

强于大市

新消费时代下的大机遇系列报告一

从“场所”到“场景”，新消费时代下的商业地产迎来重大机遇

核心观点

- 在地产增长引擎转换的下半场，传统住宅开发赛道的规模开始收缩，反观商业地产，迎来了政策红利期。从政策导向看，15-23年中央出台众多新消费支持政策，但均未涉及消费场景，而从24年开始反复提及“消费新场景”这一概念。我们认为，以往同质化的传统商业已经无法满足当下多样化的新消费需求与新消费习惯。未来商业地产机遇将增加，围绕消费群体偏好变化打造新消费的实体商业场景，为新业态、新模式提供新的场景载体。
- 对于运营商来说，只有将“场景”和“消费”两件事情完美融合，提升“复费率”，才能在这个拥挤的赛道中开辟出新机遇。当下的商业地产不再只靠地段或交通取胜，经营者需要打开思路，清楚定位项目方向，从客户的角度出发，挖掘消费者的潜在需求，有针对性的打造“独家”；更要增加客户粘性，实际上是想方设法去留住或占用消费者时间，提升“复游”、“复购”、“复拜”率。
- 传统的商业项目可以通过引入新消费业态或通过调整空间布局、呈现形式等方式成为符合新时代消费需求、消费习惯的“新场景”；此外，各类创新型的“新场景”也不断涌现，尤其是非商业新场景，无论是在存量改造项目、还是在增量入市项目中，都占据了重要位置。从当前我国商业地产现状来看，商业地产行业发展已进入相对存量期，2025年新开业项目数量创2013年以来的新低，同时面临空置率高、租金持续下行等压力。从25年新开业的项目来看，存量焕新项目占比2成，部分项目被改造为创新的二次元主题商场、城市奥莱、非标商业项目；增量入市项目占比8成，奥特莱斯、特色主题mall、复合型非标商业正构成差异化的“新场景”。
- 新场景的“新”，核心在于从传统的“提供一个销售服务场所”转向到“共创一个有情共鸣的沉浸式体验场景”。1) 商业地产中的新消费业态崛起。“新消费”指的是围绕年轻一代消费者的需求而产生的全新消费品和服务模式，往往涉及国产品牌崛起、精神消费与悦己消费，以及以高增长为特征的市场趋势。传统消费到新消费的核心差别在于从“物质消费”走向“精神消费”，高度重视情绪价值。2) 场景体验是实体商业的核心优势。实体商业仍是消费的基本盘。25年我国社会消费品零售总额中线下占比74%。有较多新消费品牌想要进入线下消费渠道。我们认为，场景体验是电商难以企及的实体核心优势。电商的核心竞争力在于满足消费者高效获取商品的需求。而商业地产的价值不止于提供商品交易场所，还承载着消费者的社交、体验、情感等多重需求，更加注重“精神需求”的满足。新消费品牌在线下渠道不再仅仅关注“卖出商品”，而更加注重为消费者提供独特的体验，让消费者亲身感受品牌文化与产品魅力。场景化趋势下，线下实体店的核心定位，正在从“交易”转变为“体验”。
- 商业地产的新消费“含量”提升，运营思路也相应转变。新消费的新势力品牌不断涌现，提升了商业项目的运营效率。例如，泡泡玛特、蜜雪冰城等深受Z世代青睐的新消费品牌，入驻后可直接为商业地产带来客流增量；同时还能带动商业地产线上热度攀升，进一步强化整体吸引力。根据仲量联行，上海核心商圈引入潮流品牌后，一层租金涨幅超周边均值15%。此外，根据融与商业地产的数据，体验类业态（如餐饮、娱乐、文化体验）在购物中心的占比已经突破40%，且持续提升。例如北京SKP-S通过打造火星基地、AI互动艺术装置等沉浸式场景，将商场变成“可逛可玩的未来博物馆”；广州正佳广场将“微度假”理念植入商业地产，引入海洋馆、雨林生态园和自然博物馆，消费者在这里不仅能购物，还能探索自然奥秘，年客流量突破5000万人次。对于商业地产运营而言，商业地产空间不再是货架的容器，而是故事的载体，用场景吸引客流，用体验获得客流粘性。
- 除了集中式商业项目主动进行调改之外，我们发现，在商业地产中也出现了业态转型的非标商业项目。凡在空间形态、场景营造、业态组合、运营模式等维度创新的商业项目，都可以称之为非标商业。小体量、开放街区是当前我国非标商业的主要特征。25年国内重点城市非标商业项目客流量增速达18.7%，远超传统购物中心5.2%的增速，其中35岁以下客群占比高达72%。5万方以下小体量的项目占比约6成，小体量商业虽然品牌丰富度有限，但便于资源整合，运营成本较低，具备灵活性和多元性，更容易贯彻具有标签感的定位。从建筑形态来看，国内非标商业以开放式街区为主，占比超6成；盒子为辅，占比约2成。开放式街区往往包括大面积的开放空间、绿地和休闲设施，更容易促进社交及体验活动的发生。
- 从地域分布来看，非标商业场景集中在上海、北京、杭州、成都等城市。根据融与商研，样本非标商业项目中，上海占比22.2%、杭州占比12.9%、成都占比10.1%、北京占比8.3%，以上城市的商业项目较多，结构丰富，为项目打造提供了丰富的存量，且这些城市的消费者对新事物的接受能力较强，具备较好的客群基础，更适合打造非标商业场景。我们整理选取了52个非标商业样本进行分析，我们发现，不管是数量、质量、还是创新性，一线城市、杭州、成都仍处于非标商业的第一梯队，但项目仍存在细微差异。1) 从体量上来看，北京非标商业项目数量虽然不多，但体量集中在大中型。杭州以中小型项目为主，项目商业面积多集中在4万平以下。成都、上海、深圳、广州各个面积段均有项目分布。2) 从开发运营主体来看，北京央企国企占比较高，上海多元开发主体并存，成都本地运营主导，杭州、广州、深圳跨界产业方深度介入。
- 未来的消费趋势是逐渐注重精神追求和需求多样化，由此一些新的需求点产生，如情感认同、情绪价值、自在生活方式等，消费模式和需求的变化，也催生了更多多元的新型非标商业形态，针对不同的新消费需求，衍生出了众多细分赛道，将商业与艺术、文化、自然、兴趣、社交等融合，核心在于为“情绪消费”提供载体。从项目类型来看，我们可以将大部分的非标商业场景分为三大类：1) 时尚创新型：聚焦年轻人的生活方式，围绕“兴趣、社交、运动、潮流、艺术”等年轻客群关注的高频消费标签，构建全新空间形态、全新业态组合方式，推动传统零售向“情绪消费”转型。典型形态有策展型商业、市集型商业、社群型商业、主理人商业型。2) 复古创新型：从在地文化内涵出发，将历史建筑、历史街区、工业遗存等进行保护性还原与活化，连为商业注入人文底蕴和地域基因，让历史文化与生活购物融为一体。部分项目或带有文旅属性。典型形态有历史文化街区型商业、历史建筑改造型商业、工业遗存型商业、文旅型商业。3) 生态创新型：着眼于人们对都市微度假、亲近自然体验的渴望，将绿植、喷泉、山川、河流等户外景观搬进商业地产，打造公园式的消费场景，带给消费者一种真切的户外“进公园”体验。典型形态有公园型商业、社群型商业、文旅型商业。
- 对于开发方、设计方、运营方来说，都需要跳出原来的模式，去打透“差异化供给”。我们认为，可以通过以下方式来打造新消费时代下的新场景：1) 特定主题深创新。精准击中某一类特定人群的个性化需求，深度创新，有“舍”才有“得”，培养自己的强粘性客户群体。2) 文化共鸣营造。打造具有地域文化特色的商业环境，将城市文化基因注入商业空间设计与运营。3) 社交空间再组合。强调多元动线设计，弱化商业目的性，突出空间的社交属性与松弛感，允许消费者“不消费”。4) 互动氛围全释放。把话语权交给消费者，注重年轻人的“情绪消费”需求，为年轻人提供了重要的情绪出口，实现“价值共鸣”。
- 我们认为，从“场所”到“场景”，商业地产迎来了重大机遇。让消费者从“买完就走”到“边逛边买”，到“拉着朋友一起逛一起买”，到“成群结队的逛+玩+买”，中间的升级过程，都有可能伴随消费者的“掏兜”行为。而作为商业地产运营商来说，感受和体验成为留住年轻人时间的重要因素。“允许消费者不消费”反而可能会带来更多的消费。运营商可能也需要重新考虑评判指标，在原先关注的租金收入、多经收入、出租率、收缴率、坪效、客流量、销售额等基础上，可以更多的去关注：留客时长/游逛时长、主题活动影响力、体验活动参与度、提案率、会员复购率与推荐率、自有线上平台活跃度、社交媒体曝光度、品牌换新率、新势力品牌签约率等。我们认为，新消费下的“新场景、新业态、新模式”并非孤立存在的关系，而是形成“消费内容—场景支撑—商业模式”的有机闭环，是新时期消费结构优化升级、消费基础设施升级、商业模式升级的内在要求。

投资建议

- “十五五”期间消费存在政策提振的机会，优质的商业地产是典型的红利资产。而以往同质化的传统存量商业已经无法满足当下多样化的新消费需求，商业地产有必要积极调改转型，围绕消费群体偏好变化进行新业态、新呈现形式的创新探索，打造新消费的实体商业场景，未来商业地产领域机遇或将增加。我们认为，头部优秀的商业地产及商业地产运营公司有较高护城河，即使在过去几年消费降级冲击下，仍具有稳定性。从去年以来，我们就已经持续推荐商业地产板块，随着商业不动产 REITs 政策的正式出台以及首批 REITs 的申报，我们预计2026年商业不动产 REITs 将加速发力，后续将有更多企业参与申报发行行列。持有性运营型房地产的行业大环境也会有所改善。
- 未来房地产的新模式也会从原先的追求投资开发增加值转向运营服务增加值，我们建议提前关注相关布局的商业运营公司。我们建议关注两条主线：1) 积极探索新消费时代下的新场景建设和运营模式的商业地产公司：大悦城、华润万象生活、太古地产、瑞安房地产、百联股份；2) 存量资产成熟稳定、具备成熟办资产和运营能力、作为商业不动产 REITs 发行主体优质可靠的标的：保利发展、华润置地、招商蛇口、中国海外发展、茂业商业、武商集团。

风险提示：居民消费超预期下行；购物中心租金波动风险；行业竞争加剧。

相关研究报告

- 《地产新模式探索系列之二：城中村改造篇——城中村改造加速推进，超7亿平规模为行业注入新动能》(2023/9/6)
- 《房地产行业2023年中期策略：走出停滞期，诞生新格局》(2023/6/13)
- 《房地产行业2023年度策略：弩箭已离弦，能否冰解的破？》(2022/12/18)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

前言	5
1 我国商业地产发展已进入“存量时代”与深度调整期.....	6
1.1 行业进入相对存量期，25年新开业项目数量创十年新低	6
1.2 购物中心存在空置率高、租金持续承压等问题	8
1.3 存量改造、城市更新推动城市商业焕发新生	10
1.4 新入市项目中，奥特莱斯、特色主题 MALL、复合型非标商业正成为差异化的“新场景”	11
2 新场景的“新”，核心在于从传统的“提供一个销售服务场所”转向到“共创一个有情感共鸣的沉浸化体验场景”	12
2.1 “新消费”是围绕当下消费者需求而产生的全新消费品和服务模式，同时彰显了当前时代下的国产品牌崛起、精神消费与悦己消费	12
2.2 场景体验是实体商业的核心优势	12
3 商业地产的新消费“含量”提升，运营思路转变，各类非标准化的场景形态涌现	14
3.1 集中式商业新消费“含量”提升，新消费品牌对门店的核心定位从单纯的“交易”转变为复合式的“体验”，运营方更注重“客流”经营	14
3.2 小体量、开放式街区是当前我国非标商业新场景的主要特征	15
3.3 京沪杭蓉在数量、质量、创新性均处于非标商业场景的第一梯队	16
4 非标商业重构商业场景，细分赛道众多，核心在于为“情绪消费”提供载体	18
4.1 策展型商业地产：打破空间界限，链接商业与文化艺术	21
4.2 公园型商业地产：利用建筑、空间、园林、文学等艺术手段，寻找人与自然的链接	24
4.3 市集型商业地产：注重营造烟火气及生活化氛围的小体量场景	26
4.4 文旅型商业地产：契合当下流行的“微度假”概念，打造文化艺术轻度假商业体	28
4.5 社群型商业地产：通过社群的互动、连接和价值共创来实现商业目标的新型商业场景	29
4.6 主理人商业地产：通过价值观来驱动私域生态，形成非标溢价	31
4.7 历史文化街区型商业地产：巧妙的将历史、文化和现代商业相融合，保留在地特色文化，融入现代商业的创新理念	33
4.8 工业遗存型商业地产：以旧工业遗址为载体，通过改造保留一定标志性的工业遗存，植入现代商业	34
5 开发方、设计方、运营方可以如何打造差异化的新场景？	36
6 投资建议	38
7 风险提示	39

图表目录

图表 1. 从政策导向看，过去十年间出台过众多新消费支持政策，但均未涉及消费场景，而 2024 年以来反复提及“打造新场景”	5
图表 2. 2025 年全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货）369 个，同比下降 24%	6
图表 3. 2025 年全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货）总体量约 2741 万平，同比下降 25%	6
图表 4. 2025 年新开业的集中式商业项目中，一二线城市占比超六成	7
图表 5. 2025 年新开业的集中式商业项目中，北京开业量为全国第一，共 24 个项目，体量 135 万平，深圳、上海数量并列第二位	7
图表 6. 相比 2024 年，2025 年北京新开业的集中式商业项目数量减少了 4 个，上海数量减少了 19 个，成都数量减少了 13 个，广州和深圳有所增加	8
图表 7. 2024 年全国重点 27 城 600+ 样本购物中心平均空置率为 8.81%	8
图表 8. 2024 年约三成购物中心空置率超 10%	9
图表 9. 2024 年一线城市购物中心平均空置率为 6.30%，同比下降 0.41pct，且远低于二、三线城市	9
图表 10. 2025 年下半年，重点城市购物中心商铺平均租金为 26.99 元/平/天，环比下跌 0.22%	9
图表 11. 2025 年下半年，重点城市商业街商铺平均租金为 24.05 元/平/天，环比下跌 0.47%	10
图表 12. 2025 年开业的 369 个集中商业项目中，新增量项目占比 80%，存量改造开业项目占比 20%	10
图表 13. 2025 年部分开业存量改造商业项目	11
图表 14. 2025 年有 70 个存量改造项目开业，其中，购物中心升级改造项目 41 个，占比近六成，其次是百货、超市物业改造	11
图表 15. 二次元主题商场、城市奥莱、非标商业成为老商业项目改造的“新出路”	11
图表 16. 近两年，商业地产中的新消费业态崛起	12
图表 17. 场景体验是实体商业的核心优势	13
图表 18. 2024 年源氏木语在上海徐汇万科落地了 1200 平米的旗舰大店	13
图表 19. 源氏木语在门店内融合多种场景，打造“日常+美好”的治愈生活	13
图表 20. 2025 年第二季度 12 个重点城市 250 个标杆购物中心中户外用品、潮流数码、家居、黄金珠宝、潮流玩具、IP 主题店等新消费业态的开关店比均大于 1.214	13
图表 21. 非标商业中，5 万方以下小体量的项目占比约六成	15
图表 22. 国内非标商业以开放式街区为主，占比超六成	15
图表 23. 经济能力较强的客群更青睐具有个性化、能带来更高情绪价值的非标商业	15
图表 24. 样本非标商业项目中，上海占比 22.2%、杭州占比 12.9%、成都占比 10.1%、北京占比 8.3%	16

图表 25. 重点城市非标商业样本情况.....	17
图表 26. 我们将非标商业场景分为时尚创新型、复古创新型、生态创新型三大类.....	18
图表 27. 非标商业典型项目案例.....	19
续图表 27. 非标商业典型项目案例.....	20
续图表 27. 非标商业典型项目案例.....	21
图表 28. 上海 K11 购物中心.....	23
图表 29. 百联 TX 淮海购物中心.....	23
图表 30. THE BOX 朝外改造前后对比.....	24
图表 31. THE BOX 朝外同样采用策展型商业创新模式.....	24
图表 32. 重庆三洞桥 PARK.....	25
图表 33. 海口 CAPE 世纪海角.....	25
图表 34. 成都 REGULAR 源野.....	26
图表 35. 深圳大运天地.....	26
图表 36. 深圳坂田万科广场.....	26
图表 37. 上海瑞安鸿寿坊.....	27
图表 38. 西安叁伍壹壹 TFEP.....	27
图表 39. 杭州玉鸟集.....	28
图表 40. 北京檀谷 TANKO.....	28
图表 41. 重庆“地下之城”.....	29
图表 42. 成都此地 CyPARK 定位为国内首个骑行主题的多元社群聚集商业公园.....	30
图表 43. 成都麓湖 WAVE-BOX 海浪公园.....	31
图表 44. 百联 ZX 创趣场.....	31
图表 45. 杭州天目里.....	32
图表 46. 杭州·保利时光里.....	32
图表 47. 顺德·ALSO.....	33
图表 48. 上海张园.....	34
图表 49. 苏州仁恒仓街.....	34
图表 50. 北京首创·郎园 Station.....	35
图表 51. 成都东郊记忆.....	35
图表 52. 上海 EKA 天物.....	35
图表 53. 开发方、设计方、运营方可以通过多种方式打造差异化的新场景.....	36
图表 54. 从“场所”到“场景”，给商业地产带来了重大机遇.....	37
图表 55. 新消费下的“新场景、新业态、新模式”并非孤立存在的关系，而是形成“消费内容——场景支撑——商业模式”的有机闭环.....	37

前言

在地产增长引擎转换的下半场，传统住宅开发赛道的规模开始收缩，而商业地产迎来了政策红利期。政府出台了一系列促进消费升级和优化消费环境的政策，不仅促进商业地产市场的存量盘活，还为其带来了更多的发展机遇。

从政策导向来看，过去十年间出台过众多支持新消费的相关政策，但均未涉及消费场景。而 2024 年以来各类文件均反复提及“打造新场景”。我们梳理了近几年中央关于提振消费的政策，2015 年 11 月国务院《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》中就提及了“以消费新热点、消费新模式为主要内容的消费升级”。2015-2023 年的政策主要聚焦在新消费，暂未提及新场景。2024 年开始反复提及“消费新场景”这一概念，2024 年 6 月发改委发布《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，将“消费新场景”定义为消费新业态、新模式、新产品的系统集成；并提出“培育购物消费新场景”；2025 年 3 月，国务院发布《提振消费专项行动方案》，提出“支持推广消费新业态新模式”、“创新多元消费场景”；9 月出台的《关于扩大服务消费的若干政策措施》中提出“开展消费新业态新模式新场景试点城市建设”；10 月末出台的“十五五”规划建议中也在“消费”相关章节提及“打造一批带动面广、显示度高的消费新场景”、“建立健全适应消费新业态新模式新场景的管理办法”。

我们认为，以往同质化的传统商业已经无法满足当下多样化的新消费需求与新消费习惯。未来商业地产机遇将增加，围绕消费群体偏好变化打造新消费的实体商业场景，为新业态、新模式提供新的场景载体。

