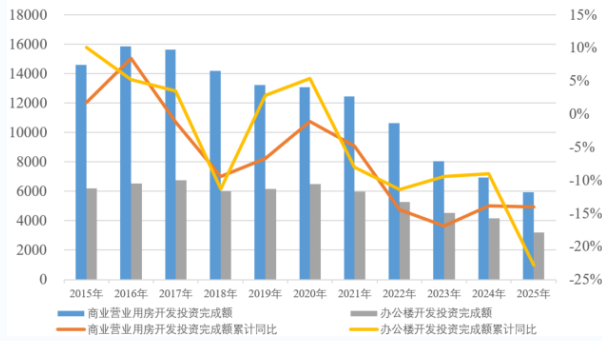


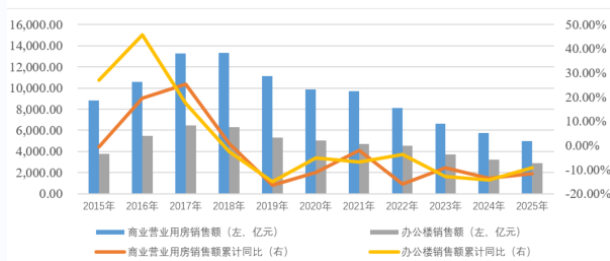
2026 年房地产租赁经营行业分析 (2026 年 5 月)

工商评级二部 |

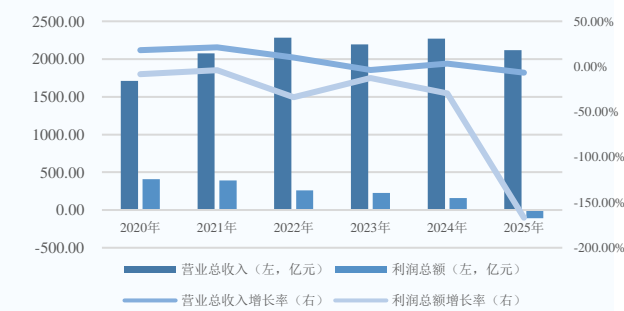
全国房地产租赁经营开发投资情况



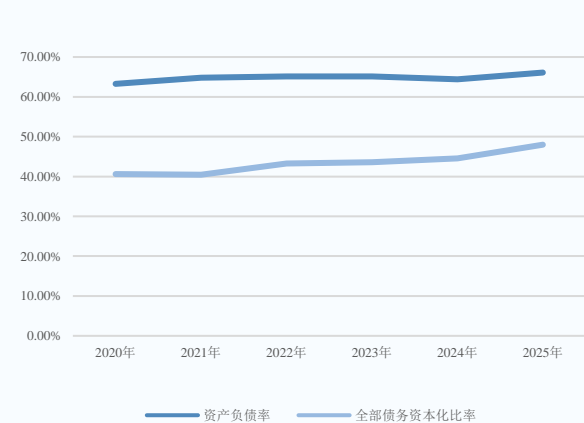
全国房地产租赁经营销售额情况



房地产租赁经营发债企业成长性指标变化情况



房地产租赁经营行业杠杆水平指标变化情况



2026 年房地产租赁经营行业分析 | 2026

联合资信认为，2026 年房地产租赁经营行业信用风险主要风险包括行业整体租金承压与空置率高企带来的现金流不确定性、投资性房地产估值下降对利润及偿债能力的冲击，以及非核心区域资产去化困难导致的流动性风险。

摘要

- 2025 年，宏观经济增速放缓对房地产租赁经营行业需求端形成抑制，房地产租赁经营行业面临经营压力。政策端则通过推动商业不动产 REITs 常态化发行，引导行业从增量开发转向存量盘活。
- 2025 年，房地产租赁经营行业进入存量时代，新增供应持续缩量，行业竞争从增量扩张转向存量博弈，资产区位和运营能力的价值愈发凸显。
- 房地产租赁经营行业具有强周期性，其景气度与宏观经济增长高度相关。2025 年，行业景气度延续下行趋势，主要产品租金价格普遍下跌，但跌幅逐步收窄。行业同时面临来自线上业态的持续性替代威胁。预计这一趋势将持续影响行业的中长期需求结构。
- 头部持有型租赁企业凭借稳定租金现金流和低杠杆水平，抗周期能力整体优于中小开发企业；但不同区域和物业类型分化明显，核心城市核心区位项目抗周期能力显著高于非核心区域项目。
- 2026 年国内房地产租赁经营行业整体仍然处于筑底调整阶段，整体租金和估值仍有一定压力。商业不动产 REITs 的推进加速了存量资产盘活，核心城市核心地段的优质资产已经逐步显现触底企稳迹象。存量时代下，具备优质运营能力、能够通过调改提升资产收益的企业，将获得更大的成长空间和估值溢价。



邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com
 电话: 010-85679696 传真: 010-85679228
联合资信评估股份有限公司
 China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

一、行业外部环境

2025 年，宏观经济增速放缓对商业地产需求端形成抑制，房地产租赁经营行业面临经营压力。政策端则通过推动商业不动产 REITs 常态化发行，引导行业从增量开发转向存量盘活。

1.宏观经济环境

2025 年，宏观经济增长整体平稳，韧性较强，为房地产租赁经营行业的复苏奠定了外部基础，但消费复苏分化，压力仍存，行业经营环境依然承压。

房地产行业作为国民经济的重要支柱，不仅可直接推动经济增长，还具有很强的关联效应，呈现出显著的周期性特征。房地产租赁经营行业作为房地产的细分行业，主要受到国民经济整体发展速度、人口、城市化水平及社会消费能力等因素的影响，与宏观经济周期保持很强的正相关性，具有很强的周期性。

2025 年上半年，国内经济延续恢复态势但动能偏弱，实体商业和办公需求复苏不及预期，对房地产租赁经营行业的基本面支撑不足。全年全国 GDP 当季同比增速呈现温和波动。社会消费品零售总额较上年增长 3.7%，餐饮收入增长 3.2%，增速均较上年同期有所回落。社会消费品零售总额的温和增长对零售物业形成一定支撑，但企业盈利预期偏弱导致办公需求扩张动力不足。2025 年，行业经营环境整体偏冷，商业营业用房和办公楼市场均面临需求疲软、租金下行和空置率走高的压力。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）](#)》。

