



商业地产行业 2025 年半年度 总结与展望

联合资信 工商评级一部 | 罗星驰 | 曹梦茹

2025 年上半年商业地产行业开发投资端低迷，销售端降幅有所收窄；重点城市零售物业运营基本企稳，但写字楼租金水平降幅仍较大；《住房租赁条例》的出台有助于促进长租公寓业态的发展。从商业地产发债企业 2024 年度数据来看，行业整体盈利能力和资产价值呈下滑态势。2025 年上半年，商业地产企业发债规模一般，利率整体呈下行态势。

展望 2025 年下半年，消费复苏的持续性有待观察，商场类业态运营表现有望继续企稳；写字楼业态仍将处于深度调整阶段；年内剩余到期债券规模一般，商业地产行业整体信用风险基本维持稳定。



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



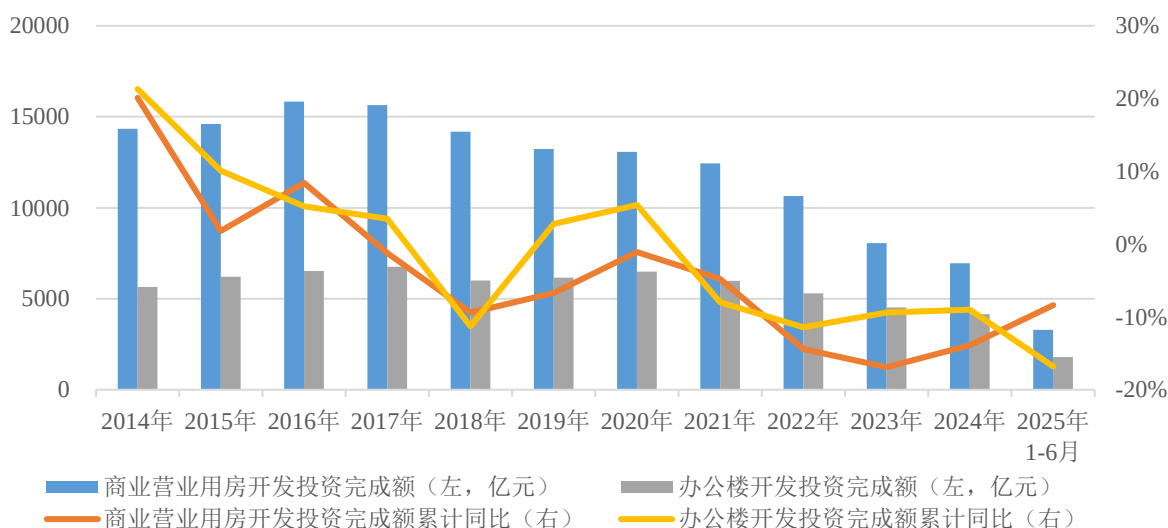
一、商业地产行业 2025 年上半年运行概况

2025 年上半年，“以旧换新”政策对消费的提振作用较显著，全国消费市场整体有所复苏，核心区位办公楼资产交易相对活跃，商业营业用房和办公楼销售额降幅较上年均有所收窄。但商业地产开发投资端持续低迷，降幅仍处于高位且有进一步扩大态势，租金下行环境下，开发商对于项目开工及投资持谨慎态度。

（一）开发投资端

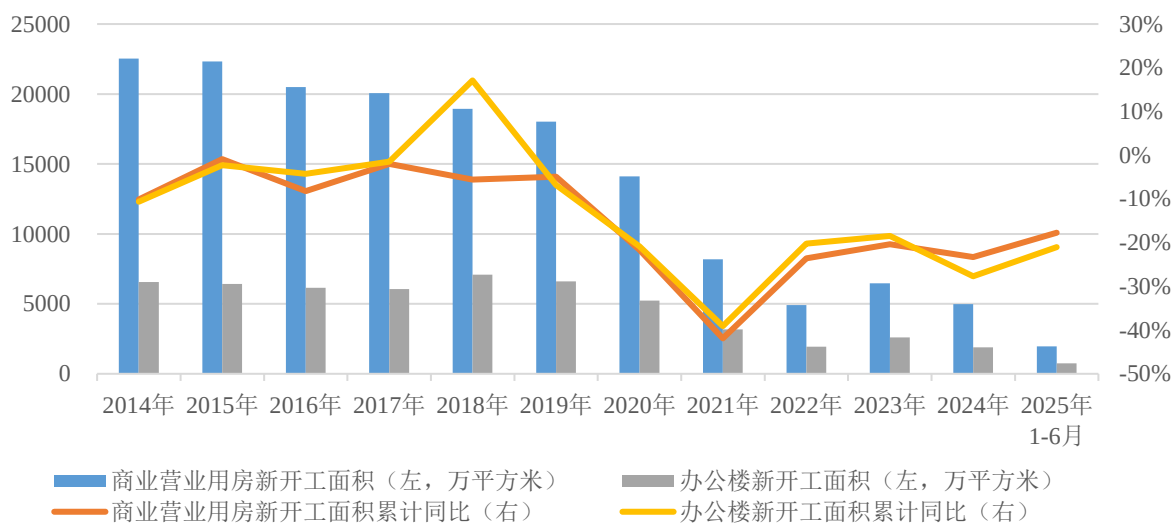
2025 年上半年，商业营业用房和办公楼开发投资端景气度低迷，降幅仍处于高位且有进一步扩大态势，未来几年商业地产新增供应量预计将显著下滑。

