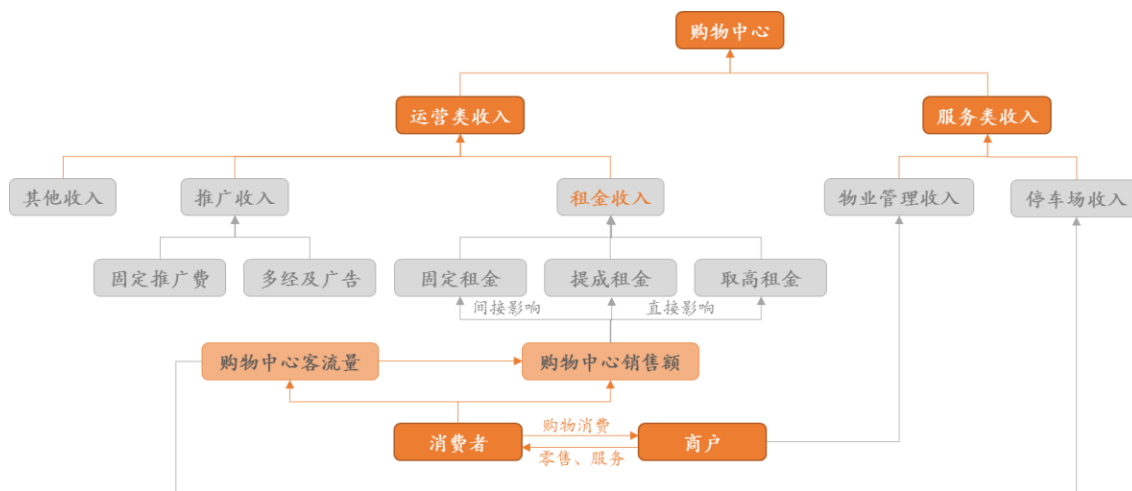
● 消费基础设施REITs底层资产租赁面积占比（2023H1末）



● 消费基础设施REITs底层资产收入构成（2022年）



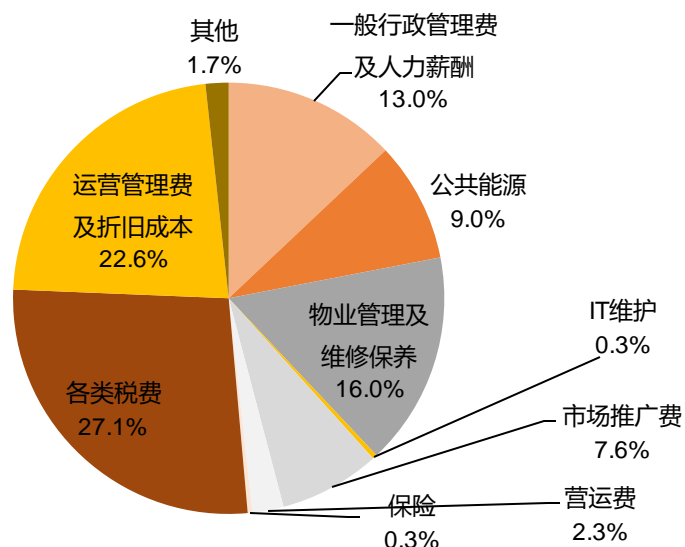
● 购物中心收入结构



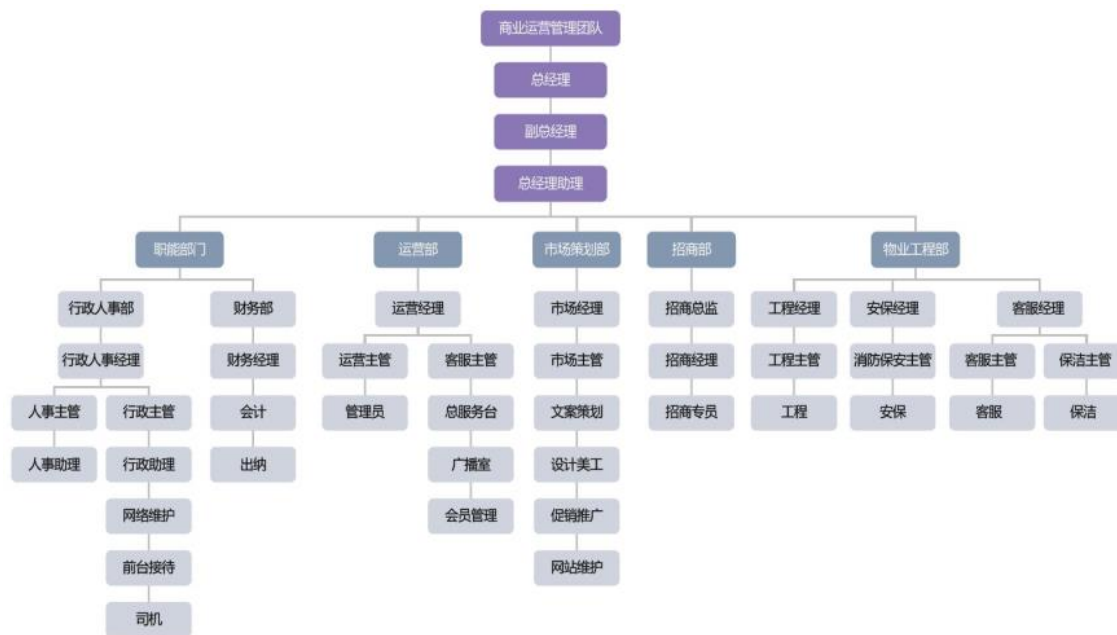
# 购物中心成本构成多元，提供多项职能岗位

- 购物中心运营支出涵盖物业管理及维修保养、运营管理费及折旧成本、一般行政管理费及人力薪酬、各类税费等。
- 根据《中国购物中心对经济社会发展贡献力报告（2021）》估计，一个10万平米体量购物中心预计提供运营管理（含项目招商）岗位约40个，物业管理岗位约80个。如果该项目非三级架构、或有归属的区域公司、或有总部公司提供人员支持，购物中心所提供的岗位数量将会更多。

