

关于《广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金上市及瑞元资本新城吾悦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》的答复

上海证券交易所：

广发基金管理有限公司、瑞元资本管理有限公司已收到《广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金上市及瑞元资本新城吾悦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》（20260227R0016），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。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，进一步说明以本项目作为基金底层资产的主要考虑。

答复：

管理人系统性评估新城控股集团旗下资产后，主要基于对资产品质、区域优势、经营业绩、竞争环境、未来潜力等角度的综合考量，择优选择了常州天宁吾悦广场（下称“天宁项目”）和南通启东吾悦

广场（下称“启东项目”）作为基金底层资产。天宁项目和启东项目均位于江苏省，其综合绩效（包括收益、客流、会员等）均稳定在标杆水平，具备可复制、可参考的示范效应和代表意义。截至 2025 年 12 月 31 日，在新城控股集团已开业的 148 座自持吾悦广场中：

- 1、按照资产评估规模口径计算，天宁项目排名前 10%，启东项目排名前 20%；
- 2、按照已开业的吾悦广场营业入口径计算，天宁项目与启东项目均排名前 20%；
- 3、按照已开业的吾悦广场运营净收益口径计算，天宁项目与启东项目均排名前 20%。

天宁项目和启东项目均由新城控股集团旗下“吾悦”商管运营管理。截至 2026 年 3 月 31 日，新城控股集团在全国 145 个城市已布局 211 座吾悦广场，已开业在营数量达 178 座，其中自持的已开业吾悦广场为 148 座，管理输出的已开业吾悦广场为 30 座，开业面积达 1,649.07 万平方米，已成为全国领先的商业运营商。新城控股集团出租物业情况如下：

表：新城控股集团出租物业情况¹

单位：平方米

省份	出租物业数量	总建筑面积	可供出租面积	出租率 ²
江苏	44	4,139,925	2,423,797	96.62%
浙江	18	1,618,168	968,767	97.73%
安徽	14	1,258,300	758,139	97.30%
陕西	7	659,454	385,602	99.30%
山东	16	1,473,979	846,964	96.57%
湖南	6	502,482	302,266	95.97%
广西	5	455,455	274,624	98.87%
云南	6	571,450	345,749	98.14%
湖北	8	732,139	448,121	99.74%
江西	4	355,429	219,343	96.26%

1、数据来源为新城控股（601155.SH）2026 年 3 月份及第一季度经营简报。
2、出租率为 2026 年 3 月 31 日当日商业物业出租情况。

省份	出租物业数量	总建筑面积	可供出租面积	出租率 ²
四川	6	529,525	332,104	98.28%
吉林	2	254,609	143,949	97.50%
海南	1	111,582	60,171	98.10%
天津	4	306,382	193,017	98.89%
河北	2	209,880	117,436	99.49%
上海 ³	3	156,575	110,306	95.97%
贵州	2	175,541	110,838	99.66%
青海	2	196,568	123,801	100.00%
内蒙古	2	190,313	109,548	98.07%
福建	3	261,872	155,486	99.79%
辽宁	3	299,107	156,011	96.35%
河南	6	534,195	316,993	99.94%
宁夏	1	100,225	59,475	97.63%
重庆	5	503,520	300,907	92.50%
广东	3	254,970	160,683	94.47%
山西	3	328,309	189,315	99.17%
甘肃	1	123,752	71,356	100.00%
新疆	2	220,262	131,132	97.57%
合计	179	16,523,968	9,815,899	97.44% ⁴

从底层资产选择角度看，天宁项目和启东项目均位于江苏省内，属于新城控股集团在潜力城市中运营时间适中、资产规模及经营指标排名相对靠前、区域竞争格局相对清晰的购物中心资产。两项目与新城控股集团总部资源、江苏区域运营资源具有较强协同性，适合作为本基金首批底层资产。管理人及新城控股集团经综合评估，选取天宁项目和启东项目作为本基金底层资产，主要考量如下：

1、区域资源优势明显，总部赋能效应显著。新城控股集团创立并注册于江苏常州，深耕江苏省多年，在该省具有较强的规模优势和资源配置能力。选取省内资产作为不动产基金底层资产，有利于其充分发挥总部资源优势，调动更多内部资源推动项目平稳健康运行。基于对资源注入、规模优势、资产潜力的充分考虑，优先选择江苏省内资产作为基金底层资产，符合对投资人负责的审慎原则。

3、上海包含上海新城控股集团大厦 B 座办公楼出租情况。

4、已开业在营的 178 座吾悦广场的平均出租率为 97.44%。

2、项目经营业绩稳定，核心指标排名靠前。两项目收益、客流、会员等运营指标均稳定在标杆水平，在 148 座已开业自持吾悦广场中按不同口径均排名前 20%，资产质量与运营表现具备良好的可验证性和可参考性。

3、区域竞争格局相对清晰，项目定位具备差异化。天宁项目位于天宁区城东商圈，5 公里范围内同类型竞争性项目较少；启东项目为启东市规模较大、业态较完整的一站式现代化购物中心，区域内同类项目数量有限。两个项目所处商圈及项目定位为后续运营稳定性提供了一定支撑。

4、运营时间适中，剩余年限长，成长性良好。两项目目前处于成熟运营期，物业剩余土地使用年限较长，具备进一步升级改造的基础。

新城控股集团具备丰富的资产储备，未选取其他综合排名较高的吾悦广场的主要原因为：基于稳健性考虑，本次基金底层资产优先选择了江苏省内资产，部分其他省份优质资产可作为扩募储备资产；部分吾悦广场目前仍在其他金融产品的存续期内，相关权利受限，待到期解除后可作为扩募储备资产。

综上，管理人联合新城控股集团主要基于资产规模及经营指标排名、江苏区域协同、区域竞争格局、运营成熟度、剩余土地使用年限、资产合规状态及后续扩募安排等因素，最终选定天宁项目与启东项目作为本基金底层资产。上述选择符合新城控股集团盘活优质商业不动产、搭建公募 REITs 平台及保护投资人利益的整体安排。

（二）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：

广发基金管理有限公司（简称“广发基金”）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。广发基金公募 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验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上不动产项目运营经验。

广发基金已设置公司一级部门不动产基金业务部作为开展不动产基金业务的主办部门，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，广发基金不动产基金业务部已配备不少于 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验的主要负责人员，其中不少于 2 名具备 5 年以上不动产项目运营经验，在人员数量和经验上满足要求。除此之外，还将根据工作及业务开展情况，持续完善部门人员配备和岗位设置，以满足不动产基金业务规范开展需要。此外，基金管理人已管理 1 只上市公募 REITs 基金，具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验。同时，基金管理人为本基金配备了 3 名适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，广发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、风险控制制度。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，广发基金根据《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：

广发基金已制定不动产基金投资管理、项目运营、内部控制与风险管理相关的制度及流程文件，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，其中，在 REITs 基金投资管理方面的主要制度包括《公开募集不动产投资信托基金投资决策委员会议事规则》《公开募集不动产投资信托基金投资管理制度》《公开募集不动产投资信托基金关联交易管理办法》《公开募集不动产投资信托基金会计核算制度》《公开募集不动产投资信托基金尽职调查内部管理制度》《公开募集不动产投资信托基金内部控制与风险管理制度》《公开募集不动产投资信托基金销售管理制度》《公开募集不动产投资信托基金运营管理制度》《公开募集不动产投资信托基金信息披露制度》等；在基金销售方面的主要制度包括《广发基金管理有限公司网上直销业务管理制度》《广发基金管理有限公司基金销售机构合作管理制度》《广发基金管理有限公司营销管理制度实施办法》等；在基金登记和估值环节的主要制度包括《广发基金管理有限公司注册登记部业务管理制度》《广发基金管理有限公司注册登记部管理制度》《广发基金管理有限公司份额清算管理制度》《广发基金管理有限公司销售结算资金清算管理制度》等。

因此，广发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，广发基金的部门、人员、制度、流程设置等符合《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。

（三）关于参与主体资质及管理能力

1.关于参与主体资质。根据申报材料，原始权益人吾悦顺瑞报告期内 EBITDA、净利润持续为负；项目公司报告期内资产负债率较高，部分年度超过 100%；运营管理实施机构天宁吾悦、启东吾悦 2024 年营业收入分别下降 60.7%、61.1%，且营业利润、净利润、经营活动产生的现金流量净额均为负值；运营管理统筹机构新城控股集团系原始权益人控股股东，报告期内总资产、经营活动产生的现金流量净额均呈持续下降态势，筹资活动产生的现金流量净额持续为负，2024 年营业收入下降 25.3%，营业利润下降 33.6%，营业外收入下降 37%，营业外支出上升 32.5%，审计机构对其 2023 年度及 2024 年度的财务报表出具了非标准无保留意见的审计报告。

请管理人根据《审核关注事项》第八条相关规定，结合原始权益人、项目公司、运营管理统筹机构和运营管理实施机构的实际经营情况与财务数据波动原因，分析前述主体的信用稳健性、持续经营能力并发表明确意见，进一步说明相关情况对底层资产不动产稳定运营可能产生的影响。

答复：

本项目的财务数据和评估基准日均已更新至 2026 年 3 月 31 日，原始权益人、项目公司、运营管理实施机构、运营管理统筹机构更新后的财务数据如下所示。

（1）原始权益人吾悦顺瑞近三年及一期的利润情况

表：吾悦顺瑞近三年及一期合并利润表

单位：元

项目	2026 年 1-3 月	2025 年度	2024 年度	2023 年 6 月 7 日（公司成立日）至 2023 年 12 月 31 日
一、营业收入	-	-	-	-
减：营业成本	-	-	-	-
税金及附加	-	1.77	12,500.00	-
销售费用	-	-	-	-
管理费用	138,878.96	1,234,594.38	811,935.95	-
研发费用	-	-	-	-
财务费用	43.76	51,443.42	-7,922.91	-
其中：利息费用	-	-	-	-
利息收入	6.24	449.88	7,937.72	-
加：其他收益	1,516.75	844.08	-	-
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	-137,405.97	-1,285,195.49	-816,513.04	-
加：营业外收入	-	0.20	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	-137,405.97	-1,285,195.29	-816,513.04	-
减：所得税费用	-	-	-	-
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	-137,405.97	-1,285,195.29	-816,513.04	-
（一）按经营持续性分类：				
其中：持续经营净利润（净亏损以“-”号填列）	-137,405.97	-1,285,195.29	-816,513.04	-
终止经营净利润（净亏损以“-”号填列）	-	-	-	-
（二）按所有权归属分类：				
其中：归属于母公司股东的净利润（净亏损以“-”号填列）	-137,405.97	-1,285,195.29	-816,513.04	-
少数股东损益（净亏损以“-”号填列）	-	-	-	-
五、其他综合收益的税后净额				
六、综合收益总额	-137,405.97	-1,285,195.29	-816,513.04	-
归属于母公司股东的综合收益总额	-137,405.97	-1,285,195.29	-816,513.04	-
归属于少数股东的综合收益总额	-	-	-	-

本基金的原始权益人为吾悦顺瑞，系新城控股集团全资子公司，成立于 2023 年 6 月 7 日，注册资本 10,000 万元。吾悦顺瑞为新设立的商业不动产资产独立持有平台，未来将通过该平台持有本基金拟入

池资产及后续扩募资产，主要承担投资、持有及管理的职能。

原始权益人吾悦顺瑞报告期内 EBITDA、净利润持续为负主要系原始权益人设立时间较短，报告期内尚未开展主营业务，但根据企业管理制度已发生相应运营成本所致。截至 2026 年 7 月 10 日，天宁项目公司和启东项目公司均已完成工商变更，将项目公司股权变更至原始权益人名下。预计后续原始权益人 EBITDA、净利润将得到改善。

本次商业不动产 REIT 的申报发行，是新城控股集团资管战略的重要突破，也是搭建多层次 REITs 平台的关键举措，吾悦顺瑞作为不动产基金的专业资产持有平台，未来随着投资、持有和管理项目数量持续增加，原始权益人业务规模将逐步扩大，具有较大的增长空间和较强的持续经营能力。

（2）项目公司主要财务数据

致同会计师事务所（特殊普通合伙）按照中国注册会计师审计准则的规定审计并更新了常州新城鸿兴商业经营管理有限公司（以下简称“天宁项目公司”）的备考财务报表，并出具了标准无保留意见的审计报告（致同审字（2026）第 310A033126 号）；启东市悦博商业经营管理有限公司（以下简称“启东项目公司”）的备考财务报表，并出具了标准无保留意见的审计报告（致同审字（2026）第 310A033127 号）；审计并更新了对天宁项目公司和启东项目公司的汇总备考财务报表，包括 2023 年 12 月 31 日、2024 年 12 月 31 日、2025 年 12 月 31 日及 2026 年 3 月 31 日的汇总备考资产负债表，2023 年度、2024 年度、2025 年度及 2026 年 1-3 月的汇总备考利润表以及汇总备考财务报表附注，并出具了标准无保留意见的审计报告（致同审字（2026）第 310A033128 号）。

表：常州新城鸿兴商业经营管理有限公司近三年及一期备考资产负债表

单位：元

项目	2026年3月31日	2025年12月31日	2024年12月31日	2023年12月31日
流动资产：				
货币资金	10,568,613.40	3,487,531.64	6,471,991.77	3,539,465.11
应收账款	335,254.57	668,812.36	583,379.34	905,497.47
预付款项	417,956.48	154,075.31	585,001.83	29,914.90
其他应收款	433,568,162.69	434,086,049.42	416,546,242.05	2,807,389.92
其他流动资产	-	252,654.53	83,437.19	33,280.95
流动资产合计	444,889,987.14	438,649,123.26	424,270,052.18	7,315,548.35
非流动资产：				
投资性房地产	1,035,749,659.08	1,043,338,574.24	1,068,523,172.49	1,098,622,416.79
非流动资产合计	1,035,749,659.08	1,043,338,574.24	1,068,523,172.49	1,098,622,416.79
资产总计	1,480,639,646.22	1,481,987,697.50	1,492,793,224.67	1,105,937,965.14
流动负债：				
应付账款	35,834,351.35	33,968,472.29	14,533,274.12	1,691,985.64
预收款项	7,074,921.80	7,460,928.24	9,037,145.61	8,870,209.41
合同负债	4,853,747.19	4,934,164.91	5,115,879.92	4,651,111.26
应付职工薪酬	-	-	-	3,724,987.00
应交税费	2,440,166.75	1,964,685.09	2,298,784.66	3,319,564.37
其他应付款	550,343,148.21	554,698,291.77	537,068,115.34	549,601,070.80
一年内到期的非流动负债	66,781,083.34	66,796,250.00	60,858,000.00	52,879,277.78
其他流动负债	215,400.00	751,590.66	762,493.57	279,066.68
流动负债合计	667,542,818.64	670,574,382.96	629,673,693.22	625,017,272.94
非流动负债：				
长期借款	354,000,000.00	354,000,000.00	420,000,000.00	480,000,000.00
非流动负债合计	354,000,000.00	354,000,000.00	420,000,000.00	480,000,000.00
负债合计	1,021,542,818.64	1,024,574,382.96	1,049,673,693.22	1,105,017,272.94
净资产：				
净资产	459,096,827.58	457,413,314.54	443,119,531.45	920,692.20
负债和净资产总计	1,480,639,646.22	1,481,987,697.50	1,492,793,224.67	1,105,937,965.14

表：启东市悦博商业经营管理有限公司近三年及一期备考资产负债表

单位：元

项目	2026年3月31日	2025年12月31日	2024年12月31日	2023年12月31日
流动资产：				
货币资金	5,575,456.36	8,001,761.10	948,828.80	4,761,974.98
应收账款	402,660.95	698,069.42	633,474.14	528,984.26
预付款项	98,901.47	80,719.27	2,487.00	782,996.00
其他应收款	708,436,314.36	707,560,045.43	274,666,084.28	142,299,069.01
其他流动资产	-	-	806,722.51	-
流动资产合计	714,513,333.14	716,340,595.22	277,057,596.73	148,373,024.25
非流动资产：				
投资性房地产	366,209,606.46	372,976,078.57	400,540,394.60	426,657,447.51
非流动资产合计	366,209,606.46	372,976,078.57	400,540,394.60	426,657,447.51
资产总计	1,080,722,939.60	1,089,316,673.79	677,597,991.33	575,030,471.76
流动负债：				
应付账款	16,887,111.74	14,155,805.05	10,494,669.85	735,953.30
预收款项	7,326,109.80	7,406,588.20	7,477,233.30	7,079,986.88

项目	2026 年 3 月 31 日	2025 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
合同负债	4,691,487.49	4,919,509.42	5,619,617.36	3,994,944.52
应付职工薪酬	355,481.25	355,481.25	355,481.25	3,303,600.06
应交税费	4,012,256.62	3,384,668.66	4,918,395.43	5,638,508.59
其他应付款	496,039,761.08	480,890,766.00	593,251,231.41	575,477,741.76
一年内到期的非流动负债	30,673,333.33	30,751,111.12	-	-
其他流动负债	281,489.25	779,417.19	821,423.67	239,696.67
流动负债合计	560,267,030.56	542,643,346.89	622,938,052.27	596,470,431.78
非流动负债：				
长期借款	475,000,000.00	490,000,000.00	-	-
非流动负债合计	475,000,000.00	490,000,000.00	-	-
负债合计	1,035,267,030.56	1,032,643,346.89	622,938,052.27	596,470,431.78
净资产：				
净资产	45,455,909.04	56,673,326.90	54,659,939.06	-21,439,960.02
负债和净资产总计	1,080,722,939.60	1,089,316,673.79	677,597,991.33	575,030,471.76

天宁项目公司 2023 年 12 月 31 日、2024 年 12 月 31 日、2025 年 12 月 31 日及 2026 年 3 月 31 日的资产负债率分别为 99.92%、70.32%、69.14%和 68.99%；启东项目公司 2023 年 12 月 31 日、2024 年 12 月 31 日、2025 年 12 月 31 日及 2026 年 3 月 31 日的资产负债率分别为 103.73%、91.93%、94.80%和 95.79%。

项目公司报告期内资产负债率较高，部分年度超过 100%，主要系前期投资建设阶段，项目公司自股东及其关联方取得借款形成的往来款，以及运营期内新增银行借款所致。该款项已主要用于支付工程建设款。

报告期内天宁项目公司其他应收款主要为应收关联方款项，2023 年末、2024 年末、2025 年末及 2026 年 3 月末应收关联方款项分别为 217.79 万元、41,638.71 万元、43,375.28 万元和 43,323.40 万元，分别占其他应收款净额的 77.57%、99.96%、99.92%和 99.92%。2024 年、2025 年应收关联方款项增加均系天宁项目公司与新城控股集团关联方资金划拨增加。报告期内天宁项目公司其他应付款主要为关联方往来款项，2023 年末、2024 年末、2025 年末及 2026 年 3 月末关联方往来款分别为 51,862.82 万元、50,803.31 万元、52,767.48 万元和

52,528.98 万元，分别占其他应付款的 94.36%、94.59%、95.13%和 95.45%。

报告期内启东项目公司其他应收款主要为应收关联方款项，2023 年末、2024 年末、2025 年末及 2026 年 3 月末应收关联方款项分别为 14,193.83 万元、27,465.08 万元、70,752.58 万元和 70,839.26 万元，分别占其他应收款净额的 99.75%、99.99%、100.00%和 99.99%。2024 年、2025 年应收关联方款项增加均系启东项目公司与新城控股集团关联方之间资金划拨增加。报告期内启东项目公司其他应付款主要为关联方往来款项，2023 年末、2024 年末、2025 年末及 2026 年 3 月末关联方往来款分别为 55,164.88 万元、56,704.14 万元、45,861.74 万元和 47,455.99 万元，分别占其他应付款余额的 95.86%、95.58%、95.37%和 95.67%。

在不动产基金发行前，将对项目公司的相应往来款进行清理，具体清理安排详见“六、其他反馈问题”之“2.关于往来款”。银行借款将根据本项目《招募说明书》之“第五部分不动产基金”之“第二节不动产基金的交易安排”之“四、对外借款安排”之内容进行调整，最终以本基金最终发行情况为准。

综上所述，项目公司在清理往来款后，债务结构得到优化，后续资产负债状况将显著改善，具备持续经营能力。

（3）运营管理实施机构主要财务数据

表：常州天宁吾悦商业管理有限公司近三年及一期利润表

单位：元

项目	2026 年 1-3 月	2025 年度	2024 年度	2023 年度
一、营业收入	4,850,009.89	21,681,918.13	20,374,957.54	51,818,732.31
减：营业成本	2,747,439.08	12,257,843.44	11,995,625.25	24,139,825.90
税金及附加	21,234.03	161,625.28	91,942.60	1,970.21
销售费用	-	18,823.90	132,852.93	-

管理费用	874,483.91	5,953,414.16	13,593,553.32	26,669,969.27
财务费用	5,841.15	20,559.58	25,815.73	67,742.78
其中：利息收入	25.23	371.24	634.70	1,357.45
加：其他收益	23,909.78	339,510.71	63,791.89	191,673.09
信用减值损失(损失以“-”号填列)	-8,924.81	-19,949.01	16,415.88	-4,068.90
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	1,215,996.69	3,589,213.47	-5,384,624.52	1,126,828.34
加：营业外收入	1,419.74	807,650.21	61,100.45	141,878.81
减：营业外支出	4,813.30	93,567.65	5,637.46	34,314.18
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	1,212,603.13	4,303,296.03	-5,329,161.53	1,234,392.97
减：所得税费用	306,909.56	1,027,110.62	-1,246,362.30	380,495.19
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	905,693.57	3,276,185.41	-4,082,799.23	853,897.78
(一)持续经营净利润(净亏损以“-”号填列)	905,693.57	3,276,185.41	-4,082,799.23	853,897.78
(二)终止经营净利润(净亏损以“-”号填列)				
五、其他综合收益的税后净额				
六、综合收益总额	905,693.57	3,276,185.41	-4,082,799.23	853,897.78

表：常州天宁吾悦商业管理有限公司近三年及一期现金流量表

单位：元

项目	2026年1-3月	2025年度	2024年度	2023年度
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	1,223,467.26	10,400,571.64	8,221,136.76	58,538,889.25
收到其他与经营活动有关的现金	1,357,695.86	29,422,297.85	17,698,575.45	30,268,589.00
经营活动现金流入小计	2,581,163.12	39,822,869.49	25,919,712.21	88,807,478.25
购买商品、接受劳务支付的现金	282,405.01	2,255,741.25	2,714,222.17	21,169,738.05
支付给职工以及为职工支付的现金	5,073,824.44	15,753,685.90	15,078,854.78	11,688,829.97
支付的各项税费	827,171.59	1,217,709.30	1,159,462.90	299,628.78
支付其他与经营活动有关的现金	1,995,314.68	20,750,382.19	9,820,552.47	52,364,018.24
经营活动现金流出小计	8,178,715.72	39,977,518.64	28,773,092.32	85,522,215.04
经营活动产生的现金流量净额	-5,597,552.60	-154,649.15	-2,853,380.11	3,285,263.21
二、投资活动产生的现金流				

量：				
收到其他与投资活动有关的现金	7,974,325.56	90,825,136.73	51,490,843.42	64,250,730.75
投资活动现金流入小计	7,974,325.56	90,825,136.73	51,490,843.42	64,250,730.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-	-	25,500.00	66,000.00
投资支付的现金	-	-	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	2,290,000.00	90,802,054.92	49,574,507.68	66,820,257.29
投资活动现金流出小计	2,290,000.00	90,802,054.92	49,600,007.68	66,886,257.29
投资活动产生的现金流量净额	5,684,325.56	23,081.81	1,890,835.74	-2,635,526.54
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	150,000.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	150,000.00	-
筹资活动现金流入小计	-	-	150,000.00	-
筹资活动产生的现金流量净额	-	-	150,000.00	-
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	86,772.96	-131,567.34	-812,544.37	649,736.67
加：期初现金及现金等价物余额	108,333.34	239,900.68	1,052,445.05	402,708.38
六、期末现金及现金等价物余额	195,106.30	108,333.34	239,900.68	1,052,445.05

表：启东市新城吾悦商业管理有限公司近三年及一期利润表

单位：元

项目	2026 年 1-3 月	2025 年度	2024 年度	2023 年度
一、营业收入	3,392,414.90	13,546,666.78	12,485,543.41	39,168,282.70
减：营业成本	2,310,399.36	8,705,489.14	8,904,445.23	16,004,553.68
税金及附加	25.94	138.08	13,308.15	123,223.16
销售费用	-	5,452.22	-	-
管理费用	495,238.84	5,508,473.34	7,972,106.21	16,071,749.79
财务费用	2,093.67	10,398.83	21,120.23	58,250.81
其中：利息费用				
利息收入	67.82	112.42	448.00	642.52
加：其他收益	8,281.85	299,465.90	233,986.05	242,655.35
信用减值损失(损失以“-”号填列)	-2,246.34	-3,828.44	-1,976.66	1,075.31
资产处置收益(损失以“-”号填列)	-	-	-	80,530.97

二、营业利润(亏损以“-”号填列)	590,692.60	-387,647.37	-4,193,427.02	7,234,766.89
加：营业外收入	301.40	37,009.70	215.85	5,177.68
减：营业外支出	-	-	215,056.78	1.79
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	590,994.00	-350,637.67	-4,408,267.95	7,239,942.78
减：所得税费用	150,981.01	132,363.69	-1,092,696.41	1,818,919.54
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	440,012.99	-483,001.36	-3,315,571.54	5,421,023.24
(一)持续经营净利润(净亏损以“-”号填列)	440,012.99	-483,001.36	-3,315,571.54	5,421,023.24
(二)终止经营净利润(净亏损以“-”号填列)	-	-	-	-
五、其他综合收益的税后净额	-	-	-	-
六、综合收益总额	440,012.99	-483,001.36	-3,315,571.54	5,421,023.24

表：启东市新城吾悦商业管理有限公司近三年及一期现金流量表

单位：元

项目	2026 年 1-3 月	2025 年度	2024 年度	2023 年度
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	825,807.99	11,681,225.44	4,815,671.37	44,158,383.32
收到其他与经营活动有关的现金	3,567,245.45	14,706,896.69	15,549,774.84	27,774,676.18
经营活动现金流入小计	4,393,053.44	26,388,122.13	20,365,446.21	71,933,059.50
购买商品、接受劳务支付的现金	715,010.95	3,312,358.89	3,791,277.17	13,186,723.85
支付给职工以及为职工支付的现金	3,307,228.25	12,854,906.03	12,353,346.97	8,901,592.25
支付的各项税费	18,285.19	70,366.08	2,023,405.37	2,877,964.78
支付其他与经营活动有关的现金	1,322,661.97	15,404,397.37	34,327,338.51	34,089,444.43
经营活动现金流出小计	5,363,186.36	31,642,028.37	52,495,368.02	59,055,725.31
经营活动产生的现金流量净额	-970,132.92	-5,253,906.24	-32,129,921.81	12,877,334.19
二、投资活动产生的现金流量：				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	-	91,000.00
收到其他与投资活动有关的现金	5,956,521.02	26,996,557.13	48,428,884.98	35,200,000.00
投资活动现金流入小计	5,956,521.02	26,996,557.13	48,428,884.98	35,291,000.00

购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-	8,362.83	-	46,800.00
支付其他与投资活动有关的现金	4,491,963.75	17,707,020.38	16,507,934.65	47,922,678.89
投资活动现金流出小计	4,491,963.75	17,715,383.21	16,507,934.65	47,969,478.89
投资活动产生的现金流量净额	1,464,557.27	9,281,173.92	31,920,950.33	-12,678,478.89
三、筹资活动产生的现金流量：				
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	3,828,093.54	-	-
筹资活动现金流出小计	-	3,828,093.54	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	-	-3,828,093.54	-	-
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	494,424.35	199,174.14	-208,971.48	198,855.30
加：期初现金及现金等价物余额	364,624.35	165,450.21	374,421.69	175,566.39
六、期末现金及现金等价物余额	859,048.70	364,624.35	165,450.21	374,421.69

根据更新基准日为 2026 年 3 月 31 日后的运营管理实施机构常州天宁吾悦商业管理有限公司（以下简称“天宁吾悦”）和启东市新城吾悦商业管理有限公司（以下简称“启东吾悦”）的近三年及一期利润表和现金流量表，天宁吾悦和启东吾悦 2024 年营业收入分别下降 60.68%、68.12%，且营业利润、净利润、经营活动产生的现金流量净额均为负值，主要系运营管理实施机构与项目公司实施业务重组所致，具体如下：

1) 天宁吾悦

天宁吾悦 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月营业收入分别为 5,181.87 万元、2,037.50 万元、2,168.19 万元和 485.00 万元；天宁吾悦 2024 年营业收入较 2023 年下降 60.68%，主要系运营管理实施机构与项目公司实施业务重组所致。

根据相关方签订的《委托经营管理合同》及其补充协议内容，租

金及与租金直接相关的收入减支出的净收入，作为天宁项目公司收益；商业物业管理费及与商业物业管理服务相关的收入减项目商业物业管理支出的净收入，作为天宁吾悦收益。故 2023 年天宁吾悦主要收入来自于商业物业管理服务。自 2024 年起，天宁项目公司和天宁吾悦签署《业务重组协议》，调整相关业务及委托经营管理模式。根据协议内容，与天宁项目相关收入均由天宁项目公司收取；与天宁项目相关运营成本（人工成本及行政成本除外）均由天宁项目公司承担。天宁吾悦继续对天宁项目进行运营管理，由天宁项目公司向天宁吾悦支付委托运营管理服务费。故 2024 年起天宁吾悦主要收入来自于运营管理服务产生的收入。业务重组完成后，天宁吾悦营业收入保持稳定，2025 年营业收入较 2024 年上升 6.41%，经营态势趋于平稳。

天宁吾悦 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月营业利润分别为 112.68 万元、-538.46 万元、358.92 万元和 121.60 万元；净利润分别为 85.39 万元、-408.28 万元、327.62 万元和 90.57 万元；天宁吾悦 2024 年营业利润以及净利润均为负，一是因为重组导致天宁吾悦营业收入下降，二是为尽快完成业务重组，新城控股集团投入资源协助开展租户换签协议谈判、人员劳务关系调整、系统更新等工作，收取了咨询服务费，该费用计入当年管理费用；2025 年业务重组已完成，咨询服务费大幅减少，2025 年营业利润以及净利润均已转正，较 2024 年分别上升 166.66%、180.24%。

天宁吾悦 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月经营活动产生的现金流量净额分别为 328.53 万元、-285.34 万元、-15.46 万元和 -559.76 万元。天宁吾悦 2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月经营活动产生的现金流量净额均为负数，主要原因系相关运营支出已付款，但是尚未收到天宁项目公司的运营服务收入。

2) 启东吾悦

启东吾悦 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月营业收入分别为 3,916.83 万元、1,248.55 万元、1,354.67 万元和 339.24 万元；启东吾悦 2024 年营业收入较 2023 年下降 68.12%，主要系运营管理实施机构与项目公司实施业务重组所致。

根据相关方签订的《委托经营管理合同》及其补充协议内容，租金及与租金直接相关的收入减支出的净收入，作为启东项目公司收益；商业物业管理费及与商业物业管理服务相关的收入减项目商业物业管理支出的净收入，作为启东吾悦收益。故 2023 年启东吾悦主要收入来自于商业物业管理服务。2024 年起，启东项目公司和启东吾悦签署《业务重组协议》，调整相关业务及委托经营管理模式。根据协议内容，与启东项目相关收入均由启东项目公司收取；与启东项目相关运营成本（人工成本及行政成本除外）均由启东项目公司承担。启东吾悦继续对启东项目进行运营管理，由启东项目公司向启东吾悦支付委托运营管理服务费。故 2024 年起启东吾悦主要收入来自于运营管理服务产生的收入。重组后营业收入保持稳定，2025 年营业收入较 2024 年上升 8.50%。

