



2025 年商业地产行业分析

联合资信 工商评级一部

2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。租赁方面，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平仍缓步下滑；写字楼出租率和租金水平下降态势仍较显著。展望 2025 年，随着商场类物业过去几年较为倚赖的餐饮业态出现下滑态势，国家是否能针对消费端出台强力刺激政策对于商场类物业将有较大影响；在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，或将影响利润水平和长期偿债能力。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

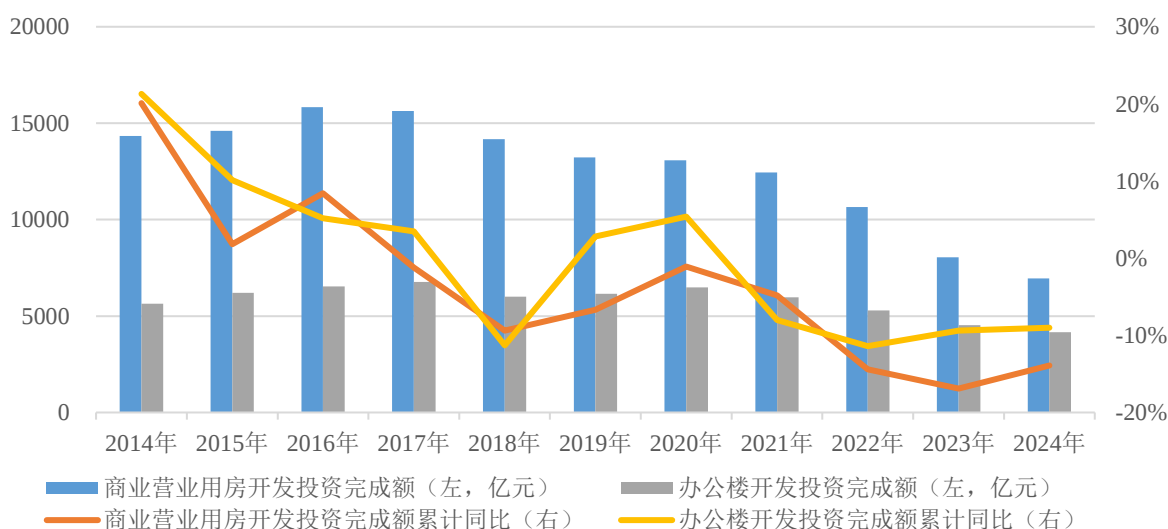


一、行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展主要受到社会资金成本和经济增速的推动。自 2021 年以来，商业地产开发投资走弱态势较为显著。2024 年，商业营业用房及办公楼开发投资完成额延续下行趋势但降幅有所收窄，新开工面积降幅扩大，未来几年商业地产新增供应量预计将显著下滑。

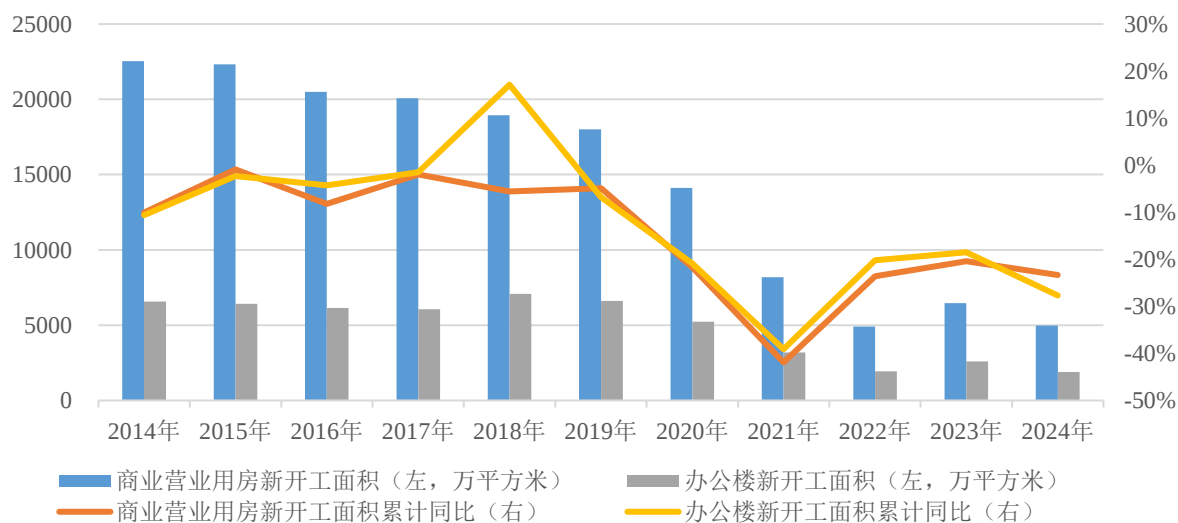
商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等；狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，其发展主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。2024 年，我国国内生产总值同比增长 5.0%（按不变价计算），经济总体运行平稳，但依然面临着国内有效需求不足、企业经营压力较大的挑战。从商业地产细分行业来看，全年商业营业用房开发投资完成额 6943.97 亿元，同比下降 13.9%；新开工面积 4980.32 万平方米，同比下降 23.30%。同期，办公楼开发投资完成额 4159.88 亿元，同比下降 9.0%；新开工面积 1892.93 万平方米，同比下降 27.7%。商业营业用房和办公楼开发投资完成额降幅有所收窄，但新开工面积降幅均有所扩大，预计未来几年商业地产新增供应量将显著下滑。



