

房地产资产管理
的价值逻辑
与策略

Better never settles



目录

1

P04

价值逻辑重构： 从开发思维到资管思维

房地产市场供需关系发生深刻变化
目标导向的转变

2

P14

贯穿全生命周期 资产管理的价值逻辑

资管模式下影响价值创造的核心指标
资产的价值跟踪
资产退出路径及影响价值实现的因素

3

P24

资产的价值管理 及策略

存量资产价值管理策略
• 资产梳理，分类管理
• 动态调优，运营增值
• 不动产资产证券化策略

城市更新为存量资产价值重塑
创造更多可行性

租赁住房市场发展丰富存量资产
盘活路径

4

P66

科技赋能房地产 资产管理

技术创新及应用助力资产管理
效率提升

数字化资产管理平台

5

P76

穿越周期的 资产管理策略

周期性策略调整

多元化组合对冲风险

穿越经济与行业周期的资管策略

价值逻辑重构： 从开发思维到 资管思维

房地产资产管理的
价值逻辑
与策略

房地产市场 供需关系 发生深刻变化

伴随中国经济的高速发展及城镇化进程的加速推进，中国的房地产行业经历了二十多年的突飞猛进——从福利分房到商品房市场的发展，从最初解决住房问题到满足改善型需求，从土地开发展驱动到借助金融杠杆实现快速扩张，从完善商业、办公等城市发展配套到集中供应下商业市场竞争加剧——房地产高速发展的同时也带动了中国城市的大规模增量扩张，这个阶段“规模扩张”也成为房地产行业最鲜明的标签。

而近年来，伴随房地产市场陷入调整期，市场环境已然发生深刻变化——2023 年中央经济工作会议明确指出“房地产市场供求关系发生重大变化”，时隔十年召开的 2025 年中央城市工作会议进一步强调“城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市的发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”。这些政策信号与市场现实相互印证：全国房地产开发投资额自 2022 年连续三年下行，新建商品房销售面积也同步下降至今；供应压力下，不少城市写字楼市场不得不面对租金下调、空置率走高的局面；购物中心等商业设施密度不断增大，为商业经营带来严峻的竞争挑战……曾经依赖土地增值、高周转开发、规模竞赛的传统房地产模式，已难以适应新的发展阶段，多年建设累积的庞大存量和在途供应对房地产尤其商业类资产的专业运营、保值增值能力提出了更高的要求。

01

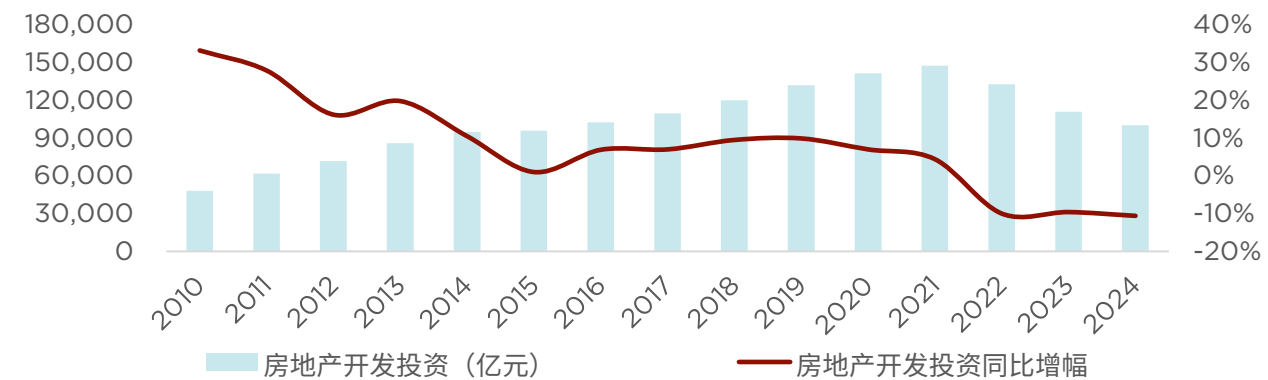
房地产市场供需关系发生深刻变化



供给过剩的挑战

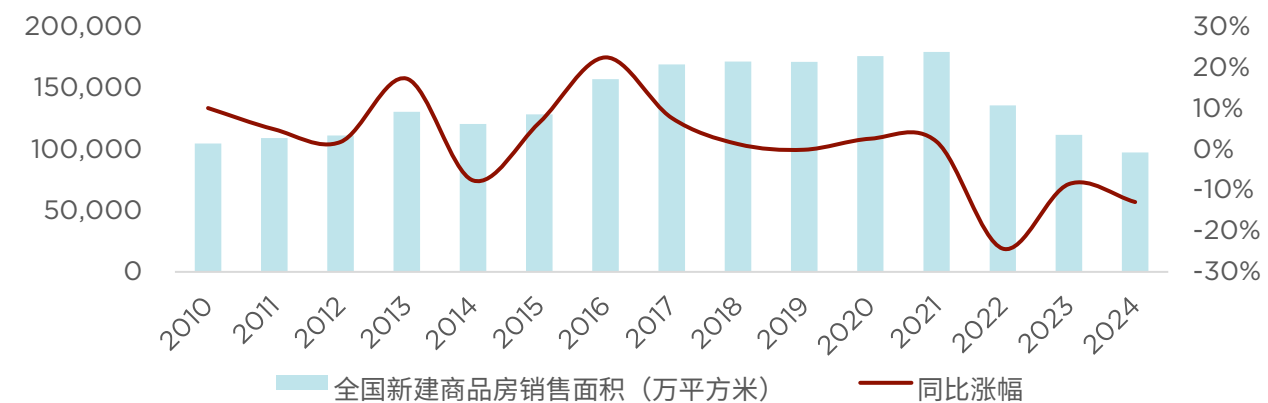
在中国房地产行业的发展历程中，房地产开发投资额连续几十年保持增长，个别年份甚至出现 20% 以上的年增率，令市场供应规模得以持续扩张。但城镇化驱动下的住房需求的合理增长显然无法承载供应规模的持续扩张，2022 年中国房地产市场陷入调整，房地产开发投资额开始持续下行，也意味着在城镇化由高速增长期转向稳定发展期的同时，房地产供应端持续扩张的局面也在发生调整，供应过剩的挑战下市场正以缩小未来供应规模的方式调节供求关系谋求持续发展。

全国房地产开发投资额及增速走势



资料来源：国家统计局、戴德梁行研究部

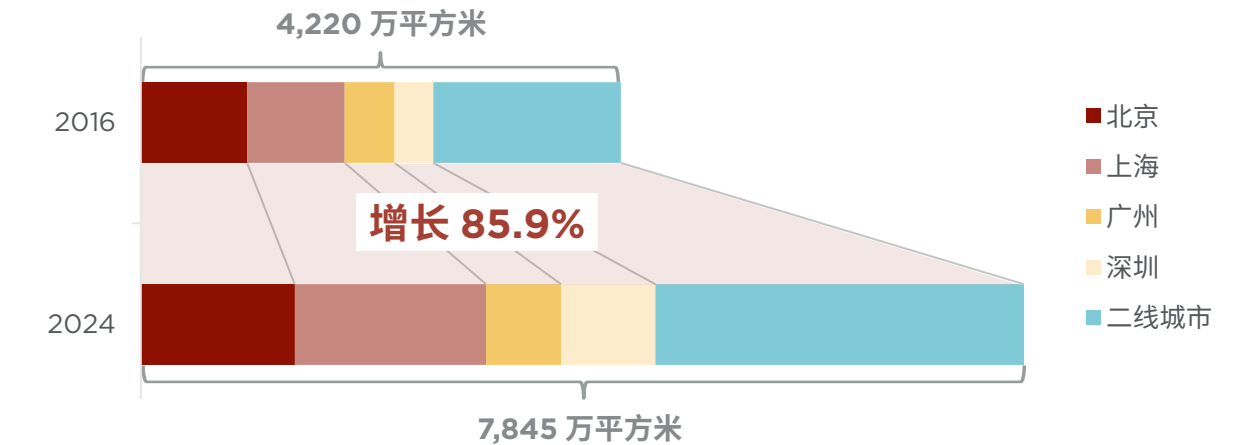
全国新建商品房销售面积及增速走势



资料来源：国家统计局、戴德梁行研究部

作为城市开发建设的重要构成，房地产的蓬勃发展带动了城市功能和城市配套的不断完善。作为经济活动的重要载体，写字楼市场在蓬勃发展中也逐渐迎来了供应高峰。2016 年至 2024 年间，包含一线及强二线在内的 17 个城市样本中的甲级写字楼总存量由 4,220 万平方米增长至 7,845 万平方米，存量规模扩大了 85.9%。

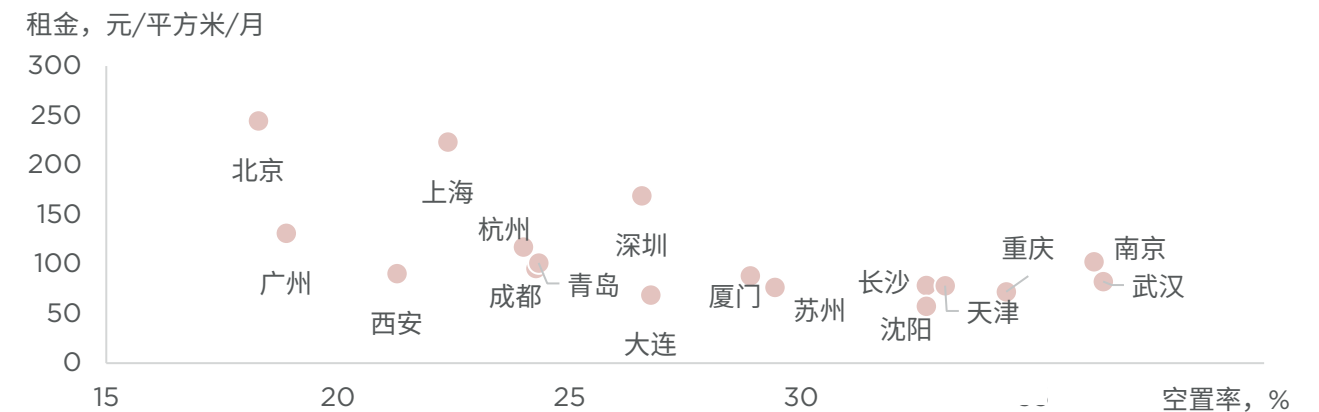
中国内地主要城市甲级写字楼存量变化



备注：二线城市包含长沙、成都、重庆、大连、杭州、南京、青岛、沈阳、苏州、天津、武汉、厦门及西安共计 13 个城市。
资料来源：戴德梁行研究部

在高能级城市的核心区域，以写字楼、零售、住宅综合开发为代表的城市综合体及商业设施建设更为多见。聚焦一线城市，北上广深在过去 20 年间的甲级写字楼总存量增长幅度高达 581.5%，由 2005 年的 670.6 万平方米增长至 2024 年的 4,570 万平方米；同步发生的是，平均空置率也由 2005 年的 12.1% 增长 9.3 个百分点至 2024 年末的 21.4%，供求关系已然发生转变。在空置率的上行的压力下，下调租金成为不少业主去化空置面积的有效手段，但这些指标的变化往往对项目营收构成负面影响，同时影响资产估值，因此如何在日趋激烈的市场竞争中稳住收益、维护资产价值成为业主不得不面临的挑战。

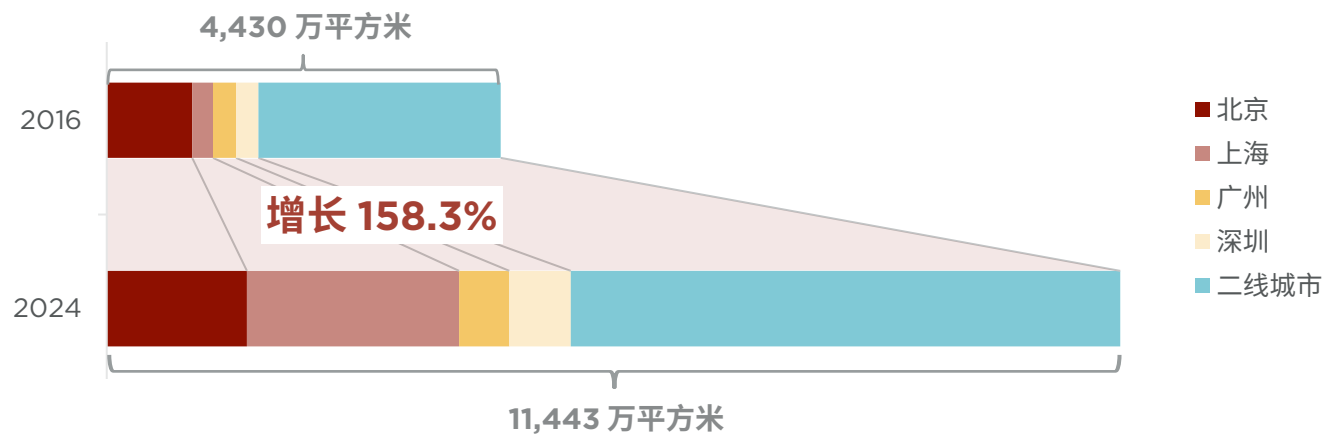
主要城市甲级写字楼平均租金及空置率水平(2024)



资料来源：戴德梁行研究部

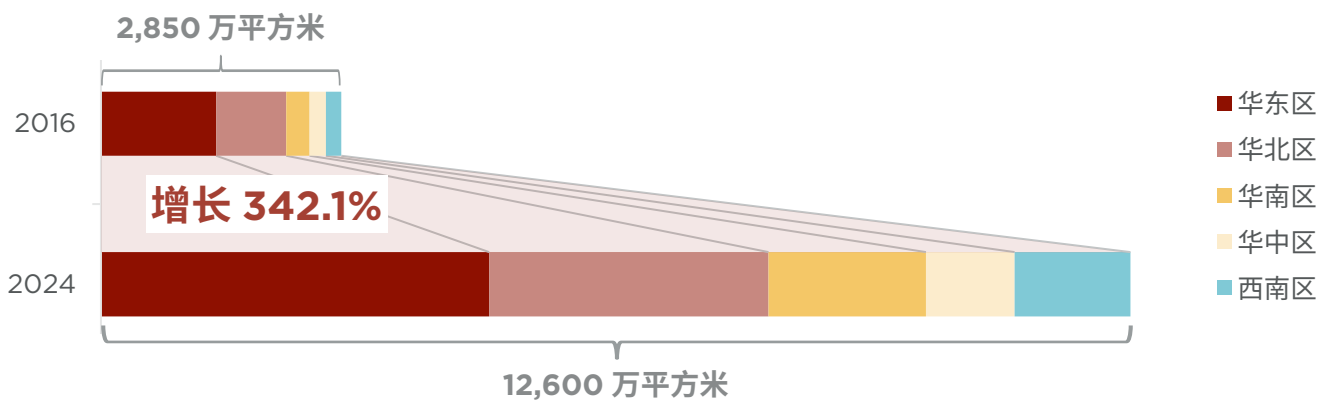
房地产市场供需关系发生深刻变化

中国内地主要城市优质零售物业存量变化



备注：二线城市包含成都、重庆、大连、杭州、南京、青岛、沈阳、天津、武汉、厦门及西安共计 11 个城市。
资料来源：戴德梁行研究部

中国内地高标物流仓储存量变化



资料来源：戴德梁行产业地产部、研究部

零售物业市场也面临类似挑战。在经济高速增长的周期中，零售物业载体的开发建设和百花齐放承载了消费市场的快速发展，但商业物业持续放量背景下过量供应所带来的竞争加剧也不可避免。仅 2016 年至 2024 年间，15 个样本城市的优质购物中心总存量就从 4,430 万平方米增长 158.3% 达到 11,443 万平方米，丰富消费场景、扩充商圈规模的同时，商业载体的运营压力不可小觑。

电商及线上平台的快速发展加速了仓储物流等设施的投资兴建，疫情期间的物资配送需求也成为高标库及冷库大规模兴建的重要推动力，从 2016 年 2,850 万平方米的高标物流仓存量到 2024 年末 12,600 万平方米的存量规模，8 年市场总存量规模增长了 342.1%，与初期供不应求的市场状况相比，个别地区也出现了供过于求的局面，局部市场去化压力有所加大。



需求升级

过去几十年间，城市面貌日新月异，经济的快速发展带动人民生活水平提高，人口流动趋势和结构也不断发生变化。作为经济活动的载体以及承载人民生活、消费的物理空间，房地产也随之迎来需求端的不断变化、升级。

城镇化的放缓减弱了人口迁移带来的刚性住房需求增量；从量的扩大到关注质的提升，“好房子”成为激活改善性需求的驱动力之一；外部环境的复杂多变给宏观经济带来的不确定性进一步影响企业对办公空间的需求；Z 世代对办公环境及氛围的偏好也影响到企业的选址决策；收入分化与消费降级等因素直接影响商业发展的趋势；体验型消费的崛起和对情绪价值的关注也为商业物业的发展带来启发和机遇……

因应需求端的变化升级，房地产不同的物业板块不得不积极调整优化，以求在激烈的市场竞争中占据优势。

住宅市场

改善型需求 住房产品升级 租赁住房市场扩容
代际共居 适老化设施 “好房子”
节能材料 智慧社区 低密度住宅
绿色建筑 智能家居 保障性住房
第四代住宅产品



写字楼市场

降本增效 提质改造 灵活办公 智能楼宇系统
共享办公 可变空间 绿色认证 LEED WELL
GRESB 社群服务 能源管理 定制装修服务
Z 世代偏好 配套空间



商业市场

消费分化 单身经济 银发经济 情感消费 情绪价值
极致性价比 社交属性 文化属性 工业遗产活化
非标商业 演出经济 公园商业 亲子消费 宠物经济
场景消费 消费下沉 国潮兴起



目标导向的转变

当驱动中国房地产供应持续几十年增长的动力发生变化，供应的结构性过剩令市场不得不面对愈加突出的去化压力，社会经济快速发展下需求端的升级同时对供应端提出更高要求。粗放型扩张以追求高周转的传统模式备受挑战，精准定位、精耕细作、以运营实现资产价值持续增长的新模式成为新阶段房地产发展的重要方向之一。

传统房地产开发顺应市场高速扩张的阶段而推崇高周转运作，并依赖于房地产上行周期土地持续增值而获利。但在市场发生深刻调整的新阶段，楼市的高速扩张明显放缓、房价持续上行的走向亦发生波动、转变，这令传统房地产开发的盈利模式面临挑战。而“高负债、高杠杆”所依托的高周转也随着市场热度的褪去而难以保障，“触雷”事件也为中国房地产行业敲响警钟，“三高”模式背后潜藏巨大风险。



传统开发模式： 以土地增值和快速 周转为目标 追求规模效应

在 2021 年下半年中国楼市步入调整之前，实现快速的规模扩张是多数大型房企的发展战略选择，在以“拿地 - 开发 - 销售”为核心链条的房地产项目运作中，传统房地产企业的盈利模式主要依赖于：

土地增值与快速周转

低价获取土地、通过快速开发和销售回现，同时赚取土地溢价和开发利润——这一模式在城市化初期受益于需求爆发式增长而得以实现。

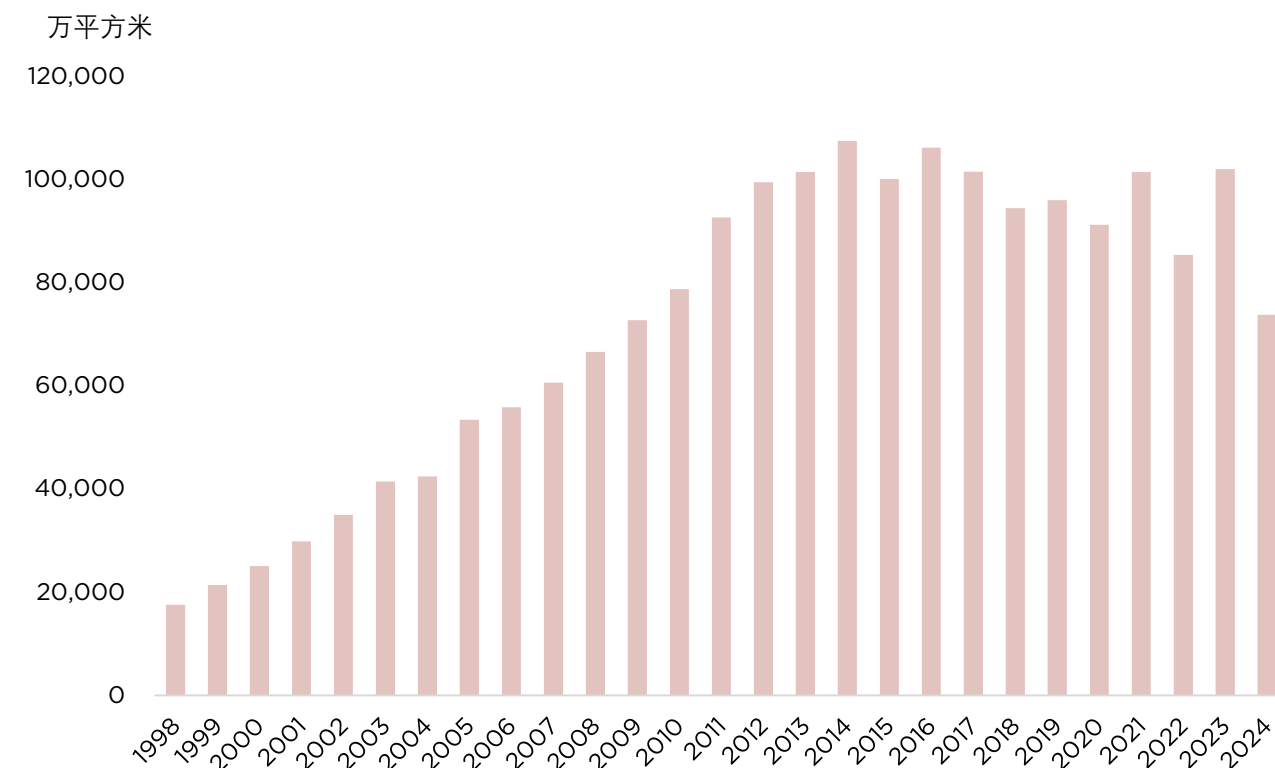
规模化开发与成本控制

通过大规模拿地、标准化设计和集中采购来降低成本，以高周转率实现规模效应，与之对应的是“高负债、高杠杆、高周转”（“三高”）模式下对快速回笼资金的要求，同时也潜藏巨大风险。

配套服务延伸

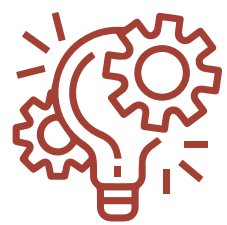
以住宅开发为主，辅以商业地产、物业管理等衍生业务，但开发业务占比普遍超过八成，经营性业务占比超过 20% 的凤毛麟角。即便当下，对大多数房企来说，九成以上的收入仍来自开发业务。

房地产开发企业房屋竣工面积



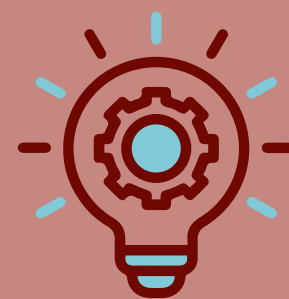
资料来源：《中国统计年鉴》、国家统计局、戴德梁行研究部

目标导向的转变



资产管理模式： 以资产保值增值为核心目标 强调长期持有、运营增值与金融化退出

应对市场转变，房企不得不调整发展战略，更加注重盈利来源的多元化以降低对开发收入的依赖度。不少房企着手从“高负债、高杠杆、高周转”向轻重并举的开发、运营、服务一体化转型；房企融资渠道也从高负债到多元股权转型，资产证券化及债转股皆为趋势；房地产企业的发展战略也从追求规模扩张和高速周转向运营优化、提升品质与品牌转型。面对当前的房地产市场，增量放缓的同时存量市场的特征愈加显著，“房地产资产管理”模式以其在存量市场的适用度而受到越来越多的关注。



房地产资产管理模式

房地产资产管理模式是一种以持有型物业作为投资载体，通过专业运营实现资产保值增值的运作模式，其终极目标在于将运营成熟良好的资产打包成金融类产品（如REITs、商业信托等），抑或通过交易转让，最终有效退出并完成价值实现。与传统的开发商销售模式不同，资产管理的获利模式在于持有过程中，通过对资产运营的提升获取持续性收入并实现资产增值。

专业的资产管理团队凭借成熟的运营经验适时调整经营策略，以便更好地应对市场变化，如在消费市场疲软的情况下，对购物中心进行装修焕新、调整品牌业态，制定新的用户需求定位；对于空置压力较大的办公楼类资产采取灵活积极的招商租赁策略，对空置单元做精装配置以应对市场需求变化，优化租户组合以提升租金收益……最终提升资产价值。

贯穿全生命周期 资产管理的 价值逻辑

房地产资产管理的 价值逻辑 与策略

全生命周期的资产管理覆盖房地产投、融、管、退的完整流程，只有将资产价值增长的全面规划和实施落实到整个项目周期中，才能实现提高资产效率、降低成本和风险以及适应市场变化的最佳效果，最终满足资本市场退出的要求、以最佳路径退出而实现价值，完成资产管理的闭环。

