



中国 | 2026年6月

中国酒店REITs市场发展： 机遇、挑战与实践路径

目录

01

REITs概况与中国酒店REITs发展历程	5
REITs定义与核心属性	5
中国REITs发展历程	6
酒店REITs发行的典型架构、发行流程和主要参与方	7
已申报酒店REITs项目情况	13

02

酒店REITs估值	17
估值方法选定：严格确立现金流折现法唯一主导地位	18
现金流精准管控：NOI核算三大硬性准则	19
估值禁止性假设划定：严守REITs审慎估值底线	19
运营模式差异带来的估值调整要点	20
行业风险提示与未来发展观点	20
评估师在REITs相关业务中的作用	21

03

酒店REITs法律架构与合规要点	23
酒店资产法律尽职调查涉及的主要问题	23
与酒店底层资产运营管理安排相关的法律问题	29
律师在酒店REITs相关业务中的作用	34

04

酒店REITs的全球经验与中国路径： 挑战、国际案例与前瞻思考	35
中国酒店REITs的挑战	35
国际案例1-美国查塔姆REIT以9200万美元收购 6家希尔顿酒店的启示	36
国际案例2-日本酒店REIT最大收购案： 东京凯悦酒店 买家八折接手，卖家竟赚翻倍	39
资产管理人（Asset Manager）在酒店REITs中的作用	41
中国酒店REITs未来发展路径的思考	42



摘要

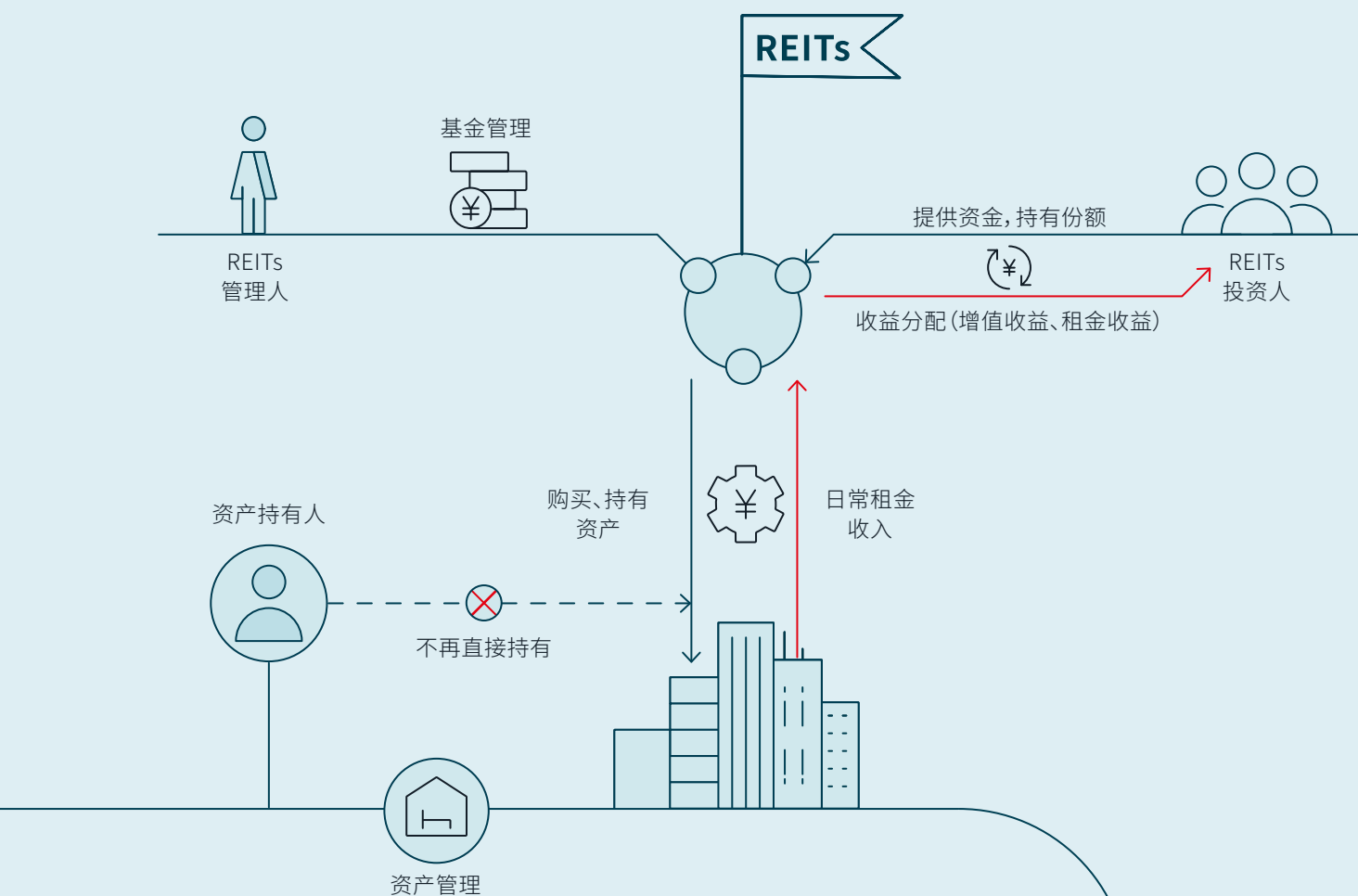
2025年12月，商业不动产公募REITs试点正式落地，酒店资产纳入发行范围，中国酒店业迎来资产证券化与资本化转型的历史性机遇。截至2026年5月，市场已有四单酒店公募REITs申报，覆盖中端商务、核心城市有限服务、高端文旅度假及区域全服务酒店，标志着中国酒店REITs市场从政策突破进入实践落地新阶段。

仲量联行携手中伦律师事务所，基于双方在酒店不动产、资产证券化领域的长期实践经验与国际案例研究，精心编撰本白皮书，为行业参与方提供系统性指引。本白皮书立足监管规则、市场实践与成熟市场经验，系统阐释酒店REITs的核心逻辑与操作框架。在估值层面，确立以现金流折现法（DCF）为核心、NOI核算为基础的审慎估值体系，明确资本化率、折现率取值原则，强调酒店资产价值取决于长期可持续净现金流，而非建造成本与装修标准。在运营与合规层面，聚焦资产权属、经营资质、委托管理模式与REITs监管要求的适配性，解析运营管理权调整、合同重构与合规整改路径，为项目申报扫清障碍。

本白皮书结合美国、日本典型酒店REITs并购案例，提炼成熟市场在资产遴选、资本运作、价值提升与风险管控方面的经验，揭示非核心区刚需资产、周期逆向配置、改造增值与杠杆优化的价值创造逻辑；同时指出当前中国酒店REITs面临产权合规、现金流波动、运营权冲突、估值定价及扩募储备等现实挑战，并从资产筛选、运营优化、治理重构、产品设计与生态建设等维度，提出本土化发展路径。

未来，酒店REITs将推动行业从重资产持有转向专业化资产管理，加速轻重分离与价值重估。本白皮书旨在为酒店业主、投资人、运营商等市场参与方提供实操指引，助力各方把握市场机遇，推动酒店资产合规高效登陆REITs市场，盘活存量、优化资本结构，共同推动中国酒店业迈向规范化、市场化、国际化的高质量发展新阶段。





“

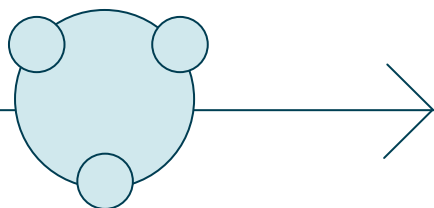
REIT的本质——不动产资产的IPO

REIT smells like real estate, looks like bond and walks like equity.



01

REITs概况与 中国酒店REITs 发展历程



REITs定义与核心属性

不动产投资信托基金 (Real Estate Investment Trusts, REITs) 是一种通过发行收益凭证汇集投资者资金, 由专业机构进行不动产投资、管理, 并将绝大部分收益分配给投资者的金融工具。其核心本质是将流动性较低、单笔交易规模庞大的不动产资产证券化, 形成小额、可流通的份额, 为各类投资者, 特别是中小投资者, 提供低门槛参与优质不动产投资的机会。

REITs作为一种介于股票与债券之间的大类金融资产, 具备六大核心属性: 基于成熟的不动产资产、公开募集且上市交易、专业化管理、强制或鼓励高比例分红、负债率受限制, 以及享有税收中性或优惠待遇。这些属性共同塑造了REITs独特的风险收益特征——其回报与风险水平介于传统股债之间, 能够提供相对稳定且可持续的现金流分红, 同时底层资产本身具备一定的抗通胀能力。与直接持有不动产相比, REITs显著提升了资产的流动性; 与股票相比, 其价值波动性更小, 收益增长虽有限但更为稳定; 与债券相比, REITs不依赖主体信用担保, 其收益完全来源于底层资产的运营表现, 属于权益型投资。

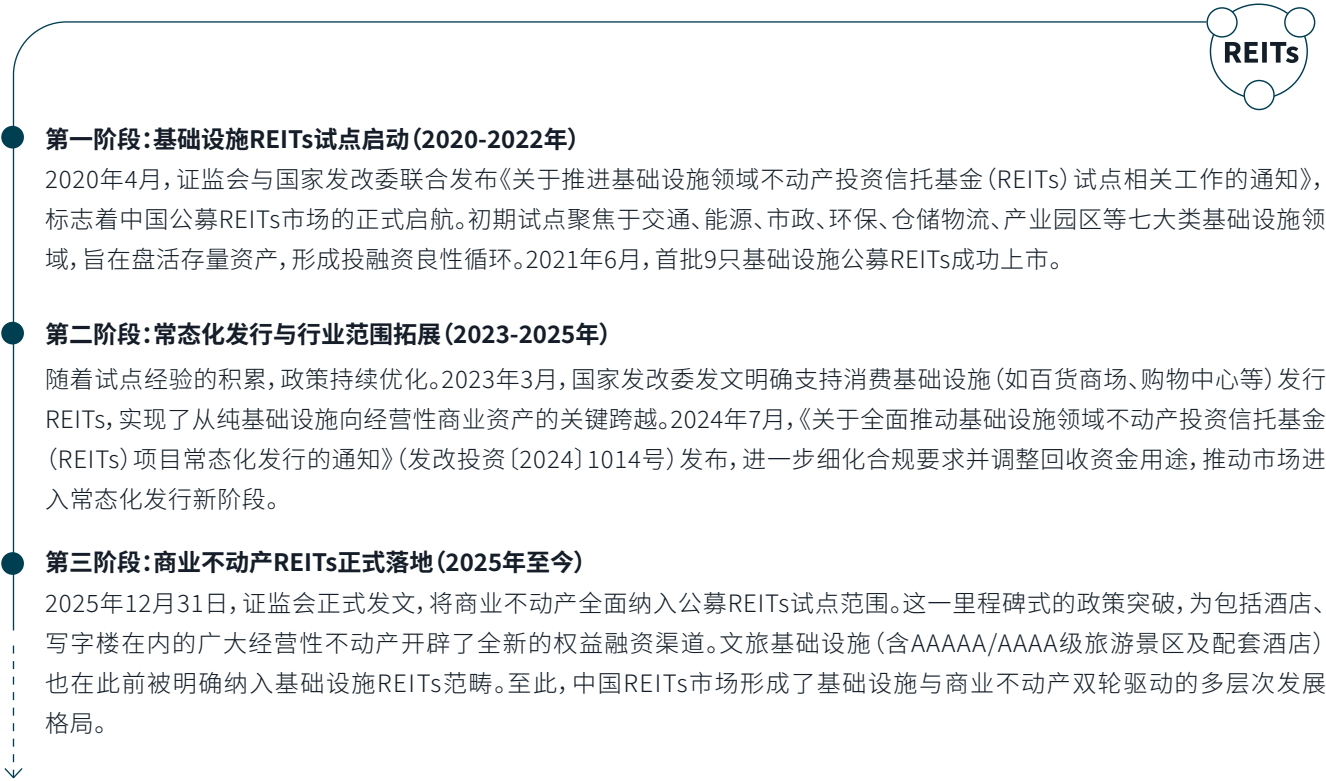


全球REITs市场发展成熟，截至2025年底，总规模已达约2万亿美元，成为继股票、债券之后的第三大类基础金融资产。美国作为先行者，其REITs市场规模达1.31万亿美元，底层资产涵盖基础设施、住宅、工业地产、零售物业及数据中心等业态。亚洲REITs市场总规模约2500亿美元，以日本、新加坡、中国香港为

代表，合计占比超80%。相比之下，中国内地公募REITs市场自2020年启动试点以来，虽发展迅猛，但截至2025年底总规模仅约313亿美元，在证券市场中的占比仍有巨大提升空间。若参照国际成熟市场1%的占比估算，中国内地REITs市场潜在规模可达7-8万亿元人民币，发展前景广阔。