图表 1 • 2025 年及 2026 年 1 季度全国及一线城市宏观经济概况

区域	地区生产总值（万亿元）	地区生产总值增速 (不变价累计同比)	社会消费品零售总额增速	最新人口统计（万人）
全国	140.19	5.0%	3.7%	140489
北京	5.21	5.4%	-2.9%	2180
上海	5.67	5.4%	4.6%	2485
广州	3.20	4.0%	5.5%	1898
深圳	3.87	5.45%	2.34%	1799
2026 年 1—3 月				
全国	33.42	5.0%	2.4%	--

注：最新人口统计广州、深圳为 2024 年底数据，城市人口统计口径为常住人口；括号内数据表示增速较上年同期变化
数据来源：国家统计局及各地方统计局，联合资信整理

2025 年全国一线城市中北上深增速均超过全国平均，对全国经济增长的支撑作用突出。全国消费增长在 2025 年逐步放缓，2026 年初增速进一步回落，整体消费复苏仍面临压力；但一线城市内部分化明显，广州、上海 2026 年初消费增速明显提升，北京虽然边际改善但仍处于负增长区间，后续消费修复仍需政策支持。2025 年全国人口负增长趋势延续，减少规模有所扩大；一线城市中北京人口持续小幅流出，上海人口波动，深圳仍保持人口净流入，人口向核心城市集聚的趋势仍在延续，但不同城市吸引力出现分化。

整体来看，宏观环境平稳增长为房地产租赁经营行业的企稳复苏奠定了外部基础，但行业经营环境的改善仍有待内需的进一步释放。

2.行业政策与监管环境

2025 年，行业政策的核心驱动力来自基础设施 REITs 的常态化发行，这为存量商业资产提供了重要的退出渠道，并对行业估值体系与商业模式产生深远影响。

2025 年 7 月 21 日，国务院发布《住房租赁条例》（以下简称《条例》），自 2025 年 9 月 15 日起施行。《条例》通过规范房源信息、资金监管等，旨在稳定租赁关系，促进市场高质量发展，并推动租购并举的住房制度。过去长租公寓发展初期，因缺乏退出渠道、企业资金压力和自持运营压力大而发展受限，如今随着市场逐步规范和成熟以及租赁住房 REITs 实现上市，其作为主流资产类别的地位得以确立，未来发展政策环境良好。目前我国住房租赁企业的市场份额很低，大量住房租赁来自居民家庭自有房源，与美国等成熟的长租公寓市场相比，我国长租公寓市场占有率仍有较大提升空间。《条例》的出台将有助于专业化规模化住房租赁企业的培育，未来保障性租赁住房有望加速发展。

2025 年 11 月 28 日，证监会就《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告(征求意见稿)》（以下简称《公告》）公开征求意见。《公告》主要包括：明确商业不动产 REITs 的定义，即通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公募基金；规定基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，以及基金管理人的主动运营管理责任；强调发挥基金管理人和专业机构作用，压严压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求；强化监管责任，明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责。

商业不动产 REITs 试点的实施可为房地产租赁经营企业提供退出渠道，有利于推动企业向轻资产运营模式进行转型。同时，引入商业不动产 REITs 丰富了资产配置选择，通过吸引长期资金入市，可有效提升市场活跃度。通过市场化定价引导资金流向优质资产，可促进行业专业化管理和存量资产价值提升。

二、行业结构特征

2025 年，房地产租赁经营行业进入存量时代，新增供应持续缩量，行业竞争从增量扩张转向存量博弈，资产区位和运营能力的价值愈发凸显。

1.行业准入壁垒

房地产租赁经营行业属于较高壁垒行业，其壁垒正从传统的资金和资源壁垒，转向以资产管理、运营能力和品牌价值为核心的软性壁垒。主要包括：一是**资金壁垒**，商业地产项目投资回收期长、沉淀资金大，对企业的资本实力和融资能力要求高；二是**运营壁垒**，在存量时代，项目的租金提升和资产增值依赖精细化运营、租户管理和社群打造，这对新进入者构成挑战；三是**资源壁垒**，核心地段土地的稀缺性以及与大品牌租户的长期合作关系，构成了难以复制的护城河。

2. 行业竞争格局¹

2025 年国内商业地产租赁经营行业呈现明显两级分化、分层竞争格局，头部企业占据核心城市核心资产，小型企业出清加速，行业头部集中趋势持续强化；“资产管理能力”和“物业运营能力”仍是主要竞争核心。

国内头部企业如华润万象生活、太古地产、恒隆地产、招商蛇口、陆家嘴等，占据北京、上海、深圳等一线城市核心商圈、核心商务区的优质物业，凭借品牌运营能力和区位优势，实现客流和租金的稳定增长，马太效应显著。例如华润万象生活 2025 年实现营业收入 180.22 亿元，同比增长 5.1%，归母净利润 39.69 亿元，同比增长 10.3%，购物中心业务毛利率高达 75.9%，盈利能力远超行业平均水平。中型区域企业依托本地资源，在区域核心城市布局，或聚焦细分赛道（如中新集团的园区开发、华侨城的文商旅融合），或深耕下沉市场（如新城控股），形成区域竞争力。2025 年行业出现明显的退出潮，小型区域企业、运营能力不足的企业项目出清加速，2025 年已有三座万达广场、多个爱琴海项目、长沙北辰三角洲大悦城商管退出市场，经营压力持续上升。

从竞争业态来看，零售购物中心核心商圈优质项目租金稳定，头部项目通过品牌调整、业态升级实现销售额和租金双增长，非核心区域项目竞争激烈，空置率上升。Wind 数据显示，2025 年北京优质购物中心平均空置率升至 7.0%，上海全市购物中心空置率 11.0%，核心商圈空置率 8.9%，远低于非核心商圈的 11.5%，分化明显。甲级写字楼整体供过于求，空置率居高不下，但核心城市新兴片区结构性机会凸显。2025 年第四季度北京甲级写字楼空置率 18.5%，广州甲级写字楼空置率升至 23.3%，平均租金同比下滑 7.4%；但北京中关村、丽泽金融商务区，广州国际金融城、琶洲等新兴片区，依托产业升级实现了较高的净吸纳量，2025 年广州新兴片区贡献了 66.4% 的净吸纳增长。产业园区租赁受益于产业升级和创新驱动发展战略，头部园区运营商依托产业导入能力，实现租赁需求和租金的稳定增长，如中新集团依托苏州工业园区的品牌优势，投招联动实现产业租户的稳定导入。

