

目录

一、研究背景与目的	1
二、研究方法体系	1
三、主要研究成果	4
(一) 2021 中国商业地产百强企业	4
(二) 商业地产百强企业发展特点	4
1. 规模表现	4
1) 经营性物业持有及运营规模增长放缓，增速回落至 12.7%	4
2) 疫情影响下，租金减免措施导致百强代表企业经营性物业租金收入同比仅增 3.5%	6
3) 收并购助力头部企业经营规模稳步增长	6
2. 成长性	7
1) 300 城商办用地成交规模平稳增长，代表企业拿地放缓，投资聚焦二线城市，三四线城市占比显著下降	7
2) 轻资产管理输出为企业储备优质项目，成为头部企业规模扩张的重要途径	8
3. 经营质量	9
1) 百强代表企业重点项目平均出租率下滑至 91.2%，但整体运营平稳	9
2) 商业经营：数字化平台提升企业运营效率，头部企业依托强大号召力，加强品牌库建设提高招商能力	9
3) 写字楼经营：主要城市写字楼空置率仍处高位，灵活租赁策略和增值服务提升经营稳定性	11
4. 稳健性	13
1) 资产负债率均值小幅降至 70.9%，偿债能力保持平稳	13
2) 资产证券化规模不断扩大，底层资产以一二线城市零售商业和写字楼为主	13
四、商业地产发展趋势与展望	16
(一) 新业态与新模式不断出现，激发商业地产市场活力	16
(二) 城轨建设带来以 TOD 模式为载体的商业地产开发机会	17
(三) 城市更新唤醒存量活力，为商业地产市场创造新的生长空间	20
(四) 商业运营服务业务掀起分拆上市热潮，资本助力商业地产企业稳健发展	22
五、结语	25

研究主持：中指研究院 中房指数系统

数据支持：CREIS 中指数据

主要研究成员：

中指研究院：莫天全、黄瑜、曹晶晶、孙晓一、姚卓、吴刚、汪勇、黄秀青、李力、张化学、丁晓、樊朋飞、赵玉国、薛建行、胡佳娜、温戴婉兰、黄雪、王玲、袁彬彬、高小妹、姚一维、李宁、石蕊、梁波涛、高院生、唐爽、唐懿

一、研究背景与目的

2020 年，面对新冠肺炎疫情和国内外复杂环境的冲击，中国经济表现出了极强的韧性，疫情影响下，商业地产企业积极应对，砥砺前行，为行业及经济平稳发展做出贡献。商业地产作为国内消费及服务升级的重要载体，在提振消费市场和促进经济结构转型中将发挥重要作用。在“十四五”双循环新格局指引下，商业地产市场蕴含巨大发展空间，因此，持续深化对商业地产市场及各类参与主体的研究，对于科学把握商业运营规律、提升商业经营价值具有重要意义。

中指研究院、中房指数系统一直持续深耕于商业地产行业的数据分析与研究：已连续多年对商业地产优秀企业进行分析与评价，并分别于 2018 年和 2019 年开始发布中国商铺租金指数和中国写字楼租金指数。2021 年，中指研究院结合在商业地产领域多年的研究积累与数据基础，启动“2021 中国商业地产百强企业”研究，旨在发掘行业中综合实力强、运营水平高、成长潜力大的优秀企业群体，鼓励企业理性认识商业地产市场发展现状及规律，紧密跟踪市场变动趋势，在变革中积极创新，引领行业在新环境下实现持续、稳健发展。

在分析总结历年研究经验及商业地产企业发展现状的基础上，研究组进一步完善了研究方法和评价指标体系，考虑到越来越多的商业运营服务企业开始独立于其房地产开发母公司，因此本次研究将商业运营面积和新增经营性物业合约面积等指标纳入研究体系，继续从规模性、成长性、稳健性、运营能力和融资能力等五个方面全面、客观地评价企业的综合实力，引导企业不断优化发展模式，推动行业健康、良性运行。同时，通过对优秀商业地产企业进行系统分析，有助于总结其成功发展经验，供更多企业参考借鉴，提升行业运营水平。

研究目的

(1) 通过对企业的经营规模和商业地产业务的运营表现等指标进行量化研究，发掘商业地产业务实力强、成长性好以及经营稳健的优秀企业群体；

(2) 通过系统研究，打造“中国商业地产百强企业”品牌，提升企业知名度和影响力，发挥企业的行业示范效应，推动企业不断优化业务结构，实现健康发展。

二、研究方法体系

(一) 标准和门槛值

中国商业地产百强企业研究坚持以数据为依据，坚持客观、

公正、准确、全面的研究原则。依照相关惯例，我们对中国商业地产百强企业设立如下筛选标准和门槛值：

(1) 依法设立并登记注册的以商业地产（含商业零售物业经营、写字楼经营等）为重要经营业务的企业作为研究对象。

(2) 按照惯例，对进入研究的企业给予一个门槛指标，研究组根据近 3 年商业地产企业实际经营状况，确定为企业近 3 年商业地产相关业务收入均值超 1 亿元，或持有及运营经营性物业面积超 10 万平方米。

(3) 为了鼓励中国内地商业地产企业做大做强，同时鉴于境外背景商业地产企业的数据拆分问题，本次研究主要聚焦于内地背景的商业地产企业。

(4) 符合上述 1~3 条，但是有严重拖欠工程款，或有重大偷漏税等违规行为问题的企业，取消评审资格。

(二) 评价指标体系

评价指标体系设立原则

2021 中国商业地产百强企业研究以 2018-2020 年度为研究时间段，涵盖规模性、成长性、稳健性、运营能力、融资能力等指标，全面考量企业的综合实力与业务发展能力。

评价指标体系的设计主要把握以下几个基本原则：

(1) **企业规模和运营能力相结合**。企业规模和运营能力是企业向前发展的驱动力，商业地产企业只有在不断提高资本的良性增值循环的基础上，才能稳健扩张规模；同时，企业必须稳步提升经营质量才能实现永续经营。

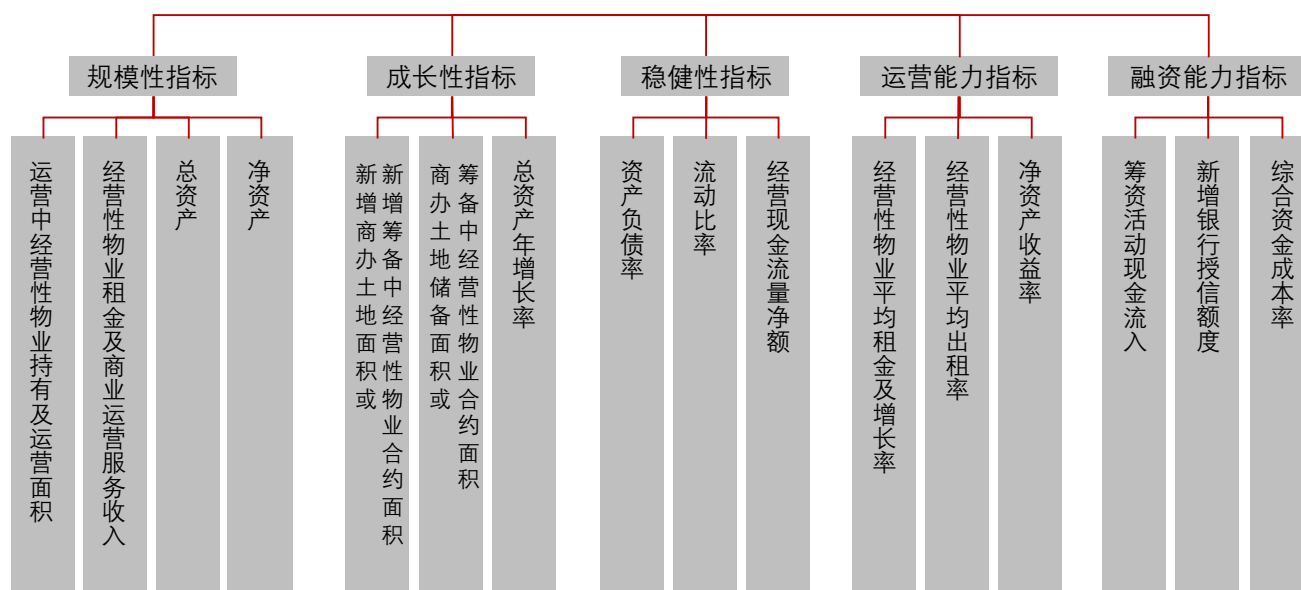
(2) **成长潜力与经营稳健并重**。商业地产行业受宏观经济运行影响较大，也面临周期性波动。此次研究强调企业成长潜力的培育必须建立在稳健经营的前提下，鼓励企业更好地平衡稳健经营与快速成长之间的关系，维护整个行业平稳健康发展。

(3) **融资能力与综合实力相结合**。融资能力是商业地产企业发展的关键因素，项目的获取、运营等环节都离不开强大的融资能力支持。本次研究中，融资实力表现突出的企业其综合实力指数会相应提高。

评价指标体系

在 2021 中国商业地产百强企业研究中，根据企业规模和运营能力相结合、成长潜力与经营稳健并重、融资能力与综合实力相结合的原则，全面客观地评价企业的综合实力。

2021中国商业地产百强企业 评价指标体系



（三）数据来源和复核

数据来源

- (1) 企业填报数据；
- (2) CREIS 中指数据、中房指数系统中国商铺租金指数及写字楼租金指数；
- (3) 企业对外公布的信息（包括企业年报、企业网站公布的信息和对外派发的宣传资料）；
- (4) 有关政府部门（包括建委、房管局和统计局等）的公开数据；
- (5) 2018、2019、2020 中国商业地产企业研究收集的数据资料。

数据复核

企业填报的数据须如实客观，同时研究组对填报数据进行复核。

- (1) 企业财务数据通过会计师事务所出具的报表进行复核；
- (2) 通过税单复核企业经营收入及利润；
- (3) 对收集的数据坚持交叉复核：通过各地房地产交易中

心公开的项目交易情况复核企业提供的销售数据；结合中房指数系统中国商铺/写字楼租金指数样本复核相关租金数据。对有疑问的数据研究组可要求进行现场复核。

（四）计量评价方法

在研究方法上，为增加研究的严谨性，采用因子分析（Factor Analysis）的方法。因子分析是一种从变量方差——协方差结构入手，在尽可能多地保留原始信息的基础上，用少数新变量解释原始变量方差的多元统计分析方法。它将原始变量分解为公共因子和特殊因子之和，并通过因子旋转，得到符合现实意义的公共因子，然后用这些公共因子去解释原始变量的方差。计算中国商业地产百强企业综合实力时，主要是计算各构成要素的相关矩阵，通过相关矩阵得到特征值、累计特征值及因子载荷。根据最初几个特征值在全部特征值的累计百分率大于或等于某百分比的原则，确定公共因子的具体个数。然后再根据因子载荷矩阵确定各个因子的现实意义并进行重新命名，最后根据不同企业各个因子的得分及载荷矩阵，通过加权累加构成 2021 中国商业地产百强企业综合实力指数。

