

止跌回稳定调行业，静待投资端变化

地产行业2025年中期投资策略

民生地产团队



摘要

地产篇：房地产市场止跌回稳效果显现

行业整体：“稳楼市”主旋律或将贯穿全年，城中村改造及收储有望下半年加速落地

- 政策端层面，多次中央会议为房地产政策定下止跌回稳基调；需求端层面，因城施策释放刚性及改善性需求；投资端层面，收储专项债加速落地，城中村改造实现突破；供给端层面，“好房子”标准逐渐清晰，从有到优

新房二手房销售：新房销售同比降幅有望收窄，二手房热度或仍将持续

- 全国商品房销售面积及金额同比有望收窄；开发商销售强者恒强，核心城市销售套数同比微降；全国主要城市去化效果有所显现，两极分化现象显著；二手房挂牌价差再次回升，以价换量仍较明显

土地市场：核心城市土地出让逐渐集中化，土地热度有望延续，开发商拿地集中度及意愿度提升

物业篇：行业筑底，静待花开

- 基础物业服务方面，管理规模增速放缓，物业费变化较为稳定；增值服务方面，非业主增值回归理性，社区增值分化凸显；财务表现方面，增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

REITs篇：行业扩容提速，消费、保障房类业绩稳定

- 常态化发行提速，REITs底层资产范围扩大；2025年以来REITs收益率优于股债市场，波动性相对稳定；板块分化较大，保障房、消费REITs相对稳定

风险提示：调控政策收紧风险，预售模式变化风险，房价大幅下跌风险，土地价格上升风险，境外融资收紧风险



01

地产篇：房地产市场止跌回稳效果显现

02

物业篇：行业筑底，静待花开

03

REITs篇：行业扩容提速，消费、保障房类
业绩稳定

04

风险提示

CONTENTS

目录



地产篇：房地产市场止跌回稳效果显现



一、“稳楼市”主旋律或将贯穿全年，城中村改造及收储有望下半年加速落地

1.1

多次中央会议为房地产政策定下基调

2025年3月及4月政府工作报告和政治局会议中均对地产提出了“稳定”的要求：通过城市更新推动城中村和危旧房改造，释放刚性和改善性需求潜力；通过存量商品房收购及土地收购的方式盘活存量。

图：2024年12月以来政治局会议及《政府工作报告》房地产定调

时间	2025/4/25	2025/3/5	2024/12/9
会议	2025年4月25日 政治局会议	2025年3月5日 《政府工作报告》会议	2024年12月9日 政治局会议
政策原则	持续巩固房地产市场稳定态势	持续用力推动房地产市场止跌回稳	持续用力推动房地产市场止跌回稳
促需求	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造	因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力	加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力
防风险	-	发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险	-
去库存	优化存量商品房收购政策	优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途	合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作
新模式	加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给	有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”	推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

1.1

多次中央会议为房地产政策定下基调

图：2025年以来各部门响应中央房地产政策具体措施

时间	文件	政策
2025年1月7日	住建部《关于加强保障性住房和城中村改造安置房建设质量监管的通知》	保障性住房和城中村改造安置房工程必须严格履行基本建设程序，通过工程建设项目审批管理系统加快推进项目实施。各地要坚持先勘察、后设计、再施工原则，取得规划、施工许可后方可进行施工。 各地要坚持以需定建，摸清底数需求，科学确定年度计划、发展规划，做好项目谋划储备，实现“人、房、地、钱”要素联动要充分考虑居民就业、医疗、入学、出行等需要，严格项目选址审查，加强小区和户型设计，建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。 各地要在充分论证的基础上科学确定保障性住房、城中村改造安置房项目建设周期，严禁边勘察、边设计、边施工，不得简化工序、降低质量标准。
2025年1月10日	财政部、住建部、工信部《关于进一步扩大政府采购支持绿色建材 促进建筑品质提升政策实施范围的通知》	自2025年1月1日起，在北京市朝阳区等101个市(市辖区)实施政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策。纳入政策实施范围的项目包括医院、学校、办公楼、综合体、展览馆、会展中心、体育馆、保障性住房以及旧城改造项目等政府采购工程项目，含适用招标投标法的政府采购工程项目。鼓励各政策实施城市将其他政府投资项目纳入实施范围。
2025年1月22日	自然资源部等部门《土地储备管理办法》	各地应根据国民经济和社会发展规划、国土空间规划编制土地储备三年滚动计划。
2025年2月28日	中共中央政治局会议再次强调要稳住楼市股市	要进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
2025年3月11日	自然资源部和财政部《关于做好运用地方专项债券支持土地储备有关工作的通知》	存量闲置土地包括，企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的房地产用地，以及其他符合收回收购条件的土地。2024年11月7日之后供应的土地不列入存量闲置土地范围。地方各级自然资源主管部门要组织谋划土地储备项目，优先选择成熟度高、操作性强、预期效益显著、风险低的项目。用于土地储备的专项债券发行和使用应当严格对应到项目。不得利用专项债券资金反复回购，造成债券资金空转、虚增财政收入等问题，坚决守住不发生重大风险的底线，切实保障土地使用权人合法权益。
2025年4月8日	金融监管总局发布《关于促进金融资产管理公司高质量发展提升监管质效的指导意见》	做强做优不良资产收购处置业务，服务化解中小金融机构、房地产等领域风险。在风险可控、商业可持续前提下，积极加大商业银行、非银行金融机构不良资产收购、管理和处置力度，服务地方中小金融机构改革化险。稳妥审慎开展以结构化交易方式收购不良资产，坚持资产真实洁净转让，不得为金融机构利用结构化交易违规掩盖不良、美化报表等提供支持。规范开展反委托处置不良资产业务，持续做好委托期间监测、管理，强化自身处置能力建设，避免“一托了之”。鼓励金融资产管理公司发挥知识、技术、法律等专业优势，探索采取多种方式参与中小金融机构风险化解。积极落实国家有关房地产政策，支持受困房企项目纾困化险，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：新浪财经，自然资源部，住房城乡建设部，财政部，中国人民银行，工业和信息化部，国家金融监督管理总局，民生证券研究院

1.2

需求端：因城施策释放刚性及改善性需求

2025年以来，多地结合中央政策指导，进行促需求方面的政策调整，主要集中于优化公积金贷款政策、加大购房补贴等方面。

图：2025年各城市需求端政策调整

政策类型	日期	城市	具体内容	政策类型	日期	城市	具体内容
取消限售	2月8日	重庆	取消中心城区原已纳入两年限售范围住房的再交易管理。		1月24日	郑州	对高层次人才分别给予不超过300万元、150万元、100万元、50万元的首次购房补贴，对新申请并符合条件的青年人才分别给予10万元、5万元、2万元、1万元的首次购房补贴。
	3月31日	南京	全市范围内取消限售，商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易。				
优化交易税费	2月7日	重庆	市外人员购普通住宅免征房产税。		1月26日	宁德	按面积给予800元/㎡的购房补贴。其中，购买户型面积144㎡以下的，最高每套补贴不超过10万元；购买户型面积144㎡（含）以上的，最高每套补贴不超过12万元。
	3月8日	宁波	契税优惠类家庭住房套数查询区域范围由市区调整为购房所在区行政区域。				
	4月18日	杭州	调整个人购买家庭住房享受契税优惠住房套数查询规则，购买上城区、拱墅区、西湖区、滨江区范围内住房的，享受家庭唯一住房、第二套住房契税优惠的住房套数查询范围确定为购房所在区行政区域。	购房补贴	3月7日	大连	购买中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区新建商品房可享受1%购房补贴。高新区进一步提高人才“购房券”补贴额度（博士提高至25万元，硕士提高至15万元，本科生、大专、中专、技工院校等毕业生提高至10万元）。
	1月2日	厦门	按拟购住房所在区辖区范围认定住房套数，拟购住房所在区辖区内无住房或仅有一套住房且正在挂牌出售的，认定为首套，增购的一套认定为二套；二套最低首付款比例下调至20%；购买保障性住房最低首付款比例15%。				
放松公积金贷款	2月5日	山东	支持现房销售，购买现房申请住房公积金贷款的，最高贷款额度可提高10%以上。购买第二套改善性自住住房申请住房公积金贷款的，最低首付款比例可降至20%；取消异地购房提取和偿还贷款提取的户籍地和工作地限制。		3月14日	呼和浩特	购买首套新建商品住宅，给予总房款2%的购房补贴券；购买首套二手房（住宅），给予总房款1%的购房补贴。
	2月5日	大连	贷款到期时间男性可延长到68岁、女性可延长到63岁，或延长到借款人法定退休年龄后5年，贷款期限最长不超过30年。		3月27日	义乌	给予1000元/㎡²补贴，两孩家庭每套补贴10万元，三孩家庭每套补贴20万元。可叠加使用，每套补贴总额不超过25万元
	2月13日	南宁	在拟购建住房所在县（市、区）内无住房，且在全国范围内未使用过公积金贷款，认定为购建首套住房。	特色化金融产品	3月10日	苏州	部分金融机构可提供定制化购房贷款产品，可享受前五年每月最低只归还100元本金，延长购房者本金还款期限，降低购房初期还款压力。
	4月17日	苏州	养育未成年二孩的，贷款额度可上浮30%。养育未成年三孩及以上，贷款额度可上浮40%。购买“两智一全”等新建改善型住宅的，贷款额度在可贷额度基础上上浮20%。		3月31日	南京	引导商业银行针对性推出低首付、低利息、低月供、宽期限的特色化金融产品，有效降低45岁以下青年人购买商品住房门槛（含新房和二手房）。
	4月21日	杭州	购买保障性住房的缴存职工，可提取住房公积金支付首付款等购房款。支持城市更新住房改造提取住房公积金。缴存职工及其直系亲属（配偶、父母、子女）可提取住房公积金，用于支付老旧小区住宅电梯更新和列入全省老旧小区改造计划的城市危旧房有机更新、共用部位维修后的个人分摊费用。		4月15日	无锡	鼓励金融机构对青年群体推行“低首付、低利息、低月供、宽期限”的特色化个人住房金融产品。
	4月23日	郑州	贷款到期时间男性可延长到68岁、女性可延长到63岁，或延长到借款人法定退休年龄后5年，贷款期限最长不超过30年。		4月16日	青岛	推出青年群体“低月供”住房贷款金融产品。鼓励相关银行面向35周岁以下青就业创业青年群体，出台“低月供”的住房贷款金融产品，最长可前10年仅归还利息。

资料来源：政府官网，中指研究院，民生证券研究院整理

1.2 投资端：收储专项债加速落地，城中村改造实现突破

根据中指研究院数据，截至2025年4月，全国17个省市拟使用2097亿元收购7582万方闲置土地，其中郑州市以149亿元拟收储价格位列第一，惠州、柳州、天津、广州分别以128亿元、91亿元、75亿元、75亿元分列2-5位。

图：不同省市拟使用专项债收购存量闲置土地的规模

省/市	宗数(宗)	收储用地面积(万㎡)	拟收储价格(亿元)
广东	326	1547	643
河南	248	846	220
福建	99	398	159
湖南	168	897	155
广西	111	831	149
山东	120	482	146
安徽	99	544	124
四川	116	470	107
天津	41	297	75
江西	94	331	74
湖北	44	145	69
浙江	12	74	67
河北	43	268	65
辽宁	27	136	18
新疆	47	180	15
云南	26	87	8
吉林	5	47	5
总计	1626	7582	2097

资料来源：中指研究院，民生证券研究院
数据截至2025年4月

图：拟使用专项债收购存量闲置土地的TOP10城市

城市	宗数(宗)	收储用地面积(万㎡)	拟收储价格(亿元)
郑州市	106	419	149
惠州市	46	226	128
柳州市	42	303	91
天津市	41	297	75
广州市	17	126	75
珠海市	14	41	67
龙岩市	42	139	60
武汉市	12	43	54
肇庆市	42	168	54
金华市	9	53	53
肇庆市	42	168	54
金华市	9	53	53