戴德梁行全生命周期房地产资产管理模型 - 分阶段核心元素

1

投资发展阶段

把握项目收购、并购最合适的
时机及价值

收购策略制定
可行性及财务分析
买卖双方尽职调查
启动资金安排
梳理交易流程
交易团队建设

运营阶段

确保项目在投后持续
稳定的收益

市场策略及产品定位
租赁 / 销售策略顾问
租赁 / 销售代理服务
租务行政财税管理
租户关系管理与维护
财务及现金流分析
物业管理及设备设施管理
环境健康安全及风险管理
绩效管理

4

价值实现 阶段

把握项目退出最合适的
时机、方式及价值

退出策略及机制制定
股权、合资方案
买卖代理
资产证券化咨询
投资扩募

项目增值 阶段

投后最大程度
实现项目增值

租户及租约组合优化
企业形象提升咨询
维护翻新及改造管理
可持续发展服务
租户满意度方案

全生命周期
资产管理

资料来源：戴德梁行

资管模式下 影响价值创造的核心指标

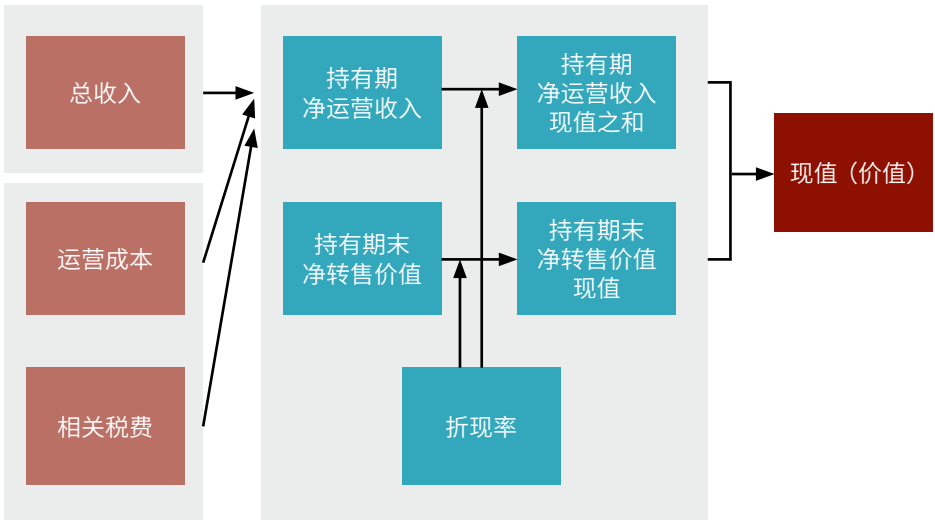
以资产保值增值为核心目标的资产管理，其本质可理解为资产的价值管理。结合资产管理的完整生命周期，从最终价值实现的角度出发进行反推，以终为始，去看看哪些模块和关键指标会影响房地产的价值创造呢？

商业地产的价值往往体现在其获取收益的能力上，因此在收益法、比较法、成本法、假设开发法等不动产评估方法中，收益法是商业地产的主流选择。以物业未来收益能力为核心，通过现金流折现来测算资产价值的现金流折现法（DCF）是主要方法。更为简单快捷的直接资本化法也适用于对稳定收益的商业资产的测算。参考收益法对应的资产价值模型，从营运净收入（NOI）、资本化率（Cap Rate）等相关指标入手，了解与资产升值潜力、风险溢价相关的因素，可帮助我们挖掘影响房地产价值创造的核心。

不动产价值评估方法选择

比较法 估价对象所在区域市场交易活跃；能找到可比实例并建立比较基础；住宅、商业、写字楼等物业类型一般情况下适用。	收益法 有收益或有潜在收益；除公立学校、博物馆等非盈利物业，一般完工项目均可采用收益法；基本适用所有商业地产。
成本法 可参考的市场交易极少；无收益且无潜在收益；收益法与比较法不可用时。	假设开发法 估价对象可假定为独立的开发建设项目进行重新开发建设；完工后价值可以测算；工程刚开工或后续工期较长。

现金流折现法(Discount Cash Flow,DCF)测算思路图



资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部



营运净收入 NOI

营运净收入 NOI 是商业地产估值中的核心指标之一，聚焦于房地产资产的核心运营活动产生的现金流，适用于评估单个资产的盈利能力和价值。无论是直接资本化法对于经营收益稳定的成熟项目预估一年的净收益现金流或是现金流折现法按年测算持有期的净现金流，NOI 都是运营效果的直接体现，与之密切关联的指标包括：

- 需要从收入中剔除的运营成本、相关税费；
- 在收益期或持有期间的空置率、租金和租金增长率，都会对收入产生显著影响；
- 现有租约及租赁条款（包括租金、增长率、免租期等），是租约内收入的预测依据；
- 租约外收入，则依托于模拟市场租赁收入来预判，这些与现有租户构成、租约组合、市场供求状况、市场平均租金和空置率变化趋势、资产运营的策略与经营能力密切相关。



资本化率 Cap Rate

资本化率 Cap Rate 是直接资本化法中资产估值的另一个核心指标，其作为市场化指标，反映投资人对该资产的预期回报率。宏观经济对房地产需求端的影响会体现到经营性物业的整体运营趋势上，而市场的供需关系及未来趋势也会成为影响物业市场运营发展的重要因素。当投资人对于市场后续发展的风险预判越强，对应的风险溢价就相对提升，从而带动资本化率上行。

与之相应对有效举措的是，通过对资产的优化提升来加强其抗风险能力从而降低风险溢价、压低资本化率，带动资产价值提升。最常见的包括：ESG 相关认证所反映的物业在绿色可持续方面的能力，以及优质资产、品牌运营商所赋予的在竞争环境下相对突出的抗风险能力。

资管模式下影响价值创造的核心指标



折现率 Discount Rate

折现率 Discount Rate 是收益法评估商业资产的又一核心参数，但与资本化率在应用场景及计算逻辑上存在差异。折现率是DCF模型价值折现的“分母”，反映资金的时间价值和资产风险，通常等于无风险利率 + 风险溢价。不同于资本化率反映市场对稳定收益的即时定价共识，折现率则是动态风险定价工具，适用于动态变化的现金流场景，需结合宏观经济、行业周期及资产特性综合测算。

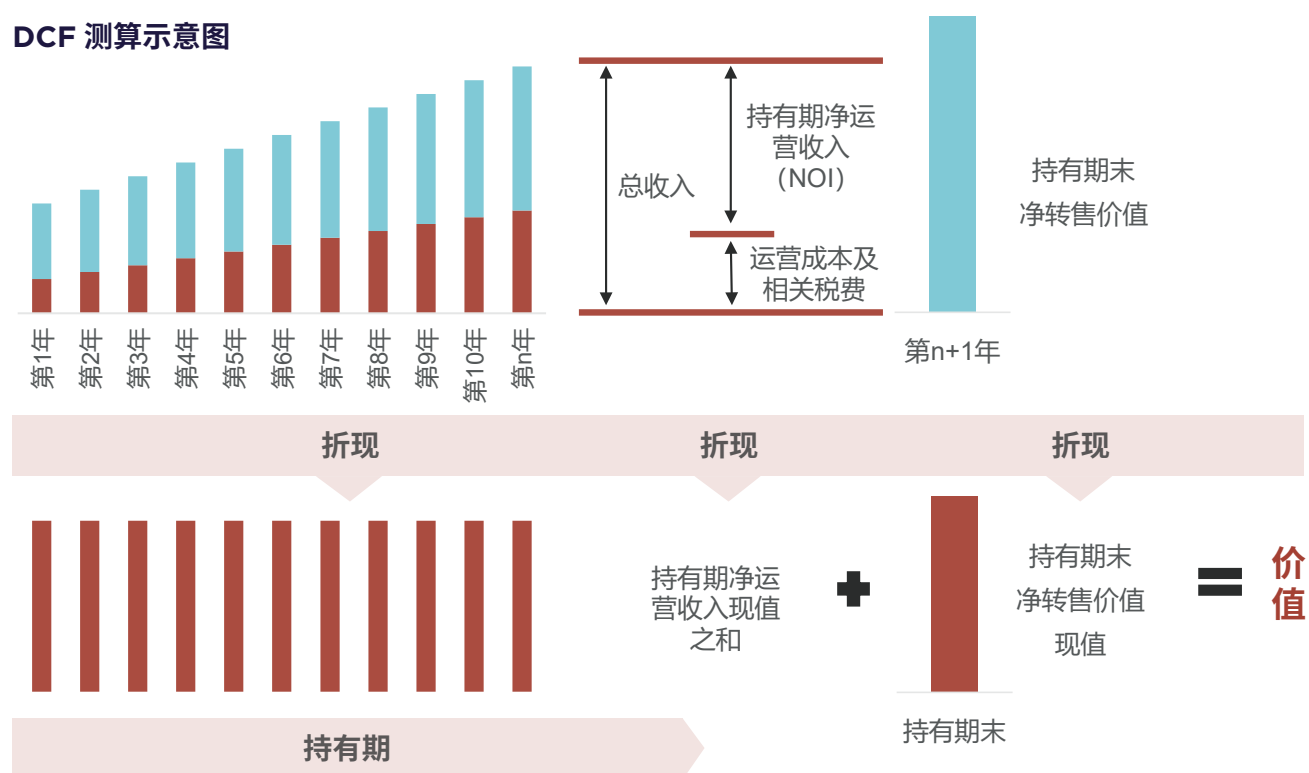
若折现率上升，分母增大将带动未来现金流现值下降，因此降低风险溢价也是改善未来现金流现值的有效举措。包括：合理规划并引入信用更佳的租户组合，减少租户违约风险；在投资决策阶段偏好于流动性更佳的核心区优质资产等。



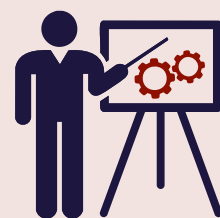
收益期限

收益期限是指资产未来收益可持续的年限，往往与剩余土地使用年限、建筑物的经济寿命有关。收益期限是价值预测的“时间窗口”，其长短直接影响对项目总收益的预测，进一步影响资产价值测算。

DCF 测算示意图



资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部



“

影响资产价值测算的重要指标及其关联因素构成了价值创造的关键因子，这也为提升资产价值提供了参考。显而易见的是，除了宏观经济环境、行业发展背景等系统性风险对资产价值的影响外，通过运营优化提升租金水平、降低空置率、完善增值服务，进一步带动营运净收入及现金流的提升是实现资产价值增长的关键一环；与此同时，控制包括能耗、维护成本在内的运营成本也有助于改善净现金流的表现；稳定的租约及租期合理分布、信用更佳的租户、合理的租户组合，将经营中的客户违约风险控制在较低概率，空置风险也相应降低，有助于稳定收入进而支撑资产价值；将对资产抗风险性的考量落实到区位、品牌、项目质素的选择上，同时以优秀的品牌运营商来提升项目在竞争环境力的表现，对于降低风险、提升资产价值也至关重要。

”

资产的价值跟踪

通过对存量物业资产价值的持续跟踪、观察资本市场的反馈，结合项目自身情况及其在运营提升方面的各项努力和举措，有助于理解实践中关联因子如何影响资产价值的波动。

重庆万象城是华润在西南打造的首个高端商业综合体，定位于重庆档次最高、规模最大、功能最全的一站式购物中心。自 2014 年开业以来，通过深入洞悉消费者的情感需求和生活方式，重庆万象城持续更新升级项目定位、迭代品牌，不断创造消费场景。

2021 年是重庆万象城的高光时刻。这一年，重庆万象城发行 CMBS，规模达 45 亿元。同一年，为重庆带来 6 家城市旗舰店、12 家重庆 / 西南首店，累积吸纳百家首进重庆的品牌、30 余家国际品牌，强化了奢侈品牌聚集区的地位。同时，项目公共空间设施设备如停车场、洗手间、导视系统、照明系统等完成优化提升，在关爱妇女儿童、打造宠物友好环境等方面不断提升顾客体验。2021 年，重庆万象城以 56 亿元的零售额跃升至重庆购物中心业绩第一位。

重庆万象城发展历程

2014

重庆万象城开业，其中商业体量约 22.4 万平方米，停车场体量约 15.1 万平方米

2016

开启国际品牌的进阶之路，如 HERMÈS 在重庆万象城筑起橙色之家

2017-2018

国际奢侈品牌重庆首店相继落户；“最强珠宝腕表区”；南区调整后全新开业，引进潮流服饰、精致餐饮等

2019-2020

超过 30 家国际奢侈品牌云集，成为重庆高端商业及国际品牌消费双中心；南区吸纳网红餐饮品牌，打造都市潮人们的城市休闲目的地

2020

2020 年末，评估值 38.6 亿元，租金收入 4.1 亿元

2021

发行 CMBS，融资 45.01 亿元；持续引进区域首店；会员专属停车楼焕新开放；私享会馆全新升级

2023

定位于“先锋潮流”的北区开业，约 9.9 万平的商业体量引入 240+ 全新品牌，70+ 西南首店、城市首店、旗舰店；重庆万象城规模扩大至超 50 万平方米

2024

升级“香化大道”，引进 7 家品牌香水重庆独立门面

2025

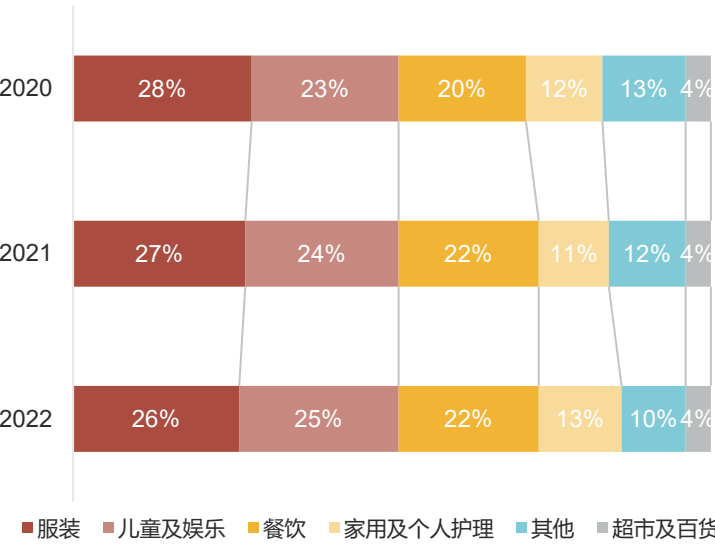
重发 CMBS，融资 51 亿元

2026

重庆观音桥购物中心项目计划于 2026 年中开业，商业体量约 13.5 万平方米

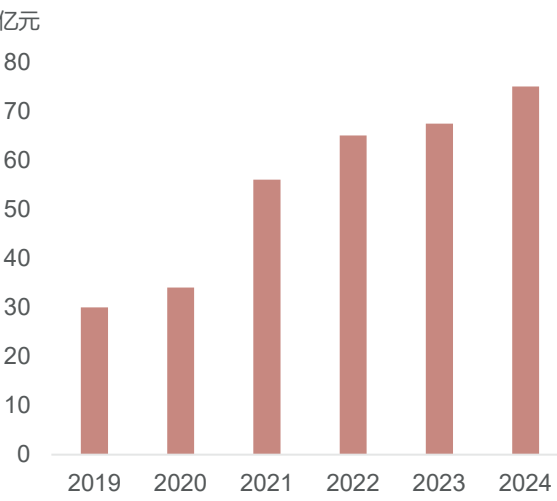
资料来源：重庆万象城微信服务号、华润置地年报、根据公开信息整理

重庆万象城租户构成(按面积)



备注：其他包括配饰、皮具、礼品、服务等
资料来源：华润置地年报

重庆万象城营业额



资料来源：根据公开信息整理

CMBS 的发行释放了商业地产价值，较低利率的融资方式也减轻了企业负担，更主要的是为项目后续的运营发展注入了活水。2023 年，以潮流、运动、户外为核心的北区正式开业，与中区的高奢零售、南区餐饮亲子家居形成互补。北区拥有将近 10 万平方米的零售面积，引进超 240 家品牌，包括始祖鸟、迪桑特等在内的超 70 家区域首店入驻，开启全新购物及社交体验，也为年轻人打造了潮流社交空间。

2025 年 8 月，重庆万象城 CMBS 到期重新发行，规模为 51 亿元，较 2021 年首发规模的 45.01 亿元高出约 6 亿元。这无疑是通过运营优化带动资产价值提升的最佳实践案例之一，另一方面也印证了长期主义和持续运营提升对提高抗风险能力的正向意义，表明即便在竞争激烈的市场环境中优质保值的资产依然受到市场的认可。拥有 13.5 万平方米规模的观音桥中环万象城计划于 2026 年中开业，届时将与重庆万象城形成南北双城的格局，而这轮的融资也为项目发展带来更多支持。

资产退出路径及影响价值实现的因素

除了运营的优化提升带动资产增值外，退出环节对于资产的价值实现也至关重要——识别项目退出的最佳时机，综合考量并选择最佳的退出路径、制定并优化退出的策略和机制，有助于实现资产价值的最大化。当前，资产证券化退出、股权转让退出、资产出售退出是最为常见的退出路径。



资产证券化退出

通过将房地产资产转化为可交易的证券产品，在资本市场上发行并实现资金回笼的过程。根据资产类型和证券化结构不同分为以下几类：



公募 REITs 退出

将运营成熟的不动产项目打包为权益型 REITs，通过证券交易所公开发售。目前国内公募 REITs 虽限于基础设施领域不动产，却保持着底层资产范围持续扩容及常态化发行趋势，从最初的仓储物流、产业园、交通、生态环保类基础设施，拓展到保租房、消费、能源、水利、市政、新型基础设施等众多领域。



持有型不动产 ABS 退出

定位于可与公募 REITs 衔接的场内标准化权益产品，其资产类型在公募 REITs 的基础上增加了更多的包容性，比如商业物业、无法发行公募 REITs 的基础设施等。作为权益类产品，投资者可获得的投资回报并非固定不变，而是与底层资产的运营表现所挂钩。



类 REITs 退出

不动产信托资产支持票据（类 REITs）是指非金融企业以不动产项目公司股权和债权（如有）作为底层基础资产发行的资产证券化产品。相较其他产品，其融资期限较短，适用于实现物业的短期融资需求。



CMBS(商业地产抵押贷款支持证券) 退出

以商业地产抵押贷款为基础资产，依靠抵押物未来产生的净现金流提供偿付本息支持，而发行的资产支持证券产品。

资产证券化退出方式下，不动产价值的实现均受基础资产质量、交易结构设计、市场环境、政策、运营管理能力、宏观经济与行业周期等多重因素影响。

资产证券化退出模式下价值影响因素



资料来源：戴德梁行



资产交易退出

资产交易退出，顾名思义，针对投资者持有的房地产项目或物业，通过直接出售的方式转让该类资产的所有权给其他投资方或第三方，实现投资退出。由于仅转移标的资产的所有权及相关权益，在风险隔离方面的优势较为突出，买方不承接原股东债务或法律纠纷，但须承担资产交易环节的相关税费。



股权交易退出

股权交易退出，通过依法转让标的项目公司（或母公司）的股权予他人，间接出售资产（如土地、在建工程、已建成物业）的行为。交易标的是公司股权，而非直接的土地或房产所有权，通过股权变更实现开发主体控制权转移，也将同时承接原公司的资产和债务。此种方式的优势则是规避土地增值税等高额税费，但规避潜在风险的尽职调查也涉及包括财务尽调和法务尽调等在内的成本支出，并拉长交易周期。

资产收购与股权收购主要涉及的相关税

交易类型	税种				
	土地增值税	增值税及附加	企业所得税	契税	印花税
资产收购	√	√	√	√	√
股权收购			√		√

资料来源：根据公开信息整理

资产的价值管理 及策略

房地产资产管理的 价值逻辑 与策略

存量资产价值 管理策略

经历了房地产行业高速发展阶段，不少房企积累了大量不动产，与此同时，作为推进城镇化发展的重要力量之一，国企承担社会责任开发建设了大批房地产基础设施，为产业发展、民生服务、居民居住等需求提供了厂房、商办、公共服务、住宅、宿舍等重要空间载体，也积累相当规模的存量不动产。然而，在重开发而轻运营的传统模式下多数企业缺乏对房地产资产的系统管理运营经验，且诸多存量资产背景复杂，不少资产处于低效利用甚至闲置状态，资产价值有待挖掘。

尤其是布局于高能级城市或城市核心位置的物业实现彼时社会价值后如今因功能退化而陷入闲置或低效利用的窘境，梳理资产、盘活物业成为破解难题、提高资产利用效率的关键点。对存量资产的系统梳理、一案一策的合理处置，稳定提升物业运营收入及现金流等都有助于提升存量资产利用效率并进一步带动资产价值提升，亦有助于在房地产深度调整阶段缓解市场下行造成的压力，同时探索持续发展的方向。

存量资产价值管理策略

资产梳理，分类管理

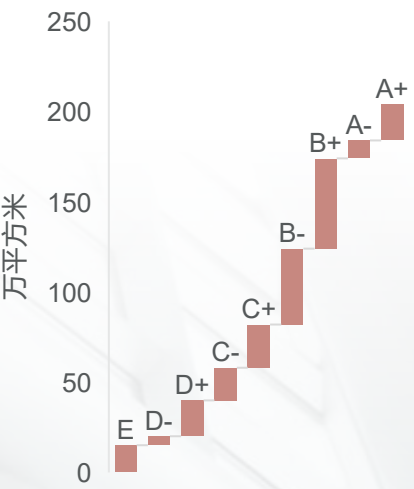
批量的房地产存量资产往往涉及数量多、规模大、分布广泛的物业，地块类别、用途、运营现状、资产利用效率等又各有不同。此外，业权分散或存在历史遗留问题的物业资产也需另作分析。因此，以提高资产利用效率、运营效益、提升资产价值为目的的批量房地产存量资产梳理首先需要对每个物业资产进行单独调研，了解项目基本信息及问题所在。

而后从资产基本属性、价值评估、战略协同性、资产利用效率等多项指标进行评价，对各项物业资产进行归类整理、分等定级，具体的指标选择应结合企业发展战略的侧重点进行筛选。最后结合分类等级的评价结果来进一步研判各项资产后续的发展、盘活方式。

价值高、战略协同性高的资产往往会选择优先持有，而价值低、战略协同性低的资产则可考虑优先处置。判定为持有的物业需结合资产自身特点、运营情况再行考虑通过保留现状、提升改造、资产证券化运作等方式保持运营或挖掘价值；针对销售类物业，建议择机出售，从而实现不同资产分类经营管理策略。



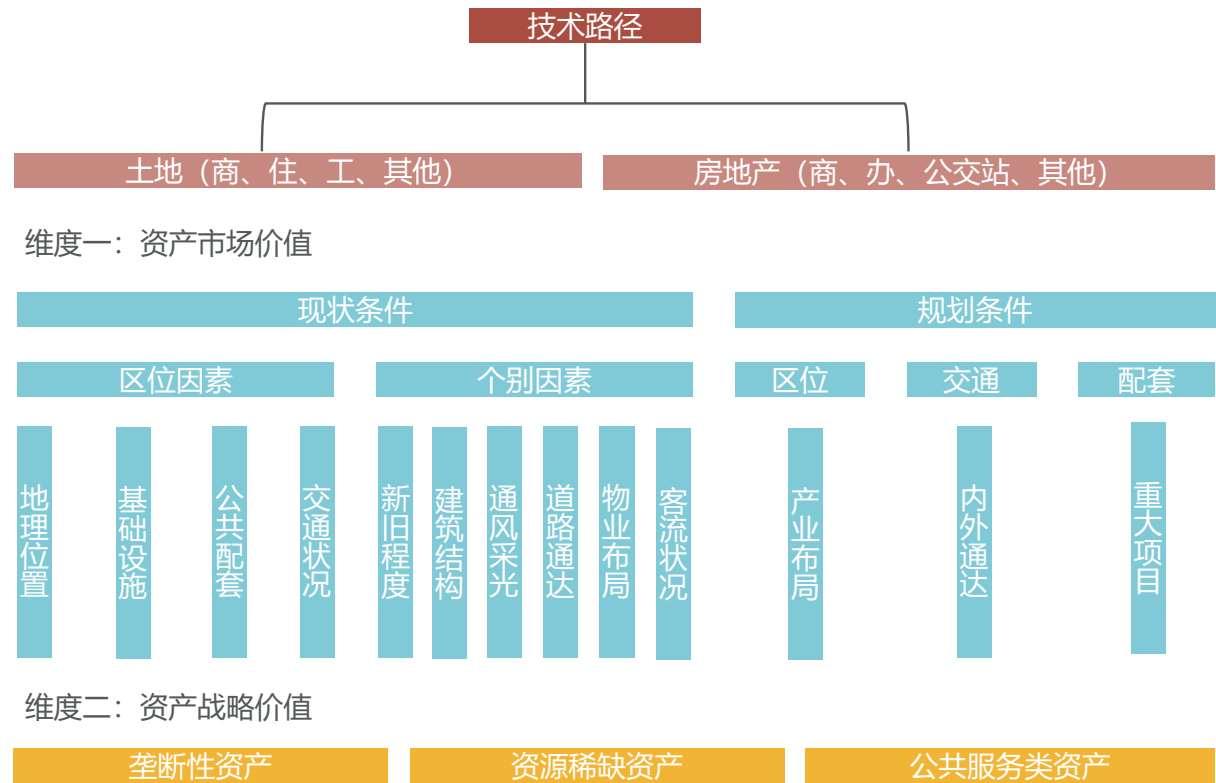
企业存量资产梳理
——不同等级资产规模示例



资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

资产价值评估分析是对物业整体状况的基础判断。从物业特征看，持有红本、位于核心区位、规模大且集中、成新度高的物业往往具有较高的价值评分。从运营角度看，租金水平较高、出租率较高、租户优质且稳定、租金收缴率高的资产利用效率高，对应的资产价值等级也相对较高。