启东吾悦 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月的营业利润分别为 723.48 万元、-419.34 万元、-38.76 万元和 59.07 万元；净利润分别为 542.10 万元、-331.56 万元、-48.30 万元和 44.00 万元；启东吾悦 2024 年营业利润以及净利润均为负，一是因为重组导致启东吾悦营业收入下降，二是为尽快完成业务重组，新城控股集团投入资源协助开展租户换签协议谈判、人员劳务关系调整、系统更新等工作，收取了咨询服务费，该费用计入当年管理费用；2025 年业务重组已完成，咨询服务费大幅减少，2025 年营业利润以及净利润较 2024 年已

回升。

启东吾悦 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年 1-3 月的经营活动产生的现金流量净额分别为 1,287.73 万元、-3,212.99 万元、-525.39 万元和-97.01 万元。启东吾悦 2024 年经营活动产生的现金流量净额为负数，一是相关运营支出已付款，但是尚未收到启东项目公司的运营服务收入；二是向关联方支付了较多的往来资金。启东吾悦 2025 年经营活动产生的现金流量净额为负数，主要原因系相关运营支出已付款，但是尚未收到项目公司全额运营服务收入。

(4) 运营管理统筹机构主要财务及经营数据

新城控股集团近三年及一期主要会计数据和财务指标如下。

1) 主要会计数据

表：新城控股集团近三年及一期主要会计数据⁵

单位：万元

主要会计数据	2026 年 1-3 月/ 2026 年 3 月 31 日	2025 年/2025 年 12 月 31 日	2024 年/2024 年 12 月 31 日	2023 年/2023 年 12 月 31 日
营业收入	731,722.27	5,301,162.85	8,899,858.31	11,917,427.79
营业外收入	4,837.80	19,375.63	17,671.44	28,052.43
营业外支出	6,296.56	28,026.30	24,219.94	18,281.02
利润总额	46,086.46	207,470.93	290,646.75	457,201.71
归属于上市公司股东的净利润	31,164.75	68,010.66	75,239.28	73,710.27
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	34,419.52	61,443.87	86,951.59	30,717.28
经营活动产生的现金流量净额	15,877.41	142,478.61	151,236.13	1,015,778.86
筹资活动产生的现金流量净额	121,492.76	-462,160.54	-908,832.04	-2,008,471.83
归属于上市公司股东的净资产	6,190,821.66	6,159,782.69	6,086,860.79	6,007,788.98
总资产	26,524,459.56	26,564,332.20	30,719,278.78	37,410,879.00

5、数据来源于新城控股（601155.SH）定期报告。

2) 指标变化的说明

更新基准日为 2026 年 3 月 31 日后，报告期内新城控股集团总资产、经营活动产生的现金流量净额、筹资活动产生的现金流量净额、营业收入、营业利润、营业外收入和营业外支出等指标变化说明如下。

新城控股集团总资产、经营活动产生的现金流量净额、营业收入、营业利润的变化主要系新城控股集团持续推进战略转型，从过去以住宅销售为主、房地产开发业务贡献公司主要毛利，逐步转为商管业务贡献主要毛利，具体表现为近年来房地产开发销售金额逐年下降，而商管业务收入和毛利持续稳定增长，占比逐年提升。

总资产下降主要原因为存货有序去化，变动情况如下表所示：

表：新城控股集团近三年及一期总资产和存货变动情况

单位：亿元

主要会计数据	2026 年 1-3 月/ 2026 年 3 月 31 日	2025 年/2025 年 12 月 31 日	2024 年/2024 年 12 月 31 日	2023 年/2023 年 12 月 31 日
总资产	2,652.45	2,656.43	3,071.93	3,741.09
下降金额	3.99	415.49	669.16	-
存货	706.43	710.50	970.08	1,425.07
下降金额	4.07	259.58	454.98	-

截至 2026 年 3 月末新城控股集团存货余额 706.43 亿元，较 2025 年末下降约 4 亿元，较 2024 年末下降约 264 亿元，存货占总资产比例下降至 26.6%。近年来，房地产行业正处于发展转型、构建新模式的阶段，新城控股集团主动放缓投资、积极“去库存、保交楼”，2023-2025 年累计交付 27.8 万套房屋。相比之下商管业务继续稳步推进，2025 年全年新开 5 座吾悦广场，截至 2026 年 3 月末累计开业数量达 178 座，平均出租率达 97.44%；2025 年购物中心零售总额 970 亿元，同比增长 7.2%。随着房地产开发规模的逐年收缩，合同负债及有息负债逐年下降，相应的，货币资金、预付款项和其他应收款等相关科目亦持续下降，同样导致了总资产下降。截至 2026 年 3 月末，新城

控股集团资产负债率下降至 70.75%，归母净资产 619.08 亿元，较 2025 年末提升 0.5%。

营业收入方面，2025 年新城控股集团地产开发板块实现营业收入 390.04 亿元，较上年同比下降 48.71%，主要原因系房地产竣工交付面积下降。2024 及 2025 年，新城控股集团分别实现 126 个、68 个子项目竣工交付，竣工面积分别为 1,529.14 万平方米（含合联营项目）、561.10 万平方米（含合联营项目），竣工交付面积大幅下降。2026 年，新城控股集团计划新开工 3 个子项目，新开工建筑面积 27.85 万平方米；计划竣工 65 个子项目，预计竣工总建筑面积 349.64 万平方米。竣工交付面积预计进一步下降，交付压力进一步减轻。

利润方面，地产开发板块对利润影响边际改善。2025 年，新城控股集团地产开发板块结算毛利率已止跌回升，同比提升 1.3%至 13%；库存加速去化，存货规模同比下降 27%至 710.5 亿元，计提资产及信用减值合计 16.5 亿元，同比减少 10.5 亿元。2019 年至 2025 年，新城控股集团累计计提资产减值损失及信用减值损失 247.04 亿元，减值准备计提较为充分，减值影响逐年趋弱。2026 年 1-3 月，新城控股集团实现合同销售金额约 30.16 亿元，同比下降 40.89%；实现合同销售面积约 52.65 万平方米，同比下降 19.95%。2025 年，新城控股集团实现合同销售金额 192.70 亿元，同比下降 52.03%；实现合同销售面积 253.58 万平方米，同比下降 52.94%；实现销售均价⁶为 7,599.18 元/平方米，同比增加 1.9%。销售均价的回升为未来地产开发业务的结算利润提供了基础，地产开发业务的影响有望进一步减弱。

经营活动产生的现金流净额下降主要原因系房地产开发销售板块业务收缩，销售规模下降。尽管经营活动产生的现金流量净额持续

6、销售均价含车位。

下降,但连续八年保持为正,确保了新城控股集团业务的安全与稳定。同时新城控股集团高度关注销售资金回笼管理,报告期内实现全口径资金回笼 212.76 亿元,全口径资金回笼率⁷为 110.41%,物业出租及管理板块经营活动产生的现金流占比亦持续稳定提升,均为未来现金流安全提供了基础。

负债方面,截至 2025 年末,新城控股集团有息负债⁸合计 509.74 亿元,较 2024 年末下降 26.76 亿元。自 2021 年以来,新城控股集团有息负债规模持续有序压降,从约 899 亿元下降至约 510 亿元。负债结构中,境外债券余额 39.42 亿元,同比下降 11 亿元。2025 年全年新城控股集团顺利兑付 58.65 亿元公开债,继续保持公开市场零违约。整体平均融资成本进一步下降至 5.44%,较 2024 年下降 0.48 个百分点。截至 2025 年末,新城控股集团银行授信总额度合计为 629 亿元,已使用授信 241 亿元,授信额度充足。随着新城控股集团有息负债规模下降、融资成本不断降低、融资渠道更加多元,未来筹资活动产生的现金流量净额有望回正。

2025 年及 2026 年 1-3 月,新城控股集团营业外收入分别为 1.94 亿元和 0.48 亿元,营业外支出分别为 2.80 亿元和 0.63 亿元。营业外收入下降主要受与日常活动无关的政府补助减少影响,2025 年营业外支出较 2024 年增加 3,806.36 万元,主要系 2025 年吾悦广场内部升级改造,影响部分商铺运营,导致商铺提前退租较多,支付的违约金较高。营业外收入和营业外支出占营业总收入和营业总支出的比例约为 0.37%-0.93%,且存在一定不可预见性,不具有趋势性,对新城控股集团持续经营能力影响较小。

7、全口径资金回笼率=全口径资金回笼/合同销售金额。

8、不含应付关联方新城发展及其子公司计息款项、应付关联方新城悦及其子公司计息款项。

3) 审计机构对新城控股集团 2023 年度及 2024 年度的财务报表出具了非标准无保留意见的审计报告，非标事项已消除

致同会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“致同”）对新城控股集团 2024 年度财务报表出具了包含与持续经营相关的重大不确定性段落的无保留意见审计报告。

2026 年 3 月 26 日，致同出具了《关于新城控股集团股份有限公司 2025 年度上期非标事项在本期消除的专项说明》（致同专字（2026）第 310A004330 号），提出“我们认为 2024 年度审计报告中非标准审计意见所涉及持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性已消除。”新城控股集团消除上期非标事项的具体措施为：

（一）商管业务的持续增长

公司凭借“地产开发+商业运营”双轮驱动战略，从过去以住宅销售为主、房地产开发业务贡献公司主要毛利，逐步转为商管业务贡献主要毛利，具体表现为近年来住宅销售额逐年下降，而商管业务收入和毛利持续稳定增长，2025 年度商业物业出租及管理收入为人民币 130 亿元（2024 年度：120 亿元），占营业收入的比例为 25%（2024 年度：14%），贡献毛利达人民币 91 亿元（2024 年度：84 亿元），占全年毛利 63%（2024 年度：48%），首次超过毛利的一半；商管业务的相对高确定性收入和更高的毛利率水平较为有效地对冲了房地产开发业务的收缩风险，提升了公司整体经营的抗周期能力。截至 2025 年末，受房地产行业周期性调整影响，新城控股总资产规模有所回落，但归属于上市公司股东的净资产增至 616.0 亿元，较 2024 年末增长 1.20%；资产负债率亦由 2024 年末的 73.09%进一步降至 2025 年末的 70.81%。

（二）融资渠道的拓展与优化

新城控股集团之子公司继 2022 年后，于 2025 年 9 月和 2026 年 3 月分别发行 1.6 亿美元债和 3.55 亿美元债，实现了美元债的正常发行。此外，2025 年度新城控股集团三次发行中期票据，共计人民币 36.5 亿元，相关发行利率创历史新低，拉长了整体债务期限的同时，实现了流动负债向非流动负债的有效转化。

（三）提高非流动资产的流动性

新城控股集团不断探索新的融资方式以盘活现有资产、提升公司的流动性。新城控股集团积极推进不动产投资信托基金（REITs）的注册发行工作，2026 年 3 月广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金正式获得受理。多层次 REITs 的发行将有助于大幅提高新城控股集团非流动资产中 1,211 亿元投资性房地产的流动性。

新城控股集团已作出评估，认为公司已连续多年实现稳定的经营活动现金流入，并预计未来十二个月将持续保持该态势；同时，公司一直与金融机构保持着长期良好的关系，从而使得新城控股集团能从该等金融机构获得充足的融资授信额度，并通过各种融资渠道（如美元债、ABS、REITs、经营性物业贷等）获取融资性现金流。新城控股集团认为上述两方面的资金来源足以满足公司偿还债务的资金需要，因此公司的持续经营能力不存在重大不确定性。

4) 审计机构对新城控股集团 2025 年度的财务报表出具了标准无保留意见的审计报告

审计机构对新城控股集团 2025 年度的财务报表出具了标准无保留意见的审计报告，提出“我们认为，后附的财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了新城控股集团 2025 年 12 月 31 日的合并及公司财务状况以及 2025 年度的合并及公司经营成果和现金流量。”

(5) 结论

原始权益人、项目公司、运营管理实施机构和运营管理统筹机构具有持续经营能力，历史三年及一期经营业绩不会对底层资产稳定运营产生不利影响，符合《审核关注事项》第八条的相关要求。

2.关于运营管理能力。请管理人结合问题 1 的回复、本项目的资产提升改造安排、本项目与可比项目在财务收益、运营效率、租约及增长潜力等方面的对比情况，以及运营管理机构及其关联方在管其他项目的运营经验、核心团队管理能力，分析运营管理机构的运营能力和运营资源。

答复：

运营管理机构对天宁项目和启东项目的管理能力主要体现为对项目经营问题的识别和持续调整能力。天宁项目针对 B1 层空间利用低效、客流导入不足等问题，引入盒马鲜生、打造悦来市集并调整部分品牌组合，改善地下商业空间的消费内容和客流组织；启东项目通过主力店更新、首店引入和餐饮、零售业态优化，提升项目业态完整度和区域吸引力。上述运营动作依托新城控股集团总部品牌资源、招商资源和运营标准，并由本地运营团队落实为具体招调计划、合同约定和日常经营管理。具体如下：

(1) 本项目的资产提升改造安排

1) 天宁项目

2024 年，为解决天宁项目 B1 层存在的空间利用低效、客流导入不足等问题，天宁吾悦在运营管理统筹机构的统筹协调下立足市场趋势与客群需求，进行了全面调改升级。项目重新锚定核心客群，聚焦青年群体与年轻家庭，以网红美食、品质生活、社交体验为核心业态方向，打造了兼具品质和话题度的城市商业空间。

本次调改成功引入了常州第三家盒马鲜生，进一步激活了区域消费力；更创新采用统装开放式中岛铺+自带外摆就餐区边铺的组合模式，打造“悦来市集”主题消费区域，实现空间利用效率与消费体验的双重提升。

调改后盒马鲜生和悦来市集于 2025 年 1 月 10 日正式开业，开业 3 天内，天宁项目总客流突破 20 万人次，较 2024 年同期增长 45%，客流量位居已开业的吾悦广场区域第一、全国第二；盒马鲜生销售额超 400 万元；悦来市集总销售额达 1,200 万元以上，同比增长 58%，其中各品牌销售额登顶常州同品牌榜首。

此次调改通过引进盒马鲜生、两家常州首店与若干优质标杆品牌全面提升了商业氛围，有效带动了晚间客流与下沉式广场的客流导入，增强项目消费活力，对项目整体运营表现形成积极支撑。

2026 年，天宁项目围绕品牌焕新、业态优化、体验升级三大目标持续推进提升改造工作。

一季度，天宁项目已完成 38 家租户的调整，其中到期续签 31 家，到期调整 0 家，主动调整 2 家，面积合计约 4,651.16 平方米，占项目总可租赁面积的 6.49%；另外完成 5 家空铺新签租户的协议签署，面积合计约 917.44 平方米，占项目总可租赁面积的 1.28%。调整业态包括餐饮、零售、体验等，重点集中于餐饮和零售业态。调整原因主要为完善动线布局，调优品牌级次，通过各楼层、各品牌间布局变化实现更多收入增益。

上半年，天宁项目重点引进了自助餐、牛排、中式甜品等差异化的优质餐饮品牌，进一步丰富了餐饮选择；零售方面重点提升了儿童服饰、女装的品牌矩阵，引入了部分头部品牌；体验业态引进了瑜伽普拉提、青少年体能培训等此前场内缺失但深受消费者期待的品类，

填补了市场空白。同时，天宁项目持续进行硬件提升改造，已完成负一层动线优化，显著提升了游逛体验和店铺可视性。

2) 启东项目

2023 年启东项目主动调改，将原主力店调改为盒马鲜生，成为盒马鲜生在全国县域布局的首店，提升了启东项目的品牌档次，有效巩固了项目在启东商业市场的知名度，吸引了更多高净值家庭与年轻客群。盒马鲜生开业两天期间，日均销售额超过 120 万元，在全国同日开业的五家盒马鲜生门店中销售额排名第一、进店人数超过 5 万人次。同期启东项目客流超过 14 万人次，当周末客流同比提升 130%、销售额提升 74%、车流提升 69%，流量递增率位于全国吾悦广场第一。盒马鲜生作为强流量主力店，有效提升了项目整体租金水平，促进了美妆、黄金、精品零售等高毛利品牌的入驻，带动了场内品牌组合优化，实现商业价值升级，同时也成为了盒马鲜生后续开拓全国县域店的样本案例。

2026 年，启东项目围绕优化业态结构、提升品牌级次、改善顾客体验三大目标持续推进改造提升工作。

2026 年一季度，启东项目已完成 12 家租户的调整，其中到期续签 5 家，到期调整 1 家，主动调整 6 家，面积合计约 1,158.28 平方米，占项目总可租赁面积的 2.5%。调整业态包括零售、体验、餐饮，重点集中于零售业态。调整原因主要为进一步优化零售布局，为下半年零售提级做准备；汰换餐饮绩差品牌引入网红餐饮，提高引流能力；到期续签部分为项目需保留品牌，下阶段主要做好业绩提升与收益创造。

2026 年上半年，启东项目共计招调品牌 46 个、面积 5,689 m²，其中新增 26 个品牌、面积 3,557 m²，焕新率达 62.5%。引进了回转寿

司、江西菜、自助餐、美发等市场头部品牌。启东项目业态占比持续优化，体验业态面积占比由 41%优化至 39.2%，餐饮业态占比由 24%提升至 25.4%，零售业态占比由 35%提升至 35.5%，整体业态组合更加合理，更符合当前消费需求。

在硬件环境方面，启东项目完成了空调设备升级及外围停车条件优化，实现空调问题零投诉，有效提升了商户和消费者满意度。下半年将持续推进场内灯光及外立面设施全面焕新，持续改善购物环境。

3) 后续资产提升改造安排

本项目的后续资产提升改造计划均提前一年基于对周边消费市场、项目经营收益及竞争格局的持续跟踪分析制定，并结合消费趋势变化进行动态调整。两项目均围绕品牌级次提升、业态结构优化、消费体验改善三大方向持续推进，重点强化餐饮和零售优势业态，提升优质及首进品牌占比，优化主次力店与专门店结构，同时持续改善硬件环境和空间体验，确保提升改造方向与市场需求和经营目标始终保持一致。

天宁项目将立足于现有零售业态矩阵，进一步提升现有零售商户品牌级次；提升餐饮业态占比，强化体验业态品牌丰富度，保障客流导入和到店频次。启东项目将继续丰富餐饮品牌矩阵，重点推进主次力店焕新及女装品牌的提升，同时计划引进香氛、生活杂货等生活方式品牌，进一步巩固区域市场领先地位。启东项目将继续巩固餐饮领头羊地位，不断引入启东首进、南通首进甚至江苏首进品牌，扩大餐饮业态本地领先优势地位，强化“启东首进不二家”概念。同时还将继续优化零售结构，提升品牌级次；强化体验业态品牌丰富度，保障客流导入，提升到店频次和销售转化。

天宁项目和启东项目将以数据为核心驱动运营决策，基于周边商业市场的动态需求变化与会员消费习惯分析，精准调整业态布局与品牌组合，让运营动作更贴合消费需求，保障客流与销售额的持续稳定增长。

(2) 与可比项目的对比情况

1) 同区域竞品项目情况

①天宁项目

天宁项目位于常州市天宁区，与歌林公园同处东部商圈，距离最近的商圈为新核心商圈。新核心商圈主要项目为万象城和天安城市广场。相关项目情况如下：

位于经开区的原爱琴海项目经过闭店更新改造后，更名为歌林公园并于 2025 年重新开业，距离天宁项目 4.4 公里，可租赁面积约 6 万平方米，核心客群为项目 2 公里范围内的居民和产业工人。歌林公园目前出租率为 70%-80%，首层专门店租金水平 150-200 元/平方米/月，业态以餐饮、儿童零售和儿童娱乐业态为主。相比之下，天宁项目从业态丰富度、主力店吸引力上具备更强的竞争优势。

2024 年入市的万象城距离天宁项目约 5 公里，可租赁面积约 8.5 万平方米，目前首层专门店租金水平 300-400 元/平方米/月。业态以户外、美妆品牌为特色，面向年轻潮流客群，与天宁项目面向家庭型客群的策略有一定错位关系。2024 年，万象城的开业对全市优质商业市场产生了一定影响。天宁项目积极应对，主动采取一系列调改措施，如引入盒马鲜生、悦来市集改造、部分品牌调整等，截至 2025 年末，天宁项目的销售额、客流量等核心指标已逐步回升。

天安城市广场距离天宁项目 4.2 公里，可租赁面积 5 万平方米，已开业时间较长，其客群及运管模式已基本固化且与天宁项目有较大

差异，业态主要为低端餐饮、台球馆和 KTV 等，且已处于稳定状态，对天宁项目构成的竞争较弱，不会对天宁项目的长期稳定运营产生重大影响。

近 2 年内天宁项目所在东部商圈及邻近区域竞争环境发生变化，陆续有万象城、歌林公园两座购物中心入市，区域商业供给增加，短期内对项目客流及经营表现形成一定分流影响。面对市场竞争格局的演变，运营管理机构主动调整经营策略，采取差异化竞争路径：一是借势万象城入市对商圈品牌级次的整体提升效应，聚焦家庭客群深化错位经营，持续优化差异化业态组合与品牌结构；二是在与歌林公园的直接竞争中，持续强化业态丰富度与品牌级次优势，巩固自身市场地位。通过上述积极应对，截至 2026 年 6 月 30 日，天宁项目出租率已回升至 99.05%，展现出较强的市场韧性与运营调整能力。

②启东项目

启东市已开业的集中式商业物业存量约 38.2 万平方米。除启东项目外，其他商业主要为传统百货和传统社区商业超市 Mall 形态，主要包括启东文峰大世界（人民中路店）、瑞德广场、启东奥邦广场、启东欣乐城、凤凰荟购物中心等。从规模体量、业态组合、品牌内容、购物体验、消费者认知等方面分析，启东项目为当地规模较大、业态较完整的现代化购物中心，与上述竞品在项目类型、客群定位、业态组合或经营表现方面存在差异。前述项目会对启东项目形成一定市场竞争，但从现有出租率、品牌数量及业态完整度看，对启东项目长期稳定经营的影响总体可控。

文峰大世界（人民中路店）作为传统百货商户，以零售业态为主，餐饮、体验类业态相对较少，占比仅约 30%；启东项目作为新型一站式购物中心，餐饮、体验业态面积合计占比超过 60%，能为消费者带

来更为全面、全天候的购物体验。文峰大世界（人民中路店）与启东项目业态分布存在一定差异。瑞德广场、启东欣乐城和凤凰荟购物中心属于服务周边居民的住宅配套商业街或社区型购物中心，业态分布与启东项目相似。

文峰大世界（人民中路店）商户数量不足 150 个，启东项目商户数量超过 180 个，在数量和品牌丰富度上都更有优势。文峰大世界（人民中路店）部分入驻的零售品牌级次较高，但餐饮、体验品牌数量少且品牌级次相对较低。瑞德广场、启东欣乐城和凤凰荟购物中心入驻品牌数量均低于启东项目，品牌级次整体均低于启东项目。

文峰大世界（人民中路店）于 1999 年开始运营，项目业态为百货，建筑成新度、租赁模式上与启东项目有较大差异，销售额和销售坪效低于启东项目。瑞德广场和启东欣乐城出租率低于 70%，与启东项目接近满租差距较大。凤凰荟购物中心作为社区型购物中心，出租率和租金坪效均低于启东项目。

总体来看，启东项目为启东市规模较大、业态较完整的现代化购物中心。启东文峰大世界（人民中路店）、瑞德广场、启东欣乐城、凤凰荟购物中心在项目类型、客群定位、业态组合或经营表现方面与启东项目存在差异，对启东项目长期稳定经营的影响总体可控。

2) 与同类可比公募 REITs 项目对比情况

本项目与同类可比公募 REITs 项目在财务收益、运营效率、租约及增长潜力等方面的对比情况详见下表。

①与公募 REITs 可比案例财务收益对比情况

表：与可比项目财务收益对比情况

单位：万元，%

序号	项目名称	资产名称	营业收入 ⁹	运营净收益 (扣除资本性支出后)	NOI Margin
1	广发新城吾悦商业不动产 REIT	天宁吾悦广场	11,102.72	6,387.63	57.53
		启东吾悦广场	10,171.43	6,951.15	68.34
2	华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	25,157.15	-	-
		广州云尚项目			
3	华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城项目	9,964.07	5,617.81	56.38
4	华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城项目	12,688.23	-	-
5	中金中国绿发消费 REIT	领秀城贵和购物中心项目	9,086.24	4,814.52	52.99
6	华夏凯德商业不动产 REIT	绵阳涪城项目	12,133.54	8,737.82	72.01

②与公募 REITs 可比案例运营效率对比情况

表：与公募 REITs 可比案例运营效率对比情况¹⁰

单位：元/平方米/月，%

序号	项目名称	资产名称	租金坪效	期末出租率	收缴率
1	广发新城吾悦商业不动产 REIT	天宁吾悦广场	75.24	96.95	99.70
		启东吾悦广场	103.71	100.00	99.67
2	华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	-	98.64	99.19
		广州云尚项目	-	98.40	99.28
3	华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城项目	-	99.20	99.57
4	华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城项目	153.75	99.27	99.85
5	中金中国绿发消费 REIT	领秀城贵和购物中心项目	-	96.80	100.00
6	华夏凯德商业不动产 REIT	绵阳涪城项目	155.00	99.34	99.41

9、数据来源为各不动产基金的招募说明书和 2025 年度报告，华夏凯德消费基础设施 REIT、华夏中海消费基础设施 REIT 由于 2025 年度报告期非对应完整全年，故采用招募说明书中披露的 2025 年一季度财报数据和对应第二至四季度预测数据之和。

10、数据来源为各不动产基金的招募说明书和 2025 年度报告，引用 2025 年/2025 年 12 月 31 日数据。

③与公募 REITs 可比案例在租约及增长潜力方面的对比情况

表：与公募 REITs 可比案例租约及增长潜力对比情况

单位：年，%

序号	项目名称	资产名称	加权平均剩余租期	收入预测长期增长率
1	广发新城吾悦商业不动产 REIT	天宁吾悦广场	4.00	2.25
		启东吾悦广场	3.61	2.00
2	华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	4.10	2.25
		广州云尚项目	1.87	2.25
3	华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城项目	3.81	2.50
4	华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城项目	4.10	2.25
5	中金中国绿发消费 REIT	领秀城贵和购物中心项目	3.32	2.25
6	华夏凯德商业不动产 REIT	绵阳涪城项目	4.22	2.25

④与公募 REITs 可比案例在租售比、月销售坪效方面的对比情况

表：与公募 REITs 可比案例租售比、月销售坪效对比情况¹¹

单位：%，元/平方米

序号	项目名称	资产名称	租售比	月销售坪效
1	广发新城吾悦商业不动产 REIT	天宁吾悦广场	10.57	1,023.89
		启东吾悦广场	10.19	1,422.19
2	光大保德信光大安石商业不动产 REIT	静安大融城	12.94	1,592.22
		江门大融城	15.84	1,647.97
3	华夏保利发展商业不动产 REIT	佛山保利水城	11.21	1,209.18
4	华夏凯德商业不动产 REIT	绵阳涪城项目	12.80	1,238
5	国泰海通崇邦商业不动产 REIT	嘉亭荟城市生活广场一期项目	19.62	767.56

11、数据来源为各不动产基金的招募说明书，均引用 2025 年数据。

租售比：项目各类租金收入（固定租金及抽成租金之和）、物业管理费以及固定推广费占销售额（不含汽车）的比例，其中收入为不含税口径；

月销售坪效：年度月均销售额与已起租面积的比值，销售额为不含汽车销售额。

租售比反映了不动产项目租赁收入占销售额的比值，是评价承租方盈利能力、能否持续经营、预测欠费风险、租金和物业管理费提升幅度的重要分析指标。月销售坪效是衡量不动产项目经营效益的核心指标，反映了承租方的经营效益和租金承受能力。报告期内，天宁项目和启东项目月销售坪效稳步增长，租户经营基础较好。2025 年以来，两个项目租售比均低于 11%，该指标在行业中处于偏低水平，主要原因为项目历史租约中固定租金模式占比较高，租户销售额增长无法转化为租金收入。随着新签及续签租约的租赁模式逐步由固定租金模式向“保底租金+提成租金”两者取高模式转换，将租户的基础租金设定在更具市场竞争力的水平，随着商户销售持续提升，当销售额跨过取高阈值后，“两者取高”部分的租金将逐步兑现，形成“以销售增长驱动租金内生性提升”的良性闭环，保证销售坪效增长与租售比均处于健康范围值。项目租赁收入与租户销售表现的联动性将进一步增强，在租户销售坪效保持稳定或持续改善的情况下，后续租金收入具备一定提升空间。

以启东项目为例，截至 2026 年 6 月 30 日，启东项目“保底租金+提成租金”两者取高合同数量占比 71.12%，取高金额同比增长 60.8%。随着既有合同陆续到期重签及新品牌引入，两者取高合同占比将持续扩大，项目租金收入有望进一步增长。

⑤结论分析

上述可比指标共同反映，本项目营业收入、运营净收益和租金坪效受城市能级及项目定位影响，整体并非同类项目最高；但 NOI Margin、出租率、收缴率和剩余租期等稳定性指标较好。本项目租售比处于行业较低水平，租户承租压力可控，有利于保障租约稳定性与租金增长弹性；月销售坪效表现中等偏上，反映出项目整体运营效率良好，具备增长潜力。

(3) 运营管理机构在管其他项目的运营经验、核心团队管理能力

1) 运营管理机构的运营经验

截至 2026 年 3 月 31 日，本项目运营管理统筹机构新城控股集团在全国 145 个城市布局 211 座吾悦广场，已开业在营数量达 178 座，其中自持的已开业吾悦广场为 148 座，管理输出的已开业吾悦广场为 30 座，开业面积达 1,649.07 万平方米，已成为全国领先的商业运营商，运营管理经验丰富。

运营管理机构实施“经营五步法”（建好空间、组对内容、找到品牌、做高销售、分享收益），对商业运营全链路进行系统化管理。同时采用总部、区域、项目三级架构，以 4 大中心、13 个区域公司、200 多个项目管理团队支撑项目运营。对本项目而言，该体系主要体现为总部品牌资源、招商资源和运营标准与天宁、启东本地团队的日常执行相结合，为项目持续招调、会员运营、费用收缴和服务品质管理提供组织基础。

已开业在营的 178 座吾悦广场绝大多数位于潜力城市群中，运营管理机构在潜力城市群的运营经验和优势如下。

①布局优势和品牌效应

潜力城市目前市场容量通常只能容纳少量现代化购物中心。吾悦广场凭借“住宅+商业”模式已在大量核心地段提前布局，其开业后竞争对手的入场成本极高，使得吾悦广场在区域内取得了先发优势。

在潜力城市，吾悦广场通常不仅承担购物功能，还承载餐饮、亲子、观影、超市、社区活动等日常消费和生活服务功能，消费者到访频次相对较高。品牌引入方面，吾悦广场在部分潜力城市具备首店承接能力，有助于提升项目品牌丰富度和客流吸引力。就本项目而言，前述能力主要通过天宁项目、启东项目已实施和拟实施的品牌招调、业态优化及会员运营安排体现。

