

LIFE IS WHAT **WE** MAKE IT

消费基础设施 公募 REITs

回归商业本质

实现资产价值



消费基础设施 公募 REITs

回归商业本质
实现资产价值

目录 CONTENTS

- 4 商业：TA 说
- 7 一路走来的中国商业
- 9 消费基础设施 REITs 的底层资产
- 12 用数据读商业
- 24 回归商业的本质
- 36 商业经营靠主动
- 41 商业经营可持续
- 46 差异化商业 - 标准化经营外的新思路
- 49 结语



CHAPTER 1

商业：TA 说

Q: “喜欢逛什么样的商场”

学生说



“我喜欢有地铁、交通比较方便的商场，人多热闹的、吃喝玩乐可以在一个商场里面，环境好但价格不要太高，潮流感强一点，有快消品牌，最好有面包店。”



“我喜欢商场有自己的特色其他地方都没有，我比较爱拍照，希望商场有一些特别的装饰，能打卡出片的，我可能就为了打卡跑很远去某个商场。”



“我比较喜欢逛分区比较清晰的商场，定位、价位差不多的品牌聚集比较方便。我也喜欢店铺中穿插奶茶店、咖啡店、小吃甜点店，对长时间购物逛街比较友善，另外我比较喜欢商场里有小型超市。”

年轻白领说



“个人更喜欢层高比较高，或者室外空间比较大的商场，购物体验感更舒适，不喜欢铺位分割过于零碎，中岛铺位过多，过道走廊太窄太局促。另外，卫生间要干净整洁，方便使用，分布合理不排队。”



“可选的不同类型的有特色的精品餐饮多一点，其中有一些能通过点评查到，一些网红的、口碑很好的可以进行打卡，不要全是连锁的口味一般的。”



“我希望商场显得高大上一点，零售品牌较全的，特别是运动休闲品类或者是潮奢品类，路线清晰不要太晕，不喜欢想去某个店但很难找。对于大额消费，会优先考虑会员体系完善、活动力度较大的、优惠比较落实的商场，会算一算哪个商场最后比较划算。”

新中产家庭说



“不喜欢商场主题或者氛围太另类令人尴尬的。停车场车位充足，停车要方便不排队，停车难度最好低一点。”



“活动空间大，能有一个比较大的广场，可以办一些活动或者有意思的展。或者是有室内的儿童乐园，小朋友可以跑来跑去的，比较安全的，大人就可以坐在旁边休息。”



“要有又大又干净的洗手间，有母婴室，小朋友会经常有去洗手间的需求，妈妈就要时刻留意着哪里有洗手间。如果是有一些商场厕所很脏，厕所很小或者很难找，一旦有需求，就会有点烦躁。”



“商场要有足够的直梯，特别是带年龄小的朋友进商场的时候，扶梯是非常不方便不安全的，很多商场直梯很少，很不方便。”

Q: “如何看待好的商业”

商业运营参与者的关键词：



业态组合合理
能满足目标客群需求



品牌与目标客群的消费匹配度高
有机会实现更强的消费转化



空间设计
极具新意



内外部动线
设计合理



环境整洁
购物体验舒适



运营精细
细节服务到位



活动多样
有持续吸附客流的能力



坪效较高
商户经营表现好



租金和经营
表现良好



有能力应对经济的周期性
能持续根据市场变化
更新业态与品牌



对运营成本有精准把控
当花则花
创造价值最大化



CHAPTER 2

一路走来的 中国商业



现代化商业不动产伴随着我国改革开放和城市化建设进程而发展。改革开放前，城市商业以国营形式的百货为主，具有代表性的有北京王府井百货、上海第一百货等；随着市场经济的开放，城市人口密集区域的沿街商业开始兴起，三里屯路等各类沿街商业开始活跃；90年代伊始，随着改革开放的深入，中外合资、外资商业运营商开始进入中国内地市场，燕莎赛特、太平洋百货、新世界百货都在这一时期相继开业。

伴随着经济发展和消费水平的提高，城市消费者对商业载体的诉求不断提升，传统百货相对单一的零售功能、单一的动线、单调的空间已经显然不能满足时刻变化的商业潮流。集中性购物中心在这样的时代背景下应运而生，上海港汇广场、上海亚新生活广场、广州天河城等一系列现代意义上的购物中心开始走入城市商业不动产市场。同时，开发商与欧美知名设计公司合作，场内空间、动线、布局等因素对比传统百货有了全面革新。

进入 21 世纪，随着中国经济和城市建设迅速发展，购物中心的成长基础日趋完备。在拥有丰富运营经验的港资发展商相继抢滩内地的基础上，国资和民营企业也逐步在探索运营购物中心，开设独立商业产品线。华润万象城、龙湖天街、中粮大悦城、万达广场等一系列代表性产品相继在国内一线、新一线城市落地。

2015 年以后，随着网购、直播带货等一系列线上消费兴起，线下消费更加强调场景化、体验化以及运营的精细化；部分已经经营十余年之久的商业项目也有了业态更新、场景迭代等商业焕新的诉求，商业不动产逐步由“高周转、重开发”向“持有化、运营化”转型。新的时代背景下，商业项目的发展商、运营商对资产的流动性以及融资的需求也在不断提升，完善商业不动产退出渠道、搭建商业不动产退出平台的呼吁也越来越强烈。



CHAPTER 3

消费基础设施 REITs的底层资产

消费基础设施 REITs 的

底层资产

证监会于 2023 年 3 月 24 日发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，明确将消费类基础设施纳入公募 REITs 试点范围。发行消费类公募 REITs 一方面有利于建设培育更高质高效的消费基础设施，改善消费环境，优化消费场景，对扩大内需、提振消费起到积极作用；另一方面，对于企业而言，通过发行消费类公募 REITs，完成投资 - 退出 - 再投资的资本闭环，资产流动性大大提升，得以加大资本性改造投入和增加产品线布局。

2023 年底至 2024 年初，华润、印力、金茂、物美、首创与百联等六单消费基础设施公募 REITs 已正式申报，其中金茂与物美 REITs 于 2024 年 3 月 12 日在上交所成功发行，华润 REIT 于 2024 年 3 月 14 日在深交所成功发行，引发市场热烈反响，我国首批消费基础设施公募 REITs 成功落地。戴德梁行为华润、印力、金茂、首创与百联 REITs 提供了不动产评估、

市场调研服务，并为部分项目提供工程尽调服务。消费类基础设施公募 REITs 的正式启航，为我国广袤的商业不动产市场打通了“融、投、管、退”良性循环的通路，促进了商业不动产从“开发”向“经营”的转变，在有效盘活存量商业资产、实现资产精细专业化管理、提振消费信心的实践中迈出了坚实的一步。

作为首批申报消费类基础设施项目的原始权益人，华润、印力、金茂、物美、首创与百联集团均深度参与了我国消费基础设施的发展建设，积累了丰富的经验，创立了多彩的品牌，为顾客提供了优质的消费场所与服务。总体来看，已申报的消费基础设施项目所在城市基本面良好，消费活跃度高，未来宏观经济展望积极。同时，首批申报项目规模呈现梯度分布，项目定位有所差异，从千平米的社区商超，到超 40 万平米的城市级购物中心，能为消费者提供从日常生活到大型商业综合体的全方位购物体验。

表 1：首批申报发行消费类基础设施公募 REITs 项目基础信息汇总

原始权益人	华润	印力	金茂	物美	首创	百联
项目名称	青岛 万象城	杭州西 溪印象 城	长沙 览秀城	北京大成 玉蜓桥 华天 德胜门项目	济南 武汉奥特莱斯	上海 又一城
城市	青岛	杭州	长沙	北京	济南 / 武汉	上海
已运营时间	9 年	11 年	8 年	大成：12 年 玉蜓桥：19 年 华天：19 年 德胜门：21 年	济南：5 年 武汉：6 年	17 年
总建筑面积 (万平方米)	41.9	25.0	10.3	大成：2.9 玉蜓桥：2.5 华天：1.5 德胜门：0.9	济南：11.6 武汉：8.7	12.5
可租赁面积 (万平方米)	13.4	10.0	6.1	大成：2.9 玉蜓桥：2.5 华天：1.5 德胜门：0.9	济南：5.2 武汉：4.8	6
出租率 (截至 2023 年 6 月 30 日)	98.2%	99.2%	98.4%	大成：83.2% 玉蜓桥：93.8% 华天：90.6% 德胜门：92.2%	济南：90.4% 武汉：94.5%	88.1%

数据来源：各 REIT 招募说明书



CHAPTER 4

用数据读商业

商业的经营模式与类型

商业不动产主要包括租赁以及联营两种经营模式。租赁模式是当前最为广泛的商业经营模式，指商业运营方向承租品牌方出租场地，由承租方自主经营并缴纳租金。联营模式是指商业运营方引进品牌方进场销售并签订联营合同，并由商业运营方提供营销推广、活动策划等服务，通常采用统一收银、开具发票的方式，商场对整个销售过程保有一定的主动权。联营模式销售属性较强，通常适用于零售类租户，所售商品多为精品服饰、化妆品、珠宝腕表等，销售坪效较高。

随着商业不动产行业的蓬勃发展，中国商业建设者同步尝鲜各类商业形式，专业店、专卖店、商业步行街、仓储式商场、娱乐中心、便利店、折扣店、专业市场、批发市场、农贸市场、各种底商、主题商业、特色小镇等相继亮相，不同的商业类型在经营模式和产品特色上有着鲜明的差异：

表 2：商业类别、经营模式与特征

商业类别	细分类型	经营模式	经营特征
百货	百货商场	联营	统一管理，统一经营
购物中心	超区域中心	租赁	单一业主直接管理， 商户单独经营
	区域中心		
	社区中心		
	邻里中心		
专业商业中心	奥特莱斯	租赁 / 联营	以单一业主直接管理，商户单独经营为主； 也存在出租与联营相结合的模式（如奥特莱斯）
	生活方式		
	工厂直销		
	主题小镇		
其他零售	独栋	单独所有	各自独立拥有或 所有权分散 各自独立管理
	商业街		

截至目前，已申报的消费基础设施 REITs 的底层资产类型丰富，涵盖了上述三种商业类别，极大地拓展了消费基础设施 REITs 的框架，为消费基础设施 REITs 的多元化发展以及后续项目的持续发行打下了坚实的基础。



表 3：首批申报发行消费类基础设施公募 REITs 项目的商业类型

原始权益人	项目名称	商业类型	细分类型
华润	青岛万象城	购物中心	超区域中心
印力	杭州西溪印象城	购物中心	区域中心
金茂	长沙览秀城	购物中心	区域中心
物美	北京大成 / 玉蜓桥 / 华天 / 德胜门	专业商业中心	邻里中心 - 商超
首创	济南 / 武汉奥特莱斯	专业商业中心	奥特莱斯
百联	上海又一城	百货 / 购物中心	区域中心

在发行消费基础设施 REITs 的过程中，有两个核心指标至关重要，一是底层资产当前的估值（由项目的经营情况、预期及当前的投资回报要求决定），另一个是底层资产未来运营所能产生的收入预期（受未来经营计划、营收预期、营收增长的可能性影响），它们将对发行基金的发行规模以及未来的收益空间产生直接影响，商业项目的经营收入和成本则成为了核心的要素。

商业不动产的收入从哪来

相比仓储物流、产业园以及保障性租赁住房等不动产业态，商业不动产的收入构成具有复杂且多元的特点。在众多不同种类的收入中，一般租金收入占比最高，是商业物业最重要的收入来源。在剖析租金收入时，我们首先了解租赁模式下租户三种不同的计租模式：



固定租金

指商业运营方向承租方出租经营场地而获取的固定租金收入，不受销售额或业绩的影响，按约定的租赁面积与单价收取；

销售额提成租金

指商业运营方向承租方出租经营场地，并根据承租方实际销售额的一定比例而获取的提成租金收入，按约定的销售额提成比例收取；



固定租金与销售额提成租金两者取高

指商业运营方向承租方出租经营场地，并按照约定的固定租金与提成租金两者取高的方式收取。

在如上三种计租模式下，商业租金收入由固定租金收入与提成租金收入两种组成。其中，固定租金收入囊括了采用固定租金模式以及二者取高模式租户的固定租金部分，采用提成租金模式以及二者取高模式租户当期提成租金高于固定租金的部分则统一计入提成租金收入。采用联营模式的租户在收入模式上有“提成租金”及“保底联销金与提成租金二者取高”两种模式，与租赁模式类似。