“2021 中国商业地产百强企业”（代表企业）

1	大连万达商业管理集团股份有限公司	26	恒太商业管理集团有限公司
2	红星美凯龙	27	上亿企业集团
3	华润万象生活有限公司	28	SOHO 中国有限公司
4	宝龙商业管理控股有限公司	29	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
5	新城控股集团股份有限公司	30	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
5	苏宁置业集团有限公司	31	首创钜大有限公司
7	大悦城控股集团股份有限公司	32	佳兆业商业集团有限公司
8	合景悠活商业	33	广州越秀商业地产投资管理有限公司
9	奥园商业地产集团	34	远洋集团控股有限公司
10	龙湖集团控股有限公司	35	中国国贸
11	中海商业发展（深圳）有限公司	36	中国新城市商业发展有限公司
12	弘阳商业集团	37	北京金隅集团股份有限公司
13	星盛商业管理股份有限公司	38	金地商置集团有限公司
14	上海世茂股份有限公司	39	瑞安房地产
15	中骏商管智慧服务控股有限公司	40	龙光集团有限公司
16	碧桂园文商旅集团	41	成都圣瑞商业管理有限公司
17	保利商业地产投资管理有限公司	42	苏州恒泰控股集团有限公司
18	绿地全球商品贸易港集团	43	凯华地产（中国）集团有限公司
19	富力地产集团商业运营管理有限公司	44	茂业国际控股有限公司
20	正荣商业	45	复星国际有限公司
21	金融街控股股份有限公司	46	海伦堡商业集团
22	中国金茂控股集团有限公司	47	苏州圆融发展集团有限公司
23	北京北辰实业股份有限公司	48	南国置业股份有限公司
24	合生商业集团	49	福州融侨商业管理有限公司
25	银泰置地（集团）有限公司	50	深圳市海岸商业管理有限公司

三、主要研究成果

（一）2021 中国商业地产百强企业

在 2021 中国商业地产百强企业研究中，中指研究院根据近 3 年企业实际经营状况，依据企业规模和运营能力相结合、成长潜力与经营稳健并重、融资能力与综合实力相结合的原则，运用因子分析法及相关数学模型，对全国重点商业地产相关企业（集团）的规模性、成长性、稳健性、运营能力、融资能力等方面的指标和数据信息进行深入分析研究，科学全面地计算出商业地产企业的综合实力指数。

要特别说明的是：当前，商业地产企业分化显著，有少部分专注于商业开发运营的企业运营规模突出、经营水平高，而更多数的商业地产企业则依托有住宅开发背景的母公司，服务于其住宅社区的商业配套建设，发展水平有限，经营数据亦未完全拆分。因此，考虑到行业示范效应和数据研究的严谨性原则，本次“2021 中国商业地产百强企业”研究仅列示 50 家重点代表性企业，整体分析也以这 50 家代表企业为重点样本，供行业参考。

（二）商业地产百强企业发展特点

2020 年，我国经济增长面临下行压力，商业地产市场也面临挑战。2020 年，我国实现 GDP 总额 101.6 万亿元，同比增长 2.3%；全年实现社会消费品零售总额 39.2 万亿元，同比下降 3.9%。从商业地产新房市场来看，2020 年全国商业地产（含商业营业用房及办公楼）开发投资额为 19570 亿元，同比增长 0.9%；新开工面积为 24616 万平方米，同比下降 5.4%；销售面积为 12623 万平方米，同比下降 9.2%；供需两端均呈下降态势。

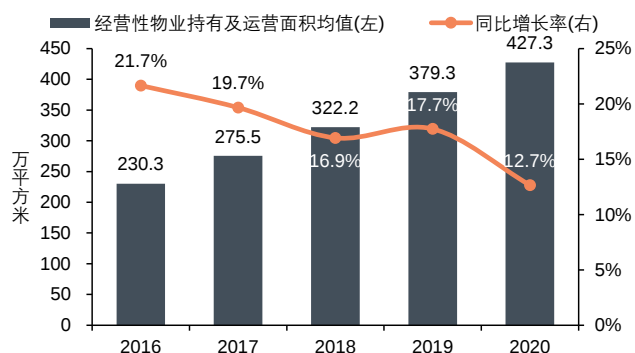
商业地产百强代表企业在过去一年负重前行，不断引领行业发展变革，整体经营表现优于行业大势。一方面，商业地产进入存量时代，百强企业由销售转向持有运营倾向增加，更加关注消费市场变革，强化业态配比和品牌组合，通过线上线下融合发展和精细化管理提升运营质量，有效缓解了新冠肺炎疫情的冲击，租金及出租率指标表现稳定；另一方面，城镇化发

展进入稳步增长阶段，重点城市群与都市圈逐渐形成，百强企业紧跟市场趋势进行战略布局，投资拿地更加审慎，有效实现高质量增长；此外，轻资产管理模式越来越受到企业重视，商业运营服务业务分拆上市潮开启。

1. 规模表现

1) 经营性物业持有及运营规模增长放缓，增速回落至 12.7%

图 商业地产百强代表企业经营性物业持有及运营面积均值及增速



疫情影响下，商业地产百强代表企业经营性物业持有及运营规模增长放缓。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，短期居民生产、生活受限，线下消费市场首当其冲，全国居民人均消费支出同比实际下降 4.0%，对商业地产市场需求带来不利影响。在行业整体承压的情况下，商业地产百强代表企业规模仍保持增长，但增速有所回落。2020 年，商业地产百强代表企业经营性物业持有及运营面积均值为 427.3 万平方米，同比增长 12.7%，增幅较 2019 年收窄 5.0 个百分点。

从规模上看，截至 2020 年底，万达商管共运营管理万达广场 368 家，累计建筑面积超过 5000 万平方米，红星美凯龙、华润万象生活等企业持有及运营面积亦超 1000 万平方米，宝龙商业、新城控股等企业持有及运营面积在 900 万平方米左右，其它代表企业持有及运营面积多数不足 900 万平方米，头部企业规模优势明显。新冠肺炎疫情之下，商业地产百强代表企业经营性物业持有及运营面积整体仍保持增长态势，反映出头部企业持续的规模扩张能力。一方面，代表企业通过布局消费能力强、市场需求大的一二线及发达城市群强三线城市稳定经营

规模，另一方面通过打造多元品牌体系形成差异化经营，以适应更广泛的市场需求，抢占市场份额。

- 百强代表企业重点布局消费需求较强的一二线及发达城市群强三线城市，实现持有及运营面积稳步增长

受益于较好的经济发展、较高的居民收入和消费能力，长三角、粤港澳、京津冀等发达城市群以及中西部核心城市消费需求较强，带动商业地产市场快速发展。同时，城市群、都市圈辐射范围内的重点三四线城市消费需求逐渐增加，近年来商业地产市场亦迎来发展机遇。整体来看，2020年百强代表企业重点在此类消费需求强劲的城市经营布局，实现企业规模稳步增长。

长三角城市群是我国经济发展最活跃、开放程度最高的区域之一，居民收入及消费能力较强，是代表企业重点经营布局的区域之一。同时，长三角区域整体营商环境好，政府治理能力强，疫情后期复商复市速度快，为商业地产市场复苏提供了良好的外部环境。宝龙商业紧抓长三角城市群发展机遇，巩固优势地位，拓展业务布局，稳步扩大在管面积。2020年，宝龙商业新增的17个在管已开业项目中，有15个位于长三角城市群，其中金华为首次进入。

成渝城市群是西部大开发的重要平台，是长江经济带的战略支撑，成渝地区双城经济圈建设的推动将助力成渝地区高质量发展，吸引代表企业加速布局。2020年，在疫情对线下实体商业冲击较大的情况下，龙湖集团10座商场如期开业，其中有5个位于成渝城市群。

此外，随着城镇化进程持续推进，部分发达城市群内部的重点三四线城市消费市场发展迅速，代表企业积极布局此类潜力城市，持续扩大规模。2020年，万达商管新开业的45座万达广场中，三四线城市合计占比近6成。

- 百强代表企业强化多元品牌体系建设，加大客群覆盖范围，助力企业规模化发展

除了积极进行城市拓展外，定位清晰、业态丰富、差异化经营的多元品牌体系是商业地产企业规模化发展的另一核心竞争力。商业地产百强代表企业通过多产品线策略，适应更多市场需求，实现规模化发展。

表 商业地产百强代表企业商业产品系列

企业名称	产品系列	定位
宝龙商业	宝龙一城	超级标杆。瞄准高端消费者的地标式商场
	宝龙城	标杆。位于一、二线城市主要商业区的中高端商场
	宝龙广场	标准 MALL。宝龙商业的旗舰品牌，集购物、餐饮、娱乐于一体的多用途场所
	宝龙天地 宝龙星汇	社区商业
大悦城控股	大悦城	城市综合体
	大悦春风里	区域型商业中心
	祥云小镇	开放式的休憩性商业街区
星盛商业	COCO Park	城市型购物中心
	COCO City	区域型购物中心
	iCO	区域型购物中心
	COCO Garden	社区型购物中心
	第三空间	优质家居购物中心

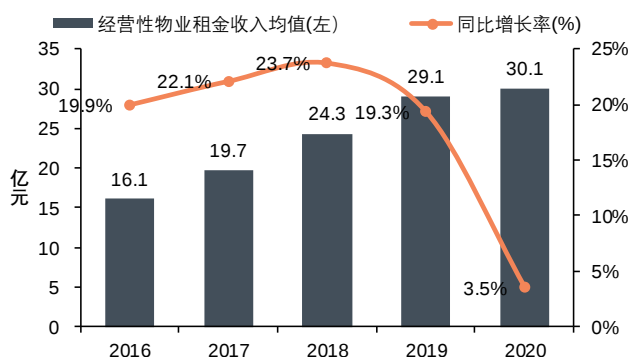
以宝龙一城、大悦城为代表的城市综合体，面向中高端客户群体，多为位于一二线城市核心区域的地标性建筑，涵盖购物中心、五星级酒店、甲级写字楼等多种业态。以宝龙城、星河 COCO Park 为代表的城市型购物中心，提供大量国际品牌及旗舰店，致力于打造城市热点。而大悦春风里、星河 COCO City 则是面向中等收入新兴家庭，集购物、餐饮、休闲、娱乐等多业态于一体的区域型购物中心。星河 COCO Garden 的目

标客群为周边 3 公里以内人群，以品质化的社区型购物中心为发展定位。星河第三空间则是以优质家居为主题，为高端客户提供一站式家居装饰解决方案的主题型商业项目。

多元品牌体系的打造不仅可以使项目间形成差异化经营，适应更广泛的市场，亦可以树立自身良好的品牌形象，扩大品牌影响力，进而通过获取第三方项目扩大管理运营面积。

2) 疫情影响下，租金减免措施导致百强代表企业经营性物业租金收入同比仅增 3.5%

图 商业地产百强代表企业经营性物业租金收入均值及同比增速



受新冠肺炎疫情影响，部分商业地产企业经营情况受到冲击，多数企业携手商户共克时艰，积极实施租金减免等纾困措施，用阶段性的租金收入减少换取租户稳定续租，减少后续空置风险。

疫情影响下，商业地产收入承压，百强代表企业租金收入增速大幅回落。2020 年，百强代表企业经营性物业租金收入均值为 30.1 亿元，同比小幅增长 3.5%，增幅较 2019 年收窄 15.8 个百分点。其中，万达商管等行业龙头企业租金收入在百亿以上，其他多数代表企业租金收入均小于 100 亿元。

