

物流地产 | 研究报告

核心摘要：

近几年基于国内物流行业的稳健增长，拉动物流仓储费用逐年提升。2021年中国物流保管费用达到了5.6万亿元，同比增长了8.8%，占物流行业总费用规模的33.5%，但高端物流地产设施缺口仍然明显。目前物流地产领域的投资规模整体成上升趋势，但涨幅逐降，物流地产正由“增量时代”迈入“存量时代”。

物流地产作为服务于实体经济生产经营活动的产业地产，近年来受到政府部门的高度重视，国务院联合多部门出台多项红利政策，推动物流地产的高速发展。同时，我国高端制造业强势发展，高技术产业投资规模持续扩大，后疫情时代，国内经济的逆势增长，带动消费总量攀升，共同为物流地产行业的发展提供动力。

国内物流地产行业由于其资产的稀缺性，正逐渐成为资本圈内炙手可热的赛道。在资产壁垒、规模经济和网络效应的共同作用下，行业形成稳固的行业护城河，后发者难以超越。同时，物流地产基金走上前台，为企业融资、盘活资金、提升盈利提供更多机会。

物流地产强者恒强，现在已经入局且已经形成了一定规模的公司具有规模上的先发优势，已经持有的资产形成壁垒，后发者难以替代，庞大的规模同时可以形成规模经济。此外，行业正由传统的单一仓储功能向多经营性功能转变。

初识物流地产

物流地产是现代物流体系的重要组成部分

物流地产分属工业地产，是房地产轻资产化的重要存量运营细分领域。这一概念最早由物流地产行业巨头普洛斯于上世纪80年代提出并实践，指的是企业经营现代化的物流设施的不动产载体。物流地产开发商根据物流企业客户的需要，选择合适的地点，投资和建设企业业务所需要的专业现代化物流设施。

现代物流地产以物流园区为核心载体

，建设、运营与管理物流仓库、配送中心、分拨中心等专用物流设施，并与制造企业、物流企业、零售企业等供应链环节上的客户建立合作关系，提供包括园区租赁

、园区运营、配送服务等在内的增值服务。物流地产主要经营环节包括选址拿地、开发建设、运营管理以及基金运作等。

对于物流园区来说，高标仓的运营效率直接决定着其园区功能的实现。因此，高标仓是促进现代物流地产产业发展和发挥产业效能的关键所在。

高标仓：物流地产开发商的核心战场

现代仓储不是传统意义上的“仓库”或者“仓库管理”，是利用自建或者租赁库房或场地，进行储存保管、装卸搬运、配送货物的现代化物流活动，在供应链中扮演者资源提供者的独特角色。按照仓储的水平高低，可将仓储划分为高标仓和传统仓，高标仓和传统仓存在明显的差异，主要表现在如下方面：

空间利用：高标仓储的规划容积率较高，部分项目的容积率达到2.5-3，空间使用效率是传统仓储的3倍左右，可大幅降低土地成本。

项目选址：

高标仓储选址靠近公路、机场、港口等交通枢纽地段，交通便捷，其辐射区域更为广泛，能够降低运输成本。

自动化水平：高标仓储可实现作业高机械化和自动化，既提高了运行效率，又减少了人工需求，降低了综合管理成本。

合规属性：

高标仓项目所有权属清晰、土地性质明确，可避免投资开发和运营管理中产生纠纷，保障仓储项目的顺利推进。

中国物流地产行业市场情况

行业规模处于上升期，但仍具有较大发展空间

从物流保管费用规模来看，近几年基于国内物流行业的稳健增长，拉动物流仓储费用逐年提升。2012-2021年物流保管费用保持持续增长态势，2021年中国物流保管费用达到了5.6万亿元，占物流行业总费用规模的33.5%。

从物流地产设施建设角度来看，以仓储设施总面积为例，国内通用仓库总面积仍大幅领先高标准仓库总面积。2020年通用仓库面积为11.45亿立方米，相应的高标准仓库面积仅为3.45亿立方米。

从人均物流地产面积看，横向对比发达国家日本和美国，2019年日本人均现代物流地产为4.0平方米/人，美国为3.7平方米/人，这一数据在中国为0.7平方米/人。

整体来看，近几年国内物流保管费用仍然呈现逐年攀升趋势，市场规模将继续扩大，但是高标准的物流地产设施仍然占总物流地产设施比例较低（以高标准仓库为例），人均物流地产面积较发达国家差距明显，反映出国内物流地产行业仍具有较大发展空间。

