

## 房地产行业深度研究报告

## 购物中心——被低估的稳定现金流资产

- 购物中心将餐饮、零售、体验等消费业态聚合在一起，以最高效的形式满足消费者线下消费需求，已成熟的头部购物中心具有较深护城河。1) 居民餐饮、部分零售、娱乐休息消费具有社交及体验属性，主要依赖线下渠道。根据中心地理论及集聚经济原理，将线下消费的业态集中布局在合适的中心地，能达到最佳的经济效益。购物中心将客户线下需求聚合到一起，使消费者以高效率满足消费和娱乐需求，同时使线下商户以最低的成本获客，是适应当前消费者生活方式的最佳线下进化形态，成为线下最大的消费流量场。2) 目前城市框架基本成型，已成熟的头部购物中心较难被颠覆，其位于区域中心或多条轨交覆盖，除非出现位置更合适、体量更大且体验感更强的替代者。
- 成功的购物中心一般需要好的地段、合适的客群定位以及强运营能力，三者缺一不可；购物中心运营公司的护城河在于选址定位能力、运营能力及规模效应。1) 地段是购物中心所处的城市和区位，决定了购物中心业绩的天花板，客群定位是否正确是购物中心开业成功的先决条件，在前二者的基础上强运营能力保障购物中心的长期经营。2) 购物中心的经营是典型的 know-how 业务，包括如何选址、定位、招商、运营，这需要操盘数量和时间的积累，头部商管公司或商业地产公司在管购物中心数量多，地段选择、客群定位的经验以及强运营能力都可以快速复制到新的项目中，操盘成功的概率更高。
- 重奢购物中心的护城河在于顶奢品牌资源，处于竞争格局稳定的市场或具有垄断优势的重奢购物中心能保持业绩稳定。1) 重奢购物中心零售业态占比近70%，人数占比10%的重客（年消费30万以上）消费额占比至少40%，并对头部奢侈品牌的黏性强，其消费行为具有抗周期性。2) 头部奢侈品牌对重奢购物中心租金贡献度高，因此重奢购物中心的护城河在于有足够数量的头部奢侈品牌门店。3) 大部分存量重奢购物中心已进入成熟期，处于竞争格局较稳定的高能级城市以及具有垄断地位的重奢购物中心稳定性更强。部分重奢购物中心还通过强大的运营能力打败竞争对手、不断调改等保持业绩，具有α属性。
- 体量足够大、体验感强且洞悉消费趋势、及时引入需求增长的业态和品牌的非重奢购物中心能保证客流、零售额以及租金。1) 非重奢购物中心壁垒低，数量多，竞争激烈，运营的关键在于客流，需要把多种线下消费场景聚合在一起，产生“客流虹吸效应”才能对抗激烈的竞争以及行业下行。2) 从消费者需求和业态盈利能力来看，最稳定的模型或许满足10万方以上且交通便捷或地铁上盖，能覆盖全客层的一站式消费项目，竞争激烈的高能级城市至少需要20万方。4) 高能级城市竞争激烈，对运营能力要求更高；三四线城市购物中心对街边店和商业街形成降维打击，单个市场空间有限，需要占据先发优势。
- 投资建议：头部优秀的购物中心及购物中心运营企业有较高护城河，消费降级冲击下仍具有稳定性。购物中心是目前最高效满足消费者线下需求的业态，头部优秀的购物中心洞悉消费趋势变迁，通过及时引入需求增长的业态和品牌，对抗行业下行，保证其客流、销售额和租金的稳定。已建立优势的成熟购物中心较难被颠覆，除非出现位置合适且体量更大、体验感更强的竞争者。经营购物中心是典型 know-how 的业务，需要长期积累，且具有规模效应。建议重点关注专注重奢赛道、内地购物中心具有竞争优势的太古地产、华润置地、中国国贸，运营能力突出、在管购物中心组合稳定性强的商管公司华润万象生活，以及底层资产在当地市场具有竞争力的消费类 REITs。
- 风险提示：居民消费超预期下行，行业竞争加剧。

## 推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com

执业编号：S0360522110001

联系人：杨航

邮箱：yanghang@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	107	0.01
总市值(亿元)	11,728.74	1.16
流通市值(亿元)	11,191.91	1.39

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	3.8%	26.7%	-0.6%	
相对表现	0.2%	7.4%	-14.3%	



## 相关研究报告

《房地产行业周报（2025年07周）：广东多地加速推进专项债收储，节后二手房复苏强于新房》

2025-02-18

《房地产行业重大事项点评：“小阳春”背后的逻辑谬误》

2025-02-14

《房地产行业周报（2025年06周）：加大保障房建设及中长期融资支持，新房二手房成交回升》

2025-02-11

## 投资主题

### 报告亮点

与市场认为购物中心普遍受到消费降级冲击不同，购物中心是线下最大的消费流量平台，虽然经济下行对线下消费有一定冲击，但对于头部优秀的购物中心，其 1) 仍是满足居民线下消费、社交、体验、情感等需求最重要的平台，因为居民总有部分需求需要在线下满足，而从商业体演变方向看，一定是效率高、极大冲击消费者感官的业态更好，也就说明了购物中心为什么是极佳的线下消费流量载体；2) 仍是商家高效承接客流量的聚集地，从商家开店铺角度考虑，聚集的客流是开店的优选，且一部分有展示需求的产品如汽车、高价值商品等，也必然得通过展示铺位打造品牌形象；3) 可以在消费趋势变迁中，及时调整业态和品牌，虽然消费总体有一定下行压力，但头部购物中心有招商和运营优势，能及时将细分增长的需求聚集到建筑里，即掐尖消费者需求，从而保证购物中心的客流量、销售额和租金。

经营购物中心本质是经营流量的平台，其具有较高的门槛。1) 从已经成熟的单个购物中心的角度，地段、定位、运营能力保障购物中心持续保持优势地位，除非出现位置合适且体量更大、体验感更强的购物中心，不然一般已建立优势的购物中心较难被颠覆。2) 从购物中心运营企业看，具有较强的护城河，因为经营购物中心是 know-how 的工作，需要长期的积累，且具有规模效应，一方面更多的购物中心经营可以建立招商、抓住客户消费趋势等优势，另一方面更多的购物中心意味着更大的拿地优势。

### 投资逻辑

头部优秀的购物中心及购物中心运营企业有较高护城河，消费降级冲击下仍具有稳定性。购物中心是目前高效满足消费者线下需求的业态，是线下最大的消费流量平台，头部优秀的购物中心洞悉消费趋势变迁，通过及时引入需求增长的业态和品牌，对抗行业下行，保证其客流、销售额和租金的稳定。已建立优势的成熟购物中心较难被颠覆，除非出现位置合适且体量更大、体验感更强的竞争者。经营购物中心是典型 know-how 的业务，需要长期积累，且具有规模效应。建议重点关注专注重奢赛道、内地购物中心具有竞争优势的太古地产、华润置地、中国国贸，运营能力突出、在管购物中心组合稳定性强的商管公司华润万象生活，以及底层资产在当地市场具有竞争力的消费类 REITS。

# 目 录

一、购物中心能一站式满足居民消费需求，本质是最大的线下流量平台 .....	6
二、优质购物中心具有先发优势，成熟的商管公司则具有较深护城河 .....	10
（一）地段决定购物中心的上限，理想地段需城市能级高、竞争程度低且区位人口消费潜力大 .....	10
（二）精准的定位是购物中心成功的先决条件，建筑形态、动线、业态配比、品牌层级等需要适配目标客群 .....	13
（三）运营能力决定了购物中心的兑现度，重点在于能否洞悉消费趋势并及时调整品牌 .....	17
三、重奢购物中心的护城河在于顶奢品牌资源，非重奢购物中心客流是关键 .....	21
（一）10%的重奢贡献超 40%的消费额且对头部品牌黏性强，头部奢侈品牌租金贡献高 .....	21
（二）非重奢购物中心竞争激烈，体量 10 万方以上且运营能力强或能长期经营 ..	28
四、投资建议 .....	34
五、风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1	餐饮、高端购物、文化娱乐等消费以线下消费为主	6
图表 2	实物商品网上零售额占比逐步趋于稳定	6
图表 3	市场原则下的中心地系统	7
图表 4	西城区中心地为西单商圈	8
图表 5	西安市因规划结构形成多个中心地	8
图表 6	重点城市城镇居民人均可支配收入及消费倾向	10
图表 7	2023 年部分高能级城市社零总额	11
图表 8	2023 年全国主要零售额超 100 亿购物中心/百货商场	11
图表 9	部分城市人均购物中心面积	12
图表 10	2025 年上海预计筹开各类购物中心约 50 个	12
图表 11	不同层级消费圈覆盖客流范围	13
图表 12	北京主要商圈分布	13
图表 13	上海主要商圈分布	13
图表 14	西单商场首层层高较低	14
图表 15	西单商场建筑形态为百货商场模式	14
图表 16	常见商业动线类型	15
图表 17	采用线形动线的购物中心	15
图表 18	采用环形动线的购物中心	15
图表 19	采用辐射形动线的购物中心	16
图表 20	迪拜购物中心采用组合动线	16
图表 21	绿地紫峰购物广场平面图	16
图表 22	绿地紫峰购物广场客流少	16
图表 23	天安千树购物中心造型独特	17
图表 24	朝阳合生汇内部场景	17
图表 25	运营能力拆解	18
图表 26	部分核心城市社会消费品零售总额累计同比	18
图表 27	部分国内服装集团 2024 年上半年营收及净拓店数均下降	19
图表 28	户外运动消费普遍集中于装备、服饰的购买	19
图表 29	头部商管/商业地产公司合作品牌数量	19
图表 30	西安万象城的生命之树	20
图表 31	上海五角场合生汇二次元 IP 活动统计	20
图表 32	华润万象生活 2024 年上半年大会员数量较 2023 年底增长 13%	20
图表 33	重奢购物中心零售业态占比近 70%	21

图表 34	重奢购物中心零售业态档次不断提升 .....	21
图表 35	老客中重客数量仅占约 10% .....	22
图表 36	老客中重客消费支出占至少 40% .....	22
图表 37	中客奢侈品年支出金额 20-30 万、15-20 万的客群占比较稳定 .....	22
图表 38	重奢商场租售比约在 10-12% .....	23
图表 39	高能级城市重奢购物中心头部奢侈品牌入驻情况 .....	23
图表 40	区域型业主方经营数量有限 .....	24
图表 41	国内主要全国型重奢商业地产公司及运营商 .....	24
图表 42	国内部分高能级城市重奢购物中心分布 .....	26
图表 43	沈阳万象城零售额持续增长 .....	27
图表 44	部分重奢购物中心 2024 年上半年经营情况 .....	27
图表 45	开业近 14 年的沈阳万象城 .....	28
图表 46	沈阳万象城升级改造后的会员空间 .....	28
图表 47	不同类型非重奢购物中心业态占比 .....	28
图表 48	经营项目数量 TOP20 购物中心企业 .....	29
图表 49	2024 年度人气购物中心 TOP100 商业体量区间分布 .....	30
图表 50	购物中心各业态租售比盈亏标准 .....	30
图表 51	青岛万象城和青岛 CBD 万达广场各业态品牌数量（个）及比例（%） .....	31
图表 52	宝山经纬汇客流较少 .....	32
图表 53	同体量的上海万象城和爱琴海购物中心 .....	32
图表 54	上海万象城零售额月坪效持续高于爱琴海购物中心 .....	32
图表 55	吾悦商管 2024 年租金收入同比增长 13% .....	33

### 一、购物中心能一站式满足居民消费需求，本质是最大的线下流量平台

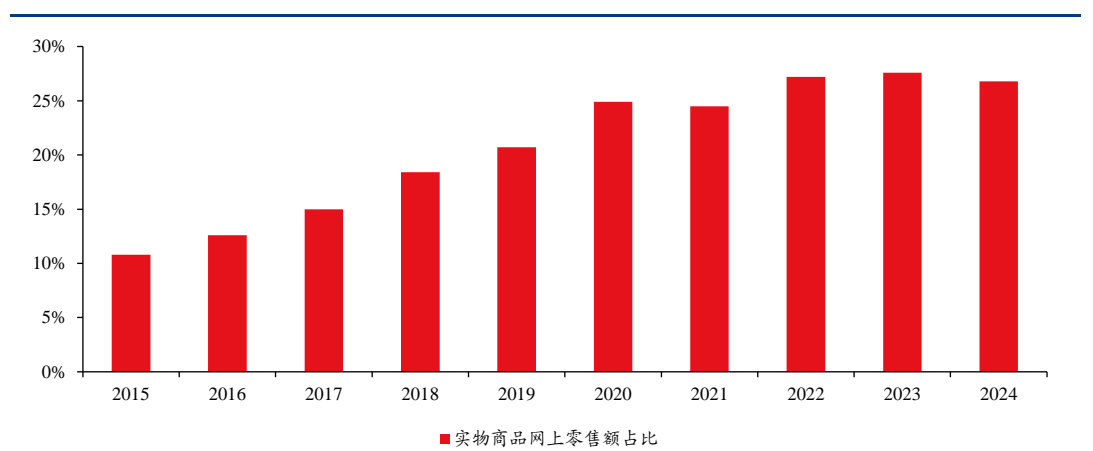
居民餐饮、高端消费、体验消费等天然依靠线下渠道，线上实物消费占比逐步趋于稳定。居民的消费需求包括生存型消费、享受型消费、发展型消费，其中餐饮消费具有社交、享受的需求，以线下体验为主；成衣、珠宝、配饰、手表、箱包等在内的高端购物，消费者更加注重商品的品质、使用感受以及服务体验，主要销售途径为线下门店；文化娱乐、美容健身等体验型业态天然以线下为主。2024 年全国实物商品网上零售额 13.1 万亿元，占社会消费品零售总额的 26.8%，逐步趋于稳定。