● 杭州西溪印象城2022年运营成本费用构成



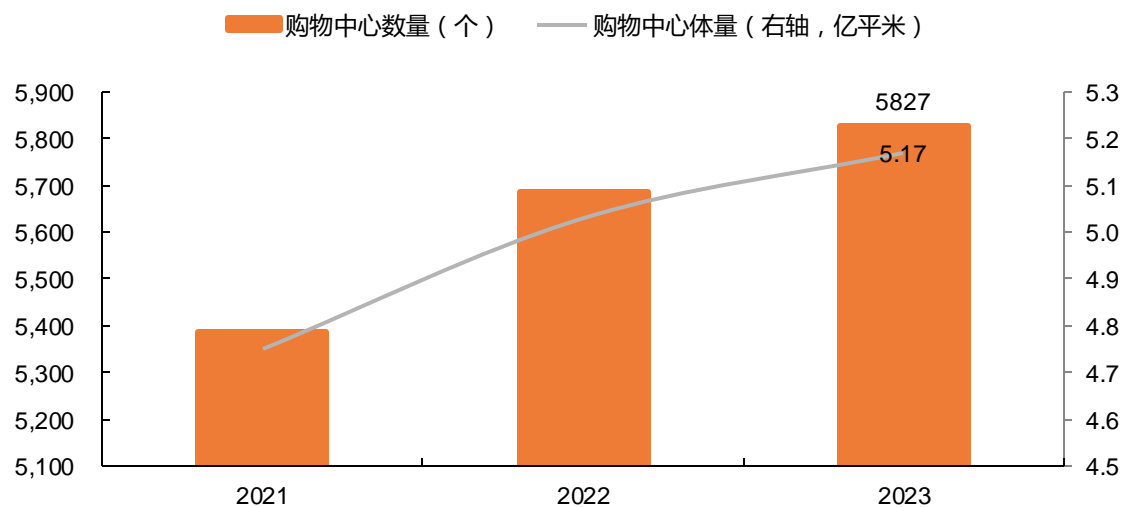
● 某购物中心团队架构图



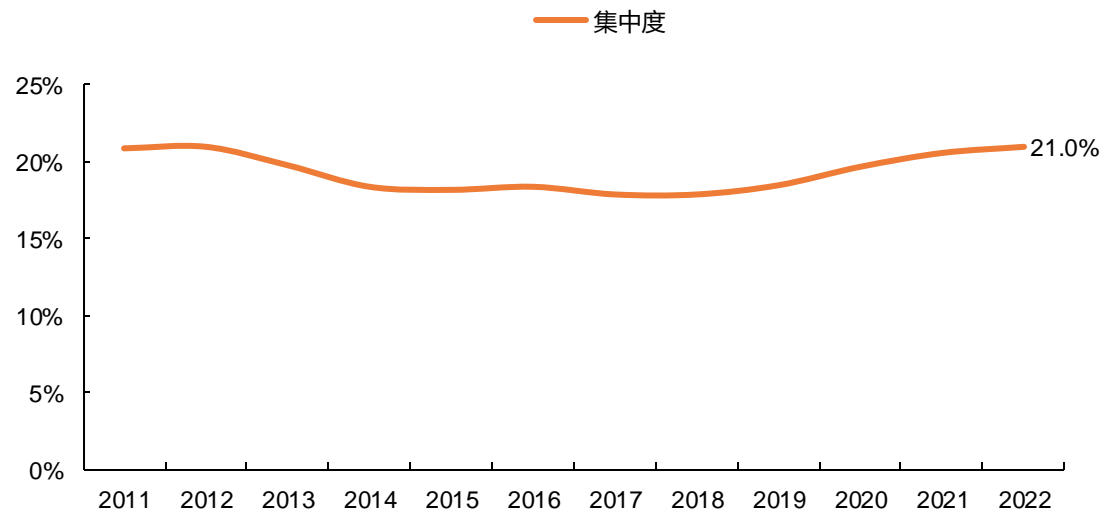
# 存量规模超5亿方，格局相对稳定

- 根据赢商大数据统计，2023年末全国存量购物中心5827个，体量5.17亿平米。
- 行业格局相对稳定，2011年以来购物中心CR5企业存量份额维持在19%上下，2022年升至21%。

● 购物中心存量规模



● 购物中心CR5企业存量份额





## 目录CONTENTS

① 购物中心基本情况

② 购物中心发展趋势

③ 购物中心现金流影响

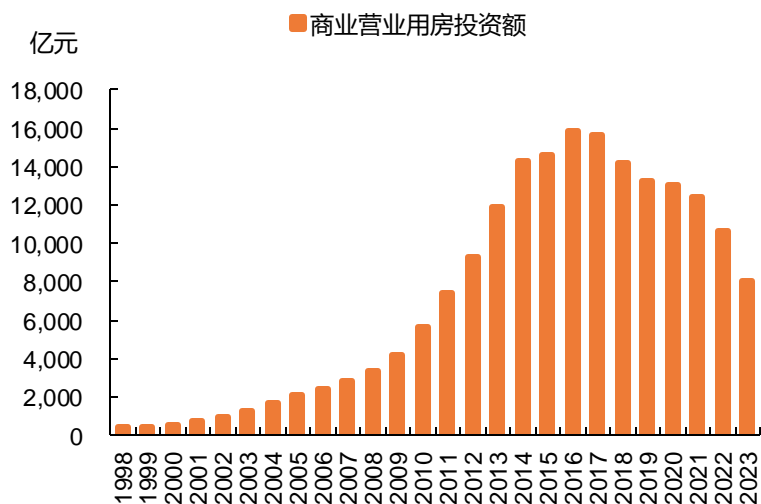
④ 投资建议及风险提示



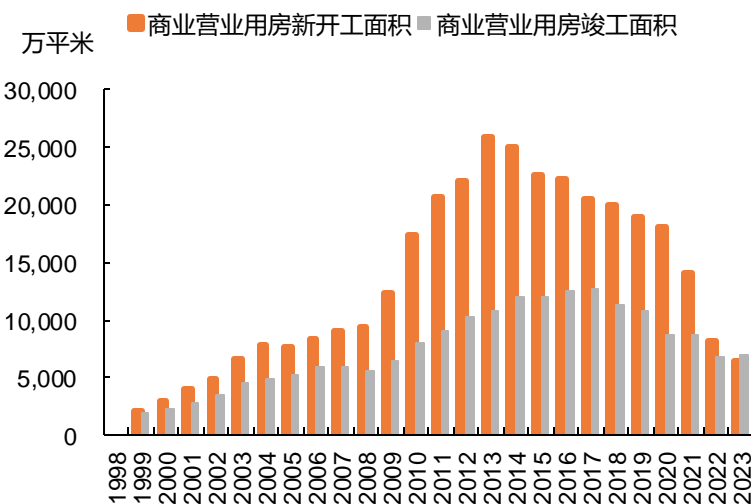
# 新增供应触顶回落，行业步入存量时代

国家统计局数据显示，2013年、2017年全国商业营业用房新开工面积、竣工面积相继触达历史高点，2016年后商业营业用房投资额由升转降。从购物中心开业节奏来看，根据赢商大数据统计，全国购物中心实际开业率趋势下行，2022年新开业购物中心366个，同比下降33%，为2017年以来最低开业量。整体看，购物中心市场容量趋向饱和，存量趋势逐步确立，区域结构性不平衡、业态及体验同质化等问题随之凸显，行业关注点由数量增长向质量提升转变。

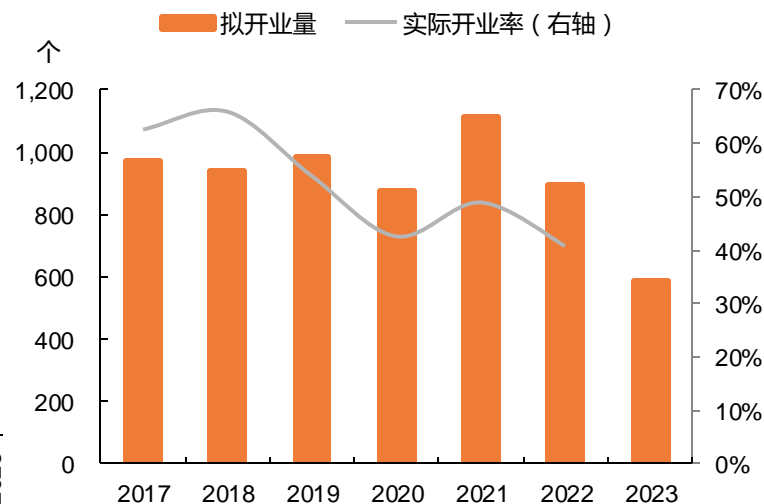
国内商业营业用房投资额2016年见顶



商业营业用房新开工、竣工面积先后于2013年、2017年见顶



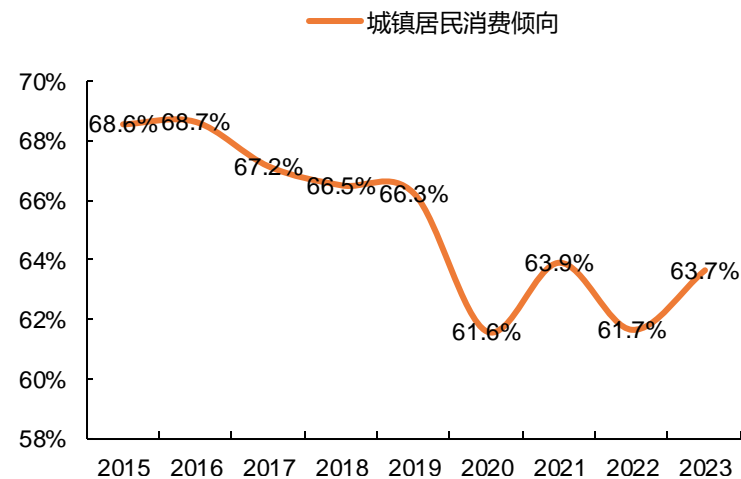
2017-2023年购物中心拟开业量及实际开业率



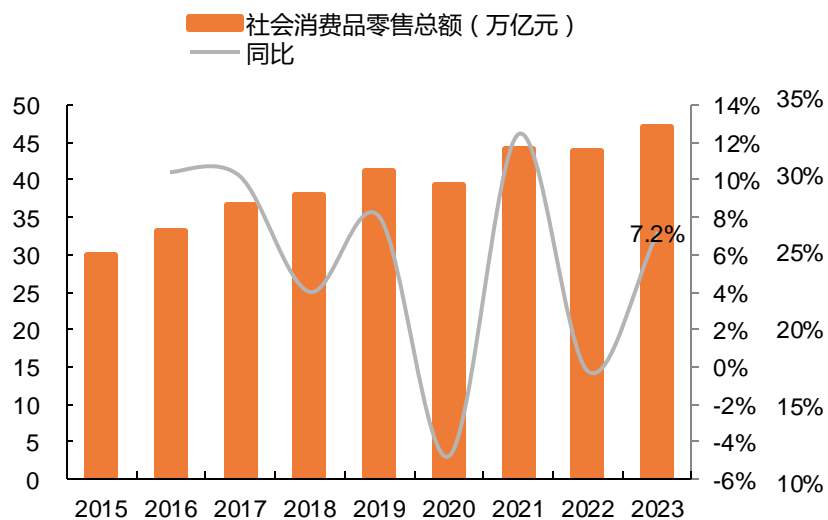
# 消费需求恢复性复苏，中长期韧性犹存

- 2023年消费修复主要受益于场景约束解除，全年社零总额同比增长7.2%，城镇居民消费倾向升至63.7%，略低于2021年，同时距离2019年仍有差距。整体看，消费增长更偏恢复性而非报复性复苏。短期宏观预期偏弱制约居民消费意愿、能力，消费需求恢复仍面临一定压力。
- 中长期维度，随着城镇化进一步推进、电商渗透率逐步趋稳，线下零售持续创新业态、丰富消费者体验，线下消费需求仍将具备一定韧性。