物流地产投资周期特征

“增量”迈入“存量”，物流地产投资具备独立性、长期性

从仓储固定资产投资完成额增速来看，2012-2016年保持高速增长趋势，但从2017年开始国内仓储固定投资完成额下降明显，2020年有所回升但仍低于2016年以前水平。从全社会固定投资情况看，整体呈规模上涨趋势，但涨幅逐年下降。全社会固定资产投资和经济周期（GDP）有周期强相关，但是物流地产周期具备明显独立性，同时在产业逻辑上，对应了经济结构变化的特征。整体来看，近几年国内仓储行业固定资产投资大幅收缩，但市场规模依旧保持增长态势，反映出国内物流地产行业从增量市场高速发展转向存量市场转型升级的发展阶段。

中国物流地产行业发展历史

行业稳步调整，参与主体趋于多元

物流地产始于20世纪80年代开始在欧美等发达国家中发展，在国外发展的较为成熟后才进入中国。2003年，提出“物流地产”概念的普洛斯进入中国开始“圈地运动”，同时将仓储物流设施的国际标准带入国内，至此国内的物流地产的发展拉开序幕。

现状1：物流地产整体效率偏低

国内物流费用成本控制进入瓶颈期

目前，我国物流行业市场规模已位居世界第一，但从物流成本与物流基础设施建设水平看，整体物流效率仍有待提升。2021年，国内物流费用总额为16.7万亿元，占GDP比重达到14.6%，远高于欧美国家10%以下的水平。就社会物流费用占GDP比重来说，截至2016年仍处于下降趋势，但近年来几乎无明显变化，物流费用控制面临明显瓶颈。

其中，2020年中国物流费用中仓储（保管）费用占GDP比重为5.0%，横向对比美国，其中仓储（保管）费用占GDP比重仅为2.5%，中国仓储（保管）费用占比下降仍有空间。

现状2：高标仓区域分布的不平衡

物流地产的需求主要集中在三个经济带

仓储类项目的发展与繁荣的首要条件是选址，其项目能否取得成功与所在区域的经济水平、产业结构和交通布局网络密切相关。由于地区发展的差异性，目前我国的高标仓主要分布于长三角、珠三角与环渤海区域，整体出租情况良好。

机遇1：制造业推动高标仓需求上涨

高端制造业表现强劲，逐步成为高标仓的主要需求来源

进入 21 世纪后，我国制造业逐步从传统低端制造业向新兴高端制造业转型升级。2021年，我国高技术制造业增加值增长18.2%，增速比规模以上工业增加值快8.6个百分点，全年高技术产业投资规模也较上年增长17.1%。分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路、微型计算机设备产量分别增长145.6%、44.9%、33.3%、22.3%。相比于传统制造业，汽车、机械、电子通讯、计算机等高端制造业的产品结构较为复杂、供应商众多、产品更新迭代快，因此供应链效率尤为重要，这导致高端制造业也成为了高标仓的重要租户群体。

机遇2：消费助力物流地产稳定发展

后疫情时代，中国消费市场提质扩容，新兴驱动力为物流地产行业保驾护航

跨入新的十年，中国将面临更复杂多变的市场环境，其中最主要的挑战来自于经济增速的放缓及零售额增速放缓。然而，在中国消费市场提质扩容的大背景之下，叠加新冠肺炎疫情的推动，物流地产行业衍生出了新兴驱动力。随着消费渠道拉直，制造效率提升，物流地产开始衍生出多元的中转功能，与现阶段商业业态的改变相辅相成，诸如冷链物流、生鲜电商以及社区团购开始发力，助力物流地产行业持续发展。

机遇3：科技让物流地产更高效

人工智能将物流地产推向智慧时代

不同于劳动密集型的传统物流行业，智能物流体现出技术密集、以机器替代人力、土地利用效率大幅提升等特点，能够有效的在物流的运输、仓储、配送以及客服和管理阶段

应用。在物流地产

领域，物流行业的前沿科技的应用主

要分布在仓储系统、搬运输送系统、分拣拣选系统以及信息管理软件四个模块。

相比于传统物流仓储系统，现代物流地产的智能仓储优势明显，能够更高效的利用空间，提高存量，实现动态存储，节约人力，具备极高的可视化程度和管理效率。这使得现代物流地产具备极高的市场欢迎度，进一步促进行业的蓬勃发展。

机遇4：物流地产成为资本宠儿

物流地产的投资回报率高于其他商业地产资产

在物流园区进行投融资的过程中，租金价格、物业出租率、土地价格和资金成本是最为核心的要素。租金价格：市场需求迅速放量，未来租金价格维持上涨，但同时需要关注区域间的结构性涨幅，这将决定房企物业布局和拿地策略。物业出租率：企业的运营能力决定企业能否通过提高出租率实现业务规模扩张，这也是如普洛斯等成熟外资物流地产的优势所在。土地价格：企业获取土地的能力与拿地价格从成本端决定企业的投资回报率，这也是本土企业的优势所在。资金成本：长周期投资对房产租赁企业的资金成本要求更高，因此需要关注企业的融资成本与财务风险。

