关于《关于国联安复星封闭式商业不动产证券投资基金上市及太保资产-复星不动产1号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：

国联安基金管理有限公司、太平洋资产管理有限责任公司已收到《关于国联安复星封闭式商业不动产证券投资基金上市及太保资产-复星不动产 1 号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》（20260326R0017）。经认真研究相关反馈意见，结合《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）业务办法（试行）》等有关法律法规及有关规章的规定，就反馈意见答复如下：

一、业务参与人资质及履职能力

（一）关于主要原始权益人

1.关于控制权稳定性。根据申报材料，原始权益人股权已办理质押登记。请管理人说明上述股权质押所担保的主债权金额、还款期限、偿付资金来源及对原始权益人控制权稳定性的影响，并请管理人、律师对原始权益人的控制权稳定性是否符合《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》）第七条相关规定发表明确意见。

答复：

经核查，（1）原始权益人股权质押所担保的主债权本金金额为人民币 70 亿元，还款期限自 2025 年 4 月 6 日至 2040 年 4 月 5 日，偿付资金来源为商业不动产项目产生的运营收入；（2）该等股权质押在正常履约状态下不会导致原始权益人股权发生变动；本次发行后，募集资金将由基金管理人控制偿还存量银行贷款，主债权消灭后股权质押将作为从权利依法消灭，相关风险将被根本性解除；（3）原始权益人股权质押情况不会对其控制权稳定性构成实质性影响，原始权益人符合《审核关注事项》第七条第（三）项关于“控制权稳定”的相关规定。具体分析如下：

一、股权质押的基本情况

根据原始权益人（作为借款人）与招商银行股份有限公司上海分行（作为牵头行）、招商银行股份有限公司三亚分行（作为代理行）、招商银行股份有限公司上海分行（作为资金监管行）和初始贷款人（包括招商银行股份有限公司上海分行、招商银行股份有限公司三亚分行、海南农村商业银行股份有限公司、中国民生银行股份有限公司上海分行、上海浦东发展银行股份有限公司三亚分行）签署的《固定资产银团贷款合同》（合同编号：Z301250306）以及原始权益人股东上海齐信锦企业管理有限公司（曾用名：上海齐锦投资管理有限公司）（作为出质人）与招商银行股份有限公司三亚分行（作为质权人、代理行）签署的《股权质押合同》（合同编号：Z30125030604）约定，原始权益人股权质押所担保的主债权本金金额为人民币 70 亿元，还款期限为自 2025 年 4 月 6 日至 2040 年 4 月 5 日。

二、股权质押的实现条件及当前履约状态

根据《股权质押合同》5.1 条约定，“发生下列情形之一，质权人有权实现质权：（A）主债权到期（包括提前到期）借款人未予清偿的；（B）因不能归责于质权人的事由致使质物价值明显减少或可能减少，并足以危害质权人权利的，质权人要求出质人提供相应的担保，出质人未另行提供相应担保的；（C）出质人或借款人被申请破产或歇业、解散、清算、停业整顿、被吊销营业执照、被撤销；（D）法律法规规定质权人可实现质权的其他情形。”质权人仅在前述特定情形下方有权行使质权并处分原始权益人股权，进而对原始权益人控制权稳定性产生影响。

截至本反馈答复出具之日，原始权益人持续正常履行《固定资产银团贷款合同》项下还款义务，未发生上述任一足以触发质权实现的情形，原始权益人股权未因股权质押发生变动，控制权保持稳定。

三、本次发行后股权质押对控制权稳定性的潜在影响将被根本性解除

（一）募集资金运用安排具备确定性

根据本基金的交易方案，本基金募集设立后，募集资金将通过专项计划及 SPV 公司逐层划转，部分募集资金用于偿还《固定资产银团贷款合同》项下的存量贷款本息，从而清偿前述贷款合同项下的全部主债务。前述募集资金运用安排已在《招募说明书》中明确披露。

（二）还款行为的可控性

存量银行贷款的偿还由基金管理人按照《基金合同》《招募说明书》等基金法律文件的安排控制实施，相关还款金额、时点和流

程具有确定性和可执行性，不依赖于原始权益人或项目公司的运营现金流或其他不确定因素。

（三）股权质押消灭的法律效果

根据《中华人民共和国民法典》第三百九十三条规定：“有下列情形之一的，担保物权消灭：（一）主债权消灭；（二）担保物权实现；（三）债权人放弃担保物权；（四）法律规定担保物权消灭的其他情形。”基于前述募集资金运用安排，《固定资产银团贷款合同》项下主债务清偿完毕后，主债权依法消灭；根据担保物权随主债权消灭而消灭的从属性原则，《股权质押合同》项下股权质押作为从权利相应消灭，原始权益人股权将不再处于受限状态。

（四）质权人已书面配合解除安排

根据招商银行股份有限公司三亚分行（作为代理行（代表全体贷款人））于 2026 年 3 月 10 日出具的《回函》“同意贵司及相关方以三亚市海棠区海棠北路三亚海棠湾亚特兰蒂斯水上乐园项目 A 区及亚特兰蒂斯酒店项目（一期）作为底层项目开展项目重组并办理不动产转移登记等相关手续，并对项目以 100%股权转让方式发行 REITs 无异议。”同时，招商银行股份有限公司三亚分行同意在 REITs 发行后，由原始权益人及/或项目公司提前偿还贷款合同项下全部剩余借款本息并解除与亚特兰蒂斯项目相关的全部不动产抵押及应收账款质押等权利限制及监管措施。

四、结论

综上，原始权益人现有股权质押安排在正常履约状态下不导致股权变动；本次发行后，存量银行贷款将由基金管理人控制偿还，主债权消灭后股权质押作为从权利将依法消灭，相关风险将得到根

本性解除。原始权益人股权质押情况不会对其控制权稳定性构成实质性影响，原始权益人符合《审核关注事项》第七条第（三）项关于“控制权稳定”的相关规定。

2.关于持续经营能力。根据申报材料，原始权益人最近一期经营活动产生现金流量净额为负，主要原因为关联方归集盈余资金。请管理人补充披露剔除资金归集因素后的经营性净现金流同比变动情况，并对原始权益人的持续经营能力是否符合《审核关注事项》第七条相关规定发表明确意见。

答复：

原始权益人2025年9月末经营活动现金流量净额为负，主要系集团内部资金归集管理所致，而非经营活动本身产生亏损。剔除资金归集因素后，原始权益人经营性净现金流为正。结合其资产基础、信用状况、控制权稳定性及内部控制制度的完善情况，原始权益人具备持续经营能力，符合《审核关注事项》第七条相关规定。具体说明如下：

一、剔除资金归集因素后的经营性净现金流

原始权益人为复星旅游文化集团（以下简称“复星旅文”）控股核心运营主体，根据集团内部资金管理制度，各子公司扣除必要营运资金后的盈余资金需统一归集至集团进行集中管理，以提高资金使用效率。该资金归集安排系集团内部正常的财务管理行为，但导致原始权益人报表层面经营活动产生现金流量净额呈现负值或偏低。

为真实反映原始权益人主营业务自身的现金流生成能力，现剔除关联方资金归集因素影响后的经营性净现金流如下：

科目（亿）	2025年1-9月	2025年	2026年1-6月
报表经营活动产生现金流量净额	-6.62	-5.28	3.33
关联方归集资金[1]	7.76	6.55	-0.99
还原后的经营性净现金流	1.14	1.27	2.34

经还原后，原始权益人经营性净现金流为正，其主营业务具备持续的现金生成能力。2025年还原后经营性净现金流为1.27亿元，2026年1-6月还原后现金流为2.34亿元，整体保持平稳。

二、原始权益人具备持续经营能力

管理人认为，原始权益人剔除关联方资金归集因素后的经营性净现金流为正，主营业务具备稳定的现金生成能力；且原始权益人信用稳健、控制权稳定、内部控制制度健全、具备持续经营能力。

综上，原始权益人符合《审核关注事项》第七条相关规定。

3.关于底层资产选取。请管理人根据《审核关注事项》第三十九条相关规定，补充披露三亚亚特兰蒂斯项目（以下简称本项目）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不动产基金底层资产的主要考虑。

答复：

本项目在原始权益人及其实际控制人体系内的资产规模、营业收入、运营净收益等核心指标均处于领先水平，是体系内单体资产规模最大、运营最成熟、盈利能力最强、现金流最稳定的核心文旅

[1] 关联方归集资金项：正数为原始权益人向集团归集盈余资金，负数为集团向原始权益人拨付资金。

资产。具体情况如下：

一、本项目在原始权益人及其实际控制人体系内的各项指标均名列第一

表：原始权益人及其控股股东、实际控制人持有的其他主要同类商业资产情况

资产名称	资产规模（面积）	2026 年 1-6 月收入情况	2026 年 1-6 月运营净收益
三亚亚特兰蒂斯项目	33.30 万㎡	86,337 万元	35,932 万元
太仓阿尔卑斯项目	13.91 万㎡	11,132 万元	1,136 万元
ClubMed 地中海俱乐部丽江度假村	5.68 万㎡	4,642 万元	534 万元

二、以本项目作为不动产基金底层资产的主要考虑

原始权益人选择将三亚亚特兰蒂斯项目作为基金底层资产，核心基于其在原始权益人及其实际控制人体系内具备领先的经营业绩表现和资产规模，同时结合了区位稀缺性、运营稳定性等商业不动产 REITs 底层资产的核心筛选逻辑。具体考量如下：

（一）经营业绩突出，营业收入稳定性强

三亚亚特兰蒂斯项目为复星体系内同类型文旅综合体中已进入成熟运营期的项目，在复星体系内营业收入、运营净收益均位列第一，能为基金提供持续、稳定的收益支撑。自 2018 年开业以来，项目已稳定运营多年，具备成熟的运营模式、稳定的客户群体与持续的现金流创造能力，满足监管对商业不动产 REITs 底层资产“成熟、稳定、可预测”的核心要求。

（二）资产规模具备优势，属于体系内核心优质资产

从资产体量及业态丰富度来看，项目汇集酒店、水世界、水族

馆、C 秀演艺、餐饮购物等多元业态于一体，总建筑面积在体系内同类资产中排名第一。目前项目已进入成熟运营期，在本地及全国范围内获得较高的知名度及市场认可度，具备优质商业不动产的规模基础，符合基金对底层资产的体量要求。

（三）区位布局稀缺，兼顾当下价值与长期增值空间

三亚亚特兰蒂斯项目坐落于三亚海棠湾国家海岸核心地带，坐拥一线海景资源，是海南自贸港国际旅游消费中心的标杆性项目。区位兼具高端度假、亲子休闲、会议等多重功能，周边配套成熟且未来有太古里、万象城等高端商业体陆续落地，形成“商业+文旅”的集群效应。该区位既保障了项目当下的资产价值，也为基金底层资产提供了长期的增值空间。

总体而言，三亚亚特兰蒂斯项目满足商业不动产 REITs 对优质成熟资产的核心要求：既具备可量化的领先经营指标，又有明确的资产规模优势和稀缺区位优势，同时依托原始权益人及实际控制人的专业运营能力，能有效缓释文旅综合体运营中的市场波动、季节性客流等风险，是原始权益人及其实际控制人体系内同类资产中发行商业不动产 REITs 的最优底层资产选择。

（二）关于项目公司。根据申报材料，原始权益人拟将本项目重组至项目公司。请管理人补充披露资产、人员、资质、业务等事项的重组进展情况，并请管理人、律师对项目公司是否符合《审核关注事项》第十六条相关规定发表明确意见。

答复：

本次重组以原始权益人与项目公司签署的《企业资产、债权、债务及员工之整体重组协议》（以下简称“《整体重组协议》”）作为框架协议。重组进展情况具体说明如下：

一、资产重组进展情况

（一）不动产资产

项目公司已合法持有商业不动产项目对应的全部不动产权益，包括酒店板块及水上乐园板块的房屋所有权、占用范围内的土地使用权以及海域使用权。截至本反馈答复出具之日，项目公司已就商业不动产项目取得42份《不动产权证书》及2份《不动产权证书（海域使用权）》，权属清晰，资产范围明确。详细的不动产权属变更登记进展情况详见本反馈答复“二、（二）关于权属清晰性”相关内容。

（二）动产资产

根据《整体重组协议》约定，位于商业不动产项目范围内（含酒店板块及水上乐园板块所在区域）且服务于商业不动产项目运营的全部硬件设备已于2026年10月25日重组至项目公司，包括但不限于FF&E（家具、固定装置和设备）、机器设备、维生系统LSS、缸体、机电设备、运输工具等。亚特商发和项目公司于2026年10月25日签署《交付确认函》，对动产资产的交付情况进行了书面确认；其中，涉及的15辆机动车已于2026年10月26日全部完成转移登记，项目公司已取得相应《机动车登记证书》。

特别地，为保障商业不动产项目稳定运营并避免权属争议，经各方协商确认，生物资产相关资产（即本项目全部水生活体动

物及其自然和人工繁育后代、药品及饲养耗材、饲养档案以及与生物饲养相关的非专利技术等保留在亚特商发）均不属于入池资产。各方将根据《运营管理协议》的约定，通过保障机制保障商业不动产项目稳定运营，详见本反馈答复“三、（一）、三、生物性资产不纳入项目公司的安排”相关内容。

（三）无形资产

根据项目公司提供的无形资产转让合同，与商业不动产项目运营相关的著作权等已签署转让合同。

各方已于2026年10月15日签署《著作权转让协议》和《商标转让协议》，协议自签署之日起生效。根据《著作权转让协议》，亚特兰蒂斯C秀文学剧本、ATIANTIS C-Show终版完整视频等作品著作权自协议生效之日起归属于项目公司，项目公司即有权合法使用相关作品，不以完成著作权变更登记手续为使用前提。根据《商标转让协议》，转让完成之日起，商标专用权及相关权利归项目公司享有。基于前述转让和许可使用的安排，著作权及商标权利衔接以持续保障项目正常使用为原则，该等安排不影响商业不动产项目的正常运营。

二、人员安排

根据《整体重组协议》约定，项目公司涉及员工共计2,494人。本基金上市前，除在项目公司保留公司管理以及维持入池资产经营资质所必需的人员外，将其余员工依规调整，由运营管理机构或其指定方配置日常运营所需人员。

三、资质安排

本项目商业不动产项目的运营涉及如下经营资质，基金存续期内根据具体运营安排，相关资质分别由项目公司和运营管理机构取得，具体情形如下：

（一）保留在项目公司的经营资质

基金发行后，商业不动产项目运营所需的如下必要运营资质由项目公司取得，具体包括：

酒店经营所需的必要运营资质：《特种行业许可证》《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》《食品经营许可证》《公共场所卫生许可证》《城镇污水排入排水管网许可证》。

水上乐园运营（含C秀演出）所需的必要运营资质：《特种设备使用登记证》《娱乐经营许可证》《高危险性体育项目经营许可证》《公共场所卫生许可证》《城镇污水排入排水管网许可证》《演出场所经营单位备案证明》《营业性演出许可证》及《C秀营业性演出准予许可决定》。

（二）保留在运营管理机构的资质

与生物资产饲养、繁育、经营利用直接相关的专项资质，包括《水生野生动物经营利用许可证》《水生野生动物人工繁育许可证》等，因生物资产不纳入本次重组范围且该等资质与饲养主体直接绑定，仍保留在运营管理机构名下，由其依法持有并合规续期。根据《运营管理协议》的约定，运营管理机构需要保障与生物资产相关的各项专项资质的持续合法有效。

该等安排与生物资产不入池的整体安排相一致，不影响项目公司对商业不动产项目的合法持有，不影响商业不动产项目的持续稳定运营。

四、业务衔接

（一）业务整体承继安排：根据《整体重组协议》及各项专项执行文件，与商业不动产项目运营相关的经营性合同、客户资源、应收账款、应付账款等按约由项目公司承接；涉及合同权利义务转移的，依法履行通知、取得相对方同意或者换签等手续。

（二）合同换签进展：考虑到本商业不动产项目涉及合同数量较大，类型涵盖租赁合同、物业管理合同、维修保修合同、供应商合同、公用事业合同、保险合同等，原始权益人承诺：①OTA等核心合同、部分公用事业合同（水、电、燃气、通信）等核心合同在本基金获批前换签完成；②在本基金发行前完成全部与运营相关必要合同的换签。

项目稳定运营的保障安排：在合同换签全部完成前，已通过下列机制保障商业不动产项目的稳定运营：①在相关业务合同未完成切换之前，由原始权益人继续履行原合同项下原始权益人作为合同方的义务，相关经济利益由原始权益人和项目公司另行结算；②根据《项目公司股权转让协议》的约定，因交割日前的事项产生的任何争议、损失或额外费用全部由原始权益人承担。

五、项目公司符合《审核关注事项》第十六条的分析

《审核关注事项》第十六条分别要求项目公司合法且完全持有不动产所有权或者经营权利，并符合中国证监会及上海证券交易所规定的其他条件。

截至本反馈答复出具之日，管理人及项目律师认为，项目公司已取得商业不动产项目的不动产权、海域使用权及商业不动产项目运营所需的动产资产。商业不动产项目经营所需的资质均已办理完成，已取得的经营资质合法、有效。本次重组符合《审核关注事项》第十六条的实质性要求。

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

答复：

国联安基金管理有限公司作为本基金基金管理人，具备完善的部门设置、配备充足的专业人员、建立了健全的规章制度和业务流程。国联安基金管理有限公司 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。具体情况如下：

一、基金管理人的部门设置完善、业务人员配备充足

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。

基金管理人已设置独立的不动产基金业务主办部门，即 REITs 业务部，人员结构完善，具有丰富的行业经验，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，其中至少2名具备5年以上不动产项目运营经验，人员数量和经验均满足法律法规相关要求。基金管理人配备了具备不动产研究经验的人员。基金管理人拥有多年不动产领域投资研究经验，专业研究人员充足，具备同类产品或业务投资管理经验。

基于上述，基金管理人已设置独立的 REITs 业务部，并具有符合中国证监会规定的管理本基金的业务人员，业务人员配备情况符合《公开募集证券投资基金运作管理办法》（以下简称“《运作办法》”）第六条第（二）项和《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（2023 修改）》（以下简称“《基金指引》”）第五条第（二）项的规定。

二、基金管理人制度完备、流程健全

根据《证券投资基金法》第十三条第（七）项的规定，设立管理公开募集基金的基金管理公司，应当有完善的内部稽核监控制度。根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第七条第（七）及第（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。

基金管理人遵守国家有关法律法规，遵循合法合规性原则、全面性原则、审慎性原则和适时性原则，已制订了系统完善的内部控制制度。内部控制的内容包括投资管理业务控制、信息披露控制、信息技术系统控制、会计系统控制以及内部稽核控制等。

在此基础上，为规范开展不动产基金业务，公司根据法律法规的规定和中国证监会的监管要求，制定了《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务管理办法》、《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务尽职调查工作指引》、《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务工作底稿管理细则》、《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资及运营决策委员会议事规则》、《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金项目运营与管理办法》、《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务风险管理办法》、《国联安基金管理有限公司风险管理制度》及《国联安基金管理有限公司关联交易管理办法》等，建立健全分工合理、权责明确、有效监督的组织体系，形成了科学、合理、有效的不动产基金业务决策、执行和监督等机制。

根据《国联安基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务管理办法》，基金管理人从项目筛选、产品立项、尽职调查、内部评审，到产品注册、发行、备案及上市，形成了较为完整的内部决策和实施流程。

综上所述，管理人和项目律师认为，基金管理人的制度和流程

设置符合《证券投资基金法》第十三条第（七）项、《运作办法》第六条第（七）项和《基金指引》第五条第一款第（一）项、第（五）项的规定。

二、不动产合规情况

（一）关于合规手续

1.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，说明本项目投入运营时间早于竣工验收时间、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。请管理人、律师对本项目是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

答复：

经核查，（1）商业不动产项目已取得保障权属合法有效转移和持续稳定运营的关键合规手续，包括建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、竣工验收备案证明、环保验收以及消防验收等；（2）项目投入运营时间早于竣工验收时间系酒店及大型综合度假项目业态下的“试营业”安排，且基于《中华人民共和国行政处罚法》第三十六条规定的行政处罚追溯时效已届满，主管部门追究行政处罚的法律基础已不存在，行政处罚风险较低；（3）未取得项目用地预审及建设用地批准书的事项已取得三亚市自然资源和规划局书面认可意见，无需另行办理；（4）前述情况不构成对项目不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营的实质性影响，本商业不动产项目符合《审核关注事项》第十二条相关规定。具体分析如下：

一、商业不动产项目已取得的合规手续齐备

（一）关键合规手续

根据《审核关注事项》第十二条第（六）项规定：“保障不动产项目持续稳定运营的关键合规手续齐备，包括但不限于建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、竣工验收备案证明、环保验收以及消防验收文件等；因特殊原因未取得的，应当提供有关主管部门出具的合规说明。”

经核查，商业不动产项目（包括酒店板块及水上乐园板块）已取得建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、竣工验收备案证明、环保验收以及消防验收等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的关键合规手续。

（二）其他合规手续

除前述关键合规手续外，原始权益人作为建设单位就商业不动产项目还取得了如下其他合规手续，具体包括：（1）酒店板块已取得项目备案、用海预审意见、用海申请批复、节能审查、环境影响评价批复、施工许可证、建设工程规划验收、节能验收（节能验收已纳入竣工验收备案的整体流程）；（2）水上乐园板块已取得项目备案、节能审查、环境影响评价批复、施工许可证、建设工程规划验收、节能验收（节能验收已纳入竣工验收备案的整体流程）。特别地，用海预审意见、用海申请批复为酒店板块和水上乐园板块的共用手续。经核查，前述已取得的合规手续均合法、有效。

不动产项目未取得项目用地预审意见和建设项目用地批准书，根据三亚市自然资源和规划局于2026年1月16日出具的《三亚市自然资源和规划局关于三亚亚特兰蒂斯项目申报不动产投资信托基金

（REITs）有关事项的复函》，三亚市自然资源和规划局复函确认，“三、关于项目用地预审意见和建设项目用地批准书。经核查，三亚亚特兰蒂斯项目所在宗地以出让方式取得国有建设用地使用权，无需办理建设项目用地预审，《国有建设用地使用权出让合同》即视为建设项目用地批准书。”据此，不动产项目未取得项目用地预审意见和建设项目用地批准书的事项已取得了主管部门的合规说明函件。

基于以上，管理人和项目律师认为，商业不动产项目已取得能够实现权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的关键合规文件，符合《审核关注事项》第十二条项目合规手续要求的相关规定。

二、投入运营时间早于竣工验收时间的具体情况、原因及影响分析

（一）具体时间情况

经核查，商业不动产项目投入运营时间与竣工验收时间情况如下：

板块	开工时间	投入运营时间（含试营业）	竣工验收时间
酒店板块	2014 年 12 月 1 日	2018 年 4 月	2018 年 7 月 20 日
水上乐园板块	2015 年 10 月 30 日	2018 年 4 月	一期于 2018 年 8 月 18 日竣工验收，二期于 2019 年 1 月 18 日竣工验收

（二）早于竣工验收投入运营的具体原因

商业不动产项目早于竣工验收时间投入运营系酒店及大型综合度假项目业态下的“试营业”安排，具体原因如下：

1.酒店、水族馆和水上乐园的业态复合需要试营业磨合：商业不动产项目业态复合（酒店板块及水上乐园板块），系一体化运营的综合度假目的地。在正式取得竣工验收备案前，需经过试营业期对各业态进行系统调试、设施设备运行测试、运营流程磨合、员工培训演练以及对外接待能力磨合，以确保整个度假目的地能够以高标准对外正式开放运营。

2.试营业期间已具备关键安全保障：在投入试营业前，商业不动产项目已取得消防验收、环保验收等关键安全合规验收文件，试营业期间的人员安全、消防安全、环境安全等已具备相应保障。

（三）本项目受行政处罚的风险较低

根据《中华人民共和国建筑法》第六十一条规定：“建筑工程竣工经验收合格后，方可交付使用；未经验收或者验收不合格的，不得交付使用。”《建设工程质量管理条例》第五十八条规定：“建设单位未组织竣工验收，擅自交付使用的，责令改正，处工程合同价款百分之二以上百分之四以下的罚款；造成损失的，依法承担赔偿责任。”基于上述规定，未经竣工验收即投入试营业存在被主管部门追究行政处罚的潜在风险。

根据《中华人民共和国行政处罚法》第三十六条规定：“违法行为在二年内未被发现的，不再给予行政处罚；涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的，上述期限延长至五年。法律另有规定的除外。前款规定的期限，从违法行为发生之日起计算；违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算。”经核查，商业不动产项目酒店板块、水上乐园板块的试营业（投入使用）行为均于2018年7月至2019年1月随着相应业务板块取得竣工验收备案