数据来源：国家统计局，联合资信整理

图 1.1 全国商业地产开发投资情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

图 1.2 全国商业地产新开工面积情况

二、市场供需

2024 年，实体商业运营仍面临较大挑战，宏观经济增速影响办公楼需求，商业营业用房和办公楼销售额降幅均在 10% 以上，新增供应量创近年来的新低。

2024 年，全国消费市场整体有所复苏，商品零售额和餐饮收入同比分别增长 3.2% 和 5.3%。从不同业态来看，限额以上零售业单位中，百货店和品牌专卖店零售额同比分别下降 2.4% 和 0.4%，实物商品网上零售额同比增长 6.5%（占社会消费品零售总额的 26.8%），实体商业运营在电商冲击下仍面临较大挑战，商业营业用房销售额 5728.15 亿元，同比下降 13.6%，降幅显著扩大。办公楼方面，宏观经济景气度和租金水平的整体持续下调对办公楼销售形成较大压力，2024 年办公楼销售额 3207.64 亿元，同比下降 14.3%，降幅有所扩大。

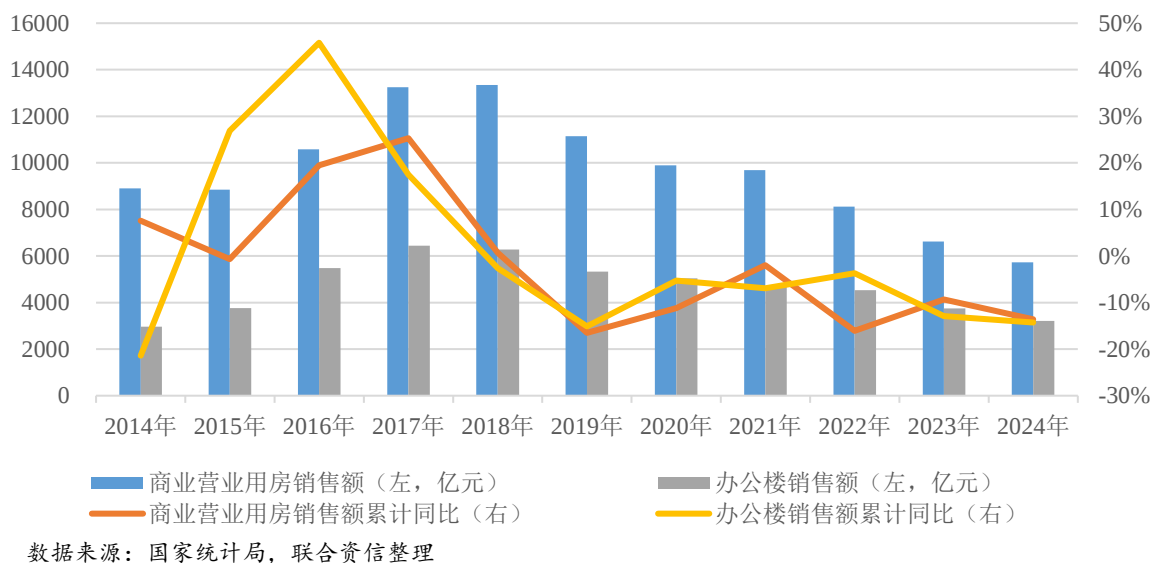
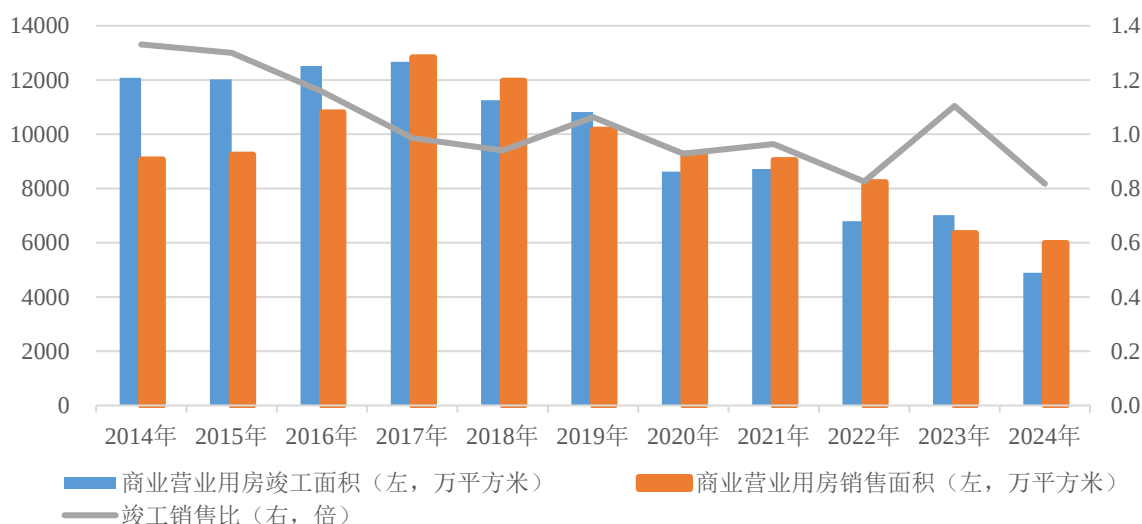