图表 1 餐饮、高端购物、文化娱乐等消费以线下消费为主

消费类型	主要消费种类	消费形式
生存型消费	食品	线上、线下
	餐饮	线上、线下
	衣着	线上、线下
	住房租赁与销售	线下
	公共交通	线下
享受型消费	旅游	线下
	餐饮（中高端）	线上、线下
	高端购物	线下
	文化娱乐	线上、线下
	美容健身	线下
发展型消费	教育	线上、线下
	职业培训	线上、线下
	文化艺术	线上、线下
	健康医疗	线下

资料来源：华创证券整理

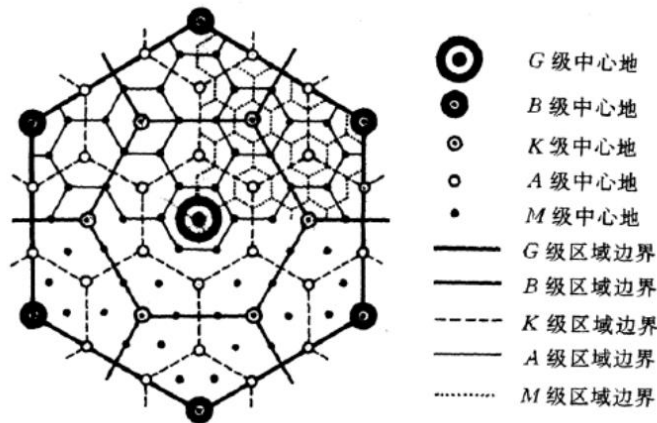
图表 2 实物商品网上零售额占比逐步趋于稳定



资料来源：Wind，华创证券

根据中心地理论及集聚经济原理，满足消费者多元需求的业态集合可以根据不同等级中心地的市场边界和人口分布情况，布局在合适的中心地，能达到最佳的经济效益。1) 根据中心地理论，消费者到中心地（向周围区域居民提供物品和劳务的地点）购买商品或劳务的成本随离中心点距离增加而增加，消费者到中心地存在市场边界，即当距离超过一定限度，消费者会转向其他距离较近的中心点。交通线路和行政区域的分布往往也会影响中心地的布局。2) 高级中心地提供的商品和服务种类越多、级别更高、服务范围更广，高级中心地涵盖低级中心地的所有功能，低级中心地是高级中心地辐射范围的补充。3) 根据集聚经济原理，中心地（购物中心或商圈）将衣食娱乐等不同类型的业态集中在一起，使消费者在一个场地一次性满足多种需求，极大提高消费效率。

图表 3 市场原则下的中心地系统



资料来源：（德）沃尔德·克里斯塔勒《德国南部中心地理论M》（常正文，王兴中等译）

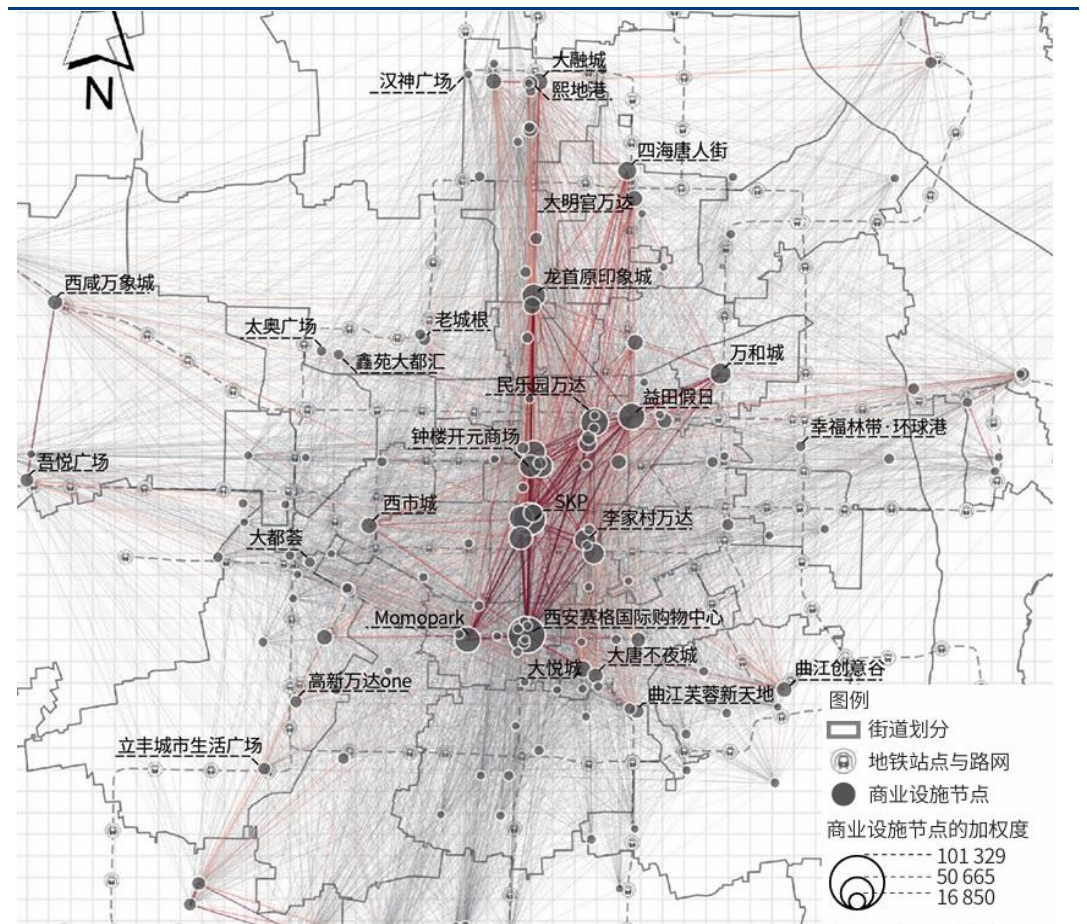
对中心地理论进一步的推演则是，消费者希望以最高的效率满足消费和娱乐需求，商户同样希望以最低的成本获客，这导致购物中心是适应当前消费者生活方式、城市规划建设、经济发展的极佳的线下进化形态。1) 商业地产的形态一直在迭代，但空间集聚带来的高效率是其演化的基础。2) 近代及之前城市商业空间以公共市集或室内集市为主，如我国近代的广州十三行、奥斯曼帝国时期的大巴扎等，一定程度上满足居民的购物需求，往往自发形成，缺乏规划。3) 百货大楼、步行街兴起于改革开放初期的1980年代，仍主要满足居民的购物需求。如百货商店的店铺之间没有玻璃或墙分割，靠货架区分，商品种类相对单一，主要以服装、日用品等零售业态为主，购物环境和服务相对简单。4) 2000年后大体量的购物中心崛起，其业态更加多元化，提供“零售-餐饮-娱乐等”一站式消费体验，逐步取代传统的百货大楼及步行街。尤其2011年后在电商的冲击下，传统百货大楼只能被动淘汰或积极改造。5) 商业地产从集市到百货大楼、步行街再到购物中心的迭代，表面是建筑形态的变迁，实质是在不断适应居民生活方式的变化，从满足单一的购物需求到满足购物、社交、娱乐等多元需求。6) 中心地理论广泛应用于城市功能区的规划、商业网点布局中，如北京的市中心区域西单商圈作为高级中心地，集中了大型购物中心、高端百货等商业服务设施，往外延伸还分布着百盛购物中心、庄胜广场等次一级的购物中心。

图表 4 西城区中心地为西单商圈



资料来源：百度地图

图表 5 西安市因规划结构形成多个中心地



资料来源：王嘉溪，周庆华，王庆军《竞合关系网络视角下城市大型商业设施布局优化研究》

购物中心本质是线下最大流量的建筑载体，而非单纯的消费载体，其是将客户线下需求聚合到一起，高效率刺激客户感官的强度，所以其承载的业态往往随消费者需求而改变。

1) 商家在店铺选址时也会运用中心地理论，选择在客流量大且消费需求旺盛的地段开店，正如网店商家往往会进驻流量大的线上平台，而不是自己运营购物网站。2) 据中购联报导，大部分购物中心业态占比从以往零售：餐饮：娱乐=52:18:30 的公认黄金比例逐步衍

化为零售：餐饮：娱乐=1:1:1。3) 餐饮和体验类业态天然会寻找最大线下流量场，餐饮业因引流能力强、客户黏性大、逗留时间长等优势占比有所提升。零售业态比例受线上消费冲击有所下降，但黄金珠宝配饰成衣箱包等高端零售业态以及品质较高的零售业态需要开设线下实体店进行展示，这是其经营模式的要求，高单价商品往往需要消费者对品牌和产品品质产生高度信任，购物中心是快速、广泛、直接展示品牌形象、品质的线下大流量场。4) 商家之间的集聚也会产生外部性，降低营销成本、促进信息交流等。

**购物中心能实现店-客流正向循环，是天然的聚客场，具有一定网络效应。**1) 对消费者而言，中心地(购物中心)是提供高效一站式体验的极佳地点；对商家而言，购物中心是提供线下流量的平台。购物中心入驻的品牌越多，越能满足消费者的各种需求(购物、社交、体验等)，吸引的客流越多，能够形成正向循环，使购物中心在线下成为最大的流量场。2) 根据阿里瓴羊×小风景《中国户外营销价值洞察》，2023年全国购物中心总量有1万多家，周客流量约1.4亿人，而在节假日单日客流量甚至能达到5000万人，购物中心是为数不多能吸引高人流量的场所。一线、新一线、二线的人口渗透率可以达到35%-45%。

## 二、优质购物中心具有先发优势，成熟的商管公司则具有较深护城河

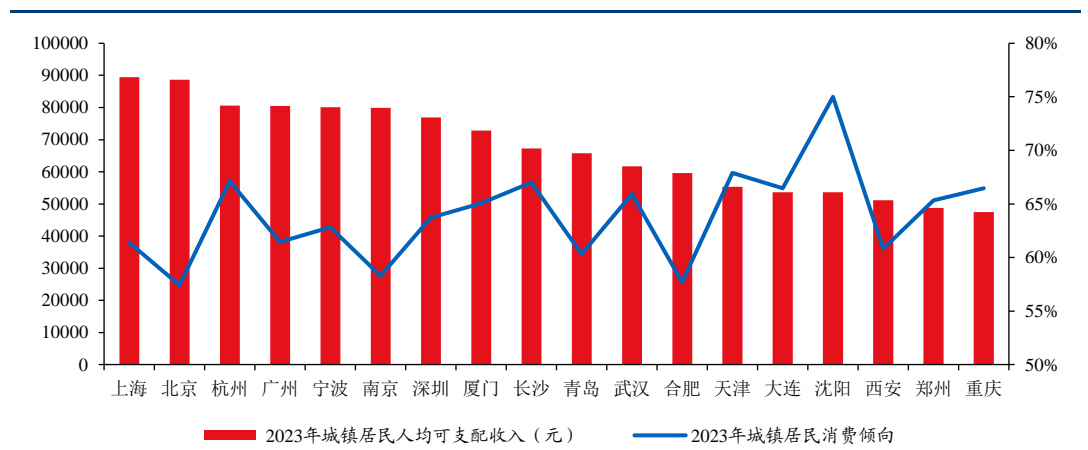
购物中心通过汇集丰富的业态和品牌成为最大的线下消费平台，对于购物中心而言，护城河为好的地段、合适的客群定位以及强运营能力，三者缺一不可。地段即购物中心所处的城市和区位，决定了购物中心业绩的天花板，客群定位是否正确是购物中心开业成功的先决条件，在前二者的基础上强运营能力保障购物中心的长期经营。对于商业地产公司或商管公司而言，护城河在于运营能力及规模效应。购物中心的经营是典型的 know-how 业务，包括如何选址、定位、招商、运营，这需要操盘数量和时间的积累，头部商管公司或商业地产公司在营购物中心数量多，地段选择、客群定位的经验以及强运营能力都可以快速复制到新的项目中，操盘成功的概率更高。

### （一）地段决定购物中心的上限，理想地段需城市能级高、竞争程度低且区位人口消费潜力大

购物中心地段的选择包括城市能级和区位的选择，城市能级越高，消费能力越强的地区往往购物中心零售额的上限就越高，区位反映的是周边辐射人群的特征。消费需求旺盛的城市往往购物中心供给越多，一线城市人均购物中心面积最高、竞争激烈程度最高。上海人均购物中心面积最高，超 1.2 平/人。理想的购物中心地段是城市能级较高、竞争激烈程度低、区位人口消费潜力大。