②潜力城市在经济波动周期中的消费韧性

从消费属性看，潜力城市购物中心更多承接家庭日常消费、餐饮、亲子、观影、超市等高频需求。该类需求相较大额可选消费具有一定稳定性，但仍会受到居民收入、消费信心和区域竞争变化影响。本项目运营稳定性主要来自日常消费属性、较高出租率和持续招调能力，并已在风险揭示和估值参数中考虑区域竞争及经营波动因素。

潜力城市居民整体负债率相对较低，生活压力相对较小，居民可支配收入中用于日常消费的比例相对更高，可能具备更强的消费信心、消费韧性和消费能力，对以吾悦广场为代表的潜力城市群标杆购物中心的经营业绩形成一定支撑。

③持续改造焕新能力

运营管理机构具有较多商业项目改造经验。一方面，运营管理机构曾实施整体改造，例如全国首座吾悦广场常州武进项目开业 12 年后升级为金标吾悦，主要对广场西楼进行大型空间改造，改造面积达 4.5 万平方米，通过商业定位重构、业态布局调整与动线优化，引入盒马鲜生、娇韵诗等在内的 22 家城市首店、12 家标杆品牌及 13 家

特色形象店；项目试营业 3 天内，客流突破 28 万人次，销售额突破 2,500 万元。另一方面，运营管理机构亦开展局部改造。以地下商业空间改造为例，2024-2025 年两年内通过“盒马鲜生+悦来市集”组合累计完成 15 座吾悦广场项目地下商业空间焕新，焕新后超市日均销售、楼层客流和销售额均有提升。改造过程中，运营管理机构积累了大型空间改造、地下商业空间改造、动线改造、主力店及次主力店改造等经验。

2) 核心管理团队

运营管理统筹机构与商业管理相关的主要负责人简历如下：

表：新城控股集团商管业务主要负责人

姓名	所在公司	职务	相关经验时间
王晓松	新城控股集团 股份有限公司	董事长兼总裁	15 年以上
管有冬		董事、高级副总裁兼上市公司财务负责人	15 年以上
潘明忠		高级副总裁	25 年以上
周志明		助理总裁兼商管内容发展中心总经理	20 年以上
李峰		董事会秘书兼资产管理部总经理	15 年以上

王晓松，男，现任新城控股集团董事长兼总裁，新城控股集团经营决策委员会、ESG 管理委员会主席。于 2009 年加入新城控股集团，于 2015 年 12 月获委任为新城控股集团总裁，于 2019 年 7 月获委任为新城控股集团董事长，兼任总裁。王晓松先生拥有 15 年以上商业地产及企业管理方面的经验。

管有冬，男，现任新城控股集团高级副总裁，上市公司财务负责人，新城控股集团经营决策委员会成员，分管商业管理事业部。2005 年 8 月参加工作，于 2010 年加入新城控股集团，于 2015 年 12 月获委任为新城控股集团总部财务管理中心总经理，于 2016 年 3 月获委任为新城控股集团助理总裁，于 2018 年 1 月获委任为新城控股集团

副总裁，于 2019 年 1 月获委任为新城控股集团高级副总裁。管有冬先生拥有 15 年以上商业地产、商业管理及企业财务管理方面的经验。

潘明忠，男，现任新城控股集团高级副总裁。1991 年 7 月参加工作，于 2018 年 4 月加入新城控股集团任总裁室副总裁一职，于 2023 年 3 月获委任为新城控股集团副总裁，于 2023 年 11 月获委任为新城控股集团高级副总裁。潘明忠先生拥有 25 年以上商业地产及企业管理方面的经验。

周志明，男，现任新城控股集团助理总裁，兼任商管内容发展中心总经理、内容发展中心招商管理部负责人。2005 年 7 月参加工作，于 2012 年 3 月加入新城控股集团，获委任为新城控股集团商业管理事业部招商副总监，于 2025 年 7 月获委任为新城控股集团股份有限公司助理总裁，拥有 20 年以上商业运营管理及企业经营管理方面的经验。

李峰，男，现任新城控股集团董事会秘书兼资产管理部总经理。曾任新城控股集团战略规划中心总经理、资产管理中心总经理、徐州区域公司总经理、山东大区总经理、投资管理部总经理、财务与融资中心副总经理等职务。李峰先生拥有 15 年以上商业地产及企业管理方面的经验。

运营管理实施机构之天宁吾悦核心团队简历如下：

表：天宁吾悦主要运营管理人员情况

姓名	主要职责	相关经验时间
谷思	项目总经理	15 年以上
沈赛凤	招商副总经理	10 年以上
翁宇铖	工程物业副总经理	10 年以上
刘冀超	营运资深经理	7 年以上
王曦	财务副总监	10 年以上

谷思，男，现任天宁吾悦总经理。2010 年 9 月参加工作，于 2025 年 7 月加入新城控股集团。谷思先生拥有 15 年以上商业运营管理及企业经营管理方面的经验。

沈赛凤，女，现任天宁吾悦招商副总经理。2015 年 6 月参加工作，于 2023 年 3 月加入新城控股集团苏州高铁商管公司零售业务部副总监，曾任天宁吾悦营运企划副总经理。沈赛凤女士拥有 10 年以上商业运营管理及招商管理方面的经验。

翁宇铖，男，现任天宁吾悦工程物业副总经理。2014 年 6 月参加工作，加入新城控股集团商业管理事业部总部工程物业中心，于 2015 年 7 月加入新城控股集团丹阳商管公司工程部，于 2018 年 11 月获委任常州天宁吾悦商业管理有限公司工程部工程管理副经理，于 2024 年 2 月获委任为天宁吾悦工程物业副总经理。翁宇铖先生拥有 10 年以上商业运营管理及工程物业管理方面的经验。

刘冀超，男，现任天宁吾悦营运资深经理。2018 年 7 月参加工作，加入新城控股集团天宁吾悦招商运营部，于 2026 年 4 月获委任为天宁吾悦营运资深经理。刘冀超先生拥有 7 年以上商业运营管理及营运企划方面的经验。

王曦，女，现任天宁吾悦财务副总监。2013 年 7 月参加工作，加入新城控股集团商业管理事业部，于 2024 年 10 月获委任为天宁吾悦财务副总监。王曦女士拥有 10 年以上商业运营管理及财务管理方面的经验。

运营管理实施机构之启东吾悦核心团队简历如下：

表：启东吾悦主要运营管理人员情况

姓名	主要职责	相关经验时间
陈超	项目总经理	14 年以上
董伟	工程副总经理	14 年以上
吴茜	营运副总监	13 年以上

姓名	主要职责	相关经验时间
汪志良	招商副总经理	10 年以上
沈石鏊	财务负责人	8 年以上

陈超，男，现任启东吾悦项目总经理。2011 年 4 月参加工作，于 2021 年 9 月加入新城控股集团，担任如皋吾悦广场招商营运副总经理一职，于 2025 年 6 月获委任为启东吾悦项目总经理。陈超先生拥有 14 年以上商业运营管理及企业管理方面的经验。

董伟，男，现任启东吾悦工程物业副总经理。2011 年 5 月参加工作，于 2018 年 4 月加入新城控股集团，担任启东吾悦商场物业部物业副总经理一职，于 2025 年 4 月获委任为启东吾悦工程物业副总经理。董伟先生拥有 14 年以上商业运营管理及工程物业管理方面的经验。

吴茜，男，现任启东吾悦营运副总监。2012 年 8 月参加工作，于 2020 年 2 月加入新城控股集团盐城东台商管公司，担任企划管理经理一职，于 2022 年 5 月加入启东吾悦，于 2025 年 10 月获委任为启东吾悦营运副总监。吴茜先生拥有 13 年以上商业运营管理及营运企划方面的经验。

汪志良，男，现任启东吾悦招商副总经理。2013 年 8 月参加工作，于 2026 年 5 月获委任为启东吾悦招商副总经理。汪志良先生拥有 10 年以上商业运营管理及招商管理方面的经验。

沈石鏊，男，现任启东吾悦财务负责人。2016 年 8 月参加工作，于 2020 年 8 月加入新城控股集团苏州高铁商管公司，于 2022 年 4 月加入启东吾悦，于 2022 年 8 月获委任为启东吾悦财务负责人。沈石鏊先生拥有 8 年以上商业运营管理及财务管理方面的经验。

3) 结论

综上所述，本项目运营管理机构具备商业运营管理经验和一定运营资源，核心团队具有相关项目管理经验。运营管理机构可依托项目定位、品牌资源、会员体系和改造经验，为本基金底层资产的持续运营提供支持。

3.请管理人补充披露运营管理统筹机构和实施机构具体职责分工及运营管理费分配方式,说明设置两类运营管理机构的原因及相关安排是否有利于提高运营效率。

答复：

(1) 运营管理统筹机构和实施机构具体职责分工

本项目的运营管理统筹机构为新城控股集团，运营管理实施机构为天宁吾悦、启东吾悦，根据基金管理人、计划管理人、运营管理统筹机构、运营管理实施机构和项目公司签订的《运营管理服务协议》之“2.7 运营管理机构分工”约定，运营管理统筹机构和运营管理实施机构的具体职责分工如下表所示：

表：运营管理机构职责分工

维度	运营管理统筹机构	运营管理实施机构
总体定位	战略规划中心、体系搭建中心、创新经营中心、资源统筹中心、风险控制中心、经营管控主体、资源整合平台	经营执行主体、服务交付中心、安全运营中心
核心职责	(1) 负责统筹、协调和安排各项运营管理工作 (2) 主要承担同业竞争、关联交易、利益冲突、信息披露相关的责任和义务 (3) 如运营管理实施机构怠于履行或未按照要求履行基金管理人发出的各项指令、要求、通知、授权的，基金管理人有权要求运营管理统筹	运营管理实施机构是本协议项下相关运营管理服务的具体实施机构，并主要承担日常运营管理相关的责任和义务

维度		运营管理统筹机构	运营管理实施机构
		机构进行督促或具体落实	
职责分工	经营管理	围绕集团战略，负责发展战略等业务策略的制定及执行，并滚动修订	基于总部及区域年度经营计划，结合项目内外部情况，制定本单位经营策略
	经营计划及预算管理	负责编制年度经营重点工作及费用预算，审核各层级经营计划及预算	负责编制及分解年度费用预算，负责年度经营计划编制、执行、分析、复盘
	体系建设	负责制度的规划、制定、修编、培训、复盘，制度落地检查与监督；管理标准与业务流程的制定、迭代、合规检查、风险预警	负责制度修编意见反馈、制度培训与落地执行；管理标准及业务流程在本单位的落地执行与反馈
	信息化建设	负责信息系统的需求提出、产品开发、推广应用、数据管理、更新迭代	负责信息系统的落地操作、问题反馈与优化建议
	知识管理	负责知识库及案例库的搭建、持续完善，并组织培训及考试	组织学习知识库及案例库，应用并反馈新知识及案例素材
	团队管理	负责人员招聘需求提出及配合招聘；负责培训方案及计划的制定与实施；负责员工绩效考核、面谈与提升	负责执行培训方案及计划，并反馈培训效果

（2）运营管理费分配方式

本项目的运营管理费分为基础管理费 and 浮动管理费两部分。其中基础管理费分为基础管理费 1 和基础管理费 2，具体计算公式如下：

1) 基础管理费 1

天宁项目、启东项目的基础管理费 1=项目公司当期经审计的营业收入×14%

2) 基础管理费 2

天宁项目、启东项目的基础管理费 2=项目公司当期实现的净运营收入×10%。

3) 浮动管理费

运营管理机构收取的浮动管理费=(项目公司实际净运营收入-项目公司目标净运营收入)×20%。

其中,当期不动产项目实际净运营收入的计算基础以项目公司对应期间的审计报告为准。不动产项目目标净运营收入以基金管理人批准的项目公司当年预算数据为准。

当且仅当预算实现率大于 105%时,运营管理机构方可收取浮动管理费。当且仅当预算实现率小于 95%时,浮动管理费的负值将作为基础管理费的抵减项。

基础管理费 1 由运营管理实施机构收取,基础管理费 2 由运营管理统筹机构收取,浮动管理费(如有)由运营管理实施机构收取。

(3) 设置两类运营管理机构的原因

1) “统筹机构+实施机构”的运营管理机制可实现总部资源和本地经验的优势互补

运营管理统筹机构聚焦战略制定、体系搭建、资源整合、风险控制等中后台职能,负责标准化管理与资源统筹。新城控股集团已在全国 145 个城市布局 211 座吾悦广场,已开业在营数量达 178 座,可将“吾悦”运营管理体系、合作品牌资源及会员资源用于具体项目公司经营支持,保障项目公司的资源调配和标准化管理。此外,新城控股集团作为运营管理统筹机构承担同业竞争、关联交易、利益冲突、信息披露相关责任和义务,能够从统筹层面对相关风险进行管理。

运营管理实施机构聚焦项目一线运营,承担日常招商、运营、营销、物管等执行职能,快速响应本地市场需求。商业资产运营较为依

赖本地市场洞察和社区关系，因此运营管理实施机构天宁吾悦、启东吾悦作为当地化的运营管理团队，长期扎根所在区域，熟悉区域消费习惯，能确保运营管理的灵活性和针对性。

2) “统筹机构+实施机构”的运营管理机制是新城吾悦广场运营管理的主流模式，有助于保障基金平稳运行

截至 2026 年 3 月 31 日，新城控股集团已开业吾悦广场达 178 座，采用的主要运营管理模式即为运营统筹和运营实施相结合的模式。在该模式下，新城控股集团主要负责统筹管理职责，由其协调项目运营管理资源、制定运营管理计划、设定运营管理目标及标准，各地的商业管理公司则主要负责落实上述计划、选择合适方法路径实现既定的目标，经过该模式的长期经验累积已达成了良好的运营效果。“统筹机构+实施机构”的运营管理机制基本延续了新城控股集团原有的运营管理体系，项目管理架构变动小，管理摩擦成本低，有利于本基金开展后续管理；此外，新城控股集团在全国范围内持有的众多购物中心未来均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，根据需要新增扩募资产对应的商管公司作为“运营管理实施机构”，实现不同类型资产的集约管理，有利于本基金扩募实施和后续稳定运行。

3) 同类上市产品情况

“统筹机构+实施机构”的设置是行业内惯例做法，在已上市同类产品中较为常见，如华夏华润消费 REIT、华夏中海消费 REIT、中金印力消费 REIT、华安百联消费 REIT 等均有类似的设置。

综上所述，运营管理统筹机构从全局进行风险把控、资源协调、品牌打造和战略优化，运营管理实施机构提供定制化的运营管理方案，该分工安排权责清晰且能有效协同配合，整体上有利于提高运营

效率。

二、不动产合规情况

（一）关于合规手续

1.关于经营资质

（1）根据申报材料，天宁项目和启东项目均未取得户外广告牌设置许可。请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关规定，补充披露户外广告设施许可手续的办理进展；若相关现金流纳入估值，请对是否符合《审核关注事项》第十四条相关规定、能否产生持续稳定现金流发表明确意见。

答复：

1) 天宁项目

①天宁项目户外广告设置许可的续期安排及进展

根据新城控股集团、原始权益人拟出具的《承诺及说明函》，天宁项目暂未办理户外广告设置许可，历史上不存在因未办理户外广告设置许可导致影响该等广告的正常设置及运营，天宁项目未曾因未取得户外广告设施设置许可而被处以行政处罚或被追究相关责任。天宁吾悦作为天宁项目的运营管理机构，正在积极办理户外广告设置许可手续，但因需对原有户外广告点位设置方案进行必要的调整，办理安排的完成时间存在较大不确定性。

②前述情形对天宁项目运营及项目收益的影响

《常州市人民政府关于加强户外广告设施设置管理的决定》第十六条规定，违反该决定有关户外广告设施设置管理规定的，依照相关法律、法规、规章进行处罚。但该规定未明确具体的处罚措施。天宁项目部分户外广告点位需办理设置许可，部分面积较小的户外广告点位无需办理设置许可。

鉴于天宁项目户外广告设置许可的续期安排存在较大不确定性，若被有关主管部门要求限期拆除或责令改正的，存在该部分现金流无法纳入估值的风险。经审慎考虑，该部分需办理户外广告设置许可的部分现金流不作为底层资产现金流，不再纳入本基金估值范围。

天宁项目 2023 年-2025 年及 2026 年 1-3 月的该部分户外广告设施收入（不含税）分别为 12.58 万元、10.96 万元、8.50 万元和 1.87 万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的 0.11%、0.09%、0.08% 和 0.08%，因此，该部分收入不纳入估值对天宁项目现金流及运营稳定性的影响较小，且上述风险不会导致天宁项目整体无法持续经营。

③风险揭示及缓释措施

本项目《招募说明书》之“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（二）不动产基金的投资管理风险”之“2. 不动产项目的相关风险”之“（11）项目户外广告牌尚未取得设置许可的风险”，已新增如下风险揭示：

“根据《常州市人民政府关于加强户外广告设施设置管理的决定》第六条规定，设置户外广告设施，应当符合户外广告设置规划以及户外广告设施设置技术规范。城市管理部门应当按照规定的条件和标准，依法作出户外广告设施设置许可。在不动产基金存续期间，如天宁项目无法按照要求办理取得户外广告设施设置许可的，天宁项目和天宁项目公司存在因未取得户外广告设施设置许可而被监管机构处罚或被追究相关责任的风险。”

针对上述风险，拟设置如下缓释措施：

新城控股集团、原始权益人拟出具《承诺及说明函》承诺：天宁项目未曾因未取得户外广告设施设置许可而被处以行政处罚或被追究相关责任。新城控股集团、原始权益人将积极协调并督促天宁吾悦、

天宁项目公司尽快完成天宁项目原有户外广告点位设置的调整及报批，及时办理户外广告设置许可手续。如天宁项目公司因天宁项目所涉户外广告设置许可手续而被处以行政处罚或被追究相关责任或遭受任何损失的，由新城控股集团、原始权益人全部承担该等款项、费用、税款、罚金或整改成本，并赔偿天宁项目公司所遭受的全部损失。

2) 启东项目

①启东项目户外广告设置许可的补办安排及进展

根据新城控股集团、原始权益人拟出具的《承诺及说明函》，启东项目暂未办理户外广告设置许可，历史上不存在因未办理户外广告设置许可导致影响该等广告的正常设置及运营，启东项目未曾因未取得户外广告设施设置许可而被处以行政处罚或被追究相关责任。启东吾悦作为启东项目的运营管理机构，正在积极办理户外广告设置许可手续，但因需对原有户外广告点位设置方案进行必要的调整，许可补办的完成时间存在较大不确定性。

②前述情形对启东项目运营及项目收益的影响

《南通市市区户外广告设施和店招牌设施设置管理办法》第十条规定，设置户外广告设施，应当依法取得行政许可。第二十八条规定，违反本办法规定的，由城市管理、交通运输、水利等行政主管部门在各自的职责范围内依照相关法律、法规、规章的规定予以处罚。但该规定未明确具体的处罚措施。

鉴于启东项目户外广告设置许可的续期安排存在较大不确定性，若被有关主管部门要求限期拆除责令改正的，存在户外广告部分现金流无法纳入估值的风险。经审慎考虑，该部分户外广告部分现金流不作为底层资产现金流，不再纳入本基金估值范围。

启东项目 2023 年-2025 年及 2026 年 1-3 月的该部分户外广告设

施收入（不含税）分别为 12.76 万元、12.96 万元、6.83 万元和 1.76 万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的 0.14%、0.13%、0.07% 和 0.07%，因此，该部分收入不纳入估值，对启东项目现金流及运营稳定性的影响较小，且上述风险不会导致启东项目整体无法持续经营。

③风险揭示及缓释措施

本项目《招募说明书》之“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（二）不动产基金的投资管理风险”之“2. 不动产项目的相关风险”之“（11）项目户外广告牌尚未取得设置许可的风险”，已新增如下风险揭示：

“启东项目存在设置大型户外广告设施的情况，但未按照《南通市市区户外广告设施和店招牌设施设置管理办法》《关于印发<南通市市区户外广告设施和店招牌设施管理办法>实施细则（暂行）的通知》等启东项目所在地适用监管规定办理户外广告设置许可手续。在不动产基金存续期间，如启东项目无法按照要求办理取得户外广告设施设置许可的，启东项目和启东项目公司存在因未取得户外广告设施设置许可而被监管机构处罚或被追究相关责任的风险。”

针对上述风险，拟设置如下缓释措施：

新城控股集团、原始权益人拟出具《承诺及说明函》承诺：启东项目未曾因未取得户外广告设施设置许可而被处以行政处罚或被追究相关责任。新城控股集团、原始权益人将积极协调并督促启东吾悦、启东项目公司尽快完成启东项目原有户外广告点位设置的调整及报批，及时办理户外广告设置许可手续。如启东项目公司因启东项目所涉户外广告设置许可手续而被处以行政处罚或被追究相关责任或遭受任何损失的，由新城控股集团、原始权益人全部承担该等款项、费用、税款、罚金或整改成本，并赔偿启东项目公司所遭受的全部损失。

3) 结论

综上所述, 天宁吾悦、启东吾悦及项目公司将积极办理户外广告牌设置许可, 如项目公司因本项目所涉户外广告设置许可手续而被处以行政处罚或被追究相关责任或遭受任何损失的, 将由新城控股集团、原始权益人全额承担该等款项、费用、税款、罚金或整改成本, 并赔偿项目公司所遭受的全部损失。相关现金流已不纳入估值, 管理人认为上述安排符合《审核关注事项》第十四条相关规定。

(2) 请管理人补充披露停车场经营备案等相关资质在本基金存续期内展期的具体安排, 说明前述情形对本项目现金流及运营稳定性的影响, 进一步完善风险揭示。

答复:

1) 天宁项目

①天宁项目停车场备案的续期安排及进展

经管理人核查, 天宁项目于 2026 年 3 月 10 日取得常州市公安局交通警察支队核发的《公共停车设施备案通知书》(编号: 0322), 已按照《常州市机动车停车场管理办法》予以备案, 备案有效期至 2026 年 12 月 31 日。截至本反馈回复出具之日, 天宁项目已完成停车场备案续期手续。

②经营备案续期及对天宁项目运营及项目收益的影响

基金存续期内, 天宁项目公司及天宁吾悦将按照届时适用的停车场备案管理办法积极办理备案手续续期。

根据致同会计师事务所(特殊普通合伙)出具的天宁项目财务报表显示, 天宁项目 2023 年-2025 年及 2026 年 1-3 月的停车场收入(不含税)分别为 813.46 万元、714.59 万元、726.94 万元和 107.86 万元, 分别占项目当年营业收入(不含税)的 7.01%、6.12%、6.55%和 4.37%,

因此上述风险对天宁项目现金流及运营稳定性的影响可控，且不会导致天宁项目整体无法持续经营。

③风险揭示及缓释措施

本项目《招募说明书》之“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（二）不动产基金的投资管理风险”之“2. 不动产项目的相关风险”之“（21）项目停车场备案手续可能无法续期风险”，已新增如下风险揭示：

“天宁项目的《公共停车设施备案通知书》（编号：0322）将于2026年12月31日到期。根据《常州市机动车停车设施管理办法》第二十一条的规定，‘公共停车设施经营者应当依法登记，并在停车设施投入使用前持停车设施平面图、停车设施设备清单和安全管理制度等相关材料向公安机关交通管理部门备案。’基金存续期内，天宁项目停车场备案手续可能面临无法续期风险。”

针对上述风险，设置了以下缓释措施：

根据《运营管理服务协议》的约定，运营管理机构负责停车场的运营管理，包括取得、维持、续期相应的公共停车场（库）备案证明等。在不动产基金存续期间，运营管理机构在天宁项目公司将在《公共停车设施备案通知书》到期前及时办理备案续期手续。

2) 启东项目

①启东项目停车场备案资质情况

根据启东市城市管理局于2023年8月8日及2023年9月22日出具的《备案证明》，位于启东市汇龙镇建设南路88号的启东项目停车场已备案。该《备案证明》未明确有效期。经咨询启东市城市管理局，在已备案停车场车位设置未发生变化的前提下，启东市不要求停车场备案办理续期或更新手续，已出具的《备案证明》长期有效。

综上，启东项目已取得有效的停车场备案手续，该手续处于有效期内，无需进行更新或续期。

②经营备案及对启东项目运营及项目收益的影响

基金存续期内，如根据届时规定要求需要重新进行经营性停车场备案，或者对已有备案信息进行更新的，运营管理机构 and 启东项目公司将及时办理备案或备案变更手续。

根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的启东项目财务报表显示，启东项目 2023 年-2025 年及 2026 年 1-3 月的停车场收入（不含税）分别为 491.27 万元、653.57 万元、744.85 万元和 197.89 万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的 5.42%、6.78%、7.32%和 7.72%，因此上述风险对启东项目现金流及运营稳定性的影响可控，且不会导致启东项目整体无法持续经营。

③风险揭示及缓释措施

本项目《招募说明书》之“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（二）不动产基金的投资管理风险”之“2. 不动产项目的相关风险”之“（21）项目停车场备案手续可能无法续期风险”，已新增如下风险揭示：

“根据《南通市机动车停车条例》第三十四条、五十五条的规定，公共停车场、经营性专用停车场的经营管理者应当自停车场投入使用之日起十五日内，向县（市、区）城市管理部门备案；备案事项发生变更的，应当自变更之日起十日内向原备案机关变更备案信息；如违反条例规定的行为，法律、法规已有处罚规定的，从其规定。在不动产基金存续期间，如根据届时规定要求需要重新进行经营性停车场备案但未办理备案，或者需要对已有备案信息进行更新但未能及时办理备案变更的，将可能面临停车场无法正常经营的风险。”

针对上述风险，设置了以下缓释措施：

根据《运营管理服务协议》的约定，运营管理机构负责停车场的运营管理，包括取得、维持、续期相应的公共停车场（库）备案证明等。在不动产基金存续期间，如根据届时规定要求需要重新进行经营性停车场备案，或者对已有备案信息进行更新的，运营管理机构 and 启东项目公司将及时办理备案或备案变更手续。

2.关于手续完备性。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相关合规文件。请管理人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核准/备案、环境影响评价、施工许可、竣工规划验收或核实、节能审查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。天宁项目存在未办理用地预审意见和建设用地批准书、启东项目存在未办理用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。

（1）关键合规手续的取得情况

不动产项目已根据相关法律法规取得了建设用地规划许可证、建

设工程规划许可证、消防竣工验收、环保竣工验收、竣工证明等项目建设运营所需的关键合规文件，具体如下：

1) 天宁项目

①建设用地规划许可证

2017 年 11 月 30 日，常州市规划局核发《建设用地规划许可证》（编号：地字第 320400201700048 号），证载主要内容如下：

用地单位	常州新城紫东房地产发展有限公司
用地项目名称	常州新城紫东房地产发展有限公司东方西路南侧名山路东侧（QL050211）地块开发项目
用地位置	东方西路南侧、名山路东侧
用地性质	商住混合用地
用地面积	91,317 平方米

②建设工程规划许可证

2017 年 12 月 19 日，常州市规划局核发《建设工程规划许可证》（编号：建字第 320400201710040 号），证载主要内容如下：

建设单位（个人）	常州新城紫东房地产发展有限公司
建设项目名称	东方西路南侧、名山路东侧（QL050211）地块-S-1#楼、S-2#楼、地下室-1 项目
建设位置	东方西路南侧、名山路东侧、丁横河西侧
建设规模	210,590.11 平方米

2018 年 8 月 6 日，常州市规划局出具《行政许可准予变更决定书》（编号：规变 1-2018-00006 号），决定对《建设工程规划许可证》（编号：建字第 320400201710040 号）相关规划内容进行了变更。

③消防验收

2019 年 9 月 3 日，常州市住房和城乡建设局核发《建设工程消防验收意见书》（编号：常建消验〔2019〕第 0006 号），根据该验收意见书，常州市住建局综合评定东方西路南侧、名山路东侧天宁吾悦广场 S1#、S2#和地下室-1 土建及 S1#公共区域装修部位消防验收合格。

④环保验收

2020 年 9 月 25 日，建设单位常州新城紫东房地产发展有限公司组织召开天宁项目环保验收会议，并由参会专家组出具《常州新城紫东房地产发展有限公司东方西路南侧、名山路东侧（QL050211）地块开发项目（部分验收）竣工环境保护验收意见》，该验收意见的结论为：天宁项目已建成环境保护设施并与主体工程同时投产使用，该项目各项污染物均能达标排放，验收组同意该项目污染防治措施的竣工环境保护验收合格。

⑤建筑工程竣工验收备案

2019 年 10 月 16 日，常州市住房和城乡建设局就天宁项目核发《建筑工程竣工验收备案表》（编号：3204021712290101-JX-001），该备案表载明：常州新城紫东于 2019 年 10 月 16 日就东方西路南侧、名山路东侧（QL050211）地块-S-1#楼、S-2#楼、地下室-1#楼单位工程报送工程竣工验收备案文件，经查验，符合要求。

2) 启东项目

①建设用地规划许可证

2017 年 3 月 21 日，启东市行政审批局就启东项目核发《建设用地规划许可证》[编号：地字第 S（2017）019 号]，证载主要内容如下：

用地单位	启东市新城万博房地产开发有限公司
用地项目名称	吾悦广场
用地位置	汇龙镇
用地性质	商住
用地面积	110,986 平方米

②建设工程规划许可证

2017 年 5 月 9 日，启东市行政审批局就启东项目核发《建设工程规划许可证》[编号：建字第 S（2017）046 号]，证载主要内容如下：

建设单位（个人）	启东市新城万博房地产开发有限公司
建设项目名称	新城吾悦广场
建设位置	汇龙镇
建设规模	244,039.54 平方米

③消防验收

2018 年 11 月 8 日，南通市公安消防支队核发《建设工程消防验收意见书》（编号：通公消验字〔2018〕第 0382 号），根据该验收意见书，南通市公安消防支队综合评定启东新城吾悦广场 S-3#楼、地下车库（含人防）及 S3#楼公共部位内部装修工程消防验收合格。

④环保验收

2023 年 7 月 11 日，建设单位新城万博置业有限公司（简称“新城万博置业”）组织召开启东项目环保验收会议，并由参会专家组出具《启东市新城万博房地产开发有限公司启东新城吾悦广场项目竣工环境保护验收意见》，该验收意见的结论为：该项目可以通过竣工环境保护验收。

⑤建筑工程竣工验收备案

2018 年 12 月 21 日，启东市行政审批局就启东项目核发《建筑工程竣工验收备案表》（编号：3206811704240101-JX-001），该备案表载明：新城万博置业于 2018 年 12 月 20 日就吾悦广场 S3 及地下室工程单位工程报送工程竣工验收备案文件，经查验，符合要求。

（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，天宁项目已由常州市发展和改革委员会办理立项备案手续、由常州市城乡建设局核发建筑工程施工许可证，由常州市自然资源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。启东项目已由启东市行政审批局

办理立项核准手续、核发建筑工程施工许可证、实施竣工规划验收或核实。启东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。

1) 天宁项目

经核查，天宁项目未办理用地预审意见、建设用地批准书。

就天宁项目未取得用地预审意见、建设用地批准书的相关事宜，根据《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》（自然资规〔2019〕2号）及《自然资源部关于印发以“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）的规定，“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”，“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。”天宁项目用地已签署编号为“3204012017CR0058”的《国有建设用地使用权出让合同》及其补充协议，天宁项目系在依法批准的建设用地上的建设项目，可不再办理用地预审手续；天宁项目已依法取得《建设用地规划许可证》，可不再办理《建设用地批准书》。另查，常州市自规局就前述事项已于2023年7月24日出具书面说明，确认天宁项目不用再办理用地预审手续和建设用地批准书。