资料来源：中指研究院，民生证券研究院
数据截至2025年4月

1.2 投资端：收储专项债加速落地，城中村改造实现突破

2024 年以来多地持续推进城中村改造房票安置政策。**广州 2024 年 1 月发首批房票，11 月扩房票购房范围至全市新建商品房**：广州模式在房票发行及政策优化方面先行先试，拓宽房票使用范围，为其他城市城中村改造房票安置提供了极具参考价值的范例。**南京、西安、深圳、厦门、武汉等城市也在 2025 年陆续落地或探索房票相关安置政策**：南京 3 月扩大房票使用范围；西安、深圳 3 月相关政策落地或探索；厦门 4 月优化政策，购房有奖励；武汉 4 月试行购房券安置。

图：重点城市城中村改造进展

城市	城中村改造进展
广州	2024年1月5日，广州市荔湾区发行了广州市第一批房票。11月广州优化房票安置政策，发放的房票可购买的范围扩大至全市新建商品房。
上海	2024年6月12日，上海金山区发出首张房票、随后青浦区于2025年2月12日印发《青浦区房票安置实施办法（试行）》的通知。
北京	2024年7月，北京市通州区住房和城乡建设委员会就《北京市通州区房票安置实施方案(试行)》向社会公开征求意见。
沈阳	2024年9月3日，沈阳市房产局关于印发《沈阳市城中村改造住宅房屋征收房票安置实施办法（试行）》允许被征收人使用房票购买全市新建商品房，包括住宅、公寓、商业网点及车库等。
杭州	2024年10月22日，杭州市萧山区印发《杭州市萧山区集体土地征迁安置房票管理办法》，杭州的房票政策率先从萧山区开始。
苏州	2024年3月7日，苏州发布《关于住房公积金支持票房安置、住房“以旧换新”的通知》，表示房票安置住房“以旧换新”可以使用公积金。
南京	2025年3月，南京扩大房票的使用范围，可跨区使用，并可购买非住宅房源。
西安	2025年3月26日，西安西咸新区的“房票安置”政策落地后首次实施。
深圳	2025年3月26日，深圳引发《关于规范城市更新工作的若干意见》：加强计划统筹管控，除工改普通工业以及以建设保障性住房为主的以外，审慎新增城市更新单元计划。并借鉴兄弟城市经验，建立房票制度，探索城市更新项目补偿安置多元化路径。
厦门	2025年4月14日，《厦门市人民政府办公厅关于进一步优化住宅房屋征收房票补偿安置政策的通知》印发，此后全市房源都可供选择，购买新房，竞配建房可享受购房奖励。同时，购买新房、竞配建房可享受购房奖励，房票核发之日起6个月内购房奖励5%，第7个月至第12个月内购房奖励2%。部分楼盘还可享受开发商专属折扣。
武汉	2025年4月25日，武汉市在此次土地征收中展现了政策创新精神，首次试行“购房券安置”政策，允许被征收人使用购房券灵活购买商品房，并支持将剩余券额用于住房装修。

资料来源：各地方政府，金融界，中指研究院，21世纪经济报，荣耀西安网，民生证券研究院

1.3

供给端：从有到优，“好房子”标准逐渐清晰

供给端：3月31日，住房和城乡建设部发布了《住宅项目规范》，该规范全面聚焦于“好房子”建设，旨在以更高标准推动住宅品质全面升级。同时，已有超30个省市出台了新的“好房子”建设标准，这将有助于企业打造“好房子”产品，以优质供给促进市场止跌回稳，实现高质量发展。

近年来，中央及各部委多次提到“好房子”建设导向，今年“好房子”首次被写入政府工作报告，好房子建设提速有助于住宅产品迭代升级，以优质供给促进市场止跌回稳。3月9日，在十四届全国人大三次会议民生主题记者会上，住房和城乡建设部部长倪虹表示“近期，住房和城乡建设部在组织编制《好房子建设指南》、修订《住宅项目规范》，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子”。

表：新旧两版住宅规范主要内容对比

维度	2011版《住宅设计规范》	2025版《住宅项目规范》
层高	住宅层高宜为2.80m	层高不应低于3.00m
电梯	七层及七层以上需设电梯	四层及四层以上需设电梯
栏杆净高	七层及七层以上不应低于1.10m	栏杆净高不应低于1.20m；
容积率	未设定容积率上限，而是通过建筑密度、绿化率等间接控制开发强度	明确新建住宅容积率上限为3.1

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

去年以来，已有超30个省市出台了高品质住宅或“好房子”建设技术标准，从各地出台的政策来看，多涵盖飘窗、阳台、客厅挑空、架空层等不计容或部分计容的规定，亦在住宅绿地率、层高、隔音降噪、公共服务空间等方面提出更高要求。这些政策为房企在产品规划设计方面提供更大的发挥空间，同时，企业需围绕“安全、舒适、绿色、智慧”目标持续提升自身能力，打造“好房子”产品，实现高质量发展。

表：近期部分省份高品质住宅设计导则主要内容

省份	时间	文件名称	部分重点内容
浙江省	2025.04	《浙江省住宅品质提升设计守则（试行）》	住宅层高不应小于3.00m 住宅小区内应设置室内公共服务空间， 兼顾全龄段人群需求
四川省	2025.03	《四川省好住房设计导则（征求意见稿）》	住区用地容积率不应大于3.0 住宅层高不应低于3.00m 绿地率不应低于30%
江苏省	2024.03	《江苏省改善型住宅设计与建造导则》	容积率不宜小于0.8 住区绿地率不应小于33%，集中绿地面积 不应小于1.1m/人

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

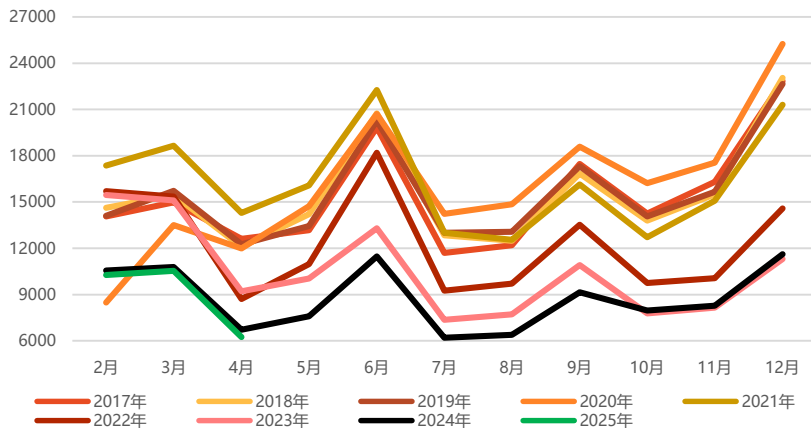


二、新房销售同比降幅有望收窄，二手房热度或仍将持续

2.1 全国商品房销售面积及金额有望收窄

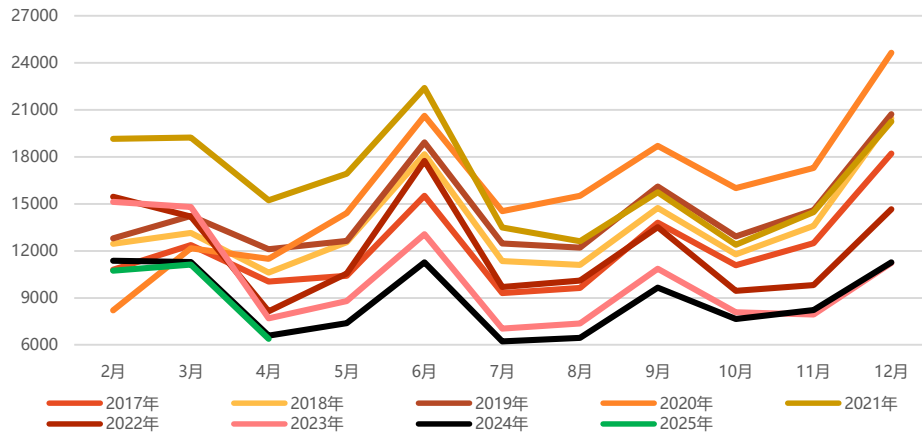
- 根据统计局数据，2025年1-4月全国商品房销售金额、销售面积同比增速分别为-16.2%、-12.9%。考虑到房地产行业止跌回稳的趋势性发展，今年新房销售同比降幅较去年有望收窄。
- 结合统计局数据，参考中国指数研究院百强开发商1-5月销售总额为1.44万亿元，同比降幅为10.8%，考虑到全年房地产行业止跌回稳的进一步深化，我们预计中性预测下，全年销售金额同比下降5%左右，销售面积同比下降10%左右。

图表：全国商品房月度销售金额（亿元）-统计局口径



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：全国商品房月度销售面积（万平）-统计局口径



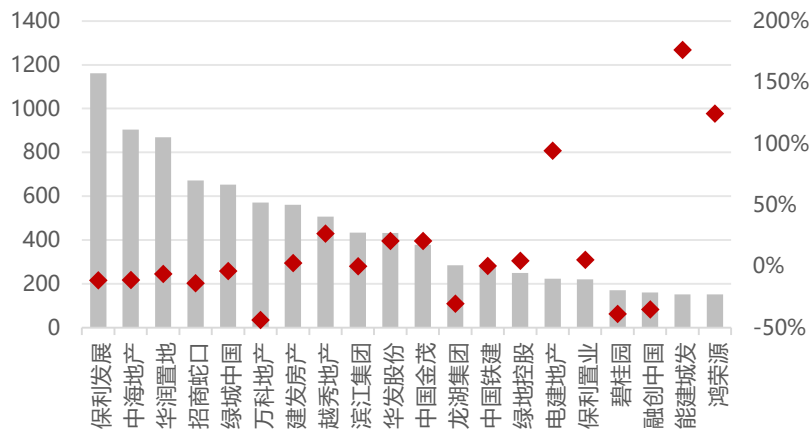
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2 开发商销售强者恒强，核心城市销售套数同比微降

2025年1-5月开发商销售金额TOP20中，保利发展、华润置地、中海地产业居前三甲，其中保利发展位居第一；

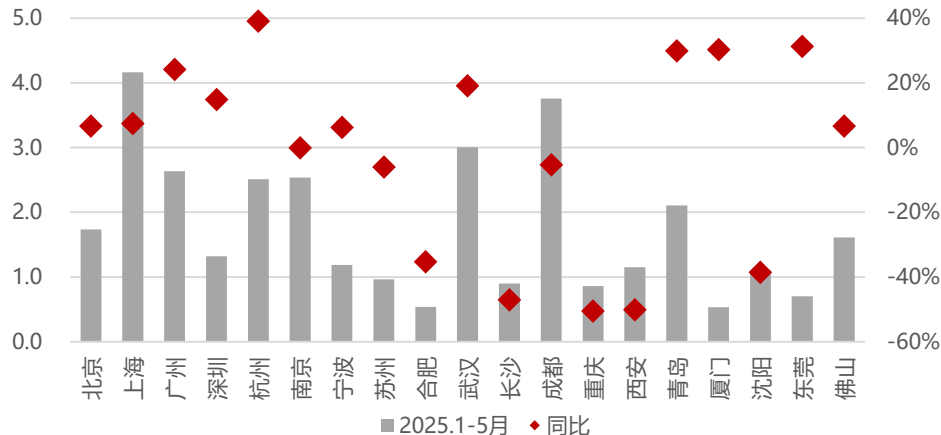
2025年1-5月各核心城市新房销售套数绝大部分都位于1-3万套之间，其中上海新房销售套数在一众核心城市中位居第一，达到了4.16万套。

