

关于《关于中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金上市及中金-唯品会商业不动产资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见》的回复

上海证券交易所：

中金基金管理有限公司、中国国际金融股份有限公司已收到《关于中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金上市及中金-唯品会商业不动产资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见》（20260129R0001），经认真研究相关反馈意见，结合《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）业务办法（试行）》等有关法律法规及有关规章的规定，就反馈意见答复如下：

一、业务参与人资质及履职能力

（一）关于主要原始权益人。根据申报材料，本项目包括郑州项目和哈尔滨项目，原始权益人及运营管理统筹机构已运营 22 家奥特莱斯广场。

1. 请管理人说明本基金与中金唯品会奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金在产品定位、资产布局、业务规划、发展方向等方面的区别，以及防范同业竞争风险的措施与未来安排。

答复:

中金唯品会奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金（简称“中金唯品会奥莱 REIT”）已于 2025 年 8 月 27 日成立，故在本基金成立后，原始权益人间接控股股东唯品会控股有限公司（简称“唯品会控股”）及原始权益人杉杉商业集团有限公司（简称“杉杉商业”）旗下将存在两个 REIT 平台，其区别以及防范同业竞争风险的措施与未来安排说明如下：

（1）产品定位、资产布局、业务规划及发展方向等方面的区别

1) 唯品会控股持有丰富的不动产资产，REITs 平台具有重要意义

本基金及中金唯品会奥莱 REIT 原始权益人控股股东均为唯品会控股，唯品会控股是中国以及全球领先的折扣零售商，自创立以来一直深耕折扣零售行业。通过近 18 年专注于品牌折扣零售业务，唯品会控股已成长为行业专家，拥有深厚的行业影响力与强大的市场认可度。唯品会控股 2025 年 GMV（商品交易总额）为 2,135 亿元，拥有 8,480 万名活跃客户；2025 年活跃 SVIP 会员数量达到 980 万，同比增长 11%。

在发展线上品牌折扣业务的同时，近年来唯品会控股亦有选择地发展线下品牌折扣业务。通过将线上渠道积累的核心竞争优势拓展至线下门店网络，有效拓宽了唯品会控股的零售渠道和消费者触达，在各种购物环境中满足客户的不同需求。

伴随线上线下品牌折扣零售业务的不断深耕拓展和资源持续投入，唯品会控股亦在体系内逐步积累起类别丰富、体量可观的不动产存量资产。截至 2024 年末，唯品会控股合计运营 370.72 万平方米

仓储物流资产，其中自持面积达 367.52 万平方米；合计运营 21.39 万平方米商业办公资产，其中自持面积达 20.19 万平方米；截至 2025 年末，唯品会控股通过全资子公司杉杉商业合计运营 22 家奥特莱斯广场，并有 1 家奥特莱斯广场正在建设开发中，自持奥特莱斯面积超过 209.68 万平方米。

唯品会控股自持存量资产初始投资巨大，对于业务发展及战略布局推进节奏、再投资规模形成一定影响；同时该等资产均为已经产生或者未来可以产生持续、稳定现金流的优质不动产资产，与 REITs 底层资产要求高度适配，因而唯品会控股以旗下资产搭建 REITs 平台，既符合准入要求因而具备可行性，又可为唯品会控股打通“投、融、管、退”的资产投资运营生态闭环，与自身业务发展战略高度契合，REITs 平台对于唯品会控股具有重要意义。

2) 根据现行规则及自身战略规划安排，REIT 平台将各自聚焦发展

A) 根据现行规则及唯品会控股所持资产类别，本基金可扩募资产范围包括奥特莱斯资产及商业办公资产

根据《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》（中国证券监督管理委员会公告〔2025〕21号）、《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）》，商业不动产资产范围包括商业综合体、商业零售、办公、酒店等，故本基金可将唯品会控股旗下奥特莱斯资产及商业办公资产作为扩募资产。

B) 根据现行规则及唯品会控股所持资产类别，中金唯品会奥莱 REIT 拟扩募资产范围有机会拓展至仓储物流资产及符合条件的商

业办公资产

根据《关于印发〈基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目行业范围清单(2025年版)〉的通知》(发改办投资〔2025〕991号),基础设施领域不动产投资信托基金资产范围包括仓储物流基础设施、消费基础设施、商业办公基础设施(超大特大城市的超甲级、甲级商务楼宇项目);根据《国家发展改革委办公厅关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化申报推荐工作的通知》(发改办投资〔2025〕782号),“支持已上市基础设施 REITs 新购入行业内同类项目以及具有关联性的不同行业领域项目,新购入项目与首次发行上市项目原则上应同属于所有权类或经营收益权类”;根据《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3号——扩募及新购入不动产(试行)》,“拟购入的不动产项目原则上与不动产基金当前持有的不动产项目为同一业态、相近业态,互补或者具有运营协同效应”,根据现行规则,中金唯品会奥莱 REIT 有机会将唯品会控股旗下奥特莱斯资产、仓储物流资产及符合条件的商业办公资产作为扩募资产。

C) 根据现行规则及自身战略规划安排, REIT 平台将各自聚焦发展

根据前述扩募规则及扩募资产准入范围、结合唯品会控股及杉杉商业的战略发展安排,本基金后续可扩募资产范围拟包括奥特莱斯资产、商业办公资产及其他符合规则要求的资产,中金唯品会奥莱 REIT 可扩募资产范围拟包括仓储物流资产、奥特莱斯资产及其他符合规则要求的资产。

总体而言,本基金拟定位于聚集商业不动产赛道(包括奥特莱

斯、商业办公等商业不动产资产)的 REIT 平台,通过商业不动产资产的不不断购入,持续提升资产规模及分散度,助力 REIT 平台平稳运营;中金唯品会奥莱 REIT 则定位于可搭配其他不动产资产类别(例如唯品会控股持有的仓储物流资产)的 REIT 平台,通过奥特莱斯资产与仓储物流资产的组合,在经济发展的不同周期下形成互补效应,不断提升 REIT 平台的稳定性。

(2) 防范同业竞争风险的措施与未来安排

1) 现阶段本基金与中金唯品会奥莱 REIT 同业竞争风险可控

本基金成立后,基金管理人将同时管理本基金与中金唯品会奥莱 REIT,二者底层资产类别相同,均为奥特莱斯资产,但由于二者在初始投资不动产资产所处区域不同、日常运营管理团队不同,现阶段同业竞争风险可控:

A) 初始投资不动产资产所处区域不同

本基金拟投资的不动产项目位于河南省郑州市和黑龙江省哈尔滨市;中金唯品会奥莱 REIT 持有的不动产资产位于浙江省宁波市,本基金与中金唯品会奥莱 REIT 的目标资产所处地理位置不同,所服务的经济和社会区域以及租赁需求不同,不动产项目的整体定位、面向的消费客群、覆盖的品牌资源均不存在重叠,因此不存在直接利益冲突或竞争关系。

B) 日常运营管理团队不同

针对本基金及中金唯品会奥莱 REIT 项下不动产项目的运营管理,除委托运营管理统筹机构外,基金管理人还为本基金委

托了运营管理实施机构负责执行日常运营，与中金唯品会奥莱 REIT 的运营管理机构（聘请杉杉商业作为运营管理机构，无运营管理实施机构）不同。两只基金的日常运营管理团队各自具备丰富的管理经验，对所在区域的市场、品牌、消费者和消费趋势有深入的理解，为两只基金项下不动产资产的稳定运作提供支持。不同的运营管理团队人员可有效避免基金管理人在运营管理过程中出现的利益冲突。

2) 针对未来潜在的同业竞争风险设置的缓释措施

A) 基金管理人层面

a) 基金管理人内部制度层面

基金管理人建立并执行覆盖公募 REITs 投资管理、运营管理、风险控制、尽职调查等重点业务环节的基本制度，保障公募 REITs 业务规范展业。此外基金管理人制定了公募 REITs 关联交易管理、利益冲突管理相关制度或细则，加强公募 REITs 关联交易、利益冲突的管理，防范相关风险。

b) 运营管理层面

本基金由杉杉商业担任运营管理统筹机构，资产所在地子公司分别担任运营管理实施机构；中金唯品会奥莱 REIT 由杉杉商业担任运营管理机构。

虽然中金唯品会奥莱 REIT 未设置实施机构，但本质管理模式与本基金“杉杉商业统筹+属地团队实施”的模式相同：其日常管理团队是由杉杉商业从中金唯品会奥莱 REIT 的项目公司承继而来，且设置于独立的部门，与总部管理职能部门互相分离，

因此本质上与实施机构职能类似，只是由于中金唯品会奥莱 REIT 资产位于杉杉商业属地宁波，出于公司管理、财务、税务等因素综合考虑后未单独设立实施机构子公司。

因此，在实操当中，两只 REITs 的日常运营管理团队不同，项目公司的预算由运营管理团队拟定，并经基金管理人审批通过后方可执行。基金管理人将在所管理的不同公募 REITs 之间严格落实基金财产的相互隔离，并严格按照相关法律法规以及内部管理制度的规定防范利益冲突。

如未来存在可能发生的同业竞争和可能存在的利益冲突，基金管理人 REITs 投委会将讨论决定相关情形的处理方式，制定公平对待不同不动产项目的相关措施，并在定期报告中予以披露，必要情况下还会进行临时披露，接受投资者监督。

c) 投资扩募层面

在资产交易的立项、投资以及退出决策等各主要环节，基金管理人内部制度要求存在潜在利益冲突的人员应当主动避免可能的利益冲突。若合同、交易行为中存在或可能存在利益冲突，相关人员应及时声明，并在有关决策时主动回避。就存在利益冲突的扩募收购项目，不同基金独立立项、独立尽调、独立谈判、独立决策。

基金拟扩募购入新项目时，基金管理人将依法召集基金份额持有人大会对扩募和新购入项目相关事项进行审议。如出现不同基金拟扩募购入的资产范围存在重叠的特殊情况的，基金管理人将充分披露和提示该等情况和潜在的利益冲突情形，由基金份额持有人大会进行决策。

B) 原始权益人/运营管理机构层面

a) 不动产项目的外部资源层面

中金唯品会奥莱 REIT 目前已持有的资产为位于宁波市的杉井奥特莱斯项目，本基金拟首发的资产为位于郑州市和哈尔滨市两个奥特莱斯项目，两个 REITs 平台首发资产所处省市不同，项目的整体定位、面向的消费客群、覆盖的品牌资源均不存在重叠，不涉及利益冲突情形。

在后续的运营管理过程中，各不动产项目将基于项目所在区位和面向客群的差异，继续按照符合当地消费趋势的定位和运营策略开展运营工作。唯品会控股和杉杉商业将统筹管理各项目，并确保在公平公正的前提下为各项目导入匹配的品牌资源，促进各项目在保留各自特色的状态下长期稳健运营。

b) 不动产项目的内部管理层面

如前文所述，两个 REITs 平台本质上均由属地团队负责日常运营管理，实操运营人员不同且各项目独立记账。杉杉商业亦在内部做好了充分的信息隔离和财务独立安排，确保各项目日常运营团队的独立性。未来，如两个 REITs 平台新购入不动产项目，杉杉商业和基金管理人将合理规划运营管理实施机构的角色并妥善安排运营管理团队，持续保障各个不动产项目运营的独立性，防范可能存在的利益冲突风险。

综上所述，本基金与中金唯品会奥莱 REIT 平台定位存在差异，且针对潜在同业竞争风险已设置合理缓释措施，以保障二者的平稳运营。

2. 请管理人根据《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）》（以下简称《审核关注事项》）第三十九条相关规定，补充披露本项目的资产规模、营业收入、运营净收益等指标在原始权益人及其实际控制人体系内的排名情况，并结合主要财务指标、运营指标说明以本项目作为基金底层资产的主要考虑。请管理人、律师对本项目是否符合《审核关注事项》第十三条相关规定发表明确意见。

答复：

郑州杉杉奥特莱斯项目与哈尔滨杉杉奥特莱斯项目长期稳健运营，各项业绩指标在原始权益人杉杉商业体系内奥特莱斯项目中均排名前五。其中郑州杉杉奥特莱斯项目 2025 年度营业收入、EBITDA 和净利润在杉杉商业体系内奥特莱斯项目中排名均为第二；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目 2025 年度营业收入、EBITDA 和净利润在杉杉商业体系内奥特莱斯项目中排名分别为第五、第五和第四。考虑到两个项目在杉杉商业体系内的优异表现，故选择郑州杉杉奥特莱斯项目以及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目作为本次不动产基金的底层资产。不动产项目符合《审核关注事项》第十三条相关规定。具体如下：

（1）郑州杉杉奥特莱斯项目财务及经营情况

郑州杉杉奥特莱斯项目采用成熟稳定的奥特莱斯资产运营模式，自 2016 年投入运营以来，已持续运营 3 年以上。该项目历史期间经营和运营稳健，作为河南省销售额最高的奥特莱斯项目，在郑州乃至全省具有较强的先发优势与区域垄断地位，该项目多年来始终保持优秀的运营表现以及高成长能力。

持续高增长的销售额：报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目整体销售额呈现稳步提升的态势，从2023年的18.78亿元增长至2025年的21.58亿元，年均复合增速达到7.21%。

持续稳定的高出租率：报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目年度加权平均出租率分别为99.44%、99.27%及99.52%，一直保持高位稳定，始终维持在99%以上。

稳步提升且行业领先的高坪效水平：报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目坪效水平不断提升，在行业内处于领先水平。月整体销售坪效从2023年度的2,783.73元/月/平方米提升至2025年度的3,026.26元/月/平方米，年均复合增速达到4.27%；月收入坪效从2023年度的424.18元/月/平方米提升至2025年度的479.50元/月/平方米，年均复合增速达到6.32%；月租金坪效从2023年度的327.77元/月/平方米提升至2025年度的372.56元/月/平方米，年均复合增速达到6.61%。

稳步提升且行业领先的联营模式扣率：得益于行业龙头地位以及与优质品牌长期合作的历史，郑州杉杉奥特莱斯项目联营模式扣率在行业内处于领先水平。报告期内，联营模式扣率从2023年的14.75%提升至2025年的15.37%。

持续稳定的高运营净收益率：得益于丰富的奥莱行业管理经验，郑州杉杉奥特莱斯项目的运营净收益率一直稳定在行业第一梯队，报告期内分别为75.94%、73.62%及77.89%。

郑州杉杉报告期内主要财务及经营指标如下表所示：

	2025年末/度	2024年末/度	2023年末/度
经营指标 ¹			
客流量（万人） ²	968	976	719
收缴率（%）	100%	100%	100%

	2025 年末/度	2024 年末/度	2023 年末/度
加权平均出租率 (%) ³	99.52%	99.27%	99.44%
整体销售额 (万元)	215,784.60	198,680.08	187,750.06
联营商户销售额 (万元)	181,212.22	162,226.94	154,086.12
联营模式收入 (万元)	24,655.63	21,051.43	20,111.31
联营模式扣率 (%) ⁴	15.37%	14.66%	14.75%
租赁商户销售额 (万元)	34,572.39	36,453.14	33,663.94
租金收入 (万元)	1,909.17	2,023.39	1,995.33
提成租金比例 (%) ⁵	7.14%	7.16%	7.19%
月整体销售坪效 (元/月/㎡) ⁶	3,026.26	2,860.79	2,783.73
月收入坪效 (元/月/㎡) ⁷	479.50	432.64	424.18
月租金坪效 (元/月/㎡) ⁸	372.56	332.25	327.77
财务指标			
总资产 (万元)	118,684.18	110,918.97	109,347.05
资产负债率 (%)	26.75%	26.01%	26.00%
运营收入 (剔除非入池业务的营业收入) (万元) ⁹	34,190.11	30,046.28	28,608.75
运营净收益 (万元) ¹⁰	26,629.83	22,121.16	21,725.95
运营净收益率 (NOI Margin) ¹¹	77.89%	73.62%	75.94%

注 1: 销售额相关数据含税, 收入相关数据不含税

注 2: 2025 年更换了客流计数器, 客流量统计口径与往年略有差异, 不具备可比性

注 3: 加权平均出租率按照期间各月出租率的算术平均数进行计算

注 4: 联营模式扣率按照含税联营模式收入及对应的含税联营商户销售额进行计算

注 5: 提成租金比例按照含税提成租金收入 (含固定租金与提成租金两者取高) / 含税提成租金商户销售额进行计算

注 6: 月整体销售坪效=销售额/期初与期末可租赁面积均值/月份数

注 7: 月收入坪效=运营收入/期初与期末可租赁面积均值/月份数

注 8: 月租金坪效=(联营收入+租金收入)/期初与期末可租赁面积均值/月份数

注 9: 运营收入口径详情参见本招募说明书“第二部分 不动产项目”之“二、不动产项目经营业绩及财务状况分析”之“6、剔除非入池业务的财务指标”

注 10: 运营净收益=运营收入-运营付现成本费用-资本性支出-招商装修支出, 未扣减运营管理机构收取的费用

注 11: 运营净收益率=运营净收益/运营收入 (剔除非入池业务的营业收入)

项目能够独立运营，不依赖原始权益人及其关联方。报告期内，本项目的关联租户 2 个，郑州杉杉奥特莱斯项目近三年主要关联交易收入占营业收入比例分别为 4.12%、5.86%和 7.19%。因此，郑州杉杉奥特莱斯项目不存在关联方重要现金流提供方，能够独立运营，不依赖原始权益人及其关联方。

(2) 哈尔滨杉杉财务及经营情况

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目采用成熟稳定的奥特莱斯资产运营模式，自 2015 年投入运营以来，已持续运营 3 年以上。该项目历史期间经营和运营稳健，该项目多年来始终保持优秀的运营表现以及高成长能力。

持续高增长的销售额：报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目整体销售额呈现稳步提升的态势，从 2023 年的 14.57 亿元增长至 2025 年的 16.72 亿元，年均复合增速达到 7.13%。

持续稳定的高出租率：报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目年度加权平均出租率分别为 99.56%、99.61%及 99.89%，一直保持高位稳定，始终维持在 99%以上。

稳步提升的高坪效水平：报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目坪效水平不断提升，月整体销售坪效从 2023 年度的 1,919.81 元/月/平方米提升至 2025 年度的 2,232.30 元/月/平方米，年均复合增速达到 7.83%；月收入坪效从 2023 年度的 267.43 元/月/平方米提升至 2025 年度的 327.14 元/月/平方米，年均复合增速达到 10.60%；月租金坪效从 2023 年度的 192.93 元/月/平方米提升至 2025 年度的 242.10 元/月/平方米，年均复合增速达到 12.02%。

稳步提升的联营模式扣率：哈尔滨杉杉奥特莱斯项目联营模式

扣率在报告期内不断提升，从 2023 年的 11.30% 提升至 2025 年的 12.48%。

持续稳定的高运营净收益率：得益于丰富的奥莱行业管理经验，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的运营净收益率目前已经处于行业第一梯队，报告期内分别为 69.10%，69.77% 及 73.40%。

哈尔滨杉杉报告期内主要财务及经营指标如下表所示：

	2025 年末/度	2024 年末/度	2023 年末/度
经营指标¹			
客流量（万人） ²	1,020	1,196	1,038
收缴率（%）	100%	100%	100%
加权平均出租率（%） ³	99.89%	99.61%	99.56%
整体销售额（万元）	167,239.39	150,208.65	145,732.66
联营商户销售额（万元）	139,787.10	123,307.60	119,220.45
联营模式收入（万元）	15,433.71	13,059.03	11,927.03
联营模式扣率（%） ⁴	12.48%	11.97%	11.30%
租赁商户销售额（万元）	27,452.29	26,901.05	26,512.22
租金收入（万元）	2,703.93	2,623.42	2,718.15
提成租金比例（%） ⁵	8.45%	8.53%	9.61%
月整体销售坪效（元/月/㎡） ⁶	2,232.30	1,997.13	1,919.81
月收入坪效（元/月/㎡） ⁷	327.14	287.10	267.43
月租金坪效（元/月/㎡） ⁸	242.10	208.51	192.93
财务指标			
总资产（万元）	73,964.94	69,295.03	64,953.46
资产负债率（%）	38.22%	37.50%	35.94%
运营收入（剔除非入池业务的营业收入）（万元） ⁹	24,508.65	21,593.21	20,300.28
运营净收益（万元） ¹⁰	17,988.17	15,066.32	14,026.93
运营净收益率（NOI Margin） ¹¹	73.40%	69.77%	69.10%

注 1：销售额相关数据含税，收入相关数据不含税

注 2：2025 年更换了客流计数器，客流量统计口径与往年略有差异，不具备可比性

注 3：加权平均出租率按照期间各月出租率的算术平均数进行计算

注 4: 联营模式扣率按照含税联营模式收入及对应的含税联营商户销售额进行计算

注 5: 提成租金比例按照含税提成租金收入(含固定租金与提成租金两者取高)/含税提成租金商户销售额进行计算

注 6: 月整体销售坪效=销售额/期初与期末可租赁面积均值/月份数

注 7: 月收入坪效=运营收入/期初与期末可租赁面积均值/月份数

注 8: 月租金坪效=(联营收入+租金收入)/期初与期末可租赁面积均值/月份数

注 9: 运营收入口径详情参见本招募说明书“第二部分 不动产项目”之“二、不动产项目经营业绩及财务状况分析”之“6、剔除非入池业务的财务指标”

注 10: 运营净收益=运营收入-运营付现成本费用-资本性支出-招商装修支出,未扣减运营管理机构收取的费用

注 11: 运营净收益率=运营净收益/运营收入(剔除非入池业务的营业收入)

项目能够独立运营,不依赖原始权益人及其关联方。报告期内,本项目的关联租户 2 个,哈尔滨杉杉奥特莱斯项目近三年主要关联交易收入占营业收入比例分别为 9.23%、7.87%和 6.58%。因此,哈尔滨杉杉奥特莱斯项目不存在关联方重要现金流提供方,能够独立运营,不依赖原始权益人及其关联方。

综上所述,经基金管理人、计划管理人及法律顾问核查,不动产项目具备成熟稳定的运营模式、已投入运营 3 年以上,能够独立运营,不依赖原始权益人及其关联方。其投资回报良好,最近 3 年运营净收益均为正,最近 3 年出租率较高,租金收缴情况良好。不动产项目符合《审核关注事项》第十三条相关规定。

(二)关于运营管理机构能力。根据申报材料,本项目新设运营管理实施机构,承接运营管理统筹机构的现场运营管理团队。

1. 请管理人说明设置统筹机构和实施机构的必要性,是否符合行业惯例,各方的主要职责分工及是否有利于项目长期稳定运营。

答复:

本基金拟设置运营管理统筹机构与运营管理实施机构共同负责不动产项目的运营管理工作，运营管理统筹机构为杉杉商业集团有限公司（简称“杉杉商业”），运营管理实施机构郑州唯奥商业管理有限公司（简称“郑州唯奥”）、哈尔滨唯奥商业管理有限公司（简称“哈尔滨唯奥”）分别负责郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的日常运营管理工作。

在本项目发行前，郑州杉杉奥特莱斯项目和哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的运营由杉杉商业与项目现场运管团队协同完成，项目现场运管团队执行杉杉商业统一的管理制度和业务流程并受杉杉商业总部管理。基于本项目发行安排，为保护投资者利益，保证项目现场运管团队与杉杉商业体系内其他在管项目隔离，专职服务于本不动产项目，杉杉商业专门设立全资子公司郑州唯奥和哈尔滨唯奥作为运营管理实施机构，并承接原有的项目现场运管团队。通过同时聘请杉杉商业担任运营管理统筹机构，聘请郑州唯奥、哈尔滨唯奥担任运营管理实施机构，在兼顾不动产项目运作独立性前提下，可确保项目运营管理团队及管理模式实质不变；运营管理统筹机构与实施机构同属杉杉商业体系，其在项目运营管理方面的职责分工、制度标准及业务运作流程将基本延续本项目发行前的相关安排，不因本项目的发行而改变不动产项目的实际运营管理模式，从而保障项目发行前后不动产项目运营管理的平稳过渡。运营管理“统筹-实施”的双层架构设置在已上市的公募 REITs 产品中已有较为成熟的实践安排，如中金印力消费 REIT、华夏中海商业 REIT、华夏华润商业 REIT 等项目均有类似安排。同时，考虑到原始权益人在全国布局的同类奥特莱斯项目可作为本基金潜在扩募资产，扩募后可在保持现有机构设置的基础上，根据需要在资产所在地设置“运营管理

实施机构”，实现运营能力的区域拓展，有利于基金扩募实施和持续平稳运行。

本基金运营管理服务协议对运营管理统筹机构与运营管理实施机构的职责划分进行了清晰约定。杉杉商业受基金管理人委托，并在基金管理人的监督下，统筹、协调、审核和监督郑州唯奥和哈尔滨唯奥执行运营管理服务协议项下约定的不动产项目运营管理工作，郑州唯奥和哈尔滨唯奥负责执行运营管理服务协议项下不动产项目运营管理工作。主要责任划分明细如下：

序号	运营管理职责	运营管理统筹机构	运营管理实施机构
1	为不动产项目购买足够的财产保险和公众责任保险	确保购买足够的商业保险；参与审核保险条款	结合项目运营情况协商制定保险条款；办理投保、续保、理赔等事项
2	制定及落实不动产项目运营策略	参与审核经营规划、经营目标和策略；参与审核招商策略、市场推广策略、产品提升策略及战略租户导入等	编写及落实经营规划、经营目标和策略；制定及落实招商策略、市场推广策略、产品提升策略及非战略租户导入等
3	落实并执行不动产项目运营的相关协议	参与监督实施机构签署并执行不动产项目运营的相关协议	在履行审批程序后，签署并执行不动产项目运营的相关协议
4	收取不动产项目租赁、运营等产生的收益，追收欠缴款项	参与监督实施机构收缴工作	及时、准确完成租金等的收缴，确保所有商户履行各自租赁协议下的付款义务
5	执行日常运营服务，如安保、消防、通讯及紧急事故管理等	参与考核实施机构日常工作完成情况；参与监督安全生产管理方案的制定和实施	保障项目正常良好运转；建立、健全安全生产责任制，负责项目的安全生产；负责现场营运、推广和物业管理
6	实施不动产项目维修、改造等	参与审核项目维修改造计划	实施项目的维修改造，保证工程质量
7	预算编制与执行	根据宏观经济和市场情况变化，参与拟定预算编制的原则与指引，作为招商、营运、推广、物业等各项工作的总体要求；参与年度预算评审，对实施机构编制预算的合理性给出调整建议；参与跟踪预算执行情况，确保	编制并执行预算

序号	运营管理职责	运营管理统筹机构	运营管理实施机构
		经营在轨，考核预算执行情况	
8	履行信息披露义务	根据约定履行信息披露义务，确保披露的相关信息真实、准确、完整	编制运营报告，提供项目运营数据

综上所述，管理人认为运营管理统筹机构与实施机构的设置符合行业惯例，有利于项目的长期稳定运营。

2. 请管理人补充说明运营管理实施机构及统筹机构的相关运营管理经验和市场定位能力、收益管理能力、运营成本管控能力，以及是否设立独立机构或者独立部门负责不动产项目的运营管理，并补充披露运营管理人员承接具体情况及进展。

答复：

(1) 运营管理机构相关运营管理经验及能力

1) 运营管理经验

运营管理统筹机构杉杉商业作为国内奥特莱斯领军企业之一，深耕奥莱行业多年，拥有丰富的管理经验及领先的行业地位。杉杉商业通过吸收国外奥莱行业的优秀管理经验，结合国内消费人群特色，打造了以奥莱行业的“品牌+折扣”为核心，“微度假目的地”为目标，综合特色餐饮、娱乐体验、亲子互动等多业态商业内容于一体的全新“奥特莱斯+”的理念。截至 2025 年末，杉杉商业已运营 22 家奥特莱斯广场，是国内已开业奥特莱斯数量及自持奥特莱斯物业数量最多的奥特莱斯企业；按 GMV 规模统计，在中国奥特莱斯企业中位于第一梯队。

运营管理实施机构郑州唯奥和哈尔滨唯奥是基于本项目发行，

由杉杉商业专门设立的全资子公司，在基金合同生效后将专门负责郑州杉杉奥特莱斯项目、哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的日常运营管理工作。郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的经营指标及业绩表现在杉杉商业体系内均排名前列。

2) 市场定位能力

运营管理机构以“品质奥莱”为核心战略，精准洞察消费者对高性价比与个性化体验的双重需求，将奥莱业态从单纯的折扣销售场所升级为集购物、休闲、娱乐于一体的“生活方式目的地”。同时，根据不同城市的地域特点、消费群体特征和经济发展水平，为每个项目赋予独特的定位，形成差异化竞争优势。例如，郑州杉杉奥特莱斯项目依托中牟县“幻乐之城”文旅资源，将奥莱与周边八大主题乐园联动，形成“奥莱+乐园+花园”的复合定位，持续吸引周边家庭客群与旅游人群到访；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目在设计层面深度适配本地气候特征，结合周边年轻高校客群与家庭客群的消费需求打造“全季节消费中心”。

3) 收益管理能力

在收益管理能力方面，运营管理机构注重商户的筛选和管理，与优质品牌建立了长期合作关系。通过引入高知名度、高销售额的品牌，提高项目的吸引力和竞争力，从而实现项目收益的稳定增长。同时，通过合理的租赁策略和商户管理，如灵活的租赁期限、租金调整机制等，满足商户的需求，提高商户的满意度和忠诚度，进一步保障了项目的收益。运营管理机构已建立了完善的会员体系，通过会员积分、优惠活动、专属服务等方式，提升会员消费频次与消费粘性。在营销活动方面，运营管理机构结合数据分析制定

个性化营销策略，精准把握消费者需求，实现销售额与收益的持续增长。

4) 运营成本管控能力

运营管理机构构建了全面的成本管控体系，贯穿项目全生命周期。在前期规划建设方面，通过科学选址与合理规划，降低设计与建设成本；在项目运营阶段，以年度预算的形式严控年度成本支出总额，同时运营管理机构已制定了完善高效的管理制度，通过采购、招商、运营、营销、财务预算等多环节的成本管控，实现运营阶段的成本优化和效益提升。

(2) 运营管理机构已设置独立机构或部门负责不动产项目的运营管理

为提高不动产基金运营管理的效率和确保运营管理的独立性、避免潜在利益冲突，杉杉商业专门设立全资子公司郑州唯奥和哈尔滨唯奥作为运营管理实施机构，并分别承接原项目现场运管团队，专职服务于本不动产项目。

(3) 运营管理实施机构人员承接的具体安排

本基金拟设置的运营管理实施机构郑州唯奥及哈尔滨唯奥已分别于2026年1月21日、2026年1月20日完成工商注册，将在不晚于本基金交割日前完成项目公司现有人员的劳动合同换签工作，运营管理实施机构将延续承接项目公司原有人员架构，设置总经办、运营部、企划部、新零售部、物管部、客服部、财务部、统括部及内控部。人员架构及拟配置人员数量具体如下，并将持续完善或适时调整部门设置及人员配备，以适配项目实际管理需要：

表：运营管理实施机构人员架构安排

部门	岗位职责	郑州唯奥拟配置人员数量	哈尔滨唯奥拟配置人员数量
总经办	整体统筹项目运营管理工作	3人	3人
运营部	日常运营管理、招商管理、楼层管辖及巡查、合同管理等	22人	18人
企划部	日常企划工作、营销方案制定、场地管理、自媒体运营等	6人	6人
新零售部	线上销售管理、营销策划、商品统筹、线上客诉处理等	5人	7人
物管部	物业管理、工程管理、对外公共关系管理等	2人	3人
客服部	日常顾客服务、会员维护、储值卡管理、活动配合等	8人	7人
财务部	日常财务工作、结算管理、税务工作、财务预算管理等	7人	7人
统括部	对外关系、人事行政管理、IT及信息系统管理等	8人	8人
内控部	内部制度、流程监控、采购及招投标管理、合同预警、内控检查等	1人	1人
合计		62人	60人

（三）关于管理人专业能力。请管理人、律师说明基金管理人的部门、人员、制度、流程设置等是否符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等法律法规规定的相关条件。

答复：

中金基金管理有限公司（简称“中金基金”）作为本基金的基金管理人，具备完善的部门设置安排、配备充足的专业人员、建立了健全的制度和业务流程。中金基金公募 REITs 业务的部门、人员、制度、流程设置符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等法律法规规定的相关条件，具体说明如下：

1、基金管理人的部门设置完善，人员配备充足

根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第六条第（二）项规定，申请募集基金，拟任基金管理人应当具备符合中国证监会

规定的、与管理拟募集基金相适应的基金经理等业务人员。根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（简称“《基金指引》”）第五条，拟申请募集不动产基金的，拟任基金管理人应当设置独立的 REITs 基金投资管理部门；拟任基金管理人应当配备不少于 3 名具有 5 年以上不动产项目运营或不动产项目投资管理经历的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上不动产项目运营经验。

中金基金经董事会决议设立创新投资部作为公司一级部门，负责公募 REITs 的研究、投资及运营管理等，主要包括：建立健全公募 REITs 项目投资及运营管理相关制度；组织公募 REITs 方案研究与设计、尽职调查、产品申报等工作；制定并执行公募 REITs 投资管理目标、策略；组织完成公募 REITs 相关底层资产运营管理工作。

截至本反馈答复出具日，创新投资部包括 20 余名成员，并根据工作需求，持续完善部门人员配备和岗位设置，以满足不动产基金规范开展需要。中金基金创新投资部已配备不少于 3 名具有 5 年以上不动产项目运营或不动产项目投资管理经历的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上不动产项目运营经验。同时，基金管理人为本基金配备了 3 名合格人员担任本基金的基金经理，拟任基金经理情况详见“五、基金运作与治理”之“（一）关于基金经理兼任”。

因此，中金基金具备符合中国证监会规定的、与管理本基金相适应的基金经理、主要负责人员等业务人员，符合《公开募集证券投资基金运作管理办法》《基金指引》的规定。

2、基金管理人的制度和流程健全

根据《证券投资基金法》第十三条第（七）项的规定，设立管

理公开募集基金的基金管理公司，应当有完善的内部稽核监控制度。根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第七条第（七）和第（八）项，申请募集基金，拟募集的基金应当具备符合基金特征的投资者适当性管理制度，基金的投资管理、销售、登记和估值等业务环节制度健全。同时，根据《基金指引》第五条第（五）项，拟任基金管理人应当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。

本着恪尽职守、诚实信用及谨慎勤勉的原则，为规范开展不动产基金业务，加强风险管控，保护持有人合法权益，中金基金根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《基金指引》及中国证券投资基金业协会、沪深证券交易所及中国证券业协会相关配套规则，结合业务实际制订了相应制度流程，具体如下：

公募基金业务管理层面，中金基金建立并执行内部稽核监控制度、内部控制制度和风险管理制度，具有适用于公募基金产品的投资者适当性管理制度，在基金的投资管理、销售、登记和估值等业务环节制度健全，主要制度包括：《中金基金管理有限公司内部控制大纲》《中金基金监察稽核制度》《中金基金管理有限公司风险控制制度》《中金基金管理有限公司销售适用性管理办法》《中金基金管理有限公司投资者适当性管理办法》《中金基金管理有限公司市场部门管理办法》《中金基金管理有限公司注册登记业务管理办法》《中金基金管理有限公司估值业务管理办法》等。

特别地，对于不动产基金业务，中金基金还建立并执行不动产基金投资管理、运营管理、风险控制、尽职调查管理相关基础制度，并就关联交易管理、信息披露管理及不动产基金投资决策委员会议

事等重要环节明确了管理制度及流程。前述相关业务制度及流程根据法律法规及业务开展情况适时制定或更新，为不动产基金的规范设立及运作提供制度流程保障。

因此，中金基金的制度和流程设置情况符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《基金指引》的规定。

综上所述，管理人和律师认为，中金基金已设置公募 REITs 业务部门并配备充足的业务人员，相关制度和流程健全，符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《基金指引》等法律法规规定的相关条件。

二、不动产合规情况

（一）关于合规手续

1. 关于手续完备性

（1）请管理人补充披露是否已根据相关法律法规取得项目建设运营所需的关键合规文件，说明缺失合规文件的具体原因，评估其对不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营的影响程度；如不构成实质性影响，请管理人充分揭示相关风险、明确拟采取的缓释措施，并就是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

答复：

不动产项目的关键合规手续齐备、合法有效，能够实现不动产项目权属合法有效转移、保障不动产项目持续稳定运营。同时，不动产项目已办理立项备案、环境影响评价、施工许可、竣工规划验

收或核实、节能措施相关手续及公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查等其他合规手续。郑州杉杉奥特莱斯项目存在未办理土地预审意见和建设用地批准书、哈尔滨杉杉奥特莱斯项目存在未办理土地预审意见的其他合规手续缺失情况，该等情况不影响不动产项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

经基金管理人及计划管理人核查，不动产项目已取得能够实现其权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的合规文件，符合《审核关注事项》第十二条对合规手续的相关规定。

具体如下：

1) 关键合规手续情况

A. 郑州杉杉奥特莱斯项目

a) 郑州杉杉奥特莱斯一期项目

i. 建设用地规划许可

2016年6月16日，中牟县城乡规划局向郑州杉杉核发《建设用地规划许可证》（编号：牟规地字第【2016】059号），证载主要内容如下：

用地单位	郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司
用地项目名称	杉杉·郑州奥特莱斯建设项目
用地位置	中牟金水大道北、信和路西、雁鸣大道东、宝兴路南
用地性质	商业用地
用地面积	用地 120,229.54 平方米

ii. 建设工程规划许可

2016年6月30日，中牟县城乡规划局就郑州杉杉奥特莱斯一期

项目核发《建设工程规划许可证》（编号：牟规建字第【2016】039号），证载主要内容如下：

建设单位（个人）	郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司
建设项目名称	杉杉购物广场、开闭所
建设位置	中牟金水大道北、信和路西、雁鸣大道东、宝兴路南
建设规模	地上 60,387.51 平方米；地下 20,400.48 平方米

iii. 竣工验收备案

2016年9月29日，中牟县住房和城乡建设局就郑州杉杉奥特莱斯一期项目核发了《工程竣工验收备案表》，该备案表载明：“相关证件合法，相关材料符合要求，准予备案。”

iv. 环保验收

2016年9月10日，中牟县环境保护局向郑州杉杉核发《验收意见》（牟环验表（2016）17号），根据该验收意见，中牟县环境保护局对郑州杉杉奥特莱斯一期项目进行了环保验收，认为该项目落实了环境影响评价及批复文件提出的环保措施和要求，污染物排放满足相应标准，原则上同意项目竣工环境保护验收合格。

v. 消防验收

2016年9月12日，中牟县公安消防大队向郑州杉杉核发《建设工程消防验收意见书》（牟公消验字〔2016〕第0015号），根据该验收意见，中牟县公安消防大队对郑州杉杉奥特莱斯一期项目进行了消防验收，经资料审查及现场抽样检查，综合评定该工程消防验收内容合格。

b) 郑州杉杉奥特莱斯二期项目

i. 建设用地规划许可

郑州杉杉奥特莱斯二期项目的建设用地规划许可证与郑州杉杉奥特莱斯一期项目相同，均为中牟县城乡规划局核发的“牟规地字第【2016】059号”《建设用地规划许可证》。

ii. 建设工程规划许可

2021年3月31日，中牟县自然资源和规划局就郑州杉杉奥特莱斯二期项目核发《建设工程规划许可证》（牟资规建字第【2021】031号），证载主要内容如下：

建设单位	郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司
建设项目名称	郑州杉杉奥特莱斯广场二期扩建项目：1#楼（二期）、非机动车棚
建设位置	中牟金水大道北、信和路西、雁鸣大道东、宝兴路南
建设规模	地上 45,899.66 平方米；地下 0 平方米

iii. 竣工验收备案

2021年8月17日，中牟县住房和城乡建设局就郑州杉杉奥特莱斯二期项目核发了《工程竣工验收备案表》，该备案表载明：“相关证件合法，资料完整，手续齐全，符合备案条件，准予备案。”

iv. 环保验收

郑州杉杉奥特莱斯二期项目已取得《建设项目环境影响登记表》，不属于《建设项目竣工环境保护验收暂行办法》（国环规环评〔2017〕4号）规定的应当进行环境保护验收的项目¹，无需进行环保验收。