当前，我国房地产租赁经营行业竞争格局从以往规模和区位的竞争，全面转向“资产管理能力、物业运营能力”的多维复合竞争。预计未来马太效应加剧，资金、品牌、人才将进一步向头部企业集中，缺乏核心运营能力的企业将被迫退出或转型。

图表 2· 房地产租赁经营企业分类情况

类型	代表企业	差异化竞争策略
全国性开发/运营龙头 (规模化布局、全国性品牌影响力、完整的产业链条)	华润万象生活 (1209.HK)、万达商管 (H01708.HK)、龙湖商业、新城控股 (吾悦广场) 等	1. 全产品线矩阵：如华润的“万象城”“万象汇”等系列覆盖客群全。2. 标准化可快速复制：如万达的模块化开发与运营体系。3. 租户生态系统建立：凭借规模优势，与国内外头部品牌建立战略合作。4. 核心商业品牌，平衡开发现金流与长期租赁收益，如吾悦广场。5. 资产运营板块含大量商业地产租赁业务，依托母公司资源扩张能力强，招商蛇口
高端精品运营商 (顶级的建筑设计、高端品牌资源以及专业的运营服务能力)	太古地产 (1972.HK)、新鸿基地产 (0016.HK)、恒隆地产 (0101.HK)、九龙仓集团	1. 打造城市地标：专注于一二线核心地段，追求长期资产增值。2. 深度运营与体验塑造：通过艺术、文化建筑等元素，塑造高端体验。

¹大连万达商业管理集团股份有限公司（简称“万达商管”）、上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（以下简称“陆家嘴”）、上海百联集团股份有限公司（简称“上海百联”）、深圳市星河商用置业股份有限公司（简称“深圳星河”）

	(0004.HK) (IFS) 等	
细分领域运营商 (本地市场认知、稳固的区域资源优势、灵活的组织决策机制)	北京华联 (SKP)、上海百联、深圳星河控股 (COCO Park) 等	1. 深耕区域市场: 在特定区域形成网络优势和品牌忠诚度。2. 专注细分领域: 如 SKP 专注顶级奢侈品零售; 部分运营商专注社区商业或主题文创园区。3. 特色化与本土化: 深度融合本地文化, 打造具有独特个性的商业项目。写字楼 37.55%+商场 33.65%+酒店经营 13.11%, 全部为自持物业租赁运营。核心区位优势明显, 北京 CBD 核心地段自持物业, 出租率长期维持高位; 2025 年上半年写字楼出租率 92.4%、商城出租率 95.3%, 业绩韧性强; 租金收入稳定, 现金流波动小
重资产持有运营性	中国国贸 (600007.SH)	
园区开发型	招商蛇口 (001979.SZ)、中新集团 (601512.SH)	1.招商蛇口全国性布局的头部企业, 资产运营板块含大量商业地产租赁业务, 依托母公司资源扩张能力强; 2.中新合作园区开发品牌优势, 深耕长三角, 产城融合模式, 租赁业务依托产业导入实现稳定增长

数据来源: Wind, 联合资信整理

3.行业地位

房地产租赁经营行业是房地产业从开发转向运营的主要转型方向, 在行业整体调整周期中, 其韧性和长期价值逐步凸显, 在房地产业内的影响力持续提升。

2025 年我国房地产租赁经营行业属于房地产业内的细分成长赛道 (A 股收入约占房地产开发行业营收规模 5%)。A 股板块层面, 2025 年房地产经营 (含租赁经营) 行业总市值为 2271.47 亿元, 同比增长约 11.23%; 营业总收入 766.81 亿元, 同比增长约 13.31%, 保持平稳扩张态势。从需求端看, 当前房价调整阶段, 一方面房东“由售转租”增加市场供给, 另一方面年轻群体住房租赁需求具备刚性, 叠加一线核心城市租售比仍有提升空间, 行业整体增长明确。

对比房地产开发行业, 在行业调整周期中, 租赁业务的需求韧性更强, 盈利稳定性优于开发业务; 对比物业管理行业 (2023 年物业管理行业平均毛利率普遍在 10%~20%区间), 而房地产租赁经营凭借核心物业持有, 头部企业毛利率可达 40%~60%, 盈利质量更高。

4、行业供需

供应端

2025 年, 商业营业用房开发投资完成额和新开发面积降幅继续收窄, 而办公楼两项指标的收缩幅度高于商业营业用房, 未来几年房地产租赁经营行业新增供应量预计仍将下滑, 增量持续缩量将成为行业长期特征。