在租金收入外，商业不动产的收入还由以下几类构成

物业管理费收入：

指向承租方提供物业管理服务而获取的收入，服务内容主要包括商业不动产运营所需的保安保洁、维修维保等，确保商业不动产的良好运转和服务质量，通常按约定的租赁面积与单价收取。

其他收入：

如推广收入、停车场收入等。

多经收入：

一般包含广告收入、仓库收入、场地收入等，其中场地收入是指向租户出租非固定铺位的场地，如特卖、车展、集市等而获取的收入。丰富的多种经营收入意味着商业运营方积极举办多样的活动并拓展不同类型的收入，是商业不动产具备商业活力、积极主动运营的表现。

商业项目的成本花在哪

在商业物业经营过程中，运营方对于成本细节的理解与把控可以直接影响项目的盈利能力与商业影响力。商业项目运营涉及的成本细项较多，通常可分为两类：一类是与资产运营规模相关的成本，一类是与资产运营收入相关的成本：

规模相关成本

主要以商业项目的日常营运以及物业维护相关成本为主，与项目规模成直接关系。

- 人员及行政成本包括项目商业运营所支出的人力薪酬与行政办公费等成本，运营团队的职能通常包括日常运营、招商、市场推广、客户关系、工程、行政等，团队的人员规模与项目规模直接相关；
- 物业相关成本主要内涵为项目物理管理成本、维修维护成本、能源费等费用，其中物业管理成本金额占比较大，覆盖项目的保安保洁、公区及公用设施设备维护等。整体而言，物业相关费用有助于确保商业项目的整体品质和设施的良好维护。

成本类别

成本细项

规模相关成本

人员及行政成本

物业相关成本

收入相关成本

市场营销与营运成本

收入相关成本

主要内涵为市场营销与营运成本，与收入相关性较高。

- 市场营销与营运成本包括项目举办的各类营销宣传活动、销售促销以及客户维护等费用，市场营销活动的策划举办与项目客流量、销售额以及商业影响力的提升有着直接的关联；

商业项目的 NOI Margin

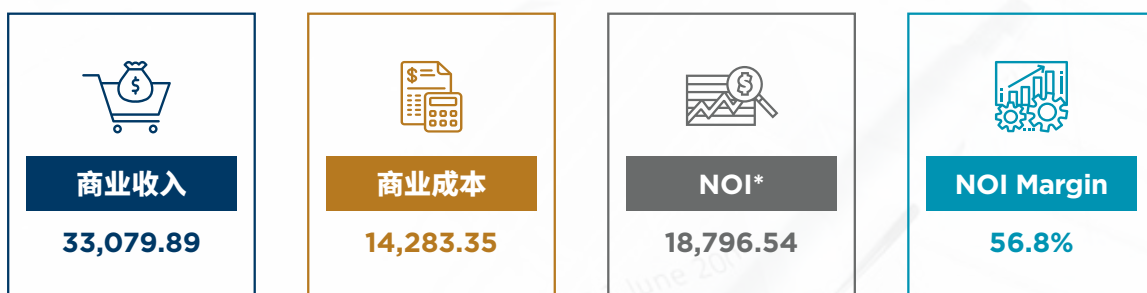
NOI Margin（运营净收益率），是用于衡量经营性不动产是否运营良好的一把度量尺，它的计算方法是净运营收入 / 总运营收入。在衡量同一类型的经营性不动产中，通常有一个相对可参考的 NOI Margin 区间，能让公众做出快速直观的判断。通常，商业项目相对合理的 NOI Margin 区间在 50%-70% 左右。

商业项目 NOI Margin 会受项目规模以及经营成熟度影响。通常，建筑体量规模较大的商业项目，其收入规模较大而边际成本较低，NOI Margin 较高；经营较为成熟的项目，其成本控制较合理稳定，NOI Margin 高于爬坡期的商业项目。需要注意的是，当商业类型为百货或者购物中心里的自营（经销）模式，收入和成本中可能包含货品部分，这样可能会使得 NOI Margin 异于同类项目。

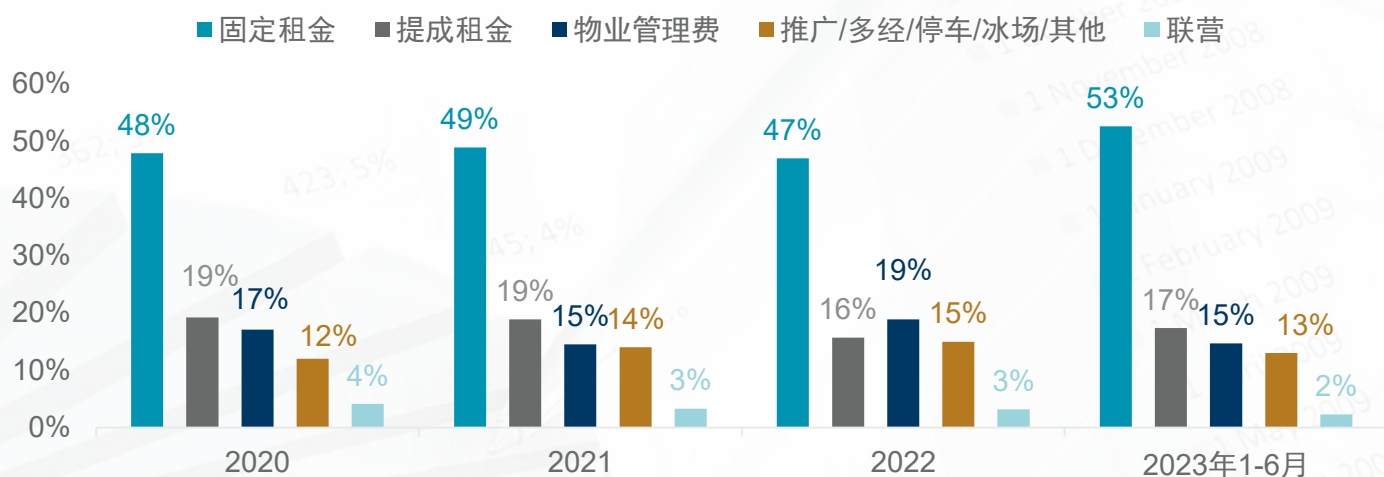


首批项目的收入及成本构成情况如下：

华润青岛 万象城



数据为 2023 年上半年 *NOI 口径为不考虑资本性支出

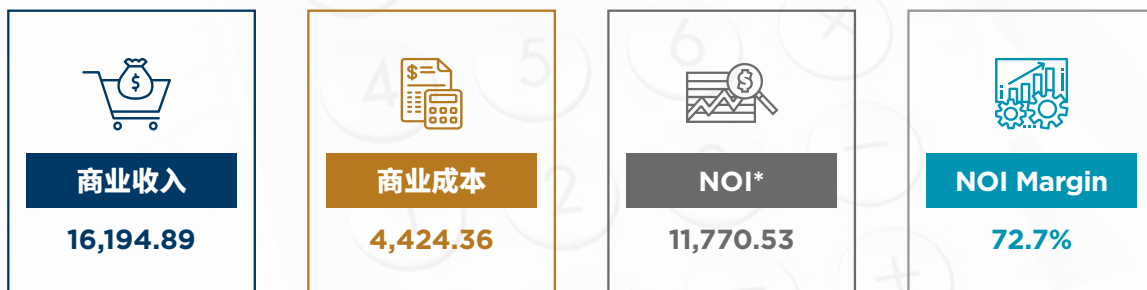


数据来源：REIT 招募说明书

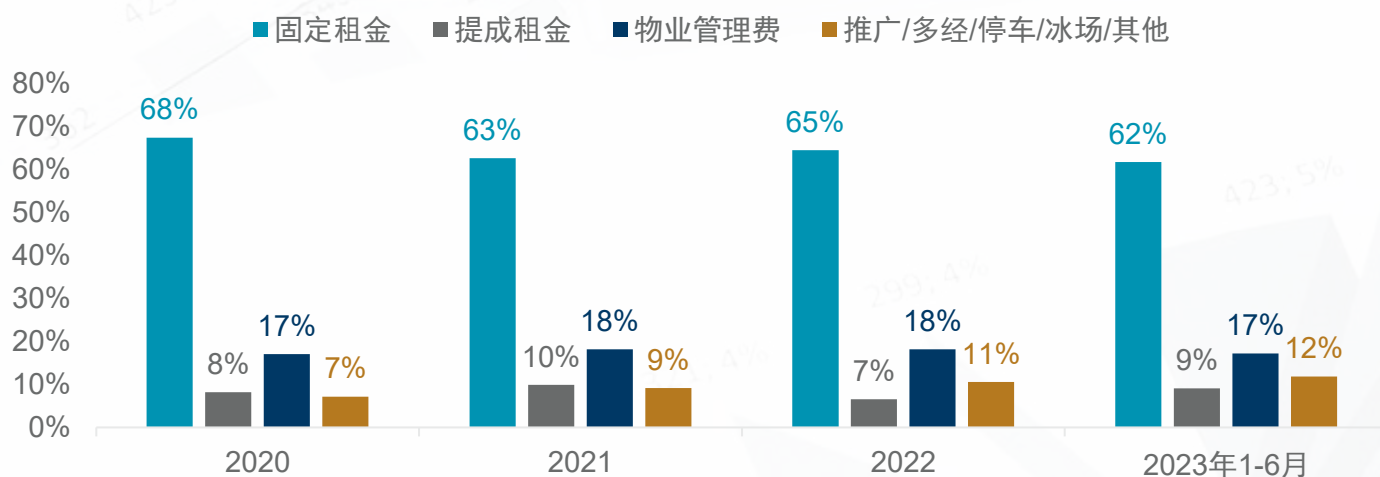
青岛万象城的固定租金收入 2020 年至 2023 年上半年占总营收的平均比例约为 49%，提成租金约为 18%，两者合计占比在 67% 左右。对比其他项目，青岛万象城作为购物中心类型的商业项目，其提成租金的收入规模与占比表现亮眼，这一方面与场内众多轻奢品牌表现强劲密不可分，也与坐拥城市核心商圈，客群充足，餐饮业态表现良好有关。

青岛万象城整体经营成本约为 43%，这从侧面也反映了华润万象生活持续以“中国商业运营管理第一品牌”为目标，在合理化、精细化的成本管控的同时，注重细节化的物业管理以及更具活力的营运管理，当花则花，创造价值最大化，不断为商业注入新的能量。

印力杭州西溪 印象城



数据为 2023 年上半年 *NOI 口径为不考虑资本性支出

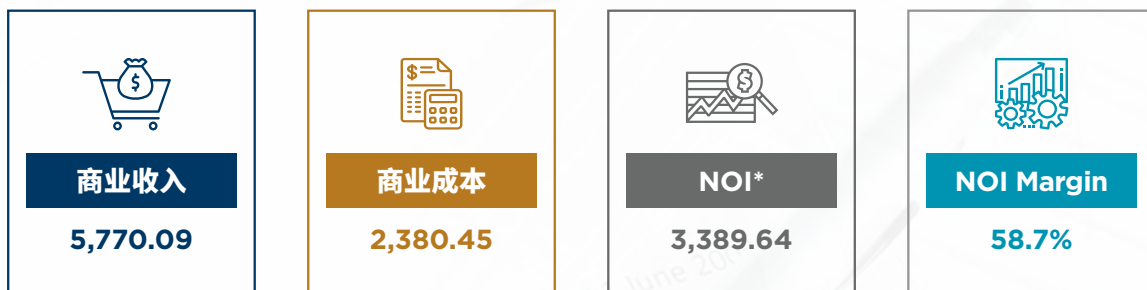


数据来源：REIT 招募说明书

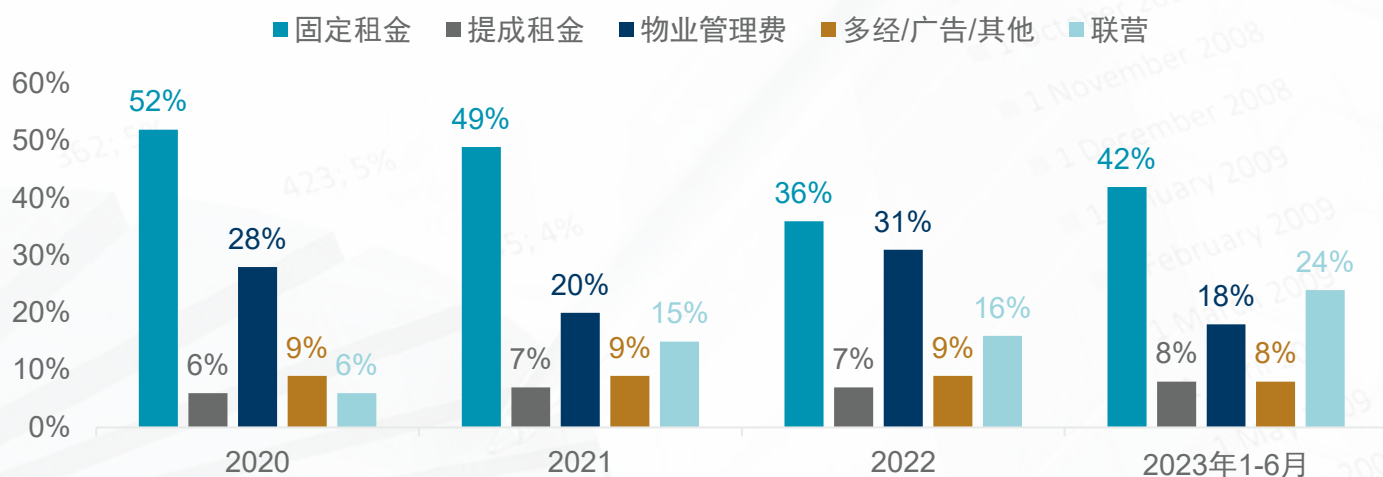
西溪印象城的租金表现最为稳定：2020 年至 2023 年上半年固定租金收入占总营收的平均比例约为 64%，提成租金约为 9%，两者合计占比在 70% 以上，在已申报项目中占比最高。究其背后原因，杭州西溪印象城作为大城西商圈起步之初就开业入市的购物中心，在商圈内的客群及品牌影响力独占鳌头，因此能够充分吸引大量的零售品牌入住，其中山姆会员店更能辐射到全市的消费客群，品牌承租能力较强。