不动产资产状况及价值评估维度

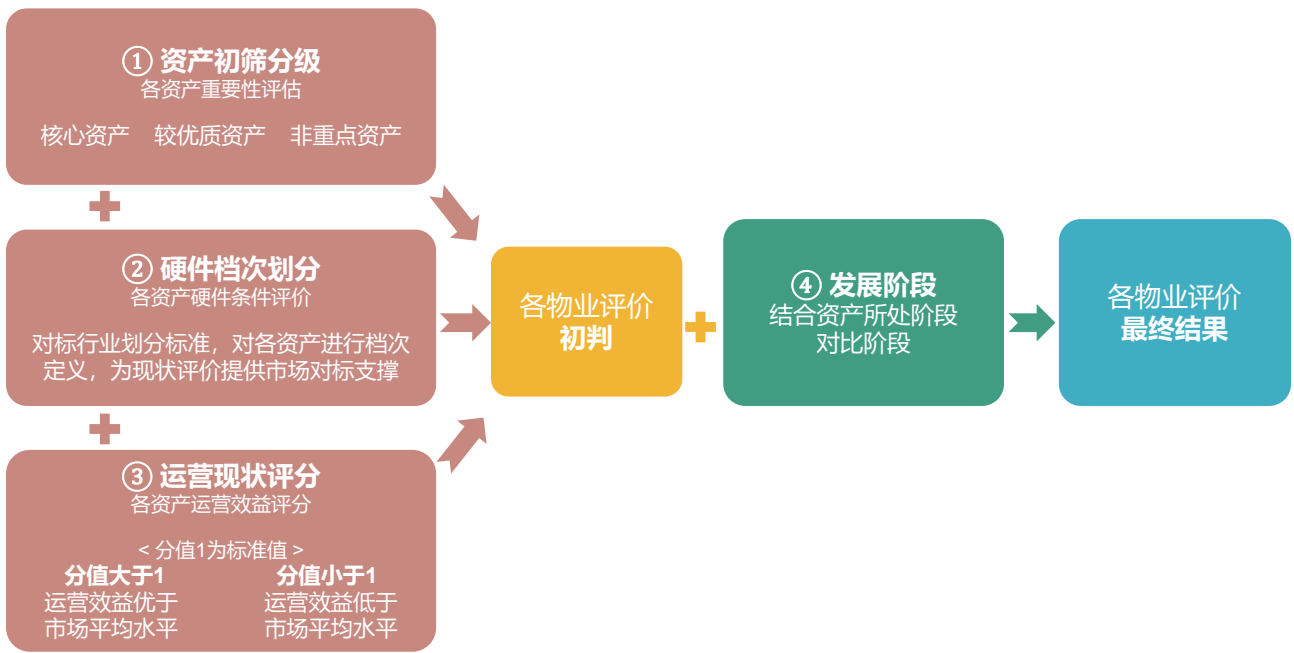


资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

不动产资产运营特征主要指标



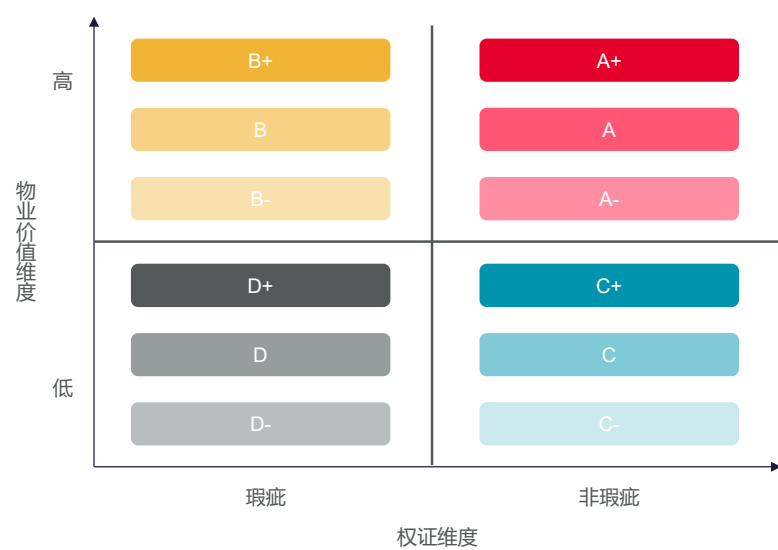
不动产资产评价体系



资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

存量资产价值管理策略

不动产资产分等定级物业特征

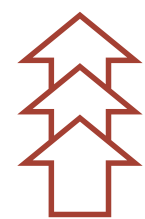


资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

资产分类优化示例

资产等级	A-	B+
资产特征	资产优质 权证齐全 利用效率较低	资产优质 利用效率高 权证缺失
资产优化管理	资产改造 / 运营提升	资产权证补齐 后纳入重点研究范围； 权证补齐后进入 A+ 队列； 纳入企业融资预备梯队；

资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部



动态调优 运营增值

专业的资产管理人，全盘统筹运营，对接各阶段关键指标的实现

着重于对资产全生命周期的专业运营及价值挖掘，房地产资产管理通过精细化的运营管理实现资产保值、增值。必须面对的是，市场时常受宏观形势、供需走势、相关政策等多方面的影响而处于动态变化的环境中，这对项目的稳定运营、增值提升等方面的策略调整提出挑战。

而资产管理人的职责正是将资产增值的全面规划落实到整个项目周期中，对资产进行全生命周期的统筹运营，对接各阶段关键指标的实现。凭借成熟的运营经验，资产管理人必须适时调整经营策略，以便更好地应对市场变化。具体工作覆盖从租户管理到运营优化的各项具体措施，紧跟需求端的变化来优化办公场所、消费场景、生产空间等，打造绿色楼宇及提倡可持续发展等科学发展方向。不止于此，统筹这些零散的管理措施，思考诸如“如何在控制成本的前提下优化软硬件设施”，“每一步优化举措的投入是否值得”这些问题都必不可少，这显然需要专业的资产管理人和系统化的资产管理策略来进行统筹。

基于企业市场定位和发展战略，以“一物一策”的方式精细化管理或处置资产以实现资产组合经济效益最大化是大型企业实现可持续发展的良计之一。值得注意的是，单项资产价值的汇总与资产组合管理经济效益最大化可能存在差异，资产之间的协同、互补程度等因素对整体资产价值的影响不可忽略。

如某单项资产的价值评估较高，但并不契合集团未来发展战略，或者与集团上、下游产业协同性较低，在价值等级的分类上也将相应降档；如果该资产符合企业未来多元发展的方向，战略协同性高，那么对应的等级也相应提高。

此外，如果将资产盘活方式前置考虑，物业资产是否为政策支持盘活的类别也是判别价值等级划分的考虑要点。具有棚改或城市更新潜力的项目、能被收储并用作保障性租赁住房的商品房、具有稳定现金流且符合资产证券化要求的优质项目等资产类别，可依据政策支持盘活的方式处置，该类存量资产在发展出路上有更多选择、更加灵活，也将影响其等级分类的判定。

存量资产盘活常见途径



提质增效改造



资产对外处置



资产证券化

资产管理人核心功能

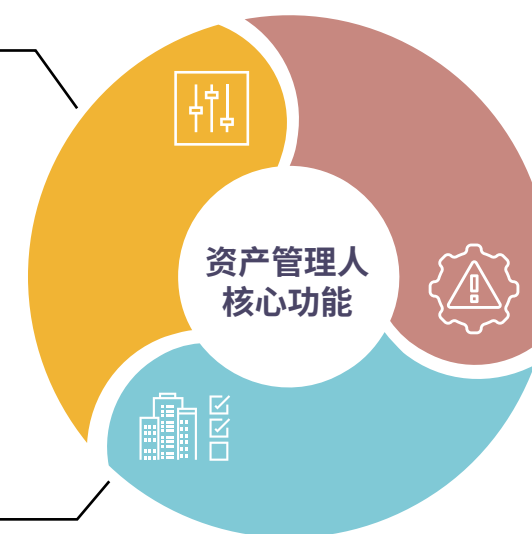
资产配置与
投资决策

策略制定
动态调整

合规审查
定期报告

合规与信息披露

资料来源：戴德梁行研究部



风险管理与
风险控制

风险识别
对冲机制

存量资产价值管理策略

近年来，不少专注于不动产资产管理的境外机构、企业相继落户中国，加速布局中国市场并寻求合适的资产配置，显示出他们对投资中国信心的恢复，以及对中国经济增长的潜力和投资机会的认可，有望盘活升级不动产，为不动产优化增值带来更多的机会。

- 2025 年 7 月，全球资产管理巨头施罗德资本旗下房地产投资部门与浙江实力企业西子国际达成战略合作，共同组建股权投资平台，并宣布联合发起总规模约 30 亿元人民币的私募房地产股权投资基金计划。合作将专注于长三角核心城市优质写字楼，以及消费类基础设施投资机会；
- 2025 年 6 月，全球领先的房地产投资、开发、物业管理公司汉斯集团（Hines）旗下的汉斯（上海）私募基金管理有限公司完成备案；截至 2024 年末，汉斯集团管理的资产规模超 900 亿美元；
- 2024 年 4 月，全球最大的物流地产公司安博在中国注册的外商独资私募机构——安博（北京）私募基金管理有限公司在中国证券投资基金业协会登记为私募股权、创业投资基金管理人；
-

以升级改造为基， 通过运营实现价值重构

在以获得稳定经营收益、最大程度实现项目增值为目标的资产管理周期中，对存量商业地产项目的增值策略往往包括了重新定位及功能调整、维护翻新与改造升级、优化租赁策略及租户组合、提升运营效率、改善资本结构、丰富商业及商务配套等，以此来提高市场竞争力，吸引新租户、提升客户的满意度、提高租户的留存率。这其中，项目定位和功能调整的落实都与空间和硬件的改造提升密不可分，而大量运营提升的具体举

升级改造工程相关服务



技术
尽职调查



建筑设计
顾问



室内设计
顾问



项目计划
监督



合约
及造价管理



工程设计
管理



装修施工
管理



可持续
环保

资料来源：戴德梁行项目管理服务部

措也往往以项目的翻新优化为前提。因此，在资产管理的生命周期中，硬件升级和维护不仅是运营提升的前置举措，更是贯穿运营管理全过程的重要保障。具体包括：

- 通过空间功能重构，促进项目去化，提升运营收入；
- 外立面、大堂及公共空间等的翻新，有利于提高租户满意度并吸引新租户，从而维护资产价值；
- 通过动线改造，包括增加连廊、调整商铺布局及单元划分、以优化体验为导向的动线调整等，实现空间效能的优化；
- 通过设施设备更新，如电梯变频改造、空调系统能效升级等，降低维护成本、延长设施使用寿命；
- 对机电系统的改造升级，有效降低能耗和相关支出；
- 对物理空间的智能化升级、以及数字化系统的运用，提升客户的满意度同时达到提高运营效率及节能环保的目标等.....

存量写字楼硬件改造方案设计

改造工程定位研究

- 改造方向定位
- 项目内部的产品功能定位
- 改造后目标客户定位及需求分析
- 改造后价格定位

改造建议

- | | |
|-------------|-----------------|
| ■ 立面改造建议 | ■ 茶水间设置及改造建议 |
| ■ 单层面积建议 | ■ 电梯数量及分区建议 |
| ■ 得房率控制建议 | ■ 空调及新风系统改造建议 |
| ■ 层高建议 | ■ 智能化配置及升级建议 |
| ■ 净层高建议 | ■ 公共区域装修及布局改造建议 |
| ■ 楼层承重改造建议 | ■ 办公区域交付标准建议 |
| ■ 大堂设计及布局建议 | ■ 车位配比调整建议 |
| ■ 卫生间配置调整建议 | ■ 商业配套设置建议 |

财务分析

- 项目可考虑的租售模式分析
- 不同租售方案优劣势分析
- 改造后的租金、出租率建议
- 改造后租金收益测算

资料来源：戴德梁行项目管理服务部

广州西城都荟

基汇资本是著名的多元资产投资管理公司，擅长活化低效率资产，并通过创新且灵活的融资方案以及深厚的资本配置专业能力为投资人创造优异回报。2013年，基汇资本以约 26 亿元人民币的价格收购和记黄埔持有的位于广州黄沙地铁站上盖广州西城都荟购物中心，该项目建筑面积约 8.9 万平方米。考虑到项目的楼宇结构和空间限制，分析目标客户及辐射范围，以及综合项目实际情况，基汇资本通过实施调整租户面积、更新店铺设计、提高设施运营效率等改造策略实现了项目品质的大幅提升，日均客流量由 2 万人次跃升至 8 万人次，成为广州休闲娱乐新地标。2017 年，实现运营稳定后的广州西城都荟以约 40.65 亿元人民币的价格出售予领展房地产投资信托基金，资产价值较收购时提升超 50%，成为彼时粤港澳大湾区近 5 年内内地城市购物中心成交的最高金额记录。



广州西城都荟相关运营数据

	2013 年	2017 年
成交价	26 亿元人民币	40.65 亿元人民币
日均客流量	2 万人次	8 万人次
出租率	68%	97%
餐饮业态占比	18%	31%
娱乐业态占比	6%	17%

资料来源：基汇资本官网、戴德梁行资本市场部

北京盈科中心

北京盈科中心位于北京三里屯核心区，总建筑面积约 22 万平方米，是一座含两栋办公楼、两栋公寓以及商业裙楼的综合体。2014 年，基汇资本以约 57 亿元人民币收购香港上市公司盈大地产持有的该项目所有股份，涉及的规模约 17 万平方米。历经三年的重新设计、定位和改造打磨，2017 年北京盈科中心以全新姿态登场。裙楼崭新玻璃幕墙、25 米挑高空间、大面积自然采光的中庭、270 度景观会议室等独特的设计风格及硬件配套使得整个项目令人耳目一新。

值得一提的是，彼时北京零售行业面临百货关店潮、存量项目竞争压力大的问题，但写字楼却供不应求，“商改写”成为运营商补充办公产品的方式之一。结合市场供需情况以及租户对空间的实际需求，基汇资本将盈科中心大部分商业体量改造成写字楼，重新布局空间结构、解决商业顾客盲区、提高得房率，并实现了租金溢价，有效增加业主方的租金收益。改造完成时盈科中心预租率达到 60%，租金水平从原有租约的每日每平方米 4 元提升至第一批客户租约的每日每平方米 11 元。综合考虑改造成本、资金成本和运营成本，北京盈科中心资产价值 3 年间大幅提升 40%，成为北京大型改造项目的标志性案例，也是市场“商改写”的典范。与此同时，盈科中心达成了在项目节能、环保和可持续发展等方面的目标，办公区获得由美国绿色建筑委员会颁发的 LEED EBOM（既有建筑物运营与维护）金级认证。2018 年，基汇资本以约 105 亿元人民币的价格将该项目售出。



资料来源：基汇资本官网、戴德梁行资本市场部

存量资产价值管理策略

系统化的租务管理，增强客户黏性，实现稳定收益

租户是商业地产公司的宝贵资源，引入、维护优质租户是实现资产溢价的关键一环。运营团队中往往设置专人或团队负责项目招租及租务管理的相关工作；搭建客户评价指标模型，优先选择信誉好、支付能力强的企业，同时关注高成长性企业的发展潜力；企业入驻后，建立定期沟通机制，及时了解、反馈、处理客户需求，提升客户满意度，坚持长期主义，增加客户黏性。例如，在需求相对疲软，竞争较为激烈的市场环境下，运营方考虑为存量租户提供租约重组服务；考虑到降本增效是企业选址的主要考虑因素，有业主提供将办公装修成本支出（Capex）分摊至每月的运营成本（Opex）的服务，减轻企业租户一次性支出的资金压力；随着直播电商的兴起并不断进驻办公楼宇，这类企业对网络稳定、空调加时等条款要求提升，促进不少业主及运营商积极更新网络基础设施、空调系统等设备以契合租户需求，切实站在租户角度考虑难点，并提出有效解决方案。

在整体项目的运营管理中，根据物业类型选取区域竞品，比较、分析项目运营水平，确定监控项目的维度，预测去化时间、目标出租率、租金定价等运营指标，跟踪项目运营数据，及时调整租赁策略。

系统化的租务管理还包括租户行业结构分析、租约稳定性管理、租户质量把控、租金收入贡献比重分析等，为优化租户成分、租约组合等综合管理提供基础数据；同时把控租约长短组合，主动把握客户合约到期时间，提前备案措施以缓释风险，确保项目的出租率、租金收缴率，以可预测、可持续的稳定租金收入来提高抗风险能力，避免在短时间内因合约集中到期而造成大面积空置的风险。

租务管理及运营优化

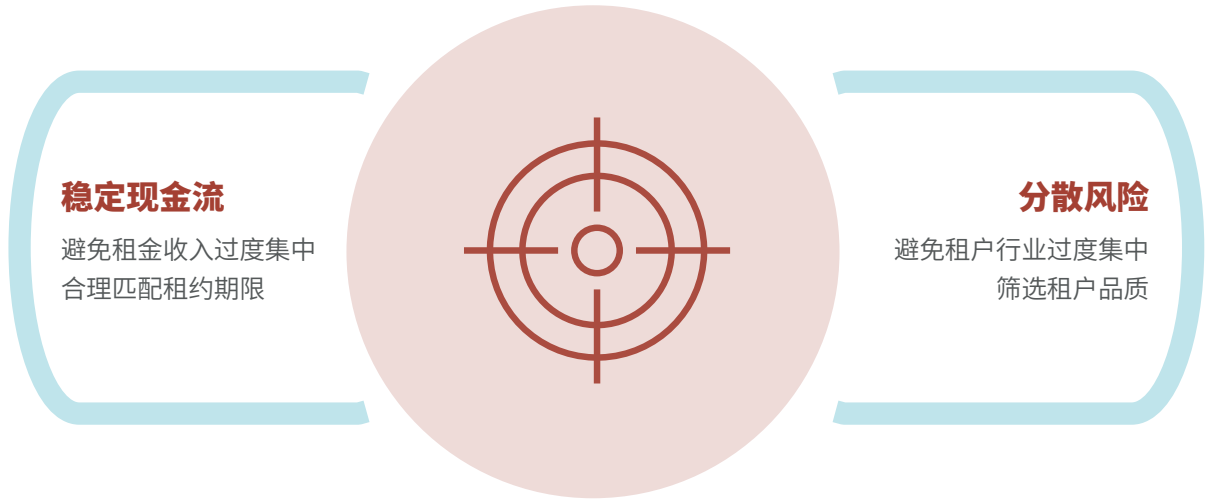
租务管理
整体面积分割及租控策略制定 租务管理体系搭建 客户资质评判及等级分类 品牌租户 / 商户管理 租户结构优化 定期监控租户经营状况、征询租户关切问题 租金复盘以及调租换租策略建议 新租、续租、扩租谈判及签约 对接物业、工程，参与租户收房等服务

运营数据分析
经营表现： 租户 / 业态组合、商家 / 租户销售额、收入 / 费用组成及趋势、租金缴纳情况监管
租金及租期分析： 租约管理、面积 / 收入靠前的租户、租期到期日、出租率变化折线、平均租金变化折线、换租 / 续签租金分析
市场情况调研： 出租率分析、租金分析、对标项目分析、租金收入预测
经营评价： 租金水平、经营收入、经营效率、绩效评价、客户满意度、物业管理服务评价

资料来源：戴德梁行

为预防由行业系统性风险导致行业集集中度过高的楼宇租金收益受到冲击，或规避单一大客户潜在的搬迁风险对租金收益的影响，近年来越来越多业主偏向于选择更加多元的租户组合，根据客户的行业上下游企业、面积需求进行楼层安排的同时，更注重形成合理的行业聚集性。面对行业结构性调整，业主应及时关注政策和行业动向、及时预判、快速排查风险企业，避免造成进一步损失。

系统性租务管理的重要性



资料来源：戴德梁行研究部

坪效体验促进办公环境优化，混合办公动静相宜成势

随着生产技术的进步，企业的物理环境、组织文化也在变革，同时也影响着生产运营模式以及员工个体的观念和行为。前有改革开放的千禧一代，如今“00后”也逐渐步入职场，他们独立、个性、创新，对办公空间的功能规划也相应提出了更高的要求。对于空间载体的运营者而言，以租户和使用者为中心，优化其在工作场所的体验显然也是提升企业客户粘性的关键方向之一。

戴德梁行引入 XSF 坪效体验（Experience per Square Foot）模型工具，从员工在办公室场所的体验评价角度来衡量员工的工作参与程度。根据 2024 年戴德梁行对 15 个公司员工 XSF 坪效体验的调研结果来看，员工对工作场所 35 个功能或体验的分项满意度均不超过 62%，其中满意度最低的是“静音空间的多样性”及“私人通话可用空间”，仅有 35%；30% 以下的还有“社交空间的多样性”“工位预定系统”以及“绿植覆盖率”。结果也揭示了管理层在改善工作场所及环境等领域仍有较大空间，模板式的装修方案或许已不再是当下办公设计的最佳选择。

戴德梁行工作场所体验模型



资料来源：戴德梁行

XSF 坪效体验将员工对办公场所的体验量化，调研既是结果，也是企业做决策判断的分析工具，通过量化员工在办公空间的情绪洞察，加强办公场所优化对公司实现战略目标的重要性。例如，企业在选址时可以借助评分结果倾听更多员工的声音，帮助优化投资组合战略，提升商业地产价值，而不仅仅从租金、售价等常规、单一指标判断选址决策。设施管理部门可参考坪效体验结果及时增添员工最优先需要的硬件、软件设备，对使用频率低的做减法处理；了解不同部门之间的工作模式，改善空间格局；将坪效体验作为 ESG 评分的一部分，挖掘在工作环境上的员工的驱动力来源，提升员工幸福感。

基于 XSF 坪效体验，运营方将更好地把握租户及使用者的需求特征及变化，通过软硬件的改善措施，帮助企业优化办公场所的体验进而提升员工工作效率。陪伴企业发展的同时也大大增强客户粘性，在激烈竞争的市场环境中增加优质租户的稳定性，并且打造出项目的核心竞争力及品牌价值。

戴德梁行 XSF 坪效体验工具对企业的价值

资料来源：戴德梁行



留住员工并吸引人才

通过优化工作场所体验来改善工作环境，提高企业在劳动市场的竞争优势



提高运营效率

支撑企业做出更快、更加精确的运营战略决策



提高员工参与度

系统化的调研提供数据支持，企业可衡量采取行动后的影响，并推动员工参与



提高工作效率

可按市场、职能、业务部门等因素识别参与程度较低的员工，因此可以更加具有针对性地改善相应领域来提高工作效率



提高下限

辨析表现、分数超常领域，并重新分配资金到其他需要提升的领域以提高薄弱项目，抬高底线

戴德梁行 XSF 坪效体验工具对商业地产的价值

资料来源：戴德梁行



优化选址和组合策略

企业选址、投资组合关键指标、分析工具和决策流程之一



与设施管理服务保持一致

协助提供以及筛选出亟需改进的服务，并有助于发现不必要的服务



改善空间规划

了解不同业务部门的体验、工作模式、使用办公室的频率等，以此来优化办公场所的平面布局



筛选需要优先处理的设施和功能

了解对员工最重要的设施和功能，分辨出不重要的



关联 ESG 与福祉

将 XSF 纳入 ESG 评分考量，发现工作场所中与员工幸福指数相关的驱动因素



增强工作场所策略

了解设立办公室的目的、到岗办公的阻力，通过设计、科技、服务等方面来提高员工工作效率



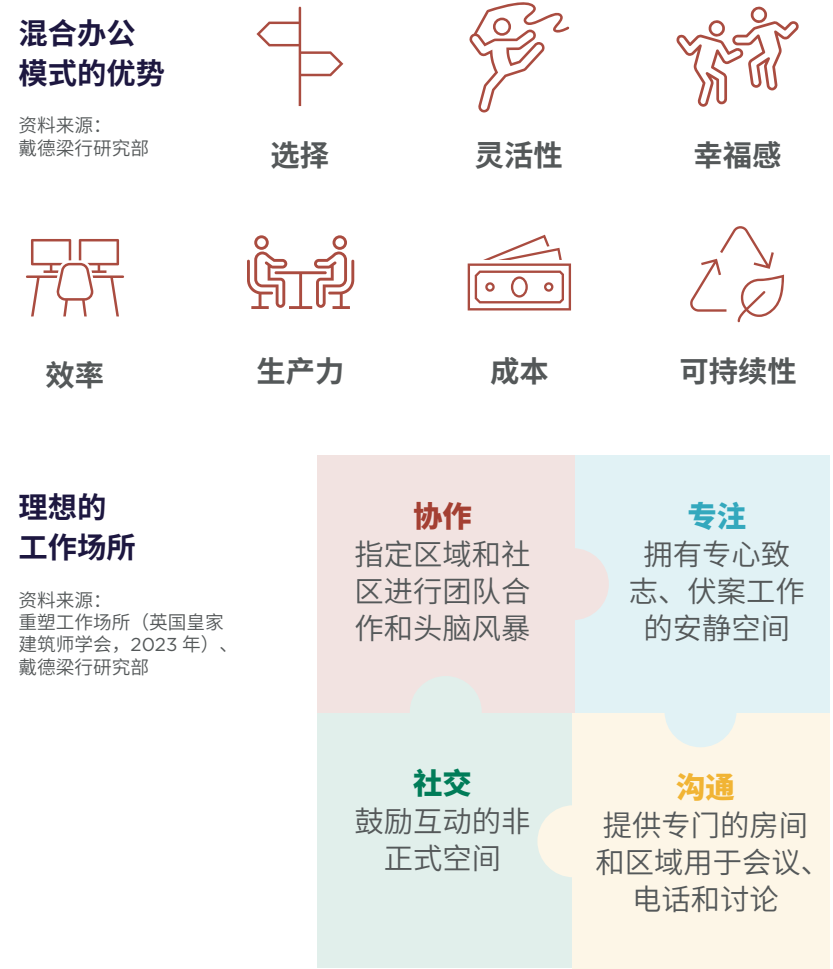
加强项目、搬迁及变更管理

利用搬迁前和入住后的体验分析来确保项目为员工提供良好的体验

存量资产价值管理策略

作为全球办公场景营造的重要发展方向，混合办公模式被越来越多的市场所接受。为减少员工通勤成本，提升幸福感及留存率，部分企业开始实行混合办公模式，即到岗坐班+异地远程办公相结合的工作模式。因此，为提高资源使用效率，企业在择址或装修规划时通常会打破传统办公室格局，减少固定工位，更注重共享、灵活办公空间，这同时也考验运营商对办公空间规划重组及空间使用效率提升的能力。