中国REITs发展历程

中国REITs的发展始于顶层设计，并经历了清晰的阶段性演进——从基础设施试点到商业不动产扩容。



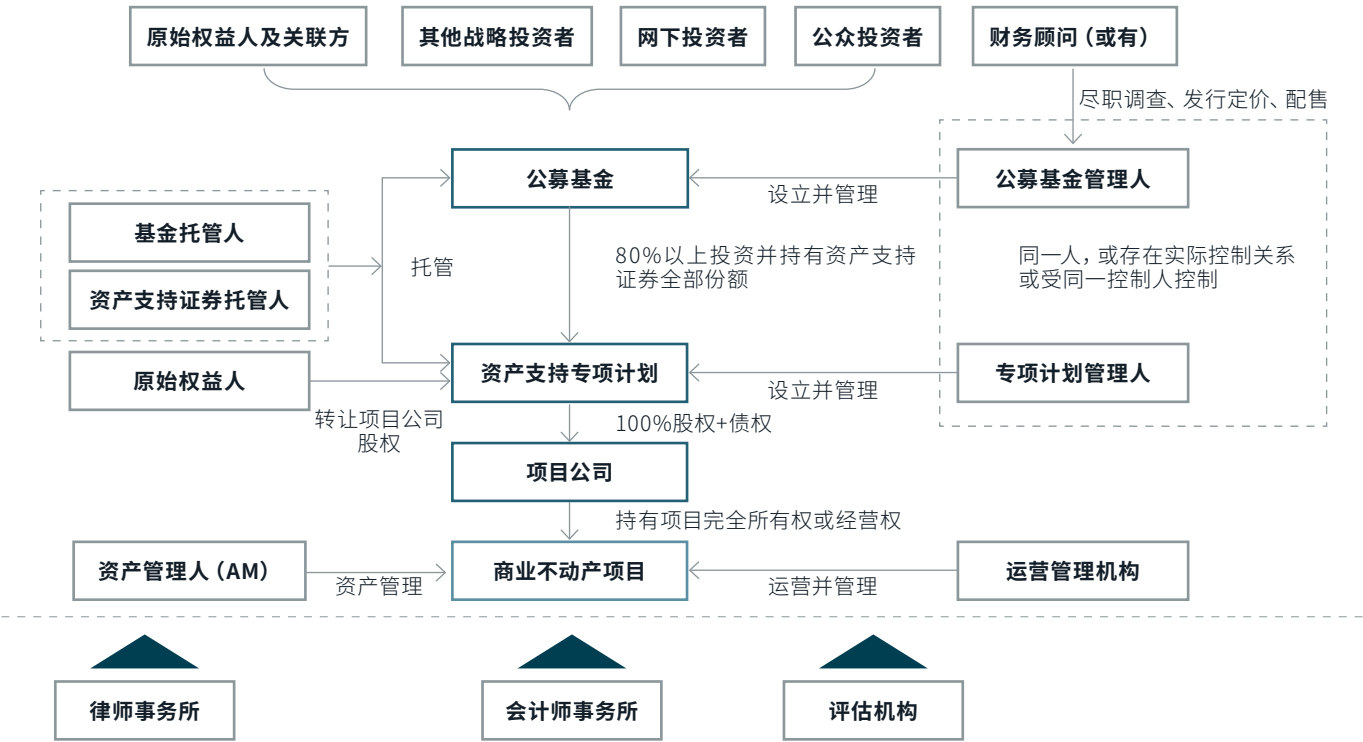


酒店REITs发行的典型架构、 发行流程和主要参与方

目前市场上已申报的酒店REITs项目均为商业不动产REITs。商业不动产REITs对于底层资产酒店的定位、区位无特殊要求，仅须满足运营模式成熟稳定、原则上运营满三年且投资回报良好、项目符合合规要求等与其他所有类别的商业不动产项目（包括商业、办公等）发行REITs的统一基本条件，原则上即可申报。本文中所讨论的发行架构、流程以及相关法律问题等均以商业不动产REITs所涉及的监管要求作为基础。

1.发行的典型架构

目前市场上公募REITs普遍采用的发行架构均为公募基金+资产支持专项计划（专项计划）的双层结构。常见的结构如下：



在上述结构中，基金管理人向投资者公开募集资金设立封闭式基金，将80%以上募集资金投资于专项计划并持有其全部份额。专项计划持有酒店项目公司全部股权，进而穿透取得酒店项目完全所有权或经营权利。其他国家和地区（如美国、日本、香港、新加坡）的公募REITs大部分均采用由投资人直接认购公司或信托的份额，并由公司或信托直接持有底层资产的单层结构。但鉴于我国《证券投资基金法》项下存在公募基金不能直接投资于非上市公司股权，也无法直接持有底层不动产权益的刚性约束，采用“公募基金+专项计划”的双层结构是在不改变现行法律框架的前提下的一种兼顾合规性和效率的方案。

在上述双层结构中，专项计划最终通过收购持有底层酒店资产的项目公司的100%股权，间接取得酒店资产100%的权益。实务中，在发行前，往往需要对酒店项目公司以及酒店资产进行一系列的重组。比如，某些项目酒店资产的原持有主体除了持有拟用于发行REITs的酒店资产外，还持有其他资产，该等资产可能因监管要求限制无法入池或原始权益人出于商业考虑暂不希望纳入入池资产。在该等情况下，需要通过将非入池资产剥离出酒店项目公司，或新设项目公司将拟入池的酒店

资产反向剥离出原持有主体的方式，以使得拟入池资产能够在法律上成为一块独立的资产，便于后续发行。

在发行前重组过程中，另一个需要特别关注的问题是“股+债”结构的搭建。目前中国现行的法律法规和税收政策针对REITs运营与分配阶段尚无针对性的优惠政策。如项目公司仅通过税后会计净利润进行股息分配的渠道向专项计划分配现金，由于资产折旧和摊销对于会计净利润的影响以及股息分配的企业所得税负担，可分配现金将难以达到监管对于分配现金流的要求。为解决该“现金陷阱”问题，通常需要在专项计划与项目公司间搭建“股+债”结构，通过债权还本付息的方式实现现金从项目公司向专项计划分配，并最终用于向REITs投资人分配。与此同时，该等结构还可以利用利息在项目公司层面创造税盾，降低企业所得税负担。搭建“股+债”结构方式通常包括利用项目公司存量外债借新还旧、设立SPV（Special Purpose Vehicle，特殊目的公司）收购+反向吸收合并、项目公司减资、利用会计政策变更增加利润分配等，具体采用何种方式需要结合项目的具体情况确定。

2. 发行流程

商业不动产REITs发行的主要流程如下：

(1) 发行申报阶段

- 基金管理人拟持有的商业不动产进行全面的尽职调查，聘请专业机构提供评估、法律、审计等专业服务
- 完成申报材料准备，向交易所递交申报材料
- 交易所收到申报材料后，5个工作日内完成形式审核，并确认受理状态
- 交易所收到申报材料后20个工作日内出具首轮问询意见，原则上管理人需要在30个工作日内对问询内容进行答复，特殊情况可延长30个工作日
- 经过多轮问询、答复，交易所对申报材料完成全部审核，并出具同意专项计划挂牌和公募基金上市的无异议函，并转报证监会注册
- 证监会出具准予公募基金注册的批复

(2) 发售上市阶段

- 基金管理人提交发售申请，开始网下路演以及战略配售投资者的筛选和核查，锁定战略配售投资者
- 发布询价公告，开展网下询价
- 募集期开始，披露发售公告，投资者完成认购（包括战略配售、网下及公众投资者）
- 公募基金认购专项计划份额并完成缴款；专项计划完成设立
- 交易所向基金管理人出具上市通知书以及专项计划挂牌通知书，公募基金上市



截至2026年5月31日，沪深交易所合计已有16单项目完成申报。其中4个项目已完成全部审批流程并于2026年4月23日完成证监会注册，并均已于5月21日前完成网下询价，自申报之日起至完成证监会注册的时间均在3个月以内。



3.主要参与方

(1) 原始权益人

商业不动产REITs的相关规则对于原始权益人并未进行明确定义。根据惯常的市场理解和现行监管口径，原始权益人是酒店资产的原所有者或其直接、间接的控股股东。如持有酒店资产的项目公司有多个股东，则可以有多名原始权益人，但需要明确一名原始权益人作为主要原始权益人。通常，对入池底层资产具有控制权、对底层资产运营管理具有决定权的主体可作为主要原始权益人。商业不动产REITs的规则中对于原始权益人的扩募储备资产规模、行业地位等并无明文要求，但原始权益人仍需要满足依法设立且合法存续、最近三年不存在失信记录等基本的合规要求。此外，主要原始权益人还需要满足信用稳健、控制权稳定、内部治理机制健全、具有持续经营能力、最近3年不存在重大违法违规记录的法定要求。



主要原始权益人在公募REITs发行过程中同时担任如下的重要角色：

- **公募REITs的发起方和主要资金需求方**
- **公募REITs的发行过程中信息披露真实性的最终责任承担方：**如发行过程中提供的文件资料存在隐瞒重要事实或编造重大虚假内容等重大违法违规行为的，主要原始权益人及其控股股东、实际控制人须承诺购回全部基金份额或者不动产项目权益
- **公募REITs的转让过程、底层资产合规瑕疵的兜底保障方：**主要原始权益人有义务配合完成资产剥离、重组及合规手续，并按约定将项目公司股权转让至专项计划。如公募REITs发行过程或底层资产存在无法解决的合规瑕疵，通常需要由主要原始权益人对该等瑕疵所可能引致的风险提供兜底承诺
- **公募REITs的基石投资人：**主要原始权益人及其关联方须按监管要求参与公募基金份额战略配售，认购比例不低于发售总量的20%
- **公募REITs发行后底层资产运营管理的责任方：**公募REITs发行完成后，需要聘请运营管理机构对于底层资产进行运营管理。根据目前的监管口径，该等运营管理机构须为主要原始权益人的关联方，且该等运营管理机构通常须对资产运营质量、收益稳定性作出相关承诺



(2) 基金管理人以及计划管理人

基于目前公募REITs发行所普遍采用的“公募基金+专项计划”的双层机构，公募基金和专项计划需要分别聘用基金管理人和专项计划管理人，负责公募REITs的发行申报工作，并在发行上市后对公募REITs进行管理。为强化双层结构的协同管理、降低利益冲突风险、保障信息披露一致性，确保底层资产运营与现金流管理的有效衔接，监管规则中明确规定，拟任基金管理人与专项计划管理人应当具有实际控制关系或者受同一控制人控制。



根据监管规定，基金管理人应当持有管理公募基金的牌照，并需要配备不少于3名具有5年以上商业不动产项目运营或商业不动产项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少2人具备5年以上商业不动产项目运营经验，同时还需要满足《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（2023年修订）》中的其他资质要求（包括但不限于具备健全有效的不动产基金投资管理、项目运营、内部控制与风险管理制度和流程、不存在重大不良记录或未决风险事项等）。在公募REITs发行后，基金管理人需要代表公募基金履行主动管理职责，包括但不限于建立账户、印章和现金流管理机制、制订运营策略、对酒店资产的维修和改造作出决定、收取收益并追缴欠款、购买保险、行使诉讼权利或者实施其他法律行为等，同时其还有义务向投资者分配收益，并依法履行信息披露职责。

(3) 基金托管人及专项计划托管人

根据监管规定，基金托管人及专项计划托管人需要为同一主体，一般由银行担任。托管人的主要职责是妥善保管托管财产，将基金资产、专项计划对应酒店资产的不动产权证独立存放管理，同时负责整个公募REITs运作过程中的资金清算交割工作，确保资金封闭运行，杜绝资金或资产被侵占、挪用、违规处置等情形。托管人需要具备证券投资基金托管资格，并符合《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（2023年修订）》中的其他资质要求（包括但不限于财务状况良好、风险控制指标符合监管部门相关规定、具有不动产领域资产管理产品托管经验、不存在与托管业务有关的行政处罚等）。

(4) 中介机构

除上述在公募REITs架构中根据监管规定明确承担角色的主体外，在公募REITs发行过程中，基金管理人和专项计划管理人还需要聘请专业中介机构，来辅助其完成尽职调查、资产评估、招募说明书准备等工作，通常包括如下机构：

中介机构角色	主要职责	是否为法定机构
财务顾问	• 与基金管理人一起对于拟发行REITs的商业不动产项目进行详细、全面的尽职调查(如基金管理人或其关联方与原始权益人存在关联关系,或享有基础设施项目权益时,财务顾问应当独立进行尽职调查),并出具财务顾问报告 • 协助基金管理人办理公募REITs份额发售的路演推介、询价、定价、配售等相关业务活动	法定机构,但非必须聘请。仅在基金管理人或其关联方与原始权益人存在关联关系,或享有基础设施项目权益时必须聘请
律师事务所	• 就底层资产及相关主体开展法律尽职调查 • 就发行架构设计、发行前重组及相关事项提供意见 • 起草交易文件以及相关决议 • 就公募REITs发行出具法律意见书	法定机构,必须聘请
会计师事务所	• 编制不动产项目最近3年及一期的财务报告和审计报告备考 • 编制不动产项目的可供分配金额测算报告,测算期限不超过2年且不晚于第二年年末最后一日	法定机构,必须聘请
评估机构	• 对不动产项目进行评估并出具评估报告	法定机构,必须聘请
税务顾问	• 就REITs发行过程中的涉税事项(尤其是发行前重组过程中的涉税事项)提供咨询意见	非法定机构
工程顾问	• 就底层资产的结构安全、消防、环保以及附属设施设备的运行情况开展工程尽职调查 • 根据工程尽职调查的结果,就未来商业不动产的资本性开支情况提供测算报告	非法定机构