作为经验丰富的商业开发及运营管理公司，良好有效的运营成本管控一直是印力商管重要的考核指标。得益于对于能源、运营等多维度的良好管控，西溪印象城也实现了较高的经营利润率。

金茂长沙 览秀城



数据为 2023 年上半年 *NOI 口径为不考虑资本性支出

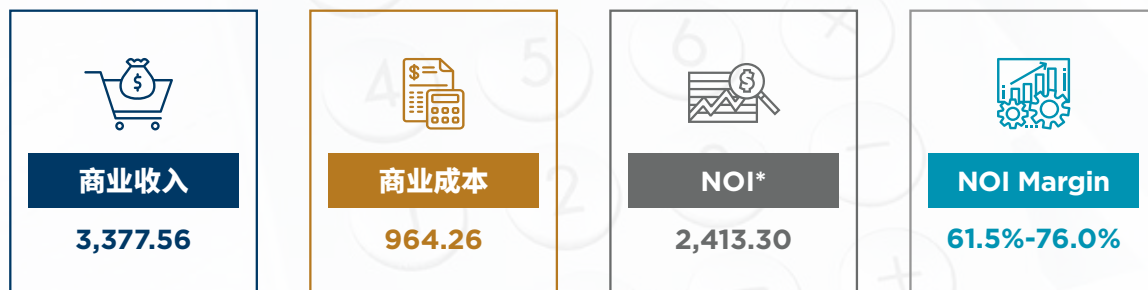


数据来源：REIT 招募说明书

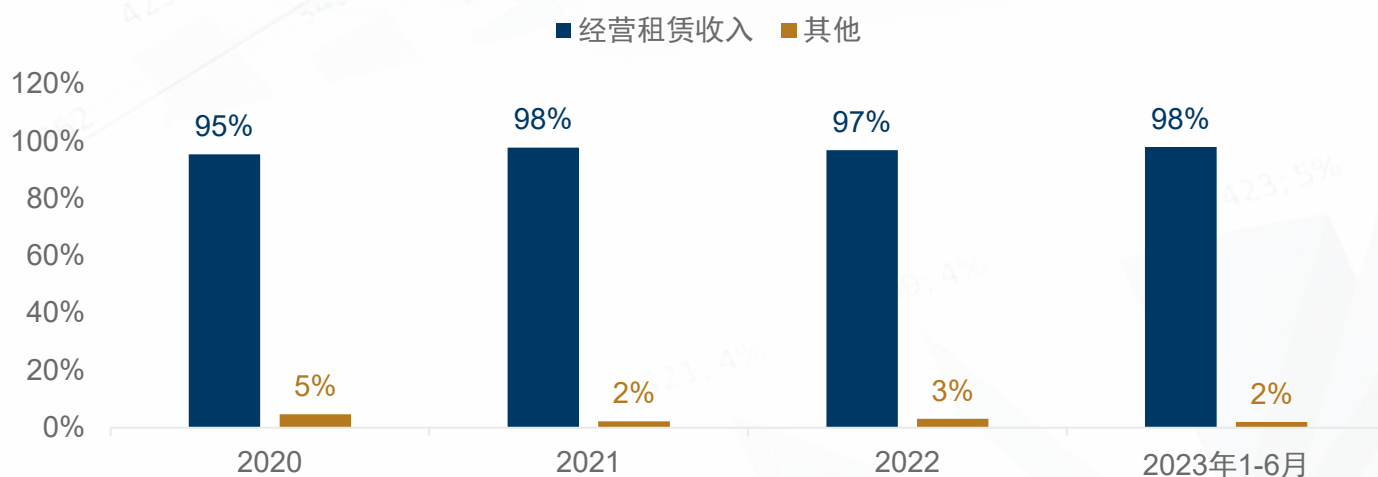
金茂览秀城的固定租金收入 2020 年至 2023 年上半年占总营收的平均比例约为 45%，提成租金约为 7%，两者合计占比在 50-55% 左右，整体收益构成表现相对稳健；经营利润率接近 60%，整体盈利能力表现亮眼，体现出金茂商业在运营中精准的客群定位与优质的项目营运能力。

物美

北京大成 /
玉蜓桥 / 华天 /
德胜门项目



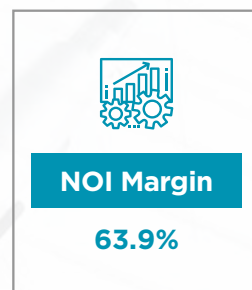
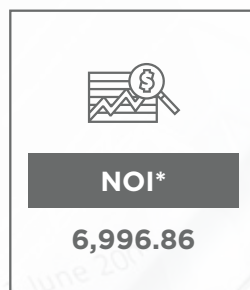
数据为 2023 年上半年 *NOI 口径为不考虑资本性支出



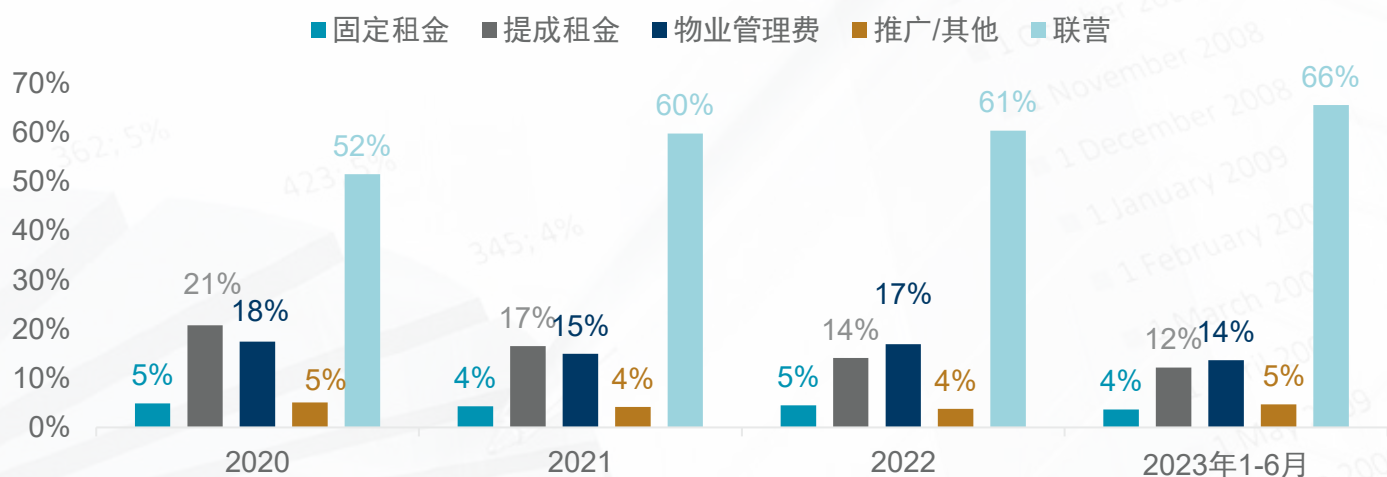
* 数据来源：REIT 招募说明书，上述数据为物美大成 / 玉蜓桥 / 华天 / 德胜门项目历年加权平均数。

物美作为自 2000 年开始就深耕北京的连锁超市集团，此次首发的四个底层资产均为服务在地社区居民的商超型项目，客群稳定，业态专一。历年最核心的收入类型为经营租赁收入，以固定租金收入为主，整体收入结构稳定简单；同时，由于体量较小，且业态功能相对简单，整体利润率表现也相对较好。

首创奥特莱斯



数据为 2023 年上半年 *NOI 口径为不考虑资本性支出



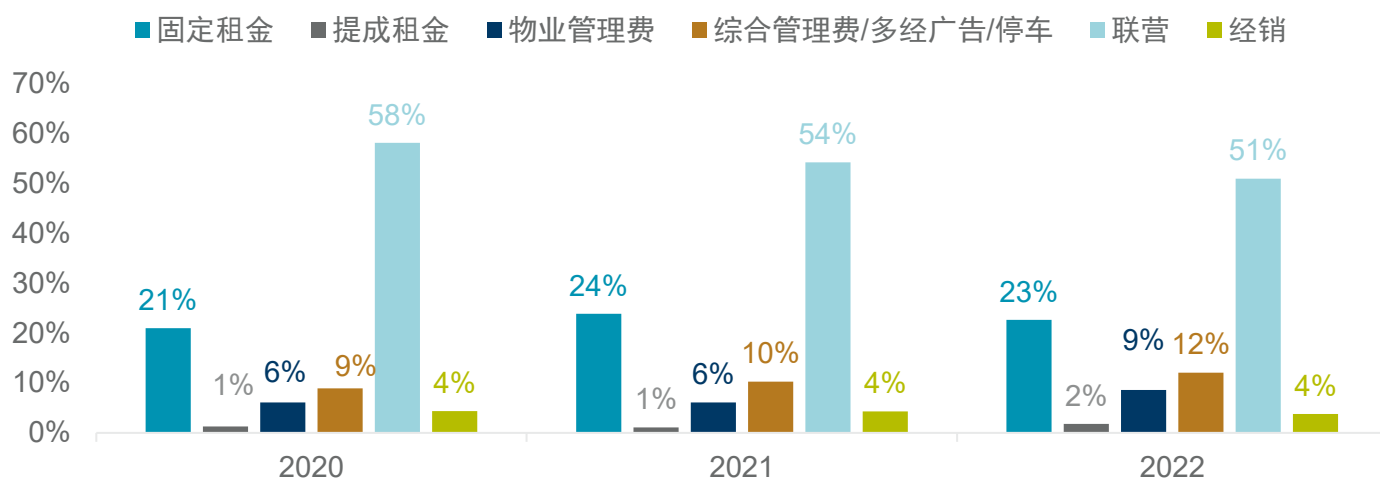
* 数据来源：REIT 招募说明书

相比于其它已申报项目，首创奥特莱斯是唯一以奥特莱斯这种相对特殊的经营业态作为底层资产的项目，项目以联营、提成收入为主，其中单联营收入占比就超过了 60%。对于奥特莱斯类型的商业，以销售驱动收入增长，两个项目在新一线省会城市均开业接近 5 年时间，已经成为全市乃至周边城市的折扣消费首选，未来销售收入的增长潜力依然十分良好。

百联 上海又一城



* 项目未披露 2023 年 1-6 月相关数据，表中 NOI Margin 采用其历史 5 年算数平均。



数据来源：REIT 招募说明书

百联又一城 2007 年开业，前期以百货形式经营，从弥补区域商业空白到竞争格局形成后的持续调改的过程中，尽管发展策略不断调整，但老牌百货的经营模式和经验得以延续，场内珠宝首饰等品牌仍以联营的形式与百联合作，也贡献了相当可观的经营收入。