而对于运营商来说，当下时代，只有将“场景”和“消费”两件事情完美融合、同时做好，才能在这个拥挤的赛道中开辟出新机遇。当下的商业地产不再只是靠一个地段或交通就能取胜，经营者需要打开思路，清楚定位项目方向，从客户的角度出发，挖掘消费者的潜在需求，有针对性的打造“独家”；更要增加客户粘性，实际上就是想方设法去留住或占用消费者的时间，提升“复游”、“复购”、“复荐”率。

图表 1. 从政策导向看，过去十年间出台过众多新消费支持政策，但均未涉及消费场景，而 2024 年以来反复提及“打造新场景”



资料来源：国务院，发改委，商务部，中银证券

1 我国商业地产发展已进入“存量时代”与深度调整期

作为新消费时代下的大机遇系列报告的开篇，我们首先从“新场景”入手。

我们发现，传统的商业项目依然可以通过引入新消费业态或通过调整空间布局、呈现形式等方式成为符合新时代消费需求、消费习惯的“新场景”；除此以外，各类创新型的“新场景”也不断涌现，尤其是非标商业新场景，无论是在存量改造项目、还是在增量入市项目中，都占据了重要位置。

本章节我们将先从整体商业地产入手，分析当前我国商业地产现状。

1) 我国商业地产行业发展已经进入相对存量期，2025年新开业项目数量创2013年以来新低，同时面临空置率高、租金持续下行等压力。

2) 从2025年新开业的项目来看，存量焕新项目占比两成，部分项目被改造为创新的非标商业项目；增量入市项目占比八成，奥特莱斯、特色主题 mall、复合型非标商业正构成差异化的“新场景”。

注：本系列报告中的商业地产均指与消费相关的零售物业，包含购物中心、独立百货、奥特莱斯、商业街等，但不包含写字楼、酒店等。

1.1 行业进入相对存量期，25年新开业项目数量创十年新低

2025年全国新开业商业项目数量、体量均创新低；商业地产发展已经进入“存量时代”。根据赢商网，2025年全国新开业集中式商业项目（项目类型包含购物中心、独立百货，不含商业街、文旅商业及其他类型）369个，新开业商业总体量约2741万平，同比分别下降24%、25%，全年新增的数量、体量将创2013年以来新低。截至2025年末，全国已开业集中式商业项目超过9000个，同比增长4%，面积6.67亿平，同比增长4%。从过去十年的情况来看，新开业增量在2017年达到峰值后增速下行，2020年大幅缩减，市场进入低位徘徊的新周期。商业存量时代的经营压力不断加剧，一方面是存量焕新、增量入市带来的规模压力；另一方面是连锁品牌普遍放缓扩张，甚至关店收缩规模，商场面临招商难题。

图表 2. 2025 年全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货）369 个，同比下降 24%

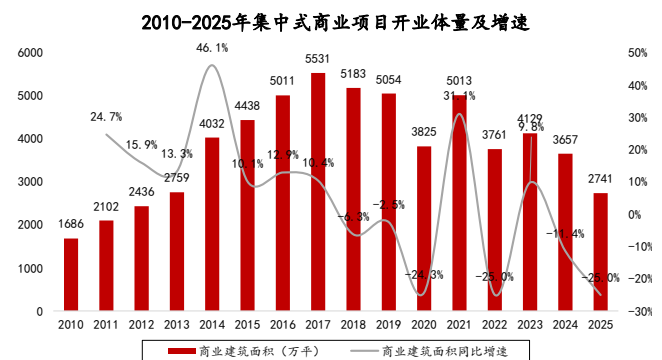


资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：

- 1) 统计范围为全国368个城市（不含港澳台），项目类型包含购物中心、独立百货，不含商业街、文旅商业及其他类型；
- 2) 统计数据包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

图表 3. 2025 年全国新开业集中式商业项目（包含购物中心、独立百货）总体量约 2741 万平，同比下降 25%



资料来源：赢商网，中银证券

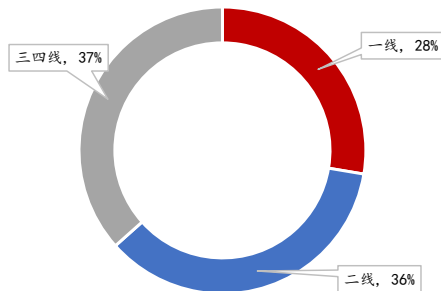
数据说明：

- 1) 统计范围为全国368个城市（不含港澳台），项目类型包含购物中心、独立百货，不含商业街、文旅商业及其他类型；
- 2) 统计数据包含新建开业项目、存量改造开业项目、试营业项目。

从区域分布来看，高能级城市商业项目占比超6成。不过也需要关注到的是，多个下沉市场的商业项目也较为活跃。2025年新开的集中式商业项目中，一二线城市占比63%。从新开业的集中式商业项目城市分布来看，2025年新开业数量超过5个的城市共18座，较上年同期减少8座。北京开业量为全国第一，共24个项目，体量135万平，深圳、上海数量并列第二位。相比2024年，北京数量减少了4个，但近3年每年开业量是3年前开业量的2-3倍；上海开业数量每年的变动较大，2025年减少了19个，但数量依然保持在全国城市前列，成都数量减少13个，降至个位数，广州和深圳有所增加。此外，多个下沉城市表现也较为活跃，2025年三四线城市新开业的集中式商业项目数量有135个，占比37%。例如，拉萨、绍兴、毕节、三明、宿迁、淮安、烟台、泰州、汕头、邢台、宜宾、贺州、黄冈、荆州、马鞍山、黔东南、周口、临汾等城市均有2-3个项目开业。

图表 4. 2025年新开业的集中式商业项目中，一二线城市占比超六成

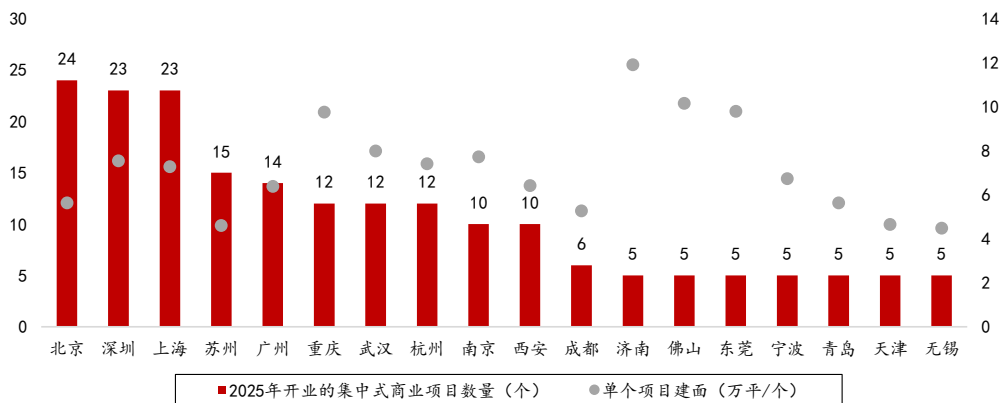
2025年开业的集中式商业项目数量城市能级分布



资料来源：赢商网，中银证券

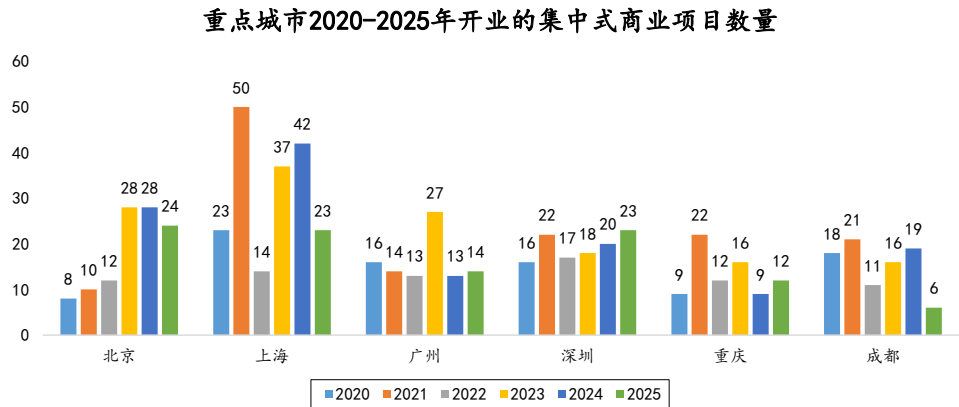
图表 5. 2025年新开业的集中式商业项目中，北京开业量为全国第一，共24个项目，体量135万平，深圳、上海数量并列第二位

2025年开业的集中式商业项目数量超过5个的城市



资料来源：赢商网，中银证券

图表 6. 相比 2024 年，2025 年北京新开业的集中式商业项目数量减少了 4 个，上海数量减少了 19 个，成都数量减少了 13 个，广州和深圳有所增加



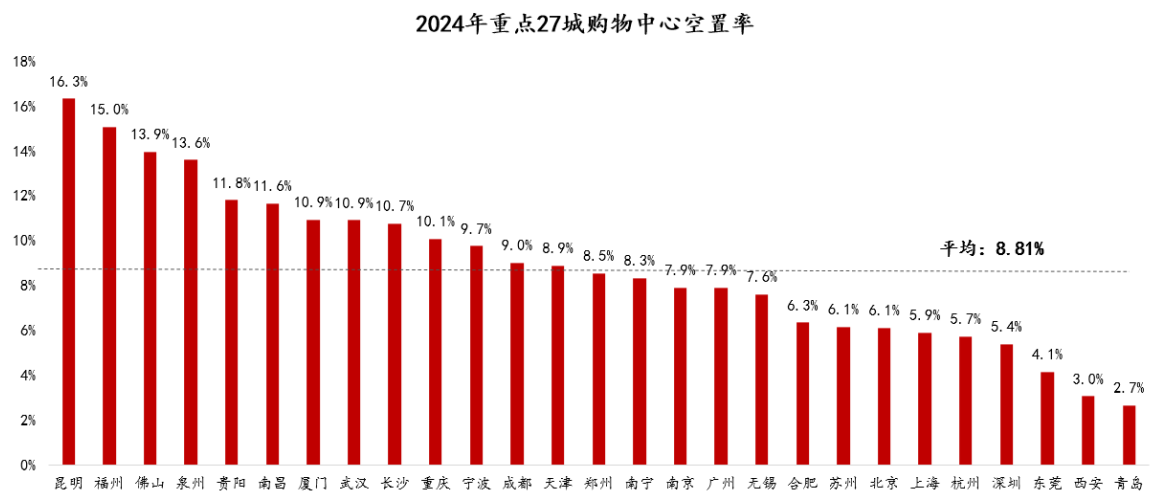
资料来源：赢商网，中银证券

1.2 购物中心存在空置率高、租金持续承压等问题

商业地产也在步入深度调整期，其中购物中心的问题体现在：1) 2024 年空置率创近四年新高。2) 租金持续承压。

2024 年购物中心空置率创近四年新高，约 3 成样本项目空置率超 10%，但一二线城市空置率有所下降。根据赢商网，2024 年全国重点 27 城 600+ 样本购物中心平均空置率为 8.81%，创近四年新高。其中，约三成购物中心空置率超 10%。2024 年，600+ 样本购物中心分布的重点 27 城中，超半数城市空置率环比上升，其中，青岛、西安、东莞样本购物中心平均空置率低于 5%，杭州、上海、北京、苏州、合肥、无锡、广州、南京、南宁、郑州平均空置率低于 27 城均值。昆明、福州空置率在 27 城排名靠前，后者因区域商圈内同质化竞争严峻，导致空置率涨至 15.0%。分城市能级来看，2024 年一线城市整体优异，平均空置率为 6.30%，同比下降 0.42 个百分点，且远低于二线城市的 9.13% 与三线城市的 9.80%。三线城市空置率有所提升。

图表 7. 2024 年全国重点 27 城 600+ 样本购物中心平均空置率为 8.81%

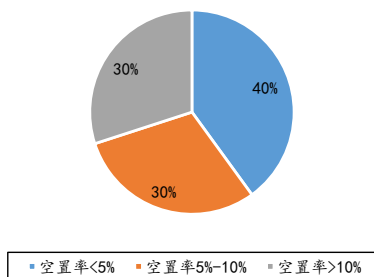


资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：1) 统计范围为北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、佛山、福州、贵阳、杭州、合肥、昆明、南昌、南京、南宁、青岛、泉州、厦门、苏州、天津、武汉、西安、长沙、郑州、东莞、无锡、宁波 27 个城市 600 余个购物中心。2) 出租率 = 已出租店铺数量 / 总店铺数量；空置率 = 1 - 出租率。

图表 8. 2024 年约三成购物中心空置率超 10%

2024 年全国重点 27 城 600+ 样本购物中心按项目数量分布

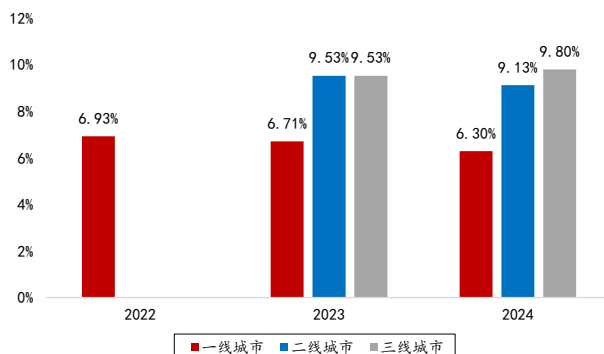


资料来源：赢商网，中银证券

数据说明：1) 统计范围为北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、佛山、福州、贵阳、杭州、合肥、昆明、南昌、南京、南宁、青岛、泉州、厦门、苏州、天津、武汉、西安、长沙、郑州、东莞、无锡、宁波 27 个城市 600 余个购物中心。2) 出租率=已出租店铺数量/总店铺数量；空置率=1-出租率。

图表 9. 2024 年一线城市购物中心平均空置率为 6.30%，同比下降 0.41pct，且远低于二、三线城市

购物中心平均空置率

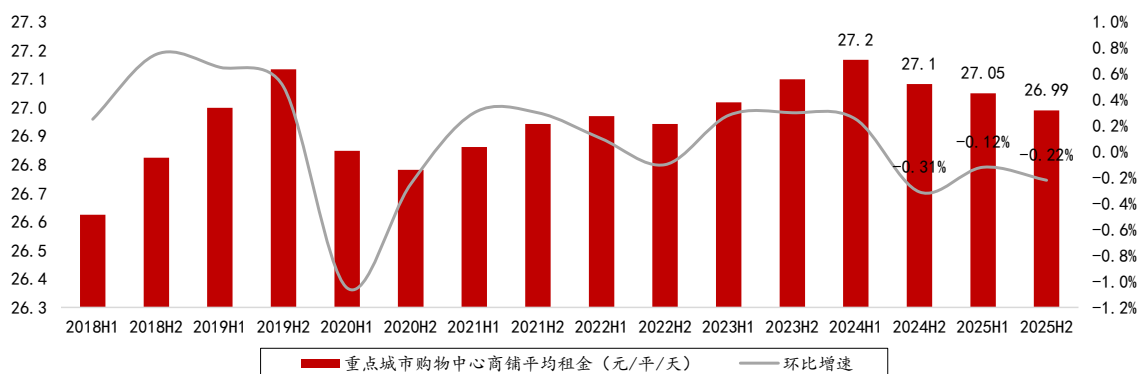


资料来源：赢商网，中银证券

购物中心、商业街的租金持续承压。根据中指院对全国重点城市主要商业街和典型购物中心商铺租赁样本的调查数据，2025 年，由 100 个典型购物中心商铺为样本标的构成的百大购物中心（百 MALL）商铺平均租金为 26.99 元/平/天，环比下跌 0.22%，全年累计下跌 0.34%；由全国重点城市 100 条商业街商铺为样本标的构成的百大商业街（百街）商铺平均租金为 24.05 元/平/天，环比下跌 0.47%，全年累计下跌 0.81%。2025 年以来，受消费市场恢复带动，重点城市典型商圈的经营情况整体相对稳定，部分核心商圈的中高端项目营业额增加，叠加引进首店、奢侈品等优质品牌，对租金形成支撑。但多数商圈租金仍承压，部分非核心商圈的项目为吸引优质消费品牌开店，主动下调租金报价。

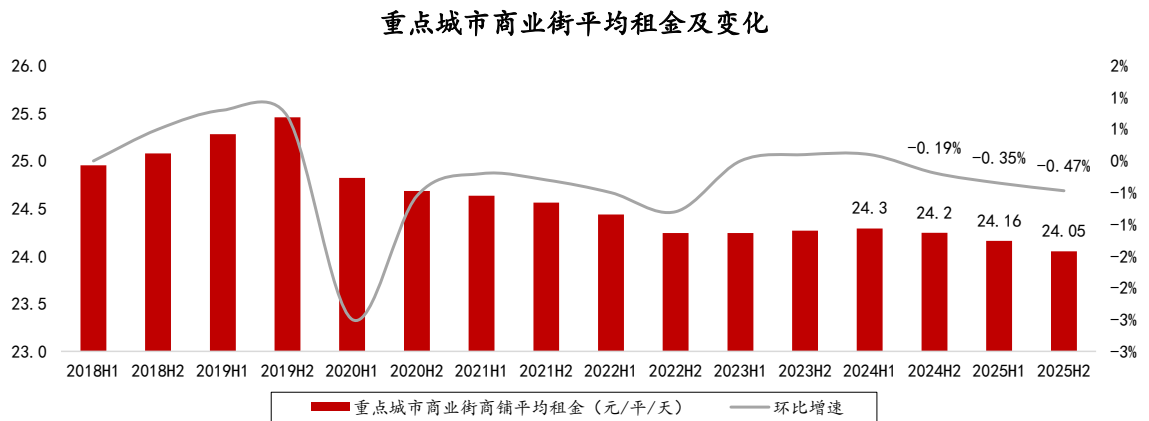
图表 10. 2025 年下半年，重点城市购物中心商铺平均租金为 26.99 元/平/天，环比下跌 0.22%

重点城市购物中心平均租金及变化



资料来源：中指院，中银证券

图表 11. 2025 年下半年，重点城市商业街商铺平均租金为 24.05 元/平/天，环比下跌 0.47%



资料来源：中指院，中银证券

1.3 存量改造、城市更新推动城市商业焕发新生

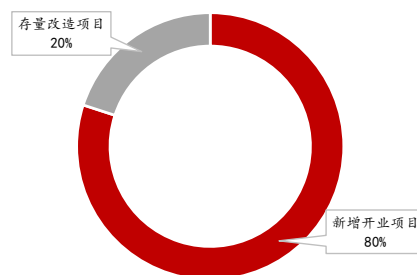
在当前商业地产面临调整期的情况之下，传统商业的存量改造尤为重要，将推动城市商业焕发新生。从 2025 年全国存量改造后再开业商业项目来看，有以下特征：

1) 存量改造开业项目占比达五分之一。根据赢商网，2025 年开业的 369 个集中商业项目中，新增量项目占比 80%，存量改造开业项目占比 20%。存量改造开业项目整体体量较大，共有超过 20 个项目商业体量在 10 万平以上，存量改造方式有：烂尾项目的改造、空置物业与废弃厂房/园区的盘活、对历史文化街区的重塑与活化、轻资产项目更换运营方、传统商业改为符合当下新消费需求的新型商业项目等。其中，2025 年通过城市更新带来多个由废弃园区厂房、老码头、古村落活化项目，多以创新非标商业形式呈现，如：天津天拖·巷往 1956，为天拖老厂区活化项目，重新打造工业风沉浸式年轻新街区；威海威·至海港湾为百年老港码头活化为超级滨海综合体；广州花厅坊，是 900 年古村落化身的岭南文旅新地标。