¹《建设项目竣工环境保护验收暂行办法》（国环规环评〔2017〕4号）第二条规定：“本办法适用于编制环境影响报告书（表）并根据环保法律法规的规定由建设单位实施环境保护设施竣工验收的建设项目以及相关监督管理。”

v. 消防验收

2021年8月13日，中牟县住房和城乡建设局向郑州杉杉作出《特殊建设工程消防验收意见书》（牟建消验字〔2021〕第0020号），该意见载明，按照国家工程建设消防技术标准和建设工程消防验收有关规定，根据申请材料及建设工程现场评定情况，综合评定该工程消防验收合格。

c) 郑州杉杉奥特莱斯三期项目

i. 建设用地规划许可

郑州杉杉奥特莱斯三期项目的建设用地规划许可证与郑州杉杉奥特莱斯一期项目相同，均为中牟县城乡规划局核发的“牟规地字第【2016】059号”《建设用地规划许可证》。

ii. 建设工程规划许可

2024年4月18日，中牟县自然资源和规划局就郑州奥特莱斯三期项目核发《建设工程规划许可证》（编号：建字第4101222024GG0055434（建筑）号），证载主要内容如下：

建设单位	郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司
建设项目名称	郑州杉杉奥特莱斯广场扩建项目（三期）
建设位置	中牟金水大道北，信和路西，雁鸣大道东，宝兴路南杉杉购物广场
建设规模	1,818.6平方米

iii. 竣工验收备案

2024年9月3日，中牟县住房和城乡建设局向郑州杉杉核发了《竣工联合验收意见书》（编号：牟建竣2024090301）。该意见书载明，郑州杉杉奥特莱斯三期项目已于2024年9月3日通过了包括

人防工程竣工验收核实、建设工程竣工消防验收、建设工程竣工验收、建设工程规划核实、建设工程档案验收的联合验收。根据各验收部门相关法律法规及验收结果，该项目联合验收结论为通过。

iv. 环保验收

郑州杉杉奥特莱斯三期项目无需编制环境影响评价文件，不属于《建设项目竣工环境保护验收暂行办法》（国环规环评〔2017〕4号）规定的应当进行环境保护验收的项目，无需进行环保验收。

v. 消防验收

2024年8月30日，中牟县住房和城乡建设局向郑州杉杉作出《建设工程消防验收备案抽查结果通知书》（牟建消备查字[2024]第0011号），根据该通知书，郑州杉杉奥特莱斯广场扩建项目（三期）（含装修）工程被确定为检查对象，经检查，该工程符合建设工程消防验收有关规定。

鉴上，经基金管理人及计划管理人核查，郑州杉杉奥特莱斯项目的关键合规手续齐备、合法有效，能够实现郑州杉杉奥特莱斯项目权属合法有效转移、保障该项目持续稳定运营。

B. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

a) 建设用地规划许可

2013年4月1日，哈尔滨利民经济开发区管理委员会建设规划局向哈尔滨杉杉核发《建设用地规划许可证》（编号：哈利经开规管地字第2013023号），证载主要内容如下：

用地单位	哈尔滨杉杉春夏秋冬置业有限公司
用地项目名称	杉杉商业综合体
用地位置	利民大道东、通海路北

用地性质	商业用地
用地面积	用地 113,266 平方米

b) 建设工程规划许可

2013 年 10 月 8 日，哈尔滨利民经济开发区管理委员会建设规划局向哈尔滨杉杉核发《建设工程规划许可证》（编号：哈利经开规管建字第 2013072 号），证载主要内容如下：

建设单位	哈尔滨杉杉春夏秋冬置业有限公司
建设项目名称	杉杉商业综合体一期工程
建设位置	利民大道东、通海路北
建设规模	112,698.65 平方米

2015 年 6 月 10 日，哈尔滨市城乡规划局向哈尔滨杉杉核发《建设工程规划许可证》（编号：哈规城（利民）建字第[2015]9 号），证载主要内容如下：

建设单位（个人）	哈尔滨杉杉春夏秋冬置业有限公司
建设项目名称	杉杉商业综合体一期工程地下室及附属设施
建设位置	利民开发区利民大道东、通海路（杉杉路）北
建设规模	17,953.1 平方米

c) 竣工验收备案

哈尔滨市呼兰区建设管理局于哈尔滨杉杉奥特莱斯项目竣工验收后向哈尔滨杉杉核发了《建筑工程竣工验收备案证书》，该备案证书载明的审批机关意见为：“经审查，该工程符合建设工程竣工验收备案条件，准予备案。”

d) 环保验收

2016年12月22日，哈尔滨市呼兰区环境保护局向哈尔滨杉杉作出《关于哈尔滨杉杉春夏秋冬置业有限公司杉杉商业综合体一期工程建设项目的环保验收意见》（哈环呼审验[2016]36号），该验收意见载明：“根据验收调查结果及现场核查，该项目按照环评及其批复的要求落实了环保措施，环境管理较规范，各项设施运行正常，同意该项目通过建设项目竣工环境保护验收。”

e) 消防验收

2015年8月26日，哈尔滨市公安消防支队向哈尔滨杉杉作出《建设工程消防验收意见书》（哈公消验字〔2015〕第0254号），根据该验收意见，哈尔滨市公安消防支队对哈尔滨杉杉商业综合体一期及室内装修建设工程进行了消防验收检查测试，经审查资料及现场检查测试，综合评定该工程消防验收合格。

鉴上，经基金管理人及计划管理人核查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的关键合规手续齐备、合法有效，能够实现哈尔滨杉杉奥特莱斯项目权属合法有效转移、保障该项目持续稳定运营。

2) 其他合规手续取得情况

针对除关键合规手续外的其他合规手续，郑州杉杉奥特莱斯项目已由中牟县发展和改革委员会办理立项备案手续，由中牟县住房和城乡建设局（中牟县城乡建设局）核发施工许可证，由中牟县自然资源局（中牟县城乡规划局、中牟县自然资源和规划局）实施竣工规划验收或核实；该项目亦办理了环境影响评价手续、节能措施相关手续及公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续，且已由能源审计机构出具报告，认定郑州杉杉奥特莱斯项目符合国家、地方及行业的节能相关法律法规、政策要求、标准规范，郑州杉杉

运行基本符合能源法律法规的各项要求。

针对除关键合规手续外的其他合规手续，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目已由哈尔滨利民经济技术开发区管理委员会计划财务统计局办理立项核准手续，由哈尔滨利民经济开发区建设局核发施工许可证，由哈尔滨市城乡规划局实施竣工规划验收或核实；该项目亦办理了环境影响评价手续、节能措施相关手续及公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续，且已由能源审计机构出具报告，认定哈尔滨杉杉运行基本符合能源法律法规的各项要求、各装置的能源使用和消耗基本符合国家法律法规和行业限额要求。

3) 其他合规手续未取得或不完备情况

A. 郑州杉杉奥特莱斯项目

a) 郑州杉杉奥特莱斯项目未办理用地预审意见及建设用地批准书情况

经核查，郑州杉杉奥特莱斯项目未办理用地预审意见及建设用地批准书。

《自然资源部关于以“多规合一”为基础推进规划用地“多审合一、多证合一”改革的通知》（自然资函〔2024〕709号）第一条规定：“使用已经依法批准的建设用地进行建设的项目，不再办理用地预审。”第二条规定：“将建设用地规划许可证、建设用地批准书合并，自然资源主管部门统一核发新的建设用地规划许可证，不再单独核发建设用地批准书。”

郑州杉杉奥特莱斯项目系通过公开挂牌方式供应建设用地使用权，已由中牟县国土资源局批准建设用地规划设计条件，并已取得

《建设用地规划许可证》，该项目系使用已经依法批准的建设用地进行建设的项目，根据自然资函〔2024〕709号文的规定，可不再补办用地预审手续。

郑州杉杉奥特莱斯项目已办理建设用地规划许可证，根据自然资函〔2024〕709号文的规定，自然资源主管部门不再就该项目单独核发建设用地批准书，可不再补办该项合规手续。

同时，原始权益人已出具《承诺及说明函》，承诺：如郑州杉杉因未办理用地预审、建设用地批准书手续受到行政处罚的，原始权益人将承担赔偿责任。

鉴上，经基金管理人及计划管理人核查，郑州杉杉奥特莱斯项目未办理用地预审意见及建设用地批准书情况不影响项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

b) 郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目未批先建情况

经核查，郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目存在未取得建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证而先行开工建设的情况（简称“未批先建情况”）。监管部门可能根据《中华人民共和国城乡规划法（2019修正）》及《建筑工程施工许可管理办法（2021修订）》相关规定，对项目公司处以罚款等行政处罚措施。

鉴于郑州杉杉已针对郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目补办建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证，未批先建情况已于取得该等证件时结束且已超过《行政处罚法》规定的2年追诉期，且该等项目已取得《建设工程项目规划核实确认书》并办理竣工验收备案，郑州杉杉因历史未批先建情况被监管部门处罚的风险相对可控。为进一步缓释未批先建情况潜在行政处罚风险，原始权益人已出具

《承诺及说明函》，承诺如郑州杉杉因未批先建情况受到行政处罚的，原始权益人将承担赔偿责任。

鉴上，经基金管理人及计划管理人核查，郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目未批先建情况不影响项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

B. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

a) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未办理用地预审意见情况

经核查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未办理用地预审意见。

《自然资源部关于以“多规合一”为基础推进规划用地“多审合一、多证合一”改革的通知》（自然资函〔2024〕709号）第一条规定：“使用已经依法批准的建设用地进行建设的项目，不再办理用地预审。”

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目系通过公开挂牌方式供应建设用地使用权，已由哈尔滨市呼兰区国土资源局核发《建设用地批准书》、准予该项目使用土地，并已取得《建设用地规划许可证》，该项目系使用已经依法批准的建设用地进行建设的项目，根据自然资函〔2024〕709号文的规定，可不再补办用地预审手续。

同时，原始权益人已出具《承诺及说明函》，承诺：如哈尔滨杉杉因未办理用地预审手续受到行政处罚的，原始权益人将承担赔偿责任。

鉴上，经基金管理人及计划管理人核查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未办理用地预审意见情况不影响项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

综上所述，经基金管理人及计划管理人核查，不动产项目已取得能够实现其权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的合规文件，符合《审核关注事项》第十二条对合规手续的相关规定。除上述已披露的其他合规手续缺失或不完备情况外，不动产项目不存在其他应当取得而未取得的影响项目权属合法有效转移、合法稳定运营的合规手续。

(2) 请管理人补充披露入池资产在未取得建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证而先行开工建设的情况可能面临的处罚情形及金额大小，充分说明对本项目运营稳定性的影响，评估设置风险缓释措施。

答复：

经核查，郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目存在未取得建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证而先行开工建设的情况（简称“未批先建情况”）。监管部门可能根据《中华人民共和国城乡规划法（2019修正）》及《建筑工程施工许可管理办法（2021修订）》相关规定，对项目公司处以罚款等行政处罚措施。

上述行政处罚系针对无法采取改正措施消除影响的未批先建情况。鉴于郑州杉杉已针对郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目补办建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证，未批先建的情况已完成改正，该等项目均已取得《建设工程项目规划核实确认书》并办理竣工验收备案，其建成后状态符合规划要求，已消除未批先建影响。此外，未批先建情况已于完成改正后结束，并已超过《行政处罚法》规定违法行为的2年追诉期。因此，郑州杉杉因历史未批先建情况被主管政府部门另行处罚的风险较低。

为进一步缓释未批先建情况潜在行政处罚风险，原始权益人已出具《承诺及说明函》，承诺如郑州杉杉因未批先建情况受到行政处罚的，原始权益人将承担赔偿责任。

鉴上，经基金管理人及计划管理人核查，郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目未批先建情况不影响项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

针对郑州杉杉奥特莱斯一期、二期项目未批先建情况，已在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（一）商业不动产基金的特有风险”中，已进行风险揭示如下：

“郑州杉杉奥特莱斯项目存在未批先建情况相关风险：郑州杉杉奥特莱斯一期及二期项目存在未取得建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证而先行建设情况，可能涉及受到罚款等行政处罚的风险。但鉴于郑州杉杉已针对相关建设内容补办建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证，且其违法事实结束距今已超过2年，根据《行政处罚法》第三十六条，预计受到行政处罚的风险较低。对此，原始权益人承诺如郑州杉杉因未批先建情况受到行政处罚的，将承担赔偿责任。”

（3）请管理人补充披露入池资产改建、改造区域未单独办理相关许可的情况可能面临的处罚情形及金额大小，量化分析拆除情形下因商场结构、业态分布变化等对非改建、改造区域的收入产生的潜在影响，充分说明对本项目运营稳定性的影响，评估设置风险缓释措施。

答复：

1) 郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下车库改建情况

经核查，郑州杉杉于郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下停车库区域改建租赁面积为 1,206 平方米的经营性区域（简称“改建区域”），并出租予商户使用。此外，改建区域与该部分区域作为地下车库的设计用途不一致，未单独办理工程规划许可、施工许可。

就改建区域用途一致性情况，项目公司已于改建区域投入经营前取得中牟县消防救援大队核发的《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》（牟消安检字〔2022〕第 0115 号）。改建区域实际用于商业零售活动，且中牟县自然资源局已出具《关于中牟杉杉奥特莱斯广场项目相关事项情况说明》，确认郑州杉杉奥特莱斯项目“不动产证载明的土地用途为批发零售用地、房屋用途为商业服务等，当前该项目实际用途与规划用途一致。”因此，改建区域不导致郑州杉杉奥特莱斯项目的土地实际用途违反其现有建设用地的规划用途、权证所载用途。

就改建区域未办理工程规划许可、施工许可情况，郑州杉杉及郑州杉杉奥特莱斯项目存在被监管部门依据《中华人民共和国城乡规划法（2019 修正）》第六十四条²规定处以责令改正、限期拆除和罚款等行政处罚的风险，以及依据《建筑工程施工许可管理办法（2021 修订）》第十二条³规定处以责令改正和罚款等行政处罚的风险。

²《中华人民共和国城乡规划法（2019修正）》第六十四条规定：“未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设的，由县级以上地方人民政府城乡规划主管部门责令停止建设；尚可采取改正措施消除对规划实施的影响的，限期改正，处建设工程造价百分之五以上百分之十以下的罚款；无法采取改正措施消除影响的，限期拆除，不能拆除的，没收实物或者违法收入，可以并处建设工程造价百分之十以下的罚款。”

³《建筑工程施工许可管理办法（2021修订）》第十二条规定：“对于未取得施工许可证或者为规避办理施工许可证将工程项目分解后擅自施工的，由有管辖权的发证机关责令停止施工，限期改正，对建设单位处工程合同价款1%以上2%以下罚款；对施工单位处3万元以下罚款。”

经郑州杉杉核算，其对于地下停车场改建区域自行投入的工程造价金额为 279,930.83 元，如监管部门因地下停车场改建区域未取得工程规划和施工许可对郑州杉杉处以罚款，假设按照建设工程造价的百分之十的顶格处罚，预计罚款金额不超过 3 万元。

如郑州杉杉及郑州杉杉奥特莱斯项目被监管部门要求拆除改建区域还原为地下车库，由于前述改建区域位于地下停车场，与商场主体运营及动线相对独立，且均非核心品牌及核心铺位，即使被要求限期拆除，不会影响商场主体结构及整体业态分布，不会对非改建区域的收入产生影响。同时，根据原始权益人出具的《承诺及说明函》，改建区域拟继续由郑州杉杉经营，该区域未来现金流仍归属项目公司、并由项目公司直接收取，基金存续期内可用于向投资人分配，不纳入郑州杉杉奥特莱斯项目估值范围，其产生的收入占郑州杉杉奥特莱斯项目整体收入约 1%，对项目收益影响较小。因此，即便改建区域被拆除，预计不会对项目运营的整体稳定性产生负面影响。

为缓释前述改建区域对不动产基金的潜在风险，原始权益人已在其出具的《承诺及说明函》中承诺：“在不动产基金成立后，如郑州杉杉及郑州杉杉奥特莱斯项目未来因改建区域被要求整改（如拆除或补办相关手续）或受到行政处罚、被商户索赔，或造成第三方损害的，原始权益人将配合完成整改或补偿郑州杉杉因行政处罚、商户索赔，赔偿第三方而受到的全部损失。”

针对郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下车库改建情况，已在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（一）商业不动产基金的特定风险”中，已进行风险揭示如下：

“郑州杉杉奥特莱斯项目历史改造的相关风险：郑州杉杉奥特莱斯一期地下停车库区域存在改建租赁面积为1,206平方米的经营性区域（简称“改建区域”），已于改建区域投入经营前取得公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书。改建区域实际用于商业零售活动，中牟县自然资源局已出具对于用途一致的说明。但改建区域未单独办理工程规划许可、施工许可，可能涉及受到责令改正、限期拆除和罚款等行政处罚的风险。由于改建区域与商场主体运营及动线相对独立，且均非核心品牌及核心铺位，即使被要求限期拆除，预计不会对项目运营的整体稳定性产生负面影响。对此，改建区域的现金流不纳入估值范围，同时原始权益人承诺未来因改建区域被要求整改（如拆除或补办相关手续）或受到行政处罚、被商户索赔，或造成第三方损害的，原始权益人将配合完成整改或补偿郑州杉杉因行政处罚、商户索赔，赔偿第三方而受到的全部损失。”

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目二层原作为超市经营用房由单一商户使用的部位被改造分隔为多个独立商铺对外经营情况

经核查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目二层原作为超市经营用房的由单一商户使用的部位被改造分隔为多个独立商铺对外经营（简称“二层超市用房改造”）。

就二层超市用房用途一致性情况，原始权益人已出具《承诺及说明函》，承诺：“二层超市用房改造不存在调整承重结构、变更房屋内外部高度、房屋外立面等房屋结构调整”。因此，二层超市用房改造后继续用于商业零售活动，不构成对该部位原有功能的重大变化，其实际用途不违反哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《建设用地规划许可证》记载的土地规划用途以及《不动产权证书》记载的房屋

用途。

就二层超市用房改造相关建设手续情况，鉴于二层超市用房改造的工程性质为建筑物内的局部装饰装修，不增加建筑面积、建筑高度和改变外立面，根据《哈尔滨市建设工程规划许可豁免项目清单（修订版）》，哈尔滨杉杉无需就相关改造工程办理《建设工程规划许可证》。哈尔滨杉杉就二层超市用房改造取得了《房屋建筑和市政基础设施工程施工图设计文件数字化审查合格书》，载明二层超市用房改造的工程性质为装饰装修，工程等级为小型，审查结论为合格。此外，哈尔滨杉杉已取得《建设工程消防验收备案凭证》（黑（哈）（松北）消备凭〔2024〕第 0202 号），哈尔滨松北区消防救援大队工作人员于 2026 年 1 月 13 日对二层超市用房改造部位进行了现场检查，未对消防安全状况提出异议。

哈尔滨杉杉未就相关改造工程单独办理建筑工程施工许可证，根据原始权益人和哈尔滨杉杉书面说明，于工程开工时点相关审批平台要求的建设手续未包含施工许可证。依据《建筑工程施工许可管理办法（2021 修订）》第十二条的规定，就二层超市用房改造未办理施工许可证的情况，哈尔滨杉杉存在被有管辖权的发证机关处以责令改正和罚款的风险。经哈尔滨杉杉核算，其对于二层超市用房改造自行投入的工程合同价款金额为 4,283,265.14 元，如监管部门因二层超市用房改造未办理施工许可证对哈尔滨杉杉处以罚款⁴，假设按工程合同价款 2% 的顶格处罚，预计罚款金额不超过 9 万元。

鉴于二层超市用房改造无需办理《建设工程规划许可证》，且

⁴ 《建筑工程施工许可管理办法（2021 修订）》第十二条规定：“对于未取得施工许可证或者为规避办理施工许可证将工程项目分解后擅自施工的，由有管辖权的发证机关责令停止施工，限期改正，对建设单位处工程合同价款 1% 以上 2% 以下罚款；对施工单位处 3 万元以下罚款。”

改造已完工、已取得消防验收备案凭证，并已接受消防现场检查，因未单独办理施工许可证而导致二层超市用房改造区域被要求拆除的风险较低，同时，二层超市用房改造区域位于商场二层边缘位置，与商场主体动线相对独立，其原超市业态与商场主体业态存在显著差异，且改造部位均非核心品牌及核心铺位，即使被要求拆除现有商铺、还原为业态超市运营，也不会影响商场主体结构及整体业态分布，不会对非改建区域的收入产生影响。此外，根据原始权益人出具的《承诺及说明函》，二层超市用房改造区域产生的收入占哈尔滨杉杉奥特莱斯项目整体收入约 1.7%，对项目收益影响较小，即便被拆除，预计不会对项目运营的整体稳定性产生负面影响。

为缓释未办理施工许可证对不动产基金的潜在风险，原始权益人已出具《承诺及说明函》，承诺如哈尔滨杉杉因二层超市用房改造受到行政处罚或遭受任何损失的，原始权益人将承担赔偿责任。

针对哈尔滨杉杉奥特莱斯项目二层超市用房改造情况，已在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（一）商业不动产基金的特有风险”中，已进行风险揭示如下：

“哈尔滨杉杉奥特莱斯项目历史改造的相关风险：哈尔滨杉杉奥特莱斯项目二层原作为超市经营的单一商户使用部位区域被改造为独立商铺对外经营（简称“二层超市用房改造”）。二层超市用房改造不存在调整承重结构、变更房屋内外部高度、房屋外立面等房屋结构调整，相关施工图设计文件已经审查合格，且已取得建设工程消防验收备案凭证并进行消防现场检查，但未单独办理施工许可，存在被有管辖权的发证机关处以责令改正和罚款的风险。原始权益人和哈尔滨杉杉已对二层超市用房改造未单独办理施工许可的

背景进行书面说明，于工程开工时点相关审批平台要求的建设手续未包含施工许可证，因未单独办理施工许可证而导致二层超市用房改造区域被要求拆除现有商铺，还原为超市业态的风险较低。为缓释未办理施工许可证对不动产基金的潜在风险，原始权益人承诺因二层超市用房改造受到行政处罚或遭受任何损失的，将承担赔偿责任。”

2. 关于经营资质。请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关规定补充披露经营资质展期的具体安排。

答复：

截至本答复出具日，项目公司就不动产项目停车场管理、户外广告设施管理、卫生许可所取得的经营资质文件均在有效期内，前述经营资质文件的续期流程均有明确的法规依据。不动产项目投入运营以来，项目公司已取得的经营资质均成功完成过续期，其后续的展期不存在流程性障碍。

不动产基金存续期内，运营管理机构将根据《运营管理服务协议》的约定，在前述许可资质有效期届满前及时续期。管理人已在招募说明书风险揭示章节就潜在可能的风险进行了提示和披露。

具体如下：

(1) 停车场管理

1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

《郑州市停车场建设管理条例》第二十条规定：“停车场向社会提供停车服务并收取费用的，经营者应当自领取营业执照之日起十五日内向所在地的区城市管理行政主管部门备案。”根据原始权

益人出具的《承诺及说明函》，郑州杉杉奥特莱斯项目无停车费收入，其停车场为免费停车场。根据《郑州市停车场建设管理条例》上述规定，郑州杉杉经营郑州杉杉奥特莱斯项目的停车场无需向所在地的区城市管理行政主管部门备案。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

A. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《机动车停车场备案证》仍在有效期内

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目停车场包括位于地上及地下部分的车位。

就地下停车场的运营，哈尔滨杉杉于2024年5月14日取得哈尔滨市公共交通管理局核发的《机动车停车场备案证》（No 0007913），场地位置为地下，场地面积12,751平方米，泊位数351个，有效期至2026年4月13日。

就地上停车场的运营，哈尔滨杉杉于2024年6月4日取得哈尔滨市公共交通管理局核发的《机动车停车场备案证》（No 0008970），场地位置为院内，场地面积29,093平方米，泊位数1,073个，有效期至2026年6月6日。

B. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《机动车停车场备案证》续期有明确的法规依据

《哈尔滨市机动车停车场管理条例》第二十五条规定：“经营性公共停车场的经营者，应当依法办理工商、税务等手续，在取得营业执照之日起十五日内向市公安机关交通管理部门备案”根据本条规定，哈尔滨市经营性公共停车场经营者应向市公安机关交通管

理部门办理备案。根据本条规定，办理备案手续需提交的材料包括营业执照、停车场设施清单和停车场相关图则、停车场管理制度、场地产权证明、竣工验收合格证明。

C. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《机动车停车场备案证》成功办理过续期

经查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的《机动车停车场备案证》初始办理于2020年4月，初始有效期为2年。该项目于2022年、2023年、2024年和2025年均成功办理《机动车停车场备案证》续期手续。现有《机动车停车场备案证》有效期将于2026年4月13日和6月6日到期，哈尔滨杉杉已启动展期申请筹备工作。

综上所述，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《机动车停车场备案证》合法有效，其续期有明确的法规依据。鉴于哈尔滨杉杉项目已竣工验收、取得了产权证明，并成功办理过停车场备案续期手续，其办理展期不存在流程性障碍。

(2) 户外广告设施管理

1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

郑州杉杉为郑州杉杉奥特莱斯项目设置了LED屏幕、宣传横幅等广告设施，针对郑州杉杉奥特莱斯项目涉及的户外广告设施，中牟县城市管理局于2026年1月26日向郑州杉杉出具《中牟县城市管理局关于中牟杉杉奥特莱斯广场项目相关请示事项的情况说明》，要求郑州杉杉负责郑州杉杉奥特莱斯项目内户外广告设施的日常维护管理，并承担安全检测和检查责任，确保广告设施安全使用，并确认中牟县城市管理局“不就该项目户外广告设施办理备案手续”。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

A. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》仍在有效期内

2024年4月19日，哈尔滨新区管理委员会行政审批局就哈尔滨杉杉奥特莱斯项目设置的44块户外广告设施向哈尔滨杉杉核发《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》（哈新审许字[SGS]第2024003号），许可事项包括“设置大型户外广告及在城市建筑物、设施上悬挂、张贴宣传品审批”，该许可有效期限为2024年4月20日至2026年4月19日。

B. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》续期有明确的法规依据

《哈尔滨市城市户外广告设置管理办法》第四条规定，市城管行政主管部门负责组织实施本办法。第二十四条规定：“设置户外广告应当符合本市户外广告设置规划和设置技术规范，经批准后方可设置。未经审批，任何单位和个人不得设置户外广告。”因此，哈尔滨杉杉应向市城管行政主管部门申请办理户外广告设置许可文件及其续期手续。《哈尔滨市城市户外广告设置管理办法》第三十一条规定，申请设置户外广告，应当提交的材料包括按照规范填写的户外广告设置申请表、营业执照或者其他证明主体资格合法有效的文件、设置户外广告所利用的场地、建（构）筑物、设施的所有权或者使用权证明、户外广告位置关系图、正立面图及彩色效果图等。

C. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》成功办理过续期

经查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目于2022年3月21日办理过《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》。前述许可证期限届满，该项目于2024年4月19日办理了现有的《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》。现有《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》有效期将于2026年4月19日到期，哈尔滨杉杉已启动展期申请筹备工作。

综上所述，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》合法有效，其续期有明确的法规依据。鉴于哈尔滨杉杉合法有效存续，并已取得了哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的产权证明，并成功办理过户外广告设施许可的续期手续，其办理展期不存在流程性障碍。

(3) 卫生许可

1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

A. 郑州杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》仍在有效期内

2025年9月24日，中牟县卫生健康委员会向郑州杉杉核发《卫生许可证》（牟卫公证字[2021]第0155号），证载经营项目为商场（店），有效期限为2025年9月24日至2029年9月23日。基金管理人与运营管理机构在运营管理服务协议中约定，商业不动产基金存续期内，运营管理机构应当在商业不动产项目的《卫生许可证》有效期届满前，积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请证件更新续期，以确保项目公司持续合法合规运营。

B. 郑州杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》续期有明确的法规依据

根据国家卫生健康委员会于 2018 年 11 月 1 日发布的《关于全面推开公共场所卫生许可告知承诺制改革有关事项的通知》，对依据《公共场所卫生管理条例》及其实施细则实行卫生许可证管理的公共场所，自 2018 年 11 月 10 日起在全国范围内实施卫生许可告知承诺制改革。申请人依法提出公共场所卫生许可申请，许可实施机关应当以书面形式一次性向申请人告知审批条件和所需材料要求，并向申请人提供申请书和告知承诺文书示范文本，对申请人以书面形式承诺符合审批条件并提交材料的，许可实施机关应当当场作出准予行政许可的决定并发放《公共场所卫生许可证》。

经查询郑州政务服务网卫生许可证办理页面（<https://zzzm.hnzwfw.gov.cn/zzzw/bszn/bsznInit.do?serviceUnid=F6F82B3FAB34AD04386890051FE9E985&areaCode=410122000000>），项目所在地卫生许可证办理机关为中牟县卫生健康委员会，承诺办结时间为 1 个工作日。

C. 郑州杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》成功办理过续期

经查，郑州杉杉奥特莱斯项目于 2017 年 6 月 28 日首次办理《卫生许可证》，有效期为 4 年。前述许可证期限届满，该项目于 2021、2025 年分别成功办理《卫生许可证》续期。现有《卫生许可证》有效期将于 2029 年 9 月 23 日到期。

综上所述，郑州杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》合法有效，其续期有明确的法规依据。鉴于郑州杉杉合法有效存续，并成功办理过《卫生许可证》的续期手续，其办理展期不存在流程性障碍。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

A. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》仍在有效期内

2023年8月1日，哈尔滨新区管理委员会行政审批局向哈尔滨杉杉核发《卫生许可证》（哈松卫公证字[2019]第0043号），证载许可项目为商场，有效期限为2023年9月10日至2027年9月9日。

B. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》续期有明确的法规依据

如上文所述，根据国家卫生健康委员会于2018年11月1日发布的《关于全面推开公共场所卫生许可告知承诺制改革有关事项的通知》，自2018年11月10日起在全国范围内实施卫生许可告知承诺制改革。申请人依法提出公共场所卫生许可申请，许可实施机关对申请人书面形式承诺进行形式审查，符合条件的，应当当场作出准予行政许可的决定并发放《公共场所卫生许可证》。

经查询黑龙江政务服务网哈尔滨市卫生许可证延续办理页面（<https://www.zwfw.hlj.gov.cn/zhcx/bszn?syncItemId=f7113a00-f13b-4ad4-8abd-d85b1b8e82a4&areaCode=230100000000>），项目所在地卫生许可证延续办理机关为哈尔滨市松北区行政审批局，承诺办结时限为1个工作日。

C. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》成功办理过续期

经查，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目于2015年9月18日首次办理《卫生许可证》，有效期为4年。前述许可证期限届满，该项目于2019、2020年、2023年分别成功办理《卫生许可证》换证或续期。现有《卫生许可证》有效期将于2027年9月9日到期。

综上所述，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《卫生许可证》合法有效，其续期有明确的法规依据。鉴于哈尔滨杉杉合法有效存续，并成功办理过《卫生许可证》的续期手续，其办理展期不存在流程性障碍。

(4) 运营管理机构将根据《运营管理服务协议》的约定及时完成不动产项目经营资质续期

基金管理人与运营管理机构在运营管理服务协议中约定的运营管理机构服务内容包括：“确保不动产项目经营的合法合规，包括积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请、维持、更新或补办（如适用）与不动产项目相关的各项事宜所涉及的各项批准或核准、许可、备案、报告、证书/证照等手续/资料，确保项目公司持续合法合规运营。”

根据上述约定，不动产基金存续期内，运营管理机构应当在不动产项目停车场管理、户外广告设施管理、卫生许可所取得的经营资质有效期届满前，积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请证件更新续期，以确保项目公司持续合法合规运营。

(5) 风险揭示披露

在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（一）商业不动产基金的特有风险”中，已进行风险揭示如下：

“许可资质到期的风险：郑州杉杉已取得中牟县卫生健康委员会核发的《卫生许可证》（牟卫公证字[2021]第 0155 号），证载经营项目为商场（店），有效期限至 2029 年 9 月 23 日。哈尔滨杉杉已取得哈尔滨新区管理委员会行政审批局核发的《卫生许可证》（哈松卫公证字[2019]第 0043 号），证载许可项目为商场，有效期至 2027 年 9 月 9 日。此外，哈尔滨杉杉分别就地下及地上停车场的运营取得哈尔滨市公共交通运输管理局核发的《机动车停车场备案证》（No 0007913 及 No 0008970）有效期至 2026 年 4 月 13 日及 2026 年

6月6日，并就户外广告设施取得了《设置户外广告及条幅、电子显示屏、宣传栏等户外设施许可证》（哈新审许字[SGS]第2024003号），有效期至2026年4月19日。上述许可证到期后仍可能因无法办理展期影响商业不动产项目场所、停车场运营及户外广告牌设置，进而导致本基金的持续、正常运作受到不利影响。”

（二）关于资产完整性

1. 关于入池资产范围。请管理人补充披露入池资产外摆经营点位的权属情况及收费模式，产生收入是否属于项目公司收入范围，是否纳入项目现金流及资产估值测算范围，并结合资产范围、收入实现独立性等情况，充分论证合理性。

答复：

外摆经营点位均由项目公司搭建，均位于不动产项目用地规划许可证载明范围内，其用途不违反其所在项目土地规划用途。外摆经营点位已根据《外摆经营点位权利义务转让协议》分别剥离至郑州品杉商业管理有限公司（简称“郑州品杉”）与哈尔滨品杉商业管理有限公司（简称“哈尔滨品杉”），所有权归属于郑州品杉和哈尔滨品杉，不存在权属纠纷。外摆经营点位剥离后对应的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险均转移由郑州品杉和哈尔滨品杉享有及承担，外摆经营点位收入由郑州品杉及哈尔滨品杉直接收取，非由项目公司归集，不纳入项目公司收入及估值范围。

外摆经营点位受天气、季节影响大、商户租赁期限较短，运营时间及运营收入具有不确定性；同时，外摆经营点位均独立于不动产资产，且不属于不动产资产建筑物的功能组成部分，与主体建筑

无共用设施设备，剥离不影响不动产项目资产完整性和稳定运营，因此，针对外摆经营点位的相关安排具备合理性。具体如下：

(1) 外摆经营点位均由项目公司搭建，均位于不动产项目用地规划许可证载明范围内，其用途未违反其所在项目土地规划用途

1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

经现场踏勘并根据郑州杉杉提供的项目平面图，郑州杉杉奥特莱斯项目建设用地红线范围内存在 44 处外摆经营点位，外摆经营点位系郑州杉杉于郑州杉杉奥特莱斯项目建成、投入运营后在其建设用地红线范围内增设的临时性室外促销点位、可移动餐车等设施，外摆经营点位独立于不动产资产，且不属于不动产资产建筑物的功能组成部分。

郑州杉杉奥特莱斯项目《建设用地规划许可证》记载的用地性质为商业用地，郑州杉杉奥特莱斯项目涉及的外摆经营点位当前用于服装特卖、餐饮小吃经营活动，不违反该项目的土地规划用途。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

经现场踏勘并根据哈尔滨杉杉提供的项目平面图，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目建设用地红线范围内存在 6 处外摆经营点位，外摆经营点位系哈尔滨杉杉于哈尔滨杉杉奥特莱斯项目建成、投入运营后在其建设用地红线范围内增设的临时性室外促销点位，外摆经营点位独立于不动产资产，且不属于不动产资产建筑物的功能组成部分。

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目《建设用地规划许可证》记载的用地性质为商业用地，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目涉及的外摆经营点位当前全部用于服装特卖经营活动，不违反哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的

土地规划用途。

(2) 外摆经营点位已根据《外摆经营点位权利义务转让协议》分别剥离至郑州品杉与哈尔滨品杉，不存在权属纠纷

郑州杉杉与郑州品杉已签订《外摆经营点位权利义务转让协议》，将全部外摆经营点位转让予郑州品杉，当前归属于郑州品杉，该等外摆经营点位不属于郑州杉杉财产、不纳入不动产项目的资产范围。郑州杉杉奥特莱斯项目涉及的全部外摆经营点位均位于不动产项目建设用地红线范围内，不存在权属纠纷。

哈尔滨杉杉与哈尔滨品杉已签订《外摆经营点位权利义务转让协议》，将全部外摆经营点位转让予哈尔滨品杉，当前归属于哈尔滨品杉，该等外摆经营点位不属于哈尔滨杉杉财产、不纳入不动产项目的资产范围。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目涉及的全部外摆经营点位均位于不动产项目建设用地红线范围内，不存在权属纠纷。

(3) 外摆经营点位剥离后对应的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险均转移由郑州品杉和哈尔滨品杉享有及承担，外摆经营点位收入由郑州品杉及哈尔滨品杉直接收取，非由项目公司归集，不纳入项目公司收入及估值范围

根据《外摆经营点位权利义务转让协议》，自移交日（2026年1月28日）起，全部外摆经营点位对应的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险均由郑州品杉及哈尔滨品杉享有及承担；郑州杉杉及哈尔滨杉杉不再享有和承担外摆经营点位的任何专属资产、经营和收益权利、经营义务、以及经营责任及风险。