2025 年上半年，我国国内生产总值同比增长 5.3%，经济运行总体平稳，最终消费支出对经济增长贡献率 52%，消费是促进上半年经济增长的主动力；全国固定资产投资（不含农户）同比增长 2.8%，其中房地产开发投资下降 11.2%，是拉低固定资产投资的主要因素。从商业地产细分行业来看，2025 年 1—6 月，商业营业用房开发投资完成额为 3293.53 亿元，新开工面积为 1956.05 万平方米，同比分别下降 8.4%和 17.7%，降幅较 2024 年均有所收窄；办公楼开发投资完成额为 1792.41 亿元，新开工面积为 752.73 万平方米，同比分别下降 16.8%和 21.0%，降幅仍处于高位且开发投资完成额降幅较 2024 年进一步扩大。商业地产开发投资端景气度持续低迷，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）销售端

2025 年上半年商业营业用房和办公楼销售额降幅均有所收窄，投资者对于消费复苏的预期持续强化，但市场整体仍保持谨慎情绪。

2025 年 1—6 月，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 5.1%和 4.3%，其中商品零售额增速上升，餐饮收入增速下降。消费品以旧换新政策影响下，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类以及家具类商品零售额分别增长 30.7%、25.4%、24.1%和 22.9%。实物商品网上零售额同比增长 6.0%，占社会消费品零售总额的 24.9%，占比较 2024 年有所下降。同期，商业营业用房销售额 2524.24 亿元，同比下降 10.4%，降幅有所收窄，投资者对消费复苏的预期强化。办公楼方面，2024 年 1—6 月，办公楼销售额 1496.76 亿元，同比下降 4.2%，降幅收窄，核心区位办公楼市场交易相对活跃，但办公楼租金持续下行也使得市场保持谨慎情绪。

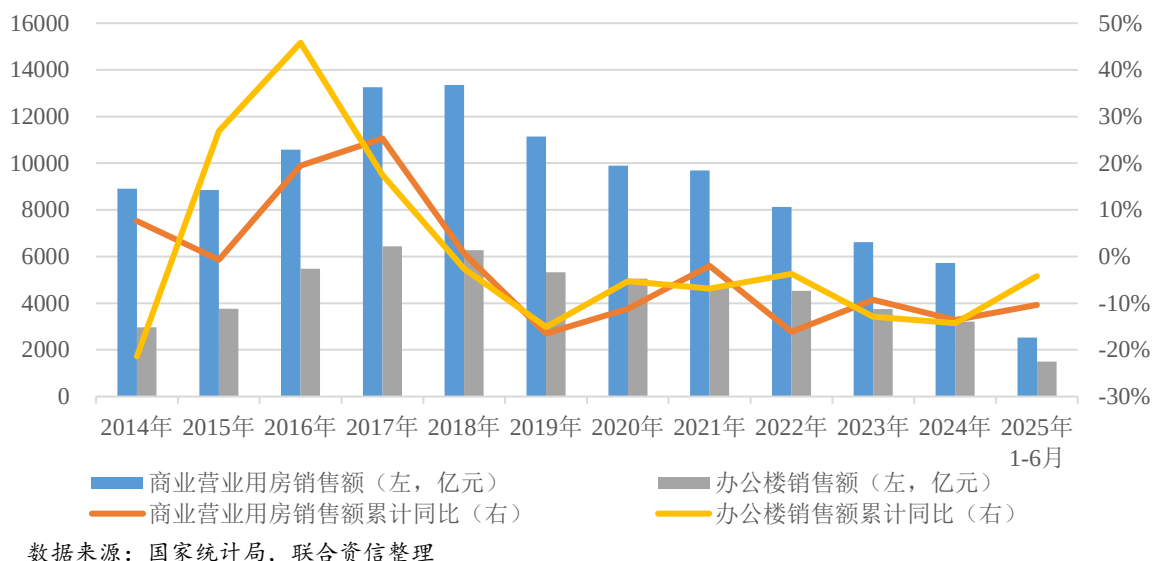


图 1.3 全国商业地产销售额情况

（三）行业政策

2025 年《住房租赁条例》的出台将进一步规范住房租赁市场，有助于提升长租公寓市场空间。

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》的制定旨在规范住房租赁活动，维护住房租赁活动当事人合法权益，稳定住房租赁关系，促进住房租赁市场高质量发展，推动加快建立租购并举的住房制度。针对住房租赁企业，《条例》在房源信息真实性、信息报送和资金监管等方面进行了规范。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。未来随着保障性租赁住房的加速发展，《条例》的出台将有助于专业化规模化住房租赁企业的培育。