除以上参与主体外，在公募REITs发行完成后，基金管理人通常还会聘请运营管理机构，对酒店资产的日常运营进行管理。关于运营管理机构的具体要求和相关安排，详见本白皮书第三章的内容。

已申报酒店REITs项目情况

截至2026年5月31日，中国证监会及交易所已受理或接收四单酒店类公募REITs项目申报。这是自2025年12月31日证监会发布（2025）63号文正式将商业不动产（含酒店）纳入公募REITs试点范围以来，市场对政策红利的积极响应。四单项目分别由锦江资管、安住此间、复星旅文和杭州汉崙（开元旅业旗下）作为原始权益人发起，底层资产覆盖城市商务酒店、标准化中端酒店及目的地度假酒店综合体等典型业态，初步构建了中国酒店REITs的多元化格局。

	华安锦江 封闭式商业不动产 证券投资基金	华泰紫金华住安住 封闭式商业不动产 证券投资基金	国联安复星 封闭式商业不动产 证券投资基金 (原亚特兰蒂斯项目)	中金开元旅业 封闭式商业不动产 证券投资基金	
原始权益人	上海锦江资产管理 有限公司	上海安住此间商务信息咨询 有限公司	复星旅游文化集团	杭州汉岷企业管理有限公司	
受理时间	2026年1月29日 上交所受理	2026年2月5日 深交所受理	2026年3月30日 上交所受理	2026年4月30日 上交所受理	
当前审核进展 关键节点	2026年2月26日收到上交所首轮问询;2026年4月21日完成答复,状态更新为“已反馈”,为四单中进度最快	2026年2月27日深交所已出具问询函,目前处于答复准备阶段	2026年4月27日收到上交所问询函,重点关注入住率、估值合理性、季节性现金流波动等问题	2026年05月22日收到首轮问询函,目前处于答复准备阶段	
底层资产信息	全国18个城市的21家锦江都城酒店,合计客房数3,093间,建筑面积约15.7万㎡	共3家酒店,合计客房数1,044间:广州天河体育中心美居酒店&全季酒店项目,建筑面积约4.2万㎡;上海江桥万达桔子水晶酒店项目,建筑面积约1.3万㎡	海南三亚海棠湾的三亚特兰蒂斯项目,包含酒店板块(建筑面积25.0万㎡)和水上乐园板块(建筑面积5.9万㎡)	3家“开元名都”全服务酒店,合计客房1,428间,总建筑面积约22.95万㎡	
资产区位特征	1家位于一线城市,14家位于二线城市,6家位于三线城市	一线城市交通枢纽、商务区,单店区位优势优质	海南三亚海棠湾旅游核心区,单一目的地度假地标	深耕浙江(杭州、温州、嵊州)	
运营模式	自营管理模式以及特许经营管理模式:自营模式收入源于客房及餐饮销售,特许经营管理模式收入源于协议约定的管理费	华住系关联机构(上海安住)委托管理的类自营模式,现金流主要源于客房经营收入	自营模式,运营收入包含酒店收入、租赁收入、水族馆收入、水世界收入、海豚湾收入、C秀收入和其他服务收入	拟采取酒店收入分成的运营模式,包含酒店物业经营收入分成和对外直接出租两种方式	
经营数据*	入住率 Occupancy	58.4%-69.37%	广州天河美居:91.69%-96.22% 广州天河全季:91.00%-97.54% 上海项目:80.82%-90.36%	42.96%-84.08%	杭州开元名都:63%-68% 温州开元名都:65%-68% 嵊州开元名都:59%-69%
	平均房价 ADR	252.79元-279.83元	广州天河美居:495.58元-522.02元 广州天河全季:443.91元-485.27元 上海项目:359.71元-372.82元	1912.01元-2450.96元	杭州开元名都:456元-502元 温州开元名都:535元-558元 嵊州开元名都:392元-403元
	每间可售房 收入 RevPAR	147.63元-194.12元	广州天河美居:458.21元-478.62元 广州天河全季:421.52元-460.10元 上海项目:298.71元-325.04元	1053.63元-1945.48元	杭州开元名都:287元-341元 温州开元名都:349元-379元 嵊州开元名都:238元-269元
盈利能力*	经营毛利率 GOP Margin	39.75%-44.73%	广州项目:65.71%-66.67% 上海项目:58.06%-60.61%	40.88%-47.06%	杭州开元名都:38.65%-38.91% 温州开元名都:29.76%-31.89% 嵊州开元名都:18.81%-21.83%
	运营 净收益率 NOI Margin	1.62%-14.95%	广州项目:54.55%-55.71% 上海项目:45.16%-48.48%	33.09%-40.22%	杭州开元名都:32.79%-33.2% 温州开元名都:24.03%-25.1% 嵊州开元名都:15.08%-16.7%
资本化率 Cap Rate	2026年整体5.9% (4.5%-7.1%) 2027年整体6.9% (5.2%-7.6%)	广州项目: 2026年6.56%,2027年6.78% 上海项目: 2026年4.92%,2027年5.01%	2026年-2028年 Cap Rate分别为 4.61%、4.96%、5.66%	杭州开元名都:8.15% 温州开元名都:5.57% 嵊州开元名都:5.19%	
募资规模(拟)	约17.03亿元	约13.2亿元	约139.28亿元	约18.45亿元	
2026年度 预计分派率	约5.05%	约5.21%	约4.12%	约4.68%	

*华安锦江和复星旅文项目数据期间为2022-2024年及2025年1-9月,华住安住和中金开元旅业项目数据期间为2023-2025年。

补充说明:

1. 数据口径: 表格中募资、分派率、资本化率等数据均来自项目申报文件及交易所公开信息。
2. 审核进度差异与监管逻辑
 - 华安锦江进度领先: 核心优势是全国分散布局、单店体量适中、标准化中端、现金流抗波动, 契合首批试点稳健优先导向; 权属与合规整改到位, 成为首单完成首轮问询答复的酒店REITs。
 - 华住安住: 聚焦一线核心区位、有限服务酒店、高入住率+高GOP%, 审核关注区位依赖度、单店集中度、委托管理边界。
 - 复星旅文(亚特兰蒂斯): 单体大体量、文旅复合业态、季节性波动显著、非房收入占比高, 问询聚焦现金流稳定性、估值逻辑、资本开支、长期运营可持续性。
 - 中金开元旅业: 区域深耕、全服务高端、收入分成模式, 审核关注分成机制确定性、区域集中度、单体盈利差异。
3. 后续节点: 完成问询答复后, 项目将进入交易所上市委员会审核环节, 后续还需证监会注册, 预计首批酒店REIT最快2026年下半年完成发行上市。



四单酒店REITs集中申报是中国酒店业资本化与商业不动产REITs试点的里程碑事件，既展现出头部企业对政策红利的快速响应，也初步构建起多业态、多模式、多区位的酒店REITs底层资产格局。

从资产特征看，锦江的分散化中端商务、华住的核心区位高坪效有限服务、复星的高端文旅度假综合体、开元的区域全服务收入分成，分别对应不同酒店资产的证券化适配逻辑，为行业提供可复制、可校验的实践样本。

监管审核呈现稳健导向、聚焦现金流、重视合规与估值的清晰脉络：分散化、标准化、现金流稳定的资产更易快速推进；大体量文旅、区域集中、创新运营模式则需更充分论证。这既守住风险底线，也为不同业态预留创新空间。

首批酒店REITs的落地将推动行业由重转轻、轻重分离，迈入资产证券化、运营专业化的新阶段，助力酒店企业盘活存量、改善报表、降低杠杆，同时为资本市场提供较高派息、抗通胀、现金流清晰的新型配置品种。



02 酒店REITs估值

酒店公募REITs的核心意义不在于短期融资变现，而在于推动国内存量酒店资产从重资产持有模式，全面转向专业化资产管理驱动模式。当前国内存量高星级酒店资产体量庞大，大量优质酒店资产沉淀在国企、城投平台及大型实业企业手中，其中有些存在重建设投入、轻后期运营管理、缺少常态化资本开支规划、经营业绩波动较大等现实问题，资产真实价值长期无法有效释放。

在估值逻辑层面，我们着重强调：酒店属于强运营依赖性资产，其资产估值核心锚点绝非建筑造价、土地价值与硬件装修标准，而是标的酒店长期可持续、稳定可落地的业主净运营现金流。这一定位直接划定了酒店REITs估值方法的硬性边界，彻底区别于传统住宅、商业零售、工业厂房等不动产估值思维。

从监管与市场双向维度来看，公募REITs产品具备长期持有、稳定分红、信息披露严格三大核心特征，决定了酒店资产估值必须摒弃短期市场交易思维，坚持长期现金流预判思维。过去行业内对酒店资产估值普遍存在业绩乐观预判、运营改善溢价、业态升级增收等主观偏向性假设，该类估值思路完全不符合公募REITs审慎性定价原则，也是目前监管层面审核酒店REITs项目最为关注的核心痛点。

估值方法选定: 严格确立现金流折现法唯一主导地位

- 1

现金流折现法(DCF) 定为核心估值方法。所有申报公募REITs的酒店底层资产, 必须以未来年度稳定净现金流为基础, 结合项目区位风险、运营模式风险、行业周期风险设定合理折现率, 完成全周期收益折现与期末终值测算, 该模式完全匹配公募REITs长期收益回报的产品属性。
- 2

成本法作为交叉验证的方法。酒店装修投入大、品牌附加值高、运营口碑溢价明显, 重置成本无法体现酒店实际经营收益能力, 仅可作为资产实物价值辅助参考, 尚未用于最终价值判定。
- 3

市场比较法仅作区间校核使用。国内酒店大宗资产交易市场活跃度偏低, 公开透明可比成交案例数量较少, 且多数交易附带股权交割、债务承接、团队捆绑等附加条件, 纯物业层面可比修正难度极大, 目前仅作为市场价值区间的校核使用。

一、折现率的核心考量

折现率是体现酒店REITs估值合理以及估值判断的关键变量因素之一。参数设定需综合国内酒店长期经营表现、不动产大宗交易市场行情、中长期无风险利率变化趋势。

对比办公楼、仓储物流等基础设施类资产, 酒店业态对应的折现率整体处于略高水平。核心逻辑在于酒店经营收入极易受客流变化、出行调控政策、居民消费实力等多重外部因素影响, 现金流稳定性偏弱, 估值参数中需要充分匹配对应的风险补偿溢价。

二、综合折现率标准化拆分框架

行业形成统一的折现率拆解逻辑: 综合折现率由三部分叠加构成, 分别为中长期无风险收益基准、酒店行业统一基础风险溢价、项目自身区位条件与运营能力对应的个体风险溢价。其中, 酒店行业基础风险溢价具备长期稳定的波动区间, 是全业态通用基准。



三、分城市能级、运营模式的风险分层逻辑

结合城市发展能级与酒店管理模式差异, 综合折现率设置差异化取值区间, 风险与估值参数正向匹配:

国际头部品牌全权托管模式

一线及新一线、二线城市项目分别对应偏低折现水平。依托完善成熟的标准化运营体系, 客流、营收管控能力突出, 现金流抗波动能力最强, 资产经营风险最低。

国内中高端品牌加盟运营模式

相较国际全权托管项目, 两类城市对应折现水平同步上行。品牌可提供标准化运营支撑, 但总部管控力度有限, 经营业绩波动空间有所扩大, 整体风险有所抬升。

业主自主独立运营模式

全层级城市项目均对应区间内最高折现水平。缺乏标准化运营体系、品牌流量赋能支撑, 经营业绩受市场环境冲击最明显, 现金流不确定性最高, 风险溢价补偿要求最高。

所以, 在折现率构成层面, 提出标准化拆分公式: 综合折现率=中长期无风险收益率+酒店行业基础风险溢价+项目区位及运营个体风险溢价, 从目前已经申报的项目看, 折现率在5.5%-6.7%之间。

现金流精准管控：NOI核算三大硬性准则

在业主净运营收益（NOI）测算层面，提出行业必须严格遵守三大核算铁律，从源头杜绝现金流虚高、收益测算失真等问题，也是REITs申报材料现金流审核的核心要点。

1 剔除全部非经常性异动收益。酒店经营过程中产生的临时性赛事活动收入、短期政企集中接待收入、政策性补贴收入、一次性转租收益等非常态化收益，一律不得纳入基准年度现金流测算范围，仅以近三年剔除异常波动后的平稳经营数据作为测算基底。

2 足额常态化计提常规资本性支出。统一明确行业计提标准，酒店年度常规维护类资本支出（CapEx）按照项目全年营业收入的3%-5%足额计提，专项用于客房软装更换、机电设备日常维保、公区设施小型翻新，该部分支出属于维持酒店现有经营状态的刚性支出，必须全额在现金流中扣除。

3 严格隔离中长期大额改造升级支出。对于酒店运营周期内8-12年一次的整体重装改造、空间格局重构、商业定位调整、全业态升级等大额资本投入，在本次公募REITs估值过程中全部不予纳入测算。

同时着重强调估值核心假设边界：估值全过程默认标的酒店在剩余完整收益年限内，持续维持现有硬件标准、经营格局与市场定位稳定经营，不预判、不考虑因建筑设施老化、业态落后、脱离未来市场需求而产生的改造投入与停业空置损失。

