

轻舟已过万重山

后疫情时代中国零售物业市场趋势与机遇

专题报告

世邦魏理仕
中国区研究部

2023年8月



主要内容

- 01 消费复苏踟蹰前行，零售物业需求反弹初现
- 02 后疫情时代，零售物业市场的四大趋势
- 03 向暖而行，零售物业投资机遇



1

消费复苏踟蹰前行，
零售物业需求反弹初现



上半年消费复苏乍暖还寒，下半年有望渐入佳境

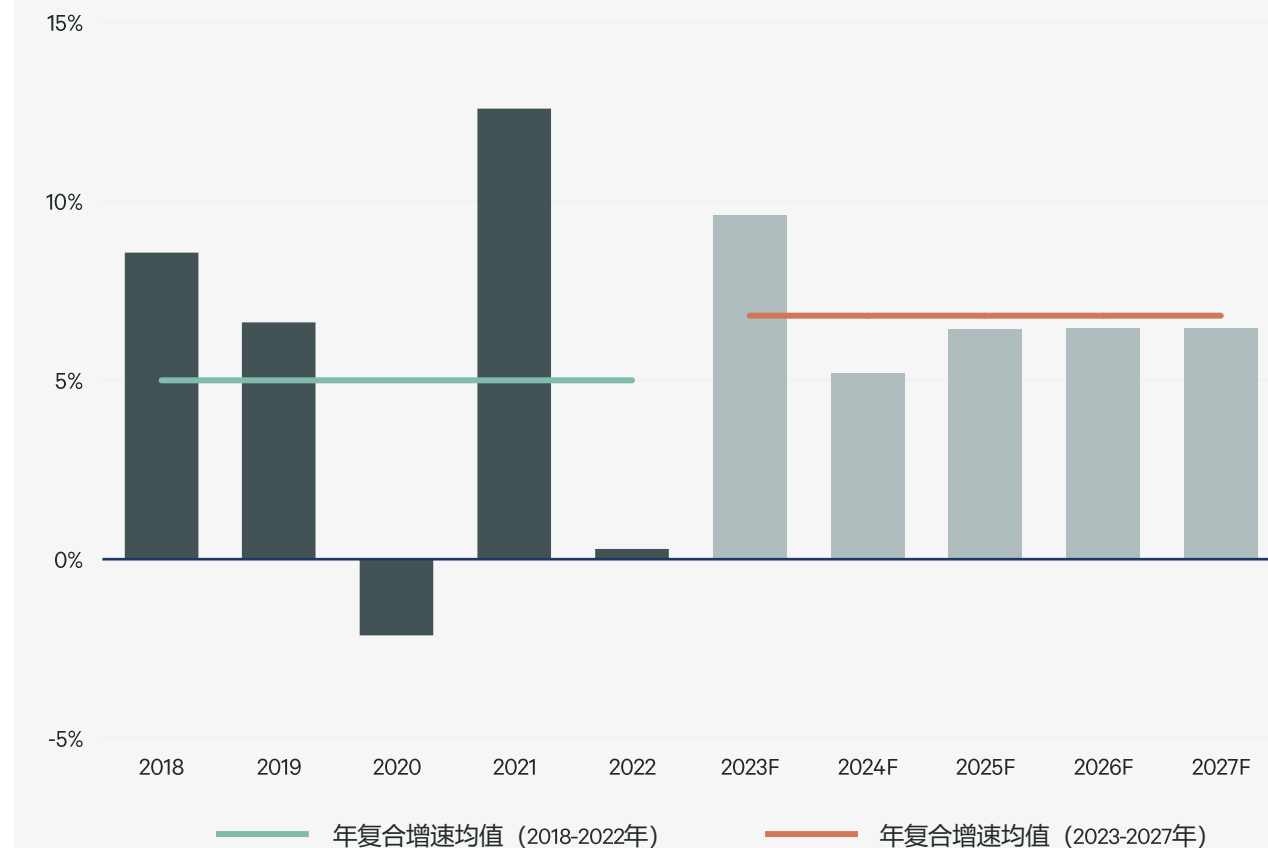
消费复苏是2023年中国经济增长的主线

自去年底中国疫情管控措施调整后，国内消费市场稳步复苏。今年上半年，全国社会消费品零售总额录得同比增长8.2%，最终消费支出对经济增长的贡献率达77.2%的历史最高值，内需成为拉动经济增长的主引擎。

但不同业态消费的复苏冷暖不均。餐饮、娱乐、旅游等接触型消费极大程度上受益于消费场景修复，成为最先且最强劲的复苏业态。上半年，国内旅游人次和收入均突破疫情爆发以来的同期新高，已恢复至2019年同期的八成。餐饮和电影票房同比增长21.4%和52.9%。与之相比，上半年商品零售额录得6.8%的同比温和增长，服饰、化妆品等可选消费反弹仍然偏弱。与此同时，我们注意到国内居民消费信心和消费意愿尚未完全恢复。中国人民银行发布的《2023年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示，倾向于“更多消费”的居民占24.5%，同环比均有所回升，但倾向于“更多储蓄”的居民比例仍维持在58%的高位。

参考国外疫情后消费复苏的进程，大致经历消费场景修复、居民收入改善和储蓄率回落、超额储蓄释放的三个阶段。从上半年国内居民消费、储蓄等一系列数据来看，中国的疫后消费重启整体上尚处在由第一阶段迈向第二阶段的过渡期。随着促进汽车和电子产品消费、个税优惠延长等扩内需促消费政策逐步显效，尤其是7月“民营经济31条”的重磅出台，我们认为在经济和就业预期持续改善的背景下，消费的全面复苏将成为贯穿今年下半年直至2024年中国经济的主线。**CBRE预计，2023年中国社会消费品零售总额将增长9.6%，未来五年（2023-2027年）的年复合增速为6.8%，明显高于过去五年（2018-2022年）的5.0%。**