而结束。截至本反馈答复出具之日，距离前述行为最迟终了之日已超过7年，远超《行政处罚法》第三十六条规定的最长五年的行政处罚追溯时效。同时，酒店及水上乐园投入运营时间早于竣工时间，主要系酒店、水上乐园正式开业前需进行设备调试、系统联调、试运行及服务流程磨合，相关活动多为试运营或内部测试，符合行业惯例，该等时间顺序差异属于程序性事项。因此，主管部门追究商业不动产项目早于竣工验收投入试营业行为的行政处罚风险较低。

（四）项目实际运营情况

经管理人及项目律师查询中国证监会网站、国家市场监督管理总局网站、中华人民共和国住房和城乡建设部网站、中华人民共和国应急管理部网站、中华人民共和国生态环境部网站、“中国执行信息公开网”、“信用中国”网站、国家企业信用信息公示系统等公开渠道，并经原始权益人确认，自2018年投入运营至本反馈答复出具之日已逾8年，商业不动产项目从未因竣工验收前投入试营业事项受到任何主管部门的行政处罚、整改要求或其他不利处理；项目实际运营稳定，未因前述事项出现任何实质性的运营中断、合规争议或重大不利影响。

（五）对不动产权属转移及项目稳定运营的影响

商业不动产项目酒店板块及水上乐园板块均已取得竣工验收备案，相关不动产权证书已依法取得，项目权属合法有效。早于竣工验收投入运营的事项不影响商业不动产项目对应房屋所有权、土地使用权的合法有效取得；行政处罚追溯时效已届满，且项目实际运营逾8年未发生任何相关主管部门追责情形，亦不构成对项目持续稳定运营的实质性影响。

三、未取得用地预审及建设用地批准书的具体情况、原因及影响分析

（一）未取得文件情况

商业不动产项目未取得项目用地预审和建设用地批准书。除该等事项外，商业不动产项目不存在其他应当取得而未取得，或已取得但内容/范围不完整的合规手续的情形。

（二）未取得的具体原因及主管部门书面认可

三亚市自然资源和规划局已于2026年1月16日向亚特商发出具《关于三亚亚特兰蒂斯项目申报不动产投资信托基金（REITs）有关事项的复函》（编号：三自然资海〔2026〕22号），载明项目未取得的具体原因和主管部门意见，具体为：“经核查，三亚亚特兰蒂斯项目所在宗地以出让方式取得国有建设用地使用权，无需办理建设项目用地预审，《国有建设用地使用权出让合同》即视为建设项目用地批准书。”

根据上述主管部门复函，商业不动产项目所在宗地以出让方式取得国有建设用地使用权，依法无需办理项目用地预审手续，《国有建设用地使用权出让合同》本身即视为建设项目用地批准书具有相同效力的载体。

（三）对不动产权属转移及项目稳定运营的影响

本商业不动产项目未取得项目用地预审和建设用地批准书的事项已取得了主管部门的书面认可性意见，符合《审核关注事项》第十二条的要求，不影响商业不动产项目权属合法有效转移及不动产项目持续稳定运营。

四、风险揭示与缓释措施

（一）风险揭示

基金管理人已在招募说明书“第一章招募说明书概要及风险因素”之“第二节风险因素”之“一、与不动产项目相关的风险”进行风险揭示，具体如下：

商业不动产项目酒店板块、水上乐园板块的投入运营时间（含试营业）早于竣工验收时间。根据《中华人民共和国建筑法》第六十一条及《建设工程质量管理条例》第五十八条规定，未经竣工验收即交付使用理论上存在被主管部门责令改正并处以工程合同价款百分之二以上百分之四以下罚款的潜在法律风险。

但根据《中华人民共和国行政处罚法》第三十六条规定，违法行为在二年内未被发现的，不再给予行政处罚（涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的，期限延长至五年），自违法行为发生或者终了之日起计算。商业不动产项目酒店板块、水上乐园板块的试营业行为距今已超过7年，行政处罚追溯时效已届满，主管部门据此追究行政处罚的风险较低。同时，本商业不动产项目自投入运营至今未因前述事项受到任何主管部门的行政处罚、整改要求或其他不利处理。

（二）缓释措施

针对前述事项，已采取下列风险缓释措施：在投入试营业前，商业不动产项目已取得消防验收、环保验收等关键安全合规验收文件，并已于2018年7月至2019年1月间取得相应板块的竣工验收备案，确保项目实际运营具备完整的合规基础；就未取得项目用地预审和建设用地批准书的事项，已取得三亚市自然资源和规划局2026年1月16日出具的《关于三亚亚特兰蒂斯项目申报不动产投资信托基金

（REITs）有关事项的复函》（编号：三自然资海〔2026〕22号）的书面认可，确认无需另行办理；商业不动产项目自2018年投入运营至本反馈答复出具之日逾8年间，未因前述事项受到任何主管部门的行政处罚或整改要求，运营记录良好；此外，根据原始权益人（作为转让方）就项目公司股权转让出具的《项目公司股权转让协议》，转让方保证，就与不动产项目的权属、用地审批、规划用途、开发建设手续、运营管理、流转处置及其他与不动产项目相关任何事项，若是基于交割日前的任何原因或情形，导致项目公司或受让方需向第三方（包括政府部门）缴纳任何款项、费用、税款（包括但不限于因项目公司股权和/或不动产项目流转及处置导致的土地增值税等）或罚金，被要求整改，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，由原始权益人全部承担该等款项、费用、税款、罚金或整改成本，并赔偿项目公司及受让方所遭受的全部损失。

五、结论

综上，商业不动产项目已取得能够实现权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的合规文件；投入运营时间早于竣工验收时间系试营业安排，但基于《行政处罚法》第三十六条规定，相关行政处罚追溯时效已届满，行政处罚风险较低；未取得项目用地预审及建设用地批准书的事项已取得主管部门书面认可，无需另行办理。

就本节所述开发建设及投入运营事项，本商业不动产项目符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

2.关于经营资质。请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关规定，补充披露各项经营资质的续期条件、在不动产基金存续期间展期的具体安排，并设置有效风险缓释措施。

答复：

经核查，商业不动产项目存续期内所需的经营资质情况具体如下：

一、各项经营资质的取得情况及持有主体安排

本项目经营资质按实际持证主体和业务范围分别管理，相关经营资质情况如下：

序号	资质名称	存续期持有主体安排	法定有效期	当前有效期
1	《特种行业许可证》	项目公司	无证件有效期	-
2	《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》	项目公司	无证件有效期（一次性核发）	-
3	《特种设备使用登记证》	项目公司	证件无固定有效期，需定期检验	按各设备定期检验有效期分别确定
4	《娱乐经营许可证》	项目公司	2 年	至 2028 年 10 月 25 日
5	《食品经营许可证》	项目公司	5 年	至 2031 年 10 月 21 日
6	《高危险性体育项目经营许可证》	项目公司	5 年	至 2031 年 10 月 26 日
7	《公共场所卫生许可证》	项目公司	4 年	至 2030 年 10 月 20 日
8	《水生野生动物经营利用许可证》	运营管理机构	不超过 5 年（年度审验）	至 2029 年 8 月 18 日
9	《水生野生动物人工繁育许可证》	运营管理机构	不超过 5 年（年度审验）	至 2029 年 8 月 18 日
10	《营业性演出许可证》	项目公司	2年	2026 年 10 月 27 日至 2028 年 10 月 26 日
11	《C秀营业性演出准予许可决定》	项目公司	按获批演出时间、场所及内容确定	-
12	《演出场所经营单位备案证明》	项目公司	无有效期限	-

序号	资质名称	存续期持有主体安排	法定有效期	当前有效期
13	《城镇污水排入排水管网许可证》	项目公司	5年	2026年10月26日至2031年10月26日

二、各项经营资质的续期条件

（一）不存在证件有效期的资质

《特种行业许可证》及《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》《演出场所经营单位备案证明》不存在证件有效期，不涉及办理证照展期手续。

（二）定期检验的资质：《特种设备使用登记证》

根据《中华人民共和国特种设备安全法》规定，特种设备使用单位应当在特种设备投入使用前或者投入使用后三十日内，向负责特种设备安全监督管理的部门办理使用登记，取得使用登记证书。特种设备使用单位应当按照安全技术规范的要求，在检验合格有效期届满前一个月向特种设备检验机构提出定期检验要求。续期管理的重点是设备检验和使用安全条件的持续满足，并非为使用登记证统一换发一个新的有效期；未经定期检验或者检验不合格的设备不得继续使用，实际使用单位变更时另行依法办理登记变更。

（三）定期续期的资质

1.《娱乐经营许可证》：依据《娱乐场所管理办法》第十六条规定，娱乐经营许可证有效期为2年。娱乐场所经营者需要延续娱乐经营许可证有效期的，应当在娱乐经营许可证有效期届满30日前持申请书、原娱乐经营许可证以及《娱乐场所变更登记表》到原发证机关换发娱乐经营许可证。

2.《食品经营许可证》：依据《食品经营许可和备案管理办法》第三十二条、第三十三条规定，食品经营许可的有效期为5年；食品经营者需要延续食品经营许可的有效期的，应当在该食品经营许可有效期届满30个工作日前向原发证的市场监督管理部门提出申请；受理申请的市场监督管理部门应当根据申请人的申请，在该食品经营许可有效期届满前作出是否准予延续的决定。

3.《高危险性体育项目经营许可证》：依据《经营高危险性体育项目许可管理办法》第十一条、第十三条规定，经营高危险性体育项目许可的有效期不超过5年；许可期限届满，需要继续从事经营高危险性体育项目的，应当在许可有效期届满30日前到原作出经营高危险性体育项目许可决定的县级以上人民政府体育主管部门申请办理延续手续。依据《海南省人民代表大会常务委员会关于在海南自由贸易港取消乙级水利工程质量检测单位资质认定等六项行政许可事项的决定》及《海南自由贸易港实施市场准入承诺即入制管理规定》，海南已取消游泳项目许可审批，实行承诺并备案后经营。备案后持续满足承诺及法定安全条件，主体、场所和相关事项变化时按规定办理。

4.《公共场所卫生许可证》：依据《公共场所卫生管理条例实施细则》第二十七条规定，卫生许可证有效期为4年，每两年复核一次；公共场所经营者需要延续卫生许可证的，应当在卫生许可证有效期届满30日前向原发证卫生计生行政部门提出申请。

5.营业性演出相关手续：依据《营业性演出管理条例实施细则》第三十七条，文艺表演团体及演出经纪机构许可证有效期为

2年，应在到期前依法申请换证并持续满足人员、资金、经营及管理条件。

6.城镇污水排入排水管网许可：依据《城镇污水排入排水管网许可管理办法》，通常有效期为5年；需要延续的，应于有效期届满30日前向城镇排水主管部门申请。应持续满足排水接管、预处理、排水水质水量及检测等许可条件。

三、在基金存续期间的展期具体安排

针对前述各项需要展期的经营资质，基金存续期间将依据相关法律法规规定明确分工及流程，由基金管理人牵头协调促成相应主体（项目公司或运营管理机构）提交展期申请，并通过《运营管理协议》项下相应条款约定运营管理机构的具体执行职责，具体安排如下：

（一）总体分工

由基金管理人牵头协调促成项目公司在各项资质有效期届满的法定提前申请期内提交展期申请，并委托运营管理机构（亚特商发）具体办理。

（二）运营管理机构的具体执行职责

根据《运营管理协议》具体约定，运营管理机构具体执行下列工作：

1．对于特种设备，运营管理机构应按照法律法规及相关标准要求，定期组织检验检测（包括年检等），及时整改检验中发现的问题，维持相关证照（包括《特种设备使用登记证》及《特种设备使用标志》等）的效力，并将检验报告及更新证照发送给基金管理人备案；

2．运营管理机构负责执行不动产项目日常运营、监测与维保，特种设备的日常维护、安全检查，包括但不限于安保、消防、通讯及紧急事故管理等，保证资产处于良好运营状态；如发生自然灾害及其他不可抗力因素导致资产运营中断、受损等，负责制定预案并组织应急维护维修工作，同时确保及时与基金管理人沟通和披露、提出合法有效解决方案并实施；

3．运营管理机构负责确保项目经营合法合规，包括积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请、维持、更新或补办（如适用）与不动产项目相关各项事宜所涉及的各项批准或核准、许可、备案、报告、证书/证照等手续/资料，确保项目公司持续合法合规运营；

4．如相关资质依据法律法规或主管政府部门要求需进行年检及工商变更的，基金管理人及项目公司同意委托运营管理机构执行年检及工商变更安排（包括网上年检及线下工商变更等），由基金管理人委派的证照保管人员依据印章与证照管理制度配合使用，但应适用前述取用流程及记录程序；确需将上述印章和/或证照带出使用时，须由基金管理人指定人员全程陪同，并应将年检完成后的证照及时归还。

四、风险缓释措施

除前述展期具体安排外，为充分保障经营资质在基金存续期间持续合法有效，已设置以下多层次风险缓释措施：

（一）项目公司层面：建立经营资质管理台账

项目公司将建立健全经营资质管理台账，对所持有的全部经营资质的有效期进行定期监控，于每项资质有效期届满前的法定提前

申请期内主动启动续期程序，并将续期进展情况定期向基金管理人汇报。

（二）运营管理机构层面：履职责任和损失赔偿

根据《运营管理协议》约定，如因运营管理机构未履行、怠于履行或未完全履行运营管理职责或协助职责（包括但不限于因运营管理机构怠于办理续期/展期申请导致经营资质失效的情形），给项目公司、专项计划、不动产投资信托基金造成损失的，运营管理机构应赔偿项目公司、专项计划、不动产投资信托基金及/或委托方因此遭受的损失。

（三）基金管理人层面：对运营管理机构展期工作的监督

基金管理人将依托《运营管理协议》项下的履职监督机制，对运营管理机构在续期/展期工作中的履职情况进行监督，至少每年对运营管理机构的履职情况、财务预算执行情况评估一次，确保运营管理机构勤勉尽责地履行运营管理职责；如发现运营管理机构存在信息报送不及时、续期/展期工作怠于履行等情形的，基金管理人将及时督促整改，并按规定向属地证监局和上交所报告。

五、风险揭示

基金管理人将在招募说明书“第一章招募说明书概要及风险因素”之“第二节风险因素”之“一、与不动产项目相关的风险”进行风险揭示：

本不动产项目运营涉及特种行业、营业前消防、特种设备使用登记、娱乐、食品、高危险性体育、公共场所卫生、营业性演出及场所备案、排水等许可或手续。各事项的到期延续、重新申请、登

记变更、定期检验及备案规则不同；相关手续可能因人员、场所、安全、检测或审批条件变化而延误或无法完成。

为缓释上述风险，基金管理人及运营管理机构将按法定期限推进办理并落实资质管理，预留充足的期限于经营资质期限届满前提前申请续期。但需注意的是，续期申请获得批准可能需要满足其他条件，且受制于相关政府部门的最终批准，基金管理人不保证经营资质一定能够续期。

（二）关于权属清晰性。根据申报材料，本项目酒店板块、水上乐园板块土地使用权分别于2054年、2064年到期，海域使用权于2040年到期，项目公司拟于本项目资产重组中办理不动产权转让变更手续；本项目水上乐园板块地下部分24,432.87平方米区域未办理不动产登记。请管理人补充披露：

1.本项目不动产权登记办理进展情况，并请管理人、律师对本项目资产权属是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

答复：

经核查，（1）截至本反馈答复提交之日，商业不动产项目对应不动产权及海域使用权的转让变更登记（含项目水上乐园板块地下部分的首次登记、办证及过户登记）已完成；项目公司合法持有商业不动产项目对应的房屋所有权、土地使用权及海域使用权；（2）商业不动产项目权属清晰，资产范围明确，不存在权属纠纷或潜在纠纷。具体分析如下：

一、关于不动产权登记办理进展

截至本反馈答复提交之日，项目公司就商业不动产项目取得的不动产权及海域使用权登记办理情况如下：

（一）酒店板块

项目公司已取得7份《不动产权证书》，对应建筑面积合计250,298.58平方米，土地使用权面积合计114,601.03平方米。酒店板块权属清晰，不存在权属纠纷。

（二）水上乐园板块

项目公司已取得35份《不动产权证书》，对应建筑面积合计82,721.36平方米，土地使用权面积合计193,449.09平方米。水上乐园板块权属清晰，不存在权属纠纷。

（三）海域使用权

项目公司已取得2份《不动产权证书（海域使用权）》，对应海域面积3.8655公顷，权属清晰，不存在权属纠纷。

二、关于资产权属的合规性

根据原始权益人提供的商业不动产项目《不动产权证书》《不动产权证书（海域使用权）》、项目律师向不动产登记中心的查档结果，并经原始权益人确认，截至本反馈答复提交之日，酒店板块、水上乐园板块的不动产权及海域使用权转让变更登记已完成，项目公司合法持有商业不动产项目对应的全部房屋所有权、土地使用权及海域使用权。

基于上述，管理人和项目律师认为，本项目资产权属符合《审核关注事项》第十二条权属清晰并取得相关权属证明文件的相关规定。

2.地下区域未办理不动产登记的原因，测算补充办理登记涉及的成本费用，说明是否影响本项目运营稳定性、是否在估值中予以考虑，并设置有效风险缓释措施。

答复：

经核查，首次申报时，水上乐园板块地下车库和地下室联通道未办理不动产登记，系初始登记时三亚市相关法规对结建式地下空间登记缺乏明确规定所致；地下未办证区域不独立产生经营收入，前期未办理不动产登记不影响商业不动产项目的运营稳定性。截至本次反馈答复提交日，**项目公司已完成地下区域不动产登记手续办理**，产权清晰完整。具体分析如下：

一、地下部分区域未办理产权登记的具体情况及原因

根据水上乐园板块的《三亚市房屋面积测绘成果报告》《三亚市现代服务业产业园管理委员会关于亚特兰蒂斯水上乐园项目A区一期的竣工规划核实意见》，水上乐园板块包括地下车库和地下室联通道（以下合称“地下未办证区域”），该等地下部分未办理不动产登记。

（一）初始登记时的适用法规

根据水上乐园板块初始登记时适用的《三亚市地下空间开发利用管理办法》（三府〔2012〕40号，已废止），该办法第二条规定其适用范围为“地表无永久性、经营性建筑独立开发建设的地下工程”（即单建式地下工程），未对结建式地下空间（即结合地面建筑一并开发建设的地下空间）能否进行不动产权登记作出明确规定。由于水上乐园项目地下车库和地下室联通道属于结建式地下空间，根据当时的法规制度，未要求办理地下空间不动产登记。

（二）现行法规下的处理方式

根据首次申报日时适用的《三亚市地下空间开发利用管理暂行办法》（三府规〔2023〕5号，自2023年5月1日起施行）第二十一条，本办法施行前签订土地出让合同的，如权利人不申请地下国有建设用地产权登记，可按照有效的规划审批文件建设或按照现状继续保留使用；如权利人申请地下国有建设用地产权登记，可按照有效的规划审批文件，补充签订国有建设用地使用权出让合同，补缴地价款。

三亚市自然资源和规划局已于2026年1月16日向亚特商发出具《关于三亚亚特兰蒂斯项目申报不动产投资信托基金（REITs）有关事项的复函》（编号：三自然资海〔2026〕22号，以下简称“三亚市自规局复函”），载明：“根据《三亚市地下空间开发利用管理暂行办法》‘在本办法施行前签订土地出让合同的，如权利人不申请地下国有建设用地产权登记，可按照有效的规划审批文件建设或按照现状继续保留使用；如权利人申请地下国有建设用地产权登记，可按照有效的规划审批文件，补充签订国有建设用地使用权出让合同，补缴地价款’的规定，亚特兰蒂斯项目的水上乐园项目中的地下车库和地下室联通道如不申请办理产权登记，贵司及资产重组后的项目公司（三亚复星旅游管理有限责任公司）可按照有效的规划审批文件建设或按照现状继续保留使用。”

综上，首次申报时，水上乐园板块地下车库和地下室联通道未办理不动产权登记，系初始登记时相关法规未有明确规定所致；根据现行三亚市相关规定及三亚市自规局复函，原始权益人及资产重组后的项目公司对该等地下空间可按现状继续保留使用。

二、地下部分区域产权登记已完成办理

为进一步满足底层资产权属清晰、证照齐备的要求，项目公司已办理了上述地下空间的不动产权登记手续。项目公司已就水上乐园板块地下车库（22,882.60㎡）和地下室联通道（1,276.04㎡）取得编号为【琼（2026）三亚市不动产权第0024856号】和【琼（2026）三亚市不动产权第0024857号】的不动产权证书。

本次已办理地下室联通道的产证面积与首次申报的地下面积存在274.23㎡的面积差异，经核查原始权益人提供的用于办理地下室联通道首次登记的实测报告、原始权益人提供的办证承诺并经原始权益人确认，该等差异面积为公共无顶盖露天汽车坡道274.23㎡，该区域不属于可登记的不动产登记单元，据此，本次地下室联通道的首次登记已包含了可办理不动产登记的全部面积。

综上，水上乐园板块地下车库和地下室联通道的相关不动产权登记已完成，项目公司已取得该等地下空间的完整不动产权，首次申报时水上乐园板块地下车库和地下室联通道未办理不动产权证书的情况不影响项目不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营。

3.本项目涉及海域使用权范围海域的业务板块、对应收入金额及占比情况，分析海域使用权到期后无法续期对本项目现金流的影响，说明是否在估值中充分考虑续期费用和无法续期的风险，以及部分业务受到影响对酒店板块入住率、客房单价和水上乐园板块客流量、平均客单价等估值参数的影响。请管理人充分揭示相关风险，并设置缓释措施。

答复：

一、海域使用权续期的可行性及费用

（一）续期具有法律依据，可行性较高

本次转让至项目公司的2份《不动产权证书（海域使用权）》（琼（2026）三亚市不动产权第0024933号、琼（2026）三亚市不动产权第0024934号）终止日为2040年12月21日，使用方式为海底电缆管道/取、排水口，项目性质为经营性。

根据《海域使用管理法》第二十六条，海域使用权期限届满需要继续使用海域的，应当至迟于期限届满前二个月向原批准用海的人民政府申请续期；除根据公共利益或者国家安全需要收回的外，原批准用海的人民政府应当批准续期，准予续期的，海域使用权人应当依法缴纳续期的海域使用金。“应当批准续期”系法律设定的通常情形的安排，例外情形仅限于因公共利益或者国家安全需要收回（《海域使用管理法》第三十条，且于期满前提前收回的，应当给予相应补偿）。

就本项目而言：（1）项目用海系亚特兰蒂斯项目海水取、排水配套基础设施，服务于省、市重点旅游项目，不存在因公共利益或者国家安全需要收回的情形；（2）用海符合海洋功能区划，无权属争议，且未擅自改变经批准的海域用途。据此，项目公司于期限届满前依法申请续期的，原批准机关（三亚市人民政府）应当批准续期，续期的可能性较高。

（二）续期非属招拍挂出让，适用申请审批续期路径

海南省对工业、商业、旅游、娱乐等经营性项目用海的新设出让，原则上要求通过招标、拍卖、挂牌方式进行（《海南省实施〈中华人民共和国海域使用管理法〉办法》第十九条、《海南省海

域使用权审批出让管理办法》）。但前述招拍挂要求系针对海域使用权的新设取得（出让）；本项目系存量海域使用权依《海域使用管理法》第二十六条向原批准机关申请续期，与新设出让的取得路径不同，不适用招拍挂程序。

（三）期限衔接

旅游、娱乐用海的最高期限为二十五年（《海域使用管理法》第二十五条）。项目公司于2040年到期前申请续期并经批准的，续期后海域使用权期限足以覆盖酒店板块土地使用权（至2054年2月18日）及水上乐园板块土地使用权（至2064年2月18日）的使用期限，实现海域权利与陆域权利期限的衔接，且仅需一次续期即可覆盖入池资产的全部经营周期。

（四）续期费用

根据《海域使用管理法》第二十一条，颁发海域使用权证书，除依法收取海域使用金外，不得收取其他费用。故续期成本即续期海域使用金，按届时有效的海南省海域使用金征收标准就电缆管道用海核定、一次性缴纳，根据《关于印发<调整海域 无居民海岛使用金征收标准>的通知》（财综[2018]15号）发布的《海域使用金征收标准》，本项目用海方式为海底电缆管道用海，海域使用金征收标准为0.70万元/公顷/年，本项目宗海面积为3.8655公顷，续期25年应缴纳的海域使用金预计为67.65万元，已在本次估值调整中予以考虑，除此之外并无其他法定收费。本项目用海面积固定为3.8655公顷（原二十五年期海域使用金为人民币77.72万元，一次性缴纳）。