图：2025年1-5月TOP20开发商销售金额（亿元）



资料来源：克而瑞地产研究、民生证券研究院

图：2025年1-5月核心城市新房销售套数（万套）



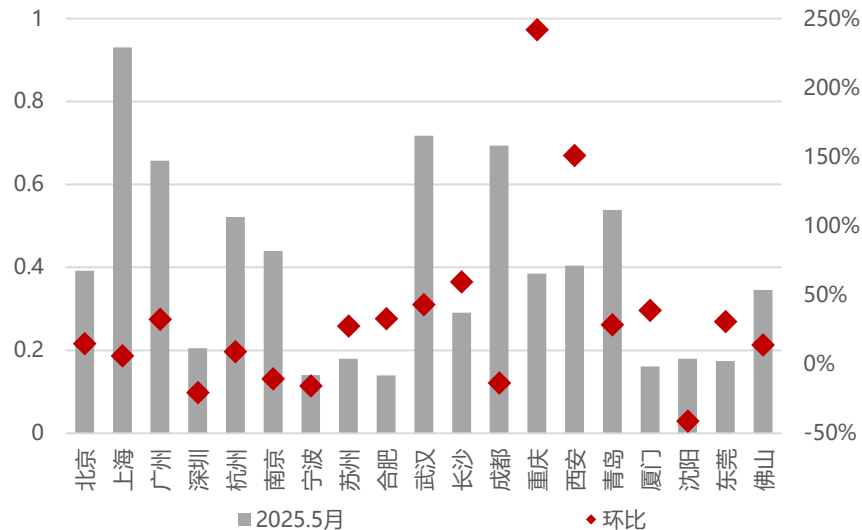
资料来源：中指研究院、民生证券研究院

2.3 全国主要城市去化效果有所显现，两极分化现象显著

2025年5月核心城市成交套数多数环比提升，绝对数量方面呈现两级分化现象；

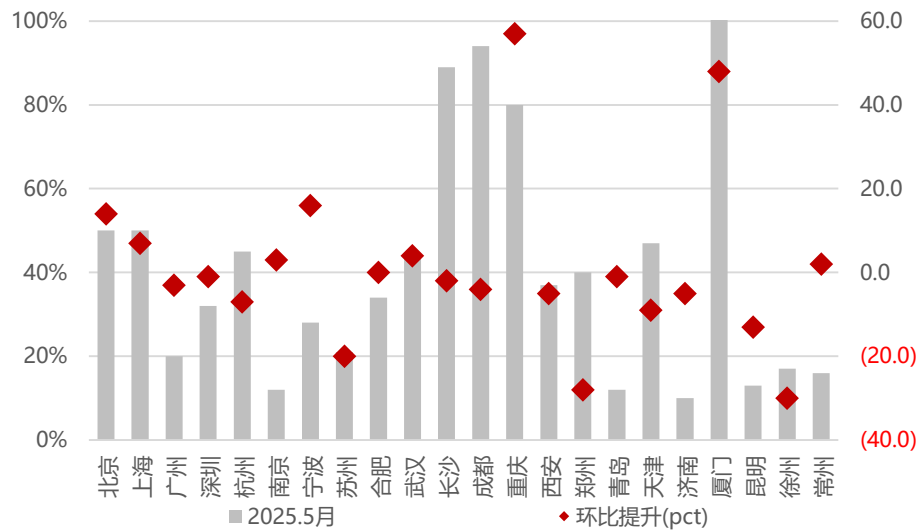
去化率方面，2025年5月核心城市去化率相比4月出现一定下降，部分城市如厦门、重庆受推盘节奏影响提升较大，大多数城市去化率相对稳定。

图：2025年5月各主要城市成交套数（万套）



资料来源：冰山大数据找房、民生证券研究院

图：2025年5月各主要城市去化率及环比提升(pct)情况



资料来源：冰山大数据找房、民生证券研究院

2.4

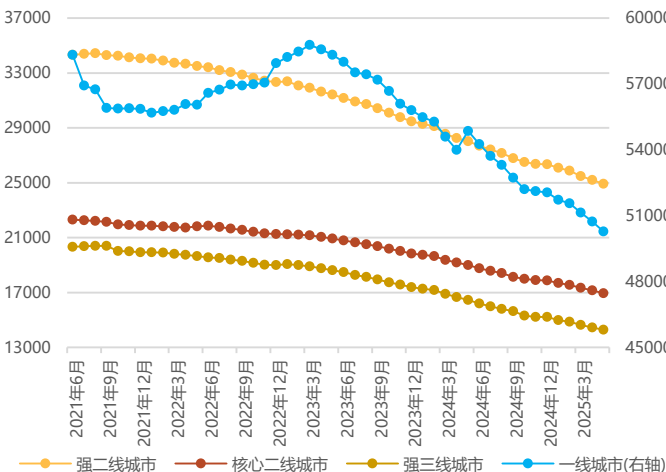
二手房挂牌价差再次回升，以价换量仍较明显

二手房价方面，可以看到：1）各能级城市绝对价格继续下降；

2）一线城市相对价差进入到类似24年6-8月的走势（连续两月月度价差扩大，Q3需防范价格二次探底风险）。

二手去化周期方面，一线城市二手房实时成交出现回升同时挂牌量较为稳定，去化周期有所下降；二三线实时成交下降显著叠加挂牌量提升，带动去化周期上行。

图：全国各线城市二手房月度挂牌价（元/平）

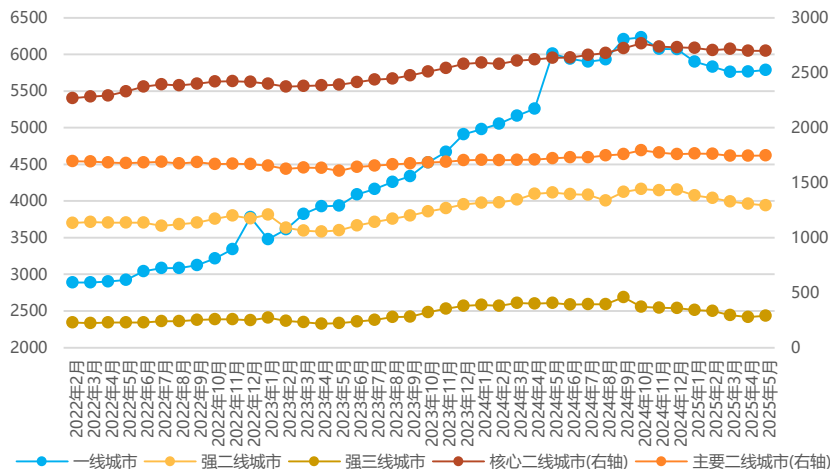


图：全国各线城市二手房去化周期（月）

二手住宅去化周期	2025.5月	2025.4月	2025.3月	2025.2月
北京	10.0	10.8	7.1	11.7
上海	5.4	5.7	3.7	5.9
广州	13.7	13.5	9.6	17.5
深圳	13.0	12.0	7.1	12.4
杭州	23.5	21.2	12.0	24.3
南京	17.7	17.3	13.0	19.1
宁波	17.7	16.4	10.5	16.3
苏州	17.8	17.1	12.5	20.1
合肥	16.2	16.1	12.3	18.4
武汉	14.7	17.0	13.5	17.9
长沙	14.8	13.0	9.8	13.6
成都	10.4	11.2	8.2	9.2
重庆	25.6	24.0	18.3	24.2
西安	20.7	19.8	13.9	19.9
青岛	17.9	17.0	13.1	21.0
天津	15.0	14.4	10.9	15.6
厦门	19.9	18.8	13.2	23.9
沈阳	19.5	20.3	15.9	26.2
东莞	24.1	25.2	16.8	30.2
佛山	18.1	21.0	14.1	24.1

资料来源：冰山大数据找房，民生证券研究院

图：全国各线城市二手房月度平均价格与边际价格（最低挂牌价）价差变化（元/平）



资料来源：冰山大数据找房、民生证券研究院

三、土地出让集中度增加，开发商拿地意愿度提升

3.1 核心城市土地出让逐渐集中化，土地热度有望延续

- 北京2025年1-4月成交土地建筑面积合计167.55万 m^2 、成交土地出让金合计7792462.00万元、其中溢价率最高的地块是：海淀区树村HD00-0705-0035-1地块

- 上海2025年1-4月成交土地建筑面积合计98.72万 m^2 、成交土地出让金合计4327672.00万元、其中溢价率最高的地块是：浦东新区北蔡楔形绿地C09b-01地块

图：2025年1-4月北京土地出让情况



资料来源：中指云，民生证券研究院

图：2025年1-4月上海土地出让情况



资料来源：中指云，民生证券研究院

3.1 核心城市土地出让逐渐集中化，土地热度有望延续

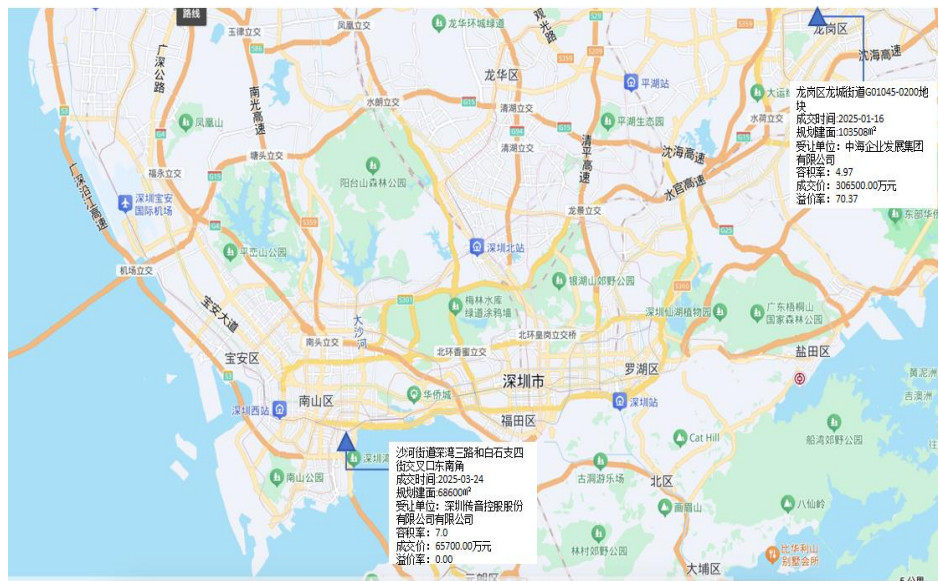
- 广州2025年1-4月成交土地建筑面积合计39.39万 m^2 、成交土地出让金合计922231.00万元、其中溢价率最高的地块是：白云区沙太路以西AB3101018地块
- 深圳2025年1-4月成交土地建筑面积合计10.35万 m^2 、成交土地出让金合计306500.00万元、其中溢价率最高的地块是：龙岗区龙城街道G01045-0200地块

图：2025年1-4月广州土地出让情况



资料来源：中指云，民生证券研究院

图：2025年1-4月深圳土地出让情况



资料来源：中指云，民生证券研究院

3.1 核心城市土地出让逐渐集中化，土地热度有望延续

- 成都2025年1-4月成交土地建筑面积合计235.52万 m^2 、成交土地出让金合计2593414.99万元、其中溢价率最高的地块是：锦江区柳江街道J03(070102):2025-003地块

图：2025年1-4月成都土地出让情况



资料来源：中指云，民生证券研究院

- 西安2025年1-4月成交土地建筑面积合计247.40万 m^2 、成交土地出让金合计1858109.00万元、其中溢价率最高的地块是：浐灞国际港欧亚大道以西、元朔大道以北GW1-21-12地块

图：2025年1-4月西安土地出让情况



资料来源：中指云，民生证券研究院

- 杭州2025年1-4月成交土地建筑面积合计377.66万 m^2 、成交土地出让金合计9703750.00万元、其中溢价率最高的地块是：萧山城区市北单元XS070101-26地块

The map illustrates the spatial distribution of various land use zones across Hangzhou, including:

- West Lake Area (西湖景区):** Includes projects like 西溪湿地 (Xixi Wetland) and 西湖国家湿地公园 (West Lake National Wetland Park).
- Central Districts (市中心):** Features projects like 钱江新城 (Qiantang River New City) and 钱江新城二期 (Qiantang River New City Phase II).
- South Districts (南部):** Includes projects like 钱江新城三期 (Qiantang River New City Phase III) and 钱江新城四期 (Qiantang River New City Phase IV).
- East Districts (东部):** Includes projects like 钱江新城五期 (Qiantang River New City Phase V) and 钱江新城六期 (Qiantang River New City Phase VI).
- North Districts (北部):** Includes projects like 钱江新城七期 (Qiantang River New City Phase VII) and 钱江新城八期 (Qiantang River New City Phase VIII).