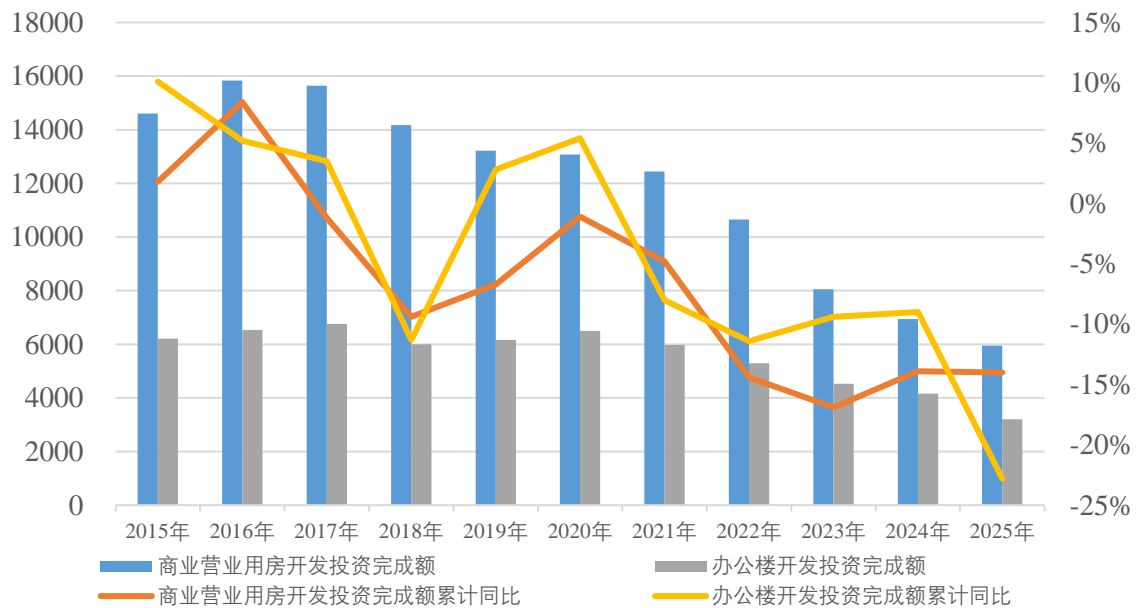
2025 年, 实体商业需求疲软、销售去化压力持续存在, 开发商对新增商业营业用房开发的信心不足, 直接减少新开工计划, 进而带动开发投资规模同步收缩。金融机构延续 2024 年信贷政策, 资源向实体产业升级倾斜, 房地产租赁经营行业传统开发贷款增速仍受限, 高杠杆扩张模式难以为继, 开发商主动缩减非核心区域的新开工项目, 仅保留核心地段优质项目, 直接带动投资和新开工面积同步下行。

从房地产租赁经营行业细分行业来看, 2025 年商业营业用房开发投资完成额降至 5946.51 亿元, 同比下降 14.36%; 截至 2026 年 2 月, 累计投资完成额为 639.64 亿元, 延续了收缩的走势。新开工面积方面, 2025 年全年降至 3805.40 万平方米, 同比下降 23.59%; 截至 2026 年 2 月, 累计新开工面积为 292.41 万平方米, 延续收缩态势。办公楼方面, 2025 年开发投资完成额 3202.93 亿元, 同比下降 22.80%; 截至 2026 年 2 月, 累计投资完成额为

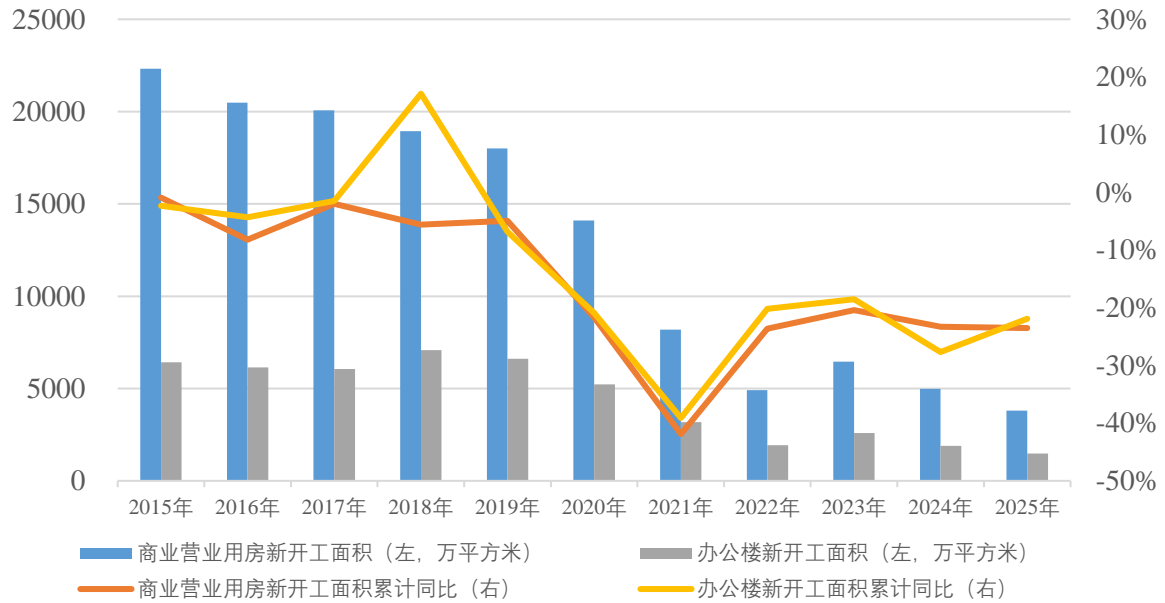
406.85 亿元。办公楼新开工面积 1470.65 万平方米，同比下降 21.9%。截至 2026 年 2 月，累计新开工面积为 167.74 万平方米。办公楼两项指标的收缩幅度高于商业营业用房，一方面市场对核心城市核心地段的高品质甲级写字楼存在稳定需求，但非核心区域去化困难，开发商全面暂停非核心区域新开工，仅保留少量核心城市优质项目。另一方面远程办公、混合办公模式普及，叠加经济结构调整期企业扩张意愿不足，全国办公楼整体空置率上升、租金下行，开发商对新增办公楼供应的预期转弱。