二、海域使用权无法续期的影响、受影响业务板块及风险揭示

（一）无法续期的法律后果

根据《海域使用管理法》第二十九条，海域使用权期满未申请续期或者申请续期未获批准的，海域使用权终止；终止后，原海域使用权人应当拆除可能造成海洋环境污染或者影响其他用海项目的用海设施和构筑物（即项目取、排水口及海底管道），并由此产生相应的拆除义务及成本。

（二）受影响业务板块及影响程度

项目海域使用权对应的用海设施为取、排水口，直接功能为海水取、排，系亚特兰蒂斯项目的配套基础设施。

经核查，入池资产中对该海水取、排系统存在较高依赖的主要为水族馆、C秀、海豚湾和鲨鱼池（海洋生物养护需要持续的海水供给与循环）；酒店客房经营及水上乐园的主要运营不存在对该海水取、排系统的实质性依赖。

但即便就海洋水族馆而言，其海水来源具有可替代性：在海域使用权无法续期的情形下，海洋水族馆可通过替代海水来源（对外采购）、循环水处理系统或者调整取水方式等继续运营，相关影响主要体现为替代方案的资本性支出及运营成本增加，不影响海洋水族馆及项目整体的持续经营能力。

综上，海域使用权无法续期对入池资产经营及现金流的影响整体可控，不构成对项目持续经营的实质性障碍。

（三）风险揭示与缓释措施

风险揭示：本次拟转让至项目公司的海域使用权期限（2040年12月21日届满）短于酒店、水上乐园对应土地使用权期限，到期后需依法申请续期；如续期申请未获批准，海域使用权将终止，项目

公司须拆除相关用海设施，并就海洋水族馆安排替代海水来源，可能增加相应成本支出。同时，海域使用权无法续期且替代方案效果有限的情况下可能造成商业不动产项目入住率下滑、客流减少。

缓释措施：基金管理人将协同运营管理机构做好续期管理工作。项目公司将于期满前法定期限内及时申请续期，并持续合规用海（按批准用途使用、按规定缴纳费用、不擅自改变海域用途，避免触发收回情形）。此外，基金管理人将协同运营管理机构积极落实替代海水来源方案，确保续期未获批准时仍可维持持续运营。

（三）关于转让限制。根据申报材料，本项目已为银行设置抵押登记；原始权益人与品牌方之间签署的聘用协议约定，本项目出售需取得品牌方事先同意。请管理人补充披露抵押登记解除或银行同意函取得情况、品牌方同意函取得情况，并请管理人、律师对本次转让是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

答复：

经核查，（1）针对商业不动产项目存在的银行抵押权利负担，招商银行股份有限公司三亚分行（作为代理行（代表全体贷款人））已于2026年3月10日出具《回函》，明确同意配合办理抵押权变更登记并在本基金募集设立后解除全部抵押、质押等权利限制，相关抵押权利负担属于“不动产基金成立后能够解除”的情形；（2）针对原始权益人与品牌方柯兹纳签署的《聘用协议》项下的转让限制，亚特商发已与柯兹纳就本次资产重组及商业不动产REITs发行事宜签署相关同意性文件，柯兹纳明确同意本次资产重组及商业不动产

REITs发行；（3）本次转让符合《审核关注事项》第十二条第（四）项及第（五）项相关规定。具体分析如下：

一、关于银行抵押及解除安排

（一）银行抵押情况

根据原始权益人与招商银行股份有限公司三亚分行（作为代理行）等贷款人签署的《固定资产银团贷款合同》（合同编号：Z301250306）、《房地产抵押合同》（合同编号：Z30125030602）及《应收账款质押协议》（合同编号：Z30125030605）的约定，商业不动产项目项下存在为前述贷款合同提供的房地产抵押及应收账款质押，担保主债权本金金额为人民币70亿元，抵押权人/质权人为招商银行股份有限公司三亚分行。

（二）银行同意函取得情况

招商银行股份有限公司三亚分行（作为代理行（代表全体贷款人））已于2026年3月10日出具《回函》，明确以下事项：(1)同意将商业不动产项目在保留原有抵押权利负担的前提下从亚特商发转移登记至项目公司名下，并配合办理抵押权变更登记；(2)转移登记完成后，办理项目公司对商业不动产项目的应收账款质押；(3)在商业不动产REITs发行后，同意亚特商发及项目公司提前偿还贷款合同项下的剩余全部借款本息，同时解除亚特商发、项目公司与商业不动产项目相关的全部抵押、质押等权利限制和监管措施。

（三）抵押权解除的具体安排

本基金募集设立后，募集资金将通过专项计划及SPV公司逐层划转，用于偿还原始权益人在《固定资产银团贷款合同》项下的存量贷款本息，从而清偿前述贷款合同项下的全部主债务。基于《中

华人民共和国民法典》第三百九十三条规定的担保物权随主债权消灭而消灭的从属性原则，存量银行贷款清偿完毕后，《房地产抵押合同》《应收账款质押协议》项下的抵押权及质权将作为从权利依法消灭。前述具体安排详见本反馈答复“一、（一）1、关于控制权稳定性”相关内容。

（四）规定符合性

根据《审核关注事项》第十二条第（五）项规定，“不存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制（以下简称权利负担），不动产基金成立后能够解除的除外”。商业不动产项目项下的银行抵押权及应收账款质押权已取得抵押权人/质权人的书面同意函，并已通过募集资金偿还贷款的方式形成确定性解除安排，相关权利负担属于“不动产基金成立后能够解除”的情形，符合《审核关注事项》第十二条第（五）项相关规定。

二、关于聘用协议项下的转让限制及品牌方同意

（一）聘用协议项下的转让限制

根据亚特商发与KERZNER INTERNATIONAL MANAGEMENT LIMITED（即“柯兹纳”）签署的聘用协议（包括2013年2月20日由上海复星高科技（集团）有限公司与柯兹纳签订的《酒店管理协议》、2013年5月28日亚特商发、上海复星高科技（集团）有限公司与柯兹纳签订的《关于合同转让的协议》，合称“《聘用协议》”）约定：(1)亚特商发转让其于《聘用协议》项下的权利和义务，需经柯兹纳事先批准；(2)亚特商发实现商业不动产项目出售或亚特商发的控制权变更，如该等转让安排下受让方不承诺承继《聘用协议》项下全部合同权利义务的，需经柯兹纳事先批准。

本次资产重组（涉及商业不动产项目从亚特商发重组至项目公司）及商业不动产REITs发行（涉及项目公司股权转让导致亚特商发对商业不动产项目控制权变更）需取得柯兹纳的事先书面同意。

（二）品牌方同意函取得情况

亚特商发已与柯兹纳就本次资产重组及商业不动产REITs发行事宜签署相关同意性文件，具体情况如下：

2026年8月31日，亚特商发与柯兹纳签署《备忘录》，就本次商业不动产REITs发行相关事项达成一致，主要内容包括：柯兹纳同意亚特商发以三亚亚特兰蒂斯酒店及其场地申报、发行REITs并将酒店转让予REIT；发行后柯兹纳继续作为酒店日常运营方及合作品牌方，亚特商发作为REIT的运营管理机构。

综上，本次资产重组及商业不动产REITs发行不再受限于《聘用协议》项下的转让限制条款。

（三）规定符合性

根据《审核关注事项》第十二条第（四）项规定，不动产项目涉及的投资协议等合同不得存在对不动产资产、项目公司股权等的转让限制，“但主管部门或者相关权利方明确同意转让的除外”。本项目《聘用协议》虽约定亚特商发转让其于《聘用协议》项下的权利义务、出售商业不动产项目或发生控制权变更（受让方不承诺承继《聘用协议》全部合同权利义务的）需经柯兹纳事先批准，但柯兹纳作为相关权利方已通过《备忘录》明确同意本次资产重组及商业不动产REITs发行（包括将酒店转让予REIT），相关转让限制已通过权利方书面同意方式予以解除，符合第十二条第（四）项的除外情形。

三、结论

综上，针对商业不动产项目存在的银行抵押权利负担，招商银行股份有限公司三亚分行已书面同意配合办理抵押权变更登记并在本基金募集设立后解除全部抵押、质押等权利限制，相关安排符合《审核关注事项》第十二条第（五）项规定；针对《聘用协议》项下的转让限制，柯兹纳已书面同意本次资产重组及商业不动产REITs发行，相关安排符合《审核关注事项》第十二条第（四）项规定。本次转让符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

三、项目经营与财务情况

（一）关于运营情况

1.关于运营模式。根据申报材料，本项目涉及海洋生物，存在生物性资产减值或灭失等相关风险。请管理人补充披露生物性资产的账面价值与明细情况，结合生物性资产相关风险等因素，分析其对本项目运营稳定性的影响，并审慎评估相关运营安排的合理性。

答复：

一、生物性资产账面价值及明细情况（单位：元）

本商业不动产涉及的生物性资产账面价值及明细如下：

名称	原值	2026年6月30日净值
西班牙海豚	6,971,003.88	6,050,831.40
白鲸	3,116,285.40	31,162.86
太平洋镰鳍海豚	1,710,445.44	17,104.44
牛鼻鲛	1,265,485.59	12,655.02
南非毛皮海狮	879,078.61	8,790.80
瓶鼻海豚	567,538.07	5,675.38
豹纹鲨	512,811.18	5,128.10
锤头鲨	440,707.98	4,407.09

护士鲨	280,180.19	2,801.81
草海龙	259,344.00	216,556.53
其他	1,705,503.66	313,933.80
总计	**17,708,384.00**	**6,669,047.23**

二、生物性资产相关风险因素及对本项目稳定运营的影响

针对本项目中海洋生物等生物性资产，可能存在如下主要风险：

（一）价值不稳定风险：生物资产存在生长周期、死亡率、病害、繁殖率等自然变动因素，导致生物资产价值频繁波动，影响商业不动产REITs底层资产价值稳定性。

（二）运营较为复杂：需持续投入饲料、水质维护、医疗防疫、专业饲养人员等费用，所需运营强度、专业性较高。

（三）死亡或灭失风险：海洋生物可能因疾病、污染、温度异常、意外事故等大规模死亡，直接造成生物资产减值，且保险覆盖有限，难以全额赔付。

（四）合规与伦理风险：涉及野生动物保护、海洋生物展示许可、动物福利法规等，监管政策趋严可能限制运营或要求改造设施，产生额外合规成本。

（五）处置与退出困难：生物资产难以像不动产一样变现，若项目终止或需要调换资产，活体处置需符合动物保护要求，交易对手少、周期长。

（六）估值与审计复杂性：生物资产计量常用公允价值或成本法，需依赖专业评估假设（如存活率、市场售价），易产生估值偏差，且年度审计需现场盘点，操作难度大、成本高。

生物性资产对本项目稳定运营的主要影响包括：

（一）合规风险：项目运营过程中若违反海洋生物保护、动物福利等相关法律法规，存在被处以罚款、责令停业整改乃至吊销经营许可的情形，对项目持续合规运营构成潜在隐患。

（二）声誉风险：生物性资产出现批量疫病或死亡等突发事件，易引发社会负面舆情，损害项目运营主体及不动产基金的市场口碑与行业声誉。

（三）运营风险：生物性资产死亡、病害或生长不及预期，可能导致商业不动产项目经营收入下降；生物性资产饲养、医疗等成本存在波动，可能造成商业不动产基金分红不稳定。同时，一旦发生大规模生物死亡或疫病，需计提资产减值准备，进而冲减当期不动产运营利润和基金可分配金额。

三、生物性资产不纳入项目公司的安排

为保障商业不动产REITs稳定分红与不动产资产价值，本项目生物性资产拟保留在原始权益人项下，不纳入项目公司。同时，基金管理人已与原始权益人就生物资产合作方案及运营管理安排进行充分协商，通过下列六项机制有效保障商业不动产项目（特别是水族馆业态）的稳定运营，具体如下：

（一）权属边界的清晰划分

商业不动产项目与生物资产相关的业态运营依托“硬件设施+生物资产”的协同运作。其中：①商业不动产项目全部建筑物、构筑物、缸体（含亚克力展示缸体、池体结构等硬件结构）、维生系统LSS、循环过滤系统、中央温控系统、水质处理系统、照明系统、给排水系统、强弱电配套等全部硬件设施作为入池资产由项目公司合法持

有；②水生活体动物及其衍生物作为运营性资产由运营管理机构持有。前述权属划分边界清晰、风险隔离，不存在权属争议。

（二）不可撤销的展陈授权

运营管理机构根据《运营管理协议》（含《生物资产配置基准手册》），已不可撤销授权将协议约定保有的生物资产在项目公司持有的水族馆等其他固定空间内长期展陈运营；运营管理机构不得向项目公司主张额外的生物资产租金或占用补偿费；除双方另行协商一致外，项目公司亦不承担、不支付任何动物采购、引进、租赁、运输、检疫、表演授权等相关费用。除《生物资产配置基准手册》约定保有的生物资产外，若运营管理机构与基金管理人协商一致新增生物资产的，则相关费用另行协商约定。前述展陈安排已通过《运营管理协议》予以明确。

（三）最低保有基线及持续补齐义务

双方已共同制定《生物资产配置基准手册》，明确核心物种名录、生物资产保有基线、生物资产替代原则、保有义务和核验、违约处置等。原始权益人作为运营管理机构承担在《运营管理协议》存续期内持续补齐生物资产、维持“满缸合规运营”常态的义务，相关采购、检疫、引进、运输费用由原始权益人自行承担。

（四）履约保障与强制保险机制

1.履约保障：如出现因运营管理机构原因导致生物资产配置低于红线值且限期未补齐等违约情形的，项目公司因此垫付的全部费用及遭受的损失由运营管理机构承担，项目公司有权从届时应向运营管理机构支付的运营管理费或其他任何应付款项中等额扣除。

2.保险安排：运营管理机构需强制投保并维持下列保险持续有效：动物死亡险、营业中断险、公众责任险、疫病专项险等与生物资产运营相适应的保险，如该等保险涉及营业中断损失赔偿的，需将项目公司列为共同受益人；保险赔款优先用于补配生物资产、弥补不动产项目运营收入及经营损失。

（五）解任及交接保障机制

为避免因运营管理机构变更可能引发的生物资产撤离、运营中断风险，已设置以下机制：

1.强制转让机制：在非项目公司原因导致运营管理机构违约被解任时，项目公司有权按届时账面净值自行或通过其指定第三方收购全部水族馆鱼缸内的生物资产；在双方合作期间，运营管理机构未经项目公司书面同意，不得擅自转移、撤出核心生物资产，擅自撤走的须向项目公司赔偿实际损失。

2.备用运营管理机构机制：基金管理人将协助建立具备完整资质、成熟海洋馆运营经验的备用运营管理机构库，并适时签订框架协议，确保原运营管理机构解任后可无缝交接。

3.过渡期托管机制：设置不少于3个月的过渡期托管，原运营管理机构在过渡期内须维持保育、兽医、运营核心团队稳定；新运营管理机构承接后薪酬标准不降低；人员不愿留任的，原运营管理机构须协助完成资质人员补位交接。

（六）维生系统的清晰责任划分

水族馆维生系统LSS、循环过滤、温控等硬件设施作为入池资产由项目公司持有。该等系统的责任划分明确：①资本性更新改造、系统大修由项目公司投资、维修、更换（CAPEX）；②日常巡检、

水质监测、耗材更换、常规维保、规范操作由运营管理机构负责（OPEX）；③因运营管理机构操作失误、维保缺位、人为管理不当引发系统故障、动物伤亡、停业损失，全部由运营管理机构承担。责任归属有争议的，共同委托第三方专业机构司法鉴定，鉴定费及最终损失由责任方/败诉方全额承担。

通过上述六项机制，生物资产虽不入池，但能够通过权属边界划分、展陈授权、最低保有义务、违约保障、解任承继安排、维生系统权责划分的多重制度保障，与项目公司持有的商业不动产项目与生物资产运营相关的硬件设施形成稳定的协同运营关系，确保商业不动产项目（特别是与生物资产相关的业态）的稳定运营。

2.关于业务板块。根据申报材料，本项目分为酒店板块、水上乐园板块。请管理人补充披露报告期各期水上乐园板块的自然客流量占比、与酒店板块客流重合度、向酒店住客收取相关费用的标准、公司内部结算相关费用的标准等，充分论证两板块之间的业务联系程度与独立性。

答复：

2023-2025年及2026年1-6月，水上乐园板块中水世界业态自然客流量（非住店客人）占比分别约为52%、49%、42%及47%，与酒店板块的客流重合度约为48%、51%、58%及53%，表明两板块在共享客源的同时，水上乐园具备较强的独立获客能力。内部结算方面，因酒店房价已内含水世界门票权益，且由原始权益人统一运营，历史未进行内部费用拆分，重组完成后均由项目公司统一管理，不新增内部结算流程，不影响基金整体收益核算。

一、水上乐园板块自然客流量占比及与酒店板块客流重合度

报告期内，水上乐园板块水世界的自然参观人流量及与酒店板块客流重合度情况如下：

表：水世界自然客流量占比及与酒店板块客流重合度情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月	合计
自然参观人流量（万人次）	34.87	83.21	72.94	57.01	33.18	281.21
自然客流量占比	55%	52%	49%	42%	47%	49%
住店客人转化流量（万人次）	28.12	75.72	76.18	77.21	37.00	294.23
与酒店板块客流重合度	45%	48%	51%	58%	53%	51%
水世界总人次（万人次）	62.99	158.92	149.13	134.22	70.18	575.44

注：自然客流量占比=自然参观人流量/水世界总人次；与酒店板块客流重合度=住店客人转化流量/水世界总人次。

二、收费与内部费用结算标准

因酒店客房房价已内含水世界畅玩权益，住店客人入住期间免费进入水世界游玩，酒店板块与水世界之间未对相关权益进行内部费用拆分与结算。两板块同属原始权益人管理，成本与收入在原始权益人层面统一核算。

重组完成后，酒店板块及水上乐园板块均由项目公司统一管理，并完整纳入本不动产基金范围。上述结算模式不存在关联交易或利益输送情形，不会对本基金整体收益核算产生不利影响。

三、水上乐园板块独立获客能力分析

本项目酒店板块与水上乐园板块在运营中形成协同效应，酒店住客可享受水世界畅玩权益，有效提升住宿产品附加值；同时，水上乐园通过自身核心业态，亦具备独立的客源获取能力。

从项目整体设计来看，酒店板块与水上乐园板块高度一体化，乐园业态被有机嵌入酒店主体，形成一站式便捷度假动线。酒店大堂作为核心枢纽，衔接水上乐园、水族馆及商业业态入口；水上乐园设有酒店住客独立出入口，从客房电梯步行数分钟即可抵达。住客可通过人脸识别在入住期间无限次进出，充分利用碎片化时间，满足度假便捷轻松的需求。同时，该设计省去游客在沐浴、更衣、存储等环节的繁琐重复，显著提升家庭及亲子客群的体验度。此外，提前到店但暂未取房或已退房但尚未离店的客人，可在行李寄存后直接进入水上乐园，最大化利用非入住时间获得度假体验。2022-2025年及2026年1-6月，水世界自然客流量（非住店客人）占总参观人次的比例为42%–55%，各年度均保持较高水平。上述数据表明，水上乐园板块虽与酒店板块存在客源共享，但其客流基础并不依赖于酒店住客转化，具备独立的外部市场吸引力。

具体而言，水上乐园板块的独立获客能力主要来源于以下业态：

水世界：作为海南自贸港旗舰水上乐园，拥有36条水上滑道、反重力设施、水底隧道及鲨鱼鳐鱼互动区等多元化项目，并获评Blooloop2026年全球水上乐园第七名，能够独立吸引亲水休闲及追求刺激体验的游客。

海豚湾：提供具有国内稀缺性的动物互动体验，集教育、互动、保育于一体，针对亲子家庭及研学客群形成独立卖点。

C秀剧场：大型沉浸式海洋主题奇幻杂技剧，已形成具有辨识度的海洋文化IP，独立面向演艺观众。

综上，水上乐园板块在保持与酒店板块业务协同的同时，依托上述核心业态，形成了不依赖于酒店客群的独立获客能力。

此外，就酒店与水上乐园两板块的协同效应，在本反馈答复“四（二）3.关于折现率”部分，从收入结构、客流联动、区域虹吸效应及成本共担四个方面进行了论述。

3.关于关联方租赁。根据申报材料，项目公司拟与原始权益人签署《商业租赁合同》及《推广服务协议》，将餐饮及零售店铺按照固定租金8元/平方米/天租赁给原始权益人经营使用，且原始权益人按照餐饮及零售经营收入的10%向项目公司支付服务费用。

请管理人补充披露前述协议签署进展情况、协议核心条款（包括但不限于协议期限、续约安排、价格调整机制等），分析上述协议安排对本项目运营稳定性的影响，并根据《审核关注事项》第四十条相关规定，结合所涉业务历史收入及毛利率情况，说明关联租赁的价格公允性、商业合理性。

答复：

本次关联租赁涉及的《三亚·亚特兰蒂斯（中国三亚）商业租赁合同》（以下简称“《商业租赁合同》”）及《三亚·亚特兰蒂斯项目品牌推广服务合同》（以下简称“《推广服务协议》”）已明确协议签署进展及核心条款，相关安排有利于项目公司获取稳定现金流、降低运营风险，对项目运营稳定性无负面影响。经与项目内其他商铺租金水平对比、以及租赁模式下项目公司收入与自营模式毛利对

比，本次关联租赁的固定租金及推广服务费定价公允、具有商业合理性，符合《审核关注事项》第四十条相关规定。具体说明如下：

一、本次关联方协议安排及影响分析

（一）协议签署进展情况

截至本反馈答复出具日，出租方三亚复星旅游管理有限责任公司与承租方海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司已就合同核心商务条款达成一致，《商业租赁合同》及《推广服务协议》已正式签署并将作为基金存续期间的持续安排。

（二）协议核心条款

本次关联方协议核心商务条款如下：

1.《商业租赁合同》

(1) 租赁标的：亚特兰蒂斯酒店内指定商铺，合计面积25,835.52平方米。

(2)租赁期限：20年，自2026年7月1日至2046年6月30日。

(3)固定租金：8元/平方米/天（不含税），包含水电费、燃气费、公共网络费用、附属设施设备及空调费，按月支付。

(4) 续约安排及价格调整：目前合同设置自动续约条款，到期后双方自动续期；租赁期内租金标准固定，不设浮动调整机制，保障项目公司收益的稳定性。

2.《推广服务协议》

(1) 由项目公司利用项目酒店住店客人、水族馆和水世界客人形成的客流资源，结合商业不动产项目整体品牌形象、营销渠道及经营活动，持续为餐饮及店铺导入稳定客流，并提供推广策划、品牌

展示、宣传推介、活动联动、消费引导及推广效果跟踪等服务，提升餐饮及店铺的品牌知名度、消费者关注度及到店消费机会。

(2)协议期限：20年，自2026年7月1日至2046年6月30日。

(3)服务费：年度不含税经营收入的10%，按月支付，年度汇总结算。

(4)续约安排及价格调整：目前合同设置自动续约条款，到期后双方自动续期；期内服务费标准固定，不设浮动调整机制，保障项目公司收益的稳定性。

（三）上述协议安排有利于提升项目公司现金流的稳定性，对项目运营无负面影响

本次关联方协议将餐饮及零售店铺出租给原始权益人经营，属于长期、稳定的商业安排。对项目公司而言，该安排可获取持续、可预测的固定租金收入及推广服务费，有效平滑经营波动，同时无需承担自营模式下的库存、人工、营销等成本，降低运营风险，且承租方为原始权益人，具备丰富的商业运营经验，能够保证商铺持续经营，避免空置。综上，该安排有利于提升项目公司现金流的稳定性，对项目运营无负面影响。

二、关联交易的价格具备公允性、商业合理性

（一）与其他第三方商铺租金水平的对比

项目内其他商铺的租金单价（不含税）在5.64元/㎡/天至75.41元/㎡/天之间不等，差异主要受商铺位置、面积、品牌溢价、租期等因素影响。本次关联交易涉及25,835.52㎡的大面积区域，承租方需承担统一招商、运营管理及市场风险，因此8元/㎡/天的固定单价，考虑10%的服务费收入后2023-2025年模拟平均单价水平为11.82元/㎡/