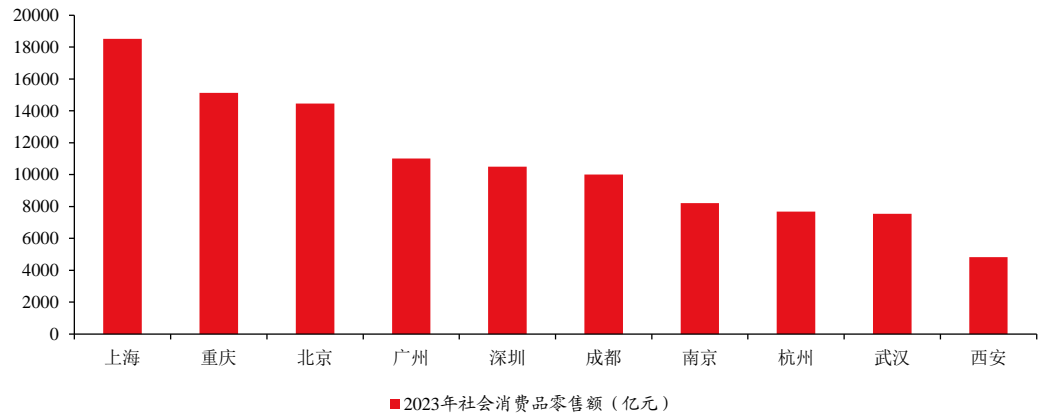
一个城市的商业消费空间与城市的人口数量、消费能力、消费意愿有关。1) 人口数量越多、人均可支配收入越高意味着城市能级越高，叠加消费能力越强，商业项目的经营环境和经营业绩上限更高。2) 有商业经验认为，单个规模商业项目销售额上限是当地社零总额的 10%，北京、上海、深圳、杭州等高能级城市能孕育并支撑百亿级的商业项目。根据联商网公布的 2023 年购物中心零售额数据，北京 SKP、北京国贸零售额均超 200 亿元，上海、杭州、成都均有 2 座超 100 亿元购物中心，南京德基广场零售额 239 亿元。

图表 6 重点城市城镇居民人均可支配收入及消费倾向



资料来源: Wind, 华创证券 (城镇居民消费倾向=城镇居民人均消费支出/城镇居民人均可支配收入)

图表 7 2023 年部分高能级城市社零总额



资料来源: Wind, 华创证券

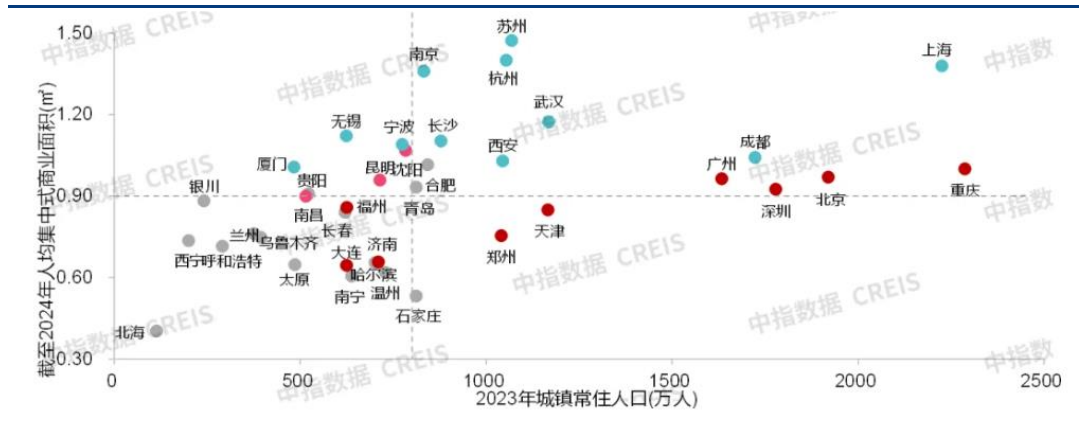
图表 8 2023 年全国主要零售额超 100 亿购物中心/百货商场

购物中心/百货商场	2023 年销售额 (亿元)
北京 SKP	265
南京德基广场	239
上海环球港	203
北京国贸	200+
武汉武商 MALL	181
上海恒隆广场	171
杭州大厦	140+
深圳万象城	130
成都太古里	115
杭州万象城	112
成都 IFS	112
杭州湖滨银泰 in77	102

资料来源: 联商网, 华创证券

消费需求旺盛的城市往往购物中心供给越多，一线城市人均购物中心面积最高、竞争激烈程度最高。1) 根据中指数据，截至 2024 年末，全国 3 万方以上已开业购物中心总数超 6600 个，总建筑面积约 5.8 亿平方米。其中五大城市群（长三角、珠三角、京津冀、成渝、长江中游城市群）占比约 60%，其中长三角、珠三角等东南沿海城市群内的一二线城市及部分三线城市均有较多购物中心，其他城市群仅部分核心城市商业发达。2) 一线城市存量购物中心规模较大，截至 2024 年末人均购物中心面积约 1.1 平方米，竞争激烈程度更高。以上海为例，人均购物中心面积已超过 1.2 平方米，预计 2025 年仍有约 50 个项目开业，且普遍集中在外环内，未来购物中心将迎来新一轮客流洗牌。二线城市城镇人均购物中心面积约 0.9 平方米，部分城市存在过剩的风险；三四线城市城镇人均购物中心面积较小，约为 0.4 平方米，但多数三四线城市人口基数小、消费能力有限、街边店较多，容纳空间比一二线城市低。

图表 9 部分城市人均购物中心面积



资料来源：中指研究院

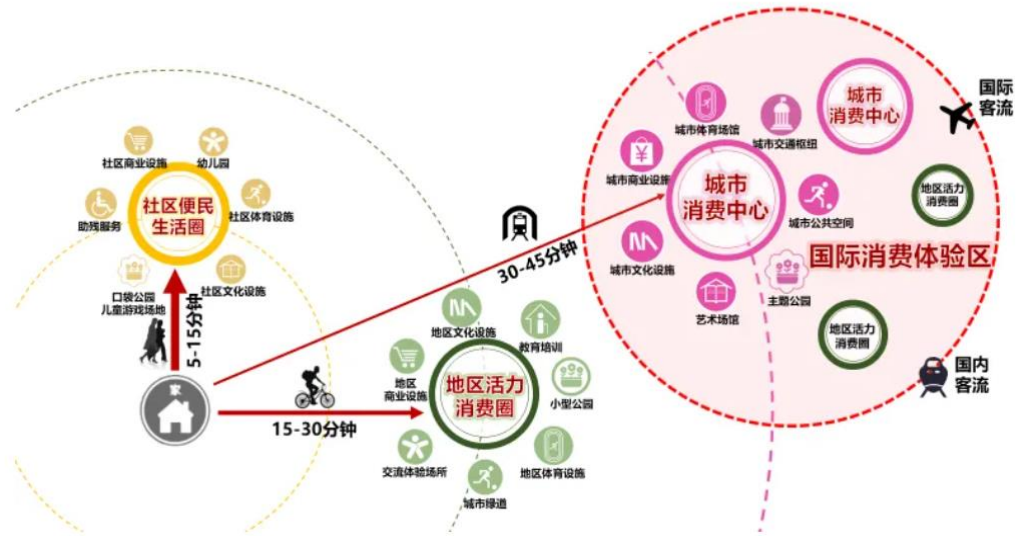
图表 10 2025 年上海预计筹开各类购物中心约 50 个



资料来源：中商数据, Mall 星人

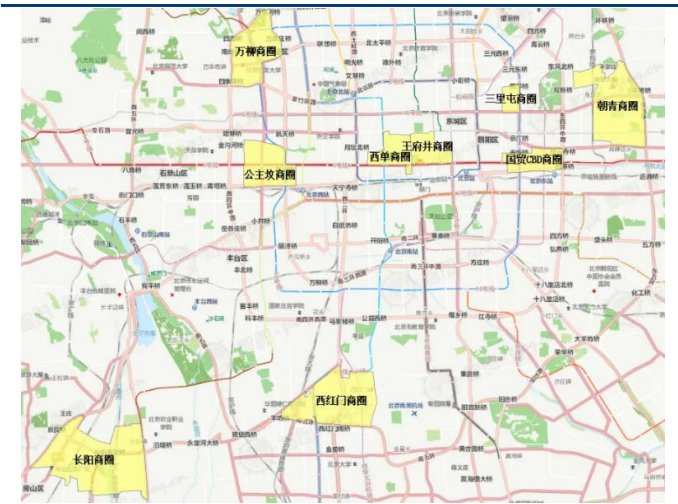
区位为购物中心在城市中所处的具体板块和位置，除了重奢购物中心能辐射全城甚至异地客群，区位对城市型、区域型、社区型购物中心的重要程度极高。1) 购物中心的区位选择要重点关注各区域人口分布、职住情况以及行业收入情况，寻找人群密集且收入高的聚集地。2) 一般认为在其余约束条件理想化的情况下，周边居住人口满足 1.5km 辐射 5 万人，3km 辐射 10 万人，5km 辐射 20 万人是购物中心等商业项目平稳运营的基本必要条件。3) 以北京、上海为例，除了早期政府规划形成的城市传统商圈，其余基本自然散落分布在各区人口聚集地，如上海金融业聚集的陆家嘴商圈，高校聚集的五角场商圈。4) 此外交通条件直接影响购物中心与目标客群联接的便利程度，位于轨道交通中点站或多条轨交换乘站的购物中心具有获客优势。

图表 11 不同层级消费圈覆盖客流范围



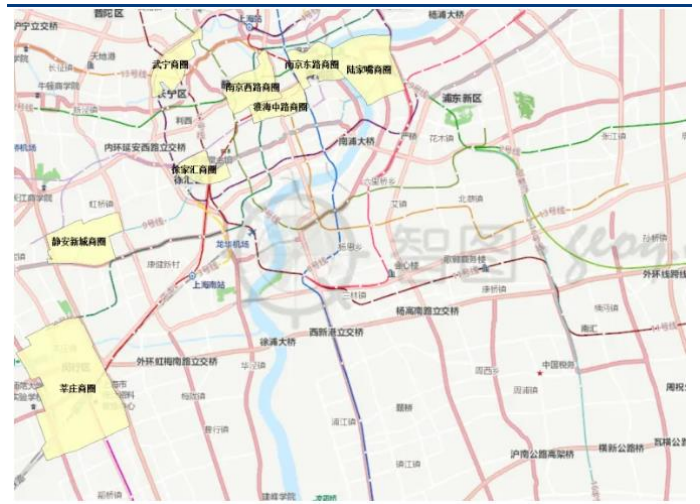
资料来源：北京规划自然资源公众号

图表 12 北京主要商圈分布



资料来源：GeoQ 智图公众号

图表 13 上海主要商圈分布



资料来源：GeoQ 智图公众号

**购物中心经营进入存量竞争时代。**1) 以 2023 年末城镇常住人口计算，我国城镇人均集中式商业面积约 0.6 平方米，整体增量开发空间已较小。2) 由于购物中心前期投入资金高、回收周期长，且贷款成本高，过往国内大部分房企采取租售结合、以售养租的模式开发购物中心。但城市框架基本成型，土储增值不再，商品房去化难度加大，房企开发大型购物中心的能力和意愿也在降低。随着前几年新拿地的商业项目不断落地，未来将以存量项目竞争为主。

**(二) 精准的定位是购物中心成功的先决条件，建筑形态、动线、业态配比、品牌层级等需要适配目标客群**

购物中心的定位归根到底是对目标客群的定位。根据周边及辐射人口的产业特征、职位比例、性别结构、年龄结构、婚育情况等明确购物中心的定位后，需要考虑选择何种建筑形态、空间设计、动线布局、业态配比、品牌层级等诠释其功能定位。

建筑形态方面，持有型经营需要考虑购物中心建筑至少十年、甚至二十年的有效使用年限。1) 因此在建筑定位时需要具有一定远瞻性，为未来消费者需求变迁带来的调改留下充足空间。如市面上层高 4.5 米或 5.2 米基本能满足经营要求，但是随着消费者对购物环境和品质要求的提升，首层 6-7 米能更好地开展营销活动及满足装饰需求。如果为了引进电影院、溜冰场等体验业态吸引客流，该楼层层高至少要达到 6 米才能满足入住需求。2) 尤其重奢购物中心前期建设成本高，回收周期长，在建筑形态、建筑材料以及灯光设计等方面都需要保持奢华经典大气的风格和高品质，保障购物中心至少 20 年不过时。3) 北京西单商场现有主体建筑在 1972-1978 年完成改造，为百货商场的大卖场模式，即使项目位于北京核心商圈，但已跟不上消费者的需求，于 2024 年 12 月 31 日闭店，全面启动更新改建升级工程。