同时《外摆经营点位权利义务转让协议》约定，自移交日起30个工作日内，应当办理完毕外摆经营点位现有承租人的经营合同换

签，将出租人调整为郑州品杉及哈尔滨品杉，并将外摆经营点位的租金等收入的收款账户调整为郑州品杉及哈尔滨品杉以自身名义开立的账户。截至目前，郑州品杉及哈尔滨品杉已与外摆经营点位的商户完成换签。因此，外摆经营点位收入由郑州品杉及哈尔滨品杉直接收取，非由项目公司归集，不纳入项目公司收入及估值范围。

（4）外摆经营点位的剥离具备合理性

外摆经营点位为临时性室外促销点位、可移动餐车等设施，商户租赁期限均较短，可根据不同销售季节的需求灵活调改或拆除，商户运营时间及运营收入具有不确定性，因此，外摆经营点位现金流呈现季节性、临时性的特征，无法准确预测，不适宜纳入估值范围。

不动产资产入池主体建筑物和外摆经营点位互相独立存在，不存在依托关系，无共用设施设备，将外摆经营点位剥离不影响不动产项目资产完整性，也不影响不动产项目的稳定运营。因此，外摆经营点位的剥离安排具备合理性。

综上所述，外摆经营点位用途未违反其所在项目土地规划用途，已根据《外摆经营点位权利义务转让协议》分别剥离至郑州品杉与哈尔滨品杉，不存在权属纠纷，剥离后对应的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险均转移由郑州品杉和哈尔滨品杉享有及承担，外摆经营点位收入由郑州品杉及哈尔滨品杉直接收取，非由项目公司归集，不纳入项目公司收入及估值范围。外摆运营时间及运营收入均具有不确定性，且独立于不动产资产，剥离不影响不动产项目资产完整性和稳定运营，相关安排具备合理性。

2. 关于权属登记。请管理人补充说明本项目权属登记用途不

含车库的原因及合理性，就车库未单独登记用途是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定、是否存在权属或合规风险、是否影响持续运营发表明确意见，充分揭示风险，评估设置风险缓释措施。

答复：

郑州杉杉奥特莱斯项目的停车库包括郑州杉杉奥特莱斯二期项目地上室内汽车库和郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下停车库；其中，郑州杉杉奥特莱斯二期项目室内汽车库已办理《不动产权证书》，登记房屋用途为室内汽车库，郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下停车库根据当地政策无需办理不动产权登记，故该项目权属登记用途不包含车库。

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的停车库包括地上停车场和地下停车库；其中，地上停车场为开放式停车场，均位于项目用地红线范围内，该部分停车场非建筑物，无需办理建筑物所有权登记，地下停车库已办理《不动产权证书》，该项目权属登记用途不包含车库主要系由于该项目《建设工程规划许可证》未限定地下部位具体登记用途，地下部位与地上部位的房屋统一登记为商业服务用途。不动产项目室内车库的建设均已取得工程规划许可或已取得主管部门批准和认可，其作为车库的用途合法合规。

经基金管理人及计划管理人核查，不动产项目权属登记用途不含车库不存在权属或合规风险、不影响不动产项目持续运营，符合《审核关注事项》第十二条的相关规定。具体如下：

1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

郑州杉杉奥特莱斯项目的停车库包括位于郑州杉杉奥特莱斯二期项目建筑面积为 15,374.19 平方米的地上室内汽车库，以及位于郑

州杉杉奥特莱斯一期项目建筑面积为 20,400.48 平方米的地下停车库。

郑州杉杉就郑州杉杉奥特莱斯二期项目地上停车库取得了中牟县自然资源和规划局核发的“豫（2022）中牟县不动产权第 0007494 号”《不动产权证书》，该证书记载的郑州地上停车库房屋用途为“室内汽车库”。

经查并根据原始权益人出具的《承诺及说明函》，郑州杉杉未就郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下空间使用的建设用地使用权办理出让手续。《郑州市人民政府关于印发郑州市地下空间开发利用管理规定的通知》（郑政〔2024〕14 号）第十二条规定：“地下空间配建有商业等经营性用途的，若规划可区分出商业等经营性用途对应的结建地下空间，则该部分地下空间应当与地表建设用地使用权一并供应，其余地下空间若为非经营性用途、停车场（库）的，可暂不计入供应范围，暂不作不动产权属登记，地下空间的规划指标可直接用于后续的建设审批”。据此，郑州市地下空间是否计入供地范围、办理不动产权属登记，取决于地下空间的规划用途是否为商业等经营性用途。经查，郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下空间设计用途为 20400.48 平方米的地下车库，未设计经营性用途的配建商业区域。根据《郑州市人民政府关于印发郑州市地下空间开发利用管理规定的通知》（郑政〔2024〕14 号）上述规定，郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下空间按其设计用途作为地下停车库使用可暂不计入建设用地使用权的供应范围，暂不作不动产权属登记。另根据前文，郑州杉杉于郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下停车库区域改建租赁面积为 1,206 平方米的经营性区域，由于改建区域的规划用途仍为非经营性停车库，故无法单独办理产权登记。针对改建区域情况，详见本反馈答复“二、不动产合规情况”之“（一）关于手续完备

性”之“郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下车库改建情况”。

《中华人民共和国民法典》（简称“《民法典》”）第二百三十一条规定：“因合法建造、拆除房屋等事实行为设立或者消灭物权的，自事实行为成就时发生效力。”《民法典》第三百五十二条规定：“建设用地使用权人建造的建筑物、构筑物及其附属设施的所有权属于建设用地使用权人，但是有相反证据证明的除外。”郑州杉杉享有郑州杉杉奥特莱斯一期项目的建设用地使用权，经规划、住建主管部门许可合法建造了该项目地下停车场部位，在该等部位建成后，在无相反证据证明的情况下，郑州杉杉享有该等部位的所有权。

另外，郑州杉杉奥特莱斯一期和二期项目的《建设工程规划许可证》均记载了对应室内停车场的建设内容。同时，郑州杉杉奥特莱斯一期和二期项目建成后办理了《建设工程项目规划核实确认书》、《建设工程竣工规划核实意见书》，取得了规划主管部门对规划合规性的确认。

鉴上，郑州杉杉奥特莱斯二期项目室内汽车库登记房屋用途为室内汽车库，郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下停车库根据项目所在地政策无需办理不动产权登记，故该项目权属登记用途不包含车库，但地下停车库建设已取得主管部门的批准和认可。就郑州杉杉奥特莱斯一期项目地下停车库而言，其未办理不动产权属登记符合郑州市地方政策，且不影响郑州杉杉基于合法建设对该等部位享有所有权，不违反《审核关注事项》第十二条有关不动产项目“应当权属清晰并取得相关权属证明文件”的规定；其停车库用途符合工程规划许可用途，当前用途合法合规，符合《审核关注事项》第十二条有关“不动产项目的土地实际用途原则上应当与其规划用途、权证

所载用途相符”的规定。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的停车库包括地上停车场和地下停车库。地上停车场为开放式停车场，均位于项目用地红线范围内，该部分停车场非建筑物，无需办理建筑物所有权登记。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目地上建筑物与地下停车场统一登记在一份权属证明上，哈尔滨杉杉就该项目取得了哈尔滨市自然资源和规划局核发的“黑（2020）哈尔滨呼兰不动产权第 0019342 号”《不动产权证书》，该证书记载的房屋用途“商业服务”，未就地下部位区分登记停车场用途。

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目地下部位《建设工程规划许可证》记载的项目名称为地下室及附属设施，未限定地下部位具体登记用途，地下部位与地上部位的房屋统一登记为商业服务用途。2015年5月20日，哈尔滨市国土资源局与哈尔滨杉杉签署了《国有土地使用权出让合同变更协议》，约定“对1#地块增加地下建筑面积17,953.1平方米（车库：14,456.01平方米、库房1,109.98平方米、设备房：2,387.11平方米），补交土地出让233.39万元。合同中规定的其他款项内容不变，由哈尔滨杉杉春夏秋冬置业有限公司继续履行合同中注明的权利和义务。”同时，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目建成后办理了《哈尔滨市建设工程竣工规划核实确认书》。因此，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目建设地下停车库已取得主管部门认可。

鉴上，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目地下停车库权属登记用途不含车库，但其地下停车库建设已取得主管部门的批准和认可，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目车库已办理房屋所有权登记、用途合法合规，符

合《审核关注事项》第十二条有关不动产项目“应当权属清晰并取得相关权属证明文件”的规定以及《审核关注事项》第十二条有关“不动产项目的土地实际用途原则上应当与其规划用途、权证所载用途相符”的规定。

综上所述，不动产项目停车场区域未单独登记为停车库用途的情况不违反《审核关注事项》第十二条有关不动产项目权属清晰、取得权属证明文件以及实际用途合规性的相关规定，不存在权属或合规风险、不影响不动产项目持续运营。

三、项目经营与财务情况

（一）关于运营情况

1. 关于运营模式。根据申报材料，本项目收费方式包括联营、固定租金、提成租金、固定租金与提成租金两者取高；大部分联营模式商户合同中约定保底条款，销售额不达约定金额也需支付一定的保底提成。请管理人：

（1）根据《审核关注事项》第二十九条相关规定，补充披露本项目最近一期新签合同的联营扣率、提成比例及固定租金单价，以及上述指标与原始权益人运营的其他可比项目、周边可比项目的对比情况；如存在较大差异，请说明原因。

答复：

项目运营模式以联营模式为主，租赁模式为辅，向商户收取联营收入/租金收入，并向商户收取物业管理收入、推广费收入及其他收入等。报告期内项目运营收入情况如下：

表：郑州杉杉奥特莱斯项目公司运营收入情况

单位：万元

收入类型	2025 年度		2024 年度		2023 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
联营模式收入	24,655.63	72.11%	21,051.43	70.06%	20,111.31	70.30%
物业管理收入	4,056.53	11.86%	3,901.95	12.99%	3,691.56	12.90%
租金收入	1,909.17	5.58%	2,023.39	6.73%	1,995.33	6.97%
其中：固定租金收入	5.00	0.01%	3.78	0.01%	43.64	0.15%
提成租金收入（含固定租金与提成租金两者取高）	1,904.17	5.57%	2,019.60	6.72%	1,951.69	6.82%
商业运营收入	1,713.26	5.01%	1,393.50	4.64%	1,436.75	5.02%
场地租赁收入	828.72	2.42%	749.23	2.49%	581.65	2.03%
推广费收入	679.49	1.99%	555.43	1.85%	478.38	1.67%
其他收入	347.31	1.03%	371.35	1.24%	313.77	1.11%
合计	34,190.11	100.00%	30,046.28	100.00%	28,608.75	100.00%

注：运营收入不包含未入池业务收入，未入池业务包括外摆经营点位以及地下停车库改建可租赁面积为 1,206 平方米的经营区域

表：哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司运营收入情况

单位：万元

收入类型	2025 年度		2024 年度		2023 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
联营模式收入	15,433.71	62.97%	13,059.03	60.48%	11,927.03	58.75%
物业管理收入	3,737.16	15.25%	3,570.94	16.54%	3,435.42	16.92%
租金收入	2,703.93	11.03%	2,623.42	12.15%	2,718.15	13.39%
其中：固定租金收入	1,807.04	8.90%	1,925.35	8.92%	2,132.54	8.70%
提成租金收入（含固定租金与提成租金两者取高）	911.11	4.49%	698.07	3.23%	571.39	2.33%
商业运营收入	1,265.59	5.16%	1,151.80	5.33%	1,123.86	5.54%
场地租赁收入	936.78	3.82%	805.03	3.73%	697.24	3.43%
推广费收入	243.89	1.00%	234.58	1.09%	232.73	1.15%
其他收入	187.59	0.77%	148.41	0.69%	165.83	0.82%
合计	24,508.65	100.00%	21,593.21	100.00%	20,300.28	100.00%

注：运营收入不包含未入池业务收入，未入池业务为外摆经营点位

由于在联营模式中，项目公司与大部分商户签署有保底条款，根据保底销售额与实际销售额孰高确定联营收入的计算基数；在租赁模式中，项目公司亦与较多商户采用固定租金与提成租金两者取高的合作模式，提成租金收入取决于商户期间实际的销售额水平。此外，项目公司与部分商户签订的合同约定为梯度扣率/提成比例，商户当期所适用的扣率/提成比例，取决于商户期间的实际销售额水平。

因此，与固租模式的期末租金不同，联营模式和固定租金与提成租金两者取高模式下，商户的实际平均联营扣率、平均提成比例均需根据商户在一定计费期间内的销售额确定，因此需针对固定期间进行统计，且期间扣率/提成比例能反映运营实际情况及整体运营能力，避免月度或季节性波动引起平均值偏离。因此同行业可比项目的数据披露口径均为期间平均扣率，本项目与同行业项目的计算口径保持一致。具体的计算公式为：联营扣率=报告期内各期的联营模式收入/联营商户销售额；提成租金比例=报告期内各期的提成租金收入（含固定租金与提成租金两者取高）/提成租金商户销售额。

因此，本项目报告期内的平均联营扣率、平均提成租金比例，以及报告期各期末的固定租金单价数据如下：

1) 平均联营扣率

本项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
郑州杉杉奥特莱斯项目平均联营扣率	15.37%	14.66%	14.75%
哈尔滨杉杉奥特莱斯项目平均联营扣率	12.48%	11.97%	11.30%
宁波杉井奥特莱斯项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
平均联营扣率 ^注	未披露	13.29%	13.02%

本项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
西安砂之船奥特莱斯项目	2025 年 1-9 月	2024 年度	2023 年度
平均联营扣率 ^注	12.15%	12.04%	11.65%
首创奥特莱斯项目	2025 年度	2024 年 1-3 月	2023 年度
济南首创奥特莱斯项目平均联营扣率 ^注	未披露	10.4%	10.0%
武汉首创奥特莱斯项目平均联营扣率 ^注	未披露	11.0%	10.7%

注：宁波杉井奥特莱斯项目未披露 2025 年度具体数据；西安砂之船奥特莱斯项目仅披露 2025 年 1-9 月平均联营扣率，因此列示 2025 年 1-9 月平均联营扣率；武汉及济南首创奥特莱斯项目未披露 2025 年度具体数据，且仅披露 2024 年 1-3 月平均联营扣率，因此列示 2024 年 1-3 月平均联营扣率补充参考

报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目平均联营扣率约 14.66%-15.37%，优于可比项目情况，主要是因为：①郑州杉杉奥特莱斯项目运营成熟，是郑州乃至河南省销售额排名第一的奥特莱斯项目，远超竞品，具有较强的先发优势与区域垄断地位；②扣率水平同时体现项目对消费客流的吸引力和商户认可度水平。郑州杉杉奥特莱斯项目客流量较大，市场认可度高，已经形成了一批忠诚度高、消费力强的核心客，因此具备相对更强的议价能力。近年来郑州杉杉奥特莱斯项目会员消费贡献占比持续增长，至 2025 年增长至 83%，会员数量已接近 220 万的规模；③入驻商户品牌实力强，并由此建立起核心的竞争壁垒，对追求品牌与折扣的消费者具有强大号召力。以 2025 年为例，入驻品牌中有超过 100 家门店的销售额位列该品牌河南奥莱门店第一，汇聚超过 45 家省内独家/省内首家奥莱店。④入驻商户数量较哈尔滨杉杉奥特莱斯项目及宁波杉井奥特莱斯项目更多，覆盖更多议价能力相对较弱的长尾商户，因此实现了相对较高的联营扣率。

报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目平均联营扣率约 11.30%-12.48%，略低于宁波杉井奥特莱斯项目，与西安砂之船奥特莱斯项

目相当，但优于济南首创奥特莱斯项目以及武汉首创奥特莱斯项目，主要原因包括：①哈尔滨杉杉奥特莱斯项目整体处于成熟运营阶段，是黑龙江省内销售额第一的奥特莱斯项目，具备较强的领先优势，因此优于其他可比项目；但由于营业年限短于宁波杉井奥特莱斯项目，品牌矩阵及议价能力仍在持续提升中，联营扣率尚处于攀升期，因此哈尔滨杉杉奥特莱斯平均联营扣率略低于宁波杉井奥特莱斯项目；②哈尔滨杉杉奥特莱斯项目在哈尔滨当地具备较强知名度，客流量优于可比项目，已稳固形成一批忠诚度高、消费力强的核心客群。近年来哈尔滨杉杉奥特莱斯项目会员消费贡献占比持续增长，至2025年增长至75%，会员数量已接近170万的规模；③入驻商户品牌实力强，并由此建立起核心的竞争壁垒，对追求品牌与折扣的消费者具有强大号召力。以2025年为例，入驻品牌中超过80家门店的销售额位列黑龙江省奥莱门店第一。

2) 提成租金比例

本项目	2025年度	2024年度	2023年度
郑州杉杉奥特莱斯项目平均提成租金比例	7.14%	7.16%	7.19%
哈尔滨杉杉奥特莱斯项目平均提成租金比例	8.45%	8.53%	9.61%
宁波杉井奥特莱斯项目	2025年度	2024年度	2023年度
提成租金比例 ^注	未披露	8.79%	8.99%
西安砂之船奥特莱斯项目	2025年1-9月	2024年度	2023年度
平均抽成扣率 ^注	9.37%	9.33%	9.79%
首创奥特莱斯项目	2025年度	2024年1-3月	2023年度
济南首创奥特莱斯项目平均抽成扣率 ^注	未披露	4.3%	4.2%
武汉首创奥特莱斯项目平均抽成扣率 ^注	未披露	5.1%	5.0%

注：宁波杉井奥特莱斯项目未披露2025年度具体数据；西安砂之船奥特莱斯项目仅披露2025年1-9月平均抽成扣率，因此列示2025年1-9月平均抽成扣率；武汉及济南首创奥特莱斯项目未披露2025年度具体数据，且仅披露2024年1-3月平均抽成扣率，因此列示2024年1-3月平均抽成扣率补充参考

报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目平均提成租金比例约 7.14%-7.19%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目平均提成租金比例约 8.45%-9.61%，介于可比项目情况之间，符合市场水平。郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目均处于成熟运营阶段，具有较强的消费客流吸引力及议价能力，同时通过引入部分提成租金相对略低的餐饮类等商户提升整体消费体验、进一步促进消费引流。总体而言，郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目平均提成租金比例符合市场水平。

3) 固定租金单价

① 郑州杉杉奥特莱斯项目

郑州杉杉奥特莱斯项目各期涉及固定租金商户仅有 2 家、2 家、3 家，分别经营量体裁衣、中国体育彩票、汽车服务与销售业务。报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目固定租金收入规模较小，分别为 43.64 万元、3.78 万元以及 5.00 万元，报告期内占联营及租金收入之和的比例为 0.20%、0.02%、0.02%，固定租金收入的波动对于项目整体收入的影响较为有限。

郑州杉杉奥特莱斯项目周边 5 公里范围内无大型商业综合体及同类商业项目分布；直线距离约 9 公里的中牟县老城区有中牟天泽城、中茂尚悦广场（含新悦城）、世纪城时代广场等商业项目分散分布，老城区商业租金水平较低，辐射人群多为片区居住人群，与郑州杉杉奥特莱斯项目定位差异大，不具有可比性。

② 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目固定租金涉及租户相对集中，固定租金收入规模较小，报告期内占联营及租赁收入之和的比

例分别为 12.34%、12.28%、11.76%，占比较低。

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目所在区域为江北大学城板块，属于哈尔滨市江北一体发展区商业市场。目前，江北一体发展区商业市场的主要商业项目包括位于松北商圈的松北万象汇、融创茂和枫叶小镇奥特莱斯，以及位于江北大学城板块的哈尔滨杉杉奥特莱斯项目。以上商业项目在江北一体发展区内空间分布较为分散，未产生集聚竞争效应。其中，松北万象汇入驻品牌、商户业态分布以及目标客群等定位有别于奥特莱斯项目，不具有可比性。枫叶小镇奥特莱斯项目为距离哈尔滨杉杉奥特莱斯项目约 20 分钟车程范围内的同类型可比项目，但没有披露其固定租金水平；从其他经营方面来看，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目和枫叶小镇奥特莱斯项目 2025 年销售额分别约为 17 亿元、12 亿元，2025 年月销售额坪效分别约为 2,232 元/月/平方米、1,250 元/月/平方米，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目领先优势显著。

(2) 补充披露报告期内各期签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例、各期联营商户销售额未达保底销售额的占比情况，并结合商户所属行业发展情况、区域可比竞品及同类资产供需情况、历史年度商户续租率及储备商户质量等，说明相关保底条款是否具有可持续性，充分揭示相关风险。

答复：

受益于两个项目在各自省内的龙头地位以及优异的运营表现，两个项目设置保底条款的联营商户占比相对较高。报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目签订保底条款商户的收入占联营收入的比例分别为 54.69%、60.53%、59.92%；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目签订保底条

款商户的收入占联营收入的比例分别为 47.55%、47.71%、47.81%。

具体情况如下表所示：

表：郑州杉杉奥特莱斯项目签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例情况

单位：万元

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
签订保底条款商户的保底收入	14,774.87	12,741.68	10,998.62
联营收入	24,655.63	21,051.43	20,111.31
签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例	59.92%	60.53%	54.69%

表：哈尔滨杉杉奥特莱斯项目签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例情况

单位：万元

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
签订保底条款商户的保底收入	7,379.54	6,230.69	5,671.43
联营收入	15,433.71	13,059.03	11,927.03
签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例	47.81%	47.71%	47.55%

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目设置保底条款的联营商户实际销售额占联营商户整体销售额的比例分别为 62.38%，68.38%，64.42%；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目设置保底条款的联营商户实际销售额占联营商户整体销售额的比例分别为 60.66%，63.29%，65.68%。具体情况如下表所示：

表：郑州杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额的联营商户销售额占比情况

单位：万元

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
未达保底销售额的联营商户销售额	42,016.53	29,535.14	18,318.64
设置保底条款的联营商户实际销售额	116,730.33	110,922.70	96,113.42
联营商户销售额	181,212.22	162,226.94	154,086.12
设置保底条款的联营商户实际销售额占联营商户销售额比例	64.42%	68.38%	62.38%

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
未达保底销售额的联营商户销售额占设置保底条款的联营商户实际销售额比例	35.99%	26.63%	19.06%
未达保底销售额的联营商户销售额占联营商户销售额比例	23.19%	18.21%	11.89%

表：哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额的联营商户销售额占比情况

单位：万元

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
未达保底销售额的联营商户销售额	15,508.11	13,923.80	9,864.93
设置保底条款的联营商户实际销售额	91,808.76	78,039.02	72,320.01
联营商户销售额	139,787.10	123,307.60	119,220.45
设置保底条款的联营商户实际销售额占联营商户销售额比例	65.68%	63.29%	60.66%
未达保底销售额的联营商户销售额占设置保底条款的联营商户实际销售额比例	16.89%	17.84%	13.64%
未达保底销售额的联营商户销售额占联营商户销售额比例	11.09%	11.29%	8.27%

1) 签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例较高

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例分别为 54.69%、60.53%、59.92%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目签订保底条款商户的保底收入占联营收入比例分别为 47.55%、47.71%、47.81%，报告期内整体占比较高，对于项目公司收入具有一定的保障性。

2) 未达保底销售额的联营商户销售额占联营商户总销售额比例低

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额的联营商户销售额占联营商户销售额比例分别为 11.89%、18.21%和 23.19%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额的联营商户销售额占联营商户销售额比例分别为 8.27%、11.29%和 11.09%，报告期内整体占比

低。两个项目报告期内占比均呈现一定提高的主要原因系未达保底销售额的联营商户数量提高，其中绝大多数商户每年的实际销售额及其保底金额均在上升。

按未达保底销售额的联营商户销售额占设置保底条款的联营商户实际总销售额比例计算，报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目占比分别为 19.06%、26.63%和 35.99%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目占比分别为 13.64%、17.84%和 16.89%。

3) 保底销售额水平的设置可充分激励商户，同时保留项目调改灵活性

两个项目保底销售额参考商户历史销售数据、当前经营状况、未来发展预期及同类可比商户经营数据，根据商户预计销售额设置，且通常在其较高分位，同时每年保持一定增长。经营策略上，为商户设置较高比例的保底销售额旨在充分激励商户提升整体销售额，尊重商户实际经营能力，又为业绩提升预留了合理空间，达到互利共赢。

同时，较高比例的保底销售额为本项目保留了灵活的调改空间，对长期未能达到保底标准一定比例的商户进行动态调整，逐步淘汰低效店铺，同时引入更具市场竞争力的优质品牌，从而提升整体商业生态的活力与质量。

4) 未达保底销售额的联营商户的保底销售额达成度相对较高，除项目公司主动调改外，未达成保底销售额的商户留存率仍较高

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额联营商户的实际销售额占约定的保底销售额比例分别为 66.86%、70.98%和 75.88%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额联营商户的实际

销售额占约定的保底销售额比例分别为 76.52%、79.78%和 76.30%，完成度相对合理，按照保底销售额计算的联营分成对商户的经营压力相对有限。

同时，即使未达到保底销售额，商户的留存率依然相对较高。报告期内，未达到保底销售额的品牌中，郑州杉杉奥特莱斯项目在后一年/后两个月（2024 年、2025 年和 2026 年 1-2 月）依然保持合作的占比分别为 77.89%、66.94%和 77.59%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目在后一年/后两个月（2024 年、2025 年和 2026 年 1-2 月）依然保持合作的占比分别为 61.02%、56.00%和 57.14%，其中未续约品牌包括项目公司主动调改汰换，留存率持续保持高位。

5) 保底销售额条款具备长期可持续性

本项目入驻商户所属行业消费需求呈现稳定增长态势，市场容量持续扩容，行业未来发展前景较为广阔且增长动能充沛。从竞争格局来看，两个项目均具有一定的优势。郑州杉杉奥特莱斯项目是郑州乃至河南省销售额排名第一的奥特莱斯项目；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目是黑龙江省内销售额第一的奥特莱斯项目；郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目均已于所在商圈形成了明显的区域竞争优势。即便考虑未来可能入市同类商业资产，由于区位分布较远、建设规模及经营定位等方面的差异，预计形成的竞争压力整体可控。在商户经营层面，郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目均保持着高续租率，核心商户留存意愿强烈，同时储备了充足的优质品牌资源，为后续的品牌升级和业态优化提供了充分的选择空间。此外，保底条款系国内外大型奥莱运营的惯例，本项目卓越的经营表现带来了较高的议价能力。

基于上述优势条件的支撑，本项目所制定的保底销售额条款不仅符合当前市场发展规律，更具备长期可持续性，能够有效保障项目运营方与商户双方的合理权益，实现合作共赢的长期发展目标。

①本项目联营商户业态以运动户外和服装服饰为主，行业发展情况良好，入驻商户主要为行业内优质品牌，具有良好的持续经营能力和收益能力

本项目的商户业态主要包括服装服饰和运动户外。截至 2025 年末，郑州杉杉奥特莱斯项目所有在执行合同的商户中服装服饰和运动户外业态的商户已签约面积占整体比例分别为 49.71%、28.69%，2025 年度实现收入占比分别为 51.72%、33.86%。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目所有在执行合同的商户中服装服饰和运动户外业态的商户已签约面积占整体比例分别为 25.88%、18.13%，2025 年度实现收入占比分别为 32.95%、34.37%。

基于性价比消费趋势下奥莱业态的稳定增长，以及公众健康意识和户外运动兴趣的持续提升，本项目联营商户所属行业呈现可持续稳定发展态势。根据国家统计局，2025 年社会消费品零售总额为 501,202 亿元，同比增长 3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 451,413 亿元，同比增长 4.4%，我国消费水平呈现稳健发展态势。同期中国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为 15,215 亿人民币，同比增长 3.2%。而奥莱业态零售额增速稳定性强，增速居于所有线下零售渠道前列，具备一定的抗周期属性，各鞋服品牌于奥莱渠道的销售增速表现好于整体。此外，随着近年消费者健康和健身意识的逐渐增强，以及对各类运动及户外活动兴趣提升，不同场景下需求端对鞋服的功能性诉求愈发细分多元，运动户外市场呈现出明显的增长趋势。根据弗若斯特沙利文估计，2025

年中国户外服饰行业的市场规模约为 21,394 亿元，预计 2029 年将达到 27,540 亿元，2025 年至 2029 年年均复合增长率约为 6.5%。

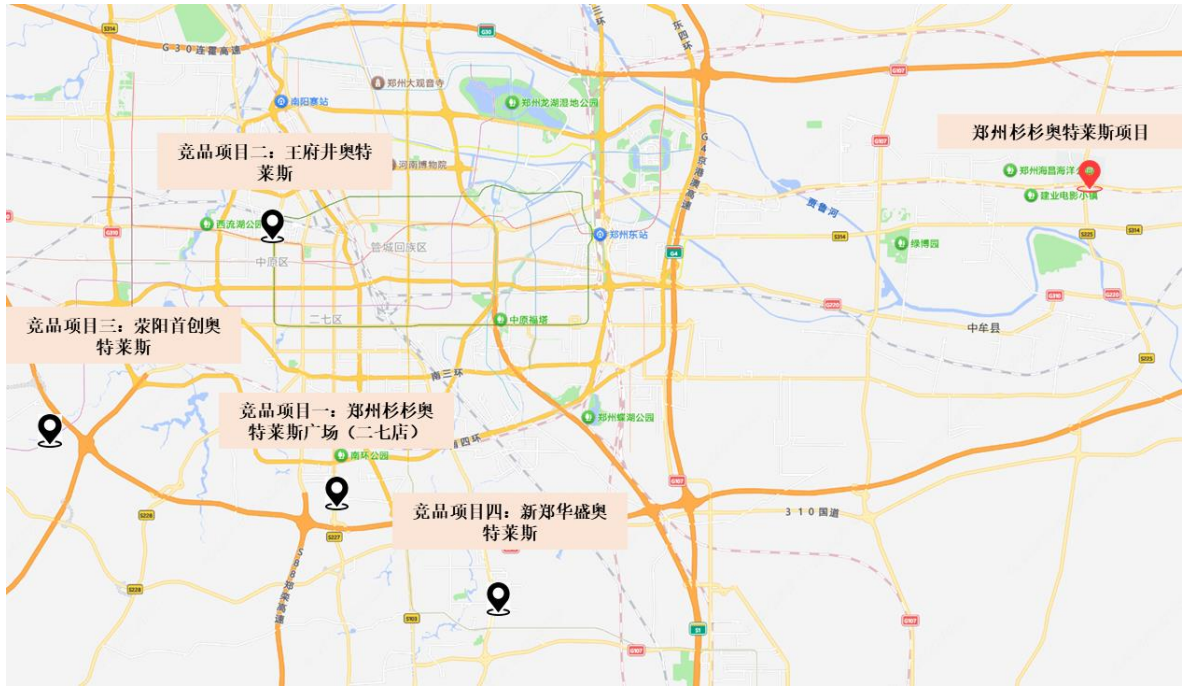
项目入驻联营商户主要为行业内优质品牌，郑州杉杉奥特莱斯项目入驻联营商户包括始祖鸟、凯乐石、萨洛蒙、北面、斐乐、波司登、比音勒芬等，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目入驻联营商户包括凯乐石、北面、迪桑特、哥伦比亚、ThomBrowne、UGG 等，紧密贴合当下消费者需求，故项目具有良好的持续经营能力和收益能力。

②本项目存在同类竞品项目或同类资产，但竞争风险可控

a. 郑州杉杉奥特莱斯项目：

郑州市内与郑州杉杉奥特莱斯项目可比的存量竞品项目包括杉杉奥特莱斯广场（二七店）、王府井奥特莱斯、荥阳首创奥特莱斯、新郑华盛奥特莱斯。其中杉杉奥特莱斯广场（二七店）为原始权益人杉杉商业体系内项目，杉杉商业作为原始权益人及运营管理统筹机构，已采取合理措施防范同业竞争并出具相关承诺函；同时，包括杉杉奥特莱斯广场（二七店）在内的存量奥特莱斯项目和郑州杉杉奥特莱斯项目距离较远，品牌矩阵和梯次差异较大，预计竞争分流影响较弱。

图：郑州杉杉奥特莱斯项目竞品项目位置



未来供应方面，郑州市内未来三年入市的商业项目仅涉及一个奥特莱斯项目，该项目为中原百联奥特莱斯，预计于 2027 年下半年入市，其位于郑州市西面，具体位置为陇海快速路以北，金英路、泉州路、金马路和玉瑞路合围区域，总体量约为 10 万平方米，与郑州杉杉奥特莱斯项目距离较远，预计竞争分流影响较弱。中牟新区商圈在未来 3 年内，预计除郑州中牟杉杉奥特莱斯新馆项目（简称“新馆项目”）（预计 2027 年开业）以外，周边无新增大型商业综合体入市，区位优势明显。新馆项目亦为杉杉商业体系内项目，杉杉商业作为原始权益人及运营管理统筹机构，郑州唯奥作为运营管理实施机构，已采取专项措施防范未来可能出现的同业竞争风险并出具相关承诺函，具体请参见本基金招募说明书第五部分“不动产基金”之“三、关联交易与利益冲突”及招募说明书附件。

b. 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

哈尔滨市存量奥特莱斯项目共计 2 个，为哈尔滨杉杉奥特莱斯

项目与枫叶小镇奥特莱斯项目，二者开业均已超过 10 年，竞争格局较为稳定。经营指标方面，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目和枫叶小镇奥特莱斯项目 2025 年销售额分别约为 17 亿元、12 亿元，2025 年月销售额坪效分别约为 2,232 元/月/平方米、1,250 元/月/平方米，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目领先优势显著。同时，其中，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目盒子式设计对当地气候环境的高度适配、更为丰富的配套业态占比、毗邻城际高速覆盖更广泛客群、依托杉杉商业建立形成的大量优质品牌及高比例会员贡献带来的消费粘性，使其与枫叶小镇奥特莱斯项目形成较为显著的比较优势。伴随区域活跃度的不断提升，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目有望保持持续增长。

未来供应方面，未来三年哈尔滨市暂无其他新增奥特莱斯项目，总体竞争风险可控。

③本项目续租率保持在较高水平，优质商户储备丰富

截至 2025 年末，郑州杉杉奥特莱斯项目的续租率⁵和面积加权续租率分别为 83.59%和 89.50%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的续租率和面积加权续租率分别为 76.67%和 81.58%，均保持在较高水平，反映出商户对本项目的长期经营信心和较高的平台粘性。在未续租的商户中，有一部分是项目运营团队基于整体品牌升级战略主动做出的调整决策，通过选择性不与部分商户续约，为引入更具市场竞争力的优质品牌腾挪空间。这种主动的品牌优化机制体现了运营方对商业品质的严格把控，通过动态调整商户结构，持续提升项目的品牌层级和商业价值，从而为消费者创造更优质的购物体验。

为保障品牌资源的高效整合与持续供给，两个项目均建立了多

⁵ 续租率计算口径为前一年末合同台账中显示在本年/期到期的商户在本年/期末是否完成续约

层级联动的商户储备管理体系。总部层面，招商部统一管理 30 余个战略合作品牌及约 30 个名品品牌，覆盖多个核心业态。项目公司层面，运营部门会定期对门店进行市场调研并在日常沟通中进行品牌储备，能够有效支撑未来新店开业及品牌汰换需求。

④ 保底条款系国内外大型奥莱运营商与商户间合作惯例，两个项目通过不断巩固竞争优势获取更高议价能力

a. 奥特莱斯行业目前呈现强者恒强的趋势，高比例签订保底条款是大型奥莱运营商与商户之间的行业惯例，也是运营商议价能力的体现

中国奥特莱斯行业格局清晰，目前国内前 6 大奥特莱斯运营商多于 2010 年前后从事国内奥莱业务。根据奥莱领秀统计，2024 年中国前 6 大奥特莱斯运营商在管项目约 85 个，市场占有率达到约 33.86%。由于奥特莱斯在品牌引入、运营管理等逻辑与其他线下商业不同，存在较强的进入壁垒，所以头部奥特莱斯运营商竞争优势突出，奥特莱斯行业目前呈现强者恒强的趋势。大型奥莱运营商与商户签订保底条款作为风险共担机制已成为国内外的惯例，有效提升收入稳定性，本质上反映了运营商在商业谈判中的议价能力优势。

b. 两个项目竞争优势明显，报告期内客流增长较快，运营指标处于行业高位，项目公司对于商户具有较高议价能力

根据奥莱领秀统计，截至 2024 年末，我国奥特莱斯数量共计 251 家，2018-2024 年已开业奥莱数量复合增速 9%，两个项目具有较为广阔的发展前景。郑州市内可比的奥特莱斯竞品项目距离较远，且品牌矩阵和梯次差异较大，预计竞争分流影响较弱。哈尔滨杉杉

奥特莱斯项目周边虽然存在枫叶小镇奥特莱斯项目构成一定的竞争关系，但哈尔滨杉杉奥特莱斯项目在 2025 年销售额、销售额坪效等经营方面的表现明显更优，并在建筑结构、交通网络、消费客群、业态配比、辐射范围等方面与该竞品项目存在差异，因此依然具有较强的区域竞争优势。

两个项目持续保持着长期稳健的经营，联营商户销售额整体呈上升趋势。郑州杉杉奥特莱斯项目方面，2023 年至 2025 年度整体销售额年均复合增长率为 7.21%，运营净收益年均复合增长率为 10.71%；2025 年，吸引客流量约 968 万人；2025 年月整体销售坪效⁶约为 3,026.26 元/月/㎡，2025 年的月收入坪效⁷约为 479.50 元/月/㎡，月租金坪效⁸为 372.56 元/月/㎡，运营净收益率（NOI Margin）⁹为 77.89%。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目方面，2023 年至 2025 年度整体销售额年均复合增长率为 7.13%，运营净收益年均复合增长率为 13.24%；2025 年，吸引客流量约 1,020 万人；2025 年月整体销售坪效约为 2,232.30 元/月/㎡，2025 年的月收入坪效约为 327.14 元/月/㎡，月租金坪效为 242.10 元/月/㎡，运营净收益率（NOI Margin）为 73.40%。前述经营指标在其他奥特莱斯 REITs 项目中处于较高水平，两个项目的客流水平、消费热度及收益水平，保障了项目公司对商户具备持续的议价能力。

⑤就保底条款可持续性的风险，本基金已进行充分的风险揭示

⁶ 月整体销售坪效=销售额/期初与期末可租赁面积均值/月份数，下同

⁷ 月收入坪效=运营收入/期初与期末可租赁面积均值/月份数，下同

⁸ 月租金坪效=(联营收入+租金收入)/期初与期末可租赁面积均值/月份数，下同

⁹ 运营净收益率=运营净收益/运营收入(剔除非入池业务的营业收入)，下同

在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素——二、风险因素——（一）商业不动产基金的特有风险——2、项目投资和运营的相关风险——（2）商业不动产项目运营风险——1）运营收入的相关风险”已进行风险揭示如下：