天，处于合理、较低的区间，符合大宗面积租赁的商业惯例，具备公允性。

表：项目内其他商铺的租金单价情况（截至2026年6月30日）

序号	承租人	合同开始时间	合同到期时间	面积（㎡）	固定租金单价（元/㎡/日，不含税）
1	租户 1	2025 年 9 月 1 日	2027 年 8 月 31 日	126.70 95.50	11.20
2	租户 2	2025 年 4 月 6 日	2027 年 4 月 5 日	58.00	38.14
3	租户 3	2023 年 1 月 1 日	2026 年 12 月 31 日	19.00	34.92
4	租户 4	2026 年 4 月 1 日	2027 年 3 月 31 日	45.00	33.51
5	租户 5	2025 年 5 月 5 日	2027 年 5 月 4 日	97.00	37.61
6	租户 6	2025 年 4 月 1 日	2027 年 3 月 31 日	25.00	75.41
7	租户 7	2026 年 4 月 1 日	2026 年 10 月 31 日	93.00	30.30
8	租户 8	2026 年 4 月 15 日	2027 年 4 月 14 日	110.00	36.01
9	租户 9	2026 年 4 月 23 日	2027 年 4 月 22 日	7.68	17.29
10	租户 10	2026 年 6 月 1 日	2026 年 10 月 8 日	52.00	36.19
11	租户 11	2025 年 7 月 1 日	2027 年 6 月 30 日	19.00	45.46
12	租户 12	2024 年 8 月 15 日	2026 年 8 月 14 日	34.80	21.10
13	租户 13	2024 年 8 月 15 日	2026 年 8 月 14 日	37.40	9.17
14	租户 14	2024 年 8 月 16 日	2026 年 8 月 15 日	171.00	24.43
15	租户 15	2023 年 6 月 1 日	2027 年 5 月 31 日	78.00	13.92
16	租户 16	2025 年 5 月 15 日	2027 年 5 月 31 日	20.00	29.18
17	租户 17	2025 年 8 月 30 日	2028 年 5 月 31 日	4.00	54.85
18	租户 18	2026 年 3 月 15 日	2027 年 3 月 14 日	445.58	5.64

（二）模拟租赁模式与自营模式下历史毛利对比

近三年模拟测算结果显示，关联租赁收入与项目公司历年自营毛利规模基本匹配。本次租赁安排将经营波动风险由承租方承担，项目公司可获取稳定可预期的租赁回报，租赁收益未高于自营毛利水平，租金定价具备市场化公允性与商业合理性。同时，此项安排给予了运营管理机构通过整租开展相关业务的合理利润空间（预测2026-2027年餐饮零售运营利润率分别为5.39%和5.23%，假设考虑15%企业所得税后利润率为4.58%和4.44%，与中国饭店协会《2025年度中国餐饮业年度报告》中披露的中国餐饮行业净利润率均值为0.3%，

净利润率中位数值为4.8%相符），可有效激励运营管理机构提升经营业绩，进而保障基金收益水平。

表：模拟租赁模式与自营模式下历史毛利对比

项目（金额单位：万元）	2023年	2024年	2025年	2026年（预测）	2027年（预测）
自营模式					
餐饮零售总收入	37,161.33	35,378.79	35,527.69	35,250.64	34,971.30
餐饮零售总成本	25,069.44	23,433.77	22,862.79	22,280.98	22,101.79
综合毛利润	12,091.89	11,945.02	12,664.90	12,969.65	12,869.51
综合毛利率	32.54%	33.76%	35.65%	36.79%	36.80%
模拟租赁模式					
租赁面积（㎡）	25,835.52	25,835.52	25,835.52	25,835.52	25,835.52
固定租金（8元/㎡/日）	7,543.97	7,543.97	7,543.97	7,543.97	7,543.97
推广费（自营收入*10%）	3,716.13	3,537.88	3,552.77	3,525.06	3,497.13
租赁模式总租金	11,260.10	11,081.85	11,096.74	11,069.04	11,041.10
两种模式对比					
运营管理机构整租模式下餐饮零售运营利润（自营模式毛利润-模拟租赁模式总租金）	831.79	863.17	1,568.16	1,900.62	1,828.41

4.关于利益冲突。根据申报材料，原始权益人承诺，不动产基金存续期间内，如因同业竞争而发生相关争议，且基金管理人认为可能严重影响投资者利益的，原始权益人将与基金管理人积极协商解决措施。请管理人根据《审核关注事项》第六十八条相关规定对相关利益冲突缓释措施的合理性、充分性和可行性发表明确意见。

答复：

本项目原始权益人、运营管理机构及原始权益人控股股东持有的同类项目与本项目不存在同业竞争情况。针对可能发生的潜在利益冲突，已设置了利益冲突缓释措施，具体情况如下：

一、原始权益人及控股股东体系内不存在因同业竞争而引发利益冲突的情形

（一）原始权益人及其控股股东体系内同业竞争情况

本基金的原始权益人及运营管理机构为亚特商发。除本商业不动产项目外，亚特商发不存在其他同类型不动产项目。

原始权益人控股股东上海齐信锦企业管理有限公司通过持有子公司丽江复星旅游文化发展有限公司间接持有ClubMed地中海俱乐部丽江度假村项目，但该不动产项目位于云南省丽江市，且细分定位方面存在明显差异（亚特兰蒂斯项目细分定位为海洋主题休闲度假），不具有直接的同业竞争关系。

（二）亚特兰蒂斯与ClubMed地中海俱乐部同业竞争情况

复星旅文旗下的两大核心文旅品牌亚特兰蒂斯与ClubMed地中海俱乐部，因地理空间、产品形态及客群定位存在差异，也不具有直接的同业竞争关系：

一是从地理空间上来说，亚特兰蒂斯以本项目为核心项目，全球范围内不具备密集布点网络。ClubMed地中海俱乐部布局全球六大洲逾40个国家和地区，运营近70家度假村。两大品牌在同一城市同一商圈的市场无重叠。

二是从产品形态来说，亚特兰蒂斯以“超级文旅综合体模式”为核心形态，ClubMed地中海俱乐部以“度假村运营模式”为核心形态。其产品形态的差异亦使得二者不构成直接的可比选择关系。

三是从客群定位来说，亚特兰蒂斯则定位为中高端以上客群的一站式海洋主题综合目的地，汇聚酒店、水世界、水族馆等八大业态，客群以家庭和国际入境游客为主，核心客源集中在商旅及深度

度假消费场景。ClubMed地中海俱乐部主要客群聚焦全球中高收入家庭及追求法式精致“一价全包”度假体验的中高端客户，核心产品以“一价全包”模式及快乐管家G.O团队服务为特色，强调低决策成本、家庭无忧度假。

综上，原始权益人及其控股股东持有的同类项目及复星旅文持有的其他品牌项目与本项目不存在同业竞争情况。

二、本项目与原始权益人/运营管理机构、控股股东之间同业竞争、利益冲突的防范措施

原始权益人/运营管理机构在运营管理不动产项目时，将严格按照诚实信用、勤勉尽责、公平公正的原则对待其持有、运营管理的所有同类项目，采取适当措施避免可能出现的利益冲突，充分保护基金份额持有人的利益。为防范未来可能产生的、潜在的同业竞争风险，本基金设置了以下风险缓释措施：

（一）出具避免同业竞争的承诺函

为了避免同业竞争、关联交易可能产生的利益冲突，根据亚特商发、控股股东出具的关于避免同业竞争的承诺函，承诺如下事项：

“截至本承诺函出具之日，除不动产项目外，本公司及/或同一控制下的关联方不存在直接或通过任何其他方式间接投资、持有或管理在不动产项目所在同一县级行政区划范围内与不动产项目存在竞争关系的其他竞争性项目（以下简称“竞争性项目”）。

如本公司及/或同一控制下的关联方持有或运营竞争性项目的，本公司将采取充分、适当的措施避免可能出现的利益冲突，且不以

任何形式通过任何方式占用、支配或控制不动产项目，平等对待不动产项目和竞争性项目。

本公司承诺不会将不动产项目所取得或可能取得的业务机会优先授予或提供给任何其他竞争性项目，亦不会利用不动产基金运营管理机构的优势地位或利用该地位获得的信息作出不利于不动产基金而有利于其他竞争性项目的决定或判断，并将避免该种客观结果的发生。

在不动产基金的存续期间内，如果发现任何与不动产项目构成或可能构成直接或间接竞争关系的业务机会的，亚特商发将公平地对待亚特商发和/或亚特商发同一控制下的关联方在中国境内所投资或管理的竞品项目（合称“竞品项目”）及商业不动产REITs所持有的不动产项目，将促使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商业不动产REITs，不会将商业不动产REITs已取得的或本应由商业不动产REITs取得的业务机会不公平地授予或提供给任何其他竞品项目。亚特商发不会、且将敦促亚特商发同一控制下的关联方不得利用作为原始权益人或运营管理机构的地位或利用该地位获得的信息，作出不利于商业不动产REITs及不动产项目而有利于亚特商发或其他亚特商发同一控制下的关联方所投资或管理的竞品项目的决定或判断，并将避免该种客观结果的发生。

亚特商发为不动产项目服务的现场运营团队独立于亚特商发内部其他团队，并将确保不动产项目的账务与其他商业不动产项目相互独立，以降低或有的同业竞争与利益冲突风险。

在不动产基金终止并清算完毕前，本承诺始终有效，且是不可撤销的。若本公司违反上述承诺给不动产项目、不动产基金项下专项计划、不动产基金及其基金份额持有人造成损失，一切损失将由本公司承担。”

此外，为进一步缓释避免同业竞争、关联交易可能产生的利益冲突，实际控制人已出具承诺函：“如本人及/或同一控制下的关联方持有或运营竞争性项目的，本人将采取充分、适当的措施避免可能出现的利益冲突，且不以任何形式通过任何方式占用、支配或控制不动产项目，平等对待不动产项目和竞争性项目。”

（二）《运营管理协议》对运营管理机构的约束

运营管理机构在运营管理不动产项目时，应严格按照诚实信用、勤勉尽责、公平公正的原则对待其运营管理的所有同类项目，采取适当措施避免可能出现的利益冲突，充分保护基金份额持有人的利益。亚特商发作为运营管理机构，于《运营管理协议》中明确：

“运营管理机构及其人员应当按照诚实信用、谨慎勤勉、尽职尽责的原则履行运营管理职责，保守商业秘密，采取充分、适当的措施避免可能产生的利益冲突，配合履行信息披露义务；

运营管理机构受委托从事不动产项目运营管理的，不得泄露因职务便利获取的未公开信息，不得利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关交易活动；

运营管理机构同时向其他机构提供不动产项目运营管理服务的，应当采取充分、适当的措施避免可能出现的与项目公司或不动产项目产生同业竞争或利益冲突的潜在风险，并及时披露公司与项目公

司或不动产项目产生同业竞争或利益冲突的事项，包括但不限于：运营管理机构应为不动产项目运营管理配备经基金管理人确认的专门运营管理团队，该等运营管理团队人员应专职服务于本协议项下的不动产项目。运营管理机构应独立运营本协议项下的不动产项目、隔离不同项目之间的商业或其他敏感信息、避免不同项目在运营管理机构层面的交叉和冲突。”

（三）设置惩罚机制，加强对运营管理机构约束

根据运营管理机构出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，运营管理机构违反避免同业竞争的承诺给不动产项目、不动产基金项下专项计划、不动产基金及其基金份额持有人造成损失，一切损失将由运营管理机构承担。

基金管理人与运营管理机构签署《运营管理协议》，要求运营管理机构以不低于其管理的其他同类资产的运营管理水平为不动产项目提供运营管理服务。因运营管理机构违反《运营管理协议》项下避免同业竞争承诺的，运营管理机构应对其未履行、怠于履行或未完全履行约定职责，给项目公司、专项计划、不动产投资信托基金造成的损失予以赔偿。

（四）设立独立运营团队

为防范同业竞争及利益冲突，亚特商发已通过设立分公司（或通过子公司）的形式实现不动产项目的独立运营。具体而言，海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司亚特兰蒂斯酒店作为该不动产项目的专属运营平台，其现场运营团队、财务核算体系及业务流程均独立于亚特商发内部其他团队及项目，从而有效降低或有的同业竞争与

利益冲突风险。未来，亚特商发亦会通过分公司或独立子公司的方式保障运营的独立性。

综上，针对可能发生的潜在利益冲突，上述相关缓释措施具备合理性、充分性和可行性。

5.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：

本不动产项目已投保财产一切险（包括机器损坏险）、营业中断险和商业综合责任保险。根据目前投保情况，不动产项目财产一切险（包括机器损坏险）保险金额无法覆盖资产估值。鉴于此，在本基金注册前，项目公司将更新购买相关保险，并将保额提升至足以覆盖不动产项目当期估值，相关保费已在本次估值调整中予以考虑。具体情况如下：

一、本不动产项目投保情况

（一）财产一切险（包括机器损坏险）、营业中断险

中国人民财产保险股份有限公司无锡市分公司（以下简称“中国人民保险无锡分公司”）就商业不动产项目签发了保险单号为PQYC226320200000000724、PQSD226320200000000550、PQAO226320200000000003、PQAO226320200000000004的《财产一切险、机器损坏险、营业中断险保险单》，被保险人为原始权益人、原始权益人分公司、柯兹纳和/或与其现在或今后可能成立的下属或关联公司、附属公司、代表处（但以各自的可保利益为限），财产一切险（包

括机器损坏险）的保险利益包括商业不动产项目的建筑物、机器及内部装置、存货；营业中断险的保险利益包括毛利润和审计师费用，险种为财产一切险（包括机器损坏险）、营业中断险，保险金额为财产一切险（包括机器损坏险）人民币8,181,671,997.64元（其中建筑物人民币7,200,000,000元、机器及内部装置人民币975,631,725.05元、存货人民币6,000,000元、泛宥办公及电子设备人民币40,272.59元）、营业中断险人民币2,020,000,000元（其中毛利润（含约定的维持费用和工资）人民币2,000,000,000元、审计师费用人民币20,000,000元），保险期限自2026年2月1日0时起至2027年1月31日24时止。根据中国人民保险无锡分公司签发的批单号为EQYC2026320200000001933、EQA02026320200000000058、EQSD20263202000000001725、EQA02026320200000000059的《财产一切险批单》《营业中断保险批单》《机器损坏保险批单》，自2026年10月30日起，前述《财产一切险、机器损坏险、营业中断险保险单》增加项目公司为被保险人。

（二）商业综合责任保险

中国人民保险无锡分公司就商业不动产项目签发了保单号为PZAB20263202000000000645-PZD22026320200000000011的《商业综合责任保险单》（以下简称“底层保单”），被保险人为原始权益人、原始权益人分公司、柯兹纳、三亚泛秀演艺有限公司和/或与其现在或今后可能成立的下属或关联公司、附属公司、代表处，保险范围为被保险人因保险合同承保的“身体伤害”或“财产损害”依法应负赔偿责任时，中国人民保险无锡分公司依保险合同的规定支付损害赔偿金，险种为商业综合责任保险（事故发生制），保险期限自2026年10月1日0时起至2027年9月30日24时止，赔偿总限额（非“产品及

完工操作责任”）为4,000,000美元；产品及完工操作责任赔偿总限额为4,000,000美元。根据中国人民保险无锡分公司签发的批单号为EZAB202632020000000335、EZD22026320200000000006的《公众责任保险批单》、《商业综合责任保险（事故发生制）批单》，自2026年10月30日起，底层保单增加项目公司为被保险人。

就该等底层保单，中国平安财产保险股份有限公司上海分公司（以下简称“平安上海分公司”）和中国太平洋财产保险股份有限公司无锡分公司（以下简称“太保无锡分公司”）出具了以下超层保单，具体如下：

1．平安上海分公司就商业不动产项目签发了保单号为102330168003226195 31和102330168003229306 33的《综合责任险保险单》，被保险人为原始权益人、原始权益人分公司、柯兹纳、三亚泛秀演艺有限公司和/或与其现在或今后可能成立的下属或关联公司、附属公司、代表处，保障范围为在保单限额内赔偿被保险人发生在保单规定的地域范围内因业务活动因事而依法由被保险人承担的对第三者的经济赔偿责任，包括：第三者人身伤亡，疾病，第三者财产损失，保险人事先同意支付的法律费用，发生损失后，被保险人为减少损失而支付的必要的合理的费用。保险期限自2026年10月1日0时至2027年9月30日 24时止，赔偿限额为23,000,000美元和50,000,000美元。根据平安上海分公司于2026年10月19日签发的批单，自2026年10月30日起，前述《综合责任险保险单》增加项目公司为被保险人。

2．太保无锡分公司就商业不动产项目签发了保单号为AWUXBWX57626QAAAAT2J的《商业综合责任保险（事故发生制）保单》，被保险人为原始权益人分公司，保障范围为在保单限额内赔偿被保险人发生在保单规定的地域范围内因业务活动因事而依法由被保险人承担的对第三者的经济赔偿责任，包括：第三者人身伤亡，疾病，第三者财产损失，保险人事先同意支付的法律费用，发生损失后，被保险人为减少损失而支付的必要的合理的费用。保险期限自2026年10月1日0时起至2027年9月30日24时止，总累计赔偿限额为人民币168,000,000元。根据太保无锡分公司签发的批单号为BWUXBWX57626QAAA3M5E的批单，自2026年10月30日起，前述《商业综合责任保险（事故发生制）保单》增加项目公司为被保险人。

二、后续投保安排

本不动产项目预计后续仍将每年投保上述保险。鉴于此，在本基金注册前，项目公司将更新购买相关保险，并将保额提升至足以覆盖不动产项目当期估值，相关保费已在本次估值调整中予以考虑。相关安排符合《审核关注事项》第三十八条的相关规定。

四、资产评估与估值合理性

（一）关于收入参数取值合理性

1.关于入住率。根据申报材料，报告期内，本项目各期入住率分别为42.96%、81.90%、83.75%、84.08%，预测2026-2029年度，入住率每年增加1.41%，2030年度及以后稳定在90%。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》之附件《第一号

——商业不动产》第十三条、第十五条相关规定，结合本项目复购率、报告期各期平均入住率、可比项目入住率、区域内市场供需等情况，审慎评估入住率参数取值的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目的入住率相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2025年84.38%，此后每年增加1.41个百分点；2030年及以后90.00%	2025年84.38%；2026年85.65%；2027年及以后按照2025年入住率水平84.38%

2026年入住率预测如下：上半年按实际入住率88.21%计算，下半年参照2025年同期入住率83.12%预估，全年加权平均入住率取值为85.65%。基于谨慎性原则，2027年及以后年度入住率取2025年的84.38%，且后续不再考虑增长。

本项目预测入住率参数取值的合理性具体分析如下：

（一）项目历史入住率呈现上升趋势，为后续入住率稳定提供支撑

入住率情况	2023年	2024年	2025年	2026年
全年平均入住率	**81.90%**	**83.75%**	**84.38%**	**-**
1-6月平均入住率	86.15%	89.59%	85.65%	88.21%
7-12月平均入住率	77.72%	77.98%	83.12%	**-**

从下半年（7-12月）历史入住率来看，本项目2023-2025年度入住率分别为77.72%、77.98%和83.12%，历史近三年下半年入住率水平稳步抬升；同时，本项目2026年7-8月入住率91.10%较2025年7-8月入住率87.50%提高3.6个百分点。选取2025年下半年入住率预测2026年下半年入住率，是由于2025年下半年浙江、四川、广东、湖北和陕西等省份响应中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振

消费专项行动方案》，推行秋假政策，促进了学生家庭客户出游，适配本项目主要客户群体；同时原始权益人加强营销，提升了会议、奖励旅游、大型会议和展览（MICE）场次，基于该类业务重复性的属性，延续性较强；结合海南自贸港封关政策等可持续因素，出于审慎原则，本项目2026年7-12月入住率参照2025年同期入住率83.12%预测（即2026年全年加权平均入住率85.65%），具备合理性。

从全年入住率来看，项目2023-2025年度入住率分别为81.90%、83.75%和84.38%，历史近三年全年入住率稳步抬升。出于审慎原则，本项目2027年及以后年度入住率取值2025年入住率84.38%，且后续不再考虑增长，具备合理性。

（二）可比区域入住率

根据公开市场披露的入住率信息，三亚及区域内2024-2025年度平均入住率明细情况如下：

	2024年度平均入住率	**2025年度平均入住率**
三亚市	71.40%	75.50%
亚龙湾区域	79.20%	82.50%
海棠湾区域	70.20%	74.30%
三亚湾区域	61.30%	69.00%
三亚市区（含大东海）	72.00%	73.90%

2025年三亚市整体平均入住率达75.50%，较2024年提升4.1个百分点，全年客流修复强劲，反映海南封关政策红利、入境免签扩容及国内休闲度假需求升级的叠加效应，行业景气度明显提升。本项目所在的海棠湾区域定位高端度假区，2025年受益于境外高消费客群（俄语系、香港）导入、免税购物+高端度假联动，高端客源占比提升，区域入住率增长态势与全市保持同步。

（三）区域内酒店市场供需趋紧，存量优质酒店入住率保持稳定

根据公开信息，海棠湾片区目前共有15家国际品牌豪华（含挂牌五星级）酒店，涵盖亚特兰蒂斯、艾迪逊、瑰丽、香格里拉、皇冠假日、君悦等国际知名酒店品牌。

酒店名称	开业年份	客房数量（间）
三亚泰康度假酒店·臻品之选	2022	337
三亚1Hotel海棠湾阳光壹酒店	2020	304
三亚海棠湾JW万豪度假酒店	2019	160
三亚亚特兰蒂斯酒店	2018	1,314
三亚海棠湾仁恒皇冠假日度假酒店	2018	405
三亚保利瑰丽酒店	2017	244
三亚艾迪逊酒店	2016	501
三亚海棠湾君悦酒店	2016	427
三亚理文索菲特度假酒店	2016	475
三亚香格里拉度假酒店	2014	496
三亚海棠湾民生威斯汀度假酒店	2013	453
三亚海棠湾天房洲际度假酒店	2013	295
三亚海棠湾熹棠费尔蒙酒店	2013	463
三亚海棠湾喜来登度假酒店	2012	500
三亚海棠湾万丽度假酒店	2011	358

从未来土地供给端来看，根据《三亚市人民政府关于印发<三亚市2026年度土地供应计划>的通知》、《三亚市人民政府关于印发<三亚市2025年度土地供应计划>的通知》，海棠区2026年度土地供应规模较2025年度有所收缩，其中旅馆用地（含混合用地中的旅馆部分）由2025年的4宗减少至2026年的1宗，相关面积由6.45公顷下降至约0.81公顷，新增旅馆用地供应明显减少。具体如下：

对比指标	2025年	2026年	同比变化	关键说明
海棠区供地总量（宗数）	30	19宗	减少11宗（-36.7%）	全区供地规模整体收缩

海棠区供地总量（面积）	207.90公顷	144.87公顷	减少63.03公顷（-30.3%）	占全市供地比例从29.46%降至24.05%
旅馆用地（含混合）宗数	4宗	1宗（混合用地）	减少3宗（-75%）	2026年仅1宗混合用地含旅馆功能，无纯旅馆用地
旅馆用地（含混合）总面积	6.45公顷	约0.814公顷	减少约5.636公顷（-87.4%）	2026年为混合用地中旅馆部分面积（11%占比）
旅馆用地（含混合）总面积占比	3.10%	0.56%	/	/
用地类型构成	1宗纯旅馆用地+3宗混合用地（旅馆+商务/零售/餐饮）	1宗混合用地（零售57%+商务32%+旅馆11%）	纯旅馆用地清零	2026年用地向“产业+商业+酒店”复合模式转型
核心影响	少量新增旅馆用地，补充存量供给	几乎暂停新增旅馆用地，存量酒店稀缺性提升	供给刚性大幅增强	/

在旅游住宿需求具备增长基础、新增旅馆用地供应相对有限的背景下，海棠区酒店市场供需关系整体有利于存量优质酒店保持较高的客房消化能力。项目作为海棠湾已成熟运营的高端度假酒店，有望受益于区域旅游消费需求增长及新增供给相对受限的市场格局，为预测期入住率保持相对稳定提供支撑。

（四）自贸港封关运作后境内外游客增幅明显

海南自贸港全岛封关运作后，大幅扩大免签范围、航权开放、离岛免税等政策红利持续释放，旅游客流增长显著，入境旅游表现尤为突出，政策带动效应明确。

从总量层面看，根据2026年6月海南省相关部门发布数据，2025年12月-2026年5月，全省接待国内外游客同比增长12.0%，从结构层面看，入境游客加速最为明显，入境游客134.40万人次，同比增长93.9%，接待入境过夜游客565.77万人夜，同比增长117.7%。俄语区市场继续领跑，东南亚市场稳步恢复，港澳台市场保持活跃，欧美澳新远程市场快速上升。