鉴于上述情况，经管理人核查，天宁项目未办理用地预审意见及建设用地批准书不影响项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

2) 启东项目

经核查，启东项目未办理用地预审意见。

就用地预审意见的相关事宜，《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

规〔2019〕2号）及《自然资源部关于印发以“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）的规定，“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。”启东项目宗地出让方案已经启东市人民政府以“启东市（县）[2017]出字第011号”《建设用地批准书》批准且已签署编号为“3206812017CR0012”的《国有建设用地使用权出让合同》及其补充协议，启东项目系在依法批准的建设用地上的建设项目，不再办理用地预审手续。另查，启东市行政审批局已于2023年7月6日出具书面说明，确认启东项目无需再办理用地预审手续。

鉴于上述情况，经管理人核查，启东项目未办理用地预审意见不影响项目权属合法有效转移及持续稳定运营。

（3）结论

综上所述，经管理人核查，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。

（二）关于权属证书。根据申报材料，天宁项目公司持有的《人防工程平时使用证》已到期，正在办理续期换证手续。请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关规定，补充披露相关手续办理安排。

答复：

就天宁项目公司持有的《人防工程平时使用证》，天宁项目公司于本基金首次申报时尚未就天宁项目办理完毕《人防工程平时使用证》续期，后续已于2026年3月4日完成续期并取得常州市天宁区政务服务管理办公室核发的《人民防空工程平时使用证》（常防证 TN-

20260001 号)。上述《人民防空工程平时使用证》将于 2026 年 12 月 31 日到期,天宁项目公司将在证书到期之前完成新一轮的申请工作。

(三) 关于权利限制

1.关于权利负担。根据申报材料,天宁项目及启东项目均存在抵押、租金收入质押情形,尚未取得银行关于解除权利负担的同意函。请管理人根据《审核关注事项》第十二条、第十九条相关规定取得同意函,并补充披露权利负担的解除安排。

答复:

本基金项目公司存量贷款银行包括江苏银行股份有限公司常州分行(简称“江苏银行常州分行”)、招商银行股份有限公司南通分行(简称“招商银行南通分行”)。

经核查,原始权益人已取得招商银行南通分行、江苏银行常州分行关于提前还款、解除权利负担的相关同意函件。上述两家银行同意项目公司为开展不动产 REITs 申报发行之目的拟实施的重组及转让安排,对不动产项目以 100%股权转让方式发行不动产 REITs 无异议;同意项目公司可以提前偿还存量贷款全部借款本息。就权利负担解除的具体时间安排,其中,江苏银行常州分行同意,在天宁项目公司清偿完毕应付借款本息后配合解除天宁项目涉及的抵押等担保安排或账户监管措施;招商银行南通分行同意,将于启东项目公司清偿完毕应付借款本息后配合办理完毕资产抵押、应收账款质押等的注销登记手续,并解除和终止对相关资金及账户监管安排。

基于此,各方已针对项目公司、不动产项目权利负担的解除及具体时间节点作出明确安排。

2.关于程序合规性。根据申报材料,项目公司股权转让涉及投资协议、PN15 规定下的分拆上市等限制情形。请管理人根据《审核关

注事项》第十九条相关要求，补充披露本项目转让所涉审批、核准、备案、登记等手续的办理安排。

答复：

（1）投资协议项下的限制及解除情况

1) 天宁项目

江苏常州天宁经济开发区管理委员会（简称“常州天宁经济开发区管委会”）（甲方）与竞买人新城万博置业（乙方）签署的《投资建设协议（东方西路南侧、名山路东侧 QLO50211 地块）》（简称“《常州吾悦投资建设协议》”）第三条第 2 款约定，“乙方在地块内规划的 10 万平方米商业综合体需自行持有（即乙方应保证产权人的唯一性），不分散设置、不分割销售。”

针对《常州吾悦投资建设协议》的限制性规定，常州天宁经济开发区管委会已出具相关书面说明，对天宁项目以 100%股权转让方式发行不动产 REITs 等事宜无异议，本项转让限制已得到解除。

2) 启东项目

启东市汇龙镇人民政府与新城控股集团签署的《投资协议书》《投资协议书补充协议书》等相关文件（合称“《投资协议书》”）约定，自持经营的集中式购物中心建筑面积不低于 8 万平方米，须整体经营，不得分割销售；地块内须规划建设集中式商业建筑面积不低于 8 万平方米（含地下 7000 平方米商业），须整体经营，不得分割销售。

截至本反馈答复出具日，针对《投资协议书》的限制性规定，启东市汇龙镇人民政府已出具书面无异议函，确认对启东项目发行不动产 REITs 无异议，本项转让限制已得到解除。

（2）土地出让合同等项下的限制及解除情况

就启东项目用地签署的《国有建设用地使用权出让合同》约定，“[.....]该商业须由竞得人自持整体经营，不得分割销售。”启东项目取得的《不动产权证书》附记部分载明：“自持，不得出售。”

截至本反馈答复出具日，启东市自然资源和规划局（曾用名：启东市国土资源局，作为土地使用权出让方）已出具书面无异议函，确认对启东项目发行不动产 REITs 无异议，本项转让限制已获得解除。

（3）PN15 规定下分拆上市的限制及解除情况

原始权益人和项目公司是新城控股集团下属子公司，新城控股集团为新城发展控股有限公司（1030.HK）控制范围内的公司，因此不动产项目属于新城发展控股有限公司（1030.HK）控制范围内的资产。新城发展控股有限公司（1030.HK）为香港上市公司，原始权益人以不动产项目作为底层资产，以项目公司 100%股权转让方式发行不动产 REITs，可能构成香港主板《上市规则》项下的分拆上市，需要按照《上市规则》《第 15 项应用指引》（“PN15”）的规定向香港联交所提交分拆上市的书面申请，并获得联交所的批准。

截至本反馈答复出具日，新城发展控股有限公司（1030.HK）已向香港联交所提交申请，并于 2026 年 6 月 5 日取得香港联交所的批准，PN15 项下分拆上市相关限制条件已获得解除。

（4）其他内部审批、核准、备案、登记等手续

经核查，原始权益人控股股东、原始权益人、SPV 公司、项目公司等各参与主体已分别就本项目履行内部决策审批手续，其中：

就本项目涉及的内部审批程序，2025 年 3 月 27 日，原始权益人控股股东新城控股集团召开第四届董事会第八次会议，会议审议通过了《关于公司开展直接融资工作的议案》等与融资安排相关的议案，并同意将相关议案提交公司股东大会审议。

2025 年 5 月 26 日，新城控股集团召开 2024 年度股东大会，大会审议通过了新城控股集团董事会提交的《关于公司开展直接融资工作的议案》，主要内容为：同意进行规模不超过等额人民币 200 亿元（含境外等值外币）的直接融资，包括但不限于.....REITs、Pre-REITs、类 REITs、项目收益票据、永续债等在中国银行间交易市场、境内外证券交易所等境内外合法的债券市场发行/举借的，以人民币或外币计价的各类权益融资及债务融资品种；同时，为保证本次直接融资工作的顺利进行，新城控股集团股东大会授权董事会及其授权人士公司董事长全权负责直接融资工作的具体事宜；该决议的有效期为自股东大会批准之日起 18 个月。

根据股东大会及董事会授权，新城控股集团的董事长已签署《新城控股集团股份有限公司关于申报发行公开募集不动产投资信托基金（REITs）事项之董事长批准书》，批准公司申报发行公开募集不动产投资信托基金（REITs）及相应具体方案原始权益人、项目公司的股东已分别就本项目的重组及转让等事项出具股东决定文件；新城控股集团董事长已签署《新城控股集团股份有限公司关于申报发行公开募集不动产投资信托基金（REITs）事项之董事长批准书》，同意本次不动产 REITs 申报发行方案。上述决议事项已按照证券交易场所规定完成上市公司信息披露。

除新城控股集团外，本项目包括原始权益人、SPV 公司、项目公司在内的各参与主体的股东已分别就同意本项目的重组及转让等事项出具股东决定文件。

三、项目经营与财务情况

（一）关于业务竞争。根据申报材料，天宁项目、启东项目配套建设的室外街商铺已全部对外销售，并由新城控股集团及其关联方提

供运营管理服务。请管理人根据《审核关注事项》第六十八条、附件《第一号——商业不动产》第二十一条相关规定：

1.补充披露运营管理服务的具体内容，说明新城控股集团及其关联方是否对室外街商铺的运营管理具有控制能力。

答复：

天宁项目、启东项目配套建设的室外街商铺已全部对外销售，新城控股集团及其关联方对室外街商铺提供运营管理服务主要分为两阶段：

(1) 室外街商铺开业率达 80%之前

室外街商铺开业交付前，由运营管理实施机构组建销售物业招商部负责街区整体定位、业态规划、招商执行等工作，为室外街业主提供免费招商服务，核心目标是打造客层全覆盖的多元吾悦大商圈，确保室外街与吾悦广场在定位、业态、品牌等各方面的互补共生，进而实现室外街商铺开业交付后与大商业差异化运营。

(2) 室外街商铺开业率达 80%之后

室外街商铺开业率达到 80%后，原销售物业招商部撤销，人员分流，不再为室外街业主提供免费招商服务。运营管理实施机构下属销售物业工程物业部负责室外街街区的工程、安保、环境、客服、物业费收缴等基础物业管理服务。销售物业工程物业部与本项目运营管理团队在人员配置、预算管理、绩效目标设置、收入成本核算等方面相对独立。

综上所述，在室外街商铺开业运营初期，运营管理实施机构对室外街商铺的运营管理具有较强的控制能力，主要体现在对街区整体定位、业态规划、品牌组合、招商洽谈、开业筹备起到主导作用，奠定、塑造了室外街后续的主要经营方向。在室外街商铺进入稳定运营后，

运营管理实施机构虽不再对其具有控制能力，但基于室外街与吾悦广场在建筑形态、适配业态、品牌级次、议价能力等方面的差异，吾悦广场的业态组合、商务条件仍将对室外街产生一定影响力。

2. 结合前述问题的答复，以及室外街商铺的面积、经营模式、品牌构成等，判断相关安排是否导致室外街商铺与本项目构成同业竞争；如构成同业竞争，请通过运营管理协议安排等明确对运营管理机构约束机制，保障投资者合法权益；如不构成，请充分揭示可能存在的竞争风险。

答复：

（1）室外街商铺的面积、经营模式、品牌构成

1) 天宁项目

天宁项目室外街全长约 160 米，可租赁面积约 1.98 万平方米，商铺 337 间，已 100%完成对外销售及交付，经营模式以室外街商铺业主对外出租为主，商铺品牌主要为区域内个体经营的非连锁品牌。

截至 2026 年 3 月 31 日，天宁项目室外街商铺出租率约 89%，主要业态构成情况如下：

表：天宁项目室外街商铺业态构成

业态类型	业态占比	细分品类	业态特点
餐饮	33%	小吃、快餐	高外卖占比；即买即走；平价；满足中低收入客群的日常饮食消费需求
生活服务	20%	理发、养生、洗衣房等	满足周边居民的基础生活服务消费需求
文化娱乐	21%	武术/艺术培训、私人影院、网吧等	与吾悦广场教培、娱乐业态互补，承接客单价较低的品牌，满足周边居民的教培及娱乐消费需求
零售	26%	便利店、药店、水果店、眼镜店、文具店、自创饰品等	补充部分吾悦广场缺失的细分业态，满足周边居民、中小学生的日常即时性购物需求

2) 启东项目

启东项目室外街全长约 332 米，可租赁面积约 1.6 万平方米，商铺 255 间，已 100%完成对外销售及交付，经营模式以室外街商铺业主对外出租为主，商铺品牌主要为区域内个体经营的非连锁品牌。

截至 2026 年 3 月 31 日，启东项目室外街商铺出租率约 93%，主要业态构成情况如下：

表：启东项目室外街商铺业态构成

业态类型	业态占比	细分品类	业态特点
文化娱乐	35%	乐器/美术培训、智力开发、密室逃脱、网吧等	与吾悦广场教培、娱乐业态互补，承接客单价较低的品牌，满足周边居民的教培及娱乐消费需求
生活服务	28%	理发、宠物、花店等	满足周边居民的基础生活服务消费需求
餐饮	25%	小吃、快餐	高外卖占比；即买即走；平价；满足中低收入客群的日常饮食消费需求
零售	12%	便利店、药店、买手店、自创服装店等	补充部分吾悦广场缺失的细分业态，满足周边居民的日常即时性购物需求

(2) 同业竞争判断及实质影响分析

天宁项目及启东项目室外街商铺的业态及客群与吾悦广场存在部分重合，且运营管理实施机构对室外街商铺提供了物业管理服务，因此室外街商铺与吾悦广场存在一定程度上的同业竞争关系，但该竞争关系对于吾悦广场的运营预计不构成重大不利影响，理由如下：

新城控股集团对室外街的整体定位为：吾悦广场的活力延伸与夜经济消费街区，两者有机结合，合力打造客层全覆盖的多元吾悦大商圈，促进室外街与吾悦广场在定位、业态、品牌等各方面的互补共生，进而实现室外街与吾悦广场的差异化运营。具体表现在以下方面：

1) 服务内容与品质差异

运营管理实施机构仅对室外街提供基础物业管理服务，消费者在室外街获得的商品和服务主要由商户自行提供。由于室外街商户管理能力存在差异，服务标准较难统一。吾悦广场商户则在运营管理实施

机构的统一管理下经营，消费者可获得相对统一的商品供给、空间体验及会员服务。

2) 营业时段差异

室外街商铺可 24 小时全天候营业，部分早餐、夜宵品牌可较好弥补周边客群在吾悦广场非营业时间的消费需求，能够有效延长商圈营运时间，提升商圈粘性。

3) 消费客单价差异

室外街商铺主要承接低客单价的消费需求，与大商业相对较高的客单价存在较为明显的梯度差异。

4) 商铺及品牌类型差异

室外街商铺大多为小面积商铺，无法适配大型连锁品牌入驻，因此主打自创品牌、本土小微商户经营，与吾悦广场就品牌类型实现一定差异化。

5) 业态组合差异

室外街核心优势为教育培训+生活服务，涵盖艺术、乐器培训、美容美发、药店民生等，专注解决周边居民日常刚需，深耕社区服务，整体目标客群、品类品牌与吾悦广场均存在明显差异。

另外，根据第三方机构¹²对于消费体验、商业空间等方面基于实际案例的研究，规划合理的室外街可以进一步提升吾悦广场的价值、扩大吾悦广场的影响力，可以对封闭式的吾悦广场在时间、空间、

12、参考文献：

- ①麦肯锡，新商业系列之二：产品创新的跨界新思维，2020
- ②赢商网，非标商业还有新玩法！这 8 个新开的街区又酷又 chill，2025
- ③戴德梁行，中国购物中心升级趋势：新场景激发新活力，2024
- ④中国人民大学国发院城市更新研究中心，城市更新新形态：商业街区的转形与转型，2025
- ⑤解放日报，主街定义高度 支巷创造温度，2026
- ⑥中国连锁经营协会（CCFA）+中商数据，中国购物中心年报报告，2023
- ⑦王德，朱玮，商业步行街空间结构与消费者行为研究：以上海南京东路为例，2012

业态、客群、体验等方面进行有效的补充，是现代商业综合体的有力配置，对吾悦广场的运营效益提升起到一定的正向促进作用。

综上所述，尽管室外街商铺与吾悦广场存在一定的同业竞争关系，但竞争关系较弱，不构成重大不利影响。室外街商铺与吾悦广场能够实现品牌层级与消费群体的双向互补、形成良性协同效应，共同塑造以吾悦广场为核心的区域商业地标。

（3）运营管理协议中关于同业竞争的安排

根据《运营管理协议》8.3 条，运营管理机构承诺：对于与不动产项目主营业务构成或可能构成实质竞争关系的物业租赁业务机会，运营管理机构确保将该业务机会按合理和公平的条款在同等条件下优先提供给不动产项目；运营管理机构不会利用其不动产基金运营管理机构地位或利用该地位获得的信息，作出不利于不动产项目而有利于其他同类竞争性项目的决定或判断，并将避免该种客观结果的发生；运营管理机构将平等对待不动产项目和其他直接或间接通过自身或其关联方持有、运营的同类竞争性项目，不会通过恶意诱导租户终止租约或降低租金水准、故意控制价格、滥用信息优势等方式损害不动产基金利益，不会故意降低不动产项目的市场竞争能力。

另根据《运营管理协议》7.7 条，因运营管理机构违反关于避免同业竞争的承诺导致不动产项目净运营收入下降的，基金管理人将根据情节严重程度扣减其当年应支付给运营管理机构的运营管理费。

（4）关于同业竞争的风险揭示

根据基金招募说明书第一部分第二节风险因素中“运营管理机构潜在利益冲突风险”，运营管理机构除了为本基金投资的不动产项目提供服务外，还可能为其他不动产项目提供运营管理服务。运

营管理机构所管理的本基金项下不动产项目和其他机构旗下的其他不动产项目，将面临潜在利益冲突。

基金存续期内，运营管理实施机构存在同时为商业不动产项目配套建设的室外街商铺（简称“配套室外街区”）提供运营管理服务的情形。配套室外街区系商业不动产项目的配套建设项目，目前已全部完成销售，项目公司未直接或间接持有配套室外街区资产。配套室外街区与商业不动产项目构成一定竞争关系，由此可能导致商业不动产项目租金收入受到损失，对商业不动产基金造成不利影响。

针对上述同业竞争风险，运营管理实施机构承诺将采取包括但不限于如下措施降低同业竞争风险：（1）确保为配套室外街区提供基础物业管理服务作为主要服务内容，并为天宁/启东项目与配套室外街区分别配备独立运营服务团队，保证在人员编制、考核安排、收入及成本核算方面保持独立，以降低同业竞争与利益冲突风险；（2）尽最大合理努力，对配套室外街区在业态设置、客群覆盖等方面实施差异化经营策略，力争与天宁/启东项目实现错位经营，以优势互补作为基本原则，尽力避免与天宁/启东项目产生直接的同质化竞争。

3.请管理人补充披露项目所处区域现有竞品及未来新增竞品的基本情况，包括但不限于项目名称、位置、可租赁面积、开业时间、主要服务客群等，进一步分析区域内同业竞争情况，充分揭示相关风险。

答复：

从区域竞争情况看，天宁项目周边存在万象城、歌林公园等竞品，短期内对项目客流和品牌招商形成一定竞争压力。天宁项目已

通过家庭型客群定位、地下商业调改、主力店更新及品牌组合优化进行应对，相关竞争影响总体可控。启东项目所在区域集中式商业供给相对有限，项目在业态完整度、品牌数量和出租率方面具备一定优势，但仍会受到文峰大世界、瑞德广场、启东欣乐城、凤凰荟购物中心等项目的竞争影响。整体来看，两项目所处区域竞争格局相对清晰，现有及未来新增竞品对项目持续稳定运营不构成重大不利影响。

(1) 天宁项目

天宁项目位于常州市天宁区，项目辐射区域内形成了新核心商圈和东部商圈两大商圈。新核心商圈主要项目为万象城和天安城市广场，东部商圈主要项目为天宁项目和歌林公园，相关项目情况如下：

表：天宁项目及周边主要商业项目¹³核心要素

单位：公里，分钟，万平方米

项目名称	天宁项目	歌林公园	万象城	天安城市广场
所在商圈	东部商圈	东部商圈	新核心商圈	新核心商圈
距离天宁项目直线距离	-	4.4	5.5	4.2
距离天宁项目车行距离	-	5.6	7.0	6.1
距离天宁项目车行时间	-	15	18	16
项目类型	区域级购物中心	区域级购物中心	城市级购物中心	社区级商业配套
主要服务客群	周边家庭型客群、产业客群	周边家庭型客群、产业客群	全市中高端、年轻潮流客群	周边产业、商旅、家庭客群
开业时间	2019	2025	2024	2010 年以前
商业建筑面积	12.3	15.0	14.0	5.0

13、周边主要商业项目商业建筑面积、入驻商户品牌数量和出租率等数据来源于市场调研报告、公开信息等。启东项目下同。

入驻商户品牌数量 (2025 年末)	235	约 150	约 350	<50
出租率 (2025 年末)	96.95%	70-80%	95-100%	60-70%
租金坪效 (首层专门店, 2025 年末, 元/平方米/月)	约 235	150-200	300-400	-

1) 入驻品牌丰富度、品牌级次对比

从入驻品牌与商户来看，天宁项目品牌组合较为丰富，入驻商户数量超过 200 家，涵盖餐饮、零售、休闲等多个品类。品牌级次整体中等偏上，主次力店品牌均较为知名、引流能力较强，包括盒马鲜生、Nitori 家居、星聚汇 KTV、星轶影城等；专门店品牌亦以全国性、区域性连锁品牌为主。

万象城方面，其区位条件、商业体量及商户数量（超过 300 家）均具有一定优势，品类覆盖更广。在业态组合上，万象城除常规主力店外，还引入了 Salomon、Lululemon、Hoka 等运动/户外品牌。歌林公园和天安城市广场的业态较为单一、入驻商户数量较少、品类齐全程度较低。歌林公园亦有少量知名商户如源氏木语、海澜之家等，但品牌丰富度及品牌级次整体与天宁项目相比有一定差距。天安城市广场的业态主要为 KTV、台球馆、日常餐饮，主要服务于周边客群。

2) 项目定位、主要服务客群对比

天宁项目定位为面向周边 3-5 公里的家庭型客群的综合型一站式购物中心。从项目消费数据看，周边家庭型会员占比较高、复购率、消费忠诚度均较高，与项目定位、品牌级次选择策略相符。

万象城定位为市级大型购物中心，主要面向全市中高端消费群体及年轻潮流客群。2024 年新开业期间市场关注度较高，对全市优质商业市场形成一定影响。天宁项目对此积极应对，主动采取了一系列调改措施，如引入盒马鲜生、改造悦来市集、调整部分品牌等。截至 2025 年末，天宁项目的客流量、销售额等先行指标已逐步回升，万象城带来的阶段性竞争压力有所减弱。

歌林公园、天安城市广场都以服务项目周边客群为主。相较天宁项目和万象城，其影响力和辐射范围都相对较小。

3) 项目经营情况对比

从出租率看，天宁项目与万象城目前出租率均处于较高水平，且较为稳定。歌林公园、天安城市广场目前空置率较高，对优质商户的吸引力相对较弱。

从租金坪效来看，天宁项目首层租金坪效低于万象城、高于歌林公园。受项目定位差异影响，天宁项目整体租金坪效低于万象城。歌林公园目前高区空置情况较为明显，整体租金坪效低于天宁项目。

4) 总结

基于以上对比，万象城与天宁项目之间存在一定竞争关系，但天宁项目近期调改后，经营策略更侧重周边家庭型客群，与万象城面向全市中高端及年轻潮流客群的定位存在差异，双方客群及消费类型重合度相对有限，竞争影响总体可控。天安城市广场开业时间较早，与天宁项目客群重叠较低，不存在明显竞争关系。歌林公园开业红利期间对天宁项目形成一定竞争压力，天宁项目已通过品牌调改和业态调整进行应对，相关影响预计逐步减弱。

未来新增竞品方面，常州市范围内有常州乐加中心和茂业天地即将开业，距离天宁项目均超过 5 公里，预计其与天宁项目在核心

客群和日常消费半径方面重合度相对有限。天宁项目所在区域 5 公里范围内，预计未来 3-5 年内新增同类型商业项目较少，新增竞品对天宁项目的直接分流压力相对可控，但仍需持续关注其开业进度、招商定位和客流分流影响。

（2）启东项目

启东市已开业的集中式商业物业存量约 38.2 万平方米。除启东项目外，其他商业主要为传统百货和传统社区商业超市 Mall 形态，主要包括启东文峰大世界（人民中路店）、瑞德广场、启东欣乐城、凤凰荟购物中心等。相关项目情况如下：

表：启东项目及周边主要商业项目核心要素

单位：公里，分钟，万平方米

项目名称	启东项目	文峰大世界 (人民中路店)	瑞德广场	启东欣乐城	凤凰荟购物中心
距离启东项目直线距离	-	2.5	1.6	2.1	4.0
距离启东项目车行距离	-	4.3	2.5	3.0	6.1
距离启东项目车行时间	-	12	9	10	15
项目类型	城市级购物中心	传统百货	住宅配套商业	住宅配套商业	社区型购物中心
主要服务客群	启东及周边区域中高端消费客群	启东及周边区域中高端消费客群	周边居民	周边居民	周边居民
开业时间	2018	1999	2009	2018	2021
商业建筑面积	7.3	7.2	7.0	6.0	5.0
入驻商户品牌数量 (2025 年末)	185	约 140	80-120	100-130	80-100
出租率 (2025 年末)	100%	95-100%	<70%	<70%	95-100%
租金坪效 (首层专门	约 250	185-265	-	-	185-235

店，2025 年 末，元/平方 米/月)					
----------------------------	--	--	--	--	--

区域内竞争情况分析如下：

1) 业态类型对比

文峰大世界（人民中路店）作为传统百货商户，以零售业态为主，餐饮、体验类业态相对较少，占比仅约 30%；启东项目作为新型一站式购物中心，餐饮、体验业态面积合计占比超过 60%，能为消费者带来更为全面、全天候的购物体验。瑞德广场、启东欣乐城和凤凰荟购物中心属于服务周边居民的住宅配套商业街或社区型购物中心，文峰大世界（人民中路店）业态分布与启东项目存在较大差异，瑞德广场、启东欣乐城和凤凰荟购物中心业态分布相似，但商业定位与启东项目存在较大差异。

2) 品牌丰富度与品牌级次对比

文峰大世界（人民中路店）商户数量不足 150 个，启东项目商户数量超过 180 个，在数量和品牌丰富度上具有一定优势。文峰大世界（人民中路店）部分入驻的零售品牌级次较高，但餐饮、体验品牌数量少且品牌级次相对较低。瑞德广场、启东欣乐城和凤凰荟购物中心入驻品牌数量均低于启东项目，品牌级次整体均低于启东项目。

3) 项目经营情况对比

文峰大世界（人民中路店）于 1999 年开始运营，项目业态为百货，建筑成新度、租赁模式上与启东项目有较大差异，销售额和销售坪效低于启东项目。瑞德广场和启东欣乐城出租率低于 70%，与启东项目接近满租差距较大。凤凰荟购物中心作为社区型购物中心，出租率和租金坪效均低于启东项目。

4) 总结

启东项目为启东市规模较大、业态较完整的现代化购物中心。启东文峰大世界（人民中路店）、瑞德广场、启东欣乐城、凤凰荟购物中心在项目类型、客群定位、业态组合或经营表现方面与启东项目存在差异，对启东项目长期稳定经营的影响总体可控。

未来 3-5 年内，启东可能入市的商业项目仅有绿地奥莱缤纷广场，商业面积约 4.9 万平方米，目前处于停工状态，建筑主体已接近竣工，招商工作尚未启动。预计该项目建筑形态为广场式奥特莱斯商业项目，业态以零售为主。考虑到项目目前处于停工状态超过 3 年，预计短期内入市可能性较低。即使未来入市，其奥特莱斯商业形态与启东项目差异较大，亦不存在直接竞争关系。

（3）风险揭示

管理人已在本项目的《招募说明书》中“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“第二节风险因素”之“一、不动产基金特有的风险”之“（一）商业地产行业风险”之“4.行业竞争加剧的风险”中进行如下风险揭示：

“我国商业地产市场存在较低的进入壁垒，行业集中度较低，市场竞争激烈，市场化程度高，属于竞争较为充分的市场。本基金所持有的商业物业位于特定商圈，其经营业绩高度依赖于区位优势、客流密度及租户销售表现。若所在区域未来出现新增商业综合体、商业街区改造或同类业态扩容，将导致区域内商业竞争显著加剧。竞争对手若在交通可达性、硬件设施、品牌组合、营销资源及消费体验方面具备优势，可能分流本商业不动产物业的客流量，削弱租户的销售水平与盈利能力，进而影响租金收入的稳定性和出租率。此外，线上零售及新型消费业态的持续发展亦可能对线下实体零售

形成持续替代效应。若本基金未能及时优化业态布局、提升运营服务水平,则可能面临租金下滑、空置率上升及资产估值承压的风险。

就本次入池的天宁项目和启东项目而言,预计常州市未来两年内将有约 13.3 万平方米的优质零售物业入市,规划新增常州乐加中心(面积约 3.3 万平方米),定位于满足日常餐饮、观影、购物等需求的便捷场所,原先预计 2025 年末开业,目前开业时间未定;常州茂业天地(面积约 10 万平方米)2025 年末闭店改造,2026 年中预计开业。预计启东市未来两年内可能入市的仅有绿地奥莱缤纷广场(面积 4.9 万平方米),目前建筑结构已接近竣工,招商工作尚未启动。预计该项目业态将以零售为主,档次中高端,建筑形态为广场式商业项目。具体区域竞争情况及对项目运营影响参见‘第二部分 不动产项目’之‘第一节 不动产项目概况’之‘十一、不动产项目所在区域竞争情况’。”

(二)关于商标使用。根据申报材料,天宁项目公司、启东项目公司均无商标权、专利权、版权、特许经营权。请管理人补充披露项目公司与商标持有人是否已签署商标使用许可协议,确保商标可在本基金存续期内被合法、有效使用。

答复:

根据基金管理人、计划管理人、运营管理统筹机构、运营管理实施机构和项目公司签署的《运营管理服务协议》,运营管理机构的运营事项包括“协调并确保项目公司就不动产项目有权使用相关商标、品牌许可(详见本协议附件二),并保证该等商标、品牌许可的使用期限依据相关许可协议的约定在本协议期限内处于有效期内。如本协议终止但交接移交手续尚未按照本协议约定完成的,在交接移交手续完成之前,运营管理机构同意项目公司就不动产项目

有权继续使用相关商标、品牌许可至交接移交手续完成之日。”此外，根据《运营管理服务协议》约定，与不动产项目范围内开展业务所必需的相关商标及品牌等的许可使用费已包含在项目公司向运营管理机构支付的运营管理费之中。

基于上述，《运营管理服务协议》已针对商标使用事项进行明确约定，因此，项目公司、不动产项目可在本基金存续期内持续合法、有效使用运营管理统筹机构作为商标持有人持有的商标。

四、资产评估与估值合理性

本次反馈答复对评估基准日进行了更新，评估基准日已由 2025 年 9 月 30 日更新至 2026 年 3 月 31 日。基准日更新后资产组合计估值 20.29 亿元，较首次申报的合计估值 21.43 亿元下降 5.32%，其中天宁项目的评估值由首次申报的 11.47 亿元调整为 10.39 亿元，较首次申报下降 1.08 亿元（降幅约 9.42%）；启东项目的评估值由首次申报的 9.96 亿元调整为 9.90 亿元，较首次申报下降 0.06 亿元（降幅约 0.60%）。各项目评估值及估值参数调整具体如下：