出租率降低、销售额下降、合同扣率降低及联营保底条款变化的风险：商业不动产项目报告期内出租率保持在较高水平，报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目公司加权平均出租率分别为 99.44%、99.27%及 99.52%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司加权平均出租率分别为 99.56%、99.61%及 99.89%；同时，项目收入以联营模式收入为主，具体计算方式为商户销售额或保底销售额乘以合同扣率。但是，若全国或商业不动产项目所在地发生宏观经济发展放缓、出现公共卫生事件等情况，导致商户所属行业发展出现波动，当地政策和商业规划改变，以及电商对线下实体门店分流等影响，可能导致市场租赁需求降低。此外，区域新增土地供应以及竞争对手的加入可能增大商业不动产项目周边可比项目供给，若商业不动产项目周边出现新增同类项目供应，与商业不动产项目形成竞争关系，可能对商业不动产项目的出租率、销售额及合同扣率产生不利影响。

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额的联营商户销售额占设置保底条款的联营商户总销售额比例为 19.06%、26.63%及 35.99%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目未达保底销售额的联营商户销售额占设置保底条款的联营商户总销售额比例为 13.64%、17.84%及 16.89%。郑州杉杉奥特莱斯项目和哈尔滨杉杉奥特莱斯项目坪效较高、客流稳定，对商户的吸引力相对较强，截至 2025 年末面积加权续租率分别为 89.50%、81.58%，联营保底条款的可持续性相对较强。如果未来商户经营环境变化导致商户持续无法达到保底销售额，可

能导致不动产项目联营保底条款发生调整，进而影响基金持有人的收益。

除此之外，虽然本基金结合存续合同和市场情况在可供分配金额预测中对未来销售额、增长率及合同扣率进行了预估，但无法保证该等预测可以最终实现。

2. 关于项目竞争力。根据申报材料，郑州项目同类存量竞品项目 4 个，未来三年新增竞品项目 1 个，原始权益人拟投资建设同业竞争项目；哈尔滨项目同类存量竞品项目 1 个。

(1) 请管理人结合项目所处区域商业项目供需情况、消费力与项目定位匹配程度，以及包括交通通达情况在内的区域经济情况等，进一步说明项目优劣势，充分论证项目竞争力。

答复：

1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

A) 郑州杉杉奥特莱斯项目所在城市商业饱和度较低，人口密集且属于城市东扩覆盖范围，具备良好发展基础

截至 2025 年末，郑州市主要商业物业市场总存量为 445.1 万平方米，人均数量为 0.39 个/十万人¹⁰，人均面积约为 0.35 平方米/人¹¹，在中部省会六城中属于中下水平，同时低于西安、贵阳等华中或中西部城市，商业饱和度较低，不同商业项目间竞争压力相对较小；与此同时，郑州市人口规模持续增长，截至 2024 年末常住人口达 1,308.6 万人，城市发展不断向东部扩展，郑州杉杉奥特莱斯项

¹⁰ 人均主要商业物业数量=截至2025年末主要商业物业数量/2024年常住人口。

¹¹ 人均主要商业物业面积=截至2025年末主要商业物业存量/2024年常住人口。

目销售额及市场占有率多年来稳居河南省及郑州市首位，预计具备良好的发展基础并有望继续维持竞争优势。

B) 郑州市经济发展状况良好且收入水平高、消费意愿领先，凭借区位优势辐射双城客源

郑州市是我国中部地区的重要中心城市，国际性综合交通枢纽城市。郑州市经济体量大，2025年实现地区生产总值15,244.6亿元，增长势态稳定，人口集中，人均可支配收入水平可观且消费意愿度在中原六省中位居前列，可为当地商业项目的持续发展提供稳固的经济基础和消费支撑。郑州杉杉奥特莱斯项目所在地中牟新区是河南省第一个省级新区，黄河国家战略、国家中心城市、中原经济区、航空港经济综合实验区等在此交汇，郑州都市圈、中原科技城等战略规划在此叠加，发展前景广阔。中牟新区地处郑州东部，也是郑开同城化战略的中心地带，同时属于郑州市和开封市（2024年常住人口469.8万）两大城市的“半小时通勤圈”，可吸引双城客源。

C) 郑州杉杉奥特莱斯项目位于主干道黄金通道且未来将得益于轨道交通规划的提升，进一步实现与主城区及高铁网络的连接，扩大客流覆盖范围

交通情况方面，郑州杉杉奥特莱斯项目位于主干道郑开大道，距离郑开城际铁路客运站绿博园站直线距离约9公里，距离郑州东站约23公里，距离新郑国际机场33公里；周边设有“奥特莱斯”、“艺文东街郑开大道”、“杉杉奥特莱斯”等多个公交站，分布有多条公交线路，覆盖郑东新区及中牟核心位置。未来，地铁8号线已经规划东延至东部新城站，将进一步提升中牟新区与主城区的连通性；同时，规划中的低运量轨道交通T1线将贯穿新区主要文旅

组团，并与 8 号线实现换乘。这一布局有效整合了中牟新区内文旅资源，衔接城区客流，并可通过郑州东站接入全国高铁网络，为中牟新区及其内部的文旅目的地带来更广泛的客源。上述两条轨道交通线路的开通将强化郑州杉杉奥特莱斯项目的交通便捷性，8 号线为项目提供来自主城区的稳定客流，而 T1 线则将景区游客转化为商业客流，进一步增强郑州杉杉奥特莱斯项目的商业吸引力与发展潜力。

D) 与此同时，郑州杉杉奥特莱斯项目凭借自身特色，已建立如下比较优势：

a) 河南省销售额最高的奥特莱斯项目，区域竞争优势明显

郑州杉杉奥特莱斯项目是河南省销售额排名第一的奥莱项目，具有较强的先发优势与区域垄断地位，且营业额坪效、运营净收益率等经营业绩指标仍在快速增长。该项目所处的中牟新区位于郑开同城化发展核心区域，可高效辐射郑州主城区及开封等周边城市。作为区域内目前唯一的中高端奥特莱斯项目，郑州杉杉奥特莱斯项目将同时受益于两座城市经济、人口和消费的增长。

b) 拥有当地首屈一指的品牌矩阵，建立核心竞争壁垒

杉杉商业作为国内奥莱行业的领军企业之一，在全国商业地产领域具有良好的知名度、丰富的奥莱行业管理经验及品牌资源。同时，郑州杉杉奥特莱斯项目凭借在地的先发优势、远超竞品的规模优势，汇聚了诸多优质品牌，并由此建立起核心的竞争壁垒，对追求品牌与折扣的消费者具有强大号召力。以 2025 年为例，入驻品牌中有超过 100 家门店的销售额位列该品牌河南奥莱门店第一，汇聚超过 45 家省内独家/省内首家奥莱店。凭借优异的运营口碑，郑

州杉杉奥特莱斯项目对国内外品牌的吸引力不断增强，未来可进一步引进更多河南乃至中原首店、概念店、旗舰店，并优化现有品牌组合，不断巩固“品牌首发平台”的地位。

c) 区域规划提档升级，战略优势突出

郑州杉杉奥特莱斯项目位于郑开同城核心区域，所处的中牟新区是郑州“东强”战略主战场、郑开同城化支点。郑州杉杉奥特莱斯项目地处文旅资源核心节点，是郑开大道文旅消费带的商业枢纽，伴随中牟新区文旅产业的蓬勃发展，预计将获得广阔的成长空间。同时，郑州都市圈、郑开走廊、中牟新区域内等多级次的交通规划升级，将更好的链接郑州杉杉奥特莱斯项目与郑州、开封主城区客流，并进一步扩大在全省的辐射面。

d) 深厚的客户基础与消费黏性，助力项目长期稳定增长

近年来，郑州杉杉奥特莱斯项目会员消费贡献占比持续增长，至 2025 年增长至 83%，已稳固形成一批忠诚度高、消费力强的核心客群。截至报告期末，本项目会员数量已接近 220 万的规模，丰富的会员数量有助于经营团队对消费者需求进行精准分析，从而实现进一步提升核心客群吸引力的正向循环。高比例的会员消费贡献显示出郑州杉杉奥特莱斯项目具有强大的客户粘性，可为其长期稳定增长建立扎实的基础。

此外，郑州杉杉奥特莱斯项目亦存在如下潜在挑战：

郑州杉杉奥特莱斯项目位于郑东新区东部的中牟新区，距离郑州传统核心商圈距离较远且规划地铁站开通仍需时间，短期内对于城区无车群体存在一定交通触及障碍。所在区域属发展中的新区，现阶段周边的常住人口密度、高端住宅群落、成熟社区配套等仍处

于提升阶段导致区域内日常消费支撑力尚未完全释放。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

A) 哈尔滨杉杉奥特莱斯所在城市存量奥特莱斯项目较少，竞争压力可控且竞争格局较为稳定

截至 2025 年末，哈尔滨市的商业项目总存量 293 万平方米，分布总体较为分散，新兴商圈存量占比高。哈尔滨市目前仅有杉杉奥特莱斯项目和枫叶小镇奥特莱斯两个奥莱项目，二者开业均已超过 10 年，形成了较为稳定的竞争格局；其中，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目盒子式设计对当地气候环境的高度适配、更为丰富的配套业态占比、毗邻城际高速覆盖更广泛客群、依托杉杉商业建立形成的大量优质品牌及高比例会员贡献带来的消费粘性，使其与枫叶小镇奥特莱斯项目形成较为显著的比较优势。伴随区域人口和经济活跃度的不断提升，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目有望保持长期持续增长。

B) 区域经济发展状况良好且消费力活跃，地处哈尔滨市重要经济增长极

哈尔滨市为黑龙江省会、副省级城市、我国东北地区重要城市，地区生产总值长期稳居黑龙江省首位，2025 年全年实现地区生产总值 6,188.5 亿元，是东北地区经济增长的核心引擎之一；2024 年末哈尔滨市全市户籍总人口 933.0 万人，人口数量位列东北首位，全国排名第 17 位，属特大城市，近年来城镇化率稳步提升，核心城区人口温和增长，人均可支配收入持续增长，为哈尔滨杉杉奥特莱斯项目提供良好的发展支撑。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目位于哈尔滨新区的核心区域——江北一体发展区。江北一体发展区是东北振兴与向北开放的重要增长极，2024 年经济总量在哈尔滨市位列第 4，

城镇居民家庭年人均可支配收入位列第 3。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目具体处于江北大学城片区，该片区人口密集，人口结构年轻，科研及教育资源集聚，具有良好的发展潜力和活跃的消费力。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目因此具备坚实的消费基础和可观的成长空间。

C) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目毗邻高速路入口且有地铁站直达主城区与景区，伴随未来交通规划提升客流覆盖范围有望持续扩大

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目毗邻绕城高速入口且距离地铁 2 号线终点江北大学城站仅 1.4 公里，距离规划中的地铁 5 号线师范大学路站约 1 公里，逾 10 条公交线路途径项目周边，线路覆盖哈尔滨市及周边大学城，项目通过自驾、地铁、公交等多种方式与哈尔滨市中心、火车站等高效连通。其中，哈尔滨地铁 2 号线途经冰雪大世界、太阳岛和中央大街等核心景区，以及博物馆、哈尔滨站、省政府等城市中心枢纽，游客和市民消费者可以通过地铁便捷抵达本项目。未来，哈尔滨市规划 2 号线向北延伸至利民开发区，与现有大学城站衔接，直通江南核心区，大幅缩短市区客群抵达时间；市域快线 9 号线（机场线）连接哈尔滨站与太平机场，11 号线延伸至阿城，机场、阿城及沿线客流可通过 2 号线换乘抵达；哈尔滨将推进“2 环 9 射 2 联”高速网，都市圈环线高速 2026 年全线贯通，串联呼兰、阿城等区域，方便周边区县自驾抵达，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目客流辐射范围有望进一步扩大。

D) 与此同时，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目凭借自身特色，已建立如下比较优势：

a) 黑龙江省销售额最高的奥特莱斯项目，区域竞争优势明显

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目是黑龙江省内销售额第一的奥莱项目，

2025年销售额约17亿元、2025年月销售额坪效约为2,232元/月/平方米，约为竞品项目的2倍，具备较强的领先优势。依托于哈尔滨市区域消费中心城市地位的不断提升和江北一体发展区的持续发展，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目具有稳固的发展基础。

b) 拥有当地首屈一指的品牌矩阵，建立核心竞争壁垒

杉杉商业作为国内奥莱行业的领军企业之一，在全国商业地产领域具有良好的知名度、丰富的奥莱行业管理经验及品牌资源。依托于此，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目汇聚了诸多优质品牌，并由此建立起核心的竞争壁垒，对追求品牌与折扣的消费者具有强大号召力。以2025年为例，入驻品牌中超过80家门店的销售额位列黑龙江省奥莱门店第一。凭借优异的运营口碑，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目对国内外品牌的吸引力不断增强，未来可进一步引进更多优质、有影响力的商户，持续优化品牌矩阵，助力项目吸引力持续提升。

c) 位于消费活跃的大学城区域，毗邻高速辐射周边城市客群

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目位于江北一体发展区的江北大学城，人口密集且结构年轻，科研及教育资源集聚，可提供稳定的消费客群和活跃的消费需求。同时，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目紧邻绥满高速与哈尔滨绕城高速，并通过利民大道与之快速衔接，可以充分覆盖和吸引周边城市客流，消费辐射范围广阔。

d) 盒子式设计适配哈尔滨当地气候，缓释客流季节波动性

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目为盒子式设计，充分适配哈尔滨冬季严寒（极端气温可达-30℃）、夏季多雨的气候特点，室内全年维持22-26℃的舒适温度，且地下停车场直通商场主体，实现“下车即逛店”的无缝衔接，可有效避免开放式街区奥莱冬季客流断崖式

下滑、顾客体验感偏差的问题。

e) 深厚的客户基础与消费黏性，助力项目长期稳定增长

近年来，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目会员消费贡献占比持续增长，至 2025 年增长至 75%，已稳固形成一批忠诚度高、消费力强的核心客群。截至报告期末，会员数量已接近 170 万的规模，会员结构不断优化，金卡、钻石卡会员占比逐步提升。丰富的会员数量有助于经营团队对消费者需求进行精准分析，从而实现进一步提升核心客群吸引力的正向循环。高比例的会员消费贡献及不断优化的会员结构显示出哈尔滨杉杉奥特莱斯项目具有强大的客户粘性且优势仍在持续积累，可为其长期稳定增长建立扎实的基础。

此外，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目亦存在如下潜在挑战：

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目位于哈尔滨新区，片区内商圈属于新兴商圈，尚在发展中，且区域内商业项目总体分布较为分散，未能形成商业集聚效应；所处片区产业密度、生活配套仍有提升空间，将对该项目的发展产生一定影响。

(2) 请管理人补充披露原始权益人拟投资建设同业竞争项目的预计建成时间、面向群体、位置地段、主要业态、运营主体等情况，以及对本项目运营稳定性的影响，评估设置风险缓释措施；根据《审核关注事项》第六十八条相关规定，对相关利益冲突缓释措施的合理性、充分性和可行性发表明确意见，并通过运营管理协议明确相关约束机制，防范同业竞争和利益冲突。

答复：

原始权益人杉杉商业拟投资建设的郑州杉杉奥特莱斯新馆

项目（以下简称“新馆项目”）与郑州杉杉奥特莱斯项目均为奥特莱斯业态且地理位置相邻，投入运营后将与不动产项目构成直接竞争关系，但二者细分业态存在错位及互补，且日常经营管理团队互相独立，预计同业竞争风险可控，不会对郑州杉杉奥特莱斯项目的稳定运营产生重大不利影响，同时本项目已设置合理措施缓释该等风险，具体如下：

1) 新馆项目基本情况

原始权益人杉杉商业通过其子公司郑州品杉奥特莱斯购物中心有限公司拟投资建设郑州杉杉奥特莱斯新馆项目，新馆项目相关信息如下：

项目名称	所属行业	所在区域	所处位置	资产状态	预期建成及运营开始时间	总建筑面积（平方米）	与郑州杉杉奥特莱斯距离
郑州杉杉奥特莱斯新馆项目	奥特莱斯	郑州市中牟县	中牟县仁德路南、和兴街东、仁信路北、和德街西	预计2026年一季度正式开工	预计2027年二季度建成并正式开业	55,046	相邻

2) 新馆项目与郑州杉杉奥特莱斯项目细分业态存在错位及互补

新馆项目在业态定位上侧重“数码科技”、“室外体验/功能社交”、“儿童业态”及“配套餐饮”，目标客群也更显年轻化，在细分业态上与郑州杉杉奥特莱斯项目存在错位经营，且有望通过补强当前郑州杉杉奥特莱斯项目因可租赁面积不够而欠缺的体验、餐饮等配套业态，实现互相引流的协同、互补效应。

3) 新馆项目与郑州杉杉奥特莱斯项目日常经营管理团队互相独立

新馆项目后续拟由郑州品杉奥特莱斯购物中心有限公司进行运营管理，而郑州杉杉奥特莱斯由郑州唯奥担任运营管理实施机构并负责日常经营事项，二者的日常运营机构及人员团队不同。

4) 本项目已采取合理措施对同业竞争风险进行缓释

原始权益人间接控股股东/原始权益人/运营管理机构已采取合理措施防范新馆与郑州杉杉奥特莱斯项目的同业竞争风险并出具承诺函、于运营管理服务协议中明确约定，具体如下：

原始权益人间接控股股东唯品会控股承诺督促运营管理机构、原始权益人/运营管理统筹机构杉杉商业承诺、运营管理实施机构郑州唯奥承诺，将采取包括但不限于如下措施降低同业竞争风险：

A) 尽最大合理努力，对新馆项目实施差异化经营策略，力争与郑州杉杉奥特莱斯项目实现错位经营，在业态设置及客群覆盖上，尽力避免与郑州杉杉奥特莱斯项目产生直接的同质化竞争；

B) 新馆项目拟招商品牌与郑州杉杉奥特莱斯项目的品牌重合率（重合品牌数量/郑州杉杉奥特莱斯项目任一时间品牌数量）应不高于 10%，如新馆项目拟招商品牌与郑州杉杉奥特莱斯项目商户品牌相同的，新馆项目拟招商品牌租赁单价或联营扣率应不低于郑州杉杉奥特莱斯项目相同品牌商户铺位。针对重合品牌，运营管理机构应秉承公平、平等和合理的原则处理业务机会，不得主动诱导郑州杉杉奥特莱斯项目商户终止租约、降低租金水准或联营费率并真实准确录入销售额；

C) 如在新馆项目的招商规划中涉及对郑州杉杉奥特莱斯项目与新馆项目之间的品牌迁移，应在保障郑州杉杉奥特莱斯项目的整体收益不降低的前提下进行；为避免歧义，“整体收益不降低”具

体指在执行过程中应取得基金管理人的前置审批并提交收益测算说明，收益测算说明包括针对郑州杉杉奥特莱斯项目新招商品牌与替换品牌的收益情况对比以及对项目未来整体/区域局部收益实现情况的测算说明；

D) 针对新馆项目，杉杉商业作为不动产基金的原始权益人，在该项目进入稳定运营期且具备由不动产基金购入的基本条件后将优先考虑纳入不动产基金未来新购入项目。

综上所述，原始权益人拟投资建设新馆项目，该项目与郑州杉杉奥特莱斯项目同业竞争风险可控且已设置合理可行的缓释措施，运营管理机构已出具对应承诺函并将相关内容于运营管理服务协议中明确约定，符合《审核关注事项》第六十八条相关规定。

(二) 关于不动产收入情况

1. 关于租约集中到期。根据申报材料，郑州项目现有合约**2026**年内到期的面积比例为**67.60%**，**2027**年及以前到期的面积比例为**84.86%**；哈尔滨项目现有合约**2026**年内到期的面积比例为**40.81%**，**2027**年及以前到期的面积比例为**61.60%**。

请管理人补充披露目前的招商及续租进展，根据《审核关注事项》第二十五条相关规定，结合本项目历史退租去化记录、同区域可比项目退租后去化时间、**2026**年本项目已到期及即将到期合约的最新去化情况、新签合同到期时间分布情况等，说明租约集中到期对未来现金流稳定性的影响，设置保障项目稳定运营的针对性措施，充分揭示风险。

答复：

(1) 目前两个项目招商以及续租的进展情况

对于到期续期的铺位，运营管理机构都在正常的续约或者招商换租。截至 2026 年 2 月末，郑州杉杉奥特莱斯项目 2026 年 1-2 月内到期的铺位面积占比 83.82%已完成续签或新商户换签，剩余铺位已基本确定换签商户。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目 2026 年 1-2 月内到期的所有铺位均已确认续签或新商户换签。两个项目续约情况良好、稳定。

(2) 两个项目去化时间波动的原因及与可比项目对比情况

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目去化时间分别为 8.62 天、3.57 天和 2.18 天。其中 2023 年去化时间较长，主要原因是当年需要重新装修的铺位较多。

报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目去化时间分别为 1.00 天、6.15 天和 11.50 天。2024 年及 2025 年去化时间变长，主要原因是当期需要调改的门店数量增多，其中 2024 年和 2025 年分别涉及调改的去化时间超过 1 天的商铺有 3 家和 8 家，其中餐饮类商铺变多，故装修期增加。

2022 年度、2023 年度及 2024 年度，可比项目西安砂之船奥特莱斯项目到期租约加权平均去化时间分别为 3.77 天、1.44 天及 1.63 天；宁波杉井奥特莱斯项目去化时间分别为 4.81 天、2.58 天及 1.00 天。报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的店铺去化时间为正常波动，主要由需要装修调改铺位数量波动导致，总体处于市场正常水平。

(3) 截至 2026 年 2 月末两个项目的合约到期分布情况

1) 到期合同的续签、换签情况

郑州杉杉奥特莱斯项目：截至 2026 年 2 月末，2026 年 1-2 月内到期的铺位面积占比 83.82%已完成续签或新商户换签，剩余面积已基本确定换签商户，项目续约情况良好、稳定。

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目：截至 2026 年 2 月末，2026 年 1-2 月内到期的所有铺位均已确认续签或新商户换签，项目续约情况良好、稳定。

2) 合约到期时间分布情况

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目每年末对应的下一年合同到期店铺面积占已签约面积的百分比分别为 73.56%、67.94%和 67.60%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目每年末对应的下一年合同到期店铺面积占已签约面积的百分比分别为 45.61%、44.07%和 40.81%。

截至 2026 年 2 月末，两个项目在 2026 年内到期面积占已签约面积的百分比与报告期内水平维持在稳定的水平，不存在重大差异。而两个项目合同租期相对较短的主要原因是项目公司为了方便自身对品牌及商户灵活汰换。虽然两个项目合同期限相对较短，但是加权平均出租率各期均超过 99%，始终保持高位，铺位难去化的风险较低。故项目的合约到期分布情况相对合理，与项目的经营策略及同行业项目的合约到期分布情况基本一致。

表：郑州杉杉奥特莱斯项目截至 2026 年 2 月末合约到期分布情况

期间	占已签约面积的百分比
2026 年	66.61%
2027 年	18.08%
2028 年	7.89%
2029 年及以后	7.42%

期间	占已签约面积的百分比
合计	100.00%

表：哈尔滨杉杉奥特莱斯项目截至 2026 年 2 月末合约到期分布情况

期间	占已签约面积的百分比
2026 年	39.42%
2027 年	21.93%
2028 年	7.65%
2029 年及以后	31.00%
合计	100.00%

（4）集中换租的影响分析及相关缓释措施

预计项目公司出现大面积退租可能性较小，对未来现金流稳定性不会产生重大影响。两个项目商户结构相对稳定，报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目加权平均出租率分别为 99.44%、99.27%及 99.52%，截至 2025 年末时点出租率已达 99.92%，2025 年加权平均续签率为 89.50%；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目加权平均出租率分别为 99.56%、99.61%及 99.89%，截至 25 年 12 月末时点出租率已达 100.00%，2025 年加权平均续签率为 81.58%。前十大承租方均为知名商户，该等商户经营情况良好、稳定性高且与项目公司保持了较长时间的合作关系或已签订了长期合同。

为应对集中换租风险，郑州杉杉奥特莱斯项目及哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的缓释措施如下：

根据经营策略适时提前启动合约洽谈工作：对于到期续期的铺位，运营管理机构将会提前 3-6 个月向商户发出续约意向征询的书面通知，并启动相关条约洽谈，续期合约会通常于现有合约到期前 1

至 3 个月订立。对于考虑品牌汰换的铺位，运营管理机构将根据招商计划提前启动与新商户的条约洽谈，以品牌知名度、商务条件等几个重要因素确定最终签约品牌，新合约通常会于现有合约到期前 1 至 3 个月订立。

运营管理机构长期维护品牌关系：借助运营管理机构成熟的招商体系，引入知名品牌，做好战略合作品牌资源的关系维护，在聚合品牌资源的同时提高商户长期的稳定性及忠诚度，充分发挥品牌商户客流压舱石的作用。基金管理人及运营管理机构的招商团队通过定期举办例会、制订年度招商调整方案、紧密追踪市场变化等方式，及时了解商户运营情况，对品牌进行深度调整，积极引入口碑、业绩较好和影响力较大的新品牌，为项目贡献源源不断的生命力。

(5) 就租约集中到期的风险，本基金已进行充分的风险揭示

在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素——二、风险因素——（一）商业不动产基金的特有风险——2、项目投资和运营的相关风险——（2）商业不动产项目运营风险——1）运营收入的相关风险”已进行风险揭示如下：

“合同集中到期与招商的风险：截至 2025 年 12 月 31 日，郑州杉杉奥特莱斯项目将在 2026 年末前到期的合同面积占已出租面积的比例为 67.60%，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目将在 2026 年末前到期的合同面积占已出租面积的比例为 40.81%。上述合同到期后若未能及时找到可替代商户，商业不动产资产可能产生空置面积和一定空置期，项目空置率提高将对基金收益产生不利影响。未来替换商户或存续商户续签的保底销售额、合同扣率水平可能低于原有水平，进一步对基金收益造成不利影响。”

综上所述，考虑续租及招商去化工作推进情况良好，项目历史出租率较高、续约情况良好稳定，且已建立常态化缓释机制，预计出现大面积集中退租的可能性较小，不会对项目未来现金流稳定性构成重大不利影响。

2. 关于关联交易。根据申报材料，报告期内本项目的关联租户 2 个，其中郑州项目主要关联交易收入占营业收入比例分别为 4.12%、5.86%和 7.19%，哈尔滨项目主要关联交易收入占营业收入比例分别为 9.23%、7.87%和 6.58%；哈尔滨项目存在关联担保情况。

请管理人根据《审核关注事项》第四十条相关规定，补充披露关联交易定价依据是否充分、价格是否公允、与市场交易价格或者独立第三方价格是否存在较大差异、是否影响不动产项目的市场化运营等，说明不动产基金存续期间关联交易的必要性和潜在风险，充分揭示风险，并设置风险缓释措施；补充说明关联担保是否构成转让限制，并充分揭示风险。

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目报告期内关联交易情况

1) 自关联方取得的运营收入

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目公司的关联收入主要来自于杉杉商业子公司宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司及宁波杉宇品牌管理有限公司，相关交易系为向消费者提供更为丰富的产品品类、更好满足消费者需求，对于未在奥特莱斯直接入驻的品牌，杉杉商业下属子公司与上游品牌方直接采购，并在郑州杉杉奥特莱斯进行入驻销售，因此相关交易具有必要性。从收入构成来看，从上述关联商户取得的关联交易收入以联营模式收入、物业管理收入及商业运

营业收入为主。

①联营模式收入

对于联营模式收入，报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目公司对关联方宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司及宁波杉宇品牌管理有限公司下属联营门店的扣点率与对其他同类型第三方联营商户的扣点率基本处于同一水平，具体情况如下表所示，报告期内运动户外及服装服饰类主要商户扣点率均在 11.00%-19.00%不等，国际名品类主要商户扣点率均在 6.00%-9.00%不等。

表：报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目公司联营商户扣点率情况

商户名称	是否为关联方	品牌名称	扣点率
运动户外类			
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 A	19.00%
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 B	16.00%-16.50%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 C	15.00%
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 D	11.00%
商户 1	否	品牌 1	18.00%
商户 2	否	品牌 2	16.00%
商户 3	否	品牌 3	15.00%
商户 4	否	品牌 4	11.00%
服装服饰类			
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 E	16.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 F	15.00%
商户 5	否	品牌 5	16.00%
商户 6	否	品牌 6	15.00%
国际名品类			
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 G	9.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 H	8.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 I	6.00%
商户 7	否	品牌 7	9.00%
商户 8	否	品牌 8	8.00%

商户名称	是否为关联方	品牌名称	扣点率
商户 9	否	品牌 9	7.00%

②物业管理收入

对于物业管理收入，报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目公司对关联方宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司及宁波杉宇品牌管理有限公司下属联营门店的物业管理费定价与对其他同类型第三方联营商户基本处于同一水平，具体情况如下表所示，报告期内位于一期项目主要商户物业管理费单价均在 1.2-2.0 元/天/平米不等，位于二期项目主要商户物业管理费单价均在 1.8-2.8 元/天/平米不等，位于三期项目主要商户物业管理费单价均在 1.8-2.0 元/天/平米不等。

表：报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目公司联营商户物业管理费定价情况

商户名称	是否为关联方	品牌名称	单价
一期项目			
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 A	1.2-2.0 元/天/平米
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 B	1.2-1.8 元/天/平米
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 C	1.8 元/天/平米
商户 1	否	品牌 1	1.2-2.0 元/天/平米
商户 2	否	品牌 2	1.9 元/天/平米
二期项目			
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 D	2.8 元/天/平米
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 E	2.5 元/天/平米
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 F	1.8 元/天/平米
商户 3	否	品牌 3	2.6 元/天/平米
商户 4	否	品牌 4	2.5 元/天/平米
商户 5	否	品牌 5	1.8 元/天/平米
三期项目			
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 G	1.8-2.0 元/天/平米
商户 6	否	品牌 6	1.8-2.0 元/天/平米

③商业运营收入

商业运营收入主要包括刷卡手续费，报告期内郑州杉杉奥特莱斯项目公司对关联方下属联营门店的刷卡手续费定价与对其他同类型第三方联营商户基本处于同一水平，报告期内运动户外、服装服饰及国际名品类主要商户刷卡手续费率均按照储值卡 1.0-2.5%、国外银行卡 3.0-3.5%、支付宝 0.6-1.2%、微信 0.6-1.2%、国内银行卡 0.6-1.2%、微商城 0.6-1.2%进行定价。

因此，综合来看，郑州杉杉奥特莱斯项目公司对关联方杉杉跨境及宁波杉宇下属联营门店的扣点率、物业管理费定价、刷卡手续费与对其他同类型第三方联营商户基本处于同一水平，相关关联交易定价合规、公允、透明。当前已签订的关联交易合同在发行 REITs 后将持续履行，同时未来到期续签及新签合同也将维持与当前一致的市场定价原则，关联交易定价方式具有可持续性。

2) 郑州杉杉奥特莱斯项目公司提供资金拆借的利息收入

2023 年至 2025 年，郑州杉杉奥特莱斯项目公司曾分别向关联方杉杉商业提供资金拆借 35,000.00 万元、32,500.00 万元及 56,000.00 万元。郑州杉杉奥特莱斯项目公司为杉杉商业全资子公司，故上述资金拆借利率均为 0%，利息收入均为 0。截至 2025 年 12 月 31 日，郑州杉杉奥特莱斯项目公司与关联方之间的上述资金拆借款已经全部清理完毕。

3) 向关联方支付的成本费用

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目公司向关联方支付的成本费用主要包括向杉杉商业采购运营管理服务支付的费用、向杉杉绿城

物业采购物业管理服务支付的费用以及向宁波品杉电子商务有限公司采购技术服务及宣传推广服务支付的费用。

其中，报告期内运营管理服务费用为杉杉商业向下属奥特莱斯项目统一定价收取，按照收入和利润的一定比例向杉杉商业支付运营管理费用。

2024年起，郑州杉杉奥特莱斯项目公司物业管理服务方更换为杉杉绿城物业，物业管理服务仍采用包干模式，由杉杉绿城物业负责保洁、维修、维护等服务，包干金额维持此前的物业管理服务费水平，定价具有公允性。

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目公司向关联方宁波品杉电子商务有限公司采购技术服务及宣传推广服务，其中主要为技术服务费，按照线上交易额的 2%收取，宣传推广费用根据具体服务内容确定，为杉杉商业集团内部统一定价标准。

4) 转让外摆经营点位并提供商业管理区域收取的收入

郑州杉杉奥特莱斯项目公司与郑州品杉商业管理有限公司于 2026 年 1 月签署《外摆经营点位权利义务转让协议》，约定郑州杉杉奥特莱斯项目公司将 44 处外摆经营点位的资产和相关权利义务转让予郑州品杉商业运营公司，转让对价为 72.16 万元人民币，为根据本项目经营及发行安排实施的资产重组，本次转让对价根据外摆经营点位账面资产净值确定。转让完成后，全部外摆经营点位对应的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险均由郑州品杉商业管理有限公司享有及承担；郑州杉杉奥特莱斯项目公司不再享有和承担外摆经营点位的任何专属资产、经营和收益权利、经营义务、以及经营责任及风险。转让完成后，郑州杉杉奥特莱斯项

目公司将继续为外摆经营点位商户提供水、电、燃气等公用资源并收取对应费用，并按照同等定价向公用事业提供部门进行结算（即水电能源转售）。根据双方签署的《外摆经营点位权利义务转让协议》，郑州杉杉奥特莱斯项目公司为郑州品杉商业管理有限公司招商的外摆经营点位商户提供水、电、燃气等公用资源的使用费按商户实际用量及政府标准定价进行结算。

综上，郑州杉杉奥特莱斯项目公司在资产、业务、财务、人员和机构方面均保持相对独立，涉及关联方之间的交易，均按内部关联交易制度履行相关决策程序、签订合同并按公允价格进行交易。相关关联交易均基于目标不动产资产正常经营活动需要而开展，具有合理性与必要性。

（2）哈尔滨杉杉奥特莱斯项目报告期内关联交易情况

1）自关联方取得的运营收入

报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司的关联收入主要来自于杉杉商业子公司宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司及宁波杉宇品牌管理有限公司，相关交易系为向消费者提供更为丰富的产品品类、更好满足消费者需求，对于未在奥特莱斯直接入驻的品牌，杉杉商业下属子公司与上游品牌方直接采购，并在哈尔滨杉杉奥特莱斯进行入驻销售，因此相关交易具有必要性。从收入构成来看，从上述关联商户取得的关联交易收入以联营模式收入、物业管理收入及商业运营收入为主。

①联营模式收入

对于联营模式收入，报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司对关联方宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司及宁波杉宇品牌管理有限公

司下属联营门店的扣点率与对其他同类型第三方联营商户的扣点率基本处于同一水平，具体情况如下表所示，报告期内运动户外及服装服饰类主要商户扣点率均在 12.00%-19.00%不等，国际名品类主要商户扣点率均在 6.00%-13.00%不等。

表：报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司联营商户扣点率情况

商户名称	是否为关联方	品牌名称	扣点率
运动户外类			
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 A	19.00%
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 B	16.00%-16.50%
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 C	13.00%-14.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 D	12.00%
商户 1	否	品牌 1	16.00%-17.00%
商户 2	否	品牌 2	13.00%-15.00%
商户 3	否	品牌 3	12.00%
服装服饰类			
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 E	16.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 F	15.00%
商户 4	否	品牌 4	15.00%-16.00%
国际名品类			
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 G	13.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 H	9.00%
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 I	6.00%
商户 5	否	品牌 5	13.00%-13.50%
商户 6	否	品牌 6	6.00%-9.50%

②物业管理收入

对于物业管理收入，报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司对关联方宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司及宁波杉宇品牌管理有限公司下属联营门店的物业管理费定价与对其他同类型第三方联营商户基本处于同一水平，具体情况如下表所示，报告期内位于一期项目

主要商户物业管理费单价均在 2.0-2.4 元/天/平米不等。

表：报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司联营商户物业管理费定价情况

商户名称	是否为关联方	品牌名称	单价
一期项目			
宁波杉宇品牌管理有限公司	是	品牌 A	2.0-2.4 元/天/平米
宁波杉杉奥莱跨境贸易有限公司	是	品牌 B	2.1-2.4 元/天/平米
商户 1	否	品牌 1	2.0-2.4 元/天/平米
商户 2	否	品牌 2	2.4 元/天/平米

③商业运营收入

商业运营收入主要包括刷卡手续费，报告期内哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司对关联方下属联营门店的刷卡手续费定价与对其他同类型第三方联营商户基本处于同一水平，报告期内运动户外、服装服饰及国际名品类主要商户刷卡手续费率均按照储值卡 1.0-2.0%、国外银行卡 3.0-3.5%、支付宝 0.78-1.0%、微信 0.78-1.0%、市民卡 1.0%、国内银行卡 0.78-1.0%、微商城 1.0%进行定价。

因此，综合来看，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司对关联方杉杉跨境及宁波杉宇下属联营门店的扣点率、物业管理费定价、刷卡手续费与对其他同类型第三方联营商户基本处于同一水平，相关关联交易定价合规、公允、透明。当前已签订的关联交易合同在发行 REITs 后将持续履行，同时未来到期续签及新签合同也将维持与当前一致的市场定价原则，关联交易定价方式具有可持续性。

2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司提供资金拆借的利息收入

2023 年至 2025 年，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司曾分别向关联方杉杉商业提供资金拆借 12,000.00 万元、14,000.00 万元及 26,000.00

万元。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司为杉杉商业全资子公司，故上述资金拆借利率均为 0%，利息收入均为 0。截至 2025 年 12 月 31 日，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司与关联方之间的上述资金拆借款已经全部清理完毕。

3) 向关联方支付的成本费用

报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司向关联方支付的成本费用主要包括向杉杉商业采购运营管理服务支付的费用、向杉杉绿城物业采购物业管理服务支付的费用以及向宁波品杉电子商务有限公司采购技术服务及宣传推广服务支付的费用。

其中，报告期内运营管理服务费用为杉杉商业向下属奥特莱斯项目统一定价收取，按照收入和利润的一定比例向杉杉商业支付运营管理费用。

2024 年起，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司物业管理服务方更换为杉杉绿城物业，物业管理服务仍采用包干模式，由杉杉绿城物业负责保洁、维修、维护等服务，包干金额维持此前的物业管理服务费水平，定价具有公允性。