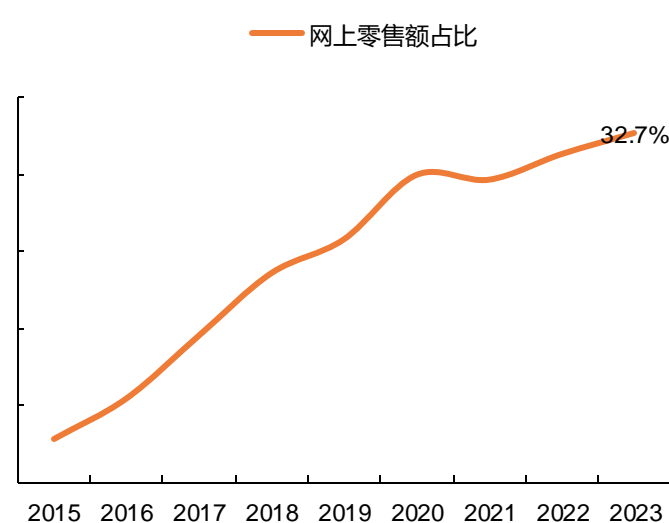
## 城镇居民消费倾向弱于2019年



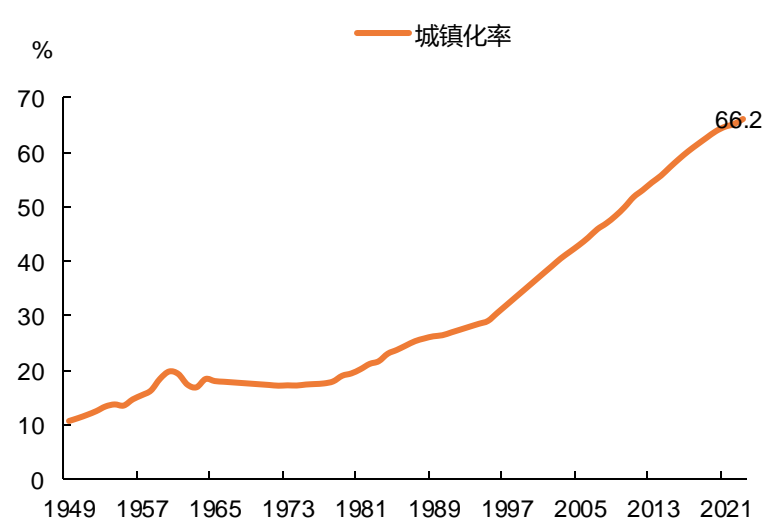
## 社零规模及增速



## 网上零售额占比增幅趋缓



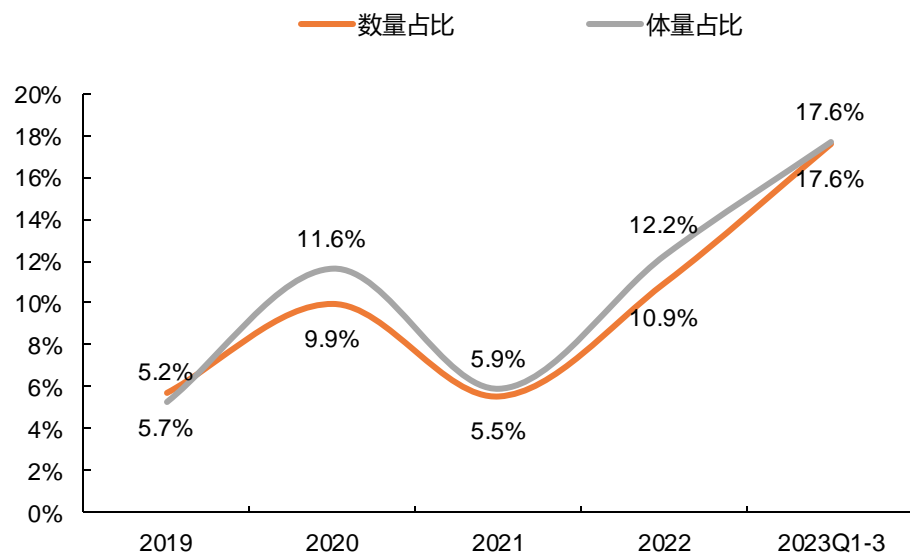
## 全国城镇化率持续提升



# 趋势一：存量改造势在必行

➤ 购物中心市场容量趋向饱和、新开发项目规模收缩背景下，存量项目改造化身规模新增长点。同时由于历史老旧物业亟待焕新、经营不佳物业易主或更换运营团队，存量项目改造进程逐渐加快。根据赢商大数据统计，2022年新开业购物中心中存量改造项目体量占比12.2%、数量占比10.9%，2023年前三季度均升至17.6%。改造项目涉及老旧商场、传统百货、老旧厂房、园区等闲置物业，改造后大多变身全新零售商业打卡地。随着购物中心存量趋势加深，存量改造势头有望持续增强。

存量改造开业项目占新开业项目比例



部分存量改造项目情况

北京THEBOX朝外：传统商场昆泰商城改造



武汉潮流盒子·X118：武汉新世界时尚广场改造

上海鸿寿坊：老旧里弄更新



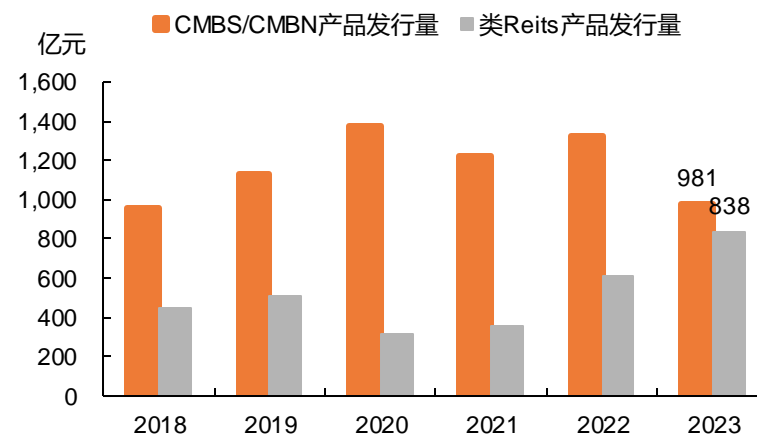
## 趋势二：轻资产为扩规模重要选项

➤ 购物中心轻资产合作模式包括委托管理、品牌及管理输出、整租等，主要以运营经验赋能商业项目，获取管理服务等相关收入，相比重资产开发资金沉淀少、风险更为可控。同时“不动产私募基金+公募REITs”的不动产金融链条形成，为购物中心投资提供退出渠道，利于存量资产盘活。以上方式逐渐成为购物中心拓展重要选项。