2) 2025 年有 70 个存量改造项目开业，其中，购物中心升级改造项目 41 个，占比近 6 成，其次是百货、超市物业改造。而二次元主题商场、城市奥莱、非标商业成为老商业项目改造的“新出路”。
 a) 二次元主题商场最为火热，2025 年 8 个存量项目集体改造为二次元主题商场，包括上海巴黎春天·悦汇天山、重庆 S95 超次元中心、成都购次元 K88、深圳新白马·次元 9 号、大连奥电未来城、西安星悦 mall、无锡 MEGA 明珠、南昌银泰百货（八一店）等。根据赢商网，2025 年上半年，以二次元为核心业态/主题的购物中心日均客流量超 6.5 万人，接近行业均值的 2.5 倍。
 b) 4 个存量项目改造的城市奥莱，分别是苏州木渎荟品仓城市奥莱、上海宝山大华荟品仓城市奥莱、临沂翔泰·奥特莱斯、西安高新新天地生活奥莱。
 c) 非标商业改造项目有南宁 CNCpark 趣南棉购物公园、宁波 Z CORNER 转角场。

图表 12. 2025 年开业的 369 个集中商业项目中，新增量项目占比 80%，存量改造开业项目占比 20%

2025 年开业的集中商业项目：新增&存量改造占比



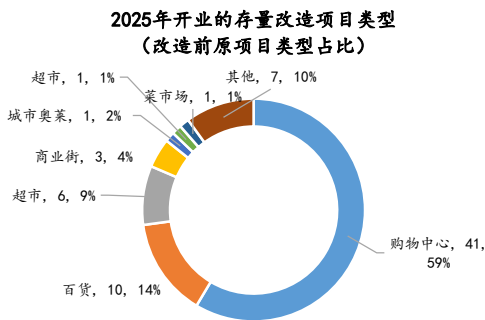
资料来源：赢商网，中银证券

图表 13. 2025 年部分开业存量改造商业项目

2025 年部分开业存量改造商业项目			
城市	项目名称	商业建筑面积 (万 m ²)	开业时间
南京	南京曼度·乐福里 (原大桥南路家乐福)	2.0	2025-08-29
常州	常州歌林公园 (原经开区爱琴海购物公园)	15.6	2025-09-30
宿迁	宿迁远洋未来广场 (原爱琴海购物公园)	12.0	2025-09-30
青岛	青岛即墨吾悦广场 (原即墨尚海广场)	10.0	2025-09-26
江门	江门利和广场 (原金汇广场)	13.0	2025-09-21
汕头	汕头星汇国际广场 (原汕头卜蜂中心)	6.8	2025-09-26
武汉	武汉德成生活中心 (原德成生活中心麦德龙商场)	7.6	2025-09-27
长沙	长沙北辰荟 (原长沙北辰三角洲大悦城)	14.0	2025-09-20
周口	周口项城万达广场 (原项城恒太城)	7.75	2025-09-26
赣州	赣州巨亿万达广场 (原九方巨亿广场)	7.3	2025-07-18
西安	西安星悦 mall (原民生骡马市物中中心)	1.6	2025-07-11
咸阳	咸阳蓝波国际购物中心 (原蓝波国际购物广场)	10.0	2025-08-01
呼和浩特	呼和浩特万象城 (原鄂尔多斯广场)	15.7	2025-07-04
沈阳	沈阳佳梦达购物中心 (原佳梦达)	5.3	2025-09-27
沈阳	沈阳乐众汇 (原恒大都市广场 B 馆)	8.0	2025-07-01

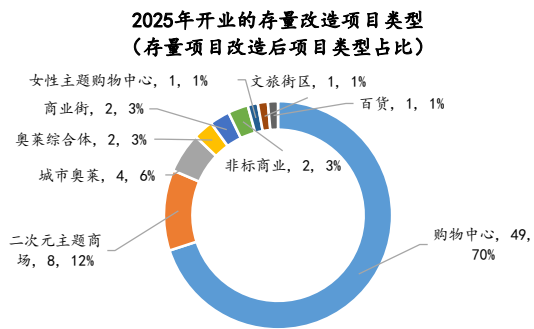
资料来源：赢商网，中银证券

图表 14. 2025 年有 70 个存量改造项目开业，其中，购物中心升级改造项目 41 个，占比近六成，其次是百货、超市物业改造



资料来源：赢商网，中银证券

图表 15. 二次元主题商场、城市奥莱、非标商业成为老商业项目改造的“新出路”



资料来源：赢商网，中银证券

1.4 新入市项目中，奥特莱斯、特色主题 mall、复合型非标商业正成为差异化的“新场景”

从 2025 年新入市开业的项目看，奥特莱斯、特色主题 mall、复合型非标商业正成为差异化的“新场景”。

奥特莱斯逆周期繁荣，理性消费浪潮下，品质折扣业态逆势上扬。1) 城市奥莱品牌“荟品仓”接连在苏州、南京、无锡、泰安、上海等地开出新店，近两年已经在华东区连续新开了 40 多家卖场，门店规模平均都在万平以上；京东奥莱也在全国积极推进门店扩张。2) 综合体奥莱，则主打城市微度假+品牌折扣消费，更符合城市白领消费需求，如唐风文旅奥莱——宁波前湾盛世里文旅·奥特莱斯、融合“名品折扣+婚宴业态+特色美食”等的泰州中健玛玺（靖江）奥特莱斯活力小镇。

特色主题 mall，聚焦细分圈层消费群体。新开业特色主题 mall 中二次元主题商场较多（如上海巴黎春天·悦汇天山、重庆 S95 超次元中心、成都购次元 K88、无锡 MEGA 明珠、大连奥电未来城等），此外，还有**女性主题商场**（重庆 LOTPOP 乐派）、**银发主题商场**（重庆悠享时光里）、**体育主题综合体**（沈阳环球港动感城）、**骑行主题商业**（南京紫金·钟爱里）、**电竞综合体**（唐山 AG 回城电竞商业中心）等。商业在垂直细分领域里深度链接消费者，锁定一批精准客户群体。

复合型非标商业，打破边界。例如“公园+商业”——南京玄武招商花园城，将 3.6 万平的城市生态公园与近 15 万平商业空间融合；“艺术+商业”——深圳 K11 ECOAST，打造 K11 HACC 文化空间，推出系列艺术展览、IP 展览、艺术装置等；“文旅+商业”——将城市文保、古建与商业结合的广州花厅坊、北京中海大吉巷等等，为商业跨界融合提供了新思路，打造了复合型商业的新范本。

2 新场景的“新”，核心在于从传统的“提供一个销售服务场所”转向到“共创一个有情感共鸣的沉浸化体验场景”

2.1 “新消费”是围绕当下消费者需求而产生的全新消费品和服务模式，同时彰显了当前时代下的国产品牌崛起、精神消费与悦己消费

近两年，商业地产中的新消费业态崛起。“新消费”指的是围绕年轻一代消费者的需求而产生的全新消费品和服务模式。这些领域往往涉及国产品牌崛起、精神消费与悦己消费，以及以高增长为特征的市场趋势。传统消费到新消费的核心差别在于从“物质消费”走向“精神消费”，高度重视情绪价值。例如以泡泡玛特、乐高、TOP TOY 等为代表的潮玩；以蜜雪冰城、瑞幸等为代表的现制饮品；以 lululemon、始祖鸟等为代表的运动户外服饰；以猛犸象、凯乐石、探路者为代表的运动户外装备；以大疆、影石创新、GoPro 等为代表的智能电子产品；以老铺黄金为代表的新式黄金珠宝品牌；此外，美丽经济、宠物经济、疗愈经济的关注度均不断提升。后续我们将在系列报告中对新消费详细展开。

图表 16. 近两年，商业地产中的新消费业态崛起



资料来源：中银证券

2.2 场景体验是实体商业的核心优势

传统商业项目以“空间租赁”为核心盈利模式，但当前正面临的空置率高、租金持续下行等压力，这就倒逼商业地产从“传统销售服务场所”转型为“以情感共鸣为核心的沉浸化体验场景”，以适应新消费时代下的消费需求和消费习惯。消费市场从简单买卖关系向动态价值共创转变，商业地产的运营逻辑正在被重塑。

实体商业仍是消费的基本盘。根据国家统计局，2025 年我国社会消费品零售总额达 50.1 万亿元，同比增长 3.7%，其中线下实物商品销售额 37.0 万亿元，占比为 74%，仍占大头。同时也有较多新消费品牌想要进入线下消费渠道。只不过，新消费品牌在线下渠道不再仅仅关注“卖出商品”，而更加注重为消费者提供独特的体验，让消费者亲身感受品牌文化与产品魅力。

近几年，虽然消费者的部分日常购物需求被电商平台分流，但我们认为，**场景体验是电商难以企及的实体核心优势。**电商的核心竞争力在于满足消费者高效获取商品的需求，凭借标准化商品、便捷物流与透明价格，解决了“买得到”的问题。

而商业价值的价值不止于提供商品交易场所，还承载着消费者的**社交、体验、情感等多重需求**，这正是电商难以替代的关键，对实体商业的需求已经转向体验式、沉浸式消费，更加注重**“精神需求”**的满足。因此，在传统商业地产面临同质化竞争与消费需求分化的背景下，依旧活力十足的商业地产项目，通常是那些充分发挥线下优势，为消费者打造了独特的消费场景的商业项目。

图表 17. 场景体验是实体商业的核心优势



资料来源：中银证券

场景化趋势下，线下实体门店的核心定位，正在从“交易”转变为“体验”。我们发现，不同类型的新消费品牌都有这个趋势，新消费品类在线下店里，不强迫在门店购买与成交，主要是在于体验，消费者仍可以在线上下单产品。例如源氏木语家居在商场内有众多门店，2022 年线下门店超过 300 家，2023 年超过 700 家，2024 年迈入千店时代，为消费者打造真实、多元的生活化终端门店场景。2024 年源氏木语在上海徐汇万科落地了 1200 平米的旗舰大店，为消费者打造了相当规模与体量的实木家居新零售体验空间，传达了源氏木语“实木+”的理念，满足消费者对于实木生活方式的多元需求。旗舰店涵盖了包括樱桃木、黑胡桃木、白蜡木等在内的多种实木材质，呈现了当下流行的奶油风、轻奢风、中古风、原木风等家居风格。对于消费者来说，日常闲逛不再只是寻找或购买家具，而更是通过现场体验不同的生活方式，打开对家的无限想象。同时，为了打造更加真实、温馨的居家场景，旗舰店围绕“实木+”的核心，源氏木语模拟真实的家庭场景，划分出睡眠、餐厨、休闲、儿童成长等专属体验区域，从生活细节上还原生活质感，让进店的消费者都能够“瞬间代入”。

图表 18. 2024 年源氏木语在上海徐汇万科落地了 1200 平米的旗舰大店



资料来源：搜狐新闻，中银证券

图表 19. 源氏木语在门店内融合多种场景，打造“日常+美好”的治愈生活



资料来源：赢商网，中银证券

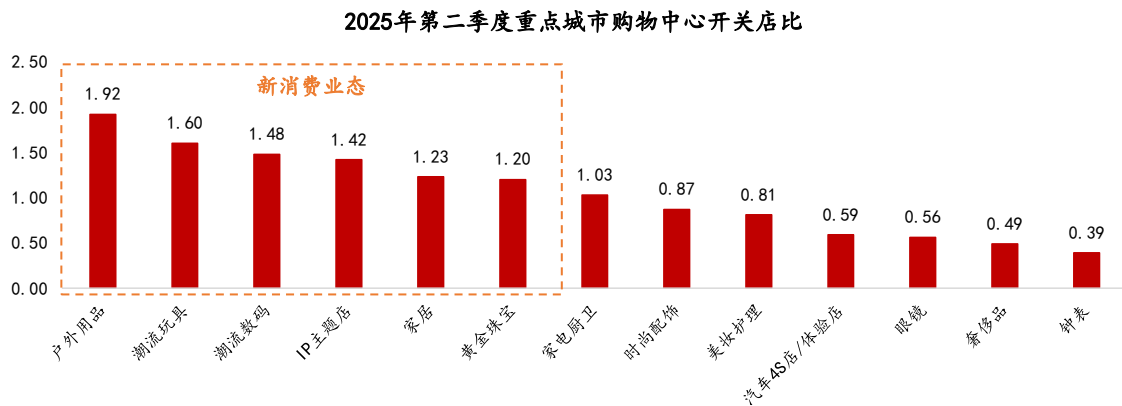
3 商业地产的新消费“含量”提升，运营思路转变，各类非标准化的场景形态涌现

3.1 集中式商业新消费“含量”提升，新消费品牌对门店的核心定位从单纯的“交易”转变为复合式的“体验”，运营方更注重“客流”经营

新消费的新势力品牌的运营思路转变，新消费品牌对于线下实体门店的核心定位正在从“交易”转变为“体验”，商业地产项目在运营思路上也需对应进行调整。目前集中式商业的新消费“含量”已经有明显提升。根据赢商网，2025年第二季度12个重点城市250个标杆购物中心开关店比为1.0，其中户外用品、潮流数码、家居、黄金珠宝、潮流玩具、IP主题店等新消费业态的开关店比均大于1.2；根据仲量联行，在新兴消费趋势的推动下，2024、2025年上海购物中心中运动服饰、潮玩杂货、平价餐饮以及服务业态（尤其是宠物服务、医疗健康服务、美容美体、运动健康场馆）的租赁需求保持活跃，新开店面积占比持续扩张。例如，泡泡玛特、蜜雪冰城等深受Z世代青睐的新消费品牌，入驻后可直接为商业地产带来客流增量；同时还能带动商业地产线上热度攀升，进一步强化整体吸引力。根据仲量联行，上海核心商圈引入潮玩品牌后，一层租金涨幅超周边均值15%。此外，根据飘马商业地产的数据，体验类业态（如餐饮、娱乐、文化体验）在购物中心的占比已经突破40%，且持续提升。例如北京SKP-S通过打造火星基地、AI互动艺术装置等沉浸式场景，将商场变成“可逛可玩的未来博物馆”；广州正佳广场将“微度假”理念植入商业地产，引入海洋馆、雨林生态园和自然博物馆，消费者在这里不仅能购物，还能探索自然奥秘，年客流突破5000万人次。

对于商业地产运营商而言，商业空间不再是货架的容器，而是故事的载体，用场景吸引客流，用体验获得客流粘性，并创建这一类客户在其他消费项目上的转化度。

图表 20. 2025年第二季度12个重点城市250个标杆购物中心中户外用品、潮流数码、家居、黄金珠宝、潮流玩具、IP主题店等新消费业态的开关店比均大于1.2



资料来源：赢商网，中银证券

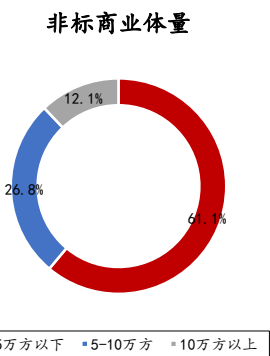
除了集中式商业项目主动进行调改之外，我们发现，在商业地产中也出现了业态转型的非标商业项目。从前文章节中对2025年前三季度新开业商业项目的分析中，我们也可以看到，不管是存量改造还是增量入市项目，非标商业均已经成为了“新场景”的重要形态，受到市场青睐。我们认为，凡在空间形态、场景营造、业态组合、运营模式等维度创新的商业项目，都可以称之为非标商业，是一种跳出传统购物中心统一的“盒子式”布局与连锁品牌堆砌的模式，以个性化业态、在地文化内核、开放空间设计和深度社交属性为特征的新型商业形态，与在地文化、主题场景、自然生态等相结合，打造消费新场景，以丰富消费体验。各类非标商业场景可以说是新消费时代的产物，以独特场景体验和情感连接吸引消费者。

3.2 小体量、开放式街区是当前我国非标商业新场景的主要特征

非标商业场景受到市场青睐，小体量、开放式街区是当前我国非标商业形态的主要特征。根据赢商商业地产数据，2025年国内重点城市非标商业项目客流量增速达18.7%，远超传统购物中心5.2%的增速，其中35岁以下客群占比高达72%。偏好背后是消费需求迭代、商业逻辑重构与城市发展转型共同作用的必然结果，其本质是年轻人对沉浸式体验感的消费场景的追求。

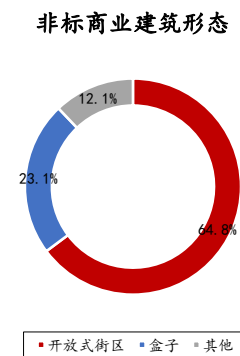
从赢商大数据统计的非标商业来看，5万方以下小体量的项目占比约六成，小体量的商业虽然品牌丰富度有限，但便于资源整合，综合运营成本较低，同时又具备灵活性和多元性，更容易贯彻具有标签感的定位。从建筑形态来看，国内非标商业以开放式街区为主，占比超六成；盒子为辅，占比约2成。开放式街区往往包括大面积的开放空间、绿地和休闲设施，更容易促进社交活动以及体验活动的发生。从品牌组合上看，非标商业偏爱追求环境调性的餐饮、更具时尚潮流属性的零售，和更多体验或创新业态。因此，吸引而来经济能力较强的客群，他们更青睐具有个性化、能带来更高情绪价值的非标商业。

图表 21. 非标商业中，5万方以下小体量的项目占比约六成



资料来源：赢商网，中银证券

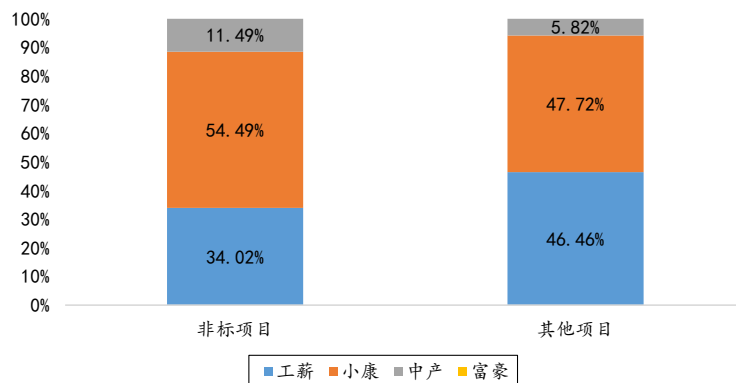
图表 22. 国内非标商业以开放式街区为主，占比超六成



资料来源：赢商网，中银证券

图表 23. 经济能力较强的客群更青睐具有个性化、能带来更高情绪价值的非标商业

非标项目&其他项目节假日客流富裕等级分布



资料来源：赢商网，中银证券

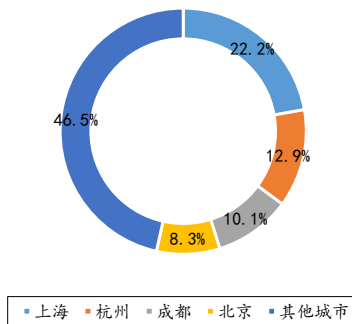
备注：“非标项目”以一二三四线城市70+重点非标商业项目为样本；“其他项目”以一二三四线城市8000+商业项目为样本。客群画像数据来自节假日客流数据。富裕等级基于用户手机消费信息、机型价格、常住地房价、到访场所行为轨迹综合建模，通过机器学习进行挖掘。