过去在长租公寓业态发展初期，由于项目缺乏退出通道、回款周期长，开发商面临较大的资金占用压力和自持运营压力。随着市场的逐步规范和成熟，租赁住房 REITs 实现上市，长租公寓在大宗交易市场中已成为主流资产类别之一，长租公寓业态的未来发展面临良好的政策环境。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。

二、重点城市商业地产运行情况

2025 年以来，四大一线城市零售物业运营表现均基本企稳；写字楼空置率小幅波动，租金水平下滑幅度仍较大。

（一）区域环境

2025 年一季度，四大一线城市中，广州市 GDP 增速仍相对较低，其汽车产业仍处于深度调整阶段。消费方面，四大一线城市社会消费品零售总额增速均低于全国平均水平，其中北京市受汽车类和通讯器材类商品零售额降幅影响较大，上海市于 2025 年 5 月已实现社会零售总额增速回正。2025 年上半年消费出现了一定的复苏迹象，但整体消费预期仍属谨慎。

表 2.1 重点城市最新经济及人口统计情况

项目	北京	上海	广州	深圳	全国
2025 年 1—3 月 GDP（亿元）	12159.9	12735.06	7532.51	8950.49	328758.0
2025 年 1—3 月 GDP 增速（%）	5.5	5.1	3.0	5.2	5.4
2025 年 1—3 月社会消费品零售总额增速（%）	-3.3	-1.1	3.5	3.1	4.6

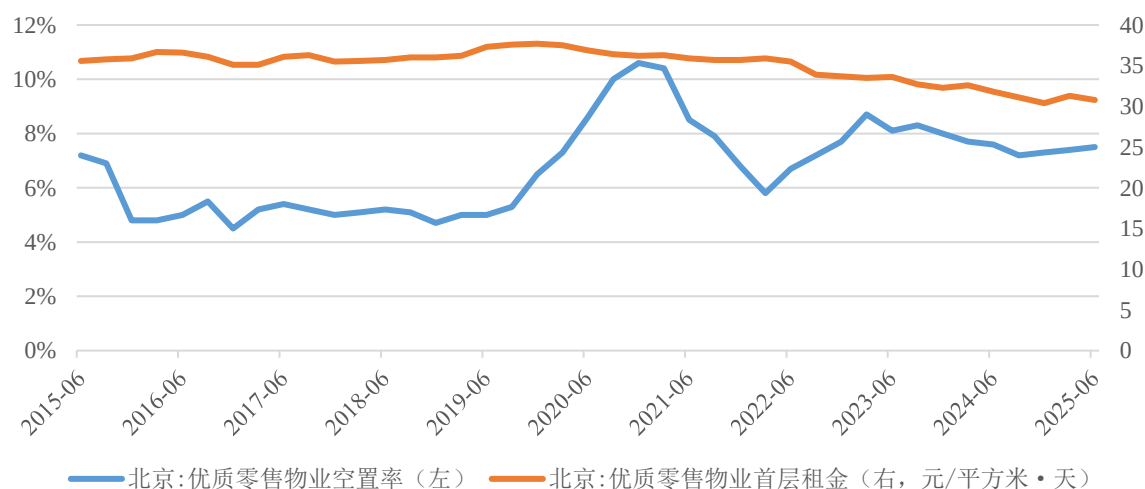
注：由于部分城市第二季度数据尚未发布，表中仅列示一季度数据

数据来源：国家统计局及各地方统计局，联合资信整理

（二）运营情况

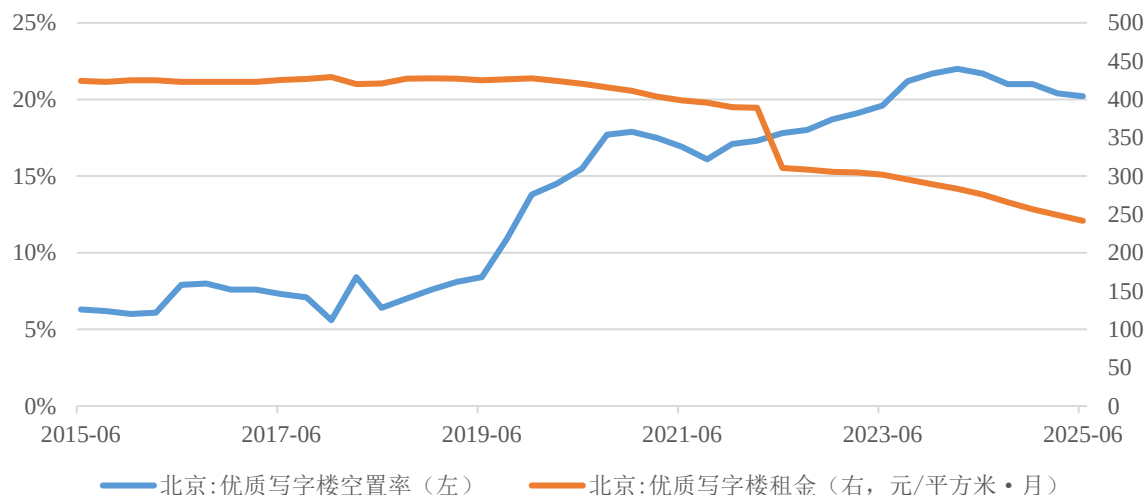
1. 北京

2025 年上半年，北京市优质零售物业空置率由上年末的 7.3% 小幅上升至 7.5%，首层租金由上年末的 30.4 元/平方米·天小幅上升至 30.8 元/平方米·天，经历 2024 年的以价换量，租金水平有所企稳。写字楼方面，2025 年上半年北京市写字楼租金水平首次跌破 250 元/平方米·月，写字楼运营仍面临较大压力。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 北京市优质零售物业运营情况