报告期内，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司向关联方宁波品杉电子商务有限公司采购技术服务及宣传推广服务，其中主要为技术服务费，按照线上交易额的 2%收取，宣传推广费用根据具体服务内容确定，为杉杉商业集团内部统一定价标准。

4) 转让外摆经营点位并提供商业管理区域收取的收入

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司与哈尔滨品杉商业管理有限公司于 2026 年 1 月签署《外摆经营点位权利义务转让协议》，约定哈尔

滨杉杉奥特莱斯项目公司将 6 处外摆经营点位的资产和相关权利义务转让予哈尔滨品杉商业运营公司；由于外摆经营点位规模较小，搭建成本较低，且建成较早，其搭建成本已全部折旧，故该等转让无转让对价。转让完成后，全部外摆经营点位对应的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险均由哈尔滨品杉商业管理有限公司享有及承担；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司不再享有和承担外摆经营点位的任何专属资产、经营和收益权利、经营义务、以及经营责任及风险。转让完成后，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司将继续为外摆经营点位商户提供水、电、燃气等公用资源并收取对应费用，并按照同等定价向公用事业提供部门进行结算（即水电能源转售）。根据双方签署的《外摆经营点位权利义务转让协议》，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司为哈尔滨商业管理有限公司招商的外摆经营点位商户提供水、电、燃气等公用资源的使用费按商户实际用量及政府标准定价进行结算。

综上，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司在资产、业务、财务、人员和机构方面均保持相对独立，涉及关联方之间的交易，均按内部关联交易制度履行相关决策程序、签订合同并按公允价格进行交易。相关关联交易均基于目标不动产资产正常经营活动需要而开展，具有合理性与必要性。

（3）哈尔滨杉杉奥特莱斯项目关联担保情况

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的关联担保系原始权益人以哈尔滨杉杉为被担保人、为哈尔滨杉杉开具的特定银行保函提供的连带责任保证，该项以哈尔滨杉杉为被担保人的关联担保不构成转让限制。

1) 关联担保形成的原因

在联营模式下，项目公司统一向消费者收取购物款项，并定期向商户支付扣除联营扣率对应款项后剩余的货款，基于此，项目公司对商户承担定期支付义务。为担保哈尔滨杉杉与某特定商户签署的联营协议、联营商户付款协议及合作经营协议等商户协议项下的定期支付义务，中国银行股份有限公司宁波市分行（简称“**中国银行宁波分行**”）向该特定商户出具了《见索即付付款保函》（简称“**《保函》**”，以哈尔滨杉杉作为被担保人、特定商户作为受益人）。

2025年8月1日，杉杉商业向中国银行宁波分行作出《杉杉商业集团有限公司董事会同意为哈尔滨杉杉奥特莱斯购物广场有限公司开立保函的决议书》（简称“**《决议书》**”），《决议书》载明杉杉商业董事会决议同意为哈尔滨杉杉向中国银行宁波分行申请开立的金额最高不超过人民币500万元的保函提供连带责任保证。因此，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的关联担保系原始权益人以哈尔滨杉杉为被担保人、为中国银行宁波分行提供的连带责任保证。

2) 关联担保不构成转让限制

根据《保函》和《决议书》，中国银行宁波分行作为《保函》开具行未限制哈尔滨杉杉股权或哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的转让；杉杉商业作为担保人，亦未限制哈尔滨杉杉股权或哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的转让。

因此，在上述关联担保关系中，哈尔滨杉杉系被担保人，其接受杉杉商业担保的情况不构成转让限制。

(4) 基金管理人已制定完备的关联交易决策机制，能够有效缓释风险

在本项目招募说明书“第五部分 不动产基金”之“三、关联交易与利益冲突”之“(三)基金存续期关联交易的决策与披露”中，已披露关联交易决策机制如下：

“关联交易开展应当符合本基金的投资目标和投资策略，遵循基金份额持有人利益优先原则，按照市场公平合理价格执行。为防范关联交易中的潜在利益冲突，有效管理关联交易风险，关联交易应根据基金管理人的章程、关联交易管理制度履行不动产基金投资决策委员会审议等内部审批程序。

基金管理人运用基金财产买卖基金管理人、基金托管人及其控股股东、实际控制人或者与其有重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券，或者从事其他重大关联交易的，应提交基金管理人董事会（包括2/3以上独立董事）审议并取得基金托管人同意。基金管理人董事会应至少每半年对关联交易事项进行审查。

除本基金以首次发售募集资金收购不动产项目外，对于本基金成立后发生的金额（连续12个月内累计发生金额）超过基金净资产5%的关联交易，还需依据《基金指引》及基金合同的约定，提交基金份额持有人大会审议。

必要时，基金管理人可就关联交易的公允性等征求会计师等中介机构的独立意见。”

(5) 管理人已在申报材料中充分揭示关联交易相关风险

在本项目招募说明书“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“(一)商业不动产基金的特有风险”已进行风险揭示如下：

“ (6) 关联交易风险

本基金或者其控制的特殊目的载体与关联方之间发生的转移资源或者义务的事项构成本基金的关联交易。除基金管理人运用基金财产买卖基金管理人、基金托管人及其控股股东、实际控制人或者与其有重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券等事项外，关联交易还包括但不限于购买资产支持证券、借入款项、聘请运营管理机构、关联商户的持续合作经营、采购关联方物业及技术服务、出售项目公司股权、商业不动产项目购入与出售及商业不动产项目运营及管理阶段存在的购买、销售等行为，存在关联交易风险。

报告期内，郑州杉杉奥特莱斯项目公司自关联方取得的收入占营业收入的比重分别为 4.12%、5.86%及 7.19%。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目公司自关联方取得的收入占营业收入的比重分别为 9.23%、7.87%及 6.58%。未来如出现关联方定价不合理、不公允的情况，将对基金投资人带来收益损失风险。”

3. 关于收入占比。根据申报材料，哈尔滨项目前十大商户中 **E1、F1 租赁面积占比为 19.06%、7.77%**，对应收入占比不超过 3%；联营与租金模式的面积占比与收入占比存在差异。请管理人补充说明面积占比和收入占比存在上述差异的原因及合理性。

答复：

E1 租户属于超市类，F1 租户属于影院类，因业态功能需求，相关租户的单店建筑面积显著高于其他零售类商铺，故在已签约面积中占比较高，截至 2025 年末，E1 已签约面积占比 19.06%；F1 已签约面积占比 7.77%。

同时，超市以低毛利的日用消费品为主，影院收入受制于票房分账及场次容量，因此 E1 及 F1 的租金贡献能力低于核心零售业态，导致收入占比与面积占比存在差异，报告期内，E1 收入占比分别为 2.22%、1.97%、1.64%，F1 收入占比分别为 1.94%、1.81%、1.60%。

从项目整体经营角度，超市与影院主要承担引流与功能配套作用。远郊奥莱业态中商铺属性以服装服饰、运动户外和国际名品等零售类为主，消费者前来的主要目的为选购折扣商品，而影院通过提供娱乐设施提升整体消费体验，超市业态通过销售配套商品拓宽消费场景，均有助于为核心零售业态吸引并输送客流，间接提升整体销售额及租金收益。

综上所述，E1 及 F1 已签约面积占比及收入占比之间的差异具有合理性，引入相关类型的租户有助于哈尔滨杉杉奥特莱斯项目增强引流能力、巩固消费群体。

四、资产评估与估值合理性

评估机构基于审慎性原则，对郑州杉杉奥莱项目资产估值模型中的联营营业额增速、租赁模式租金收缴率、折现率等关键假设进行了调整。参数调整后，不动产项目估值由首次申报的46.34亿调整为43.09亿，调整幅度为7.01%。

主要调整参数如下：

表：不动产项目估值调整对比-郑州杉杉奥莱项目

参数调整情况	申报稿	反馈稿	调整情况
联营销售额增速	预测期前三年分别为5%、4%、4%，预测期后续年份为每年3%	每年2.5%	联营销售额增速假设调降
联营扣率	预测期前三年分别为15.4%、15.7%、15.7%，自第4年起16%	预测期内均为15.4%	联营扣率假设调降
固定租金增速	每年3%	每年2.5%	固定租金增速调降
出租率	98%	95%	出租率假设调降
租赁模式租金收缴率	100%	99%	收缴率假设调降
折现率	7.50%	7.25%	折现率假设调降
估值金额（亿元）	46.34	43.09	调降7.01%

评估机构基于审慎性原则，对哈尔滨杉杉奥莱项目资产估值模型中的联营营业额增速、租赁模式租金收缴率、折现率、资本性支出等关键假设进行了调整。参数调整后，不动产项目估值由首次申报的28.36亿调整为26.90亿，调整幅度为5.15%。

主要调整参数如下：

表：不动产项目估值调整对比-哈尔滨杉杉奥莱项目

参数调整情况	申报稿	反馈稿	调整情况
联营销售额增速	预测期前两年分别为4%、3.5%，预测期后续年份为每年3%	每年2.5%	联营销售额增速假设调降
租赁模式租金收缴率	100%	99%	收缴率假设调降
折现率	7.75%	7.50%	折现率假设调降
专门店固定租金增速	每年3.00%至3.50%	每年2.5%	专门店固定租金增速调降
出租率	99%	95%	出租率假设调降
资本性支出	不含税运营收入的1.60%	不含税运营收入的2.80%	资本性支出调增
估值金额（亿元）	28.36	26.90	调降5.15%

（一）关于收入参数取值合理性

1. 关于增长率。根据申报材料，本项目预测期内联营收入部分增长率 3%-5%不等、联营扣率增长至 15.7%和 13.00% 后保持稳定，租金收入部分增长率 0-3.5%不等，物业管理收入每五年增长 10.00%。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条相关规定，并结合前述“关于运营模式”“关于项目竞争力”“关于租约集中到期”的问题回复，详细说明预测期各类收入增长率取值依据，并对取值合理性发表明确意见。

答复：

（1）郑州杉杉奥特莱斯项目

1) 关于预测期内联营销售额增长率预测的合理性

郑州杉杉奥莱项目所在区域为当地经济重点发展区域，具备客流进一步提升基础，且经过多年培育，已成为当地乃至一定城市圈内奥莱行业成熟标杆项目，占据当地奥莱市场高份额，形成了对品牌较强的吸引力。此外，参照奥莱行业的发展趋势，项目处于运营成熟期，且参考历史数据，项目仍具备稳步增长的基础。从本项目的历史实际经营情况看，项目 2023 年-2025 年联营销售额复合增长率达 8.45%，2026 年 1-2 月联营销售额较 2025 年同期增长 39%。

本次反馈答复，评估机构将联营销售额增速从首年增长 5.00%、第 2-3 年每年增长 4.00%、后续每年增长 3.00%，审慎调整为预测期内每年增长 2.5%，联营销售额增长率假设合理审慎。

具体分析如下：

①预测期内联营销售额增长率设定符合奥特莱斯行业发展规律

从行业经营数据看，一般奥特莱斯项目会经历培育期、成长期、成熟期三个阶段。参考全国多家奥特莱斯的销售额增长趋势，在开业后 2 至 5 年，销售额增长较高，平均增长率在 20%-50%之间。开业 5 年后，增长逐步放缓，第 6 年至第 10 年的平均增长率将在 5%-20%之间。开业 10 年后，增长率基本稳定在 2%-5%之间。

表：国内主要奥特莱斯项目开业后各年销售额增长率

开业年份	第 1 年	第 2-5 年	第 6-10 年	10 年以后
运营周期	开业期	培育期	成长期	成熟期
增长率	-	20%-50%	5%-20%	2%-5%

从本项目所处的运营周期看，本项目各期具体开业时间如下表所示：

表：本项目各期建筑面积及投入运营时间

期数	建筑面积（平方米）	建筑面积占比	建成时间	建成年份
1期	67,122.79	69.49%	2016年9月	约9.31年
2期	27,565.50	28.54%	2021年7月	约4.48年
3期	1,900.32	1.97%	2024年8月	约1.36年

因此，截至评估基准日 2025 年 12 月 31 日，按建筑面积计算项目加权运营年限约为 7.77 年¹²，参考奥特莱斯行业的一般性运营周期规律，则在评估预测期前 3 年（2026 年-2028 年），本项目仍处于运营成长期，2029 年及之后步入运营成熟期。

本次评估预测期内联营销售额增速设定为 2.5%，这一数值处于

¹² 加权平均投入运营年限=各期投入运营年限x各期建筑面积/总建筑面积。

前述成长期、成熟期分阶段的奥特莱斯项目一般性销售额增速的中下区间内，参数选取合理审慎。

②项目运营状况良好，预测期增长率设定低于历史增速

本项目自2016年起，历经2021年、2024年分期有序开业运营，本项目在专业运营管理团队的运营下，历史增速处于行业内相对较高水平，整体运营状况稳健。2023年至2025年度本项目联营销售额增长率如下表所示：

表：本项目2023年-2025年联营销售额增长率

年份	2023年-2025年 复合增长率	2025年度 同比增速	2024年度 同比增速
增速	8.45%	11.70%	5.28%

2026年1-2月联营销售额较2025年同期增长39%，本次评估预测期内联营销售额增速设定为2.50%，显著低于历史增速，已充分考虑未来市场波动、竞争加剧及经营不确定性等风险，参数选取合理审慎。

③预测期内联营销售额增长率符合郑州市宏观经济增长情况

项目所在郑州市文旅、汽车制造业、金融等优势行业持续发挥着重要支撑作用，不动产和重点行业投资增势良好，预计未来郑州市三大产业将继续保持稳定增长的趋势。郑州市历史十年（2015年-2024年）各项重要经济指标复合增长率如下表所示：

表：郑州市重要经济指标历史十年复合增长情况

经济指标	复合增长率
地区生产总值	7.93%
社会消费品零售总额	6.66%

经济指标	复合增长率
城镇常住居民可支配收入	5.53%
城镇常住居民消费性支出	5.00%

在中部省会六城的经济发​​展格局中，郑州市展现出卓越的实力与稳健的态势。其 GDP 水平持续处于中部省会六城前三之列，且成功跻身国内“万亿俱乐部”城市阵营，经济体量可观，已经发展成为区域经济发展的重要增长极。与此同时，郑州市在全省的经济贡献程度高，GDP 占全省的比重稳中有升（从 2018 年的 21.1% 稳步增长至 2024 年的 22.9%），对河南省整体经济的拉动作用持续增强，展现出强劲的发展动力。本次评估预测期内联营销售额增速设定为 2.5%，处于郑州市历史十年重要经济指标复合增长率区间下限，参数选取合理审慎。

④华中地区奥莱渗透率尚有较大提升空间

通过对中国商联奥特莱斯分会统计的 205 家品质化奥特莱斯进行深入分析，我们发现奥特莱斯行业在不同区域的市场发展呈现出显著的分化特征。从区域分布来看，华东地区奥莱市场最为发达，市场份额高达 43%，而华中市场份额目前仅 11%，在国家“中西部产业大转移”战略下有望进一步发挥区位与人口红利优势，激活区域消费市场，迎来重大发展机遇。

⑤对比已上市同类型项目，参数选取合理审慎

本项目与已发行同类型项目联营营业额增速参数设置情况相比，取值合理，具体对比情况如下表所示：

表：已上市同类型项目联营营业额增速设置情况

项目名称		项目类型	运营年份	报告期内复合增速 ¹³	报告期最近一年同比增速 ¹⁴	预测期内增速设置
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	约 5 年	9.94%	25.90%	每年 3%
	济南首创奥莱	奥特莱斯	约 4 年	10.11%	37.49%	每年 3%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	约 10 年	9.64%	0.34%	首年 2%，后续每年 3%
本项目	郑州杉杉奥莱	奥特莱斯	约 8 年	8.45%	11.70%	每年 2.5%

由上表可知，本项目预测期联营营业额增速的取值，落在已发行项目同类项目增速的合理区间之内，参数选取具有合理性

综合奥莱行业发展规律、项目本身运营情况、所在郑州市宏观经济增长情况及所在华中区行业渗透情况、对比已发行同类项目参数选取情况来看，本项目对预测期内联营销售额增速的预测合理审慎。

2) 关于预测期内联营扣率预测的合理性

评估机构进行参数设定工作时，充分考虑了项目运营实际情况，以项目 2025 年实际联营扣率水平作为关键参考依据，并综合考虑了历史扣率提升情况。预测期首年联营扣率设置为 15.40%、预测期第 2-3 年联营扣率设置为 15.70%，自第 4 年起为 16%。本次反馈答复，考虑到未来可能存在的潜在竞争影响，从审慎角度出发，评估机构将预测期内联营扣率调整为 15.40%，与 2025 年维持同一水平，联营

¹³ 武汉首创：2021年-2023年复合增速；济南首创：2021年-2023年复合增速；宁波杉井：2022年-2024年复合增速。

¹⁴ 武汉首创：2023年同比2022年增速；济南首创：2023年同比2022年增速；宁波杉井：2024年同比2023年增速。

扣率假设合理。

①预测与实际扣率相符

表：2017年度-2025年度项目实际联营扣率

年份	2025年 度	2024年 度	2023年 度	2022年 度	2021年 度	2020年 度	2019年 度	2018年 度	2017 年度
联营扣率	15.37%	14.66%	14.75%	15.83%	12.39%	11.57%	10.25%	8.98%	8.81%

郑州杉杉奥莱项目分三期完成建设，一期于2016年竣工并于同年正式运营，二期于2021年竣工并于同年正式运营，三期于2024年竣工并于同年正式运营，2017年为其第一个完整运营年度。2022年度受特殊公共卫生事件影响，奥莱业态的销售额都有所波动，但本项目依托良好的联营保底机制，联营净收入波动较小，致使联营扣率（联营净收入/实际销售额）偏高。除此之外，项目整体规模效应逐步释放，品牌结构持续优化，运营效益稳步提升，历史联营扣率整体呈稳步上升趋势。

表：联营扣率增幅情况

阶段	全运营周期
对应年份	2017年-2025年
年均增幅	约82bp

评估机构审慎考虑，假设2026年的联营扣率与2025年保持一致，且预测期后续年份联营扣率不做增长，取值审慎合理。

②本项目同一品牌的联营扣率设置低于杉杉体系内其他较成熟项目

对比前十大商户同一品牌在宁波杉井奥莱项目的扣率设置情况，除个别品牌外，本目前十大商户联营扣率普遍较宁波杉井奥莱项

目低 0.5%-2%。本项目一期于 2016 年开业，宁波杉井奥莱项目一期开业于 2011 年，较本项目更早步入成熟期。可见，对比杉杉体系内其他较成熟项目，本项目联营扣率仍有一定上涨空间。

表：郑州杉杉奥莱项目前十大商户联营扣率与宁波杉井奥莱同品牌联营扣率差异

序号	业态	郑州杉杉奥莱 与宁波杉井奥莱 联营扣率差异
01	运动户外	高 0.5%
02	服装服饰	高 0.5%
03	运动户外	低 2%-4%
04	运动户外	低 1.5%
05	运动户外	低 2%
06	运动户外	低 1.5%
07	运动户外	高 0.5%
08	运动户外	低 1%
09	运动户外	一致
10	运动户外	低 0.5%

③优质运营管理团队可有效保障联营扣率稳定性

优质运营管理团队是联营业务中保障扣率稳定的核心，具备丰富的经验、洞察力与资源整合力，可以精准把握市场与需求，优化商品和营销策略，提升联营商户竞争力；亦能通过高效沟通与紧密合作，协同联营商户应对挑战、规避风险。

杉杉奥莱作为国内大型奥莱连锁品牌，已布局 20 余家商业综合体，具备专业的运营管理团队。该团队与众多国际知名品牌长期合作，品牌资源丰富，门店品类多样，能满足消费者多元需求。在其科学精细地管理下，本项目联营扣率有望在稳定基础上实现新突破。

经综合对比分析项目历史运营数据、杉杉体系内同规模项目的运营表现等核心指标，并结合杉杉奥莱在专业运营管理团队的高效维护下保持的长期稳定运营态势，评估机构基于审慎考虑设置对应年份联营扣率，参数选取合理审慎。

3) 关于预测期内租金收入增速预测的合理性

①固定租金收入增速预测的合理性

郑州杉杉奥莱项目报告期内固定租金收入占整体运营收入的比例较低，2023年-2025年分别为0.15%、0.01%、0.01%。本项目2025年固定租金坪效为171.17元/平方米/月，较2024年固定租金坪效增长8.62%。此外，项目所在郑州市优质商业物业的平均固定租金增长率大致处于2%-5%的区间范围。本次反馈答复，评估机构将预测期固定租金增长率由3%审慎调整为2.5%。

综上所述，评估机构对比项目历史固定租金坪效、郑州市优质商业物业的平均固定租金增长率，评估机构将固定租金增长率设定为2.50%，合理审慎。

②对于抽成租金收入增长率取值的合理性说明

对于抽成租金收入，其历史3年增长率的波动变化，主要因为项目为保障全体商户的经营活性、提升消费者在消费过程中的新鲜感，项目对铺位结构展开了一系列调整。按抽成模式租赁面积计，报告期内抽成租金坪效复合增长率达6.62%。

表：郑州杉杉奥莱项目报告期内抽成租金坪效¹⁵

年份	2025 年	2024 年	2023 年
抽成租金坪效 (元/平方米/月)	372.31	333.12	327.51

截至目前，铺位结构调整已基本稳定，商户经营生态趋于成熟，评估机构以 2025 年实际抽成为基准，预计未来每年增长 3%。基准选取与项目实际运营管理方向适配、增速选取低于历史抽成租金坪效复合增速。整体参数选取具有合理性和可实现性。

4) 关于除联营收入、租金收入外其它收入增长率设置的合理性

对于该类收入部分采用以 2025 年实际收入为基准后续按照一定比例（2%-3%）增长的模式测算、部分采用与联营销售额关联占比的模式测算。结合项目历史实际运营情况、已发行项目常规测算模式，当前参数设置合理审慎。

①本项目对各类收入预测期增长率设定低于历史增速

表：各类收入历史 3 年复合增长率与预测期对比

收入类型	占 2025 年度运营收入比例	历史 3 年复合增长率	预测期复合增长率 ¹⁶
场地租赁收入	2.42%	19.36%	3.00%
推广费收入	1.99%	19.18%	2.00%
商业运营收入	5.01%	9.20%	1.90%
物业管理收入	11.86%	4.83%	3.10%
其他收入	1.02%	5.21%	1.60%
合计	22.30%	8.29%	2.10%

由上表数据可知，各类收入的预测期复合增长率均低于过去 3 年的对应数据，参数设定审慎合理。

¹⁵ 抽成租金坪效=年度不含税抽成租金收入/年度抽成模式已租赁面积。

¹⁶ 预测期复合增长率指评估预测期第十年相关收入与2025年实际收入相比之复合增长率，2位小数取整。

②本项目相较已发行项目各类收入增长率设置合理

表：已发行项目预测期内同类收入增长率设置情况

项目名称		项目类型	与本项目同类收入增速
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	购物中心	2.1%-3%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	购物中心	3%-4%
嘉实物美消费 REIT	大成项目	超市	2.50%
	玉蜓桥项目		
	华天项目		
	德胜门项目		
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	购物中心	2.75%-4%
华安百联消费 REIT	上海又一城	购物中心	2%-3%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	2%
	济南首创奥莱	奥特莱斯	2%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	购物中心	2%-3%
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	农贸市场	不涉及租金收入以外的收入
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	2.5%-3.5%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	2.0%-3.0%
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广场	购物中心	1.4%-3.0%
	长沙雨花亭凯德广场	购物中心	2.6%-3.0%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	1.0%-3.0%
本项目		奥特莱斯	1.6%-3.1%

由上表可知，本项目预测期内各类收入增长率的取值，均落在已发行项目同类收入增长率的合理区间之内，且与取值下限较为接近。由此可见，各类收入预测期内增长率选取具有合理性。

综合对比各类收入历史 3 年复合增长率、已发行项目预测期内同类收入参数设置情况，本项目对于预测期内各类收入增长率参数的选取，合理审慎。

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

1) 关于预测期内联营销售额增长率预测的合理性

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目所在区域为江北大学城板块，集聚高校师生及周边家庭群体，消费能力与消费意愿活跃，且项目经过多年深耕运营，是目前黑龙江省销售额排名第一的奥特莱斯项目。同时，结合奥特莱斯行业整体发展趋势来看，该项目目前已进入稳定运营成熟期，依托历史经营表现与市场基础，未来仍具备持续稳健增长的潜力。本项目历史三年联营商户销售额高速增长，年均复合增速达 8.28%，2026 年 1-2 月联营销售额较 2025 年同期增长 24%。

本次反馈答复，评估机构将联营销售额增速从首年增长 4.00%，第二年增长 3.50%，后续年份每年增长 3.00%，审慎调整为预测期内每年增长 2.50%，联营销售额增长率假设合理审慎。

具体分析如下：

① 预测期内联营销售额增长率设定符合奥特莱斯行业发展规律

从行业经营数据看，一般奥莱项目会经历培育期、成长期、成熟期三个阶段。参考全国多家奥特莱斯的销售额增长趋势，在开业后 2 至 5 年，销售额增长较高，平均增长率在 20%-50%之间。开业 5 年后，增长逐步放缓，第 6 年至第 10 年的平均增长率将在 5%-20%之间。开业 10 年后，增长率基本稳定在 2%-5%之间。

表：国内主要奥特莱斯项目开业后各年销售额增长率

开业年份	第 1 年	第 2-5 年	第 6-10 年	10 年以后
运营周期	开业期	培育期	成长期	成熟期
增长率	-	20%-50%	5%-20%	2%-5%

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目开业于 2015 年 9 月，已开业满 10 年，处于运营成熟期，预测期 2.50% 的增速符合行业成熟期项目增速规律。

②项目运营状况良好，预测期增长率设定低于历史增速

哈尔滨杉杉奥特莱斯项目所在区域为哈尔滨市江北一体发展区中的江北大学城板块，沿学院路分布着哈尔滨师范大学、黑龙江外国语学院等约 20 所高校，在校学生 10 余万人，是黑龙江省重要的高等教育集聚区。哈尔滨市江北一体发展区商业市场客源支撑稳定，市场需求具备长期增长的潜力。整个江北一体发展区层面，依托松北区的人口导入、产业布局及交通升级，形成了独具特色的商业生态。哈尔滨杉杉奥特莱斯项目可辐射全市及周边城市，多元客群形成稳定消费支撑，叠加文旅流量外溢效应。项目地处江北大学城核心，聚焦在校师生筑牢年轻消费群体基础；周边居住区集聚数十万常住居民，夯实日常消费基本盘；新区产业园区企业带来稳定商务客群，构建“年轻客群+家庭客群+商务客群”三重体系。同时凭借便捷的交通条件可承接江北及主城区外溢消费人群，且依托哈尔滨冰雪文旅 IP 红利，为商业运营注入持续动能。

得益于此，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目联营商户销售额呈现稳步提升的态势，从 2023 年的 11.92 亿元增长至 2025 年的 13.98 亿元，

年均复合增速达到 8.28%，且 2026 年 1-2 月联营销售额较 2025 年同期增长 24%。

表：本项目 2023 年-2025 年联营销售额增长率

年份	2023年-2025年 复合增长率	2025年度 同比增速	2024年度 同比增速
增速	8.28%	13.36%	3.43%

本次评估机构预测期内联营销售额增速设定为 2.50%，显著低于历史增速，已充分考虑未来市场波动、竞争加剧及经营不确定性等风险，参数选取合理审慎。

③预测期内联营销售额增长率符合哈尔滨市宏观经济增长情况

项目所在哈尔滨市先进制造业、绿色食品、特色文旅等优势行业持续发挥着重要支撑作用，不动产和重点行业投资增势良好，预计未来哈尔滨市三大产业将继续保持稳定增长的趋势。哈尔滨市历史十年（2015 年-2024 年）各项重要经济指标复合增长率如下表所示：

表：哈尔滨市重要经济指标历史十年复合增长情况

经济指标	复合增长率
地区生产总值（亿元）	4.45%
第三产业增加值（亿元）	5.59%
城镇常住居民可支配收入（元）	5.04%
城镇常住居民消费性支出（元）	4.16%

哈尔滨市 GDP 总量长期稳居黑龙江省首位，2024 年起地区生产总值成功站稳 6,000 亿元，除公共卫生事件发生的个别年份，其 GDP 占全省的比重常年保持在 35%以上，是全省经济增长的核心引擎。本次评估预测期内联营销售额增速设定为 2.50%，低于哈尔滨市历史十年重要经济指标复合增长率区间，参数选取合理审慎。

综合项目所在哈尔滨市宏观经济增长情况、奥莱行业发展规律及项目本身运营情况、所在区位优势来看，本项目对预测期内联营销售额增速的预测合理审慎。

④东北地区奥莱渗透率尚较低，发展潜力更大

当前东北奥特莱斯行业正处于低渗透率、高增长潜力的发展窗口期，其与国内成熟市场在供给规模上的显著差距，恰恰构成了未来发展的核心增量空间。据赢商大数据，截至 2025 年底，全国存量奥莱项目达 296 个。东北区奥莱项目数量占全国比重仅约 7.43%，与华东、华北、华中等区域市场有显著差距，仍处于培育阶段，伴随东北振兴战略推进，具备较大的发展潜力。

东北区域坚实的消费底盘与持续升级的消费需求，为奥莱业态的规模化发展提供了核心底层支撑。哈尔滨对周边大庆、牡丹江等城市群具备极强的消费虹吸效应，单个优质奥莱项目可辐射的人口规模可达千万级，能够有效突破单城人口规模的限制，约 32% 的消费来源于哈尔滨市外。与此同时，东北消费者对国际名品、轻奢、运动户外等品类的消费需求始终旺盛，但本地高端百货与购物中心的品牌供给相对有限，奥莱“正品+深度折扣”的核心模式，恰好精准匹配了当地消费者对高性价比品牌商品的核心诉求，而年轻客群与家庭客群对一站式休闲购物、场景化消费体验的需求，也与奥莱业态的发展方向高度契合。叠加近年来哈尔滨文旅市场的爆发式增长，“文旅+奥莱”的融合模式能够有效吸引跨区域游客消费，

为本项目带来额外的增量客流与消费规模。

⑤对比已上市同类型项目，参数选取合理审慎

本项目与已发行同类型项目联营营业额增速参数设置情况相比，取值合理，具体对比情况如下表所示：

表：已上市同类型项目联营营业额增速设置情况

项目名称		项目类型	运营年份	报告期内复合增速 ¹⁷	报告期最近一年同比增速 ¹⁸	预测期内增速设置
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	约 5 年	9.94%	25.90%	每年 3%
	济南首创奥莱	奥特莱斯	约 4 年	10.11%	37.49%	每年 3%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	约 10 年	9.64%	0.34%	首年 2%，后续每年 3%
本项目	哈尔滨杉杉奥莱	奥特莱斯	约 10 年	8.28%	13.36%	每年 2.50%

由上表可知，本项目预测期联营营业额增速的取值，落在已发行项目同类项目增速的合理区间之内，参数选取具有合理性。

综合奥莱行业发展规律、项目本身运营情况、所在哈尔滨市宏观经济增长情况及所在东北地区行业渗透情况、对比已发行同类项目参数选取情况来看，本项目对预测期内联营销售额增速的预测合理审慎。

2) 关于预测期内联营扣率预测的合理性

评估机构进行参数设定工作时，充分考虑了项目运营实际情况，

¹⁷ 武汉首创：2021年-2023年复合增速；济南首创：2021年-2023年复合增速；宁波杉井：2022年-2024年复合增速。

¹⁸ 武汉首创：2023年同比2022年增速；济南首创：2023年同比2022年增速；宁波杉井：2024年同比2023年增速。

以项目 2025 年实际联营扣率水平作为关键参考依据，并综合考虑了历史扣率提升情况。预测期前两年联营扣率设置为 12.50%、预测期后续年份设置为 13.00%，参数选取合理审慎。

①评估机构设定的预测值与项目实际扣率相符，且预测期增速远低于历史扣率增速，参数选取相对合理审慎

表：2017 年度-2025 年度项目实际联营扣率

年份	2025 年 度	2024 年 度	2023 年 度	2022 年 度	2021 年 度	2020 年 度	2019 年 度	2018 年 度	2017 年 度	2016 年 度
联营扣率	12.48%	11.97%	11.30%	11.68%	11.54%	9.37%	8.15%	9.07%	8.74%	7.53%

哈尔滨杉杉奥莱项目于 2015 年 9 月开业，2016 年为其第一个完整运营年度。项目运营十年来历史联营扣率整体呈波动上升趋势，2016 年-2025 年年均增幅 55bp。

表：联营扣率增幅情况

阶段	全运营周期
对应年份	2016 年-2025 年
年均增幅	约 55bp

联营扣率上升主要得益于项目整体规模效应逐步释放，品牌结构持续优化，运营效益稳步提升，从而增强了项目的溢价能力，推动联营扣率走高。

评估机构审慎考虑，假设 2026 年、2027 的联营扣率与 2025 年保持一致，不作上调，2028 年及预测其后续年份的扣率为 13%，取值合理审慎。本次预测假设联营扣率前 3 年扣率分别为 12.50%、12.50%、13.00%，年均增幅约为 25bp，后续年份不增长，低于历史年均涨幅（约 55bp）。这一取值充分考虑了项目未来发展的不确定

性，具备合理性。

②本项目同一品牌的联营扣率设置低于杉杉体系内其他较成熟项目

对比前十大商户同一品牌在宁波杉井奥莱项目的扣率设置情况，除个别品牌外，本项目联营扣率普遍低于宁波杉井奥莱项目 0%-3%，主要系本项目开业于 2015 年，宁波杉井奥莱项目最早开业于 2011 年，较本项目更早步入成熟期。因此本项目联营扣率较杉杉体系内其他较成熟项目仍有一定上涨空间。

表：哈尔滨杉杉奥莱项目前十大商户联营扣率与宁波杉井奥莱同品牌联营扣率差异

序号	业态	哈尔滨杉杉奥莱 与宁波杉井奥莱 联营扣率差异
01	运动户外	宁波无该品牌
02	运动户外	低 3%
03	运动户外	低 0%-2%
04	运动户外	低 1%
05	运动户外	宁波无该品牌
06	运动户外	高 0.5%-1%
07	服装服饰	一致
08	运动户外	低 2.5%
09	运动户外	低 2%
10	运动户外	低 0%-2%

③优质运营管理团队可有效保障联营扣率稳定性

优质运营管理团队是联营业务中保障扣率稳定的核心，具备丰富的经验、洞察力与资源整合力，可以精准把握市场与需求，优化商品和营销策略，提升联营商户竞争力；亦能通过高效沟通与紧密

合作，协同联营商户应对挑战、规避风险。

杉杉奥莱作为国内大型奥莱连锁品牌，已布局 20 余家商业综合体，具备专业的运营管理团队。该团队与众多国际知名品牌长期合作，品牌资源丰富，门店品类多样，能满足消费者多元需求，本项目联营扣率有望在稳定基础上实现新突破。

经综合对比分析项目历史运营数据、杉杉体系内较成熟项目的运营表现等核心指标，并结合杉杉奥莱在专业运营管理团队的高效维护下保持的长期稳定运营态势，评估机构基于审慎考虑设置对应年份联营扣率，参数选取合理审慎。

3) 关于预测期内租金收入增速预测的合理性

① 固定租金收入增速预测的合理性

本次反馈答复评估机构对比项目在租合同约定增长率、项目固定租金收入增长率、哈尔滨市优质商业物业的平均固定租金增长率，将预测期专门店固定租金增长率由每年 3.0%-3.5%审慎调整为每年 2.5%，主力店租约期限较长参考合同约定增长率，合理审慎。

截至 2025 年 12 月 31 日，哈尔滨杉杉奥特莱斯项目固定租金租户已出租面积为 24,181.63 平方米，其中主力店面积为 16,841.00 平方米，专门店面积为 7,340.63 平方米。在租固租模式中专门店租户（不含租赁期限为一年及以下）合同约定的面积加权平均租金复合增长率为 6.45%，专门店租户（包含租赁期限为一年及以下）合同约定的面积加权平均租金复合增长率为 4.84%，历史报告期内固定

租金收入复合增长率为 8.63%，均显著高于固定租金增长率设定。

此外，项目所在哈尔滨市优质商业物业的平均固定租金增长率大致处于 2%-6%的区间范围，本项目所设定的固定租金增长率参数（2.5%）符合区域市场增长规律。

综合上述内容，评估机构对本项目固定租金增长率参数设定，合理审慎。

②对于提成租金收入增长率取值的合理性说明

历史报告期间提成租金收入下降原因主要为租户结构调整导致，提成租金的租赁面积占比由 2023 年末的 6.20%下降至 2025 年末的 4.02%。提成租金坪效报告期间由于租户结构调整有所扰动，呈现小幅下降趋势。

表：哈尔滨杉杉奥莱项目报告期内提成租金坪效¹⁹

年份	2025 年	2024 年	2023 年
提成租金坪效	188.45	191.56	193.42

截至目前，铺位结构调整已基本稳定，预计未来两年企稳向上，评估机构以 2025 年实际提成租金收入为基准，预测期内前两年不增长，后续每年增长 3%。基准选取与项目实际运营管理方向适配，整体参数选取具有合理性和可实现性。

4) 关于除联营收入、租金收入外其它收入增长率设置的合理性

对于该类收入部分采用以 2025 年实际收入为基准后续按照一定

¹⁹ 提成租金坪效=年度不含税抽成租金收入/年度抽成模式已租赁面积。

比例（2%-3%）增长的模式测算、部分采用与联营销售额关联占比的模式测算。结合项目历史实际运营情况、已发行项目常规测算模式，当前参数设置合理审慎。

①本项目对各类收入预测期增长率设定低于历史增速

表：各类收入历史3年复合增长率与预测期对比

收入类型	占2025年度运营收入比例	历史3年复合增长率	预测期复合增长率 ²⁰
场地租赁收入	3.82%	15.91%	3.00%
物业管理收入	15.25%	4.30%	1.69%
商业运营收入	5.16%	6.12%	2.06%
推广费收入	1.00%	2.37%	3.31%
其他收入	0.77%	6.36%	1.60%
合计	26.00%	6.14%	2.03%

由上表数据可知，除推广费收入外，各类收入的预测期复合增长率均低于过去3年的对应数据，参数设定审慎合理。

②对于推广费收入增长率取值的合理性说明

推广费收入主要包括周年庆宣传推广费及广告宣传费等。根据历史经营数据，推广费收入约占联营销售额的0.20%，故预测期内推广费收入按照联营销售额的0.20%进行测算。2025年推广费收入较2024年增长3.97%，与预测期复合增长率基本一致，贴合项目最近一年实际增长情况。