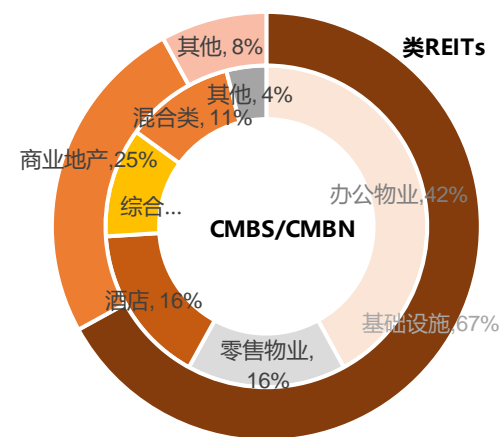
### ◎ 购物中心轻资产合作模式

	委托管理模式	品牌及管理输出模式	整租服务模式
服务内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>开业前定位、咨询及招租服务；</li> <li>运营管理服务（租户管理、收租服务、营销推广等）；</li> <li>增值服务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>开业前定位、咨询及招租服务；</li> <li>运营管理服务（租客管理、收租服务、营销推广等）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物业租赁服务；</li> <li>运营管理服务（租客管理、收租服务、营销推广等）；</li> <li>增值服务</li> </ul>
收入来源	<ul style="list-style-type: none"> <li>就开业前定位、咨询及招租服务向业主收取固定费用；</li> <li>就运营管理服务向业主收取收入或利润的预定百分比和/或固定费用；</li> <li>就增值服务向相关客户收取公共空间使用费</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>就开业前定位、咨询及招租服务向业主收取固定费用；</li> <li>就运营管理服务向业主收取收入或利润的预定百分比和/或固定费用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>向租户收取租金；</li> <li>向租户收取管理费；</li> <li>就增值服务向相关客户收取公共空间使用费</li> </ul>
成本结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>管理购物中心的日常运营成本，主要包括员工成本、保安及清洁服务的分包成本，水电费及维修成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与项目有关的员工成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>管理购物中心的日常运营成本，主要包括员工成本、保安及清洁服务的分包成本、水电费及维修成本</li> <li>与租金购物中心有关的成本</li> </ul>
客户	<ul style="list-style-type: none"> <li>业主、租户及获得增值服务的其他客户</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>业主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>租户及获得增值服务的其他客户</li> </ul>

### ◎ CMBS/CMBN、类REITs产品发行规模



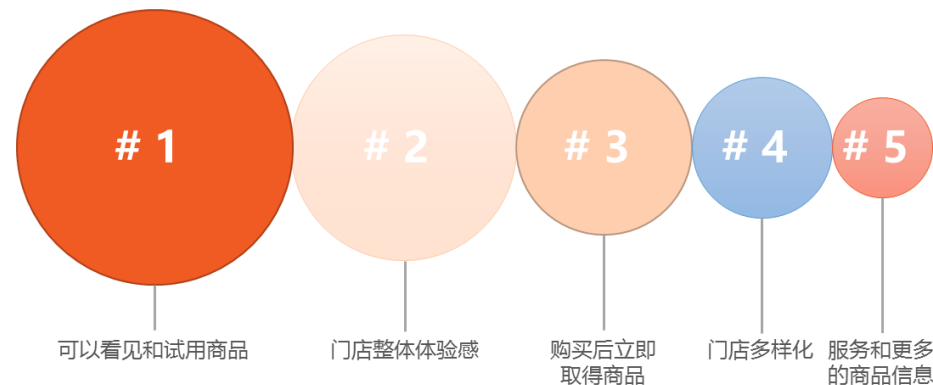
### ◎ 2023年CMBS/CMBN、类REITs底层资产发行量占比



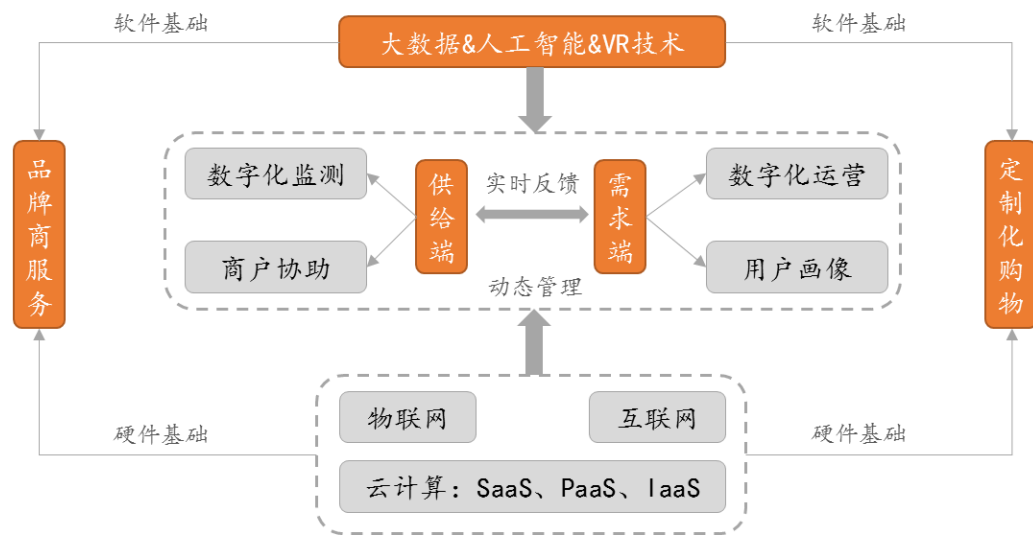
## 趋势三：深度运营成竞争关键

- ▶ 存量时代下购物中心投资者难以通过项目数量增长弥补运营能力不足，且同质化竞争下更需优秀运营加持，因此通过精细化运营吸引客流、促进转化重要性持续凸显。相关内容包括项目精准定位、业态规划与动线设计、品牌管理与动态调整、客群全生命周期评估与营销反馈、内部高效协同等。科技手段能够辅助提升数据搜集、分析能力，有望成为深度运营有力补充。

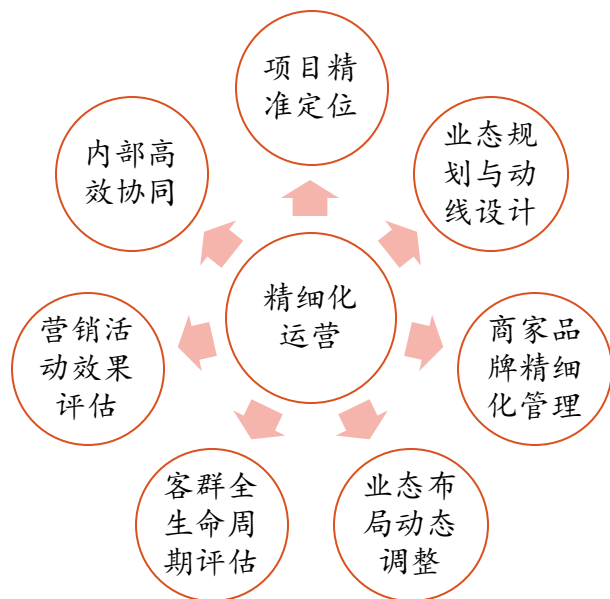
### 中国消费者选择实体门店购物主要原因（前五名）



### 科技手段对购物中心运营影响



### 购物中心精细化运营主要内容





## 目录CONTENTS

● 购物中心基本情况

● 购物中心发展趋势

● 购物中心现金流影响

● 投资建议及风险提示

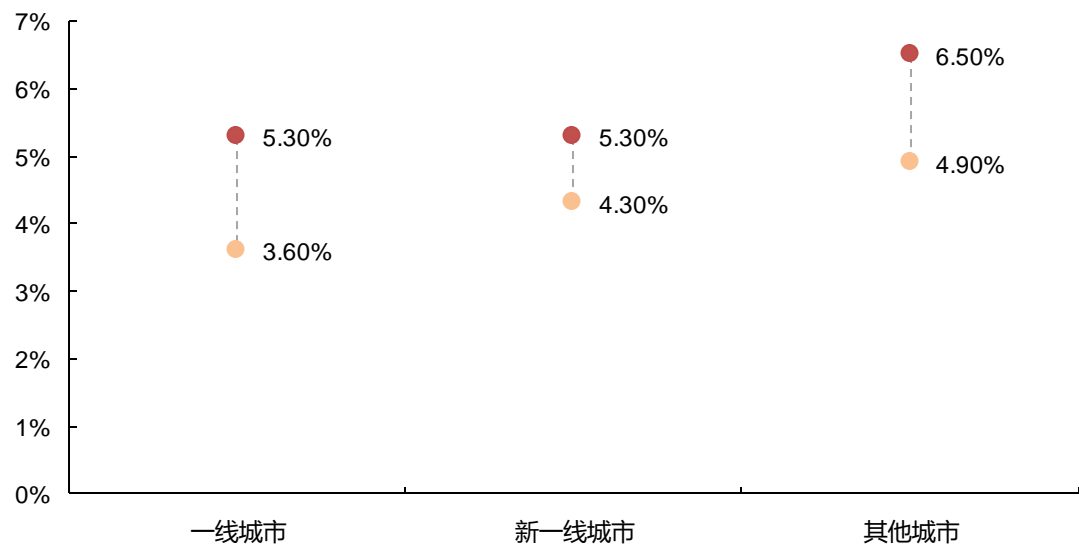
# 购物中心资产评价重点关注投资回报

➤ 购物中心投资过程中，投入产出尤为关键，主要涉及未来净现金流回收。投资者对标的资产的预期回报，受宏观环境、整体利率水平、资产资质及运营等多种因素影响。宏观环境、成本控制等问题前文略有涉及，本章节重点从项目区位、设计、运营等微观视角探讨对购物中心现金流入可能的影响。