图表 14 西单商场首层层高较低



资料来源：北京商报

图表 15 西单商场建筑形态为百货商场模式



资料来源：北京新闻广播

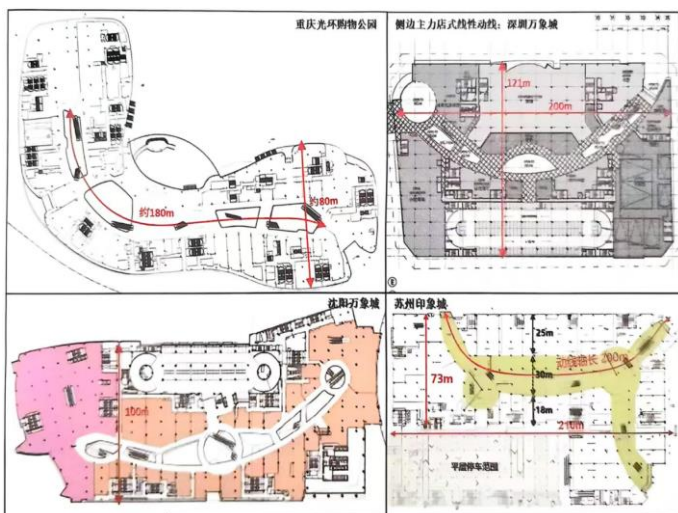
空间设计及动线设置会直接影响消费者的购物体验。1) 动线设计是购物中心的整体骨架，原则是为客户提供一条清晰的路线，并将主力店、非主力店，不同业态的店铺合理地铺设，使消费者在购物中心经过较多有效区域，停留时间更久，降低其购物疲惫度，使其购物的兴奋度保持在较高水平。2) 常见的动线类型包括：线形动线、环形动线、辐射形动线和组合式动线。动线的选择需要根据用地形状尺寸、商业体量、当地消费者习惯、业态组合综合考虑，一旦形成短期内无法更改，管理购物中心较多的商业地产或商管公司经验更多，项目操盘成功的概率更高。3) 位于南京核心区域鼓楼中央商务区的绿地紫峰购物广场，占据优越的地理位置，但商场动线设计不太合理，面向主中庭的铺面太少，且为小展面大进深的铺子，另外部分铺面位于较深区域，导致商场可逛性以及丰富度较低，目前客流少，空置率较高，美发、按摩、剧场成为主要业态。4) 成功的购物中心往往拥有合理的动线，2024 年人气 TOP100 的购物中心深圳万象城采用的是经典线形动线，所有店面分布在动线两侧，可以避免出现死角。

图表 16 常见商业动线类型

商业动线分类表				
类型	线形动线	环形动线	辐射式动线	组合动线
类型延伸	一字形动线、L形动线	口字动线、O形动线、日/田字动线	T形动线、十字动线、Y形动线	多类型动线组合
动线特点	①路线合理紧凑清晰明确，方向感强，店铺可视性均好。②线状动线循环性差，易造成购物空间呆板乏味，空间狭长而缺乏变化。	①环状动线形式循环度好，顾客不走回头路，商铺均好性强。②环状动线往往长度较长，易导致视觉疲劳。③空间经过分区后，可以增强趣味性。	①动线灵活，场地适应性强，可适应大尺寸地块。不同分叉可衔接多个主入口。②导向性差易迷路，循环度较差。③易出现主次动线，商铺均好性较差，动线易形成尽头式和死角。	组合动线常用于超大型购物中心商业动线规划中，通过环形、线状、辐射式枝形动线形成复合的网络动线系统，解决体量巨大的商业建筑动线组织问题。
平面尺寸	①用地平面窄长，长宽比约3:1-2:1最佳。②窄边进深一般60~80m居多，一般不超过120m。超宽则需在主动线两侧布置主力店/次主力店/停车场消化进深。	①地块近乎方形，长宽比约1:1-1.5:1。②窄边宽度约150m以上。③可适应大尺寸地块。	①地块适应性强，适合有多个人流主入口的地块。②可适应大尺寸地块。	①地块适应性强，适合有多个人流主入口的地块。②可适应大尺寸地块。
主力店位置	动线两端布置两个主力店，进深过大时也会在中间布置主力店	布置于四角或端部	各辐射形动线末	/
适用规模	单层面积约0.5-1.5万以上	单层建筑面积1.5-2万以上	单层建筑面积1.5-2万以上	单层建筑面积最大
案例	深圳KKMALL(一字形动线)	上海莘庄印象城(日字形动线)	七宝万科广场(T形动线)	迪拜购物中心

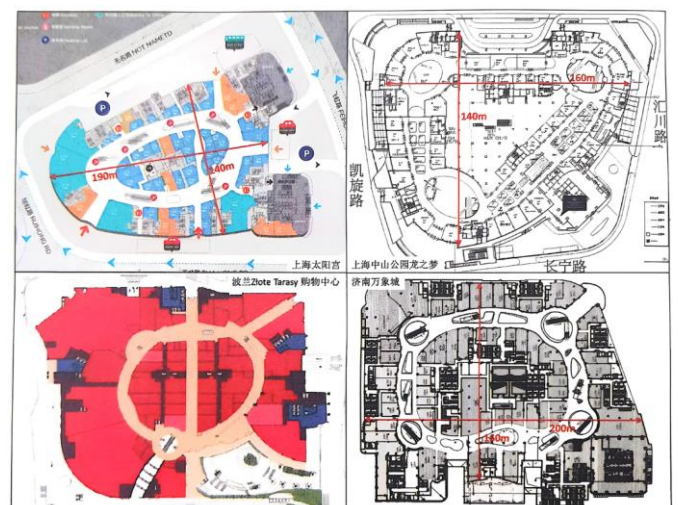
资料来源: mall 说, 华创证券

图表 17 采用线形动线的购物中心



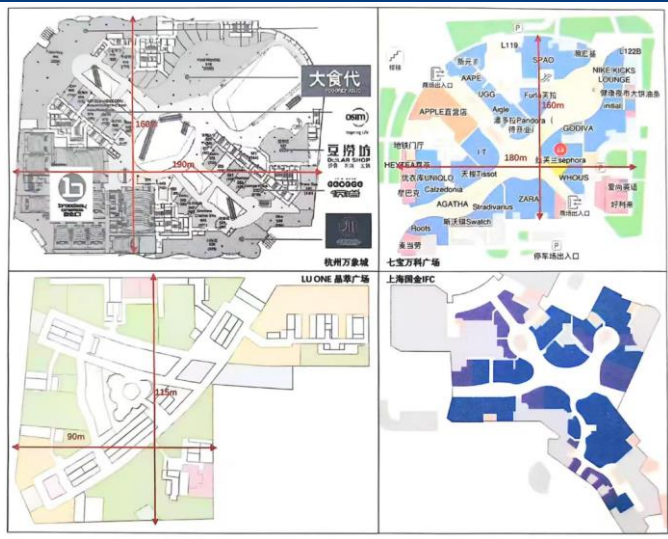
资料来源: 艾智靖《商业地产怎么办—基于产品创新的破局之道》

图表 18 采用环形动线的购物中心



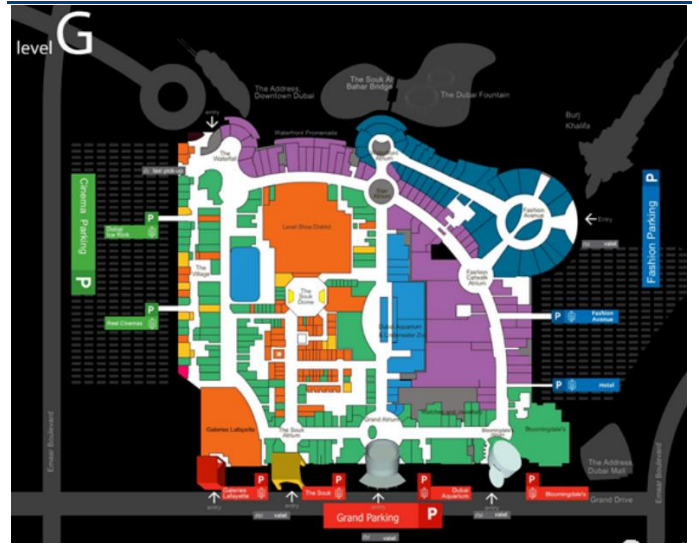
资料来源: 艾智靖《商业地产怎么办—基于产品创新的破局之道》

图表 19 采用辐射形动线的购物中心



资料来源：艾智靖《商业地产怎么办—基于产品创新的破局之道》

图表 20 迪拜购物中心采用组合动线



资料来源：艾智靖《商业地产怎么办—基于产品创新的破局之道》

图表 21 绿地紫峰购物广场平面图



资料来源：解构人货场公众号

图表 22 绿地紫峰购物广场客流少



资料来源：解构人货场公众号

业态配比和品牌层级的选择与目标客群的真实、持久需求直接相关，是成功开业的保障。

- 1) 首先需要确定主力消费客群，包括核心消费群和辐射消费群，核心消费群一般在商圈半径 2 公里内或 20 分钟内，借鉴香港购物中心的二八原则，20 分钟商圈内的客源要做 80% 的生意。辐射消费客群一般为商圈半径 5-10 公里范围内。
- 2) 分析主力消费客群的年龄段、性别比、收入层次、文化层次、消费层次、消费倾向等，结合项目体量进行业态和品牌的選擇，若是位于城市或片区中心区的购物中心，购物、餐饮、休闲娱乐等业态相对突出；若是社区型购物中心，应侧重选择目的性消费较强的零售业或亲子育儿等功能性业态；若是郊区型购物中心，主题性消费更强，特色娱乐体验类消费业态应更加丰富。
- 3) 2021 年 12 月耗资 200 亿，建设 8 年的上海天安千树购物中心一期正式开业，该项目位于普陀区莫干山路，紧邻苏州河畔，由香港天安集团拿地开发和运营，定位市级影响力商业综合体，打造“上海潮流艺术新地标”，造型独特，艺术气息浓厚，拥有“莫干山

路艺术墙、老钟楼艺术塔、日落日出空间、樱花步道等”，引进 160 多个品牌，其中各层级首店近 30 家。无论业主的背景、地段、项目造型设计、引进品牌均是“一手好牌”，但目前出租率下滑至 50%左右，设计师品牌纷纷撤店。项目的主要问题在于客群的错配，该片区并非旅游景区也不比邻高校及商务区，产业并不突出，最核心的购买力为周边社区的居民，主打餐饮、育儿、购物等日常需求，仅靠潮流设计师品牌很难持续吸引客流。

4) 北京朝阳合生汇位于 CBD，毗邻国贸和华贸两大商圈，目标客群以中高层年轻人为主，业态包括购物、餐饮、娱乐、休闲、儿童等，极其丰富，200 多家餐饮组成的“深夜食堂”营业至 24 点，引入动漫体验区、展览、卡丁车以及潮流零售业态，不断向 Z 世代青年群体靠近，2024 年销售额突破 75 亿元，逆势同比提升 30%。

图表 23 天安千树购物中心造型独特



资料来源：天安千树公众号

图表 24 朝阳合生汇内部场景

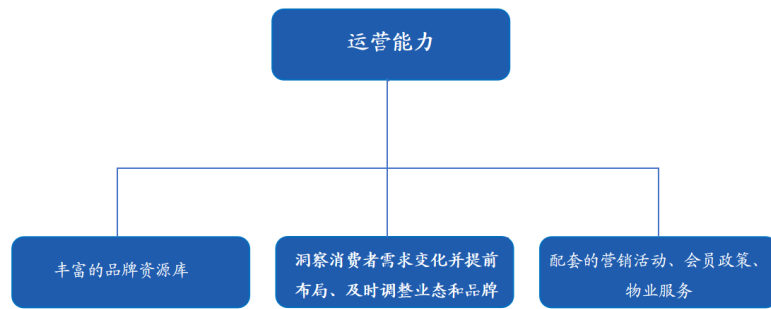


资料来源：和桥机构公众号

### （三）运营能力决定了购物中心的兑现度，重点在于能否洞悉消费趋势并及时调整品牌

购物中心开业后的长久运行需要强大的运营能力保障。1) 购物中心运营能力具体体现在以下几方面：一、洞察消费者需求变化的趋势并提前布局、及时调整业态和品牌；二、资源库品牌及合作品牌的数量多和质量优；三、以及相配套的营销活动、物业服务、会员政策。2) 运营能力最核心的是挖掘消费者需求变化趋势并提前布局、及时调整，有典型的 know how 属性，需要数量和时间的积累，在管购物中心数量越多的公司，运营能力越强，越能保障购物中心的长久运营。

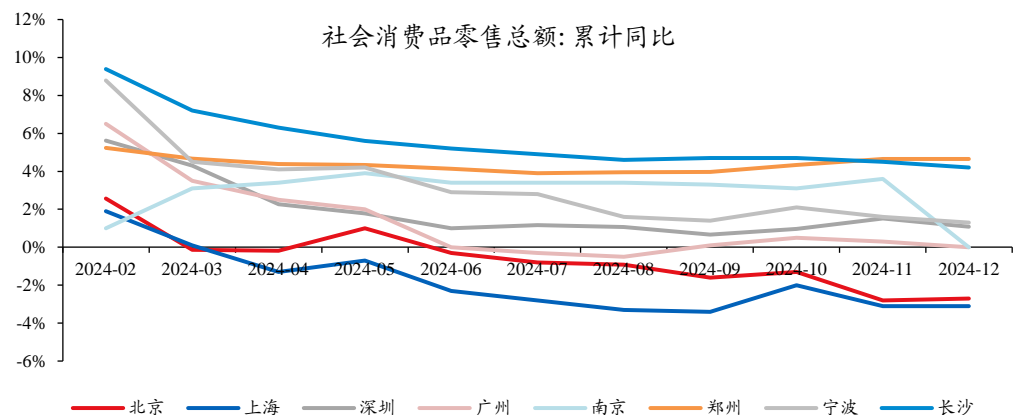
图表 25 运营能力拆解



资料来源：华创证券

购物中心是线下消费、娱乐的平台，运营能力最核心的是能够挖掘消费者需求变化趋势并提前布局、及时调整。1) 购物中心的任何环节都是以“人”为本，运营环节尤其要处理好“人、货、场”的关系，跟紧市场并洞悉消费者的变化、消费趋势的变化、消费习惯的变化，如当下乙世代消费习惯已发生变化。2) 挖掘消费者需求变化趋势后调整业态或品牌。不同业态的合适比例是跟随消费者的需求而动态调整的。餐饮聚客能力强，但租金贡献低；服饰销售额高却是人流消化型而非客流带动型业态；生活精品、配套能提升购物中心丰富度和可逛性，但优质品牌资源不足。以前传统百货以零售为主，发展为购物中心后餐饮和体验业态的占比提升。3) 虽然当前部分城市社零总额同比下滑或增幅收窄，但社会消费结构“K型分化”而并非简单的消费降级。运营能力强的购物中心通过孵化、提前布局或及时引进流行趋势的业态或品牌，持续吸引客流并转化为消费，保障购物中心业绩稳定。如部分头部女装品牌营收下滑，但高端户外运动品牌始祖鸟、Salomon、On Running（昂跑）等业绩快速增长，沈阳万象城 2021 年就引入超 500 平的始祖鸟阿尔法旗舰店。购物中心珠宝钻石关店数量上升，国内主营钻石婚戒的头部品牌 DR 在 2024 年前三季度新开店 11 家，关店 138 家，母公司迪阿股份的营收同比下滑 36.19%，但黄金品牌老铺黄金业绩大涨，2024 年上半年零售额同比增长 148%。高端餐饮吸引力下降，但主打特色的云贵菜、或性价比高的餐饮品牌逐步崛起，餐饮不缺好品牌且会寻找流量最大的平台入驻。“只逛不买”最根本的原因不在于消费能力的下降，而是购物中心品牌不符合消费者的需求。