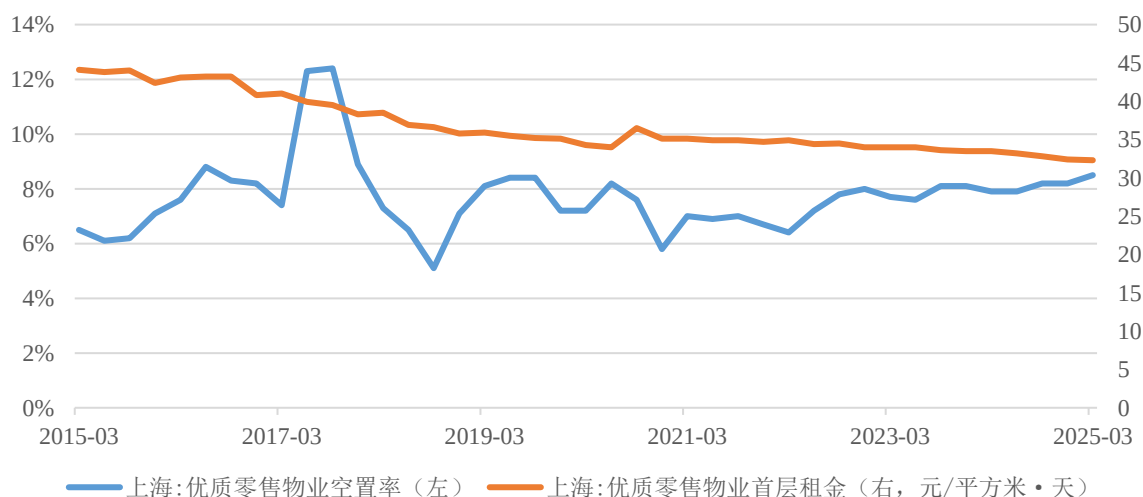


数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 北京市优质写字楼运营情况

2. 上海

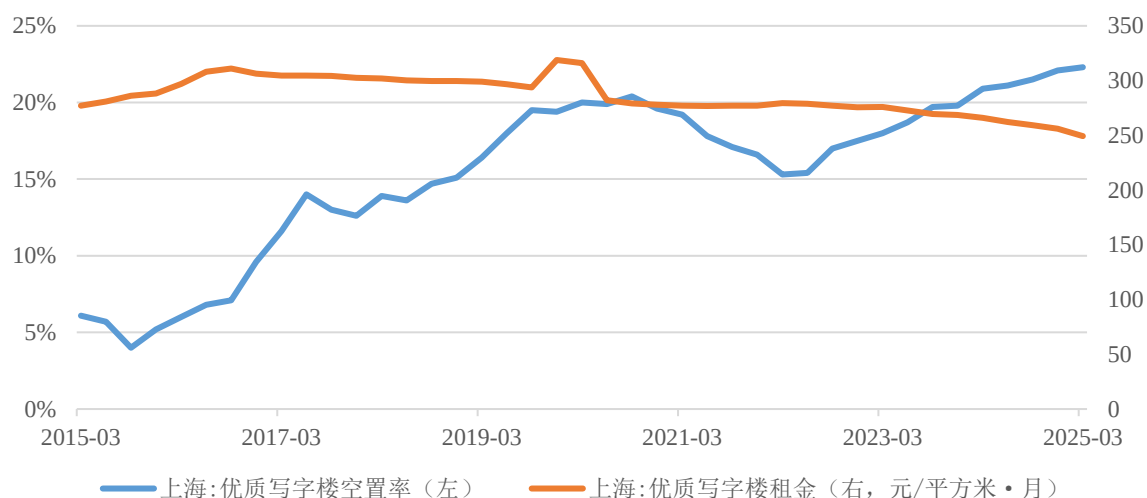
2025 年一季度，上海市优质零售物业租金水平基本保持稳定，空置率小幅上升 0.3 个百分点，整体运营表现相对平稳。写字楼方面，一季度上海市优质写字楼空置率小幅上升 0.2 个百分点，租金水平同样跌破 250 元/平方米·月。北京市与上海市写字楼市场在租金水平下滑态势下出现空置率走势的分化，主要由于上海市新增供应量持续较大。从净吸纳量来看，上海市写字楼市场仍表现出一定的活跃度。