图表1：社会消费品零售总额增速和预测



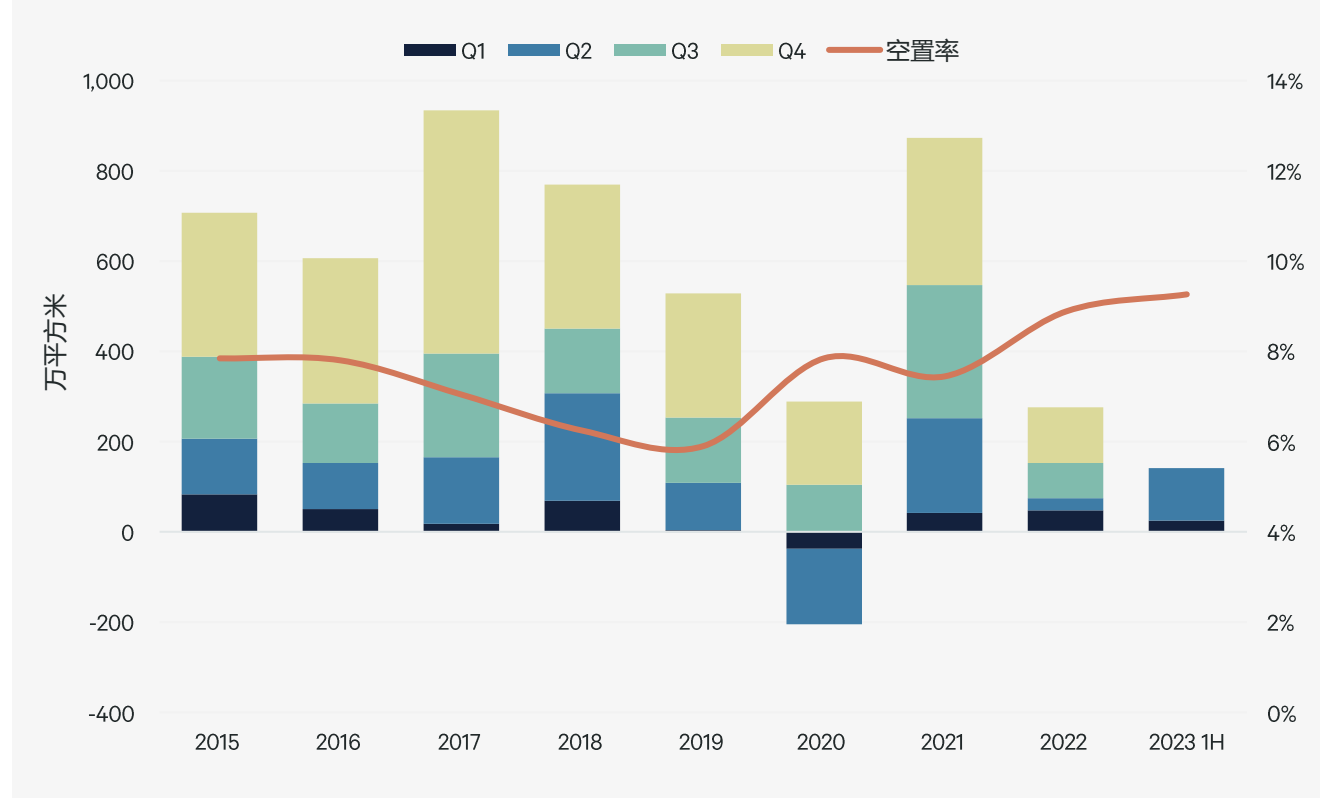
数据来源：国家统计局，世邦魏理仕研究部，2023年8月

零售物业租赁需求显著反弹，租金现企稳信号

消费市场的回暖也在零售物业租赁需求上初步显现。在低基数的基础上，二季度全国净吸纳量同环比分别增长三倍多；上半年累计值达142万平方米，较去年同期增长189%，恢复至疫情前五年同期均值的75%以上。受需求反弹的推动，空置率结束此前连续四个季度的上升走势，持平在9.3%。与此同时，二季度全国购物中心首层租金指数环比跌幅收窄至0.2%，京沪以及消费基本面强劲的华东二线城市租金已经率先企稳。需要指出的是，疫情加速了零售物业市场优胜劣汰的演化进程；在整体市场趋势向好的同时，项目间因区位、品质、运营能力所造成的差异有所放大。

越过疫情三年期间的重重挑战，中国优质零售物业市场复苏的大幕正在徐徐开启。与此同时，新冠疫情对国内居民的消费习惯、生活方式和价值理念的影响将推动零售品牌从门店策略到可持续发展的一系列结构性趋势的加速发展，并共同对后疫情时代零售物业需求演变和资产运营策略产生重大的影响。