图 1.3 全国商业地产销售额情况

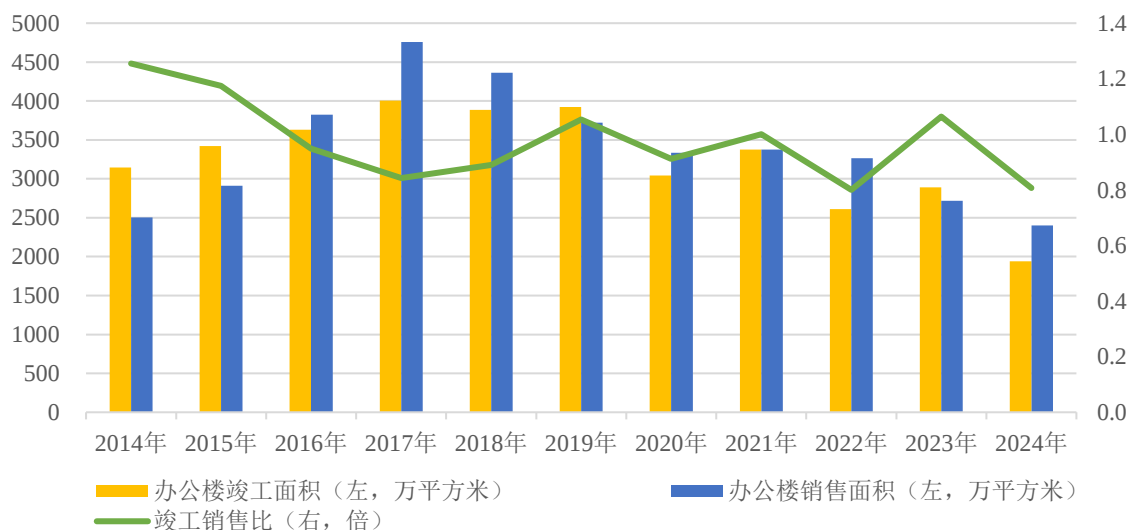
近年来商业地产供需规模持续缩减，同时受房地产企业流动性压力等因素影响，供需格局存在较大波动。2024 年，商业地产新增供应量创近年来的新低，商业营业用房和办公楼的竣工销售比均在 0.8 倍左右，行业处于大量存量项目去库存阶段。后续商业地产供求矛盾的缓解仍有赖于宏观经济提振需求，加之当前商业地产项目投资回报率处于较低水平，行业仍将持续面临库存消化及优胜劣汰的压力。



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：国家统计局，联合资信整理

图 1.4 全国商业营业用房供求情况



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：国家统计局，联合资信整理

图 1.5 全国办公楼供求情况

三、重点城市商业地产运营情况

2024 年一线城市零售物业出租率有一定的企稳改善迹象，租金水平缓步下行；写字楼出租率和租金水平整体下降态势仍较显著，其中北京市通过租金水平的大幅下调实现了出租率的企稳回升。