从本项目情况看，上述政策与配套利好已在入境客源数据中逐步兑现。入境游客人次连续两年大幅增长81.11%和106.13%，2023年全年1.80万人次，2024年增至3.26万，2025年达6.72万，2026年仅上半年实现入境游客5.81万人次，同比增长114.40%，已达到2025年全年入境人次的86.5%。同时，境外游客与境内客源形成了较明显的“时间错位”，即境外客人在春节期间以及暑假期间（7-8月份）占比较低，而在境内旅游淡季（即3-6月份）则明显提高，从而有效填补了淡季入住率。2026年3-6月份，境外客人占比达到10.65%，同比增长106.34%。

综上，随着封关开放政策持续落地，入境客源有望进一步增长，为入住率保持稳定提供支撑。

（五）区域商业配套持续完善，有利于进一步增强海棠湾客流吸引力

目前，海棠湾商业配套建设加快推进。根据三亚市发展和改革委员会发布的《海南省2025年重大项目投资计划表（三亚部分）》，三亚国际免税城三期项目（太古里）预计投资70亿元，三亚海棠湾万象城项目预计投资150亿元。两大高端商业综合体建成后，将进一步完善海棠湾商业、餐饮、娱乐及休闲消费配套，推动区域由以滨海度假、免税购物为主的旅游目的地向更加综合的旅游消费目的地发展。

同时，从客群层面来看，高端商业项目与区域酒店客群高度重合。万象城、太古里等高端商业项目具有较强的品牌集聚和客流吸引能力，其目标消费群体与海棠湾高端度假酒店客群具有较高重合

度。随着相关项目逐步建成运营，区域消费场景进一步丰富，一方面有利于增强海棠湾对高净值客群、家庭度假客群及国际游客的吸引力；另一方面，购物、餐饮、文化娱乐等消费场景的增加能够丰富游客在海棠湾的活动内容，增强区域旅游目的地属性，为周边酒店住宿需求提供进一步支撑。

总体而言，政策红利与配套完善形成叠加效应。随着海南自贸港政策红利持续释放以及区域商业配套不断完善，海棠湾整体旅游吸引力及客流承载能力有望进一步增强，为项目维持较高入住率创造良好的外部市场条件。

（六）客源结构多元化支撑入住率稳定

本项目客户群体多元化，为项目入住率持续提升提供坚实基础。从境内外维度看，2025年本项目国内客群占比92.6%，境外客群占比7.4%；2026年上半年国内客群占比90.55%，境外客群占比9.45%，境外客群占比逐步提升。从家庭维度看，2025年本项目家庭客户占比约60.7%，其中学龄前家庭（即儿童年龄在0-6岁）占比约33.2%，学生家庭（即儿童年龄在7-17岁）占比约27.5%；非家庭客户（即无携带儿童出游）占比约39.3%；2026年上半年家庭客户占比约62.3%，其中学龄前家庭（即儿童年龄在0-6岁）占比约32.7%，学生家庭（即儿童年龄在7-17岁）占比约29.6%；非家庭客户（即无携带儿童出游）占比约37.7%，即本项目客群以家庭客户为主，非家庭客户为辅。同时，根据2025年下半年住店客人问卷统计样本2,988份，复购率为16%；2026年上半年样本4,740份，复购率为20%。

从策略上，项目结合封关后客源结构变化，实施境外拓展与国内深耕并举的运营策略。境外市场方面，重点拓展俄罗斯及香港等目标客源市场：针对俄罗斯及俄语系客群，从产品服务、市场推广及渠道合作等方面提升国际化接待和获客能力，进一步拓展高消费能力的境外度假客群；针对香港市场，重点围绕中产家庭及亲子度假需求，通过线上线下推广及渠道合作提升目标客群触达和转化效率，境外客源拓展已逐步取得成效。国内市场方面，继续发挥国内客源对入住率的基础支撑作用，根据不同季节、区域和客群需求特征实施差异化营销及产品策略，在拓展境外增量客源的同时稳定国内客流基本盘，降低单一客源市场及旅游淡旺季波动对入住率的影响。

综合历史经营表现、自贸港政策持续释放、海棠湾新增酒店供给相对有限、区域商业配套不断完善以及客源结构多元化等因素，项目未来具备维持较高入住率的基础，预测期内2026年入住率85.65%、2027年及以后长期入住率84.38%具有合理性。

2.关于客房单价。根据申报材料，报告期内，本项目各期平均房价分别为2,450.96元/间/晚、2,378.57元/间/晚、1,920.51元/间/晚、1,912.01元/间/晚，预测2026-2028年度考虑一定幅度的增长，2029年度及以后年增长率为3%，此后每十年增长率递减0.5%。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条、第十五条相关规定，结合本项目报告期各期客房单价增长率、可比项目客房单价增长

率、区域内市场供需等情况，审慎评估客房单价增长率参数取值的合理性。

答复：

结合项目最新实际经营情况和运管团队对于2026年全年经营情况的预测，出于审慎原则，本项目预测平均房价及增长率相较申报稿调整如下：

申报稿	反馈稿
2025年预测平均房价为1864.39元/间/晚； 2026-2028年度年增长率为5.00%； 2029年度及以后年增长率为3.00%； 此后每十年增长率递减0.50%	2026年按照2023-2025年平均2054.49元/间/晚；2027-2029年度保持不变，2030年度年增长率为1%，2031年度增长率为2%，2032-2036年增长率保持2.75%；2037年及以后增长率保持2.25%稳定

调整后，2026年预测平均房价按照2023-2025年三年平均房价2,054.49元/间/晚；平均房价增长率采用阶梯爬坡式增长率，2027-2029年度保持不变，2030年度年增长率为1%，2031年度增长率为2%，2032-2036年增长率保持2.75%；2037年及以后增长率保持2.25%稳定。明细数据如下：

项目	2027年-2029年	2030年	2031年	2032年-2036年	2037年及以后
增长率	0.00%	1.00%	2.00%	2.75%	2.25%

本项目预测平均房价及增长率取值的合理性具体分析如下：

（一）审慎设定首年房价基数

项目	2023年	2024年	2025年	2026年
全年平均房价（元/间）	2,378.57	1,920.51	1,864.39	-
1-6月平均房价（元/间）	2,408.31	2,043.79	1,876.42	2,062.19
7-12月平均房价（元/间）	2,346.14	1,780.41	1,852.18	-

项目近三年及一期平均房价分别为2,378.57元/间、1,920.51元/间、1,864.39元/间和2,062.19元/间。历史三年房价呈现下降趋势，其中2024年下降幅度较大，主要是由于公共卫生事件于2022年底结束后，旅游行业受压制的需求在2023年度集中释放，造成了2023年度旅游行业相关数据普遍高于正常水平，2024年行业需求自然回落，较高基数造成较大的降幅，叠加台风等极端天气影响，导致本项目2024年7-12月平均房价同比下降24.11%。

上述影响因素属短期扰动，本项目2025年7-12月平均房价1,852.18元/间同比增长4.03%，2026年1-6月平均房价2,062.19元/间同比增长9.90%，自2025年下半年起平均房价已企稳回升。出于审慎原则，基准年（2026年）平均房价按照2023-2025年三年平均房价2,054.49元/间执行。

相较海棠湾同区域内一线海景度假酒店服务内容局限于住宿的单一性，亚特兰蒂斯项目作为涵盖酒店、娱乐、餐饮、购物等业态为一体的商业综合体项目，各业态相互协同将游乐及住宿等特色服务组合销售。以海景大床房为例，房价中通常包括“2大2小无限次畅玩水族馆”以及“2大2小无限次畅玩水世界”的权益；以2026年1-6月平均价计算，水世界及水族馆平均价格合计为338.34元/人，平均房价为2,062.19元/间，若以2大2小家庭计算房价扣除水世界及水族馆票价后仅为708.83元/间，对比周边酒店基础房型房价已处在较低水平，本项目通过差异化竞争优势吸引亲子、情侣、入境等类型客户，实现了入住率和房价的稳定，可印证本项目房价水平审慎合理。

（二）项目阶段性价格降幅小于可比区域客房单价降幅

区域	2024年度平均房价（元）	2025年度平均房价（元）	增长率情况
三亚市	987.00	956.00	-3.14%
亚龙湾区域	1,037.00	1,095.00	5.59%
海棠湾区域	1,300.00	1,224.00	-5.85%
三亚湾区域	556.00	534.00	-3.96%
三亚市区（含大东海）	656.00	595.00	-9.30%

2024年至2025年，除亚龙湾外，三亚主要酒店区域平均房价整体承压，其中三亚市平均房价同比下降3.14%，项目所在海棠湾区域同比下降5.85%。同期本项目2025年平均房价同比下降2.92%，降幅小于三亚市及海棠湾区域整体水平，体现出项目在行业价格调整背景下具有一定经营韧性。

因此，报告期内项目平均房价下降与三亚酒店市场整体调整趋势基本一致，且项目表现优于所在海棠湾区域整体水平，历史阶段性价格调整不宜简单外推为长期下降趋势。

（三）区域市场供给有限，支撑存量酒店经营及定价

从供给端来看，海棠湾新增旅馆用地供应相对有限，新增酒店供给受到一定约束。在旅游住宿需求具备增长基础、新增供给相对有限的情况下，区域供需格局有利于存量优质高端酒店保持一定的定价能力。

根据三亚市2025年及2026年度土地供应计划，海棠区土地供应规模有所收缩。新增旅馆用地供应相对有限，在一定程度上降低了未来区域酒店供给快速扩张的可能性，为存量酒店经营及定价提供一定支撑。

（四）客房主动翻新改造，助力客房单价提升

酒店行业通常以10年为一个周期对客房进行翻新改造，以保障客房良好的入住体验。据此，本项目计划在未来实施两轮客房翻新改造，并已在未来年度预测中合计单独预留资本性支出。两轮改造分别在2030-2034年、2040-2044年两个5年窗口内推进，每年投入8,000万元，其中酒店部分6,660万元/年、乐园部分1,340万元/年；酒店按每间客房25.33万元的翻新改造费用测算，酒店每轮改造支出约33,300万元，乐园每轮预留6,700万元，两轮合计80,000万元。

客房主动翻新改造将为客房单价的维持与稳步提升提供合理支撑，进而保障项目中长期收益预测的可实现性。

（五）封关政策和文旅消费带动住宿需求

海南自由贸易港封关运作及入境便利化等政策持续推进，有利于进一步拓展境外旅游、免税购物、商务会展等客源，丰富三亚旅游消费需求。同时，海棠湾万象城、三亚国际免税城三期（太古里）等商业项目持续建设，将进一步完善区域购物、餐饮、娱乐等消费场景，增强海棠湾作为综合旅游消费目的地的吸引力。政策红利与配套升级形成叠加效应，一方面从需求端引入更多境外客源，另一方面从供给端提升区域消费承载力和停留价值，共同为区域酒店房价提供支撑。

2020-2022年期间，受公共卫生事件影响，全国国内出游人次出现阶段性收缩，2023年起进入恢复通道，至2025年全国国内游客及入境游客合计达667,649.64万人次，首次超过2019年的615,130.78万人次，相较2019年增长约8.54%。聚焦本项目所在地海南省，凭借其在国内独特的热带岛屿度假自然禀赋以及离岛免税扩大免签的政策

红利，在旅游行业中的恢复节奏相对领先，全省接待游客总人数于2023年已达到9,000.62万人次，超过2019年水平8,311.20万人次，2024年及2025年继续保持增长，同比增长率分别为8.00%、9.10%，至2025年已达到1.06亿人次，较2019年增长约27.63%，显著高于全国水平，展现出海南省旅游业的健康发展韧性。

2026年上半年，三亚市共接待国内外游客2,097.25万人次，其中，接待国内游客2,025.64万人次，接待入境游客71.61万人次。旅游收入方面，2025年该数字已增长至1,032.60亿元，同比增长9.46%，首次破千亿元大关。全年过夜游客总花费984.26亿元，同比增长8.8%，其中国内过夜游客总花费917.39亿元，同比增长6.2%；入境游客总花费93,385万美元，同比增长66.7%，三亚市旅游业特别是入境游方面发展显示出强劲的增长势头。2026年上半年，三亚全市游客总花费607亿元，占全省比重达45.27%。庞大的文旅消费基础有力带动了相关住宿需求。

从本项目情况看，境外客人房费收入持续增长，2023年、2024年、2025年及2026年上半年分别为1,473万元、2,296万元、4,324万元和4,010万元；其中，2026年1-6月境外客人房费收入已达到2025年全年收入的92.74%。同时，境外客人平均房价增速持续高于项目整体平均房价增速，表明境外客群不仅贡献收入增量，更在价格端形成正向拉动（平均房价呈持续上升趋势，对项目整体房价起到支撑作用）。长期来看，境外客人平均房价的持续走高，将为项目整体房价提供有力支撑，对房价走势构成结构性利好。

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月

全年平均房价（元/间）	2,379	1,921	1,864	2,062
平均房价增长率	/	-19.26%	-2.92%	10.61%
境外客人平均房价（元/间）	1,931	1,579	1,653	1,854
境外客人平均房价增长率	/	-18.23%	4.69%	12.16%

（六）根据行业周期性特征设定长期增长率

2020-2022年，受公共卫生事件影响，酒店行业经营承压，客房单价处在较低水平；2023年公共卫生事件结束后旅游行业全面反弹，叠加出境游未恢复的因素，对三亚作为安全的海岛游目的地市场需求旺盛，该特殊年份有不可复制性，故2024年平均房价相较2023年有较为明显回落，属于行业周期性的正常体现。出于审慎原则，2027-2029年度保持不变；未来预测平均房价增长率采用阶段式增长模式，即2030年度年增长率为1%，2031年度增长率为2%，2032-2036年增长率保持2.75%，2037年及以后增长率保持2.25%稳定。本次增长率的调整充分考虑了项目运营表现、长期宏观经济环境、旅游消费需求、区域市场供给、客房主动翻新改造等因素可能发生的变化，也与项目经营逐步趋于稳定的特点相匹配。综上，本次调整后的平均房价增长预测具有合理性。

3.关于水世界收入。根据申报材料，报告期内，本项目各期水世界自然参观人流量分别为34.87万人次、83.21万人次、72.94万人次、47.81万人次，2026年度及以后按照2025年度人流量为基数每年增长2%进行测算；本项目各期水世界自然参观单价分别为178.31元/人、176.81元/人、175.15元/人、189.35元/人，2026年度及以后按照2025年度金额为基数每年增长2%进

行测算。请管理人补充披露报告期内人流量、单价复合增速，2025年1-9月自然参观单价增幅明显的原因，是否存在季节性因素，说明上述预测的合理性。

答复：

经审慎考虑，本次水世界自然参观人流量和自然参观单价维持以2025年为基数每年增长2%。具体分析如下：

（一）水世界历史自然参观人流量和自然参观单价

根据更新后的评估报告截至2026年6月30日的最新经营数据，水世界自然参观人流量和自然参观单价明细数据情况如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
自然参观人流量（人次）	832,064.00	729,443.00	570,144.00	331,809.00
年化自然转化人流量增长率	138.62%	-12.33%	-21.84%	/
总人次（人次）	1,589,240.00	1,491,263.00	1,342,235.00	701,786.00
自然参观单价（元/人）	176.81	175.15	185.19	187.20
年化自然转化均单价增长率	-0.84%	-0.94%	5.73%	/

报告期内，自然参观单价总体保持增长。

（二）2025年自然参观单价增幅明显的原因

2025年以来，项目自然参观单价有所提升，主要与运营策略调整、客源结构优化及产品体验升级有关。

1．主动调整运营策略。2025年以来项目实施控人流、提单价、稳收入的精细化运营策略。通过优化票务产品结构，适当减少低价促销票、团购折扣票投放，并增加正价散客、高端套票及组合套餐，推动整体平均参观单价稳步提升。

2．持续优化客源结构。依托海南封关政策红利、海棠湾高端商业配套集聚效应，叠加境外俄罗斯、香港等高消费客群引流，并加强高端度假及家庭客群的开发。相关客群对产品体验和服务品质的关注度较高，客源结构的变化对自然参观单价形成一定支撑。

3．持续丰富产品内容和游玩体验。水世界持续更新游乐设施、升级主题场景、增加演艺互动及专属服务内容，包括：落实灯会嘉年华、亚特兰蒂斯之夜、年度周年庆、美人鱼大赛等标志性主题活动；通过延长经营时长，打造“七子夜游”专属IP，推出夜光滑道、梦幻灯海、美人鱼水上歌剧、夜间音乐水派对等专属夜间内容，并联动本地乐队、网红音乐人开展常态化夜间演艺活动等，突破传统水乐园“日间单次游玩”的经营局限，项目全面升级夜场产品体系，进一步丰富了水世界由单一设备游玩向多元体验延伸。产品内容的结构性升级，显著提升游客体验价值，有效支撑园区门票单价修复与上涨。

受上述因素共同影响，2025年自然参观单价由2024年的175.15元/人提高至185.19元/人，增幅为5.73%。

（三）季节性因素说明

水世界人流量及自然参观单价存在一定季节性波动。春节、暑期及法定节假日期间游客相对集中，客流量和消费需求较高，正价票及相关套票销售占比通常有所提升；其他时段则会结合市场需求适当采取优惠促销措施，因此不同月份的人流量和自然参观单价存在一定差异。

基于上述季节性特征，单一季度或半年度经营数据不能完全代表全年经营水平。为降低季节性波动对预测参数的影响，本次评估以2025年全年实际自然参观人流量和平均自然参观单价作为预测基础，更能够反映项目完整经营周期内的实际经营情况。

（四）预测水世界自然参观人流量和自然参观单价增长率合理性分析

1．水世界产品内容的不断丰富

近年来，项目持续对水世界产品内容及运营模式进行优化，在现有设施基础上增加新的游玩场景和主题活动，提升项目对游客的持续吸引力。

硬件及游玩场景方面，项目开放此前未投入运营的漂流河B段，进一步完善园区游玩动线、增加可体验项目；内容运营方面，持续增加水舞秀、水上演艺、季节性主题活动及互动项目，并通过夜间游玩、主题节庆等方式延长游客游玩时间、丰富游客体验。

上述措施一方面通过增加游玩内容、保持产品更新频率，增强水世界对新增及复游客群的吸引力；另一方面，通过提升产品内容和体验价值，为票务产品结构优化及自然参观单价保持稳定增长提供支撑。因此，项目未来客流及自然参观单价增长具有一定的运营基础。

2．2026年1-6月实际经营情况较上年同期有所改善

科目	2026年1-6月	2025年1-6月	增长率
水世界门票收入	6,211.45	5,630.20	10.32%
自然参观人流量（人次）	331,809.00	302,733.00	9.60%
总人次（人次）	701,786.00	691,929.00	1.42%

自然参观单价（元/人）	187.20	185.98	0.66%
水世界其他消费收入	2,796.32	1,971.80	41.82%
平均消费金额(元)	39.85	28.50	39.82%

对比2025年1-6月与2026年1-6月核心经营数据，项目各项指标均实现正向增长，经营质量大幅优化。2026年1-6月水世界门票收入达6,211.45万元，同比增长10.32%；当期自然参观人流量331,809.00人次，较去年同期302,733.00人次同比增长9.60%，增长幅度显著；总接待人次701,786.00人次，同比稳步增长1.42%，客流底盘持续稳固。单价端保持稳健上行，自然参观单价由185.98元/人提升至187.20元/人，同比增长0.66%，在客流大幅增长的同时并未出现“以价换量”，实现量价同步提升。同时，产品体验升级有效带动二次消费爆发式增长，水世界其他消费收入同比大幅增长41.82%，游客园内平均消费金额由28.50元提升至39.85元，充分体现游客体验价值、付费意愿及综合消费潜力全面提升。

3．预测期人流量及自然参观单价增长率取值相对谨慎

报告期内，水世界自然参观人流量存在一定波动，2024年和2025年自然参观人流量较2023年全国文旅最高峰时期总体有所下降，但2026年1-6月已出现恢复，当期自然参观人流量较2025年1-6月同比增长9.60%。与此同时，自然参观单价总体保持稳定并有所提升，2023年至2026年1-6月年复合增长率约为1.92%，2026年上半年同比增长0.66%。

从后续经营基础来看，水世界持续丰富游玩项目和主题活动，优化票务产品及客源结构；海南自贸港相关政策持续推进、海棠湾旅游及商业配套不断完善，也为区域旅游客流提供一定支撑。2026

年上半年自然参观人流量、自然参观单价及门票收入的同比增长，进一步反映出项目当前经营情况已有所改善。

基于上述情况，本次评估未按照2026年上半年自然参观人流量9.60%的同比增幅进行外推，而是以2025年全年实际经营数据作为预测基数，自2026年起对自然参观人流量和自然参观单价分别按照每年2%的增长率进行预测。其自然参观人流量2%的预测增速明显低于2026年上半年实际同比增幅；自然参观单价2%的预测增速与报告期内约1.92%的年复合增长率基本接近。综合考虑项目历史经营情况、2026年最新经营表现以及未来产品调整和市场环境，本次自然参观人流量及自然参观单价增长率取值具有合理性。

4.关于海豚湾收入。根据申报材料，报告期内，本项目各期海豚湾自然参观单价分别为538.41元/人、477.48元/人、446.91元/人、437.99元/人，2026年度及以后按照2025年度金额为基数每年增长2%进行测算。请管理人结合历史单价逐年降低情况，审慎评估上述预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，海豚湾预测自然参观单价相较申报稿调整如下：

申报稿	反馈稿
2026年海豚湾自然参观单价基数为448.40元；2027年度及以后年增长率为2.00%	2026年海豚湾自然参观单价基数为399.49元；2027年度及以后年增长率为2.00%

调整后，2026年海豚湾自然参观单价基数由448.40元下调为399.49元，2027年度及以后年增长率保持2.00%不变。

海豚湾预测自然参观单价及增长率取值的合理性具体分析如下：

（一）海豚湾历史人流量和自然参观单价

截至评估基准日，报告期内海豚湾的人流量和自然参观单价明细数据情况如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
海豚湾收入（万元）	1,169.40	1,463.10	1,717.72	823.00
年化海豚湾收入增长率	64.73%	25.12%	17.40%	/
自然参观人次（人次）	24,491.00	32,738.00	39,074.00	20,601.00
年化自然转化人流量增长率	85.75%	33.67%	19.35%	/
自然参观单价（元/人）	477.48	446.91	439.61	399.49
自然转化均单价增长率	-11.32%	-6.40%	-1.63%	/

2023年至2025年，海豚湾自然参观单价由477.48元/人下降至439.61元/人，整体呈下降趋势；同期自然参观人次由2.45万人次增加至3.91万人次，2024年及2025年分别同比增长33.67%和19.35%，海豚湾收入则由1,169.40万元增加至1,717.72万元，分别同比增长25.12%和17.40%。2026年1-6月收入下降的原因主要是上半年春节、寒假等节假日较为密集，期间度假区整体多个板块丰富了娱乐内容和活动，如新增了短期主题演艺水舞秀、短期魔术餐秀、水世界音乐节特演、Tikki餐厅live house、海龟之家参观等，客人短期选择增加，导致海豚湾互动被分流，但酒店整体收入呈上升趋势。

报告期内自然参观单价下降主要与项目主动调整经营策略有关。为扩大产品覆盖客群、提高海豚湾接待能力和整体经营收入，项目通过优化互动流程，通过减少互动时长、增加互动频次等方式，提高产品接待效率。在此过程中，产品平均单价有所下降，但参与人次持续增长，并带动海豚湾全年收入同步增长。因此，报告期内单

价下降一定程度上体现了项目通过调整产品及价格结构扩大客群覆盖面的经营策略，并非单纯由产品需求下降导致。

（二）运营模式主动调整，降低入门门槛

结合海豚湾历史市场表现波动，2025年度亚特运营战略灵活调整，对海豚湾经营模式进行优化，适当精简单场互动时长、优化演出及互动流程，降低产品入门门槛与体验门槛，推出更亲民的基础参观及标准体验产品，吸引更大范围普通游客及家庭客群参与，有效撬动自然到访人次持续增长，扩大消费群体，并带动单价维持稳定。

（三）产品硬件扩容，夯实收入增长基础

2025年9月园区新增9只海豚，截至2026年6月30日存量海豚数量已达到13只，并且未来计划进一步增加海豚数量，扩充海豚湾演艺及互动产品承载力与接待产能，可排布更多场次互动演出、拓展多元化体验产品，有效提升场馆日均接待能力与产品供给上限。