## ◎ 投资人普遍接受的购物中心资本化率（2023年11月）

城市级别	城市	资本化率 (CapRate)	
		核心区	非核心区
一线城市	北京	4.5%-5.3%	5.0%-5.9%
	上海	4.6%-5.4%	5.1%-5.9%
	深圳	4.6%-5.4%	5.1%-6.1%
	广州	4.8%-5.6%	5.3%-6.3%
新一线城市	成都	5.1%-6.6%	
	杭州	5.2%-6.6%	
	南京	5.5%-6.6%	
	武汉	5.6%-6.6%	
	重庆	5.6%-6.8%	
	西安	5.7%-6.8%	

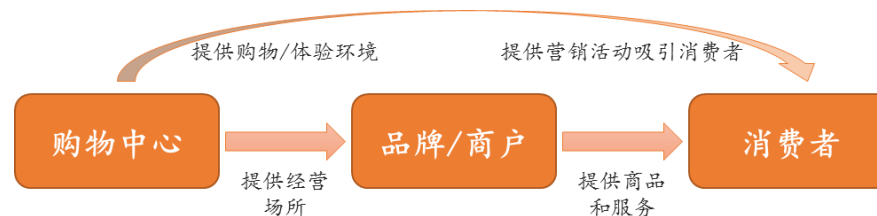
## ◎ 新加坡、中国香港REITs持有中国内地典型零售资产资本化率（2023年11月）



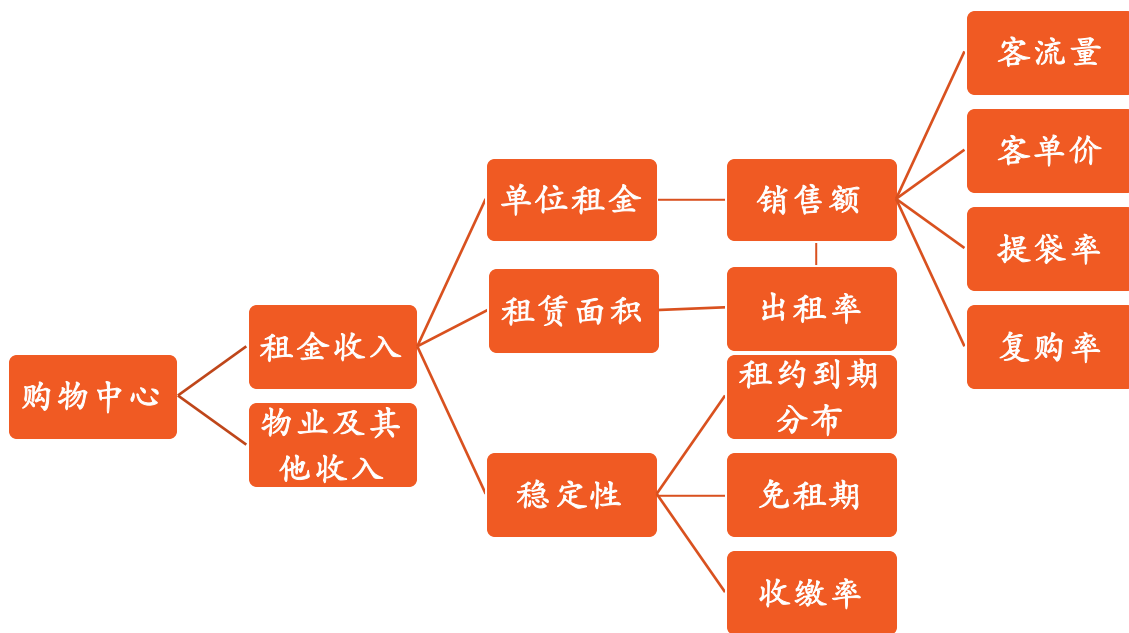
# 客流吸引及销售转化为现金流入核心驱动

➤ 如前文盈利模式分析，租金为购物中心主要现金流来源，租金收入受单位租金、出租率直接影响，但从购物中心本质而言，决定商户是否入驻，以及是否能够承受较高租金水平主要仍在于购物中心客流吸引、销售转化能力。同时租约情况、租金收缴及免租等行为亦将对租金稳定性产生影响。

◎ 购物中心提供消费场景，直接服务商户、间接服务消费者



◎ 购物中心收入影响拆分



◎ 购物中心、百货商店、超级市场区别

	主要特点	经营方式
购物中心	①切分独立店铺对外出租，为店铺提供服务，自身不参与经营；②客户自选，各店铺独立经营独立结算；③集购物、休闲、娱乐、餐饮等多重功能于一体；④注重通过公区塑造提升集客能力	统一管理、分散经营的多商业集合体，服务管理商户，收入利润主要来自物业出租
百货商店	①一般采取柜台销售与自选销售结合；②实行统一管理、统一收银；③以商品岛铺柜形式布局，空间紧凑、公区有限，导购对销售影响大；④商品以服装服饰、家庭用品为主，种类全、少批量、较高毛利	分为铺位出租型、自营买断型、联营型、代销型四种，对应收入分别为租金、差价、销售分成
超级市场	①采取自选销售方式，业态单一；②以顾客自选为主，非必要无导购，集中一次性结算付款；③空间及其紧凑、基本无休闲空间；④商品以快消、生活必需品为主	以直接销售获利为主，向采购要效益，通过扩大销售获取利润



## 地段与交通奠定客流基础

➤ 购物中心定位往往综合考虑城市能级、商业体量、所处商圈及周边竞品、周边客群消费水平、交通可达性等各种因素。高等级商圈商业氛围好、客群辐射能力强，项目交通顺畅度高则意味客流导入更为容易。以华夏华润商业REIT、中金印力消费REIT、华夏金茂商业REIT为例，其底层资产均邻近交通要道，属地铁上盖。其中华润青岛万象城地处青岛核心商圈香港中路商圈，为山东规模最大、入驻品牌最多购物中心之一，客群辐射青岛市、山东省内外及国际游客。另外，根据中金印力消费REIT招募说明书披露，杭州西溪印象城2022年上半年由于地铁施工围挡及五常大道修路，对项目客流造成一定影响，上半年月均客流约112万人次，下半年交通因素消除后月均客流迅速回升至138万人次，交通可达性对客流影响可见一斑。

### 3支消费基础设施REITs产品信息

	华夏华润商业REIT	中金印力消费REIT	华夏金茂商业REIT
资产名称	华润青岛万象城	杭州西溪印象城	长沙金茂览秀城
总建面（万平米）	41.9	25.0	10.3
所属商圈	香港中路商圈（广域级商圈）	大城西商圈（市级商圈）	梅溪湖商圈
未来供应	短期无竞品新增	城西万象城、云城天街预计2025年竣工	梅溪湖招商花园城预计2024年入市
交通状况	主干道：山东路、香港中路、闽江路等；地铁：2、3号线五四广场站（双地铁上盖）	主干道：五常大道、天目山路等；地铁：3号线洪园站（地铁上盖）	主干道：梅溪湖路、麓谷大道、西二环等，地铁：2号线文化艺术中心站（地铁上盖）
目标定位	城市级购物中心，客群辐射青岛市、山东省内外及国际游客	定位为面向家庭及城市青年的城市级购物中心，辐射人口百万级	5公里范围内人口约145.9万，以年龄26-40岁中青年及家庭客群为主
出租率及月租金坪效	98.8%，321元/平米/月（2023年1-9月）	98.1%，191元/平米/月（2023年1-6月）	98.4%，——
客流及销售额	——	2020-2023H1 客流为1332、1689、1504、1019万人，销售额为17.7、28.3、35.1、21亿元	2020-2023H1 客流为989、1117、1197、702万人，销售额为4.9、5.9、7.2、4.3亿元
资产估值	81.47亿元、19434元/平米，折现率7%，CapRate5.41%	39.59亿元、15855元/平米，折现率7%，CapRate5.88%	10.65亿元、10400元/平米，折现率7.25%，CapRate5.46%
预计现金分派率	4.93%（2024年）、5.27%（2025年）	4.38%（2023年）、4.85%（2024年）	4.66%（2023年）、4.83%（2024年）