2024 年全国商业地产租赁运营市场整体仍呈下行态势，不同业态和城市的运营表现存在分化。以四大一线城市为例，零售物业方面，2024 年四季度北京市优质零售物业空置率较上年同期下降 0.7 个百分点至 7.3%，租金水平较上年同期下降 5.9%至 30.4 元/平方米·天，通过以价换量实现出租率的改善；上海市优质零售物业空置率小幅上升 0.1 个百分点至 8.2%，租金水平下降 3.3%至 32.4 元/平方米·天，运营表现的下滑较为平缓；广州市优质零售物业空置率下降 0.9 个百分点至 7.4%，租金水平下降 6.4%至 23.3 元/平方米·天，广州市零售物业运营表现受区域经济和消费增速下滑的影响较大；深圳市优质零售物业空置率下降 1.2 个百分点至 3.8%，租金水平下降 3.6%至 18.5 元/平方米·天，租金水平相对较低，区域消费市场活力较强。

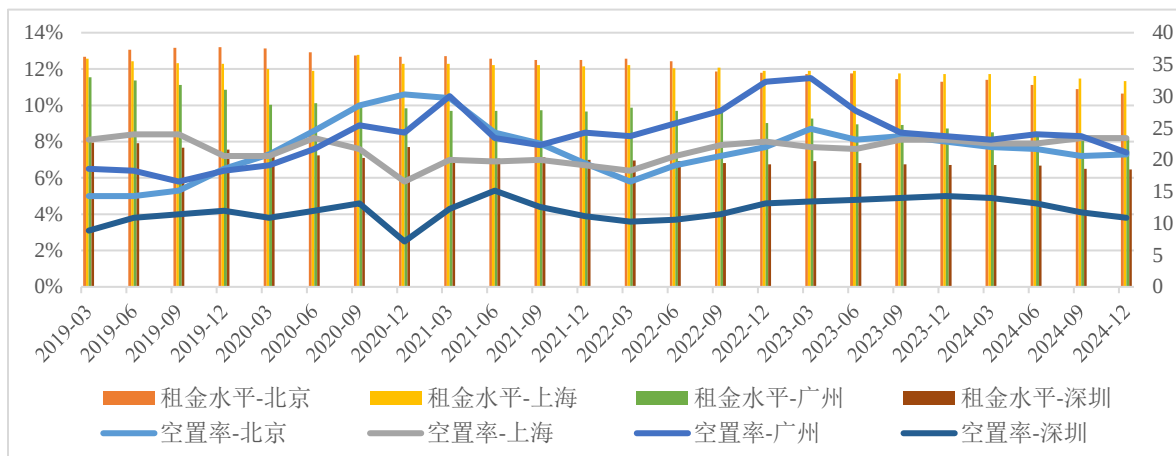


图 1.6 一线城市优质零售物业空置率（左轴）及租金水平（右轴，元/平方米·天）

写字楼方面，2024 年四季度北京市优质写字楼空置率较上年同期下降 0.7 个百分点至 21.0%，租金水平较上年同期下降 11.3%至 256.6 元/平方米·月，过去几年北京市写字楼租金水平显著高于其他一线城市租金水平，但在行业下行的显著冲击下，目前与上海市基本齐平，空置率有所改善；上海市优质写字楼空置率上升 2.3 个百分点至 22.1%，租金水平下降 4.7%至 255.9 元/平方米·月，运营表现仍持续恶化；广州市优质写字楼空置率上升 0.5 个百分点至 18.7%，租金水平下降 6.5%至 135.0 元/平方米·月，2019 年以来的大量新增供应入市以及区域经济增长下降对写字楼运营表现造成较大压力；深圳市优质写字楼空置率上升 1.3 个百分点至 22.2%，租金水平下降 6.6%至 164.5 元/平方米·月，呈持续下滑态势。