整体来看，2025 年房地产租赁经营行业开发投资和新开工面积持续下行，预计未来几年房地产租赁经营行业新增供应量仍将继续下滑。

图表 3 全国房地产租赁经营行业开发投资情况



图表 4 全国房地产租赁经营行业新开工面积情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

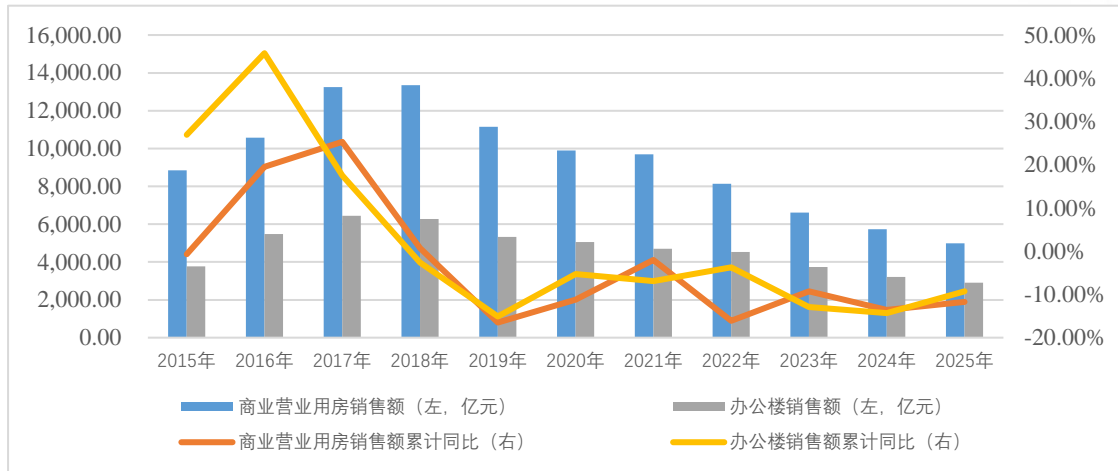
需求端

2025 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同比收窄，新增供应量创近年来的新低。

2025 年，社会消费品零售总额比上年增长 3.7%。其中商品零售额，较上年增长 3.8%；餐饮收入 57982 亿元，增长 3.2%。限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店零售额比上年分别增长 5.5%、4.3%、0.1%、2.6%；品牌专卖店零售额下降 0.6%。2025 年，全国网上零售额 159722 亿元，比上年增长 8.6%。其中，实物商品网上零售额 130923 亿元，增长 5.2%，占社会消费品零售总额的比重为 26.1%。实体商业运营仍承压。

需求端，商业营业用房销售额 4990.96 亿元，同比下降 11.70%，降幅收窄。办公楼方面，2025 年办公楼销售额 2900.34 亿元，同比下降 9.30%，降幅有所收窄。

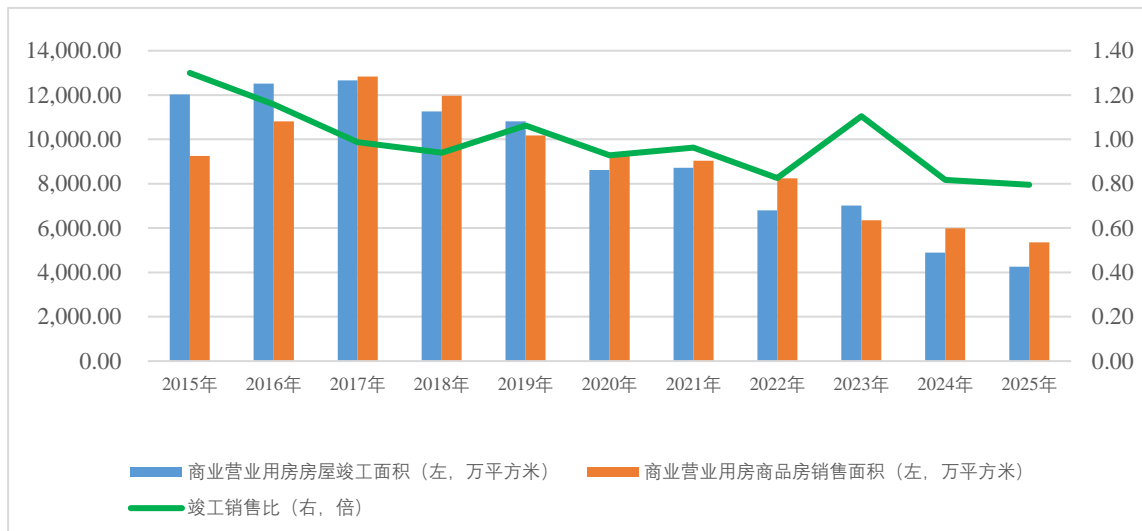
图表 5 全国房地产租赁经营行业销售额情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

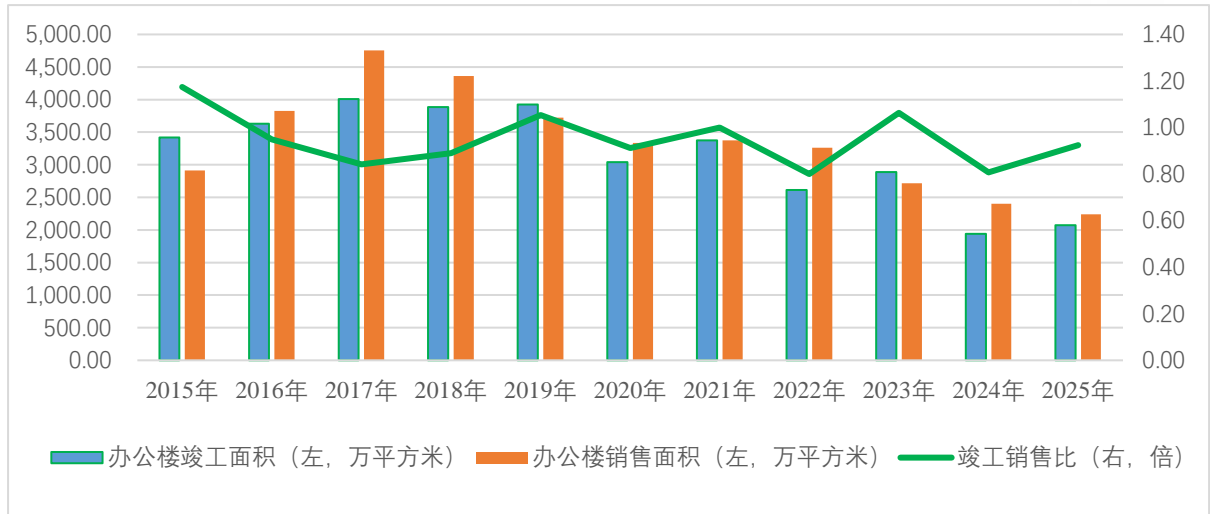
从供需格局看，行业多年高速扩张积累了较大存量，去化周期较长。2025年，房地产租赁经营行业供需规模延续收缩趋势，新增供应量创近年新低。商业营业用房竣工销售比约为0.8倍，行业处于存量项目去库存阶段；办公楼在历经总量收缩后，竣工销售比回升至0.92倍。后续行业供求矛盾的缓解仍有赖于宏观经济提振需求。