总体而言，从最初的零售品牌聚集地，到如今的商业综合体，商业不动产经营承载了越来越多元的功能，其收入构成亦更趋多样化，对运营能力是一种考验。具有丰富运营管理经验的运营方，可以通过项目自身特点定位，合理管控并调整项目的各项收入构成，主动迎合市场环境拥抱变化，且在必要时积极拓展收入来源，从而最大程度的实现项目营业收入的持续增长。同时，在消费者愈加强调消费体验和消费品质的当今时代，商业运营商也在深耕于精细化运营，从招商管理、运营管理、场景体验、营销活动多方面入手，不断通过更加积极主动的运营管理使商业项目在跨越时代周期时依然保持活力。

对比其他类型的基础设施底层资产，消费类基础设施的类型、模式、收入和成本构成都更为多元且复杂，资产所在地的经济发展情况、商圈内的竞争格局、周边客群的消费习惯，以及项目内部的平面动线、空间场景、业态配比、品牌组合等方方面面都可能影响一个商业设施的经营情况。剖析消费类基础设施如何实现长期良好经营，抛开数字化的呈现，更需要回归商业本质，探究商业项目独有的底层逻辑。





CHAPTER 5

回归商业的本质

商业的本质在于如何处理供需关系，通过发现消费者需求、满足消费者需求和适度创造消费者需求来解决日益变化的供需关系。商业场域的“人、货、场”概念，就是从商业的本质出发，通过组织“货”（商品供给），构建“场”（消费场景），来满足“人”（消费者需求），“人、货、场”三者相互作用，互相成就。

人

消费者是商业场景的核心

人，即消费客群，是影响商业和产品定位的核心，对于商业项目而言，消费客群的数量、类型、偏好都将影响着项目的体量、定位主题、业态组合、品牌能级和场景空间。商业定位模型的核心即通过精确锁定目标消费者需求，营造最具吸引力的消费场景，合理组织商品供给，提升项目经营业绩和投资回报。

货

不同业态与品牌之间的化学反应

业态的合理搭配也是商业不动产经营的重点考量因素之一，合理的业态组合能够通过业态之间的美好搭配进一步激发消费者在场内的停留并提升消费转化，才能让商业项目以及场内的商户得以可持续化的经营。

运营方通常会通过调节不同业态的比例，以符合项目当前的市场定位。目前，商业项目中常见的业态主要分为四类：

业态	承租品类	特点
零售	服装、配饰、礼品等	一般在各业态中零售额与面积占比最高
餐饮	餐厅、饮品等	零售额与面积占比最高仅次于零售，铺位通常较为集中
娱乐	影院、KTV、游戏厅	单店面积较大
服务	美发、护理	店铺目的性强

传统的商业项目以零售业态为主，但随着线上消费对传统零售消费的分流，商业不动产已经在多年的发展过程中，逐步提升餐饮、休闲、娱乐、服务等多元化业态的占比，大量新兴、新潮的品牌也在商业市场的发展中各领风潮。归根结底，业态和品牌的选择也是基于项目实际整体定位的基准之下形成的有机组合。

搜集市场上不同经营策略运营商所运营的商业资产后，我们选取太古地产、凯德 CLCT 以及华联 REIT 并尝试归纳其业态占比情况：

太古

太古作为的知名的中高端商业项目运营商，其项目定位多为城市级标杆型，坐落于核心城市的核心位置，客群辐射范围广阔。其零售业态面积占比约为 45%，餐饮约为 25%，剩余面积由超市、影院及其他配套组成

业态面积占比情况

时装及服饰	42.5%
餐饮	24.5%
其他	19.7%
电影院	5.3%
超级市场	5.2%
珠宝及钟表	2.8%

凯德 CLCT

凯德 CLCT 在运营的项目多为区域型商业，目标客群为一定区域内的上班族、新中产及居民，其零售业态占比比较太古有所降低，约为 30%，而餐饮、娱乐、超市及其他业态占比有所上升

业态面积占比情况

超市	24.9%
餐饮	20.8%
时装及服饰	15.0%
休闲娱乐	10.6%
居家	4.9%
美容及健康	4.8%
教育	3.9%
体育用品	3.7%
服务	3.0%
其他	2.0%
IT 及电信用品	1.7%
鞋履及包	1.5%
珠宝及钟表	1.2%
礼品	1.1%
玩具与爱好	0.9%

华联 REIT

华联 REIT 在运营项目多为社区型商业，客群辐射范围有限，主要以服务项目周边居民为主，其零售业态占比进一步降低。

业态面积占比情况

餐饮	23.5%
时装及服饰	22.5%
超市	14.7%
休闲娱乐	14.2%
儿童教育	12.7%
生活	7.0%
美容及健康	4.9%
服务	0.4%

* 数据来源：各运营商 2022 年报



场 承载着整个商业的生态

商业不动产的场域空间是业态、品牌、消费者休闲与体验的重要载体。商业项目的进阶与购物中心空间场景的发展相辅相成，密不可分。从传统百货的时代走来，百货复杂的动线和拥挤的购物空间环境难以满足消费者不断提升的消费需求，因此动线简洁、空间尺度更大的购物中心应运而生。在购物中心持续进阶发展的当今时代，消费者不再满足于单一的目的地消费，而是追求具有高附加值的体验性消费。

在此基础上，商业项目开发商及运营商也在不断进阶，舒适开放的消费空间已经成为购物空间的标配，购物中心正在逐步与在地文化、娱乐体验、兴趣爱好、自然景观等与美食、零售等业态融合，构建出可体验、可娱乐、可消费的“文化+”、“娱乐+”、“兴趣+”、“公园+”等多种创新消费场景，持续推动着消费环境的更新迭代。

针对已经申报的六单消费类基础设施，不难看出每个项目都相对有针对性的进行了整体定位策划，进而形成自身特色的业态布局、品牌组合，并将这些消费内容融入新的空间场景中。

青岛万象城

潮流、轻奢、时尚，“引领高品质风尚标杆”的城市级购物中心

人

青岛万象城地处香港中路商圈，既是青岛市政府所在地，周边聚集了大量的消费人群，也是青岛市最为核心的城市商圈所在地，即可吸纳全市的消费客群，也可吸引全省乃至抵达滨海旅游城市的文旅客群。

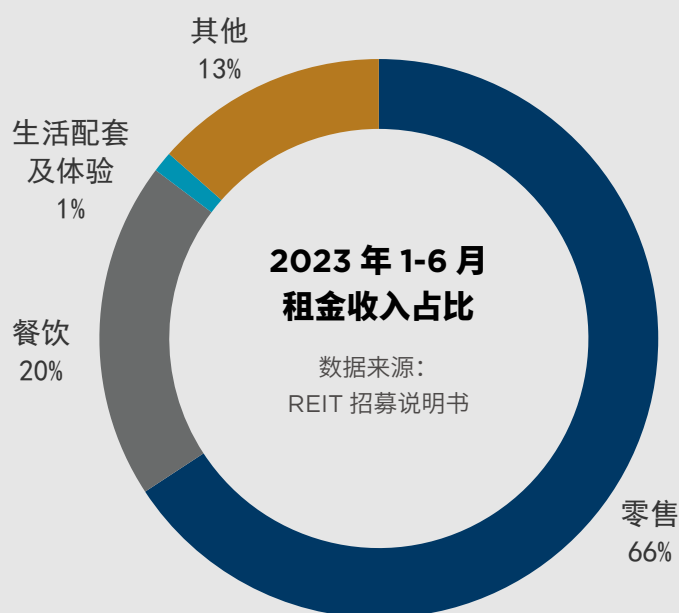
在这样相对复合的城市背景和超过 40 万方的建筑面积加持之下，青岛万象城既要做到面向全市打造独一无二的消费目的地，又要尽可能的贴近在地化的消费水平。因此华润在开业之初已经明确青岛万象城有可能成为华润首个非高奢重奢的万象城，以“潮流、轻奢、时尚”为整体定位。

货

结合在地居民的实际消费力，青岛万象城的业态组合也先因地制宜的从国际精品定位开始，之后再不断调整，向着国际奢侈品定位不断迈进。目前形成了由精品零售、腕表、潮流轻奢品牌、彩妆高化为引擎和零售业态，这成为了青岛万象城的引擎业态，从品牌的组合上，高化品类由 Lamer、赫莲娜、潘海利根等一线护肤香氛引领；更引入了 OMGEA、TIME valee、周大福等可以贡献高坪效的珠宝钟表品牌，以及 Coach，Michael Kors，Furla 等国际轻奢品牌，全方位的契合了项目潮流轻奢的定位。

与此同时，项目同步打造了 N 次方公园、WOMENT W 时区、天空之城，三个分别针对潮玩、时尚女性、餐饮的主题街区，在各个层面上实现了更丰富和齐全的组合。在此基础上，从主力店的引入层面，青岛万象城还有精品超市、滑冰场、电影院、文创书店、主题乐园、亲子儿童、健身、美容美体等，几乎囊括生活的方方面面。

青岛万象城于 2023 年 6 月 30 日在租租户个数超 500 个，其零售业态 2023 年上半年收入占比超过 65%，餐饮业态收入占比在 20% 左右。由此可见，作为青岛城市级的购物中心，青岛万象城已基本实现靠零售业态吸引广大范围内的客群并驱动项目经营的重要引擎。



场

青岛万象城总体建筑面积超过 40 万 m^2 ，整体空间延续了华润的高规格标准，开阔的视野以及透光设计，营造了相当舒适的购物体验，同时利用楼顶的露天空间更迎合了当下都市人渴望接触自然环境的意愿。

而针对大尺度平层的动线末端，也通过布局“N 次方公园”等主题街区对空间进行有效盘活。



青岛万象城迄今为止已经持续经营超过 9 年，不仅实现了打造城市地标的购物中心的目标，也成为品牌进入青岛的首选。抛开数字本身之外的经营拆解，更能看出发展商的功力与面向 C 端消费者经营的底层逻辑。

西溪印象城

从“休闲、娱乐、悠游”为主题的家庭消费新聚点到城市级青年中心

人

西溪印象城是伴随着城西商圈板块成长起来的购物中心，区域板块的发展给西溪印象城预留了充足的市场空间。西溪印象城在根植周边年轻的科技产业人群和年轻家庭基础上，也希望借势周边的西溪湿地公园，以城市微度假为触角，打造有望吸附全市年轻家庭消费的城市级购物中心。

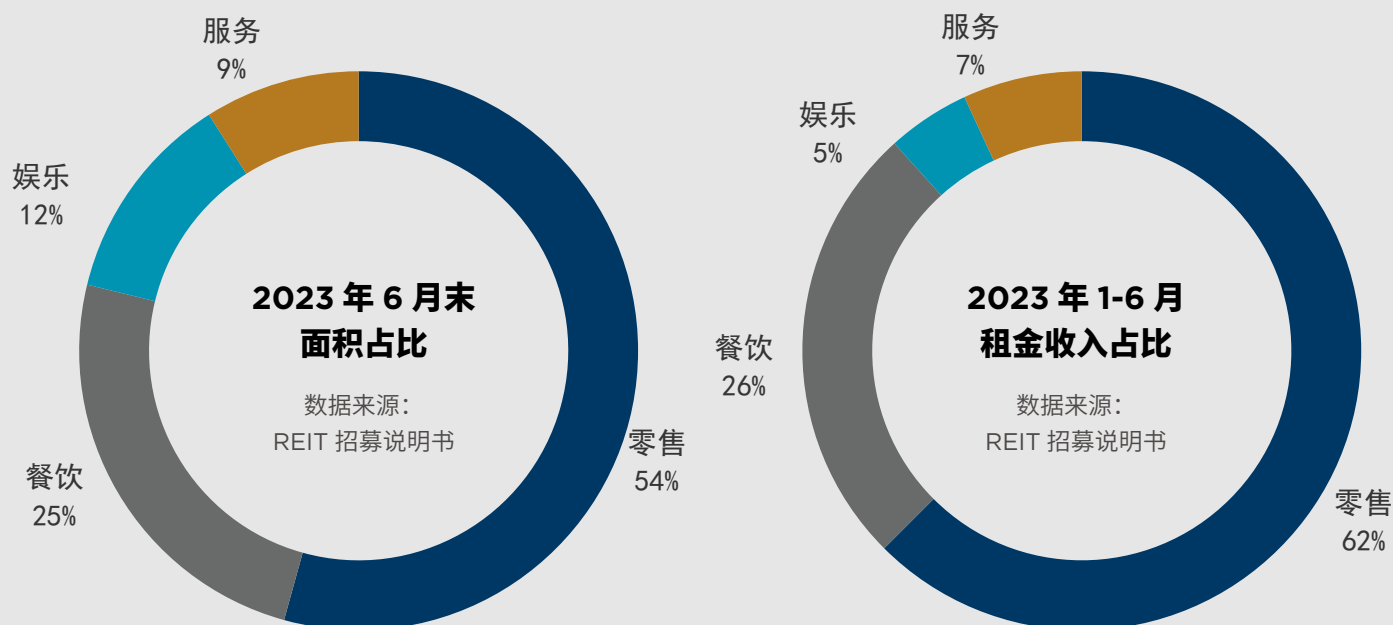
货

西溪印象城一期开业之初，为了强化对全市家庭型客群的吸附能力，引入了杭州市的首家仓储型会员超市山姆会员店，这在项目开业之初帮助项目实现了强有力的吸附能力。

后续在区域的产业能级持续提升、居住人口不断丰富，城西银泰城、西溪龙湖天街等商业综合体入市的发展背景之下，西溪印象城的二期项目于 2019 年正式开业。二期开业为项目带来了良好的调改机遇，项目在已有的家庭消费基础上，更倡导对年轻消费的吸引，以城市级“青年中心”为定位方向，着重对年轻的餐饮社交品牌和潮流零售品牌的引入。