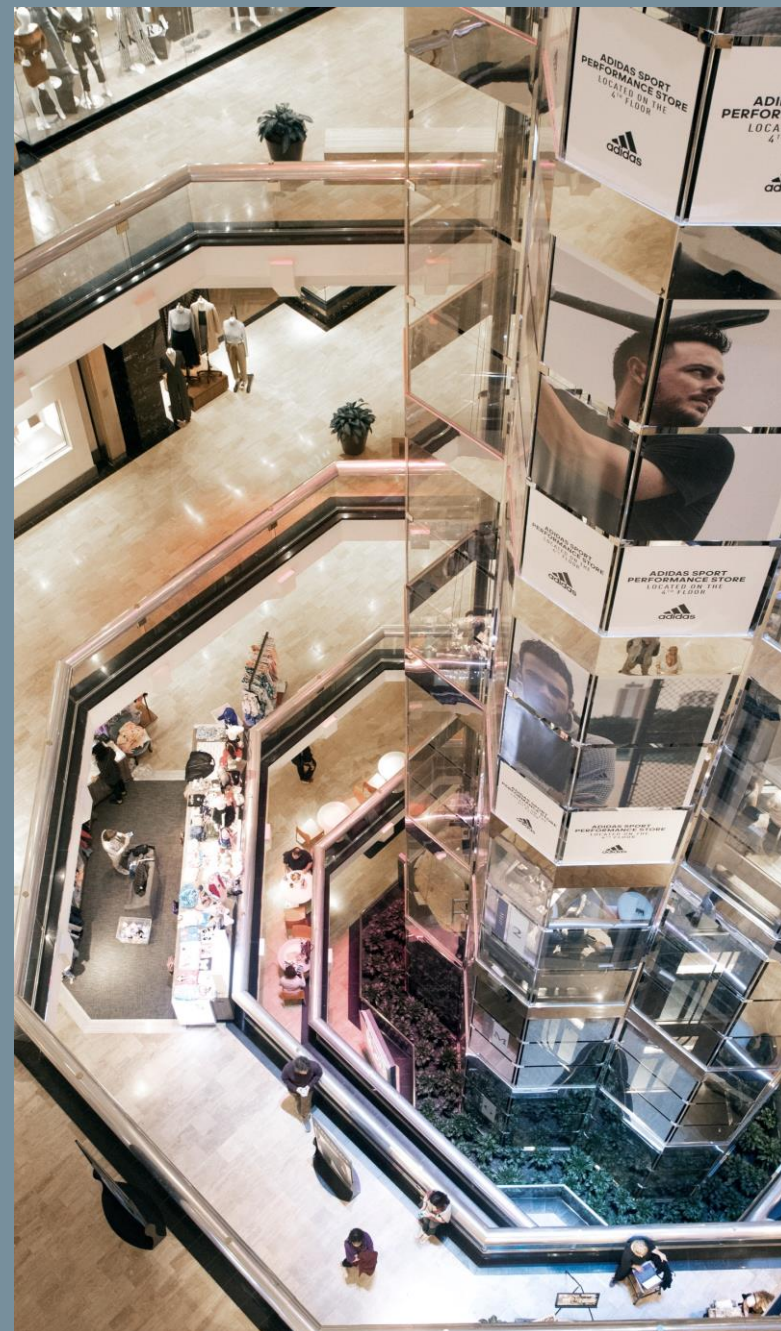
图表2：全国零售物业市场净吸纳量和空置率



数据来源：世邦魏理仕研究部，2023年8月



后疫情时代， 零售物业市场的 四大趋势



趋势一：零售品牌重启扩张，中国消费市场仍是首选

未来三年零售商线下经营面积将超过疫情前水平

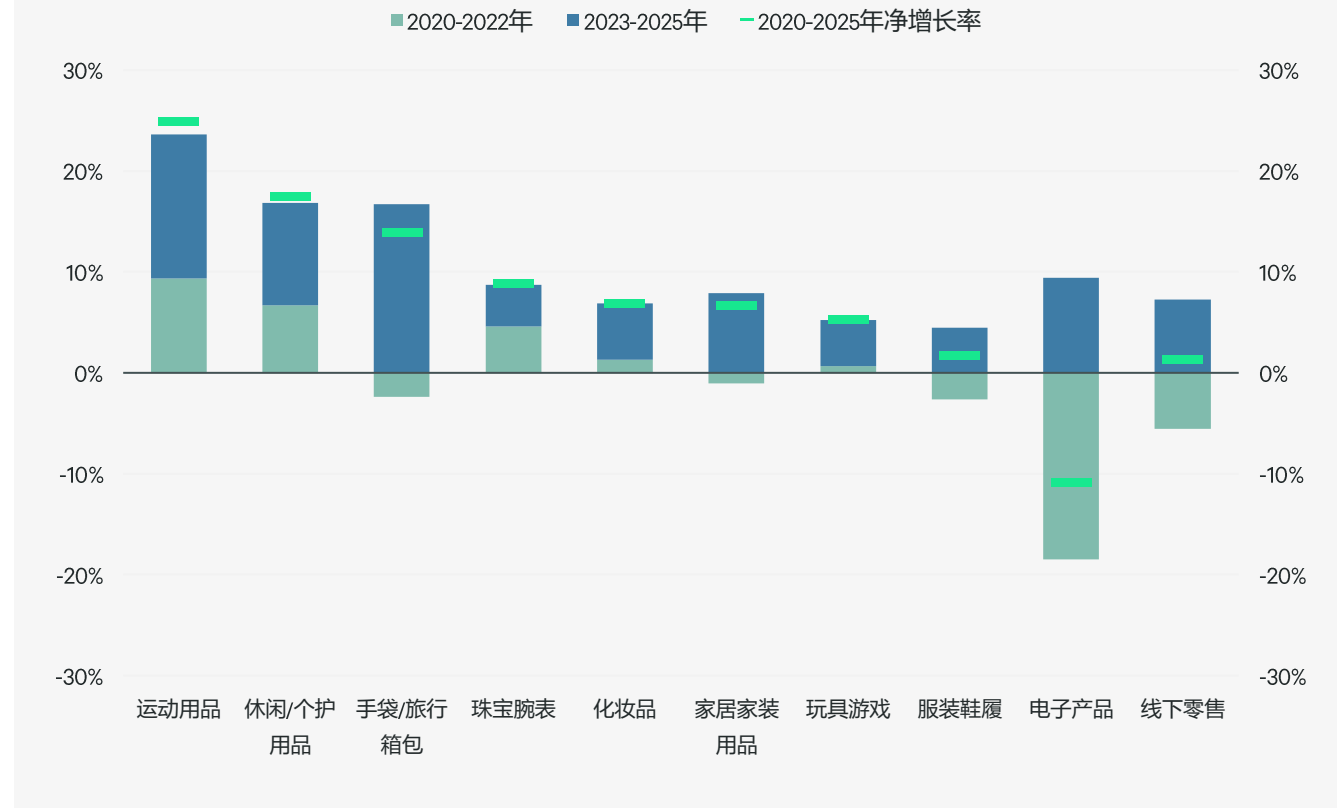
2023年是国内外零售商在三年疫情后重启中国市场线下门店扩张的元年。CBRE于年初发布的《2023年亚太区零售商调查》的结果显示，计划今年在中国内地增加门店数量的零售商占比达71%，中国一线城市蝉联国际品牌海外扩张地的首位。

Euromonitor的预测显示，未来三年（2023-2025年），零售商在国内的线下经营面积有望增长7.1%至12.7亿平方米，超过疫情前2019年的水平。

旅行箱包、运动用品、休闲和个护用品将是线下经营面积扩张最快的零售品类，未来三年的累计增速分别达到16.7%、14.3%和10.2%，其背后的推动力不仅来自于出行限制全面解除后旅游和休闲户外活动的报复性反弹，更是源于新冠疫情加速了国内消费者对健康积极生活方式的认同和实践。此外，化妆品、珠宝等受益于消费升级的业态也将持续稳步扩张线下门店。