图表 26 部分核心城市社会消费品零售总额累计同比



资料来源：Wind，华创证券

**图表 27 部分国内服装集团 2024 年上半年营收及净拓店数均下降**

服装集团	旗下主要品牌	2024H1 营收 (亿元)	同比	净拓店数 (家)
赢家时尚	koradior (珂莱蒂尔)、Iakoradior、naersi (娜尔思)、naersiling (娜尔思灵)、cadidl (卡迪黛尔)	33.06	-1.03%	-52
锦泓集团	teenieweenie、vgrass、元锦	20.78	-1.59%	-36
歌力思	ELLASSAY (歌力思)、Laur è l、IRO、self-portrait	14.48	5.49%	-7
安正时尚	安正男装、玖姿、尹默、摩萨克、斐娜晨	10.2	-21.04%	-44
日播时尚	播 broadcast、broadcute、C_R_Z、MUCHELL 目澈、SIRLOIN 西冷	4.11	-9.25%	-27
欣贺股份	JORYA、JORYA weekend、ANMANI (恩曼琳)、GIVH SHYH、CAROLINE、AIVEI、QDA	7.01	-21.88%	-51

资料来源：相关公司公告，Wind，华创证券

**图表 28 户外运动消费普遍集中于装备、服饰的购买**

	露营	徒步	骑行	飞盘	滑雪
转化率	36%	47%	33%	25%	21%
人均年花费	3323	2110	4033	3000	4910
参与方式	朋友/亲人私下玩	朋友/亲人私下玩	自己玩	参加组织活动	朋友/情侣私下玩
消费类型	买装备	买服饰/装备场地门票	买服饰/装备	买服饰/装备	租服饰/装备/场地门票

资料来源：小红书《2023 户外生活趋势报告》，华创证券

**丰富的品牌资源库是购物中心及时调整业态、品牌的保障。**1) 品牌资源的积累依赖于在管购物中心的数量，购物中心还能利用自身的场地、资源和运营优势，搭建品牌孵化平台，为初创品牌提供一站式的孵化服务，包括场地支持、营销推广、供应链对接等，培育出一批具有独特竞争力的本土品牌，实现与品牌的共同成长和互利共赢。如华润万象生活扶持了不少优质的区域原创品牌，将其推广至全国，包括源自东北的奉天小馆、爱意牛排、崎本面包、黑牛の店、大树餐厅等，源自广西的阿嬷手作、源自福建的闽和南等。

2) 头部商业地产公司或商管企业合作品牌数量多，招商难度更低。截至 2024 年上半年华润万象生活合作过品牌超 13000 万家，2024 年年末新城控股旗下吾悦广场合作品牌数约 3.2 万家。根据赢商网，华润万象生活单一品牌开店 10 家以上的战略合作品牌近 600 个，基数庞大的战略合作品牌，支撑其在 2020-2023 年快速开出 56 个新购物中心。

**图表 29 头部商管/商业地产公司合作品牌数量**

公司	主要购物中心品牌	品牌库数量 (家)
华润万象生活	万象城、万象天地、万象汇	13000+ (截至 2024.6.30)
龙湖集团	龙湖天街	6800+ (截至 2024 年底)
新城控股	吾悦广场	约 32000

资料来源：相关公司公告，新华网，赢商网，华创证券

**与之相配套的营销活动、会员政策、物业服务是购物中心运营的坚实基础。**1) 目前购物中心高频次举办各种营销活动：包括打造独特出圈的建筑外形、大型装置，举办展会，引进动画动漫游戏电影 IP 及快闪活动，周年庆折扣活动等，本质上是为了持续吸引客流。

2024年12月开业的西安万象城因造型独特的建筑生命之树，开业首日起40万客流，打破了西安新开项目纪录；上海五角场合生汇1999箱中展映主题特快闪店，活动首日即达成破百万的销售额和近万人次的客流。2) 建立会员系统可以增强客户黏性，还可以分析客户画像更清晰把握消费习惯，提升招商及调改的有效性。2024年上半年华润万象生活的大会员数量已达到5220万人，会员权益可以在体系内商业、物业、酒店、长租以及文体等多个领域使用，2022年购物中心会员消费占比已达60%，高于大部分购物中心20%-30%的水平。3) 物业服务保障了购物中心的正常运行，从消费者角度，好的物业服务能让购物中心营造一个舒适、宜人的购物环境，此外女性友好、母婴友好、宠物友好等服务也是获取口碑的加分项。如吾悦广场通过用户洞察精准了解周边社区对于宠物友好的实际需求，在淮安、海州、宿城等吾悦广场陆续上线宠物乐园、提供免费的宠物用品租借、改造宠物友好电梯及卫生间、加装宠物寄存处、策划宠物社交活动等服务。

图表 30 西安万象城的生命之树



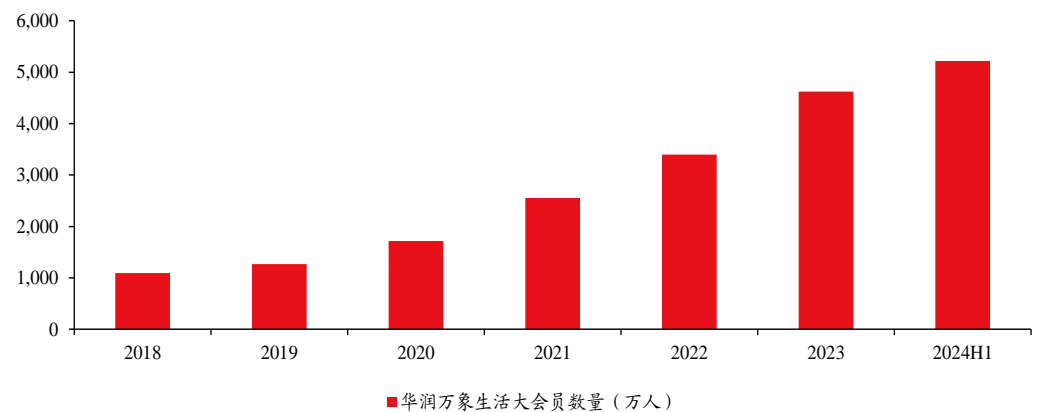
资料来源：西安发布

图表 31 上海五角场合生汇二次元 IP 活动统计

联名日期	二次元IP	活动	是否首发
5.24-6.23	卡皮巴拉	富 de 牛油主题快闪	超前首发
6.1-6.30	闪闪仓鼠Hemging	快闪店	中国首展
6.26-7.22	皮克斯水果市集	快闪店	上海首站
7.27-8.26	重返未来：1999	箱中展映	全国首站
7.26-8.31	初音未来，蔚蓝档案，排球少年	谷子快跑×罗森	否
8.16-9.17	小熊虫	城市历险记快闪	全国首展
9.28-10.27	巴啦啦小魔仙	全国巡展	上海首站
9.28-10.7	Wendy	《花园寻宝记》快闪	新品首发
10.1-10.27	暹罗厘普	主题快闪	全国首站
11.16-17 11.23-24	蛋仔派对	蛋友碰碰会	否
11.28-12.19	疯狂动物城	欢“BAO”庆典	合生汇圣诞
12.20-1.12	小马宝莉	圣诞派对	北上海首站

资料来源：CLE 中国授权展

图表 32 华润万象生活 2024 年上半年大会员数量较 2023 年底增长 13%



资料来源：公司公告，华创证券

### 三、重奢购物中心的护城河在于顶奢品牌资源，非重奢购物中心客流是关键

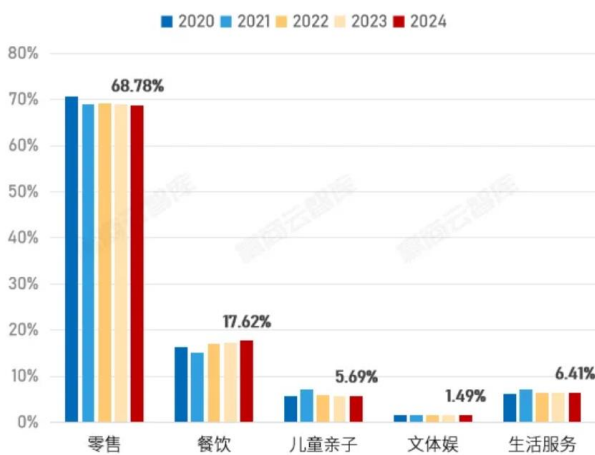
重奢购物中心零售业态占比近 70%，人数占比 10%的重奢（年消费 30 万以上）奢侈品消费额占比至少约 40%，并对头部奢侈品牌的黏性强，其消费行为具有抗周期性，头部奢侈品牌对重奢购物中心租金贡献度高，因此重奢购物中心的护城河在于有足够数量的头部奢侈品牌门店。大部分存量重奢购物中心已进入成熟期，竞争格局较稳定的高能级城市的重奢购物中心，以及在城市具有垄断地位的重奢购物中心稳定性更强。部分重奢购物中心通过自身强大的运营能力打败竞争对手、不断调改等方式保持业绩稳定增长，具有  $\alpha$  属性。

非重奢购物中心目标客群广泛，提供家庭式消费、社交型消费、日常需求型消费、情感服务型消费等，其壁垒低，数量多，竞争激烈。购物中心需要把线下消费场景聚合在一起，产生“客流虹吸效应”才能对抗激烈竞争以及行业下行。从消费者需求和业态盈利能力来看，最稳定的模型或需满足 10 万方以上，且交通便捷或地铁上盖，能一站式消费覆盖全客层的项目，竞争激烈的高能级城市体量至少需要 20 万方。进一步来看高能级城市的中端购物中心竞争激烈，对运营能力要求极高；三四线城市购物中心对街边店和商业街形成降维打击，单个市场空间有限，需要占据先发优势；社区型商业体量小，天花板低，运营难度并不低。

#### （一）10%的重奢贡献超 40%的消费额且对头部品牌黏性强，头部奢侈品牌租金贡献高

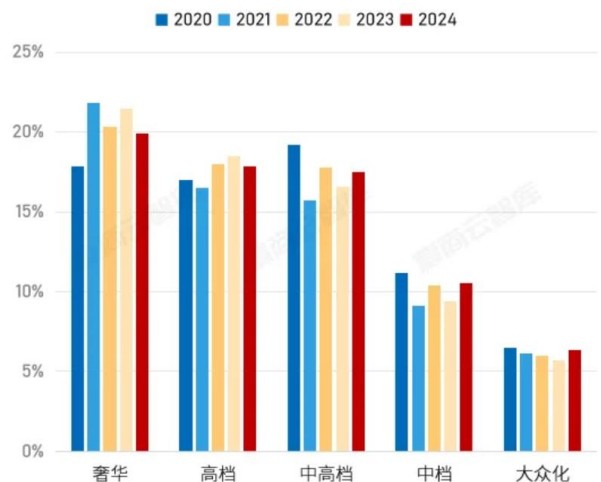
据赢商云智库数据，国内重奢购物中心零售业态占比近 70%，且品牌档次升级至以奢华、高档为主。1) 重奢购物中心与非重奢购物中心的区别在于是否有顶级奢侈品牌坐镇，包括 Hermès、Chanel、Louis Vuitton、Dior、Gucci、Cartier、Bvlgari、Rolex 等等。2) 重奢购物中心的消费者以购买为主要目的，业态类型主要为零售业态，包括皮具、服饰、珠宝、钟表等。重奢购物中心业态比较稳定，根据赢商云智库，2020-2024 年平均来看零售、餐饮、儿童亲子、生活服务、文体娱业态比例分别约 69%、18%、6%、6%、1%。3) 且零售业态的档次不断提升，从过去中高档品牌主导进阶为以奢华、高档为主导，中档和大众品牌比例基本保持不变，也侧面反映了当下消费结构的“K 型分化”。