估值禁止性假设划定：严守REITs审慎估值底线

结合监管审核导向与评估执业准则，明确划定酒店REITs估值过程中绝对禁止使用的乐观改善类假设，该内容已同步纳入仲量联行内部评估作业规范。

- 1. 不得预设管理水平优化假设。**估值统一假设未来经营周期内，项目物业服务标准、成本管控能力、招商运营水平、人员配置架构完全延续评估基准日现状，不纳入精细化管理、制度升级、人员优化、降本增效等管理改善带来的收益提升。
- 2. 不得预设租赁及经营条款优化假设。**所有存量已签署租赁合同、品牌托管协议、租金优惠条款、结算方式均永久保持稳定，不预判未来主动上调房价、优化租赁条件、下调品牌管理费等利好行为。
- 3. 不得预设业态转型与经营模式升级假设。**全程锁定酒店现有客房、餐饮、会议、配套业态配比，不考虑新增盈利业态、调整经营结构、转变运营赛道等经营性调整行为。
- 4. 不得忽视长期隐性价值折减因素。**估值过程充分正视酒店逐年老化带来的硬件竞争力下滑、客源流失、租金增长乏力等客观现实，不刻意美化长期经营发展趋势。

运营模式差异带来的估值调整要点

结合国内酒店主流运营模式，制定差异化估值调整规则，实现不同管理架构下资产价值精准对标。

1. **品牌全权托管模式**，为当前酒店REITs最优适配模式，业主仅留存最终剩余净收益，估值过程必须完整穿透托管合同条款，严格按照合同约定计提基础管理费与超额业绩奖励费，不得随意调整费率标准。
2. **品牌特许经营模式**，业主自主掌控日常经营，整体留存收益空间更大，但经营波动风险同步上升，实操中需在基准折现率基础之上上调0.5%-1.0%风险溢价。
3. **无品牌自主经营酒店**，缺少标准化运营体系与客源赋能，市场抗风险能力最弱，收益预测采用行业最保守口径，参数取值全部选取区间上限。

行业风险提示与未来发展观点

在行业风险层面，我们提醒市场参与各方重点关注四大核心审核风险：

- 1 土地使用权剩余年限风险，剩余经营年限不足20年的酒店资产发行REITs存在明显合规短板；
- 2 运营控制权风险，部分国际品牌托管合同存在业主权限偏弱、运营方主导全部经营决策等问题，不利于REITs存续期资产管控；
- 3 全服务酒店收益波动风险，餐饮、宴会等附属业态受消费环境影响极大，估值需合理做收益折扣；
- 4 专业资管团队缺失风险，公募REITs管理人必须具备酒店专项资产管理能力，仅依靠财务投资无法稳定酒店经营现金流。

对于行业未来发展趋势，预期未来3年内国内酒店公募REITs将进入加速落地期，市场会逐步完成从“重资产规模”向“重运营效率”的价值重构，运营管理能力强弱将直接拉开同区位酒店资产的估值差距。优质稳定运营、品牌实力强劲、现金流持续平稳的城市核心高星级酒店，将成为酒店REITs市场最受资本青睐的核心底层资产。

公募REITs场景下酒店物业估值，必须坚守以DCF收益法为核心、以审慎参数取值为基础、以真实稳定现金流为根本、以现状延续经营为假设、以全维度风险对冲为保障五大核心原则。彻底摒弃主观乐观经营预期，严格区分常规资本开支与大额改造投入，贴合监管审核要求与不动产评估执业规范，最终出具公允、合规、可落地、适配公募REITs发行与存续管理的专业估值结果，助力国内酒店存量资产规范化证券化发展。

评估师在REITs相关业务中的作用

在酒店公募REITs体系中,评估师是不可或缺的专业中介角色,承担底层资产价值核定、现金流研判、风险校准、定价支撑等职能。鉴于酒店资产现金流波动大、运营依赖性强的独特属性,需要深耕公募REITs监管规则、精通行业运营逻辑与估值体系的专业评估团队深度参与,才能为业务落地、风险把控及交易定价提供科学、合规、精准支撑,助力REITs业务高效推进。

1.评估师在酒店REITs相关专项业务中的作用

(1) 助力Pre-REITs基金布局与种子资产储备。

在专项酒店Pre-REITs基金设立阶段,配合基金管理人与投资人,制定资产筛选标准,对拟收购的酒店种子资产开展前置估值研判;通过核查资产权属、硬件设施、区位价值、经营现状,结合各项核心指标,测算资产公允价值与未来稳定现金流,甄别优质标的、排查瑕疵与收益风险,为基金资产布局、收购定价、投资决策提供估值依据,保障底层资产质量,筑牢公募REITs基础。

(2) 为机构投资者参与酒店REITs投资提供估值风控支撑。

评估师可从资产估值与收益维度开展专项风险研判,精准核定底层酒店资产的真实价值、资本化率、未来收益稳定性,识别资产高估、现金流波动、市场下行、运营不及预期等估值风险,为投资人投资定价、风险对冲、份额认购决策提供专业参考。

(3) 支撑酒店REITs发行中运营架构调整与各方利益平衡。

在酒店资产REITs发行工作启动后,针对酒店管理合同修订、运营权责划分、收益分配机制调整、发行前后资产运营模式变动等核心事项,评估师通过测算运营模式调整对酒店现金流、资产收益、估值水平的影响,量化各项调整带来的价值变动,精准锁定酒店管理公司的运营价值与合理收益,平衡原始权益人、基金方与酒店管理公司的合法权益,规避利益受损风险。



2. 评估师在公募REITs全发行流程中的核心作用

公募REITs的发行过程中，价值评估是法定核心环节，评估报告、估值结论是REITs申报材料的核心组成部分，直接决定项目审核进度与发行合规性。评估师作为法定中介机构，以独立、客观、公正的专业定位，承担资产合规核验、价值公允定价、现金流精准预测、监管问询应答的核心职责：

（1）项目准备阶段：资产研判与估值奠基

在REITs项目启动筹备阶段，评估师核心工作是完成底层资产合规筛查与估值体系搭建，为项目整体方案落地提供核心支撑。一是对照公募REITs发行准入标准与估值监管要求，对拟入池不动产资产开展全面初筛，排查估值层面的合规瑕疵与风险隐患，判定资产是否符合REITs发行估值标准。二是配合整体交易结构设计、发行方案论证、原始权益人资质认定等工作，结合资产业态特性提供估值维度的专业建议，保障交易架构与估值逻辑相互适配。三是开展全方位资产尽职调查，搭建适配资产特性的估值模型与预测体系，为后续正式估值工作奠定坚实基础。

（2）申报发行阶段：合规估值与审核支撑

申报发行阶段是REITs项目审核的核心环节，评估师的工作直接对接监管审核要求，需严格遵循交易所REITs估值规范，以收益法为核心估值方法，结合成本法、市场法交叉验证，精准测算底层资产公允价值、未来年度净现金流、合理资本化率，完整披露评估假设、参数选取依据、估值过程及核心影响因素，出具合规有效的价值评估报告、现金流预测报告及专项估值意见函，作为REITs核心申报文件提交监管审核。同时，全程配合全套交易文件、申报材料的编制工作。针对交易所的审核问询，逐条专项答复、补充论证，协助基金管理人对接监管机构，高效解决审核疑点，保障项目审核顺利推进。

（3）基金发售及存续阶段：定价支撑与动态管控

在基金发售阶段，评估师配合投资人资格核查、发售见证等工作，从资产价值维度辅助校验投资标的合规性与价值稳定性。在REITs基金存续运营期间，评估师承担常态化估值管控职责，按照监管要求完成年度定期评估工作，针对基金扩募、底层资产购入或出售、资产现金流重大变动、基金提前终止、重大资产处置等特殊情形，及时开展专项估值复核与价值研判，动态监控底层资产价值变动与收益稳定性，及时揭示估值风险，为基金存续运营、份额持有人权益保护提供持续专业支撑。





03

酒店REITs法律架构与合规要点

酒店资产法律尽职调查涉及的主要问题

公募REITs作为一种权益类的证券化产品，其核心投资价值依托于底层资产能够在未来产生持续、稳定的现金流。除了从商业运营的角度对未来现金流的稳定性进行核查评估外，从法律角度，是否存在对于底层资产的权属或者稳定运营可能产生影响的法律风险，也是管理人和律师在开展尽职调查时需要关注的重点。

就酒店资产而言,法律尽职调查关注的风险主要涉及以下三个方面:

1. 酒店资产的可转让性以及前置转让手续的合规性

作为公募REITs发行的前提,原始权益人需要将其持有酒店资产的项目公司的股权转让给公募基金持有的资产支持计划。上述转让行为是否存在法律或合同上的限制、是否有效且是否已履行适当的批准、登记或备案程序是评估酒店资产是否可以发行公募REITs的基本条件之一。实务中,酒店资产通常可能涉及以下转让限制:

(1) 土地出让合同、投资协议或其他与政府部门签署的文件项下的转让限制

酒店资产所在的土地用途多为商业用地、旅馆用地等,属于经营性用地。在许多城市和地区,对于类似用途的地块,在土地出让时自然资源部门会在土地出让合同中对于后续转让设置一些限制性条款,如约定首次转让时投资开发额需要达到一定的标准,或约定土地使用权人出资比例结构、项目公司股权结构改变的,应事先经出让人同意等。尤其是在房地产开发的繁荣时期,很多酒店项目系与住宅开发项目捆绑拿地,在土地出让合同中甚至会要求土地使用权人在整个使用期限内均需自持酒店资产,未经出让人批准不得转让。除上述土地出让合同项下的限制外,部分项目在土地出让时还会根据主管政府部门的要求与主管政府部门签署投资协议或类似文件,对项目的总投资以及投入运营后的营收和税收等经济指标设定要求。如不满足该等经济指标要求,对于项目的转让和处置也会存在限制。

根据目前的监管要求,就存在上述转让限制的项目,在发行前需要取得主管政府部门(包括但不限于所在地的自然资源局、区政府、管委会等)对于实施公募REITs项目、同意项目所涉股权转让的批准或无异议函。主管部门的批准或无异议函需要详细载明结论意见,如“同意原始权益人以商业不动产项目作为底层资产发行商业不动产REITs,并进一步同意在实施过程中将持有不动产项目资产的项目公司100%的股权转让给专项计划”等内容。

(2) 借款合同及酒店管理合同项下的转让限制

如酒店资产在发行REITs前存在融资安排,其融资合同中往往会存在对于项目转让的限制性条款,例如未经贷款人同意,借款人股权架构或最终实际控制人不得变更等。同时,还可能存在以现有融资银行或金融机构作为权利人的抵押、股权质押或应收账款质押的安排。参考已申报的商业不动产REITs项目,在REITs项目取得证监会批准前,原始权益人应获得贷款人同意以酒店资产作为底层资产发行REITs,并且将持有不动产项目资产的项目公司100%的股权转让给专项计划的书面同意函,并且在REITs发行前或最迟在募集资金到位后使用募集资金偿还现有融资,并解除不动产项目上存在的相关抵押或质押安排。

同时,酒店资产作为高度依赖运营的资产,通常项目公司会与专门的酒店管理公司签署管理协议,由酒店管理公司负责酒店资产的日常运营。该等酒店管理协议项下对于酒店资产的转让往往也会设置限制。因此,在REITs项目取得证监会批准前,也需要取得酒店管理公司对于以酒店资产发行REITs以及相关转让行为的同意。



(3) 国有资产管理体制中关于资产转让的特殊要求

国内的大量酒店均由国企业主持有。在公募REITs的产品结构中,原始权益人需要将项目公司100%转让给专项计划,其不再享有控制权。根据《企业国有资产交易监督管理办法》(国资委、财政部令第32号)的规定,前述转让应当在产权交易所履行公开转让程序。但基于公募REITs项目的特点,股权受让方往往为方案中预设的特定主体,如须履行进场手续将导致国有企业作为原始权益人的公募REITs项目的转让过程存在不确定性,无法正常推进申报流程。

为解决以上问题,国资委于2022年5月16日发布了《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》(国资发产权规〔2022〕39号),明确了国有企业通过发行基础设施REITs盘活存量资产,可以在取得同级国有资产监督管理机构批准的前提下,采用国有产权非公开协议转让程序进行。需要注意的是,目前上述规定并未明确可扩大适用于商业不动产REITs的发行。但实践中,根据已申报的以国有企业作为原始权益人的商业不动产REITs的申报文件,其基本上也都采取了与基础设施REITs同样的途径,取得了国资委对于以非公开协议转让的程序完成REITs发行前重组程序的批准。根据我们的实务经验,国资委在作出批复前会特别关注交易价格的合理性以及REITs发行过程是否符合法律规定、REITs发行完毕后国有企业是否需要继续承担的承诺和责任(包括对于合规瑕疵的兜底责任以及对于后续运营管理的责任等),需要原始权益人特别关注上述风险事项并进行妥善解释。