根据工作场景，提供更多开放式的共享空间有助于打破传统隔断工位的物理空间壁垒，有利于员工之间的沟通交流。针对临时会议，运营商可考虑提供“飞地”，提供共享会议室方便用户使用；隔音舱则可以让用户减少外界干扰，更加专注对话，同时注重隐私。



绿色建筑促进经济与社会效益共生

传统楼宇向绿色建筑方向升级可以延长建筑的使用寿命，更重要的是进一步实现资产价值提升，主要从两个角度实现：一是提升经济效益，比如通过使用节能装置设备、利用风能、太阳能再生能源等创新产品和技术提高资源使用效率、降低能耗及运营成本，提高资产使用价值并提升市场竞争力，为租金、品牌溢价提供支撑。二是提升社会效益，推动建筑行业向绿色、低碳转型，比如增加垂直绿化、提高空气质量等方式改善建筑生态性能，提高工作、生活环境的适宜性等。

绿色建筑优势

资料来源：
戴德梁行研究部



创造经济效益



最大限度节能减排



节约运营成本



关注人类健康



与自然和谐共生



绿色建筑

根据国家标准《绿色建筑评价标准》，绿色建筑是指在全寿命期内，节约资源、保护环境、减少污染，为人们提供健康、适用、高效的使用空间，最大限度地实现人与自然和谐共生的民用建筑。除了前述国家标准，目前业内认可度较高的绿色建筑认证体系还有英国建筑研究院环境评估方法 BREEAM，美国绿色建筑委员会能源与环境设计先锋 LEED，以及国际 WELL 建筑研究院旗下的 WELL 健康建筑评级体系。指标主要涵盖建材类型选用、水电等资源能源使用效率、建筑及室内环境健康舒适度等多维度系统化、标准化体系，为绿色建筑评分、等级划分提供基准。

绿色建筑认证类型及特点

认证类型	特点
中国绿色建筑	关注建筑使用者的感受，健康舒适、生活便利、环境宜居
LEED	强调能源效率和对大气的影响；区域优先，考虑项目如何满足当地特定的可持续性需求
WELL	针对室内环境提升、人体健康与福祉的建筑认证标准
BREEAM	重视对能源、资源的运用，能耗、水资源、材料、废物处理、污染控制
BEAM	能耗在评级中的权重占比较大
EDGE	针对能效设计，每个等级都有具体的目标和要求
GRESB	专注于房地产和基础设施资产的 ESG 表现

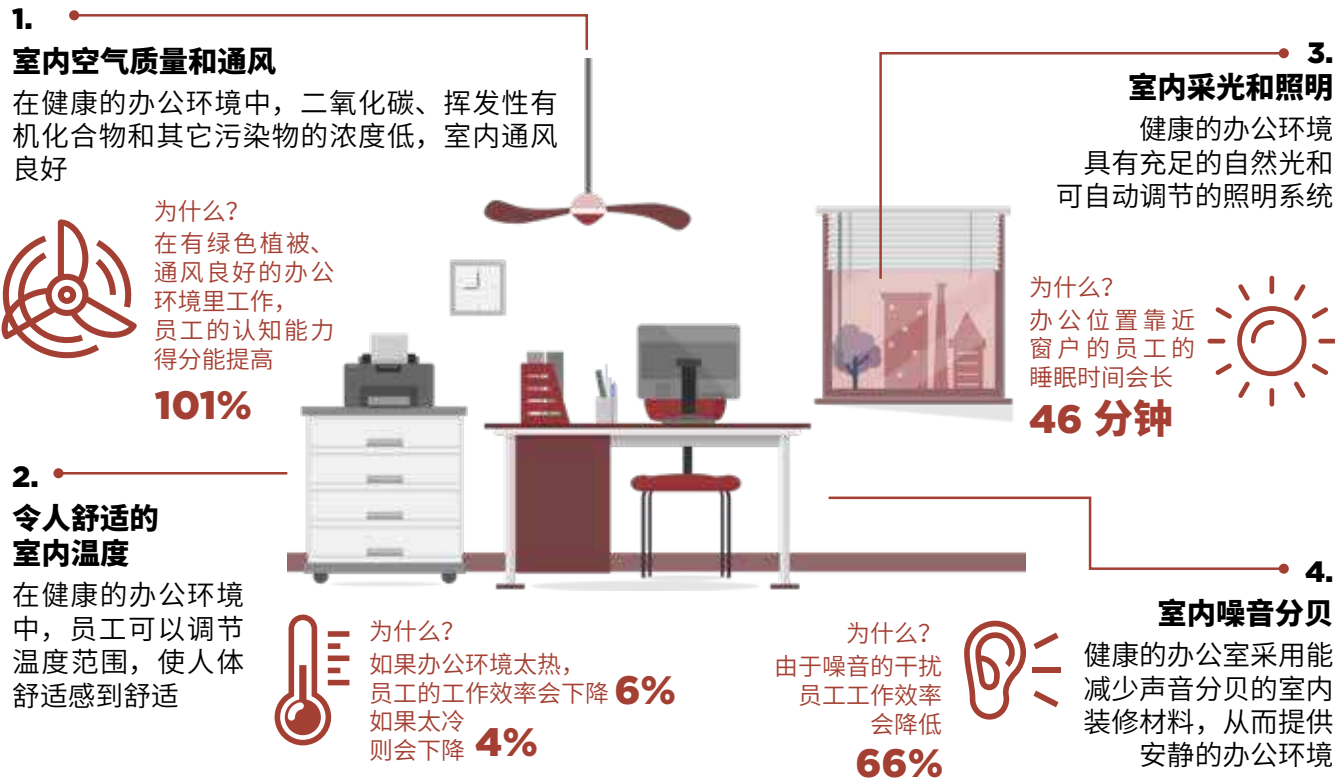
资料来源：商业地产志

当下，绿色建筑技术仍在发展中，既有建筑改造所产生的增量成本成为影响存量资产进行绿色建筑改造决策的重要阻碍之一。随着绿色技术成熟度渐高，未来相关设施设备普及化、规模化有望带动绿色建筑的增量成本下降。同时，绿色、智能技术的发展还有望带动绿色建筑改造后资产运营效率的提升幅度，以及带动相关能源及人力成本支出的进一步压缩优化——能源、资源节约无疑会产生长期效益，进一步降低物业的运营成本。根据《利比中国造价信息汇编 2025 年第二季》，以改造为冰蓄冷空调系统为例，初始投资增加约 30%，利用谷峰电差，利用夜间用电低谷时电力制冰储存，白天融冰释放冷量，年运行费用较常规系统降低 40% 以上。

近年来，多地政府对绿色建筑提供政策支持，如按照《北京市建筑绿色发展奖励资金示范项目管理实施细则（试行）》，取得二星级以上绿色建筑标识的既有项目，市级奖励资金可达 60 元每建筑平方米，单个示范项目最高奖励 600 万元。



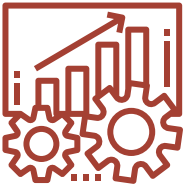
提升办公环境健康与幸福感的四要素



资料来源：世界绿色建筑委员会、戴德梁行研究部

上海鼓励采用合同能源管理项目的模式进行节能减排更新改造。业主邀请第三方设计节能方案、出资更新设备，从节约减少能源费用产生的效益中支付节能项目的成本，用未来的收益实施项目，大大减少了业主的前期投入成本，也降低了技术风险。例如，业主改造前支付电费 10 万，实施合同能源管理项目的模式后，将该 10 万付予节能服务公司，节能公司利用该笔费用实施节能改造。假设改造成本 6 万，改造后电费下降至 3 万，那该节能公司便可获得 1 万的利润，具体合作模式取决于合同签订细则。国家标准《合同能源管理技术通则》2020 年修订版已出台，从节能目标、节能效益分享方式、合同文本等方面为市场提供了技术指导。

采用绿色建筑是大型集团、上市公司、国企、外资企业等践行环境、社会、治理（ESG）的方式之一，也是履行社会责任的途径之一。因此，上述性质的企业在投资、物业租赁选择上更愿意选择绿色建筑并付出一定溢价。除了常见的写字楼、购物中心等商办项目，投资人及运营方对物流、数据中心等另类资产绿色建筑认证的需求亦有上升趋势。不止于此，绿色建筑认证具有价值溢价，是绿色债券、绿色保险、绿色贷款等绿色金融工具中常见的评价依据之一，业主或可因此而降低融资成本，为投资管理决策提供参考。



不动产资产证券化策略

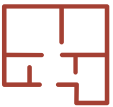
2020 年 4 月中国证监会与国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，正式启动基础设施 REITs 试点工作，旨在盘活基础设施存量资产、拓宽社会资本投资渠道，进一步推动基础设施高质量发展。而后首批 9 只公募 REITs 于 2021 年 6 月上市，标志着中国公募 REITs 市场正式启航。而在此之前，中国不动产证券化以类 REITs 和 CMBS 为主，初步构建了资产证券化框架，但未形成标准化公募 REITs 市场。

2022 年后，经济下行压力较大、房地产市场陷入调整期，5 月国务院办公厅《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》明确提出“进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市”。同年 8 月，证监会联合国家发展改革委制定《加快推进基础设施 REITs 常态化发行的十条措施》推动 REITs 常态化发行。在中国不动产资产证券化的快速发展的背景下，利用不动产证券化工具改善资产负债表，促进房企探索存量资产盘活方式和房地产发展新模式，也为房企发展转型提供了良好的契机。

存量资产价值管理策略

不动产项目从获取土地到稳定运营需经历不同阶段，适配的融资工具也随之变化。针对不同的资产在不同的阶段搭配不同的融资工具，构建起多层次融资体系，有助于降低资金成本、分散融资风险，提高资金使用的灵活度。其中，债务性融资操作模式和交易结构相对简单，是房地产开发企业的主流融资方式之一，常见以主体信用进行银行贷款、通过发行信用债、境外债等方式进行募集资金。资产证券化是事后融资工具，要求项目在可以产生独立、可预测的现金流的基础上发行。

不动产资产全生命周期主要融资产品

				
规划拿地	开发建设	孵化发展	成熟运营	退出阶段
开发 / 并购贷 地产基金	地产基金 供应链 ABS 棚改 / 保障房 ABS 购房尾款 ABS	经营性物业贷 地产基金 Pre-REITs 私募 REITs	经营性物业贷 物业费 ABS CMBS/CMBN 类 REITs	物业 / 股权出售 公募 REITs

资料来源：标普信评，戴德梁行研究部

不动产项目具有固定、唯一等自然属性，无法像标准金融产品般交易，加上交易金额相对较大，变现周期相对较长，意味着流动性较弱。不动产资产证券化通过集合项目未来可预测产生的现金流作为偿付基础，经过组合、打包等结构化设计形成资产池，将不动产或者相关权益转化为可流通的金融证券。投资机构或者个人可通过购买标准化后的金融证券产品间接投资运营成熟稳定的优质不动产项目，大幅降低了投资门槛，提高了金融市场的效率，并增加了流动性。对企业而言，不动产资产证券化不仅是融资工具，更重要的是盘活了存量资产价值，有助于企业形成存量资产和新增投资的良性循环。

不动产资产证券化优势

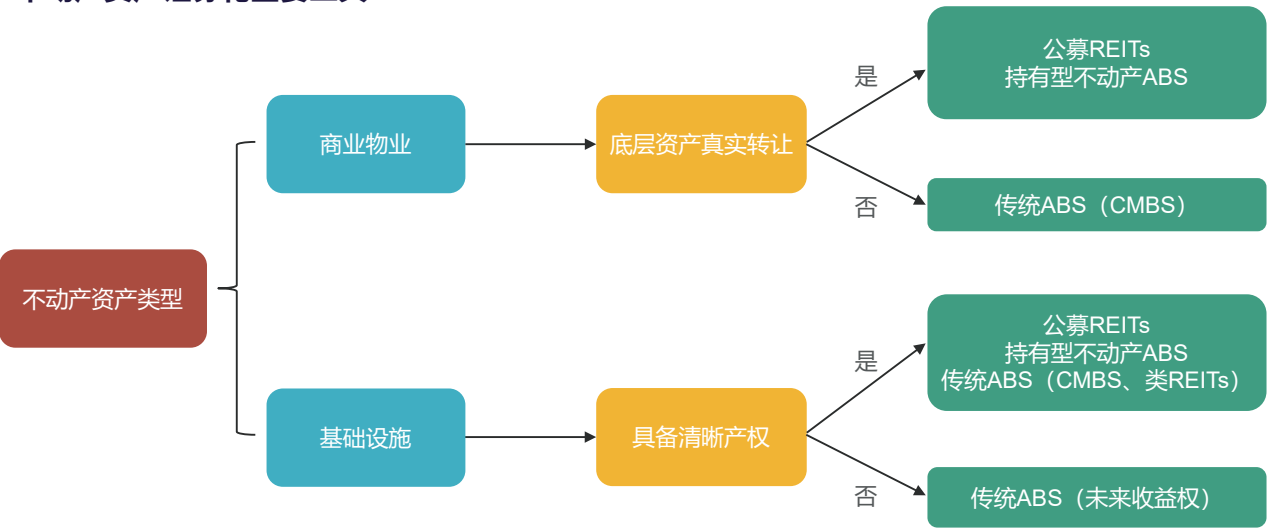


资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

盘活不动产有多种资产证券化 (Asset-Backed Security) 工具可用，取决于不动产类型，以及是否涉及产权转让。商业不动产方面，如果涉及底层资产所有权真实转让，可以选择发行公募 REITs、持有型不动产 ABS，其中公募 REITs 对资产的合规要求最高；如果资产所有权不涉及转让，可基于资产的估值发行商业地产抵押贷款支持 (Commercial Mortgage-Backed Security, CMBS)，以物业估值为基数折算相应的抵押率，并且结合现金流确定发行规模，底层基础资产无须转让。

基础设施不动产也有多种工具可以盘活，传统 ABS（未来收益权）入池的是未来经营的现金流收入，不涉及产权，但要求具备使用权，如水厂、发电厂；如果产权清晰可转让，可将物业进行估值后发行公募 REITs、持有型不动产 ABS、CMBS 或者类 REITs。

不动产资产证券化主要工具



资料来源：上交所、戴德梁行估价及顾问服务部

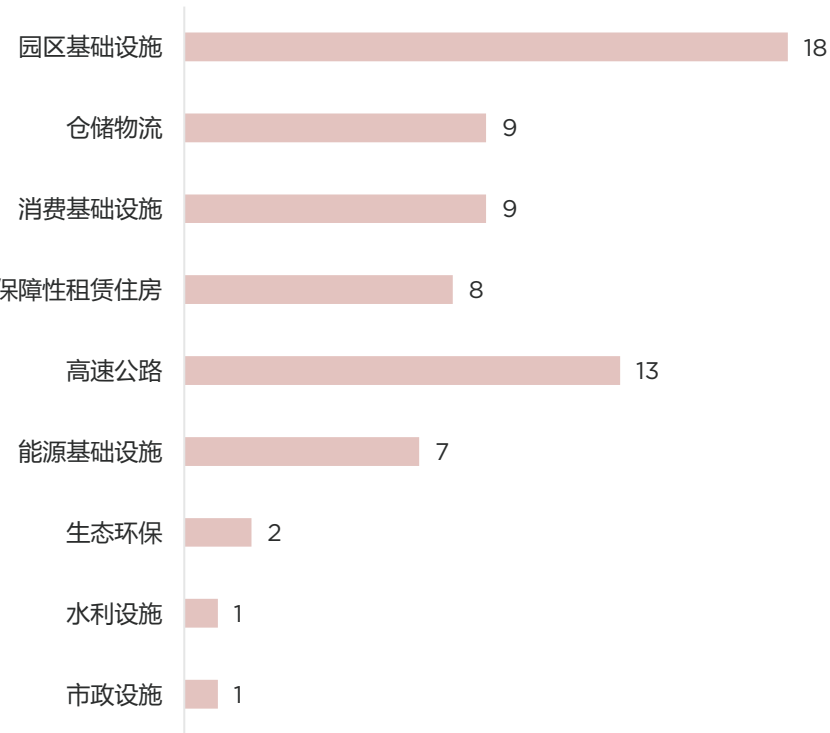
存量资产价值管理策略

公募 REITs (基础设施不动产 REITs)

2024 年以来，全球宏观经济环境的不确定性加剧，国债利率持续下行，国际金融风险不断攀升。在此背景下，公募 REITs 凭借其 90% 的高比例分红成为众多投资者在不确定的环境中寻求稳健抗周期收益的首选资产类别。与此同时，从 2021 年试点阶段到 2024 年常态化发行阶段，中国内地公募 REITs 市场在政策完善、自身的扩张与成熟、产品数量的增加和底层资产的多元化等多方面的进展为市场注入了新活力。加上公募 REITs 产品规则透明健全，打破了信息差壁垒，为投资者提供了更多资产配置的选择，以及分散风险和捕捉收益的机会。再者，不动产资产价格近年来逐步回调至相对稳定的平台期，而租赁需求受租约保护保持相对平稳，因此吸引投资者对不动产证券化产品的追捧。

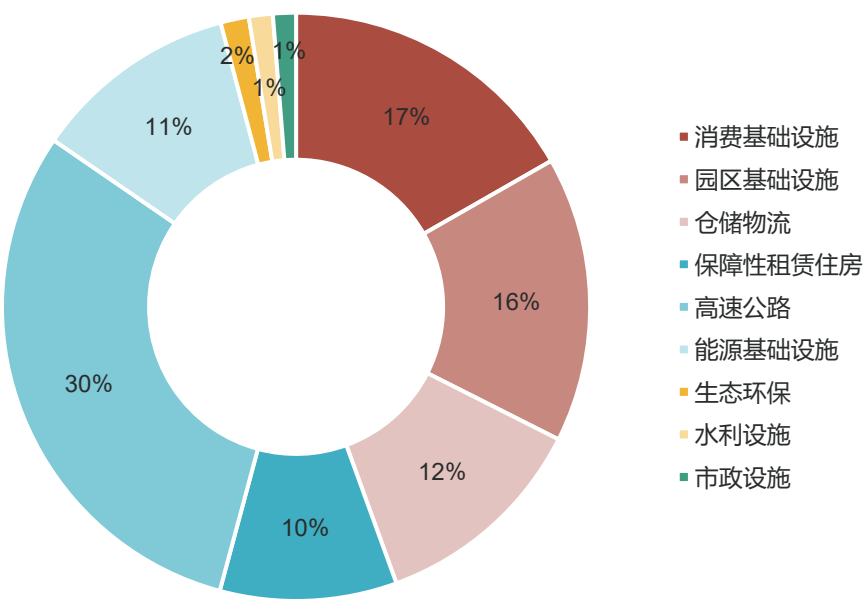
中国内地基础设施公募 REITs 底层资产的基础设施项目类型主要分为经营权类项目，如收费公路、污水处理等，和产权类项目，如产业园区、仓储物流、购物中心、数据中心等。截至 2025 年 6 月底，中国内地基础设施公募 REITs 已上市产品共 68 只，市场总市值达到 2,055 亿元。

中国内地公募 REITs 产品类别分类(按数量)



备注：数据截至 2025 年 6 月 30 日
资料来源：Wind，戴德梁行估价及顾问服务部

中国内地公募 REITs 产品类别分类(按市值)



备注：数据截至 2025 年 6 月 30 日
资料来源：Wind，戴德梁行估价及顾问服务部

公募 REITs 的投资回报主要受两方面影响，一是底层资产经营产生的现金流，二是二级市场基金份额价格波动。2025 年上半年，REITs 产品交易活跃度明显提升，需求增长令公募 REITs 在二级市场的价格持续上升，但交易价格与实际价值可能出现偏离，假设可分配现金流不变，买入成本增加将令分派收益率有所下降。份额价格变动不仅受市场供需影响，底层资产基本面的表现也是投资人的关注要点。受当下宏观环境不明朗以及供大于求的影响，园区基础设施、仓储物流等产权型板块的空置率有所上升、租金水平有所下降，增长预期有所减弱，因此预计递增率将有所下调，对现金流产生负面影响。

公募 REITs 不同资产类型资产估值的关注要点

资产类型	仓储物流	产业园区	数据中心	高速公路
关键指标	区位及交通条件、建筑结构、仓库类型、面积、层高、承重、防火等级、配套设施设备、租金及出租率、租户类型	园区定位、产业方向、租户客群、出租率、租金水平、政策补贴、租赁限制或要求	能评指标、机房等级、机柜数量 / 功率 / 服务费单价、PUE、电费	公路等级、公路里程、车流量、单位收费、单位里程维护成本
主要收入	租金、物业管理费	租金、物业管理费	机柜服务费、电费收入	高速费
主要成本	税金及附加、综合管理费、物业管理费、资本性支出等	税金及附加、租赁营销费、行政管理费、能源费、维护保养费、资本化改造支出等	电费支出、运维人员成本、设备维护维保、物业管理、设备更换资本性支出等	税金及附加、维护成本、管理费等

资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

根据上交所介绍，公募 REITs 可盘活存量资产，提升基础设施资产估值，获得流动性溢价，同时提供增量投资资金，改善负债水平，降低企业杠杆率，助力企业向“轻资产”运营模式转型。对不动产持有者而言，公募 REITs 已不单是融资渠道，更是一个规模化的长期运作平台，不仅为自有资产提供退出路径，还可以向外收并购项目，通过扩募等方式优化底层资产组合，提高融资效率。从资源循环来看，公募 REITs 实现了优质资产轻重资产分离，为不动产市场打通了“投、融、管、退”良性循环的通路，推动不动产持有者从“开发”向“经营”转变，从追求资产持有规模向追求资产管理规模转变，推动资产精细专业化管理。

以招商蛇口为例，其在产业园区、租赁住房、集中商业等业态搭建多个 REITs 平台，成功构建了持有物业“开发 - 运营 - 资本化 - 再投资”的良性循环体系，确立了“投、融、建、管、退”的全生命周期发展模式。这一模式实践了以存量带增量、以产融促周转的轻重结合发展战略，构建了房地产发展的新模式。2024 年末，招商蛇口通过公募 REITs 平台管理资产约 59 万平方米，管理口径收入达 8.13 亿。

存量资产价值管理策略

持有型不动产 ABS（私募 REITs）

持有型不动产 ABS 主要定位于可与公募 REITs 衔接的场内标准化权益产品，因此也被业界称为私募 REITs。这类产品比公募 REITs 更加灵活，比类 REITs 的权益导向更加突出。底层资产涵盖所有公募 REITs 资产范围，以及无法发行公募 REITs 的基础设施，如写字楼、酒店等商办物业。与传统 ABS 相比，该产品弱化了主体信用，突出资产信用。

产品制度整体借鉴公募 REITs 政策导向和产品要求，基于融资人、投资人的需求设置了更灵活的制度。持有型不动产 ABS 可运用杠杆贷外部负债进行估值，因此可以增加信贷规模，经济性较强。投资者通常是保险或者私募基金，可定制产品的回报率等指标，因此可以引入业绩对赌或倾斜分配等多样化的交易机制。持有型不动产 ABS 仅需通过交易所审核，发行流程更简易，时间更短更高效。对于暂时达不到公募 REITs 发行条件的资产，可以通过发行持有型不动产 ABS 产品进行过渡和培育。

类 REITs

类 REITs 属于运行在债券市场的私募固收类产品，本质是债，与主体信用挂钩，抵押率通常高于 CMBS，在 80%-90% 的水平，因此融资规模更有优势。但因为专项计划发行时需要解除底层资产项目相关的抵押或者权利负担，不得带有外部负债，因此也比持有型不动产 ABS 与公募 REITs 的融资规模小。另一方面，固收属性产品的融资成本通常比持有型不动产 ABS 等权益属性产品融资的成本要低。