Each project is labeled with its name, location, and key details such as the developer, area, and status.



证券研究报告

3.2 开发商拿地集中度及意愿度提升

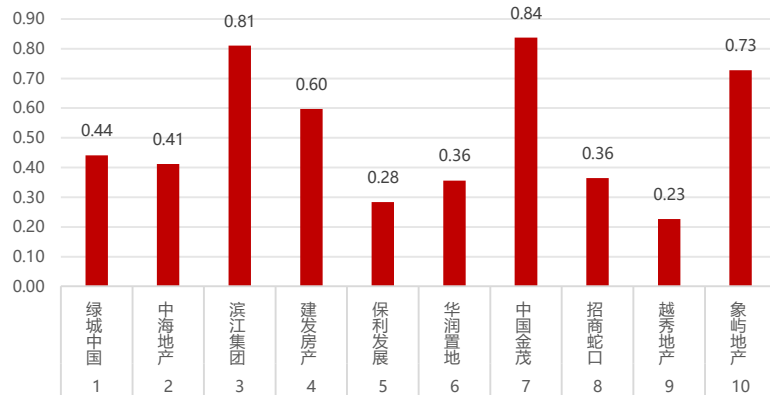
表：2025年1-4月份开发商拿地情况

排名	企业名称	拿地金额 (亿元)	同比	销售额 (亿元)	拿地销售比
1	绿城中国	313.00	108.67%	710.20	0.44
2	中海地产	272.91	1608.89%	663.20	0.41
3	滨江集团	269.68	86.86%	332.90	0.81
4	建发房产	255.83	39.69%	428.30	0.60
5	保利发展	248.79	364.77%	876.00	0.28
6	华润置地	244.16	70.21%	685.00	0.36
7	中国金茂	211.78	801.96%	253.00	0.84
8	招商蛇口	181.59	144.17%	497.80	0.36
9	越秀地产	93.46	146.73%	413.00	0.23
10	象屿地产	66.79	144.29%	91.80	0.73
11	中建智地	61.11	/		
12	保利置业	56.58	/		
13	邦泰集团	49.56	107.97%		
14	中国中铁	46.77	34.71%		
15	中海弘扬	28.75	/		
16	首钢地产	28.01	/		
17	国贸地产	27.39	-59.49%		
18	扬子国资投资集团	27.36	/		
19	龙城产投控股集团	26.40	/		
20	联发集团	26.13	121.07%		

资料来源：中指云，民生证券研究院

➤ 2025年1-4月，头部开发商拿地意愿显著增强，中海地产、中国金茂、保利发展拿地金额同比激增超300%（最高达1608.89%），反映积极扩张趋势。TOP10企业中，中国金茂、滨江集团等拿地销售比居前，显示对土地储备的投入力度加大；部分房企如象屿地产（0.73）虽销售额较低，但拿地比例仍维持高位，进一步印证行业整体拿地动能提升。

图：TOP10开发商拿地销售比



资料来源：中指云，民生证券研究院

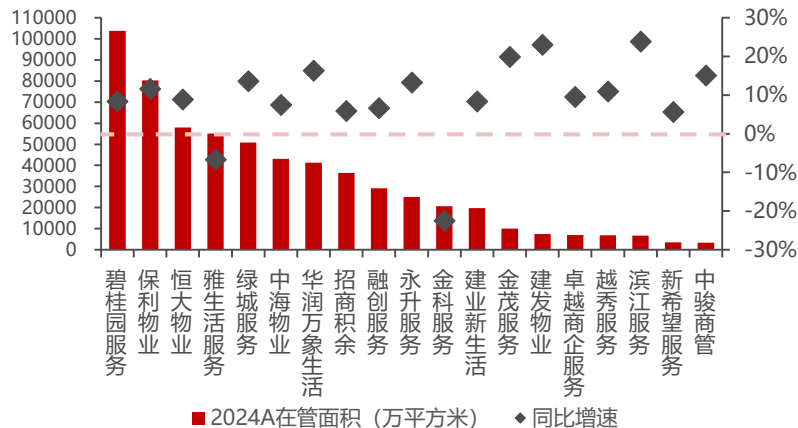
物业篇：行业筑底，静待花开

4.1 基础物业服务：管理规模增速放缓，物业费变化较为稳定

➤ 管理规模增速放缓，非住业态渐成扩张重点

- 2024A，除雅生活服务与金科服务，各上市物管公司在管面积均维持了正增长，样本企业管理规模同比增速从2023A的15.1%降至13.2%，有所放缓。

图表：2024A样本企业在管面积（万平方米）及同比增速



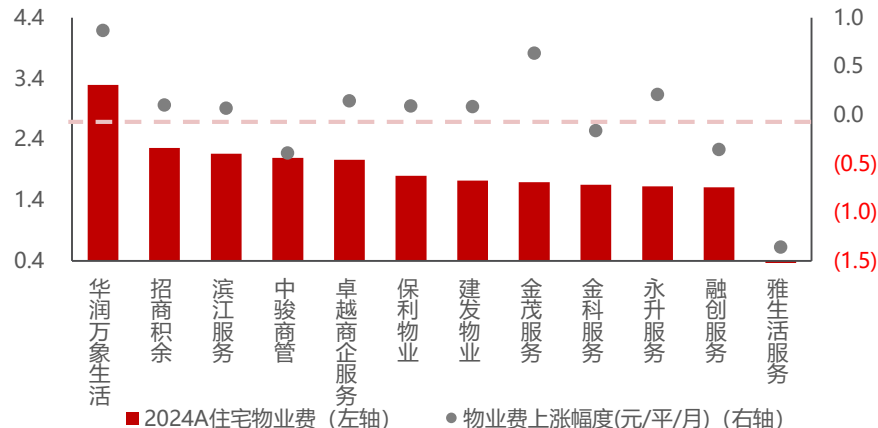
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：我们选取了中海物业、华润万象生活20家上市物企作为样本企业，涵盖了不同业态业务及规模，具有代表性

➤ 规模扩张重质量，住宅物业费基本未下降

- 住宅业态方面，多数物管公司的物业费同比变动均在0.3元/平/月以内。

图表：24A样本企业住宅业态物业费（元/平/月）及较23A上涨幅度（元/平/月）



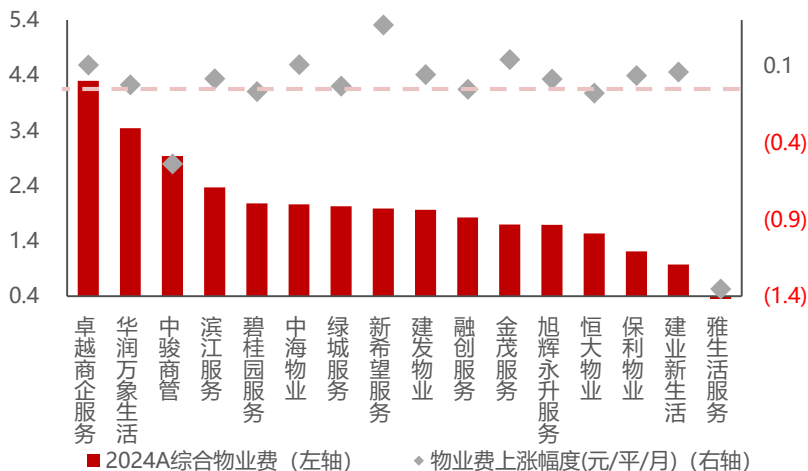
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.1 基础物业服务：管理规模增速放缓，物业费变化较为稳定

整体实际收缴物业费变化稳中有升

- 除中骏商管与雅生活服务2024年综合物业费相比2023年出现显著下降外，其余物管公司物业费变化均较为稳定，说明大部分上市物管公司在外拓时更加注重项目的质地把控，对基础物业服务的重视程度不断提升。

图表：2024A样本企业各业态综合物业费（元/平/月）及较23A上涨幅度（元/平/月）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

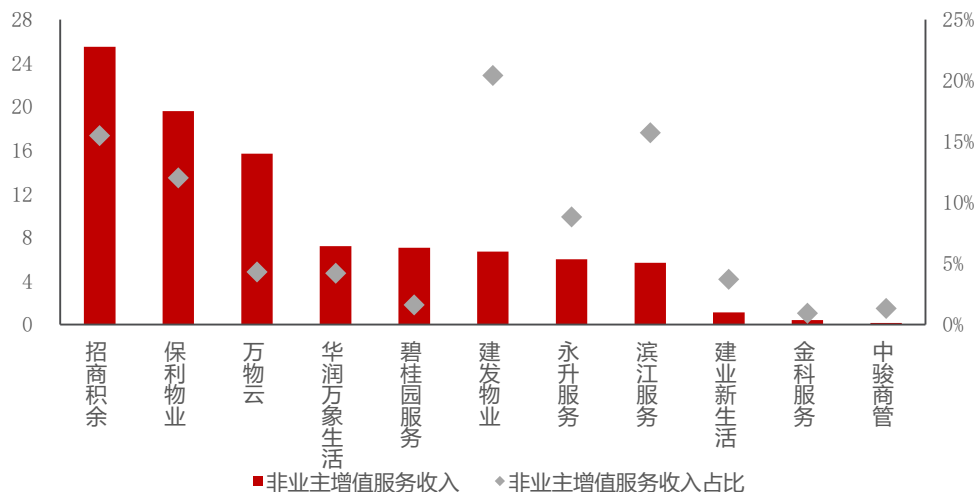
4.2

增值服务：非业主增值回归理性，社区增值分化凸显

非业主增值服务回归理性，仍为母公司支持物企的重要手段

- 收入方面，非业主增值服务营收占比趋同，多在15%以内。

图表：2024A样本企业非业主增值服务业务收入（亿元）及占营业收入比重



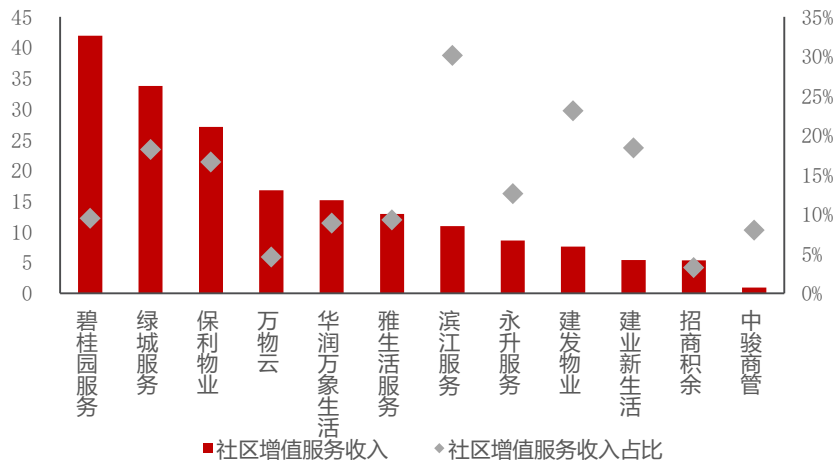
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.2 增值服务：非业主增值回归理性，社区增值分化凸显

社区增值服务受经济影响，增速有所放缓

- 受今年的经济影响，业主消费从品类、客单价到数量上均有所降低，社区增值服务收入增长有所放缓，但长期来看社区增值服务业务的重要性并未减弱

图表：2024A样本企业社区增值服务业务收入（亿元）及占营业收入比重



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.2 增值服务：非业主增值回归理性，社区增值分化凸显

经济主要影响资产服务与空间服务，生活服务受影响相对较弱

- 社区增值服务细分业务中，美居服务、资产租赁协销、交易代理业务等受收入预期下行影响较大；
- 空间服务中的广告传媒收入具有短期高速增长、长期相对稳定的特点，在新开展时收入占比提升较快，长期将回归正常水平。
- 生活服务受影响相对较小，但依然出现一定下滑。