尽管行业整体承压，但头部企业仍表现出色。2020 年上半年，龙湖集团商场不含税租金收入为 26.7 亿元，同比增长 22.3%。2020 年全年，宝龙商业实现商业运营管理业务收入 15.63 亿元，同比增长 17.1%。

表 商业地产百强代表企业租金减免措施

企业名称	租金减免措施
万达商管	对全国已开业万达广场内所有商户自 1 月 25 日-2 月 29 日的租金及物业费实行全免政策，减免金额超过 40 亿元
红星美凯龙	对于符合条件的自营商场相关商户，免除其 2020 年度任意一个月租金及管理费，涉及金额或超 5 亿元
大悦城控股	对全国旗下 13 个商业项目的入驻商户酌情减免春节期间的部分租金
龙湖集团	对旗下商场的所有商户，2020 年 1 月 25 日至 2020 年 3 月 31 日期间，租金费用（含物管费、推广费）减半

除上述所列企业外，富力集团、首创钜大、远洋商业、瑞安房地产等代表企业亦推出一系列商户纾困免租措施，稳定品牌方信心、给予商户宝贵恢复时间。面对新冠肺炎疫情，代表企业在自身经营面临严峻挑战的情况下，依然展现出行业龙头企业的担当与风范，在业内起到带头作用，打造疫情中的行业命运共同体。

3) 收并购助力头部企业经营规模稳步增长

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，商业地产市场受到明显冲击，部分中小企业面临经营困境，商业地产行业的困境资产整合以及企业间的合作与整合不断出现。一方面，凭借强大的资金实力与品牌影响力，头部企业通过收并购行为以较低成本实现业务规模增长；另一方面，部分处于困境中的中小企业通过出售优质资产换取生存机会。在这种情况下，商业地产行业格局加速分化，行业集中度提高。

2020 年，商业地产百强代表企业的整合动作仍然以企业股权收购和项目收购为主，其中：

企业股权收购即商业地产企业通过收购目标公司股权而开展的资产重组行为。商业地产企业通过这种方式，能够快速实现规模的扩大，抢占市场份额。

如，2020年7月，宝龙商业与浙江星汇商业管理有限公司股东订立投资协议书，以4055万元投资成本收购浙江星汇60%股权，实现登陆港股后的首单收购。浙江星汇是长三角地区一家商业运营服务商，截至2020年7月6日，共管理14个零售商业项目，总建筑面积约89.0万平方米（含停车场）。本次收购扩大了宝龙商业的商业运营服务业务规模，进一步加深长三角地区优势；同时，依托宝龙商业强大的资源及品牌影响力，本次收购也有助于浙江星汇提升其后期盈利水平。

项目收购即商业地产企业对商业地产项目的投资。商业地产企业根据自身发展战略，积极开展项目整合与收购，以达到获取存量项目和提升市占率的目的。此外，一部分运营能力较强的行业龙头企业在收并购的基础上对存量项目进行升级改造，以期提升存量项目的价值，改善经营状况。但在疫情影响下，企业投资心态较为审慎，收并购标的物多以优质存量资产为主。

表 2020年部分商业地产百强代表企业项目收购案例

企业名称	主要内容
红星美凯龙	旗下资产管理平台爱琴海集团联袂北投集团、绿城中国收购京杭广场商业资产，打造北投爱琴海购物公园
中海商业	中海地产5.56亿元收购佛山南海怡丰城购物中心，拓展大湾区商业版图

2020年3月，中海商业收购新加坡丰树集团南海怡丰城项目，并更名为“南海中海环宇城”，以全新定位打造高品质生活新主场，与“佛山中海环宇城”交叉互补，共同挖掘广佛同城发展红利，再塑一座广佛商业标杆。

2. 成长性

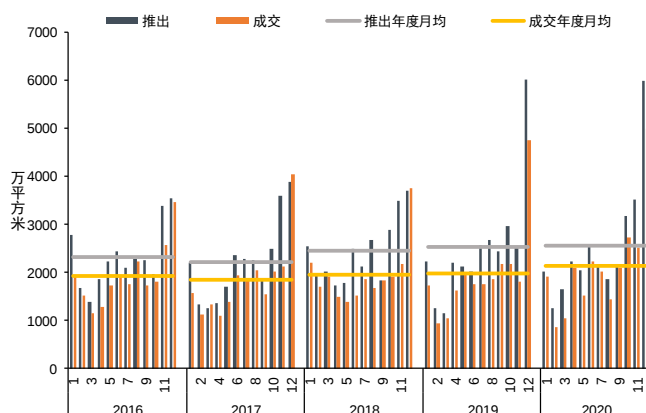
《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》中明确指出要“畅通国内大循环，全面促进消费，拓展投资空间”。未来，消费市场的繁荣也将为商业地产带来巨大空间。企业的长期可持续成长离不开优质土地及项目的储备，商业地产百强代表企业一方面通过新增商办土地、积极推进中长期发展战略落实，不断优化城市布局，为未来业绩的增长奠定基础；另一方面，企业通过轻资产的方式进行管理输出，为未来发展储备优质商业项目。

1) 300城商办用地成交规模平稳增长，代表企业拿地放缓，投资聚焦二线城市，三四线城市占比显著下降

在经历了2020上半年的新冠肺炎疫情冲击后，下半年商办用地成交规模显著回升，全年各线城市商办用地均保持增长。

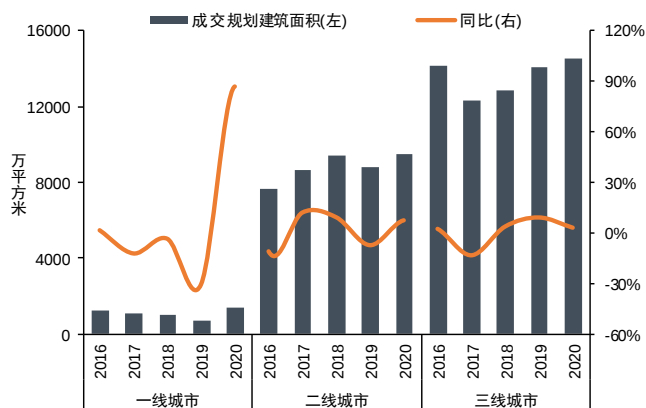
但值得注意的是，经过过去几年商办用地的大量供应，尤其是部分三四线城市商办用地供应较多，形成大量商业供应，但多数三四线城市消费及办公需求较一二线城市存在较大差距，导致商业空置率高企，造成企业经营风险。近几年，头部房企拿地态度趋于谨慎，三四线城市拿地占比显著回落。

图 2016-2020年300城商办用地推出及成交规划建筑面积



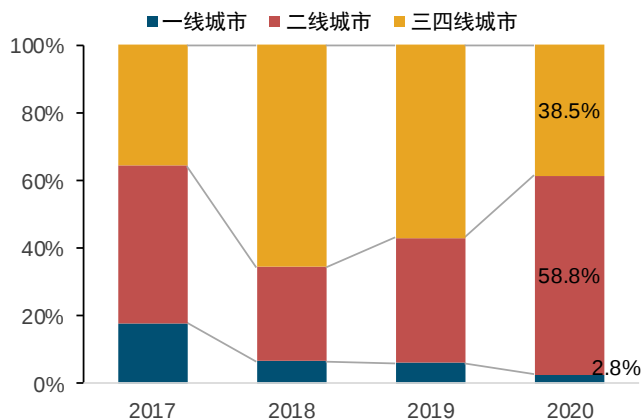
2020年全国商办用地推出及成交规模同比均增长。2020年，全国300城商办用地推出规划建面3.05亿平方米，同比增长1.2%，商办用地成交规划建面2.54亿平方米，同比增长7.7%。

图 2016-2020年300城商办用地各线城市成交规划建筑面积



从各线城市来看：2020 年，受低基数影响，一线城市商办用地成交规划建面同比增长 87.0%；二线城市成交规划建面同比增长 7.8%，保持平稳增长；三四线城市商办用地成交面积同比增长 3.5%，增长放缓。

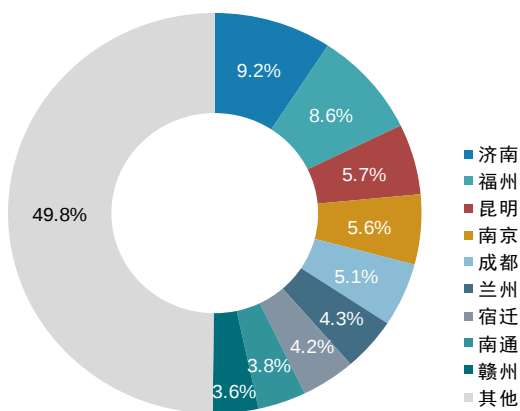
图 商业地产百强代表企业新增商办用地分布



面对新冠肺炎疫情，商业地产企业投资布局更趋谨慎，聚焦潜力突出、风险可控的二线城市成为企业现阶段防控风险的重要选择。2020 年，商业地产百强代表企业平均新增纯商办用地 55 万平方米，规模较 2019 年明显收缩。

从新增商办用地分布看，百强代表企业在二线城市的新增纯商办用地比重持续扩大，2020 年达到 58.8%，金茂、宝龙等企业在二线城市纯商办土储持续增长。同时，百强代表企业在三四线城市的新增商办用地规模大幅减小，比重降低至 38.5%，仅新城控股等企业在三四线城市纯商办土储有所增加，且拿地主要集中在宿迁、南通、徐州等长三角三线城市的优质区域。

图 商业地产百强代表企业 2020 年新增商办用地城市分布



从具体城市来看，2020 年，商业地产百强代表企业商办用地拿地较多的城市主要为济南、福州、昆明、南京、成都、兰州等二线城市，此类二线城市处于城市快速建设发展期，商办市场快速扩张，但企业仍需关注区域商业存量规模，谨防库存过剩风险。2020 年，百强代表企业在三四线城市的投资整体放缓，新增商办土储更加看重城市潜力与地块在城市内的区位要素。宿迁、南通等长三角三线城市以及赣州等人口规模优势突出的三线城市仍是百强代表企业投资拿地的重点区域。

2) 轻资产管理输出为企业储备优质项目，成为头部企业规模扩张的重要途径

随着存量市场竞争日趋激烈，高效率、高回报、高标准化的轻资产运营模式逐渐受到重视。商业地产企业的轻资产化实质是企业从赚取资产升值收益走向赚取增值服务收益。轻资产运营模式不以拥有土地资产为核心，而是重视运营管理服务带来的收入增长。轻资产模式已经成为商业地产头部企业储备优质项目、实现规模扩张的重要途径。预计头部企业的轻资产化将带来整个行业的集中度进一步提高。

部分以轻资产运营模式为主的企业凭借其久经市场检验的运营管理能力，已经实现通过轻资产进行运营管理和品牌输出。而过去以开发和运营并重的商业地产企业，基于其丰富的开发运营经验以及强大的品牌影响力，近年来逐渐加强轻资产管理能力输出。

例如，专注于中小城市商业综合体运营管理的恒太商业，凭借近 30 年的运营经验，为项目量身打造产品定位与未来发展战略。过去几年通过轻资产管理输出实现较快发展，2020 年恒太商业通过轻资产签约的项目达 16 个，总运营项目数量达到 50 个，通过轻资产管理实现了全国性布局。