（四）预测海豚湾自然参观单价合理性分析

随着互动品类和硬件能力的不断丰富，海豚湾从单一高端互动产品向分层定价、多品类矩阵转型，既能覆盖大众基础参观客群，也可保留高端专属互动产品，为后续结构优化、单价企稳回升及收入持续增长提供硬件与内容支撑，本次海豚湾预测自然参观单价基准下调至399.49元/人，增长率取值为2%具有合理性。

5.关于C秀收入。根据申报材料，报告期内，本项目各期C秀上座率分别为22.98%、26.18%、17.89%、22.68%，预测

2026-2029年度每年等额增长至历史峰值31.21%，2030年度及以后上座率保持稳定。请管理人补充披露历史各年度C秀上座率情况，说明报告期内上座率发生波动的原因，审慎评估预测持续增长并稳定在历史峰值的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目C秀预测上座率水平相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026-2029年度每年等额增长至历史峰值31.21%；2030年度至期末上座率保持稳定	2026年度至期末预测上座率为2023-2025年度平均上座率21.38%

本次调整主要考虑以下因素：

一方面，采用最近三年平均水平能够较好反映C秀当前经营状态。2023年至2025年C秀上座率分别为26.18%、17.89%和20.08%，既包含相对较高的经营年度，也涵盖剧目调整期间上座率较低的年度，三年平均上座率21.38%能够一定程度平滑单一年度票价调整、剧目升级及市场客流波动的影响。相较采用2020年31.21%的历史峰值作为长期预测依据，以最近三年平均水平进行预测更贴近项目现阶段实际经营情况。

另一方面，2026年最新经营数据能够对预测取值形成一定支撑。2026年1-6月C秀实际上座率为24.94%，较2025年全年20.08%有所回升，且高于预测期采用的21.38%。考虑到演艺项目客流存在一定季节性，本次评估未直接采用2026年上半年较高的实际上座率进行预测，而仍以2023年至2025年平均水平作为长期预测参数，为后续市场及经营波动保留了一定空间。

本次C秀预测上座率取值的合理性具体分析如下：

（一）报告期各年度C秀上座率历史数据

报告期内，项目C秀上座率明细情况如下：

年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
C秀单价（元）	101.00	130.00	160.52	143.90	197.83	186.52	164.03
上座率	31.21%	22.08%	22.98%	26.18%	17.89%	20.08%	24.94%

由历史数据可见，C秀上座率存在阶段性波动，2020年至2025年分别为31.21%、22.08%、22.98%、26.18%、17.89%和20.08%。上座率变化除受市场客流影响外，也与项目不同阶段的票价策略、剧目调整及产品升级有关。2020年C秀平均票价为101.00元/人，处于历史较低水平，对应上座率达到历史峰值31.21%，后续年度随经营策略调整上座率呈现阶段性波动，整体属于企业主动优化票价结构、平衡单价与客流的策略性波动。2024年至2025年，C秀处于剧目内容及产品定位持续调整阶段，平均上座率分别为17.89%和20.08%。2026年1-6月，上座率已回升至24.94%，高于2023年至2025年平均水平。

（二）报告期内上座率波动的原因

1．票价及经营策略调整对上座率产生一定影响

C秀历史上座率与票价变化存在一定关联。2020年平均票价为101.00元/人，较低的票价水平有利于扩大观演客群，对应上座率达到历史较高水平。此后项目逐步调整票价及产品结构，2022年至2024年平均票价总体提高，其中2024年达到197.83元/人。在票价提

升过程中，部分价格敏感型客群受到一定影响，上座率出现阶段性回落。

因此，历史上座率变化并非单纯反映C秀市场需求变化，也受到项目主动调整票价、平衡客流规模与经营收益的影响。从收入经营角度，项目并非单纯追求较高上座率，而是结合票价、客流及整体收益情况动态调整经营策略。

2．剧目及产品升级阶段对短期经营产生一定扰动

近年来，项目持续推进C秀剧目内容、舞台呈现及产品定位升级。2024年至2025年处于剧本打磨、内容调整和舞台适配阶段，期间涉及剧目编排、演出内容、场次安排及宣传节奏等调整，对阶段性上座率产生一定影响。

受益于C秀2.0版本升级，以亚特兰蒂斯海底世界为主题，对剧本叙事、舞台视觉、演艺内容及沉浸式体验进行优化，并结合三亚家庭度假客群特点进一步强化亲子互动及家庭观演属性。随着产品调整的完成，C秀产品定位及目标客群将进一步明确，为上座率保持稳定提供产品基础。

（三）预测C秀上座率合理性分析

综上所述，本项目持续推进C秀产品升级和客流转化：一是持续投入资本性支出，对舞台设备、视觉特效、剧目内容及演艺场景进行更新，并强化亲子互动和家庭度假属性，使产品定位与三亚家庭度假客群进一步匹配；二是加强与海棠湾区域酒店及相关渠道的合作，通过联合套餐、产品互推等方式提高区域住宿客群向C秀观演客

群的转化效率。相关产品及渠道措施有利于稳定C秀基础客源，为预测期上座率维持在历史平均水平提供支撑。

综合来看，本次调整后的预测期上座率取值低于2023年实际上座率26.18%，亦低于2026年1-6月实际上座率24.94%，同时考虑了2024年至2025年剧目调整期间较低的上座率表现。在C秀产品持续升级、客源转化渠道不断完善的基础上，预测期上座率按照近三年平均值21.38%保持稳定，与项目近期历史经营水平及当前实际经营情况基本匹配，预测取值具有合理性。

6.关于其他服务收入。根据申报材料，其他服务收入包括复游拍收入、营销推广及平台服务收入和其他收入，其中营销推广及平台服务收入为原始权益人承租餐饮和零售经营收入的10%，其他收入包括停车费、迷你营等消费收入。

（1）根据申报材料，酒店餐饮客流量按照酒店餐饮客流量占酒店客流量比例进行测算。请管理人补充披露报告期各期酒店餐饮客流量占酒店客流量比例情况，说明上述预测的合理性。

答复：

基于审慎考虑，管理人和评估机构已调整客流量占比预测，未来按照2023-2025年度占酒店板块客流量占比平均水平（150.85%）进行确定，不考虑占比的增长。

申报稿	反馈稿
2026-2029年度每年等额增长至161.29%，2030年度及以后占比保持稳定	保持150.85%不变

（一）报告期各期酒店餐饮客流量占酒店客流量比例情况

报告期历史酒店餐饮客流量、酒店客流量及占酒店客流比的明细情况如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
酒店餐饮客流量（人次）	1,591,449	1,628,784	1,648,455	931,442
占酒店客流比	151.67%	149.09%	151.81%	164.93%

注：酒店客流量为实际住店客人身份信息统计数、酒店餐饮客流量为实际酒店餐饮消费人次（包括非住店客人）统计数

（二）酒店餐饮客流量按照酒店餐饮客流量占酒店客流量比例进行预测具备合理性

本次评估中，酒店客流量=全年房晚数*入住率*单客房人数，其中单客房人数取2025年实际发生数2.68人/房（单客房人数=当年度实际住店客人身份信息统计数/实际消费客房数量），低于2023年-2025年平均数2.69人/房，取值合理审慎。依据上述预测，酒店客流量在预测期内基本保持不变。酒店客流量用于预测酒店餐饮客流量和酒店板块零售收入。本次评估酒店餐饮客流量采用2023-2025年度占酒店板块客流比平均水平150.85%进行测算，未来年度保持稳定。

总体来看，酒店餐饮客流量以酒店总客流为基础、外来客流为补充。从报告期来看，酒店餐饮客流量与酒店总客流量具备稳定的对应关系，以酒店餐饮客流量占酒店客流量的比例为核心依据开展餐饮客流量预测，具备充分的经营基础与合理性。

2025年以来酒店餐饮客流占比提升，主要原因系2025年度公司重点对四大自营餐饮品牌进行全方位升级迭代，打造高端餐饮IP，形成显著的品牌引流效应，为餐饮客流增长及占比稳定提升提供核心支撑。除核心品牌升级外，公司持续从菜品品质、市场推广、定制化服务多维度完善餐饮运营体系，全方位提升酒店餐饮的市场竞争力与客流吸引力。

同时，对比同期半年度数据，2026年1-6月餐饮客流占比由2025年同期的149.77%提升至164.93%，呈现显著提升态势。

项目	2026年1-6月	2025年1-6月
酒店餐饮客流量（人次）	931,442	822,725
酒店客流量（人次）	564,740	549,315
占酒店客流比	164.93%	149.77%

综上所述，报告期内酒店餐饮客流量占酒店客流量比例长期稳定、趋势清晰，具备较强的延续性；同时，通过高端餐饮品牌合作升级、权威美食评级打造、菜品品质优化、全域营销引流、高端定制服务赋能等多重举措，构建了酒店餐饮客流持续增长的完整体系，餐饮客流增长具备坚实的业务支撑与可落地的运营保障。本次基于历史年度平均水平对酒店餐饮客流量进行预测，项目实际经营情况与未来发展趋势具备较强可实现性，本次预测审慎合理。

（2）根据申报材料，报告期内，本项目各期酒店餐饮客单价分别为181.23元/人、172.47元/人、156.06元/人、150.87元/人，2026年度及以后按照2025年度金额为基数每年增长2%进行测算。

请管理人结合历史单价逐年降低情况，审慎评估上述预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目酒店餐饮客单价增长率相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度金额155.31元/人为基数，每年增长2%	2026年度按照2025年度及2026年1-6月平均单价水平孰低值确定（取2026年1-6月平均单价水平151.46元/人），2027-2036年度保持不变；2037年及以后增长率保持2%稳定

管理人、评估机构结合本项目历史餐饮客单价表现、经营阶段、市场情况、区域经济及旅游消费基本面等因素，基于审慎原则，对餐饮客单价预测进行了复核。本次评估，酒店餐饮客单价2026年度按照2025年度及2026年1-6月平均单价水平孰低值确定（取2026年1-6月平均单价水平151.46元/人），2027-2036年度保持不变；2037年及以后增长率保持2%稳定。上述测算并非简单假定报告期客单价下降趋势自动逆转，而是在充分考虑历史客单价下行原因、2025年降幅收窄趋势、项目经营调整成效及区域市场支撑后作出的审慎判断。

报告期内，酒店餐饮收入及客单价明细情况如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
酒店餐饮收入（不含乐园）（万元）	27,448.33	25,419.49	25,602.90	14,107.26
餐饮客单价（元/人）	172.47	156.06	155.31	151.46
餐饮客单价增长率	-4.83%	-9.51%	-0.48%	/

一、报告期内餐饮客单价逐年降低的原因具有阶段性和行业性

就2023-2025年酒店餐饮客单价逐年降低的情况，系由行业共性因素与公司主动进行阶段性经营调整优化等因素叠加导致，并非项目长期竞争力下降或餐饮定价能力持续弱化。

一是从行业层面来看，公共卫生事件结束后酒店餐饮市场竞争加剧，行业整体客单价普遍呈现理性回落态势。2023年以来，商务、会议、宴会等消费场景逐步恢复，但消费者更趋理性，性价比成为重要考虑因素，高星级酒店餐饮普遍面临客单价承压、消费结构下沉、大众化消费占比提升等变化。本项目餐饮客单价由2023年的172.47元/人回落至2024年的156.06元/人，2025年进一步降至155.31元/人，与行业整体理性回落的趋势相对一致，反映了外部市场环境的客观变化。

二是从优化餐饮结构来看，为盘活整体餐饮客流、提升场地坪效，公司适度丰富引流菜品、拓展家庭消费、商旅简餐、大众宴席等大众化消费场景，降低高端高客单产品占比，通过扩充消费圈层、提升大众消费渗透率做大规模，阶段性拉低了整体综合客单价。该等调整虽然短期内对客单价形成一定压制，但有利于提升餐饮客流、提高场地使用效率、增强餐饮收入稳定性，并为后续客单价企稳和结构性回升奠定客群基础。

三是从核心自营餐饮品牌的升级改造情况来看，报告期内处于品牌迭代、门店磨合、产品调整的投入期，阶段性的调整导致了酒店客单价短期承压。餐饮品牌的升级改造通常需要经历产品重新定位、菜单结构调整、服务流程磨合、客群重新匹配等过程，期间客

单价出现阶段性波动具有合理性。随着品牌升级、产品调整和运营磨合逐步完成，餐饮客单价具备企稳并温和回升的基础。

二、2025年客单价降幅显著收窄，经营调整逐步见效

2025年度项目餐饮品牌升级、高端化运营策略逐步落地见效，客单价下行趋势得到扭转，经营质量持续优化。2025年酒店餐饮客单价仅同比下降0.48%，降幅较2024年的9.51%大幅收窄，基本趋于稳定。2026年1-6月客单价为151.46元/人，较2025年全年155.31元/人仍有一定下降，但该期间包含季节性、节假日结构、促销活动及大众化引流产品占比提升等因素，不宜简单以半年度数据线性外推全年及长期趋势。

从历史经营周期看，2023-2025年餐饮客单价下降并非单边持续下行，而是呈现“2024年大幅回落、2025年基本企稳”的特征。2025年降幅收窄至0.48%，说明公司主动调整餐饮结构、推进品牌升级、优化客群结构的措施已逐步产生效果。因此，将2026年度客单价按照2025年度及2026年1-6月平均单价水平孰低值确定（取2026年1-6月平均单价水平151.46元/人），2027-2036年度保持不变，预测审慎合理。

三、2037年起按2%增长具有合理性

区域经济及旅游消费基本面支撑餐饮客单价温和增长。三亚市是海南自贸港建设的重要节点城市和全国知名热带滨海旅游城市，以旅游业、现代服务业和高新技术产业为主导。2025年三亚市地区生产总值1,033.88亿元，连续两年突破千亿元大关；2026年上半年，三亚市经济延续稳步回升态势，根据地区生产总值统一核算结果，

全市地区生产总值524.24亿元，按不变价格计算，同比增长4.3%，经济运行持续向好。作为国际旅游消费中心核心区，三亚接待游客人次和旅游总收入长期保持较快增长，高端酒店、免税购物、医疗康养等消费场景不断丰富，居民消费价格温和上涨，旅游消费升级趋势明显。本项目所在区域为高端旅游、度假及商务消费的重要目的地，旅游消费、家庭度假、会议会展及高净值客群基础较好。随着区域经济持续发展、旅游市场扩容和消费场景恢复，酒店餐饮客单价具备温和回升的市场基础。2%的长期增长率与区域经济发展水平、旅游消费升级趋势及高星级酒店餐饮平均增速水平基本匹配。

2%的增速假设低于历史较高水平，具有审慎性。报告期内，本项目餐饮客单价虽在2024年、2025年出现下降，但2023年客单价达到172.47元/人，说明项目具备较高的餐饮定价能力和客群基础。2037年起按2%增长，是考虑宏观经济环境，并非假设客单价迅速回升至历史高位，也未假设餐饮收入大幅增长。

2%的长期增长率与通胀水平、居民消费价格温和上涨、旅游消费升级及高星级酒店餐饮服务价格长期趋势基本匹配。近年我国CPI总体温和上涨，餐饮住宿等服务项价格涨幅略高于CPI整体，高星级酒店餐饮价格长期亦呈温和上行态势，这为2%的增速提供了宏观价格基础。餐饮客单价的提升并非单纯提价，而是伴随品牌升级、产品结构优化、服务体验提升和客群结构改善逐步实现。公司通过前期品牌迭代、门店磨合和产品调整，已形成更稳定的餐饮客群基础和运营体系。未来在保持大众化消费渗透率的同时，通过优化高端产品占比、提升宴会及商务餐饮场景、增强自营餐饮品牌力，餐饮客单价具备温和提升空间。2%的增速假设由“通胀打底+结构升级”

共同支撑，与餐饮收入增长、客流恢复和经营效率提升相匹配，不存在明显高估。

从行业周期看，当前预测时点较历史周期更具代表性。2020-2022年受公共卫生事件影响，酒店餐饮经营情况不具有代表性；2023年为恢复性增长阶段，客单价基数相对较高；2024年、2025年则为行业竞争加剧、消费理性回归和公司主动调整叠加阶段。2025年客单价降幅已收窄至0.48%，基本实现企稳。因此，以2026年1-6月平均单价作为2026年预测基数，已低于2025年度平均单价，并维持至2036年保持不变，同时从2037年起按2%增长，既反映了报告期客单价下行后的现实基础，也避免了使用2023年高基数直接外推，具备连续性和审慎性。

四、结论

综上，报告期内酒店餐饮客单价逐年降低，主要受行业竞争加剧、消费理性回归、公司主动优化餐饮结构、拓展大众化消费场景以及核心自营餐饮品牌升级改造投入期等因素叠加影响，具有阶段性、行业性和主动性特征。2025年客单价同比降幅已由2024年的9.51%大幅收窄至0.48%，基本实现企稳，说明经营调整逐步见效。基于审慎原则，本次评估将2026年度客单价按照以2026年1-6月平均单价作为预测基数，低于2025年度平均单价水平，2027年至2036年保持不变，2037年及以后每年按照2.00%增长。该预测兼顾了历史客单价下行现实、项目经营调整成效、区域经济及旅游消费基本面、行业平均增速水平和品牌运营能力，增长率假设审慎，具有合理性。

（3）根据申报材料，报告期内，本项目各期水上乐园餐饮客流量占水上乐园板块客流比分别为35.65%、24.14%、21.60%、26.37%，预测2026-2029年度每年等额增长至历史峰值40.87%，2030年度及以后占比保持稳定。请管理人补充披露历史各年度餐饮客流量占比情况，说明报告期内餐饮客流量占比发生波动的原因，审慎评估预测持续增长并稳定在历史峰值的合理性。

答复：

申报稿	反馈稿
2026-2029年度每年等额增长至历史峰值40.87%，2030年度及以后占比保持稳定	保持23.58%不变

报告期内，水上乐园板块餐饮客流量及占比情况明细如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
餐饮客流量（人次）	472,313	388,963	394,390	226,235
占乐园客流比	24.14%	21.60%	24.99%	25.63%

报告期内水上乐园餐饮客流占比呈现先小幅回落、后企稳回升态势，主要原因如下：

一是消费习惯阶段性调整。2023-2024年处于公共卫生事件恢复期，游客出行更偏向简餐、速食、自带饮食，停留时长与堂食意愿下降，导致餐饮消费转化率阶段性回落。二是乐园运营与产品结构优化调整。2024年公司对水上乐园餐饮点位、动线、品类进行阶段性优化调整，部分档口升级、产品迭代，短期内对客流转化造成小幅影响。三是季节性与票价策略影响。乐园为强季节性业态，2024

年雨季偏长、暑期运营天数及客群结构变化，也使得餐饮消费占比短期回落。

结合实际经营数据，当前占比持续回升，2025年水上乐园板块餐饮收入的客流量占比已回升至24.99%，较2024年度占比上涨15.68%，回升速度较快。2026年上半年水上乐园板块餐饮收入的客流量占比进一步提升至25.63%，餐饮客流转化率持续提升趋势明确，后续预测期稳定期以2023-2025年度占水上乐园板块客流量占比平均水平进行确定较为谨慎。

（4）根据申报材料，报告期内，本项目各期水上乐园餐饮客单价分别为69.82元/人、70.11元/人、69.27元/人、59.76元/人，2026年度及以后按照2025年度金额为基数每年增长2%进行测算。请管理人补充说明2025年1-9月客单价降幅明显的原因，以及预测持续增长的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目水上乐园餐饮客单价增长率相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度金额60.91元/人为基数，每年增长2%	2026年度按照2025年度及2026年1-6月平均单价水平孰低值确定（取2025年平均单价水平60.91元/人），2027-2036年度保持不变；2037年及以后增长率保持2%稳定

管理人、评估机构结合本项目历史餐饮客单价表现、经营阶段、市场情况、区域经济及旅游消费基本面等因素，基于审慎原则，对餐饮客单价预测进行了复核。本次评估，水上乐园餐饮客单价2026

年度按照2025年度及2026年1-6月平均单价水平孰低值确定（取2025年平均单价水平60.91元/人），2027-2036年度保持不变；2037年及以后增长率保持2%稳定。报告期内，水上乐园板块餐饮收入的客单价情况明细如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
餐饮收入（万元）-水上乐园	3,311.50	2,694.20	2,402.17	1,452.47
客单价（元/人）	70.11	69.27	60.91	64.20

2025年1-9月，水上乐园餐饮客单价较往年有所下降，主要原因如下：

一是受整体经济环境影响，文旅消费更趋理性，游客对价格敏感度提升，高单价餐饮消费占比有所回落；二是公司主动优化产品结构，为稳定客流、平滑收入波动，公司推出更多亲民、刚需型餐品，加大了简餐、小吃、饮品等平价刚需产品供给，从而降低高客单价菜品占比，以提升翻台与客流转化率，导致阶段性拉低综合客单价；三是从季节性与客群结构变化来看，2025年1-9月暑期家庭客群、学生客群占比提升，该类客群更偏好平价消费，同时乐园为提升入园体验，强化引流型餐品投放，进一步导致综合客单价下滑。

2026年1-6月水上乐园餐饮客单价64.20元/人，较2025年同期58.87元/人增长9.05%，客单价已呈现明显修复回升趋势，消费复苏与产品结构优化成效得到验证。

项目	2026年1-6月	2025年1-6月
餐饮收入（万元）-水上乐园	1,452.47	1,302.00
客单价（元/人）	64.20	58.87

同时，随着海南自贸港封关运作落地，旅游市场持续回暖，高端客群、过境客群、家庭度假客群占比提升，游客消费能力与消费

意愿显著增强，支撑餐饮客单价稳步回升。更重要的是，境外游客、高端客群占比逐步提高，对餐饮品质、体验及价格接受度更高，将进一步支撑客单价自然修复。

（5）根据申报材料，2026年度及以后酒店、水上乐园配套零售收入的平均单价水平按照2025年度水平为基数每年增长2%进行测算。请管理人补充披露报告期各期酒店、水上乐园消费人次、消费单价、复合增速情况，说明上述预测的合理性。

答复：

经审慎考虑，管理人和评估机构认为，酒店、水上乐园配套零售收入平均单价水平以2025年为基数每年增长2%具备合理性。具体分析如下：

（一）报告期酒店、水上乐园消费人次、消费单价、复合增速情况

报告期内，酒店及水上乐园板块配套零售情况如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月	2025年1-6月
酒店板块-零售收入（万元）	4,873.40	6,077.10	6,486.83	4,564.15	3,442.80
酒店板块客流量（人）	1,049,308	1,092,488	1,085,888	564,740	549,315
消费单价(元)	46.44	55.63	59.74	80.82	62.67
水上乐园板块零售收入（万元）	1,528.10	1,188.00	1,035.80	658.63	624.00
水上乐园板块客流量（人）	1,589,240	1,491,263	1,342,235	701,786	691,929
消费单价(元)	9.62	7.97	7.72	9.38	9.02

注：消费单价=相应板块零售收入/相应板块客流量

2023-2025年，酒店零售单价持续稳步提升，年度单价逐年上涨，两年复合增速13.42%，增长趋势稳健；2026年上半年酒店零售单价同比提升28.96%，消费升级趋势显著。

2023-2025年，水上乐园零售单价呈现阶段性小幅下行，主要系公司主动结构性调整所致，2025年单价已基本稳定，2026年上半年实现同比修复回升。

（二）预测酒店板块零售收入合理性分析

报告期内，酒店板块零售单价持续稳步上行，体现了公司运营策略动态调整的有效性。具体而言，公司持续优化酒店零售产品结构，逐步淘汰低毛利、低附加值的常规日用品，重点引入高端伴手礼、特色文创、轻奢用品、定制旅居配套等高品质零售品类，同时依托酒店高端客群、长住客等的消费升级需求，持续拉高整体零售客单价。同时，公司通过升级零售场景、打造沉浸式消费体验、推出季节性限定产品等方式，持续提升客人消费意愿，使得酒店零售单价连续多年稳步增长，行业竞争力与产品溢价能力持续增强。2026年上半年酒店零售单价由去年同期62.67元/人提升至80.82元/人，同比单价增长28.96%，收入增长32.57%，充分验证酒店零售高端化、品质化运营策略成效显著。

综上所述，后续预测期按照年均增长2%具有合理性。

（三）预测水上乐园板块零售收入合理性分析

水上乐园游客以家庭、年轻大众消费群体为主。公司在日常经营中吸引客流，提高场地人气与坪效，增加刚需饮品、基础游玩耗材、亲民小商品等大众品类供给，有效降低游客消费门槛、提升整