事实上，若以疫情前水平（2019年）为基准，上述品类也是零售经营面积增长的前三位，尤其是运动用品在疫情期间仍然录得近10%的增长。麦肯锡2022年发布的《Sporting Goods 2022: The New Normal is here》报告预计，中国是体育用品消费增长最快的主要市场，2020-2025年期间的复合年增速达到13.7%。2022年中国运动用品市场规模约3940亿元（560亿欧元），为美国的一半。据此推算，目前中国人均体育用品消费仅为美国的12%左右，未来增长空间仍然巨大。而全球企盼的2024年巴黎奥运会 - 新冠疫情后的首届奥运会必将成为助推体育消费和相关品牌扩张的一个重大事件。

图表3：不同品类零售商线下经营面积变化和预测



数据来源：Euromonitor，世邦魏理仕研究部，2023年8月

专业类和户外运动品牌是近年来拓店最为迅猛的运动细分品类。从我们对全国主要城市商场的持续实地调研来看，过去三年有超过30家国内外专业类和户外运动品牌进驻或拓展中国市场，在一二线城市开出近500家门店。这一趋势有望在未来数年得以延续。以lululemon为例，其2023财年第一季度的财报电话会议披露，中国市场季度营收同比增长79%；品牌在国内跨越了百店里程碑（截止今年5月为101家），2026年在中国的直营门店数量预计将增至220家。

在零售品牌之外，社交聚会需求的强劲反弹令餐饮成为另一个快速扩张的租户业态。根据企查查的数据，今年1-6月全国餐饮业累计新注册企业数量达到166.9万家，同比增加25%。而在零售物业租赁市场上，在CBRE上半年录得的主要一二线城市优质购物中心的新租交易中，餐饮业态占比41%，位列所有业态的首位；简餐和特色餐饮以及咖啡茶饮是最活跃的子业态，在所有餐饮租户新租交易中占比高达八成。

与此同时，上半年海底捞、九毛九等上市餐饮企业的营收和利润率同比显著提升，而餐饮企业融资也保持活跃，这将为餐饮租户未来持续拓店提供坚实的财务支撑。



趋势二：首店经济支持力度不断加大

引入品牌首店是提升城市商业活力和购物中心招商运营中的重要策略。

我们注意到，近年来国内主要一二线城市均出台了首店补贴政策，且政策适用范围和补贴金额呈现不断扩大和提升的趋势，这为国内外品牌在后疫情时期的加速扩张创造了有利的政策环境。例如，今年3月北京首店扶持政策再升级，将亚洲首店最高补贴金额从原先的100万元提升至500万元。此外，大部分城市都将首店政策的适用范围从全球首店、全国首店、地区/城市首店，不断扩展到现有品牌的旗舰店或其他新型门店模式。

2023年国内外出行的恢复必将推动品牌选址团队加快选址工作，而适用范围更广的首店鼓励政策则意味着在新品牌登陆国内市场后，其跨区域开设首店、旗舰店和概念店的需求仍将蓬勃发展。

图表4：主要一二线城市首店支持政策梳理

城市	首店适用能级			门店适用形式	最高补贴金额（万元）
	全球/亚洲	全国	地区/城市		
北京	☑	☑	☑	首店、旗舰店、创新概念店	500
上海	☑			首店、旗舰店	25
深圳	☑	☑	☑	首店、旗舰店、新业态店	100
广州	☑	☑	☑	首店、旗舰店	500
成都	☑	☑	☑	首店、旗舰店	100
杭州	☑	☑	☑	首店、旗舰店	100
南京	☑	☑	☑	首店、旗舰店	100
重庆	☑	☑	☑	首店、旗舰店	100
武汉	☑	☑	☑	首店、旗舰店	50
西安	☑	☑	☑	首店、旗舰店	100

数据来源：网上公开信息整理，世邦魏理仕研究部，2023年8月

趋势三：实体门店功能定位和布局加速向全渠道演变

线下客流回归，实体门店是全渠道消费链条的核心环节

随着消费场景的修复，今年上半年购物中心客流反弹明显。从上市企业公开披露的数据来看，上半年优质购物中心的客流量同比增长普遍在30%以上，其中部分商场的销售额超越疫情前同期水平。

诚然，消费者向线下回流部分来自于报复性出行的短期驱动，但这也再一次印证了实体商场对消费者仍具有不可替代的吸引力。与此同时，从零售品牌的角度而言，近年来线上渗透率逐渐饱和且获客成本加速上涨，国内主流电商阿里巴巴、京东、拼多多平均获客成本分别从2019年的298、392、163元增长至2021年的669、396、558元¹。而购物中心租金则因疫情下调，拓展线下门店在增加客户粘性和挖掘客户价值方面的性价比得以凸显。

需要指出的是，在国内消费市场已进入全渠道时代的背景下，**实体门店在整个消费链条中的定位将加速从单纯的销售网点向承担全渠道销售、客户服务和社群营建、品牌文化体验和提升等综合功能转变**。CBRE去年发布的中国消费者调查显示，可以看见和试用商品（50%）、门店整体体验（41%）和购买后立即取得商品（33%）是消费者选择去实体店购买的前三位因素。

注释1：相关上市公司公告，华泰研究

图表5：全渠道零售的实体门店功能示意图



注释2：36氪研究院 《2020年中国直播电商行业研究报告》

数据来源：CBRE亚太区研究部《Omnichannel Retail and its Impact on APAC Real Estate》，世邦魏理仕研究部，2023年8月