3.3 京沪杭蓉在数量、质量、创新性均处于非标商业场景的第一梯队

从地域分布来看，非标商业场景集中在上海、北京、杭州、成都等城市。根据赢商网的统计，样本非标商业项目中，上海占比 22.2%、杭州占比 12.9%、成都占比 10.1%、北京占比 8.3%，以上城市的商业项目较多，结构丰富，为项目打造提供了丰富的存量，且这些城市年轻人多，年轻消费者对新事物的接受能力较强，具备较好的客群基础，更适合打造非标商业场景。

图表 24. 样本非标商业项目中，上海占比 22.2%、杭州占比 12.9%、成都占比 10.1%、北京占比 8.3%

非标商业城市分布



资料来源：赢商网，中银证券

我们整理选取了 52 个非标商业样本进行分析。我们发现，不管是数量、质量、还是创新性，一线城市、杭州、成都仍处于非标商业的第一梯队，但项目仍存在细微差异。

1) 从体量上来看，北京非标商业项目数量虽然不多，但体量集中在大中型，单体体量均在 2 万以上，既有中海大吉巷、郎园 station、北京檀谷这类商业面积体量在 5 万以上的大体量项目，也有 THE BOX 朝外、三里屯一号场 T+MALL、西单更新场等 2-5 万平的中型体量项目。杭州以中小型项目为主，项目商业面积多集中在 4 万平以下。成都、上海、深圳、广州各个面积段均有项目分布，小体量项目包括上海的 HAI 500、百联 ZX 创趣场、陕康里、Lady 淮海，深圳的 LOFT53，广州的一方东山，以及成都的 REGULAR 源野、GOGOEGO 等，商业面积均不到 1 万平；同时，也有上海近郊的、强目的地属性的项目，如蟠龙新天地、龙华会、GATE M 西岸梦中心等，整体体量均超 10 万平量级，深圳大悦城、广州星际云汇、广州白云五号 T5 MALL、成都太古里、铁像寺水街、天府招商花园城体量也超过 10 万平。

2) 从开发运营主体来看，北京央国企占比较高，上海多元开发主体并存，成都本地运营商主导，杭州、广州、深圳跨界产业方深度介入。北京的非标项目类型以存量更新和定位调改项目为主，因此，政府机构和国企是重要推动力，北京檀谷 TANKO 开发运营企业为京投发展，中海大吉巷为中海，郎园 station 为首创，西单更新场为华润。上海多元开发主体并存，国际开发商、本土开发商和文化创意机构共同参与市场，形成了丰富的运营生态，也因此非标商业类型上更趋多元化，非标商业项目也拥有丰富多元的内容供给。小体量商业以更加精准的客群吸引市场注意力，例如百联 ZX 创趣场（位于南京东路，2023 年 1 月开业）、ZX 造趣场（位于五角场，造趣场是继创趣场引发“谷子经济”热潮之后，又一聚焦次元文化的商业力作，于 2024 年 12 月开业）深耕具有高粘性的 ACGN 文化社群。而大体量项目则通过丰富场景吸引流量，如西岸梦中心引入上海国际光影节、FISE 极限运动巡回赛、乐高等活动，结合穹顶艺术中心、大筒仓等公共文化设施的运营，更立体地描绘围绕城市滨水空间的生活场景。成都非标商业的本地化程度高，主要由深耕地方市场的开发商和商管机构介入，招商策划、空间改造以及社群运营方面展现出独特本地特色化。从 COSMO 的工业废土风，到麓湖 CPI 的湖滨美学，均具有成都特有的生活美学和特色，成为了城市社交新场景。此外，成都街头潮牌数量众多，有浓厚的创业氛围，消费者对原创设计的包容度高，愿意为独特性和情感连接买单，也催生了 COSMO、GOGOEGO 等项目，这类项目中业态包含了大量服装主理人品牌，本土设计师品牌在这些空间中获得了展示和成长的机会，形成了良性的创意生态循环。杭州、广州、深圳出现了跨界产业方操盘非标商业的案例，如城市之丘、未来社等。深圳非标商业在运作模式方面颇具亮点，以 Kaledo 和 Loft53 为代表的主理人项目，操盘方既是东道主也是商户，凭借鲜明的个人标签，成功吸引志趣相投的品牌组合和消费者。

图表 25. 重点城市非标商业样本情况

城市	项目名称	商业面积 (万平)	整体面积 (万平)	项目运营方	开业时间	非标商业类型
北京	中海大吉巷	8 万平	36 万平	中海商管	2025. 5. 25	策展型
	首创·朗园 Station		13.56 万平 (占地面积) 11 万平 (建筑面积)	首创置业	2019. 12	工业遗存型
	北京檀谷 TANKO	5 万平 (商业街)	约 150 万平 (总规划面积)	京投发展	2023. 9	文旅型
	THE BOX 朝外		3.6 万平 (建筑面积)	URF 盈展	2023. 5. 26	策展型
	西单更新场	0.6 万平	3.5 万平	华润万象生活	2021. 4. 27	公园型
	友谊商店	2 万余平		王府井集团	2025. 9. 23	历史建筑改造型
上海	三里屯一号场 T+MALL		2.5 万平	北京通盈投资集团	2023. 12. 22	社群型
	Gate M 西岸梦中心		16.2 万平	华之门资本	2024. 8. 31	工业遗存型
	龙华会	8.8 万平	约 10 万平	万科	2023. 9. 26	历史文化街区
	蟠龙新天地	5.3 万平	超 50 万平	瑞安集团	2023. 4	文旅型
	张园	约 2 万平	4.68 万平	太古集团 上海静安置业集团	2022. 11. 27	历史文化街区
	上生新所	约 2.4 万平 (一期) 约 2.4 万平 (二期)	4.8 万平	万科	2018. 5. 25 (一期) 2023. 4 (二期)	历史建筑改造型
	上海 eka·天物	6.7 万平	6.67 万平 (100 亩) (占地面积)	上海七库方云文化科技有限公司	2024. 6. 1	工业遗存型
	衡山路 8 号		0.45 万平	锦和商管	2022. 5	历史建筑改造型
	a. f. a 红坊	约 5 万平	约 23 万平	嵩森商业	分期开放 2024. 7: ROJO 艺术空间开业 2025 夏季: 购物中心预计开业	工业遗存型
	上海·泰发古华庭	4 万平	9 万平	泰发集团、保利商旅联合打造/运营	2025. 5. 18	公园型
	百联 TX 淮海	2 万余平		百联股份	2019. 12. 31	策展型
	瑞安鸿寿坊	1.5 万平	8.5 万平	瑞安集团	2023. 9. 28	市集型
	INS 新乐园		2 万平 (建筑面积)	新电英雄	2023. 6	社群型
	HAI 500	7158 平		天目里 (主理人团队)	2024. 8. 3	策展型
	百联 ZX 创趣场	5466 平	1.12 万平	百联股份	2023. 1 (试营业)	社群型
武夷 Mix		0.69 (占地面积)	汉博商业集团	2021. 1	历史建筑改造型	
陕康里	3401 平	1.11 万平	锦和商业	2020. 9	历史建筑改造型	
Lady 淮海	1200 平		百联股份	2024. 10. 27	社群型	
广州	一方东山		3396 平 (占地面积) 6322 平 (总建筑面积)	广物控股集团	2022. 5. 20 (一期) 2025. 9. 27 (二期)	其他
	未来社			来社 (广州) 文化产业有限公司	2019	主理人商业
	城市之丘 The Hills		约 5 万平 (用地面积)	广州红棉中大门运营管理有限公司	2025 (预计)	工业遗存型
	广州花厅坊		4.2 万平	合生商业	2025. 5. 1	文旅型
	广州星际云汇		15.48 万平	广开控股	2023 年 12 月底 (东翼开业)	社群型
	广州白云五号 T5 MALL		约 13 万平	广州白云五号商业发展有限公司	2025. 5. 21 (启动全面调改升级)	工业遗存型
	深圳	大运天地	约 6.5 万平	52 万平 (占地面积) 153 万平 (综合全域范围)	华润万象生活	2024. 7. 28
Kaledo 嘉乐道		6 万平		由 Kaledo 创始团队主导, 并与卓越商业联手进行招商与运营	2024. 11. 17	社群型
深圳 aPark			约 5 万平 (总建筑面积)	深圳世杰集团	2023. 9	公园型、策展型
LOFT53			约 0.25 万平 (总面积)	项目主理人团队 (黄永敏、叶文考)	2025. 3. 18	工业遗存型
深圳大悦城			25 万平 (建筑面积)	大悦城控股	2025. 7. 12	社群型
深圳湾文化广场“粉红大街”			约 5.1 万平 (总用地规模) 18.8 万平 (总建筑面积)	华润置地 (代建运营)	2025. 12. 30	策展型
杭州	天目里		约 23 万平 (建筑面积)	天目里主理人团队 (江南布衣创始人)	2020. 10. 18	主理人商业
	玉鸟集	2.1 万平	6.9 万平 (建筑面积)	万科	2023. 5. 19	文旅型
	杭州·保利时光里	2.6 万平	31.6 万平	保利集团	2023. 6. 30	主理人商业
	BAC 艺术社区	2.9 万平		主理人团队 (主理人: 肖岩)	2025. 5	社群型、策展型
	杭州湘湖越界 X-LIVIN	1.38 万平		中旅集团	2023. 11. 3	公园型
	ICON 年轻派中心	1.9 万平	2.9 万平 (建筑面积)	善思资本	2024 年 10 月	社群型、策展型
成都	成都天府招商花园城	12 万平 (购物中心) 14 万平 (商业街)		招商蛇口	2024. 12. 21	公园型
	太古里		11.4 万平 (总楼面面积) 7.08 万平 (总占地面积)	太古地产	2015. 4. 24	历史文化街区
	铁像寺水街		11.8 万平 (其中一期 4.5 万平, 二期 7.3 万平)	中海商业 (二期)	2013. 6. 15 (一期) 2022. 9. 30 (二期)	历史文化街区
	此地 CyPark		4.4 万平	成都高新领开商业运营管理	2024 年 6 月底	公园型、社群型
	COSMO	约 2 万平	约 5 万平	上善集团	2022. 12. 15	策展型
	麓湖 WAVE-BOX 海浪公园		10 万平		2023. 8	社群型
	REGULAR 源野	6529 平米		四川方所	2021. 7	公园型
	麓湖 CPI 岛	1.3 万平		成都万华投资集团	2024. 3. 31 (一期) 2025. 5 (二期)	社群型
	东郊记忆	20 万平	21 万平 (建筑面积)	东方正大文化传媒	2011. 9. 29	工业遗存型
	GOGOEGO		0.6 万平 (建筑面积)	壹购商管	2024. 4	策展型、社群型

资料来源: 赢商网、新京报、中建官网、首创·朗园 Station 官网、赢商培训公众号、新浪地产、商业地产观察、中装协设计分会公众号、INSITE 盈石资产公众号、窄播、中国网财经、中国日报、朝阳报、新京报、国际商报、北京商报、上海市徐汇区人民政府、河北电视台、蟠龙新天地官网、新华网、央广网、华夏时报、国药集团官网、上海市长宁区人民政府、新浪财经、澎湃新闻、新民晚报、界面新闻、上海黄埔、中国环境、上海市商务委员会、上观新闻、商业地产志、广东省人民政府国有资产监督管理委员会、广州市人民政府、天河动态、美丽中国研究院、羊城派、前程无忧、观点网、白云融媒、龙岗政府在线、晶报、深圳新闻网、香港商报网、大悦城控股官网、深圳特区报、华润置地、杭州网、杭州市人民政府、杭州日报、浙江省经济信息中心、浙江在线、湘湖官网、四川在线、太古地产官网、房产四川、四川省人民政府、中国新闻网、ArchDaily、四川新闻网、商业改造面对面、川观新闻、中国经济网、中国科技网、珠江时报、天府融媒联合体、有方、智联招聘、知乎、瑞安房地产官网、买够网、东郊记忆青年之家共营店、中银证券

4 非标商业重构商业场景，细分赛道众多，核心在于为“情绪消费”提供载体

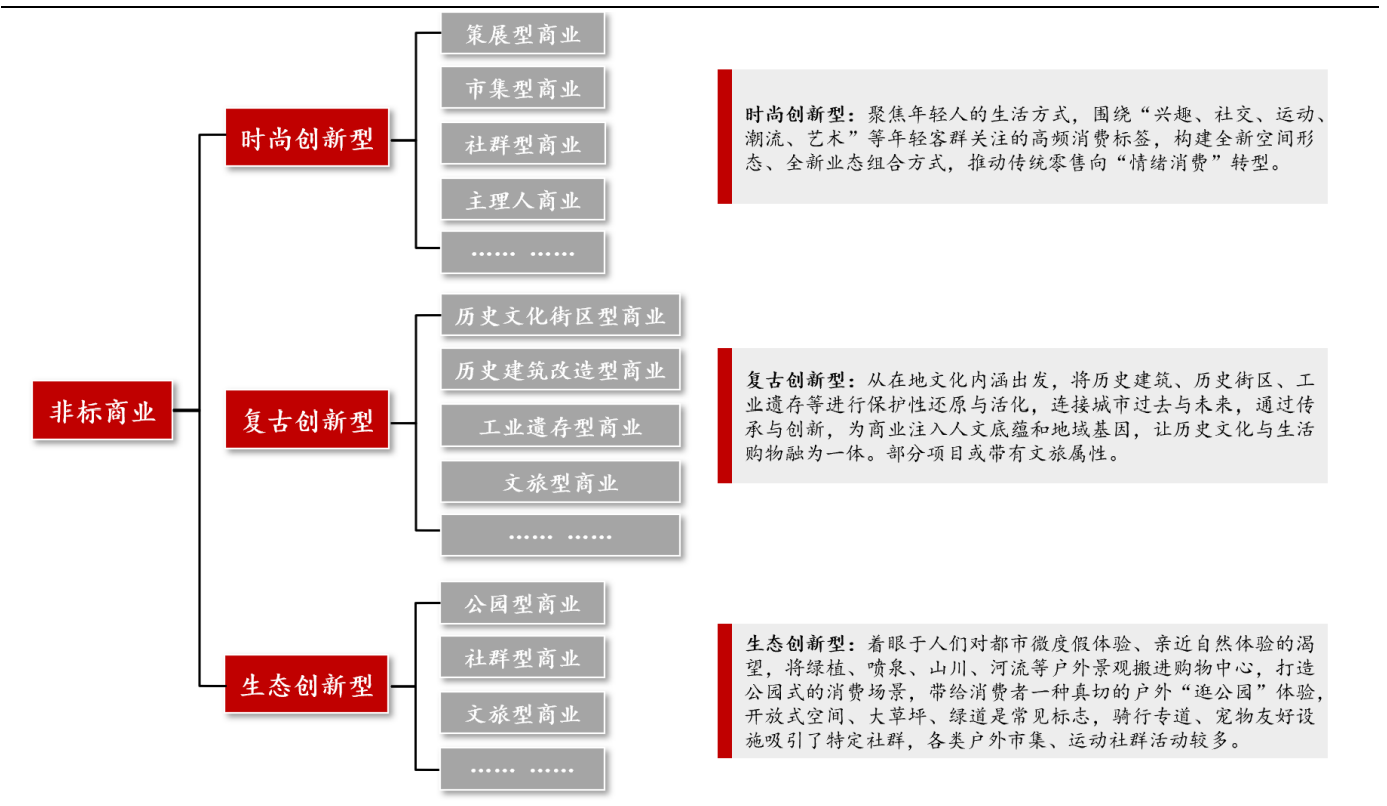
未来的消费趋势是逐渐注重精神追求和需求多样化，由此一些新的需求点产生，如情感认同、情绪价值、自在生活方式等，消费模式和需求的变化，也催生了更多多元的新型非标商业形态，针对不同的新消费需求，衍生出了众多细分赛道，将商业与艺术、文化、自然、兴趣、社交等融合，核心在于为“情绪消费”提供载体。

从项目类型来看，我们可以将大部分的非标商业场景分为三大类：

- 1) 时尚创新型：**聚焦年轻人的生活方式，围绕“兴趣、社交、运动、潮流、艺术”等年轻客群关注的高频消费标签，构建全新空间形态、全新业态组合方式，推动传统零售向“情绪消费”转型。典型的非标商业形态有：**策展型商业、市集型商业、社群型商业、主理人商业型。**
- 2) 复古创新型：**从在地文化内涵出发，将历史建筑、历史街区、工业遗存等进行保护性还原与活化，连接城市过去与未来，通过传承与创新，为商业注入人文底蕴和地域基因，让历史文化与生活购物融为一体。部分项目或带有文旅属性。典型的非标商业形态有：**历史文化街区型商业、历史建筑改造型商业、工业遗存型商业、文旅型商业。**
- 3) 生态创新型：**着眼于人们对都市微度假体验、亲近自然体验的渴望，将绿植、喷泉、山川、河流等户外景观搬进商业地产，打造公园式的消费场景，带给消费者一种真切的户外“逛公园”体验，开放式空间、大草坪、绿道是常见标志，骑行专道、宠物友好设施吸引了特定社群，各类户外市集、运动社群活动较多。典型的非标商业形态有：**公园型商业、社群型商业、文旅型商业。**

需要注意的是，分类划分并非单一的，一个商业地产可能同时属于公园型、社群型、文旅型商业。

图表 26. 我们将非标商业场景分为时尚创新型、复古创新型、生态创新型三大类



资料来源：中银证券

我们在每个细分非标商业赛道中，选择了 2-5 个典型项目案例进行分析，我们发现，无论是什么类型的非标商业，均在场景搭建上注重以下三点内容：

- 1) 项目定位清晰:** 典型案例均对自身的项目规划定位清晰, 吸引特定人群, 例如策展型商业吸引人文艺术爱好者, 公园型商业吸引绿色自然推崇者, 历史建筑、工业遗存型商业吸引文化历史爱好者, 社群型商业吸引到特定兴趣爱好相投的人群(如骑行、户外运动、二次元等), 这使得特定人群在选择外出购物或逛街的时候, 能立刻想到某一商业体, 形成消费者粘性, 强化圈层效应。
- 2) 空间的重构:** 更加倾向于开放式的空间, 将商业藏入艺术中心、公园、历史建筑、工业遗迹当中, 减弱消费的强制性, 增加体验感; 此外, 还注重公共空间的利用与打造, 方便举办品牌发布、策展、快闪零售等活动。
- 3) 业态的创新:** 在业态选择上, 注重品牌的“首店”、“首秀”、“首发”, 同时也有部分商业项目聚合了众多主理人品牌。