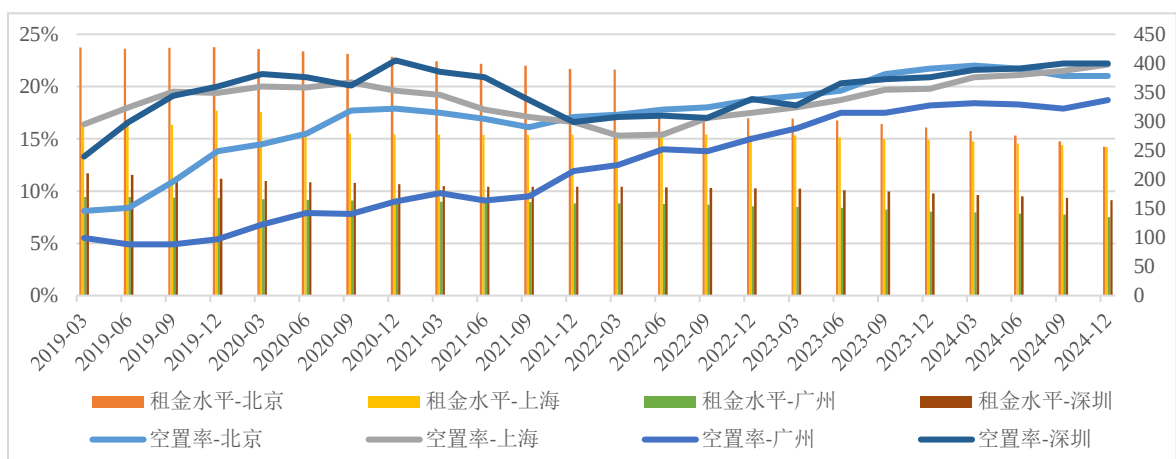


图 1.7 一线城市优质写字楼空置率（左轴）及租金水平（右轴，元/平方米·月）

四、行业政策

基础设施 REITs 进入常态化发行阶段，消费基础设施资产可申报项目范围进一步明确，发行效率有望提升。

2024 年 7 月 26 日，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（以下简称“1014 号文”），标志着基础设施 REITs 进入常态化发行阶段。在消费基础设施资产方面，1014 号文规定可申报的项目包括百货商场、购物中心、商业街区、商业综合体、农贸市场等城乡商业网点项目，家居、建材、纺织等各类专业市场项目，以及保障基本民生的社区商业项目。与消费基础设施物理上不可分割、产权上归属于同一发起人（原始权益人）的酒店和商业办公用房，可纳入项目底层资产，其建筑面积占底层资产总建筑面积比例合计原则上不得超过 30%，特殊情况下最高不得超过 50%。此外，1014 号文进一步规范了相关申报推荐和审核发程序，有利于提升审核质量与效率。未来随着消费基础设施 REITs 逐步发展完善，将有望成为商业地产企业的重要退出途径，有利于行业的健康发展。

五、行业展望

在零售业态需求不振的环境下，过去几年商场类物业较为倚赖的餐饮业态于近半年内增速持续走弱，2025 年商场类物业面临一定的运营挑战。

2024 年中国居民消费增速放缓的态势较为显著，经济刺激政策仍主要作用于投资端，对于消费端的刺激作用不足。从上半年数据来看，实体零售运营承压但餐饮收入同比实现较快增长，宏观经济增速较稳定的核心城市零售物业运营有企稳乃至回暖态势；但自下半年起，重点城市社零数据表现恶化，餐饮收入增速逐月萎缩，使得近年来餐饮业态占比持续提升的商场类物业将面临一定挑战。在人均可支配收入增速下降、就业的悲观情绪、房价下跌居民财富缩水、网购占比持续上升等因素影响下，商场类物业运营表现的整体改善将有赖于经济结构向消费端的转型。展望 2025 年，若国家针对消费端出台强力刺激政策，商场类物业的运营表现将有望加速回暖，否则短期内预计仍将处于筑底调整阶段。

办公楼租金水平预计仍将处于下行通道，面临租金收入下降风险。

2024 年外贸进出口表现对于中国经济起到了较大的提振作用，但外需增势并不稳固以及内需低迷使得宏观经济增长仍然承压，房地产行业虽在政策刺激下于核心城市出现改善迹象但整体风险仍有待化解。展望 2025 年，全球经济形势面临较多不确

定性，中国外贸表现可能受到美国贸易保护政策的一定冲击，在中国宏观经济增速承压的环境下，办公楼运营压力仍然很大。

商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，影响利润水平和长期偿债能力。

2024 年商业地产大宗交易市场交易活跃度较上年有所提升，但购买者中较大比例为自用型买家、出售者中较大比例为面临财务困境的企业，资产折价成交的状况较显著。在资产可变现价值缩减和租金收入下降的趋势下，商业地产企业面临投资性房地产公允价值波动风险。从商业地产企业 2024 年半年报及三季报的财务表现来看多数企业公允价值变动收益转为负数，预计未来一段时期评估减值仍将对商业地产企业利润造成一定侵蚀，资产可变现价值对于有息债务的保障倍数也将下降。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。