图表 33 重奢购物中心零售业态占比近 70%



资料来源：赢商云智库（2024 年数据为截至 2024 年 8 月）

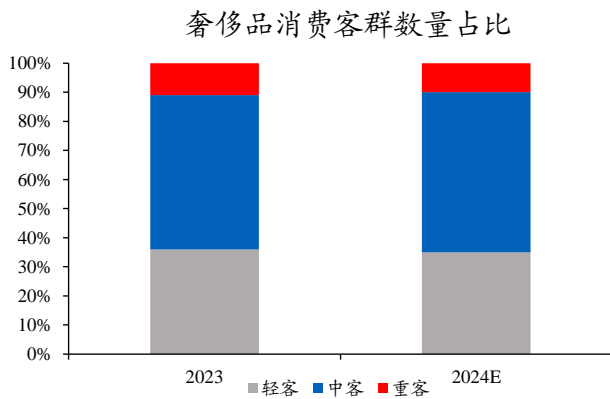
图表 34 重奢购物中心零售业态档次不断提升



资料来源：赢商云智库（2024 年数据为截至 2024 年 8 月）

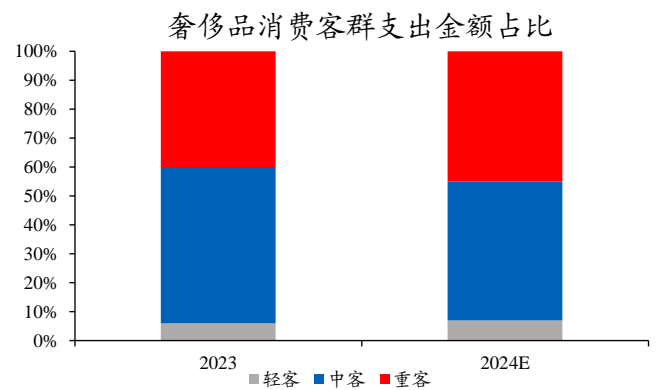
人数占比 10%的重客<sup>1</sup>奢侈品消费额占比至少约 40%，且对头部奢侈品牌的黏性强。1) 高端消费者除了具有更为雄厚的资本积累和抗风险能力，还对头部奢侈品牌有着极强黏性，即使经济压力加大但客户对价格的敏感程度较低。头部奢侈品牌的基础盘和增长一般依靠会员老客的贡献，包括从入门级往高级会员转化而提升客单值。2) 根据腾讯营销洞察和 BCG 联合报告，2023-2024 年国内奢侈品消费去除新客后重客人数占比为 11%、10%，但其消费金额占比分别为 40%、45%，2024 年重客人均奢侈品消费支出提升 12%。中客 2024 年消费支出占比下降主要是人均消费支出下降 17%，并非退出奢侈品种类的购买，而是购买的品类更聚焦，件数更少；从细分消费支出段来看，年支出 10-15 万的客户占比下降了 2pcts，年支出 5-10 万的客户占比上升了 1pcts。3) 根据 BCG 数据，全球人数占比 2%的 VIC 贡献了全球奢侈品市场 40%的消费额，尤其在奢侈品消费迈过高速增长期的欧美市场，主要消费额贡献来自 VIC 客户。4) 2024 年专注服务超高净值人群的品牌表现亮眼，2024 年 1-9 月销售 6000 美元羊绒毛衣的 Brunello Cucinelli 销售额同比增长 12%，主要得益于亚洲和美国市场的两位数增长。爱马仕同期也实现了 14%的收入增长。未来 2-3 年奢侈品牌将重心从客户基本盘扩大，转移到对高净值人群精细化维护后的指标增长上，包括客单价、复购率等。

图表 35 老客中重客数量仅占约 10%



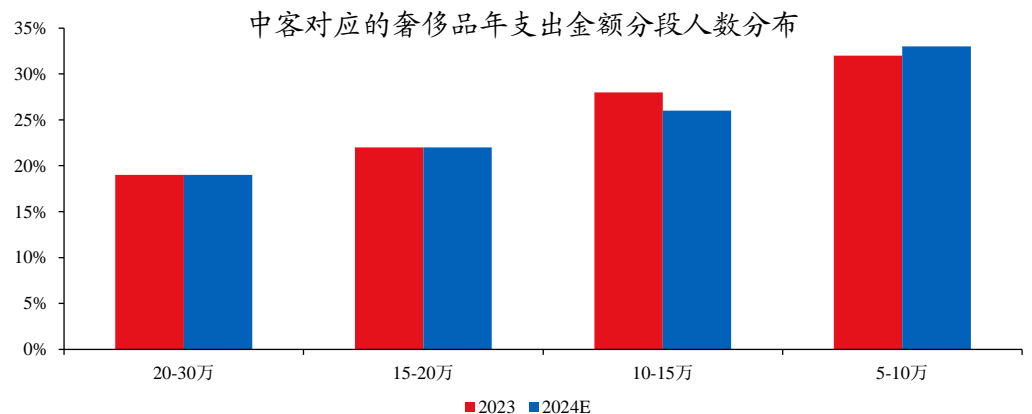
资料来源：腾讯营销洞察，BCG，华创证券

图表 36 老客中重客消费支出占至少 40%



资料来源：腾讯营销洞察，BCG，华创证券

图表 37 中客奢侈品年支出金额 20-30 万、15-20 万的客群占比比较稳定

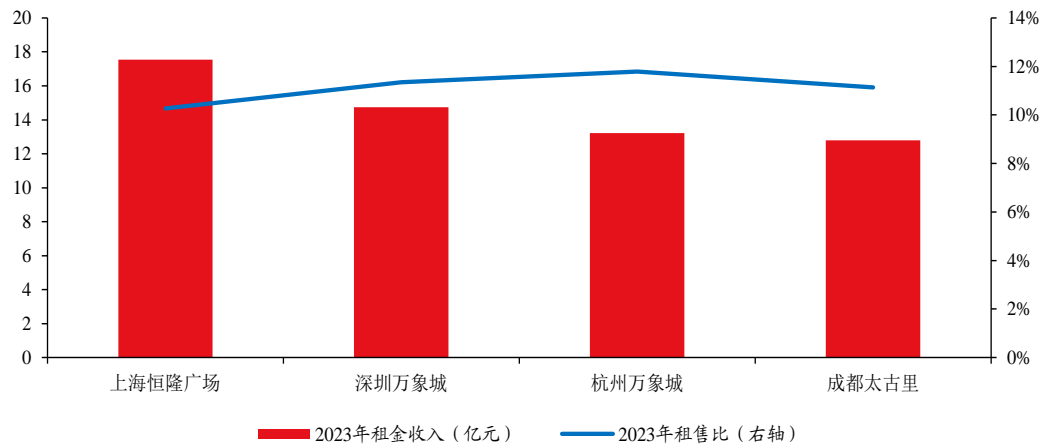


资料来源：腾讯营销洞察，BCG，华创证券

<sup>1</sup> 重客年奢侈品消费支出在 30 万及以上；中客年奢侈品消费支出在 5 万至 30 万之间；轻客年奢侈品消费支出不满 5 万元。

重奢商场的零售额和租金占比同样呈现“二八原则”，头部奢侈品牌零售额高、租金贡献占比高。1) 2022年杭州大厦 Chanel 销售额高达 18 亿元人民币，若按照重奢商场租售比均值测算（头部奢侈品牌租金合同扣点相较于其他品牌较低，测算可能存在一定高估），当年租金收入可达 1.8 亿元，杭州大厦 2022 年零售额 135 亿元，测算预计租金收入 13.5 亿元左右，Chanel 单店租金贡献占比约 13%。即使考虑到 Chanel 在内地仅开设 18 家门店，数量低于其他品牌 40-50 家精品店的规模，导致单店零售额较高，综合测算头部奢侈品牌仍为重奢购物中心的主要租金贡献方。2) 从引进的头部奢侈品牌处于较强势地位也能侧面印证其租金贡献度高。在与业主方的博弈中，部分强势品牌可以谈到较低的租金扣点，封顶租金，一定期限免租甚至高价装修补贴。

图表 38 重奢商场租售比约在 10-12%



资料来源：公司公告，联商网，华创证券测算（租售比=租金收入/零售额）

图表 39 高能级城市重奢购物中心头部奢侈品牌入驻情况

部分头部奢侈品牌	北京 SKP	北京国贸	上海恒隆广场	上海 ifc	深圳万象城	广州太古汇	杭州大厦	成都太古里
Hermès	1	1	1	1	1	1	1	1
Chanel	1	1	1	1	1	1	1	
Louis Vuitton	1	1	1	1	1	1	1	1
Dior	1	1	1	1	1	1	1	1
Gucci	1	1	1	1	1	1	1	1
Prada	1	1		1	1	1	1	

资料来源：相关购物中心导览图，恒隆地产官网，华创证券

重奢市场高壁垒，护城河在于头部奢侈品牌资源。1) 重奢购物中心壁垒高，新玩家进入重奢市场难度极大。重奢购物中心业主方及运营方有限，主要是全国型地产公司以及区域型公司，运营时间久，基本在 10-30 年，高能级城市核心区位基本被占据。重奢购物中心前期拿地、设计、建造成本高，并且非常依赖重奢品牌招商能力和运营能力，项目容错率低，国内业主方重奢项目从首开到拓展多个项目至少 6 年以上。2) 从上文分析可知，重奢年奢侈品消费支出（30 万以上）占比较高并对头部奢侈品品牌具有黏性，具有抗周期性，且头部奢侈品牌对重奢购物中心租金贡献度高，只要重奢购物中心能引进并维持足够多的头部奢侈品牌门店，租金收入就具有一定稳定性。3) 因此对于已经卡位成功的

老玩家而言，其护城河在于拥有足够数量的头部奢侈品牌资源。奢侈品牌开店具有抱团效应，倾向于与同集团或头部奢侈品品牌一起落座。此外与非重奢购物中心品牌不同，头部奢侈品牌门店的积累并不是一蹴而就的，需要经历较长时期。头部奢侈品牌开店数量有限，需要考察城市消费能力以及购物中心的等级、运营情况，一旦落位短期内不会变动。一般奢侈品牌从接触项目到开店大概需要一年左右的时间，而 Hermès、Chanel、LV 等顶级品牌则需要两年或甚至更长的时间。如 2007 年北京 SKP 开业时，Louis Vuitton、Dior、Gucci、Prada 入驻，Chanel 在 2008 年入驻，Hermès 在 2014 年才入驻。

**图表 40 区域型业主方经营数量有限**

开发商/运营商	区域	重奢商场（开业时间）
德基集团	南京	南京德基广场（2006 年）
解百集团	杭州	杭州大厦（1993 年）
卓展集团	哈尔滨、长春	长春卓展（1999 年）、哈尔滨卓展（2011 年）
武汉武商	武汉、南昌	武汉武商 MALL（1996 年）、南昌武商 MALL（2023 年）
青岛海信	天津、青岛	天津海信广场（2007 年）、青岛海信广场（2008 年）
丹尼斯集团	郑州	郑州大卫城（2015 年）
宁波市海城投资开发有限公司/宁波城市广场开发经营有限公司	宁波	和义大道（2009 年）
协信星光商业	重庆	星光 68 广场（2011 年）
苏州函数集团	苏州	苏州美罗百货（1990 年）
山东鲁能集团/鲁能商贸有限公	济南	济南贵和（1997 年）
石家庄北人集团	石家庄	石家庄先天下（2007 年）
天美集团	太原	太原天美（2006 年）

资料来源：独角 Mall 公众号，华创证券

**图表 41 国内主要全国型重奢商业地产公司及运营商**

业主方/运营方	重奢 IP	部分代表项目	储备项目
华润置地/华润万象生活	万象城	深圳万象城	郑东万象城
		杭州万象城	三亚万象城
		沈阳万象城	中环万象城
		深圳湾万象城	东莞万象城
		南宁万象城	广州万象城
		厦门万象城	
		重庆万象城	
		西安万象城	
太古地产	太古里 太古汇	广州太古汇	西安太古里
		三里屯太古里	三亚太古里
		成都太古里	广州聚龙湾

		前滩太古里	颐堤港二期
		兴业太古里	前滩 21
北京华联	SKP	北京 SKP	杭州 SKP
		成都 SKP	广州 SKP
		西安 SKP	
		武汉 SKP	
恒隆地产	恒隆广场	上海恒隆广场	杭州恒隆广场
		港汇恒隆广场	
		无锡恒隆广场	
		武汉恒隆广场	
		昆明恒隆广场	
		大连恒隆广场	
		市府恒隆广场	
新鸿基地产	ifc iapm ITC	上海 ifc	上海 ITC
		南京 ifc	杭州 ifc
		上海 iapm	
九龙仓	IFS Times Square	成都 IFS	
		长沙 IFS	
		重庆 IFS	
		大连时代广场	
香港置地	中环	北京王府中环	上海西岸金融城
			重庆中环万象城
			苏州中环
			南京金陵中环