图表：2024A样本企业社区增值服务细分业务收入同比涨跌幅

公司简称	空间服务	美居服务	生活服务	便民服务	资产服务	其他业务	其他业务内容
碧桂园服务	57.5%	-100.0%	54.9%	-1.7%	-9.7%	-20.6%	社区传媒服务
绿城服务	4.3%	-18.3%	-27.7%	3.0%	0.0%	7.0%	文化教育服务
雅生活服务	-9.8%	-55.0%	-65.8%	0.0%	0.0%	-4.8%	餐饮、通勤、物资采购等公建特色增值服务，以及商企定制、会务、企业集采和零售等商办业态的特色增值服务
永升服务	-10.8%	0.0%	0.0%	-2.1%	8.1%	-11.3%	停车位管理及租赁服务
滨江服务	0.0%	76.7%	9.3%	6.3%	0.0%	0.0%	
建发物业	25.0%	-85.0%	11.0%	0.0%	-24.9%	-0.4%	智能社区服务、养老及健康增值服务

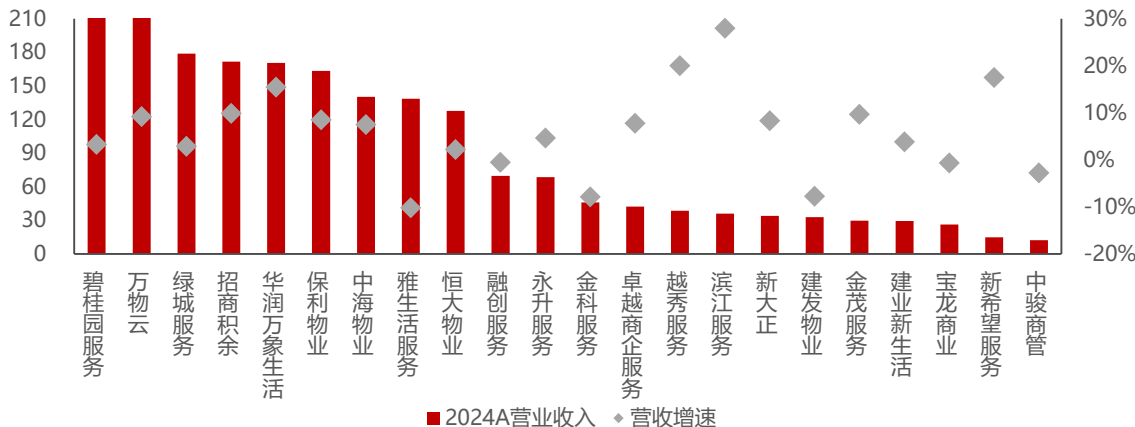
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。注：新城悦服务未披露除生活服务、资产服务及其他业务外的业务收入，故无法比较

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

营业收入增速下降但仍为正，净利润增速出现分化

- 除雅生活服务、金科服务、融创服务、建发物业、宝龙商业与中骏商管营收增速下降外，样本物管公司均保持了营业收入的同比正增长。究其原因，主要可分为两类：
 - 1) 收并购企业并表带来的收入增长——如碧桂园服务、新城悦服务、华润万象生活、金茂服务、永升服务等；
 - 2) 在管规模扩大与社区增值服务收入提升带来的收入增长——如中海物业、建发物业、滨江服务、招商积余等。

图表：2024A样本企业营业收入（亿元）及同比增速



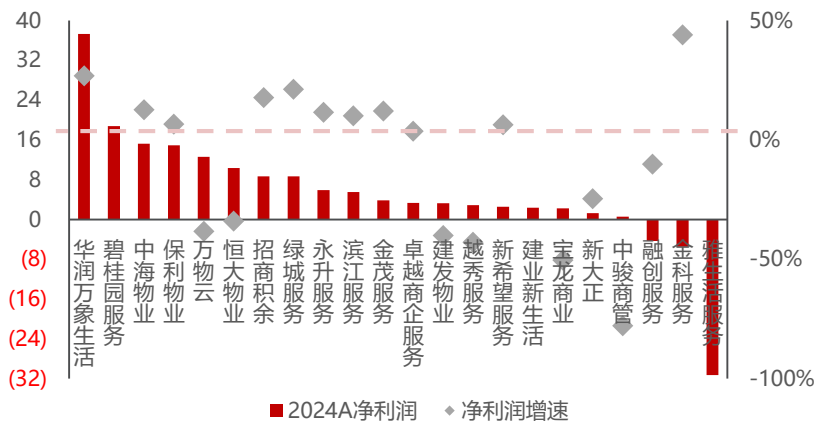
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

营业收入增速下降但仍为正，净利润增速出现分化

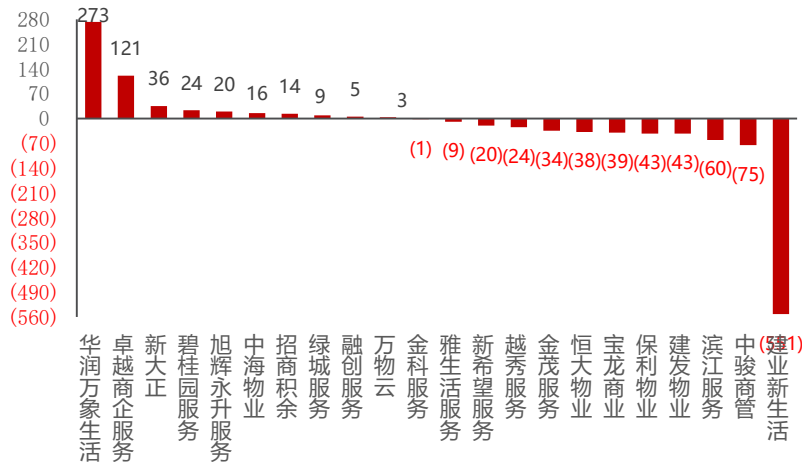
- 净利润方面，样本企业出现较为明显的分化，国资企业韧性更强，增速更为稳健，如华润万象生活、招商积余、中海物业、保利物业等，而部分民企由于项目、投资、业务调整及母公司影响等因素，净利润增速负增长，“增收不增利”现象突出。
- 值得注意的是，独立性相对较强（绿城服务、永升服务）和母公司经营稳健（滨江服务、新希望服务）的民企物管公司净利润保持了相对较高的增速。

图表：2024A样本企业净利润（亿元）及同比增速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：2024A净利润同比增速与营业收入同比增速差额 (pct)



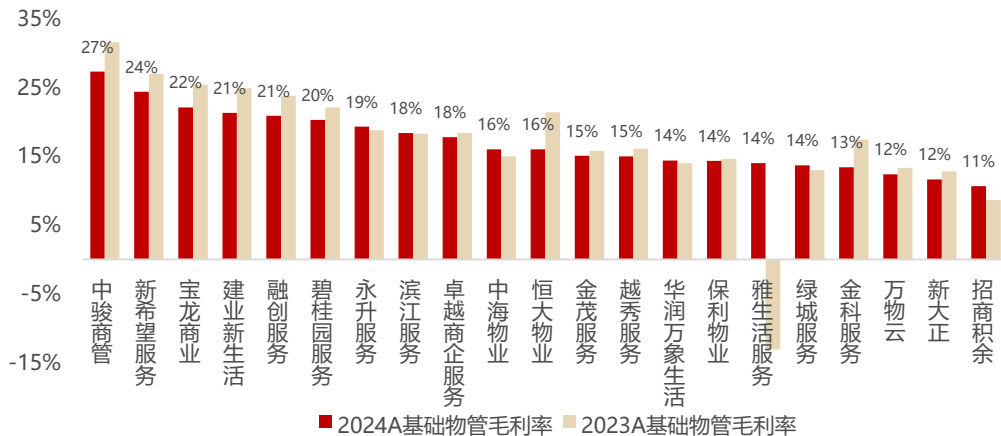
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

业务毛利率：趋同趋势显著，非业主增值服务差异缩小，社区增值服务波动收窄

- 基础物管毛利率的趋同趋势尤为明显，物管行业可根据基础物业服务毛利率分为两大类——以20-22%为中轴和以14%为中轴。
- 前者包括永升服务、滨江服务等头部民企和中小国企，后者主要以大型国央企为主，如保利物业、华润万象生活、绿城服务、中海物业、万物云等。

图表：2024A样本企业基础物管毛利率



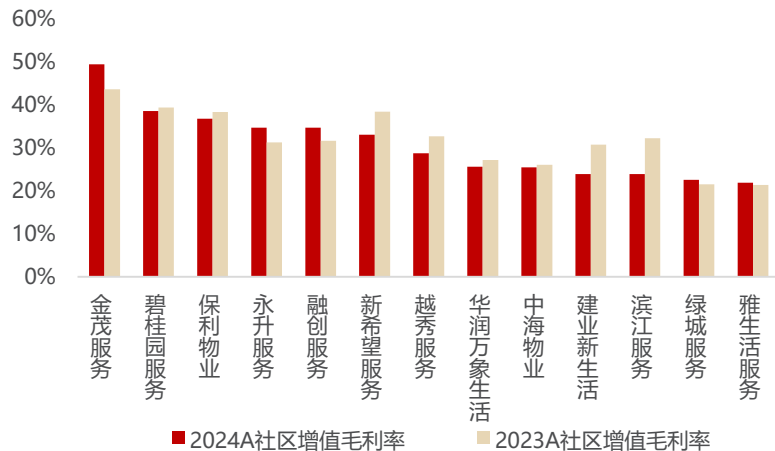
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

业务毛利率：趋同趋势显著，非业主增值服务差异缩小，社区增值服务波动收窄

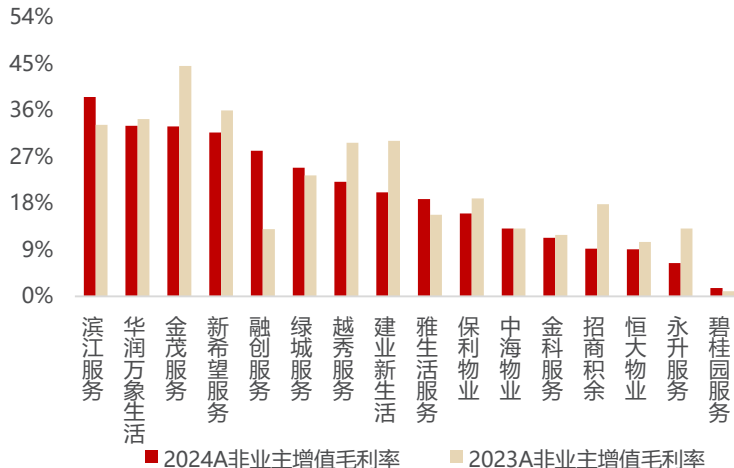
- **非业主增值服务毛利率差异收窄**，作为传统的母公司支持项目，受地产行业深度调整影响，部分民营物企如金科服务等毛利率降幅较大，企业间差异缩小同样表明行业回归理性。
- **社区增值服务毛利率受业务影响区别较大**。由于各物企业业务结构与业务方向迥异，且细分业务毛利率披露较少，难以直接比较。