又如，购物中心运营管理输出方面，大悦城集团充分发挥“大悦城”品牌号召力及运营能力，轻资产运作天津和平大悦城、昆明大悦城、鞍山大悦城等项目。2020 年 12 月，鞍山大悦城启幕，是大悦城控股在东北地区第一家轻资产管理输出项目。

同时，2020 年新增管理输出项目包括长沙北辰三角洲大悦城、北京汇京双子座大厦等，实现了优质项目储备增加。

图 云南蒙自云上天街茂险王主题乐园示意效果图

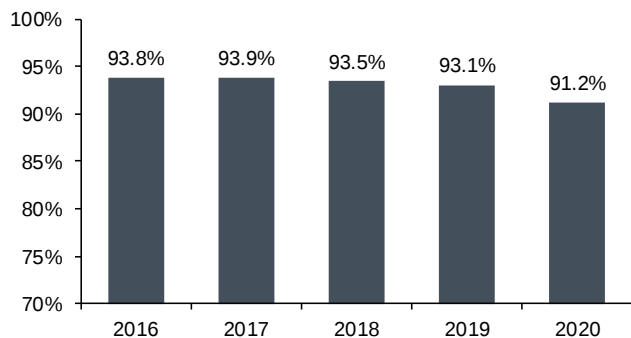


此外，品牌输出以世茂股份为例，世茂股份的自有 IP“茂险王”已在全国多个商业及乐园项目积累了成功落地和对外输出的经验。基于“快慢结合、轻重并举”的发展策略，世茂股份一方面匠心打造大型城市地标综合体项目；另一方面则加速推进小而轻、便于复制、可快速落地的小型儿童乐园，如大茂淘淘全国商业巡展、大茂建筑学院、淘淘美妆屋等，与购物中心和商业资源积极联动。2020 年世茂股份实现了两个对外输出项目，分别为云南蒙自云上天街茂险王主题乐园以及山西首座融合“工业遗迹保护、地域文化传承、休闲娱乐体验”的新型工业主题乐园。

3. 经营质量

1) 百强代表企业重点项目平均出租率下滑至 91.2%，但整体运营平稳

图 商业地产百强代表企业重点项目平均出租率



受新冠肺炎疫情影响，百强代表企业重点项目的经营情况有所下滑，但整体仍较为稳定。疫情期间，商业地产企业积极采取减免租金的方式为租户纾困，将退租、空置等情况保持在可控范围内。2020 年，商业地产百强代表企业重点项目平均出租率为 91.2%，较 2019 年小幅下降 1.9 个百分点，整体仍处于较高水平。其中，各代表企业重点项目的平均出租率有所差异，万达广场、吾悦广场整体出租率仍保持在 95% 以上的较高水平，宝龙一城、宝龙城等项目整体出租率亦保持在 90% 以上，但亦有部分企业代表项目整体出租率降至 90% 以下。

“2021 中国商业地产典型项目”

项目名称	城市	企业名称
徐州苏宁广场	徐州	苏宁置业集团有限公司
成都悠方	成都	合景悠活商业
宝龙一城	厦门	宝龙商业管理控股有限公司
大信·新都汇	中山	中山市大信控股有限公司
上海中建广场	上海	上海中建东孚资产管理有限公司

在新冠肺炎疫情影响下，商业地产百强代表企业运营情况整体仍较为平稳，这反映出百强企业优秀的运营能力及抗风险能力。

2) 商业经营：数字化平台提升企业运营效率，头部企业依托强大号召力，加强品牌库建设提高招商能力

近年来，随着居民收入提高与扩大内需政策的推动，我国消费市场繁荣发展；同时，居民收入的提高带来消费需求的改变，消费者更加注重消费的满足感与消费质量的提升，消费内容从有形商品向服务消费转变，消费需求呈现出多样化和层次化特点。这些变革一方面为商业地产市场带来新的机遇，另一方面也对商业地产企业的运营能力提出更高要求。

“2021 中国商业地产运营十强企业”

企业名称
大连万达商业管理集团股份有限公司
大悦城控股集团股份有限公司
新城控股集团股份有限公司
宝龙商业管理控股有限公司
苏宁置业集团有限公司
华润万象生活有限公司
星盛商业管理股份有限公司
中骏商管智慧服务控股有限公司
恒太商业管理集团有限公司
中山市大信控股有限公司

百强代表企业积极应对市场变化，一方面通过搭建数字化运营平台，实现企业和项目的数字化管理，提升运营效率；同时通过微信小程序、直播平台等方式拓展线上运营渠道，挖掘创新消费场景，与线下实体商业联动，形成营销闭环，提升获客能力；另一方面，头部企业依托自身强大的号召力，持续与优质品牌建立稳定合作关系，并着力推动品牌库建设，提升招商能力，保障商业项目稳定运营。

● 数字化平台有效连接运营商、商户及消费者，打通数据壁垒，打造“闭环营销”，提升运营效率

“互联网+”时代，商业地产企业运用大数据、人工智能等先进技术手段打通企业及项目运营数据、会员系统、线上营销渠道等方面，将项目方、品牌方、消费者三方联动，形成服务闭环。

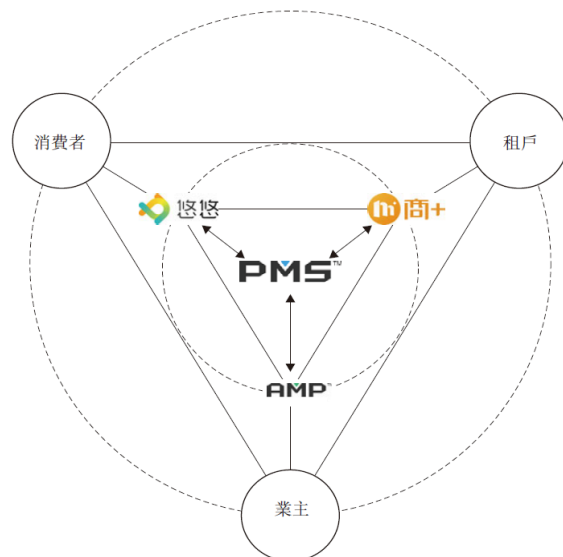
从企业内部管理看，综合管理平台可以将财务管理、租户管理、项目管理等不同模块集成在一起，有效打破企业内部数据壁垒，提升运营效率，降低运营成本。

从项目运营看，商业地产企业可以运用大数据技术，通过

智能装置采集消费数据、监测客流量等，通过客户数据对商户进行指导、提高经营效率、优化布局以及商铺招商等，并基于用户画像实现精准获客。

从营销渠道看，商业地产企业通过微信小程序等线上营销平台，打通商家与消费者的线上链路，通过数字化平台帮助合作商户实现与线上营销的全面对接，维护好客户群体，提高客户粘性，也为后疫情时代线上消费者转化至线下，实现购物中心全渠道运营打下基础。随着商业地产企业对于运营管理的不断重视，数字化和信息化将作为提升购物中心坪效的重要工具，实现购物中心与商户的合作共赢。

图 宝龙商业综合线上生态系统示意图



科技赋能是宝龙商业的核心战略之一，2018年，宝龙商业与腾讯合作启动“纽扣计划”，持续强化科技赋能，推动企业智慧转型。2020年，宝龙商业完成会员、商户、商管三大程式初步联动，并成功首发微信支付积分以及直播功能，在悠悠小程序内实现“直播+购物”闭环，使商户与消费者保持密切沟通，提高线下成交量。宝龙悠悠全面上线推广，半年新增会员200万。

2020年，星盛商业进一步建立全链路数字化营销，成功上线云购物平台和直播购物，包含消费即积分、小程序、微信企业号、直播、云购物等，为顾客提供24小时销售可能，促进线上线下联动。12月，星盛商业联合阿里本地生活平台口碑饿了

么，打造“未来智慧商圈”，实现支付宝、口碑、饿了么、高德等多入口逛商圈、一键领优惠券、蓝骑士送货到家等升级服务，探索未来智慧商圈，推进C端数字化。

从长期来看，“数字化”是商业地产发展的必经之路，商业地产企业借助互联网发展的东风，通过数字化发展逐步完善全渠道商业运营模式，提高经营质量和运营水平已成为行业发展趋势。同时，未来随着5G等技术逐步成熟，利用高科技手段，商业地产企业将能够更高效地洞察消费者偏好，从而实施精准营销及产品迭代，以实现运营能力的提升。

● 头部企业依托强大号召力，强化租户品牌库建设，提高招商能力与抗风险能力，保障商业项目稳定运营

强大的招商能力是提升商业项目出租率的有力保障，有助于商业地产企业实现稳健经营，而租户品牌库的建设则是提升招商能力的有效手段。头部房企依托广泛的市场影响力及品牌号召力，不断加强租户品牌库的建设，进而持续丰富品牌商资源，与包括主力店、品牌店铺等在内的庞大的租户品牌建立联系，提升招商效率。尤其在新冠肺炎疫情发生以后，部分品牌商户经营困难，出现退租、撤店现象，庞大的租户品牌库为快速补充商户提供基础，增强商业项目抗风险能力。

同时，随着消费需求变化，消费者更加注重消费品质、体验感和社交属性。商业地产企业需要时刻关注消费者的消费需求变化，并通过灵活的品牌调整及时满足消费者多样化、个性化消费需求，提高商业项目的客流量，进而增加商业项目的营业额和租金收入。持续更新的租户品牌库有助于商业地产企业优化租户组合，通过招商调整实现业态多元化，增强商业项目的竞争力与活力。

图 龙湖集团战略合作品牌（部分）



为满足消费者多样购物需求，龙湖集团与超4500家商户合作，其中战略合作品牌近340家。“统一规划、统一招商、统一推广、统一管理”的“四个统一”运营模式，为投资者与商户赢取最大化的经营收益，推动商家业绩快速增长。

图 宝龙商业合作品牌（部分）

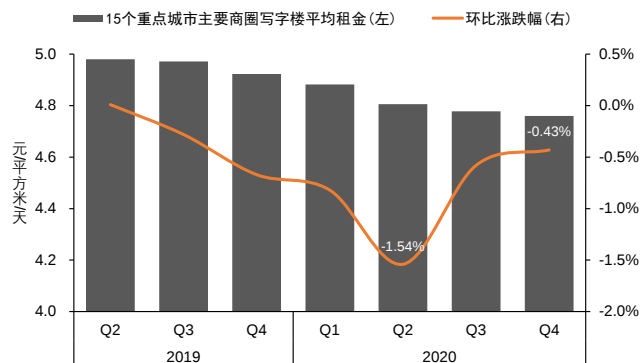


借助庞大的品牌库，宝龙商业在招商方面表现出色，截至2019年6月30日，其租户品牌库涵盖逾7100个品牌，其中宝龙商业合作逾五年的品牌超500个，与140余个品牌建立战略合作关系，这些战略合作品牌已经成为其优质租户基础及新零售物业招商的主要来源。