发行出表型类 REITs 可以有效调节发行当期的资产结构，阶段性降低资产负债率，有利于优化财务报表。此外，类 REITs 交易结构的搭建与公募 REITs 相似，可以为发行人后续发行公募 REITs 做准备，是公募 REITs 的前置尝试。

CMBS

CMBS 本质是抵押贷款证券化产品，标的资产不涉及转让，保留了资产所有权，因此享有未来地产升值空间。也正因为不涉及产权转让，这类融资模式准备周期较短、操作成本及税务成本较低，能够满足融资需求但显然无法实现资产出表。CMBS 属于在交易所发行的固收类产品，具有标准化程度更高、市场更成熟、监管更明确等优点。CMBS 可以以较低的融资成本获取较长期的债性融资，产品期限以“3+3+3”的模式进行，每三年设置置换机制，最长可达 18 年。CMBS 产品对募集资金投向仅要求与生产经营相关，且募集资金一次性取得，有利于企业根据实际需求灵活运用。随着流程的简化，如今储架式 CMBS 可通过提供同类资产项目备选清单，一次注册获得整体注册额度后，企业可根据自身资金需求和市场情况，灵活安排 CMBS 的发行时间和发行规模。

Pre-REITs

公募 REITs 对底层资产的运营期限、收益率等要求较为严格，符合上市的底层资产较为稀缺。另一方面，当下公募 REITs 市场需求大幅提振，吸引不少投资机构提前布局该领域的兴趣。Pre-REITs 作为公募 REITs 的孵化器，是指对于具有发行公募 REITs 潜力、但仍处于建设期或未形成稳定现金流的基础设施或不动产标的项目，投资者提前介入，抢占优质标的资产的建设、运营和培育过程，进而对标的资产进行管理以提升价值，在时机成熟时通过公募 REITs 为主要方式实现退出的投资模式。此外，也可以通过持有型不动产 ABS、类 REITs、资产整售、基金再续期等方式实现退出。如张江光大产业园是首个从 Pre-REITs 到通过公募 REITs 实现退出的项目；长沙金茂览秀城则是走通了从 Pre-REITs 到发行类 REITs，再到公募 REITs 实现上市退出的路径。

企业可以通过平台将资产引入市场，对资产进行初步的市场价值评估，可以说 Pre-REITs 也是一个价值发现平台。由于 Pre-REITs 属于私募类投资产品，资金长期锁定，中途较难退出，流动性较弱，更适合长期投资者，或对特定领域如医药产业、数据中心等有深度认知的机构。

存量资产价值管理策略

根据中国银行间市场交易商协会《金融市场研究部》报告，作为 REITs 序列中的链条产品，类 REITs、私募 REITs、公募 REITs 既存在着统一的底层逻辑，又因监管政策和产品定位的不同存在着一定差异，既能根据合理的结构设计满足原始权益人的资产盘活需求，又能够阶梯式、递进式地为市场投资机构提供匹配产品特性的收益水平。从类 REITs、私募 REITs 到公募 REITs，整体上是一个资产合法合规性逐渐增强、所处阶段逐渐成熟、收益水平不断提高、REITs 标准化程度逐步提升的过程。

商业不动产资产证券化主要工具特征

产品名称	公募 REITs	持有型不动产 ABS	传统 ABS	
			类 REITs	CMBS
发行方式	公募	私募	私募	私募
资产类型	基础设施、租赁住房、消费商业等	涵盖所有公募 REITs 资产范围，以及无法发行公募 REITs 的基础设施	基础设施（交通、水利、产业园区、仓储物流）、商办物业、保租房等	基础设施（产业园区、仓储物流）、商办物业、保租房等
产品规模	基本接近资产估值，可包括外部负债，规模最大		资产估值 80%-90% 左右	资产估值 50%-70% 左右
融资成本	向投资人分享的收益 + 管理费 + 发行费用		略高于同主体 CMBS 利率	同期限信用债发行利率上下约 10-20bps
产品期限	与项目周期匹配，期限较长，一般可达到土地剩余年限		一般每 3 年存在置换需求	
股债特性	权益导向，应分尽分		债性突出，刚性兑付	
产品分层	平层		优先 / 次级结构化分层	
扩募机制	平台搭建、持续扩摸		一次性融资	
资产合规性	基本无瑕疵	权属清晰，不存在转让限制等即可，关注资产质量对实质经营的影响		
资金用途	明确募投项目	可自由使用，涉及对接公募的，建议确定用途		可自由使用（拿地和用作资本金除外）
产品优势	提供增量投资资金，改善负债水平，降低企业杠杆率；盘活存量资产，获得流动性溢价；强制分红，收益相对稳定、安全性较强；	可引入资产估值 50% 外部银行贷款；引入对赌或倾斜分配等多样化、定制化增信模式；可实现长期险融资；	权益融资成本较低、高效率债务融资；资产出表可调节发行人的资产结构，降低杠杆率；公募 REITs 的前置尝试；	获取低成本、长期限融资；提高资金运用的灵活性；实现多个物业打包注册；
退出方式	市场交易	公募 REITs、市场交易、大宗物业交易等	主体回购、产品续发、大宗物业交易、公募 REITs 等	主体回购、产品存续、提前终止、大宗物业交易等

资料来源：上交所、标普信评

存量资产价值管理策略

资产梳理，分类管理

以提高资产利用效率、运营效益、提升资产价值为目的的批量房地产存量资产梳理首先需要对每个物业资产进行单独调研，了解项目基本信息及问题所在。而后从资产基本属性、价值评估、战略协同性、资产利用效率等多项指标进行评价，对各项物业资产进行归类整理、分等定级，具体的指标选择应结合企业发展战略的侧重点进行筛选。最后结合分类等级的评价结果来进一步研判各项资产后续的发展、盘活方式，以“一物一策”的方式精细化管理或处置资产以实现资产组合经济效益最大化是大型企业实现可持续发展的良计之一。

动态调优，运营增值



资产管理人全盘统筹
对接各阶段关键指标的实现



以升级改造为基
通过运营实现价值重构



系统化的租务管理
增强客户黏性，实现稳定收益



坪效体验促进办公环境优化
混合办公动静相宜成势



智能楼宇降低运营风险
提升运营效率



绿色建筑促进经济
与社会效益共生

不动产资产证券化策略

在中国不动产资产证券化的快速发展的背景下，利用不动产证券化工具改善资产负债表，将有效促进房企探索存量资产盘活方式和房地产发展新模式，也为房企发展转型提供了良好的契机。在盘活不动产的过程中有多种资产证券化工具可用，结合不动产项目从获取土地到稳定运营需所经历的不同阶段，针对不同的资产在不同的阶段搭配不同的融资工具，构建起多层次融资体系，有助于降低资金成本、分散融资风险，提高资金使用的灵活度。

城市更新 为存量资产 价值重塑 创造更多可行性

在过去几十年城镇化高速发展的过程中，人口向城市聚集，城市规模快速扩张。粗放的城市开发模式下，基础设施、公共服务供给缺乏系统性分配，历史建筑遭受损害，自然环境遭受破坏等城市病凸显。传统的市政管道也面临老化、安全隐患问题，亟需更新升级以更好地满足百姓对美好生活的需求。实施城市更新成为完善社区功能，推动城市高质量发展的必然选择，也是国家重要的决策部署，对于改善民生、扩大内需、促进经济增长均有重要意义。

2021年3月，国家“十四五”规划《纲要》要求加快转变城市发展方式，实施城市更新行动以提升城镇化发展质量及城市品质，改造提升存量老旧物业功能，优化城市空间结构。2025年5月《中共中央办公厅 国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见》进一步明确了城市发展新阶段下城市更新的主要任务。不同于早期城市更新项目对城市发展和经济效益的粗放追求，新阶段的城市更新的范畴更加丰富多元也更加精细化，着力解决群众身边的民生痛点，保护城市历史文化脉络，推动城市高质量发展的同时，激活存量空间经济活力。

在此政策方向引导下，存量空间的商业化尝试、老旧街区的活化焕新、公共配套设施的优化提升、闲置空间功能转换的探索将不断丰富城市更新的实践，也为存量资产价值重塑创造更多可行性。

城市更新主要任务及举措

主要任务	分项措施
加强既有建筑改造利用	稳妥推进危险住房改造； 涉及不可移动文物、历史建筑等保护对象的，“一屋一策”提出改造方案 加强老旧厂房、低效楼宇、传统商业设施等存量房屋改造利用，推动建筑功能转换和混合利用，根据建筑主导功能依法依规合理转换土地用途；
推进城镇老旧小区整治改造	更新改造小区燃气等老化管线管道，全力消除安全隐患，支持有条件的楼栋加装电梯； 统筹实施老旧小区、危险住房改造，持续提升老旧小区居住环境、设施条件、服务功能和文化价值；
开展完整社区建设	完善社区基本公共、商业服务设施，构建城市一刻钟便民生活圈；
推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造	推动老旧街区功能转换、业态升级、活力提升，因地制宜打造一批活力街区； 鼓励以市场化方式推动老旧厂区更新改造，加强工业遗产保护利用，盘活利用闲置低效厂区、厂房和设施，植入新业态新功能； 城中村改造不搞大拆大建，“一村一策”采取拆除新建、整治提升、拆整结合等方式实施改造，改善居住条件和生活环境；
完善城市功能	充分利用存量闲置房屋和低效用地，优先补齐民生领域公共服务设施短板； 积极稳步推进“平急两用”公共基础设施建设； 增加普惠托育服务供给，发展兜底性、普惠型、多样化养老服务；
加强城市基础设施建设改造	全面排查城市基础设施风险隐患；推进地下空间统筹开发和综合利用。
修复城市生态系统	坚持治山、治水、治城一体推进，建设连续完整的城市生态基础设施体系；
保护传承城市历史文化	衔接全国文物普查，扎实开展城市文化遗产资源调查； 落实“老城不能再拆”的要求，划定最严格的保护范围。

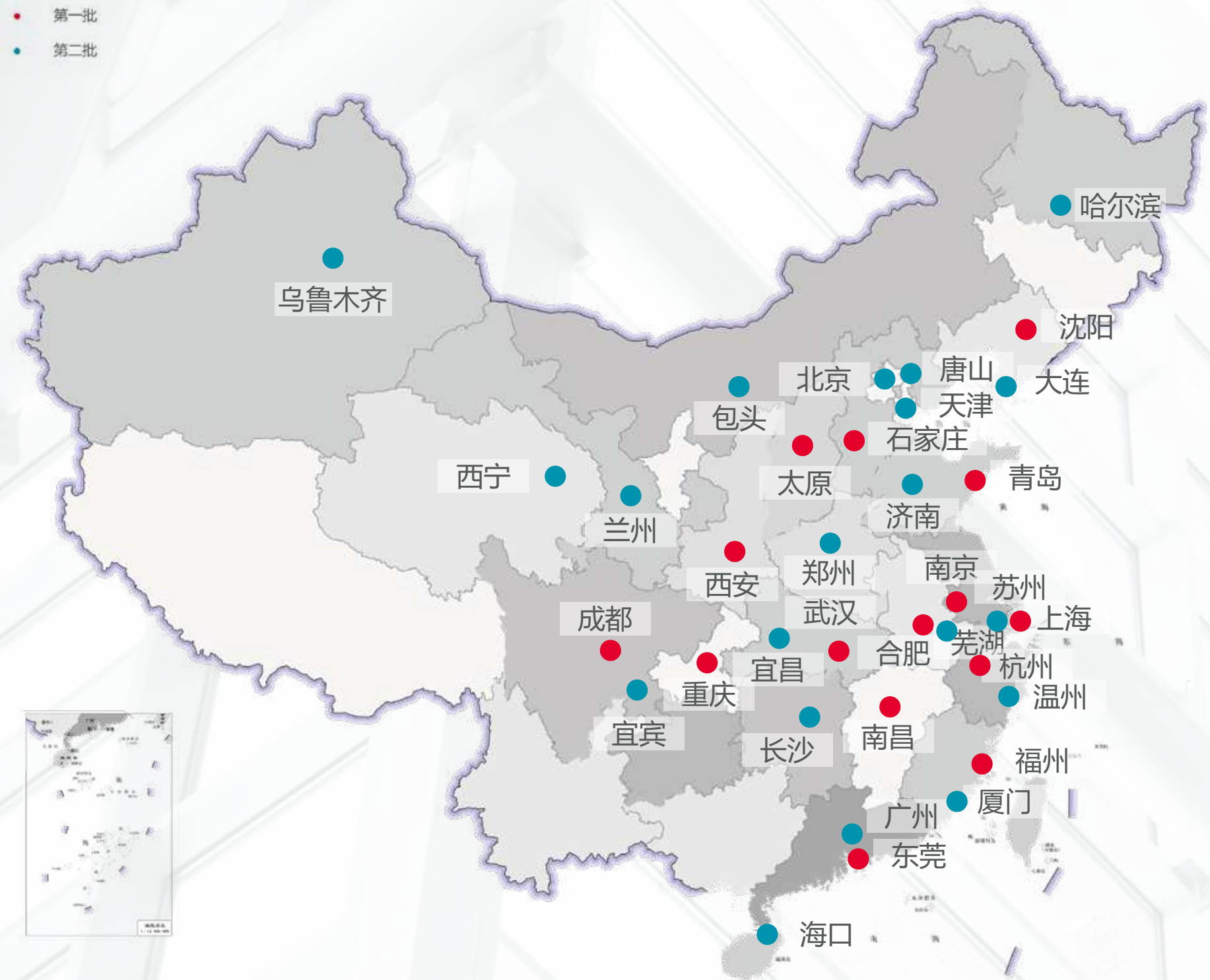
资料来源：2025年5月《中共中央办公厅 国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见》

城市更新为存量资产价值重塑创造更多可行性

城市更新示范城市

备注：第一批重点向超大特大城市和长江经济带沿线大城市倾斜；第二批主要向超大特大城市以及黄河、珠江等重点流域沿线大城市倾斜。东部城市补助 ≤8 亿元；中部城市补助 ≤10 亿元；直辖市、西部城市补助 ≤12 亿元。

资料来源：《2024 年城市更新行动评审结果公示》、《2025 年度中央财政支持实施城市更新行动评选结果公示》



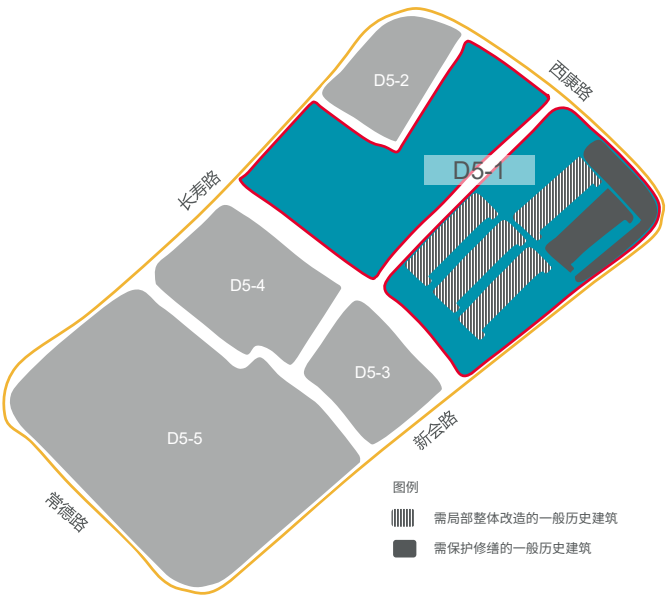
2024 年以来，住建部与财政部相继公布了两批、共计 35 个城市更新试点城市，分别给予东部城市、中部城市、西部城市及直辖市最高 8 亿元、10 亿元及 12 亿元的定额补助，并定期开展绩效分级评价，这些城市将发挥重要的示范、引领带动的作用。与此同时，住建部陆续分享城市更新典型案例，为各地提供可复制、可推广的实践经验，借助以点带面的推广机制加速城市高质量发展。

面对市场商办物业供过于求的普遍现象，上海发布《上海市推进商务楼宇更新提升的行动方案（2024—2027）》、制定《商务楼宇综合评价标准》，以商务单元为单位，对区域内甲级、乙级、丙级等不同级别的商务楼宇分类施策，结合业主的意愿，通过提质、改造、重建及退出转型等更新行动的方式推动楼宇焕新升级。预计项目具体举措以及实际推进将为其他城市楼宇更新提供可操作、可复制的路径和经验。

上海鸿寿坊城市更新

鸿寿坊位于上海内环普陀区长寿路的繁华商圈，始建于1933年，为传统石库门弄堂。2015年，上海市普陀区政府批复鸿寿坊地块旧城区拆迁工作；2019年11月，港资开发商瑞安房地产以18.6亿元竞得鸿寿坊D5-1商办商服地块的开发权。根据土地出让合同，项目地块占地面积约1.5万平方米，地上可建计容建筑面积约6.3万平方米，地下经营性建筑面积约1.6万平方米。此外，项目要求划定的3栋需保护修缮的一般历史建筑不得整体拆除，4栋局部整体改造的一般历史建筑需传承历史风貌。

上海鸿寿坊城市更新项目



备注：图形经过变形处理，详情请参考《普陀区长寿社区C060102单元控制性详细规划D5街坊局部调整》
资料来源：上海市规划和自然资源局，Lab D+H SH

瑞安及设计团队走街串巷深入感触在地文化，挖掘灵感，以“精致的烟火气”为概念打造项目。遵循历史建筑改造“修旧如旧，建新如故”的原则，经过近4年的改造打磨，鸿寿坊于2023年9月正式对外开放。

从整体上看，项目保留了里弄肌理格局，开放式街区商业贯通室内外的空间动线走向，也增加了顾客与自然环境交流互动的机会。考究的外立面与原有的石库门重新融合，老式建筑的传统风貌透露出城市的发展历史，也让居民的记忆得以延续。

上海鸿寿坊城市更新项目

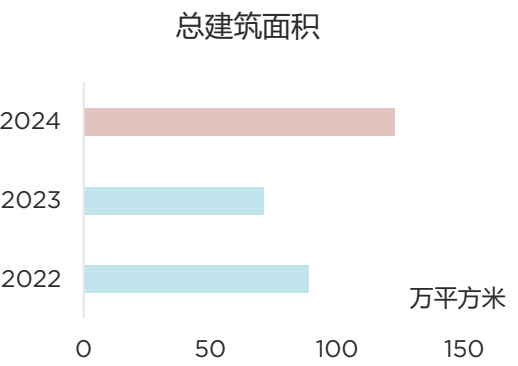
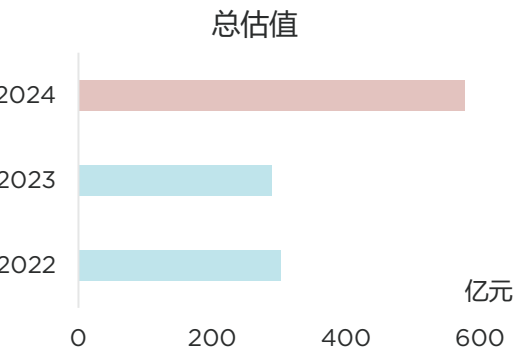


资料来源：鸿寿坊、瑞安新天地、Lab D+H SH、Plus 8 Consulting 等官方微信

从功能上看，项目包括两栋办公物业，另有1.4万平方米的零售及文体配套里弄商业通过重建、修建历史建筑发展而来。鸿寿坊的官方简介亲民地写着“此地只关心3件事：你的一日三餐，桌上的果蔬花香与友邻的浅酌深谈”。2,000平方米极具烟火气的菜食场为周边居民提供了日常消费，在餐饮、零售等租户选择上则更加侧重本地小而精的优质商家。具备商务、社交、文体娱乐等多功能复合社区的鸿寿坊实现了居民生活“理想的附近”。

城市更新的最佳实践伴随着经营收益的稳健提升，也成功重塑了资产价值。2024年全年，鸿寿坊客流达到1,200万人次，持续的高人气为瑞安集团带来稳健租金收入。根据瑞安房地产2024年年报，加上合营及联营公司，集团租金及相关收入总额同比增长9%至35.47亿元，鸿寿坊是增长贡献突出的项目之一。为践行集团轻资产策略，瑞安已将孵化成型的鸿寿坊65%的股权成功出售，同时将为项目继续提供资产管理服务，扩大了集团的资产管理组合，另一方面优质资产的变现也为集团发展下一个项目蓄力。2024年10月，上海南桥镇政府与瑞安签订南桥镇“贝港城中村”改造项目合作框架协议，瑞安城市更新和文化保育方面的丰富经验以及典型成功案例已成为集团的招牌。

瑞安房地产资产管理规模



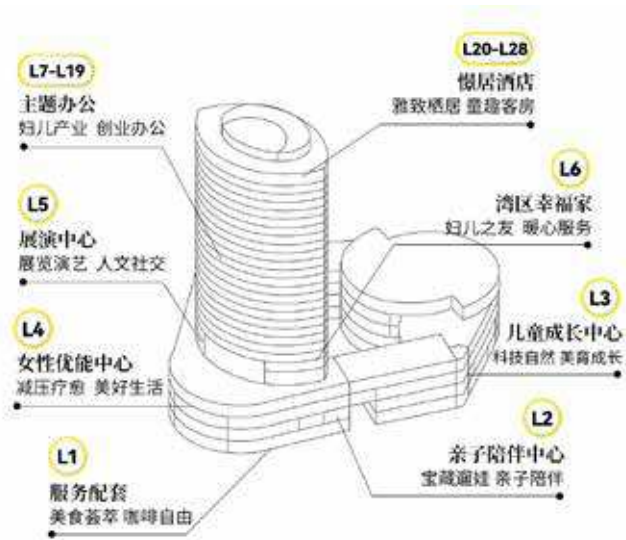
资料来源：瑞安房地产年报

“
2024年11月，商务部等7部门《零售业创新提升工程实施方案》
通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到2029年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。
”

深圳市妇儿大厦改造

深圳市妇儿大厦位于深圳核心区福田区，始建于1994年，总建筑面积约5.8万平方米。随着城市的发展、新兴商圈逐渐成熟，部分老旧商圈的公共服务功能正在退化。与此同时，内容单一、缺乏专业指导的老式妇儿中心不再满足女性、儿童对公共设施多元化的需求。该大厦部分楼层闲置，网管、硬件等设施设备老化，整体使用效率不高。在寸土寸金的深圳，地处核心区域的存量资产盘活、公共服务升级势在必行。

深圳妇儿大厦改造项目



资料来源：深圳市妇儿大厦微信公众号、20250311 住建部《城市更新典型案例集（第二批）》

2019年，该项目由深圳市妇联发起改造立项，采用引入社会资本PPP模式对该大厦实施更新。深圳市PPP中心作为项目实施机构，深业集团作为实施主体参与大厦统筹及改造，同时也获得了超19年的经营权，充分结合了社会投资方在投融资、建设以及系统化运营方面的丰富经验，避免了设计建造与运营管理脱节等问题。经过3年时间的打磨，大厦焕然一新，于2023年重新开放。因其外立面色彩缤纷，又被成为“万花筒”大厦。

深圳妇儿大厦改造项目

资料来源：© 夏志、MVRDV、深圳妇儿大厦微信公众号、20250311 住建部《城市更新典型案例集（第二批）》

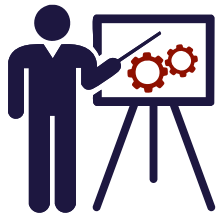


从功能上看，妇儿大厦通过空间重构实现了建筑功能混合利用，成为配套丰富、多元复合的空间。大厦如今不仅有亲子儿童成长中心、培训中心、托育园等服务机构，还有家庭关爱、妇儿基金会等社会组织，此外还有餐饮、酒店、办公等配套空间。深圳市妇联发挥在女性、儿童领域的职能和专业管理优势，为组织机构搭建平台和链接资源，提供如促进困境妇女就业、孤独症儿童康复等民生服务，举办公共科普讲座、主题展等公益活动，完善了社区的公共、民生服务功能助力深圳建设儿童友好城市。

这是深圳市首个公共服务领域存量资产改造PPP项目，也是国内首个妇女儿童领域设计改造运营一体化PPP项目。从运营角度看，大厦重新规划功能、业态组合，结合公共服务与市场化的商业运作，通过自营商业、引入商家实现联营、合营收益，以及房屋出租等多种方式拓展收入来源实现自我造血。大厦重启两年时间，已成功举办公共文化活动超1,500场，共接待游客835万人次，日均客流量达1.3万人次。通过兼顾公共服务功能及运营可持续的城市更新实践，从立项、投资环节延续至运营阶段，系统的规划支撑了运营端的可持续性，同步释放了社会价值与经济价值，支持了存量资产价值的多元化实现。

租赁住房市场发展 丰富存量资产 盘活路径

在中国城镇化的进程中，人口不断涌入城市，积聚大量劳动力，带动了城市建设和经济快速发展，同时也对城市公共服务造成压力，引发医疗、教育、住房等供应紧缺的民生问题。为帮助新市民、新青年缓解住房困难，允许非居改保、支持非居改租、推动建筑功能转换和混合利用等相关政策的出台放宽了租赁住房供给渠道的限制，并将审批权限下放至城市人民政府，加速扩充租赁住房供应来源。近年来，不少地方相继出台“非居改租”细则，为市场参与者提供指引；非居住类存量房屋改为保障性租赁住房或者长租公寓、或被收储后转为保障性租赁住房的操作在一些城市已落地实践。经过投资 - 改造 - 运营增值一系列操作，优质租赁住房项目既实现了盘活闲置的商办或产业空间、提高资源使用效率的效果，又为新市民提供栖息之地，缓解城市住房的结构性供需不平衡问题。就资产本身而言，稳定良性的运营也有助于大大提升低效利用的存量资产的价值。