③本项目相较已发行项目各类收入增长率设置合理

表：已发行项目预测期内同类收入增长率设置情况

²⁰ 预测期复合增长率指评估预测期第十年相关收入与2025年实际收入相比之复合增长率，2位小数取整。

项目名称		项目类型	与本项目同类收入增速
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	购物中心	2.1%-3%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	购物中心	3%-4%
嘉实物美消费 REIT	大成项目	超市	2.50%
	玉蜓桥项目		
	华天项目		
	德胜门项目		
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	购物中心	2.75%-4%
华安百联消费 REIT	上海又一城	购物中心	2%-3%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	2%
	济南首创奥莱	奥特莱斯	2%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	购物中心	2%-3%
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	农贸市场	不涉及租金收入以外的收入
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	2.5%-3.5%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	2.0%-3.0%
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广场	购物中心	1.4%-3.0%
	长沙雨花亭凯德广场	购物中心	2.6%-3.0%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	1.0%-3.0%
本项目		奥特莱斯	1.6%-3.3%

由上表可知，本项目预测期内各类收入增长率的取值，均落在已发行项目同类收入增长率的合理区间之内，且与取值下限较为接近。由此可见，各类收入预测期内增长率选取具有合理性。

综合对比各类收入历史 3 年复合增长率、已发行项目预测期内同类收入参数设置情况，结合本项目运营管理经验、奥特莱斯行业发展规律及参考地区宏观经济增长情况，本项目对于预测期内各类收入增长率参数的选取，合理审慎。

2. 关于出租率。根据申报材料，本项目预测期内出租率98%-99%不等。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条相关规定，明确出租率测算口径，并结合项目历史运营数据、周边可比项目情况，审慎评估出租率参数取值的合理性。

答复：

（1）郑州杉杉奥特莱斯项目

评估机构进行参数设定工作时，充分考虑了项目历史出租率表现、项目区域标杆地位、项目所在区域优势，将出租率参数设置低于历史三年平均水平。本次反馈答复，评估机构将出租率参数由98%审慎下调至95%，参数选取合理审慎。

1) 项目历史出租率长期保持高位，出租率假设与历史水平可比

项目运营表现突出，为未来出租率预测提供了直接的现实依据。于价值时点2025年12月31日，项目实际出租率为99.92%，高于评估机构假设的出租率。2023年至2025年项目平均出租率分别为99.44%、99.27%及99.52%，始终维持在99%以上，长期处于高位稳定状态，展现出极强的商户吸引力与运营稳定性。

同时，项目近三年销售额年均复合增速达7.21%，2025年销售额达21.58亿元，会员数量达220万，2025年会员消费贡献占比高达83%，形成了稳定的消费群体与商户合作基础，为未来出租率维持高位提供了有力支撑。

评估机构假设预测期的预测出租率95%，低于项目价值时点的出租率且低于项目历史三年出租率的平均值（99.41%），已充分考虑了未来市场波动及经营不确定性等风险，具有合理性。

2) 出租率假设贴合项目区域商业标杆地位

郑州杉杉奥莱项目凭借其独特的区位优势、清晰的差异化定位、强劲的运营实力以及区域发展红利，已确立为区域内商业领域的标杆项目，具备绝对的行业领导地位。基于此核心优势，预测其未来出租率能够长期维持在 95%的水平，具备充分的合理性与审慎性。

首先，项目的竞争壁垒与稀缺性是支撑高出租率的市场基础。项目周边 5 公里范围内无大型商业综合体及同类项目分布，形成了以自身为核心的独家商业辐射圈，在区域内实现了同类业态的“独家供给”。尽管直线距离约 9 公里的中牟县老城区存在中牟天泽城、世纪城时代广场等商业项目，但其租金水平低、定位偏低，仅能满足基础生活消费，与郑州杉杉奥莱“品牌折扣+休闲体验”的中高端定位存在显著差异，无法构成有效竞争。绝对的区位优势和差异化定位，确保了项目客流与品牌资源，为维持出租率提供了稳固的市场环境。

其次，项目作为稀缺的“奥莱+乐园+花园”文商旅体综合体，凭借其强大的品牌号召力与运营创新，构建了商户必争的平台价值。项目不仅引入了 COACH、MICHAEL KORS、GIVENCHY、ARMANI、MAXMARA、耐克、阿迪达斯、始祖鸟等众多国际国内知名品牌，形成了高端化、多元化的业态组合，填补了区域中高端品牌折扣消费的市场空白；更重要的是，入驻品牌中有超过 100 家门店的销售额位列该品牌河南奥莱门店第一，汇聚超过 45 家省内独家/省内首家奥莱店，展现了极强的商户盈利效应和品牌集聚度，使得项目成为区域内中高端商业市场的首选载体。叠加项目通过文化活动植入打造的“吃喝玩乐购”一站式消费场景，其引领区域商业升级的标杆作用，持续吸引并稳固着优质商户资源，使 95%的出租率具备坚实的商户需求支撑。

此外，未来 1-3 年区域内无新增大型商业综合体入市，不存在新增供给分流商户资源的情况，商户入驻需求将持续向项目集中。同时，项目四

期新馆预计2027年开业，将进一步拓展商业空间、丰富业态组合，会吸引更多优质商户入驻，进一步提升项目整体出租率，为95%的出租率预测提供了供给端保障。

3) 区域优势显著、客群基础稳固，消费潜力可期

项目依托郑开同城化核心区位、立体交通网络与超级文旅IP集群三重优势，形成稳固客群与持续消费动能，为出租率维持高位提供长期支撑。

区域优势显著。项目地处郑开同城化核心增长极，享多重政策叠加，是郑汴港黄金三角关键节点；承接郑州产业外溢与开封文旅升级红利，形成“主城消费+文旅度假”互补格局，商业价值持续提升，消费市场稳定。

立体构建30分钟经济圈。铁路-公路-航空联动提升项目可达性，稳固跨区域消费客群。

超级文旅IP集群。中牟县作为“中国主题乐园第一县”，集聚方特、海昌海洋公园、只有河南·戏剧幻城等8大核心乐园，2024年接待游客3,603万人次，文旅客流持续外溢，为项目提供稳定客流。

消费潜力充足。文旅产业带动夜间经济、总部经济、时尚消费集聚，区域已形成“流量—留量—收益”良性循环，商业承载力突出；区域优质物业稀缺，供需格局利好供方，为租金与出租率长期向上提供坚实支撑。

综合来看，项目历史出租率长期保持高位水平；项目作为区域内商业标杆项目，具有稳固出租率优势；项目所在区域优势显著、客群基础稳固，消费潜力可期。评估结果预测项目未来出租率稳定在95%，合理审慎。

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

评估机构进行参数设定工作时，充分考虑了项目历史出租率表现、项目区域标杆地位、项目所在区域优势，将出租率参数设置低于历史三年平

均水平。本次反馈答复，评估机构将出租率参数由 99%审慎下调至 95%，参数选取合理审慎。

1) 项目历史出租率长期保持高位，出租率假设与历史水平可比

项目运营表现突出，为未来出租率预测提供了直接的现实依据。于价值时点 2025 年 12 月 31 日，项目实际出租率为 100%，高于评估机构假设的出租率。2023 年至 2025 年，项目年度加权平均出租率分别为 99.56%、99.61%及 99.89%，始终维持在 99%以上且持续上升，长期处于高位稳定状态，展现出极强的商户吸引力与运营稳定性。

同时，项目近三年销售额年均复合增速达 7.13%，2025 年销售额达 16.72 亿元，会员数量近 170 万，会员消费贡献占比持续增长，至 2025 年高达 75%，形成了稳定的消费群体与商户合作基础，项目具备的强大客户粘性为未来出租率维持高位提供了有力支撑。

评估机构假设预测期的出租率 95%，低于项目价值时点的出租率且低于项目历史三年出租率的平均值（99.69%），已充分考虑了未来市场波动及经营不确定性等风险，具有合理性。

2) 出租率假设贴合项目区域商业标杆地位

哈尔滨杉杉奥莱项目凭借其独特的区位优势、清晰的差异化定位、强劲运营实力以及多业态消费体系，为目前黑龙江省销售额排名第一的奥特莱斯项目，具备绝对的行业领导地位。基于此核心优势，预测其未来出租率能够长期维持在 95%的水平，具备充分的合理性与审慎性。

首先，哈尔滨杉杉奥莱项目地处江北一体发展区，牢牢占据城市“一江居中、南北互动、两岸繁荣”的战略发展方向，承接哈尔滨主城商业外溢与冰雪文旅升级红利，叠加东北亚区域消费中心城市多重政策赋能，是江北商业核心增长极。同时依托哈尔滨新区国家级新区的产业集聚与人口导入优势，填补了区域高端大型商业的市场空白，项目周边 5 公里范围无

其他大型商业综合体分布，占据区域性商业龙头地位。在周边可比项目方面，由于哈尔滨杉杉奥莱项目在建筑结构、交通网络、消费客群、业态配比、辐射范围等方面的差异性定位优势，详见三（一）2.（1）节，使得本项目出租率高于枫叶小镇奥特莱斯（93%-95%）。在新增供应方面，未来3年哈尔滨市内无规划新增的奥特莱斯竞品项目。就哈尔滨江北一体发展区内而言，仅建筑面积约5万平方米的“哈尔滨新区金融中心”裙楼项目正在招租中，预计不会对本项目产生分流影响，项目可维持95%出租率水平。

其次，项目拥有当地首屈一指的品牌矩阵，商户入驻意愿强烈。杉杉商业作为国内奥特莱斯行业的领军企业，在全国商业地产领域拥有广泛的品牌影响力、成熟的运营管理体系与优质的品牌资源，为旗下项目提供了强有力的运营支撑与发展保障。依托集团优势，哈尔滨杉杉奥特莱斯汇聚了大量国内外知名品牌如 THE NORTH FACE、MICHAEL KORS、Thom Browne、BALLY、MAXMARA 等，形成了差异化、高品质的品牌阵容，构建起稳固的核心竞争壁垒，对注重品牌消费与高性价比的客群具备持续、稳定的吸引力。以2025年为例，入驻品牌中超过80家门店的销售额位列黑龙江省奥莱门店第一，体现出强劲的消费号召力与成熟的商业聚客能力，且随着近年来首店经济的快速发展，未来可不断优化品牌结构、丰富品牌层级，支撑项目95%高出租率运转。

最后，项目打造多业态闭环消费体系，一站式消费体验突出。由于本项目周边无其他大型商业综合体分布，为满足消费者购物、休闲、餐饮等一站式消费需求，项目除奥特莱斯传统的零售业态，同时配备了餐饮、影院、超市等多元业态，丰富且均衡的业态组合显著延长了顾客停留时间、提升客单价，进一步强化了项目的商业活力与市场竞争力，持续吸引并稳固着优质商户资源，为项目长期维持95%出租率提供了坚实的商户需求支

撑。

3) 客群基础稳固：交通赋能+多元集聚，客流支撑强劲

立体交通网络构建全域消费圈，大幅提升项目可达性与辐射力。项目紧邻利民大道主干道，衔接地铁2号线江北大学城站，周边布局10余条公交线路，临近哈尔滨北站及G10绥满高速、哈尔滨绕城高速入口，实现15分钟上高速、30分钟覆盖江南核心城区、40分钟可达太平国际机场，2小时辐射大庆、牡丹江等周边城市；同时配备1,424个停车位，适配北方冬季自驾消费习惯，进一步强化跨区域客流吸纳能力。

多元客群集群形成稳定消费支撑，叠加文旅流量外溢效应。项目地处江北大学城核心，在校学生10余万人，筑牢年轻消费群体基础；周边居住区集聚数十万常住居民，夯实日常消费基本盘；新区产业园区企业带来稳定商务客群，构建“年轻客群+家庭客群+商务客群”三重体系。同时依托哈尔滨冰雪文旅IP红利，为商业运营注入持续动能。

综合来看，项目历史出租率长期保持高位水平；项目作为区域内商业标杆项目，具有稳固出租率优势；项目所在区域优势显著、客群基础稳固，消费潜力可期。评估结果预测项目未来出租率稳定在95%，合理审慎。

3. 关于收缴率。根据申报材料，本项目预测期内收缴率100%。请管理人、评估机构充分考虑租金支付安排、可比项目情况等，审慎评估收缴率参数取值的合理性。

答复：

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

郑州杉杉奥莱项目与哈尔滨杉杉奥莱项目报告期内的收缴率²¹均为100%，本次反馈答复，评估机构将租赁模式收入收缴率假设由100%审慎

²¹ 收缴率=对应年度或期间实收租金/对应年度或期间应收租金

调整为 99%，该租金收缴率预测较为合理审慎，具体分析如下：

1) 奥莱特色运营模式，可有效保障租金收缴率

① 联营模式收款机制可有效保障租金收缴率

在收款机制层面，联营商户的销售款结算采用项目公司收银系统进行操作。具体流程为：当联营商户产生销售业务时，销售款会先行汇入项目公司的账户。随后，项目公司依据合同约定，从该笔销售款中扣除相应税金以及一定比例的联营净收入（即合同扣率部分），最后将扣除后的剩余销售款返还给联营商户。因此，在该收款模式下，联营商户销售款的收缴率能够稳定达到 100%，为项目公司的资金回笼和运营稳定性提供了有力保障。

② 抽成租金（含两者取高）商户品牌信誉高，可有效保障收缴率

郑州杉杉奥莱项目中的抽成租赁模式商户多为重点餐饮品牌、品质零售品牌商户。部分抽成商户采用项目公司收银系统结算，收缴方式同联营商户，具有收缴率稳定性。部分抽成商户自行收银，但该类商户为业内知名品牌，拥有较好的市场声誉、履约能力强，与项目公司保持着稳定的合作关系，历史未发生租金欠缴情况。

③ 固定租金收入占比较低，其收缴情况对整体收入影响较小，且历史未产生租金欠缴情况

郑州杉杉奥莱项目固定租金租赁模式收入占比²²较低，报告期内占比分别为 0.20%、0.02%、0.02%，固定租金收入的收缴情况对本项目整体收入影响较小。且报告期内，各固定租金商户收缴率均为 100%，于评估基准日现存固定租金商户租金缴纳正常，不存在拖欠。

2) 本项目相较已发行同类型项目收缴率参数，合理审慎

²² 该占比=固定租金租赁模式收入/（固定租金租赁模式收入+抽成租金租赁模式收入+联营模式收入）。

本项目与已发行同类型项目收缴率参数设置情况相比，更为合理审慎，具体对比情况如下表所示：

表：已发行消费类公募 REITs 项目收缴率参数设置情况

项目名称		项目上市时间	历史三年一期平均收缴率	评估预测收缴率
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	2024/3/14	99.99%	100.00%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	2024/3/12	100.00% ²³	100.00%
嘉实物美消费 REIT	大成项目	2024/3/12	1.欠缴 2 年以上金额占历史 1 期收入的 0.006%； 2.欠缴 1 年以上金额占历史 1 期收入的 0.017%	99%
	玉蜓桥项目			
	华天项目			
	德胜门项目			
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	2024/4/30	99.89%	100.00%
华安百联消费 REIT	上海又一城	2024/8/16	99.61%	100.00%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	2024/8/28	100.00%	100.00%
	济南首创奥莱		99.06%	租赁模式 99.00%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	2024/9/20	99.72%	100.00%
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	2025/1/24	100.00%	100.00%
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	2025/6/27	100.00%	99.00%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	2025/9/12	100.00%	租赁模式 99.00%
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广场	2025/9/29	99.03%	99.00%
	长沙雨花亭凯德广场		99.93%	99.00%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	2025/10/31	99.86%	99.8%
本项目	郑州杉杉奥莱	/	100.00%	租赁模式 99%

综上，结合项目过往历史收缴率的实际表现、不同租赁模式下收入收缴的具体方式，以及与市场上已发行的同类型项目进行对比分析，对项目收缴率假设的公允性分析如下：

在租赁模式方面，鉴于项目运营过程中可能面临诸如租户经营状况波动、市场环境变化等潜在风险因素，这些因素虽目前尚未对收缴率造成显

²³ 华夏金茂REIT考虑三个月追缴期的收缴率为100%。

著影响，但为确保评估假设更审慎，将租赁模式收入的收缴率假设从原本的 100%审慎调整为 99%。这一调整既充分考虑了项目实际运营中可能存在的不确定性，合理审慎。而在联营模式中，由于其独特的收缴机制，收缴率保持为 100%亦相对合理、审慎。

综上所述，租赁模式收入收缴率假设调整为 99%、联营模式收入收缴率保持 100%的设定，符合项目实际情况，又充分考虑了市场风险，合理、审慎。

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

哈尔滨杉杉奥莱项目报告期内的收缴率²⁴为 100%，本次反馈答复，评估机构将租赁模式收入收缴率假设由 100%审慎调整为 99%，该租金收缴率预测较为合理审慎，具体分析如下：

1) 奥莱特色运营模式，可有效保障租金收缴率

①联营模式收款机制可有效保障租金收缴率

在收款机制层面，联营商户的销售款结算采用项目公司收银系统进行操作。具体流程为：当联营商户产生销售业务时，销售款会先行汇入项目公司的账户。随后，项目公司依据合同约定，从该笔销售款中扣除相应税金以及一定比例的联营净收入（即合同扣率部分），最后将扣除后的剩余销售款返还给联营商户。因此，在该收款模式下，联营商户销售款的收缴率能够稳定达到 100%，为项目公司的资金回笼和运营稳定性提供了有力保障。

②抽成租金（含两者取高）商户品牌信誉高，可有效保障收缴率

哈尔滨杉杉奥莱项目中的抽成租赁模式商户多为重点餐饮品牌、品质零售品牌商户。部分抽成商户采用项目公司收银系统结算，收缴方式同联

²⁴ 收缴率=对应年度或期间实收租金/对应年度或期间应收租金

营商户，具有收缴率稳定性。部分抽成商户自行收银，但该类商户为业内知名品牌，拥有较好的市场声誉、履约能力强，与项目公司保持着稳定的合作关系，历史未发生租金欠缴情况。

③固定租金收入占比较低，其收缴情况对整体收入影响较小，且历史未产生租金欠缴情况

哈尔滨杉杉奥莱项目固定租金租赁模式收入占比²⁵较低，报告期内占比分别为 12.34%、12.28%、11.76%，固定租金收入的收缴情况对本项目整体收入影响较小。且报告期内，各固定租金商户收缴率均为 100%，于评估基准日现存固定租金商户租金缴纳正常，不存在拖欠。

2) 本项目相较已发行同类型项目收缴率参数，合理审慎

本项目与已发行同类型项目收缴率参数设置情况相比，更为合理审慎，具体对比情况如下表所示：

表：已发行消费类公募 REITs 项目收缴率参数设置情况

项目名称		项目上市时间	历史三年一期平均收缴率	评估预测收缴率
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	2024/3/14	99.99%	100.00%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	2024/3/12	100.00% ²⁶	100.00%
嘉实物美消费 REIT	大成项目	2024/3/12	1.欠缴 2 年以上金额占历史 1 期收入的 0.006%； 2.欠缴 1 年以上金额占历史 1 期收入的 0.017%	99%
	玉蜓桥项目			
	华天项目			
	德胜门项目			
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	2024/4/30	99.89%	100.00%
华安百联消费 REIT	上海又一城	2024/8/16	99.61%	100.00%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	2024/8/28	100.00%	100.00%
	济南首创奥莱		99.06%	租赁模式 99.00%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	2024/9/20	99.72%	100.00%
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	2025/1/24	100.00%	100.00%

²⁵ 该占比=固定租金租赁模式收入/(固定租金租赁模式收入+抽成租金租赁模式收入+联营模式收入)。

²⁶ 华夏金茂REIT考虑三个月追缴期的收缴率为100%。

项目名称		项目上市时间	历史三年一期平均 收缴率	评估预测收 缴率
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	2025/6/27	100.00%	99.00%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	2025/9/12	100.00%	租赁模式 99.00%
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广 场	2025/9/29	99.03%	99.00%
	长沙雨花亭凯德 广场		99.93%	99.00%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇 城	2025/10/31	99.86%	99.80%
本项目	哈尔滨杉杉奥莱	/	100.00%	租赁模式 99.00%

综上，结合项目过往历史收缴率的实际表现、不同租赁模式下收入收缴的具体方式，以及与市场上已发行的同类型项目进行对比分析，对项目收缴率假设的公允性分析如下：

在租赁模式方面，鉴于项目运营过程中可能面临诸如租户经营状况波动、市场环境变化等潜在风险因素，这些因素虽目前尚未对收缴率造成显著影响，但为确保评估假设更审慎，将租赁模式收入的收缴率假设从原本的 100% 审慎调整为 99%。这一调整既分考虑了项目实际运营中可能存在的不确定性，合理审慎。而在联营模式中，由于其独特的收缴机制，收缴率保持为 100% 亦相对合理、审慎。

综上所述，租赁模式收入收缴率假设调整为 99%、联营模式收入收缴率保持 100% 的设定，符合项目实际情况，又充分考虑了市场风险，合理、审慎。

（二）关于成本及折现率参数取值合理性

1. 关于运营成本。根据申报材料，本项目运营成本包括人力管理支出、日常维修维保支出等。请管理人、评估机构对成本预测是否符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条相关规定发表明确意见。

答复：

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

本项目运营期间历史付现成本费用主要为两类，一类成本与项目规模有关且金额以相对固定形式支出，如人力管理支出、运营行政支出、物业管理支出、日常维修维保支出、公区能源费等，测算中按照每年以固定比例增长计算；另一类历史成本费用经数据统计显示与历史收入规模呈现一定稳定比例，如营销管理支出、信息管理支出等，本次测算按照其占预测期收入的一定比例进行计算。评估预测2026年及后续年份运营成本合计数均高于项目2025年实际支出情况，评估机构对成本预测符合相关规范要求，合理审慎。

1) 按固定比例增长计算成本费用的合理性分析

本项目的人力管理支出、运营行政支出、物业管理支出及公区能源费支出的预测逻辑为以项目2025年度相关实际数据为基准，在此基础上费用总额每年递增2%。日常维修维保支出的预测逻辑为以项目2023年度至2025年度相关平均数据为基准，在此基础上费用总额每年递增2%。

① 成本预测基准的合理性分析

(a) 人力管理与运营行政支出预测基准的合理性分析

本项目2023年度、2024年度和2025年度该两笔支出合计分别为2,237.07万元、2,487.86万元和2,490.58万元。2024年度，本项目为优化人力资源配置、提高员工积极性并适应项目发展需求，完成了一系列薪资结构、成本支配调整。本次评估机构将人力管理支出和运营行政支出2026年预测值设定为2025年度对应实际成本上涨2%，即2,540.39万元，大于报告期内对应成本各年金额，具有合理性。

(b) 物业管理支出预测基准的合理性分析

本项目2023年度、2024年度和2025年度该笔支出分别为799.01万元、805.29万元和835.23万元。为切实提升项目的整体服务品质，增强客

户满意度并进一步夯实项目竞争力，本项目在2023年度做出了变更第三方物业管理公司的决策，变更于2024年度正式落地。2025年增速偏高则系因项目三期于2024年下半年开业，物管运营面积提升导致。本次评估机构将物业管理支出2026年预测值设定为2025年度对应实际成本上涨2%，即851.94万元，大于报告期内对应成本各年金额，能够紧密结合新物业管理公司的运营特点，契合项目运营体量调整后的未来相关成本的实际走向，具有合理性。

(c) 公区能源支出预测基准的合理性分析

本项目2023年度、2024年度和2025年度该笔支出分别为221.69万元、206.83万元和224.73万元，历史投入相对平稳。本次评估机构将公区能源支出2026年预测值设定为2025年度对应实际成本上涨2%，即229.22万元，大于报告期内对应成本各年金额，具有合理性

(d) 日常维修维保支出预测基准的合理性分析

本项目2023年度、2024年度和2025年度该笔支出分别为333.82万元、386.17万元和575.26万元。日常维修维保支出受设备状况、使用年限、突发故障及运营重点调整等因素影响，年度间分布不均衡。因此评估采用历史3年支出均摊的方式进行测算，以平滑年度间支出波动，更准确反映其未来合理成本投入情况。本次评估机构将日常维修维保支出2026年预测值设定为2023年-2025年度对应平均成本上涨2%，即440.39万元，大于报告期内对应成本平均金额，具有合理性。

②各成本项预测期内增长率选取2%的合理性

(a) 对比各项成本历史复合增长率，成本增长率选取具有合理性

表：项目各成本项报告期内同比增速及复合增长率

成本项	2024年同比增速	2025年同比增速	历史三年复合增长率
人力管理及运营行政支出	11.21%	0.11%	5.51%

物业管理支出	0.79%	3.72%	2.24%
公区能源支出	-6.70%	8.65%	0.68%
日常维修维保支出	15.68%	48.96%	31.27%

对于人力管理及运营行政支出。其历史三年复合增长率偏高主要系受项目 2024 年度主动薪资结构优化调整的阶段性因素影响。2025 年相较 2024 年增速已回落并控制在 0.11%，阶段性调整完成后，支出增速已回归低位平稳区间。

对于物业管理支出。其历史三年复合增长率偏高主要系受项目 2024 年下半年 3 期开业管理面积增大带来的阶段性、一次性因素影响。2024 年相较 2023 年增速仅为 0.79%，可见在剔除阶段性扰动后，项目物业管理支出为低增长、平稳可控状态。

对于公区能源支出。其 2024 年、2025 年同比上一年增幅波动分别系因能源费单价调降、3 期开业后运营面积增加导致，历史三年复合增长率相对平稳。

除日常维修维保支出外，剔除特殊调整因素后，各项目历史实际增幅均在 2%以下，评估机构选取 2%作为成本项增长率具有合理性。

对于日常维修维保支出。日常维修维保支出受设备运行状况、使用年限、突发故障抢修、运营重点调整等因素影响，具有非均衡、非匀速、年度间波动较大的特点，单一年度数据无法代表长期合理支出水平。评估机构在平滑历史平均成本的基础上，以 2%的增长上浮覆盖未来物价水平、人工成本、材料价格带来的正常小幅刚性上涨，具有合理性

(b) 对比项目所在城市 CPI 数据，成本增长率选取具有合理性

如前文所述，本项目在 2024 年至 2025 年期间，针对各成本项主动开展了具有前瞻性和适应性的调整举措。这些调整旨在更好地契合市场变化、优化资源配置以及提升项目整体竞争力。鉴于这一系列主动调整，项目过

往的历史复合增长率对项目未来支出的潜在可能性和变化趋势反映并不充分。

目前，本项目呈现出良好的运营态势，出租率持续维持在较高水平，整体运营状况平稳且有序。基于这一现状，结合对市场动态和项目发展趋势的综合研判，预计未来各项成本支出将呈现出较为稳定的增长态势。为确保成本预测的科学性、合理性与审慎性，评估机构参考了过往十年郑州市 CPI（居民消费价格指数，1.68%）复合增长率，该数据在一定程度上反映了当地物价水平和经济运行状况。

又考虑到已发行同类型项目对成本项的增长率取值多为 2%，本次评估审慎预测各项成本支出每年将增长 2%。

2) 按占预测期收入一定占比计算成本费用的合理性分析

① 信息管理支出预测方式的合理性分析

本项目信息管理支出包含项目正常运营时必要的后台信息维护、管理费用。从成本与收益的关联性来看，信息管理支出与项目运营收入之间存在着紧密且明确的逻辑联系，其合理投入对于保障项目信息系统的稳定运行、提升运营效率以及支持业务拓展均起着关键作用。回顾项目过去 3 年的运营数据，平均信息管理支出占运营收入的比例为 0.60%，评估机构以此预测合理审慎。

② 营销管理支出预测方式的合理性分析

本项目营销管理支出主要包括项目正常运营所需的营销活动费、渠道推广费等必要支出，从成本与收益的关联性来看，营销管理支出与项目运营收入之间存在着紧密且明确的逻辑联系，其合理投入对于扩大项目曝光、挖掘潜在客户、提升转化效率以及促进收益增长均起着关键作用。2023 年度至 2025 年度，该成本占运营收入比例相对稳定，历史 3 年平均占比约为 2.80%，评估机构以此预测合理审慎。

如前文所述，评估机构在运营成本预测上充分考虑了项目运营时间、历史成本费用情况、维修计划、物业管理模式、行业特征等因素的影响，综合上述各项参数设置，本项目 2026 年度预测成本合计值高于 2025 年度实际数据，成本预测合理审慎。

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

本项目运营期间历史付现成本费用主要为两类，一类成本与项目规模有关且金额以相对固定形式支出，如人力管理支出、运营行政支出、物业管理支出、日常维修维保支出、公区能源费等，测算中按照每年以固定比例增长计算；另一类历史成本费用经数据统计显示与历史收入规模呈现一定稳定比例，如营销管理支出、信息管理支出等，本次测算按照其占预测期收入的一定比例进行计算。评估预测 2026 年及后续年份运营成本合计数均高于项目 2025 年实际支出情况，评估机构对成本预测符合相关规范要求，合理审慎。

1) 按固定比例增长计算成本费用的合理性分析

本项目的人力管理支出、运营行政支出、物业管理支出及公区能源费支出的预测逻辑为以项目 2025 年度相关实际数据为基准，在此基础上费用总额每年递增 2%。日常维修维保支出的预测逻辑为以项目 2023 年度至 2025 年度相关平均数据为基准，在此基础上费用总额每年递增 2%。

①成本预测基准的合理性分析

(a) 人力管理与运营行政支出预测基准的合理性分析

本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该两笔支出合计分别为 1,740.42 万元、1,839.97 万元和 1,953.43 万元，较快增长原因为社保和公积金政策调整及 2025 年人员增加，目前社保和公积金调整已基本完成，人员编制趋于稳定，未来将合理控制工资总额增速，优化薪酬结构，强化绩效导向，有效管控人力管理与运营行政支出。本次评估机构将人力管理支出

和运营行政支出 2026 年预测值设定为 2025 年度对应实际成本上涨 2%，即 1,992.50 万元，大于报告期内对应成本各年金额，具有合理性。

(b) 物业管理支出预测基准的合理性分析

本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 1,154.16 万元、1,097.63 万元和 1,139.83 万元，整体稳中有控，本次评估机构将物业管理支出 2026 年预测值设定为 2025 年度对应实际成本上涨 2%，即 1,162.63 万元，大于报告期内对应成本各年金额，具有合理性。

(c) 公区能源支出预测基准的合理性分析

本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 384.48 万元、277.65 万元和 367.76 万元。由于 2024 年电费单价下调，公区能源支出有所节约，2025 年上涨为新增公区供暖设备导致，项目公司预计后续年度回归正常稳定水平，本次评估机构将公区能源支出 2026 年预测值设定为 2025 年度对应实际成本上涨 2%，即 375.12 万元，更能反映能源单价及新增设备的影响，具有合理性。

(d) 日常维修维保支出预测基准的合理性分析

本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 302.40 万元、306.38 万元和 227.77 万元。日常维修维保支出受设备状况、使用年限、突发故障及运营重点调整等因素影响，年度间分布不均衡。因此评估采用历史 3 年支出均摊的方式进行测算，以平滑年度间支出波动，更准确反映其未来合理成本投入情况。本次评估机构将日常维修维保支出 2026 年预测值设定为 2023 年-2025 年度对应平均成本上涨 2%，即 284.43 万元，大于报告期内对应成本平均金额，具有合理性。

②各成本项预测期内增长率选取 2%的合理性

(a) 对比各项成本历史复合增长率，成本增长率选取具有合理性

表：项目各成本项报告期内同比增速及复合增长率

成本项	2024年同比增速	2025年同比增速	历史三年复合增长率
人力管理及运营行政支出	5.72%	6.17%	5.94%
物业管理支出	-4.90%	3.85%	-0.62%
公区能源支出	-27.79%	32.46%	-2.20%
日常维修维保支出	1.31%	-25.66%	-13.21%

对于人力管理及运营行政支出。其历史三年复合增长率偏高主要系受项目社保和公积金政策调整及2025年人员增加影响，目前社保和公积金调整已基本完成，人员编制趋于稳定，未来将合理控制工资总额增速，优化薪酬结构，强化绩效导向，有效管控人力管理与运营行政支出。

可见剔除上述特殊调整因素后，各项目历史实际增幅均在2%以下，评估机构选取2%作为成本项增长率具有合理性。

对于日常维修维保支出。日常维修维保支出受设备运行状况、使用年限、突发故障抢修、运营重点调整等因素影响，具有非均衡、非匀速、年度间波动较大的特点，单一年度数据无法代表长期合理支出水平。评估机构在平滑历史平均成本的基础上，以2%的增长上浮覆盖未来物价水平、人工成本、材料价格带来的正常小幅刚性上涨，具有合理性

(b) 对比项目所在城市 CPI 数据，成本增长率选取具有合理性

如前文所述，本项目在2024年至2025年期间，针对各成本项主动开展了具有前瞻性和适应性的调整举措。这些调整旨在更好地契合市场变化、优化资源配置以及提升项目整体竞争力。鉴于这一系列主动调整，项目过往的历史复合增长率对项目未来支出的潜在可能性和变化趋势反映并不充分。

目前，本项目呈现出良好的运营态势，出租率持续维持在较高水平，整体运营状况平稳且有序。基于这一现状，结合对市场动态和项目发展趋势的综合研判，预计未来各项成本支出将呈现出较为稳定的增长态势。为确保成本预测的科学性、合理性与审慎性，评估机构参考了过往十年哈尔

滨市 CPI（居民消费价格指数 1.48%）复合增长率，该数据在一定程度上反映了当地物价水平和经济运行状况。

又考虑到已发行同类型项目对成本项的增长率取值多为 2%，本次评估审慎预测各项成本支出每年将增长 2%。

2) 按占预测期收入一定占比计算成本费用的合理性分析

①信息管理支出预测方式的合理性分析

本项目信息管理支出包含项目正常运营时必要的后台信息维护、管理费用。从成本与收益的关联性来看，信息管理支出与项目运营收入之间存在着紧密且明确的逻辑联系，其合理投入对于保障项目信息系统的稳定运行、提升运营效率以及支持业务拓展均起着关键作用。回顾项目过去 3 年的运营数据，平均信息管理支出占运营收入的比例为 0.50%，评估机构以此预测合理审慎。

②营销管理支出预测方式的合理性分析

本项目营销管理支出主要包括项目正常运营所需的营销活动费、渠道推广费等必要支出，从成本与收益的关联性来看，营销管理支出与项目运营收入之间存在着紧密且明确的逻辑联系，其合理投入对于扩大项目曝光、挖掘潜在客户、提升转化效率以及促进收益增长均起着关键作用。2023 年度至 2025 年度，该成本占运营收入比例相对稳定，历史 3 年平均占比约为 2.70%，评估机构以此预测合理审慎。

如前文所述，评估机构在运营成本预测上充分考虑了项目运营时间、历史成本费用情况、维修计划、物业管理模式、行业特征等因素的影响，综合上述各项参数设置，本项目 2026 年度预测成本合计值高于 2025 年度实际数据，成本预测合理审慎。

2. 关于资本性支出。本项目预测期内资本性支出按照不含税收入的

0.9%、1.7%进行测算。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十六条相关规定，说明本项目未来资本性支出与历史水平相比是否具有延续性、与项目运营年限及设备使用年限是否匹配，并结合可比项目资本性支出占比情况、本项目未来维修和改造的可能性及安排（如有），充分说明资本性支出的合理性。

答复：

资本性支出是指对不动产项目主体工程及设备设施进行大修、更换及改造等核心工程发生的成本，在财务上进行资本化。评估机构对未来资本性支出的预留高于历史平均发生值，与历史水平相比具有延续性、与项目运营年限及设备使用年限匹配，又通过与可比项目资本性支出情况对比，评估机构对资本性支出的预留具有合理性。

（1）郑州杉杉奥特莱斯项目

1) 对比过往三年资本性支出实际发生情况，资本性支出预留具有合理性

评估机构对资本性支出的预留高于项目历史年度资本性支出的峰值，合理审慎。项目历史三年资本性支出投入情况与评估预留对比情况如下表所示：

年份	2025	2024	2023	历史平均值	预测期平均
资本性支出（万元）	465.47	1,532.99	224.83	741.09	349.94

郑州杉杉奥莱项目历史三年平均资本性支出较高，系由于2024年资本性支出计入了项目3期的建设成本，剔除该异常数据后，项目历史平均资本性支出为345.15万元。评估机构预测期十年资本性支出平均预留数据高于项目历史平均数据，资本性支出预留合理审慎。

2) 对比专业工程技术尽调机构预测数据，资本性支出预留具有合理性

①运营管理团队结合历史情况和经营计划制定的大修及改造计划与工程尽调结果一致

郑州杉杉奥莱项目总建筑面积 96,588.61 平方米，自 2016 年起，历经 2021 年、2024 年分期有序建成，项目各期建筑面积、建成年份情况如下表所示：

表：郑州杉杉奥莱项目各期建筑面积及投入运营时间

期数	建筑面积 (平方米)	建筑面积占比	建成时间	建成年份
1期	67,122.79	69.49%	2016年9月	约9.31年
2期	27,565.50	28.54%	2021年7月	约4.48年
3期	1,900.32	1.97%	2024年8月	约1.36年

根据上表数据分析，截至评估基准日 2025 年 12 月 31 日，按建筑面积计算项目加权运营年限约为 7.77 年²⁷。基金管理人已聘请专业工程技术尽调机构出具工程尽调报告，专业机构调研时充分考虑了上述项目各期投入运营年限对设备设施使用的影响。报告调查结果显示，目前项目设备设施状态良好，并且机电设施（如电气系统、给排水系统、消防系统以及空调系统等）使用寿命可达到 10-25 年以上。项目后期运营过程中，所有的小修及中修费用由日常维修维保支出成本项支出，设备设施大修费用一般会在运行 10 年以上陆续发生。

工程尽调报告对于未来剩余使用年限 30.93 年²⁸的资本性支出进行了全面预测，不动产项目运营管理团队结合项目历史上的设备设施维修保养情况、目前的实际运营使用情况、未来的经营提升计划对维修、大修及改造计划进行排布，维修、大修及改造计划与工程技术尽调结果一致，具体如下表所示：

表：郑州杉杉奥莱项目未来大修及改造计划

²⁷ 加权平均投入运营年限=各期投入运营年限×各期建筑面积/总建筑面积。

²⁸ 工程尽调计算价值时点为2025年09月30日

序号	分类	预测期维修、大修及改造计划
1	建筑结构	1. 考虑后续屋顶防水层的修补，屋顶防水保温层修复； 2. 考虑后续室内装修（包含门窗修复）。
2	电气系统	考虑后续配电箱、开关柜、断路器、应急照明系统更换等。
3	暖通空调系统	1. 考虑后续空调系统设备更换； 2. 考虑后续空调系统管道及阀门更换。
4	给排水系统	1. 考虑后续给排水系统设备更换； 2. 考虑后续给排水系统管道及阀门更换。
5	消防系统	1. 考虑火灾报警主机及探测报警设备及广播更换； 2. 考虑消防电系统管线更换； 3. 考虑消防栓及喷淋系统设备更换； 4. 考虑消防水系统管线更换。
6	电梯系统	考虑电梯系统更换。
7	弱电系统	1. 考虑视频监控系统、门禁系统、导视系统等弱电系统更换； 2. 考虑弱电系统管线更换。