3) 写字楼经营：主要城市写字楼空置率仍处高位，灵活租赁策略和增值服务提升经营稳定性

2020年初，新冠肺炎疫情对经济运行和产业发展造成较大冲击，加之员工居家隔离、远程办公等因素影响，写字楼市场需求整体下降，租金下跌，空置率上升。进入二季度后，随着疫情得到有效控制，写字楼市场整体缓步恢复，但目前仍未回到疫情前的水平。

图 2019-2020年全国重点城市主要商圈写字楼平均租金及环比变化



根据中指研究院发布的中国写字楼租金指数，2020年，全国15个重点城市主要商圈写字楼平均租金呈现持续下跌趋势，其中二季度环比下跌1.54%。随着疫情影响减弱，三四季度写字楼租金跌幅收窄。

图 2020年一线城市写字楼空置率

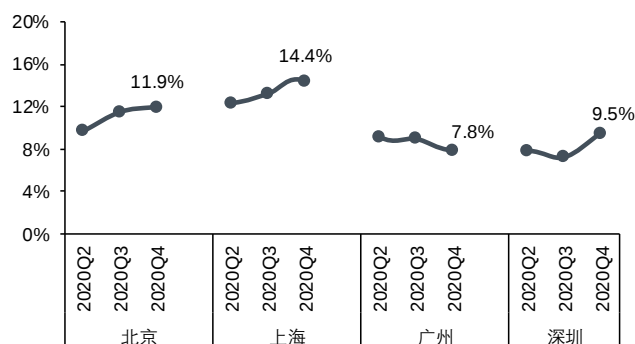
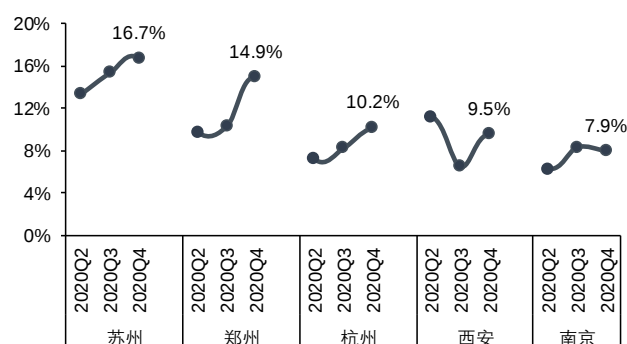
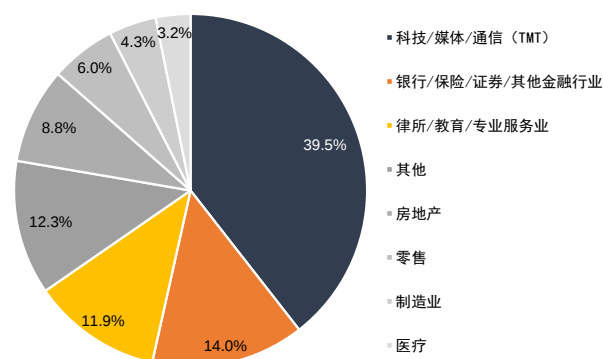


图 2020年二线代表城市写字楼空置率



相比疫情前，多数城市写字楼空置率仍处高位，企业经营压力较大。根据 CREIS 中指数据·写字楼版，2020年四季度，一线城市写字楼空置率相对稳定，其中，广州写字楼空置率最低，为7.8%。二线代表城市空置率较2019年均有所上升，苏州、郑州写字楼空置率在15%左右；杭州、西安在10%左右。

图 2020年11个代表城市租赁成交案例租户行业占比



从租户结构来看，2020年，根据北京、上海、杭州、西安等代表城市写字楼租赁成交案例的统计数据，TMT行业租赁成交案例占样本比重为39.5%，远高于其他行业，主要源于此类行业受疫情影响较小。数据显示，2020年信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长16.9%，写字楼租赁市场需求较大。此外，金融业、专业服务业写字楼租赁成交案例占比亦超10%，需求较稳定。批发零售、房地产等行业需求也逐步恢复。

企业类型方面，内资企业是写字楼租赁市场需求主力，租赁成交案例占样本比重超六成。租赁类型方面，部分新设立企业或对升级办公条件有需求的企业，利用疫情期间的窗口期，实现以较低成本租赁办公场所的计划；从样本数据来看，新设立及搬迁企业合计占比超七成。

灵活租赁策略和增值服务助力写字楼业主提升租户稳定性。

当前疫情影响尚未根本消除，外部环境依然复杂严峻，预计短期写字楼租赁需求难以大幅反弹。为了应对短期低迷的租赁市场以及租户日益多元的办公需求，越来越多的写字楼业主开始采取更加灵活的手段来吸引租户迁入和实现老租户稳定续租。

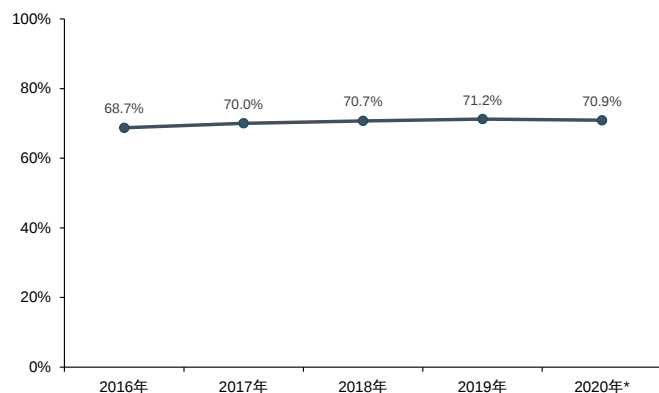
例如，面对不同的租户采用更为不同的租赁策略，灵活的租期、押金方式、续租条件等帮助项目增加竞争力。同时，以智能化方案提升物业管理服务水平，写字楼运营企业借助房地产科技打通从租户到员工的服务链条，从数据端切入完善服务内容。为入驻租户提供更加优质的物业服务，例如非接触式电梯、人脸识别门禁、线上访客邀请等丰富智能化办公场景。

4. 稳健性

1) 资产负债率均值小幅降至 70.9%，偿债能力保持平稳

2020 年初，新冠肺炎疫情影响下，商业地产受到较大冲击，叠加下半年房地产金融审慎管理制度持续实施，企业面临一定的流动性压力。但从长期来看，“三道红线”的设立将有利于企业形成稳定的金融政策预期，合理安排自身的经营活动和融资行为，增强抗风险能力，推动行业健康发展。

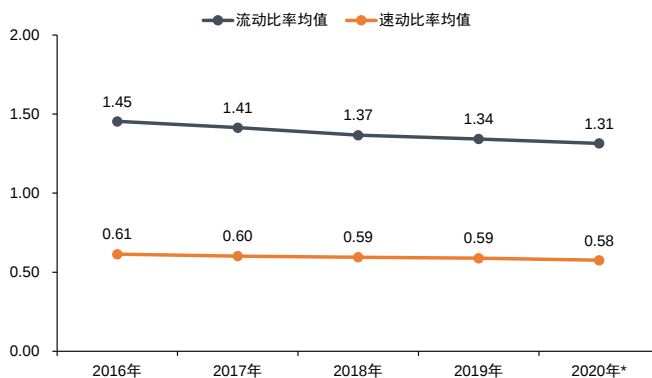
图 商业地产百强代表企业 2016-2020 年资产负债率均值



注：*数据为估算值，2020 年样本企业有所更新

百强企业积极降负债，2020 年资产负债率小幅降至 70.9%。2020 年，商业百强代表企业资产负债率均值为 70.9%，较 2019 年微降 0.3 个百分点。总体来看，代表企业以较为稳定的租金收入及稳步的拓展节奏为持续经营提供保障，整体负债水平保持稳定。

图 商业地产百强代表企业 2016-2020 年流动比率与速动比率均值



注：*数据为估算值，2020 年样本企业有所更新

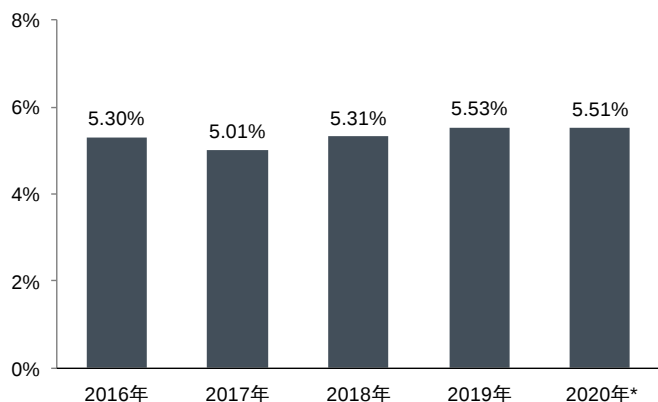
百强代表企业短期偿债能力保持稳定。从短期负债水平来看，2020 年，商业地产百强代表企业的流动比率和速动比率分别为 1.31 和 0.58，较上年分别下降 0.03 和 0.01，基本保持稳定。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年消费市场受到明显冲击，各大商业地产企业响应中央号召，陆续推出租金减免的举措，用阶段性的租金收入减少换取租户稳定续租，减少后续空置风险。下半年，随着线下消费市场逐步恢复，商业地产企业租金收入好转，整体偿债能力保持稳定。

2) 资产证券化规模不断扩大，底层资产以一二线城市零售商业和写字楼为主

2020 年，受融资政策收紧影响，企业通过传统融资渠道（银行贷款、海外发债、房地产信托）可获得的资金增长空间受限，“类 REITs、CMBS（商业地产抵押贷款支持证券）”等资产证券化方式受到商业地产企业的更多关注。

图 十家商业地产百强头部企业 2016-2020 年融资成本均值



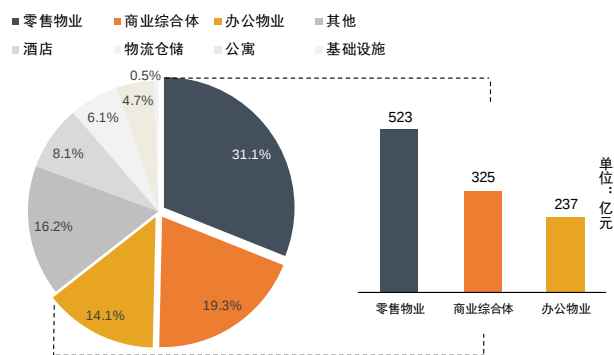
注：*数据为估算值，2020 年样本企业有所更换

融资成本保持稳定。2020 年，十家头部企业融资成本均值为 5.51%，较 2019 年小幅下降 0.02 个百分点，整体保持在平稳区间。

在传统融资渠道持续收紧的背景下，资产证券化发展迅猛，产品的基础资产类型更加丰富，受到投资者的广泛认可。

2018 年 4 月，证监会、住建部发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》提出重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产信托基金（REITs）。2020 年 4 月 30 日，证监会、发改委联合发布《关于推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，基础设施领域公募 REITs 率先取得进展，但商业地产公募 REITs 的推出尚需时间。

图 2020 年房地产企业类 REITs 和 CMBS/CMBN 按底层资产细分发行量占比



注：商业综合体为购物中心、办公楼等多形态混合类

在政策不断推动下，资产证券化延续快速发展势头。2020 年，房地产企业发行类 REITs 产品和 CMBS/CMBN 产品金额共计 1686 亿元，同比增长 10.8%。其中，类 REITs 产品金额为 313 亿，CMBS/CMBN 类产品金额为 1373 亿。