近年住房租赁
相关政策

“

2016 年 6 月，国务院《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居目标的重要途径。

2021 年 7 月，国务院《关于加快发展保障性租赁住房的意见》
允许对闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋改建为保障性租赁住房。

2024 年 7 月，发改委《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》
租赁住房。包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目、公共租赁住房项目，由专业机构自持、不分拆单独出售且长期用于出租的市场化租赁住房项目，以及专门为园区入驻企业提供配套服务的租赁住房项目。

2025 年 2 月，中央办公厅、国务院《关于持续推进城市更新行动的意见》
加强老旧厂房、低效楼宇、传统商业设施等存量房屋改造利用，推动建筑功能转换和混合利用，根据建筑主导功能依法依规合理转换土地用途。

2025 年 6 月，中央办公厅、国务院《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》
支持各地统筹资金渠道，加大保障性住房供给，引导支持社会力量运营长期租赁住房。

2025 年 7 月，国务院《住房租赁条例》
国家鼓励居民家庭将自有房源用于租赁，支持企业盘活改造老旧厂房、商业办公用房、自持商品住房等用于租赁，多渠道增加租赁住房供给。

”

租赁住房市场发展 丰富存量资产盘活路径

近年闲置用房 改租赁住房案例列举

资料来源：根据公开信息整理

图例：	
项目名称	
地区	
改造规模，物业类型	
项目亮点	

租赁住房公募 REITs 的发行行为租赁住房提供了退出路径，同时也吸引投资人对租赁住房类项目的关注，因此发行公募 REITs 和市场化的大宗交易成为租赁住房项目退出的重要路径。在标的选择上，经济规模大、人口净流入多、租售比相对合理的城市受资方的关注度较高；在选址上则更加关注核心商务区、产业园区附近，以及交通通达性较高的物业。然而，重点城市核心区域建成度相对较高，除城市更新指标外，新增住宅用地的供应非常稀缺，因此存量土地利用及存量资产改造成为租赁住房市场不可忽视的重要供应来源。



近年住房租赁大宗交易及 市场相关信息



“

2025 年 7 月，友邦保险通过其参与成立的“中信金石基金·瓴寓国际租赁住房基础设施 Pre-REITs 基金”投资位于上海松江的租赁住宅柚米社区，房源共计 2,252 套，总建筑面积超 13 万平方米；

2025 年 5 月，新黄浦独资成立 SPV，以 SPV 名义出资 2.15 亿元收购北京昌平 SOHO-2 号楼项目，其中含装修改造费用 6,204 万元，标的建筑总面积约 2.2 万平方米，已划分为 415 套房；

2025 年 2 月，新华保险、大家保险携手万科集团旗下住房租赁平台等共同投资设立万新金石（厦门）住房租赁基金，出资规模约 16 亿元用于收购厦门佳德宏石置业有限公司 100% 股权。标的公司持有厦门泊寓院儿海湾社区，地处厦门岛内，计容总建面 30.92 万平方米，全期保租房共规划 7,724 套，其中一期 4,044 套已于 2023 年开业，二期计划于 2026 年开业；

2024 年，建信住租联合睿星资本收购位于上海虹口的办公物业上海轻工国际大厦，项目建筑面积约 1.6 万平方米，加速在租赁住房领域项目的储备；

2023 年初，领盛投资管理基金收购上海建发珑庭一期数栋商办物业、黄兴大楼。前者改为可遇·新江湾；后者已改为可遇东外滩项目，含 370 套轻服务式公寓，于 2024 年 6 月面世，两个月内实现满租；

2023 年 8 月，博枫资产管理收购上海市静安区租赁住宅项目，后改造为静安博邻行政公寓，于 2024 年入市，提供约 280 套高品质租赁住宅；

2022 年 8 月，全球最大另类资产管理公司之一博枫资产管理收购一处位于上海市五角场新江湾板块的租赁住宅项目，命名为上海五角场博邻行政公寓。该项目是博枫在中国的第一个租赁住宅项目，标志着博枫在中国租赁住宅板块布局的起点；

2021 年，领盛投资管理基金携手景瑞不动产收购上海虹桥良华购物广场（西区）并改造成租赁住房。截至 2025 年 7 月初，公寓出租率超 90%；

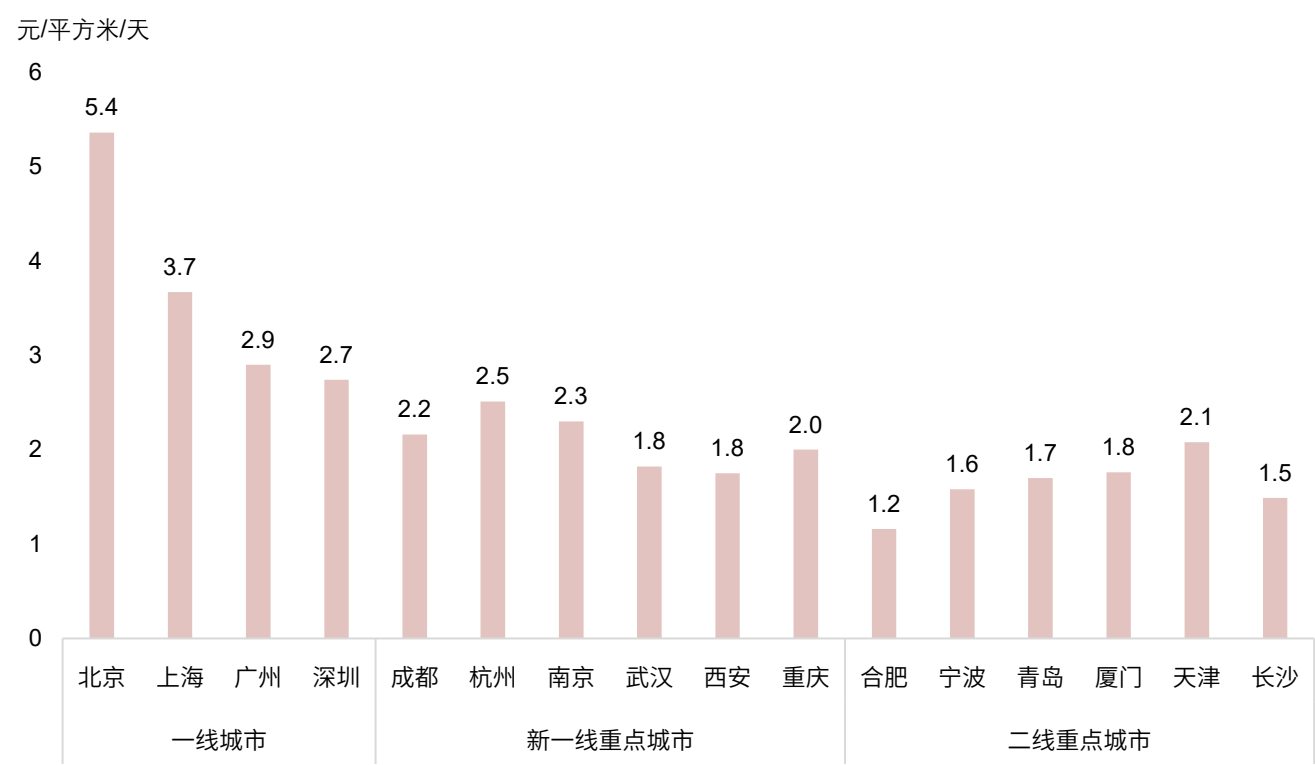
”

租赁住房市场发展 丰富存量资产盘活路径

存量资产交易 - 项目改造 - 轻资产运营模式也成为当下投资发展租赁住房的重要路径之一。过去几年租赁住房大宗交易的统计显示，险资是租赁住房类资产最重要的买家。长租公寓的租期较长，租金收入相对稳定，能定期产生现金流，而保险、寿险资金具有长期、稳定及规模大的特点。在投资期限和风险偏好等属性的驱动下，稳定的收益有利于投资人降低投资风险、穿越周期，因此长租公寓成为险资在不动产投资领域的重要选择之一。



2024 上半年重点 16 城机构化集中式租赁住房租金表现



资料来源：ICCRA

展望未来，在大力发展租赁住房市场的背景下，租赁住房市场的基本面向好，重点城市租赁需求亦保持稳定，“一张床、一间房、一套房”的多层次保障性租赁住房供应体系正在逐渐完善，资本市场上稳定收益的长租公寓成交亦相对活跃。与此同时，政策方面支持力度较大，取得保障性租赁住房认证或纳入保障性租赁住房管理体系可获得税收减免等支持；市场化租赁住房纳入公募 REITs 底层资产范围，增加资产流动性的同时也加速推动住房租赁行业发展……预计，后续租赁住房市场将维持向好发展态势，同时丰富存量资产盘活路径，以运营效果重塑存量资产价值。

科技赋能房地产 资产管理

房地产资产管理的 价值逻辑 与策略

在构建房地产发展新模式的进程中,过去重开发、轻经营的路径依赖正在发生改变,激烈的市场竞争下不动产资产管理水平成为重要关注点。这要求运营团队全面提升在物业运营、资本管理、风险控制和客户服务等方面的专业能力,通过精细化、数字化、智能化等方式提升运营效率,通过业态创新与服务升级提升资产回报率和经营性现金流,协助资产实现保值增值,在激烈的市场竞争环境下拓宽可持续的护城河,为高质量可持续发展奠定坚实基础。尤其伴随科技高速发展迭代,数字化技术的不断创新和应用对不动产资产管理的赋能效果显而易见。

技术创新及应用 助力资产管理 效率提升

数字技术的应用正逐渐改变物理空间和设施设备的管理模式,并优化使用者在空间场景中的活动体验,提高管理团队的运营效率。随着大数据、AI、IoT、区块链、云等技术不断成熟,其在房地产领域的应用和升级推动了资产管理从经验驱动到数据智能的跨越,提升运营效率、降低成本的智能化解决方案在商业地产、办公楼宇及产业园区中均有较好实践——包括智能物联网(AIoT)管控平台、租约管理系统、能源消耗监测、GIS地理信息系统、AI智能体的嵌入等在内的数字化平台及智能系统正在房地产项目中快速推广和普及。

04



AIoT 智能物联网管控平台

AIoT 是人工智能（AI）技术与物联网（IoT）技术的深度融合，通过物联网设备实时采集多维数据，结合 AI 算法实现智能化分析、决策与控制，最终构建“万物智联”的生态系统。其本质是通过数据驱动和智能赋能，将传统物联网的“连接能力”升级为“认知 - 执行 - 决策支持能力”。

在智慧楼宇及园区的管理中,AIoT通过布局于各个终端设施的物联网传感器、摄像头、RFID 等设备实时采集包含温湿度、能耗、人流监测等在内的建筑环境与设备运行数据,打破传统人工巡检的滞后性,利用 AI 算法分析数据,自动生成包括空调参数调整、电梯分配、照明管理、停车场管理、公共设施管理等在内的优化建议。除减少人为决策偏差外,AIoT 的实践和不断优化从多个维度带来价值提升:

- 在运营效率层面，其支持设备状态实时监控与预测性维护，大幅降低故障率与维修成本，同时自动化流程（如智能工单系统）显著提升物业人员效率；

- 能源管理方面，AI 算法动态优化空调、照明等能耗，结合碳足迹追踪功能助力绿色建筑认证，实现能耗降低；
- 用户体验上，个性化环境调节（如光线、温度适配）与无感通行、智能会议室预约等服务，大幅提升员工与租户满意度；
- 数据驱动决策则通过数字孪生技术构建物理空间虚拟镜像，结合预测性分析提前干预设备故障、优化空间布局，为管理者提供精准决策依据，最终全面提升资产价值与运营韧性。

达实智能 AIoT 智能物联网管控系统构架

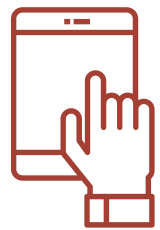


资料来源：达实智能

达实大厦智慧运营中心可视化



资料来源：达实智能



租约管理系统

覆盖租赁全周期、深度融合数据与智能技术的租约管理系统，将租约管理的各个模块通过统一数据中台与微服务架构深度协同，形成从房源招商、租约执行到资产运维的闭环管理，实现减少人工错漏风险、提高租户满意度并最终提升运营效率及资产价值。

全周期租约管理模块

通过合同模板库、自动续约提醒及条款合规审查功能，实现从合同起草到履约监控的全流程线上化，降低法律风险并提升签约效率；

动态定价与招商赋能模块

依托 AI 算法分析市场供需、租户画像及竞争环境，生成实时租金建议并匹配潜在客户，优化资产收益；

租户服务与协同平台

集成在线报修、服务工单流转及满意度调查功能，结合智能工单分派与维修商管理，缩短问题响应时间，提升租户粘性；

财务自动化与对账引擎

通过自动化账单生成、多支付渠道集成及 AI 对账系统，减少人工干预错误，加速资金回笼并生成多维度财务报表；

数据驱动决策模块

构建经营分析看板与预测模型，实时监测出租率、租金坪效等指标，为招商策略调整与空间优化提供数据支撑；

智能硬件集成与空间管理

对接物联网设备实现能耗监测、门禁控制及环境调控，结合数字孪生技术可视化呈现楼宇运营状态；

移动端与物联网集成

支持手机端审批、智能家居联动及能耗异常预警，打破管理场景限制；

合规与风险管理

通过政策法规库更新、消防安检提醒及审计日志追踪，确保运营符合法规要求并降低违约风险。



GIS 地理信息系统

在面对批量存量资产的情况下，存量资产中各物业权属不一、区域分散，物业等级跨度大，资产特点各异。GIS 地理信息系统对大数据的整合能力及可视化优势可以协助决策者对物业资产未来发展的走向做预判，同时为资产管理方式的选择提供依据，通过地理空间分析协助优化决策流程。

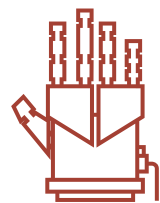
GIS 工具可接入空间中有关地理信息元素的数据，如坐标、地形等信息数据生成地图图层并进行交互，对土地利用、周边人口密度、交通流量、商圈客流等数据进行汇总并生成二维、三维一体化可视图。同时嵌入智能算法、模拟测算等模块对海量大数据进行科学、客观分析，由数据驱动，避免单一主观判断决策可能带来的风险。

基于 5G 技术高带宽、低时延、广连接的技术特性，接入物联网 IoT 的 GIS 可实现信息即时传输，将空间动态变化实时反馈至 GIS 系统，实现对热点区域物业情况的追踪，此举亦可运用于加强对核心优质资产的管控力度，及时降低运营风险，提高资产管理效率。

阿里云 IoT 商业园区解决方案 - 数据驱动运营,科学选址



资料来源：阿里云



AI 智能体

AI 大模型的发展突破为生产效率的全面提升带来可能，并快速渗透到各个行业、领域以实现生产效率提升和成本控制。在不动产资产管理中，AI 智能体的嵌入也为数字化平台和系统的效率提升及效能优化提供越来越不可或缺的支撑。

AI 智能体嵌入 AIoT 数字化平台，通过融合大模型的感知、推理能力与物联网数据，实现了对楼宇设备的精准控制、智能运维、能源优化、安防强化以及个性化服务，有效提升了商业楼宇的运营效率与用户体验，降低了运营成本。

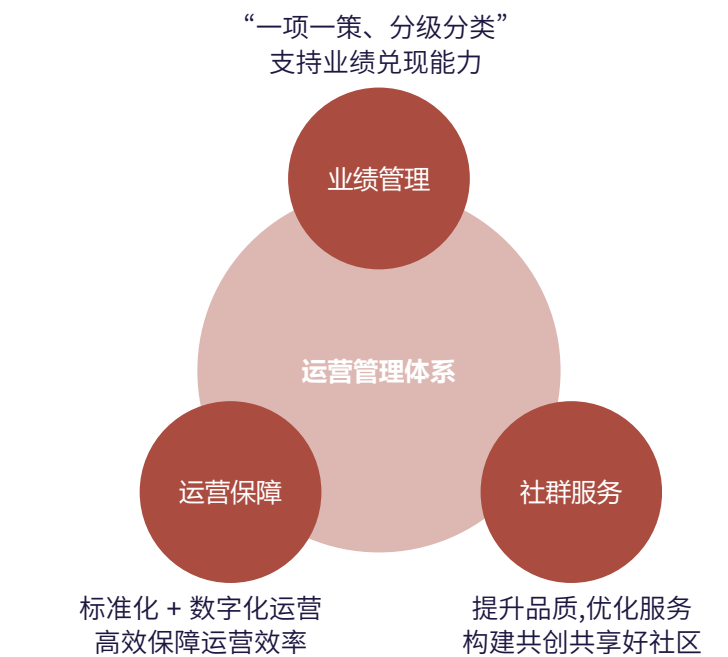
AI 智能体在智能审查与风险预警中的运用有助于快速识别和预警相关法律风险（如条款冲突、履约条件模糊）；而对合同关键节点（如租金到期日）的监控、自动发送提醒并触发支付流程等功能，将大大降低逾期风险，保障相关费用的缴付率，减少纠纷；而在不动产资产管理的各个环节，AI 智能体的运用也通过大数据支持和多方案模拟为最佳决策提供参考和依据。

有巢智慧运营平台

华润有巢是华润置地旗下租赁住房品牌，截至 2025 年 6 月，有巢布局全国 15 个城市，在管项目 69 个，在管房间数 8.5 万间，自营及代管资管规模合计近 500 亿元。目前有巢自主研发的数字化智慧运营平台已经形成硬件端、软件端及生态端相对稳定成熟的模型系统。有巢沉淀管理经验形成管理工具，运用数字化运营平台及充足的数据支撑，使得企业在做决策时能“用数据说话、用模型决策、用算法驱动”。

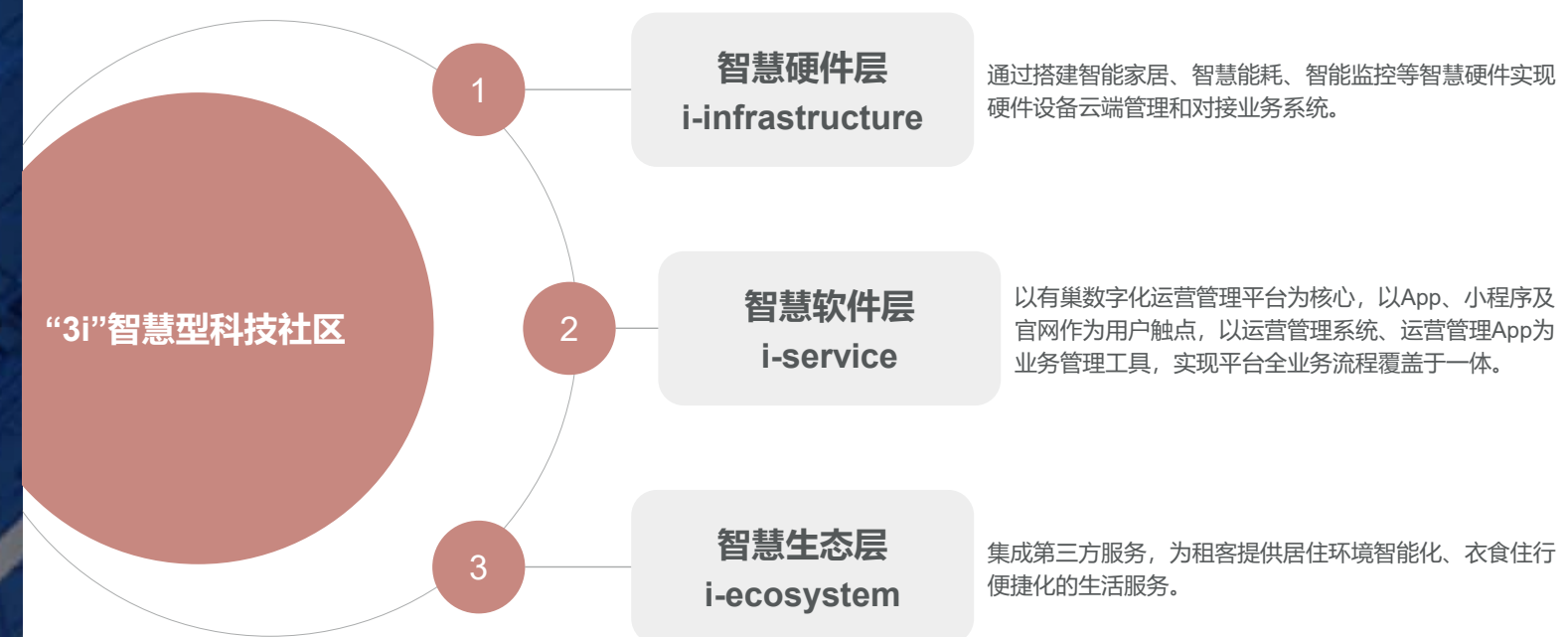
2024 年，上海闵行区有巢马桥 AI 店创新打造了“3i”智慧型科技社区。在运营管理（To B）方面能够使得员工在移动端高效作业，精细化过程管理；在客户端（To C）可以协助在线看房、在线签约、在线缴费、报修等，为业务提供租赁运营全生命周期管理的数字化运营平台，为租客提供全链路在线租房体验。

华润有巢运营管理体系



资料来源：华润有巢

华润有巢“3i”智慧型科技社区



资料来源：建筑杂志社

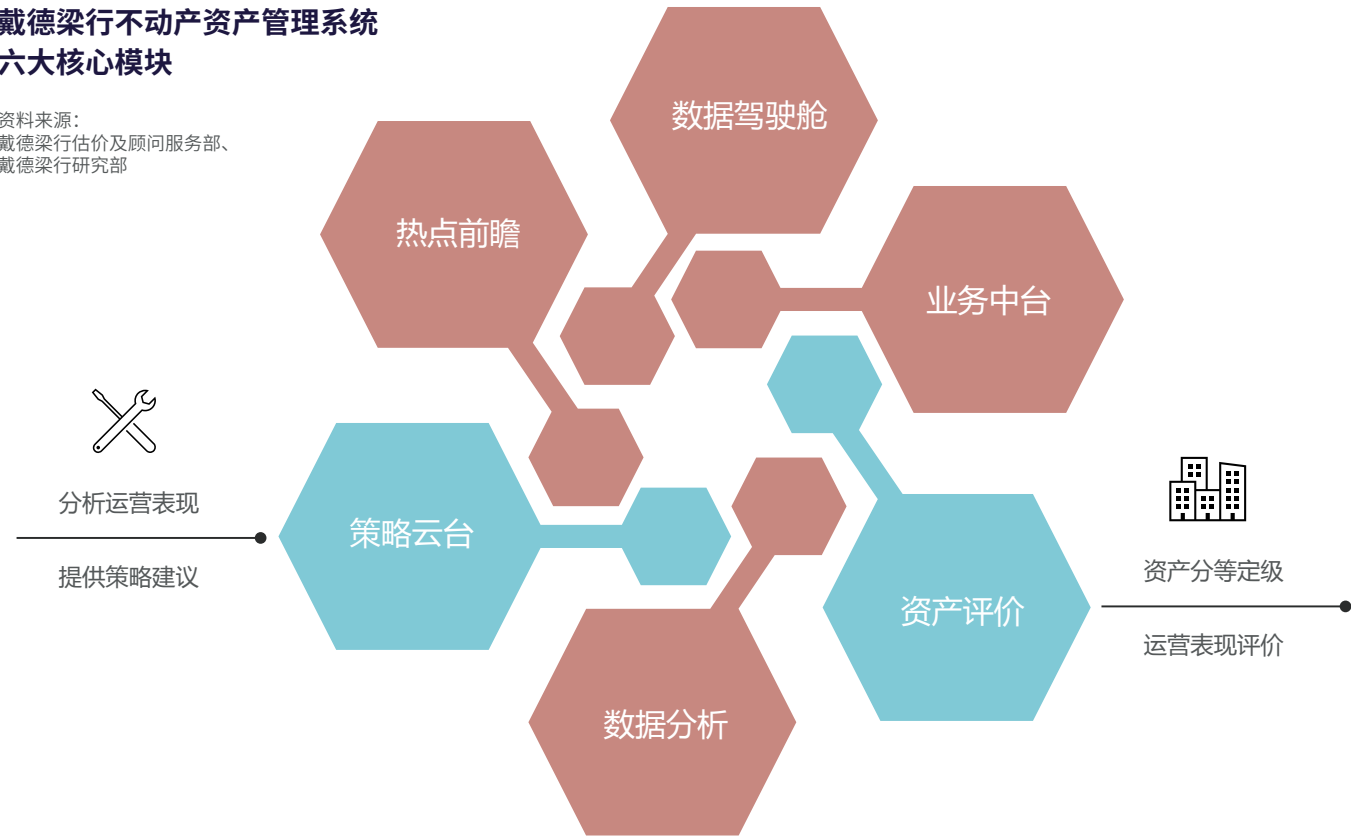
数字化 资产管理平台

数字化技术的运用不止于赋能单个不动产资产的运营管理效率提升，更渗透到资产管理的全生命周期中——从不动产投资和处置的综合考量判断、运营增值阶段的各项细化工作到最佳退出时机和方案的决策支持等，都可充分借助强大的数字化资产管理平台。