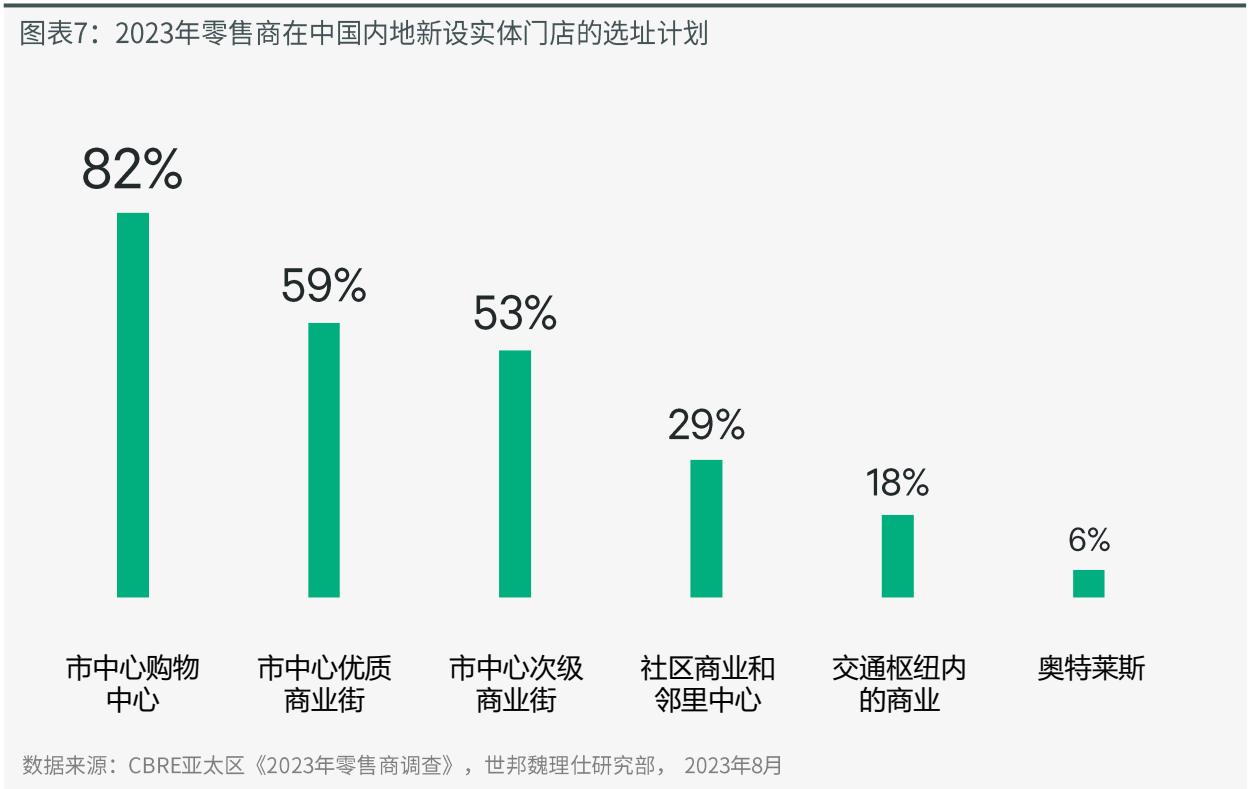
全渠道零售下品牌门店网络的铺设也将面临结构性的转变。概言之，对原来主要由大量功能雷同的标准店组成的城市门店网络进行梳理优化，缩减部分坪效较低的、面向社区为主的门店或调整为以服务而非展示销售为主的网点，同时集中资源打造核心区位的复合功能旗舰店，并辅以快闪店、概念店等多种创新门店形态。

图表6：全渠道零售品牌门店网络示意图



CBRE今年初的《亚太区零售商调查》也呼应了这一趋势。在所有2023年计划在中国内地新设实体门店的零售品牌中，82%倾向于在市中心的购物中心选址，排名第二的是市中心的优质商业街。

图表7：2023年零售商在中国内地新设实体门店的选址计划



趋势四：可持续理念蔚然成风，零售商推动绿色选址

2021年11月，近200个国家共同通过了《格拉斯哥气候协议》，明确“到2030年，全球二氧化碳排放量需要比2010年减少45%，并在本世纪中叶左右实现净零排放”；中国也在2020年9月宣布了“3060”的双碳目标。在此背景下，近年来减碳日益成为国内外主要零售品牌的战略共识。作为产品价值链中的重要环节，零售门店的节能减排对零售商实现碳中和目标至关重要，LVMH集团80%的温室气体排放直接源自旗下4700家门店的能耗，这些门店的总面积接近150万平方米，相当于200个足球场。

从零售品牌当下的绿色门店实践来看，在门店内使用可再生能源、LED照明系统，以及更为环保的装修材料是最为广泛的做法。同时CBRE也观察到，已有少数零售品牌设立专门的可持续团队在选址时对所选物业项目进行绿色尽职调查，不符合能耗、环保等绿色标准的项目将不被选用。随着越来越多零售商的可持续发展战略落地并临近其减碳目标时间节点，我们认为绿色选址将逐渐在行业内普及。

图表8：主要零售品牌减碳目标

代表企业	主要碳中和目标	与零售门店相关的目标
LVMH	<ul style="list-style-type: none"> 2026年，范围1和范围2的温室气体的排放量将在2019年的基础上减少50% 2030年，范围3的温室气体排放量的单位增加值减少55% 	<ul style="list-style-type: none"> 2026年，所有门店使用可再生的或低碳能源和LED照明系统 2026年，100%门店装修所使用的木材不取自滥伐森林和荒漠化的高风险地区
Kering	<ul style="list-style-type: none"> 2025年，范围1和范围2的温室气体的排放量减少50% 2035年，范围1、范围2和范围3的温室气体的排放量在2021年的基础上减少40% 	<ul style="list-style-type: none"> 2030年，门店运营单位产品的温室气体排放量在2015年的基础上减少60%，所有门店100%使用可再生能源电力
Inditex	<ul style="list-style-type: none"> 2030年，范围1和范围2的温室气体的排放量在2018年的基础上减少50%以上 2040年，温室气体的排放量将在2018年的基础上减少至少90% 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年底，100%的门店使用可再生能源
Fast Retailing	<ul style="list-style-type: none"> 2030年，范围1和范围2的温室气体的排放量将在2019年的基础上减少90% 2050年实现碳中和 	<ul style="list-style-type: none"> 2030年，所有门店100%使用可再生电力
安踏	<ul style="list-style-type: none"> 2050年前实现碳中和 	<ul style="list-style-type: none"> 在2030年前实现自有生产废弃物零填埋，自有门店营运设施原生塑料零使用及零碳排放
L'Oreal	<ul style="list-style-type: none"> 2030年，范围1和范围2的温室气体排放量在2016年的基础上减少50% 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年，所有门店运营设施将提升能效，100%使用可再生能源
McDonald's	<ul style="list-style-type: none"> 2030年，温室气体的排放总量将在2015年的基础上减少36% 2050年实现碳中和 	<ul style="list-style-type: none"> 所有新开业门店使用全球减少温室气体排放的指导标准 持续改进餐厅厨房设备的耗能和餐厅照明系统