从已发行的类 REITs、CMBS/CMBN 产品的底层资产来看，零售商业和写字楼依旧是发行数量最多的资产类型。其中，以零售物业为底层资产的资产证券化产品发行量为 523 亿，占总发行量的 31.1%。底层资产覆盖零售、办公等多业态的综合体资产证券化产品发行量为 325 亿，占比超 19.3%。办公物业为 237 亿，占总发行量的 14.1%。

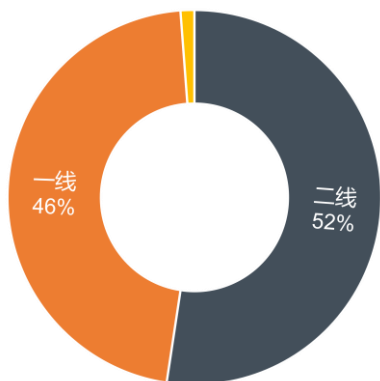
2019 年 4 月，万科印力“中信金石-深圳龙岗万科广场资产支持专项计划”在深交所挂牌，发行总规模达 21.2 亿元，是市场首单无强增信、并以购物中心为资产支持的权益型类 REITs 产品。2020 年 10 月，招商蛇口首期储架式购物中心类 REITs 产品“中信金石-招商蛇口一期资产支持专项计划”正式设立，其成功发行意味着招商蛇口购物中心资产价值与专业运营能力获得了资本市场的认可，进一步推动资产良性发展。

表 2020 年发行的部分商业地产资产证券化产品

产品名称	发行规模(亿元)	底层资产	底层资产类型	原始权益人
南方资本-星河福田 COCOPark 资产支持专项计划	45.76	星河福田 COCOPark	零售物业	星河实业（深圳）有限公司
华西证券-新城吾悦商业物业第一期资产支持专项计划	29.47	吾悦商业物业	零售物业	新城控股集团股份有限公司
金融街中心资产支持专项计划	80.0	金融街中心	办公物业	金融街控股股份有限公司
中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划	7.1	世茂希尔顿酒店	酒店	南京世茂房地产开发有限公司

表 2020 年房地产企业类 REITs 和 CMBS/CMBN

发行单数各线城市占比



一二线核心城市物业是房地产资产证券化底层资产首选。

对于资产证券化产品而言，底层物业价值仍然是最核心的投资因素。2020 年，房地产企业发行类 REITs 和 CMBS/CMBN 共 87 单，其中底层资产位于一二线城市的产品单数占比达 98%。其中，上海最多为 14 单，深圳和北京分别为 12 单和 11 单。

总体来看，REITs 越来越受到商业地产企业的关注，通过金融手段打通资金循环链，盘活存量资产，优化债务结构，将有助于推动商业地产市场良性发展。

预计未来，随着我国资本市场体系的日益完善，以底层商业资产的专业化运营和不依赖主体信用进行增级为核心的 REITs 产品将成为重要趋势，资产管理和金融创新也将成为房企掘金商业地产的重要能力。

四、商业地产发展趋势与展望

在“十四五”双循环新格局指引下，商业消费市场蕴含巨大发展空间，商业地产正不断走向高质量发展之路。中指研究院持续深化商业地产市场研究，总结市场发展规律，以期帮助市场各类参与者把握市场趋势，迎接市场挑战。

新环境催生新格局，后疫情时代，商业地产企业对各类新模式的探索也将加速发展，企业唯有主动拥抱市场变化，才能在竞争中立于不败之地。

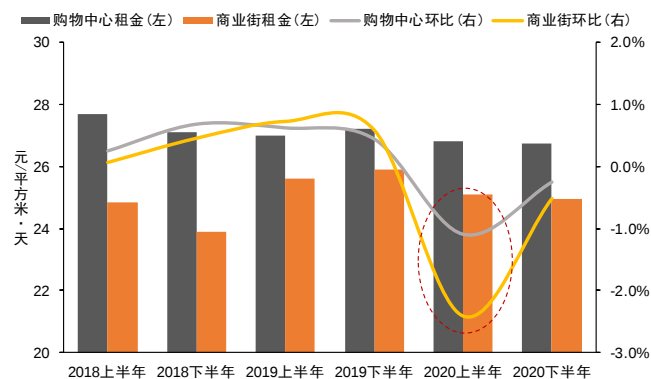
（一）新业态与新模式不断出现，激发商业地产市场活力

2021 年是中国“十四五”开局之年，“双循环”背景下，国民的消费信心和消费意愿稳步回升，预计消费环境将持续改善。近几年，伴随着消费升级浪潮的到来，“新零售”、“新模式”、“新场景”等概念不断涌现，叠加疫情影响，新环境与新消费特征对商业地产的业态与发展模式提出新的挑战。

1. 合理配置“体验式”业态比例，特色主题打造差异化竞争优势

随着新一代消费群体的崛起，同时面对疫情、电商、新购物中心的冲击，一些缺乏专业与适应能力的商业项目，在招商与运营方面的难度将会更加突出。尤其是部分传统商业街、老旧百货经营低迷，难以与时俱进，甚至出现关门歇业的情况。

图 全国重点城市主要商业街和典型购物中心商铺租金及环比变化



注：2019 年样本有所更换

根据中指研究院发布的《2020 年中国商铺租金指数研究报告》，2020 年中国主要商业街商铺和重点商圈购物中心租金水平持续下跌，其中商业街环比跌幅更大，上半年和下半年跌幅分别为 2.41%，0.52%。

从商业消费空间的演化来看，购物中心已不再是单纯的消费功能区，为了迎合消费者多样化的需求，新型购物中心不断引进书店、博物馆、剧场等，结合二次元空间、国潮 IP 等文化展现形式，不断推陈出新、与时俱进。近年来，“文化”对于商业空间的增值是无可否认的，一家高颜值的书店几乎成为了新购物中心的标配。在物质丰富、文化生活需求提升的大背景下，购物中心不断引入与拓展文创业态，将刚性的商品价格导向变为柔性可塑造的消费体验价值。

表 购物中心典型“体验式”文创业态

项目名称	文创业态	文创内容
北京 SKP	书店、跨界	“书店+”空间之 SKP RENDEZ-VOUS 创意空间
上海静安大悦城	二次元空间	摩坊 MoreFun 166、八吉鸟
杭州西溪印象城	剧院、马场	丰马 IN 剧场、屋顶马场
重庆长嘉汇购物公园	人文艺术、跨界	点子梅创意社区、重庆杜莎夫人蜡像馆

“体验式”文创的魅力是不断挖掘商品背后的故事，注重商业与消费者之间的思想空间的联系，让故事衍生故事，以文创产品赋予故事情怀，促成新消费的产生，并持续为商业引流，赋予商业空间新的增长点。

与此同时，“体验式”业态的比例并非越多越好，若与零售业态无法产生互动，则难以对购物中心坪效的提升产生推动作用。因此，“体验式”业态的比例应控制在合理范围内，并加强参与式

体验,吸引消费者与项目建立忠诚度,保障客流长期稳定增加。

2. “首店经济”等创新模式不断激发商业地产新活力

所谓“首店经济”,是指一个区域利用特有的资源优势,吸引国内外品牌在该地区首次开设门店,如全球首店、亚洲首店、中国首店、地区首店等;又或者是,已入驻的品牌采取先进经营模式创新发展形成的新店,如快闪店、概念店等,使品牌价值与区域资源得到最优匹配,以及由此对该区域经济发展产生积极影响的一种经营形态。

图 成都远洋太古里“中国李宁”快闪店



消费升级推动“首店经济”大放异彩。近年来,“首店经济”已成为国内各大购物中心发展商业创新的“新引擎”,“首店”代表着购物中心优质的商业活力与品牌实力。通过不断引入城市首店品牌,挖掘消费潜力、激发市场活力,带动商业创新已经成为商业地产领域的一大亮点。

例如,2019年清明小长假期间,成都远洋太古里“中国李宁”快闪店单日销售额超过60万元,创下30年来新高,把成都“首店”水平推到了一个新的高度。首店经济大放异彩的背后,其推动力是居民收入水平的不断提升促就的消费活力不断释放。

图 三里屯法国 Rossignol 全国旗舰首店



又如,随着2022年北京冬奥会的临近,国际知名滑雪服饰类运动品牌争相入京,意大利高级运动品牌ellesse、法国Rossignol分别在北京apm、三里屯太古里开出全国首店,在门店植入雪后社交娱乐活动场景,为北京市场带来“都市滑雪”、“滑雪度假”、“滑雪社交”的时尚生活理念。这些“新理念”“新体验”不断吸引消费者前往。

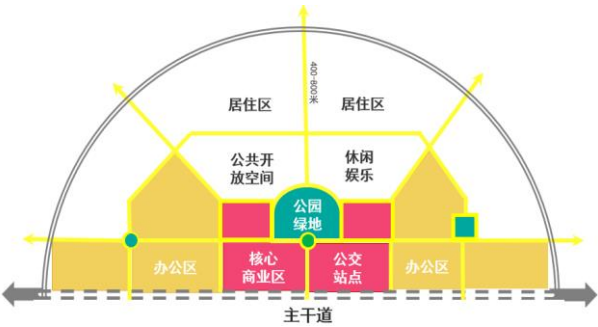
(二) 城轨建设带来以 TOD 模式为载体的商业地产开发机会

我国城镇化发展正逐步走向成熟阶段,城市房地产业的发展重点正在从单纯的住宅产品供给向多元的城市运营服务转变,新的城市运营模式打开新的行业发展空间,资源整合能力及综合运营能力将成为企业核心竞争力。

以轨道站点周边开发为契机,以TOD发展为导向,引导城市房地产业从住宅建设向综合服务转变,是我国城市化提质增效的重要内容。2020年我国TOD项目快速增长,众多商业地产企业参与其中,为未来商业地产市场带来新的增长点。

TOD (Transit-Oriented Development) 是一种以“公共交通为导向的城市发展”模式。在轨道交通持续高速建设、新型城镇化高质量发展以及基础设施投融资改革三大浪潮的复合推动下,近年来我国TOD发展势头迅猛。

图 典型 TOD 模式示意图



1. TOD 开发实现城市土地集约利用，带来区域商业价值的提升

在商业存量竞争日趋激烈以及核心城市大面积用地日趋紧张的双重背景下，TOD 开发模式的综合性优势凸显，并且由于其拥有强大的公共交通系统支撑，能够吸引庞大且稳定的消费客群，激活区域产业及消费市场。加之政府不断出台的利好政策，TOD 综合开发已成为未来城市片区开发的必然趋势。

图 日本涩谷未来之光 TOD 综合体



底层：商业
中层：创意空间、剧院
高层：办公空间
地下：地铁站

“一个 TOD 项目就是一个商业文化生活中心，一个 TOD 项目就是一个综合交通枢纽。”TOD 的商业价值正得到城市管理者、商业地产企业、品牌商家的重视。在 TOD 运营阶段，积极布局消费业态，快速提升商业价值可有效刺激周边经济发展，产生强有力的辐射带动效应。

TOD 的理念已经得到了广泛认可，但 TOD 模式的开发在我国仍然处于实践探索阶段。按照开发主体的不同，TOD 模式可以分为政府主导模式、轨交公司主导模式和企业与轨交公司合作模式，其中企业与轨交公司合作模式又可以分为项目公司合作模式、股权合作模式、收益权合作模式。