资料来源：相关公司公告、公司官网，华创证券

**国内重奢购物中心仅分布在高能级城市、省会城市，高能级城市竞争更激烈。**1) 部分城市消费力强同时支撑 2 座及以上重奢购物中心，如北京拥有 SKP、国贸、王府中环、太古里，上海拥有恒隆广场、IFC、iapm、港汇恒隆广场、前滩太古里；还有周边城市购买力提供支撑的城市，如成都有太古里、IFS、SKP、成都银泰 in99；部分城市承载力有限可支撑 1 座重奢购物中心。2) **未来部分城市还有待开业项目落地，预计客流竞争进一步加剧，新项目开业招商及运营难度加大，考验新玩家综合能力。**如杭州目前已有 3 座零售额超 100 亿的重奢商场，包括杭州大厦、杭州万象城、湖滨银泰 in77，商业地产头部公司纷纷加码杭州，未来待开业项目包括杭州 SKP、杭州 IFC、杭州恒隆广场。3) 重奢购物中心零售额和租金的天花板由城市能级、覆盖客群以及竞争激烈程度共同决定，城市能级越高或能辐射区域越多，客群消费能力越强，竞争越少，则重奢购物中心天花板越高。**考虑到大部分存量重奢购物中心已进入成熟期，竞争格局较稳定的高能级城市的重奢购物中心，以及在城市具有垄断地位的重奢购物中心稳定性更强。**

图表 42 国内部分高能级城市重奢购物中心分布

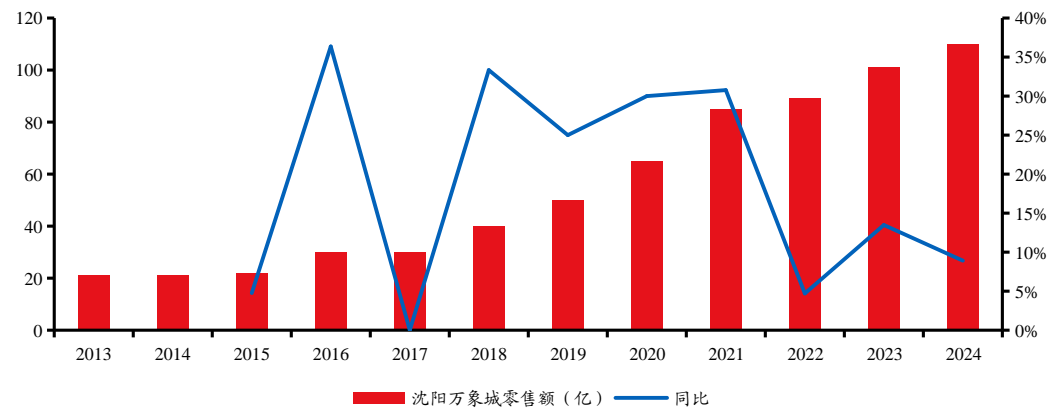
城市	重奢购物中心	业主方/运营方	待开业重奢商场	业主方
北京	北京 SKP (百货商场)	北京华联 (SKP) 百货		
	北京国贸	世贸投资、嘉里/嘉里		
	北京王府中环	香港置地		
	北京太古里	太古地产		
上海	上海恒隆广场	恒隆地产		
	上海 IFC	新鸿基	上海 ITC Maison	新鸿基
	上海前滩太古里	太古地产		
	上海 iapm	新鸿基		
	上海港汇恒隆广场	恒隆地产		
广州	广州太古汇	太古地产	广州 SKP	北京华联 (SKP) 百货
	广州 K11 (提档)	新世界发展		
深圳	深圳万象城	华润置地/华润万象生活		
	深圳湾万象城	华润置地/华润万象生活		
杭州	杭州大厦	杭州解百、南光	杭州 IFC	新鸿基
	杭州万象城	华润置地、新鸿基/华润万象生活	杭州恒隆广场	恒隆地产
	杭州湖滨银泰 in77	银泰置地	杭州 SKP	北京华联 (SKP) 百货
成都	成都太古里	太古地产		
	成都 SKP (百货商场)	北京华联 (SKP) 百货		
	成都 IFS	九龙仓		
	成都银泰 in99	银泰置地		
武汉	武汉武商 MALL	武汉武商		
	武汉 SKP (百货商场)	北京华联 (SKP) 百货		
	武汉恒隆广场	恒隆地产		
西安	西安 SKP (百货商场)	陕投集团、北京华联集团/北京华联 (SKP) 百货		
	西安万象城	华润置地/华润万象生活		
	西安太古里	太古地产		
沈阳	沈阳万象城	华润置地/华润万象生活		
	市府恒隆广场	恒隆地产		
长春	长春卓展	Charter General Holdings (HK) Limited、卓展集团/卓展集团		
	长春万象城	华润置地/华润万象生活		
南京	德基广场	南京德基		
青岛	海信广场	青岛海信		

厦门	厦门万象城	华润置地/华润万象生活	
南宁	南宁万象城	华润置地/华润万象生活	
兰州	兰州万象城	华润万象生活（分租）	

资料来源：高德地图，相关公司公告、公司官网，华创证券（仅为部分城市展示）

部分重奢购物中心通过自身强大的运营能力打败竞争对手、不断调改等方式保持业绩稳定增长，具有 $\alpha$ 属性。1) 受经济压力加大，以及汇率价差导致奢侈品消费外流至日本的影响，2024年部分重奢购物中心零售额和租金收入承压，部分重奢购物中心抗跌性强，也有部分重奢购物中心零售额逆势增长。汇率的影响只是暂时冲击，奢侈品牌在日本调价后消费外流情况将会减少。2) 沈阳万象城2011年5月开业至今，零售额持续增长，2023年首次突破100亿元，2024年仍实现约10%的同比增长。主要原因在于沈阳万象城强大的招商运营能力和对项目不断调改。3) 沈阳万象城运营能力包括品牌搭配深受消费者认可、高楼层的非重奢品牌和业态有趣新颖能够持续吸引客流（品牌丰富度好于卓展和市府恒隆广场）、针对VIP客户的高规格待遇，以及交通便利、地下停车场拥有自动找车功能。2024年3月结束长达3年的调改，新增使用面积超万方、扩充品牌70余家，整体品牌达400多家；打造了沈阳最丰富质量最高的户外运动品牌集合区，包括ARC'TERYX始祖鸟、DESCENTE迪桑特、SALOMON、KOLON SPORT、The North Face、HELLY HANSEN、MAMMUT猛犸象等户外领域最热门的品牌。4) 2024年高端消费下滑，沈阳卓展、沈阳万象城、沈阳市府恒隆广场长期三足鼎立的重奢市场格局被打破，沈阳卓展于2024年11月15日停业闭店，同期市府恒隆广场的镇店品牌已运营12年的Chanel精品店闭店并转移至沈阳万象城。5) 沈阳万象城为沈阳重奢市场龙头，集齐Hermès、Chanel、Louis Vuitton、Dior、Gucci、Prada六大奢侈品牌门店，Chanel门店将于2025年贡献零售额和租金，未来还将承接部分沈阳卓展客流，长期来看沈阳万象城租金和零售额稳定性强。

图表 43 沈阳万象城零售额持续增长



资料来源：联商网，沈阳消费指南，一斤建筑公众号，加得商业公众号，华创证券

图表 44 部分重奢购物中心 2024 年上半年经营情况

项目	开业时间	出租率	2024H1 零售额同比增长	2024H1 租金同比增长
北京三里屯太古里	2008 年	99%	-4%	9%
成都太古里	2014 年 10 月	98%	-17%	1%

广州太古汇	2011年9月	100%	-9%	-8%
上海恒隆广场	2021年6月	100%	-23%	-8%
上海港汇恒隆广场	1999年	97%	-14%	-4%
大连恒隆广场	2015年	93%	2%	8%

资料来源：太古、恒隆公告，华创证券（由于数据可得性，仅选取部分发布公告的成熟期项目展示）

图表 45 开业近 14 年的沈阳万象城



资料来源：iziRetail 热点

图表 46 沈阳万象城升级改造后的会员空间

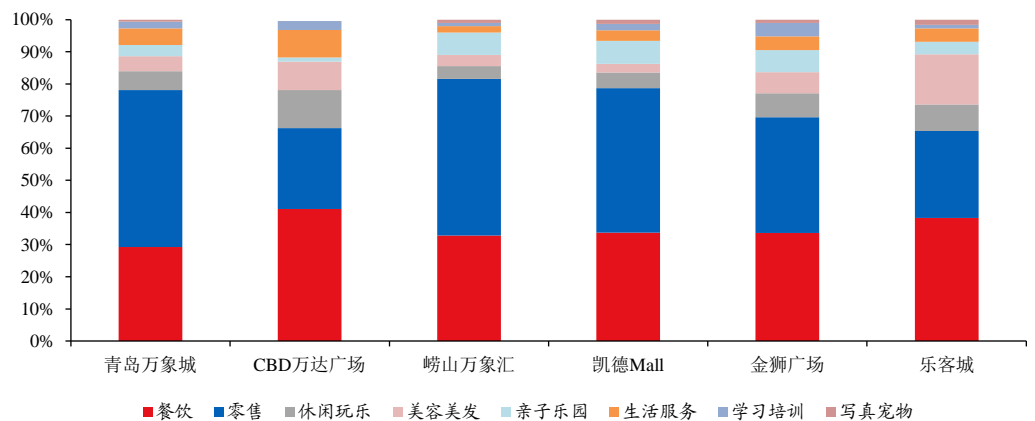


资料来源：iziRetail 热点

## （二）非重奢购物中心竞争激烈，体量 10 万方以上且运营能力强或能长期经营

非重奢购物中心目标客群广泛，餐饮和零售业态合计占比约 60%-80%。非重奢购物中心目标客群相较于重奢购物中心更广泛，包括上班族、家庭消费者、年轻群体以及银发群体，满足更日常和更多元的需求，包括家庭式消费、社交型消费、日常需求型消费、情感服务型消费等。非重奢购物中心业态涵盖餐饮、零售、休闲玩乐、美容美发、亲子、生活服务、学习培训、写真宠物等，其中餐饮和零售业态往往占比较高，二者合计可达 60-80%。根据体量和辐射客群范围，非重奢购物中心可分为社区型购物中心、区域型购物中心、城市型购物中心。

图表 47 不同类型非重奢购物中心业态占比



资料来源：高德地图，华创证券（业态占比=高德地图显示各业态的品牌数量/总品牌数量）

**非重奢购物中心数量多、玩家多，经营壁垒不高。**1) 根据中指数据，截至 2024 年底，全国 3 万方以上已开业购物中心总数超 6600 个，总建筑面积约 5.8 亿平方米，除掉仅进驻高能级城市以及省会城市的少数重奢购物中心，非重奢购物中心数量庞大、竞争激烈程度高。2) 从引进品牌来看，非重奢购物中心以连锁品牌为主，稀缺性低，同质化程度较高，包括服装类的优衣库、ZARA、UR、太平鸟、ONLY、海澜之家；餐饮类的肯德基、必胜客、麦当劳、西贝、太二酸菜鱼、南京大排档、外婆家、哈根达斯、霸王茶姬、瑞幸咖啡、喜茶、星巴克；运动类的安踏、李宁、NIKE、Adidas 等。3) 从业主或运营方来看，玩家类型及数量均较多，包括大型商管公司万达商管、华润万象生活、宝龙商业等，大型商业地产公司凯德集团、银泰商业、王府井集团等，房地产开发公司万科、龙湖、新城、中海等，以及区域型业主长春欧亚集团、上海百联集团等，行业门槛相较于重奢购物中心低。

**图表 48 经营项目数量 TOP20 购物中心企业**

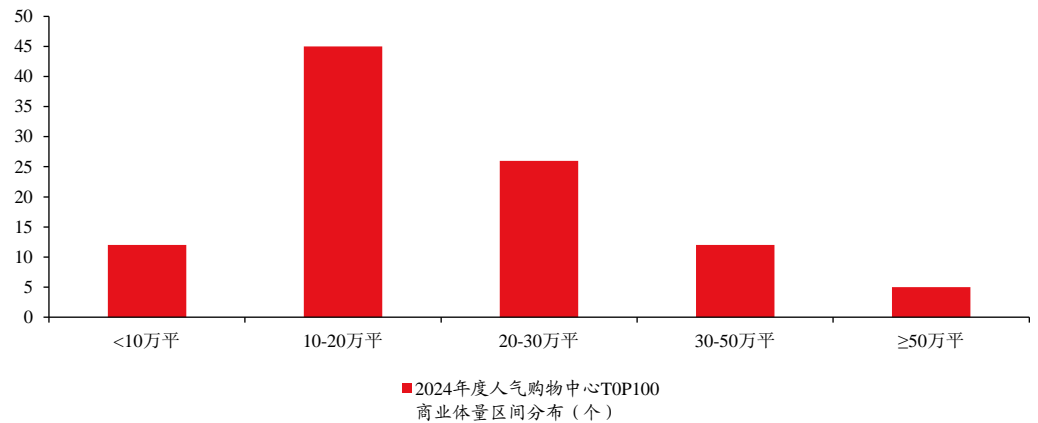
企业名称	项目数	建筑面积（万平方米）	主要产品线名称
万达商业管理集团	497	6898	万达广场
万科企业股份有限公司	203	1158	万科广场、印象城等
新城商业管理集团	161	1499	吾悦广场
华润万象生活有限公司	101	1097	万象城、万象天地、万象汇
宝龙商业管理控股有限公司	95	1077	宝龙一城、宝龙城、宝龙广场、宝龙天地
龙湖集团	88	797	天街、星悦荟
银泰商业（集团）有限公司	61	475	银泰百货
恒太商业管理集团股份有限公司	51	400	超级恒太城、恒太城、恒太太平洋
世纪金源商业管理集团	49	680	世纪金源购物中心、方圆荟、方圆 LVE
茂业国际控股有限公司	49	310	茂业天地、维多利等
王府井集团股份有限公司	46	519	王府井购物中心、王府井奥莱
爱琴海集团	45	513	爱琴海购物中心
凯德集团	42	500	凯德广场、凯德 Mal、来福士
天虹数科商业股份有限公司	41	457	天虹购物中心、君尚
长春欧亚集团股份有限公司	41	243	欧亚购物中心、欧亚购物广场
苏宁置业集团有限公司	40	500	苏宁广场
中骏商管智慧服务控股有限公司	39	530	中骏世界城
禹洲商业	39	300	禹悦汇、禹悦天地、禹悦里
招商商管	38	216	海上世界、招商花园城、招商花园里
碧桂园文商旅集团	36	371	碧乐城、碧乐汇、碧乐时光