资料来源：REITs招募说明书，平安证券研究所；购物中心现金流影响因素探讨多以华夏华润商业REIT、华夏金茂商业REIT、中金印力消费REIT为例，下同

# 设计与细节保障客流舒适度

➤ 购物中心设计与细节包括外立面、出入口、动线、公区等，旨在通过营造舒适购物环境，延长客流驻足、提升集客能力。影响空间体验三要素主要为“量”（体量）、“形”（形状、比例）、“质”（材质、颜色），因此购物中心在硬件约束之下更需注重细节打磨，如动线选择是否能同时保障购物流畅性与商铺可视性、公区是否便于休息、指引是否清晰等。

◎ 华润青岛万象城借助地势特点，设置多个对外入口，以多楼层连接外部道路，形成“多首层”建筑形态，激活多层商业活力

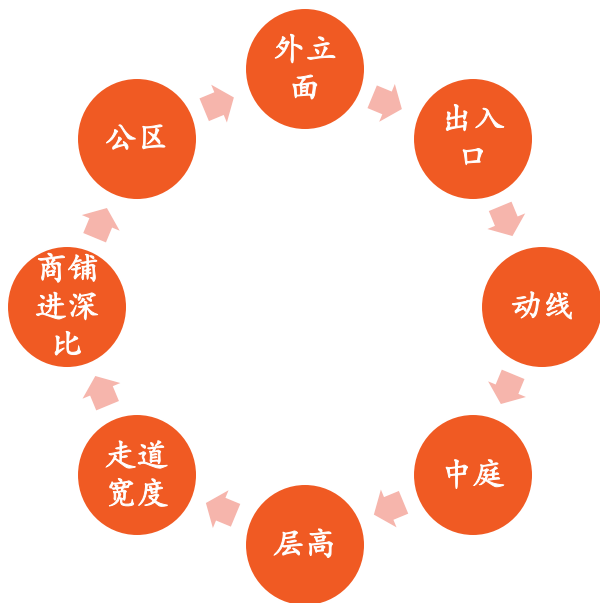


室外下沉广场

东南角广场

连桥区域

◎ 设计与细节主要涵盖内容



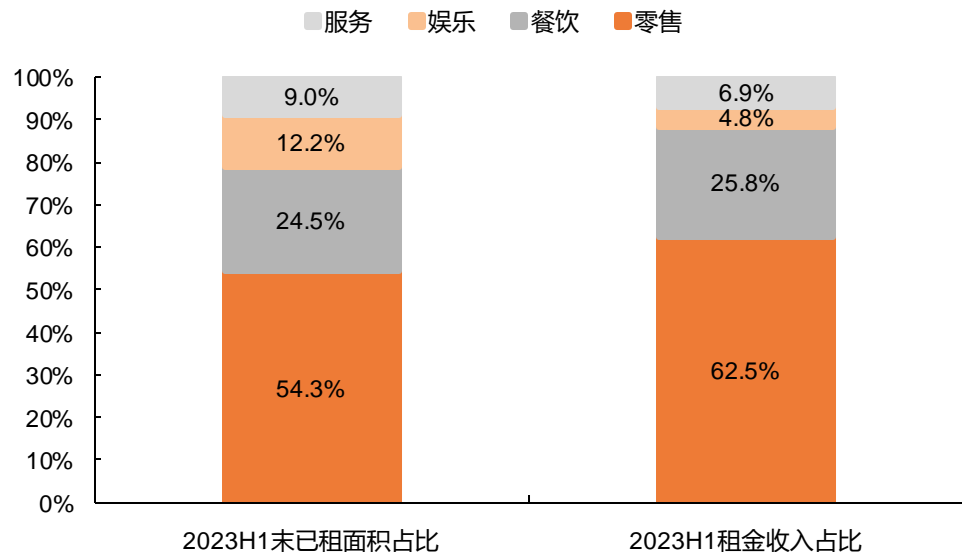
◎ 购物中心不同动线特点

类型	示例	特点
线型动线		<p>优点：路线清晰明确，方向感强，店铺可视性强</p> <p>缺点：短边方向厚度消化能力不足，动线循环度差，适用于狭长地块</p>
环形动线		<p>优点：地块适用范围广，形成闭合回路，循环度好</p> <p>缺点：缺乏起点终点感，空间方向感弱，较难打造重点节点空间</p>
辐射形动线		<p>优点：空间向心性好，主空间视觉焦点性强，使用率高，可充分发挥导客分流优势</p> <p>缺点：动线循环度差，次动线店铺可视度易不足，端头易形成商业死角、人流冷区</p>

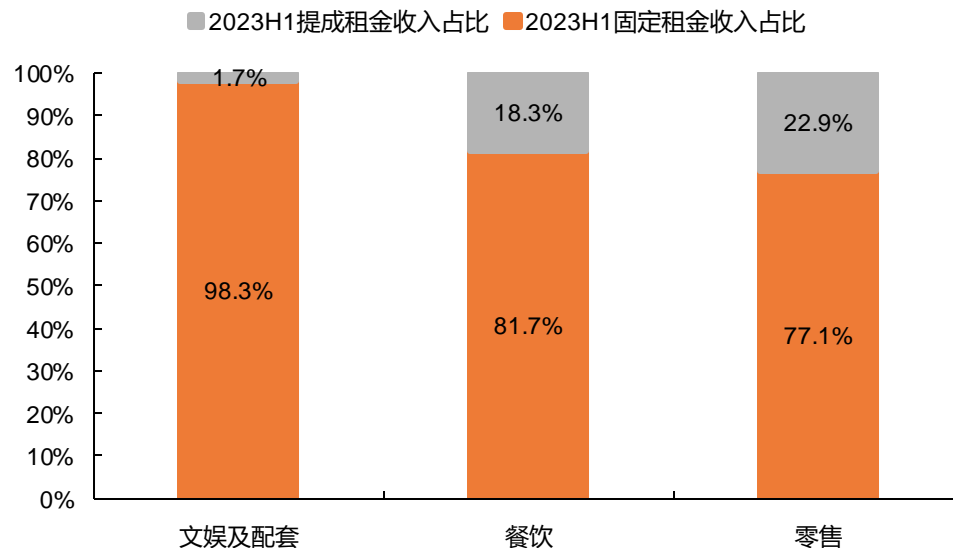
## 业态丰富度有助于消费需求释放，但需注意租金贡献差异

- ▶ 业态规划为在符合项目定位前提下，为满足目标消费者消费需求，合理引进不同类型商户品牌。业态布局为购物中心规划落地重要载体，业态组合丰富性有助于吸引客流、增强消费。
- ▶ 除购物职能外，当前消费者更为注重购物中心社交与体验价值。消费者多元的社交娱乐需求驱动购物中心不断自我迭代，娱乐、服务等体验业态占比逐渐提升，部分小型购物中心受制于建筑规模，可能在体验业态方面更为聚焦。不过由于不同业态租金收取方式、租金坪效存在差异，如娱乐配套以固定租金收取为主、单店面积较大但单位面积租金贡献相对有限，因此业态布局过程中同样需平衡客流、租金、面积消化等问题。