表：天宁项目评估值调整情况

估值参数	首次申报版 (评估基准日：2025/9/30)	反馈回复版 (评估基准日：2026/3/31)
固定租金增长率	主力店固定租金增长率第 1-3 年为 0%，第 4-10 年为 2%，专门店固定租金增长率第 1-3 年为 0%，第 4-10 年为 2.5%	主力店固定租金增长率第 1-3 年为 0%，第 4-10 年为 2%，专门店固定租金增长率第 1-3 年为 0%，第 4-10 年为 2.25%
市场租金固定租金	专门店平均租金单价假设设置为 147.26 元/平方米/月，主力店平均单价设置为 40 元/平方米/月	专门店平均租金单价假设设置为 120.19 元/平方米/月，主力店平均单价设置为 45.82 元/平方米/月
出租率	第 1 年出租率设置为 97%	第 1 年出租率设置为 95%

多种经营收入	多种经营收入包括室内广告收入、户外广告收入、场地收入等	多种经营收入包括室内广告收入、 部分 户外广告收入、场地收入等
抽成租金收入、多种经营收入、其他收入合计	第1年采用原始权益人提供的2025年预测数据为基准。2025年预测收入合计为1,781.88万元（不含增值税）	第1年采用审计2025年审定实际收入及2026年第一季度年化收入的平均值为基准。平均收入合计为 1,726.65 万元（不含增值税）
停车收入	第1年采用原始权益人提供的2025年预测数据为基准。2025年预测收入为740.65万元（不含增值税）	第1年采用审计审定2026年第一季度年化收入为基准。年化收入合计为 431.43 万元（不含增值税）
提成租金收入增长率	第1年增长率为0%，第2-10年每年递增率为2%	第1-3年增长率为0%，第4-10年每年递增率为1%
多种经营收入、停车收入增长率	第1年增长率为0%，第2-10年每年递增率为2%	第1-3年增长率为0%，第4-10年每年递增率为1.5%
固定租金收缴率	100%	首个预测期收入的 99% 计算为当年收入，将其余金额计算至下一年度
保险费	根据估值及保险合同约定费率进行预测	采用 当期保险合同
税前折现率	7.00%	6.75%
估值金额	11.47 亿	10.39 亿(降幅 9.42%)
资本化率 ¹⁴	6.27%	6.26%

表：启东项目评估值调整情况

估值参数	首次申报版 (评估基准日：2025/9/30)	反馈回复版 (评估基准日：2026/3/31)
多种经营收入	多种经营收入包括室内广告收入、户外广告收入、场地收入等	多种经营收入包括室内广告收入、 部分 户外广告收入、场地收入等
抽成租金收入、多种经营收入、停车收入、其他收入合计	第1年采用产权方提供2025年预测数据为基准。2025年预测收入合计为2,635.09万元（不含增值税）	第1年采用审计2025年审定实际收入及2026年第一季度年化收入的平均值为基准。

14、资本化率为首个完整年度，即2027年度的资本化率，资本化率=扣除资本性支出前运营净收益/资产估值。启东项目下同。

		平均收入合计为 2,627.37 万元（不含增值税）
合同期内签约固定租户平均租金	平均租金为 124.31 元/平方米/月	平均租金为 126.57 元/平方米/月，增幅为 1.82%
出租率	第 1-3 年出租率为 98% ，第 4-10 年出租率为 99%	第 1-10 年出租率为 98%
提成租金增长率	第 1 年增长率为 0% ，第 2-10 年每年递增率为 2%	第 1-3 年增长率为 0% ，第 4-10 年每年递增率为 1%
固定租金收缴率	100%	首个预测期收入的 99% 计算为当年收入，将其余金额计算至下一年度
保险费	根据估值及保险合同约定费率进行预测	采用 当期保险合同
估值金额	9.96 亿	9.90 亿(降幅 0.60%)
资本化率	6.60%	6.67%

（一）关于收入参数取值合理性

1.关于出租率。根据申报材料，预测启东项目扣除结构空置率，平均出租率为 **98%-99%**。请管理人、评估机构补充披露结构空置率的含义、平均出租率的计算方式以及与同口径历史出租率的对比情况，并按照《审核关注事项》第七十八条相关要求补充披露历史出租率情况。

答复：

（1）结构空置率的含义

在房地产估价中，结构空置率指的是由于房产自身的原因造成市场供需结构性错配导致的房屋空置，一般具体指：由于物业自身结构、户型、楼层、朝向、配套、业态布局等物理或产品结构性缺陷，导致出租困难或难以实现正常出租收益的面积占总可出租面积的比例。天宁项目、启东项目中没有结构空置的情况，故本项目中的一般空置率即等同于项目整体空置率。

（2）平均出租率的计算方式

平均出租率是指各年度/各期间月末时点出租率的平均值，例如2024年平均出租率为2024年各月月末时点签约出租率的平均值。年末/期末出租率，是指各年末/各期末实际已租面积（按照起租口径）占可供出租面积比率。启东项目历史出租率情况如下：

表：启东项目年末/期末出租率与平均出租率对比情况

单位：平方米

项目	2023 年 /2023 年末	2024 年 /2024 年末	2025 年 /2025 年末	2026 年 1-3 月 /2026 年 3 月末
期末可供出租面积	45,044.72	45,101.59	45,181.10	45,181.10
年末/期末出租率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
平均出租率	98.77%	100.00%	99.96%	100.00%

近三年及一期启东项目的年末/期末出租率均为 100.00%，平均出租率分别为 98.77%、100.00%、99.96%、100.00%，除 2023 年因引进盒马鲜生超市后剩余商铺改造导致去化时间延长外，启东项目均为满租或接近满租状态，运营情况良好。

本次价值时点，启东项目第 1-10 年的出租率设定为 98%，低于历史平均出租率水平，该参数设定较为审慎合理。

2.关于租金单价。根据申报材料，天宁项目各层专门店预测市场租金为 98-246 元/平方米/月，主次力店预测市场租金为 33-81 元/平方米/月；启东项目各层专门店预测市场租金为 112-250 元/平方米/月，主次力店预测市场租金为 28-61 元/平方米/月。

(1)请管理人补充披露主力店、主次力店及专门店三类门店的认定标准、招商策略以及市场租金差异较大的原因，并说明是否符合行业惯例。

答复：

1) 主力店、主次力店及专门店三类门店的认定标准

新城控股集团对吾悦广场建立了清晰的店铺分级标准，将租户分为主力店、次主力店、专门店三类，主力店与次主力店合称为主次力店。该标准以业态功能、租赁面积、客流拉动作用为核心维度，同时根据商业发展趋势进行动态调整，确保分类既服务于资产估值逻辑，也贴合招商运营实际。具体认定标准如下：

主力店：指对广场客流具有显著拉动作用的核心锚定店铺，主要包括两类：一是具有强目的性消费属性的主力业态，如超市、影院、KTV、健身、电玩、儿童乐园、国际/国内快时尚等；二是面积规模型店铺，即租赁面积大于 1,500 平方米的店铺。主力店通常承担项目客流发动机的角色，是租金结构中保底收入的重要支撑。

次主力店：指租赁面积介于 800 平方米至 1,500 平方米之间的中型店铺，业态涵盖家居生活、买手集合、孕婴集合、精致正餐、专业运动、生活健康等。该类店铺在空间上起到连接主力店与专门店的过渡作用，在功能上丰富广场的业态层次，是提升顾客游逛深度和停留时长的重要环节。

专门店：指租赁面积小于 800 平方米的店铺，涵盖服装集合、潮牌服装、珠宝首饰、3C 数码、儿童教培、特色餐、全天候休闲轻餐等各类常规业态。专门店是广场品牌丰富度和租金弹性的主要来源，其租金模式中保底及提成两者取高模式（下文简称“两者取高”）占比通常更高，是收益增长的重要驱动因素。

2) 主力店、主次力店及专门店三类门店的招商策略

新城控股集团针对吾悦广场的三类门店建立了分层分类、工具驱动、动态迭代的招商策略体系。整体逻辑是：以项目定位和客群需求为原点，通过《定位及业态规划作业指引》完成业态顶层设计，再针对不同店型采取差异化的招商策略。同时，针对营运期项目，

结合年度经营方案、品牌到期节奏及市场环境变化（如主力店需求面积缩小、去主力店化等趋势），进行动态调整。三类门店的招商策略如下：

①主力店招商策略：锚定客流基石，战略性引入

主力店是项目的客流发动机，并对专门店的招商起到带动作用，帮助提升项目整体品牌级次和客单价，整体强化对消费者的吸引。招商策略以战略性、稳定性、议价能力平衡为核心。业态选择上优先超市、影院等强目的性消费属性品类。品牌级次上，以全国性连锁品牌、区域头部品牌为主，确保品牌号召力与经营稳定性。租约策略上，租金模式以固定租金为主，对于经营确定性高的优质品牌，积极洽谈“两者取高”模式分享增长收益。新签合同年限控制在 6-15 年，续签上限 3-8 年。针对营运期项目，结合年度经营方案前置制定调整计划。若主力店经营表现持续低于预期，启动备选品牌谈判，必要时进行铺位重新划分或业态置换。

②次主力店招商策略：承上启下，丰富游逛深度

次主力店应具有提升顾客停留时长、增加消费频次的功能。招商策略以差异化、体验性、坪效优化为核心。业态选择上，重点引入与主力店形成客群互补的业态，如与影院搭配的餐饮、与儿童乐园搭配的母婴零售等。租约策略上，以“固定租金”或“两者取高”为主。新签合同年限控制在 5-12 年，续签上限 3-5 年。对该类门店进行动态调整，及时跟踪消费环境的变化，动态调整铺位设置，提升租金坪效。

③专门店招商策略：丰富度与增长弹性的核心来源

专门店是项目品牌丰富度和租金增长的主要贡献者。招商策略以高频迭代、数据驱动、增量收益导向为核心。业态覆盖上，核心

目标是丰富业态结构，同时满足用户需求变化、顺应行业及品牌发展规律和趋势，促进商铺之间的关联消费。租约策略上，以“两者取高”为主，保证项目收入与租户经营表现强关联。新签合同年限控制在 1-3 年，并严格控制免租期。

3) 与市场租金的差异分析

市场租金范围差异较大的主要原因是专门店与主力店租金差异、不同楼层、不同业态租金差异所致。

专门店与主力店差异主要原因如下：

表：主力店与专门店对比

对比项目	主力店	专门店
承租规模	承租面积大，租期长，经营稳定性高	承租面积小，租期较短，流动性较强
客流效应	自带客流，对项目具有引流带动作用	主要依赖商场整体客流，带动作用较弱
品牌与议价	品牌影响力强，议价能力优势明显	品牌影响力较弱，议价能力相对较低
租金模式	多采用保底租金+营业额分成，基础租金低	以固定租金为主，租金水平相对较高
承租位置	多布置于边角、高层等非核心区位	多位于主通道、出入口等核心铺位
政策支持	业主通常给予装修补贴、免租期等优惠	补贴及优惠条件较少，租金刚性较强
租金水平	租金单价水平较低	租金单价水平相对较高

租金按楼层差异对市场租金进行折算是商业地产行业的通用做法，主要考虑在于不同楼层的吸引客流能力存在差异，因此各楼层对租户的吸引力和租金议价能力不同。通常情况下，1F 层作为消费者进出商业场所的主要通道，客流量最大，其吸引客流的能力和租金水平也最高。而随着楼层的上升，因客流相对减少，租户对高楼层租金的接受度通常较低，租金折算比例也会随之下降。评估机构根据评估基准日的租赁合同及台账，结合对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，并对估价对象专门店租赁状况进行分析，在首层

固定租金单价假设的基础上，通过楼层调整系数对其他楼层的租金进行调整。

租金按业态差异对市场租金进行折算是商业地产行业的通用做法，不同业态租金水平差异，主要由以下因素共同决定：

①承租能力不同

毛利率、坪效、净利润水平差异，决定租金承受上限。

②引流价值不同

体验、餐饮等聚客型业态可获得租金优惠，纯零售依赖商场客流则租金更高。

③物业成本不同

餐饮、体验业态工程条件复杂、改造及运营成本高，租金相应下调。

④铺位规模不同

大面积业态（影院、健身、超市、KTV）因规模效应，租金单价显著低于小面积零售。

⑤经营风险与租期不同

稳定性强、租期长的业态，租金水平相对更低。

根据签约的租金水平可以看出，零售业态的承租租金水平最高，其次是餐饮业态，体验业态的承租租金水平最低。

综上，不同业态、不同类别的门店市场租金差异较大具备合理性，符合行业惯例。

（2）请管理人补充披露各项目预测期内各类门店市场租金单价的加权平均值，结合报告期内租金单价情况及差异情况（如有），充分评估市场租金单价取值的合理性。

答复：

在收益法的测算过程中，评估机构采用市场法确定商业物业市场租金，根据与不动产项目的区位、业态和项目定位等进行比较和选择确定可比实例；经过充分考虑不动产项目与可比实例在市场状况、交易情况及房地产状况等方面的差异并进行调整，修正后得出比准市场租金。各类门店市场租金单价的加权平均值计算过程如下：

1) 天宁项目

①专门店市场租金

天宁项目位于常州市天宁区东部位置。评估机构根据与天宁项目在区位条件、业态类型、客群定位等方面的相似程度，在天宁区及毗邻商圈范围内选取 3 个商业项目作为可比项目，具体如下：

区位条件方面，由于天宁区位于常州的中心城区，区域内商业项目供应集中，商业密度较高，有较多的商业体，如常州购物中心、泰富百货、新世纪商城、新荟城购物中心、威尼斯商业广场、常州万象城等，评估机构将区位筛选条件扩展至天宁及周边区域。评估机构选取的可比项目均为交通便利、可达性强，区位条件相近，具备可比性。

业态类型方面，天宁项目属于运营成熟的区域级购物中心，商铺业态种类较为丰富，涵盖零售、餐饮、娱乐、服务、生活超市、影院等多种业态组合，评估机构选取的可比项目均为购物中心，具备可比性。

客群定位方面，天宁项目核心客群为项目周边区域商务办公人群、年轻消费群体及周边小区家庭客群。评估机构选取的可比项目与估价对象类似，客群以周边商务办公人士或周边家庭客群为主，客群定位相近，具备可比性。

经过评估机构市场调查与研究，最终确定了三个类似物业作为天宁项目专门店的可比实例。可比实例详情概述如下：

表：天宁项目专门店可比案例情况

单位：平方米，元/平方米/月

因素	天宁项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
地址	天宁吾悦广场 10 幢	延陵西路 123 号	花园街 301 号	湖塘镇吾悦广场 4 幢 101-501 铺
所在楼层	1 层	1 层	1 层	1 层
使用面积	100.00	413.00	107.23	216.00
成交日期	-	2026/3/31	2026/3/31	2026/3/31
成交价格单价	-	263	275	273
修正价格 ¹⁵	216	214	210	224

评估机构选取的可比案例与天宁项目业态基本一致，业态及区域因素类似，故平均分配权重计算得出天宁项目首层比准专门店市场租金单价 216 元/平方米/月（含增值税、不含管理费、推广费）。

考虑估价对象商业业态、楼层、面积及便利性等因素，并考虑实际签约租金水平，各分区分楼层市场租金如下：

表：各楼层市场租金单价及对应折算系数

单位：元/平方米/月

所在楼层	楼层修正	餐饮、零售业态	单价	体验业态	单价
B1F	50%	100%	108	45%	49
1F	100%	100%	216	45%	97
2F	65%	100%	140	45%	63
3F	50%	100%	108	45%	49
4F	45%	100%	97	45%	44
5、6F	40%	100%	86	45%	43

② 主次力店市场租金

15、评估机构从市场状况、交易情况及房地产状况等三大方面与目标不动产项目进行了比较，并得到修正因素系数，交易价格乘以修正因素系数得到修正价格，上述租金价格均不含物业管理费、推广费、增值税。后续可比案例情况修正价格计算方法和租金价格口径均相同。

天宁项目主力店主要为超市、休闲娱乐、体验等业态。分布在各楼层，根据不同类型租户所在楼层对市场租金水平进行了修正和调整。具体如下表所示：

表：天宁项目主力店可比案例情况

单位：平方米，元/平方米/月

因素	天宁项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
地址	天宁吾悦广场 10 幢	延陵西路 123 号	花园街 301 号	湖塘镇吾悦广场 4 幢 101-501 铺
所在楼层	1 层	2 层	3 层	1 层
使用面积	1,000.00	844.00	1,657.98	3,969.21
成交日期	-	2026/3/31	2026/3/31	2026/3/31
成交价格单价	-	84	63	58
修正价格	93	94	90	95

可比实例 1、2、3 与天宁项目均为商业物业，区位环境相同，建筑品质相近，故取各可比实例比较租金的简单算术平均数作为天宁项目的市场租金比较单价，则天宁项目商业部分地上一层的主力店市场租金为 93 元/平方米/月。

根据评估机构掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，天宁项目楼层系数及各楼层租金如下：

表：天宁项目各楼层市场租金单价及对应折算系数

楼层	各楼层折算系数	市场租金单价（元/平方米/月）
B1F	50%	47
1F	100%	93
2F	65%	61
3F	50%	47
4F	45%	42
5、6F	40%	37

于价值时点 2026 年 3 月 31 日，天宁项目的 1 层实际签约固定租金范围约在 11-450 元/平方米/月之间，主力店整栋实际签约固定租金范围约在 14-106 元/平方米/月之间。

③天宁项目合同租金单价与市场租金对比情况

报告期内天宁项目合同租金单价与市场租金对比情况如下表所示：

表：天宁项目加权平均租金¹⁶与市场租金

单位：元/平方米/月

类型	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月	报告期内平均值 ¹⁷	市场加权平均租金 ¹⁸
专门店	140.87	134.82	123.35	119.45	129.62	120.19
主次力店	46.58	49.89	43.47	45.51	46.36	45.82
整栋（专门店及主次力店）	103.54	103.16	91.90	89.35	96.99	89.92

评估机构在进行资产评估时按照保守性原则，充分考虑天宁项目短期内租金下降的情况，预测的市场租金与报告期内加权平均租金较为接近，差异仅为 0.63%，且低于报告期内历史平均值，市场租金预测合理审慎。

2) 启东项目

①专门店市场租金

启东项目位于江苏省启东市汇龙镇建设南路 88 号，距启东市人民政府直线距离约 0.6 公里，区域位置较好，启东市集中式商业物业主要位于启东市政府半径 5 公里内。大部分集中式物业在 2017 年以后入市，但规模较小。截至 2026 年 3 月末，已开业的集中式商业物业存量约 38.2 万平方米。从周边竞争情况来看，启东项目是当地规模较大、业态租户较为完整的综合性购物中心。其余文峰大世

16、加权平均租金=Σ（单位租金×单位租赁面积）/可租赁面积，合同期内加权平均租金不含免租期，下同。

17、报告期内平均值为报告期各期平均租金的算术平均值，非按面积加权平均计算，启东项目下同。

18、整栋市场加权平均租金=Σ(各楼层租金单价×该楼层租赁面积)/Σ已租赁面积，启东项目下同。

界（人民中路店）、瑞德广场、启东欣乐城等商业业态，无论从规模还是从业态角度，与启东项目相比竞争力有限。

评估机构根据与启东项目在区位条件、业态类型、客群定位等方面的相似程度，在启东范围内选取 3 个商业项目作为可比项目，具体如下：

区位条件方面，由于启东属于南通下辖的县级市，商业分布较分散且缺少大型商业综合体，所以评估机构将区位筛选条件扩展至整个启东区域。评估机构选取的可比项目均为交通便利、可达性强，区位条件相近，具备可比性。

业态类型方面，启东项目属于运营成熟的区域级购物中心，商铺业态种类较为丰富，涵盖零售、餐饮、娱乐、服务、生活超市、影院等多种业态组合，评估机构选取的可比项目均为商业项目，具备可比性。

客群定位方面，启东项目核心客群为项目周边区域商务人士、年轻消费群体及周边小区家庭客群。评估机构选取的可比项目与估价对象类似，客群以周边商务人士或周边家庭客群为主，客群定位相近，具备可比性。

经过评估机构市场调查与研究，最终确定了三个类似物业作为启东项目专门店的可比实例。可比实例详情概述如下。

表：启东项目专门店可比案例情况

单位：平方米，元/平方米/月

因素	启东项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
地址	汇龙镇汇东村	汇龙镇人民中路 528 号	人民中路 363 号	人民西路 1258 号
所在楼层	1 层	1 层	1 层	1 层
使用面积	200.00	59.60	20.00	70.00
成交价格单价	-	214	253	257
成交日期	-	2025/12/31	2025/12/31	2025/12/31

修正价格	250	220	263	266
------	-----	-----	-----	-----

评估机构选取的可比案例与启东项目业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重计算得出启东项目首层比准市场租金单价为 250 元/平方米/月（含增值税、不含管理费、推广费）。

考虑估价对象商业业态、楼层、面积及便利性等因素，并考虑实际签约租金水平，各分区分楼层市场租金如下：

表：启东项目各楼层市场租金单价及对应折算系数

楼层	市场租金单价（元/平方米/月）	各楼层折算系数
B1F	137	55%
1F	250	100%
2F	187	75%
3F	125	50%
4F	112	45%

②主力店市场租金

启东项目主力店主要为超市、休闲娱乐、体验等业态。分布在各楼层，根据不同类型租户所在楼层对市场租金水平进行了修正和调整。具体如下表所示。

表：启东项目主力店可比案例情况

单位：平方米，元/平方米/月

因素	启东项目	可比实例 4	可比实例 5	可比实例 6
地址	汇龙镇汇东村	人民西路与果园路交叉口	长江路与和平巷交叉口	申港城美食街 298 号
所在楼层	1 层	1 层	1 层	1 层
使用面积	800	580	550	460
成交日期	-	2025/12/31	2025/12/31	2025/12/31
成交价格单价	-	49	52	51
修正价格	61	59	65	59

可比实例 4、5、6 与启东项目均为商业物业，区位环境相同，建筑品质相近，故取各可比实例比较租金的简单算术平均数作为启东项目的市场租金比较单价，则启东项目商业部分地上一层的主力店市场租金为 61 元/平方米/月。

根据评估机构掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，启东项目楼层系数及各楼层租金如下：

表：启东项目各楼层市场租金单价及对应折算系数

楼层	各楼层折算系数	市场租金单价（元/平方米/月）
B1F	55%	34
1F	100%	61
2F	75%	46
3F	50%	31
4F	45%	28

于价值时点 2026 年 3 月 31 日，启东项目的 1 层实际签约固定租金范围约在 81-402 元/平方米/月之间；主次力店整栋实际签约固定租金范围约在 9-75 元/平方米/月之间。

③启东项目合同租金单价与市场租金对比情况

报告期内启东项目合同租金单价与市场租金对比情况如下表所示：

表：启东项目加权平均租金与市场租金

单位：元/平方米/月

类型	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月	报告期内平均值	市场加权平均租金
专门店	170.93	179.77	171.75	169.84	173.07	170.94
主次力店	35.04	40.30	36.35	36.35	37.01	36.46
整栋（专门店及主次力店）	121.01	126.04	126.97	125.70	124.93	126.47

评估机构在进行资产评估时按照保守性原则，对专门店和主次力店市场加权租金分别预测，均低于报告期内专门店和主次力店的平均值，较为审慎合理。上表中，“报告期内平均值”为各期的算术平均值，而“市场加权平均租金”为按照不同门店及楼层面积在价值时点的加权平均值，两者计算口径不同。启东项目专门店的面积权重占比呈上升趋势，因此在价值时点整栋市场租金略高于报告期内平均值，具备合理性，市场租金预测较为审慎。

3.关于租金增长率

(1)根据申报材料,天宁项目报告期内有效租金增长率分别为-0.36%、-1.77%和-0.10%,当前已签约租户中专门店、主次力店租期内年均租金增长率分别为 3.5%、3.3%。请管理人补充披露天宁项目整体租金增长率与已签租约年均租金增长率存在差异的原因及合理性,分析本项目租金单价是否存在趋势性下降风险。

答复:

报告期各期末平均合同租金单价系指以报告期各期末为统计时点,项目该时点全部在执行租约约定的租金标准按对应租赁面积加权计算的平均值,平均有效租金单价则是剔除了合同约定的优惠金额影响后的有效租金,具体计算公式如下:

期末平均合同租金单价= $\Sigma(\text{期末在执行的合同租金单价} \times \text{合同计租面积}) / \Sigma(\text{合同计租面积})$,两者取高合同按保底租金单价计算,纯抽成合同不纳入租金单价计算。

平均有效租金单价为各期间内(每月固租及两者取高模式的租金收入/各月末固租及两者取高模式的已出租面积)的均值。

已签约租户租期内的年均增长率系指租户在正常租赁状态下,每年的合同租金单价按照约定增长率进行递增。相较于存续租约的租期内增长率,平均租金单价除受合同约定增长率影响以外,还受到报告期内换签合同的起始租金单价影响,即报告期内新签合同起始租金较同铺位上份租赁合同租金单价出现下滑的情况时,平均租金单价将呈现负增长态势。

天宁项目报告期内有效租金短期下降客观存在,2024年、2025年及2026年1-3月的平均有效租金增长率分别为0.05%、-7.74%、-8.91%。本次评估并未将已签租约约定增长率简单外推,而是在基

准租金和预测增长率两个层面均作审慎处理：一方面，价值时点市场加权平均租金 89.92 元/平方米/月低于历史三年及一期整体合同租金平均值 96.99 元/平方米/月；另一方面，2026-2028 年固定租金增长率假设均为 0%，已经吸收近期调改、新签低租金样本及免租优惠对短期现金流的影响。自 2024 年下半年起，天宁项目启动以地下商业重塑、餐饮焕新、体验升级、多业态联动为目标的系统性调改，并于 2026 年起全面推行“保底租金+提成租金”两者取高的租赁模式，两者取高模式的租金收入占比从 2023 年度的 6.68%提升至 2026 年 1-3 月的 29.63%。与此同时，调改铺位的固定租金单价水平较调改前存在一定程度的下降。

2025 年平均有效租金下降幅度较大的原因主要为：为吸引优质租户资源，部分商户采取了降租招商策略，如主力店超市品牌由原永辉超市换为盒马鲜生，给予了较高的租金优惠和免租优惠，有效租金相比之前发生较大幅度的下调。而上述调改计划于 2024 年 11 月启动，相关品牌租金调整及免租主要体现在 2025 年度，从而 2025 年有效租金降幅较 2024 年更为显著。本轮调改后数月即呈现出阶段性成效。2025 年全年，天宁项目销售额同比上涨 15.19%至 8.54 亿元；2025 年全年日均客流量同比上涨 6.72%至 4.09 万人次。调改后两者取高模式的租约占比较大，有利于天宁项目未来获取商户销售额提升而带来的取高租金收入。

2026 年 1-3 月，天宁项目的平均有效租金单价为 85.89 元/平方米/月，较 2025 年下降了 8.91%。下降幅度较大的原因主要为天宁项目新签合同租金较低，2026 年一季度新签租约加权平均租金单价为 84.24 元/平方米/月，低于在执行的合同租金单价水平，主要原因为新签约合同铺位集中于商业动线端头冷区商铺和无门头展面的仓

库铺位，以大面积体验和餐饮业态品牌区域首店为主，其租金定价符合市场规律。此外，2026-2028 年天宁项目市场租金增长率假设均为 0%，即现金流预测中已综合考虑近期实际新签租金水平及报告期内租金下降的情况。

从租金承受能力看，天宁项目 2025 年以来租售比均低于 11%，在同类商业不动产 REITs 可比项目中处于较低水平；同期项目销售额和月销售坪效保持改善，而租金坪效受历史租约、免租期和调改期安排影响滞后释放。租售比较低说明商户租金负担处于可承受区间，也为调改成熟后通过续租重定价、低效铺位招调和两者取高模式分享销售增长提供了空间。

预测期内前三年租金假设零增长，取值较为保守，2031 年及以后随着调改铺位成熟、存量低租金合同陆续到期、冷区铺位经营效率提升以及两者取高合同占比提升，租金预测将实现增长。主力店租金单价低于专门店并出现年度波动，主要与其面积大、租期长、承担客流锚定功能及个别主力店换签、免租和到期重定价节奏有关，属于购物中心业态结构特点。

综上所述，上述调整在短期内导致租金阶段性下降，但引入的少儿体适能、宠物业态、热门火锅首店等，有效盘活了天宁项目原部分低效空间，丰富了业态，增强了目的性消费吸引力，引入了优质品牌，预计能够提升项目长期客流与整体销售额增长，从而为项目更长周期的增长提供动能。调改完成后，随着取高租金提升、高价值铺位涨租招调和项目租售比回归至行业均值水平，未来预计可实现有效租金单价的回归及持续提升。在当前租金单价及增长率假设合理的情况下，天宁项目租金单价及租金收入持续下滑的风险较小，持续下滑风险已在预测参数中得到审慎反映。

(2) 根据申报材料，天宁项目预测专门店未来增长率为 0%-2.5%，主次力店未来增长率为 0%-2%。请管理人、评估机构结合历史租金单价变动情况、新签租约单价及约定增长率（如有）、所属区域可比项目租金单价等情况，充分说明预测期内租金增长率的取值依据及合理性。

答复：

天宁项目预测期内租金递增率设定参考常州市宏观经济发展、区域市场情况，并结合天宁项目自身签约租金增长情况、已发行同类公募 REITs 参数设置情况，本次调整后的专门店租金增长率假设为预测期内首个三年为0%，第4年至长期为2.25%，主次力店市场租金增长率假设为预测期内首个三年为0%，第4年至长期为2.0%。未来预测的租金增长率假设具备合理性。具体情况分析如下：

1) 租金单价增长率取值与已签约租赁合同内约定固定租金增长率相符

截至2026年3月31日，天宁项目报告期内各年度期末合同的加权平均租金情况如下表所示：

表：天宁项目期末合同的平均租金情况

单位：元/平方米/月

	2023年末	2024年末	2025年末	2026年3月末	平均值	价值时点 估值基准
主次力店	46.58	49.89	43.47	45.51	46.36	45.82
增长率	-	7.11%	-12.87%	4.69%	-0.36%	-
专门店	140.87	134.82	123.35	119.45	129.62	120.19
增长率	-	-4.29%	-8.51%	-3.16%	-5.32%	-
整体	103.54	103.16	91.90	89.35	96.99	89.92
增长率	-	-0.37%	-10.92%	-2.77%	-4.69%	-

天宁项目历史三年及一期主次力店的月租金平均值为46.36元/平方米/月，专门店的月租金平均值为129.62元/平方米/月，整体的月

租金平均值为**96.99**元/平方米/月。本次价值时点，评估预测采用的主主力店的月租金平均值为**45.82**元/平方米/月，专门店的月租金平均值为**120.19**元/平方米/月，整体的月租金平均值为**89.92**元/平方米/月，均已低于历史三年及一期的平均值。

2025年，天宁项目涉及主主力店新签合同一份，租金单价为**65**元/平方米/月，高于过往三年平均值及价值时点估值基准；2025年内，天宁项目涉及专门店新签/续签合同**66**份，加权平均租金单价为**128.89**元/平方米/月，高于价值时点估值基准**120.19**元/平方米/月。2026年1-3月，天宁项目不涉及主主力店新签合同，涉及专门店新签/续签合同**38**份，加权平均租金单价为**84.24**元/平方米/月，低于期末平均水平及价值时点估值基准。2026年1-3月，天宁项目新签合同详细情况如下表所示：

表：天宁项目2026年1-3月新签合同情况

单位：平方米，元/平方米/月

	新签合同数量	占期末在执合同数量比例	新签合同面积	占期末在执合同面积比例	合同租金单价范围	平均合同租金单价
主主力店	0	0%	0	0%	-	-
专门店	38	17.35%	4,976.16	14.15%	5-387	84.24
整体	38	15.97%	4,976.16	7.58%	5-387	84.24