图表 27. 非标商业典型项目案例

非标类型	项目名称	城市	项目运营方	项目体量	开业时间	核心特色	年营业额	年租金收入	客流量
策展型	K11	上海	新世界集团	总建面 13.5 万平	2013 年 6 月	秉承“艺术、人文、自然”三大核心元素相融合的核心价值。 1) 艺术: 把美术馆搬到购物中心, 举办各类艺术展览, 如莫奈画展、达利展等, 让消费者在购物的同时欣赏到高品质艺术作品。 2) 人文: 通过举办各种文化活动和讲座、工作坊等, 增加消费者接触艺术文化的机会。 3) 自然: 在建筑空间规划时优先考虑采用绿色建筑设计和环保技术。	1) 2025 圣诞季期间, 销售额同比增长 120% 2) 2025 年十一黄金周期间, 销售额同比增长 26%		2025 圣诞季期间, 上海 K11 客流同比提升 65%
	TX 淮海 年轻力中心	上海	百联股份	商业改造体量 2.5 万平	2019 年 12 月 31 日	商场分为三种空间: 公共空间、商业零售空间和主题空间, 为消费者提供完整的沉浸体验。 1) 公共空间: 在共享空间内进行策展, 引入先锋艺术、共享的当代艺术、装置艺术、电子艺术, 不定期更新展览内容。 2) 主题空间: 内部预留部分空间专设策展, 与不同的品牌或者潮流人士进行合作, 策划展览或演讲。 3) 商业零售空间: 打破传统购物中心空间租赁逻辑, 在品牌选择上遵循“策展”理念, 只考虑有策展能力、有自己思考力的品牌, 让每个品牌店都变成一个小型展览空间。			
	THE BOX 朝外	北京	URF 盈展	建筑面积 3.6 万平	2023 年 5 月 26 日	1) 创新消费场景: 商场中庭打通多层楼板, 形成 3000 平的超大策展空间, 辅以通透的玻璃材质, 视觉上打破沉重封闭感, 使外部与内部空间产生呼应。 2) 超过 7000 平是自由活动的公共区域, 比例达到 17.5%, 可供品牌发布、策展走秀、快闪零售等活动举办, 也打造了户外下沉城市剧场、户外滑板空间、空中光影篮球场等空间。 3) 聚焦首店经济: 包含国潮零售、餐饮、休闲娱乐、服务等业态, 其中首店占比超 85%, 国潮品牌占比 90%。 4) 高频策展活动。	自 2023 年 5 月 26 号项目试运行到 2023 年底, 仅 7 个月的时间, 达成 2.2 亿销售金额。第一个周年庆活动, 售卖近 450 万件商品、达成 5 亿元的销售金额		自 2023 年 5 月 26 号项目试运行到 2023 年底, 仅 7 个月的时间, 达成了累计客流 550 万人次。第一个周年庆活动, 客流量近 1500 万人次
公园型	三洞桥 PARK	重庆	江北嘴投资集团	由 4.9 万平开放式特色商业街区与 4 万平城市公园组成	2023 年 10 月 27 日	1) 由 4.9 万平开放式特色商业街区与 4 万平城市公园共同组成, 以“桥洞”、“连廊”、“连台”、“步道”构筑而成。 2) 三洞桥是重庆江北城文化遗址, 承载着深厚的文化底蕴和城市记忆。 3) 创新引入包括商务社交、滨江礼宴、风情餐饮、文创零售、私人形象管理在内的新型体验业态, 高度适配商圈内消费需求。			
	CAPE 世纪海角	海口	第一太平戴维斯	占地面积 9299.6 平, 建面约 6200 平	2023 年 2 月 18 日	1) 融入公园生态的开放式商业场景。项目由十余个白色 BOX 串联而成, 采用开放式的设计结构, 与周围的公园生态融为一体, 自然元素植入空间的细节当中。其中由 31 棵原生椰子树构筑出来的“原生椰林”与商业空间共生交融。 2) 品牌共创者集聚, 例如来自武汉的国潮精酿品牌“18 号酒馆”独占一栋 600 平空间, 成为品牌全国最大门店; 米其林星级主理人的创意法餐“Parker's kitchen”中国首店。			
	REGULAR 源野	成都	方所与 REGULAR 团队	总面积约 6500 平	2021 年 7 月	1) 充分利用下沉式广场花园及地下空间, 中间由一个美术馆式的公共艺术空间相连接, 以半开放街区的形式, 把整个商业空间藏在了公园之内, 打造了“地上公园+地下商业”全新的“公园商业形态”模式。 2) 聚合诸多主理人品牌, 涵盖餐饮、零售、生活方式、美容服务等本土品牌和首店。			
	大运天地	深圳	华润万象生活	占地面积约 153.03 万平, 商业面积 6.5 万平	2024 年 7 月 28 日	1) 以“公园式商业”为核心理念, 依托“大运中心+大运公园”片区, 融合了商业街区、生态湖景、公园绿地和专业体育场馆, 实现了商业与自然的无缝对接。 2) 商业业态方面, 精心规划了八大业态, 包括滨水餐饮、专业运动、潮流服饰、3C 数码、珠宝首饰、儿童游乐、个人护理及休闲娱乐等, 以满足不同消费群体的需求。 3) 项目还注重长线运营品牌的打造, 如“湖作”和“运市”, 将定期举办各类文化艺术活动和市集, 丰富市民的文化生活。	2024 年 7 月 28 日至 2025 年 1 月, 月均营业额超 1 亿元		开业首月客流超过 400 万人次
	坂田万科广场	深圳	万科	总规划用地面积 4.1 万平, 总建面 32.9 万平	2024 年 9 月 26 日	1) 引入 300 多个优质品牌, 包括 110 多个区域首店。 2) 项目创新采用“商业+立体公园”模式, 以“在地自然”为主题, 打造了“深圳在地自然博物馆”, 集合了 200 多种异园和深圳本土植物、深圳十大明星动物, 构建了一个垂直的绿色生态系统, 拥有“发现森林”“迁徙乐园”与“共生之境”三大核心主题空间。 3) 商场绿化覆盖率达 30%, 设有全天开放的公共空间和社区体育设施, 为消费者提供了一个充满自然气息的购物环境。	开业三天营业额超 2000 万大关	开业招商率高达 96%、开业率近 90%。	2024 年 9 月 26 日开业首日吸引了超过 16 万人次。开业三天客流量超 33 万人。

资料来源: K11 官网、顺企网、ChinaDaily、中华网、知乎、大河票务网、有方、中国报道网、Chinanews、人民网、搜狐、重庆日报、第一太平戴维斯官网、中国商业地产策划网、今日头条、网易、腾讯新闻、深圳房地产信息网、赢商资讯、央视网、建筑档案网、瑞安房地产官网、澎湃网、商业不动产网、赢商网、空间印象、国际商报、联商网、杭州日报、杭州市人民政府、ARCHINA、人民日报、百联官网、上海市国有资产监督管理委员会、上海市规划和自然资源局门户网站、中国百货商业协会网、太古地产官网、东方城乡报、新民晚报、socialbeta、新浪财经、苏州市姑苏区人民政府、新华网、北京市海淀区政协官网、中工网、中央财经大学政府管理学院、北京市人民政府门户网站、红星新闻网、大众点评、中新社上海、上海市浦东新区人民政府、保利商旅官网、杭州市高新区新闻网、透视天下公众号、腾讯家居、买够网、商讯、天集商策, 中银证券

续 图表 27. 非标商业典型项目案例

非标类型	项目名称	城市	项目运营方	项目体量	开业时间	核心特色	年营业额	年租金收入	客流量
市集型	瑞安鸿寿坊	上海	瑞安房地产	总建筑面积 8.5 万平，其中两栋甲级办公楼约 4.8 万平，新旧建筑融合的新型街市商业约 1.5 万平	2023 年 9 月 28 日	1) 以全新商业概念“BeMarket 万物皆可市集”打造了“社区食堂+市集+菜场+家政服务”的 FOODIE SOCIAL 创新市集空间，2 层大挑空的建筑空间场景打造、加之“万物皆可市集”、“精致的烟火气”等经营理念，鸿寿坊以 1.5 万方的体量重新定义了“市集型商业”，也给小体量社区商业的经营打造模式开创了一条全新的思路。 2) 地处普陀区长寿路商圈，紧邻静安寺、南京西路等顶级商务区，形成“15 分钟都市核心生活圈”。			
	叁伍壹壹 TFEP	西安	西安际华文化创意产业园发展有限公司	建面 3 万平，商业面积 2.6 万平	2020 年 6 月 1 日	1) 原址为中国人民解放军第三五一工厂（也是项目名称“叁伍壹壹 TFEP”的由来），曾是中国最大的毛巾厂，是**老厂房改造的项目**。 2) 业态组合涵盖了生活零售、餐饮、咖啡烘焙、亲子、书店、展馆和周末创意市集等多元创新业态，提供充满全新消费理念的**文艺型社区商业去处**。			2020 年 6 月至 2023 年 12 月，日均人流量约 3 万人
文旅型	玉鸟集	杭州	万科	建面 6.9 万平	2023 年 5 月 19 日	1) 位于杭州的良渚文化村内的文化艺术轻度假商业体，既是高品质的生活休闲度假中心，也是传承历史文化的艺术新地标。玉鸟集延续原始村庄的聚落肌理，形成开放式的低密度建筑群落；保留原始村口绿地，形成现在的大草坪；既保留了场所记忆，又为消费者提供了休闲社交、自由放空的空间，未来也能发挥其商业空间的功能。 2) 引进了近百个品牌，以差异化打造了一个非标定制的特色商业项目，既服务于将玉鸟集当作度假目的地的文艺客群，也有数量众多的品牌滋养良渚本地社区生活。			2023 年 5 月 19 日正式开业以来，“玉鸟集”在工作日的人流量为 1.5 万人次，周末约 3 万人次
	檀谷 TANKO	北京	京投发展	总规划面积约 1.5 平方公里	2023 年 9 月 28 日	1) 是**山东微度假商业的代表**，檀谷小镇以“城市山居，学国市集”为愿景，以**骑行、露营、市集等社群活动为核心**。 2) 2022 年，集“公园、商区、剧场、展厅”体验场景于一体的休闲空间**檀谷公园**完成升级并开放，以策展的逻辑，以及“首店”、共创的理念，引入一批首店品牌，并持续举办音乐演出、露天电影、亲子课程工坊、艺术展览、市集等。 3) 引入了北京面积最大的单向空间 & 十三邀小酒馆、北京首个山谷影院三克映画、北京首家复古美学空间旧物仓等品牌。	2024 年国庆节檀谷营业额突破 450 万元，同比增长 115%		2024 年国庆节檀谷客流量破 10 万人次，同比增长 98%
	重庆“地下城”	重庆	重庆地道商业有限公司	占地面积约 6 万平，其中洞内约 2 万平	2023 年 10 月 27 日	1) 由原长安兵工厂旧址的 18 个**防空洞改造**而成的城市级文旅综合体，是**重庆中心城区规模最大的防空洞群**。 2) 项目按照 4A 级都市旅游风景区标准分期建设，一期打造包括超级火锅店（占地 4500 平）、水蒸重庆老茶馆、防空洞市集、艺术展厅等在内的顶流文化打卡目的地；二期丰富了景点的多元化，打造超级花山吊脚楼，提供观赏重庆美丽风景的机会，打造超级咖啡馆，提供多元的休闲体验。三期主要打造超级公园艺术街区，为文化爱好者提供艺术展览、文化表演和更多文化活动的机会。通过植入“防空洞+”新业态，融合餐饮、文化、旅游与商业，旨在打造独特的消费新场景与文旅综合体。	截至 2024 年 5 月，项目一期 4 号防空洞火锅店均营业额 500 万		截至 2024 年 5 月，项目一期 4 号防空洞火锅店月均人流量 30 万人次
社群型	此地 CyPARK	成都	开发商：成都高新区社事投资管理发展有限公司；运营方：赛元商业	总体量约 4.4 万平	2024 年 6 月 28 日	项目定位为国内首个骑行主题的多元社群聚集商业公园，核心特色是与 6.6 公里城市骑行道无缝链接，并在建筑内设置自行车电梯、坡道等全方位骑行设施，实现“边骑边逛”。通过拆除幕墙、打造峡谷式下沉街区等改造，构建了一个开放、自由且极具主题特色的商业空间。	开业首月整场销售坪效超 2000 元/平		开业首月客流坪效超过 1.9 人/平，远超市场平均水平
	麓湖 WAVE-BOX 海浪公园	成都	麓湖商业	占地 10 万平，5 万平户外运动场馆、1.7 万平湖畔露天大草坪、2800 平跨层集装箱街区	2023 年 9 月 2 日	核心特色是打造“泛户外生活方式集群”，涵盖 4 大户外运动场，20+ 泛户外生活方式品牌，通过引入九露营（西南首店）、TREK 等户外品牌，深度联动成都世运会等顶级赛事 IP。			
	百联 ZX 创趣场	上海	百联股份	建面 1.1 万平，商业面积 5466 平	2023 年 1 月 15 日	1) 以 ACGN 为核心的二次文化由多元分支的小众圈层构成，基于趣缘社群的导向，引进了万代魂 TAMASHII NATIONS（海外首店兼中国大陆首店）、VR ZONE SHANGHAI、MegaHouse（世界著名手办品牌中国首店）、三月兽、东映动画、都爱漫（东京电视台）等有号召力的兴趣向品牌。百联 ZX 将热门 IP/品牌高度整合，并将沉浸式体验融入商业运营，通过潮流文化与动漫主题活动辐射泛二次消费者。 2) 以动漫和二次文化为核心打造圈层社交运营和沉浸式体验，独创了“创趣制作人”的共创模式。百联 ZX 已与二次细分圈层的各类创作者积极合作，以期让更多优秀内容得以被挖掘展示，并与模型制作、改造的知名 B 站 UP 主等创趣制作人进行内容和创意上的深度绑定合作。	2023 年暑期，百联 ZX 创趣场客流销售呈现增长，对比非暑期日均客流增长 98%，销售增长 102%。2024 年元旦期间，百联 ZX 创趣场客流量达到约 16 万、销售达到约 500 万。		平均日客流达 2 万-3 万，节假日客流达 3.5 万-6 万
历史文化街区型	张园	上海	上海静安置业、太古地产	用地面积约 4.68 万平，地上建面 6.14 万平，地下空间建面 8.22 万平	2022 年 11 月	1) 地处上海市静安区南京西路风貌保护区核心位置，至今已有 140 余年历史，曾是上海第一名园，也是上海现存规模最大、保存最完整、建筑风格最丰富的石库门建筑群。 2) 在设计上充分保留了石库门里弄中西合璧的特点，并将潮流文化、艺术、时尚等元素赋予到一幢幢历史建筑中。 3) 改造中对 13 处市优秀历史建筑进行“一幢一档”保护性修缮，并携手 LVMH、历峰、开云三大集团，打造国内首个艺术跨界融合的城市更新商业社区。 4) 西区定位为高端商业聚集地，整体以新品牌和轻奢品牌为主，突出品牌的“首店”“首秀”“首发”。项目引入了安地第俱乐部、蓝瓶咖啡、宝格丽香氛、BY FAR、迪奥、古驰、路易威登、铂悦香槟、和意、法国希瑟黎、江诗丹顿等一系列轻奢品牌。此外，西区也已发展成为众多品牌的首选活动场之一，吸引了众多品牌先后在此打造潮流快闪活动。			自 2022 年 11 月张园西区开业以来，日均客流保持在 3 万人次，峰值客流达 8 万人次
	仁恒仓街	苏州	苏州仁恒商业管理有限公司	总建面 14 万平，商业面积 8 万平	2023 年 9 月 28 日	1) 因位于古城核心区，项目根植于苏州文化土壤，自带文旅基因。 2) 包含相门广场、平江广场、仓街广场、码头广场、莲蓉庭院等多个公共空间，项目通过保留修复民国“故居花园”、清代“凤凰厅”等历史建筑，并与相门古城墙等景观呼应，打造古今交融的商业与文旅地标。 3) 定位高端轻奢，引入 Maison Margiela、Jil Sander 等国际品牌，其中约 70% 为苏州、江苏甚至中国首店。			

资料来源：K11 官网、顺企网、ChinaDaily、中华网、知乎、大河票务网、有方、中国报道网、Chinanews、人民网、搜狐、重庆日报、第一太平戴维斯官网、中国商业地产策划网、今日头条、网易、腾讯新闻、深圳房地产信息网、赢商资讯、央视网、建筑档案网、瑞安房地产官网、澎湃新闻、商业不动产网、赢商网、空间印象、国际商报、联商网、杭州日报、杭州市人民政府、ARCHINA、人民日报、百联官网、上海市国有资产监督管理委员会、上海市规划和自然资源局门户网站、中国百货商业协会网、太古地产官网、东方城乡报、新民晚报、socialbeta、新浪财经、苏州市姑苏区人民政府、新华网、北京市海淀区政协官网、中工网、中央财经大学政府管理学院、北京市人民政府门户网站、红星新闻网、大众点评、中新社上海、上海市浦东新区人民政府、保利商旅官网、杭州市高新区新闻网、透视天下公众号、腾讯家居、买够网、商讯、天集商策、中银证券

续 图表 27. 非标商业典型项目案例

非标类型	项目名称	城市	项目运营方	项目体量	开业时间	核心特色	年营业额	年租金收入	客流量
工业遗存型	首创·郎园 Station	北京	首创集团	占地面积 13.56 万平, 建面 11 万平	2019 年 11 月 2 日	1) 原是在上世纪 60 年代的北京纺织仓库。拥有铁路专用线, 并完整保留了 30 座仓库和 2.23 公里产权铁路, 见证着纺织业发展与时代变迁。 2) 通过工业遗迹展览、非遗手作体验等活动, 让年轻人在休闲中完成文化感知。在保留原有建筑风貌和历史特色的基础上, 将引入先进科技与艺术元素相结合, 在空间设计、功能规划等方面进行优化和改进。	2025 年三天的威士忌节日期间, 销售额达 350 万元		2025 年三天的威士忌节日期间, 共有 6.5 万人次入园
	东郊记忆	成都	成都传媒集团、成都东方正火文化传媒有限公司	占地面积 282 亩, 建面约 21 万平	2011 年 9 月开业, 但后续经营陷入停滞, 2021 年 7 月由东方正火接手后重新开业	1) 聚焦文化产业生态, 定位“音乐+时尚”。围绕音乐艺术、会展博览、现代时尚、创意设计、文化消费、数字文创 6 大产业门类开展精准招商, 营造消费场景, 延展业态链条。 2) 汇聚时尚原创和主理人潮流品牌, 承载各类文化交流活动和时尚展秀, 打造城市网红打卡新地标“成都墙”。 3) 锁定细分圈层, 陆续打造潮流文化集合地, 入驻成都潮流品牌 1807、高级西服定制店叁房、咖啡工厂 OLD SPEAK FACTORY 等, 凸显了园区的高端国际时尚品牌形象。	2023 年园区商家实现营收 11 亿元以上	2023 年, 园区平均租金价格达到 95 元/平/月, 出租率 94%; 2023 年园区租金收入 8176 万元, 同比 +13%	2023 年吸引游客 1000 万人次, 较改革前同比增加 767.87 万人次, 增幅 330%
	EKA 天物	上海	嘉韵投资	占地面积约 100 亩, 总建面超 6 万平, 商业面积 6.7 万平	2024 年 6 月	1) 30 余栋老厂房由多位建筑师“一栋一策”重塑, 北欧、希腊、中东、石库门等风格拼贴, 铜堡、青丘白崖等标志物形成超打卡磁场, 把工业遗存直接升级为可漫游的美学主题公园。 2) 园区以“活动-社群-消费”闭环激活空间: 每月手作市集、非遗纸翻花、扎染工坊、艺术快闪接连上演, 游客边体验边付费, 老厂房化身 continually updating 的“创变秀场”。			截至 2024 年年底, 每天都有数万人次客流来此消费、参观
主理人商业	杭州·保利时光里	杭州	保利商旅	总体量 31.6 万平, 商业面积 2.6 万平	2023 年 6 月 30 日	1) 以“杭州首店+区域首店”策略, 形成年轻潮流与品质生活并重的差异化标签 2) 共引入杭州滨江区首店品牌 24 家, 占比 24%; 除了有星巴克臻选、M Stand、喜茶、必胜客、东大方、City Bazaar 等系列优质连锁品牌, 还聚合了 16 家主理人品牌, 来自精品美食、艺术文创、酒咖社群、生活方式等等多个领域。 3) 如何平衡主理人品牌运营和项目盈利之间的问题, 杭州保利时光里有其自主打法: 一方面, 项目依旧积极引入全国知名主理人品牌, 不断聚合项目“主理人品牌效应”; 另一方面, 项目还推出“主理人帮扶计划”, 通过切实有用的运营帮扶措施, 与品牌共同成长。此外, 杭州保利时光里还联合“风雨喫茶”、“你又瘦了酒馆”、“跳海酒馆”、“TIME PAZZLE”等主理人品牌打造了几十场活动, 活动主题丰富多元。			
	杭州天目里	杭州	慧展科技(杭州)有限公司	建面 23 万平	2020 年 10 月 18 日	老板是江南布衣的创始人, 本身就是主理人的身份, 既是商业经营者, 也是产业导师。而天目里的建筑本身就是主理人共创的产物, 由普利兹克奖得主让·努维尔设计, 16 个主理人团队参与空间功能规划。项目聚集了 100+ 主理人团队, 涵盖艺术、设计、出版、餐饮等领域, 但其终极目标不是做商业项目, 而是“孵化中国原创设计力量”。	2024 年营收突破 15 亿元		
	顺德·ALSO	佛山	美的投资、联合天目里策划运营	总建面 3.7 万平	2023 年 4 月 28 日	1) 定位为共创型综合文化商业体, 由于临近美的集团, 因此也是美的集团的商务配套商业街区。 2) 以主理人共创社区为核心理念, 引入了 30 多家主理人品牌, 其中涵盖文化、艺术、生活方式、买手百货、潮流零售、在地品牌以及餐饮业态。其中引入 10 余家知名品牌的华南首店, 并共创孵化 10 余家本土品牌, 构建了一个复合的品牌矩阵, 奠定了项目的创意基调。 3) 涵盖品质生活、艺术创意、城市露营地、潮流时尚等功能。“和美术馆 + 单向空间 + ALSO LIVE”构成精神现场, 和美术馆提供当代艺术展览, 单向空间持续举办人文沙龙与诗朗诵, ALSO LIVE 将上演与国际接轨的 live 演出、不定期脱口秀、弹唱、沙龙分享会。			