注：2025 年二季度数据尚未披露

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 上海市优质零售物业运营情况

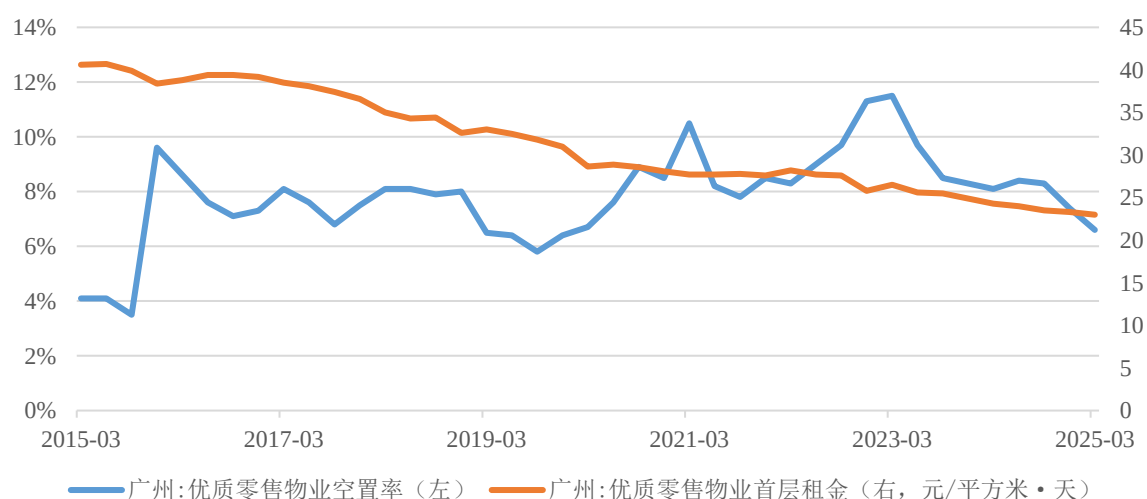


注：2025 年二季度数据尚未披露
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 上海市优质写字楼运营情况

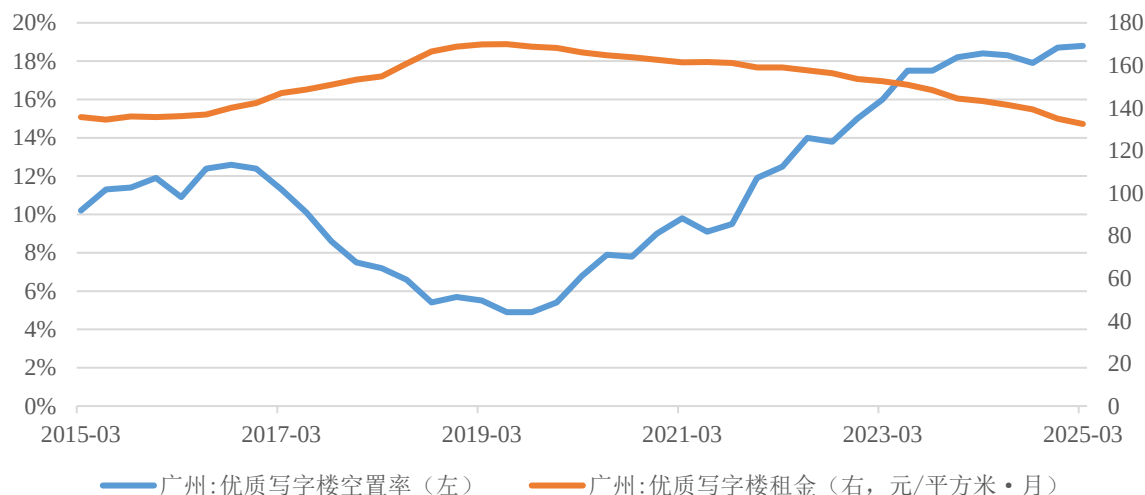
3. 广州

2025 年一季度，广州市优质零售物业租金水平小幅下降，空置率由上年末的 7.4% 下降至 6.6%，出现一定的复苏迹象。写字楼方面，一季度广州市优质写字楼空置率小幅上升，租金水平保持下跌趋势，新增供应持续入市以及宏观经济增速压力对区域市场造成较大冲击。



注：2025 年二季度数据尚未披露
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 广州市优质零售物业运营情况