不动产资产管理涉及的内容繁杂，如不动产资产实物管理、资产权属、运营收益评价、资产管理制度、运营团队建设、资产配置、资产表现绩效考核等，如果资产没有合理、有效利用和规划，它们一方面影响企业收入，另一方面也制约企业合作、融资、产业引进，限制企业进一步发展壮大。建立数字化资产管理系统有助于企业从顶层设计出发，通过数据整合形成资产“一物一案”资源仓，打通“信息孤岛”、共享交换平台以提高资产信息的透明度，保持资产管理的整体性，以动态方式实现全局资产可视、数据可分析、流程可管理，统筹协调下好“一盘棋”。

戴德梁行不动产资产管理系统 六大核心模块

资料来源：
戴德梁行估价及顾问服务部、
戴德梁行研究部



为赋能资管增效和资产增值，匹配资产管理全生命周期构建的数字化资产管理平台往往涵盖多个主要模块：

数据 驾驶舱

厘清不动产资产基本信息并统一集中管理，提高资产信息准确性与管理效率。在此基础上，不动产信息可根据归属公司、资产类型、剩余年限等多种分类形式查看，根据需求多维度展示；接入 AIoT，利用 GIS 地图、热力图等工具将实时客流可视化输出，及时推送安防、设备故障等信息，以使用户快速处理。

业务 中台

依托资产管理系统实现资产业务端、行政管理端双向赋能。

流程管理，整合资产信息、租赁、销售、融资、巡检等全业务链，通过可配置的工作流引擎，打通业财数据，实现资产管理全流程的线上化与规范化运作，提升协同效率与风控水平。具体内容包括租金收缴、合同续约；融资品种分析、融资期限评估；建立资产处置档案，智能匹配供需撮合交易等。

绩效管理，选定绩效指标，如租售目标、客户满意度、资产收益成本指标监测，审核项目公司资金计划使用的合理性，确保不出现重大偏差，跟踪市场及项目本身的估值变化，及时调整防控风险等。将资管目标拆解、下发至各子公司、事业部及相关部门，拉通流程管理模块，跟踪 KPI 达成率，高效推进资管工作的同时提升上级监管的穿透性。

资产 评价

在资产管理系统中嵌入不动产资产评估模型，判断资产质素、运营水准及发展潜力。评价体系将涉及资产分等定级体系及运营表现评价体系等多个维度，为资产的优化提升及相关退出决策提供重要依据和参考。

数据 分析

基于以上信息及评价，从权证维度、运营维度、财务维度、安全维度、融资维度等维度分析数据，生成项目报告及预警信息，高效开展资管工作。

策略 云台

将关键运营指标联动宏观数据及市场环境进行专业分析。同时，沉淀市场经验为工具，结合长期的动态信息抓取功能，实现数据信息仓。运用 AI 智能体，调用指引为资产运营出谋划策，提供最佳策略和方法支持，形成以智能方案为主、人工干预为辅的优质工具。如判断资产运营表现欠佳原因，提出改进意见；结合企业的主责主业、持有的资产类型，提出资产配置、投资建议等。

热点 前瞻

结合市场热点板块及话题，整合政策文件、研究报告与趋势数据，为资管工作提供市场动态追踪、新兴赛道挖掘能力，从资产布局到运营优化，全流程辅助识别价值机遇、规避潜在风险，让资管决策精准锚定市场趋势。

穿越周期的 资产管理策略

房地产资产管理的 价值逻辑 与策略

穿越周期的资产管理策略，有助于企业在市场波动中筑牢风险防线、实现资产价值的稳健增长。从国际实践来看，诸多顶尖资产管理公司、不动产企业已在周期性管理方面积累了深厚经验。深入剖析这些企业在周期研判、资产配置、运营策略等方面的具体实践，既能为不动产企业应对市场周期性波动提供可落地的操作范式，也能为行业监管层优化政策引导、推动不动产市场从“高速扩张”向“高质量运营”转型提供有益借鉴。

周期性 策略调整

黑石 “买入 - 修复 - 卖出”策略典范

黑石是全球知名的资产管理公司，尤其在不动产领域有着深厚的积累和广泛的影响力，管理着大量全球优质的商业地产、住宅等资产。在众多投资策略中，“买入 - 修复 - 卖出”策略是其一大特色，通过精准把握市场机会，低价买入具有潜力的不动产项目，再对资产进行翻新改造、运营优化等修复操作，待资产价值显著提升后高价卖出，获取丰厚回报。

资料来源：
黑石官网、Logicor 官网、希尔顿财报、
彭博社、《财富》杂志

05

充分发挥资产管理运营能力 推动希尔顿业绩从低谷修复

2007 年，黑石集团通过杠杆收购方式，以约 260 亿美元对价完成对希尔顿酒店集团的私有化收购（其中约 206 亿美元来自贷款，约 57 亿美元来自黑石自有资金）。然而，收购交易完成后不久，全球金融危机爆发，宏观经济下行导致酒店行业需求萎缩，希尔顿面临市值缩水、运营承压的困境，黑石不得不对该项投资计提大幅减值。

对于陷入困境的资产，专业的运营管理能力至关重要。针对上述局面，黑石主要通过以下三方面措施对希尔顿展开“修复”：

经过一系列的优化举措，希尔顿经营业绩与财务指标持续改善，并于 2013 年重新上市。根据公开信息，约 23.4 亿美元的融资额使之成为酒店行业有史以来规模最大的 IPO。自 2014 年起，黑石基于市场周期判断与资产估值水平，分 12 次逐步减持希尔顿股权，至 2018 年完成全部退出。该笔投资黑石最终实现约 140 亿美元的收益。

通过债务重组优化财务结构，减轻企业短期资金压力

根据公开信息，2010 年通过债券回购、将债权转换为股权等方式削减利息支出，使其账面债务从 200 亿美元下降至 160 亿美元。

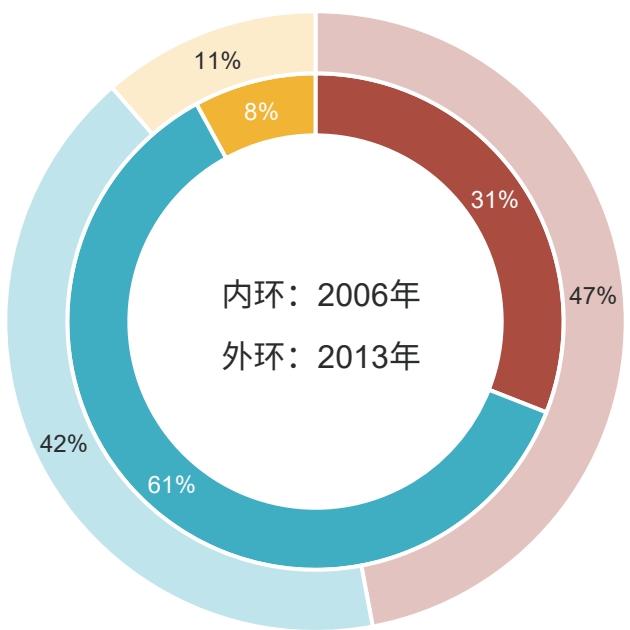
通过团队重构与流程革新提升运营效率

优化管理团队，推动总部迁址，这些举措有效削减了运营成本。另一方面，希尔顿通过简化运营流程、引入数字技术来提升宾客体验。例如，宾客可通过智能手机上的应用程序完成预订、入住、使用数字钥匙解锁房门及退房等全部流程。除此之外，希尔顿的企业文化也迎来了积极的转变，成为一个更具竞争力、以结果为导向的组织。

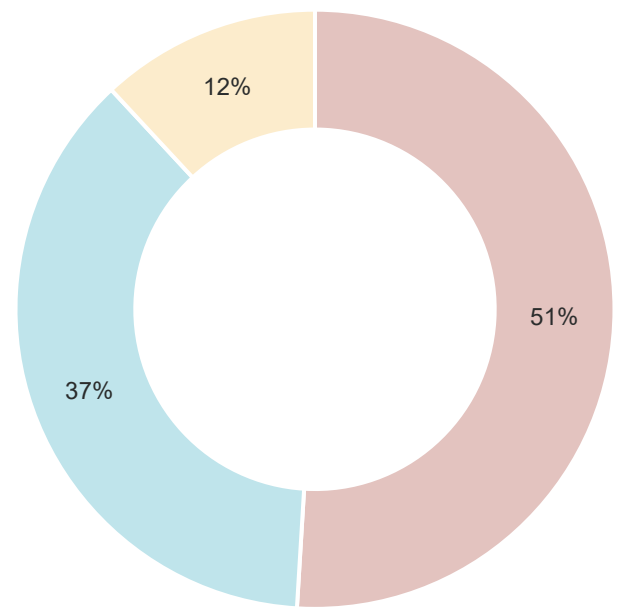
战略层面强化特许经营模式推广

通过轻资产运营模式实现品牌酒店网络的规模化扩张，从而扩大了酒店在国内外的业务版图。截至 2013 年 12 月 31 日，希尔顿旗下约 96% 的酒店通过特许经营、为第三方提供管理服务等轻资产模式运营。同一财年，特许经营和管理业务在总收入中的比重为 47%（2006 年为 31%），占调整后 EBITDA 的 51%。这一转变表明希尔顿集团从以大量房地产资产为支撑的资本密集型经营模式，逐步向“轻资产”模式转型。该策略有效降低了因持有大量房地产资产而产生的高额资本支出，减弱了对房地产市场波动的敏感性，同时促进了希尔顿收入来源的多元化。

希尔顿酒店集团营业收入贡献结构
(2006 年和 2013 年)



希尔顿酒店集团各业务类型的 EBITDA 贡献占比
(2013 年,调整后)



■ 特许经营和管理业务 ■ 自持/租赁酒店业务 ■ 其它业务

资料来源：希尔顿财报

“ 希尔顿案例表明，资产管理的价值既体现在困境阶段推动资产风险化解，又体现在复苏阶段实现资产价值释放。金融危机期间，黑石通过主动介入运营优化与战略重构，推动希尔顿集团向精简高效、全球布局及轻资产运营模式的转型。在经济复苏周期，其基于市场时机判断逐步减持股权，获得了显著回报，最终将该笔潜在风险交易转化为行业内具有标志性的成功杠杆收购案例。

周期性策略调整

精准捕捉 行业发展早期机遇 前瞻性布局实现 可观收益

黑石在行业趋势研判与前瞻性布局方面亦展现出优势，其投资策略的核心特征之一在于精准捕捉行业发展的早期机遇，并通过提前介入布局实现可观收益。例如，在物流地产因电商崛起而进入快速发展阶段前，黑石已通过收购仓储资产、整合物流网络，抢占市场先机。

2010 年，黑石在美国工业地产市场正处低谷阶段时设立 IndCor 基金。该基金在 2010-2014 年间收购了总面积约 1,100 万平方米的工业资产——这些资产以仓库及批发中心为主，且均为全资持有，为后续资产整合与价值提升奠定了基础。随着美国经济逐步复苏、消费者需求增长，市场对仓储类资产的需求不断提升，但供应速度跟不上需求增长，进而推动仓储物业租金上涨、空置率下降。据戴德梁行统计，美国工业地产的空置率从 2009 年的 10% 以上下降至 2014 年的 8%；平均租金叫价亦在 2011 年触底之后实现回升。2014 年，当资产价值趋于稳定时，黑石把握变现良机将 IndCor 以 81 亿美元出售给普洛斯和新加坡投资公司（GIC），实现了超过 20 亿美元的收益。

相似的策略也反映在黑石对欧洲物流地产的布局。2012 年，黑石集团在欧洲物流市场复苏初期，敏锐捕捉到电子商务扩张催生的仓储需求，成立 LogiCor 基金启动布局。黑石陆续将 LogiCor 的资产规模扩大至 1,365 万平方米，形成覆盖 17 国的物流网络，且 70% 集中于英、德等电商核心市场，精准卡位消费枢纽与交通干线，租户包括亚马逊、可口可乐、宜家等大型公司。作为业主，LogiCor 会为租户提供定制化物流解决方案规划服务，并帮助进行仓库的改建和扩建。2017 年，黑石以 140 亿美元将 LogiCor 整体出售给中国投资公司，交易对价较初始投入形成显著溢价，年化回报率超过 30%。

除了通过前瞻性布局物流仓储资产收获显著回报，黑石对生命科学地产这一新兴细分赛道的发展潜力亦展现出敏锐的预判能力，并较早启动战略布局。2016 年，黑石集团注意到生物医药研发活动全球化扩张催生的专业地产需求，以 80 亿美元收购 BioMed Realty——一家持有生命科学类办公物业及实验室空间的基金。BioMed Realty 官网 2025 年 9 月公布的数据显示，其运营着约 160 万平方米的生命科学地产。尽管标的资产并非困境资产，但黑石判断其价值当时被市场多数投资者低估，具备显著的增值潜力。收购完成后，黑石为充分释放 BioMed Realty 的价值，确立了“核心区域聚焦”战略：将旗下物业集中布局于全球五大顶尖生命科学研究中心（美国波士顿、旧金山、圣地亚哥、西雅图及英国剑桥）。这一布局逻辑源于上述区域对制药巨头的强吸引力——既能贴近顶尖大学科研资源以便利合作交流，又能形成产业集聚效应。

为强化核心区域投资，黑石通过出售 BioMed Realty 在纽黑文、圣路易斯、迈阿密等次要地区的非核心资产，将回笼资金重新投入关键区域。同时，辅以“管理升级 + 运营提效”举措：组建专业化管理团队、为重要租户定制物业开发方案、持续提升租户入驻率以稳定现金流，推动 BioMed Realty 成为行业领先的生命科学房地产公司。此外，在持有该基金期间，黑石持续推进新项目的培育与开发，累计完成规模达 33 亿美元的新增项目布局，进一步扩充了基金的优质资产储备。一系列优化措施下，其物业逐渐成为辉瑞、默克、百时美施贵宝等行业龙头的首选载体，租金水平及市场需求均优于传统办公楼。2021 年，黑石以 146 亿美元将 BioMed Realty 出售给一家新成立的基金，为投资者创造约 65 亿美元收益。

“

这种“在行业价值释放前介入”的策略，不仅使其能够以相对较低的成本获取优质资产，更能通过后续的运营赋能与资源整合，伴随行业成长实现资产增值，最终在退出阶段兑现超额收益。这种前瞻性布局能力，本质上是对行业发展规律的深刻理解与市场信号的敏锐捕捉，也是黑石长期保持投资竞争力的关键所在。

”

新加坡 主权财富基金

注重价值投资 核心资产长期持有

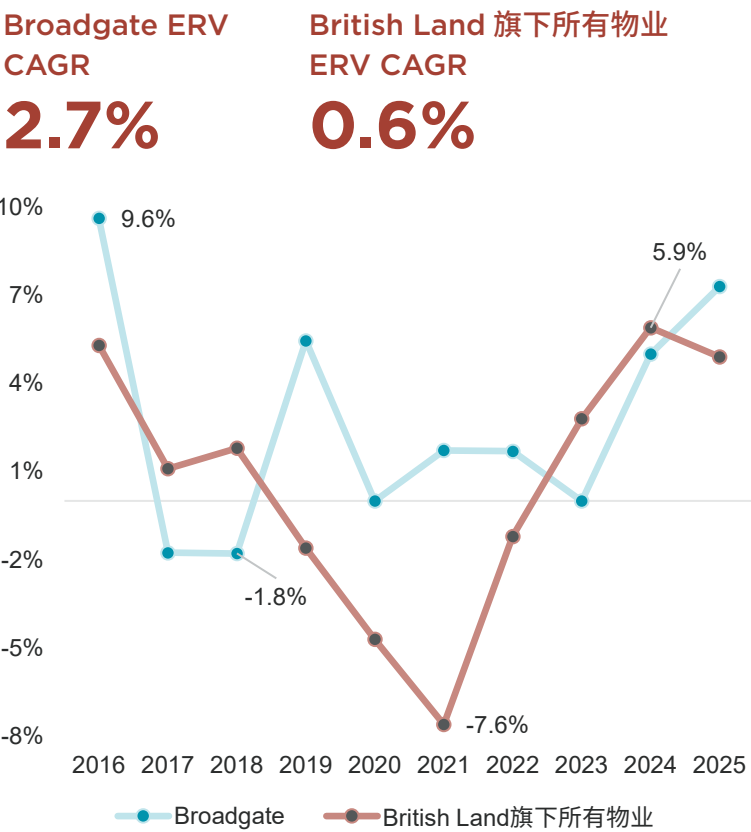
在 GIC 的不动产长期持有实践中，Broadgate 是具有代表性的典型项目。Broadgate 是伦敦金融城核心地段的标志性商业综合体，物业类型涵盖甲级写字楼、高端零售、餐饮及公共空间。2014 年初，GIC 从黑石手中购买了位于英国伦敦中心区的 Broadgate 50% 的权益，并持有至今，另外 50% 股权则由英国本土地产商 British Land 持有。

根据 Broadgate 与 British Land 公布的财务数据，2025 年 3 月 31 日，该物业组合经估价师评定的每平方英尺加权平均年租金（Estimated rental value ERV per sqft Weighted average，简称 ERV）为 68 英镑。若以 2015 年 3 月 31 日 52 英镑的 ERV 为基准，Broadgate 的 ERV 年均复合增长率达 2.7%，高于 British Land 所有物业整体 0.6% 的 ERV 年均复合增长率，且在此十年间，Broadgate 的 ERV 整体涨跌表现明显优于 British Land 全物业组合。

资料来源：
GIC 官网、British Land 财报、
Broadgate 官网及财报

长期持有核心型资产，不仅能为投资者创造稳定收益，更能助力其抵御通胀压力与经济周期波动，新加坡主权财富基金（GIC）便是这一长期投资策略的典范。GIC 是全球最大的主权财富基金之一，投资范围涵盖股权、债权以及房地产。其在不动产投资领域贯彻价值投资的理念，坚持长期主义，被房地产领域媒体机构 PERE 评为全球 TOP1 的房地产机构投资者。截至 2025 年一季度末，其房地产类资产占总资产价值的 23%。

2016-2025 年 Broadgate 及 British Land 旗下所有 物业 ERV 增长率



备注：① ERV（Estimated rental value ERV per sqft Weighted average）指每平方英尺加权平均估计年租金；② CAGR 表示复合增长率；③用于计算的 ERV 均采用各年份 3 月 31 日的数据。

资料来源：British Land 及 Broadgate 财报

此外，British Land 财报显示，Broadgate 在 2025 年一季度末的空置率仅为 3%，且在过去一个财年的租赁成交中，Broadgate 近 90% 的租赁成交面积为长期租约。作为对比，据戴德梁行统计，2025 年一季度末，伦敦办公类物业的空置率为 9.6%，其中甲级写字楼的空置率为 5.7%。相较于市场整体，Broadgate 在租金及运营收入方面展现出更强的增长能力与更突出的抗风险韧性。

Broadgate 中的顶级项目的表现则更优，凸显了核心资产对于投资者的价值。例如，2 Finsbury Avenue（Broadgate 的其中一个项目）的预租租金叫价自 2024 年 4 月以来上涨了约 10-15%。此外，尽管 British Land FY2024 财报显示其综合体类存量资产价值略有下滑，但旗下 Broadgate 园区内的顶级项目 2 Finsbury Avenue 与 1 Broadgate 项目价值逆势上扬，分别实现 8%、5% 的涨幅，Broadgate 整体的资产价值则提升 0.8%，ERV 提升 7.3%。

“

以上数据印证了核心资产在市场波动周期中具备较强的价值韧性。除伦敦 Broadgate 外，GIC 在悉尼、东京、巴黎等全球核心城市的核心区域，亦有持有超过十年的不动产项目。此类跨地域、长周期的投资布局，进一步印证了其为核心型资产长期持有的策略偏好，体现了对优质不动产稀缺性与长期价值稳定性的持续看好。

”

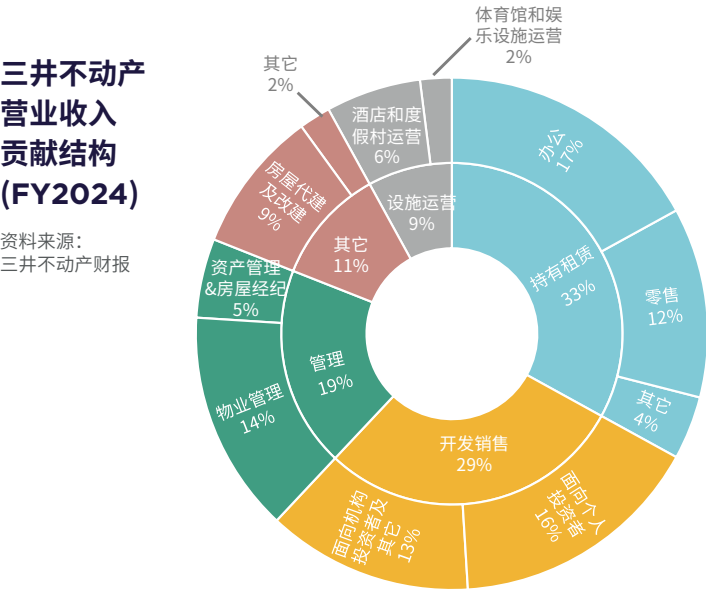
多元化组合 对冲风险

三井不动产

以多元化组合对冲风险 助力穿越周期

资料来源：
三井不动产财报

三井不动产作为日本不动产行业的标杆企业，其业务布局涵盖租赁、销售、管理、设施运营等板块，形成多元协同的业务组合。这种通过业务多元化分散风险、兼顾稳健运营与价值成长的发展逻辑，不仅帮助企业构建起抗周期的风险对冲机制，更使其在多层市场周期波动中有效缓冲单一业务波动的冲击，始终保持稳健发展态势。通过对其发展实践的系统梳理，我们发现三井不动产主要通过以下策略，构建起一套行之有效的风险对冲的资产管理体系。



租赁业务 提供稳定现金流 是穿越周期的基石

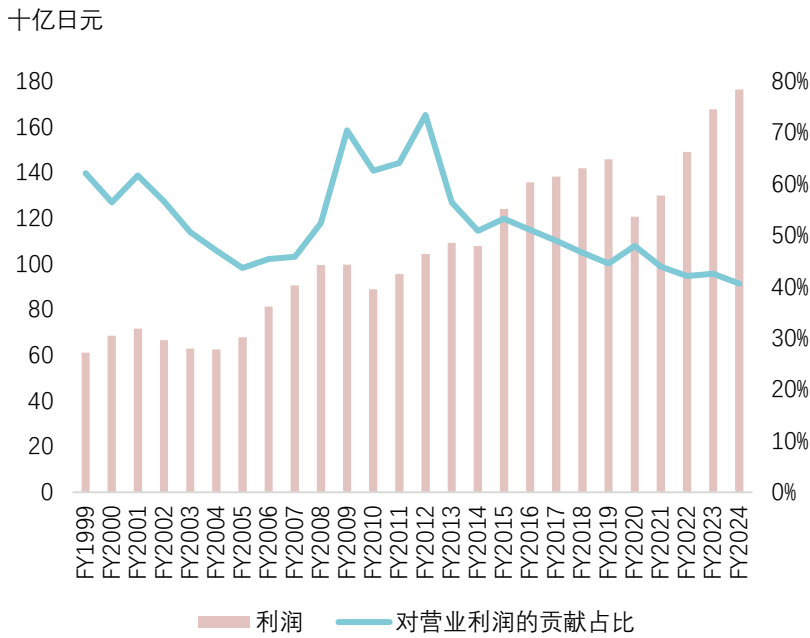
持有租赁业务作为三井不动产的核心业务板块之一，为其提供稳定的现金流来源，是支撑三井不动产穿越市场周期的重要基石。上世纪 90 年代初日本经济泡沫破裂，房地产行业遭遇重创，三井不动产销售业务受到严重影响。FY1995-1998，其销售业务连续出现亏损；而租赁业务因通过长期租约锁定了稳定收益，具备有效抵御短期市场波动的能力，因此在此期间，租赁业务板块的营业利润始终保持正值。FY1997-1998 两个财年，持有租赁业务更是贡献了全公司超 80% 的营业利润，有效降低了开发销售业务对公司的拖累。

自 1997 至 2024 财年，持有租赁业务始终是三井不动产各业务板块中最主要的营业利润来源，其在每个财年的利润贡献占比均保持在 40% 以上，为公司在经营困难时期提供了稳定的营业利润与现金流支撑。除 FY1996 外，三井不动产在经济泡沫破灭后的其余财年中，营业利润均保持正数。

回顾过去二十五年的租赁业务的营收变化，持有租赁业务收入和利润分别从 FY1999 约 3,256 亿日元、611 亿日元增长到 FY2024 约 8,723 亿日元、1,765 亿日元，收入和利润年均复和增长均为 4% 左右。这种持续稳健的运营表现，为其后续把握 J-REIT 发展机遇、扩大面向投资者的开发销售业务及资产管理业务奠定了坚实基础。

三井不动产持有租赁业务利润 及对营业利润的贡献占比(FY1999-2024)