资料来源: K11 官网、顺企网、ChinaDaily、中华网、知乎、大河票务网、有方、中国报道网、Chinanews、人民网、搜狐、重庆日报、第一太平戴维斯官网、中国商业地产策划网、今日头条、网易、腾讯新闻、深圳房地产信息网、赢商资讯、央视网、建筑档案网、瑞安房地产官网、澎湃网、商业不动产网、赢商网、空间印象、国际商报、联商网、杭州日报、杭州市人民政府、ARCHINA、人民日报、百联官网、上海市国有资产监督管理委员会、上海市规划和自然资源局门户网站、中国百货商业协会网、太古地产官网、东方城乡报、新民晚报、socialbeta、新浪财经、苏州市姑苏区人民政府、新华网、北京市海淀区政协官网、中工网、中央财经大学政府管理学院、北京市人民政府门户网站、红星新闻网、大众点评、中新社上海、上海市浦东新区人民政府、保利商旅官网、杭州市高新区新闻网、透视天下公众号、腾讯家居、买够网、商讯、天集商策, 中银证券

4.1 策展型商业地产: 打破空间界限, 链接商业与文化艺术

策展型商业的特质在于链接商业与现代文化艺术、潮流文化, 通过艺术创作和展示提升满足购物中心的体验功能, 让其成为吸引年轻消费者的核心元素之一。我们认为, 策展型商业模式受到购物中心青睐的原因在于打破空间界限, 叠加新功能, 营造场景化的商业氛围, 强调体验化, 产生有价值的情感链接。策展型商业满足消费者的体验需求, 推动了商业与其他属性空间产生叠加, 打破不同功能空间的界限。区别于传统的特定商业动线游览的购物中心, 策展型购物中心通过空间策展、艺术文化等多方面来赋予商业空间更多的可能性, 将商场做成了一个“展馆”, 通过空间连通与消费者的社交价值链, 从而实现体验的多元化。人气和流量大部分来源于场景力的吸引, 无论是公共空间还是购物空间, 都需要打破场景体验的传统思维, 与消费者形成深度链接, 产生情感需求的共鸣。

但策展型商业落地也存在一定的挑战:

- 1) 国内的“策展式”商业模式尚未完全成熟、完整, 借助“艺术”、“场景”进行空间和品牌的叠加, 具备较高的审美要求。
- 2) 对于“游览性”而言, 其功能之一是作为移步空间串联起整个商业, 在动线规划上需要更加合理、灵活应变。

这对于初始建筑设计与规划, 以及之后落地的室内空间有着非常高的要求, 如何合理分配空间区域以及品牌选择与落位, 其规划设计难度拉高了开发门槛。

与传统商业相比，策展型商业并不迫切售卖商品，而更注重内容展现及消费场景的搭建，运用策展思维如通过漫展、艺术展等，为消费者构筑场景化强、体验感强的社交消费新场景。我国的策展型商业已经经历十余年的探索期。

策展型商业 1.0：静态展陈为主，艺术占比低于商业。

2013 年开业的上海 K11 以艺术品替代传统商业美陈，把艺术馆、美术馆搬进了商业中心。K11 开创了“博物馆零售”商业模式，为充分体现艺术氛围，打造了 3000 平的艺术交流、互动及展示空间 chiK11 美术馆，定期举行免费的艺术展览、艺术工作坊、艺术家沙龙等活动，给消费者带来沉浸式的艺术体验。其中，最为经典的案例是 2013 年的“莫奈特展”，展览期间购票参观人数超过 40 万，K11 日常营业额增长了 20%。然而，早期的展陈模式仍以静态展陈为主，互动性、体验感不强。K11 虽然将艺术和商业放在了同等地位，成立之初为艺术预留了很多点位，但整体而言艺术的占比仍低于商业。

2025 年 4 月 28 日，深圳 K11 ECOAST 开业。深圳 K11 ECOAST 位于南山区蛇口太子湾之滨，总建面 22.85 万平，涵盖文化零售地标 K11 ECOAST、多功能文化空间 K11 Cultural Centre、新世代办公空间 K11 ATELIER 以及海滨长廊 Promenade。深圳 K11 ECOAST 同样采取了“艺术+商业”模式，通过各项艺术活动以及街区集市设置，打造集文化、商业、生态于一体的滨海文化艺术区。从开业首发品牌阵容来看，主要聚焦潮流餐饮、文化创意和大众消费品牌，开业前四天累计客流量 60 万人次。

2025 年 5 月 28 日，新世界集团旗下 K11 品牌正式发布全新项目——K11 ELYSEA，上海也将迎来第二座 K11，预计将于 2026 年开业，项目地处核心商圈淮海中路，与中国内地首家 K11 隔街对望，地块内历史建筑与现代大楼完美融合，K11 ELYSEA 总建筑面积约 13 万平，其中商业面积约 5.2 万平（包含地下），项目延续了 K11 品牌“艺术、人文、自然”三大核心理念，将与上海 K11 形成“双子星”联动效应，未来将成为艺术、潮流与自然共生的全新地标。

策展型商业 2.0：主题更聚焦，融合购物与观展。

典型案例有百联 TX 淮海。2019 年底，盈展集团主席司徒文聪在一场名为“TX 淮海|年轻力中心：策展零售创想会”的论坛上造了一个词：CURETAIL（策展型零售）=Curated+Retail。2020 年底，试运营一年的 TX 淮海开幕，在 K11 的基础上将策展型商业推进了一步。无论静态展陈还是动态活动，TX 淮海都有创新之处。在空间设计上，TX 淮海打破传统的品类分区模式，实现边购物、边逛展。以开放式的展览空间模式给到每个商户足够的发挥余地，不同品类、展陈交错林立，让消费者在逛商场时便产生逛展般的新奇体验。

TX 淮海出现后，商业综合体中艺术占比越来越大，使商业本身也变成了具有可看性的艺术内容。在活动运营上，新品首发、联名快闪店等轮番出现。TX 淮海策展型零售理念也吸引了众多品牌前来举办活动，2021 年，TX 淮海举办近 300 场活动，平均每月 25 场。TX 淮海出圈的原因在于其“年轻力”的定位，充分迎合了年轻消费者“去中心化”偏重社群社交的消费趋势。TX 淮海通过与品牌联动的形式来组织直击年轻群体痛点的线下活动，如滑板、滑雪、飞盘、骑行、二次元，并通过线上传播产生大量二次创作，成为年轻人的潮流地标。

除了 TX 淮海之外，百联股份在长沙落地的 TX 项目也已经正式官宣，TX CHANGSHA | 年轻力中心预计 2026 年年中试营业。该项目前身为乐和城，在长沙五一商圈已深耕二十年（五一广场是长沙商业核心区，汇聚 17 个商业体，商业存量超过 147 万平）。2005 年，长沙怡海置业和百联集团签约后更名为“长沙百联东方广场”；2006 年，百联东方广场开业，聚集 Cartier、Dunhill、Montblanc、Paul & Shark 等 400 余一线品牌（30%首进长沙），推动长沙百货向高端百货迈进；2009 年百联集团将这一长沙购物中心 60%股权出让给战略合作伙伴加拿大亿万豪剑桥；2010 年百联亿万豪购物广场（长沙）宣告百联东方广场更名为乐和城；2011 年总建筑面积达 8 万平的乐和城正式开业，是长沙第一个集购物、餐饮、休闲于一体的真正意义上的购物中心，率先将 Zara、Pull&Bear、Bershka、H&M、C&A 快时尚矩阵及多个国际潮流品牌引入长沙，一度成为长沙年轻人休闲购物的首选。

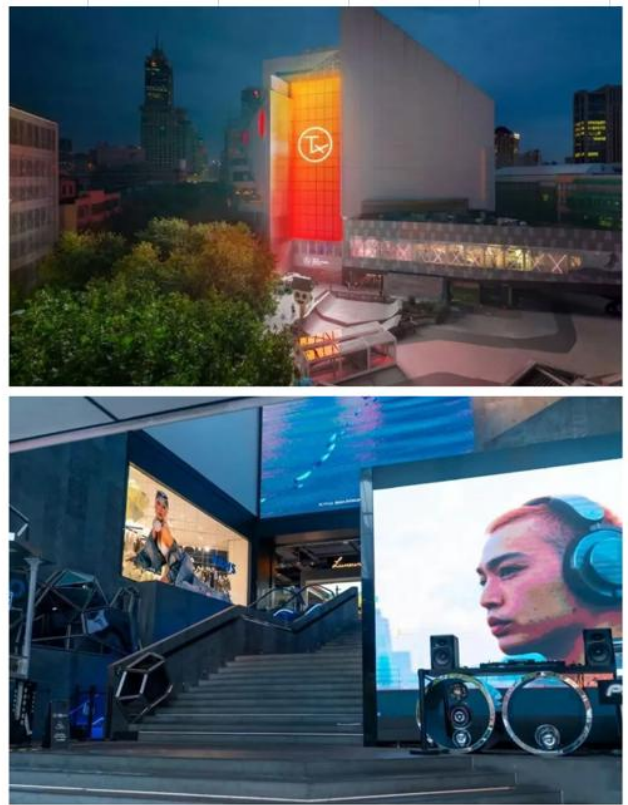
2025年1月26日，百联股份发布公告拟收购长沙乐和城60%股权，股权收购已于2025年6月完成了工商变更，标的公司交割完成，并更名为TX CHANGSHA。收购完成后，百联股份持有长沙乐和城60%股权，百联集团（百联股份控股股东）持有长沙乐和城40%股权，此外，百联股份与百联集团拟按比例对其增资2亿元，增资后持股比例不变。收购完成后，将委托参股公司上海百联益腾商业管理有限公司对项目进行改造及经营管理，转型为策展型商业，实现TX业态模式的复制，推动五一商圈在年轻化、潮流化方向上实现重要升级。TX CHANGSHA的空间联动上，推动打通地下商业动线，引导年轻客流向北延伸，构建“地铁引流、地下导流、地上消费”的消费生态；商业生态上，将以策展型零售和潮玩体验激活年轻消费力，与南部形成互补，打造“全时段、全业态”的消费体验。TX CHANGSHA招商工作正在有序推进，预计2026年年中试营业。

图表 28. 上海 K11 购物中心



资料来源：ShanghaiWOW，中银证券

图表 29. 百联 TX 淮海购物中心



资料来源：TX 淮海，中银证券

另一策展型商业的典型案例分析是北京 THE BOX 朝外，这是一个城市更新项目，位于中国北京朝阳区朝外大街，建筑面积为 3.6 万平。通过策展化、场景化及游戏化的空间改造策略，全新定义了商业空间的“人、货、场”的关系。在改造之前，THE BOX 朝外曾经是一个贩卖电脑产品和提供老式 KTV 服务的场所，后因业态陈旧且经营不善而空置。2022 年，朝外大街改造项目一期实施方案获得批复，而 THE BOX 则是整个朝外大街特色 UIC（城市活力创新中心，Urban Innovation Center）落地的第一个项目，由朝阳文旅集团联合 URF 盈展共同打造。URF 盈展承担了朝外片区产业商业策划规划设计、THE BOX 朝外项目改造投资+运营以及年轻力文化消费内容孵化等三个角色。自 2023 年 5 月 26 号项目试运行到 2023 年底，仅 7 个月的时间，THE BOX 朝外达成了约 42% 的提袋率、2.2 亿销售金额、累计客流 550 万人次等亮眼成绩，这些都得益于：

1) **创新消费场景**：URF 盈展提出了策展型零售的模式，把空间视作策展的场景，使品牌和商品成为展的一部分。URF 盈展将整体长条形的空间一切为三，打造一个立足于整个 UIC 街区中心的“动态多变的盒子”。商场中庭打通多层楼板，形成 3000 平的超大策展空间，辅以通透的玻璃材质。不仅在视觉上打破了沉重封闭感，使外部与内部空间产生呼应，更成为项目的主入口以及朝外大街的灵魂空间，为年轻力社群活动提供更多可能。此外，在 THE BOX 朝外近 4 万平的总建面中，**超过 7000 平是供人自由活动的公共区域，比例达到 17.5%**，公共区域不仅是纯粹的社交，更重要的是还融入了日常经营的业态。同时，THE BOX 朝外在空间上打造了一个可供品牌发布、策展走秀、快闪零售等活动的公共空间，也打造了户外下沉城市剧场、户外滑板空间、空中光影篮球场等生活方式空间。

2) 聚焦首店经济：THE BOX 朝外包含国潮零售、餐饮、休闲娱乐、服务等多个业态，其中首店占比超 85%，国潮品牌达 90%。目前入驻商家包括 Badmarket, Basement FG, Army Logic, suamoment, ENG, PSO Brand, Clasico, UNVESNO, BONELESS, OLDORDER, Slack off, X-Lab 等本土潮流品牌，以及城市运动的 NBA 空中篮球、Uride 滑板街、LFRC、TrackID；夜间生活方式品牌公路商店、BLOC-yummy、cacha、“元气森林”live house；宠物友好态度 MarsMart 等；其中潮牌平台 X-Lab 已入驻了 20 个品牌，这些品牌每年要保证举办 1-2 场活动。

3) 高频策展活动：开业到 2023 年年底，THE BOX 已经举办了上百场活动，每周都会有十几场举办，内容涉及几十个社群类别，触达滑板、跑步社群 8 万+人次，篮球 9 万+人次，骑行 2 万+人次，宠物 18 万+人次。其中“火星计划”、“外星人运动嘉年华”、“盒市吗国际红酒节”、“芭比的世界”、“Burton 先滑为敬”等活动都取得极高的反响，为项目的品牌推广提供强有力的助力。

图表 30. THE BOX 朝外改造前后对比



资料来源：盈石资产，中银证券

图表 31. THE BOX 朝外同样采用策展型商业创新模式



资料来源：北京日报，中银证券

4.2 公园型商业地产：利用建筑、空间、园林、文学等艺术手段，寻找人与自然的链接

公园型商业将公园形态与城市商业空间有机融合，利用建筑、空间、园林、文学等艺术手段，寻找人与自然的“恰到好处”的连接点，并将社交、潮流、烟火气、艺术性等客流虹吸元素集中在一起，为商业空间场景提供了更多可能，满足人们对都市“微度假”体验、亲近自然体验的渴望。随着对户外空间与开放式空间的需求提升，消费者更加注重生活休闲体验，而非单纯的商业购买，而能够去外部商业环境消费的内容，主要来自体验交往类的商业活动。目前，公园式商业主要有两种形态：1) 在公园的业态中，融入现下时兴露营、市集、展览等元素，延长消费者在商业体的驻留时间；2) 放大自然生态的优势，利用“微度假”的商业模式营造健康有机的生活方式，通过空间为消费者提供场景价值。3) 此外，大部分公园型商业均设有骑行专道、户外设施、宠物友好设施等，各类户外市集、运动社群活动较多，可以吸引到特定社群。

公园型商业地产典型案例有：

1) 重庆三洞桥 PARK: 重庆三洞桥 PARK 项目整体由 4.9 万方开放式特色商业街区与 4 万方城市公园共同组成，以“桥洞”、“连廊”、“退台”、“步道”构筑而成。三洞桥是重庆江北城现存至今的文化遗址，承载着深厚的文化底蕴和城市记忆。三洞桥 PARK 东临北滨二路、北接朝天门大桥、南接千厮门大桥、西达渝鲁大道，坐拥 6 号线、9 号线双轨道站点，串联着两江四岸四区的半小时休闲生活圈。三洞桥 PARK 以“I·L·H——Insight·洞见之地、Linger·流连之地、Habitat·栖息之地”三大主题为蓝本，创新引入包括商务社交、滨江礼宴、风情餐饮、文创零售、私人形象管理等在内的新型体验业态，高度适配商圈内消费需求。

2) 海口 CAPE 世纪海角: CAPE 世纪海角位于海口的世纪大桥下，临海口湾外滩，占地面积约 9299.6 平，总建面约 6200 平，是一个融入公园生态的开放式商业场景。项目由十余个白色 BOX 串联而成。建筑整体采用开放式的设计结构，与周围的公园生态融为一体，自然元素植入空间的细节当中。其中由 31 棵原生椰子树构筑出来的“原生椰林”与商业空间共生交融，展现建筑对自然崇高的敬意。世纪海角以独特的空间气质，吸引了不少具备相似气质的品牌共创者集聚，例如来自武汉的国潮精酿品牌“18 号酒馆”独占一栋 600 平空间，在海口开出了品牌全国最大门店；米其林星厨坐镇的创意法餐“Parker's kitchen”选择将中国首店开在海口；轻极限运动生活方式复合餐酒吧“食学堂”全新升级的 3.0 版本也在世纪海角开店。

3) 成都 REGULAR 源野: 位于成都高新区的“REGULAR 源野”，充分利用下沉式广场花园及地下空间，中间由一个美术馆式的公共艺术空间相连接，以半开放街区的形式，把整个商业空间藏在了公园之内，打造了“地上公园+地下商业”全新的“公园商业形态”模式。项目聚合了诸多“非标”主理人品牌，涵盖餐饮、零售、生活方式、美容服务等具有生活气息又体现文化格调的本土品牌和首店，在消费之外更强调体验，也让这里成为一个汇聚城市新鲜生活方式的消费场景。