(4) 其他转让限制

除上述常见的转让限制外,在尽职调查过程中还需要根据项目实际情况关注是否存在其他的可能导致转让程序存在瑕疵或限制的情形。例如,有些项目的拿地时间较早,在拿地时签订的土地出让合同、投资协议或其他与政府部门签署的文件中并不存在明确的转让限制,但后续项目所在地区的政府部门收紧了对于经营性用地的监管口径,并出台了地方性法规或规章对于经营性用地及地上物业的转让设置了限制,尽职调查过程中需要对该等法规层面的限制也予以关注,并确认相关规定是否适用于拟发行REITs的酒店资产。又比如,部分酒店项目开业时间较长,在实际经营过程中出于经营需要加建了部分建筑物、构筑物,但未取得相关的规划和建设手续,严格来说属于违章建筑。如存在该等情况,需要进一步与当地不动产登记和房屋管理部门核实该等违章建筑的存在是否会导致酒店资产的转让受到限制。

2. 酒店资产建设手续的合规性

酒店资产系合法建成且权属清晰，是酒店资产能够实现稳定运营的基础条件。在法律尽职调查过程中，除了酒店资产的产权外，同样需要关注酒店资产建设手续的合规性问题。

（1）初始建设手续

根据商业不动产REITs的监管规则，就拟发行REITs的商业不动产项目，其保障不动产项目持续稳定运营的关键合规手续（包括但不限于建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、竣工验收备案证明、环保验收以及消防验收文件等，合称“两证三验收”）应齐备，同时还应当已取得能够实现权属合法有效转移、保障不动产项目持续稳定运营的其他合规文件。根据目前的监管口径，在尽职调查中仍需要对底层资产初始建设时的立项、规划、用地、环评、消防、节能、施工、竣工等审批、核准、备案、登记的手续情况进行完整核查。

在我们处理的酒店并购项目和REITs发行项目中，不少项目因为建设年代较为久远，或因为项目系通过收购或司法拍卖程序获得，而导致项目公司掌握的酒店初始建设手续文件并不齐全。如拟发行REITs的酒店资产涉及到该等情况，需要先通过调档等手段尽量获取所有可获取的手续文件。如在穷尽核查手段后仍存在初始建设手续缺失的情况，需要根据项目初始建设时的法律法规判断是否属于必须要办理的情况。如果根据项目初始建设时的法律法规属于必须要办理的情况，则原则上需要进行补办或者由相关主管部门出具合规说明。尤其是针对两证三验收手续，均为必须取得，不允许容缺申报。如根据项目初始建设时的法律法规属于不需要办理但按照现行规定

需要办理的，则需要结合项目具体情况与监管机构进行沟通说明。针对环保、节能或建筑安全问题，必要情况下，需要聘请工程顾问出具专项报告，从实质上说明酒店资产的现状符合相关技术标准和规范，相关合规手续的缺失不会对项目的稳定运营造成影响。

（2）装修改造中的建设手续

除酒店资产初始建设阶段的合规手续文件外，在REITs发行项目的尽调过程中还需要同时关注历次装修改造过程中的建设手续是否合规。部分酒店尤其是有限服务型酒店或经济型酒店的装修改造较为频繁，而实操中负责工程改造的人员对于装修改造所需要取得的合规手续的认知与法规要求往往存在出入。比如，一个普遍存在的认知是装修改造工程如果不涉及消防设施或房屋结构的改造，就不需要取得任何建设合规手续。但是严格根据法律规定，装修改造工程的施工金额超过一定限额或施工面积超过一定范围，即需要申请装修工程的施工许可证。类似的认知上的差异导致在大量酒店项目中，其装修改造过程未取得完整合规手续的情况并不罕见。如拟发行REITs的酒店资产存在上述情况，且无法补办合规手续，基金管理人需要在招募说明书中充分披露相关风险，并通过适当的风险缓释措施尽量降低该等合规风险对于酒店稳定运营以及后续改造可能造成的影响。





3. 酒店资产经营以及现金流的稳定性

与其他类别的商业不动产相比，酒店资产的运营具有以下特征：1) 运营模式较为复杂，可能包含多种业态以及诸多配套设施；2) 运营所需要的资质、证照繁多；3) 现金流来源非常分散，且相较其他依托于租金收入的商业不动产波动性较大。基于上述特征，在REITs发行的审核过程中，监管机构会特别关注酒店资产运营的稳定性和可持续性。

从法律尽职调查的角度，涉及到该方面的主要有以下问题：

(1) 入池资产的范围

根据商业不动产REITs的监管规则，在确定拟发行商业不动产REITs的资产范围时，实现不动产项目功能所必需的、不可分割的相关附属设施、配套设施原则上应当纳入资产范围。因特殊原因未纳入的，不得对不动产项目运营稳定性、现金流和估值产生重大影响。存在项目公司与其他方共用、共有资产情形的，共用、共有资产情形应当不影响不动产项目的稳定运营，共用、共有资产权利人、其他方与项目公司的权责划分应当清晰。

就酒店资产而言，其附属设施、配套设施除了常见的电梯、中央空调、强弱电系统外，还包括可移动的家具、家电等运营资产，以及水泵房、冷却塔、锅炉或空气能加热设备、电视和网络信号接收设备等，相较其他商业不动产项目要更为复杂，且该等附属设施、配套设施均对于酒店的日常运营具有显著影响。同时，相比其他的商业不动产类别，为了维持入住率及房价，酒店资产经过一定的运营周期即必须进行升级改造，包括对

附属设施、配套设施进行更换、升级。因此，明确酒店资产的入池资产范围，并确保公募REITs发行后项目公司对于相关附属设施、配套设施以及酒店经营区域具有充分的管理权限、对于相应升级改造事项具有决定权是酒店REITs发行过程中需要重点关注的事项。

实践中，很多酒店项目并非在单独地块上独立建设，而是与商业、办公作为同一综合体位于同一地块上进行开发建设，甚至有些项目与其他业态位于同一个单体建筑内（如部分项目低楼层区域为办公及商业，高层区域为酒店）。在尽职调查过程中需要审阅相应的建设文件、工程图纸、物业管理协议和业主规约等，明确界定属于酒店资产的专属区域范围以及专有专用设施设备范围，并将相关专有专用设施设备均纳入入池资产范围。如酒店资产经营涉及与其他权利人共有共用的区域、或存在与其他权利人共有共用的设施设备，需要在申报前进行妥善安排，通过物业管理协议、业主规约约定或取得其他权利人一致行动同意函的方式，确保项目公司对于该等共有共用区域和设施设备的使用、管理不存在法律障碍，且对于酒店资产后续提标改造事项具有决定权。

（2）经营资质

酒店的必备经营资质通常包括：公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查合格证、公共场所卫生许可证、旅馆业特种行业许可证以及食品经营许可证。部分酒店的经营项目还会涉及到其他的特殊资质许可，如有泳池的酒店需要申请高危险性体育项目经营许可证、海滨度假酒店可能涉及海域使用权证、温泉酒店可能涉及采矿许可证等。上述经营许可是否合法、有效均会影响酒店的稳定运营。在尽职调查过程中，除了需要关注该等资质、许可目前是否合法、有效外，针对存在有效期限的资质、许可，还需要基金管理人对于证照展期作出妥善安排，确保REITs发行后酒店的经营不会因为相关资质、许可无法展期而受到影响。

（3）现金流核查

酒店公募REITs作为依托于酒店资产产生的现金流发行的证券化产品，酒店资产的现金流是否稳定、可持续是监管机构关注的核心问题。根据商业不动产REITs的现行监管规则，商业不动产项目的现金流应当真实、合法、稳定、可持续，不依赖于第三方补贴等非经常性收入并且应合理分散。实务中，由于酒店的现金流主要来源于客房收入，其最终来源大多是单一住客，样本量较大且较为分散，核查过程中需要基于酒店的PMS系统，对酒店现金流的真实性进行抽样核查。同时，针对部分高星级酒店，其收入的很大一部分来源于餐饮、水疗、娱乐等其他增值服务的收入，相较于其他依托于稳定租金收入的商业不动产项目波动较大，为满足监管要求，可能需要在发行过程中考虑通过将相关业务转换为租赁模式，即由原始权益人的关联方或第三方，经营并向酒店项目公司支付租金的形式，来降低现金流的波动。

另外，根据监管要求，如果任何单一酒店资产的现金流中超过10%来源于某一主体或其关联方，则该主体将被定义为该酒店资产的重要现金流提供方，需要单独进行披露并对该重要现金流提供方的资信情况、经营情况、财务状况、公司评级以及是否存在违法违规情况进行说明。根据目前已申报的酒店REITs项目情况和我们的实务经验，可能涉及到的重要现金流提供方包括：

1. 酒店的企业客户；
2. OTA渠道（但基于目前已申报的酒店REITs项目情况，暂未将OTA渠道作为重要现金流提供方）；
3. 原始权益人或其关联方通过整租或整体承包酒店资产取得酒店资产的经营权，并向酒店项目公司支付租金或收入分成。该等情况下原始权益人或其关联方会被认定为该酒店资产的重要现金流提供方。需要注意的是，该等模式下，酒店资产的现金流是否稳定很大程度上会受到该承租人或承包经营方主体资信情况的影响，因此该等模式是否会被监管部门认可尚待进一步观察。



与酒店底层资产运营管理安排相关的法律问题

目前市场上较多优质存量酒店资产（尤其是冠以奢华、超高端国际品牌的全服务酒店）的运营模式通常是由酒店资产持有人或其关联方（“业主方”）聘请酒店管理公司（“管理方”）为酒店提供品牌许可和委托管理服务。业主方和管理方之间通过签署酒店管理合同，明确各自在酒店运营管理方面的权利和义务。

若业主方拟将其持有的酒店资产作为底层资产发行商业不动产REITs，根据商业不动产REITs的相关规定¹，基金管理人应当主动履行底层资产的运营管理职责，可以委托外部运营管理机构负责底层资产的日常运营管理。

纵观商业不动产REITs的监管规则，对运营管理机构提出了具体明确的要求。这些监管规则以及过往已发行的基础设施REITs产品相关的运营管理安排，与目前酒店行业所普遍采用的委托管理做法相比，有不少差异甚至冲突之处。因此，如果管理方继续参与对酒店进行管理的话，业主方势必需要对酒店资产运营模式做出相关调整，业主方和管理方也需要对双方之间的酒店管理合同的约定进行修订，以符合商业不动产REITs的要求。

本章节通过对比传统的酒店委托管理模式与商业不动产REITs的监管要求以及市场先例，分析两者的差异，从而回答商业不动产REITs的运营管理安排在现有的酒店管理合同基础上需要作出哪些调整、现有的管理方未来在商业不动产REITs结构中扮演什么角色等问题。

1. 运营管理机构的资质条件

根据监管要求²，商业不动产REITs中的外部运营管理机构应当符合以下个方面的条件：

- 1 法定资质**
具有国家规定的商业不动产运营管理资质；
- 2 运营经验**
具备丰富的不动产项目运营管理经验，配备充足的具有商业不动产项目运营经验的专业人员，其中具有5年以上商业不动产项目运营经验的专业人员不少于2名；
- 3 运营能力**
具有持续经营能力，包括良好的市场定位能力、收益管理能力、运营成本管控能力；
- 4 治理和资信状况**
公司治理与财务状况良好，最近三年不存在重大违法违规记录，最近一年不存在因严重违法失信行为被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位的情形；
- 5 监管机构规定的其他条件**

对于酒店行业内比较知名和富有经验的酒店管理公司而言，满足监管要求对商业不动产REITs安排中的运营管理机构设定的资质条件并不存在实质性的困难。除了资质准入条件之外，酒店管理公司参与到商业不动产REITs中还要需要符合一系列监管要求，例如，向监管机构进行备案、按要求履行信息披露和报告义务、建立利益冲突防范机制、接受对其履职情况的监督等。

1 中国证券监督管理委员会于2023年10月20日发布的《基础设施证券投资基金指引（试行）》的第三十八条、第三十九条。

2 《基础设施证券投资基金指引（试行）》的第四十条、《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第1号—审核关注事项（试行）》第八条、第六十七条。



尽管没有明文规定，从目前的监管实践来看，出于长期责任绑定等考虑，需要运营管理机构与原始权益人有一定的关联关系。对于只从事“轻资产”运营、而不投资酒店“重资产”的酒店管理公司而言并不满足此要求。因此，管理方未来在商业不动产REITs结构中扮演什么角色值得进一步的探索。

在目前已申报的部分酒店公募REITs产品中，传统意义上委托管理模式下的管理方有的以运营管理机构中的实施机构身份直接参与REITs的运营管理，也有的以酒店“品牌方”的身份参与到REITs治理机制安排中。所谓“品牌方”也并非仅提供酒店品牌许可，而是与运营管理机构共同为酒店的运营管理提供服务，“品牌方”将提供的支持和服务包括但不限于提供品牌授权和标准输出、系统及技术支持、运营管理支持、市场推广服务、培训支持、合规和风险管控等。根据监管规则的要求，合作品牌方应当具备良好的声誉与履职能力，在相关领域具备丰富的运营管理经验和竞争优势，原则上合作已满2年。并且，要求披露运营管理机构与品牌方之间关于服务范围、职责分工、人员配备、费用标准、业绩考核与激励机制等相关约定。尤其需要注意的是，对于运营管理机构与品牌方之间的合作模式，不得违反“运营管理机构不得将主要职责转委托给其他机构”的硬性规定。