表 企业参与 TOD 项目开发模式

开发模式	具体操作
项目公司合作模式	企业与地铁公司先合作成立项目公司，再进行合作拿地开发。
股权合作模式	地铁公司拿地后，企业通过收购股权方式获取地铁公司 TOD 项目的部分权益，参与到开发建设中。
收益权合作模式	项目用地不发生股权转移，企业与地铁公司按照收益权比例进行投资，招标过程中，收益权与 BT 融资建设招标捆绑进行。

尽管东京、香港等的 TOD 模式已经成为国际典范，但我国不同城市发展条件和轨道交通发展阶段不同，TOD 模式的实现需要与城市的开发实践相结合，并充分发挥市场的力量，通过“轨道+物业”的开发模式有效带动区域商业及产业活力。

TOD 综合体项目开发周期长、规划设计难度高、开发主体利益关系较为复杂，对参与企业具有较高的要求。目前我国 TOD 开发模式仍处于起步阶段，企业开发 TOD 项目也是自身综合开发运营能力的体现。根据中指研究院统计，在商业地产百强代表企业中，有接近一半企业主导或参与过 TOD 项目的开发运营，其中如龙湖、华润、绿地、越秀等企业已经有了明确的 TOD 企业发展战略。

未来，随着社会资本参与的增加，兼具开发及运营优势的商业地产企业将发挥越来越重要的作用，实现从规划、开发、建设、运营等多环节的全流程参与。

2. 轨道交通建设提速，TOD 项目规模增长，商业地产迎来新的发展机遇

“十四五”期间，我国轨道交通建设仍将保持较快增长。伴随城市功能提升、经济水平提高和轨道交通快速发展，越来越多的城市开始关注融合交通与城市可持续发展的 TOD 理念，未来将有很大比重的轨道交通站点按照 TOD 模式进行开发。

根据中国城市轨道交通协会公布的数据，截至 2020 年 12 月，中国内地累计已有 45 个城市开通城轨交通运营里程路线 7978 公里。2020 年共新增城轨交通运营路线 1242 公里。轨道交通的快速建设必将带动以 TOD 为载体的商业地产开发机会释放。如成都已规划的 TOD 项目数量达 19 个，杭州已建和规划的 TOD 项目数量达到了 20 个以上。越来越多的企业开始布局 TOD 开发赛道，抢占市场。

图 主要城市轨道交通运营及规划里程（截至 2020 年第三季度）

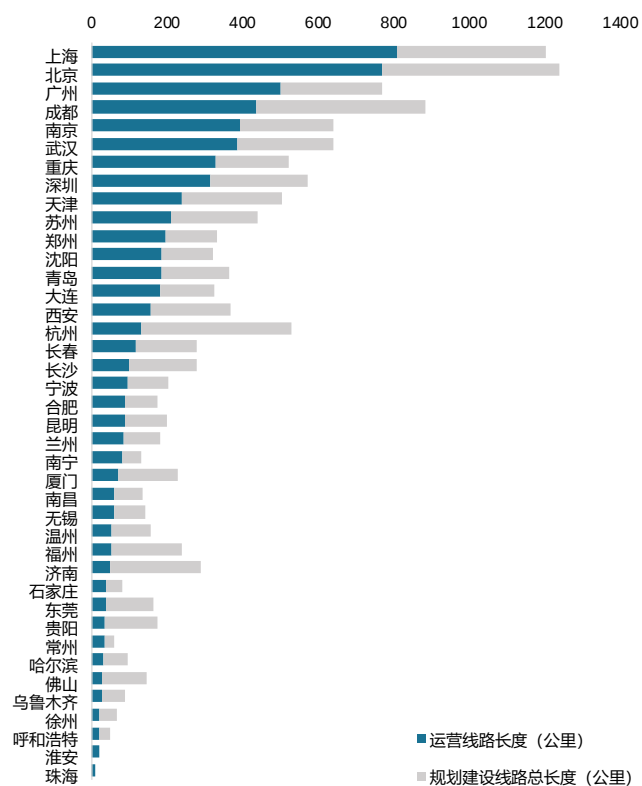


图 2020 年成都轨道集团发布首张成都轨道 TOD 地图



城市政策红利释放，TOD 开发模式加速落地。2020 年，成都发布首张 TOD 地图，并在随后发布了成都 TOD“十大消费场景”，引导区域产业及人口有效聚集。其中行政学院站是成都首批 TOD 开发站点，以“乐活新城-人居典范”为未来发展总体定位，规划有大型商业综合体、五星级酒店、超甲办公、创意街区、住宅、学校等业态。万科高线公园将围绕行政学院站打造站点综合社区，未来将成为展示成都东进标杆门户形象的新一代城市精英栖居地、公园式宜居宜业城和乐活体验商业综合体。

又如全国首个商圈高铁 TOD 城市综合体项目——重庆龙湖光年 TOD 项目在 2020 年正式投入使用。开业当日已经入驻 500 余个国内外品牌，其中包括 60 多家重庆首进品牌、200 多家城市旗舰店，为沙坪坝商圈注入了新的活力。

“2021 中国 TOD 综合体标杆项目”

项目名称	城市	开发商
重庆龙湖光年	重庆	龙湖集团控股有限公司
万科高线公园	成都	万科（成都）企业有限公司
深圳万象城	深圳	华润置地有限公司
绿地·天空树	无锡	绿地控股集团股份有限公司
深圳 One Avenue 卓悦中心	深圳	卓越置业集团有限公司

（三）城市更新唤醒存量活力，为商业地产市场创造新的生长空间

1. 城市更新激活存量商办物业价值，全面提升城市品质

2020 年，住建部部长王蒙徽撰写的《实施城市更新行动》中指出，“2019 年我国常住人口城镇化率 60.6%，已经步入城镇化较快发展的中后期，城市发展进入城市更新的重要时期，由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重，从‘有没有’转向‘好不好’。”随着城市经济的发展与空间利用对城市功能提出新的更高要求，城市更新已成为推动城市空间功能优化的重要途径。

从棚户区改造到老旧小区改造，再到提出实施城市更新行动，国家层面始终密切关注城市存量土地及物业的升级改造问题。近两年，关于城市更新的国家政策频繁出台。在《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中，更明确提出要“全面提升城市品质。加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升。”

表 近两年部分关于城市更新的会议/文件

时间	文件/会议	政策主要内容
2019.2	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	提出将因地制宜推进城市更新，改造城中村、合并小型村，加强配套设施建设，改善城乡人居环境。
2019.9	《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》	专项资金支持范围包括公租房保障和城市棚户区改造，老旧小区改造，住房租赁市场发展。
2019.12	2019 年中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。
2020.7	《关于全面推进城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制》	到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，力争基本完成

时间	文件/会议	政策主要内容
	区改造工作的指导意见》	2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。
2020.11	住建部官网刊登文章《实施城市更新行动》	实施城市更新行动，总体目标是建设宜居城市、绿色城市、韧性城市、智慧城市、人文城市，不断提升城市人居环境质量、人民生活质量、城市竞争力，走出一条中国特色城市发展道路。
2020.12	全国住房和城乡建设工作会议	部署 2021 年的八大重点任务，提出要全力实施城市更新行动，推动城市高质量发展。
2021.3	政府工作报告	要实施城市更新行动 ，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，较 2020 年实际完成量增加约 1.3 万套。
2021.3	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	全面提升城市品质 。加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理， 实施城市更新行动 ，推动城市空间结构优化和品质提升。

我国的核心城市商业地产发展起步较早，凭借着良好的区位优势 and 营商环境与居民收入消费水平的不断提高，商业地产得到高速发展。但随着时代的更替，城市功能在迭代过程中必然会因老化或不适应外界变化而衰退，整体或局部、一次性或渐进式的更新是解决城市发展不适应性、推动城市通往卓越的必由之路。

尤其是早期大城市核心区的商业、办公、产业园区等物业，普遍占据着城市的核心商圈、交通枢纽等优势区位，但无论是硬件设施，还是功能配套均无法适应新时期的业态需求，进而产生大量闲置物业，造成资源浪费。因此，通过存量提质改造，根据市场规律和产业发展需求进行优化再配置，能够提升商业体的市场竞争力，优化区域的产业消费结构，并在盘活存量资产的同时提升城市的区域价值。

2. 头部房企的实践探索为盘活区域存量商业资产积累了宝贵经验

近年来，城市更新项目得到了商业地产企业的普遍关注。据不完全统计，大部分百强企业都已直接或间接涉足城市更新领域，而头部房企基于强大的资源整合能力涉足城市更新的比例更高。我国当前的城市更新项目已经形成了一个万亿级的市场，随着城市更新项目价值和存量转化率的不断提升，城市更新的市场还将继续扩大。对于房地产企业而言，城市更新已经成为获得土地资源的重要方式之一。

从当前企业布局的城市更新业务分布来看，项目主要集中在珠三角、长三角以及京津冀重点城市，尤其是以广州和深圳两个城市参与的企业最多。企业参与城市更新项目开发的实践，已经为后续商业地产开发带来了丰富的实践经验。

表 我国城市更新的主要开发模式

主要模式	类别
政府主导型	政府收储、政府统租、综合整治
市场主导型	农村集体自行改造、村企合作改造、原土地使用权人自改、企业收购改造、连片改造中多个权利主体将房地产权益转移至单一主体改造
政府和市场合作型	以毛地出让方式引入社会力量实施改造、土地整理

● 深圳佳兆业城市广场项目(深圳龙岗区宝吉厂城市更新项目)

图 改造后的深圳佳兆业城市广场



深圳佳兆业城市广场项目改造前为濒临破产的宝吉厂旧址，使用功能单一、效能低下，企业与工人的劳资纠纷威胁到了社会稳定。项目总建面约 180 万平米，更新改造后，物业形态丰富，成为集住宅、五星级酒店、超甲级写字楼、商务公寓、超大型商业 MALL 于一身，百万体量的大型都市综合体。

● 卓越深圳世纪中心改造项目

图 改造前的卓越深圳世纪中心



卓越深圳世纪中心项目原为普通家私城，产业结构主要为普通家私商户、低端商业和低端服务业。物业出租产生的经济价值也相对低廉。往来人口繁杂，大多为服务于相对低端产业的外来务工人员，整体土地利用效益和产生的经济效益相对较低，这与福田中心区 CBD 发展定位和发展方向极不匹配。

图 改造后的卓越深圳世纪中心



改造后的卓越深圳世纪中心成为区域高端综合体，物业的功能及用途更适应区域以及整个城市经济发展的需要，成为了中心区重要的商务办公标杆，吸引了数百家国内外金融、证券、银行、高科技及顾问公司等高端企业进驻。

（四）商业运营服务业务掀起分拆上市热潮，资本助力商业地产企业稳健发展

整体来看，中国商业地产市场逐渐进入理性发展阶段，商业地产企业意识到过去“重开发、轻运营”的思维具有局限性，运营在商业项目生命周期中的作用愈加凸显。快速更新迭代的市场需求对商业地产企业的运营能力、品牌影响力提出更高的要求。