图表：2024A样本企业社区增值服务业务毛利率



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：2024A样本企业非业主增值服务毛利率

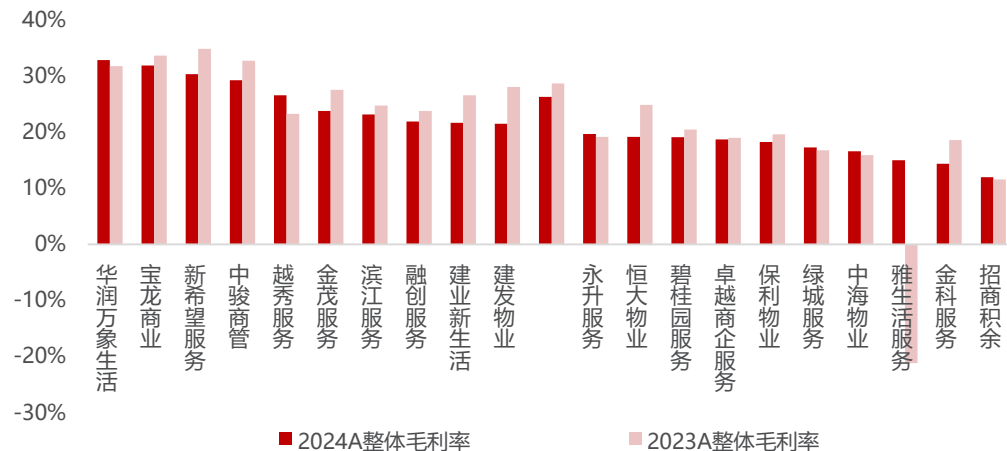


资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

- 业务收入结构变化导致整体毛利率下降，随着行业的进一步发展，未来毛利率持续承压，但降幅将趋缓。总体而言，物企上市后，伴随着低毛利率业务的规模化开展、集团方面支持的减弱与增量新盘的减少、外拓占比的提升，毛利率仍有下降空间，2024A延续了这一趋势，但可明显发现降幅趋缓，主要由于物企的“野蛮生长”阶段已过，非业主增值服务与低毛利率业务对毛利率的边际影响减弱，业务发展趋势基本确定。

图表：2024A样本企业整体毛利率



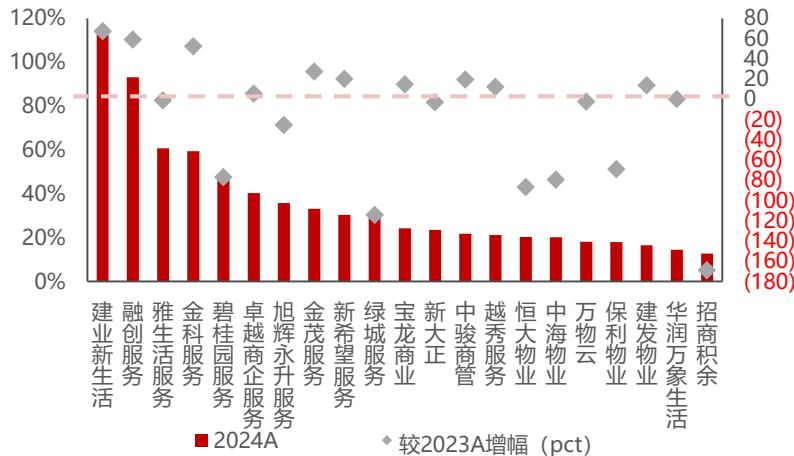
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

贸易应收款占比下降，账龄结构持续改善，减值拨备比率稳中有降

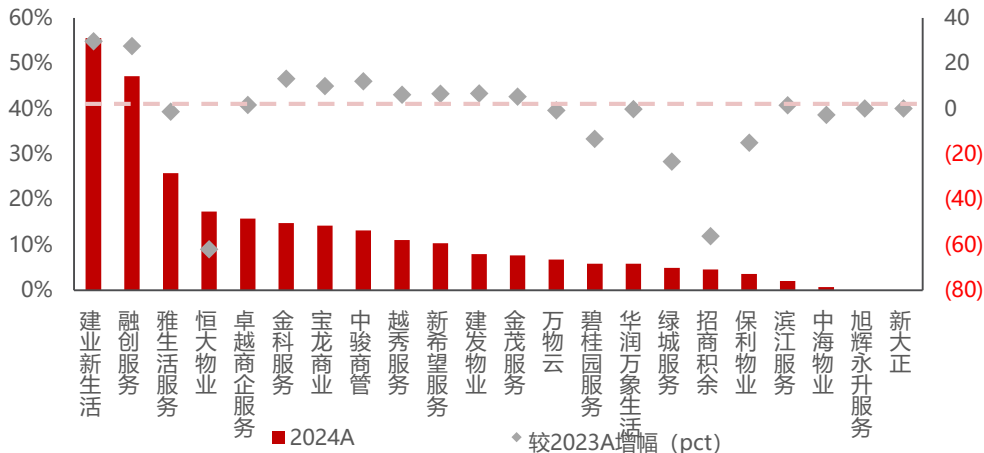
- 样本物企总体贸易应收款占营业收入比重减少14.7pct，关联方应收款占比由15%降至12.5%。受经济形势与地产行业调整影响，2024A样本企业贸易应收款占营业收入比重达34.8%，较去年同期下降13.7个pct。

图表：24A样本企业贸易应收款占营收比重及较去年同期涨幅



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：24A样本企业关联方贸易应收款占营收比重及较去年同期涨幅

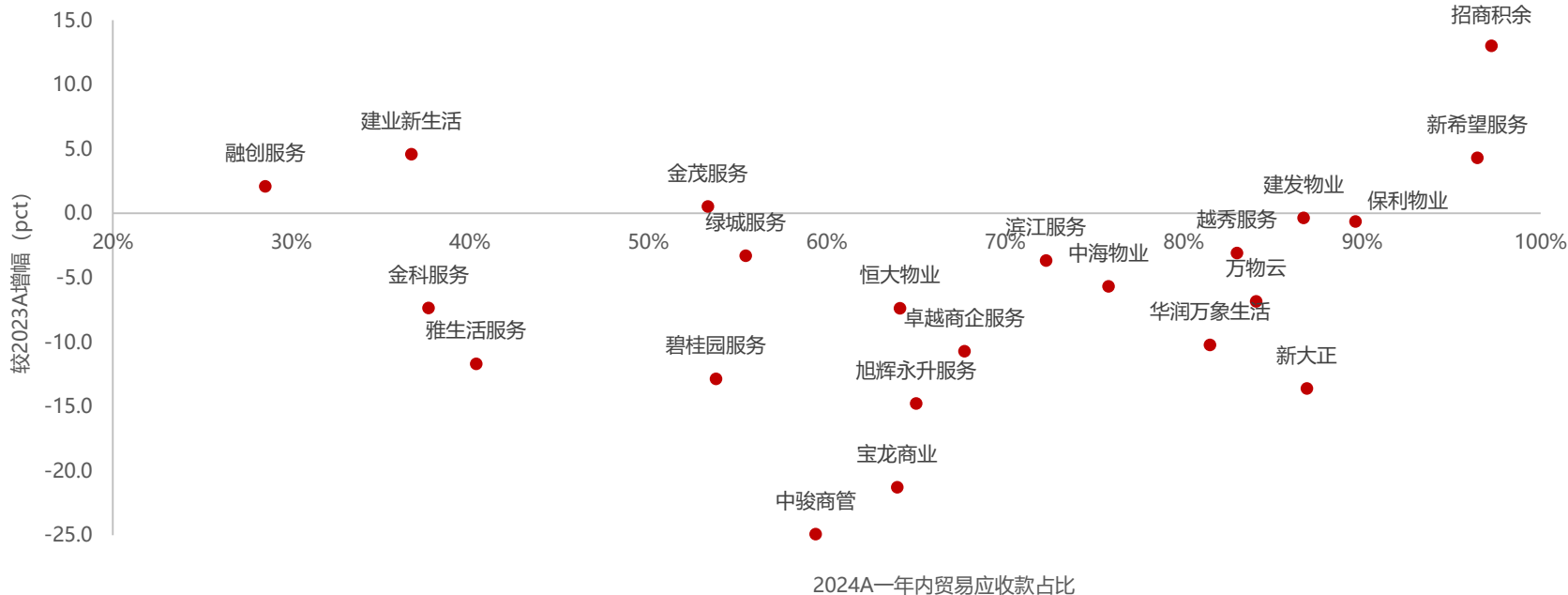


资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

账龄结构方面，大部分样本物企1年内应收款占比均有下降，表明账龄结构出现边际恶化，但整体仍在健康范围内。

图表：2024A样本企业贸易应收款账龄结构及较2023A改善情况

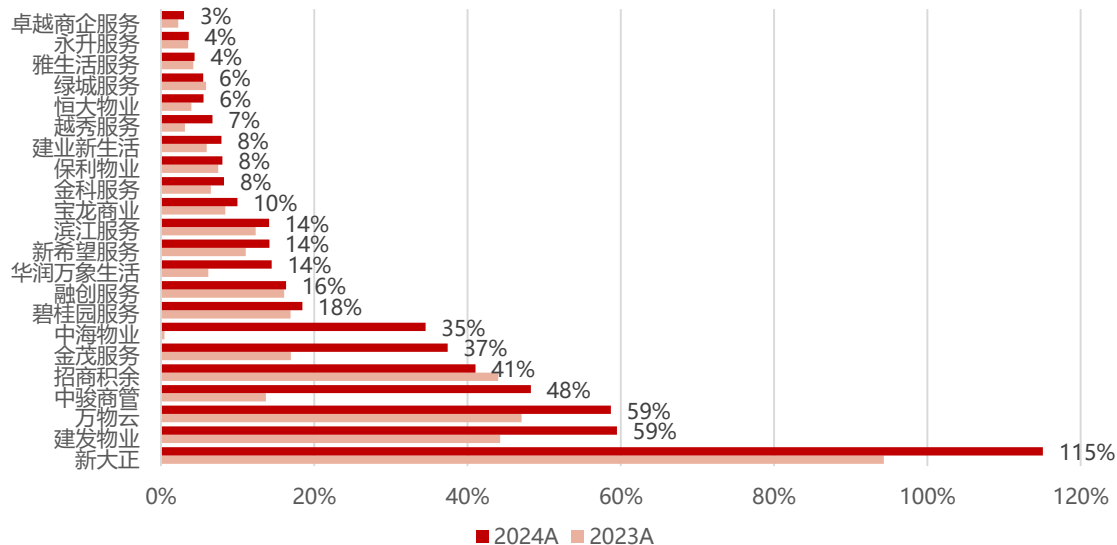


资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

- 贸易应收款减值拨备比率整体上升。
- 同时，我们也需要注意到，随着物企在非住业态的大力拓展，来自政府的应收款占比将持续增加，未来政府财政收入的变化将对企业的应收款金额、账龄结构与减值拨备比率具有直接影响。

图表：2024H1样本企业贸易应收款减值拨备比率



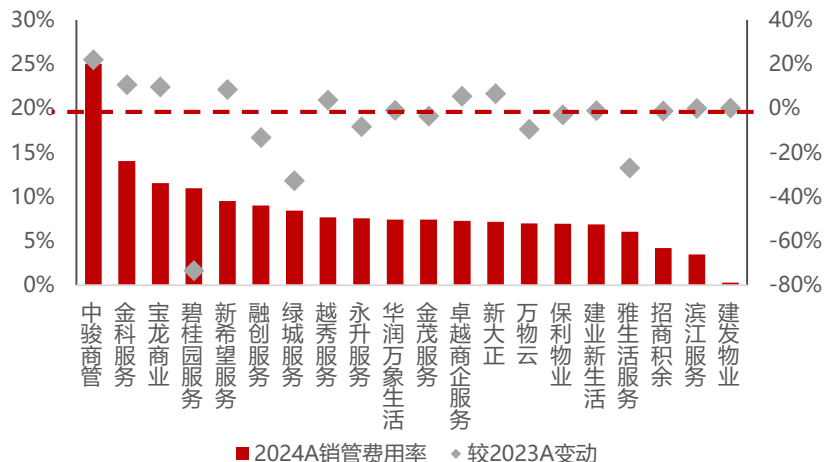
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.3 财务表现：增收不增利现象突出，业务毛利率趋同，对母公司依赖持续降低