体游玩体验。同时，乐园结合市场需求，持续推出高端特色文创、定制周边等高客单价产品，2026年1-6月实现同比回升。

2026年上半年水上乐园零售板块由去年同期9.02元/人提升至9.38元/人，同比单价增长3.99%，收入增长5.55%，扭转前期下行趋势。整体可见，公司通过优化零售产品结构、升级消费场景、丰富高端特色品类、精准营销引流的运营方针已取得良好成效，零售板块已告别调整期，进入稳步修复、持续提质的全新阶段，为单价稳定增长奠定了坚实的经营基础。

综上所述，后续预测期按照年均增长2%具有合理性。

（6）根据申报材料，2026年度及以后其他收入的平均单价水平按照2025年度水平为基数每年增长2%进行测算。请管理人补充披露报告期各期其他收入平均单价、消费人次、复合增速情况，说明上述预测的合理性。

答复：

经审慎考虑，管理人和评估机构认为，其他收入平均单价水平以2025年为基数每年增长2%具备合理性。具体分析如下：

历史年度其他服务收入明细情况如下：

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月	2025年1-6月
其他服务收入（万元）	2,385.88	3,563.36	5,813.61	7,275.15	4,045.60	2,801.57
（1）复游拍（万元）	-	385.51	2,291.29	2,825.15	1,722.52	1,230.94
（2）其他收入（万元）	2,385.88	3,177.85	3,522.32	4,449.99	2,323.07	1,570.63

注：其他收入系停车费、迷你营等消费收入，暂无消费人次统计。

从整体走势来看，公司其他服务收入呈现持续且稳健的增长态势。2022-2025年，其他服务总收入由2,385.88万元增长至7,275.15万元，收入规模增长约两倍，核心系公司新增复游拍特色服务业态、持续丰富配套服务品类、提升游客二次消费体验，形成新的盈利增长点。其中复游拍作为公司高附加值特色服务产品，2023年落地时由于处于市场培育推广阶段，收入基数相对较低，之后该块业务规模快速放量，成为其他收入增长的核心驱动；常规其他服务收入亦保持逐年稳步增长，业务基本盘稳固。

2026年上半年，公司其他服务收入同比大幅增长44.40%，由同期2,801.57万元增长至4,045.60万元，其中复游拍收入由1,230.94万元增长至1,722.52万元，同比增速39.94%；常规其他收入由1,570.63万元增长至2,323.07万元，同比增速47.91%，印证公司增值服务体系、配套服务产品的市场接受度持续提升，游客付费意愿、二次消费渗透率稳步提高。

综上所述，现阶段复游拍等其他业务已逐步从高速扩张期进入稳健成熟期，未来增长节奏将逐步回归平稳常态化增长区间，以2025年为基数每年增长2%具备合理性。

7.关于收缴率。请管理人、评估机构充分考虑费用支付安排、可比项目情况等，审慎评估收缴率取值的合理性。

答复：

本次评估，基于谨慎性考虑，将收缴率假设由100%改为当年度99%，剩余1%于次年收回。

申报稿	反馈稿
各期均为100%	当年度99%，剩余1%于次年收回

2023-2025年及2026年1-6月的收入和账面应收款项年化数据如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
营业收入（万元）	169,440.26	154,464.15	148,710.74	86,336.50
应收款项（万元）	6,951.70	5,176.63	6,544.85	4,104.00
应收款项周转天数（天）	11.89	14.13	15.84	17.11

注：应收款项=应收账款+预付账款

本项目近三年及一期应收账款周转天数为11.89天、14.13天、15.84天及17.11天，周转速度较快，且近三年及一期无应收款项坏账，报告期内各期收缴率均为100%。

收缴率高的原因主要系：企业对商铺租赁运营政策系预收制，通常预收一个季度的租金；对于住店客人及旅行社实行保证金制度，住店挂账消费在住店后自动扣款，不存在拖欠款风险；水乐园、水族馆及配套餐饮零售收入大部分为现付现销，不存在应收账款。

综上所述，本项目收缴率假设具备合理性。

（二）关于成本及折现率参数取值合理性

1.关于营业成本。根据申报材料，本项目营业成本包括项目运营成本、运营管理费、动能费、维修与保养、销售佣金、数据服务费、广告宣传费等。

（1）根据申报材料，报告期内，本项目各期项目运营成本占运营收入比例分别为6.52%、7.83%、6.13%、5.48%，2026年度及以后按照2025年度占比水平进行测算。请管理人补充说明

2025年1-9月占比较低的原因，审慎评估按照2025年度水平进行预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目运营成本占运营收入比例相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度1-9月占比5.48%进行测算	2026年度及以后按照2025年度占比7.38%进行测算

调整后的2026年运营成本占运营收入比例为7.38%，该取值以2025年历史值为基础，相关预测具有合理性，具体分析如下：

（一）两次申报中2024年运营成本占比差异系科目重分类所致，对成本实质水平无影响

本次申报中2024年运营成本（不含员工福利费）占收入比例由首次申报的6.13%调整为5.72%，具体差异如下：

项目	首次申报	本次申报	差额
酒店及配套运营成本-不含员工福利费（万元）	9,471.18	8,830.13	641.06
占收入比例	6.13%	5.72%	/

该差额641.06万元由酒店及配套运营成本调整至零售成本196.67万元与餐饮成本444.39万元。重分类后，成本总额不变，仅为会计科目间的归集调整，对成本实质水平及预测基准不构成影响。

（二）运营成本占运营收入比例按照2025年度7.38%进行预测

报告期内，项目运营成本明细如下：

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-6 月
酒店及配套运营成本-不含员工福利费不含生物性资产（万元）	11,308.63	8,505.87	8,347.46	4,173.52

收入（扣除餐饮零售部分）（万元）	132,278.93	119,085.36	113,183.05	65,553.99
占收入（扣除餐饮零售部分）比重	8.55%	7.14%	7.38%	6.37%

2024年及2025年，项目运营成本分别为8,505.87万元和8,347.46万元，占收入（扣除餐饮零售部分）比重分别为7.14%和7.38%，两年平均约7.26%，波动幅度仅0.24个百分点，呈现高度稳定性。该成本水平已覆盖项目常态化经营所需的各项付现支出，与收入规模变动之间保持合理的配比关系，能够真实反映项目成熟运营期的常态化支出规模。以2025年占比7.38%作为预测基准，具备历史数据支撑，取值合理。

（三）2023年成本较正常年份偏高的原因

2023年酒店及配套运营成本（不含员工福利费及生物性资产）较2024年及2025年正常水平高出较多，主要原因系：公共卫生事件后恢复期阶段性一次性投入较大。2023年项目处于全域运营重启阶段，存在多项阶段性特殊投入，主要包括：酒店布草、客用品等运营物资因长期停用需集中更新补充；绿植装饰、氛围营造等经营环境恢复性投入；为快速拉动公共卫生事件后客流回升，加大演艺表演等活动类投入，相关演艺编排及活动运营支出较高；供应链体系重建及运营团队重建过程中产生的阶段性额外成本。上述支出均属于恢复期一次性或临时性投入，随着2024年起运营步入常态化，此类支出已不再持续发生。

综上所述，2023年成本偏高系当年收入规模达峰值及疫后恢复期阶段性一次性投入所致，该等因素不具备持续性，不影响常态化成本水平的判断；报告期内常态化运营年份成本占比保持稳定，以

2025年度水平作为预测基准具备充分历史数据支撑；两次申报中2024年成本占比差异系科目重分类所致，成本总额不变，对实质水平不构成影响。综合上述因素，本次预测取值合理、审慎。

（2）根据申报材料，报告期内，除2024年度水耗量同比减少2.98%外，本项目最近三年各年度电耗量、水耗量、天然气耗量均同比增加，2026-2030年度考虑各项动能耗量每年2%的增长率，2031年度及以后保持费用规模稳定。请管理人补充披露报告期内各项动能耗量、动能单价、动能费的复合增速情况，审慎评估上述预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目各项动能费参数相较申报稿做了如下调整：

参数	申报稿	反馈稿
电费单价（元/度）	2026年度及以后按照2025年度电费单价0.74元/度测算	2026年度电费单价按0.75元/度测算，2027年度及以后在2026年预测电费单价基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长
电耗量（万度）	2026年度及以后在2025年度电耗量基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长	2027年度及以后按照2026年度预测电耗量测算
水费单价（元/m^3）	2026年度及以后按照2025年度水费单价8.10元/m^3测算	2026年度按照2025年度水费单价8.10元/m^3测算，2027-2030年在2026年度预测水费单价基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长
水耗量（万m^3）	2026年度及以后在2025年度水耗量基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长	2027年度及以后按照2026年度预测水耗量测算
天然气单价（元/m^3）	2026年度及以后按照2025年度天然气费单价4.19元/m^3测算	2026年度按照2025年度天然气费单价4.19元/m^3测算，2027-2030年在2026年度预测天然气费单价基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长
天然气耗量（万m^3）	2026年度及以后在2025年度天然气耗量基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长	2027年度及以后按照2026年度预测天然气耗量测算

调整后的各项动能费参数相关预测具有合理性，本项目近三年一期动能费明细情况及合理性分析如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月	2023-2025复合增速
动能费（万元）	9,102.61	9,333.66	8,798.24	4,426.70	-1.69%
电费（万元）	7,278.61	7,420.65	6,807.83	3,275.05	-3.29%
单价（元/度）	0.78	0.78	0.74	0.70	-2.60%
电耗量（万度）	9,339.00	9,469.80	9,149.24	4,683.98	-1.02%
水费（万元）	896.00	950.83	990.33	606.15	5.13%
单价（元/m^3）	6.50	7.10	8.10	8.08	11.63%
水耗量（万m^3）	138.00	133.89	122.22	74.98	-5.89%
天然气（万元）	928.00	962.17	1,000.08	545.50	3.81%
单价（元/m^3）	3.95	4.03	4.19	4.11	2.99%
天然气耗量（万m^3）	235.00	238.93	238.91	132.87	0.83%

报告期内，项目各动能品类受采购调价、精细化运营管控、客流经营波动等因素影响，耗量、单价、费用呈现差异化变动特征。经测算，2023-2025年动能费复合年均增长率为-1.69%，能够证明公司运营策略的有效性。

对于电费：2023-2025年，电费相关指标呈现单价下调、耗量回落、费用下降的趋势，复合增速整体为负、优化成效显著。电价方面，公司通过重新签订电力采购合同、优化集采合作模式，争取到市场化电价优惠，用电单价由2023-2024年0.78元/度降至2025年0.74元/度，2023-2025年单价复合增速为-2.60%，有效降低单位用电成本。电耗量方面，公司持续推进节能管控，优化园区设备运行时长、调整公共区域能耗供给、升级节能设备，精细化运营管控成效显著，电耗量由2023年9,339.00万度、2024年9,469.80万度回落至2025年9,149.24万度，复合增速为-1.02%，扭转了前期耗量增长趋势。受单

价及耗量双重优化影响，电费总额由2023年7,278.61万元、2024年7,420.65万元降至2025年6,807.83万元，复合增速为-3.29%，整体实现能耗成本持续优化。出于谨慎考虑，本项目2026年度电费单价按0.75元/度测算，2027-2030年按照2026年预测电费单价基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长；电耗量2027年度及以后按照2026年度预测电耗量测算，不考虑增长。

对于水费：2023-2025年，水费整体呈单价持续上涨、耗量稳步下降、费用逐年递增态势，单价上涨为核心驱动因素。用水单价受区域市政供水调价、供水配套费用调整影响，由2023年6.50元/m³持续上涨至2025年8.10元/m³，单价涨幅显著。耗量层面，公司通过节水改造、管控客房及公共区域用水、优化景观用水循环系统，水耗量逐年递减，由2023年138.00万m³降至2025年122.22万m³，复合增速为-5.89%，节水管控成效突出。出于谨慎考虑，本项目2026年度按照2025年度水费单价8.10元/m³测算，2027-2030年在2026年度预测水费单价基础上每年2%的增长率测算，2030年后不再增长；水耗量2027年度及以后按照2026年度预测水耗量测算，不考虑增长。

对于天然气费：2023-2025年，天然气各项指标整体稳步小幅增长，变动趋势平稳、波动极小。天然气单价随市政燃气市场化调价小幅上行，耗量方面，伴随项目运营成熟、业态客流稳步提升，同时公司保持稳定的能耗管控标准，天然气耗量维持平稳态势，2023-2025年耗量分别为235.00万m³、238.93万m³和238.91万m³，较为稳定。出于谨慎考虑，本项目2026年度按照2025年度天然气费单价4.19元/m³测算，2027-2030年在2026年度预测天然气费单价基础上每年2%

的增长率测算，2030年后不再增长；天然气耗量2027年度及以后按照2026年度预测天然气耗量测算，不考虑增长。

综上所述，管理人已完整披露并充分分析报告期内各项动能耗量、单价及费用的复合增速情况。本次预测各项动能耗量单价2%的增速符合趋势要求，各项动能耗量按2025/2026年预测值保持稳定，取值审慎，相关预测具有合理性。

（3）根据申报材料，报告期内，本项目各期维修与保养成本分别为1,737.08万元、5,443.31万元、4,498.61万元、2,652.60万元，2026年度及以后按照2025年度金额为基数每年增长2%进行测算。请管理人补充说明报告期内发生波动的原因，以及按照2025年度水平为基数进行预测的合理性。

答复：

经审慎评估，管理人和评估机构认为维修与保养成本采用2025年度维修保养数据作为基数，未来每年度考虑2%的增长，具备合理性。具体分析如下：

截至评估基准日，维修保养成本明细情况如下：

项目（万元）	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	平均	2026年1-6月
维修与保养	1,079.00	1,681.00	2,716.65	1,737.08	5,443.31	4,498.61	3,390.94	2,935.23	1,917.97

2023年-2025年波动的原因：项目运营成熟及设施集中维保周期叠加。本项目配套游乐设施、机电设备、建筑外立面、给排水及消防系统、景观运维等设施逐步进入集中大修及周期性维保窗口期。前期2019-2022年项目处于运营初期，设备、建筑设施较新，仅发生日常零星小额维保支出，费用基数偏低；2023年起多类设备同步到

达强制年检、中期大修、部件更换周期，批量产生大型设备检修、老化配件整体更换、系统升级维保等支出，导致费用大幅抬升。2024年延续配套商业及后勤设施专项维保、景观绿化大面积翻新；2025年重点开展机电系统深度养护、特种设备合规性整改，导致2023-2025年费用波动明显。

本次评估采用2025年度维修保养数据作为基数，未来每年度考虑2%的增长。

根据历史数据，2019-2025年度以来平均维保费用2,935.23万元。2019-2022年为运营初期低维保期，2023-2024年含集中大修一次性大额支出，系偶发性因素影响。2025年项目已度过运营初期低维保期、中期集中大修高峰期，设施周期性维保、常规检测、日常运维、第三方外包服务等均进入稳态常态化水平，年度支出完整包含常规维保、年度强制检测、一般性设备更换及合规运维成本，能够真实反映项目成熟运营期正常维保刚性支出。故本次以2025年度维保费用作为基数并考虑每年2%的增长合理。

综上所述，管理人已对报告期内维修保养成本的波动原因进行了充分核查。2023-2024年的高额维保支出系多类设备集中到达大修周期所致，属于一次性集中支出；2025年维保费用已回落至稳态常态化水平，且高于2019-2025年历史均值，取值已包含安全边际。本次以2025年水平为基数、按每年2%增长进行预测，在参数设定上已充分考虑人工成本上涨、物料价格通胀等刚性因素，相关预测具有合理性。

（4）根据申报材料，报告期内，本项目各期销售佣金占运营收入比例分别为1.08%、1.79%、1.55%、1.33%，2026年度及以后按照2025年度占比水平进行测算。请管理人补充说明2025年1-9月占比较低的原因，以及按照2025年度水平进行预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目销售佣金占运营收入的比例相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度预测金额占运营收入的比例1.18%进行预测	2026年及以后按照2025年度与2026年1-6月孰高的2.00%进行预测

调整后的2026年及以后的销售佣金占运营收入的比例为2.00%，相关预测具有合理性。报告期内，各期销售佣金明细及具体合理性分析如下：

首次申报时各期销售佣金明细：

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-9 月
销售佣金（万元）	968.53	3,040.95	2,390.78	1,518.11
占收入比例	1.08%	1.79%	1.55%	1.33%

报告期内，扣除餐饮零售部分后的销售佣金明细：

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-6 月
扣除餐饮零售部分后的销售佣金（万元）	2,727.31	2,000.08	1,282.08	1,310.20
占收入（扣除餐饮零售部分）比例	2.06%	1.68%	1.13%	2.00%

2025年度销售佣金下降的主要原因如下：一是渠道及佣金政策优化，调整线上OTA、线下旅行社等分销合作模式，下调部分渠道佣金点位，淘汰高佣金低效合作方。二是渠道结构优化，加大官方直销（三亚亚特兰蒂斯项目为自建官方渠道，无品牌方相关直销渠

道）、会员私域导流，提升自有直营售卖、现场散客入园等低佣金业态收入占比，减少对外渠道分销依赖，带动整体佣金费率下行。三是客源结构变化，团队客、渠道分销客占比下降，散客直订、企业协议客、长住客等高毛利、低佣金客群占比提升；票务打包、旅游套餐等高渠道依赖、高佣金业务规模收缩，同等运营收入下佣金支出减少，佣金占比回落。四是经营模式调整，原始权益人自营餐饮零售转换为整租模式，已剔除餐饮零售板块的营销费用。

本次预测采用销售佣金占运营收入比例按照2025年度与2026年1-6月孰高（2%）进行预测，合理性分析情况如下：

2025年渠道费率优化及客源结构调整均已落地成型，但该年度为调整后的首个完整年度，部分调整效果存在阶段性低估；2026年1-6月占比回升至2.00%，主要系季节性因素及半年度数据口径所致，部分营销活动集中在上半年，更接近项目在正常经营节奏下的佣金支出水平。出于审慎原则，取两者孰高值作为预测基准，能够充分覆盖未来佣金支出波动。

综上所述，2025年销售佣金占比较低，主要系渠道合作优化、客源结构升级及高佣金业务收缩共同作用：上述调整均已落地成型。本次采用2025年度与2026年1-6月孰高值2.00%作为预测基准，取值审慎，已充分覆盖佣金支出波动，预测具有合理性。

（5）根据申报材料，报告期内，本项目各期数据服务费分别为589.73万元、1,250.88万元、1,842.17万元、1,277.43万元，2026年度及以后按照2025年度占比水平进行测算。请管理

人补充披露报告期各期数据服务费占运营收入的比例，以及按照2025年度水平进行预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目数据服务费占运营收入的比例相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度预测占比1.37%进行测算	2026年7-12月及以后按照2026年1-6月占比1.42%进行测算

调整后的2026年7-12月及以后的数据服务费占运营收入的比例为1.42%，相关预测具有合理性。报告期内，数据服务费明细及具体合理性分析如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
数据服务费（万元）	1,250.88	1,842.17	1,955.42	1,224.88
占收入比例	0.74%	1.19%	1.31%	1.42%

数据服务费主要包含携程、美团、小红书等线上平台数据推广投放费用，以及线下通讯话费、业务系统软件许可费、信息化系统运维费、集团总部分摊办公及信息化配套费用等。公共卫生事件结束后，2023年度开始企业主动加大线上渠道宣传投放及数字化营销推广力度，线上平台推广、流量投放及信息化系统运维投入逐年增加；同时随着项目运营收入规模增长，配套信息化服务、系统维护及集团分摊费用同步提升，使得数据服务费占运营收入比例呈逐年上升趋势。

本次预测，采用数据服务费占运营收入比例按照2026年1-6月数据服务费占运营收入的比例1.42%作为预测基数，合理性分析情况如下：

一是该费用与客流及营收直接挂钩，属于收入驱动型成本，采用占收入比例预测符合行业惯例；

二是2026年上半年占比进一步提升至1.42%，主要系推广投放季节性集中及部分年度合同续约时点所致，不代表全年趋势，但与2025年全年水平（1.31%）较为接近，说明费用已进入平稳增长通道。出于审慎原则，取两者较高值作为预测基准，能够合理覆盖未来支出水平。

综上，数据服务费占收入比例呈逐年上升趋势，主要系公共卫生事件后企业持续加大数字化营销投入及信息化建设所致。截至2025年，线上投放策略及费用分摊机制已趋于稳定，本次以1.42%为预测基准，取值审慎，已充分考虑未来数字化营销投入的持续需求，预测具有合理性。

（6）根据申报材料，报告期内，本项目各期办公IT维保服务费分别为1,140.22万元、1,420.87万元、2,294.03万元、981.39万元，2026年度及以后按照2025年度金额为基数每年增长2%进行测算。请管理人补充说明2025年1-9月金额较低的原因，以及按照2025年度水平进行预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目办公IT维保服务费参数选取相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度预测金额进行测算，且每年增长2%	2026年及以后按照2024和2025年度平均水平作为预测基数，且每年增长2%

办公IT维保服务费2026年及以后按照2024和2025年度平均水平作为预测基数，且每年增长2%，相关预测具有合理性。报告期内，办公IT维保服务费明细情况及具体合理性分析如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
办公IT维保服务费（万元）	1,420.87	2,294.03	1,088.28	789.58

办公IT维保服务费主要涵盖园区办公软硬件运维、网络及信息化系统维保、IT设备检修、系统授权服务、第三方技术外包及集团信息化分摊等相关费用。2024年项目集中开展信息化系统升级、办公及弱电设备批量更新、整体IT维保框架协议集中结算等专项投入，导致当年费用偏高；2025年无大型系统改造、批量设备更换等非常规支出，仅发生日常常态化基础运维费用，因此金额较2024年回落。同时，2025年公司整合IT维保服务商资源，实行集中集采管理，优化服务合约、精简冗余运维服务项目；同时强化内部自有IT团队运维能力，有效减少外部维保服务支出，使得当期费用有所下降。

出于审慎原则，本次采用2024和2025年度平均水平作为预测基数，未来每年度考虑2%的增长率，主要考虑为：

一是采用两年度平均水平，平滑单年度波动，更贴合常态运营水平。2024年因集中系统升级、设备更新存在一次性大额支出，费用偏高；

二是2025年无专项大额投入，费用处于相对低位。采用2024年、2025年费用平均值，可平滑专项支出、结算时点带来的年度波动，能够真实反映项目成熟运营办公IT维保的常态化合理支出规模。

综上所述，本次采用2024年与2025年两年平均作为预测基数，有效平滑了专项支出和结算节奏带来的年度波动，更能合理反映项目成熟运营期办公IT维保的常态化支出规模，预测具有合理性。

（7）根据申报材料，报告期内，本项目各期广告宣传费分别为393.19万元、2,085.40万元、1,995.83万元、1,261.06万元，2026年度及以后按照2025年度占比水平进行测算。请管理人补充披露报告期各期广告宣传费占运营收入的比例，以及按照2025年度水平进行预测的合理性。

答复：

出于审慎原则，本项目广告宣传费参数选取相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2026年度及以后按照2025年度预测金额占收入的比例1.2%进行预测	2026年度及以后按照2025年度与2026年1-6月占收入比例孰高的0.81%进行预测

广告宣传费2026年度及以后按照2025年度与2026年1-6月占运营收入比例孰高的0.81%进行预测，相关预测具有合理性。报告期内，广告宣传费明细情况及具体合理性分析如下：

表：首次申报时各期广告宣传费明细

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-9 月
广告宣传费（万元）	393.19	2,085.40	1,995.83	1,261.06
占收入比例	0.44%	1.23%	1.29%	1.11%

本次反馈，对2024-2025年相关成本进行重分类，部分广告宣传费调整至运营管理费2，因此2024-2025年广告宣传费与申报稿数据有差异，对成本实质水平及预测基准不构成影响。

表：报告期内广告宣传费明细

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-6 月
广告宣传费（万元）	2,085.40	1,461.91	1,205.69	641.71
同比增速	/	-29.90%	-17.53%	/
占收入比例	1.23%	0.95%	0.81%	0.74%

广告宣传费主要涵盖线上新媒体推广、OTA平台流量投放、线下节庆活动策划、品牌宣传、渠道推广及营销物料等与项目引流拓客相关的全部支出，为项目核心经营性变动成本。

2023年行业全面复苏，项目重启全域营销布局；2024年度处于品牌复苏、客流修复关键期，公司持续加大全网流量投放、线下大型节庆活动、品牌全域推广力度，营销投入保持高位。2025年广告宣传费同比下滑17.53%，占收入比例由0.95%下降至0.81%。数据变动核心原因为：经过2023-2024年的持续营销铺垫，项目品牌知名度、市场口碑、固定客群基本盘已建立，无需持续投入高额增量营销费用。同时公司启动营销精细化管控，关停低效、高成本、低转化的宣传渠道，优化新媒体、OTA投放结构，精准把控投放预算，实现降本增效，费用规模及收入占比同步回落，回归稳定水平。