2026年1-3月，天宁项目新签/续签合同数量和面积占在执合同的比例均较小，其中**6**份合同的保底租金单价在**10**元/平方米/月及以下，对平均租金单价影响较大。前述低单价合同对应铺位主要位于商业动线端头冷区商铺，铺位历史租金水平均显著低于全场平均租金，同时为引进项目缺失业态及标杆品牌、提升商场人气，天宁项目降低了合同保底租金单价。综上，2026年1-3月新签/续签合同的平均租金水平低于期末平均水平及价值时点估值基准系部分特殊原因所致，不具备整体代表性。

因此，2026年一季度新签/续签样本更能反映调改期特定铺位的招商策略，而不能简单代表天宁项目全场可比铺位的重定价水平。评估预测采用的首三年零增长和价值时点市场租金，已经覆盖该阶段样本对短期现金流的不利影响。

截至2026年3月31日，天宁项目报告期内在执行的合约加权平均约定租金增长率如下表所示：

表：天宁项目在执行的合约加权平均约定租金增长率

	2023年末	2024年末	2025年末	2026年3月末	平均值
主力店	1.53%	2.52%	1.93%	1.83%	1.95%
专门店	6.01%	3.76%	3.38%	3.14%	4.07%
整体	4.95%	3.41%	2.92%	2.71%	3.50%

评估预测未来三年市场租金递增率为0%，考虑到预测期内在执行的合约约定的租金存在增长，预测预设三年不增长已考虑其三年内的租金单价的波动，较为谨慎合理。天宁项目历史租金单价变动情况与目前采用的租金增长率预测水平相符。

2) 所属城市情况、区域情况及竞品分析

①城市、区域宏观情况

常州市，江苏省辖地级市，地处江苏省南部、长江三角洲腹地。常州天宁区为常州市的主城区，位于江苏省南部、常州市东北部，面积154.84平方千米。天宁区辖6个街道、1个镇，区人民政府驻青龙街道。根据全国第七次人口普查数据显示，天宁区常住人口为668,906人，占常州市的12.67%。

2025年，天宁区实现地区生产总值1,040.08亿元，按不变价格计算，同比增长4.3%。分三次产业看，第一产业增加值6.71亿元，同比下降6.1%；第二产业增加值248.96亿元，同比增长5.4%；第三产业增加值784.41亿元，同比增长4.0%。

天宁项目位于常州市中心城区的天宁区，是新城控股集团在江

苏地区的商业项目之一。天宁项目为天宁区规模较大、业态较为完整的城市商业项目，交通较为便捷，根据地铁规划，未来接驳地铁2号线与地铁6号线（在建中）换乘站——紫云站。项目所在区域属于居住集聚区，其公共基础设施和相关配套设施包含医院及公共交通完善，周边两公里内的超市、购物中心及餐饮可满足基本商业需求。

②竞品分析

竞品分析详见“三、项目经营与财务情况”之“（一）关于业务竞争”之“3”中的相关论述。目前区域内商业用房一层临街底商根据区位、临街状况的不同，租金水平在100-400元/平方米/月不等。距离天宁项目4.4公里的歌林公园目前出租率为70%-80%，首层专门店租金水平150-200元/平方米/月。

就天宁项目同类型可比案例的市场租金增长率而言，目前中心商圈内，稳定经营的集中式商业物业的合同租金增长率，专门店为2%-5%，主次力店为2%-3%。当前区域内商业整体出租率在85%以上，天宁项目从定位到经营表现在商圈内具有一定优势。

3) 已上市公募 REITs 可比案例长期增长率设置情况

表：已上市公募 REITs 可比案例长期增长率设置情况

产品名称	资产名称	城市	长期增长率设定
华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城	长沙	2.50%
华夏华润消费 REIT	青岛万象城	青岛	2.75%
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	杭州	2.75%
华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	成都	2.75%
华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	长沙	2.25%
	广州云尚项目	广州	2.25%
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	2.25%

从长期增长率水平来看，已上市的公募 REITs 可比案例长期增长率处于2.25%-2.75%水平，天宁项目长期增长率设置为2.25%，具备合理性。

4) 结论

综上所述，根据常州市宏观经济发展、区域市场情况，并结合天宁项目自身签约租金增长情况、已上市公募 REITs 可比案例的参数设置情况，管理人及评估机构认为当前预测期内租金增长率2.25%参数设置属于合理水平。

(3) 根据申报材料，启东项目报告期内有效租金增长率分别为 5.24%、4.71%和 0.03%，预测专门店、主次力店来增长率为 0%-2%。请管理人、评估机构说明启东项目报告期内租金增长率放缓的原因，结合新签租约单价及约定增长率（如有）、所属区域可比项目租金单价等情况，说明预测期内租金增长率的取值依据及合理性。

答复：

1) 启东项目报告期内租金增长率放缓的原因

启东项目报告期内租金增长率放缓的主要原因为启东项目经营表现一直较好，租金高于区域竞品平均水平，从市场竞争的角度，租金增长率趋于稳定，且启东项目经过爬坡期后需保证项目长期健康稳定发展，租金增长率也趋于平缓。

2) 预测期内租金增长率的取值依据及合理性分析

启东项目预测期内租金递增率设定参考启东市宏观经济发展、区域市场情况，并结合启东项目自身签约租金增长情况、已发行同类公募 REITs 参数设置情况，采用的专门店市场租金增长率假设为预测期内首两年不增长，第3年至长期为2.0%，主次力店市场租金增长率假设为预测期内首两年不增长，第3年至长期为2.0%。未来预测的租金增长率假设具备合理性。具体情况分析如下：

①租金单价增长率取值低于已签约租赁合同内约定固定租金增长率

截至2026年3月31日,启东项目报告期内在执行的合约加权平均约定租金增长率如下表所示:

表: 启东项目在执行的合约加权平均约定租金增长率

	2023年末	2024年末	2025年末	2026年3月末	平均值
主力店	0.92%	3.17%	2.58%	3.94%	2.65%
专门店	6.14%	2.40%	5.61%	5.84%	5.00%
整体	5.47%	2.49%	5.19%	5.55%	4.68%

截至2026年3月31日,启东项目报告期内各年度期末合同的加权平均租金情况如下表所示:

表: 启东项目期末合同的平均租金情况

单位: 元/平方米/月

	2023年末	2024年末	2025年末	2026年3月末	平均值	价值时点 估值基准
主力店	35.04	40.3	36.35	36.35	37.01	36.5
增长率	-	15.01%	-9.80%	0.00%	1.74%	-
专门店	170.93	179.77	171.75	169.84	173.07	170.9
增长率	-	5.17%	-4.46%	-1.11%	-0.13%	-
整体	121.01	126.04	126.97	125.7	124.93	126.5
增长率	-	4.16%	0.74%	-1.00%	1.30%	-

启东项目历史三年及一期主力店的月租金平均值为37.01元/平方米/月,专门店的月租金平均值为173.07元/平方米/月,整体的月租金平均值为124.93元/平方米/月。本次价值时点,评估预测采用的主力店的月租金平均值为36.5元/平方米/月,专门店的月租金平均值为170.9元/平方米/月,均已低于历史三年及一期的平均值。整体的月租金平均值为126.5元/平方米/月,与历史三年及一期的平均值接近。

②预测租金单价低于最近一期新签合同平均租金单价

2026年1-3月,启东项目无主力店新签或续签。涉及专门店新签/续签合同12份,加权平均租金为177.20元/平方米/月,高于价值时

点估值基准170.9元/平方米/月。2026年1-3月，启东项目新签合同详细情况如下表所示：

上述新签/续签合同数量占期末在执合同数量比例为6.67%，面积占期末在执合同面积比例为4.33%，样本占比较低，且均为专门店，不直接代表全场及主次力店的整体重定价水平。

表：启东项目2026年1-3月新签合同情况

单位：平方米，元/平方米/月

	新签合同数量	占期末在执合同数量比例	新签合同面积	占期末在执合同面积比例	合同租金单价范围	平均合同租金单价
主次力店	0	0%	0	0%	-	-
专门店	12	6.67%	1,158.28	4.33%	40-215	177.20
整体	12	6.38%	1,158.28	2.56%	40-215	177.20

启东项目经营较为稳定，新签合同数量和面积占在执合同的比例均较小，存在一定的样本偏差。预测租金单价低于最近一期新签合同平均租金单价，具备合理性。

从预测处理看，评估机构未按照最近一期较高新签/续签租金水平上调全场市场租金，而采用低于新签均值、接近历史期末整体租金水平的估值基准，体现了对样本偏差、租约到期结构及未来招商摩擦的审慎考虑。

③所属城市情况、区域情况及竞品分析

i) 城市、区域宏观情况

启东市是江苏省南通市下辖县级市。启东市地区生产总值保持稳定增长，自2020年的1,223.1亿元上涨至2024年的1,514.7亿元，2020-2024年均复合增长率达5.5%。2022年，启东市 GDP 达到1,391.1亿元，按不变价格计算，同比增长2.2%；2023年，启东市 GDP 达到1,447.3亿元，按不变价格计算，同比增长6.2%；2024年，启东市 GDP 达到1,514.7亿元，按不变价格计算，同比增长6.4%。人均地区生产

总值达到158,553元。列全国综合实力百强县市第20位，较上年前进1位。2025年这一增长趋势继续保持，启东市地区生产总值达到1,556.9亿元，同比增长5.5%。2026年一季度，启东市地区生产总值达到390.2亿元。

启东市城镇居民收入与支出总额发展呈上升趋势。2022年城镇居民人均可支配收入57,106元，增长4.0%；人均生活消费性支出41,291元，增长2.8%；2023年城镇居民人均可支配收入60,041元，增长5.1%；人均生活消费性支出43,934元，增长6.4%；2024年城镇居民人均可支配收入62,946元，增长4.8%；人均生活消费性支出44,549元，增长1.4%。2025年，启东市城镇居民收入进一步增长，城镇居民人均可支配收入达65,613元，同比增长4.2%。2026年一季度，启东市城镇居民人均可支配收入达20,824元，同比增长4.3%。

启东市集中式商业市场处于初级阶段，启东项目是当地规模较大，业态组合较为完整的综合性购物中心。项目位于启东市南部，周边居住氛围浓厚，公共配套设施较为完善，区内有多条公交线路可通达，邻近城市主干道，交通较为便利。

ii) 竞品分析

目前区域内品质较好的项目有启东项目、凤凰荟购物中心和文峰大世界(人民中路店)。凤凰荟购物中心首层使用面积租金185-235元/平方米/月，出租率达95%以上。文峰大世界(人民中路店)首层使用面积租金185-265元/平方米/月，出租率达95%以上。

除上述物业外，启东市内集中式商业物业档次与经营表现均明显低于启东项目，瑞德广场、启东欣乐城出租率均低于70%。

目前，启东市品质较好的项目租金增长率较为稳定，专门店的合同租金年增长率约为3%-5%，主力店的合同租金增长率为2%-

4%。

④已上市公募 REITs 可比案例长期增长率设置情况

表：已上市公募 REITs 可比案例长期增长率设置情况

产品名称	资产名称	城市	长期增长率设定
华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城	长沙	2.50%
华夏华润消费 REIT	青岛万象城	青岛	2.75%
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	杭州	2.75%
华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	成都	2.75%
华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	长沙	2.25%
	广州云尚项目	广州	2.25%
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	2.25%

从长期增长率水平来看，已上市公募 REITs 可比案例长期增长率处于2.25%-2.75%水平，启东项目长期增长率设置为2%，具备合理性。

3) 结论

综上所述，根据启东市宏观经济发展、区域市场情况，并结合启东吾悦广场自身签约租金增长情况、已发行同类公募 REITs 参数设置情况，管理人及评估机构认为当前预测期内租金增长率参数设置属于合理水平。

4.关于提成租金收入。根据申报材料，预测天宁项目、启东项目提成租金收入均在 2025 年基础上每年上涨 2%。请管理人、评估机构补充披露两个项目报告期内提成租金收入的金额、增长率及占比情况，说明提成租金收入增长率的取值依据及合理性。

答复：

本次预测调整天宁项目、启东项目提成租金收入为：前3年不增长，第4年至第10年递增率为下调至1%，合理性分析如下：

(1) 历史提成租金情况如下：

表：历史提成租金情况表

单位：万元

	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
天宁项目	提成租金（纯抽租金）	436.01	391.00	389.03	90.28
	总租赁收入	6,789.90	6,796.63	6,281.38	1,405.72
	提成租金占比	6.42%	5.75%	6.19%	6.42%
	提成租金增长率	-	-10.32%	-0.50%	-
启东项目	提成租金（纯抽租金）	178.28	227.83	216.11	59.11
	总租赁收入	5,147.64	5,500.11	5,622.69	1,432.71
	提成租金占比	3.46%	4.14%	3.84%	4.13%
	提成租金增长率	-	27.79%	-5.14%	-

天宁项目 2024 年纯抽成租金同比出现明显下降，主要系公司调整部分商户租约模式调整所致。当期共有 3 家商户由“纯抽成”模式调整为“两者取高”模式，另有 1 家原纯抽成商户租约到期后实施拆铺，新承租品牌均采用“固定租金”模式。上述调整后，这批商铺实际收取租金显著提升，实际租金收入同比增长超 20%。仅由于收租方式调整，导致当期纯抽成租金收入减少，这部分减少的租金改计入固定租金、保底与抽成取高类别，项目整体租赁收入实现了增长。租约模式比例可能根据实际情况调整，但都计入“物业租赁收入”，其结构变化不影响项目整体收入增长。

启东项目 2025 年提成租金同比略微下降，主要系对个别租户提成租金收入的暂估与结算调整所致。经还原口径调整后，2024 年与 2025 年提成租金分别为 209.02 万元、216.11 万元，2025 年提成租金实际较上年增长 3.39%，项目仍保持稳定增长态势。

目前天宁、启东项目中纯抽成商户数量占比均较低，未来因租约模式调整带来的影响有限。且当前纯抽成租金的下降属于阶段性的、由统计口径导致的结构变化，不代表项目经营能力的下滑。近年来，新城控股集团为提高整体租金收入确定性，主动调整签约策略，严格控制纯抽成模式合同的新签数量，持续压降纯抽成商户的合同占比。2024 年，公司整体纯抽成合同占比 5.6%，2025 年进一

步压降至 5.1%，与天宁、启东项目纯抽成合同占比基本一致。目前存量的纯抽成商户以经营能力强、销售表现稳健的连锁品牌为主。

根据以上分析，从长期来看，租约模式的改变有利于项目整体租金增长，评估中假设纯抽成商户数量占比基本稳定，不再发生较大调整符合项目经营实际。提成租金收入增长率参考 CPI 长期目标（约 2%）、当地社会零售总额增速（常州、启东近年复合增长率均超过 2%）等指标，基于审慎原则，本次评估调整提成租金收入预测期前 3 年不增长，第 4-10 年增长率设定为 1%，低于新城控股集团对纯抽成商户扣点自然增长的管理要求，具备合理性。

（2）项目促进提成租金增长的措施

项目依托新城控股集团运营体系及平台工具，全面监测抽成租户经营数据，有效利用数据进行品牌经营分析、风险预警；并对项目和消费者进行匹配，分析渗透率、到访率等数据并制定针对性销售提升策略。

对于消费者，项目通过线上线下渠道推送广场信息、品牌信息、营销活动和商品内容，引导消费者到店。项目还将结合会员消费行为，分层设置会员权益，并通过会员服务提升复购和销售转化。

对于租户，项目促销费用优先取高及抽成租户投放，每笔促销费用均要求产投比大于 1，确保促销投入对抽成收入的有效撬动作用。在品牌的“人、货、场”管理上，运营管理实施机构每日关注店铺“人员”排班组织、店铺“货品”储备供应、店铺“场景”氛围营造，用好专项销售激励方案，协同品牌共同实现销售目标突破。

（3）已上市公募 REITs 可比案例提成租金递增率设置情况

表：已上市公募 REITs 可比案例提成租金递增率设置情况

产品名称	资产名称	城市	提成租金增长率 设定
------	------	----	---------------

华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城	长沙	3%-5%
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	杭州	2.75%
华夏首创奥莱 REIT	济南首创奥特莱斯	济南	3%
	武汉首创奥特莱斯	武汉	3%
华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	成都	2.50%
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	3%-4%

从提成租金递增率设定情况来看，已上市的公募 REITs 可比案例提成租金设定递增率处于 2.50%-5%，天宁项目和启东项目提成租金收入第 1-3 年递增率为 0%，第 4-10 年的递增率为 1%，具备合理性。

5.关于物业管理收入。根据申报材料，天宁项目、启东项目预测期内对于空置部分按照物业管理费标准收费测算，物业管理收入预测每三年增长 6%。物业管理费标准系根据项目公司介绍确定。请管理人、评估机构：

（1）补充披露对于空置部分预测物业管理收入的原因及合理性，说明是否符合项目历史收费情况以及行业惯例。

答复：

经管理人、评估机构与项目公司确认，空置部分不收取物业费，评估机构在更新评估基准日前后的两次估价中均未考虑空置部分的物业管理收入。管理人已更新招募说明书“第三部分 资产评估与现金流测算”之“第一节 资产评估情况”之“一、不动产项目的评估情况”之“（五）评估参数设置依据”之“（6）物业管理费收入”中两处“对于空置部分按照物业管理费标准收费测算”修改为“对于空置部分出租后按照物业管理费标准收费测算”。

（2）结合项目历史物业管理费标准变动情况、新签合同实际收费水平、报告期内物业管理收入增长率、可比竞品项目等情况，说明预测期内物业管理收入及增长率假设的合理性。

答复：

1) 历史物业管理费标准变动情况、新签合同实际收费水平

①天宁项目

专门店物业管理费标准：2022 年至 2024 年为 60 元/平方米/月（含增值税）；自 2024 年至今，逐步提升物业管理费，目前新签合同实际收费水平为 65 元/平方米/月（含增值税）。

主次力店物业管理费收费标准自 2022 年起未有变化：品牌自装空调的物业费标准为 6 元/平方米/月（含增值税），主次力店使用商场空调的物业费标准为 16 元/平方米/月（含增值税），截至价值时点尚有部分未到期租户未进行调整。

所有门店自签约第二年起，物业管理费原则上每年递增 3%。

②启东项目

专门店物业管理费标准：2022 年至 2024 年，为 60-65 元/平方米/月（含增值税）；自 2024 年至今，逐步提升物业管理费，目前新签合同实际收费水平为 70 元/平方米/月（含增值税）。

主次力店物业管理费收费标准自 2022 年起未有变化：品牌自装空调的物业费标准为 6 元/平方米/月（含增值税），主次力店使用商场空调的物业费标准为 16 元/平方米/月（含增值税），截至价值时点尚有部分未到期租户未进行调整。

所有门店自签约第二年起，物业管理费原则上每年递增 3%。

综上所述，天宁项目和启东项目大部分存量物业管理合同中已明确约定了管理费逐年递增机制，其余合同在到期续签时亦将纳入递增安排。新签合同的物业管理费标准已提升至 65-70 元/平方米/月，相较存量物业管理费标准提升约 7.69%-8.33%，为存量合同到期后的价格调整树立了基准。

2) 报告期内物业管理收入增长率

表：报告期内物业管理收入

单位：万元

	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年（以 1-3 月数据年化）	平均值
天宁项目	2,536.28	2,611.18	2,647.33	2,560.81	2,588.90
同比增长率	-	2.95%	1.38%	-3.27%	-
启东项目	1,922.65	2,023.30	2,077.52	2,083.88	2,026.84
同比增长率	-	5.24%	2.68%	0.31%	-
两项目合计	4,458.93	4,634.48	4,724.84	4,644.68	4,615.73
同比增长率	-	3.94%	1.95%	-1.70%	-

2026 年物业管理收入以 1-3 月数据年化得到，年化数据仅用于解释阶段性波动。天宁项目 2026 年 1-3 月物业管理费收入同比减少 21.75 万元，一是 2025 年同期存在保证金罚没约 15 万元计入管理费收入，抬高同期基数；二是 2026 年一季度平均空铺面积较 2025 年同期增加约 878 平方米，短期减少对应物业费。该下降并非物业管理费标准下降或收费能力弱化。截至 2026 年 6 月 30 日，天宁项目出租率已提升至 99.05%，预计全年实际物业管理费收入将优于一季度年化水平。启东项目 2026 年一季度年化物业管理费收入较 2025 年增长 0.31%，保持平稳。两项目历史物业管理费标准提升、新签合同收费标准提高，并在合同中约定第二年起原则上每年递增 3%，能够支撑预测期每三年 6% 的收入增长假设。

3) 专业化物业管理服务

吾悦广场作为全国性购物中心品牌，在常州、启东两地具有较强区域品牌影响力和招商议价能力。对商户而言，项目提供的不仅是经营场地，还包括公共空间维护、客流组织、会员运营、营销活动、设备设施保障等持续服务。运营管理机构为商户提供的主要服务包括：

①在空间品质管理方面，项目持续开展动线优化、冷区激活、设备设施更新等改造工作，结合精细化保洁、绿化养护及公共设施维护，不断提升商业空间的舒适度与消费吸引力，为商户经营提供了良好的经营环境。

②在商户经营帮扶方面，项目通过会员流量导入、SP 活动策划、社群营销等举措，帮助商户提升客流与销售转化。

③在会员服务方面，项目建立了完善的会员权益体系，通过精准营销、专属体验等服务提升消费者粘性，间接为商户带来持续的经营支撑。

④在智能化系统方面，项目依托数字化管理平台实现能耗监测、设备巡检、报修响应全流程线上化，有效提升了运营效率与服务透明度。

4) 积极调整物业管理费收费模式

运营管理机构逐步推动物业管理费取高合作模式。对部分“保底+提成”收费的商户，提成租金高于保底租金及物业管理费总额的超出部分按照该期保底租金及物业管理费占两者总额的比例分别计为取高部分的租金及物业管理费。天宁项目已有部分租户实现物业管理费取高。

5) 可比竞品项目情况

已上市可比公募 REITs 物业管理费收入递增率设置情况：

表：已上市可比公募 REITs 物业管理费收入递增率设置情况

产品名称	资产名称	城市	物管费增长率设定
华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城	长沙	主力店：3% 专门店：4%-3%
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	杭州	4%
华安百联消费 REIT	百联又一城	上海	专门店：3%；主力店：2%
华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	长沙	每三年 8%
	广州云尚项目	广州	每五年 7%

华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	第 6 年增长 10%，其余年份不增长
-------------	----------	----	---------------------

已上市公募 REITs 可比案例物业管理费设定递增率一般为每年递增 2%-4%。天宁项目和启东项目结合自身历史数据，物业管理费收入增长率为首年不递增，第二年起设定为每三年 6%，具备合理性。

6) 结论

综上所述，本项目通过为商户提供专业且优质的物业管理服务，在租赁合同条款中明确物业管理费增长机制，报告期内物业管理费收入实现了较高增长。预测期内物业管理收入增长率设置为每三年递增率为 6% 具备合理性，低于历史实际增长情况和合同约定增长率。

(3) 说明是否根据《审核关注事项》第四十三条以及《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》等相关规定进行独立核查，并发表明确意见。

答复：

运营收入指项目公司运营不动产资产而取得的租金收入、物业管理费收入及其他经营收入（如有），该等收入均为不含税收入。基金管理人和计划管理人进行了联合尽调，取得了租赁合同和其他经营相关合同台账及原件复印件，管理人对本次标的物业的商铺租赁合同进行了抽样核查。抽样情况如下：

表：天宁项目、启东项目商户抽样核查情况

抽样原则	天宁项目 样本数量	启东项目 样本数量	合计
主力店的租赁合同：按租赁合同的月总租金金额由高到低，抽取前 10 名店铺的租赁合同	10	10	20
按租赁面积由大到小，抽取前 10 名店铺的租赁合同	10	10	20

根据承租人的经营业态（零售、餐饮、体验）每类业态随机抽查 3 份租赁合同	9	9	18
就各楼层随机抽查 2 份租赁合同（天宁项目 B1-5F，启东项目 B1-4F 且 B1 仅一个超市商户）	12	9	21
初步抽取样本数量	41	38	79
重复部分样本数量	6	8	14
最终样本数量	35	30	65
基准日商户总数量	235	187	422
抽样比例	14.89%	16.04%	15.40%

管理人对抽样资产进行核查，核对抽样样本在 2023 年 12 月、2024 年 10 月、2025 年 9 月、2025 年 12 月及 2026 年 3 月的租金及管理费台账收入，核实结果发现：

1) 样本商户台账与合同信息进行对比，重点对比计租面积、租金、管理费、费用递增率等信息，大部分一致，少数存在差异，差异主要系统口径差异/免租期处理/期后回款时间差异/抽成商户考核规则改变导致的差异等原因形成，不构成对申报材料中出租率、租金收入及估值数据真实性、准确性和完整性的重大不利影响。

2) 样本商户租金及管理费的所有款项实收流水金额、开具的发票金额与根据合同条款计算的租金金额一致。

综上所述，管理人已根据《审核关注事项》第四十三条以及《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》等相关规定进行了独立核查。

6. 关于多种经营收入、停车场收入及其他收入。根据申报材料，天宁项目、启东项目预测多种经营收入、停车场收入及其他收入均在 2025 年基础上每年上涨 2%。请管理人、评估机构结合两个项目报告期内相关收入的增长率、可比竞品项目等情况，说明增长率的取值依据及合理性。

答复：

（1）报告期内相关收入增长率情况

1) 天宁项目

表：天宁项目报告期内相关收入情况

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年（以 1-3 月数据年化）	平均值
多种经营收入（不含部分户外广告收入）	1,187.51	1,228.50	1,066.10	955.43	1,109.39
同比增长率	-	3.45%	-13.22%	-10.38%	-
停车场收入	813.46	714.59	726.94	431.43	671.61
同比增长率	-	-12.15%	1.73%	-40.65%	-
其他收入（其他零星收入）不含政府补贴	274.41	317.12	380.98	300.63	318.28
同比增长率	-	15.56%	20.14%	-21.09%	-

①多种经营收入

多种经营收入是指利用固定店铺以外的公共空间开展经营活动带来的收入，如在连廊设小摊位、中庭办车展或市集、广场内投放广告等。天宁项目 2024 年多种经营收入同比提升 3.45%，2025 年度较 2024 年度下降，主要原因是为了整体提升本项目空间品质，避免多种经营干扰正铺经营，优化消费者购物体验，天宁项目对多种经营业态进行了系统梳理，减少了连廊过道内儿童游乐和服装特卖等小摊位数量。

未来多种经营收入的增长主要通过“提品质、提效率”实现，而非增加多种经营点位数量。运营管理机构将在严格筛选经营品类后确认保留的多种经营点位，确保其与天宁项目客群高度匹配、经营效果提升明显，从而提高单个摊位的租金单价，同时引入“两者取高”的收费模式，提升多种经营收入。车展、市集等活动以往主要集中在周末和节假日，工作日场地整体使用效率有限。未来通过工作日与节假日、周末多种经营合同打包签订，提高工作日的场地使用效率。运营管理机构还将进一步挖掘室内广告位、仓库等闲置资源的租赁价值，全方位拓展多种经营收入来源。

基于审慎原则，2026 年多种经营收入的预测值低于报告期的平均水平，且预测期前 3 年不增长，第 4-10 年每年增长 1.5%，具有合理性。

②停车场收入

报告期内停车场收入下滑具有一定的阶段性，其变化主要原因为会员体系建设和外部政策环境调整。具体分析如下：

i) 会员体系建设

2024 年 1 月 1 日前，会员不享有免费停车权益。2024 年 1 月 1 日起，天宁项目开始执行会员停车免费权益（金卡会员免停 2 小时、钻石卡会员免停 4 小时），该战略性调整短期内导致停车场收入下降，但促进了会员人数实现大幅增长，并应对了同城竞品项目推出的停车权益政策。从会员运营整体成效来看，项目注册会员从 2023 年的 29.5 万人次增长至 2026 年 6 月末的 40.9 万人次，会员消费占比从 2023 年的 27.31%持续提升至 2026 年 6 月末的 36.32%。在此背景下，得益于优质商业内容的持续更新与会员权益升级带来的车流增长和停车时长提升，2025 年度停车场收入已实现 1.73%的增长。

ii) 外部政策环境调整

2025 年 9 月起，停车收费环境发生区域性政策调整。应常州市政府要求，停车计费单元从 1 小时调整为 15 分钟，同时所有车辆免停 30 分钟；天宁项目西侧名山路新增设停车场（车位 120 个），对天宁项目停车造成一定分流影响。

iii) 未来停车场收入的恢复与增长措施

天宁项目截至 2026 年 6 月 30 日出租率已回升至 99.05%，储备租户超 500 个，未来有望通过本轮项目调改带来的品牌焕新吸引远端顾客，提高其到访频次与游逛深度，带动车流与停车时长同步增

长。同时天宁项目积极利用室外街夜间经营品牌（如桌球、电竞、KTV、夜宵等）提升夜间停车场使用率。另外，天宁项目持续优化会员权益与商户停车券规则，自 2025 年 9 月 1 日起，除盒马鲜生外，其余品牌商户停车券不再与广场会员权益叠加使用，可减少部分免停时长。

停车场收入占比下降并非停车需求弱化，而是项目在会员运营、商户支持和区域政策变化之间作出的收费策略调整。停车权益在短期内减少部分现金收入，但换取会员增长、到访频次提升和商户销售转化；同时，本次估值以 2026 年一季度年化的低收入水平作为首年基准，并设置前三年不增长，已充分反映会员免停、政府计费规则调整及周边低价停车场分流的影响。

综上，停车场收入的阶段性下滑主要系外部政策调整及战略性会员权益投入所致。基于审慎原则，本次估值已将上述阶段性影响充分纳入考量，采用 2026 年 1-3 月年化后预计停车收入 431.43 万元作为预测期首年停车场收入基准，假设预测期前 3 年停车场收入不增长，第 4-10 年每年增长率仅为 1.5%，具备合理性。

③其他收入

天宁项目其他收入主要包括推广费、垃圾清运费及其他零星收入。其他收入 2024 年、2025 年和 2026 年（以 1-3 月数据年化）增长率分别为 15.56%、20.14%和-21.09%，主要原因为 2024 年及 2025 年提升各项收费标准，如二消管理费、装修管理费、推广、商户围挡、保洁服务等各项业务收费标准。此类收费标准将阶段性维持，故后续其他收入金额将在此基础上相对保持稳定，但增长率会放缓，预测期内首年不递增，第 2 年递增率设置为 2%具有合理性。

2) 启东项目

表：启东项目报告期内相关收入情况

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年（以 1-3 月数据年化）	平均值
多种经营收入（不含部分户外广告收入）	1,190.77	1,198.22	1,237.59	1,288.38	1,228.74
同比增长率	-	0.63%	3.29%	4.10%	-
停车场收入	491.27	653.57	744.85	791.56	670.31
同比增长率	-	33.04%	13.97%	6.27%	-
其他收入（其他零星收入）不含政府补贴	312.02	267.21	488.78	354.76	355.69
同比增长率	-	-14.36%	82.92%	-27.42%	-

①多种经营收入

2024 年、2025 年及 2026 年（以 1-3 月数据年化）启东项目多种经营收入增长率分别为 0.63%、3.29%和 4.10%，平均递增率高于 2%的预测增长率。项目依托稳定的社区/产业客群，通过会员体系、场景化运营提升客群粘性，带动多种经营消费频次与客单价稳步提升，为收入增长提供基础保障。