资料来源：中国连锁经营协会，华创证券（截至 2023 年末）

**购物中心作为线下最大流量的载体，只有体量足够大，才能一站式满足客户的线下需求。**1) 疫情后居民出行频次降低且更偏向于一站式消费，单一理由不足以刺激消费者前往购物中心，提供多个到场理由才具有吸引力。目前居民消费意愿尚未见到明显改善，购物中心竞争越来越激烈，吸引客流是核心，通过把家庭式消费、社交型消费、目的型消费、以及情感服务型消费聚合在一起，满足当下全客层的一站式消费、体验需求，购物中心产生“虹吸效应”才能对抗行业下行。2) 大体量购物中心业态和品牌的丰富程度高，是吸引客流的保障。根据赢商网，以客流量衡量的 2024 年度人气购物中心 TOP100 大部分

为大体量项目，仅有 12 个不足 10 万方，30 万方以上的“巨无霸”项目达 17 个，如深圳壹方天地、广州正佳广场、龙湖重庆时代天街、武汉武商梦时代、青岛万象城等，均是地标级 MALL，人气常年为所在城市中数一数二。体量最大的武汉武商梦时代，共 80 万方，集“商文旅体”于一体，“三天三夜逛不完”，拥有华中首家城市中心室内滑雪场“WS 热雪奇迹”和全国最大空中动力乐园“WS 梦乐园”，开业两年被数千万人打卡，为华中人气最高的商场。

图表 49 2024 年度人气购物中心 TOP100 商业体量区间分布



资料来源：赢商网，华创证券

从业态配比来看，至少 10-20 万方以上的购物中心盈利能力有保障。1) 餐饮聚客能力强，但租金贡献低，高端餐饮、洋快餐或者中式快餐的毛利点相差较大，普遍控制在 15%；购物中心服装、配饰、鞋包皮具以及生活零售等业态能承担的租售比最高，高毛利的品牌品类租售比能达到 25%，销售额高却是人流消化型而非客流带动型业态；儿童、培训、体验等业态本身盈利性不强，具有较大的试错成本；引进汽车品牌入驻，能够获得较高的固定租金，还能丰富商场内的体验业态。2) 随着零售功能对消费者的吸引力减弱，越来越多商业项目转向体验业态的布局，餐饮业态和体验业态占比提高，可能会降低客单价和坪效，当零售品牌数量过低时会影响项目盈利能力。3) 体量大的购物中心往往能提供足够数量和高质量的餐饮品牌，以及类型丰富的体验业态吸引客流，并且配备高比例的零售业态保证项目盈利。区域内最热门的非重奢购物中心往往能做到区域内高数量的餐饮品牌和高比例的零售业态，如青岛万象城、西单大悦城等。4) 最稳定的模型或许是 10 万方以上交通便捷、地铁上盖，能一站式消费覆盖全客层，竞争激烈的高能级城市至少需要 20 万方。

图表 50 购物中心各业态租售比盈亏标准

购物中心各业态租售比盈亏标准			
业态类型	盈利	持平	亏损
服装	30%以下	30%-40%	40%以上
配饰	30%以下	30%-50%	50%以上
化妆品	23%以下	23%-35%	35%以上
鞋包皮具	30%以下	30%-45%	45%以上
生活零售	30%以下	30%-40%	40%以上
餐饮	20%以下	20%-35%	35%以上

文化娱乐	12%以下	12%-25%	25%以上
生活服务	15%以下	12%-25%	30%以上
儿童零售	30%以下	30%-40%	40%以上
儿童配套	12%以下	12%-25%	25%以上

资料来源：加得商业公众号，华创证券

图表 51 青岛万象城和青岛 CBD 万达广场各业态品牌数量（个）及比例（%）

业态	青岛万象城品牌 (个)	业态占比	CBD 万达广场品 牌(个)	业态占比
餐饮	186	29.29%	101	41.06%
零售	310	48.82%	62	25.20%
休闲玩乐	37	5.83%	29	11.79%
美容美发	30	4.72%	22	8.94%
亲子乐园	22	3.46%	3	1.22%
生活服务	33	5.20%	21	8.54%
学习培训	13	2.05%	7	2.85%
写真宠物	4	0.63%	-	-

资料来源：高德地图，华创证券

**高能级城市的中端购物中心竞争激烈，对运营能力要求极高，全国型运营方或业主方掌握运营商场 know-how。** 1) 高能级城市的中端购物中心为区域型购物中心、城市型购物中心，其辐射客群较广泛，体量一般在 10 万方以上。2) 高能级城市存量及新开业的中端购物中心数量多，竞争激烈程度高，极其考验购物中心运营能力。根据环线房产咨询数据，上海的商场共有 715 座，合计 3558 万方，人均购物中心面积达 1.43 平，除掉恒隆广场、ifc、iapm、前滩太古里等重奢购物中心，非重奢购物中心数量超 700 家。3) 上海竞争激烈程度极高，大部分运营能力弱的商业项目稳定性较差。如客群基础扎实、体量大（25 万方）的宝山经纬汇招商能力弱，较难聚客。位于上海虹桥吴中路商圈的上海万象城和爱琴海购物公园，二者隔街相望，商业建筑面积均为 24 万平，但万象城运营能力强，零售额坪效持续走高，为爱琴海两倍以上。爱琴海 2017 年开业初期客流居高不下，跨年夜客流高达 12 万人，但目前空置率高达 70%。3) **全国型的运营方或业主方具有规模优势，合作品牌数量多且能扶持区域原创品牌快速引进在管项目，保持购物中心的品牌新颖和独特性，并对冲传统品牌拓店意愿低的影响。** 华润万象生活的招商运营能力深受市场认可，招商品牌的数量、质量及配比符合当地客群需求，甚至能引领消费趋势；除了品牌库合作数量高达 1.3 万家，为市场前列，还积极挖掘高成长性的新兴品牌，并扶持其走向全国，如来自武汉的 The boots 泥靴、O'eat、NEED、野果 yeego，南宁万象城首店的阿嬷手作等高人气品牌。

图表 52 宝山经纬汇客流较少



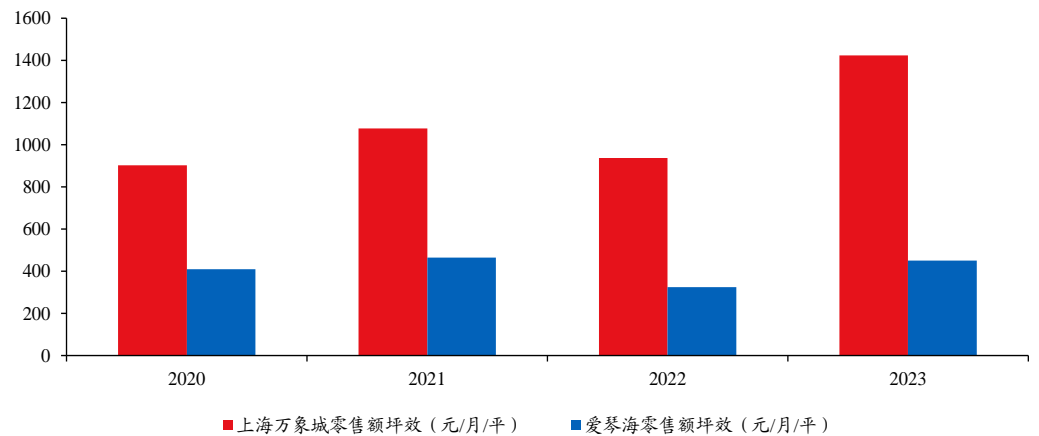
资料来源：环线房产咨询

图表 53 同体量的上海万象城和爱琴海购物中心



资料来源：百度地图

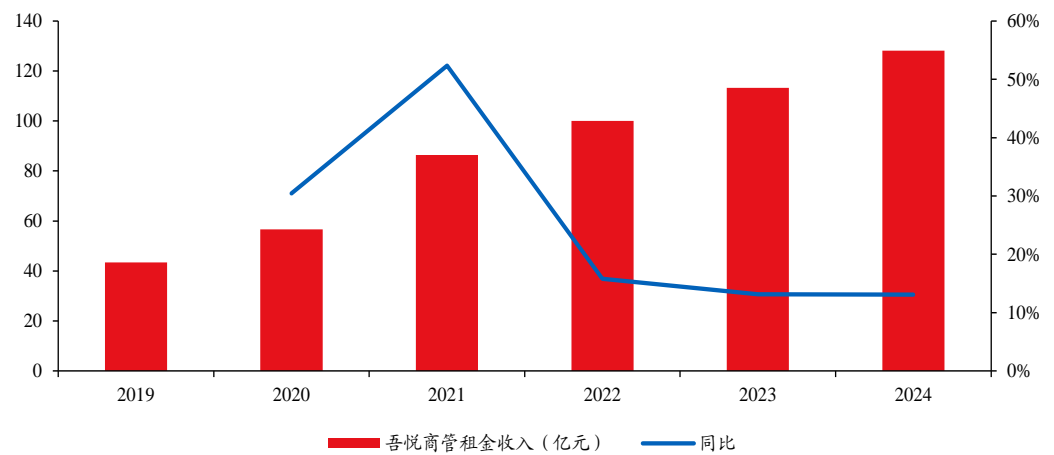
图表 54 上海万象城零售额月坪效持续高于爱琴海购物中心



资料来源：联商网，华创证券

三四线城市购物中心业态的丰富性以及便利程度，对街边店形成降维打击，单个城市或区域市场空间有限，需要占据先发优势。1) 购物中心相比露天式的商业街，和分散式的街边店更能提供舒适的环境和高效的购物体验。三四线城市的消费总量虽然超过了一二线城市，但单位面积的消费密度却难有一二线城市高，且三四线城市的消费品类依旧以刚需购物和餐饮为主，可借鉴高能级城市中端购物中心运营经营。2) 万达、新城、龙湖等公司提前布局三四线市场，在当地已占据核心位置，公司掌握购物中心运营 know how 且合作品牌资源丰富，招商运营均对当地小公司形成降维打击。截至 2024 年底，已在全国开业 513 座万达广场，多数布局于三四线城市。截至 2024 年 12 月 31 日，新城控股已开业吾悦广场 173 座，其中自持 148 座，管理输出 25 座，截至 2022 年底 60% 位于三四线城市，40% 位于三线和地级市。3) 新城控股旗下吾悦广场主要分布在三四线城市，年末整体平均出租率为 97.86%，整体维持在较高水平，2024 年租金收入同比增长 13%。

图表 55 吾悦商管 2024 年租金收入同比增长 13%



资料来源：公司公告，华创证券

**社区型商业体量小，天花板低，运营难度并不低。**社区型商业辐射客群一般为周边 1-3km 的客群，项目体量较小，一般在 10 万方以内。根据中心地理论，社区型商业为低于区域型、城市型的次一级中心地，高级中心地涵盖低级中心地的所有功能，低级中心地会面临着客流被高级中心地虹吸的可能，或难以展望较长稳定运营期。由于体量较小，社区型商业业态的丰富度会受到限制，零售额和租金天花板较低。想要长期运营好社区型商业必须精准定位周边客群，挖掘其主要线下高频消费需求，培养客户黏性，包括商超、便利店、药店、生鲜超市、电影院、KTV、健身房、餐厅、咖啡店等。当周边客群改变或其消费习惯改变，还需要及时作出调整。

#### 四、投资建议

头部优秀的购物中心及购物中心运营企业有较高护城河，消费降级冲击下仍具有稳定性。购物中心是目前最高效满足消费者线下需求的业态，是线下最大的消费流量平台，头部优秀的购物中心洞悉消费趋势变迁，通过及时引入需求增长的业态和品牌，对抗行业下行，保证其客流、销售额和租金的稳定。已建立优势的成熟购物中心较难被颠覆，除非出现位置合适且体量更大、体验感更强的竞争者。经营购物中心是典型 know-how 的业务，需要长期积累，且具有规模效应。建议重点关注专注重奢赛道、内地购物中心具有竞争优势的太古地产、华润置地、中国国贸，运营能力突出、在管购物中心组合稳定性强的商管公司华润万象生活，以及底层资产在当地市场具有竞争力的消费类 REITS。

#### 五、风险提示

居民消费超预期下行，行业竞争加剧。

## 房地产及建筑建材组团队介绍

### 房地产及建筑建材组组长、首席研究员：单戈

中国人民大学风险管理及精算学博士，4年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨航

上海财经大学学士，浙江大学硕士，2023年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
	广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805
周玮		销售经理		zhouwei@hcyjs.com
王世韬		销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522