商业运营服务业务的分拆可以让商业地产企业在开发端和运营端均集中优势力量做好专长，轻资产运营模式也有助于商业地产企业借助资本力量实现规模的快速扩张。因此，商业运营服务业务的分拆成为商业地产企业从“开发商”到“运营服务商”战略转型路上的重要选择。尤其是规模大且具备一定知名度和影响力的头部企业，其商业运营服务的价值正逐渐释放。

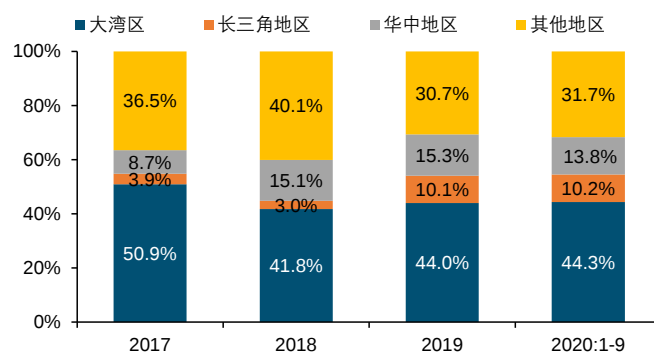
目前，已有宝龙商业、合景悠活商业、华润万象生活、星盛商业等多家提供商业运营服务的企业成功上市。

● 分拆案例：星盛商业登陆港股，加快资本市场布局

2021年1月26日，由中指研究院提供行业顾问服务的星盛商业（股票代码：06668.HK）正式在香港主板敲钟上市，可以说是港股主板纯商业运营服务第一股。星盛商业向商业地产开发商及业主提供商用物业运营服务的经验可追溯至2004年，多年来，星盛商业旨在“以商业智慧构筑城市繁荣”，凭借全面及广受认可的品牌体系和灵活的运营模式，成为大湾区领先的商用物业运营服务公司。

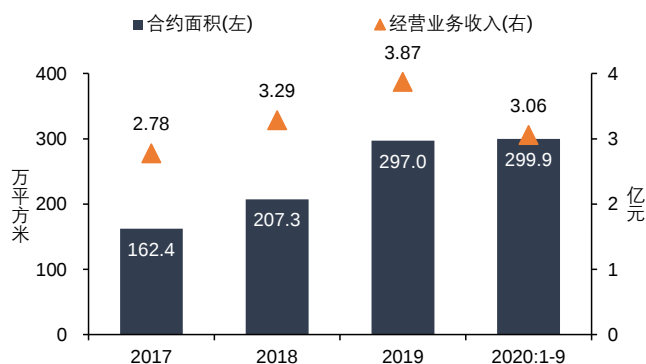
星盛商业以深圳为基本盘，深耕开放程度与经济实力都较强的粤港澳大湾区，大湾区的领先地位也有助于其充分把握区域发展机会。截至2020年前三季度，星盛商业在大湾区布局6个城市，为27个商用物业项目提供服务，总合约面积约为132.9万平方米；2020年前三季度，星盛商业经营业务收入的80.5%来自于大湾区。

图 星盛商业各布局区域合约面积占比



凭借在大湾区的出色表现，星盛商业不断向消费能力强的长三角、华中和其他地区经济较发达的城市积极拓展，逐步为全国化的市场布局奠定基础。截至2020年9月30日，星盛商业的业务范围覆盖深圳、广州、中山、惠州、东莞、佛山6个大湾区城市，上海、南京、常州、南昌等长三角、华中地区城市，以及汕尾、揭阳、鄂尔多斯等其他地区城市。

图 2017 年-2020 年 9 月星盛商业合约面积及经营业务收入



从业务模式来看，星盛商业拥有委托管理服务、品牌及管理输出服务、整租服务三种不同的服务模式，为不同客户群体提供参与程度不同的组合服务。

从业务规模增长情况来看，2017 年至 2020 年 9 月 30 日，星盛商业总合约面积由 162.4 万平增长至 299.9 万平，2017 年-2019 年复合增速为 35.2%。2017 年、2018 年、2019 年及 2020 年 1-9 月，星盛商业的经营业务收入分别为 2.78 亿元、3.29 亿元、3.87 亿元和 3.06 亿元，2017 年-2019 年复合增速为 18.0%。

表 星盛商业三种服务模式

服务模式	主要提供的服务内容
委托管理服务模式	受业主委托全权管理商业项目，具备较高自主性。 (i)定位、建筑咨询及租户招揽服务； (ii)运营管理服务； (iii)增值服务
品牌及管理输出服务模式	作为专业管理人为业主管理商业项目，无需注入大量资金及人力资源，有助于快速发展。 (i)定位、建筑咨询及租户招揽服务； (ii)运营管理服务
整租服务模式	向租户分租商业项目内商业空间，可将来自项目的收入最大化。 (i)物业租赁服务； (ii)运营管理服务； (iii)增值服务

灵活的运营模式可以扩大可提供服务的客户范围和多样性，使星盛商业在为星河控股及其关联方企业开发的商用物业项目提供服务的同时，也能够与第三方紧密合作，进而推动星盛商业持续扩大业务规模。据招股书显示，截至 2020 年 9 月 30 日，星盛商业来自独立第三方的业务合约面积为 174.3 万平方米，占总合约面积比重约为 58%。

表 星盛商业按业务类型划分的经营业务收入

业务分部	2019 年		2020 年前三季度	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
委托管理服务	2.95	76.2%	2.19	71.5%
品牌及管理输出服务	0.73	18.7%	0.73	23.9%
整租服务	0.20	5.1%	0.14	4.6%
合计	3.87	100.0%	3.06	100.0%

在星盛商业的三种服务模式中，委托管理服务是其收入占比最高的模式。2019 年及 2020 年前三季度，星盛商业的委托管理服务收入分别为 2.95 亿元和 2.19 亿元，占其总营业收入比重分别为 76.2% 和 71.5%。其次为品牌及管理输出服务，2019 及 2020 年前三季度业务收入均为 0.73 亿元，占比分别为 18.7% 和 23.9%。整租服务是三种服务模式中收入占比最低的一种，仅占营业总收入的 5% 左右。

图 星盛商业品牌体系



星盛商业通过品牌体系打造，不断提升行业美誉度与品牌影响力。以 COCO Park 为开端，星盛商业经过十余年的业务开拓和经验积累，已经形成了完备的品牌体系，并成功打造了广受市场认可的多个标杆项目。目前，星盛商业的品牌体系涵

盖城市型购物中心、区域型购物中心、社区型购物中心、优质家居购物中心，形成了 COCO Park、COCO City、iCO、COCO Garden、第三空间五大购物中心品牌。

图 福田星河 COCO Park（北区）



星盛商业践行“公园情景式购物中心”的建筑概念，其代表项目深圳福田星河 COCO Park（北区），通过独特的 12 条折叠式内街、8 大自然光中庭、一条 100 米的天桥及一个约 6000 平方米下沉式露天广场，集休闲、购物、餐饮及娱乐于一身，以组合空间诠释时尚。

在提升客户忠诚度方面，星盛商业凭借广受认可的品牌和庞大的租户库吸引了大量忠实的 COCO Club 会员。截至 2020 年 9 月 30 日，星盛商业拥有约 150 万名注册会员，其中 62.6% 的会员在 15-50 岁之间，拥有较强消费能力；截至 2020 年 9 月 30 日的 9 个月，会员销售额占在管购物中心总销售额的 33.0%，会员复购率为 53.2%。

总体来看，商业运营服务行业竞争仍较为激烈，行业集中度尚有一定的提升空间，随着我国商业地产市场的发展，行业龙头企业成长空间广阔。未来，轻资产运营将成为行业趋势，将会有更多的开发商剥离商业运营服务业务板块独立上市，在积极拓宽融资渠道、扩张业务规模的同时，接受市场的监督，更快独立成长。

五、结语

2020 年，面对突如其来的新冠肺炎疫情和国内外复杂的经济环境，商业地产人砥砺前行，创造不俗成绩的同时，行业外部环境的变化及存量市场压力也为企业经营带来持续挑战。但人们对美好生活的追求不会改变，城市美好生活场景的打造离不开商业地产市场的繁荣稳定，未来的商业地产市场发展前景依然广阔。

从规模表现看，2020 年在新冠肺炎疫情疫情影响下，商业地产百强代表企业经营性物业持有及运营规模增长放缓。租金减免措施导致百强代表企业经营性物业租金收入同比增速大幅回落。

从成长性看，300 城商办用地成交规模平稳增长，但商业地产百强代表企业拿地放缓，投资态度审慎，拿地聚焦二线城市，三四线城市占比显著下降。与此同时，轻资产管理输出为企业储备优质项目资源，成为头部企业规模扩张的重要途径。

从经营质量看，重点项目平均出租率下滑，但整体运营平稳。数字化平台提升了企业的运营效率，头部企业通过品牌库建设提高招商能力。写字楼租金仍处下行通道，空置率处于高位，运营企业积极采取更加灵活的手段来吸引租户迁入和实现老租户稳定续租，稳定市场需求。

从稳健性看，商业地产百强代表企业的资产负债率均值小幅下降，偿债能力保持平稳。资产证券化规模不断扩大，底层资产以一二线城市零售商业和写字楼为主，商业地产百强企业借助资本力量快速发展。

在中国经济转型升级的过程中，商业地产正不断走向高质量发展之路。后疫情时代，商业地产企业对市场的探索也将加速推动行业转型升级。过去一年里，商业地产市场出现了新的发展趋势，展望未来，变局依然存在。商业地产百强企业应以高品质开发运营为根基，积极把握时代变革机遇。

新业态与新模式不断出现，激发商业地产市场新活力。零售物业通过合理配置“体验式”业态比例，特色主题打造差异化竞争优势，“首店经济”等创新模式不断激发商业地产新活力。

城轨建设带来以 TOD 模式为载体的商业地产开发机会。

TOD 模式能够有效实现城市土地集约化利用，带来区域商业价值的提升。随着轨道建设提速，TOD 项目规模快速增长，将为未来的商业地产市场带来新的发展机遇。

城市更新唤醒城市活力，为商业地产市场带来新的生长空间。城市更新可以提高核心城市的存量价值，为商业地产市场带来新的发展机遇。实践层面，头部房企通过城市更新盘活地区商业已经取得了丰富的成功经验，未来城市更新将为商业地产市场带来广阔空间。

商业运营服务业务分拆上市掀起热潮，资本助力商业企业稳健发展。商业地产市场逐渐进入存量时代，轻资产运营受到企业青睐，推动商业运营服务业务分拆上市。短期分拆上市热度仍将持续，商业地产资本市场充满机会。

2020 年的商业地产市场无疑是中国经济中承压极重的航道。商业地产人在过去一年砥砺前行，在保障经济增长和消费需求中扮演了重要角色。“十四五”开局之年百舸争流，新的时代赋予商业地产新的使命。商业地产百强企业在强化自身的同时当引领行业稳步前行，为时代发展贡献力量。

特别声明：

本研究报告版权属于中指研究院所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式断章取义、修改、复制、刊登；报告内容仅供内部参考，中指研究院对使用报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。为保护研究成果知识产权，未经中指研究院书面授权，任何单位或个人不得擅自使用中国商业地产百强企业研究成果从事挂牌等商业经营活动。