数据来源：网上公开信息整理，世邦魏理仕研究部，2023年8月

零售品牌打造绿色门店的另一个重要驱动力来自于消费者在新冠疫情中对健康和可持续理念认同有不同幅度的提升。CBRE《2022年中国跨世代消费者调查》表明，95%的受访者比疫情前更加关注环境和社会问题，且接近九成的消费者表示已经或计划因为可持续因素溢价购买，或者停止购买相关商品。绿色门店日益成为零售品牌与目标消费者达成价值认同的重要载体。

美国绿色建筑委员会数据显示，2022年零售商申请注册国内绿色门店认证的总面积达到创纪录的66万平方米；而今年截至7月底，已申请注册面积超过177万平方米。世邦魏理仕不动产管理部技术及可持续发展服务团队协助某国际运动品牌从装修和运营着手，打造出绿色门店便是一个很好的案例。

图表9：某国际运动品牌绿色门店案例

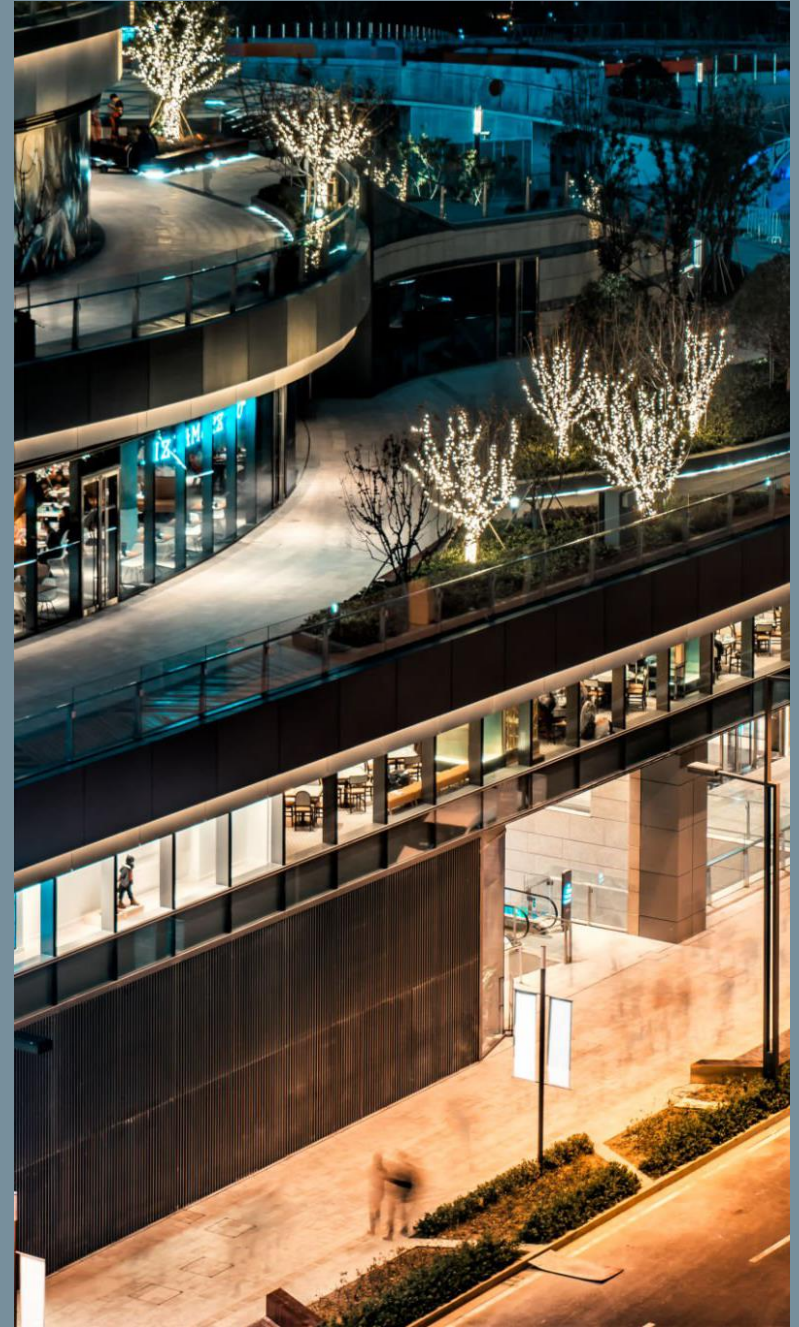
门店面积	546 平方米
项目区位	上海淮海路
获得认证	LEED 金级
已实现绿色目标	<ul style="list-style-type: none"> 在LEED标准线基础上节水53.7% 根据ASHRAE标准实现最优室内空气质量 降低光能耗17.8% 92.6%的装修废弃物得到循环利用
整体成本	10万元人民币左右

数据来源：世邦魏理仕研究部，2023年8月



3

向暖而行
零售物业投资机遇



三大因素激活零售物业投资机遇

由于线下消费受到新冠疫情的严重冲击，2020-2022年国内零售物业累计投资额仅为470亿元，较此前三年大幅下降64%；在总投资交易额的占比下降10.6个百分点至6.7%。随着2023年线下消费的回归，中国零售物业投资正迎来周期性机会。

租赁市场临近拐点

受新冠疫情期间项目延期的影响，2023年国内主要城市优质零售物业的供给端将明显加速；但拉长时间看，2020-2025年期间的年均供应量较疫情前五年低出10%。随着租赁需求的持续反弹，我们预计2024年整体空置率将进入下行通道，同时大部分城市的购物中心租金有望触底回升。