机遇5：物流地产拥有稳定高收益

首批仓储设施公募REITs表现趋好，备受投资者追捧

首批 9 支基础设施公募 REITs 上市后先抑后扬，截至 2021 年底总市值较发行规模涨17%，显著跑赢同期 A 股，尤其环保类、仓储物流类 REITs 涨幅靠前。其中，截至2021年12月31日，中金普洛斯REIT和红土盐田港REIT这两只仓储物流REITs较发行价涨幅分别是25%和33%。

优质底层资产是支持REITs良好表现的基石。以物流地产巨头普洛斯为例，其旗下中金普洛斯REIT在2021年第四季度租金及物业管理服务费收入为8,801万元，息税折旧摊销前净利率为71.79%，平均出租率达98.78%，到期续约率为100%。2021年11月12日，普洛斯REIT进行了2021年度第一次分红，分红方案为<0.5220元/10

份>基金份额。中金普洛斯REIT也因其资本市场良好表现获得第六届中国不动产证券化合作发展峰会“年度最佳基础设施公募REITs奖”和第六届CNABS“金桂奖”“最热公募REITs产品奖”。

挑战1：拿地困境日益凸显

仓储用地获取难度大是高标仓扩张的最大掣肘

与住宅开发类似，物流地产开发起始于选址拿地，之后是开工建设，完成后客户入住。各高标仓在规划建设方面区别较小，对于客户来说最大的差别在于地理位置，因此选址拿地是关键。

目前拿地尤其是获取优质地理位置的土地是许多物流地产开发商的瓶颈。拿地困境主要凸显在两个方面，一方面是处于优质地段的土地是有限的，另一方面是许多城市物流用地供地少，从政府角度来说，在以财政税收为考核指标的背景下，物流用地带来的单位税收贡献要明显小于生产性的工业用地，因此供给意愿较低。

一线城市坐拥大量制造业企业及四通八达的交通枢纽网络，是建造高标仓的理想城市。但是近五年来，一线城市工业用途土地出让仅有10笔，拿地难现象日益严重。

挑战2：存量升级路阻力极大

非高标仓储改造难度大，存量转型有阻碍

国内仓储供给侧结构严重缺失，存量以低端仓、农民仓等非高标仓为主，在仓储用地供应持续紧张的背景之下，加快存量仓储向高标仓的改造升级成为重要出路，然而，存量仓储转型升级之路却存在诸多阻碍。

首先，高标仓开发商难以获得存量仓储进行改造升级。目前国内大部分传统仓掌握在一些传统的国营企业、蔬菜公司、建材公司手中，这类群体通常具有通过土地变性以博取增值收益的心态，因此交易并不活跃。此外，传统仓储的行业集中度偏低，且单体面积较小，这加大了开发商获取存量的难度和成本，降低了升级改造的经济性。就目前市场的投融资案例来看，被投资标的主要集中在高标仓开发商，鲜有传统仓储企业的参与。

其次，传统仓持有者自发进行升级改造的动力也不充足。由于传统仓的建筑结构、设施配套与高标仓的要求相去甚远，升级改造需投入大量资金。以2万平方米的旧式仓储改造为例，放弃一年400多万的租金收入已相当难受，更遑论3000万元的改造投入将给持有者带来明显的资金压力。此外，传统仓持有者普遍缺乏对高标仓的专业运营能力，即使改建成功，也未必能够顺利招商并收回改建成本。

国内物流地产主流开发运营模式

物流企业依托自身业务，发力物流地产，打造一体化供应链

需求端持续发力：

2021年，全国社会物流总额为335.2万亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，是“十三五初期的1.5倍”，两年年均增长6.2%。2021年，我国快递业务量已超1000亿件，这是我国快递业务量首次突破千亿级别，已连续八年稳居世界第一，对全球市场增长贡献率超50%，日均服务用户近7亿人次。

随着需求端的持续发力，我国社会物流规模与快递行业规模保持持续增长，各物流企业依托自身业务的发展，开始逐步着手布局物流地产行业，打造一体化供应链。以阿里系、京东系为首的电商企业组建的物流公司重点发力自建仓储领域，以顺丰为首的传统物流巨头也以“仓配一体化”为重要战略发展目标。

地产企业发挥自身传统优势，主导物流地产的建设

地产类企业由于其传统的建设领域的规模优势、建设经验、卓越的资金运营能力、与政府部门和金融机构的良好关系等，造就了其在建设领域内无可比拟的卓越地位。因此，在以地产商为主导的物流地产开发运营模式中，相较于物流企业主导的模式，地产商们往往能在设施建设、物业管理以及资金的灵活使用方面做的更出色。