图表 6 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

图表 7 全国办公楼供求情况



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

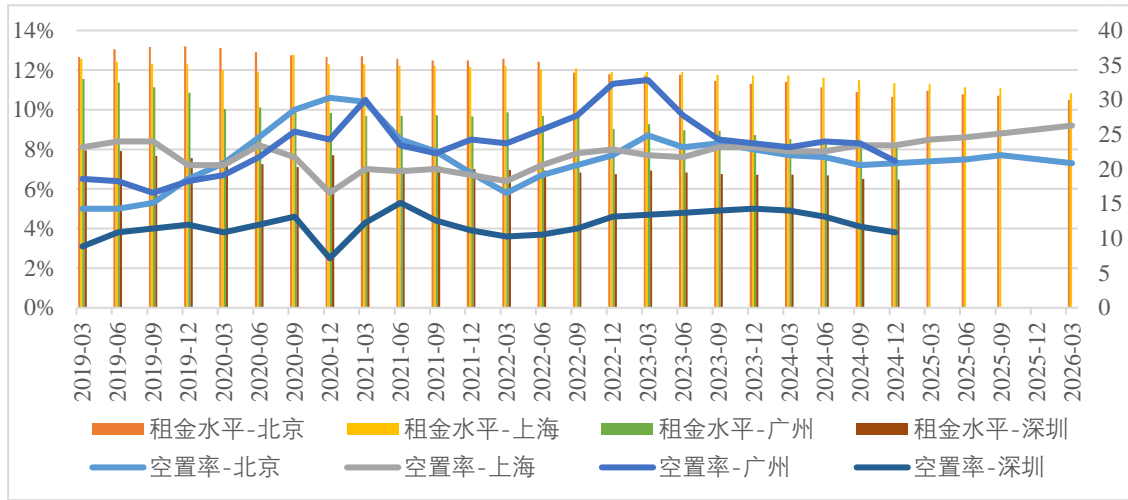
三、行业风险状况

房地产租赁经营行业具有强周期性，其景气度与宏观经济增长高度相关。2025年，行业景气度延续下行趋势，主要产品租金价格普遍下跌但跌幅逐步收窄。行业同时面临来自线上业态的持续性替代威胁。预计这一趋势将持续影响行业的中长期需求结构。

1. 租金与空置率走势

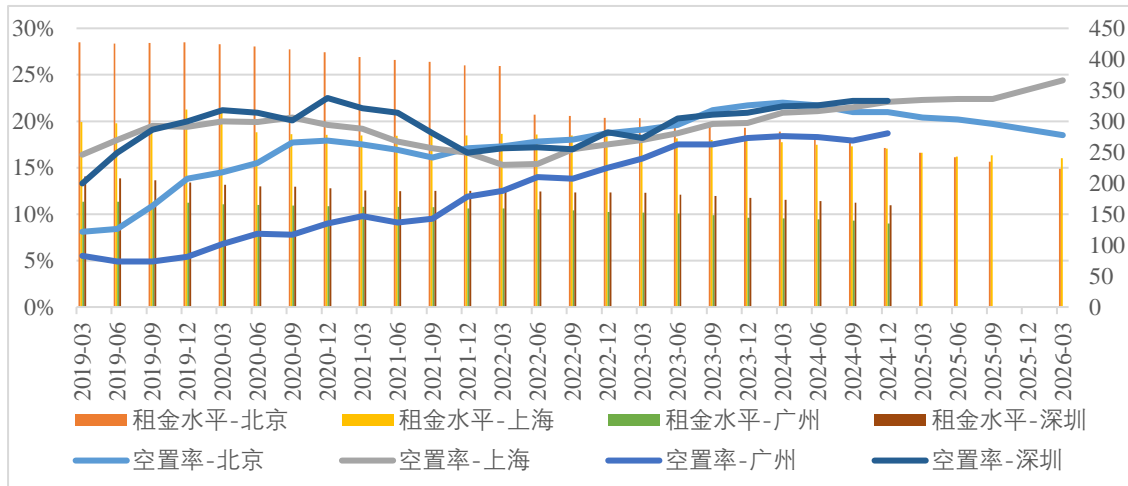
由于新增供应持续收缩，存量去化速度逐步加快，过去两年租金持续下跌的趋势逐步趋稳，2025年，北京、上海优质项目租金已经止跌回升。北京、上海核心区域优质项目供需偏紧，价格稳中有升；低能级城市非核心区域存量过剩，价格仍存在下行压力。

图表 8 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）



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 9 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）



数据来源：Wind，联合资信整理

从已公布的租金数据来看，国内办公楼租金自 2020 年以来整体呈现下行趋势。

图表 10 京、津、沪、渝优质写字楼租金水平

城市	2018 年数据	2023 年数据	2025 年数据	累计变动
北京甲级写字楼 (元/平方米/月)	391.3 (2018Q1)	297.94 (2023Q4)	205.62 (2025Q4)	累计下降 47.5%
重庆甲级写字楼 (元/平方米/月)	87.81 (2018Q1)	77.67 (2023Q4)	67.54 (2025Q4)	累计下降 23.1%
天津甲级写字楼	108.81	82.11	71.39	累计下降 34.4%

(元/平方米/月)	(2018Q2)	(2023Q4)	(2025Q4)	
上海甲级写字楼	317.1	239.4	216.6	累计下降 31.7%
(元/平方米/月)	(2018Q1)	(2023Q4)	(2025Q1)	

注：中国香港乙级私人写字楼租金指数(1999年=100)从2019年最高258.7下降至2026年3月的214.75，累计下降17%，同样呈现持续下行趋势。

数据来源：Wind，联合资信整理

2. 替代品冲击风险

线上办公

远程办公/混合办公的普及对传统写字楼需求形成明显替代：企业普遍采用混合办公模式后，工位利用率从传统的100%降至约60%，部分企业通过缩减办公面积控制成本；同时需求结构发生变化：企业对办公空间的需求从传统的工位供给转向更注重协作空间、配套设施、ESG资质的高品质空间，优质写字楼和劣质写字楼的需求分化持续扩大。