随着二期开业，西溪印象城将定位从区域级「家庭中心」转向城市级「青年中心」，大规模引入年轻力的餐饮品牌，其中代表性门店有：楠火锅（杭州首家旗舰店）、很久以前（城西首店），并与同楼层 COMMUNE 餐酒馆形成差异互补，为年轻人提供夜晚欢乐场。以及好利来、吃饭皇帝大（城西首店）、SEESAW 咖啡、chuu 等优质品牌的高能级门店。这帮助项目在科技人群和年轻家庭聚集的区域形成了绝佳的餐饮社交和夜生活的氛围。

杭州西溪印象城于 2023 年 6 月 30 日在租租户个数为 367 个，其零售业态租赁面积占比超 50%、2023 年上半年贡献租金收入占比超过 60%，餐饮业态两类占比为 25% 左右。



场

西溪印象城紧邻国家级湿地公园——西溪国家湿地公园，西溪印象城最显著的标签是生态、休闲、绿色、环保。项目为了契合区域整体的氛围名片，采用了大面积开放式的空间设计，利用下沉花园、屋顶公园、外部开放式阶梯、退台外摆空间等多个开放空间强化了这一空间概念。这些开放式空间的设计，极大地提升了消费者的消费体验，使得项目不仅是一个消费目的地，更是城市居民日常休闲、社交的空间载体；同时，这些开放式的功能空间也成为印象城各类主题活动的举办场地：世界杯期间的观赛场、夏季音乐会、日落大道等都成为区域有着极强影响力和号召力的城市级活动。

空间与基地氛围的良好融合，成为项目独特的名片之一，也帮助项目运营方探索了持续经营过程中拉动人流的更多可能性。

长沙览秀城

“品质家庭、市场潮流”为核心的购物公园

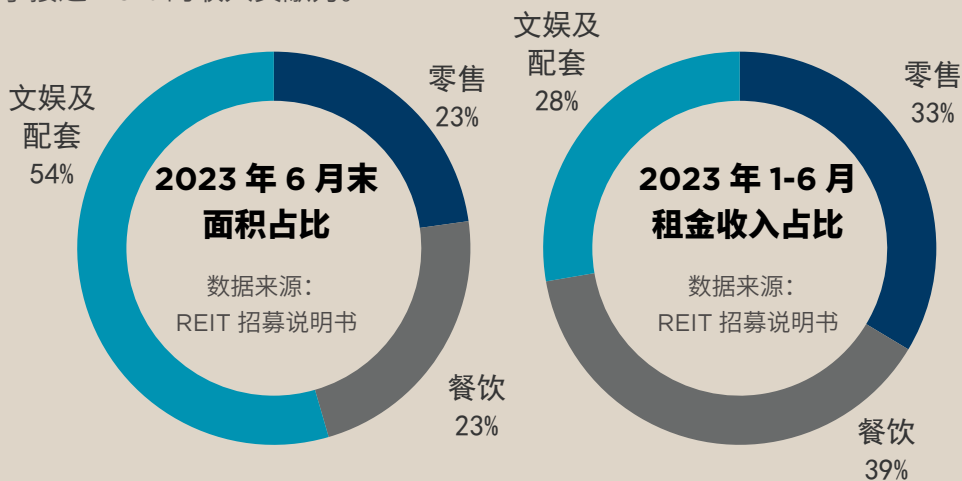
人

长沙览秀城所在的梅溪湖商圈，位于中部地区国家级新区的城市主中心，是中国金茂多年深耕之地。周边既有腾讯、泰康等企业总部，也有湖南大学等高校，还有湖南文化艺术新地标等优质的文化配套，长沙品质生活居住区最密集、消费需求相对旺盛的区域。因此金茂立足区域的城市持续开发，一方面立足在地居民的品质消费，一方面融合在地的山水人文风光，以水元素为核心，打造了聚焦品质家庭、市场潮流的城市购物公园。

货

作为主要服务于家庭客群及居民的购物中心，长沙览秀城当前经营并不以零售业态作为其吸引客户的主要手段，而是更偏向于餐饮及文娱业态，更加贴合其目标客群的消费需求。在此基础上，开业至今不断升级品牌阵营，华中地区首家“Minimars 家庭中心”、湖南首店“磁石”；河西首家“周大福传承”、“华为 MSC”、“卓正医疗”、“乐刻健身”、“墨茉点心局”、“喜茶”、“一丹咖啡”；梅溪湖首家“茶港点心局”、“喝杯好茶”、“食燕式燕窝”等众多首店品牌。得益于这样的品牌矩阵，览秀城在区域对高校人群和年轻家庭形成了独一无二的吸引力，也让面积占比不到 25% 的餐饮业态实现了接近 40% 的收入贡献力。

长沙览秀城于 2023 年 6 月 30 日在租租户个数为 157 个，其面积主要由文娱及配套业态租赁，占比超 50%。



场

长沙金茂览秀城紧临梅溪湖一线水景，因此项目以“水”元素为核心，致力于滨水系智能体验型购物中心。项目从外观到内部设计都以水为灵感，与自然环境和諧交融，充满艺术气息。在户外广场和屋顶空间也最大限度的保留了一定开放式空间设计，内部的布局开阔、线条柔和，保证风格调性的统一。独树一帜的水景景观，灵动的室内外空间，双首层繁华盛景，集萃全球著名 MALL 的建筑精华，极富人文艺术气息，是一座有温度的商业中心。

百联又一城

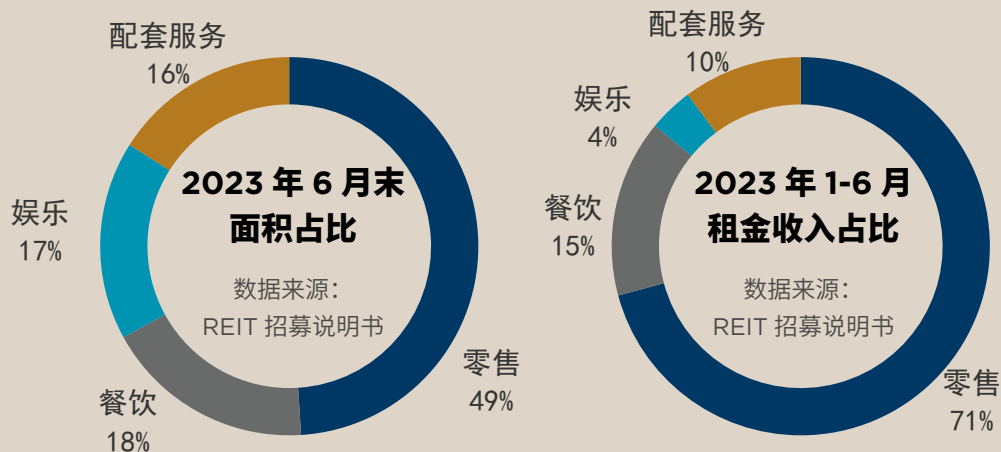
区域友好型购物中心

人

项目开业之初，区域内高校林立、住宅密度高，同时聚集了复旦大学、同济大学、上海财经大学、上海体育学院等，但区域仅有一家万达广场，整体商业市场空白较大，百联延续了传统的百货的定位，以零售功能为主。随着后续字节跳动、bilibili、Nike 等各大知名企业也都将五角场选做根据地。面对庞大客流以及细分的人群构成，百联在积极通过引入生活方式、萌宠主题等业态吸附年轻客群，同时在连通地铁的 B1 和项目高区逐步增加餐饮业态的占比，并增加娱乐、健身等休闲类业态，逐步向区域友好型的综合型购物中心转型。

货

百联又一城项目于 2023 年 6 月 30 日在租租户个数为 276 个，零售业态租赁面积占比约 50%，各业态占比较为均衡，也适度地兼顾客群的零售、用餐以及育儿需求。



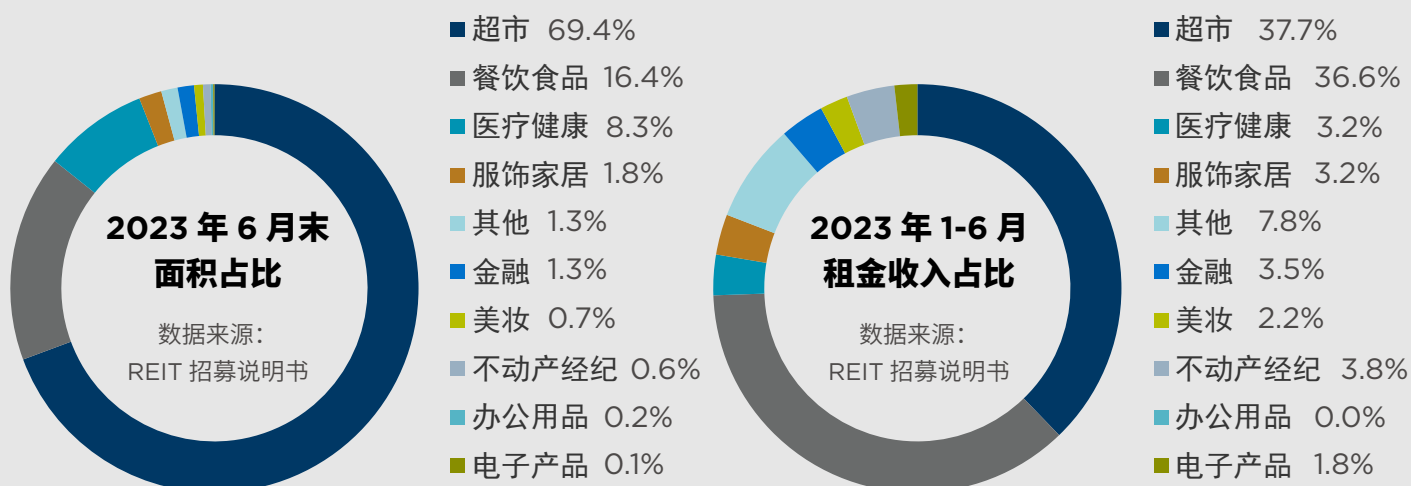
场

2020 年，百联又一城启动不停业公共环境改造，以及 B1 地铁入口处装修，提升商场设施设备、购物环境。2021 年，启动不停业外立面改造，改善商场外在形象。2022 年，对商场项目客流量最大的 B1 出入口位进行局部品牌调整，打造主题场景。一系列调改，大幅提升了百联又一城购物环境、商场人气、客群粘性。

物美与首创

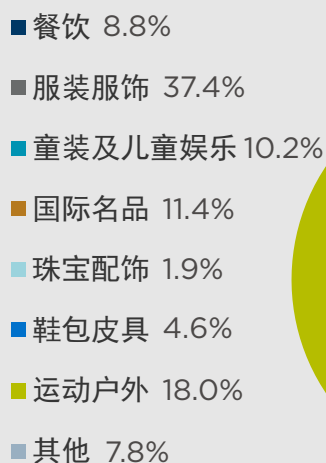
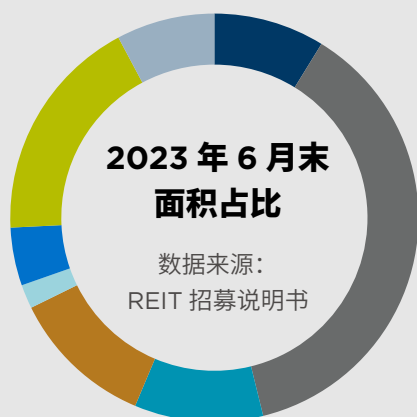
物美和首创奥特莱斯两个项目作为非标准化的商业不动产，目标的消费人群相对聚焦，项目的整体定位和业态产品规划有着更强的独特性。