未来三年核心商圈的新增供应占比仅为15%，且考虑到全渠道策略驱动下零售品牌的门店投资进一步向核心商圈倾斜，我们认为核心商圈的出租率和租金表现将优于整体市场。

资产定价较疫情前更具吸引力

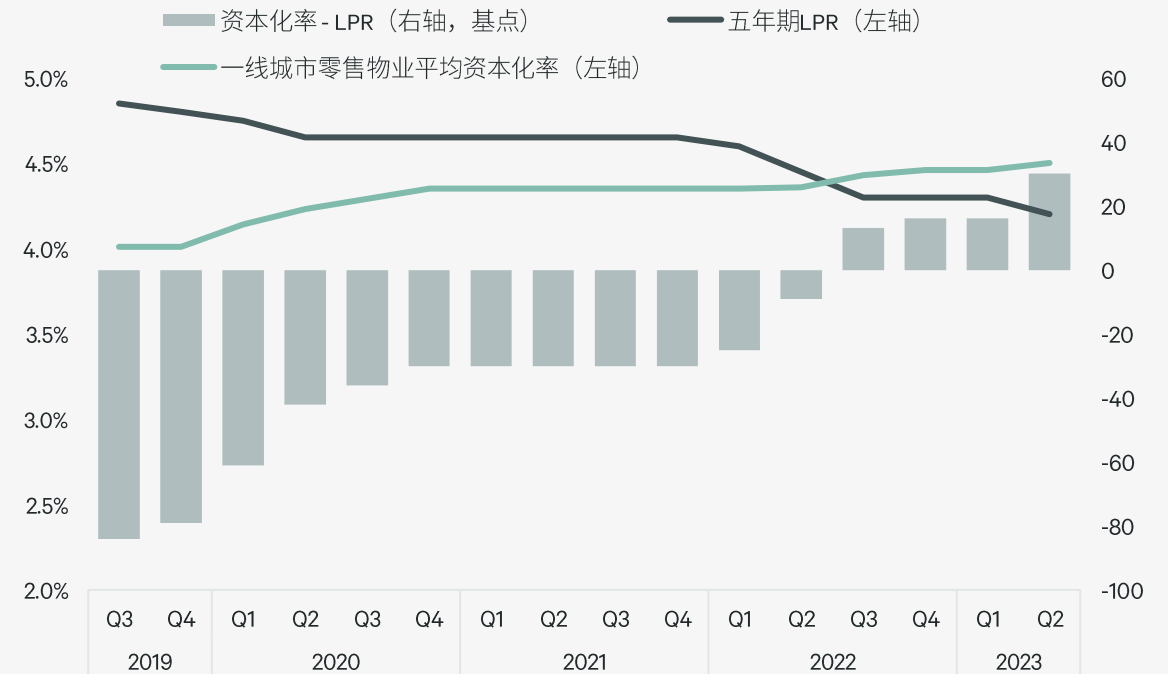
相较2019年，CBRE的一线城市优质零售物业平均资本值指数已经回调20%；而随着防控措施优化后租赁市场的趋势性改善，今年上半年的资本化率走势已经趋于平稳，预计未来6-12个月内资产价格将有望走出底部。与此同时，**由于五年期贷款市场报价利率（LPR）已经从2019年底的4.8%降至目前的4.2%，国内零售物业投资已经普遍享有正杠杆。**

公募REIT为零售物业投资退出提供新的路径

2023年3月，国家发改委及中国证监会发布文件，首提支持消费基础设施建设，将百货商场、购物中心、社区商业、农贸市场在内的各类零售物业纳入公募REIT底层资产范围。截止目前，公开信息显示，华润、百联、金茂、印力、天虹等多家国内商业地产企业已启动申报工作。

CBRE认为，消费基础设施REIT有助于打通零售物业“投融建管退”完整闭环，盘活存量资产，并激活相关PRE-REIT的投资；重点利好主要城市内定位于中产阶级和大众消费为主的商业设施，同时对低线城市零售物业的资产流动性提升作用更为明显。

图表10：一线城市优质零售物业平均资本化率与5年期LPR



数据来源：中国人民银行，世邦魏理仕研究部，2023年8月

三大维度提升资产运营表现

零售物业是典型的重运营资产类别，线下消费疫后反弹且向常态化回归的过程也是投资者通过资产运营快速提升项目表现的重要窗口期。结合当前国内消费市场的发展趋势，我们建议投资者和业主可以考虑从以下三个维度着手：

汰弱引强，优化业态，提升坪效

- 以户外和专业类运动品牌替换已经逐步收缩的快时尚品类；
- 缩减、裁撤项目内面积大且坪效低的超市、正餐业态，替换或切割为坪效更高的咖啡茶饮、轻餐、化妆品、新能源汽车，以及引客能力更强的亲子、文娱、艺术等体验类租户；
- 充分借助各地首店政策，与零售商合作在展示面较好的铺位共同打造首店、旗舰店、形象店。

打造体验式目的地，提升全渠道能力

- 全渠道零售背景下，场景营造和体验对实体商业至关重要；
- 借助中庭浮岛、屋顶空间、户外广场、天桥等空间设计布局，并结合丰富的主题活动，强化购物中心的目的地特征，提升社交传播属性；
- 与租户合作在项目内共同打造主题式购物街区；
- 建设数字化的会员体系，构建全渠道的私域流量。

ESG理念的全方位赋能

- 对项目进行绿色改造并申请绿色认证是最常见的ESG举措。绿色商场不仅能有效降低日常运营中的水、电等成本，而且在营造健康舒适的购物环境、引入绿色商户、获取绿色金融支持以及政府绿色建筑补贴等多个方面具备优势；
- 随着ESG的影响力逐渐渗透到社会经济活动的各个领域，在商场内加装新能源汽车充电桩、打造宠物友好商场等ESG相关举措均能对项目引流、提升收入产生积极影响。