图表 11 上海信息传输、计算机服务和软件业（线上办公相关行业）累计同比增速
与核心城市甲级写字楼空置率变化

年份	上海线上相关行业营业收入累计同比增速(%)	全国主要城市甲级写字楼平均空置率变动
2023年	16.2	+2.1pct
2024年	9.5	+1.3pct
2025年	21.1	-0.8pct

数据来源：Wind，联合资信整理

线上办公行业自身保持高速增长(2025年上海该行业营业收入同比增长21.1%，较2024年提升11.6个百分点)，其对传统写字楼的替代效应长期存在；但2025年以来，随着AI等科技行业扩张带动办公需求回升，替代效应的边际影响有所减弱，当前冲击强度为中长期结构性冲击，短期边际缓解。

电商

我国网络购物网民使用率从2022年的73.4%提升至2024年的87.9%，线上零售渗透率持续提升。但近5年互联网零售行业营业收入增速明显放缓，电商对实体零售的替代效应边际放缓(从实物商品网上零售额占社零总额比重也能印证)，但结构性替代仍在持续，体验感弱、无场景优势的传统零售物业租赁需求仍存在持续萎缩风险。

图表 12 互联网零售、实物商品网上零售额及占比情况

年份	实物商品网上零售额(亿元)	占社会消费品零售总额的比重	同比增长率	限额以上互联网零售额	同比增长率
2020 年	97590.32	24.90%	14.83%	17973.69	28.42%
2021 年	108042.44	24.5%	12.00%	21668.17	20.56%
2022 年	119642.10	27.2%	6.20%	23324.85	7.65%
2023 年	130173.80	27.6%	8.40%	25439.28	9.07%
2024 年	127877.80	26.5%	6.50%	28812.42	13.26%
2025 年	130923.00	26.1%	5.20%	--	--

注：网上零售额是指通过公共网络交易平台（主要从事实物商品交易的网上平台，包括自建网站和第三方平台）实现的商品和服务零售额，2025 年增速按可比口径计算。

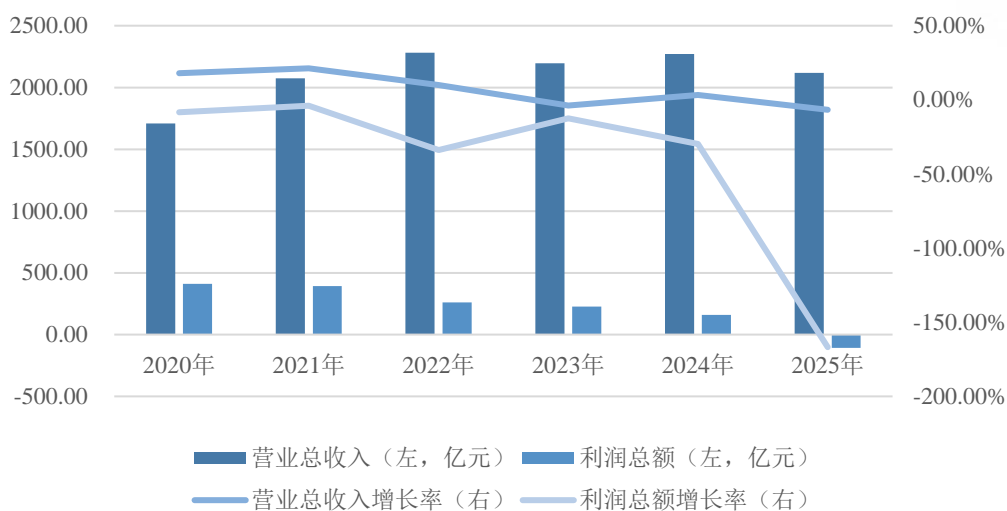
数据来源：国家统计局，联合资信整理

综上，远程办公模式降低了对传统写字楼的刚性需求，而电商则持续分流线下实体商业的份额。二者对行业构成中长期结构性替代压力。

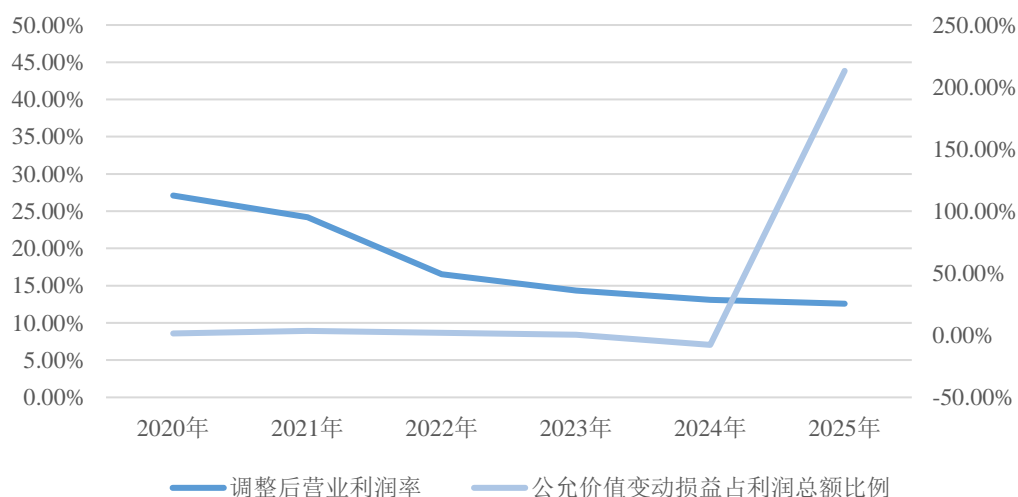
四、财务状况

结合财务指标来看，头部持有型租赁企业凭借稳定租金现金流和低杠杆水平，抗周期能力整体优于中小开发企业；但不同区域和物业类型分化明显，核心城市核心区位项目抗周期能力显著高于非核心区域项目。