作为亲民的社区商超，物美项目定位简单而高效，以服务大众消费者及周边社区的常住人口为核心，项目场地亦无须过分的粉饰，而是以强调实用性为主。于 2023 年 6 月 30 日，物美项目在租租户（租约）个数为 109 个，其面积主要由超市业态租赁，占比约 70%。70% 面积占比的超市业态 2022 年贡献 38% 的租金收入，由此可见大面积的超市业态目的更多是把方便与实惠带给周边居民。

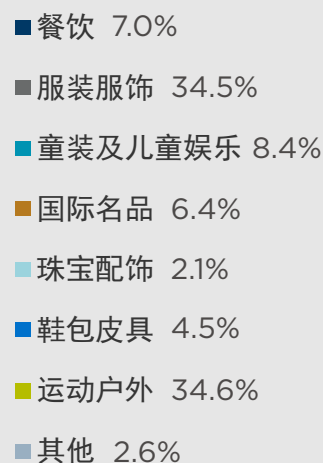
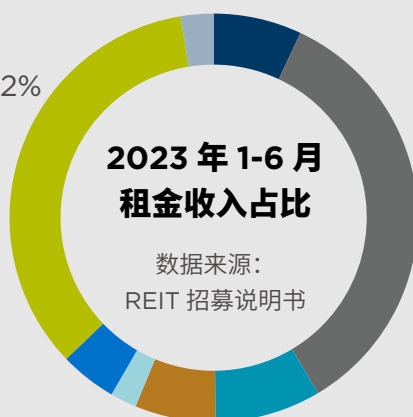


作为折扣名品的集中地，奥特莱斯项目零售业态占据绝对的主导地位，其目标客群追求更高性价比、具备较高品牌意识的客户。两项目于 2023 年 6 月 30 日合计在租租户个数 415 个，零售业态占比约为 75% 左右，其 2023 年上半年收入占比则在 80% 以上。奥特莱斯经营特点突出，零售业态在品牌与价格上具有一定优势，客群消费目的性较强。

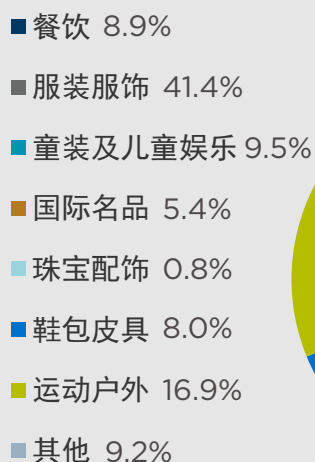
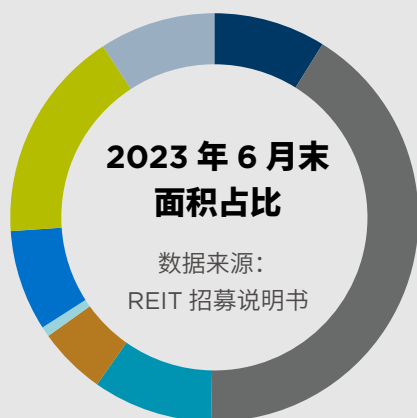
首创奥特莱斯 - 济南



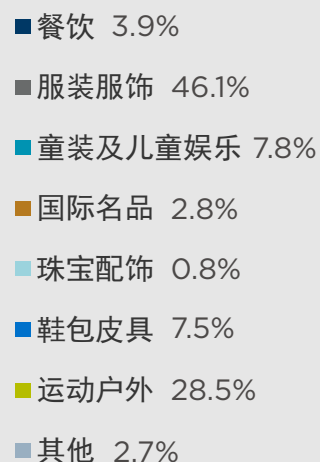
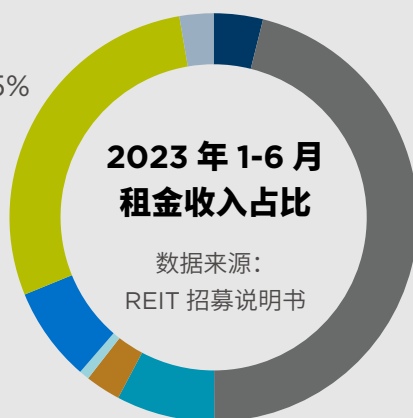
2023 年 1-6 月 租金收入占比



首创奥特莱斯 - 武汉



2023 年 1-6 月 租金收入占比



总体而言，以在地的消费客群为核心，结合项目的商业开发体量，从地域化的特色和氛围中汲取灵感，形成了足够契合目标消费人群的商业定位，这也奠定了项目后续在业态组合、品牌能级、空间特色甚至营销活动的发力基础。



CHAPTER 6

商业经营靠主动

主动的商户管理机制

零售额是商业项目经营的重中之重，不仅因为商业项目的核心收入构成与其零售额直接相关，在宏观层面项目零售额更是直接反映该项目定位是否合理、是否受到消费者青睐的最核心指标。零售额可进一步拆解为客流量以及顾客消费意愿两者的共同作用，即项目是否能保持稳定增长的客流量以及消费者是否愿意在项目中进行消费，这两者除了与项目的区位以及当地消费者习惯这些客观因素有关外，项目的核心客群定位、会员体系的搭建、营销活动的开展以及购物体验是项目运营的核心。

优质的发展商和运营商也会在商业项目经营过程中对场内商户的经营指标进行监控，客流量反映了商户最直接的市场表现，销售额则从侧面反映了商户自身的经营是否稳定、是否有持续的缴租能力、续约能力等。

已申报项目客流量情况

客流量 (万人)	青岛万象城	杭州西溪 印象城	长沙览秀城	北京大成 / 玉 蜓桥 / 华天 / 德胜门项目	济南 / 武汉奥 特莱斯	上海又一城
2020 年	未披露	1,332	989	未披露	年均 1,050 余 万人	约 1,600
2021 年		1,689	1,117			约 1,700
2022 年		1,504	1,197			约 950
2023 年 1-6 月		1,019（半年）	702（半年）			年化约 1,800

已申报项目零售额情况

零售额 (亿元)	青岛万象城	杭州西溪 印象城	长沙览秀城	北京大成 / 玉 蜓桥 / 华天 / 德胜门项目	济南 / 武汉奥 特莱斯	上海又一城
2020 年	未披露	17.71	4.89	未披露	12.96	约 12
2021 年		28.31	5.86		17.94	约 13
2022 年		35.06	7.23		16.90	约 8.2
2023 年 1-6 月		21.01（半年）	4.29（半年）		11.18（半年）	年化约 12

数据来源：各 REIT 招募说明书

针对商业项目在执行租约的稳定性及成长性，运营团队会通过加权平均剩余租期 (WALE) 来衡量。

WALE 的情况反映出商业项目在灵活性和稳定性间的平衡，商业运营方在可在签约时主要通过如控制店铺租期长度等方式调整专门店的租赁情况，主动管理租户续租换租并保持调租灵活性，以达到收入持续增长以及优化整体收入结构的目的。

已申报项目 WALE（面积口径）

青岛 万象城	杭州西溪 印象城	长沙 览秀城	北京大成 / 玉蜓 桥 / 华天 / 德胜 门项目	济南 / 武汉奥特 莱斯	上海 又一城
2.5	3.7	5.1	7.2-9.6	1.9-2.0	1.1

已申报项目租约未来到期（面积口径）

	青岛万象城	西溪印象城	长沙览秀城
2023 年	14.5%	9.6%	5.4%
2024 年	58.3%	17.6%	23.0%
2025 年		13.4%	5.5%
2026 年		59.4%	9.8%
2027 年	27.2%		5.7%
2028 年及以后			50.6%

	物美	首创奥特莱斯	百联上海又一城	
2023 年	3.1%	34.4%	32.7%	
2024 年	4.6%	29.3%	41.7%	
2025 年	6.7%	16.9%	8.3%	
2026 年	2.9%	19.4%	12.9%	
2027 年	82.7%		4.1%	
2028 年及以后			0.2%	

数据来源：各 REIT 招募说明书

持续的商户调改策略及运营管理机制

拉动场内各个区域的客流并提升消费转化是商业不动产运营发展过程中的首要任务，实际的项目开发和经营过程中，平层商业布局中难免出现动线的末端。早期盘活动线末端的处理手法是，用大面积又有一定目的性的业态来盘活，如百货、大型商超、快时尚、影院等休闲娱乐目的性业态，但随着百货、快时尚、超大型商超受线上零售影响经营情况表现不佳，这些主力店空间面临着经营提质或重新盘活的问题。

以青岛万象城为例，项目开业初期，万象城将 LG-L2 层原百货区域统一打造成面对有消费力的女性客群的 WOMENT W 时区。内部的业态也紧跟新兴消费趋势，有百盛的彩妆百货空间，囊括了 Chanel，Lan- come，Estee Lauder 等国际一线化妆品、还进一步

引入了一系列设计师集合店、内衣、健康管理等业态，主打精致的女性生活方式。

除了对场内空间的塑造和主题场景的营造，及时根据项目周边客群的需求，从运营的角度入手，提升商户经营表现，也是商业不动产精细化运营的重要体现。以上海百联又一城为例，项目开业于 2007 年，早期以服务周边居民为主，随着五角场商圈的发展，字节跳动、bilibili、Nike 等各大知名企业相继进驻，快节奏的办公人群也成为区域重要的目标客群之一。得益于项目直通地铁的优势，百联又一城在 B1 餐饮功能街区的基础上，创造性地推出了“早市街”的概念。早市街将运营时间提前到早上 8:30，为周边居民及白领人群提供丰富、便捷的早餐选择。

线下的营销活动

线下的主题营销活动已经成为商业不动产抢占人流的营销利器，随着经济复苏与国家对消费的支持力度不断加大，很多商场把握机会，开展了丰富多彩的营销推广活动，如开办夜市、小型演唱会、引入 IP、直播等方式，创新营销宣传方式，从而收获了可观的客流量。

青岛万象城及西溪印象城在 2023 年度举办了各色的营销活动，包括各类 IP 主题的打卡活动、场内品牌的快闪活动、节庆主题集市、促销活动等各种类型，几乎做到了全年度的营销事件推广。

部分青岛万象城线下营销活动：

活动主题	活动内容
元宵万象游园会	做灯笼 / 猜灯谜 / 体验中国非遗文化手工艺
明星空降	电影首映见面会
星途电竞联赛	英雄联盟比赛
百分百万象	二次元交响音乐会 / 点亮圣诞树
2024 共赴新程	跨年演唱会 / 新年飘雪

部分西溪印象城线下营销活动：

活动主题	活动内容
印象音乐节	乐队
奶龙的五一游记	签售会 / 奶龙大巡游
Rap in Summer	大学生说唱锦标赛
双十一狂欢季	超值团券 / 店铺优惠
“雪国列车” 圣诞夜	经典剧目演出 / 圣诞老人送礼 / 飘雪

线上的会员体系 - 私域流量的持续维护

会员体系的搭建与持续经营是利用私域流量提高项目复购率的关键。好的会员体系不仅停留在会员折扣、停车优惠等会员福利层面，更是通过分析会员画像提供定制化的服务，与会员之间建立纽带，并提供更丰富更个性化的会员附加服务，以此来提高会员的粘性以及消费意愿。

部分青岛万象城线下营销活动：

项目	会员体系	主要功能
青岛万象城	一点万象	万象星积分、积分兑换、商场服务、折扣通知、专属休憩区、生日礼遇、沙龙活动、社群活动等
杭州西溪印象城	印享星	线上积分、停车缴费、积分兑换、限时秒杀、主题活动推送等
长沙览秀城	缤纷金茂	智慧停车、自助寻车、卡券赠送、积分等
物美	多点 Mall	线上下单、会员积分、会员价格优惠
首创	钜宝汇	交流互动、积分换礼、商品推荐、优惠折扣
百联	i 百联	百货商品线上下单、生日礼遇、积分兑换等

对运营经验成熟的发展商，旗下物业类型可能相当多元，涵盖住宅、公寓、酒店、办公等多种物业，线上会员体系的维护已经不局限于商业不动产本身。一点万象、印享星都已经打通公寓会员、酒店礼遇等多种业态之间的会员联动和积分共享，有机会将私域流量的社群运维粘性进一步提升。