4) 深圳大运天地: 位于深圳市龙岗区的大型综合性商业项目，以“公园式商业”为核心理念，依托“大运中心+大运公园”片区，融合了商业街区、生态湖景、公园绿地和专业体育场馆，实现了商业与自然的无缝对接，构建了一个全新的文体旅商消费场景。这是**华润万象生活以 PPP 模式统筹片区开发**的项目，总占地面积达 153.0 万平，其中商业区面积约 6.5 万平。在商业业态方面，大运天地精心规划了八大业态，包括滨水餐饮、专业运动、潮流服饰、3C 数码、珠宝配饰、儿童游乐、个人护理及休闲娱乐等，以满足不同消费群体的需求。此外，项目还注重长线运营品牌的打造，如“湖作”和“运市”，将定期举办各类文化艺术活动和市集，丰富市民的文化生活。

5) 深圳坂田万科广场: 该商场位于深圳龙岗区坂田核心区域，占地面积约 15 万平，引入了 300 多个优质品牌，包括 110 多个区域首店，以及首批主力店如寰映影城深圳旗舰店、盒马鲜生精品超市等。项目创新采用“商业+立体公园”模式，以“在地自然”为主题，打造了“深圳在地自然博物馆”，集合了 200 多种异国和深圳本土植物、深圳十大明星动物，构建了一个垂直的绿色生态系统，拥有“发现森林”“迁徙乐园”与“共生之境”三大核心主题空间。商场绿化覆盖率达 30%，设有全天开放的公共空间和社区体育设施，为消费者提供了一个充满自然气息的购物环境。坂田万科广场开业招商率高达 96%、开业率近 90%，2024 年 9 月 26 日开业首日吸引了超过 16 万人次。

图表 32. 重庆三洞桥 PARK



资料来源：搜狐新闻，中银证券

图表 33. 海口 CAPE 世纪海角



资料来源：大料建筑（世纪海角设计单位），中银证券

图表 34. 成都 REGULAR 源野



资料来源：澎湃新闻，中银证券

图表 35. 深圳大运天地



资料来源：中购联，中银证券

图表 36. 深圳坂田万科广场



资料来源：中购联，中银证券

4.3 市集型商业地产：注重营造烟火气及生活化氛围的小体量场景

市集型商业地产是一种由开发商与餐饮、文化、艺术、旅游等业态商家合作，在特定区域内举办的新型商业业态。其特点是以特色商品或文化活动为主题，集零售、餐饮、休闲娱乐、体验服务等功能于一体，并融入生活美学及艺术创作等元素。市集的出现打破了传统购物中心单一的空间格局，使购物中心在满足人们日常生活需求的同时，也成为了消费者休闲娱乐需求，营造烟火气及生活化的氛围。

市集型商业地产典型案例有：

1) **上海瑞安鸿寿坊**：鸿寿坊由瑞安房地产以全新商业概念“BeMarket 万物皆可市集”打造了“社区食堂+市集+菜场+家政服务”的第三代 FOODIE SOCIAL 创新市集空间，于 2023 年 10 月面市以来，2 层大挑空的建筑空间场景打造、加之“万物即可市集”、“精致的烟火气”等经营理念，鸿寿坊以 **1.5 万方的小体量**空间重新定义了“市集型商业”，也给小体量社区商业的经营集打造模式开创了一条全新的思路。鸿寿坊所在长寿路商圈为普陀区配套建设最为综合与成熟的板块，与浦西市中心咫尺相连，1km 内覆盖高品质多元办公与常住人口。作为**普陀区城市更新重点项目**，始建于 1933 年的鸿寿坊内，曾经是沪西著名的商业街。项目总建筑面积 8.8 万平，其中两栋甲级办公楼约 4.8 万平，地下建面约 2.4 万平，里弄商业约 1.5 万平，其中里弄商业由两层调高空间的“FOODIE SOCIAL 鸿寿坊食集”与“RETAIL F&B”两个部分组成。“FOODIE SOCIAL 鸿寿坊食集”作为超 2000 平新概念菜食场，集零售、餐饮、活动为一体的大空间，聚焦老上海味道、产地直送生鲜、预包装半成品零售与可食园艺的展示空间；“RETAIL F&B”聚焦“日咖夜酒的餐饮氛围”与“万物皆可市集的创意零售”两大核心组团概念，重点布局餐饮、美食秀、夜生活餐饮以及生活方式零售、创意文化零售、创意文化等业态。

2) **西安叁伍壹壹 TFEF**：叁伍壹壹 TFEF 位于陕西省西安市雁塔区昆明路与民洁路附近，原址为中国人民解放军第三五一一工厂（这也是项目名称“叁伍壹壹 TFEF”的由来），曾是中国最大的毛巾厂，是老厂房改造的项目。业态组合上，叁伍壹壹 TFEF 涵盖了生活零售、餐饮、咖啡烘焙、亲子、书店、展馆和周末创意集市等多元创新业态，为园区附近 1-3 公里内的居民及周边高新区范围内工作的人，提供聚焦生活的案场，也为城市访客和精准消费人群，提供充满全新消费理念的文艺型社区商业去处。

图表 37. 上海瑞安鸿寿坊



资料来源：搜狐新闻，中银证券

图表 38. 西安叁伍壹壹 TFEF



资料来源：搜狐新闻，中银证券

4.4 文旅型商业地产：契合当下流行的“微度假”概念，打造文化艺术轻度假商业体

近年来“体验式消费”的热度持续升高，而这其中，文化新经济是重点探索方向之一，文化艺术轻度假商业体应运而生。文化艺术轻度假商业体定位文化艺术轻度假，打造集文化艺术、生活、社交、轻度假元素于一体的都市文艺乌托邦。

文旅型商业地产典型案例有：

1) **杭州玉鸟集**：玉鸟集是位于杭州的良渚文化村内的文化艺术轻度假商业体，既是一个高品质的生活休闲微度假中心，也是一个传承历史文化的艺文新地标。玉鸟集以保留、肌理、连接、节点等为规划空间理念，促进商业与人文、自然、艺术的多维度链接，延续原始村庄的聚落肌理，形成开放式的低密建筑群落；保留原始村口绿地，形成现在的大草坪；既保留了场所记忆，又为消费者提供了休闲社交、自由放空的场所，未来也能发挥其商业空间的功能。玉鸟集中引进了近百个品牌，以差异化打造了一个非标定制的特色商业项目，既服务于将玉鸟集当作度假目的地的艺术客群，也有数量众多的品牌滋养良渚本地社区生活。

2) **北京檀谷 TANKO**：是山系微度假商业的代表，檀谷小镇以“城市山居，学园市镇”为愿景，以骑行、露营、市集等社群活动为核心，打造未来生活方式小镇。项目由京投发展打造，位于北京西山潭柘寺山脚下，总规划面积 3.99 平方公里，2022 年，集“公园、商区、剧场、展厅”体验场景于一体的休闲空间慢闪公园完成升级并重新开放，以策展的逻辑，以及“首店”、共创的理念，引入一批首店品牌，并持续举办音乐演出、露天电影、亲子课程工坊、艺术展览、市集等。作为檀谷公园重要商业部分，檀谷 TANKO 慢闪广场于 2023 年 9 月开业。不同于以购物为主的传统大型商业街区，檀谷慢闪广场希望营造的是一种松弛的生活方式。比如引入了北京面积最大的单向空间&十三邀小酒馆、北京首个山谷影院三克映画、北京首家复古美学空间旧物仓等品牌。

3) **重庆“地下之城”**：由原长安兵工厂旧址的 18 个防空洞改造而成的城市级文旅综合体。项目位于渝北区龙头寺公园到江北区九街之间，是重庆中心城区规模最大的防空洞群。项目按照 4A 级都市旅游风景区标准分期建设，一期打造包括超级火锅店（占地 4500 平）、水煮重庆老茶馆、防空洞市集、艺术展厅等在内的顶流文化打卡目的地；二期将进一步丰富景点的多元化，打造超级花山吊脚楼，提供观赏重庆美丽风景的机会，打造超级咖啡厅，提供多元的休闲体验。三期将主要打造超级公园艺术街区，为文化爱好者提供艺术展览、文化表演和更多文化活动的机会。通过植入“防空洞+”新业态，融合餐饮、文化、旅游与商业，旨在打造独特的消费新场景与文商旅综合体。

图表 39. 杭州玉鸟集



资料来源：卓星视点，中银证券

图表 40. 北京檀谷 TANKO



资料来源：中国日报网，中银证券

图表 41. 重庆“地下之城”



资料来源：重庆日报，新华网，中银证券

4.5 社群型商业地产：通过社群的互动、连接和价值共创来实现商业目标的新型商业场景

社群商业致力于打造有温度的时尚生活方式据点，是一种以社群为核心驱动力，通过社群的互动、连接和价值共创来实现商业目标的新型商业场景。正如当代年轻人会以 MBTI 来设定标签一样，社群驱动型商业围绕特定的兴趣、价值观、需求或目标来设计消费场景，将具有相似特征的人聚集到一起，通常这类商业的客户粘性、圈层传播度都会较高。

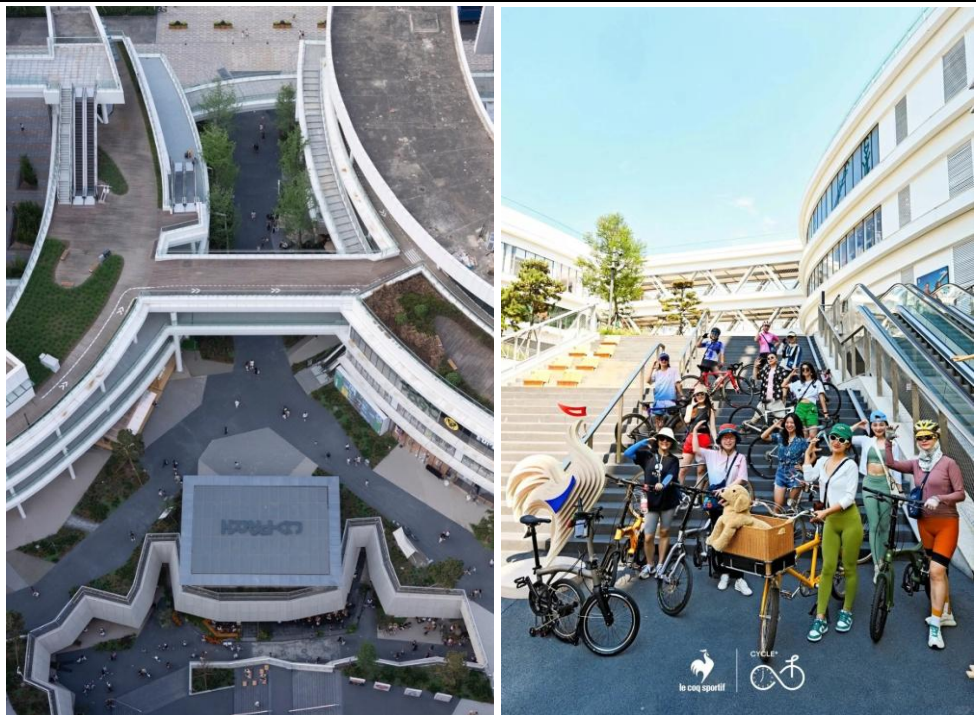
社群型商业地产典型案例有：

1) 成都此地 CyPARK：骑行文化与商业共融的活力地标。项目于 2024 年开业，坐落于成都高新区大源板块，其前身是成都高新文化中心的原活力环（文化馆），项目总体量约 4.4 万平方米，涵盖了时尚零售、社交餐饮、运动户外、文化艺术、生活方式等多元业态。项目定位为国内首个骑行主题的多元社群聚集商业公园，核心特色是与 8.6 公里城市骑行道无缝接驳，并在建筑内设置自行车电梯、坡道等全方位骑行设施，实现“边骑边逛”。通过拆除幕墙、打造峡谷式下沉街区等改造，构建了一个开放、自由且极具主题特色的商业空间。

2) 成都麓湖 WAVE-BOX 海浪公园：项目位于天府新区麓湖生态城，是新区面积最大、业态最全的一站式户外运动公园，拥有 5 万平户外运动场馆、1.7 万平湖畔露天大草坪、2800 平跨层集装箱街区，海浪运动公园既是一个运动的集中体验场，也是一个聚合新锐品牌、链接城市户外的平台。核心特色是打造“泛户外生活方式集群”，涵盖 4 大户外运动场，20+ 泛户外生活方式品牌，通过引入丸露营（西南首店）、TREK 等户外品牌，深度联动成都世运会等顶级赛事 IP，成功构建了一个集运动场馆、湖畔营地、装备零售与宠物友好于一体的公园式商业消费新场景。

3) 百联 ZX 创趣场：探索趣缘社群的二次元异世界。2023 年 1 月 15 日，国内首座聚焦次元文化的商业体——百联 ZX 创趣场在上海南京东路开业。以 ACGN 为核心的二次元文化由多元分支的小众圈层构成，而百联 ZX 基于趣缘社群的导向，在 7 层的楼层规划中，引进了包括万代魂 TAMASHII NATIONS（海外首店兼中国大陆首店）、VR ZONE SHANGHAI、MegaHouse（世界著名手办品牌中国首店）、三月兽、东映动画、都爱漫（东京电视台）等在国际上具备绝对号召力的兴趣向品牌，涵盖从零售、娱乐社交到餐饮的次元文化全业态。百联 ZX 将这些热门 IP/品牌进行高度整合，并将沉浸式体验融入商业运营，不仅吸引核心玩家，也通过潮流文化与动漫主题活动辐射泛二次元消费者。除此之外，百联 ZX 以动漫和二次元文化为核心打造圈层社交运营和沉浸式体验，独创了“创趣制作人”的共创模式，通过百联 ZX 的内容与影响力为他们提供支持，赋能内容创作者，助力中国原创作者的成长与发展。百联 ZX 与本土创意人连结的初衷，是以探索多元文化的可能性为起点，进而关注本土的特色文化资产。百联 ZX 已经与二次元细分圈层的各类创作者积极合作，以期让更多优秀内容得以被挖掘展示，并与模型制作、改造的知名 B 站 UP 主等创趣制作人进行内容和创意上的深度绑定合作。

图表 42. 成都此地 CyPARK 定位为国内首个骑行主题的多元社群聚集商业公园



资料来源：飙马商业地产，谷德设计网，中银证券

图表 43. 成都麓湖 WAVE-BOX 海浪公园



资料来源：澎湃新闻，中银证券

图表 44. 百联 ZX 创趣场



资料来源：百联集团官网，中银证券

4.6 主理人商业地产：通过价值观来驱动私域生态，形成非标溢价

主理人品牌已经成为塑造商业场景的一部分，也越来越成为商业业态与运营差异化的必要手段之一。通过企划者与主理人扶持共创，助力优秀内容/品牌的建立与运营，促进项目新业态在地孵化与生长。主理人品牌通常有明确的价值主张，始于主理人对于某件事物的热爱、兴趣或者信仰，这是主理人商业的原力，通过价值观来驱动私域生态，认同主理人价值观的消费者会产生社群共振情绪，选择支持主理人商业的良性运转，主理人商业能超脱一般的产品，是因为主理人的热爱和独特的设计能形成非标溢价。但同样，主理人面临的挑战是资金短缺、信息不对称、渠道壁垒、运营经验不足、抗风险能力弱，以及产品同质化、品牌塑造乏力、复制性较低等。当前，主理人品牌已经是非标商业的标配，而主理人含量的多少是我们界定主理人商业地产的标准（主理人商业地产中主理人品牌浓度较高，普遍占到商业项目体量的 10%-30% 的比例），涉及较多主理人品牌且没有其他更为明显特质的商业地产，我们将其归类为主理人商业地产。

主理人商业地产典型案例有：

1) 杭州·保利时光里：杭州保利时光里是保利布局浙江的首个时光系商业体，共引入杭州滨江区首店品牌 24 家，占比 24%；除了有星巴克臻选、M Stand、喜茶、必胜客、东大方、City Bazaar 等系列优质连锁品牌，还聚合了一众个性十足的主理人品牌，共计 16 家，占比 16%，来自精品美食、艺术文创、酒咖社群、生活方式等等多个领域。主理人品牌有集工艺商店、手工艺展览等于一体的综合空间“新造”；以漫画为主题，融合二手书籍、黑胶唱片、旧磁带等的二手书店“风雨喫茶”；呈现川菜国际化“MAMA 精致川菜”；呈现手法饰物的“裤爷”、主打新中式国风甜品的“来日可期”。值得注意的是，由于主理人品牌并非成熟的品牌体系，无法拥有强大的团队去支撑。如何平衡主理人品牌运营和项目盈利之间的问题，杭州保利时光里有其自主打法：一方面，项目依旧积极引入全国知名主理人品牌，不断聚合项目“主理人品牌效应”；另一方面，项目还推出“主理人帮扶计划”，通过切实有用的运营帮扶措施，与品牌共同成长。此外，杭州保利时光里还联合“风雨喫茶”、“你又瘦了小酒馆”、“跳海酒馆”、“TIME PAZZLE”等主理人品牌打造了几十场活动，活动主题丰富多元。

2) 杭州天目里：天目里的开发运营持有方是江南布衣的创始人，本身就是主理人的身份，既是商业经营者，也是产业导师。天目里的建筑本身就是主理人共创的产物，由普利兹克奖得主伦佐·皮亚诺设计，16 个主理人团队参与空间功能规划。项目聚集了 100+主理人团队，涵盖艺术、设计、

出版、餐饮等领域，但其终极目标不是做商业项目，而是“孵化中国原创设计力量”。主理人包括知名设计师张永和、独立出版品牌“假杂志”创始人言由、先锋餐饮主理人段誉等。商场1楼的“ontemporary”买手店，由主理人团队精选全球设计师作品，同时为国内新锐设计师提供首秀舞台；4楼的“单向空间”不仅是书店，更是设计师沙龙和行业论坛的举办地。

3) 顺德·ALSO：由美的集团投资，天目里团队策划运营。定位为共创型综合文化商业体，由于临近美的集团，因此也是美的集团的商务配套商业街区。顺德·ALSO以主理人共创社区为核心理念，引入了30多家主理人品牌（主理人品牌占比超六成），其中涵盖文化、艺术、生活方式、买手百货、潮流零售、在地品牌以及餐饮业态。其中引入10余家知名品牌的华南首店，并共创孵化10余家本土品牌，构建了一个复合的品牌矩阵，奠定了项目的创意基调。其中，不仅有全国连锁的知名品牌：许知远创办的文化创意品牌单向空间、混搭商业“影院+餐厅”的三克映画、源起杭州的时尚服饰品牌江南布衣等；也有年轻的本土原创品牌如两位广东女生设计运营的寻日无限公司，以及“像便利店一样的杂货铺”的Badmarket，为年轻消费者们提供设计感十足、风格多元的生活小物。