②资本性支出预留金额为专业工程技术尽调机构基于行业经验和专业判断预测，评估假设参考工程技术尽调的预测结果，具有合理性

基于前述大修及改造计划，工程尽调机构对不动产项目使用情况与各项设施设备现状进行尽职调查，并测算未来的资本性支出金额。在测算方法上，首先根据资产使用寿命、相关工程规范要求、设计年限、历史维修时间间隔以及目前使用情况预测未来维修频率；进一步采用量价分析原则，结合对于维修价格的专业判断，测算资本性支出的具体金额。

本项目评估假设参考工程尽调机构预测的全生命周期资本性支出结果，工程尽调机构预测的全生命周期资本性支出结果占评估预测不含税运营收入的比例约为 0.90%，具有合理性。

综合来看，工程尽调结果与项目运营管理团队制定的大修及改造计划相比，基本一致；工程尽调结果是专业团队基于行业经验和专业判断预测，数据具有合理性；评估机构参考工程尽调结果，资本性支出预留合理审慎。

3) 与已发行项目相比，资本性支出预留具有合理性

资本性支出预测本质上是对未来大修、改造计划所需成本的预判。通常而言，对于同一类型、维护状况及运营周期相似的项目，其所需的资本

性支出具体金额往往较为接近。然而，由于不同项目在收入能力上存在差异，这导致了资本性支出在运营收入中的占比反算结果各不相同。因此，单纯依靠资本性支出占运营收入比例这一单一参数进行对比，并不能准确判断资本性支出的预留是否合理。相较而言，年度资本性支出预留单价（按总建筑面积），更有可比性。

表：已发行消费类公募 REITs 项目²⁹资本性支出参数设置情况

项目名称		项目类型	投入运营年限	预测首个完整年度资本性支出	
				总价（万元）	总建筑面积单价（元/平方米）
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	农贸市场	约 10.5 年	311.00	13.21
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	约 10 年	130.72	21.95
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	约 5 年	441.00	27.26
	济南首创奥莱		约 4 年	238.21	20.60
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	购物中心	约 6.5 年	239.47	30.56
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	购物中心	约 6.5 年	432.49	42.09
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	购物中心	约 9.5 年	948.00	48.06
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	购物中心	约 8.2 年	1,200.00	54.94
华安百联消费 REIT	上海又一城	购物中心	约 16 年	1,100.50	88.05
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	约 8.4 年	441.00	21.95
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	约 10 年	477.31	45.78
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广场	购物中心	约 9 年	510.47 ³⁰	54.90
	长沙雨花亭凯德广场	购物中心	约 20 年	455.40	60.37
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	约 12 年	216.52	14.11
本项目		奥特莱斯	约 7.77 年	313.40	27.99

由上表可知，本项目预测期内首个完整年度（即 2026 年）单方资本性支出处于已发行消费类公募 REITs 项目的合理区间，参数设立具有合理性。

综合来看，评估机构对于资本性支出的预留高于项目历史三年剔除特

²⁹ 嘉实物美项目资本性支出纳入综合管理费，无法拆分比较。

³⁰ 已剔除专项改造支出影响。

殊因素后的平均水平、高于专业工程技术尽调机构尽调结果、普遍高于已发行不动产项目水平，相对合理审慎。

（2）哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

本次反馈答复，评估机构将预测期内资本性支出按照不含税收入的1.7%，调整为按照不含税收入的2.8%。

1) 对比过往三年资本性支出实际发生情况，资本性支出预留具有合理性

由于资本性支出与设备使用年限相关，在各年度非均匀发生，评估机构对资本性支出的预留接近项目历史年度资本性支出的峰值，合理审慎。项目历史三年资本性支出投入情况与评估预留对比情况如下表所示：

年份	2025	2024	2023	历史平均值	预测期平均
资本性支出（万元）	487.95	847.13	0	445.03	787.14

2) 对比专业工程技术尽调机构预测数据，资本性支出预留具有合理性

①运营管理团队结合历史情况和经营计划制定的大修及改造计划与工程尽调结果一致

哈尔滨杉杉奥莱项目竣工于2015年9月并于同期开业，截至评估基准日2025年12月31日，运营年限约为10.26年。基金管理人已聘请专业工程技术尽调机构出具工程尽调报告，专业机构调研时充分考虑了上述项目各期投入运营年限对设备设施使用的影响。报告调查结果显示，目前项目设备设施状态良好，并且机电设施（如电气系统、给排水系统、消防系统以及空调系统等）使用寿命可达到10-25年以上。

项目后期运营过程中，所有的小修及中修费用由日常维修维保支出成本项支出，设备设施大修费用一般会在运行10年以上陆续发生。

工程尽调报告对于未来剩余使用年限 27.39 年³¹的资本性支出进行了全面预测，不动产项目运营管理团队结合项目历史上的设备设施维修保养情况、目前的实际运营使用情况、未来的经营提升计划对维修、大修及改造计划进行排布，维修、大修及改造计划与工程技术尽调结果一致，具体如下表所示：

表：哈尔滨杉杉奥莱项目未来大修及改造计划

序号	分类	预测期维修、大修及改造计划
1	建筑结构	1. 考虑后续屋顶防水层的修补，屋顶防水保温层修复； 2. 考虑后续室内装修（包含门窗修复）。
2	电气系统	考虑后续配电箱、开关柜、断路器、应急照明系统更换等。
3	暖通空调系统	1. 考虑后续空调系统设备更换； 2. 考虑后续空调系统管道及阀门更换。
4	给排水系统	1. 考虑后续给排水系统设备更换； 2. 考虑后续给排水系统管道及阀门更换。
5	消防系统	1. 考虑火灾报警主机及探测报警设备及广播更换； 2. 考虑消防电系统管线更换； 3. 考虑消防栓及喷淋系统设备更换； 4. 考虑消防水系统管线更换。
6	电梯系统	考虑电梯系统更换。
7	弱电系统	1. 考虑视频监控系统、门禁系统、导视系统等弱电系统更换； 2. 考虑弱电系统管线更换。
8	燃气系统	考虑燃气系统更换

②资本性支出预留金额为专业工程技术尽调机构基于行业经验和专业判断预测，评估假设参考工程技术尽调的预测结果，具有合理性

基于前述大修及改造计划，工程尽调机构对不动产项目使用情况与各项设施设备现状进行尽职调查，并测算未来的资本性支出金额。在测算方法上，首先根据资产使用寿命、相关工程规范要求、设计年限、历史维修时间间隔以及目前使用情况预测未来维修频率；进一步采用量价分析原则，结合对于维修价格的专业判断，测算资本性支出的具体金额。

本项目评估假设参考工程尽调机构预测的全生命周期资本性支出结果，工程尽调机构预测的全生命周期资本性支出结果占评估预测不含税运营收

³¹ 工程尽调计算价值时点为2025年09月30日

入的比例约为 1.65%，评估机构基于项目封闭盒子化建筑，为适配哈尔滨漫长严寒气候，需高配保温、供暖、防冻及机电系统，设备负荷与更新频次高于普通奥莱；叠加寒冷天气对外立面与屋面维护、机电系统大修周期缩短等因素，评估机构基于审慎性原则向上调整为 2.8%，合理审慎。

综合来看，工程尽调结果与项目运营管理团队制定的大修及改造计划相比，基本一致；工程尽调结果是专业团队基于行业经验和专业判断预测，数据具有合理性；评估机构参考工程尽调结果，资本性支出预留合理审慎。

3) 与已发行项目相比，资本性支出预留具有合理性

资本性支出预测本质上是对未来大修、改造计划所需成本的预判。通常而言，对于同一类型、维护状况及运营周期相似的项目，其所需的资本性支出具体金额往往较为接近。然而，由于不同项目在收入能力上存在差异，这导致了资本性支出在运营收入中的占比反算结果各不相同。因此，单纯依靠资本性支出占运营收入比例这一单一参数进行对比，并不能准确判断资本性支出的预留是否合理。相较而言，年度资本性支出预留单价（按总建筑面积），更有可比性。

表：已发行消费类公募 REITs 项目³²资本性支出参数设置情况

项目名称		项目类型	投入运营年限	预测首个完整年度资本性支出	
				总价（万元）	总建筑面积单价（元/平方米）
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	农贸市场	约 10.5 年	311.00	13.21
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	约 10 年	130.72	21.95
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	约 5 年	441.00	27.26
	济南首创奥莱		约 4 年	238.21	20.60
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	购物中心	约 6.5 年	239.47	30.56
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	购物中心	约 6.5 年	432.49	42.09
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	购物中心	约 9.5 年	948.00	48.06
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	购物中心	约 8.2 年	1,200.00	54.94

³² 嘉实物美项目资本性支出纳入综合管理费，无法拆分比较。

项目名称		项目类型	投入运营年限	预测首个完整年度资本性支出	
				总价(万元)	总建筑面积单价(元/平方米)
华安百联消费 REIT	上海又一城	购物中心	约 16 年	1,100.50	88.05
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	约 8.4 年	441.00	21.95
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	约 10 年	477.31	45.78
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广场	购物中心	约 9 年	510.47 ³³	54.90
	长沙雨花亭凯德广场	购物中心	约 20 年	455.40	60.37
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	约 12 年	216.52	14.11
本项目		奥特莱斯	约 10.26 年	697.12	53.36

由上表可知，除因额外考虑了公区维护升级、化妆品区域装修补贴的华安百联项目外，本项目预测期内首个完整年度（即 2026 年）单方资本性支出处于已发行消费类公募 REITs 项目的合理区间，参数设立具有合理性。

综合来看，评估机构对于资本性支出的预留接近项目历史三年峰值、高于专业工程技术尽调机构尽调结果、普遍高于已发行不动产项目水平，相对合理审慎。

3. 关于折现率。请管理人、评估机构结合行业收益风险特征、所处城市以及区域的经济指标、同类资产大宗交易、上市公司并购重组交易等情况以及本项目风险收益特征等因素，充分说明折现率取值合理性。

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

郑州杉杉奥莱项目折现率为 7.25%。取值依据主要从项目运营情况与竞争实力、项目所在城市能级及资本化率 3 个方面考虑，具备合理性。

1) 基于项目运营情况与竞争实力确定合理折现率

①项目运营基本面扎实，现金流具备强稳定性

郑州杉杉奥莱项目运营基本面扎实，现金流稳定性强，主要体现于多

³³ 已剔除专项改造支出影响。

维度的客流保障机制与持续优化的经营能力。

项目具备坚实的区位与客流基础。项目地处高速公路枢纽，紧邻连霍、安罗、京武高速，距新郑国际机场约33公里，立体化交通网络高效覆盖郑州主城区、开封及周边省市客群，为客流持续导入提供硬支撑，客源结构多元，抗风险能力突出。

会员体系成熟，且具有人口导入优势。项目目前累计会员约220万人，会员消费占比达83%，形成高忠诚度、高复购率的稳定客群，为日常营收提供坚实基本盘，显著降低经营波动风险。同时，区域人口与消费持续导入，项目位于郑开同城化核心先行区，享受省级战略红利，中牟新区产业、住宅及公共配套不断完善，常住人口稳步增长，有效夯实近地消费基础，降低对远端客流的依赖。

项目迭代更新能力强。依托杉杉商业成熟运营能力，项目持续完成“花园奥莱·休旅杉杉”升级，引入高街潮牌、主题美食等多元业态；2027年四期开业将进一步新增商业面积与车位，补齐年轻、儿童、宠物等体验业态，强化“购物景区”定位，提升客流承载与消费转化能力。

文商旅深度融合。项目毗邻方特、只有河南、电影小镇、海昌海洋公园等八大文旅项目，依托“幻乐之城”IP，通过联合营销与客流互导，将文旅客流有效转化为消费客流，推动从单一购物向文商旅综合体转型，进一步拓宽收入来源。

综合以上因素，项目现金流稳定性强、抗风险能力突出，未来增长路径清晰，采用7.25%的折现率充分反映了项目可持续经营能力，具有合理性。

②竞争实力显著，市场地位具备稀缺性与壁垒性

郑州杉杉奥莱项目市场竞争实力突出，市场地位兼具稀缺性与高壁垒特征，构成其长期稳健经营的核心支撑。

项目具备显著的先发与区位垄断优势。作为中牟新区唯一的中高端奥特莱斯，项目填补了区域品质商业空白，在郑开同城化战略推进中承担商业枢纽功能，其业态定位与区位布局短期内难以被复制，构筑起天然的竞争壁垒。

区域竞争环境宽松，周边无直接同类竞品。项目与郑州市内其他奥特莱斯项目保持合理距离，有效规避同质化竞争与价格战压力；同时，依托杉杉“一城双店”的协同布局，项目与集团旗下其他门店实现差异化运营与客流互导，进一步巩固本地市场份额。除与项目分属不同片区的中原百联奥特莱斯项目（预计于2027年9月开业）外，郑州市内未来3年无同类竞品投入市场。

品牌资源构成核心护城河。项目入驻品牌中有超过100家门店的销售额位列该品牌河南奥莱门店第一，汇聚超过45家省内独家/省内首家奥莱店，形成极具号召力的品牌折扣平台，凭借运营口碑持续吸引首店、概念店及旗舰店入驻，品牌结构不断优化，始终保持市场引领地位。

项目运营能力成熟。依托杉杉商业多年商业地产深耕经验，管理团队专业规范，项目具备持续的产品升级、场景创新与服务优化能力，能够精准匹配消费升级趋势，保障项目长期活力与抗风险能力。

综合来看，项目凭借区位独占性、宽松竞争格局、强品牌资源壁垒及成熟运营体系，确立了难以撼动的市场地位，未来收益预期稳定且风险可控。因此，采用7.25%的折现率充分反映了其市场竞争优势，具有合理性。

2) 基于项目所在城市及区域能级确定合理折现率

①项目所在城市长期发展确定性高，风险可控

郑州杉杉奥莱项目所在城市郑州长期发展确定性高，风险可控，为项目持续稳健运营提供了坚实的宏观经济与政策支撑。

经济基本面稳固。郑州GDP持续位列中部省会前3，稳居“万亿俱乐部”，经济体量可观；同时GDP占全省比重从2018年的21.1%提升至2024年的22.9%，对河南经济拉动作用持续增强，增速在中部六省中位居第2，展现出强劲发展动力。

消费转化效率突出。2024年郑州居民人均可支配收入为45,994.2元，在中部六省中位列第五，但人均消费率³⁴达68.3%，跻身前三位，与排名第二的长沙（68.4%）近乎持平，显著高于武汉、合肥等城市，表明收入向消费的转化效率高，为商业不动产项目提供了稳定的需求基础。

人口吸引力持续强化。郑州依托国家中心城市定位，深入实施“郑聚英才计划”，对A-D类人才给予20万至500万元奖励，并对顶尖项目“一事一议”最高资助1亿元；计划5年引留青年人才100万人，2025年目标吸引高校毕业生20万人以上。同时，国土空间规划构建“中心城区—近远郊组团—中心镇—一般镇”四级城镇体系，促进职住平衡与公共服务辐射能力提升，进一步增强城市人口承载力和吸引力。

政策红利持续释放。《河南省“十五五”规划建议》明确推动郑州都市圈建设与郑开同城化，高标准建设郑开同城化示范区，深度融入共建“一带一路”，强化“空陆数海”四条丝绸之路建设；《郑州市“十四五”规划》则明确打造国际消费中心城市，推动业态创新与消费升级，为项目发展提供顶层战略支持。

产业结构持续优化。郑州市2025年前三季度规上工业增加值同比增长8.8%，高于全省0.4个百分点，汽车制造业、电子信息工业分别增长19.2%和11.8%，合计拉动规上工业增长5.7个百分点；服务业方面，1-8月规上服务业营业收入同比增长10.4%，高于全省2.4个百分点，文旅、交通、金融等行业发展良好。产业集群效应显著，开发区规上工业企业占比约58.9%，

³⁴ 人均消费率=人均消费支出/人均可支配收入。

智能传感器、汽车、现代食品加工三大集群跻身全国百强，创新平台达5,865家，算力规模1.6万P，稳居中部第一梯队，为产业升级与人才集聚提供有力支撑。

综合来看，郑州经济基础扎实、消费转化效率高、人口政策有力、战略规划清晰、产业体系现代化水平持续提升，城市长期发展路径明确、抗风险能力强。因此，采用7.25%的折现率，充分反映了郑州作为国家中心城市的稳健发展预期，具备合理性。

②项目所在区域发展前景明朗，增长潜力巨大

项目所在地中牟新区于2024年挂牌成立，是河南省首个省级新区，地处郑州都市圈、郑开同城化、黄河国家战略、国家中心城市等多重国家级与省级战略叠加核心区，区域发展前景明朗，增长潜力巨大，为项目长期价值提升提供了坚实的区位支撑与持续的外部红利。

战略位能显著提升。2025年6月，《郑州市支持河南中牟新区加快发展若干先行政策措施》正式印发，明确下放市级开发建设权限，支持轨道交通、专业园区及文旅产业布局，推动中牟新区进入全新发展阶段。作为郑州东部重点发展区域，中牟在空间上处于郑州、开封、航空港的黄金三角地带，是郑开同城化的核心增长极和先行区，在郑州都市圈“郑（港）汴许主引擎”布局中占据核心地位。

区域经济发展势头强劲。2024年中牟县实现地区生产总值502.01亿元，同比增长6.4%，综合实力与发展潜力分别位居全国百强县第70位和第56位，稳居郑州都市圈县域经济第一梯队。产业结构持续优化，中牟高新技术产业开发区集聚整车企业7家、汽车零部件及服务企业400余家、生物医药企业15家，先进制造业基础扎实；现代服务业开发区则依托八大文旅项目，形成河南省主题乐园最集中区域，2024年接待游客3,603万人次，实现旅游收入180.7亿元，外省游客占比超过40%，“中国中牟·幻乐之城”已成为

国内县域文旅IP标杆品牌，获评全国县域旅游综合实力百强县、国家级夜间文旅消费集聚区等多项荣誉。

交通基础设施持续完善，显著提升项目可达性与客群辐射范围。县域内连霍、郑民、京港澳、安罗高速“井”字形环绕，9个高速出入口实现15分钟上高速，广惠街站新建工程加快实施；干线公路形成“四环七纵十二横”路网，道路密度达300千米/百平方千米。轨道交通方面，地铁8号线一期已通车至绿博园站，未来规划东延至开封提升郑州（尤其是中牟新区）、开封两地居民跨城同行效率；规划中的低运量轨道交通T1线将贯穿新区主要文旅组团，与8号线无缝换乘，有效整合文旅资源并衔接城区客流。K2线路作为“都市圈通勤快线+世界精品文旅线”，在贾鲁河站与郑开城际轨道接驳，进一步强化区域交通优势。项目30分钟可达郑州东站，40分钟可达新郑机场，1.5小时覆盖全国三分之二主要城市，交通枢纽地位凸显。

文旅深度融合与商圈协同效应持续增强。项目位居中牟新区文旅核心区，与方特、只有河南、电影小镇、海昌海洋公园等八大主题乐园形成“景区引流+奥莱消费+场景互促”的深度联动，通过门票互认、活动共办、客群互导、业态互补，打造“一站式微度假”闭环，带动区域文商旅一体化发展。2024年区域接待游客超3,600万人次，文旅消费外溢效应显著，为项目持续导入高质量客流、提升消费转化率提供了坚实基础。在郑开同城化战略深化、交通基础配套设施持续完善、文旅IP集群效应凸显的三重驱动下，区域优质商业项目有望形成“流量-留量-收益”的良性循环，租金水平与出租率稳定性将显著优于普通商圈。

综合来看，项目所在中牟新区战略位能高、经济基础实、交通网络畅、文旅资源优，多重利好因素叠加，区域发展前景明确、增长潜力巨大。因此，采用7.25%的折现率充分反映了区域作为省级新区和郑开同城化核心

区的强劲发展预期，具备合理性。

3) 资本化率水平处于市场合理水平区间内，侧面证明折现率假设合理

在资本化率方面，根据戴德梁行2025年不动产资本化率调研报告结果，投资人普遍接受的新一线城市奥特莱斯业态估值水平对应资本化率（未扣除资本性支出）约为6.40%-7.50%。郑州杉杉奥莱项目2026年资本化率（扣除资本性支出³⁵前）约为6.42%，贴合新一线城市合理水平，侧面反映项目折现率取值合理，估值谨慎保守。

（2）哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

哈尔滨杉杉奥莱项目折现率为7.50%。取值依据主要从项目运营情况与竞争实力、项目所在城市能级及资本化率3个方面考虑，具备合理性。

1) 基于项目运营情况与竞争实力确定合理折现率

①项目运营基本面扎实，现金流具备强稳定性

哈尔滨杉杉奥莱项目运营基本面扎实，现金流稳定性强，主要体现于多维度的客流保障机制与持续优化的经营能力。

项目具备坚实的区位与客流基础。项目地处哈尔滨江北一体发展区，紧邻利民大道、哈尔滨绕城高速及哈尔滨北站，衔接地铁2号线，40分钟可达太平国际机场，立体化交通网络高效覆盖哈尔滨主城区及周边城市，为客流持续导入提供硬支撑，客源结构多元、辐射范围广，抗风险能力突出。

会员体系成熟，人口集聚效应突出。项目目前累计会员约170万人，会员消费占比达75%，形成高忠诚度、高复购率的稳定客群，为日常营收提供坚实基本盘，显著降低经营波动风险。同时，项目地处江北大学城核

³⁵ 含招商装修补贴，符合市场惯例。

心区域，汇聚大量高校师生，筑牢年轻消费基础；周边居住氛围成熟，常住人口规模稳步提升，夯实家庭日常消费支撑；依托新区产业园区集聚效应，吸引稳定商务客群，形成多元客群结构，进一步增强项目消费韧性与可持续经营能力。

运营优势凸显，全室内场景赋能。依托杉杉商业成熟运营能力与品牌资源优势，项目充分发挥盒子式奥莱独特竞争力，以全室内恒温场景有效破解北方严寒气候下的运营痛点，持续提升场景吸引力与顾客停留时长。同时通过首店经济引领、品牌矩阵优化及多元业态丰富，不断增强项目聚客能力与消费转化效率。

借力冰雪优势，拓宽营收渠道。项目深度依托哈尔滨冰雪经济核心 IP，联动冰雪大世界等优质文旅资源，通过主题场景打造、跨界联合营销及客流互通共享，高效实现文旅客流向消费客流转化，不断拓宽营收渠道。

综合以上因素，项目现金流稳定性强、抗风险能力突出，未来增长路径清晰，采用7.50%的折现率充分反映了项目可持续经营能力，具有合理性。

②竞争实力显著，市场地位具备稀缺性与壁垒性

哈尔滨杉杉奥莱项目凭借领先的市场地位、稀缺区位优势、强势品牌壁垒及成熟运营能力，形成难以复制的核心竞争力，为项目长期稳健经营与高质量发展提供坚实支撑。

项目具备显著的先发优势与区域龙头地位。作为黑龙江省销售额排名第一的奥特莱斯，项目占据哈尔滨江北一体发展区核心区位，契合城市战略发展方向，可承接主城商业外溢，填补区域高端大型商业空白，周边 5 公里内无其他大型商业综合体，形成区域性商业垄断格局。项目与区域内同类项目形成明显错位竞争，出租率显著高于周边可比项目；未来 3 年内哈尔滨市无规划新增同量级奥莱竞品，区域潜在供应有限，竞争格局持续

友好。

品牌资源构成核心护城河。项目汇聚众多国际国内知名品牌，形成高品质、差异化品牌矩阵，品牌号召力与聚客能力突出。超 80 家入驻门店销售额位居黑龙江省奥莱首位，凭借运营口碑持续吸引首店、概念店及旗舰店入驻，品牌结构不断优化，始终保持市场引领地位。

项目运营能力成熟。依托杉杉商业多年商业地产深耕经验，管理团队专业规范，项目具备持续的产品升级、场景创新与服务优化能力，能够精准匹配消费升级趋势，保障项目长期活力与抗风险能力。

综合来看，项目凭借区位独占性、强品牌资源壁垒及成熟运营体系，确立了难以撼动的市场地位，未来收益预期稳定且风险可控。因此，采用 7.50% 的折现率充分反映了其市场竞争优势，具有合理性。

2) 基于项目所在城市及区域能级确定合理折现率

①项目所在城市长期发展确定性高，风险可控

哈尔滨杉杉奥莱项目所在城市哈尔滨长期发展确定性高，风险可控，为项目持续稳健运营提供了坚实的宏观经济与政策支撑。

经济基本面稳固。哈尔滨经济龙头地位突出，经济体量持续领跑全省。2024年GDP突破6000亿元，GDP占全省比重达36.5%，对区域经济拉动作用显著，发展韧性强劲，是全省经济增长的核心引擎。

消费转化效率突出。2024年哈尔滨城镇居民人均可支配收入 48,216元，人均消费支出33,141元，消费率约68.7%，收入向消费转化效率高。依托冰雪文旅强势出圈，社会消费品零售总额稳步增长，文旅消费、餐饮消费、网络零售增速亮眼，为商业项目提供坚实需求支撑。

人口吸引力持续强化。项目所在的江北一体发展区作为哈尔滨城市北向拓展的核心承载区，人口集聚效应显著，“十四五”期间常住人口持续

净流入，人口磁吸效应突出。区域依托国家级新区战略优势，产业园区、高品质住区、大学城及公共服务配套加速落地，居住氛围成熟、就业机会增多，持续吸引主城区居民外溢与省内外人口落户。

政策红利持续释放。《黑龙江省“十五五”规划建议》大力推动消费扩容升级，深入实施提振消费专项行动。统筹促就业、增收入、稳预期，提高公共服务支出，增强居民消费能力。顺应消费升级新趋势，以新需求带动技术创新、产品开发，打造消费新场景新模式，以放宽准入、业态融合为重点促进服务消费，扩大优质消费品和服务供给。强化品牌引领、标准升级、新技术应用，丰富产品供给，提升供给质量，更好满足消费新需求，推动消费加快升级。发展直播电商、即时零售等消费新业态，拓展入境消费。

产业结构持续优化。全市产业向高端化、服务化加速升级。工业以装备制造、食品、医药为支柱，航空航天、新能源、数字经济增速领先；服务业占比超六成，交通运输、软件信息、文旅文娱等行业增长强劲，冰雪经济成为特色增长极，产业集群与创新平台支撑有力，为城市消费与就业提供稳定保障。

综合来看，哈尔滨经济基础扎实、消费转化效率高、人口政策有力、战略规划清晰、产业体系现代化水平持续提升，城市长期发展路径明确、抗风险能力强。因此，采用7.50%的折现率具备合理性。

②项目所在区域发展前景明朗，增长潜力巨大

项目所在哈尔滨江北一体发展区作为哈尔滨新区核心组成部分，整合国家级开发区优质资源，实行统一规划管理，定位为东北振兴与向北开放的重要增长极，叠加“五区叠加”政策优势与中蒙俄经济走廊建设机遇，发展定位高、政策红利足，奠定明朗发展基调。

区域交通路网持续完善。6条跨江通道、地铁2号线打通南北脉络，实

现与主城区半小时生活圈，内部道路通达性优良，为人口导入、产业集聚及消费流通提供坚实支撑，显著提升区域发展活力。

产业发展动能强劲。2024年GDP达690.0亿元、增速4.8%，产业结构持续优化，新质生产力加速集聚，形成以商业航天、生物医药、高端装备制造等为主导的优质产业体系，拥有多个标志性产业项目，培育一批“单项冠军”企业，重点项目数量与投资额居全市首位，产业集群效应凸显。

创新与人才支撑有力。依托哈工大等科研资源，搭建多层次科研平台，创新落地机制高效，同时20余所院校形成稳定人才储备池，人口持续净流入，优质公共服务资源不断完善，产城融合深度深化。

综上，区域凭借清晰的发展定位、强劲的产业动能、充足的资源支撑及多重政策赋能，人口与经济要素持续集聚，消费与产业增长空间广阔，发展前景明朗，增长潜力巨大。因此，采用7.50%的折现率充分反映了区域作为国家级开发区的强劲发展预期，具备合理性。

3) 资本化率水平处于市场合理水平区间内，侧面证明折现率假设合理

在资本化率方面，根据戴德梁行2025年不动产资本化率调研报告结果，投资人普遍接受的二线城市奥特莱斯业态估值水平对应资本化率（未扣除资本性支出）约为7.00%-8.20%。哈尔滨杉杉奥莱项目2026年资本化率（扣除资本性支出³⁶前）约为7.13%，符合市场二线城市合理水平，侧面反映项目折现率取值合理，估值谨慎保守

（三）关于评估过程与结论

1. 关于评估方法。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定，选择其他不同评估方法进行校验，并披露评估假设、评估过程

³⁶ 含招商装修补贴，符合市场惯例。

和评估价值等。

答复：

郑州杉杉奥特莱斯项目与哈尔滨杉杉奥特莱斯项目为所在城市标杆型奥特莱斯项目，其物业规模、业态组合及运营特征具有较强独特性与稀缺性。价值时点近期，项目所在区域内缺乏足够数量的且与项目在规模、业态、运营模式高度可比的大宗商业物业交易案例，不满足市场比较法作为正式评估方法的应用条件。同时，项目以联营合作经营模式为主、租赁模式为辅，区域及同城市内亦无同类运营模式的成熟成交案例。

综合上述市场条件，评估无法采用与项目高度可比的商业物业交易案例进行直接比较测算，仅可选取项目所在区域商业物业交易案例作为参考，间接校验、佐证本次评估结果的合理性。

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

1) 校验过程

比较法的定义：根据市场类似成交案例的搜集，通过对区位状况、实体状况、权益状况、市场状况、交易情况等不同因素的修正，计算得出本项目的市场价格的方法。

① 选取可比实例

由于项目所在区域内暂无直接竞品项目出售，在项目所处的中牟县内商业相对分散，且运营质量、客流水平与本项目差异较大，相对不具有可比性。经过市场调查与研究，评估机构根据与郑州杉杉奥特莱斯项目在区位状况、实物状况等方面的相似程度，最终在郑州市范围内确定了三个类似项目作为本项目首层的可比实例。

表：可比实例详情概述

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
项目名称	本项目首层	启迪科技城启创园底商	华信楷林大厦底商	万科福晟万科誉底商
建筑年代	2016年-2024年	2020年	2021年	2019年
地址	中牟县大孟镇郑开大道406号	金水区中环北路	金水区如意河西二街	管城回族区普惠路103号
案例来源	——	中指数据库	中指数据库	中指数据库
交易时间	2025/12/31	2024年9月	2024年5月	2024年1月
交易情况	——	正常	正常	正常
建筑面积(平方米)	52,815.29	214.14	146.34	66.74
交易价格(元/平方米)	——	48,954	50,067	49,480

②各项因素调整

对上述可比实例，我们从交易时间、交易情况、房地产状况等方面进行了相应的修正，主要有以下调整因素：

交易时间

可比实例的交易时间与价值时点接近，期间郑州市商业项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

房地产状况

房地产状况包括区位状况、实物状况和权益状况。其中，区位状况调整的内容包括商圈繁华度、交通便捷度、基础配套设施完善度等因素；实物状况调整的内容包括商业类型、建筑面积、楼层、楼宇配套设施设备、内部装修等因素；权益状况调整的内容包括规划限制条件、剩余土地收益年限因素。

表：比较因素修正指数

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
交易价格 (元/平方米)	—	48,954	50,067	49,480
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	0.922	0.922	0.999
实物状况	1.000	1.005	0.957	0.957
权益状况	1.000	1.000	1.000	1.000
修正因素合计	—	0.926	0.882	0.957
修正价格 (元/平方米)	—	45,331	44,159	47,352
权重	—	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术平均数 (元/平方米, 十位取整)	45,610			

由于可比实例业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重相同，则本项目首层的比较法校验单价为45,610元/平方米，本项目商业部分分布于地上1-2层，考虑楼层因素影响后，校验总价为4,006,000,000元（取整至百万位）。

③ 校验结果

表:校验结果对比

项目名称	总建筑面积 (平方米)	评估方法	总值(元)	单价(元/平方米)
本项目	111,962.80	收益法	4,309,000,000	38,486
		比较法	4,006,000,000	35,780

综上所述，本项目估值总价为43.09亿，采用比较法校验测算总价为40.06亿，结果差异在20%之内，本次估价结果具备合理性。

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

1) 校验过程

比较法的定义：根据市场类似成交案例的搜集，通过对区位状况、实体状况、权益状况、市场状况、交易情况等不同因素的修正，计算得出本项目的市场价格的方法。

①选取可比实例

由于项目所在区域内暂无直接竞品项目出售，在项目所处的利民开发区内商业相对分散，且运营质量、客流水平与本项目差异较大，相对不具有可比性。经过市场调查与研究，评估机构根据与哈尔滨杉杉奥特莱斯项目在区位状况、实物状况等方面的相似程度，最终在哈尔滨市范围内确定了三个类似项目作为本项目首层的可比实例。

表：可比实例详情概述

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
项目名称	本项目首层	洋海宸月府底商	中海时代底商	碧桂园国风云著底商
建筑年代	2015年	2026年	2021年	2024年
地址	利民开发区利民大道555号	香坊区松木街与星云路交口	群力第六大道与天平西路交口	道外区先锋路与东棵街交会处
案例来源	——	中指数据库	中指数据库	中指数据库
交易时间	2025/12/31	2025年11月	2026年1月	2025年11月
交易情况	——	正常	正常	正常
建筑面积 (平方米)	52,815.29	105	127	164
交易价格 (元/平方米)	——	29,987	25,500	25,059

②各项因素调整

对上述可比实例，我们从交易时间、交易情况、房地产状况等方面进行了相应的修正，主要有以下调整因素：

交易时间

可比实例的交易时间与价值时点接近，期间哈尔滨市商业项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

房地产状况

房地产状况包括区位状况、实物状况和权益状况。其中，区位状况调整的内容包括商圈繁华度、交通便捷度、基础配套设施完善度等因素；实物状况调整的内容包括商业类型、建筑面积、楼层、楼宇配套设施设备、内部装修等因素；权益状况调整的内容包括规划限制条件、剩余土地收益年限因素。

表：比较因素修正指数

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
交易价格 (元/平方米)	—	29,987	25,500	25,059
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	1.103	1.103	1.136
实物状况	1.000	0.947	1.078	1.078
权益状况	1.000	0.960	0.980	0.960
修正因素合计	—	1.002	1.165	1.175
修正价格 (元/平方米)	—	30,059	29,700	29,449
权重	—	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术平均数 (元/平方米，十位取整)	29,740			

由于可比实例业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重相同，则本项目首层的比较法校验单价为29,740元/平方米，本项目商业部分分布于地上1-3层，考虑楼层因素影响后，校验总价为2,860,000,000元（取整至百万位）。

③校验结果

表：校验结果对比

项目名称	总建筑面积 (平方米)	评估方法	总值(元)	单价(元/平方米)
本项目	130,635.62	收益法	2,690,000,000	20,592
		比较法	2,860,000,000	21,893

综上所述，本项目估值总价为26.90亿，采用比较法校验测算总价为28.60亿，结果差异在20%之内，本次估价结果具备合理性。

2. 关于预测依据及敏感性分析。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定补充披露关键核心参数的预测依据和合理性、运营收入及运营成本等核心参数对估值影响的敏感性分析。

答复：

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

郑州杉杉奥莱项目关键核心参数的预测依据和合理性详见上文，为了评估关键性假设波动对估值产生的影响，评估机构主要针对运营净收益、长期增长率、折现率进行了估值敏感性分析。

1) 运营净收益

估价对象的运营净收益水平受到收入和成本的综合影响，亦可以体现多个不同方向的市场变化对项目的整体影响。“基准运营净收益”情景为本次估值43.09亿对应的运营净收益水平。项目运营净收益的变化对估值的影响如下：

运营净收益变化比例	情境下估值(亿元)	估值变化比例(%)
下降 10.00%	38.78	-10.00%
下降 5.00%	40.94	-5.00%
基准	43.09	0.00%
增长 5.00%	45.24	5.00%
增长 10.00%	47.40	10.00%

2) 长期增长率

长期增长率会受到区域经济发展情况、利率和城市商业活力等宏观因素影响，不可预见的宏观环境变化会对估值产生影响。“基准长期增长率”情景为本次估值43.09亿对应的长期增长率。项目长期增长率的变化对估值的影响如下：

长期增长率变化	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降 100bp 至 1.00%	41.25	-4.27%
下降 50bp 至 1.50%	42.12	-2.25%
基准 2.00%	43.09	0.00%
增长 50bp 至 2.50%	44.07	2.27%
增长 100bp 至 3.00%	45.10	4.66%

3) 折现率

折现率会受到利率及所在地区、行业、市场的风险水平等因素的影响。“基准折现率”情景为本次估值43.09亿元对应的折现率。项目折现率的变化对估值的影响如下：

折现率变化	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降 50bp 至 6.75%	45.56	5.73%
下降 25bp 至 7.00%	44.30	2.81%
基准 7.25%	43.09	0.00%
增长 25bp 至 7.50%	41.93	-2.69%
增长 50bp 至 7.75%	40.83	-5.24%

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

哈尔滨杉杉奥莱项目关键核心参数的预测依据和合理性详见上文，为了评估关键性假设波动对估值产生的影响，评估机构主要针对运营净收益、长期增长率、折现率进行了估值敏感性分析。

1) 运营净收益

估价对象的运营净收益水平受到收入和成本的综合影响，亦可以体现多个不同方向的市场变化对项目的整体影响。“基准运营净收益”情景为本次估值26.90亿对应的运营净收益水平。项目运营净收益的变化对估值的影响如下：

运营净收益变化比例	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降 10.00%	24.21	-10.00%
下降 5.00%	25.56	-5.00%
基准	26.90	0.00%
增长 5.00%	28.25	5.00%
增长 10.00%	29.59	10.00%

2) 长期增长率

长期增长率会受到区域经济发展情况、利率和城市商业活力等宏观因素影响，不可预见的宏观环境变化会对估值产生影响。“基准长期增长率”情景为本次估值26.90亿对应的长期增长率。项目长期增长率的变化对估值的影响如下：

长期增长率变化	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降 100bp 至 1.00%	26.00	-3.35%
下降 50bp 至 1.50%	26.44	-1.71%
基准 2.00%	26.90	0.00%
增长 50bp 至 2.50%	27.38	1.78%
增长 100bp 至 3.00%	27.89	3.68%