CHAPTER 7

商业经营可持续

商业的发展阶段

随着开业运营，商业项目会经历从高速增长到稳定经营的不同发展阶段：

- 1. 商业项目开业 1-5 年间 处于培育爬坡期：**
开业初期会给予租户一定的优惠条款，期间项目营业收入及租金增长率较快；
- 2. 商业项目开业 5-10 年间 处于调整过渡期：**
期间商业物业经营渐入稳定，但同时在此阶段运营方对物业有较大的调整空间，如品牌汰换、业态调整、主力店调整、增开新面积等方式，使得部分项目营业收入及租金增长率仍可达到较高水平；
- 3. 商业项目开业 10 年后 项目已基本稳定运营：**
营业收入规模及租金水平处于相对高位，在没有规模化更新和改造的情况下增长率亦趋于平稳。

项目名称	青岛万象城	杭州西溪印象城	长沙览秀城	北京大成 / 玉蜓桥 / 华天 / 德胜门项目	济南 / 武汉奥特莱斯	上海又一城
开业时间	一期：2015 年 二期：2021 年	A 馆：2013 年 B 馆：2019 年	2016 年	大成：2012 年 玉蜓桥：2005 年 华天：2005 年 德胜门：2003 年	济南：2019 年 武汉：2018 年	2007 年
已运营时间	8 年	10 年	7 年	大成：12 年 玉蜓桥：19 年 华天：19 年 德胜门：21 年	济南：5 年 武汉：6 年	17 年

数据来源：各 REIT 招募说明书

根据企业披露的年报，我们总结了华润与龙湖两家专业的商业不动产运营商的优质项目于其不同发展阶段的增长表现（自开业首个完整年起，数据截至 2022 年）：

华润：

项目名称	已运营时间	开业 1-5 年间 年化增长率	开业 5-10 年间 年化增长率	开业 10 年后 年化增长率
深圳万象城	18 年	—	—	5.2%
杭州万象城	12 年	10.9%	11.8%	26.6%
沈阳万象城	11 年	15.7%	17.2%	—

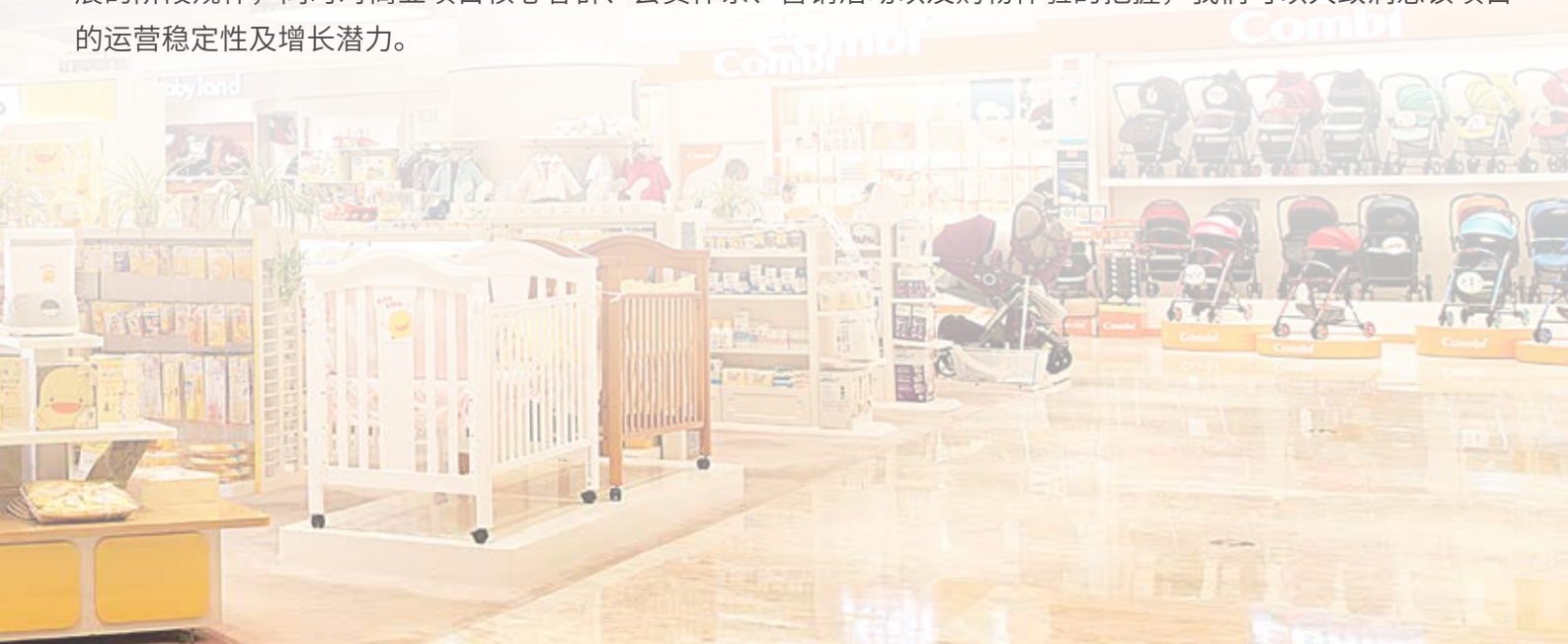
注：年报披露港币口径按当年底汇率进行折算
数据来源：华润置地历年年报

龙湖：

项目名称	已运营时间	开业 1-5 年间 年化增长率	开业 5-10 年间 年化增长率	开业 10 年后 年化增长率
重庆北城天街	19 年	—	—	6.1%
重庆时代天街 I 期	10 年	31.3%	7.4%	—
重庆 U 城天街 I 期	10 年	33.4%	6.5%	—

数据来源：龙湖集团历年年报

总体而言，作为一类具有高度市场化、经营弹性及潜力的不动产业态，商业项目的增长潜力不仅受当地的宏观经济发展、其所在的区位以及项目间的竞争所影响，更加重要的是项目自身运营的策略。通过了解商业项目经营发展的阶段规律，同时对商业项目核心客群、会员体系、营销活动以及购物体验的把握，我们可以大致洞悉该项目的运营稳定性及增长潜力。



长期主义 - “我们愿意投放金钱和时间在不属于我们的范畴。”

“长期主义”、“社区营造”是在商业不动产圈越来越被崇尚的概念，擅长精工出细活的港资企业在这方面尤其是受市场认可。在上海生根发芽的瑞安集团和在大陆塑造了无数了城市核心地标的太古不动产都是长期主义精细化运营的典型代表。

瑞安集团 - 持续更新在地商业氛围，以城市运营商的思路开展商业运营

上海新天地已经在上海开业超过 20 年，早已成为上海商业的一张名片，在上海激烈的竞争环境中，上海新天地不仅能持续良好经营，甚至做到了将上海新天地的组团打造成为城市商圈一个典型代表。

上海新天地整个项目连接了淮海中路、西藏南路、复兴中路 3 条主干道，串联起黄陂南路、大世界、西藏南路、马当路 4 个地铁站。新天地诞生初期（2001 年）以石库门风格街区式商业体为导向进行的分类。之后新天地时尚（2011 年）、湖滨道（2015 年）、新天地广场（2019 年）先后开业。2022 年，“新天地 XINTIANDI” 品牌的发布，在概念层面对新天地旗下众多商业进行了界定，对实际的商场通过改造和改名进行梳理，在视觉和逻辑上增加辨析度和记忆点。

原先的新天地南里商场是此次战略升级的核心空间，改造后将升级为“新天地时尚 I”，而原先与南里通过

连廊衔接的新天地时尚将改名为“新天地时尚 II”；上海新天地更多将指代的是以石库门建筑为主的开放式街区，加上新天地广场和湖滨道，采用了类似精简产品线的方式，来深化各个产品的认知。焕新完成后的新天地商圈囊括了家庭型购物中心（湖滨道）、文旅目的地商业街区（新天地街区）以及潮流时尚的商业元素，更在新天地时尚中开创性的打造了瑞安旗下的全新餐饮美食街区 FOODIE，该产品线已经在后续瑞安太阳宫项目、鸿寿坊项目得以一一孵化和落地。

从 2012 年到 2024 年至今，瑞安新天地投资组合的资产价值增了近 3 倍，管理面积达 200 万方。稳定的增长还在继续，预计 2027 年总资产管理规模将是 2021 年的 1.5 倍，实现了利用精细化的管理运营提升项目的实际资产价值。



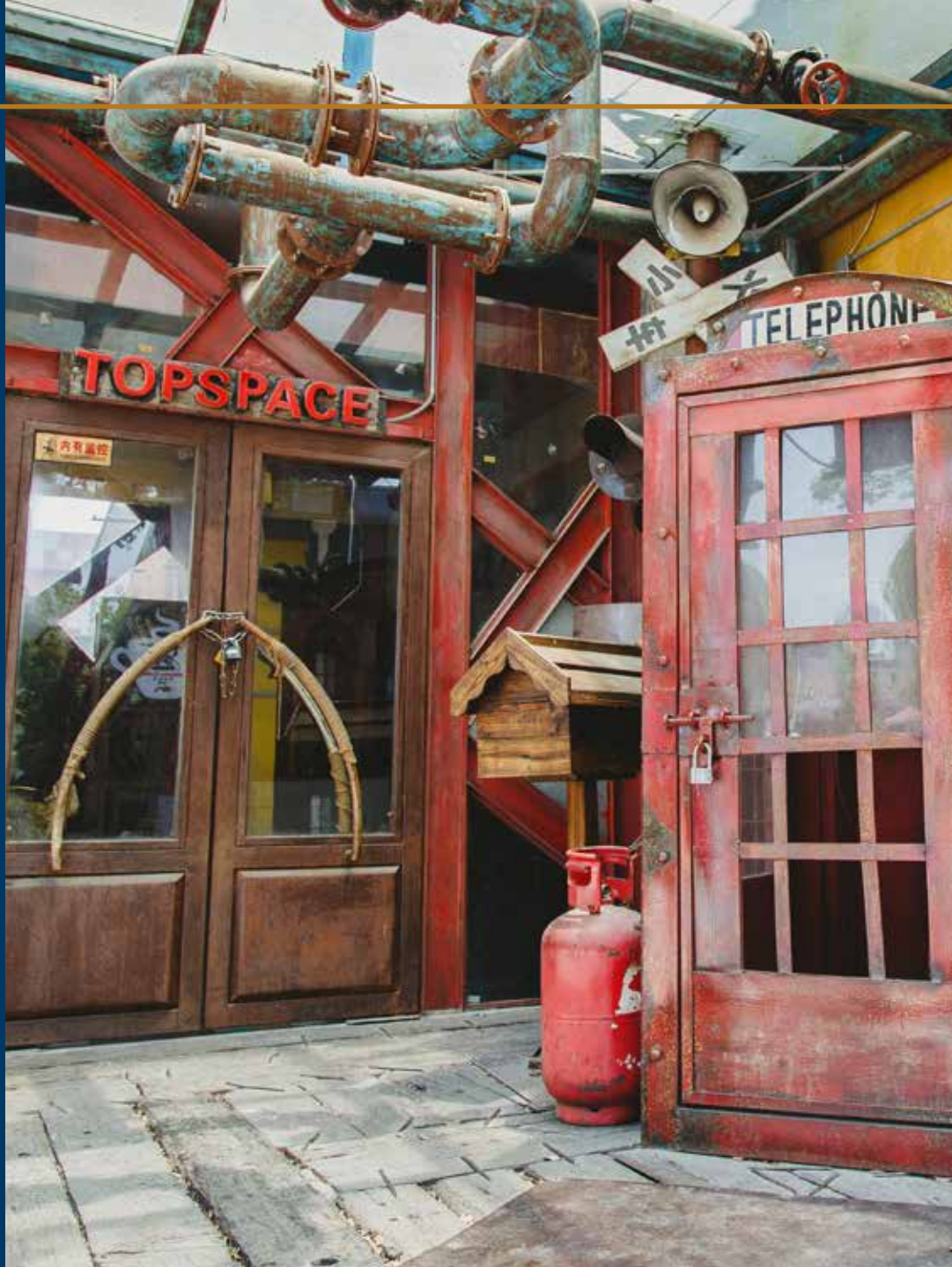
太古集团 - 专注对品牌商户和社区商业氛围的长期孵化与运营

太古集团在业内素有“十年磨一剑”之称，各个城市的商业项目在项目发展定位前期和持续运营过程中，持续根据在地客群的消费特征和消费趋势，不断更迭项目的核心定位，这一经营思路的体现从各大城市的标杆项目中就可以窥见。