此外，房地产市场目前调控政策不断升级，房地产金融实施“三线四档”和房贷集中度“两条红线”政策，重点城市土地供应“双集中”，住房租赁行业迎来政策“大礼包”，房地产市场秩序持续整治规范，房地产长效机制继续夯实，市场发展格局发生较大变化。在此基础上，传统房企均纷纷伺机开辟新业务，以提升自己的综合竞争力，打造自身长效护城河。

物流地产作为具备长期稳定收益的优质资产形式，自然受到诸多传统地产企业的追捧。

物流企业与地产商强强联合

物流企业与传统地产商在进行物流地产开发时均有自身所具备的独特优势，也均存在无法避免的劣势。因此，在很多情况下，物流企业与传统地产商合作往往是一个实现double-win的方式，在双方都获得足够利益的同时还可以避免自身劣势对于开发过程所造成的负面影响。物流企业与地产商合作往往有两种模式：

1. 物流企业与地产商直接合作。
2. 第三方机构牵头，整合物流企业与地产商资源，进行强强联合。

物流地产传统盈利模式

通过资源整合打造物流园区，提升供应链效率，实现资源价值的最大化

物流地产商通常以物流园区作为平台，通过将地产资源与其它资源整合，以带动人流、物流、信息流、资金流的全面汇集，提高供应链效率，最终实现资源价值的最大化。总体上物流园区的传统盈利主要来自三个方面，即租金收入、增值收益、其他收益。

物流地产新兴盈利模式

物流地产逐渐成资本追逐的热点

由于我国目前房地产市场整体上供需转弱，物流土地政策也随之日渐紧张，且传统融资模式如银行资金等监管趋严，物流地产商逐渐将目光转移至以存量资源为基础的如二手土地、持有物流物业等的ABS、基金融资模式上。根据近几年物流地产行业部分的投融资案例统计，越来越多的产业资本和投资基金关注物流地产。并且政府供地趋紧下物流用地日益稀缺，市场上越来越多的物流地产商开始与投资商合作，存量工业用地及房屋设施等不动产通过金融产品运作实现增值溢价的可持续发展

或是未来的主旋律。

“一超多强”，头部效应明显

外资巨头遥遥领先，新入局者众多

目前我国物流地产行业已形成了以普洛斯、安博、嘉民为代表的外资企业和以宝湾、宇培、ESR等为代表的国内物流地产商同台竞争的格局。在规模排名上，2020年物流不动产市占率前五位分别为普洛斯、万纬、宝湾、宇培、丰树，CR5为53.9%，CR10为72.6%，行业集中度较高。根据戴德梁行资料显示，截至2020年底，普洛斯持有已建成仓储面积接近3000万平方米，占全国物流地产总建筑面积接近30%。国内物流地产行业整体呈现出“一超多强”的企业竞争格局。

长期竞争壁垒：规模化与协同化

规模效应明显，物流园区将物流地产产业链完美整合

规模化：

由于物流地产供给稀缺的先天特点，物流地产是一个强者恒强的行业，现在已经入局且已经形成了一定规模的公司具有规模上的先发优势。物流地产极为重视位置，而在供给有限的情况下，已经持有的资产形成壁垒，后发者难以替代。庞大的规模还可以在协商建设合约及设施管理合约，以及优化人力资源时有效控制成本，形成规模经济。除此以外，庞大的规模和宽广的布局可以帮助公司形成网络效应，有利于公司获取客户资源。

协同化：

物流地产行业的发展趋向于集约化与协同化的发展，集中表现在物流园区的建设，将多个物流企业集中起来，发挥企业整体优势和规模优势，实现物流企业的专业化和科学化。

长期竞争壁垒：投资趋于多元

物流地产行业逐渐由建设性经营向功能性经营转变

目前国内的物流地产行业进入了一个多元化的高速发展期，除原有传统物流地产商以外，房地产商、电商龙头、快递企业和境外投资机构纷纷下场，主体的多元化必然引导行业发展模式的改变与创新。原有的运营模式在新的经济发展环境下有待进一步拓展提升，各方参与者都在关注新兴需求创造的机遇，将注意力重点放在新领域和细分市场，如冷链物流、医药物流、融入国家物流枢纽建设等。此外，伴随着物流园区模式的兴起，物流地产基础设施的建设也将趋于多元化，高标仓、冷链仓、恒温仓等逐渐成为建设主流，以及相关的配套设施和建筑也将成为必要地产设施。2021年6月，我国首批2支物流地产领域的REITs试点项目在沪、深两地交易所挂牌上市，未来企业可通过多样的投融资策略来缓和固定资产投资多、回收期长、运营困难等发展难题，实现盘活手头闲置资源，提高资金周转率。