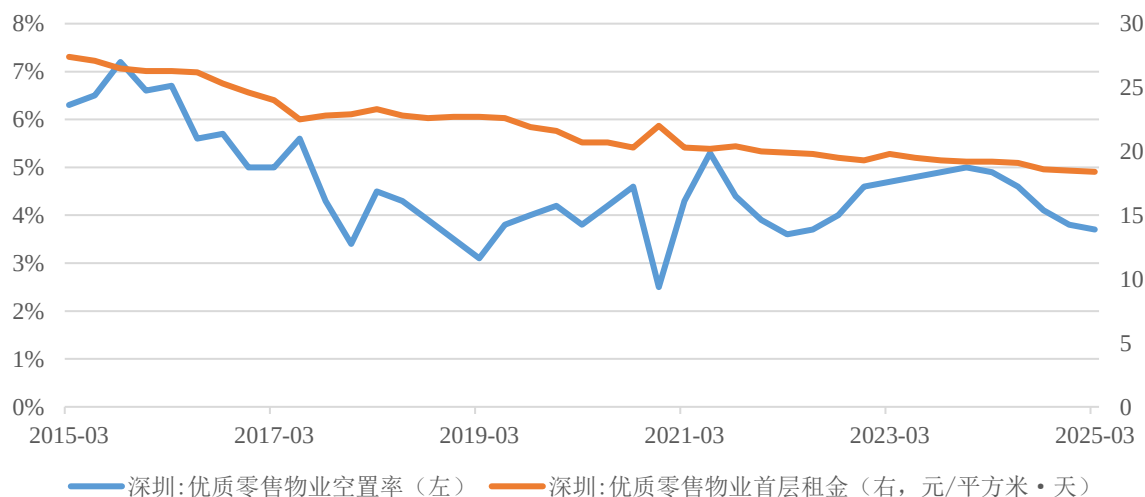


注：2025 年二季度数据尚未披露
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 广州市优质写字楼运营情况

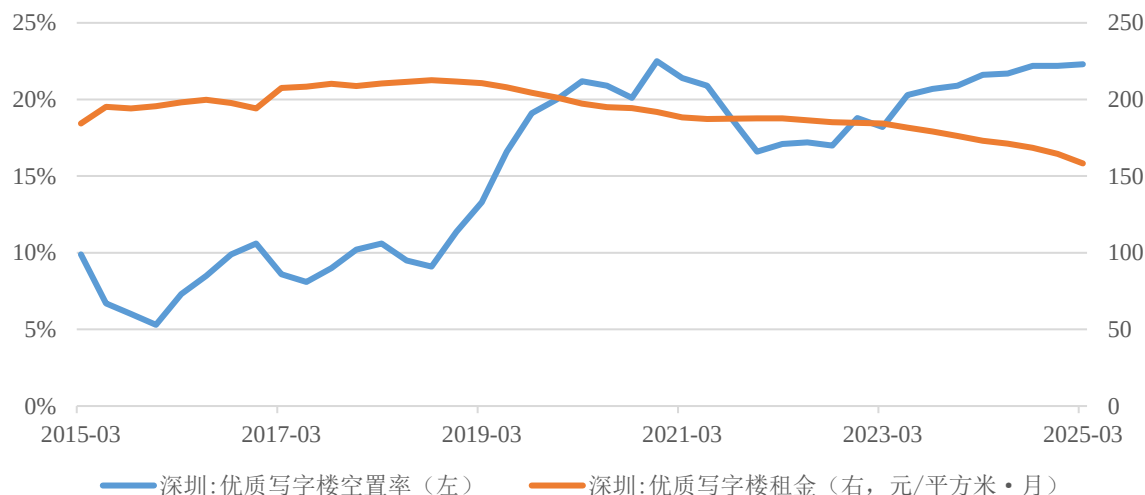
4. 深圳

2025 年一季度，深圳市优质零售物业运营表现较为平稳；优质写字楼空置率基本企稳，但租金水平降幅仍较大。



注：2025 年二季度数据尚未披露
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.7 深圳市优质零售物业运营情况



注：2025 年二季度数据尚未披露
 数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.8 深圳市优质写字楼运营情况

三、商业地产企业发债情况

本报告中采用的商业地产发债企业样本主要为租金收入占其营业总收入 60%以上或持有型物业租赁收益贡献及经营活动现金流入量不低于上述各项总额 50%的境内尚有存续信用债券的发行主体，共计 17 家。

（一）存续债券情况

从商业地产发债企业情况看，目前有评级的存续发债主体级别均在 AA⁺以上，整体信用水平较高，其中 AAA 级共 8 家，AA⁺级共 3 家，企业性质以大型央国企为主，部分发债主体近一年内无公开评级。目前商业地产存续债券余额前三位分别为陆家嘴系企业、小商品城系企业和普洛斯，其债券余额占存续债券总余额的比重分别为 32.61%、13.31%和 12.55%。

表 3.1 境内主要发债商业地产企业概况（单位：亿元）

企业名称	企业性质	是否上市	最新评级	存续债券
上海陆家嘴（集团）有限公司	国企	非上市	AAA	175.85
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	国企	上市（A+B 股）	AAA	169.08
普洛斯中国控股有限公司	外资	非上市	AAA	132.76
上海张江高科技园区开发股份有限公司	国企	上市	AAA	111.20
上海新长宁（集团）有限公司	国企	非上市	--	86.48
义乌中国小商品城控股有限责任公司	国企	非上市	AA ⁺	75.80