销管费用率小幅下降，净利润率微降

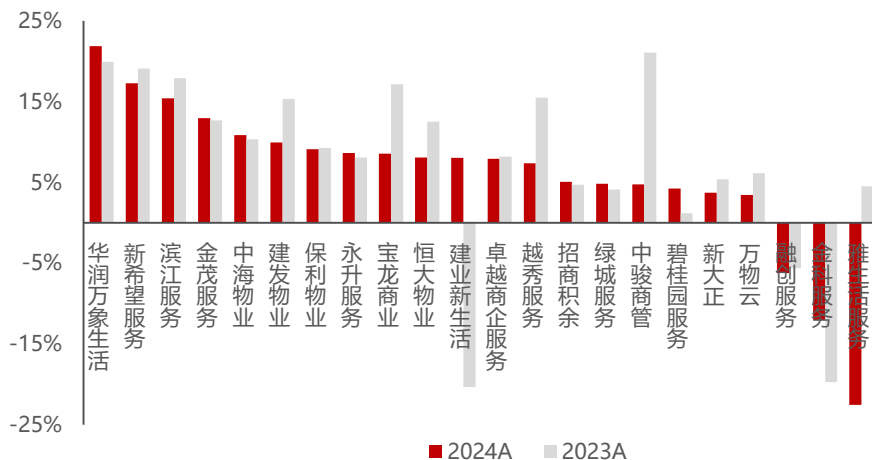
- 受益于科技应用与业务标准化，2024A样本物企销管费用率进一步下降，其中中骏商管降幅最为明显，由23H1的25.1%减少22个百分点至3.1%。
- 同时，受毛利率下降影响，净利率略有降低，整体表现较为平稳。

图表：2024A样本企业销管费用率及较去年同期变化情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。

图表：2024A样本企业净利润率及较去年同期变化情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院。



REITs篇：行业扩容提速，消费、保障房类业绩稳定

5.1

常态化发行提速，REITs底层资产范围扩大

➤ 得益于央地政策的协同发力，REITs常态化发行提速，值得关注的是，2025年以来新增发行的REITs底层资产范围相对扩大，底层资产类型亦趋向多样化

图表：2025年以来中央REITs相关政策总结

发布日期	政策内容
1月13日	国务院办公厅印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》的通知，提出支持符合条件的文化和旅游类项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）
2月7日	证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，支持人工智能、数据中心、智慧城市等新型基础设施以及科技创新产业园区等领域项目发行不动产投资信托基金（REITs）
3月5日	第十四届全国人大三次会议《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》指出：在铁路、核电、水利、生态环保、仓储物流、新型基础设施、公共服务等领域推出一批吸引民间资本参与的重大项目，推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）扩容扩容。
3月5日	国务院办公厅《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》强调：常态化推进清洁能源、养老、新型基础设施等领域符合条件的项目发行基础设施领域REITs

资料来源：政府官网，民生证券研究院

图表：2025年以来地方REITs相关政策总结

省市	发布日期	政策内容
北京	3月14日	市发改委发布《关于征集基础设施 REITs 意向储备项目有关工作的通知》，强调紧抓基础设施 REITs 进入常态化发行新阶段的政策契机，积极鼓励广大市场主体通过基础设施 REITs 盘活存量资源、扩大有效投资，面向社会公开征集基础设施 REITs 意向储备项目
上海	2月13日	推动经济持续回升向好一揽子政策举措发布，包括支持更多民间投资项目发行基础设施 REITs，引导社会资本参与城市建设、产业科技、社会民生等领域重大项目投资
广东	1月21日	省人民政府印发《关于高质量发展资本市场助力广东现代化建设的若干措施》，提出大力发展多层次 REITs 体系。建立地方政府公募 REITs 后备项目库，完善工作机制协调解决公募 REITs 项目申报过程中的问题。积极通过 REITs 加快盘活资产。发展不动产资产管理业态，鼓励国际不动产投资机构在粤落户
浙江	1月18日	省人民政府印发《关于推动经济高质量发展若干政策（2025年版）》，指出加大市政、物流、水利、能源等基础设施项目盘活力度，常态化申报争取基础设施领域REITs

资料来源：政府官网，民生证券研究院。

图表：2025年以来新增发行的REITs底层资产概况

REITs简称	上市日期	底层资产信息
易方达华威农贸市场REIT	1月24日	项目名称为华威西营里农产品交易中心，位于福建省福州市仓山区盘屿路 855 号，资产范围为东临阳岐路，南临盘屿路，西临上尚城，北临长堤路，是福州市南三环市场集聚区的核心组成部分
中航易商仓储物流REIT	1月24日	底层资产由富莱德昆山物流园一期、富莱德昆山物流园二期、富莱德昆山物流园三期 3 个仓储物流园组成，均位于江苏省苏州市昆山市花桥经济开发区，地理位置优越，可方便到达上海市区及苏州市区
国泰君安济南能源供热REIT	2月17日	基础设施项目为济南能源集团长输管网项目，由济南能源集团通过全资子公司济南热力集团持有经营权利，具体资产范围为济南市二环东路以东、围子山路以西、胶济铁路以南、经十东路以北
华夏金隅智造工场REIT	2月26日	项目名称为金隅智造工场产权一期项目，位于北京市海淀区建材城中路27号，资产范围北临青盈南路，东邻金隅科技园，南临园区内道路，西临园区内道路，发展定位为智能制造及工业研发，主要为科技推广和应用服务业类租户
汇添富九州通医药REIT	2月27日	基础设施资产为武汉东西湖现代医药仓储物流项目，具体包括医药仓储综合楼、医药仓储分拣中心、医药仓储保障中心1至3号楼及辅助用房，位于武汉西大门交通要道东西湖区，地处武汉绕城高速及四环线之间，可快速响应医药物流保供需求，地缘优势明显
汇添富上海地产租赁住房REIT	3月31日	底层资产包括（1）尚途实业持有的坐落于上海市闵行区申虹路 1500 弄 1-2、6-7、9-11、13-14 号的虹桥项目；和（2）华辙实业持有的坐落于上海市闵行区南江洲路 55 号、91 号、125 号的江月路项目，均包括对应的房屋所有权及其占用范围内的国有建设用地使用权。虹桥项目所在的虹桥商务区是服务长三角地区、长江流域和全国的高端商务中心江月路项目毗邻的北部地区定位打造为优质产业和产业链集聚高地
南方顺丰物流REIT	4月21日	底层资产包括顺丰航空地产公司、武汉丰泰、合肥丰泰分别持有的深圳项目、武汉项目、合肥项目，深圳项目位于宝安区，东侧临航站四路、南侧临空港一道、西侧临深圳宝安机场停机坪、北侧临建筑工；武汉项目位于东西湖区，东侧临空地、南侧临水产路、西侧临东吴大道、北侧临空地；合肥项目位于蜀山区，东侧临雪霁路、南侧临花峰路、西侧临振兴路、北侧临天狮路

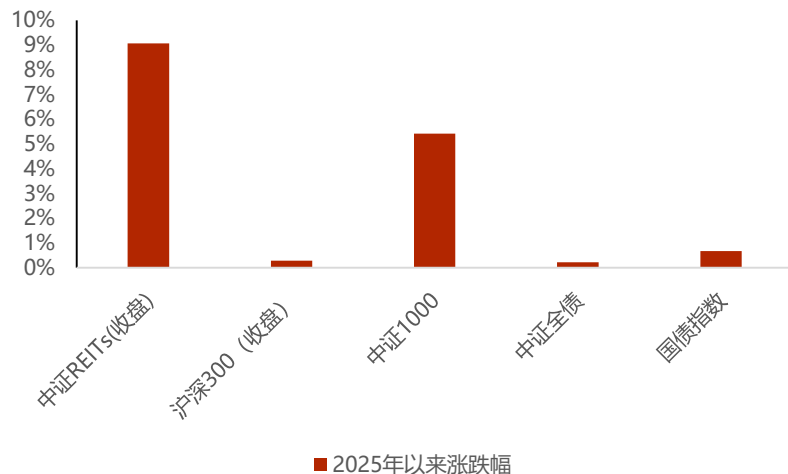
资料来源：iFind，各基金招募说明书，民生证券研究院。

5.2

2025年以来REITs收益率优于股债市场，波动性相对稳定

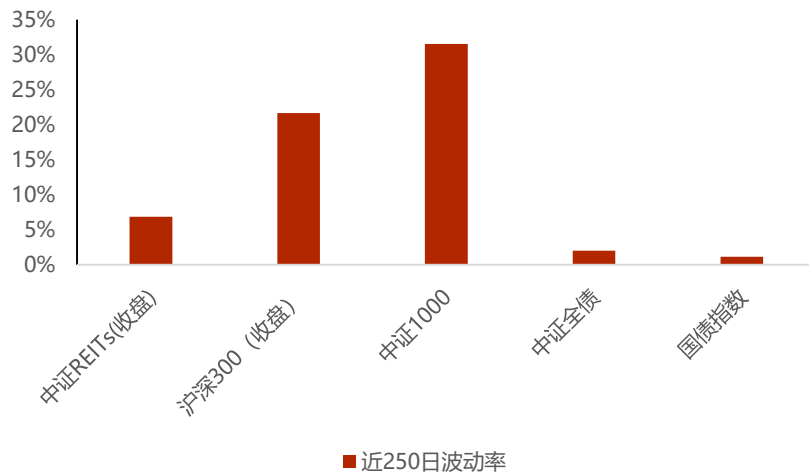
- 中证REITs（收盘）指数2025年以来涨幅达9.07%，沪深300（收盘）指数和中证1000指数涨幅分别为0.29%和5.42%，中证全债指数和国债指数涨幅分别为0.22%和0.68%，REITs收益率优于股债市场；从波动性表现来看，截至2025年5月7日，中证REITs（收盘）指数近250日波动率为6.85%，低于沪深300（收盘）指数的21.65%和中证1000指数的31.49%，高于中证全债指数的1.97%和国债指数的1.11%，居于股债之间，波动性相对稳定。

图表：股债指数、REITs指数2025年以来涨跌幅



资料来源：iFind，民生证券研究院。
注：数据截至2025年5月7日

图表：股债指数、REITs指数近250日波动率

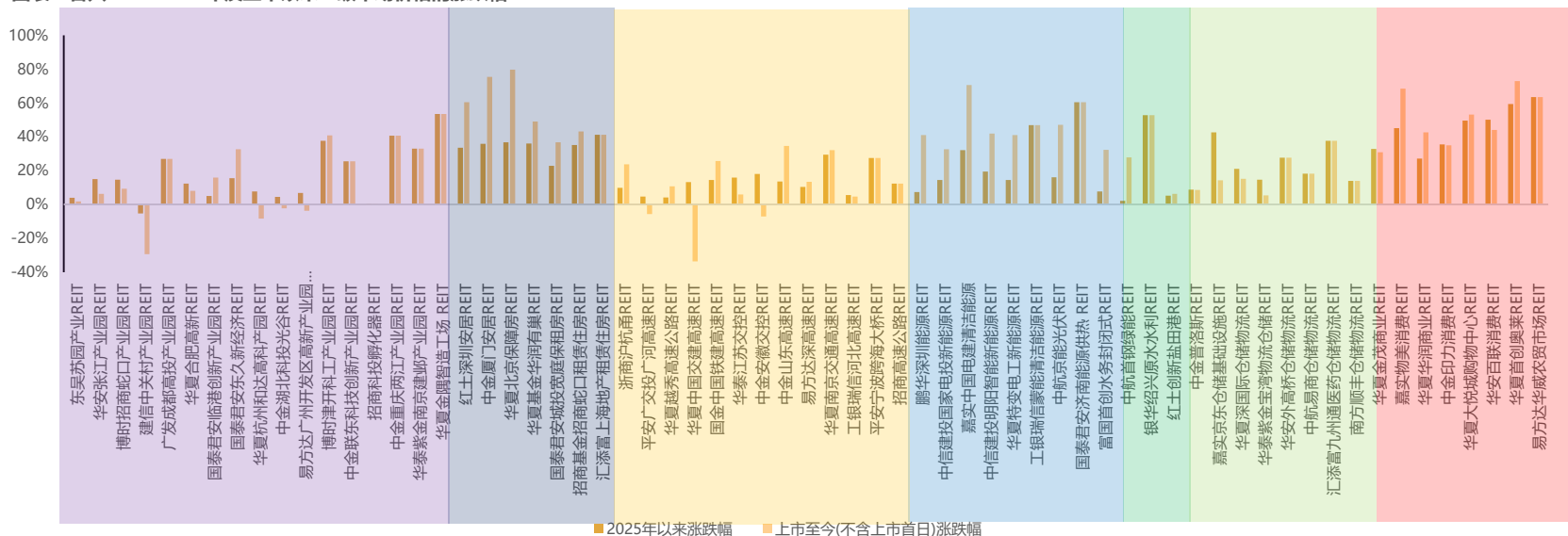


资料来源：iFind，民生证券研究院。
注：数据截至2025年5月7日

5.3 板块分化较大，保障房、消费REITs相对稳定

- 截至2025年5月7日，保障房类及消费类基础设施REITs表现相对稳定，上市以来及进入2025年以来均保持二级市场价格的正增长，能源类REITs、环保类REITs及仓储物流类REITs略有分化，如环保类的中航首钢绿能REITs出现轻微下跌；产业园类及高速公路类REITs分化较大，其中建信中关村产业园REIT和华夏中国交建高速REIT大幅跌破上市时点的价格，但绝大多数REITs都实现了正增长。