2. 酒店员工劳动合同关系安排

在商业不动产REITs的治理结构中，作为一种被监管机构认可和采纳的普遍操作，项目公司通常采取“净壳化”的结构，在功能上仅作为持有底层资产的特殊目的载体。受限于金融产品和基金管理人作为金融机构的管理要求，单独为酒店业态放开“净壳化”要求尚不具有可能性。因此，项目公司通常仅保留必须的管理层人员，底层资产的运营管理团队需要由运营管理机构或者商业不动产REITs结构中的其他主体聘用。

目前大多数酒店管理公司均以“轻资产”模式运营为主，在传统委托管理业务中并不直接聘用酒店的员工，而是在酒店管理合同中约定由业主方聘用酒店员工。如果考虑将酒店管理公司作为REITs结构中的运营管理机构，需要聘用酒店人员对其而言是重大的经营策略调整，接受度很可能非常有限。对于同时从事酒店重资产投资和轻资产运营的酒店集团而言，其既作为酒店资产的原始权益人希望推动商业不动产REITs的发行，又希望继续在REITs结构中作为运营管理机构运营和管理底层酒店资产，接受该等重大人员聘用调整措施的意愿或许会更大一些。因此，管理方是否有意愿承接酒店员工的劳动合同关系，一定程度上决定了其在整个商业不动产REITs结构中所能扮演的角色。

3. 酒店银行账户、资金、印章和证照管理

根据监管要求，基金管理人应主动履行运营管理职责，建立商业不动产项目资金账户和现金流管理机制，有效管理运营产生的现金流，防止现金流流失、挪用。并且，基金托管人应监督商业不动产项目的资金账户及资金流向，确保符合法律法规规定和基金合同约定，保证商业不动产资金在监管账户内封闭运行。基金管理人还应建立印章管理、使用机制，妥善管理商业不动产项目的各种印章。

基于上述监管要求，底层酒店资产运营产生的资金应全部纳入银行监管账户进行管理，所有对外资金支付均需经基金管理人的复核、审批，并且符合银行监管要求。印章管控更属于通常的监管“红线”要求。基金管理人均会对商业不动产项目的印章和证照管理制定详细的保管和使用审批流程。

而在传统的委托管理合同项下，无论是管理费、能源以及人工支出等常规支出或者销售、采购等常规合同事项，还是一些应急或超出控制范围的额外支出情况，管理方往往通过对酒店银行账户以及印章的控制，从而获得资金支出以及对外签订合同等方面的便利。这些与商业不动产REITs对资金支付、印章管理的强监管存在矛盾。因此，在设计商业不动产REITs运管安排时，需要对支出和用印的审批流程予以重点考虑。既要符合刚性的监管要求，又要兼顾酒店运营的特殊性，尽量减少和避免对运营造成不利影响。

4. 运营管理费、经营业绩的奖惩

沪深交易所对商业不动产REITs审核关注事项指引要求，运营管理协议应当明确约定运营管理费用的构成、收取基准、计算方式，运营管理费用设置应当合理、公允、符合交易习惯。审核关注事项指引同时还规定，运营管理费应当包括基础管理费和浮动管理费。基础管理费可以结合商业不动产项目历史运营管理成本费用支出情况确定，保障不动产项目稳定运营。浮动管理费应当有利于提高商业不动产项目运营管理效率、强化资产维护运营，能够有效体现对等的激励与约束。对于运营管理机构的奖惩是监管规则和窗口指导的明确要求，所有已上市REITs项目均遵循该等要求。

如果业主方将酒店作为底层资产发行酒店公募REITs，需要酒店管理方继续为酒店运营提供支持（包括但不限于品牌许可、集团服务、运营管理等），从已经申报的酒店公募REITs项目来看，存在不同的情况。有的项目由运管机构收取基础管理费来“包干”运营成本，有的则由运管机构按照运营管理服务发生的实际费用进行实报实销的方式收取基础管理费。

更值得关注的是对经营业绩的奖惩安排，所谓“奖励”在传统委托管理模式下常见，但“惩罚”却并不多见。从已经申报的酒店资产的商业不动产REITs项目的运营管理费安排来看，基础管理费主要涵盖运营管理机构承担的酒店运营人员成本、酒店品牌费用、酒店系统费用等成本费用。浮动管理费（绩效管理费）有基于NOI的一定比例收取的，也有基于年度预算的完成情况来收取绩效管理费的（如果实际GOP超过目标GOP的，则针对超额GOP的固定比例或阶梯式比例收取正向绩效管理费；但若实际GOP低于目标GOP的，则按照相同逻辑计算的负向绩效管理费，需要从支付给运营管理机构的基础管理费中扣除，但以其收取的基本管理费为限，从而体现奖惩）。

可见，REITs项目对运营管理机构提出了更为严格的奖惩机制。基金管理人需要说明与运营业绩挂钩的激励和约束机制，并解释是否能有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则，以有利于提高运营管理效率。



5. 年度预算的制定、执行

对于年度预算的制定以及执行中可能出现的偏离等情形，在商业不动产REITs监管规则层面并没有详细的规定。从已申报的酒店类资产的商业不动产REITs项目来看，项目公司和运营管理机构之间关于预算管理机制的合作方式也各不相同。但是，“运营管理机构编制年度预算并提交基金管理人批准后执行”这一基本原则是统一的，这一点与传统委托管理模式，业主方有权批准年度预算的逻辑是一致的。根据对基金资产的封闭监管要求，基金管理人应主动履行其对底层资产的运营管理职责，对于在经批准的年度预算之外的事项，需经基金管理人批准后方可执行。

对于如何避免或解决基金管理人和运营管理机构之间对于年度预算制定过程中可能产生的分歧，实践中存在参考第三方评估机构出具的资产评估报告、会计师事务所出具的可供分配金额测算报告中相关数据等做法。而这些做法很大程度上避免或缩小可能存在的分歧，与采取专家裁定等解决方式的传统委托管理模式也有很大不同。

酒店管理公司在委托管理模式中对于预算的制定具有相当的话语权。在酒店实际运营过程中，确实很可能会发生一些在年度预算中未能或者无法预见的情况，甚至出现偏离年度预算的情形。无论酒店管理公司在REITs结构中是运营管理机构还是品牌方的身份，均必须遵循REITs监管规则对基金管理人主动管理的刚性要求，配合履行相关的程序。而基金管理人也确实需要考虑设计一套符合酒店运营特殊性的审批流程。

6. 资产和财务管理

在商业不动产REITs项目中，基金管理人要求运营管理机构提供全面的酒店资产管理服务，包括但不限于酒店固定资产的登记、入库、盘点等全部内容。

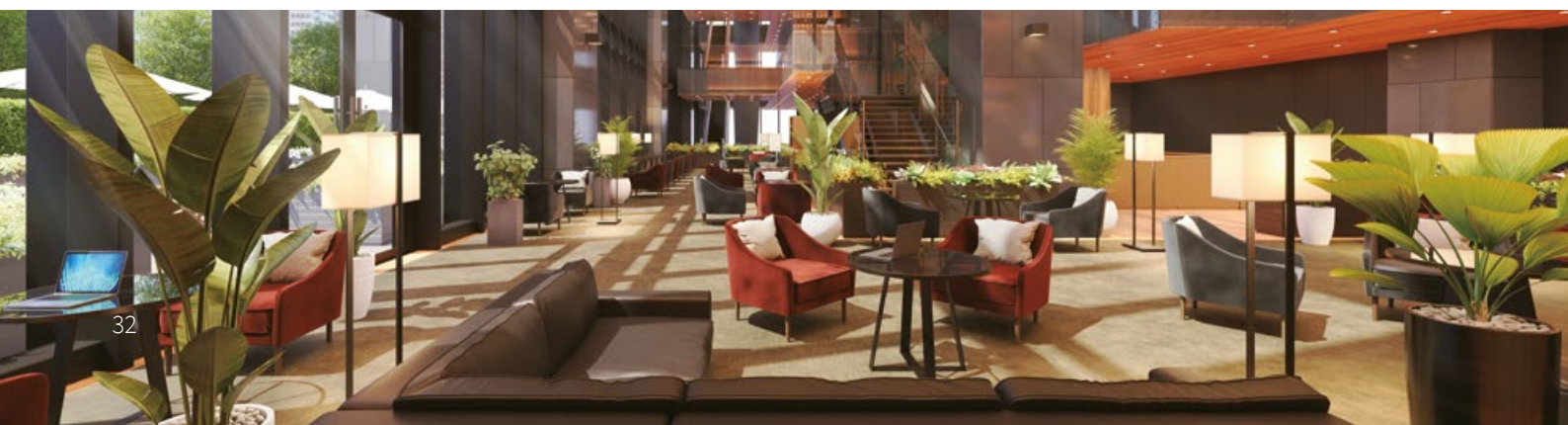
商业不动产REITs的财务和税务管理工作也均由运营管理机构全面负责。运营管理机构应根据中国法律法规和会计制度建立并维护财务账册、会计系统及内部控制制度，编制月度、季度、中期和年度财务报表，协助由项目公司进行年度审计，以及协助项目公司完成所有纳税申报工作和缴纳相关税费。

REITs显然对运营管理机构在资产管理和财务管理方面提出了更全面的要求。这一点与传统的委托管理模式下的业主方与管理方的职责分工有比较大的区别。传统委托管理模式，业主方负责酒店的资产管理，而管理方以运营管理的职责为主。因此对于酒店管理公司而言，如果以运营管理机构的身分参与到REITs结构中，还需要增加自身资产管理和服务能力。

7. 同业竞争和利益冲突

根据监管要求，运营管理机构同时向商业不动产基金以外的其他机构提供同类项目运营管理的，应当设立独立机构或者独立部门负责商业不动产项目的运营管理，并采取充分、适当的措施缓释利益冲突风险。

在商业不动产REITs实践中，运营管理机构承诺其将在履行运营管理职责和义务的过程中尽最大努力保护商业不动产项目的最大利益；执行酒店品牌既有的区域保护政策（如在一定区域范围内不持有或运营其他竞争性项目，与运营管理模式下的区域保护措施类似）；采取充分、适当的措施以避免可能出现的利益冲突，例如，针对不同项目设立单独的业务团队以实现业务独立运营和隔离敏感信息。运营管理机构需要提供更全面的利益冲突防范承诺和措施，以保证底层资产收益不被侵蚀，维护REITs份额持有人的利益。



小结：

业主方将委托管理的酒店资产作为底层资产发行商业不动产REITs，现存的酒店管理合同势必需要做出重大调整。若直接将委托管理模式下的管理方直接作为商业不动产REITs结构中的运营管理机构，并整体地沿用原有酒店管理合同下的各项约定，则很难符合监管的规则。业主方和管理方要对双方角色的重新界定、权利义务的重新划分进行协商，并签订新的协议加以落实。

在酒店管理公司无法直接作为商业不动产REITs的运营管理机构的情况下，而酒店运营又需要酒店管理公司在专业运营指导、品牌许可、集团服务等方面的支持，酒店管理公司与商业不动产REITs或其运营管理机构之间以特许经营模式进行合作，是一个较为快速便捷的解决方式。在品牌政策允许的情况下，改为特许经营模式，由原始权益人的关联方作为运营管理机构，由其承担对基金管理人的责任，符合刚性的监管要求。而传统酒店委托管理模式下的管理方，则以品牌方的身份出现，履行日常运营管理的职责。

若品牌政策尚未释放相关品牌授予特许经营权，业主方也可以与管理公司共同寻求委托管理和特许经营模式的第三种运营模式，比如管理加盟或者运营支持，使酒店管理公司较特许经营而言对日常管理有更多的掌控，但较全权委托管理又少一些控制，既符合酒店管理公司对于品牌标准的贯彻落实，也更符合商业不动产REITs的监管要求。

另外，借鉴境外酒店REITs的经验，也可以考虑采用租赁合同项下固定租金+浮动租金的模式，在增加收入确定性的前提下，由酒店管理公司根据市场普遍惯例的酒店管理合同进行管理，充分发挥其专业管理技能。为防止过于依赖承租人（原始权益人关联方）的主体信用，也可以考虑通过加大浮动租金比例将真实运营情况反馈至商业不动产REITs端。



律师在酒店REITs相关业务中的作用

1. REITs发行过程中的作用

公募REITs作为“不动产的IPO”业务，其申报、发行及发售的全过程均受到严格的法律、法规和监管要求的约束。作为法定中介机构，律师事务所在发行全流程中承担了合规把控、架构落地、风险防控的核心职责，律师的工作贯穿公募REITs发行的所有阶段：

1. **项目准备阶段：**对照REITs发行的合规要求对拟发行资产进行初筛；就发行方案、交易结构、原始权益人认定等问题进行论证并提供法律建议；确定拟发行资产后，对项目公司和底层资产进行尽职调查；对原始权益人及相关机构进行尽职调查；
2. **申报发行阶段：**准备公募基金以及专项计划法律意见书；准备全套交易文件；准备内部决议以及国资审批流程文件；协助起草并准备公开承诺、尽调承诺函以及其他确认性文件；答复交易所反馈中涉及到的法律问题，并协助基金管理人与监管机构进行沟通；
3. **基金发售阶段：**战配投资人资格审查；网下投资人资格审查和发售见证；出具战配资格核查和网下发售见证法律意见书。