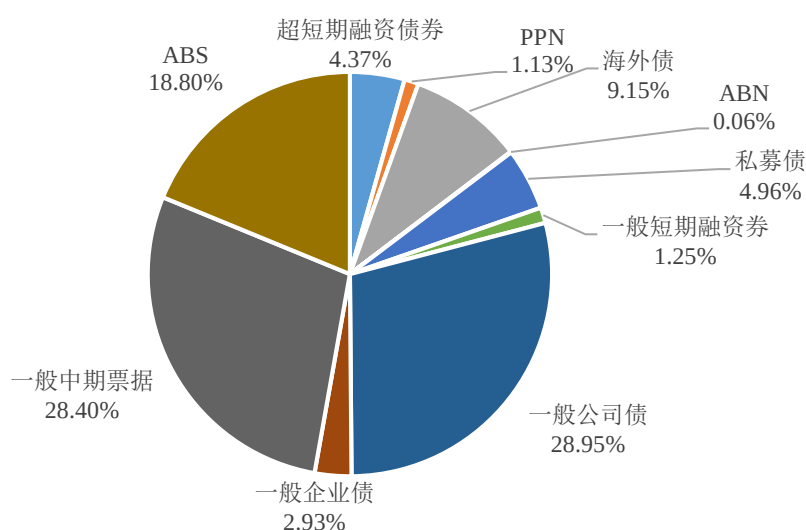
浙江中国小商品城集团股份有限公司	国企	上市	AAA	65.00
上海金外滩(集团)发展有限公司	国企	非上市	AAA	54.50
红星美凯龙家居集团股份有限公司	国企	上市 (A+H 股)	--	53.55
中粮置业投资有限公司	央企	非上市	AAA	51.00
大连万达商业管理集团股份有限公司	民企	非上市	--	28.67
宝湾物流控股有限公司	国企	非上市	AA ⁺	20.62
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	国企	上市	--	12.00
海宁中国皮革城股份有限公司	国企	上市	--	9.70
中国金茂(集团)有限公司	央企	非上市	--	5.00
中国国际贸易中心有限公司	中外合资	非上市	AAA	5.00
上海浦东软件园股份有限公司	央企	非上市	AA ⁺	1.50

注：1. “--”表示近一年内无公开评级；2. 数据统计时间为 2025 年 7 月 28 日，美元债按照 7.1687 的汇率折算为人民币

数据来源：Wind，联合资信整理

（二）债券品种情况

从融资渠道来看，商业地产发债企业的发债品种以公司债、中期票据和 ABS 为主；从发债期限来看，中期票据发行期限以 3 年期为主，公司债发行期限主要集中在 3~5 年期。截至 2025 年 7 月 28 日，商业地产发债企业存续债券余额折合人民币合计约 1057.71 亿元，其中存续公司债、中期票据和 ABS 余额分别为 306.22 亿元、300.40 亿元和 198.81 亿元。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 商业地产发债企业存续债融资渠道情况（单位：亿元）

（三）债券发行情况

2025 年 1—6 月，商业地产企业新发行债券 21 只，发行规模合计 173.41 亿元，其中信用等级为 AA⁺的债券规模 37.30 亿元、AAA 债券规模 136.11 亿元，发行人均为央国企。与 2024 年相比，债券利率整体呈下行态势。

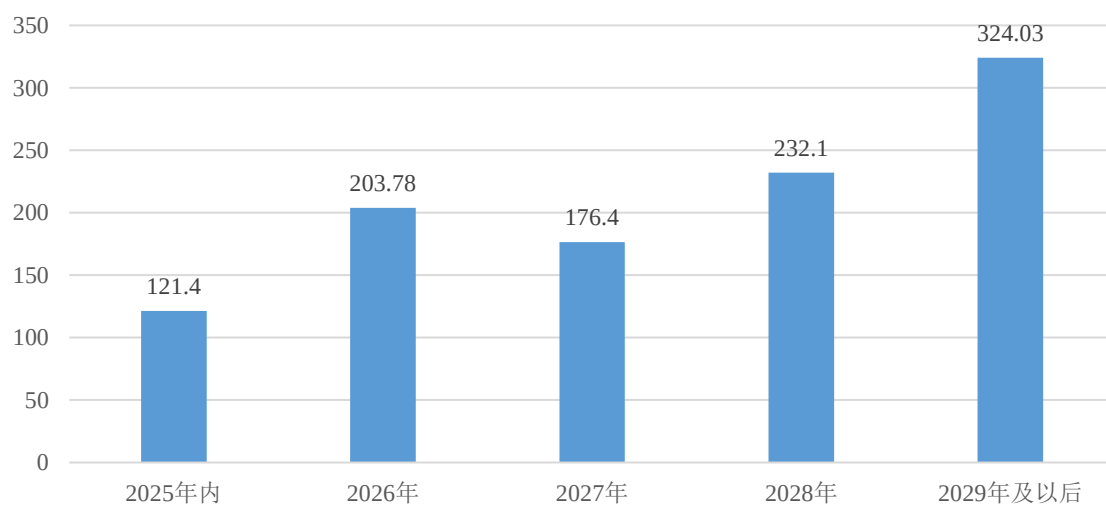
表 3.2 2025 年上半年商业地产企业新发行债券利率情况（单位：亿元）

债券类型	AA ⁺ 评级债券	AAA 评级债券
超短融产品	1.85%~2.15%	1.90%~2.05%
一年期产品	2.18%	--
两年期产品	--	1.79%~2.19%
三年期产品	1.97%~2.20%	1.87%~2.20%
五年期产品	--	2.34%~2.35%
ABS 产品	--	2.20%~2.35%