3) 折现率

折现率会受到利率及所在地区、行业、市场的风险水平等因素的影响。“基准折现率”情景为本次估值26.90亿元对应的折现率。项目折现率的变化对估值的影响如下：

折现率变化	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降 50bp 至 7.00%	28.29	5.17%
下降 25bp 至 7.25%	27.58	2.53%
基准 7.50%	26.90	0.00%
增长 25bp 至 7.75%	26.25	-2.42%
增长 50bp 至 8.00%	25.62	-4.76%

五、基金运作与治理

（一）关于基金经理兼任。根据申报材料，本项目基金经理存在兼任情形。请管理人对基金经理兼任是否符合《审核关注事项》第五十八条相关规定发表明确意见，审慎评估基金经理兼任安排，完善并披露内控机制、考核安排、相关信息披露和内部监察稽核安排。

答复：

本基金拟任基金经理为闫婧茹女士、郭茂乾先生和秦文博先生，其中闫婧茹女士担任本基金投资管理基金经理，郭茂乾先生和秦文博先生担任本基金运营管理基金经理。截至 2025 年 12 月 31 日，闫婧茹女士已担任中金重庆两江 REIT、中金唯品会奥莱 REIT 的基金经理，郭茂乾先生已担任中金安徽交控 REIT 的基金经理，秦文博先生已担任中金唯品会奥莱 REIT 的基金经理。因此，本基金成立后，闫婧茹女士将同时担任三只不动产基金的基金经理，郭茂乾先生和秦文博先生将同时担任两只不动产基金的基金经理。

综合考量基金管理人的 REITs 产品数量、兼任基金经理的专业能力、涉及兼任的 REITs 底层资产类型与本基金底层资产的差异性以及基金管理人内部管理安排等因素，基金管理人认为上述兼任安排具有合理性，符合《审核关注事项》第五十八条的有关要求，具体说明如下：

1、兼任安排符合《审核关注事项》的有关要求

截至 2025 年 12 月 31 日，中金基金作为基金管理人在管的已上市不动产基金为 11 只（不少于 3 只），且商业不动产的运营管理基金经理岗位适格人员不少于 2 人；闫婧茹女士、郭茂乾先生、秦文博先生兼任不动产基金不超过 3 只，且具备六个月以上的不动产基金管理经验；涉及兼任安排的不动产基金的基金经理组合均满足“一只不动产基金应当至少由 2 名运营管理基金经理和 1 名投资管理基金经理管理”的要求。因此，兼任安排符合《审核关注事项》第五十八条的有关要求。

2、涉及兼任安排的不动产基金独立运营，利益冲突风险较低

中金安徽交控 REIT、中金重庆两江 REIT 的底层资产类型与本基金不同，兼任安排未对基金财产产生不利影响。此外，中金安徽交控 REIT、中金重庆两江 REIT 聘请的运营管理机构与本基金不同，不动产项目的运营安排通过运营管理服务协议约定，项目公司的预算由运营管理机构拟定，并经基金管理人审批通过后方可执行。根据法律法规规定及基金合同的约定，不同的不动产基金不得相互投资或进行资金拆借。

中金唯品会奥莱 REIT 的底层资产类型虽与本基金相同，但其所持有的资产与本基金首发资产的所处省市不同，项目所处的消费市场和面向的消费客群均不存在重叠，亦不涉及利益冲突情形。此外，中金唯品会奥莱 REIT 虽聘请了相同的运营管理（统筹）机构，但本基金拟聘请资产所在地的子公司作为运营管理实施机构负责日常运营，在实操当中，两只 REITs 制定项目公司的预算的运营管理团队不同，兼任安排可能引发的利益冲突风险较低。

3、基金管理人建立了有效的内部制度防范利益冲突风险

中金基金建立了完善的内部制度和治理机制，包括《REITs 业务利益冲突管理细则》等制度，以保障基金经理公平对待其所管理的不同不动产

基金。此外，中金基金已建立有效运营管理机制，将合理安排涉及基金经理在兼任 REITs 中的职责与分工，保障相关兼任基金经理的工作职责安排合理、有效，确保兼任基金经理具有充足的时间和能力，可同时胜任其在兼任基金中承担的工作职责。

特别地，为规范 REITs 基金经理兼任事项，基金管理人规范开展兼任事项的审批及履职评估等，要求兼任相关工作应当本着基金份额持有人利益优先原则，由基金管理人 REITs 投委会审慎评估决策，加强公平管理及规范考核，依法合规开展信息披露及相关报告工作，加强内部监察稽核，防范不当利益冲突。

（二）关于运营管理费。根据申报材料，运营管理协议约定了针对运营机构的激励约束安排。请管理人根据《审核关注事项》第六十九条、第七十条相关规定，结合浮动费用与运营管理团队的绩效评价及收入分配的勾稽关系，对现有机制安排能否有效实现激励约束目标以及激励到人发表明确意见，评估在运营管理协议中对相关安排予以明确。

答复：

1、运营管理费用的计提方法

在运营管理机构任期内，运营管理机构收取的运营管理费包括基础管理费用及浮动管理费用。根据《审核关注事项》第六十九条的规定，运营管理服务协议已明确运营管理费用的构成、收取基准、计算方式、调整安排、支付主体、支付方式和支付频次等，具体如下：

（1）基础管理费用

基础管理费用= $I \times (g+2) \% + C \times 8\%$

其中：

I表示每一项目公司当年经审计的营业收入，C表示每一项目公司当年经审计的运营净收益，以项目公司年度审计报告为准，g为每一项目公司的费率。

为免疑义，上述公式中的项目公司运营净收益=营业收入-营业成本-销售费用-管理费用-税金及附加+营业外收入-营业外支出+其他收益-信用减值损失-资产减值损失+折旧及摊销-资本性支出及招商装修补贴，其中管理费用或营业成本不含运营管理费中管理输出服务费部分和浮动管理费用，资本性支出及招商装修补贴以实际支付金额为准。

基础管理费包含运营管理机构为保障不动产项目运营而聘用人员直接或间接产生的人力管理支出及运营行政支出与管理输出服务费。

A) 基础管理费用中人力管理支出及运营行政支出:

该部分运营管理费用用于覆盖运营管理机构为保障不动产项目运营而聘用人员直接或间接产生的人力管理支出及运营行政支出，支付标准为“ $I \times g\%$ ”，其中郑州杉杉 $g=7.7$ ，哈尔滨杉杉 $g=8.2$ 。

B) 基础管理费用中的管理输出费用部分:

管理输出费用主要系运营管理机构为不动产项目提供标准化奥特莱斯运营管理体系及信息系统、各类平台资源导入所需的服务费用，支付标准为“ $I \times 2\% + C \times 8\%$ ”。

(2) 浮动管理费用

浮动管理费用= $(C-T) \times 20\%$

其中:

C表示每一项目公司当年实现的运营净收益，T表示每一项目公司运营净收益目标值。

自不动产基金间接享有项目公司股东权利之日起当年至不动产基金成立后的第三个自然年度（成立当年为第一个自然年度），每一项目公司年度运营净收益目标值为不动产基金首发阶段最终确定的评估报告中预测的对应年度运营净收益。不动产基金间接享有每一项目公司股东权利之日当年不满一年的，以实际运作天数折算对应年度运营净收益目标值；自不动产基金成立后的第四个自然年度起，每一项目公司年度运营净收益目标值为前一年不动产项目的跟踪评估报告中预测的对应年度运营净收益。特别地，当 $C < T$ 时，将相应扣减当年基础管理费用，扣减上限不超过运营管理机构当年确认的基础管理费用。运营管理费金额及计算方式调整须经基金管理人及运营管理机构书面协商一致并提交基金份额持有人大会投票表决，并以基金份额持有人大会投票表决结果为准。

2、运营管理费用的合理性分析

（1）基础管理费用的合理性分析

1) 基础管理费用中人力管理支出及运营行政支出部分的合理性

基础管理费用中人力管理支出及运营行政支出部分的计提比例与历史期间的实际发生水平可比，具备合理性，具体情况及分析如下：

表：历史成本费用情况（与基础管理费中人力管理支出及运营行政支出可比口径）

单位：万元

年份	2025年	2024年	2023年
郑州杉杉奥特莱斯项目			
人力管理支出	2,237.67	2,221.45	1,974.82
运营行政支出	252.91	266.41	262.25
合计	2,490.58	2,487.86	2,237.07
占营业收入的比例	7.24%	8.17%	7.72%
哈尔滨杉杉奥特莱斯项目			
人力管理支出	1,635.89	1,546.67	1,447.61
运营行政支出	299.56	276.70	276.23

年份	2025年	2024年	2023年
合计	1,935.45	1,823.37	1,723.85
占营业收入的比例	7.82%	8.35%	8.39%

2023年、2024年和2025年，郑州杉杉奥特莱斯项目人力管理支出及运营行政支出部分金额分别为2,237.07万元、2,487.86万元和2,490.58万元，占不含税营业收入的比例分别为7.72%、8.17%和7.24%，最近三年平均占比为7.71%；哈尔滨杉杉奥特莱斯项目人力管理支出及运营行政支出部分金额分别为1,723.85万元、1,823.37万元和1,935.45万元，占不含税营业收入的比例分别为8.39%、8.35%和7.82%，最近三年平均占比为8.19%。

最近三年不动产项目的人力管理支出及运营行政支出部分金额及占营业收入的比例整体较为稳定，故两个不动产项目的基础管理费用中人力管理支出及运营行政支出部分与此相对应的计提比例分别设置为7.7%和8.2%，与历史实际发生水平持平，对项目人员及行政相关成本费用形成了基本覆盖，是保障项目稳定运营的合理前提，具备必要性和合理性。

2) 基础管理费用中管理输出服务费的合理性

A) 管理输出服务费主要系运营管理机构为不动产项目提供标准化奥特莱斯运营管理体系及信息系统、各类平台资源导入所需的服务费用。

运营管理机构重点围绕消费者消费体验提升和商户的经营提升，通过精细化管理水平持续提升奥特莱斯经营业绩及核心竞争力。具体工作包括：

- a) 根据项目经营策略，明确每年的招调方案，持续开展商户招商、谈判、签约工作，为项目持续引入优质商户；
- b) 以商户持续稳定经营为目的，持续跟踪商户的经营状况，掌握商户经营需求，并对商户进行经营辅导；
- c) 制定全年推广策略及推广方案，持续输出营销推广活动，联动场内商

户，努力提升不动产项目的客流量及销售额；d) 以物业安全运营及提升消费者购物体验为导向，加强物业保养、维护维保及品质提升改造工作，打造消费者满意的购物环境；e) 维护优化奥特莱斯信息系统，维护会员关系，持续提升物业商服、智慧招商、工程物业、运营管理分析等专业系统在奥特莱斯的深度运用，通过为消费者提供多渠道的互动平台和智能化的购物体验赋能奥特莱斯的运营水平。

B) 考虑到对不动产基金提供服务较一般资管服务更为复杂，给予运营管理机构一定合理报酬具有必要性和合理性。

不动产基金作为公开上市的金融产品，相应的监管规则对其底层基础资产的运营管理、信息披露等事项也提出了较高的要求。基金管理人聘请的运营管理机构在常规不动产项目运营管理工作范围外，需要完成较多的委托或协助事项，包括但不限于：a) 编制经营及预算计划；b) 提供市场情况分析；c) 协助制定年度预算；d) 协助进行项目维修与改造；e) 协助进行档案资料归集等。除上述委托或者协助事项外，运营管理机构还需要协助进行信息披露，向基金管理人、计划管理人提供资产运营相关的报告，具体包括定期报告（年度报告、中期报告、季度报告、月度报告）和临时报告等。

上述报告对真实性、准确性、及时性要求严格，在一般运营管理工作基础上增加了较大工作量。为有效提高运营管理机构为不动产基金提供运营管理服务的工作精细度和积极性，加强运营管理费机制对运营管理机构的激励效果，给予运营管理机构的合理报酬具有必要性和合理性。

C) 管理输出服务费的收费水平属于市场化合理收费。

同类已上市不动产基金的运营管理费用中均包含管理输出服务费部分，根据已披露的招募说明书和反馈答复文件，本项目管理输出服务费部分的

收费水平处于同类项目收费水平的可比区间内。

名称	本项目	中金唯品会 奥莱 REIT	中金印力消 费 REIT	华夏华润商 业 REIT	华夏大悦城 商业 REIT	华夏凯德商 业 REIT
基础管理费 用的收费模 式	营业收入 × 费率+运营净 收益 × 8%， 费率取 9.7% 和 10.2%	项目收入 × 8.7%+运营净 收益 × 8%	总收入 × 8.5%+净运营 收入 × 8%	营业收入 × 费率+经营利 润 × 8%，费 率取 11.4%、 11.0% 和 10.5%	营业收入 × 费率，费率 取 16.87%、 15.63% 和 15.39%	实际运营收 入 × 费率+运 营净收益 × 8%，费率根 据不同项目 的不同年份 取 7.47%~10.65 %
管理输出服 务费的收费 模式	营业收入 × 2%+运营净 收益 × 8%	项目收入 × 2%+运营净 收益 × 8%	基础管理费 用中，人工 成本及行政 管理费根据 可供分配测 算报告及运 营管理服务 协议约定 (按 2024 年 预测口径约 为总收入的 4.9%)，其 余部分为管 理输出费用	营业收入 × 4%+经营利 润 × 8%	营业收入 × 费率，费率 取 4.3%、 4.38% 和 4.39%	实收运营收 入 × 4%+运 营净收益 × 8%
管理输出费 用换算为占 营业收入比 例	8.0%	7.9%	9.3%	8.2%	4.3%	8.8%

注：1) 上表中管理输出费用换算为营业收入比例为各项目管理人以预测期首年为准换算的比例，数据来源为各项目招募说明书及反馈答复文件；

2) 华夏华润商业 REIT 和 华夏凯德商业 REIT 未明确披露管理输出费用占营业收入比例，表中数据为根据两项目招募说明书披露的历史财务报表及计算公式推算得出。

综上所述，基础管理费中的人力管理支出及运营行政支出与本项目历史运营成本相匹配，管理输出服务费具备商业合理性且收费水平属于市场化合理水平，基础管理费用的收取合理、公允、符合交易习惯，符合《审核关注事项》第六十九条相关规定。

(2) 浮动管理费用的合理性分析

为了实现对运营管理机构有效激励，加强运营管理机构与基金份额持

有人的利益绑定，本基金设置浮动管理费机制。浮动管理费用的计费方式包含了正向激励和负向扣减机制，说明浮动管理费用可以实现奖惩对等的激励与约束效果，在对运营管理机构形成有效激励的同时对其增加设置了约束机制，实现运营管理机构与基金份额持有人利益的长久绑定，有利于保护投资者权益。

除此之外，为激励运营管理团队提高运营业绩并保持不动产项目长期稳健运营，基金管理人在运营管理服务协议中补充设置运营管理团队激励机制条款。运营管理机构有权根据项目运营情况，在每年实际收到运营管理费用后，对其运营管理团队进行业绩考核和激励。运营管理机构将根据考核结果将每年实际收到的浮动管理费用中不低于 20% 的部分作为业绩报酬激励到运营管理团队或个人。

综上所述，管理人认为浮动管理费的相关安排能够有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则，收费模式合理、公允、符合交易习惯，符合《审核关注事项》第六十九条相关规定；运营管理服务协议补充设置团队激励机制条款，运营管理团队或个人收到的业绩激励报酬与浮动管理费用勾稽，管理人认为现有机制安排能有效实现激励约束目标以及激励到人，符合《审核关注事项》第七十条的规定。

（三）关于分层决策机制安排。根据申报材料，本基金份额持有人大会未设日常机构。请管理人根据《审核关注事项》第六十四条相关规定，评估在不同层级设置针对运营管理相关重要事项的决策程序和审批权限，充分发挥运营管理机构及相关方参与项目运营的作用。

答复：

为规范本基金运作，保障基金份额持有人合法权益，提升基金存续期管理质效，本基金已系统设置“基金份额持有人大会-基金管理人-项目公

司” 分层决策机制，各决策主体的决策权限与职责边界如下：

1、基金份额持有人大会层面

基金份额持有人大会机制为本基金的最高决策层级。基金份额持有人大会由基金份额持有人组成，基金份额持有人的合法授权代表有权代表基金份额持有人出席会议并表决，基金份额持有人持有的每一基金份额拥有平等的投票权。

针对调整基金存续期限，更换基金管理人、托管人、运营管理机构等重要参与方或调整其报酬标准，转换基金运作方式、变更基金类别、基金合并、变更基金投资目标及策略等重大要素变更，重大项目购入或出售，基金扩募，重大关联交易等关乎本基金基本运作方式调整、重大要素变更、对于持有人利益将产生重大影响的事项，均需提交基金份额持有人大会审议决策，具体约定已于本基金招募说明书及基金合同中进行详细披露。

本基金原始权益人或其受同一实际控制的关联方参与战略配售比例不低于基金发售数量的 20%，根据基金合同的约定，单独或合计持有本基金总份额 10%以上（含 10%）基金份额的基金份额持有人就同一事项书面要求召开基金份额持有人大会，故原始权益人可依基金合同约定合法行使持有人权益。

此外，本基金拟在基金合同中明确约定，本基金可设立日常机构，日常机构可针对召开持有人大会、提请更换基金管理人及托管人或调整其报酬标准、监督基金管理人的投资运作、基金托管人的托管活动等事项依法行使职权。

2、基金管理人层面

基金管理人设立 REITs 投委会负责对不动产基金重大事项的审批决策，同时设立运营咨询委员会为具体基金的投资和运营提供专业咨询意见和建

议。

(1) REITs 投委会

REITs 投委会主要对于项目立项申请、申报注册、中介机构选聘、不动产项目购入和出售、关联交易、对外借款、项目运营重大事项、定期信息披露等事项进行审议决策。

根据法律法规、中国证监会规定及管理人章程，REITs 投委会审议事项中属于基金管理人董事会和/或基金份额持有人大会审议事项的，基金管理人应当在形成具体方案或作出决定后，提请公司董事会和/或基金份额持有人大会审议。

REITs 投委会会议应由全体委员的三分之二以上（含本数）出席方可举行。每一委员拥有一票表决权，表决形式分为赞成、反对和弃权三种。所有表决事项需经三分之二以上（含三分之二）的赞成票表决通过。

(2) 运营咨询委员会

考虑到不动产基金的产品创新性及其商业不动产行业资产运营管理的特殊性，为更好地维护本基金基金份额持有人合法权益，更专业化开展本基金的投资和运营管理，基金管理人设立运营咨询委员会，引入具备与商业不动产相关行业投资或运营管理经验的资深人士，及具备相关审计、法律、评估等专业能力的人士，为本基金的投资和运营提供专业咨询意见和建议。

运营咨询委员会会议应由全体委员的 2/3 以上（含本数）出席时方可举行，出席委员可就会议议题提出意见建议，并作为基金管理人 REITs 投委会的决策参考。

3、项目公司层面

为提升运营决策的效率和质量，确保不动产项目运营管理的持续稳定，

由基金管理人通过专项计划管理人委派项目公司的董事、监事、财务负责人。项目公司日常经营事项，由基金管理人、项目公司共同委托运营管理机构为不动产项目提供运营管理服务，通过签订《运营管理服务协议》授权运营管理机构对本项目进行运营管理，项目公司主要承担监督与审核的职责，充分地保障了运营管理机构日常运营管理的独立性。

4、重要事项决策和审批程序

(1) 预算制定及执行

运营管理机构及基金管理人根据运营管理服务协议相关约定，制定项目公司年度经营预算，包括预算报表及预算情况说明等。项目公司年度经营预算经过运营咨询委员会讨论后，提交基金管理人 REITs 投委会审批。

年度经营预算执行期间，确因市场经营环境、监管政策、主管机关要求等原因需对年度经营预算进行调整，或发生预算外事项，可以向基金管理人 REITs 投委会申请调整年度经营预算或预算外事项申请，履行相应的审批程序。

运营管理机构、基金经理及相关人员根据经基金管理人 REITs 投委会审批通过的年度经营预算（及其调整）或预算外事项决策，执行运营管理相关协议及资金支付审批。

(2) 重要经营事项

不动产项目运营过程中的重要事项，如租金调整、免租安排、租金优惠、委托物业管理、租户结构调整、运营成本调整、人员调整、突发事件响应安排等，原则上由运营管理机构及基金经理、项目公司财务负责人协商一致确定基本方案。

前述事项如根据相关机制需征求运营咨询委员会意见的，应提交运营咨询委员会咨询专业意见。前述事项如根据相关机制需经 REITs 投委会审

议的，应提交 REITs 投委会审批。

运营管理机构、项目公司及基金经理根据相关方签署的运营管理服务协议等相关协议、REITs 投委会审批通过的重要经营事项方案（如涉及）执行年度经营活动。重要经营事项需调整的，或发生预算外事项，可以向基金管理人 REITs 投委会申请调整年度重要经营事项或预算外事项申请，履行相应的审批程序。

（3）印章管理及合同执行

就与基金管理人确认一致的年度预算及相关资金计划范围内，在符合双方确认的文本标准条款（如有）的基础上，在协商一致的前提下，基金管理人可以授权运营管理机构在基金管理人指定系统审批、用印签署并执行符合条件的不动产项目运营的相关协议。

其他运营管理相关重要事项如关联交易、外部借款、对外担保、公司变更及其他影响基金份额持有人利益的重大事项，项目公司需按照《运营管理服务协议》《基金合同》的约定履行各层级决策程序，提交基金管理人及基金份额持有人大会（如需）审议批准。

（4）突发事件

针对影响到资产运营的紧急突发事件，如无法在支付前完成审批，运营管理机构可与基金管理人协调取得授权，本着对不动产项目最为有利的方式予以先行处理和应对，做好相关记录、账单、书面说明等，并在事后及时补充完成预算的调整或审批。

综上所述，管理人认为本基金从提升运营管理效率的角度出发，在持有人大会、基金管理人、项目公司等各个层级设置了有效的分层决策机制，能够充分发挥运营管理机构及相关方在不动产项目运营管理方面的专业能力，能够充分调动运营管理机构主观能动性，符合《审核关注事项》

第六十四条相关规定。

六、其他反馈意见

1. 关于回收资金使用。请管理人根据《审核关注事项》第十条相关规定，补充披露回收资金具体用途、对应金额，以及主要原始权益人关于回收资金用途作出的承诺、回收资金管理制度等。

答复：

（1）回收资金使用安排

本次项目原始权益人或其受同一实际控制的关联方计划认购本基金募集份额总额不低于 20%。在认购比例为 20%的假设前提下，预计回收资金净额为 412,783.56 万元，回收资金具体用途及对应金额初步计划如下，实际投入各募投项目的比例可能视项目具体情况有所调整：

项目	拟使用回收资金规模（万元）	占比
新项目投资	100,000.00	24.23%
存量资产收购	150,000.00	36.34%
偿还债务或补充流动资金	162,783.56	39.44%
合计	412,783.56	100.00%

本次回收资金将用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不会用于购置商品住宅用地。

（2）回收资金使用承诺

针对不动产基金回收资金用途事项，原始权益人杉杉商业已出具承诺函，保证使用不动产基金回收资金符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定。不动产基金回收资金将用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，

不会用于购置商品住宅用地。

原始权益人间接控股股东唯品会控股已出具承诺函，将督促原始权益人使用不动产基金回收资金符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定。原始权益人间接控股股东将督促原始权益人将不动产基金回收资金用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不会用于购置商品住宅用地。

(3) 原始权益人回收资金管理制度

为规范杉杉商业对于回收资金的管理，杉杉商业依据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《证券发行上市保荐业务管理办法》《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《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）》等有关法律、法规及有关规范性文件的规定，制定了《杉杉商业集团有限公司不动产投资信托基金回收资金管理办法》。该制度要求原始权益人及其子公司本着规范、透明的原则，按照适用法规要求使用回收资金，并规定采取有效措施避免资金用于购置商品住宅用地。

2. 关于土地续期。根据申报材料，郑州项目和哈尔滨项目申请续期但未获批准情形下适用的约定存在差异。请管理人补充说明存在差异的原因及合理性。

答复：

根据相关法律法规的规定，非住宅建设用地使用权年限届满，土地使用者需要继续使用土地的，应当至迟于届满前一年申请续期，除根据社会公共利益需要收回该幅土地的，应当予以批准。根据市场项目经验，不动产项目的土地出让合同普遍约定了土地使用权到期后申请续期的相关安排。

针对郑州杉杉奥特莱斯项目和哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的权属到期情况，两个不动产项目土地使用权到期后的处理方式均为对应土地出让合同的约定，相关安排与已上市的以产权类资产作为底层资产的公募 REITs 有关安排无显著差异，为市场通行安排。具体而言，两项目在申请续期且获批准的情形下和未申请续期的情形下适用的约定相同；在申请续期但未获批准的情形下适用的约定存在差异，亦属于土地出让合同常规条款中的两种可选情形，而非针对单个项目的特殊安排，具体如下：

1、土地出让合同针对申请续期但未获批准情形的相关约定

(1) 郑州杉杉奥特莱斯项目

“土地出让期限届满，土地使用者申请续期，因社会公共利益需要未获批准的，土地使用者应当交回国有土地使用证，并依照规定办理国有建设用地使用权注销登记，国有建设用地使用权由出让人无偿收回。出让人和土地使用者同意本合同项下宗地上的建筑物、构筑物及其附属设施按本条第（一）项约定履行：

（一）由出让人收回地上建筑物、构筑物及其附属设施，并根据收回时地上建筑物、构筑物及其附属设施的残余价值，给予土地使用者相应补偿；

（二）由出让人无偿收回地上建筑物、构筑物及其附属设施。”

(2) 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目

“土地出让期限届满，土地使用者申请续期，因社会公共利益需要未获批准的，土地使用者应当交回国有土地使用证，并依照规定办理国有建设用地使用权注销登记，国有建设用地使用权由出让人无偿收回。出让人和土地使用者同意本合同项下宗地上的建筑物、构筑物及其附属设施按本条第（二）项约定履行：

(一) 由出让人收回地上建筑物、构筑物及其附属设施，并根据收回时地上建筑物、构筑物及其附属设施的残余价值，给予土地使用者相应补偿；

(二) 由出让人无偿收回地上建筑物、构筑物及其附属设施。”

2、差异的原因及合理性

郑州项目和哈尔滨项目申请续期但未获批准情形下适用的约定存在差异，其主要原因系两项目土地出让合同对申请续期但未获批准情形的相关约定不同，具有合理性。当申请续期但未获批准的情形出现时，郑州杉杉奥特莱斯项目的土地出让人会根据地上建筑物、构筑物及其附属设施的残值给予项目相应补偿，而哈尔滨杉杉奥特莱斯项目的土地出让人将无偿收回地上建筑物、构筑物及其附属设施。

综上，两个不动产项目在土地使用权到期后，针对申请续期但未获批准情形的相关约定存在差异，主要系土地出让合同约定的差异，具备合理性。

3. 关于现金流归集安排。请管理人根据《审核关注事项》第七十二条相关规定，结合账户设置和现金流自产生至当期分配给不动产基金期间在各账户间的划转安排等，补充披露各项收入现金流归集、管理机制，及资金安全保障相关安排。

答复：

(1) 本基金涉及的各层级账户的设置与监管措施

基金管理人已与中国建设银行（作为基金托管人）签订《基金托管协议》，计划管理人已与中国建设银行宁波分行（作为计划托管人）签订《专项计划托管协议》，基金管理人、计划管理人、中国建设银行宁波分行（作为监管银行）已与每一项目公司、每一 SPV 公司分别签订《项目公

司账户监管协议》及《SPV 公司账户监管协议》。中国建设银行、中国建设银行宁波分行应按照《基金托管协议》、《专项计划托管协议》和账户监管协议所规定的职责和操作流程为本基金涉及的各层级银行账户及其资金流向进行全程监督、闭环管理。

在基金层面，设置基金托管账户，指基金管理人以基金的名义在托管人处开立的人民币资金账户。基金的相关货币收支活动，包括但不限于接收募集资金专户划付的认购资金、接收资产支持专项计划分红款及处置款、向基金份额持有人进行收益分配、支付基金相关费用等，均须通过基金托管账户进行。

在专项计划层面，设置专项计划账户，指计划管理人以专项计划的名义在计划托管人处开立的资金账户。专项计划资金的一切收支活动，包括但不限于自专项计划募集专用账户接收认购资金、向原始权益人划付 SPV 公司股权转让价款、向 SPV 公司增资、向 SPV 公司发放股东借款、接收项目公司当期应付目标债权本息或可供分配股东利润等、进行合格投资、缴纳专项计划税费、接收专项计划回收资金、支付专项计划费用以及向资产支持证券持有人划付专项计划利益分配款项，均必须通过该账户进行。

在 SPV 公司层面，设置 SPV 公司监管账户，指 SPV 公司根据《SPV 公司账户监管协议》在监管银行开立或受监管银行监管的人民币银行账户的单称或合称。主要用于收取计划管理人根据《股东借款协议》发放的股东借款、计划管理人根据《SPV 公司增资协议》支付的增资款、收取处分收入（如有）、支付标的股权收购价款、在吸收合并完成前偿还股东借款本金和利息、向其股东分配股息红利（如有）、进行合格投资等的人民币资金账户。在吸收合并完成后，SPV 公司监管账户应注销。

在项目公司层面，本基金设置监管账户、基本账户、预付卡监督账户。项目公司监管账户系指项目公司在监管银行开立或受监管银行监管的主要

用于归集项目公司现金资产、收取项目公司运营收入（包括但不限于所有联营收入、租金收入、物业管理费收入、营销推广收入、场地租赁收入等涉及不动产资产的商户、转租人、被许可人及受让人应支付的其它款项与费用，以及其他合法经营业务而产生的收入）、收取处分收入（如有）、向本不动产项目顾客支付退款、向项目公司基本账户拨付项目公司运营支出资金及应退押金/保证金和应返还联营收入、向项目公司基本账户拨付《运营管理服务协议》项下运营管理等支出款项、在吸收合并后支付标的债权本金和利息、向其股东分配股息红利（如有）、进行合格投资或向项目公司基本账户拨付资金进行合格投资、偿还外部借款（如有）等的人民币资金账户。

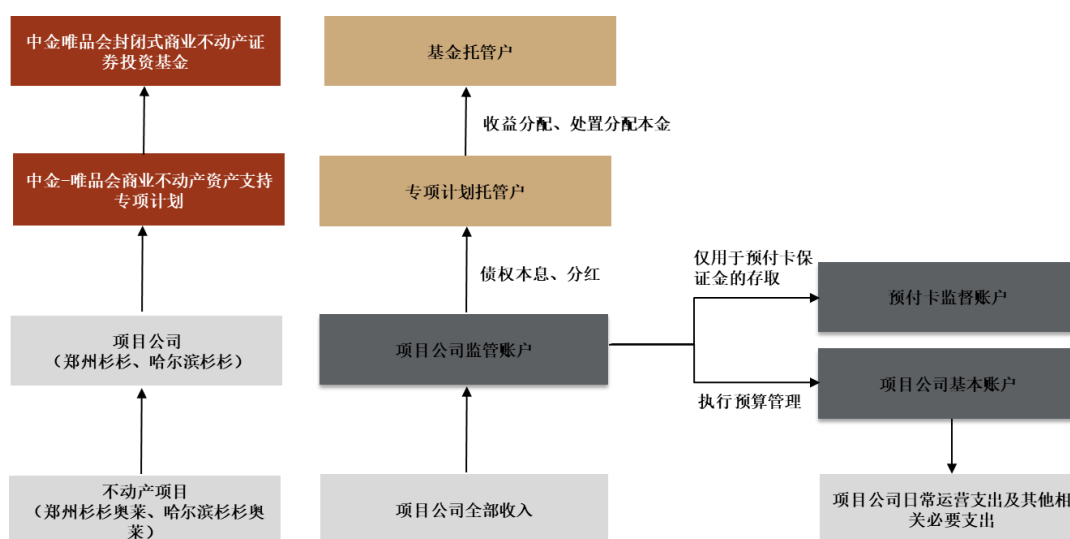
项目公司基本账户系指项目公司在监管银行处开立或受监管银行监管的专门用于支付项目公司运营支出资金及应退押金/保证金、支付《运营管理服务协议》项下运营管理费、向商户返还联营收入、向本不动产项目消费顾客支付因各种原因无法通过原收款账户原路退回的款项、进行合格投资、收取项目公司监管账户拨付的资金及基金管理人认可的其他款项（为免疑义，所谓“基金管理人认可的其他款项”，具体是指因退税、账户结息等必须由项目公司基本账户直接收款的款项，如收到此类款项，项目公司不得随意动用，应及时向项目公司监管账户调拨该等款项），并向项目公司监管账户划付剩余留存资金等的人民币资金账户。除前述资金外，原则上基本账户不得作为任何资金的收款账户。

项目公司预付卡监督账户系指项目公司在政府相关部门要求下，在监管银行处开立或受监管银行监管的仅专门用于归集或支付预付卡保证金的人民币资金账户。根据单用途商业预付卡管理办法（试行）相关规定，项目公司需将收到的预付卡资金的一定比例存入预付卡监督账户，项目公司拟按照相关规定延续使用原账户，并按照《项目公司账户监管协议》相关

约定进行监管。

除上述账户外，本基金原则上不得有任何其他账户。如因基金运作或项目公司运营确需新设其他账户的，基金管理人需向托管人、监管银行充分说明其存在的必要性和合理性，经托管人、监管银行同意后，方可开立并纳入托管人、监管银行的统一监督管理。

图：吸收合并完成后各层级账户资金流转示意图



(2) 项目公司层面账户的使用安排

1) 项目公司应当在专项计划设立之前将不动产资产的联营合同、租赁合同等相关收入合同中的项目公司收款账户变更为监管账户，并确保自专项计划设立日（含该日）起，以监管账户作为收取项目公司运营收入的收款账户，并监督项目公司运营收入的资金及时划入监管账户。如有联营商户、承租方或其他业务相关方将租金或相关款项等转入项目公司其他账户的，项目公司应及时按照合同约定向监管账户转付该等款项。

2) 在专项计划设立日，基金管理人应将项目公司基本账户中留存的现金资产扣除必要的账户预留款项后全部拨付至监管账户。基金管理人应于专项计划设立日按照已审批的当期资金拨付预算向监管银行下达拨付指

令。

3) 经基金管理人申请, 监管银行应为基金管理人及其指定方开通项目公司监管账户的网银查询功能。计划管理人、项目公司等相关方如需要开通网银查询功能, 应向基金管理人提出申请, 并由基金管理人根据相关约定安排为其开通。

4) 项目公司基本账户专门用于支付项目公司运营支出资金及应退押金/保证金、支付《运营管理服务协议》项下运营管理费、向商户返还联营收入、向本不动产项目消费顾客支付因各种原因无法通过原收款账户原路退回的款项、进行合格投资。除收取项目公司监管账户拨付的资金及基金管理人认可的其他款项外, 原则上项目公司基本账户不得作为任何资金的收款账户。

5) 根据运营管理服务协议, 基金管理人与运营管理机构经书面确定下年预算, 基金管理人基于已经审批的预算按约定频率由项目公司监管账户向项目公司基本账户拨付资金。

6) 如项目公司存在突发性或预算外用款需求, 经基金管理人审核通过后, 应先由监管银行自项目公司监管账户向项目公司基本账户拨付预算, 后由项目公司基本账户对外支付。

7) 项目公司以监管账户内的资金偿还专项计划股东借款本息时, 基金管理人应当根据计划管理人发出的付息还款通知书、提前还款通知书(如有)、利润分配决议(如有)、处分分配决议(如有)等文件约定的金额, 在对应还款日向监管银行发起符合《项目公司账户监管协议》约定的划款指令, 指令监管银行将监管账户内的相应资金支付至专项计划托管账户。

8) 计划管理人于划款指令发送日向计划托管人发送分配当期应分配

的资产支持证券所有收益的划款指令，计划托管人在核实《收益分配报告》及划款指令后，于计划托管人划款日按划款指令将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益划入登记托管机构指定账户。

(3) 项目公司不同收入模式下的收入归集路径

项目公司经营不动产项目的方式主要为采用联营或租赁模式向商户收取相关收入，其中租赁模式中包含固定租金、提成租金、固定租金与提成租金两者取高模式。

1) 联营模式及提成租金模式中项目公司统一收银的资金归集路径

在联营模式下由项目公司对商户提供统一的收银结算服务，商品销售后所有收入均直接归集至项目公司监管账户，项目公司根据合作经营合同中相关约定扣除该品牌商实际销售额的一定比例后将剩余部分返给品牌商。不动产项目产生的所有联营收入均归集至项目公司监管账户。

在提成租金模式下，项目公司按照品牌商销售额的一定比例收取租金收入，其中部分提成商户由项目公司提供统一的收银结算，该类商户的资金归集路径与联营模式一致。

2) 固定租金、固租与提成两者取高模式及提成租金模式下由商户自行收银的资金归集路径

针对固定租金模式、固定租金与提成租金两者取高模式及提成租金模式下自行收银的商户，通常情况下由商户按照合同约定时间预付/支付租金至项目公司监管账户。

针对商户自收银模式，商户需按月提交营业收入月报表，项目公司有权抽查店铺销售情况，并保留审计及审查营业额真实性的权利。

4. 关于资产投保情况。根据申报材料，本项目保额无法覆盖评估值。

请管理人对保险购买情况是否符合《审核关注事项》第三十八条相关规定发表明确意见。

答复：

根据中国大地财产保险股份有限公司签发的《财产一切险保险单》（保险单号：PQYA26330221170000000038），项目公司郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司就郑州杉杉奥特莱斯项目已投保了财产一切险，保险期限为2026年3月3日起至2027年3月2日止。投保范围包括：商铺存货、商铺装修、固定资产，投保金额为47.01亿元。

根据中国大地财产保险股份有限公司签发的《财产一切险保险单》（保险单号：PQYA26330221170000000037），项目公司哈尔滨杉杉奥特莱斯购物广场有限公司就哈尔滨杉杉奥特莱斯项目已投保了财产一切险，保险期限为2026年3月3日起至2027年3月2日止。投保范围包括：商铺存货、商铺装修、固定资产，投保金额为29.12亿元。

本项目财产一切险投保金额已覆盖项目估值，同时管理人及评估机构已按照项目估值在未来经营预测中对保险支出进行预测。基于此，管理人认为本项目保险购买情况符合《审核关注事项》第三十八条相关规定。

(本页无正文，为《关于<关于中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金上市及中金-唯品会商业不动产资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见>的回复》之盖章页)

中国国际金融股份有限公司

2026年4月7日