尤其需要注意的是，作为公募REITs家族中新加入的资产类别，酒店资产在经营模式、资产业态、运营考核逻辑以及合规要求等各个方面均有其特殊之处，作为酒店REITs发行的律师团队，既要熟悉公募REITs监管要求，又要了解酒店行业在上述各个方面的特殊要求和行业惯例，才能为REITs项目的顺利发行提供全方位的法律支持。

2. 其他REITs相关业务中的作用

在如下与酒店REITs相关的业务场景中，由既熟悉公募REITs监管要求、又熟悉酒店资产经营管理的专业律师团队提供支持也会对相关方业务的开展起到事半功倍的作用，包括：

1. 协助基金管理人和投资人设立专门投资于酒店项目的Pre-REITs基金并进行种子资产的筛选和收购；
2. 协助保险资金、银行理财以及其他机构投资者或高净值客户参与公募REITs发行的战略配售或网下认购，为投资人识别酒店REITs项目的法律风险并审阅、修改认购协议及相关协议；
3. 在收到拟发行REITs的原始权益人拟以酒店资产发行REITs的通知后，协助酒店管理公司与原始权益人进行沟通，就运营管理安排架构以及酒店管理合同的调整以及其他需要酒店管理公司配合的事项（包括双方在酒店REITs发行过程中以及发行后的权利义务）进行谈判，在维护双方商业合作并尽量配合原始权益人实现酒店REITs发行的目的的同时，确保酒店管理公司的利益不受到损害。



04

酒店REITs的全球经验与中国路径：挑战、国际案例与前瞻思考

中国酒店REITs的挑战

尽管政策大门已开，但酒店资产因其独特的经营属性，在走向公募REITs的过程中仍面临一系列结构性挑战。

- 1 产权与合规性问题：**部分酒店项目，尤其是早期开发或位于特殊区域（如景区、历史街区）的酒店，可能存在土地性质复杂（如划拨、集体用地）、历史建设手续不全、证照缺失等问题，导致权属不够清晰，难以满足REITs对底层资产“权属清晰、合规完备”的硬性要求。
- 2 收入稳定性与周期性波动：**酒店收入高度依赖于宏观经济、旅游消费景气度及季节性因素，其现金流波动性大于以长期租约为基础的办公楼或物流仓储。REITs产品对底层资产现金流的稳定性和可预测性有极高要求，如何有效论证并管理酒店收入的周期性风险，是申报过程中的核心难点。
- 3 运营管理权与治理结构冲突：**国内大量高星级酒店由国际品牌管理公司运营，其管理合同通常规定酒店印章、银行账户及日常经营决策权由管理方控制。然而，公募REITs的监管框架要求基金管理人（或运营管理机构）对底层资产拥有实质控制权，以保障投资者利益。这一根本性冲突构成了国际品牌酒店进入REITs市场的重大障碍。
- 4 资产估值与定价难题：**酒店价值不仅取决于物理资产，更与其品牌、管理团队和运营能力深度绑定。国内酒店大宗交易市场尚未形成统一、透明的定价体系，不同个案差异较大。这给以收益法为核心的REITs资产评估带来了挑战，也增加了二级市场投资者的风险定价难度。
- 5 扩募能力与资产储备：**REITs的长期生命力在于其通过扩募实现规模增长的能力。对于酒店REITs而言，发起人是否拥有充足且符合REITs标准的备选资产，以及是否具备专业的酒店资产管理与并购整合能力，将直接影响其未来的成长空间和市场吸引力。

国际案例1

美国查塔姆REIT 以9200万美元收购6家 希尔顿酒店的启示

2026年3月，查塔姆住宿信托基金（Chatham Lodging Trust）以9200万美元（约6.4亿元人民币）收购6家希尔顿品牌酒店。依照2025年NOI推算，这笔交易的资本化率高达10%。

目前美国酒店交易市场，优质资产资本化率一般在7%-9%之间，10%的资本化率已显著高于市场平均水平。



基础交易信息

买方：查塔姆住宿信托（Chatham Lodging Trust）：是一家专注于酒店投资的房地产投资信托基金（REIT），主要投资精选服务型 and 长住型酒店。截至2026年初，公司拥有42家酒店，分布在美国20多个州。

卖方：未披露具体名称，但从交易性质来看，应该是区域性的中小型开发商或私募基金，很可能因再融资压力被迫出售资产。

交易标的：6家希尔顿品牌酒店。

品牌组合：包括希尔顿惠庭套房酒店（Home2 Suites by Hilton）和希尔顿欣庭套房酒店（Homewood Suites by Hilton）——均为希尔顿旗下的长住型品牌。

客房总数：589间，单房收购价约15.6万美元（约107.6万元人民币）。

资产位置：位于美国中部的州际公路沿线的中小城市。这些酒店项目并非处于核心城市的核心地段，也不是热门的旅游景点，而是依赖州际交通和制造业、物流业的所谓区域型刚需市场。但它们是长途卡车司机和中转旅客的重要停留点。

资产质量：平均房龄仅10年，正处于运营黄金期。

值得重点关注的3个核心问题

卖方为何愿意折让？

买方如何利用杠杆放大收益至20%？

非核心区资产凭什么能跑出高回报？

根据查塔姆披露的信息显示，这批酒店的平均RevPAR（每间可售房收入）为116美元。由于是长住型产品，EBITDA（息税折旧及摊销前利润）利润率高达42%，收购价9200万美元（约6.4亿元人民币），资本化率10%，就意味着这批酒店的年净营业收入（NOI）为920万美元（约6347万元人民币），这个回报率在全球范围都是相当高的水准。

为何卖家愿意折价出让？
答案或许藏在再融资压力里。

而查塔姆正是精准捕捉到了这个窗口期：当竞争对手被银行拒之门外时，手握现金和信贷额度的上市REIT成为市场上的稀缺买家，自然能要求更高的回报率。

买方的获利情况？

20%

当期获利：
杠杆撬动，使股东回报高达近20%

年利息支出：
 $6500\text{万} \times 5.0\% = 325\text{万美元}$

权益收益：
 $920\text{万} - 325\text{万} = 595\text{万美元}$

股东回报率：
 $595\text{万} \div 2700\text{万} \approx 22\%$

毫无疑问，如果进入降息通道，查塔姆的收获将是：

降息→融资成本↓→利息支出↓
→股东现金回报↑

同时→资本化率↓→资产估值↑
→退出收益↑

最终：查塔姆获得的是“利差扩大”+“资产升值”的双重红利。

这些建于2014-2015年的酒店，初始贷款的5-10年期限正好在2024-2025年左右集中到期。当初贷款时的利率在4%-5%之间，而目前的融资利率应该要在6%-7%，连锁反应就此开始。

1 现金流被挤压：利息支出激增
融资利率提升最直接的影响就是，每年要多付几十万甚至上百万美元的利息。利息支出激增导致现金流大幅减少。

2 资产价值缩水：抵押物“贬值”
商业地产估值中常用的直接还原法公式是：资产价值=年净营业收入÷资本化率。而资本化率与利率正相关——利率越高，市场的资本化率就越高，而资产价值就会越低。

3 再融资现金缺口
基于目前金融机构趋于谨慎，如果银行只愿意按新估值的60%-65%放贷，而原业主的抵押贷款是基于当年估值的70%-75%，要完成再融资，业主必须掏出数百万美元现金填补差额。对于中小型开发商而言，极有可能因此遭遇流动性风险。与其被银行法拍，不如趁市场流动性尚可时忍痛出售。

查塔姆使用的是“现金+循环信贷”的组合支付方式。

循环信贷可以理解成一个超大号的“信用卡账户”——有额度，随借随还，只对已借用的部分支付利息。

基于9200万美元的收购价，查塔姆的融资结构是：
循环信贷借款6500万美元（利率6%）+自有现金2700万美元

每年支付银行利息： $6500\text{万} \times 6\% = 390\text{万美元}$
年净营业收入： $9200\text{万} \times 10\% = 920\text{万美元}$
剩余股东收益： $920\text{万} - 390\text{万} = 530\text{万美元}$
股东实际回报率： $530\text{万} \div 2700\text{万} \approx 19.6\%$

虽然美联储的降息时点在持续后移，但不出意外，美国未来几年大概率会降息。如果未来美联储降息1.0%，同样是借6500万美元，查塔姆年利息从390万美元降到325万美元，一年直接少还65万美元（449万元人民币），查塔姆在这笔投资上的回报率将进一步提升至22%。

本次交易的启示

1. 非核心资产的价值重估

这笔交易最反直觉的一点是：资产不在核心城市，却跑出了10%的回报率。它们不是旅游热点，没有地标建筑，但有一个共同特点：位于州际公路沿线，是物流、制造业的必经之地。这些区域的酒店需求具有刚性：长途卡车司机需要过夜，中转旅客需要停留，周边工厂的商务客需要住宿。这类需求不会因为经济波动而大幅萎缩，抗周期能力反而强于依赖旅游的核心城市资产。更重要的是，非核心区的资产价格远低于核心城市，同样的资金能买到更高的现金流回报。

2. 如何获得高资本化率？

从这笔交易可以总结出获取高资本化率的三种路径：

路径一：捕捉卖方的融资困境

当原业主因再融资压力被迫出售时，买方可以要求流动性溢价。

路径二：寻找运营效率有提升空间的资产

这批酒店的平均利润率高达42%，已经处于较高水平。查塔姆看中的不是“翻盘”的机会，而是“稳盘”的机会——资产本身已经高效运转，不需要额外资本支出，买入即可享受稳定现金流。

路径三：合理利用杠杆放大回报

即使资产本身只有8%-9%的资本化率，通过合理杠杆（比如6%的融资成本），股东的现金回报率也能被撬动到15%以上。关键在于融资成本要低于资产回报率，中间的利差就是股东的超额收益。

复盘查塔姆这笔交易，会发现：

这不是一次简单的“捡漏”，而是一套精密的财务模型在运转。

但更重要的是它背后的思维框架：从“买涨不买跌”转向“逆周期配置”；从“赌房价上涨”转向“算现金流回报”。



国际案例2

日本酒店REIT最大收购案：东京凯悦酒店 | 买家八折接手，卖家竟赚翻倍

2026年3月，日本酒店REIT (JHR, 8985.T) 以1260亿日元 (约60.5亿元人民币) 收购东京凯悦酒店。

这笔交易之所以引人注目，不仅因为规模创近年之最，更因为买卖双方各自使出了一套经典打法：卖方KKR+基汇资本实现在三年内资产以近翻倍的价格退出；买方日本酒店REIT则以八折的价格接盘，并还能通过改造，挖掘出进一步提升的潜力。这笔交易完美地实践了希尔顿先生在其自传《希尔顿的待客之道》中的经典名言：“每一个卖家都应得到利润；而每一个买家都应得到折扣。”

卖方KKR+基汇资本：3年翻倍，做到了什么？

2023年3月，KKR+基汇资本花了约600亿日元收购了位于东京新宿的凯悦酒店。2023年初，疫情过后日本全面重开国门，旅游业处于复苏初期，东京高端酒店的入住率和房价都还在低位。但KKR+基汇资本并没有坐等市场回暖，在市场需求较为旺盛的2024年到2025年7月，他们也没有积极迎客，而是投入了94亿日元 (约4亿元人民币) 对酒店进行大规模翻新，覆盖客房、宴会设施、泳池、SPA等经营空间。这笔投入的目的很明确：提升酒店品质，这不仅能提升经营表现，还能在未来卖出更高的价格。



一笔创纪录的酒店资产收购！

核心交易信息

2026年3月13日KKR和基汇资本将通过SPV持有的东京凯悦酒店 (712间客房)，以1260亿日元卖给了日本酒店REIT。该酒店的评估价是1560亿日元，而日本酒店REIT相当于以近8折的价格收购了该酒店。如果以评估价买入，每年能获得3.6%的现金回报。但日本酒店REIT的实际收购价比评估价低了近20%，这意味着实际能获得的回报率远高于3.6%。

这笔交易值得一提的三个“特点”

除了数字本身，这笔交易还有三个值得一提的特点：

- 1. 规模最大，创日本酒店REIT近年最大单体酒店收购案的新纪录；
- 2. 卖家实现亮眼的IRR (Internal Rate of Return, 内部回报率)，KKR+基汇资本仅持有3年，投资几乎翻倍；
- 3. 买家精打细算，实现接近8折收购，还计划追加投入15亿日元，后续酒店仍有较大的提升空间。

KKR+基汇资本的投资回报测算

2023年KKR+基汇资本用600亿日元收购了东京新宿凯悦，然后相继投入了94亿日元对酒店做了大规模的升级改造，持有近3年后，KKR+基汇资本将酒店以1260亿日元的价格出售给日本酒店REIT，实现毛利566亿日元。若按50%杠杆、融资成本1.5%估算，这笔投资的年化IRR高达25%。也就是说，不到三年，翻了近一倍。这是日本酒店市场近年来最经典的短线投资案例之一。

如果KKR+基汇资本不卖，继续持有酒店，其回报率会是多少？假设改造后酒店的年化NOI (净营业收入) 约为81亿日元 (这是日本酒店REIT官方披露的改造后模拟数据)，总投资成本694亿日元，那么： $NOI\% = 81 \div 694 \approx 11.7\%$

KKR+基汇资本选择出售，是因为一次性退出获得的IRR (25%) 远高于继续持有的回报率 (11.7%)，且资金又可以快速滚动到下一个项目。

KKR+基汇资本的核心策略很清晰：低谷买入，改造增值，高点退出，完美地诠释了 Buy it, fix it and sell it!