注：三年期产品含 3+N 永续债产品
数据来源：Wind，联合资信整理

（四）债券到期情况

从商业地产发债企业存续债券到期情况看，2025 年内剩余到期债券 121.40 亿元，其中大部分为央国企发行的债券。2026—2028 年各年度到期债券约占总余额的 20%，整体到期节奏较均衡。

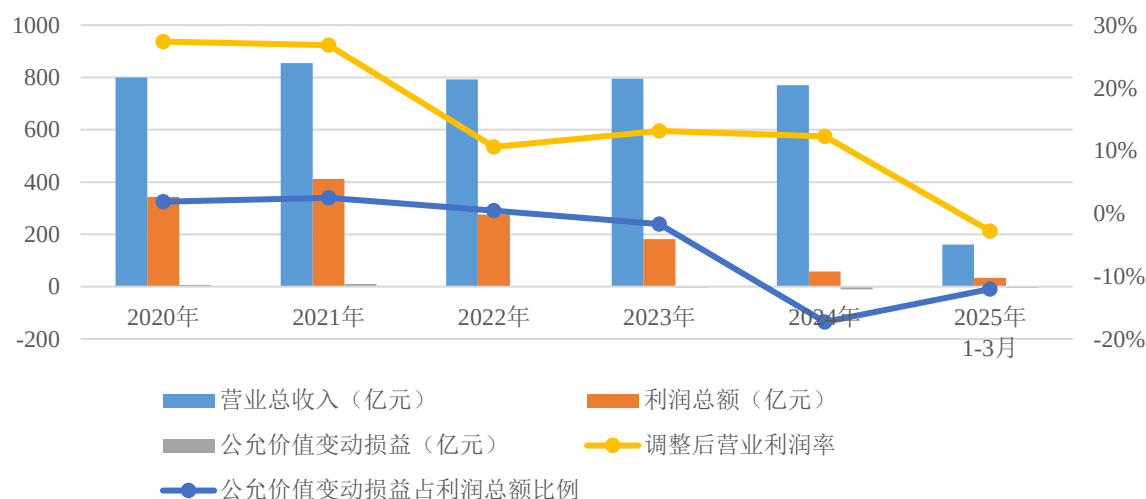


数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 商业地产发债企业存续债券到期分布情况（单位：亿元）

（五）企业盈利能力

近五年来，在租金水平整体下行环境下，商业地产发债企业的营业总收入规模相对稳定，主要得益于新项目持续入市贡献租金收入；平均调整后营业利润率于 2020—2021 年处于 25% 以上的较高水平，2022 年以来下降至 10% 左右；随着项目运营表现下滑，资产评估价值相应下降，2024 年公允价值变动损失在利润总额中的占比约 -17%，对利润侵蚀较大；2024 年商业地产发债企业利润总额同比下降约 68%，盈利能力降幅较显著。2025 年一季度，商业地产发债企业平均调整后营业利润率下降至 -2.80%，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较大，建材家居市场业态在本轮行业深度调整中受到较大冲击。



注：1. 调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用-财务费用）/营业总收入*100%；
 2. 对于存在母子公司关系的样本企业，子公司数据不再重复纳入统计；3. 2025 年 1—3 月普洛斯中国控股有限公司数据未披露
 数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 商业地产发债企业盈利能力情况

四、2025 年下半年商业地产行业展望

消费复苏态势的可持续性有待观察，下半年商场类物业运营表现有望继续企稳。

2025 年上半年居民消费数据出现一定的复苏迹象，但受以旧换新政策和春节、618 等购物节点影响较大，下半年消费市场是否能延续复苏态势仍有待观察。预计下半年商场类物业运营虽仍面临一定挑战，但有望继续企稳，其波动幅度在商业地产各细分业态中将处于较低水平。

写字楼细分业态仍处于深度调整阶段，预计下半年仍面临租金下降风险。

2025 年上半年写字楼物业的租金水平降幅仍较大，市场增量需求相对有限的环境下，价格竞争较为激烈。下半年宏观经济增长仍面临较多不确定性，预计办公楼租金水平仍面临下降风险。目前重点城市写字楼租金水平已下降至近十年来最低点，需求收缩、行业结构性变迁、区域分化和以价换量仍将延续一段时期，写字楼市场仍处于深度调整阶段。

商业地产行业整体盈利能力和资产价值下滑，影响长期偿债能力。

得益于投入运营的项目数量增加，商业地产发债企业的营业总收入规模较为稳定，但单个项目的盈利能力和资产价值呈下滑态势。对于抵押融资占比较高的商业地产企业，资产价值缩水可能导致贷款额度减少或贷款利率上升，尤其对于民营商业地产企业而言，可能面临融资环境收紧的风险。在盈利能力下行的背景下，资产减值风险、债务负担与债务结构、再融资能力等因素对于商业地产企业长期偿债能力有重要影响。

2025 年下半年行业到期债券偿付风险不大，商业地产行业整体信用风险基本维持稳定。

商业地产行业 2025 年内剩余到期债券约 120 亿元，除普洛斯中国控股有限公司到期 5.70 亿元以外，其他面临债券到期的均为融资能力强、经营状况稳健的央国企，整体偿付风险不大，下半年商业地产行业信用风险基本维持稳定。

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。