◎ 娱乐服务业态租金贡献低于面积占比（以杭州西溪印象城为例）



◎ 零售业态提成租金占比更高（以长沙金茂览秀城为例）

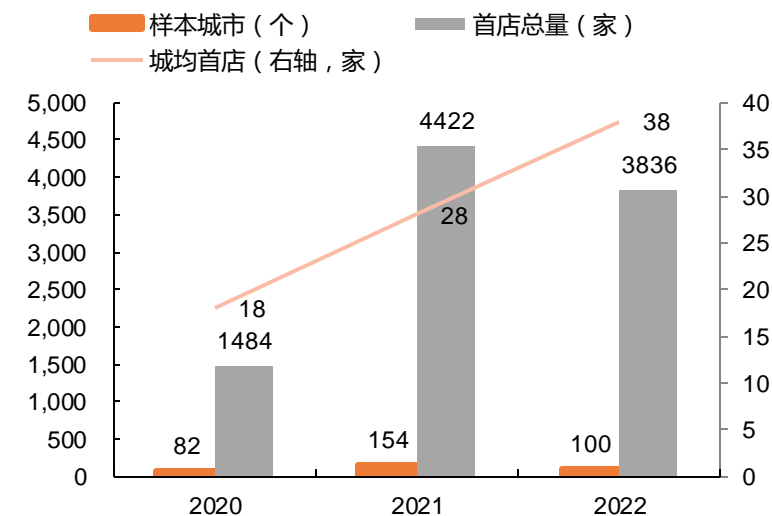


资料来源：REITs招募说明书，平安证券研究所；零售业态主要为服装、配饰、化妆品、鞋包皮具、生活零售、儿童零售等，餐饮业态主要为正餐、简餐、水吧食品等，文娱及配套主要为生活服务（超市、美容美发、医疗健康等）、儿童配套（儿童教培、儿童游乐、儿童服务等）、文化娱乐（健身房、电影院、KTV等）；固定租金包含固租模式下收取收入以及固定/提成取高模式下固定收入部分

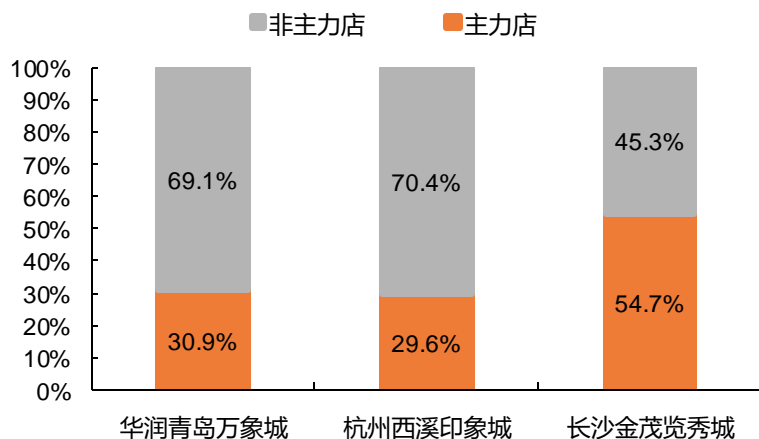
# 主力店、首店为差异化竞争重要手段，但同样需进行租金平衡

- 从供给角度出发，业态趋同、空间同质化已成购物中心痛点，同质化的红海竞争将导致商业收益率降低，在购物中心引入新业态成为差异化竞争重要手段。
- 购物中心主力店租赁面积大、租期长、租金低，能有效消化大面积死角区域，且优质主力店品牌号召力、聚客力强，往往在客流带动、品牌引领、综合功能等方面起到核心引领作用。例如中金印力消费REIT招募说明书披露，杭州西溪印象城核心主力店山姆会员店引入客流占比可达总客流15-20%。同时部分购物中心通过打造首店品牌，为消费者提供独特产品与全新购物体验，吸引客流、促进消费。同样由于租金坪效差异，购物中心在主力店、非主力店排布，以及首店选取方面仍需进行租金平衡。

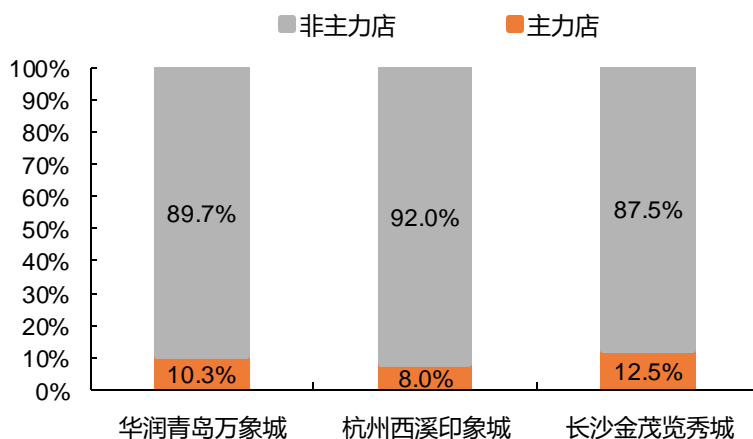
2020-2022年重点城市平均新增首店逐年上升



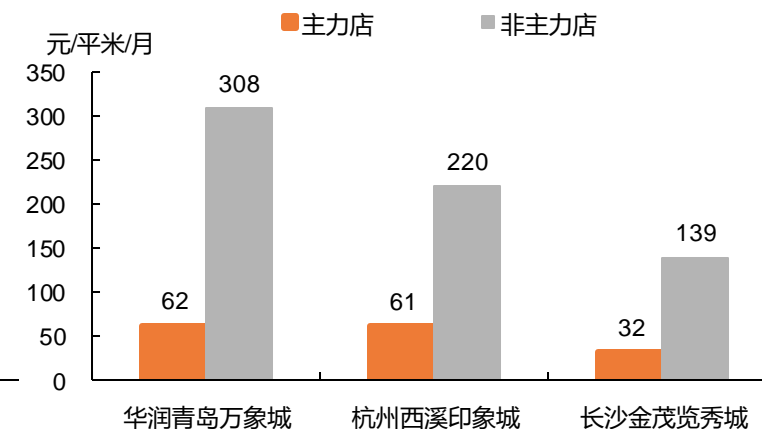
消费类REITs底层资产2023H1末租赁面积占比



消费类REITs底层资产2023H1收入占比



3支消费类REITs主力店平均固定租金远低于非主力店 (2023H1)



资料来源：REITs招募说明书，赢商网，平安证券研究所；华润青岛万象城为租金收入、杭州西溪印象城为租金、物管及固定推广收入、长沙金茂览秀城为租金及物管收入

# 会员体系辅助建立购物忠诚度、提升复购率

➤ 在设计、规划、业态布局之上，购物中心日常运营亦通过营销推广、会员运维增强消费粘性、提升复购比例。例如杭州西溪印象城2023年10周年庆联合商户促销，超过5个品牌成为全国销冠、超过15个品牌成为浙江销冠，同时通过举办各类特色推广活动，周年庆期间客流同比增长83%、整体营业额同比提升68%。另外，会员体系构筑私域流量运营空间，通过客群细分可定向提供消费内容服务。会员维护方面，多进行客群分级，产品服务线上化，并匹配多类型会员福利（积分兑换、停车优惠、生日礼遇、沙龙活动等），同时部分购物中心会员权限亦与运营商集团内、外部合作伙伴联合，积分共享、权益互通、相互引流。