图表11：购物中心资产运营的三大维度



业态优化

体验与全渠道

ESG

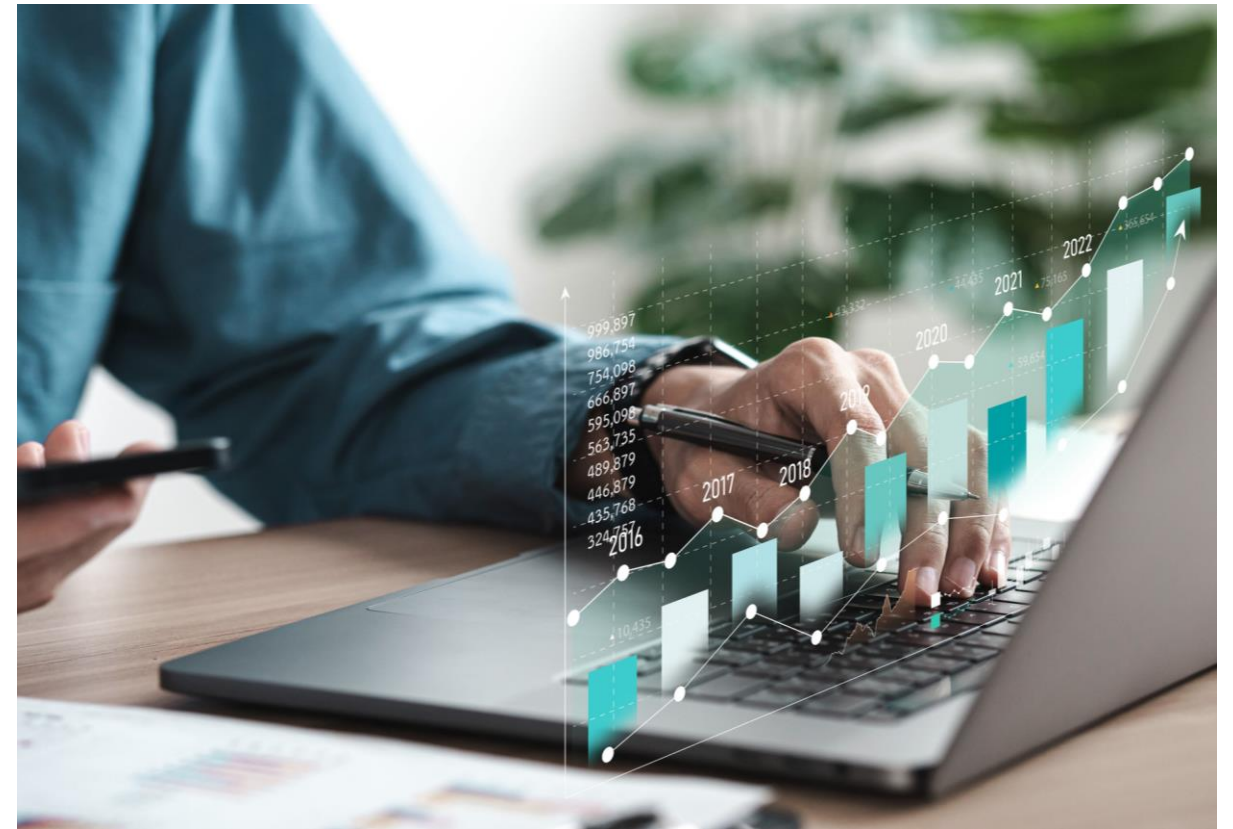
数据来源：世邦魏理仕研究部，2023年8月

投资建议

2023-2025年是国内消费周期性复苏和常态化回归的关键时期，零售商的加速扩张和新消费热点的涌现将带动购物中心租赁市场的回暖。全渠道零售模式下，实体门店仍将扮演消费链条中的核心环节，中国消费者对优质购物场所和消费场景体验的需求将持续增长。

CBRE建议投资者把握这一周期性的窗口，重点关注以下投资策略与机遇：

- 聚焦人口持续流入的重点一二线城市；在此基础上，投资者须在投前对项目的区位条件以及周边客群画像进行细致调研和分析，以应对零售物业加速差异化的发展趋势；
- 打造目的地体验对于实体零售客流至关重要，这也对项目业态丰富度和建筑空间条件提出了要求。建议投资者优先关注具有一定建筑体量和较高消费承载力的区域型购物中心以及目的地特征显著的奥特莱斯；
- 关注标的项目的租户组合和租约到期情况，分析其调整提升的潜力以及对投资回报的影响；
- 得益于消费基础设施公募REIT的推出，投资者可相应关注优质零售物业短缺的低线城市项目、一二线城市的社区型项目以及农贸市场等细分领域的PRE-REIT机会；
- 随着中国的城镇化进入下半场，零售物业投资回报将更大程度上取决于ALPHA因子。机构投资者可以考虑与专业的轻资产商管企业展开合作。



研究部联系人

中国区研究部

谢晨

研究部负责人
中国区
sam.xie@cbre.com

陈智旭

高级经理
tracy.chen@cbre.com

胡乐毅

资深董事
shirley.hu@cbre.com

刘泽萌

分析师
ezra.liu@cbre.com

GLOBAL RESEARCH

Richard Barkham, Ph.D., MRICS

Global Chief Economist and Head of Americas
Research
richard.barkham@cbre.com

Neil Blake, Ph.D.

Global Head of Forecasting and Analytics
neil.blake@cbre.com

Henry Chin, Ph.D.

Global Head of Investor Thought Leadership
Head of Research, APAC
henry.chin@cbre.com.hk

免责声明

除非特别说明，本报告的所有信息版权均属世邦魏理仕。世邦魏理仕确信本报告所刊载信息及预测来自可靠来源。本公司不怀疑其准确性，但并未对此资料进行核实，亦不会对资料做出任何保证或陈述。阁下需独立对信息的准确性和完整性作出审查。本报告仅限于世邦魏理仕的客户和专业人士使用，不可作为证券或其它金融产品的买卖依据。世邦魏理仕保留对本报告的所有权利，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进行翻版、复制、引用和转载。由于任何人使用或依赖本报告中出现的信息而导致的任何损失和费用，世邦魏理仕概不负责。

CBRE