启东项目多种经营收入口径与天宁项目一致，主要来自固定商铺以外公共空间的短期场地使用、广告发布、主题市集、车展及临时展陈等。该类收入的增长主要依赖公共空间使用效率、活动排期和单个场地收费水平提升，不以牺牲正常租赁铺位经营为前提。

②停车场收入

2024 年、2025 年及 2026 年（以 1-3 月数据年化）启东项目停车场收入增长率较高，分别为 33.04%、13.97%和 6.27%。报告期内增速处于较高水平，该增长主要系车流量提升及停车收费标准适度上调双重因素驱动。鉴于未来停车收费标准预计维持稳定，上述高增速的驱动因素已逐步消化，故此高增速不具有可持续性，未来收入增长率设定为 2%具有合理性且较为审慎保守。

③其他收入

启东项目其他收入主要包括推广费、垃圾清运费及其他零星收入。2024 年、2025 年及 2026 年（以 1-3 月数据年化）增长率分别为-14.36%、82.92%和-27.42%。2024 年收入下降主要系推广费核算口径调整所致；2025 年收入大幅增长主要归因于新增悦会员年卡、POS 服务等收入品类，以及推广费及其他增值服务收费标准的阶段性上调。上述变化属于阶段性集中调整，不具备可持续性。因此，预测期内首年不递增，第 2 年递增率设置为 2%具有合理性。

（2）与已上市公募 REITs 可比案例对比情况

已上市公募 REITs 可比案例多种经营收入、停车收入及其他收入递增率设置情况如下：

表：已上市公募 REITs 可比案例各类收入递增率设置情况

产品名称	资产名称	城市	多种经营收入递增率设定	停车场收入递增率设定	其他收入递增率设定
华夏华润消费 REIT	青岛万象城	青岛	3.0%	第 5 年及第 10 年分别递增 10%	未单独列明其他收入
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	杭州	3.0%	每 3 年 5%	未单独列明其他收入
华安百联消费 REIT	百联又一城	上海	2.0%	2.00%	未单独列明其他收入
华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	成都	2.0%	首三年不递增，之后 2%	广告收入递增率 3%
中金中国绿发消费 REIT	济南领秀城贵和购物中心	济南	4%-2.5%	每 3 年停车费单价增加 2 元/小时	未单独列明其他收入
华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	长沙	3.0%	3.0%	未单独列明其他收入
	广州云尚项目（涉及改造）	广州	3.0%	2.0%	未单独列明其他收入
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	4%-3%	1.50%	2%

已上市公募 REITs 的可比案例中，多种经营收入设定增长率一般为每年 2%-4%，停车场收入设定增长率一般为每年 1.5%-3%，其他收入设定递增率为 2%。

(3) 结论

综上所述，天宁项目的多种经营收入、停车场收入第 1-3 年递增率为 0%，第 4-10 年递增率为 1.5%，其他收入第 1 年递增率为 0%，第 2-10 年递增率为 2%，启东项目的多种经营收入、停车场收入及其他收入的第 1 年递增率为 0%，第 2-10 年的递增率为 2%，具备合理性。

7.关于收缴率。根据申报材料，天宁项目、启东项目预测收缴率均为 **100%**。请管理人、评估机构充分考虑报告期内历史租金收缴情况、项目公司应收账款规模、可比项目情况等，审慎评估预测期收缴率参数取值的合理性。

答复：

本次评估将收缴率假设由 100%下调至首个预测期收入的 99% 计算为当年收入，将其余金额计算至下一年度，主要基于历史收缴情况、租金支付安排及同类项目对比等因素综合确定，2022-2025 年度及 2026 年 1-3 月，不动产项目期后收缴率为 100%，具备较强的租金回收能力。本次收缴率假设调整已充分考虑提成租金结算账期及个别租户延迟支付的可能。具体分析如下：

(1) 报告期内历史收缴率情况

天宁项目和启东项目的历史收缴率情况如下：

表：报告期内历史收缴率

	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月	平均值
天宁项目	100.00%	100.00%	99.70%	97.87%	99.39%
启东项目	100.00%	99.88%	99.67%	96.70%	99.06%

天宁项目 2026 年一季度收缴率为 97.87%，涉及 17 个欠租租户，截至 2026 年 6 月 30 日欠费已全部清缴完毕，不存在持续欠缴。上述租户中，9 个租户已完成撤场，且均有新租户接铺。其余 7 个租户仍在正常经营，整体经营情况稳定，仅 1 个租户因经营表现不佳已纳入招商调整计划。该等欠缴行为系个别商户的阶段性资金周转或业态调整所致，不代表商户群体经营质量系统性下滑。截至 2026 年 6 月 30 日，天宁项目收缴率已回升至 99.46%，出租率保持在 99.05% 的高位，2026 年一季度收缴率波动属于短期、个别现象，不具有持续性，天宁项目租金收缴能力和商户经营质量整体稳健。

启东项目 2026 年一季度收缴率为 96.70%，涉及 14 个欠租租户，截至 2026 年 6 月 30 日欠费已全部清缴完毕，不存在持续欠缴。上述租户中，10 个租户已完成撤场，且均有新租户接铺；其余 4 个租户中，3 个仍在正常经营、整体经营情况稳定，1 个因经营表现不佳已纳入招商调整计划。该等欠缴行为系个别商户的阶段性经营问题或业态调整所致，不代表商户群体经营质量系统性下滑。截至 2026 年 6 月 30 日，启东项目系统收缴率已回升至 99.35%，2026 年一季度收缴率波动属于短期、个别现象，不具有持续性，启东项目租金收缴能力和商户经营质量整体稳健。

（2）关于租金收缴率的管理

运营管理机构具有丰富商业运营管理经验，构建了从商户签约前到退租后的全周期管控体系，从合同条款设计、保证金规定及预收费机制、动态收缴预警及法律支持等多途径，确保租金能够按时足额收回。主要管理措施如下：

1) 租前系统性预防机制

在招商阶段即审核商户履约能力，从源头筛选优质租户，增强租金收缴安全垫。此外，在合同端明确约定费用计算方式、缴纳周期及逾期违约责任，逾期将按日计收违约金，严重逾期情形下可依约解除合同并没收保证金。在资金端要求商户缴纳 2 至 3 个月租金作为履约保证金，并实行先付后用的预缴模式，每季度提前支付下期租金，实现资金前置锁定。

2) 租后分级管控机制

对不同级别应收实施差异化跟踪管理，为收入和收缴率提供多重保障。催收端建立了分级管理机制，通过账单提醒、催缴通知、律师函等方式递进沟通，必要时依约启动解约及清退程序。同时，经营中持续监控保证金覆盖情况，及时通过法律途径保障权益。

运营管理机构通过以上机制形成系统化管理，具备应急处理与极端保障能力，为租金收缴率滚动达到 100% 提供了有力保障。

(3) 已上市公募 REITs 可比案例收缴率设置情况如下：

表：已上市公募 REITs 可比案例收缴率设置情况

产品名称	资产名称	城市	收缴率设定
华夏金茂消费 REIT	长沙览秀城	长沙	100.0%
华夏华润消费 REIT	青岛万象城	青岛	100.0%
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	杭州	100.0%
华夏大悦城消费 REIT	成都大悦城	成都	100.0%
华夏凯德消费 REIT	长沙雨花亭项目	长沙	99.0%
	广州云尚项目	广州	99.0%
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	佛山	首年预测收入的 99% 计算为当年收入，将剩余 0.8% 的收入计算至下一年度

已上市公募 REITs 可比案例的收缴率设定为 99%-100%，天宁项目的近三年及一期算术平均收缴率为 99.39%，启东项目的近三年

及一期算术平均收缴率为 99.06%。基于审慎原则，将首个预测期固定租金收入的 99% 计算为当年收入，将其余金额计算延至下一年度，较为充分考虑了项目历史以往情况和运营风险，具有合理性。

(二) 关于成本及折现率参数取值合理性

1. 关于运营成本及费用。根据申报材料，天宁项目、启东项目存续期第 1 年预测运营成本分别下降 35.68%、38.55%。请管理人补充披露存续期首年成本下降的原因及依据，充分说明成本预测的审慎性及合理性。

答复：

本次回复时评估基准日已更新至 2026 年 3 月 31 日，根据会计师事务所出具的近 3 年及一期历史数据及评估机构的预测数据，更新后运营成本及费用情况如下：

(1) 天宁项目

表：天宁项目运营成本¹⁹

单位：万元

	历史情况			预测数据				
年份	2023	2024	2025	2026 ²⁰	2027	2028	2029	2030
运营成本	3,114.38	3,049.83	3,267.83	3,096.96	3,172.22	3,214.92	3,289.98	3,359.61
增长率	-	-2.07%	7.15%	-5.23%	2.43%	1.35%	2.33%	2.12%
年份	-	-	-	2031	2032	2033	2034	2035
运营成本	-	-	-	3,430.19	3,523.38	3,589.06	3,652.88	3,736.40
增长率	-	-	-	2.10%	2.72%	1.86%	1.78%	2.29%

(2) 启东项目

表：启东项目运营成本

单位：万元

	历史情况			预测数据				
年份	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030

19、运营成本=运营管理费用（人工薪酬、保安物资费、一般行政费）+市场营销费（企划费）+工程维保费+保洁费+调改费及其他成本+保险费+人防使用费+公共能源费+管理费（其他），下同。
20、2026 年运营成本为 2026 年 1-3 月实际发生数与 2026 年 4-12 月预测数之和，启东项目下同。

运营成本	2,430.78	2,232.41	2,341.51	2,581.75	2,671.13	2,686.42	2,781.19	2,851.59
增长率	-	-8.16%	4.89%	10.26%	3.46%	0.57%	3.53%	2.53%
年份	-	-	-	2031	2032	2033	2034	2035
运营成本	-	-	-	2,922.53	2,987.62	3,049.89	3,103.20	3,166.66
增长率	-	-	-	2.49%	2.23%	2.08%	1.75%	2.05%

根据以上数据，天宁项目 2026 年预测运营成本低于 2025 年数据，下降 5.23%，主要原因为 2025 年盒马鲜生和悦来市集相关调改费用较高，后续历年预测值相对稳定。启东项目 2026 年预测运营成本较 2025 年运营成本增长 10.26%，差异主要源于两方面：一是 24-25 年新城控股集团原对内部自持项目部分费用如系统使用费免于收取导致实际收费偏低，二是随着 REITs 发行预计管理成本会相应略有增加。合并 2026 年预测运营成本较 2025 年运营成本增加 1.24%。本次预测运营成本各子项设定 0-2% 的增长率递增，相对谨慎且具有合理性。

2.关于资本性支出。根据申报材料，两个项目存续期内资本性支出系基于工程技术尽调情况说明及相关预测得出。

(1) 请管理人根据《审核关注事项》第四十六条、《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，结合项目投入运营以来各年度的资本性支出、未来具体调改计划、已上市同类型不动产基金情况等，说明资本性支出预测的合理性。

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。评估机构在进行资本性支出预测时充分考虑了历史资本性支出、

建筑物以及设备现状、改造升级安排、行业特征等因素，现说明如下。

1) 历史资本性支出情况

①天宁项目

根据历史数据，天宁项目 2023-2025 年及 2026 年 1-3 月维修改造相关的资本性支出分别为 0 万元、0 万元、512.83 万元和 0 万元，历史年平均为 157.79 万元/年。根据工程尽调报告，天宁项目预测期 2026 年至 2035 年预测维修改造资本性支出金额为 2,295.30 万元，预测期平均金额为 235.42 万元/年，具体资本性支出情况如下：

表：天宁项目 2023-2035 年实际及预测资本性支出情况

单位：万元

时间	资本性支出
2023 年	0
2024 年	0
2025 年	512.83
2026 年 1-3 月	0
历史年平均	157.79
2026 年 4-12 月（预测）	138.56
2027 年（预测）	184.74
2028 年（预测）	219.26
2029 年（预测）	219.26
2030 年（预测）	219.26
2031 年（预测）	251.91
2032 年（预测）	251.91
2033 年（预测）	251.91
2034 年（预测）	279.24
2035 年（预测）	279.24
预测期平均	235.42

天宁项目暂未明确专项招调或升级改造计划，预测资本性支出均为正常维修改造相关支出。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启东项目

根据历史数据，启东项目 2023-2025 年及 2026 年 1-3 月维修改造相关的资本性支出分别为 34.96 万元、175.72 万元、0 万元和 0 万元，历史年平均为 64.82 万元/年。根据工程尽调报告，启东项目 2026 年 4 月-2035 年 12 月预测维修改造资本性支出金额为 1,965.93 万元，预测期平均金额为 201.63 万元/年，具体资本性支出情况如下：

表：启东项目 2023-2035 年实际及预测资本性支出情况

单位：万元

时间	资本性支出
2023 年	34.96
2024 年	175.72
2025 年	0
2026 年 1-3 月	0
历史年平均	64.82
2026 年 4-12 月（预测）	120.95
2027 年（预测）	161.27
2028 年（预测）	186.86
2029 年（预测）	186.86
2030 年（预测）	186.86
2031 年（预测）	215.13
2032 年（预测）	215.13
2033 年（预测）	215.13
2034 年（预测）	238.86
2035 年（预测）	238.86
预测期平均	201.63

启东项目暂未明确专项招调或升级改造计划，预测资本性支出均为正常维修改造相关支出。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) 建筑物及设备现状情况

天宁项目投入运营时间为 2019 年 10 月，启东项目投入运营时间为 2018 年 12 月，建筑物及设备成新度较高。天宁项目于 2025 年进行了较大范围调改，对部分建筑物及设备进行了更新改造。截至 2026 年 3 月 31 日，天宁项目和启东项目建筑物及设备状况良好。

①天宁项目

天宁项目商业建筑面积 123,394.31 平方米，总建筑面积 173,774.76 平方米，建成时间 2019 年，截至评估基准日 2026 年 3 月 31 日，按建筑面积计算项目加权运营年限约为 6.50 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。工程尽调报告显示，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：天宁项目预测期维修、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。

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。

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 1.9%，具有合理性。

②启东项目

启东项目商业建筑面积 80,353.17 平方米，总建筑面积 120,270.51 平方米，建成时间 2018 年，截至评估基准日 2026 年 3 月 31 日，按建筑面积计算项目加权运营年限约为 7.50 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：启东项目预测期维修、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。

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。

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 1.9%，具有合理性。

3) 改造升级安排

天宁项目 2026 年主要计划完成 B1 层的动线优化相关小幅调改，启东项目暂未明确 2026 年专项招调或升级改造计划，预测资本性支出基本均为正常维修改造相关支出。本项目的改造升级安排详见“一、业务参与人资质及履职能力”之“2.关于运营管理能力。请管理人结合问题 1 的回复、本项目的资产提升改造安排、本项目与可比项目在财务收益、运营效率、租约及增长潜力等方面的对比情况，以及运营管理机构及其关联方在管其他项目的运营经验、核心团队管理能力，分析运营管理机构的管理能力和运营资源”的答复“（1）本项目的资产提升改造安排”。

4) 行业特征因素

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：与已上市公募 REITs 可比案例资本性支出对比情况

单位：万元，元/平方米

项目名称 ²¹	底层资产	项目类型	投入运营年限 ²²	预测首个完整年度资本性支出	
				总价	建筑面积单价 ²³
华夏华润消费 REIT	青岛华润万象城	购物中心	约 6.5 年	239.47	30.56
中金中国绿发消费 REIT	济南领秀城	购物中心	约 11 年	441.00	21.95
华夏凯德消费 REIT	广州云尚凯德广场	购物中心	约 9 年	510.47	54.90
	长沙雨花亭凯德广场	购物中心	约 20 年	455.40	60.37
华夏中海消费 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	约 12 年	216.52	14.11
本基金	天宁吾悦广场	购物中心	约 6.5 年	184.74	14.97
	启东吾悦广场	购物中心	约 7.5 年	161.27	20.07

由上表可知，本项目预测期内首个完整年度（即 2027 年）单方资本性支出处于已发行公募 REITs 可比案例的合理区间，参数设立具有合理性。

综上所述，评估机构对于资本性支出的预留高于项目历史三年及一期的平均水平、高于专业工程技术尽调机构尽调结果、对比已发行公募 REITs 可比案例处于相对合理水平，较为审慎。管理人认为本项目预测期资本性支出系以专业工程技术尽职调查结论为依据，资本性支出预测合理。

（2）请管理人根据《审核关注事项》第四十八条相关规定，补充披露工程尽调报告出具主体的资质、能力、人员配备等情况。

答复：

本基金的工程技术尽职调查机构为戴德梁行房地产咨询(上海)有限公司，相关主体情况如下：

21、以上已发行消费公募 REITs 项目数据来源于各基金上市时招募说明书。

22、本项目在本次回复时评估基准日已更新至 2026 年 3 月 31 日。

23、总建筑面积单价=预测首个完整年度资本性支出总价（元）/商业建筑面积（平方米）。

1) 基本情况

名称：戴德梁行房地产咨询（上海）有限公司

住所：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 2111 号

办公地址：上海市静安区南京西路 1366 号恒隆广场 2 期 42F

设立日期：1992 年 12 月 26 日

法定代表人：赵锦权

联系人：方捷

联系电话：021-22080104

2) 业务情况介绍

戴德梁行是享誉全球的房地产服务和咨询顾问公司，通过兼具本土洞察与全球视野的房地产解决方案为客户创造卓越价值。戴德梁行遍布全球 60 多个国家，设有 400 多个办公室，拥有 52,000 名专业员工。在大中华区，23 家分公司合力引领市场发展。2024 年公司全球营业收入达 94 亿美元，核心业务涵盖估价及顾问服务、策略发展顾问、项目管理服务、资本市场、项目及企业服务、产业地产、商业地产等。戴德梁行致力于“戴领无限超越”，赢得众多行业重磅奖项和至高荣誉。

戴德梁行在提供工程尽调服务过程中旨在借助公司丰富的楼宇勘测、市场定位和项目管理经验以及国际水平之建筑设计及项目管理经验，呈交各类型目标建筑清晰完整的楼宇尽调报告，拥有各专业类型的专家 72 名；信用等级 A 级。

3. 关于折现率。根据申报材料，天宁项目、启东项目选取的折现率分别为 7%和 7.25%。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，说明折现率取值的合理性。

答复：

本项目资产估值采用累加法确定折现率，通过分析无风险报酬率和风险报酬率的情况，确定折现率取值天宁项目由 7.00%调整为 6.75%、启东项目保持 7.25%。同时，管理人和评估机构结合本项目所处区域及行业发展情况、同类已获批/上市项目折现率取值情况、大宗交易市场情况、上市公司重大资产重组案例以及资本化率市场调研情况等方面对本项目折现率取值进行了分析和验证，认为本项目采用上述折现率具备合理性。具体如下：

（1）本项目折现率取值方法分析

折现率（也称报酬率）是为资本成本或用以转换日后应付或应收货币金额的回报率，理论上反映资本之机会成本。在确定报酬率时，采用累加法进行确定。累加法是以安全利率和风险调整值加总作为报酬率，即将报酬率视为包含无风险报酬率和风险报酬率两大部分。公式如下：

报酬率=无风险报酬率+风险报酬率。

其中，无风险报酬率参照 2026 年 3 月 31 日十年期国家债券的收益率为 1.82%进行确定。风险报酬率是根据项目所在区域市场、行业性质以及同类地区类似业务的经营方式、管理风险及投资优惠等因素综合确定。在分析风险报酬率时，评估机构需要判断分析：

1) 投资不动产的风险补偿；2) 缺乏流动性风险补偿；3) 区位风险补偿；4) 行业及管理负担风险补偿；5) 合规风险补偿；6) 增长风险补偿；7) 特殊经营风险补偿。

天宁项目：位于常州市天宁区核心区域，区位优势，商圈竞争格局稳定，运营风险较低。投资不动产风险补偿 3.50%，估价对象流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面风险补偿调整 1.43%，综合调整后风险报酬率 4.93%，合计折现率 6.75%。

启东项目：位于南通下辖县级市，城市能级较低，商业综合体稀缺，竞争风险小。投资不动产风险补偿 3.50%，估价对象流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面风险补偿调整 1.93%，综合调整后风险报酬率 5.43%，合计折现率 7.25%。

具体如下表：

表：折现率计算表

项目	天宁项目	启东项目
无风险报酬率	1.82%	1.82%
风险报酬率—投资不动产风险补偿均值	3.50%	3.50%
风险报酬率—估价对象流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面风险补偿调整	1.43%	1.93%
折现率	6.75%	7.25%

（2）本项目所处区域及区域指标分析

1) 天宁项目

天宁项目位于常州市主城区天宁经济开发区，周边居住氛围成熟，公共配套较完善，居民消费需求具备一定基础。项目业态涵盖餐饮、零售、娱乐、服务、超市等，可满足城东商圈周边居民及家庭客群的日常消费和体验需求。

天宁项目客流量自 2019 年起逐步递增，目前是天宁区规模较大、入驻品牌较多的购物中心之一。未来租金收入增长仍需结合项目调改效果、租户经营表现及区域竞争环境持续观察。

2) 启东项目

启东项目位于启东市汇龙镇建设南路 88 号，项目所在板块为江海路板块，项目周边 2 公里内住宅分布密集，包括悦湖四季、蝶湖世界湾、启东碧桂园、嘉和花园、吾悦首府、阳光城西欧文澜府、汇东小区、汇东新村、北上海花园 C 区、蝶湖花园等。估算周边人口规模近 30 万人，人流较为密集。

启东项目是启东首家一站式购物中心，作为当地首个综合性购物中心，已形成较为完整的业态组合，涵盖餐饮、零售、儿童教育及生活服务等多个领域，引入星巴克、星轶影院等多个热门品牌的启东首店，逐步构建起特色餐饮集群，并在餐饮品类丰富度及环境体验方面形成一定优势。目前该商业体已成为区域消费者日常消费的重要选择之一。

(3) 已上市公募 REITs 可比案例折现率取值情况

已上市公募 REITs 可比案例（首发）时采用的报酬率、无风险利率及风险报酬率对比如下表：

表：已上市公募 REITs 可比案例折现率情况

产品名称	资产名称	价值时点	折现率 ²⁴
华夏金茂消费REIT	长沙览秀城	2023/6/30	7.25%
华夏华润消费REIT	青岛万象城	2023/6/30	7.00%
中金印力消费REIT	杭州西溪印象城	2023/6/30	7.00%
华夏大悦城消费REIT	成都大悦城	2024/3/31	7.00%
中金中国绿发消费REIT	济南领秀城贵和购物中心	2024/12/31	7.00%
中金唯品会奥莱REIT	杉井奥特莱斯	2025/3/31	7.75%
华夏凯德消费REIT	长沙雨花亭项目	2025/3/31	6.75%
	广州云尚项目	2025/3/31	6.00%

24、数据来源于各 REITs 首发时招募说明书。

华夏中海消费REIT	佛山映月湖环宇城	2025/3/31	6.75%
------------	----------	-----------	-------

本次评估价值时点 2026 年 3 月 31 日，本项目资产估值采用累加法确定折现率，通过分析无风险报酬率和风险报酬率的情况，确定折现率取值为天宁项目 6.75%、启东项目 7.25%，估价对象位于常州和南通（启东为南通下辖县级市），在扣除报酬率系数中安全利率（十年期国债收益率）下降的影响后，其风险报酬率与大多数已发行的同类城市的商业产品基本处于同一水平。

综上，本次评估折现率取值为天宁项目 6.75%、启东项目 7.25% 具有合理性。

（4）大宗交易/上市公司重大资产重组估值结果对比情况

行业上市公司重大资产重组及大宗交易案例中，涉及长三角区域商业不动产（含购物中心）的交易以股权并购或资产转让为主，部分标的公司业务涵盖商业运营管理及其他相关领域，公告中未完整披露具体资产评估细节。

根据公开信息及数据库检索，常州市、南通市及长三角类似等级城市历史大宗交易情况如下：

表：常州市、南通市及长三角历史大宗交易情况²⁵

单位：万平方米，元/平方米

交易时间	项目名称	交易面积	交易单价	项目类型	买方	卖方
2024 年 4 月	常州五星星韵城商业	1.3	9,995	住宅配套商业物业	常州市钟楼区五星街道汤家村村民委员会	常州五星置业发展有限公司
2025 年 11 月	南通中洋精英公寓 1-3 层商业；南通中洋现代城商业；南通中洋高尔夫公寓商业	5.9	5,868	住宅/公寓配套商业物业	海安市国有资本运营集团有限公司；江苏安澜企业发展有限公司	江苏中洋集团

25、数据来源：RCA 数据库

2025 年 12 月	无锡金太湖国际 城商业	0.9	9,981	街区式购 物中心	无锡市远瞻建设 发展集团有限公 司	江苏天亿投 资有限公司
-------------	----------------	-----	-------	-------------	-------------------------	----------------

根据以上大宗交易信息，常州市、南通市及长三角类似购物中心的大宗交易历史成交单价介于 5,868-9,995 元/平方米之间，本次申报的天宁项目（更新 2026 年 3 月 31 日时点）估值单价为 5,979 元/平方米；启东项目估值单价为 8,231 元/平方米，两项目估值单价均处于可比大宗交易单价区间内。

（三）关于评估方法及结论

1.关于压力测试。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，完善出租率、租金单价等重要评估参数的敏感性分析和压力测试。

答复：

（1）出租率对估值的敏感性分析

1) 天宁项目

①稳定期出租率

“稳定期出租率”情景为本次估值 10.39 亿元对应的稳定期出租率（97%）。项目稳定期出租率的变化对估值的影响如下：

表：项目稳定期出租率的变化对估值的影响

出租率变化比例	价值时点估值：10.39亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降5%	10.08	-2.98%
下降2.5%	10.23	-1.54%
基准（97%）	10.39	0.00%
增长1%	10.45	0.58%
增长2%	10.51	1.15%

②租金单价

“租金单价”情景为本次估值 10.39 亿元对应的专门店首层租金单价 216 元/平方米/月，主力店首层租金单价 93 元/平方米/月。项目租金单价的变化对估值的影响如下：

表：项目租金单价的变化对估值的影响

租金单价变化	价值时点估值：10.39亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降10%	9.88	-4.91%
下降5%	10.13	-2.50%
基准	10.39	0.00%
增长5%	10.64	2.41%
增长10%	10.90	4.91%

2）启东项目

①稳定期出租率

“稳定期出租率”情景为本次估值 9.90 亿元对应的稳定期出租率（98%）。项目稳定期出租率的变化对估值的影响如下：

表：项目稳定期出租率的变化对估值的影响

出租率变化比例	价值时点估值：9.90亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降5%	9.67	-2.32%
下降2.5%	9.78	-1.21%
基准（98%）	9.90	0.00%
增长1%	9.95	0.51%
增长2%	10.00	1.01%

②租金单价

“租金单价”情景为本次估值 9.90 亿元对应的专门店首层租金单价 250 元/平方米/月，主力店首层租金单价 61 元/平方米/月。项目租金单价的变化对估值的影响如下：

表：项目租金单价的变化对估值的影响

租金单价变化	价值时点估值：9.90亿元
--------	---------------

	情境下估值（亿元）	估值变化比例（%）
下降10%	9.43	-4.75%
下降5%	9.67	-2.32%
基准	9.90	0.00%
增长5%	10.14	2.42%
增长10%	10.38	4.85%

2.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、评估过程和评估价值等。

答复：

由于比较法需要通过选取近期、同类型、可比的交易案例，进行差异调整后得出评估价值而本次评估对象有以下几个特点：

1) 评估对象为商业综合体，总体体量大，类似规模的综合体市场大宗交易稀少，而单独拆分不同业态进行比较亦无法体现综合体作为一个整体运营的情况；

2) 由于项目处于常州和启东等潜力城市，其大宗交易的可选案例在区位、规模、业态、经营状况存在较大差异，合适案例较少；

3) 公开信息交易信息不透明，大宗交易多为协议转让，估价人员难以获取其交易价格内涵，交易条件等（如：资产重组、债务处置、战略退出、品牌价值、商誉、债务承担等）。

因此，由于缺少可比性较强的交易案例，比较法有较大的局限性，本次评估不适用比较法进行估价及校验。

评估机构经过综合考虑，在收益法之外，采用了成本法作为对本次估价的校验方法。

成本法是指测算估价对象在价值时点的重置成本或重建成本和折旧，将重置或重建成本减去折旧得到估价对象价值或价格的方法。

公式：房地产价格=土地重新购建价格+建筑物的重新购建价格

-建筑物折旧。

技术路线：首先运用适当方法估算出估价对象的土地重新取得价值；再运用重置成本法估算出建筑物的重置价值，结合成新率，得到估价对象建筑物价值；然后将上述结果相加获取估价对象的市场价值。

估价测算过程：

运用成本法进行房地产估价时，一般按下列 3 个步骤进行：

- ①测算重置成本；
- ②测算折旧；
- ③计算成本价值。

两个项目各项成本的具体测算过程及结果如下：

天宁项目：

（1）土地成本

土地成本设定为市场购买的土地成本，采用土地比较法进行测算得出土地总价。评估机构参考了近期的土地挂牌成交案例并进行相关调整得出土地的比准价格，并计取购置土地相关的契税、印花税等税费。经测算，土地成本为 31,856 万元。

（2）建设成本

建设成本主要包括前期费用、建筑安装工程费、基础设施建设费、公共配套设施费、其他工程费以及开发期间税费等。评估机构参考类似商业项目的相关造价指标对上述建设成本单价进行套算。经测算，上述建设成本为 83,695 万元，建设成本综合单价为 4,816 元/平方米。

（3）管理费用

管理费用指为组织和管理房地产开发经营活动的必要支出，本

次按土地取得成本与建设成本之和的一定比例 2%进行合理计取。
经测算，管理费用为 2,311 万元。

(4) 销售费用与销售税费

估价对象开发完成后主要用于自持商业进行运营出租，无实际销售行为，故销售费用及销售税费均按 0 计取。

(5) 投资利息

投资利息是指在房地产开发完成之前发生的所有必要费用应计算的利息。按估价对象类似工程合理建设工期 1.5 年计算（设定资金均匀投入）并结合同期银行贷款利率（一年期 LPR3%）及综合融资成本测算。经测算，投资利息为 3,371 万元。

(6) 开发利润

指房地产开发企业应获取的客观利润，本次按土地成本、建设成本等费用之和的 10%进行合理计取。经测算，开发利润为 12,123 万元。

(7) 房地产重置成本

重置成本=土地成本+建设成本+管理费用+销售费用+投资利息+销售税费+开发利润。经测算，房地产重置成本为 133,356 万元。

(8) 建筑物折旧

根据建筑物的经济寿命、实际竣工时间及有效经过年数，合理确定建筑物的折旧水平。经测算，建筑物折旧为 14,401 万元。

(9) 成本法估价结果

成本法结果=房地产重置成本-建筑物折旧

成本法测算估值=133,356-14,401=118,955 万元（即 1,189,550,000 元），取整为 1,190,000,000 元。

结论：

综上，天宁项目采用成本法计算估价对象估值为人民币 1,190,000,000 元，收益法测算估价对象估值为 1,039,000,000 元，两者差异较小。由此可验证收益法的结果是相对合理的。

启东项目：

(1) 土地成本

土地成本设定为市场购买的土地成本，采用土地比较法进行测算得出土地总价。评估机构参考了近期的土地挂牌成交案例并进行相关调整得出土地的比准价格，并计取购置土地相关的契税、印花税等税费。经测算，土地成本为 28,398 万元。