图表：各只REITs2025年及上市以来二级市场价格的涨跌幅



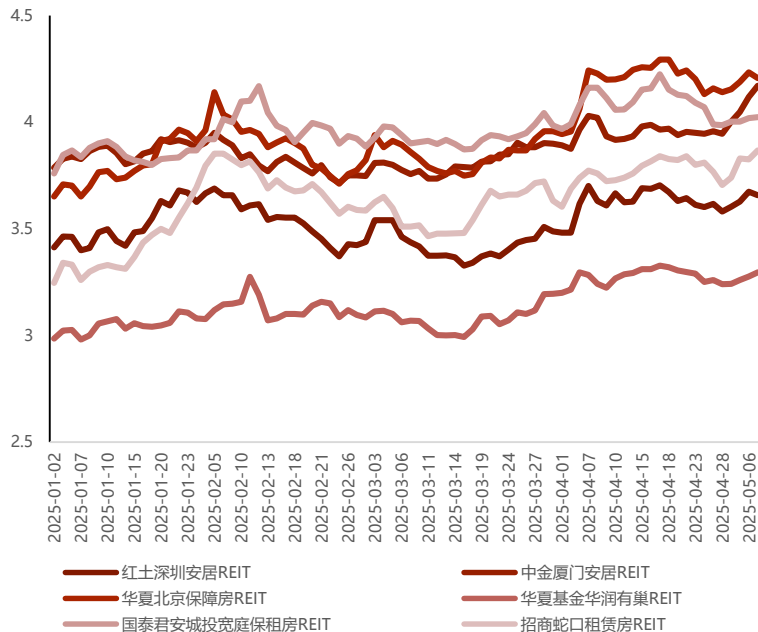
资料来源：iFind，民生证券研究院。
注：数据截至2025年5月7日

5.3

板块分化较大，保障房、消费REITs相对稳定

- 进入2025年以来，保障房类REITs的二级市场价格呈现稳定增长态势，各只REITs上市以来底层资产的出租率水平及租金水平亦保持稳定上升趋势。

图表：2025年以来保障房类REITs二级市场收盘价走势



资料来源：iFind，民生证券研究院。

注：数据截至2025年5月7日

图表：保障房类REITs出租率水平

REITs简称	底层资产	子项目	2Q23出租率 (%)	3Q23出租率 (%)	4Q23出租率 (%)	1Q24出租率 (%)	2Q24出租率 (%)	3Q24出租率 (%)	4Q24出租率 (%)	1Q2025出租率 (%)
红土深圳安居REIT	保利香滨苑	保租房	98.52%	99.60%	99.52%	98.63%	95.55%	90.30%	90.79%	91.11%
	凤凰公馆	保租房	98.79%	98.69%	99.25%	98.91%	99.30%	98.89%	98.63%	99.53%
	安居锦园	保租房	100.00%	98.25%	97.25%	97.75%	98.00%	99.19%	95.88%	94.88%
	安居锦园	停车场	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	安居锦园	保租房	98.16%	98.16%	100.00%	98.28%	98.07%	96.49%	95.82%	97.78%
中金厦门安居REIT	安居百泉阁	配套商业	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	76.96%	94.12%	81.81%
	安居百泉阁	停车场	100.00%	100.00%	97.33%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	园博公寓	保租房	99.44%	99.36%	99.78%	99.53%	93.99%	93.99%	99.56%	99.09%
华夏北京保障房REIT	珩瑜公寓	保租房	99.91%	99.79%	99.91%	99.24%	99.65%	99.67%	99.91%	99.49%
	文龙家园项目	保租房	96.67%	96.88%	97.28%	94.72%	97.05%	94.99%	97.28%	96.86%
	熙悦尚都项目	保租房	97.80%	97.24%	96.23%	95.43%	95.34%	94.43%	93.08%	92.33%
华夏基金华润有巢REIT	有巢泗泾项目	保租房	96.52%	94.54%	92.88%	94.38%	94.07%	90.59%	94.07%	95.09%
	有巢东部经开区项目	保租房	96.36%	91.32%	93.25%	94.29%	94.36%	94.44%	94.58%	94.58%

资料来源：各基金公告，民生证券研究院。

图表：保障房类REITs租金水平

REITs简称	底层资产	子项目	2Q23 (元/平米/月)	3Q23 (元/平米/月)	4Q23 (元/平米/月)	1Q24 (元/平米/月)	2Q24 (元/平米/月)	3Q24 (元/平米/月)	4Q24 (元/平米/月)	1Q25 (元/平米/月)
红土深圳安居REIT	保利香滨苑	保租房	-	-	-	-	-	-	-	17.08
	凤凰公馆	保租房	-	-	-	-	-	-	-	17.34
	安居锦园	保租房	-	-	-	-	-	-	-	46.66
	安居锦园	停车场	-	-	-	-	-	-	60.73	180
	安居锦园	保租房	-	-	-	-	-	-	-	61.49
中金厦门安居REIT	安居百泉阁	配套商业	-	-	-	-	-	-	-	367.68
	安居百泉阁	停车场	-	-	-	-	-	-	-	180
	园博公寓	保租房	33.34	33.55	33.67	33.92	34.19	34.6	34.71	34.87
华夏北京保障房REIT	珩瑜公寓	保租房	31.44	31.7	31.8	32.34	32.6	33.1	33.26	33.47
	文龙家园项目	保租房	52	52	52	52	52	56	56	56
	熙悦尚都项目	保租房	60	65	65	65	65	65	65	65
华夏基金华润有巢REIT	有巢泗泾项目	保租房	-	-	-	-	-	-	2.62元/㎡/天	2.61元/㎡/天
	有巢东部经开区项目	保租房	-	-	-	-	-	-	1.82元/㎡/天	1.81元/㎡/天

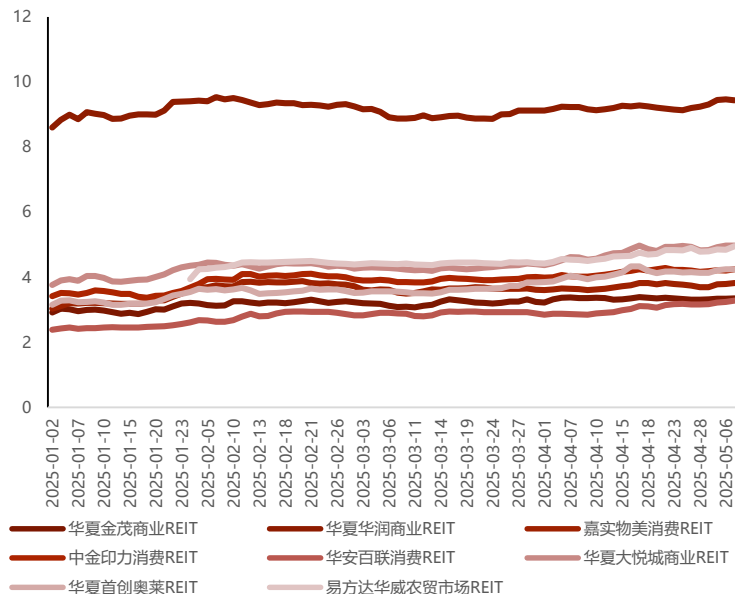
资料来源：各基金公告，民生证券研究院。

5.3

板块分化较大，保障房、消费REITs相对稳定

- 进入2025年以来，消费类REITs的二级市场价格总体稳定增长，各只消费类REITs上市以来底层资产的出租率及租金水平亦保持稳定增长，支撑市场对消费类REITs的投资信心。

图表：2025年以来消费类REITs二级市场收盘价走势



图表：消费类REITs出租率水平

REIT简称	底层资产	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
华夏金茂商业REIT	长沙览秀城	98.26%	98.30%	98.03%	98.73%	98.76%
华夏华润商业REIT	青岛万象城	99.16%	99.04%	99.30%	99.00%	99.10%
嘉实物美消费REIT	北京市大成项目、玉蜓桥项目、华天项目和德胜门项目	98.33%	98.13%	96.69%	96.43%	95.30%
中金印力消费REIT	杭州西溪印象城	-	98.40%	98.98%	97.85%	98.12%
华安百联消费REIT	上海五角场百联	-	-	93.11%	95.56%	95.04%
华夏大悦城REIT	成都大悦城	-	-	-	98.10%	98.38%
华夏首创奥莱REIT	首创奥特莱斯	-	-	-	97.06%(济南) 99.17%(武汉)	95.93%(济南) 99.14%(武汉)
易方达华威农贸市场REIT	华威西营里农产品交易中心	-	-	-	-	87.71%

资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：消费类REITs租金水平

REIT简称	底层资产	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
华夏金茂商业REIT	长沙览秀城	83.50	85.89	90.24	92.68	92.11
	长沙览秀城-主力店	33.75	31.30	33.72	34.15	34.15
	长沙览秀城-专门店	145.68	151.50	157.02	161.18	156.81
华夏华润商业REIT	青岛万象城	-	-	-	328.29	421.03
	青岛万象城-主力店	-	-	-	-	-
	青岛万象城-专门店	-	-	-	-	-
嘉实物美消费REIT	北京市大成项目、玉蜓桥项目、华天项目和德胜门项目	-	-	-	3.92 (元/平米/天)	3.81(元/平米/天)
中金印力消费REIT	杭州西溪印象城	-	-	-	249.1	263.03
华安百联消费REIT	上海五角场百联	-	-	91.98	233	226
华夏大悦城REIT	成都大悦城	-	-	-	363.83	363.52
华夏首创奥莱REIT	首创奥特莱斯	-	-	-	194.19(济南) 206.15(武汉)	225.09(济南) 171.68(武汉)
易方达华威农贸市场REIT	华威西营里农产品交易中心	-	-	-	-	134.42

资料来源：iFind，民生证券研究院

风险提示



风险提示

- **1、调控政策收紧风险：**调控政策对整个市场销售、项目盈利情况、企业融资渠道等都会造成不同程度的影响。
- **2、预售模式变化风险：**如果地产项目交付压力延续，可能加快推动现房销售制度出台，则将增加地产企业的利息开支、降低资金使用效率。
- **3、房价大幅下跌风险：**在经济增速承压的情况下，居民就业和消费能力均受到影响，影响房价的支撑因素，造成企业存货计提减值风险。
- **4、土地价格上升风险：**在货币宽松的背景下，可能使得闲置资金流入房地产领域，抬升地价，或压缩行业盈利水平。
- **5、境外融资收紧风险：**如境外融资条件恶化，房企美元债进一步下跌，则地产企业在境外融资渠道也会受阻。

THANKS 致谢

民生地产研究团队：

分析师 周泰

执业证号：S010052110009

邮件：zhoutai@mszq.com

分析师 陈立

执业证号：S0100524080001

邮件：chenli_yj@mszq.com

分析师 徐得尊

执业证号：S0100524070011

邮件：xudezun@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦7层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。