图表 45. 杭州天目里



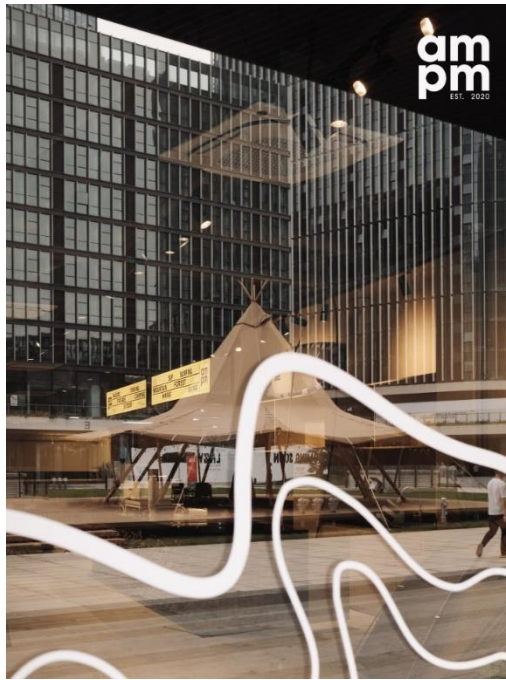
资料来源：杭州杂志，杭州产业地产研究院，中银证券

图表 46. 杭州·保利时光里



资料来源：保利商旅官网，中银证券

图表 47. 顺德·ALSO



资料来源：顺德发布，中银证券

4.7 历史文化街区型商业地产：巧妙的将历史、文化和现代商业相融合，保留在地特色文化，融入现代商业的创新理念

历史文化街区型商业地产是指在历史文化街区基础上进行开发和运营，融合历史文化遗产、文化元素与商业功能的商业地产类型。对于历史文化商业街区来说，文化活化是街区的灵魂，应深挖在地特色文化，通过保护和传承这些文化遗产，增强街区的独特性和吸引力，如对历史建筑、传统工艺、民俗文化等进行保护和传承。同时，还应将在地特色文化融入街区设计中，增强街区的文化内涵，如通过在街区中设置博物馆、展览馆、文化墙等，充分展示在地特色文化，让消费者在休闲购物的同时了解当地的特色文化。此外，还需要引入特色商业业态，除了传统的购物、餐饮等业态外，还应围绕街区主题定位，引进一系列文化消费相关品牌，及首店品牌和网红品牌，丰富街区的文化内涵和特色。同时，品牌店铺应突出个性多样和灵活多变的特点，让每个商铺都成为一个独特的文化景点。

历史文化街区型商业地产典型案例有：

1) **上海张园**：张园地处上海市静安区南京西路风貌保护区核心位置，总建面约 6.25 万平，至今已有 140 余年历史，曾是上海第一名园，也是上海现存规模最大、保存最完整、建筑风格最丰富的石库门建筑群。项目于 2022 年底对外开放西区，是上海首个“保护性征收”城市更新标杆，由上海静安置业集团与太古地产合作运营，定位为“高端商业聚集地”，在设计上充分保留了石库门里弄中西合璧的特点，并将潮流文化、艺术、时尚等元素赋予到一幢幢历史建筑中。改造中对 13 处市优秀历史建筑进行“一幢一档”保护性修缮，并携手 LVMH、历峰、开云三大集团，打造国内首个艺术跨界融合的城市更新商业社区。张园西区定位为高端商业聚集地，整体以新品牌和重奢品牌为主，突出品牌的“首店”“首秀”“首发”。项目引入了安垵第俱乐部、蓝瓶咖啡、宝格丽香氛、BY FAR、迪奥、古驰、路易威登、酩悦香槟、而意、法国希思黎、江诗丹顿等一系列重奢品牌。此外，西区也已发展为众多品牌的首选活动场地之一，吸引了众多品牌先后在此打造潮流快闪活动。

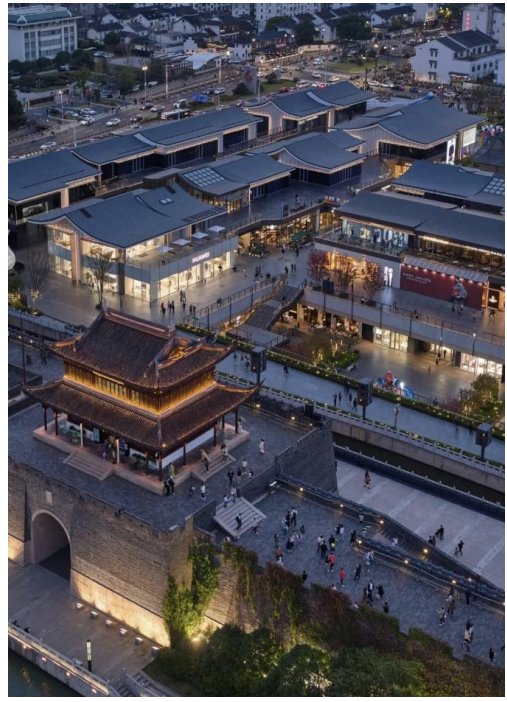
2) **苏州仁恒仓街**：仁恒地产 2016 年拿下了苏州核心区仓街附近地块，打造出了苏州·仁恒仓街。项目是典型的街区型商业项目，定位为华东区域重奢商业项目，且是低密开放式街区型项目。因位于古城核心区，项目根植于苏州文化土壤，自带文旅基因。仁恒仓街总建筑面积约 14 万平，内包含相门广场、平江广场、仓街广场、码头广场、选翠庭院等多个公共空间，项目通过保留修复民国“故居花园”、清代“凤凰厅”等历史建筑，并与相门古城墙等景观呼应，打造古今交融的商业与文旅地标。项目由地上新园林开放式街区和地下三层购物中心构成，建筑设计融合现代手法与苏州传统“粉墙黛瓦”及丝织技艺灵感。定位高端，引入 Maison Margiela、Jil Sander 等国际品牌，其中约 70% 为苏州、江苏甚至中国首店。

图表 48. 上海张园



资料来源：华夏时报，颠马商业地产，中银证券

图表 49. 苏州仁恒仓街



资料来源：观点地产网，中银证券

4.8 工业遗存型商业地产：以旧工业遗址为载体，通过改造保留一定标志性的工业遗存，植入现代商业

在城市发展大背景下，工业遗存下来的老厂房、旧工业（纱厂、水厂、码头、驿站等）较多，工业遗存型商业地产，以旧工业遗址为载体，通过改造保留一定标志性的工业遗存，并植入生态景观与现代商业（如市集、露营、艺术展）等，融合文化、旅游等多元业态，创造新的消费场景。

工业遗存型商业地产典型案例有：

- 1) **北京首创·郎园 Station**：首创郎园 Station 位于朝阳区半截塔路 53 号，原是上世纪 60 年代的北京纺织仓库。项目占地 203 亩，拥有铁路专用线，并完整保留了 30 座仓库和 2.23 公里产权铁路，见证着纺织业发展与时代变迁。通过工业遗迹展览、非遗手作体验等活动，让年轻人在休闲中完成文化感知。在保留原有建筑风貌和历史特色的基础上，将引入先进科技与艺术元素相结合，在空间设计、功能规划等方面进行优化和改造。在首创郎园 Station 周边将形成一个集文化、艺术、商业等多种功能于一体的综合性社区。
- 2) **成都东郊记忆**：东郊记忆是市委市政府交由成都传媒集团在原国营红光电子管厂旧址改建而成的文创园区，是国内城市中心区域面积最大的工业遗址文创产业聚集区。从 2011 年 9 月建成运营以来，由成都传媒集团所属全资子公司成都传媒文化投资有限公司负责运营，园区先后获得“国家音乐产业基地”“国家文化产业示范基地”“国家 AAAA 级旅游景区”“国家工业遗产旅游基地”等多项国家级授牌，但一直存在产业定位不精准、主导产业不突出、业态布局较低端等问题，曾经历连续 10 年亏损。2021 年，集团针对下属国有独资公司团队运营园区存在的经营机制不活、专业程度不高的症结，引入专业运营机构（东方正火文化传媒有限公司）整体运营园区，实施园区运营机制转换，推进整体转型升级。2021 年开始东方正火文化传媒有限公司以新国潮、新文创为消费升级方向，打造七个定位不同的“组团”，组团形式让东郊记忆有了更为清晰、明确的游逛动线。从 2022 年开始，在东郊记忆出现更多潮流品牌、创意办公+创意商业新生态的“7 号创意集盒”、“北街美食区”。2023 年东郊记忆全年招调品牌商户近 200 家，其中首店招引突出，包括全国首店 9 家、西南首店 14 家、成都首店 30 余家，强化了东郊记忆背后国潮、原创、青年的定位。根据人民网数据，2023 年东郊记忆园区平均租金价格达到 95 元/平/月，比改革前 50 元/平方米/月，增长 90%，园区物业出租率由 68% 提升至 94%；2023 年实现园区租金收入 8176 万元，同比增长 13%；园区商家实现营收 11 亿元以上，较改革前 4.2 亿元/年，增长 161%。

3) 上海 EKA 天物: EKA 天物位于上海浦东新区金桥路 535 号, 原为上海航海仪器总厂, 是 1869 年海关浦东工厂旧址, 保留中船历史印记, 存量盘活改成了 30 多栋各种形态的低密商业建筑, 成为“工业遗存+航海主题+策展型商业”的新消费场景。项目占地面积约 100 亩, 商业面积约 6 万平。2021 年启动改造, 保留 100 余棵百年古树及 40 栋历史建筑, 总投资近 5 亿元。2024 年 6 月, A 区开街, 引入兰巴赫浦东首店、Paulmann 上海首店等品牌, 首月客流量破 50 万人次。2024 年国庆举办黑市复兴市集、电子音乐节, 单日客流峰值达 2 万人次。2025 年 5 月全面开业, 获评“上海市工业旅游景点”“长三角文旅创新案例”。业态创新方面, 40% 艺术展览+30% 首店品牌+20% 社群活动, 打造“无界融合”生态。

图表 50. 北京首创·郎园 Station



资料来源: 北京首创·郎园 Station 官网, 中银证券

图表 51. 成都东郊记忆



资料来源: 人民网, 中银证券

图表 52. 上海 EKA 天物



资料来源: 商业视界, 中银证券

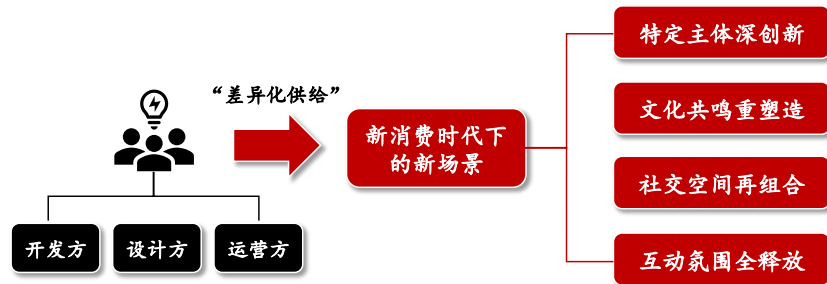
5 开发方、设计方、运营方可以如何打造差异化的新场景？

消费场景是连接消费者与产品服务的重要纽带。在新消费时代下，消费场景不再局限于传统的购物场所，而是呈现出多元化、个性化的发展趋势。这些新场景不仅满足了消费者日益丰富的需求，还创造出全新的消费体验和价值。

对于开发方、设计方、运营方来说，都需要跳出原来的模式，去打造“差异化供给”。我们认为，可以通过以下几种方式来打造新消费时代下的新场景。

- 1) **特定主体深创新**。精准击中某一类特定人群的个性化需求，深度创新，有“舍”才有“得”，培养自己的强粘性客户群体。
- 2) **文化共鸣重塑造**。打造具有地域文化特色的商业环境，将城市文化基因注入商业空间设计与运营，比如北京首创·郎园 Station 的老厂房改造项目，通过工业遗迹展览、非遗手作体验等活动，让年轻人在休闲中完成文化感知，通过沉浸式场景让年轻人自然感受文化内容，并非说教式灌输，这种文化传播形式更易引发情感共鸣。
- 3) **社交空间再组合**。强调多元动线设计，弱化商业目的性，突出空间的社交属性与松弛感，例如成都 REGULAR 源野、深圳大运天地等“公园式商业”场景，年轻人可以在这里自由散步、休憩聊天，允许消费者“不消费”，而非被强制引导至消费区域。
- 4) **互动氛围全释放**。把话语权交给消费者，注重年轻人的“情绪消费”需求，其通过场景营造与价值传递，为年轻人提供了重要的情绪出口，实现“价值共鸣”，例如在上海 TX 淮海，艺术展览与潮流文化的结合为年轻人提供了自我表达的渠道。

图表 53. 开发方、设计方、运营方可以通过多种方式打造差异化的新场景

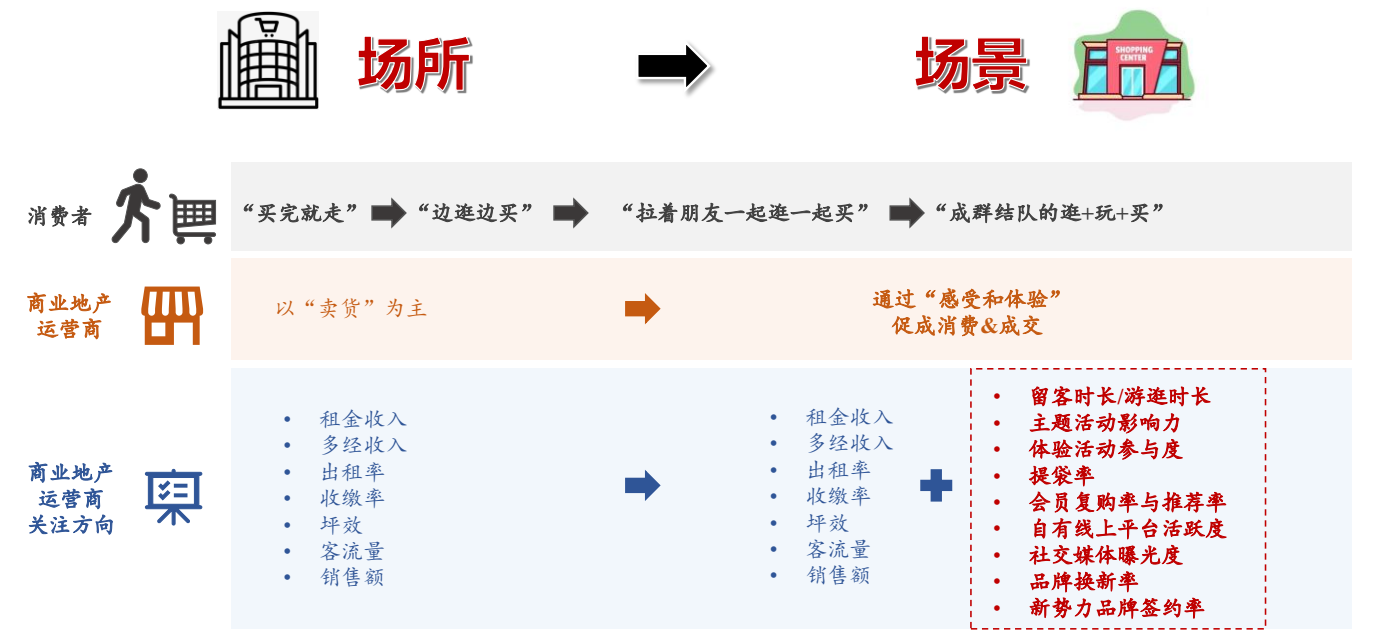


资料来源：中银证券

我们认为，从“场所”到“场景”，给商业地产带来了重大机遇。让消费者从“买完就走”到“边逛边买”，到“拉着朋友一起逛一起买”，到“成群结队的逛+玩+买”，中间的提升过程，都有可能伴随消费者的“掏兜”行为。而作为商业地产运营商来说，感受和体验成为留住年轻人时间的重要因素。“允许消费者不消费”反而可能会带来更多的消费。

运营商可能也需要重新考虑评判指标，在原先关注的租金收入、多经收入、出租率、收缴率、坪效、客流量、销售额等基础上，可以更多的去关注：留客时长/游逛时长、主题活动影响力、体验活动参与度、提袋率、会员复购率与推荐率、自有线上平台活跃度、社交媒体曝光度、品牌换新率、新势力品牌签约率等等。

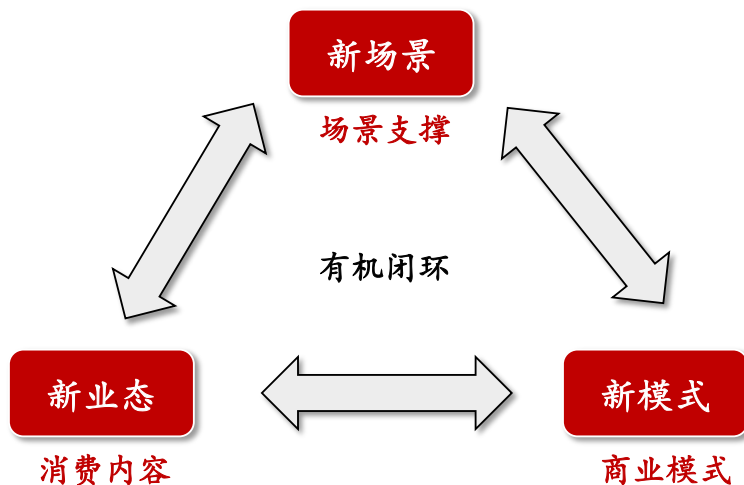
图表 54. 从“场所”到“场景”，给商业地产带来了重大机遇



资料来源：中银证券

随着“新消费”时代的到来，聚焦年轻人而产生的新商品业态的陆续崛起。政策也在积极扶持。在提供了“新场景”后，商业地产商如何创新服务模式以及触达方式，来契合新消费需求与习惯也是一门不小的学问。我们也将在今后的系列报告中进一步深入研究和探讨。我们认为，新消费下的“新场景、新业态、新模式”并非孤立存在的关系，而是形成“消费内容——场景支撑——商业模式”的有机闭环，是新时期消费结构优化升级、消费基础设施升级、商业模式升级的内在要求。

图表 55. 新消费下的“新场景、新业态、新模式”并非孤立存在的关系，而是形成“消费内容——场景支撑——商业模式”的有机闭环



资料来源：中银证券

6 投资建议

“十五五”期间消费存在政策提振的机会，优质的商业地产是典型的红利资产。而以往同质化的传统存量商业已经无法满足当下多样化的新消费需求，商业地产有必要积极调改转型，围绕消费群体偏好变化进行新业态、新呈现形式的创新探索，打造新消费的实体商业场景，未来商业地产领域机遇或将增加。我们认为，头部优秀的商业地产及商业地产运营公司有较高护城河，即使在过去几年消费降级冲击下，仍具有稳定性。从去年以来，我们就已经持续推荐商业地产板块，随着商业不动产 REITs 政策的正式出台以及首批 REITs 的申报，我们预计 2026 年商业不动产 REITs 将加速发力，后续将有更多企业参与申报发行行列。持有性运营型房地产的行业大环境也会有所改善。

未来房地产的新模式也会从原先的追求投资开发增加值转向运营服务增加值，我们建议提前关注相关布局的商业运营公司。我们建议关注两条主线：1) 积极探索新消费时代下的新场景建设和运营模式的商业地产公司：大悦城、华润万象生活、太古地产、瑞安房地产、百联股份；2) 存量资产成熟稳定、具备成熟商办资产和运营能力、作为商业不动产 REITs 发行主体优质可靠的标的：保利发展、华润置地、招商蛇口、中国海外发展、茂业商业、武商集团。

7 风险提示

居民消费超预期下行：居民消费的复苏与持续性仍有待观察；

商业地产租金波动风险：商业地产租金可能存在下行压力，运营收益产生波动；

行业竞争加剧：商业地产行业已经步入存量时代，竞争加剧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371