北京的三里屯太古里自 2008 年开业以来，一直是国内首屈一指的街区型商业。2018 年，10 岁的三里屯太古里以“首店收割机”闻名，带动全国掀起首店经济风潮。2023 年，15 岁的三里屯太古里推出全新 slogan “Let’s Fashion Forward 潮不停流”，并迎来集中性的品牌焕新，在潮流基因之上，强化国际潮奢设计师时尚定位。全新的定位之下，三里屯南区持续强化潮奢定位，更多元的轻奢潮流品牌、知名品牌的旗舰空间相继落地；北区将延续高端定位，未来多个重奢旗舰店也将相继落地；同时，三里屯西区各类运动潮流品牌、快时尚亚洲高规格级别的旗舰店和首进北京的餐饮品牌也相继开业，带动着三里屯商圈作为国际消费中心城市名片能级的再生。

在坚持“长期主义”的过程中，太古集团的招商运营一体化的经营思路一直是业界推崇的精细化经营典范。项目招商团队的成员会在品牌开业后，持续跟进个人招商引入品牌的经营情况，并根据品牌特征、品牌所在位置，及时有效的提出关于美陈、营销活动等建议，并及时跟进品牌商户的经营情况，根据经营情况调整经营建议。与品牌共同合力成长的思路不仅让太古成为业界知名品牌、城市首店的首选目的地，也孵化出了一大批有城市调性和特征的首店，如源自北京胡同的中式甜品元古，在北京三里屯太古里打响知名度之后，也在成都太古里开设了包含中式创意菜的元古云镜，实现了品牌可持续化的更新和迭代。太古集团在各个城市慢工出细活的耐心帮助发展商换来了高质量的租户、具有粘性的消费群体以及极强的品牌溢价，创造了集团资产长期价值的实现。





CHAPTER 8

差异化商业 标准化经营外的新思路

当不动产进入存量时代，面对同质化竞争，非标商业或是一种差异化新解，同时与集合式标准化商业的有效互补，也能促进商业不动产行业的良性发展。同时，随着中国城市建设进入新的阶段，一些老旧厂房、公园配套建筑、古镇街区、老百货物业和地下广场等建筑需要翻新和功能重组，非标商业可以有效规避这些物业的空间局限性，通过新的商业场景来焕活其全新价值。

非标商业是区别于标准商业的一种从建筑结构、空间场景、品牌组合、运营逻辑等方面进行内容重构、价值再造的一种新商业模式。从类型上看，目前国内非标商业的形式主要有策展型商业、公园式商业、文化街区商业、主理人商业以及其他创新零售型商业等。

策展式商业

代表项目：深圳湾睿印 RAIL IN、北京 THE BOX 朝外、上海 TX 淮海、上海 U479、上海 X88、宁波带梦胡同、成都东山 Re° est、成都 COSMO

今年开业的北京 THE BOX 朝外是继 TX 淮海的第二个“年轻力中心”，因此项目也围绕年轻人的生活方

式开展。空间上，THE BOX 朝外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。据悉，自试营业以来，THE BOX 朝外已经举办了至少百场展览、发售、品牌和社群活动，线下客流总人数已接近百万余人次。

公园式商业

代表项目：成都 REGULAR 源野、成都麓坊中心 B 馆、重庆三洞桥 PARK、海口 CAPE 世纪海角

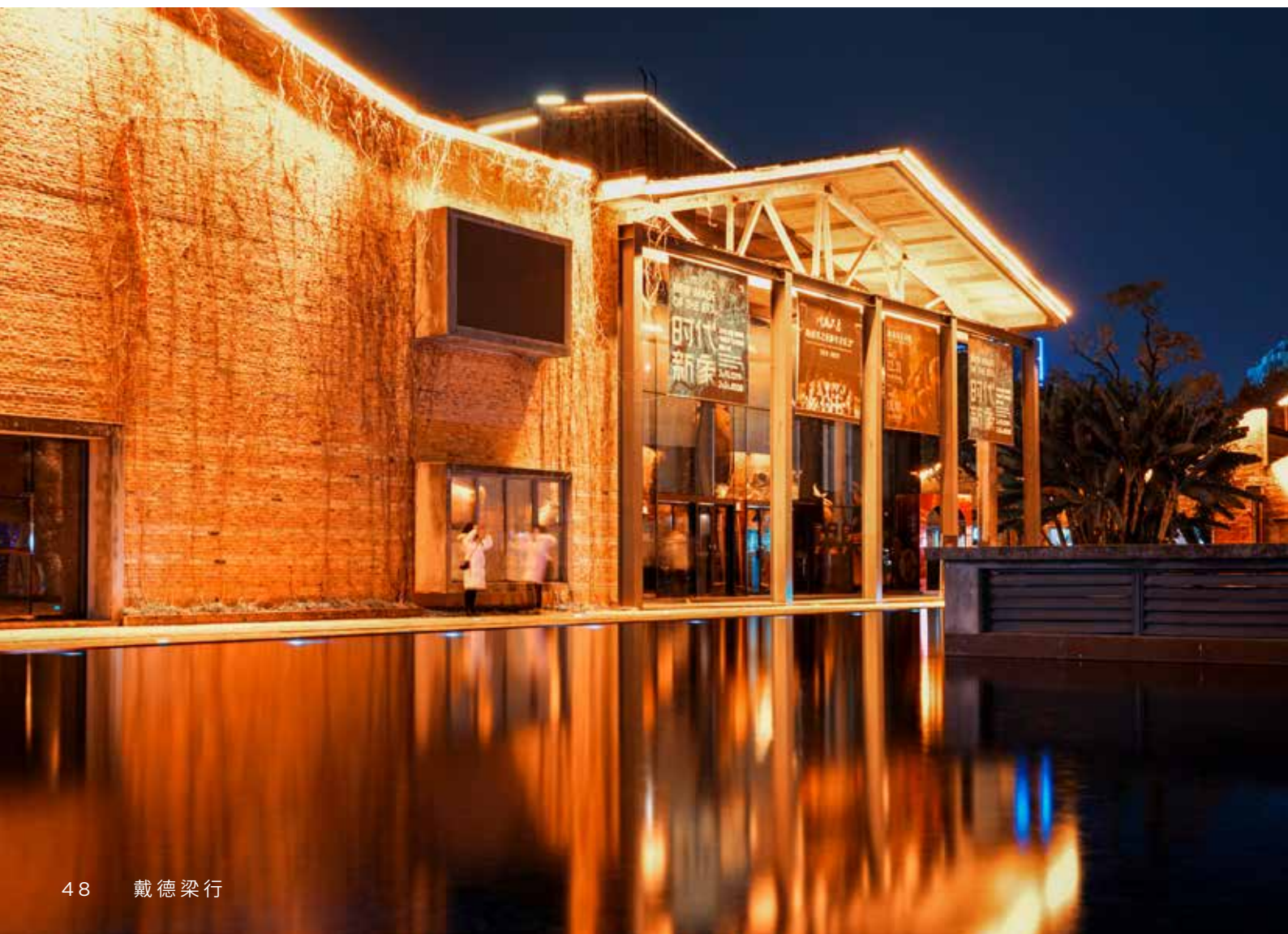
前有 REGULAR 源野，后有麓坊中心 B 馆，成都将公园式非标商业贯彻的很彻底。麓坊中心 B 馆延续了麓湖丰富的自然生态格局，以自然惬意的城市花园，舒适的空间尺度、各有风格的外摆休憩区、独具趣味的创意门店，营造了充满氛围感、松弛感、精致感、真实感、社交感的自然式花园生活街区。森系花园小径以自然林荫感的公共空间打造城市绿芯，缝合自然，并将公园核心渗透至内部街区，激活商业、创造林荫感花园商业氛围。公园式商业的业态组合更为大胆，主理人式餐饮业态占比更多，零售业态多以买手店、主理人店铺为主，商业的探新要素在这样的项目中得以更淋漓尽致的体现。

主理人商业

代表项目：杭州湘湖越界 X-LIVIN、杭州·保利时光里、佛山 ALSO

湘湖越界 X-LIVIN 依托 35 平方公里湘湖碧波而生，1.38 万方精致街区，以水上岛屿的形态藏于湘湖山水之中，8000 年跨湖桥文明在侧，滨江、萧山城区繁华咫尺，2 条江南水街联接 3 座典雅石桥，三面环水、铺铺临水，将滨水特质和微度假特质发挥到极致，有望成为继西湖、西溪之后，杭城全新的“湖区度假生活”载体。项目引入了来新夏书院、南蜀记、和茶馆、露营汉堡餐吧 Camp burger、SOMEHOT 甚好咖啡等主理人品牌，建立长期共创合作机制，以社群为链接，构建湖畔美食、户外、艺术、文化、音乐生活体系，一起为越界理想生活提案，全面激活青年社交力的聚合与共鸣。

非标商业也伴随着一些挑战，如独有的“不可复制性”，意味着较低的容错率，“去不动产化”意识与商业逻辑的矛盾，主理人品牌的经营思维与连锁品牌的差异，对运营团队带来的全新的挑战。此外，在脱开非标商业的流量光环之后，品牌的可持续化的经营能力，依旧要经受市场的一系列考验。但不可否认的是，非标商业以其独特的角色，以更多元、灵活的方式，打破了传统商业模式的束缚，为存量时代商业的变革提供了新的思路，也给城市更新的发展带来了源源动力。



结语

SUMMARY

如今，消费者对消费体验的需求远胜从前，商业不动产也从一个零售品牌的专卖店蜕变成为一个集合了零售、餐饮、亲子、游艺、服务的体验中心。未来，如何更加贴合新的消费需求、为顾客提供一个更加完整丰富的购物体验、让消费者更愿意在线下进行消费将成为商业不动产核心的发展目标。

相比于已发行的不动产类型，消费基础设施在我们身边，时刻影响着人们的衣食住行。消费基础设施公募 REITs 的发行不仅在宏观上有益于我国基础设施公募 REITs 市场的繁荣与长久发展，助力国内大循环的格局，也在生活层面通过专业的资产管理，鼓励人们走进商业、消费商业，让商业资产与人民生活相互依托、互相成就，实现国家促进消费的战略目标，提升人民的生活质量与幸福感。我们期待着消费基础设施公募 REITs 为我国商业市场的繁荣与人民生活的丰实做出更大贡献。

戴德梁行业务联系人



陈家辉

戴德梁行大中华区估价及顾问服务部
董事总经理

andrew.kf.chan@cushwake.com



甄仕奇

戴德梁行中国区商业部
董事总经理

duke.sq.zhen@cushwake.com



胡峰

戴德梁行北京公司总经理
北区估价及顾问服务部主管

feng.hu@cushwake.com



孟祎

戴德梁行北区商业部
主管

amy.y.meng@cushwake.com



杨枝

戴德梁行资产证券化业务负责人
北京估价及顾问服务部高级董事

chris.z.yang@cushwake.com



刘慧

戴德梁行房地产金融业务负责人
北京估价及顾问服务部高级董事

rika.h.liu@cushwake.com

报告编辑团队



刘言

戴德梁行北京估价及顾问服务部
高级经理

yan.liu@cushwake.com



叶津杉

戴德梁行北京商业部
高级经理

connie.js.ye@cushwake.com

关于戴德梁行

戴德梁行是享誉全球的房地产服务和咨询顾问公司，通过兼具本土洞察与全球视野的房地产解决方案为客户创造卓越价值。戴德梁行遍布全球 60 多个国家，设有 400 多个办公室，拥有 52,000 名专业员工。在大中化区，23 家分公司合力引领市场发展。2023 年公司全球营业收入达 95 亿美元，核心业务涵盖估价及顾问服务、策略发展顾问、项目管理服务、资本市场、项目及企业服务、产业地产、商业地产等。戴德梁行拥有多元化、平等和包容性的企业文化，在可持续发展等领域表现卓越，赢得众多行业重磅奖项和至高荣誉。更多详情，请浏览 www.cushmanwakefield.com.cn 或关注我们的官方微信（戴德梁行）。

免责声明

本报告刊载的一切资料及数据，虽力求精确，但仅作参考之用，并非对报告中所载市场或物业的全面描述。报告中所引用的来自公告渠道的信息，尽管戴德梁行相信其可靠性，但该等信息并未经戴德梁行核实，因此戴德梁行不能担保其准确和全面。对于报告中所载信息的准确性和完整性，戴德梁行不做任何明示或暗示的担保，也不承担任何责任。戴德梁行在报告所述的任何观点仅供参考，并不对依赖该观点而采取的任何措施或行动、以及由此引起的任何风险承担任何责任。戴德梁行保留一切版权，未经许可，不得转载。