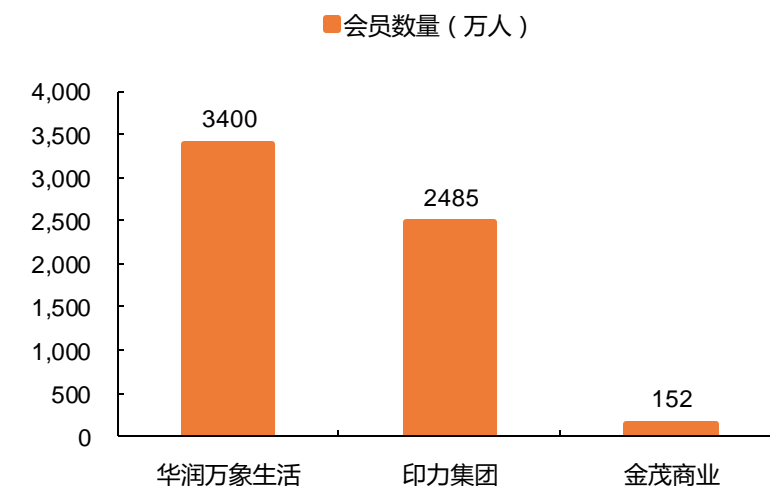
金茂大会员体系将旗下不同业态、各式场景串联



万象星在华润集团旗下消费场景



消费类REITs底层资产运营管理机构会员总数

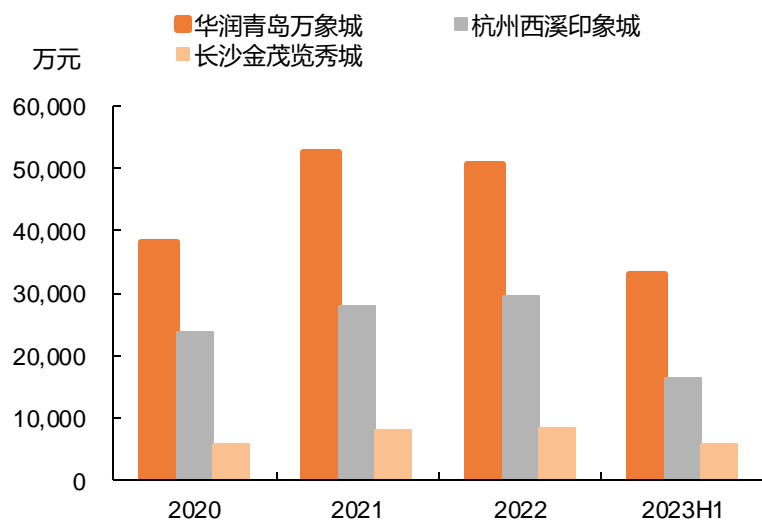


资料来源：REITs招募说明书，平安证券研究所；华润万象生活为2022年末数据，其余为2023H1末数据

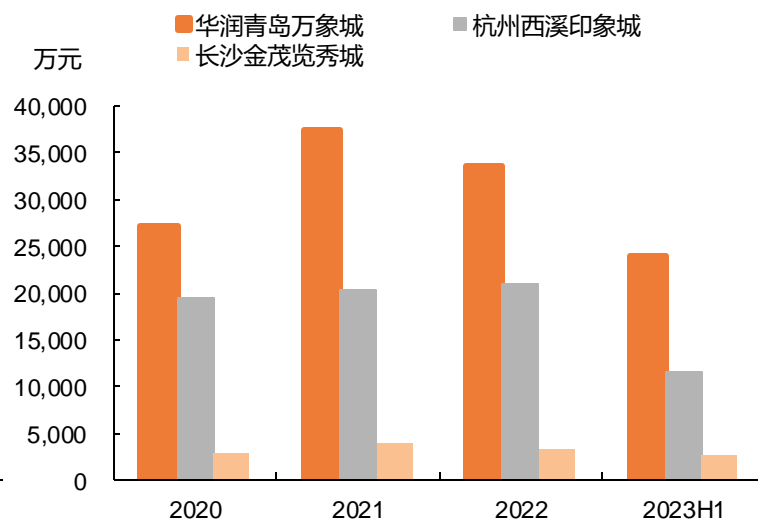
## 免租、存量租约集中到期为租金波动潜在风险点

- 租金减免将直接影响租金及项目总收入，突发性的有响应政策号召减免，常规性的部分购物中心会在新商户入驻时给予主力租户一定免租装修天数，但通常期限较短。华润青岛万象城2020年、2022年响应政策号召减免租金3336.6万元、8823.2万元，导致当期收入下滑；长沙金茂览秀城2020年、2022年分别减免租金570.6万元、1497.9万元，2022年减免租金还原后营业收入为9989万元。
- 租约集中到期可能出现商户集中换租、购物中心空置率提升风险，或者续期租户质量不高、拉低整体租金收益。根据中金印力消费REIT招募说明书披露，通常成熟运营购物中心，按固定租金收入口径在未来1至3年单年约有30%-50%租约滚动到期；对于即将到期租约，将提前3-6个月向租户发出表明有意行使续约权的书面通知，并启动相关租赁条约洽谈，或根据招调计划提前启动新租户洽谈，续期/新签租约通常于现有租约到期前1-3个月订立，其中主力租户将在租约到期前更早时间沟通磋商。

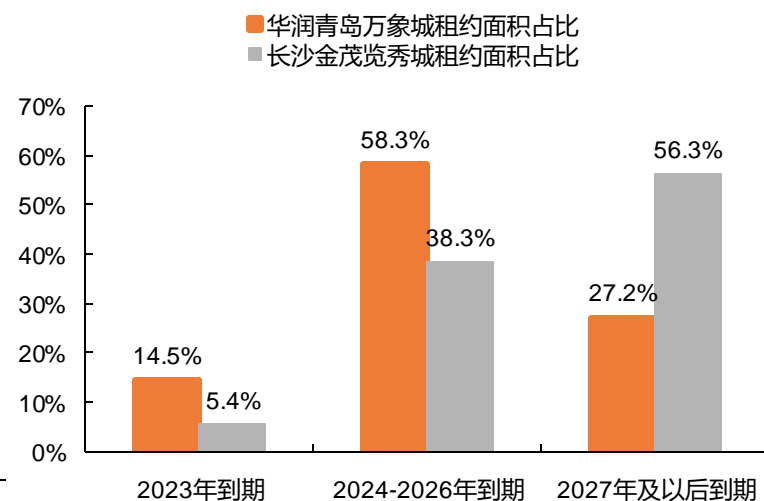
3支消费基础设施REITs营业收入



3支消费基础设施REITs租金收入



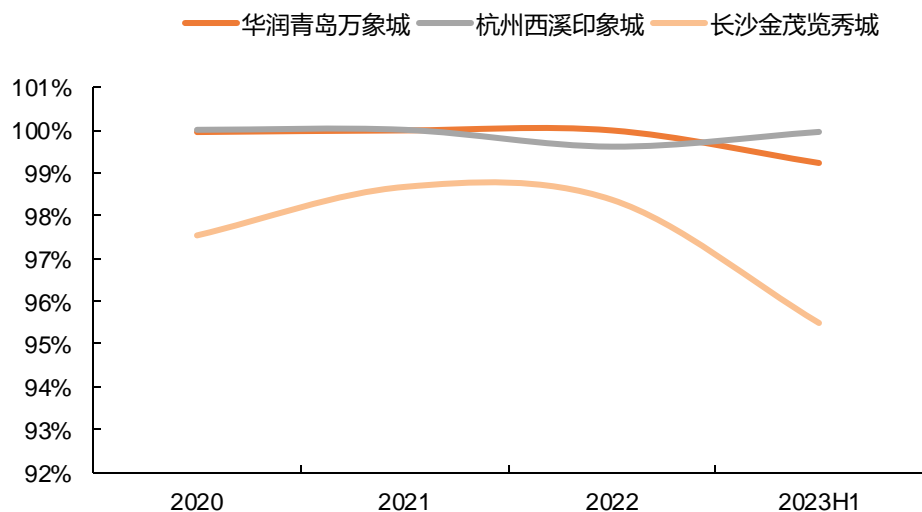
2023H1末青岛万象城、长沙览秀城租约到期情况



## 及时收缴亦为租金稳定性重要保证

- 当实际付款晚于收款记录节点，时点数据下收缴率可能低于100%。若滞缴租金在约定缴纳时点后一定时间内完成缴纳，延迟缴纳记录随之消除，否则将造成租金损失。针对商户租金缴纳，运营管理机构通常持续跟踪商户业绩，并通过多项举措保障租金稳定收取，包括建立租金预付、租赁保证金、租金催收等制度，必要时亦将采取租户帮扶或调改等措施。

3支消费基础设施REITs底层资产各时间节点收缴率



杭州西溪印象城收缴率保障举措

	具体做法
租金预付制度	固定租金、物业管理费、固定推广费预付为主，针对不同租户分为季度、月度预付
租赁保证金制度	收取租户3个月租赁保证金
租金催收制度	逾期当天发送催缴函一，逾期两天发送催缴函二，后按合同约定停止功能（水、电、气等）服务
租户帮扶或调改	实时监控，业绩下滑及时给予经营辅导，包括给予免费广告位、与租户联合营销促销等，持续下滑会提前储备更换品牌、主动调改
运营管理机构监督管理	运营管理费收费安排与收缴情况挂钩



## 目录CONTENTS

- ① 购物中心基本情况
- ② 购物中心发展趋势
- ③ 购物中心现金流影响
- ④ 投资建议及风险提示



## 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；涵盖多种类型，按辐射范围可分为都市型、区域型、社区型，按主题主要包括精品时尚、生活配套、家庭娱乐等。运营模式为租赁模式，主要收取租金、物业管理费、固定推广费、多经及广告费、停车费等，运营支出包括物业管理及维修保养、运营管理费及折旧成本、各类税费等。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，短期由于消费需求恢复尚未稳固，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。
- ▶ 租金收入为购物中心主要现金流来源，受单位租金、出租率直接影响，但从购物中心本质而言，决定商户是否入驻、能否承受较高租金主要在于项目客流吸引、销售转化能力。进一步来看，购物中心所处区位、后期运营为现金流影响关键，其中运营能力提升尤为重要，包括项目定位、设计、业态布局、商户排布、会员运维、租金收缴等。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，以及相关消费类基础设施REITs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。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现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：

此报告旨在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2024版权所有。保留一切权利。