利润
CAGR **4%**

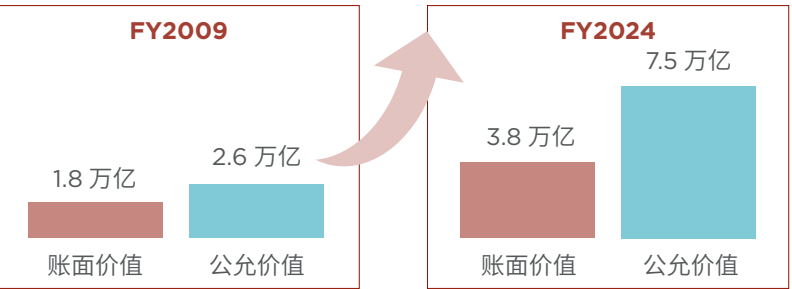


备注：① FY1999 以前的具体数据无法获取；② FY2009 将“租赁业务”板块的个人住宅转租赁业务和停车场管理业务划入“物业管理”，因此 FY2009 及之后的数据统计口径与之前不同。

资料来源：三井不动产财报

与此同时，三井不动产持有资产的类型不断丰富，从传统的商办物业逐步拓展到物流设施、体育场馆、养老地产、生命科学基地等，持有物业资产的规模也不断扩大。截至 FY2024 末，三井不动产的办公物业已出租面积约 363 万平方米，零售物业已出租面积约 271 万平方米。海外资产的规模亦在不断扩张，在总资产中的占比从 FY2017 末约 16% 上升到约 32%。

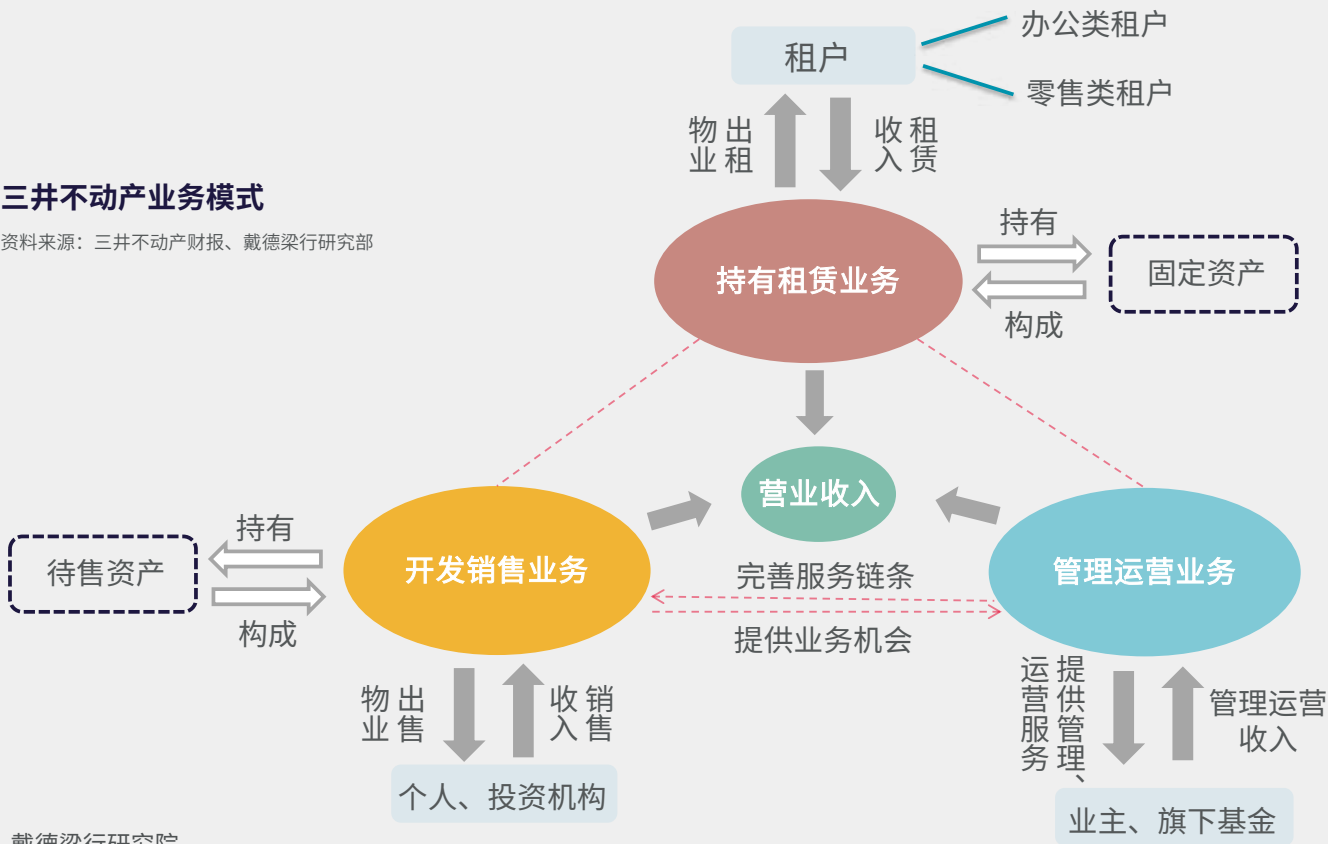
三井不动产持有租赁资产账面价值和公允价值变化 (单位：日元,统计时点为各财年末)



资料来源：三井不动产财报

三井不动产业务模式

资料来源：三井不动产财报、戴德梁行研究部



抓住 J-REITs 发展机遇 面向投资者的开发销售业务 成为公司业绩增长主要动力

租赁业务为三井不动产提供了持续稳定的现金流，是其在日本经济下行周期、房地产泡沫破灭后得以稳健存续的重要支柱。与此同时，公司通过精准把握日本 REITs 市场的发展机遇，进一步开拓了新的增长路径。

房地产泡沫破裂后，日本开启了不动产证券化的探索。三井不动产亦希望抓住机构投资者渴望投资于房地产市场的机会，在其公司战略中提出要“发展新的商业模式”“加强面向投资者的开发销售业务”。2001年9月，三井不动产发起成立的 Nippon Building Fund 作为日本首批 J-REITs 之一上市，该基金专注于核心城市的优质办公物业，如东京都内的地标性写字楼。

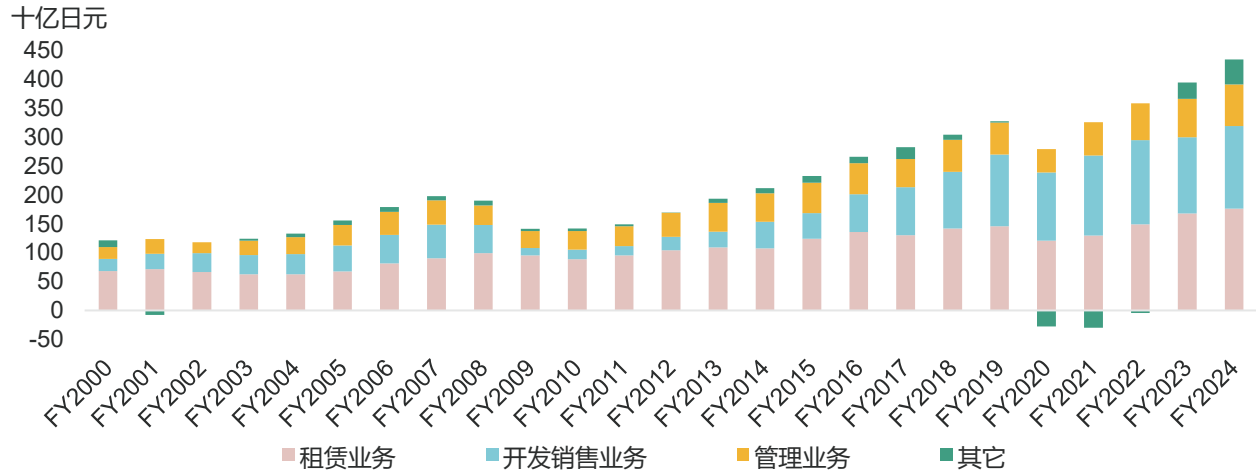
此后，三井不动产面向投资者的开发销售业务逐步扩大。受此影响，该项业务在开发销售营收和利润中的占比整体上呈扩张态势。该项业务的营收金额和利润从 FY2002 的约 600 亿日元、90 亿日元增长到

FY2022 的约 3,700 亿日元、1,060 亿日元，在开发销售业务中的营收和利润占比则分别从约 18%、27% 上升到约 58%、73%，收入和利润的年均复合增长分别在 10% 和 13% 左右。

该项业务的扩大也有效带动了开发销售业务的营收和利润增长。FY2002-2022，开发销售业务的收入年均复和增长约 3%，利润年均复和增长约 8%。而同一时期，面向个人的开发销售收入年均复合下降约 0.1%，利润年均复合增长约 2.5%。这一段时期开发销售业务的增长基本上由面向投资者的业务驱动。尽管近两年受升息影响，面向投资者的开发销售业务有所回落，但三井不动产依然对该项业务的未来发展保持较好的预期。在 FY2024 财报公布的待售物业中，近七成计划出售给投资者，货值约 1.7 万亿日元，并预计 NOI 收益率将达到 6.8%，较 FY2023 财报中的预测高出 0.4 个百分点。

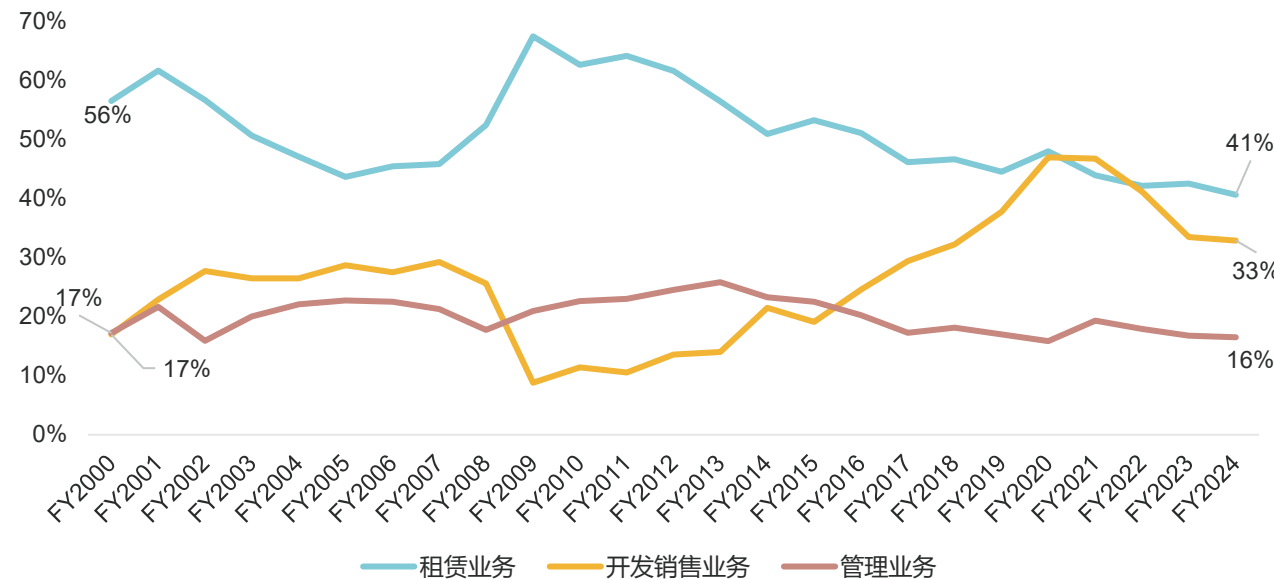
毫无疑问，开发销售业务是过去二十余年驱动三井不动产业绩增长的主要动力，不仅该项业务利润在整体营业利润中的占比提升，且其利润增速显著高于整体经营利润及租赁、管理等其他主力业务。进入 21 世纪以来，公司经营利润整体的年均复合增长为约 5%，开发销售业务的利润年均复合增长为约 8%；同一时期另外两大主力业务——租赁业务和管理业务的利润年均复合增长分别为约 4%、5%。多元化布局令三井不动产在维持长期稳健发展的同时不断谋求新的增长动能。

三井不动产营业利润及构成变化(FY2000-2024)
营业利润 CAGR 5%
开发销售业务利润 CAGR 8%



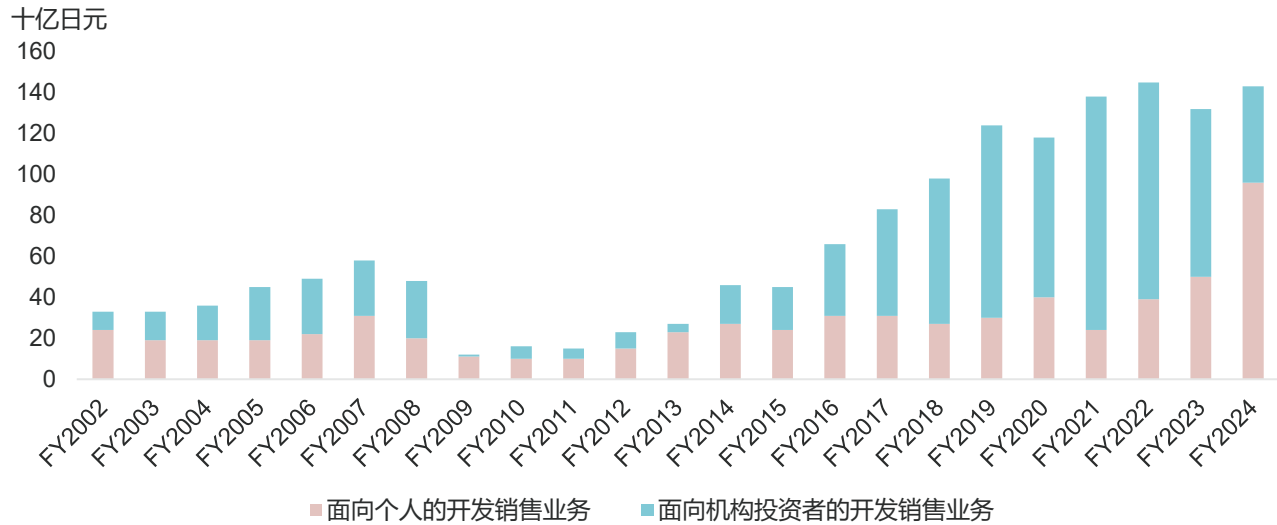
资料来源：三井不动产财报

三井不动产三大主力业务对营业利润的贡献变化(FY2000-2024)



资料来源：三井不动产财报

三井不动产开发销售业务利润及构成变化(FY2002-2024)



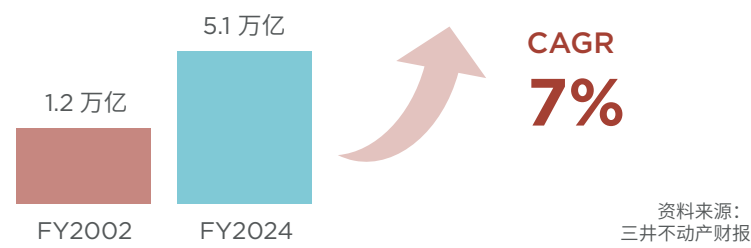
资料来源：三井不动产财报

多元化组合对冲风险

管理业务、 设施运营业务、 房屋代建业务 成为业绩重要补充 为公司拓宽收入来源

J-REITs 不仅为三井不动产的开发销售业务创造了新的增长点，还推动了其管理业务的规模扩张。在将不动产出售给旗下公募 REITs、私募基金后，三井不动产通常会持续为这些基金提供资产管理服务，以及为不动产提供物业管理服务。自从推出第一支 J-REIT 之后，三井不动产的资产管理规模不断扩大，其资产管理总规模已从 FY2002 的 1.2 万亿日元增长到 FY2024 的 5.1 万亿。其中旗下公募 REITs 管理的资产规模约 53%，通过私募基金管理的资产规模约 28%，为其他资产发起人提供资产管理服务的规模约占 19%。

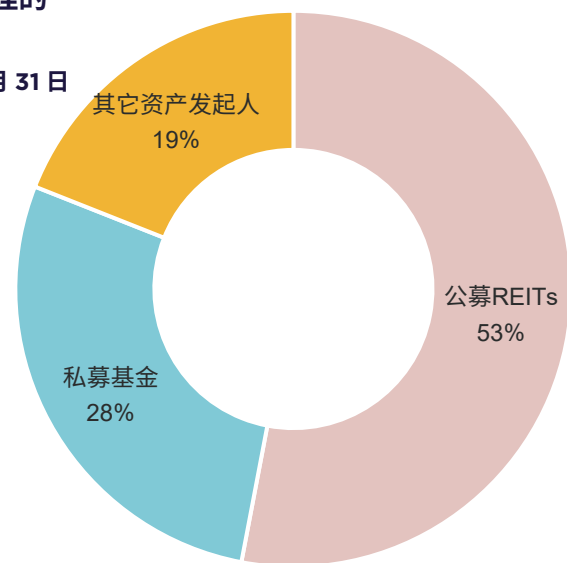
三井不动产资产管理规模变化 (单位: 日元,统计时点为各财年末)



三井不动产管理的 资产结构

截至 2025 年 3 月 31 日

资料来源:
三井不动产财报



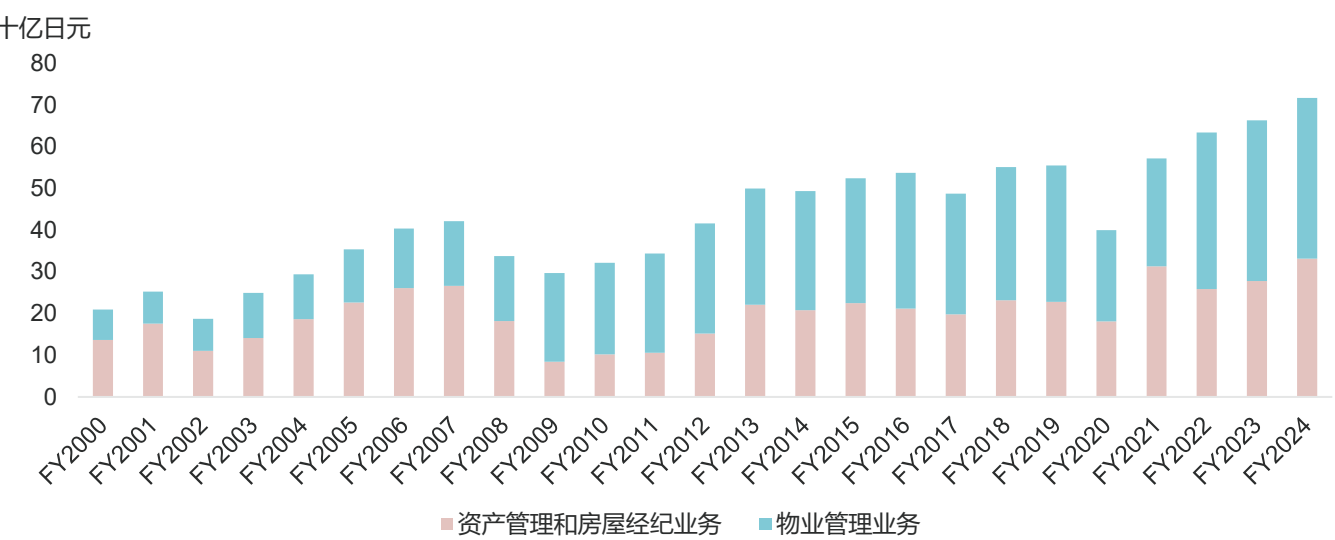
截至 FY2024 结束，三井不动产为总计约 363 万平方米的办公物业、271 万平方米的零售物业以及约 45 万套公寓提供物业管理服务。管理业务（包含资产管理业务、房屋经纪业务以及物业管理业务）整体的营收和利润则从 FY2000 的约 1,124 亿日元、209 亿日元扩大到 FY2024 的 4,863 亿日元、716 亿日元，营收和利润的年均复和增长率为 6% 和 5% 左右。

三井不动产管理业务利润及构成变化(FY2000-2024)

管理业务
利润 CAGR 5%

资产管理和房屋经纪业务
利润 CAGR 4%

物业管理业务
利润 CAGR 7%



除三大主力业务外，设施运营、房屋代建及改建业务构成三井不动产多元化业务矩阵的重要补充。尽管从收入与利润贡献来看，这两类业务的占比相对有限，但其战略协同价值不容忽视。具体而言，设施运营包括酒店和度假村运营、体育馆和娱乐设施运营，房屋代建业务则包括面向独栋住宅的代建业务、建材制造和销售业务，以及为住宅、写字楼、酒店提供的设计、装修和改造业务。这两类业务不仅完善了公司的服务链条，更通过业务间的协同效应，强化了公司在租赁、销售、管理等领域的市场地位。同时，这些业务有助于进一步深化公司与客户的长期联结，为主力业务拓宽客源。

穿越经济与行业周期的资管策略

轻重资产协同布局



轻重资产结合的核心逻辑在于通过资源配置的动态平衡，实现风险与收益的优化匹配。以三井不动产为例，在日本房地产市场经历泡沫破裂及长期调整的周期中，其构建的“租赁 + 销售 + 管理”业务体系正是这一策略的典型实践：重资产端，租赁业务凭借长期租约锁定的稳定现金流，在市场下行期为企业提供了抗周期的“安全垫”，有效缓冲了行业波动对整体运营的冲击；开发销售业务依托企业的战略研判能力与市场机会挖掘能力，在行业复苏周期通过推进不动产证券化运作，为企业注入新的增长动能。轻资产端，资产管理、物业管理、房屋经纪等业务则以较低的资本投入实现收益补充，既通过服务深化与客户的长期绑定，又降低了重资产持有带来的流动性压力，最终通过轻重资产的功能互补，平滑了周期波动对企业经营的影响。

黑石对希尔顿的运营优化亦体现了这一逻辑。收购阶段，黑石通过大量资本投入完成对希尔顿的全资控股，奠定对品牌与运营体系的控制权。随后，黑石推动希尔顿加速拓展特许经营模式，逐步向以品牌授权与管理输出为核心的轻资产运营模式转型——即通过输出标准化服务体系、品牌影响力与会员资源，收取特许费与管理费，同时将物业持有、维护等重资产环节转移给合作方。这种模式不仅显著降低了黑石在酒店运营中的资本投入与周期波动风险（如经济下行期物业估值缩水、空置率上升的冲击），更通过快速扩大管理规模（而非自有物业规模）放大了收益杠杆。

全产业链一体化运营



三井不动产是运用该策略的典型代表。该公司打通从持有租赁、开发销售到资产管理、物业管理、房屋经纪、设施运营、代建服务的全产业链条，其核心价值在于通过业务环节的协同联动提升抗风险能力与综合收益。例如，持有租赁业务通过长期运营积累的客户资源与市场洞察，能反哺开发销售业务的产品定位与需求匹配；而通过将成熟物业择机出售，企业能够持续优化自有物业组合的结构，从而为持续获取稳定现金流奠定基础；同时，出售环节产生的资本利得可进一步反哺新的投资布局。

资产管理与设施运营则通过专业服务提升资产的价值，延长资产生命周期；代建业务则可在轻资产模式下复用开发、管理能力，拓宽收益来源。这种一体化模式减少了对单一环节的依赖，使企业在周期不同阶段均可通过不同业务的互补性实现整体稳健运营，形成穿越周期的系统性能力。

核心资产长期持有



从案例来看，GIC 的长期持有策略聚焦核心城市、核心业态的优质资产，其逻辑在于通过长期持有充分释放核心资产的复合价值。从实践来看，这类资产往往具备双重属性。一方面，核心城市（如伦敦、东京）的核心地段物业因土地资源稀缺性和区位不可复制性，长期呈现资产增值趋势，尤其在通胀周期中，其价值稳定性显著优于普通资产，能够有效抵御货币贬值带来的侵蚀。

另一方面，核心业态（如甲级写字楼、高端商业综合体）依托稳定的客群基础和持续的运营能力，可产生长期、可预期的租金现金流，且租金水平随城市经济发展和消费升级整体上呈现增长态势，形成“租金回报 + 资产增值”的复利效应。这种策略的抗周期价值尤为突出：在市场短期波动或下行阶段，核心资产的流动性优势与需求刚性使其价格与租金跌幅小于非核心资产；而在经济复苏与繁荣期，其价值与租金涨幅又往往领先于市场平均水平。

预判行业趋势，前瞻性布局细分领域



头部不动产机构往往通过对宏观趋势与产业变革的研判，在细分领域快速发展前完成战略布局，从而在行业周期更迭中抢占先机。以黑石为例，其早在物流地产与生命科学地产成为市场热点前便已切入：随着电商行业的爆发式增长推动物流需求激增，黑石提前布局全球核心物流节点的仓储设施，通过规模化持有与专业化运营，在行业供需缺口扩大阶段获取了租金溢价与资产增值的双重收益；而在生命科学领域，其敏锐捕捉到全球医疗技术创新与研发投入增长的趋势，通过收购实验室楼宇、研发办公等专业化物业，绑定生物医药企业的长期租赁需求，在行业快速发展期实现了超额回报。

类似地，三井不动产对日本 REIT 市场发展机遇的把握亦体现了前瞻性：在日本房地产证券化进程加速初期，公司率先通过发行 REITs 实现成熟物业的资产证券化，不仅盘活了存量资产、提升了流动性，更以此为契机拓展了开发销售与资产管理的业务边界，形成“开发 - 持有 - 证券化 - 再投资”的业务闭环，在行业转型期构建了新的增长曲线。这种前瞻性布局的关键在于，通过预判产业升级、政策变革等带来的结构性机会，提前储备资源与能力，从而在行业红利释放阶段占据竞争优势。