受宏观经济放缓、消费需求偏弱及市场供大于求等因素影响，2025 年行业收入和利润呈现负增长，预计 2026 年全年收入和利润总额仍将负增长。2025 年，房地产租赁经营发债企业调整后营业利润率同比变化不大，公允价值变动损益占利润总额升至 213%，其中红星美凯龙家居集团股份有限公司的亏损对指标影响显著，建材家居市场业态在本轮行业深度调整中受到显著冲击。

图表 13 房地产租赁经营发债企业增长性指标变化情况


数据来源：联合资信根据公开资料整理

图表 14 • 房地产租赁经营发债企业盈利指标


数据来源：联合资信根据公开资料整理

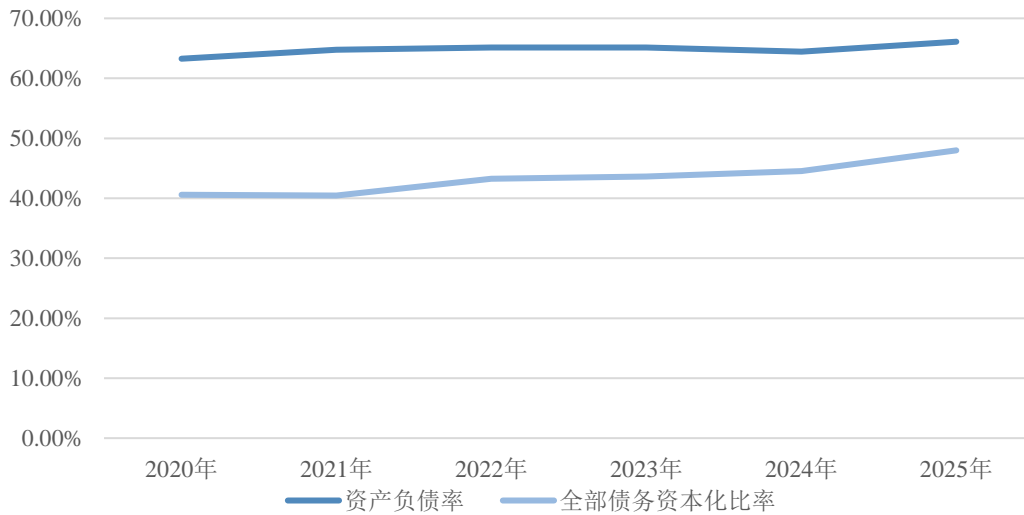
房地产租赁经营行业杠杆指标尚可，但考虑到资产估值下降风险，实际债务负担偏重。随着行业收缩投资，截至 2025 年底，房地产租赁经营企业杠杆指标变化不大，预计 2026 年行业杠杆水平将基本维持稳定。

截至 2025 年底，房地产租赁经营行业现金类资产/短期债务较 2025 年底有所下降，仍处于较低水平。从长期偿债能力来看，2025 年房地产租赁经营企业 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 的分别为 0.88 倍和 65.28 倍，指标整体表现很差，但企业分化较显著，过去几年大幅投资扩张的企业长期偿债能力指标恶化。考虑到经济温和复苏和整体供给过剩的背景下，写字楼、零售等业态的租金水平和出租率仍在企稳过程中，预计行业整体偿债能力

仍将小幅弱化。

房地产租赁经营企业的偿债能力出现较大分化，预计行业整体偿债能力仍将小幅弱化。

图表 15· 房地产租赁经营行业杠杆水平指标变化情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图表 16· 房地产租赁经营行业短期偿债能力指标变化情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
现金类资产/短期债务（倍）	1.20	1.39	1.32	1.21	1.24	1.03

数据来源：联合资信根据公开资料整理

五、行业展望

2026 年国内房地产租赁经营行业整体仍然处于筑底调整阶段，租金和估值仍有一定压力。商业不动产 REITs 的推进加速了存量资产盘活，核心城市核心地段的优质资产已经逐步显现触底企稳迹象。存量时代下，具备优质运营能力、能够通过调改提升资产收益的企业，将获得更大的成长空间和估值溢价。

2025 年国内商业类物业（以购物中心为核心）受益于消费温和复苏。根据相关研报数据，截至 2025 年第三季度，全国集中式商业面积达 6.61 亿平方米，行业已经进入存量时代，开业 5 年以上的存量项目占比达 57%，调改重开业的比例持续上升，头部商业企业的运营能力逐步凸显。预计 2026 年商业类物业租金将呈现结构性分化，整体温和修复的走势。核心城市核心地段的优质项目租金有望实现正增长，预计同比涨幅在 1%~3% 区间，头部企业的同店租金增长将表现更优。非核心区域、运营能力较弱的存量项目仍将面临需求不足的压力，租金可能继续下行或维持低位，预计同比降幅在 2%~5% 区间。

2026 年办公楼租金将延续整体承压，结构分化的走势。全国整体办公楼租金仍将下行²，预计百城平均租金同比降幅在 2%-4% 区间。而区位和品质优势明显的核心资产表现更优，当前申报的商业不动产 REITs 底层办公资产平均出租率达到 90.59%，显著优于行业平均水平；长期绑定核心大租户的优质资产，租金稳定性更强，部分位于供给较少的核心区域的资产租金可能率先触底企稳。

房地产租赁经营行业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。商业不动产 REITs 打开了优质办公楼资产的估值空间，当前已受理的 REITs 中办公楼资产 Cap Rate（资本化率）在 4.36%~6.56% 区间，相较于一级市场散售资产估值更透明。但需要注意，若资本化率持续提升，办公楼资产估值将面临进一步下行压力³。

综合来看，房地产租赁经营行业整体仍处于筑底过程中，租金压力和估值下行风险犹存，非核心区域资产去化困难导致的流动性风险仍需警惕，但结构性的积极因素正在积累：REITs 渠道打通为存量盘活提供了退出路径，核心城市优质资产已出现企稳迹象，具备强运营能力的企业将在分化中胜出。建议对行业内企业的关注点从单纯的资产规模转向资产质量、运营能力和现金流稳定性。

² 中信证券 2026 年 3 月研报数据显示，已上市/申报的商业不动产 REITs 底层办公资产，2025 年租金同比平均下滑 4.82%

³ 恒隆地产 2025 年已经出现资本化率提升导致房地产租赁经营行业估值超预期下滑的情况

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。