买方日本酒店REIT：八折接盘后，投资回报率是多少？

日本酒店REIT以1260亿日元收购评估价为1560亿日元的资产，相当于一入手就获得**300亿**日元的账面增值。

这部分差额在会计上形成“负商誉”，可在未来数年逐年释放，对冲未来的潜在支出。

即使酒店本身没有额外增长，日本酒店REIT的报表利润也能在未来几年持续受益于这笔“折扣红利”。

日本酒店REIT收购后并没有停下脚步，而是计划追加约15亿日元（约6500万元人民币）进行第二轮改造，主要用于将5楼闲置的婚礼设施改造为长住型客房、将34间24平方米的低入住率客房合并为更大面积的客房。

根据日本酒店REIT官方披露的日本酒店REIT收购公告及2025财年报告，改造前后的业绩对比如下：

不改造的情况下，总投入1260亿日元，年度NOI 70.6亿日元，NOI收益率为5.6%；追加投资15亿日元的情况下，以上三个数据分别变为1275亿日元，81.3亿日元和6.4%。

由此可见：追加15亿日元改造，能带来每年新增NOI约10.6亿日元，边际回报率高达71%，是本次交易的“价值放大器”。改造后NOI收益率从5.6%提升至6.4%，提升了0.8个百分点。这71%的增量ROI意味着日本酒店REIT每投入1日元改造，每年就能多赚0.71日元。

交易启示：参与者的不同算盘

回顾整笔交易，可以看出KKR+基汇资本和日本酒店REIT的角色定位完全不同：两者的关系形成了一条较为完整的资产接力链条：KKR+基汇资本负责“买入-改造-退出”，日本酒店REIT负责“接盘-持有-收租”。私募基金赚的是资产增值的快钱，REIT赚的是稳定现金流的慢钱。各取所需，各得其所，形成酒店资产管理的闭环。

这笔交易也为市场提供了三个意义深长的启示：

第一，价值重估阶段是资产获利的关键。

从KKR+基汇资本的600亿日元抄底到日本酒店REIT的1260亿日元接盘，东京凯悦酒店三年实现了价值翻倍。这背后反映的是：资产价格从“预期估值”到“业绩估值”的过程，往往是获利最丰厚的阶段。KKR+基汇资本正是精准踩中了这个窗口——2023年初市场情绪低迷时入场，经过缜密思考后的升级改造，待2025年底市场回暖后于2026年日本酒店市场的最佳时机退出。对于投资者而言，只有能够准确判断价值重估时点，才能捕捉到最大的收益。

第二，“私募+REIT”接力模式日益成熟。

这笔交易展示了一个成熟的交易闭环：KKR+基汇资本作为“资产孵化器”，负责在市场低谷时买入，改造增值，高点退出；日本酒店REIT作为“核心持有者”，以折扣价接盘成熟资产，通过长期持有来获取稳定现金流。这种分工明确的接力模式，为行业提供了可复制的参考范本。

第三，改造是创造增量价值的核心手段。

无论是KKR+基汇资本投入的94亿日元大规模翻新，还是日本酒店REIT追加的15亿日元精细化改造，都带来了远超投入的回报。

KKR+基汇资本的改造让老酒店焕然一新，为高价退出奠定基础；日本酒店REIT的改造则将闲置空间转化为长住型客房，15亿投入换来每年10.6亿的NOI增量，边际回报率高达71%。这说明，在核心城市优质酒店资产稀缺的背景下，具有战略视角的改造能力已经成为投资者获取超额收益的核心竞争力。因此，包括改造能力在内的资管力，在未来确保酒店资产的保值、增值中将起到至关重要的作用。

东京凯悦酒店的这笔交易，表面上看是一次资产买卖，背后却折射出成熟市场的分工逻辑：KKR+基汇资本用三年时间赚了资产增值的钱，日本酒店REIT用八折价格接盘后继续赚稳定租金+改造增值的钱。

对于投资者而言，理解这笔交易的意义，不在于记住1260亿日元这个数字，而在于看懂这套玩法背后的逻辑：在周期低谷买入、用改造创造增量价值、在合适时点选择退出或继续持有。在中国酒店行业真正进入REITs时代之际，这笔交易极具参考意义。

资产管理人 (Asset Manager) 在酒店REITs中的作用

承载着公募酒店REITs中底层资产的SPC (特殊目的公司, Special Purpose Company) 只是一个载体, 而真正承担酒店资产运营管理和资产管理的是Asset Manager (AM), 简而言之, AM承担着酒店资产证券化的经营者职能。对酒店资产做出合理的投资判断, 并通过专业的资产管理实现酒店投资的收益最大化。

1. 在REITs发行前期阶段的作用

1. 对基金运营方针的战略立案、投资对象进行分析判断。协助客户 (原始权益人) 梳理符合REITs发行要求的酒店资产;
2. 针对被选定的酒店资产, 通过委托专业的机构, 从法律、工程等角度, 一起开展专业的尽职调查 (Due Diligence);
3. 基于以上结果, 判定其为适合资产后, 考虑酒店价值提升的战略方案: 即通过重新定位 (Repositioning)、品牌更新 (Rebranding)、改造升级 (Renovation)、来实现产品重生 (Rejuvenation);
4. 通过专业的估值, 确定现有酒店资产的合理价格;
5. 甄选新的或保留原有的运营商、租户, 如是处于商业综合体中或是大规模的酒店资产, 还会甄选物业管理方, 以确保对酒店资产的全面专业运营和管理。

2. 在REITs发行后, 在SPC的平台下进入运营后

1. 作为底层资产的真正经营者和专业的AM, 督导运营方可持续地创造最佳收益, 以确保酒店资产的保值、增值;
2. 主持召开专业的月度经营分析会, 运用专业的运营管理和资产管理的指标, 不断牵引酒店收入、经营利润、现金流的最大化;
3. 密切关注质押率LTV、偿债备付率DSCR等关键指标, 确保本息的返还以及收益分配等酒店资产投资收益的财务管理;
4. 持有酒店的中途转让、酒店投资组合的置换、追加买入, 以不断优化在SPC中酒店资产组合;
5. 酒店资产的不断升级改造以及对整体酒店资产包的综合管理。



中国酒店REITs未来发展路径的思考

基于对全球其他市场酒店REITs的深入研究，我们梳理发现以下关键趋势，值得重点关注：

- 1 资产类型多元化：传统酒店在资产包中虽占主导地位，但其比例逐渐缩小。服务式公寓、养老社区、学生公寓以及短租平台（vacation rentals）和共居产品（Co-living）的兴起，正在扩展酒店REITs的市场边界，同时更进一步推动更多创新的管理模式与收入结构。
- 2 市场格局分化：各国REITs市场基本呈现“一超多强”格局，少量REITs掌控大部分高价值资产，而中小玩家则深耕细分领域、另辟蹊径，通过创新的投资策略和商业模式实现可观收益率。
- 3 专业管理成为标配：各基金不论从专业角度还是风险管控角度，都需要专业的酒店资产管理公司，商业地产至少具有HOPSCA所代表的酒店、办公、公园、商场、会议、公寓等业态，作为管理人的基金公司不可能拥有全领域、全才的专业资产经理人，专业的第三方资产经理人将逐渐取代传统的业主代表角色。
- 4 机构投资者为主导：养老基金、主权财富基金等金融机构是市场主要投资者，倾向于选择规模庞大、治理透明、专注核心地段优质资产的头部REIT。个人投资者受限于金融知识和产品获取渠道，参与度相对不高。
- 5 直接投资渠道占比高：该渠道提供更高控制权、定制化方案及非公开市场交易机会，但对资源投入、专业能力及尽调深度要求极高。专业服务商在此过程中发挥关键作用，在交易及跨境投资中不可或缺。

如今，AI加持下的科技发展日新月异，全球各地的REITs产品也在不断拥抱创新，头部企业正大力投入技术应用、数据分析与可持续发展，提升资产表现。同时，实践数字平台与房地产通证化（tokenized real estate）投资正推动酒店资产投资的普惠化，正逐步降低准入障碍，推动更广泛的市场参与。



随着国内政策红利的持续释放、市场机制的不断完善，以及投资者教育的深入，中国酒店REITs有望形成独具特色的发展路径。更重要的是，酒店REITs的发展将为中国酒店业注入新的活力——不仅有助于盘活存量资产，优化资本结构，还能推动行业向专业化、精细化、可持续化方向转型。对于投资者而言，这意味着更丰富的资产配置选择；对于酒店运营商而言，这代表着更灵活的资本运作空间；对于酒店行业而言，这标志着一个更加成熟、透明、高效的资产管理新时代的到来。

路虽远，行则将至。中国酒店REITs的航船已经启程，在政策东风与市场浪潮的双重推动下，必将驶向更加广阔的蓝海。

联系我们

仲量联行

周涛

酒店及旅游地产事业部
大中华区董事总经理
tao.zhou@jll.cn

宁静

酒店及旅游地产事业部
大中华区高级经理
gail.ning@jll.cn

周颖琳

酒店及旅游地产事业部
大中华区分析师
yinglin.zhou@jll.cn

熊建平

中国区评估咨询服务部总监
jianping.xiong@jll.com

韩晶

中国区评估咨询服务部
资深董事
kathryn.han@jll.cn



关于仲量联行

仲量联行(纽约证券交易所代码:JLL)是全球领先的商业地产服务与投资管理公司。公司2025财年收入达261亿美元,业务遍布全球80多个国家,员工总数逾113,000人。作为一家拥有200多年专业积淀的《财富》500强企业,我们持续赢得全球客户的信赖,助力其在办公楼、工业物流、酒店、长租公寓、零售物业及数据中心等多元业态中高效完成购置、开发、入驻、运营与投资。我们秉承“塑造房地产的未来,让世界更美好”的企业宗旨,携手客户、员工与社区“向光而为”。凭借全球领先的数据洞察与科技创新能力,我们为来自各行各业的客户提供覆盖全周期的一站式房地产服务。通过旗下的领盛投资管理公司(LaSalle Investment Management),我们在全球为客户投资私募资产及公开交易的房地产证券,助力其实现长期价值增长。

更多信息请浏览 joneslanglasalle.com.cn



联系客服

400-000-8250



仲量联行小程序



仲量联行微信号

中伦律师事务所

纪超

合伙人
georgeji@zhonglun.com

魏轶东

合伙人
weiyidong@zhonglun.com

朱轶辰

合伙人
ethanzhu@zhonglun.com

朱超群

非权益合伙人
elainezhu@zhonglun.com



关于中伦律师事务所

中伦律师事务所创立于1993年,是中国最早获批设立的合伙制律师事务所之一,自2012年4月17日起,依法改制为一家特殊的普通合伙制律师事务所。经过数十年快速、稳健的发展,中伦已成为中国规模最大的高质量综合性律师事务所之一。如今,中伦拥有包括近400位权益合伙人在内的2200余名专业人士,办公室分布在北京、上海、深圳、广州、武汉、成都、重庆、青岛、杭州、南京、海口、东京、香港、伦敦、纽约、洛杉矶、旧金山及阿拉木图18个城市,业务范围遍及全球五大洲。通过合理的专业分工和紧密的团队合作,中伦有能力在各个领域为客户提供市场领先的高质量法律服务。

更多信息请浏览 www.zhonglun.com



中伦律师事务所微信号

仲量联行大中华区办公室

北京及华北区

北京市
朝阳区针织路23号
国寿金融中心8层
邮政编码 100026
电话 +86 10 5922 1300

上海及华东区

上海市
静安区石门一路288号
兴业太古汇香港兴业中心一座22楼
邮政编码 200041
电话 +86 21 6393 3333
传真 +86 21 6393 3080

南京

江苏省南京市
建邺区江东中路347号
国金中心一期15楼1506-08单元
邮政编码 210000
电话 +86 21 6393 3333

成都及华西区

四川省成都市
红星路3段1号
成都国际金融中心1座29层
邮政编码 610021
电话 +86 28 6680 5000

深圳及华南区

广东省深圳市
福田区中心四路1号
嘉里建设广场第三座19楼
邮政编码 518048
电话 +86 755 2804 5388
传真 +86 755 2263 8966

广州

广东省广州市
天河区珠江新城珠江东路6号
广州周大福金融中心
2801-03单元
邮政编码 510623
电话 +86 20 2338 8088
传真 +86 20 2338 8118

香港

香港鲗鱼涌英皇道979号
太古坊一座7楼
电话 +852 2846 5000
传真 +852 2845 9117
www.jll.com.hk

澳门

澳门南湾湖5A段
澳门财富中心16楼H室
电话 +853 2871 8822
传真 +853 2871 8800
www.jll.com.mo

台北

台湾台北市信义路5段7号
台北101大楼20楼1室
邮政编码 11049
电话 +886 2 8758 9898
传真 +886 2 8758 9899
www.jll.com.tw

©仲量联行2026年版权所有。保留所有权利。此处所载所有信息来源于我们认为可靠的渠道。
但我们不对其准确性做出任何保证或担保。



仲量聯行

SEE A BRIGHTER WAY

向光而为