(2) 建设成本

建设成本主要包括前期费用、建筑安装工程费、基础设施建设费、公共配套设施费、其他工程费以及开发期间税费等。评估机构参考类似商业项目的相关造价指标对上述建设成本单价进行套算。经测算，上述建设成本为 57,550 万元，建设成本综合单价为 4,785 元/平方米。

(3) 管理费用

管理费用指为组织和管理房地产开发经营活动的必要支出，本次按土地取得成本与建设成本之和的一定比例 2%进行合理计取。经测算，管理费用为 1,719 万元。

(4) 销售费用与销售税费

估价对象开发完成后主要用于自持商业进行运营出租，无实际销售行为，故销售费用及销售税费均按 0 计取。

(5) 投资利息

投资利息是指在房地产开发完成之前发生的所有必要费用应计算的利息。按估价对象类似工程合理建设工期 1.5 年计算（设定资

金均匀投入)并结合同期银行贷款利率(一年期 LPR3%)及综合融资成本测算。经测算,投资利息为 2,615 万元。

(6) 开发利润

指房地产开发企业应获取的客观利润,本次按土地成本、建设成本等费用之和的 10%进行合理计取。经测算,开发利润为 9,028 万元。

(7) 房地产重置成本

重置成本=土地成本+建设成本+管理费用+销售费用+投资利息+销售税费+开发利润。经测算,房地产重置成本为 99,310 万元。

(8) 建筑物折旧

根据建筑物的经济寿命、实际竣工时间及有效经过年数,合理确定建筑物的折旧水平。经测算,建筑物折旧为 9,903 万元。

(9) 成本法估价结果

成本法结果=房地产重置成本-建筑物折旧

成本法测算估值=99,310-9,903=89,407 万元(即 894,070,000 元),取整为 894,000,000 元。

结论:

综上,启东项目采用成本法计算估价对象估值为人民币 894,000,000 元,收益法测算估价对象估值为 990,000,000 元,两者差异较小。由此可验证收益法的结果是相对合理的。

五、基金运作与治理

(一) 关于基金运作

1.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安排。请管理人进一步核查兼任安排是否符合《审核关注事项》第五十八条相关规定,并发表明确意见。

答复：

根据本基金实际投资运营管理需求，本基金的基金经理调整为叶平伯先生、黄颖女士和周雅先生。其中叶平伯先生负责投资管理相关的职责工作，黄颖女士和周雅先生主要负责运营管理相关的职责工作。本基金拟聘的三位基金经理均未有兼任情形，管理人认为符合《审核关注事项》第五十八条相关规定。

(1) 基金经理专业胜任能力

叶平伯先生，会计学硕士。历任广发基金管理有限公司战略与创新业务部 REITs 业务研究员、基础设施 REITs 业务部项目经理。现任广发基金管理有限公司不动产基金业务部拟聘基金经理。叶平伯先生具备 5 年以上不动产项目投资或运营经验，拟担任本基金的投资管理基金经理。

黄颖女士，管理学硕士。历任上海怡滨置业有限公司高级运营主任、新鸿基企业管理（上海）有限公司助理经理、上海领昱公寓管理有限公司高级经理；现任广发基金管理有限公司不动产基金业务部拟聘基金经理。黄颖女士具备 5 年以上不动产项目投资或运营经验，拟担任本基金的运营管理基金经理。

周雅先生，法律硕士。历任南京万科企业有限公司财务运营部高级专业经理、资深专业经理、副经理。现任广发基金管理有限公司不动产基金业务部拟聘基金经理。周雅先生具备 5 年以上不动产项目投资或运营经验，拟担任本基金的运营管理基金经理。

以上人员符合《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》《证券期货经营机构投资管理人员注册登记规则》规定的 REITs 基金经理任职条件，并通过中国证券投资基金业协会组织的基金经理证券投资法律知识考试（REITs 类）。

（2）基金经理兼任安排合理性

截至目前，叶平伯先生、黄颖女士和周雅先生均未兼任公开募集不动产投资信托基金（REITs）的基金经理，管理人认为上述基金经理任职安排符合《审核关注事项》第五十八条相关规定要求。

2.关于对外借款安排。根据申报材料，本基金成立后拟保留 5.1 亿元的外部借款，预计占基金净资产的比例为 32%，还款金额占未来两期可供分配金额的比例分别为 16.59%和 16.87%。借款用途为偿还存量对外借款，以两个不动产项目为抵押。请管理人根据《审核关注事项》第五十七条相关规定，进一步说明借款用途的合规性，评估偿付安排对基金持续稳定运作、分红及处置的影响，充分揭示相关风险。

答复：

（1）借款用途的合规性

根据《审核关注事项》第五十七条规定：“不动产基金存续期间预计存在对外借款安排的，管理人应当核查并在不动产基金有关法律文件中披露下列事项：

（一）借款类型、金额、预计占基金净资产的比例、融资成本、用途、增信方式、必要性等；

（二）借款偿还安排，借款对不动产项目持续稳定运营，以及不动产基金可供分配现金流的影响。”

天宁项目公司拟与招商银行股份有限公司南通分行（以下简称“招商银行南通分行”）签署《固定资产贷款合同》，约定天宁项目外部银行借款金额为 1.90 亿元，期限 13 年，具体期限由双方在正式借款合同中协商确定，以贷款实际发放之日起算。

启东项目公司拟与招商银行南通分行签署《固定资产借款合同》，约定启东项目公司外部银行借款金额为 3.00 亿元，期限 13 年，具体期限由双方在正式借款合同中协商确定，以贷款实际发放之日起算。

后续本次发行募集的资金（扣除基金成立初期的必要税费，假设 100%投资于资产支持专项计划）购买项目公司股权并发放股东借款，项目公司以获得的资金及外部借款去偿还江苏银行常州分行的经营性物业贷款及招商银行南通分行的银行借款。外部贷款银行借款安排初步设定如下，最终对外借款安排以本基金最终发行情况为准：

表：不动产项目对外借款安排

借款类型	固定资产贷款
借款金额	约定借款金额为 4.90 亿元
利率	完成发行后的利率为五年以上 LPR-50BP
期限	13 年
用途	偿还天宁项目在江苏银行常州分行的存量贷款、启东项目公司在招商银行南通分行的存量贷款
增信方式	放款前签署抵押协议，在放款后 40 个工作日内办妥抵押登记
基金总资产/基金净资产	131.80%

本基金拟保留的外部借款规模为 4.90 亿元，根据本基金拟发行规模 15.41 亿元测算，基金总资产预计为基金净资产的 131.80%，不超过 140%。本基金存续期内，若基金总资产被动超过基金净资产的 140%，本基金将不再新增借款，基金管理人将及时向中国证监会报告相关情况以及拟采取的措施。

本次拟保留的 4.90 亿元对外借款，专项用于偿还天宁项目公司原有的经营性物业贷款和启东项目公司原有的银行贷款。该等存量

贷款的初始用途为支持商业不动产项目的前期开发投入、日常运营、维护及品质提升，属于合规用途范围。通过引入适当规模的银行借款，在其他条件不变的情况下，有助于提升本基金的分派率，有利于提升本基金份额持有人的收益。

因此，本基金对外借款具有明确用途和合理商业实质，符合《审核关注事项》第五十七条等相关规定。

（2）评估偿付安排对基金持续稳定运作、分红及处置的影响

1）对外借款的还款安排

根据项目公司与招商银行南通分行约定，银行借款每 6 个月还本 1 次，预计本基金上市后第 1-13 年的还款比例如下：

表：不动产项目对外借款还本安排

单位：亿元

年份	天宁项目		启东项目		天宁项目	启东项目	合计还款金额
	还本比例	还本金额	还本比例	还本金额	付息金额	付息金额	
第 1 年 ²⁶	0.11%	0.002	0.10%	0.003	0.057	0.090	0.152
第 2 年	0.11%	0.002	0.10%	0.003	0.057	0.090	0.152
第 3 年	1.00%	0.019	1.00%	0.030	0.057	0.089	0.195
第 4 年	1.00%	0.019	1.00%	0.030	0.056	0.088	0.193
第 5 年	1.00%	0.019	1.00%	0.030	0.055	0.088	0.192
第 6 年	2.00%	0.038	2.00%	0.060	0.055	0.086	0.239
第 7 年	2.00%	0.038	2.00%	0.060	0.053	0.084	0.236
第 8 年	5.00%	0.095	5.00%	0.150	0.051	0.081	0.378
第 9 年	8.00%	0.152	8.00%	0.240	0.048	0.075	0.515
第 10 年	18.00%	0.342	18.00%	0.540	0.040	0.064	0.986
第 11 年	19.00%	0.361	19.00%	0.570	0.030	0.047	1.008
第 12 年	20.00%	0.380	20.00%	0.600	0.019	0.030	1.028

26、以借款日为基准计算的完整年度，下同。

第 13 年	22.79%	0.433	22.80%	0.684	0.006	0.010	1.134
--------	--------	-------	--------	-------	-------	-------	-------

本基金以项目经营产生的现金流用于对外借款本息的偿付，最终借款还本安排以本基金最终发行情况为准。

2) 还款安排对基金分红及处置的影响较小

本基金对外借款的还款安排对不动产项目持续稳定运营及不动产基金可供分配现金流的影响较小。其中，2026 年和 2027 年，本基金预计偿还对外借款的本金金额分别为 50 万元和 50 万元，预计偿还对外借款的利息金额分别为 1,101.94 万元和 1,467.75 万元，合计占当期不动产项目 EBITDA 的比例分别为 12.25%和 12.25%，占当期可供分配金额（含利息）的比例分别为 16.88%和 16.51%。整体看，不动产项目 EBITDA 及可供分配金额（含利息）对借款本息的覆盖倍数较高，偿债能力较好。

自 2028 年起，本基金预计偿还对外借款的本息金额有所提高，但基于不动产项目收入预计保持稳定增长，因此对现金流的整体影响可控。同时，本基金具有完善的融资安排及风险应对预案，例如面向市场其他同类银行引进最优贷款续贷方案，以及在现金流较为充裕的情况下可提前偿还部分银行借款本金等，充分保障基金份额持有人利益。

综上，本基金对外借款的偿付安排与项目现金流特征总体匹配，对不动产项目持续稳定运营及不动产基金分红及处置的影响较小。

（3）关于对外借款的风险揭示情况

管理人在本基金招募说明书之“第二节风险因素”之“一、不动产基金特有的风险”之“（二）不动产基金的投资管理风险”披露了对外借款的相关风险，具体如下：

“根据《基金指引》规定，本基金可对外借款用于基础设施项目的日常运营、维修改造、不动产项目收购等，基金总资产不得超过基金净资产的 140%，其中用于不动产项目收购的借款金额不得超过基金净资产的 20%。本基金运作期内，受业绩水平及外部融资环境的影响，本基金及不动产项目可能无法取得充足的借款资金，对不动产项目的正常维护改造及不动产项目收购计划产生不利影响。

另外，本基金成立后，天宁项目和启东项目拟保留约 4.90 亿元的外部银行贷款，根据本基金拟发行规模 15.41 亿元测算，基金总资产预计为基金净资产的 131.80%。若不动产项目的经营现金流入不达预期，2026 年实际可供分配金额低于当期预测可供分配金额（含利息）的 16.88%，或不动产项目无法按照计划完成对外出售处置，可能导致财务风险的发生，包括：

- 1) 不动产项目经营或出售回收的现金流无法偿还借款本金及利息，或需要提前偿还借款本金；
- 2) 本基金无法直接或间接进一步获得外部借款；
- 3) 存续债务到期时无法续期或再融资，或者只能接受更加苛刻的融资条件；
- 4) 本基金或项目公司可能无法履行融资协议项下的承诺或约定，债权人或抵押权人因此可能行使相关权利，采取诉讼、仲裁等方式从而强制执行基础设施项目等措施。

上述事件的发生，对本基金及项目公司的财务状况、现金流、可供分配金额、二级市场交易价格等均可能造成不利影响。具体外部借款及风险应对预案参见‘第五章不动产基金’之‘四、对外借款安排’。”

综上，本基金对外借款安排用途合规，偿付安排对基金持续稳定运作、分红及处置的影响总体可控，相关风险已在招募说明书中充分揭示，并配套了相应的风险应对措施，符合《审核关注事项》第五十七条等相关规定。

（二）关于相关费用安排。根据申报材料，基础管理费包括基础管理费 1 和基础管理费 2。基础管理费 1 为项目公司当期营业收入的 14%，用于覆盖人力成本及一般行政办公费；基础管理费 2 为项目公司当期净运营收入的 10%，用于覆盖运营管理机构资源统筹、品牌使用、品牌管理及其他专项服务。请管理人根据《审核关注事项》第六十九条相关规定：

1.说明基础管理费 1 计提费率高于近两年相应成本占比的原因，进一步完善相关信息披露。

答复：

表：天宁项目近三年及一期实际运营管理成本及费率

单位：万元

成本费项	明细项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
运营管理成本	运营管理服务费	-	1,392.45	1,471.70	367.92
	职工薪酬	1,539.51	7.00	-	-
	行政办公费	34.31	0.05	0.04	-
	运营管理成本合计	1,573.82	1,399.50	1,471.73	367.92
	运营管理成本费率	13.57%	11.99%	13.26%	14.91%

表：启东项目近三年及一期实际运营管理成本及费率

单位：万元

成本费项	明细项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
运营管理成本	运营管理服务费	-	1,086.79	1,086.79	271.70
	职工薪酬	1,200.40	1.29	-	-
	行政办公费	27.98	0.02	-	-

	运营管理成本合计	1,228.37	1,088.09	1,086.79	271.70
	运营管理成本费率	13.55%	11.28%	10.68%	10.60%

就本次入池资产而言基础管理费 1 主要覆盖项目人力成本及行政办公费，系基于项目历史数据确定。从成本费率来看，天宁项目近三年及一期的运营管理成本费率区间为 11.99%-14.91%，启东项目为 10.60%-13.55%。受项目运营周期、经营计划的影响，每年的运营管理成本费率会在合理范围内波动。相邻城市（包括常州、南通、上海、苏州）的共 15 个吾悦广场项目近三年（2023-2025 年）对应的运营管理成本费率平均值分别为 16.46%、12.93%和 13.48%，三年平均值为 14.29%。

公募 REITs 作为公开上市的金融产品，对不动产项目的运营管理、信息披露等工作事项相较于上市前提出了更高的要求。为保障基金存续期内资产运营管理工作的平稳运行，进一步提升运营效率，本基金的基础管理费 1 费率在天宁项目和启东项目的历史费率水平上有所上浮至 14%，但未超过新城控股集团内邻近城市及项目的过往三年平均水平 14.29%，基础管理费 1 费率设置具有合理性。

本项目基础管理费 1 及基础管理费 2 与已上市公募 REITs 可比案例的基础运营管理费设置的对比情况详见下文。

2.补充披露基础管理费 2 对应费用的历史金额及占比，并结合可比项目费用收取情况，说明相关费用设置是否合理、公允，是否有利于保障不动产项目稳定运营。

答复：

（1）基础管理费 2 历史收取情况

基础管理费 2 为运营管理机构收取的管理输出费用。本不动产项目原本由新城控股集团间接持有，属于体系内自持项目，因此运

营管理机构历史上未对其收取过此项费用。本不动产项目置入不动产基金后，运营管理机构根据商业管理输出对应的服务内容设置了基础管理费 2。

(2) 基础管理费 2 收取的必要性

基础管理费 2 用于购物中心运营管理体系的搭建、信息系统维护、“吾悦”品牌维护以及各类品牌资源的导入等综合性服务。运营管理机构将充分发挥集团化规模优势与属地精细化管理体系的协同效能，进一步提升购物中心资产价值及可持续盈利能力。

同时，不动产基金作为公开上市的金融产品，对其底层资产的运营管理、信息披露等事项也提出了较高的要求。为规范化运营不动产项目，运营管理统筹机构在常规项目运营管理工作范围外，需要完成较多的委托和协助职责，包括但不限于：①编制经营计划方案；②提供市场情况分析；③协助制定年度预算；④协助进行项目维修与改造；⑤协助进行档案资料归集；⑥申请、维持并更新项目运营所必需的证照许可等。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并开展投资者交流，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，运营管理统筹机构和运营管理实施机构将相互配合落实上述工作。因此，考虑到上市产品对运营管理、信息披露等方面的要求，基础管理费 2 的收取具有必要性。

(3) 基础管理费 2 费用设置的合理性及公允性

基础管理费 2 对应的管理输出费用的计费基数与收费水平与运营管理机构在管第三方轻资产项目及同类市场化项目可比，属于市场化合理收费。

新城控股集团已签约的轻资产购物中心项目涉及收取的运营管理费用除了项目的直接成本(如委派人员成本、物业行政办公支出、招商代理成本)，还包括品牌授权费、系统使用费、运营服务费等管理输出费用，这些管理输出费用对应的服务内容与基础管理费 2 基本一致。假设新城控股集团按轻资产商业管理输出的方式对入池资产提供可比服务内容并按对其他第三方项目同样方式进行相应收费，经模拟后的该费用占比净运营收入比例约为 14.50%。基于长期战略考虑，本基金中基础管理费 2 同口径费率最终取值为净运营收入的 10%，收费水平略低于新城控股集团体系内同类项目收费水平，具有合理性。

(4) 与已上市公募 REITs 可比案例的基础管理费设置对比情况

本项目与已上市公募 REITs 可比案例的基础管理费设置对比情况如下。

表：已上市公募 REITs 可比案例基础管理费对比

	本项目	华夏华润消费 REIT	华夏凯德消费 REIT	中金印力消费 REIT	中金绿发消费 REIT
基础管理费 1	营业收入*14%	营业收入 * 基础运营费率； 费率：2024 年为 7.4%，2025 年、2026 年、2027 年 7.0%，2028 年及以后为 6.5%	实收运营收入 × 费率；费率（按项目分年度）： 广州项目：第 1 年-第 3 年为 4.02%，第 4 年-第 6 年为 3.67%，第 7 年及以后为 3.47%； 长沙项目：第 1	营业收入 ×8.5%	未单独约定

			年-第3年为6.65%，第4年-第6年为6.18%，第7年及以后为5.77%		
基础管理费2	净运营收入*10%	营业收入×4%+经营利润×8%	实收运营收入×4%+运营净收益×8%	净运营收入×8%	未单独约定
基础管理费合计	营业收入*14%+净运营收入*10%	营业收入×费率（区间范围10.5%-11.4%）+经营利润×8%	实收运营收入×费率（区间范围：7.47%-10.65%）+运营净收益×8%	营业收入×8.5%+净运营收入×8%	营业收入×费率（区间范围18.7%~19.2%）+净运营收入×3%

参照可比项目来看，基础管理费均由“总收入”及对应费率、“净收入”及对应费率两部分组成，不同 REITs 视项目情况取费略有差异。本项目基础管理费涉及的上述费率略高于部分其他可比项目，主要系项目所在地为潜力城市，营业收入及净运营收入绝对值偏低所致。在管理服务内容、输出标准、投入资源与新城控股集团体系内同类项目及市场优质项目基本一致的情况下，管理费绝对值处于合理区间。潜力城市项目通常面临更高的招商难度、更长的培育周期及更大的运营支持需求，管理方需投入更多资源和精力以保障资产运营质量，从而导致计算口径下的费率偏高。该基础管理费水平具有商业合理性，符合长期战略及对底层资产稳健运营的保障要求，均未超过新城控股集团自持项目及轻资产管理项目对应费率的实际水平，具有合理性。

六、其他反馈问题

1.关于回收资金用途。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）回收资金金额及用途

本项目的原始权益人为吾悦顺瑞，更新基准日为 2026 年 3 月 31 日后，假设按照 15.41 亿元拟募集规模平价发行，预计净回收资金约 6.00 亿元，具体如下：

原始权益人拟将上述回收资金用于补充流动资金、偿还境内债务等，初步安排如下：

表：回收资金金额及用途

单位：万元

原始权益人	回收资金用途	回收资金使用金额 ²⁷	回收资金使用占比
吾悦顺瑞	补充流动资金、偿还境内债务等	约 60,000	100%

（2）关于回收资金用途的承诺

原始权益人吾悦顺瑞已出具《关于回收资金用途的承诺函》，承诺：“本公司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本公司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。”

原始权益人控股股东新城控股集团已出具《关于回收资金用途的承诺函》，承诺：“本公司为原始权益人吾悦顺瑞的唯一股东，就回收资金用途事项，本公司承诺如下：本公司将督促原始权益人确保其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本公司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，确保回收资金不会用于购置商品住宅用地。”

（3）回收资金管理制度

27、回收资金仅为模拟测算，具体金额以最终发行规模、原始权益人及关联方认购比例、交割审计报告数据测算为准。

吾悦顺瑞已于 2025 年审议并通过了《吾悦顺瑞（上海）商业经营管理有限公司商业不动产 REITs 回收资金管理办法》，规定了回收资金存储、回收资金使用管理和回收资金使用监督等内容。其中对回收资金使用管理明确规定如下：

“第十条 公司应当按照发行申请文件中承诺的回收资金使用计划使用，实现净回收资金严格闭环管理。公司应严格监控回收资金使用，保证使用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；回收资金应用于与公司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，不得用于购置商品住宅用地。

第十一条 在计划范围内使用回收资金由使用部门或单位提出申请，并按照公司资金管理规定程序进行审批。公司对于回收资金使用的申请、审批、执行权限和程序规定如下：

1. 由具体使用回收资金的项目公司的实施部门填报项目付款申请，经项目公司相关成员和财务人员审核后，报公司财务负责人、总经理审核。

2. 审核批准后予以向使用部门或项目公司付款。

3. 若以关联方借款等方式投入关联方项目，公司与关联方的使用单位按约定的资金使用方式签订相关协议，并由使用项目相关成员向公司报送资金使用凭证。

第十二条 单个计划使用项目完成后，公司将该项目节余募集资金（包括利息收入）用于其他项目的，应当经董事会审议通过，并及时告知商业不动产基金管理人。

第十三条 公司拟变更资金使用计划的，应当提交董事会审议后按要求及时向上海证券交易所等相关监管部门报告（如需）。

第十四条暂时闲置的募集资金公司按照要求进行现金管理，其投资的产品需符合以下条件：

- 1.安全性高，满足保本要求，产品发行主体能够提供保本承诺；
- 2.流动性好，不得影响回收资金投资计划正常进行。”

2.关于往来款。根据申报材料，项目公司与新城控股集团及其余关联方存在资金归集与资金拆借的情形。请管理人说明项目公司其他应收款、其他应付款的主要构成及清理安排，结合前述情况进一步说明对本项目未来持续稳定运营的影响。

答复：

根据新城控股集团内部的整体资金安排，项目公司与新城控股集团及其余关联方存在资金归集与资金拆借的情形，形成了一定规模的其他应收款、其他应付款。项目公司其他应收款、其他应付款的主要构成如下。

（1）天宁项目公司

截至 2026 年 3 月 31 日，天宁项目公司其他应收款净额为 433,568,162.69 元，其中关联方往来款为 433,233,989.73 元，按款项性质、产生原因列示明细如下：

表：天宁项目公司其他应收款构成

单位：元

款项性质	账面余额	坏账准备	账面价值	产生原因
往来款-关联方	433,233,989.73	-	433,233,989.73	关联方资金归集与资金拆借
水电费	194,899.33	6,061.37	188,837.96	应收租户的水电费
押金及保证金	150,000.00	4,665.00	145,335.00	对外支付的押金及保证金
合计	433,578,889.06	10,726.37	433,568,162.69	

截至 2026 年 3 月 31 日，天宁项目公司其他应付款余额为 550,343,148.21 元，其中关联方其他应付款余额为 525,289,756.57 元，其余主要为租户的押金和保证金、代收水电费、预提费用和其他等。按款项性质、产生原因列示明细如下：

表：天宁项目公司其他应付款构成

单位：元

款项性质	账面余额	产生原因
往来款-关联方	525,289,756.57	关联方资金归集和代垫款等
水电费	3,254,339.01	代收租户的水电费
押金及保证金	17,047,232.78	租户支付的租赁押金及保证金
预提费用	3,188,740.20	未开具发票但已发生的费用支出
其他	1,563,079.65	广告宣传费等费用
合计	550,343,148.21	

（2）启东项目公司

截至 2026 年 3 月 31 日，启东项目公司其他应收款净额为 708,436,314.36 元，其中关联方往来款为 708,392,555.22 元，按款项性质、产生原因列示明细如下：

表：启东项目公司其他应收款构成

单位：元

款项性质	账面余额	坏账准备	账面价值	产生原因
往来款-关联方	708,392,555.22	-	708,392,555.22	关联方资金归集与资金拆借
水电费	45,163.73	1,404.59	43,759.14	应收租户的水电费
合计	708,437,718.95	1,404.59	708,436,314.36	

截至 2026 年 3 月 31 日，启东项目公司其他应付款余额为 496,039,761.08 元，其中关联方其他应付款 474,559,872.17 元。其余

主要为租户的押金和保证金、代收水电费、预提费用和其他等。按款项性质、产生原因列示明细如下：

表：启东项目公司其他应付款构成

单位：元

款项性质	账面余额	产生原因
往来款-关联方	474,559,872.17	关联方资金归集和代垫款等
水电费	2,042,219.74	代收租户的水电费
押金及保证金	15,662,815.74	租户支付的租赁押金及保证金
预提费用	2,269,582.98	未开具发票但已发生的费用支出
其他	1,505,270.45	广告宣传费等费用
合计	496,039,761.08	

（3）清理安排

新城控股集团承诺将协调原始权益人及公司同一控制下的其他关联方与项目公司对其他应收款、其他应付款进行及时清理，并确保在不动产基金发行前将项目公司关联方其他应收款余额清零。

启东项目公司关联方其他应付款计划于不动产基金发行前清理完毕，启东项目公司、天宁项目公司其他非关联方的、经营相关的其他应收款和其他应付款予以保留。天宁项目公司关联方其他应付款预计剩余 92,055,766.84 元，该笔款项将于基金成立前清理完毕，不会对项目未来运营产生影响。

3.关于期初现金余额。根据申报材料，本项目预测 2026 年期初现金余额为 0.64 亿元。请管理人根据《审核关注事项》第四十七条相关规定，补充披露期初现金余额的具体构成及原因，量化分析其对分派率的影响，说明前述安排是否有利于保护基金份额持有人利益，充分揭示相关风险。

答复：

基准日为 2025 年 9 月 30 日时，本项目预测 2026 年期初现金余额为 63,527,233.67 元，主要包括上期预留的运营费用以及上期可供分配金额等，该部分款项预测将于预测期第二期对外支付。

本次回复更新基准日为 2026 年 3 月 31 日，更新基准日后，根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的致同专字（2026）第 310A016866 号《广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金 2026 年 4-12 月、2027 年度备考合并可供分配金额测算报告审核报告》（以下简称“可供分配审核报告”）中 2026 年 4-12 月与 2027 年度可供分配现金流预测数据，本项目预测 2026 年 4-12 月与 2027 年期初现金余额分别为 0.00 元、93,854,512.89 元。

其中，2026 年 4-12 月期初现金余额为 0，因此 2026 年 4-12 月期初现金余额对 2026 年 4-12 月的分派率无影响。

2027 年期初现金余额 93,854,512.89 元构成包括预留运营费用与各项税款 24,807,923.62 元、预留基金层面的管理费用 3,754,950.00 元及 2026 年 4-12 月的可供分配金额 65,291,639.27 元。上述预留资金均将于 2027 年度对外支付，不会纳入 2027 年度可供分配金额的计算。其中，预留运营费用与各项税款系预测假设各项运营费用与税款缴纳均按季度支付，预留基金层面的管理费用系预测假设按年支付，故预测期期末预留第四季度的各项运营费用与税款以及预留基金层面的管理费用于预测期下期期初对外支付。2026 年 4-12 月产生的可供分配金额，将于 2027 年度分配。

综上所述，本项目预测的期初现金余额不影响各期分派率。

管理人已于本基金的《招募说明书》的“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（二）不动产基金的投

资产管理风险”之“2.不动产项目的相关风险”之“（13）现金流预测风险及预测偏差可能导致的投资风险”中增加以下风险揭示：

“本基金上市后拟对项目公司持有的期初货币资金进行部分预留，用于保障不动产项目未来正常开展经营活动。基金管理人将基于基金份额持有人利益最大化原则，综合考虑不动产项目实际运营情况、货币资金必要预留金额、期初货币资金分配对项目公司资本结构及未来可供分配金额的影响，审慎地决定项目公司实际的期初货币资金分配方案。”

管理人认为，前述安排有利于保护基金份额持有人利益。

4.关于投保情况。根据申报材料，本项目保额无法覆盖评估值。请管理人根据《审核关注事项》第三十八条相关规定，披露后续投保安排。

答复：

天宁项目公司现已完成本项目财产一切险与公众责任险投保，根据中国人保财险苏州市分公司出具的财产一切险及公众责任险保险单，被保险人为：常州新城鸿兴商业经营管理有限公司，保险标的覆盖本项目所有入池资产，财产一切险保额 1,131,229,931.45 元，保费 147,059.89 元；公众责任险保额 10,000,000.00 元，保费 30,000.00 元。保险期限均为 2026 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日，财产一切险保额能够覆盖天宁项目资产估值。

启东项目公司现已完成本项目财产一切险与公众责任险投保，根据中国人保财险苏州市分公司出具的财产一切险及公众责任险保险单，被保险人为：启东市悦博商业经营管理有限公司，保险标的覆盖本项目所有入池资产，财产一切险保额 390,394,036.71 元，保费 50,751.22 元；公众责任险保额 10,000,000.00 元，保费 30,000.00

元。保险期限均为 2026 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日。启东项目公司于 2026 年 4 月完成了财产一切险增保，增保后保额为 10.09 亿元，增保的保费为 60,296.65 元，保额已覆盖启东项目资产估值。

5.关于收益分配。请管理人充分揭示未按照规定进行收益分配可能导致基金终止上市的风险。

答复：

按照本基金《招募说明书》之“第五部分不动产基金”之“第四节基金运作”之“二、基金募集与运作重要内容及重要事项”之“3.基金收益分配原则”中约定，“本基金连续 2 年未按照法律法规进行收益分配的，基金管理人应当申请基金终止上市，不需召开基金份额持有人大会。”

本项目《招募说明书》之“第一部分招募说明书概要及风险因素”之“第二节风险因素”之“二、其他一般性风险因素”之“（一）上市基金风险”之“2.暂停上市或终止上市风险”的风险揭示修改为：

“在基金合同生效且本基金符合上市交易条件后，本基金将在上交所挂牌上市交易。上市期间可能因信息披露等原因导致本基金停牌，投资者在停牌期间不能买卖基金份额，由此产生流动性风险。本基金连续 2 年未按照法律法规进行收益分配的，基金管理人应当申请基金终止上市，不需召开基金份额持有人大会。本基金运作过程中可能因触发法律法规或上交所规定的其他终止上市情形而终止上市，对投资者亦将产生风险，如无法在二级市场交易的风险、基金财产因终止上市而受到损失的风险等。”

(本页无正文，为关于《广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金上市及瑞元资本新城吾悦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》的答复盖章页)



2026 年 8 月 7 日

(本页无正文，为关于《广发新城吾悦封闭式商业不动产证券投资基金上市及瑞元资本新城吾悦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》的答复盖章页)

瑞元资本管理有限公司



2026 年 8 月 7 日