本次评估，预测期采用2025年度与2026年1-6月占收入比例孰高值（0.81%）进行预测，具体合理性分析情况如下：

本次预测以孰高值0.81%为基准，主要基于：一是2023-2024年占比偏高系公共卫生事件后品牌重塑的特殊投入，不具备持续性；二是2025年项目已完成市场培育，营销模式及管控体系成熟，能够反映稳定运营期的合理水平；三是2026年上半年占比0.74%略低，主要系营销活动节奏差异所致，不代表全年趋势，取孰高值更具审慎性。

综上，2023-2024年广告宣传费占比较高系公共卫生事件后品牌重塑和客流修复阶段的特殊投入；2025年品牌知名度及客群基础已建立，精细化管控措施落地，费用占比回落至常态化水平。本次以0.81%为预测基准，取值审慎，能够合理反映项目成熟运营期的稳定水平，预测具有合理性。

2.关于资本性支出。根据申报材料，报告期内，本项目各期资本性支出金额分别为808.78万元、759.06万元、1,558.35万元及4,823.33万元；预测资本性支出主要包括机器设备的后续更新投入。

（1）请管理人补充披露各板块报告期各期资本性支出金额及占营业收入的比例，说明2025年度金额增幅明显的原因。

答复：

出于审慎原则，本项目的资本性支出预测相较申报稿做了如下调整：

申报稿 （2026年1月1日至2064年2月18日）	反馈稿 （2026年7月1日至2064年2月18日）
占收入比例为0.85%-2.1%	本次评估，资本性支出包含两部分考虑： （1）日常资本性支出：按照工程尽调报告测算，2026年下半年-2035年占当年收入占比平均值为2.78%；2036年度至预测期末，每年考虑占不含税运营收入3%的支出； （2）翻新改造支出：2030-2034及2040-2044年，每年考虑8,000万支出用于提升改造（其中酒店部分6,660万元/年、乐园部分1,340万元/年）。 综上，本项目预测期内（2026年7月1日-2064年2月18日），资本性支出预测金额合计约258,822.02万元，收入预测金额合计约6,036,615.48万元，资本性支出占收入约为4.29%。

（一）各板块报告期各期资本性支出金额及占营业收入的比例

本次更新的资本性支出金额已排除生物性资产，截至2026年6月30日，本项目累计历史资本性支出占收入比为1.06%。各期资本性支出占比如下：

年份	CAPEX（万元）	收入（万元）	占比
2019	40.05	132,479.93	0.03%
2020	131.30	123,947.84	0.11%
2021	225.38	146,801.86	0.15%
2022	808.78	89,496.07	0.90%
2023	750.56	169,440.26	0.44%
2024	1,547.85	154,464.15	1.00%
2025	5,373.15	148,710.74	3.61%
2026年1-6月	2,291.82	86,336.50	2.65%
合计	11,168.89	1,051,677.35	1.06%

2025年度资本性支出金额增幅明显的原因主要为酒店已开业7年，部分设施设备需更新，如更换酒店地毯、智能设备、无形资产等；同时，为提升项目运营品质，进行了部分主动升级改造，如C秀剧场/剧本升级改造、剧本提升、乐园滑道及海底小纵队主题房改造等。其中2025年C秀装修改造费用占当年资本性支出的总额约36%。

除此之外，项目对于常规性的设备和资产等工程维修费用计入运营成本，作为费用化支出。历史维修保养费如下：

项目（万元）	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1-6月
维修与保养	2,716.65	1,737.08	5,443.31	4,498.61	3,390.94	1,917.97

（二）预测资本性支出合理性分析

1．资本性支出已充分考虑酒店及乐园项目各专业系统的经济寿命及规范要求。如建筑：客房软装/硬装按8年周期更新，公区软装/硬装按6-10年周期更新，外立面（石材/铝板）按10-20年周期翻新等；结构：膜结构按8年周期大修改造；给排水：水族馆和泳池的水质设备按8年周期更新；暖通空调：中央空调系统按12年周期更新改造；

电气：弱电智能化系统8-10年，消防弱电系统8-12年；室外：室外道路按8年周期翻新，游乐设施设备按每5年周期大修改造；电梯：按15年周期进行大修；其他：植物、无形资产、IT设备、餐饮和工程特殊机械设备采购参考历史及企业预算，每年预留适当金额。因此资本性支出已涵盖未来运营使用相关的全部系统性更新及维护。

2．资本性支出符合同类酒店及人造乐园行业特征。测算参考了酒店及人造乐园行业的普遍维护和更新标准，符合类似级别酒店及人造乐园的行业惯例。高端同类酒店项目资本性支出占其收入的比例约为3%-5%，类似人造乐园项目资本性支出占其收入的比例约为2%-4%，本项目占比在合理区间内，在考虑到项目日常维保水平较高的前提下，以维持性支出为主。因此该资本性支出预测符合同类酒店及人造乐园特征。

3．资本性支出已考虑到项目近年实际运营需求。参考工程尽调过程中与企业的访谈，项目未来5年内计划进行客房翻新、商业地面翻新、家庭泳池、臭氧系统升级等大修改造，以及游乐设施设备、IT系统设备等采购，该部分支出额度已在未来资本性支出预测中逐年充分预留。

（三）未来资本性支出预测合理审慎

1．未来资本性支出测算包含结构、建筑、给排水、电气、暖通等科目，涵盖了运营期间在项目资产范围内可能发生的全部大修改造内容。历史资本性支出内容具体包含有品质提升（装修改造、设备采购）、设备维修等。未来资本性支出在科目设置上包含历史发生的全部维修、更换类大修改造内容，在内容上具有延续性。

2．由于设备老化、通胀等因素，资本性支出普遍呈现随运营年限增长而增长的趋势。

不考虑翻新改造费用，项目未来10年（其中2026年为下半年数据）不含税日常资本性支出测算年均为3,946.22万元，日常资本性支出占当年收入占比平均值为2.78%。相较项目2022-2025年及2026年上半年历史资本性支出占收入占比平均值1.72%，未来10年预测远高于历史数据。资本性支出的支出节奏与项目的收入预测周期相匹配，确保了现金流模型的一致性。在测算未来资本性支出时，以实际支出水平为基准，适当考虑资本性支出普遍呈现随运营年限增长而增长的运营规律，在支出对收入占比上基本处于相同水平，因此未来资本性支出与历史支出在金额水平上具有延续性。

综上所述，本次资本性支出预测充分结合了建筑物及设备现状、各专业系统的经济寿命与行业规范要求、未来改造升级安排以及行业的普遍维护标准，科目设置完整、测算逻辑清晰、参数选取合理。同时在考虑通胀影响的前提下，支出节奏与收入预测相匹配，整体占营业收入比例保持稳定，符合项目全生命周期内资产维护与更新的实际需求，具备合理性和审慎性。

（2）请管理人、评估机构结合酒店行业客房升级改造及人造乐园行业设施设备升级改造的时间、金额、频率惯例情况，说明资本性支出预测中是否充分考虑酒店客房升级改造支出、水上乐园设施设备升级改造支出及对本项目运营稳定性的影响，充分说明资本性支出构成的合理性。

答复：

管理人、评估机构认为本次资本性支出预测已充分覆盖了各专业系统的经济寿命更新维修需求，并充分考虑了项目整体提升改造需求，能够支撑本项目持续稳定运营，相关资本性支出预测具备合理性。具体分析如下：

根据工程尽调机构出具的《三亚亚特兰蒂斯不动产项目工程调查-资本性支出测算报告》，未来资本性支出测算覆盖了结构、建筑、给排水、电气、暖通等科目，涵盖了运营期间可能发生的全部大修改造内容。

表：本项目未来十年期（2026-2035年）资本性支出主要分项预测

板块	主要资本性支出项目		预测逻辑
酒店	结构	砼结构	根据《民用建筑设计通则》《混凝土结构耐久性设计规范》及酒店项目运营实践，从2028年起每10年改造一次，改造单价100元/㎡（按总建筑面积）
		钢结构	根据《钢结构设计标准》、《工业建筑防腐蚀设计标准》及头部酒店运营商运维数据，从2028年起每15年改造一次，改造单价150元/㎡（按总建筑面积）
	建筑	幕墙	根据头部酒店运营商运维数据，幕墙更新周期20年，更新改造单价190元/㎡（按幕墙面积）
		屋面防水	依据《屋面工程技术规范》及行业经验，屋面系统在50年寿命内需经历4次全面翻新周期，翻新改造单价275元/㎡（屋面水平投影面积）
		客房层公区内装（硬装）	参考企业大修改造预算及同类项目经验，未来每8年翻新改造一次，每年支出16万元
		裙楼公区内装	参考企业大修改造预算及同类项目经验，未来每8年翻新改造一次，每年支出80万元
		客房内装	参考同类项目经验及企业提供未来预算，未来每8年翻新改造一次，平均每年支出675.7万元
	给排水	生活水泵	根据同类项目运营经验，水泵更新周期8年，小型系统单价16万元/套
		消防水泵	根据同类项目运营经验，水泵更新周期8年，大型系统单价80万元/套
		泳池等水质设备	参考企业大修改造预算及同类项目经验，未来每8年改造一次，每年支出10.8万元
		隔油池设备	参考企业大修改造预算及同类项目经验，未来每8年改造一次，每年支出21.6万元

	电气	高压变电柜	参考变压器数量20台及型号，25年更换1次，单次更新支出536万元
		监控系统	根据使用寿命及同类项目经验，从2031年开始部分大修改造，每4年更新一次，每次更新支出330万元
	暖通	冷冻机组	参考同类项目经验，机组经济寿命约15年，单次更新预算600万元
		中央空调系统（风机盘管等）	参考企业大修改造预算及同类项目经验，后续每12年改造一次，每年支出200万元
	室外	给排水管网	参考企业大修改造预算及同类项目经验，未来每8年改造一次，每年支出24万元
		道路、广场	根据使用寿命及同类项目经验，未来每3年改造一次，单次改造支出210万元
	其他	电梯	根据使用寿命及同类项目经验，每4年内轮换大修一次，每次支出100万元
		餐饮、工程等特殊机械设备	参考企业历史数据及大修改造预算，未来每年支出80.2万元
		无形资产（软件等）	参考历史数据，未来4年每年支出190万元；根据同类项目经验，后续每年支出220万元
乐园	结构	膜结构	参考企业大修改造预算及同类项目经验，未来每8年改造一次，每年支出32万元
	建筑	外墙	根据乐园运营商运维数据，更新周期15年，更新单价100元/㎡（外墙面积）
		屋面地面防水	依据《屋面工程技术规范》及行业经验，防水系统在50年寿命内需经历4次全面翻新，单位成本275元/㎡（按屋面水平投影面积）
		营业区内墙	根据乐园运营商运维数据，更新周期10年，更新单价190元/㎡（内装面积）
	给排水	生活水泵	根据同类项目运营经验，水泵更新周期8年，小型系统单价16万元/套
		消防水泵	根据同类项目运营经验，水泵更新周期8年，大型系统单价75万元/套
		乐园水质设备	参考企业大修改造预算，未来4年每年支出59.6万元；根据同类项目经验，后续每8年改造一次，每年支出37.25万元
	电气	监控系统	根据使用寿命及同类项目经验，从2029年开始每4年进行大修改造，单次改造支出70万元
	暖通	消防风机	消防强条年检不合格必须更换，经济寿命约18年，单次更新预算100万元
		风机盘管	参考企业大修改造预算，未来4年每年支出20万元；根据同类项目经验，后续每12年改造一次，单次改造支出20万元

	室外	道路、广场	根据企业提供未来支出预算，未来5年进行一次乐园地面升级，即每年102万元，后续每8年翻新一次，单次翻新成本102万元
		给排水管网	根据同类项目经验，存在埋地镀锌钢管锈蚀、PPR/PE 管老化等情况，更新单价5元/㎡（按总建筑面积）
		娱乐设施采购更新	根据使用寿命及同类项目经验，未来每年支出140万元
	其他	电梯	根据使用寿命及同类项目经验，从2028年开始每4年进行一次大修改造，单次改造支出35万元
		乐园运营设备设施	根据使用寿命及同类项目经验，从2030年开始部分大修改造，每年支出32万元
		营业点升级改造	参考企业大修改造预算，未来4年每年支出20万元；根据同类项目经验，后续每年支出40万元

工程尽调机构将剩余土地使用年限内的预测资本性支出按年限折算为预测期内的预测资本性支出，并逐年细化排布，前10年（其中2026年为下半年数据）期间资本性支出总金额39,462.19万元。

表：本项目未来十年期（2026-2035年）资本性支出各科目金额

板块	支出项目	2026年（下半年）	2027年	2028年	2029年	2030年
酒店	结构	-	-	167.24	170.58	173.99
	建筑	206.80	380.05	718.50	1,402.50	1,401.32
	给排水	28.62	58.39	72.92	74.38	75.87
	电气	19.54	39.87	167.93	171.29	174.72
	暖通	112.64	229.79	234.38	239.07	243.85
	室外	70.64	144.11	146.99	149.93	152.93
	其他	470.50	959.83	979.03	998.61	1,018.58
	不含税动态合计	**908.76**	**1,812.04**	**2,486.99**	**3,206.36**	**3,241.26**
乐园	结构	14.68	29.94	30.54	31.15	31.78
	建筑	76.56	301.41	307.44	326.13	332.65
	给排水	28.44	58.02	77.08	78.62	79.30
	电气	-	-	-	17.04	17.38
	暖通	9.17	18.72	24.39	24.88	13.79
	室外	156.26	318.76	325.14	331.64	338.28
	其他	89.27	182.10	213.19	217.45	276.42
	不含税动态合计	**374.38**	**908.95**	**977.78**	**1,026.91**	**1,089.59**

板块	支出项目	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
酒店	结构	177.47	181.02	184.64	188.34	192.10
	建筑	1,307.90	1,386.98	1,414.72	1,478.17	1,555.54
	给排水	77.39	64.47	80.51	82.12	83.77
	电气	261.78	267.01	272.35	277.80	283.36
	暖通	248.73	253.70	258.78	263.95	269.23
	室外	155.99	159.11	162.29	165.54	168.85
	其他	1,069.34	1,090.72	1,112.54	1,134.79	1,157.49
	不含税动态合计	**3,298.58**	**3,403.03**	**3,485.84**	**3,590.70**	**3,710.32**
乐园	结构	32.41	33.06	33.72	34.40	35.09
	建筑	339.31	346.09	353.01	360.07	367.28
	给排水	80.88	82.50	101.01	103.03	105.09
	电气	17.73	18.08	18.44	18.81	19.19
	暖通	14.07	14.35	14.64	14.93	15.23
	室外	345.04	351.94	358.98	366.16	373.48
	其他	302.20	308.25	314.41	320.70	327.12
	不含税动态合计	**1,131.64**	**1,154.27**	**1,194.22**	**1,218.10**	**1,242.47**

上述资本性支出占对应年度收入比例为2%-3%（平均2.78%），已考虑到项目近年实际运营需求。上述支出大多为维持资产正常运营状态、保障客人安全及体验标准的必要性支出。

在上述资本性支出预测之外，参照行业惯例，酒店部分一般自投入运营起，每10-15年进行一次翻新改造。经与运营管理机构沟通，拟在前述报告所测算的资本性支出预测之外，预留额外的资本性支出预算（上述年度进行8,000万元/年的提升改造投入，其中酒店部分6,660万元/年、乐园部分1,340万元/年，两轮合计金额为80,000万元）。在基金存续期内按照“10年启动一轮次、每轮次耗时5年”的翻新改造工作节奏，于2030年至2034年、2040年至2044年期间的旅游淡季期完成两轮次项目翻新改造。

综上，本项目预测期内（2026年7月1日-2064年2月18日），资本性支出预测金额合计约258,822.02万元，营业收入预测金额合计约6,036,615.48万元，资本性支出占收入约为4.29%。

因此，结合工程尽调机构对本项目日常资本性支出的预测以及额外的酒店提升改造支出预测，管理人、评估机构认为本次资本性支出预测已充分覆盖了各专业系统的经济寿命更新维修需求，并充分考虑了项目整体提升改造需求，能够支撑本项目持续稳定运营，相关资本性支出预测具备合理性。

（3）请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十六条相关规定，分别说明本项目酒店板块及水上乐园板块未来资本性支出与历史水平相比是否具有延续性、与项目运营年限及行业惯例是否匹配，并结合同类资产资本性支出占比情况，充分说明预测资本性支出的合理性。

答复：

管理人、评估机构认为，本项目酒店板块及水上乐园板块未来资本性支出与历史水平相比具有延续性、与项目运营年限及行业惯例匹配。

（一）与历史水平的延续性

结合工程尽调机构前期取得的2019年至2026年上半年历史资本性支出数据（因该数据包含酒店板块和水上乐园板块，无法拆分，故历史延续性以两板块合并口径判断），2022-2025年及2026年上半年历史资本性支出合计10,772.16万元，期间资本性支出占收入占比

平均值为1.72%；未来10年（其中2026年为下半年数据）预测资本性支出合计39,462.19万元，年均3,946.22万元，日常资本性支出占当年收入占比平均值为2.78%。

未来预测高于历史实际水平，主要考虑：2019年至2021年部分非紧急改造有所推迟，2022年至2025年已集中完成关键设施修复，历史平均已回归正常维护水平；同时，资本性支出通常随运营年限增长而增加。预测以历史实际支出为基准，支出节奏与收入预测周期匹配，现金流模型口径一致。因此，合并口径下未来资本性支出与历史水平具有延续性。

（二）与运营年限及行业惯例的匹配性

工程尽调机构对本项目资本性支出预测参考了酒店、乐园行业的普遍维护和更新标准，符合类似级别酒店或乐园的行业惯例。高端同类酒店项目资本性支出占收入的占比约为3%-5%，同类乐园项目资本性支出占收入的占比约为2%-4%。本项目预测期内（2026年7月1日-2064年2月18日），资本性支出预测金额合计约258,822.02万元，营业收入预测金额合计约6,036,615.48万元，资本性支出占收入约为4.29%，整体预测相对审慎，符合行业水平。

综上，本项目酒店板块及水上乐园板块未来资本性支出与历史水平相比具有延续性、与项目运营年限及行业惯例匹配。

3.关于折现率。请管理人、评估机构结合本项目各板块所属行业风险收益特征、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情况等因素，进一步说明折现率的取值依据，充分论证折现率取值合理性。

答复：

折现率可反映市场对标的不动产项目的预期回报率，其取值受资产所处城市、区位等综合因素影响。本次反馈稿对折现率调整情况如下：

项目名称	申报稿	反馈稿
安全利率	1.8605%	1.7330%
投资风险补偿率	2.00%	2.00%
管理负担补偿率	1.40%	0.80%
财务风险补偿率	1.20%	1.20%
折现率综合调整结果	**6.50%**	**5.75%**

本次评估测算，评估机构采用累加法确定上述折现率。累加法是以安全利率加风险调整值作为折现率，即将折现率视为包含无风险折现率和风险折现率两大部分，公式为：折现率=安全利率+投资风险补偿率+管理负担补偿率+财务风险补偿率。

其中，申报稿安全利率参照价值时点2025年9月30日10年期中债国债（到期）收益率1.8605%进行确定，反馈稿安全利率参照价值时点2026年6月30日10年期中债国债（到期）收益率1.7330%进行确定。风险报酬率体现投资人对长期投资超出安全利率以外的回报要求，主要包含：1）投资风险补偿（业态风险、区位风险）；2）管理负担补偿；3）财务风险补偿。

三亚作为海南自贸港核心城市与国际旅游消费中心，近年旅游及现代服务业需求持续释放，免税购物、高端消费等业态加速扩容，有力支撑了区域经济总量的稳步增长与产业结构优化。海棠区立足“国家海岸”定位，依托三亚国际免税城等标杆项目及未来太古里、

万象城等重大商业配套，持续集聚岛内外客群，深挖消费潜能，2025年全区GDP达169.47亿元，过夜游客超600万人次，区域商业与旅游价值不断攀升，在构建现代化经济体系中居于增长引领地位。亚特兰蒂斯项目自开业以来运营稳健，已成为三亚旅游度假目的地的标杆，具有较好的境内外的影响力和美誉度。封关后，企业实际经营数据较同期稳步增长，境内外亲子家庭客群定位更明确并具备吸引力，同时，考虑到亚特兰蒂斯项目在经营预测中预留较充足的改造翻新成本以应对未来市场竞争环境等因素，综合调整后本项目折现率取值为5.75%。

管理人及评估机构认为，上述折现率具备合理性，主要考虑因素如下：

（一）国际品牌与规模管理优势突出，抗风险能力强

项目稀缺性与进入壁垒突出。亚特兰蒂斯为大中华区唯一、具有排他性的标志性文旅综合体，品牌与产品具有不可复制性；高额资本投入也为后续潜在竞争对手构筑了较高进入壁垒。同时，运营管理品牌成熟稳定，能够保障项目长期经营的连续性。

（二）核心区位与旅游资源优越，客源稳定可靠

项目区域能级对标一线城市。项目位于三亚市海棠区海棠湾，海景位置优越，配套消费设施完善，属于著名旅游城市一线度假区。海棠区是三亚国际旅游消费中心核心区，拥有三亚国际免税城，该免税城已获批国家4A级旅游景区，累计接待游客超8,500万人次、销售额破千亿元；未来太古里、华润超级万象城等重大消费设施项目还将进一步提升片区商业及旅游氛围，增强对岛外游客的吸引力。

2025年，海棠区共接待过夜游客数量617.70万人次，比上年增长2.8%。其中，过夜国内游客 600.39万人次，增长1.6%；过夜入境游客17.31万人次，增长67.0%。

（三）区域经济稳中有进，收益确定性高

2018-2025年三亚市经济总量保持稳定增长，2025年三亚市地区生产总值1,033.88亿元，同比增长4.8%，第三产业增加值增长6.4%，住宿和餐饮业增加值增长6.8%；海棠区2025年地区生产总值169.47亿元，同比增长5.0%，固定资产投资169.74亿元，同比增长5.9%，居民收入稳步提升。区域旅游业主导地位明确，经济发展态势稳中有进，未来发生经营风险概率较低。同时，自贸港与免税政策形成持续利好。 海南自贸港建设及离岛免税等政策，持续提升本地旅游消费吸引力，进一步利好以亚特兰蒂斯为代表的高端酒店及文旅业态，为现金流稳定性提供政策层面支撑。

（四）市场表现优于区域平均，审慎考虑行业波动

截至2025年末，全区旅游饭店平均开房率70%，比上年同期提升4个百分点，高端滨海酒店经营表现相对较好。亚特兰蒂斯作为海棠区房间规模第一的一线滨海豪华酒店，有望受益于区域高端酒店集群和旅游消费集聚，经营波动相对可控。同时，考虑到酒店及乐园行业具有周期性、区域性和季节性，旺季集中于二三季度及“五一”“十一”、寒暑假，本次对业态风险系数按上限确定，体现了审慎性。项目开业以来保持较高利润率，收入与入住率均保持较高稳定性，验证了其抗周期能力与现金流的可预期性。

（五）市场可比参数验证充分，折现率和资本化率处于合理区间

根据公开信息查询，未发现公开披露的酒店及乐园行业同类资产大宗交易的具体折现率、资本化率数据，亦未发现上市公司并购重组交易案例中可比的具体参数，主要系该等行业大宗交易相对较少，且相关参数多涉及商业秘密，通常不予公开披露。因此，本次评估主要参考已上市及已发行商业不动产REITs项目的公开参数进行验证，具体如下：

基金名称	标的资产	折现率
中信建投首农食品集团封闭式商业不动产证券投资基金	龙德广场购物中心	5.00%
中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金	郑州杉杉奥特莱斯项目	7.25%
	哈尔滨杉杉奥特莱斯项目	7.50%
国泰海通砂之船封闭式商业不动产证券投资基金	砂之船（西安）奥特莱斯项目	7.25%
汇添富上海地产封闭式商业不动产证券投资基金	鼎保大厦项目-办公楼	5.00%
	鼎博大厦项目-办公楼	5.00%
华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	21个酒店	5.50%-6.75%

由上表，已上市商业不动产REITs项目折现率范围为5.00%-7.50%；本项目折现率5.75%处于商业不动产资产合理区间。

（六）两板块高度融合、相互赋能

亚特兰蒂斯酒店板块与水上乐园板块高度融合、相互赋能，构成统一经营体，具备较强的一体化协同优势。亚特兰蒂斯酒店与水乐园并非两个独立项目的简单叠加，而是高度融合的统一经营体，具体体现在四个方面：

1．收入结构：酒店是核心底盘，水乐园提供稳定增量

酒店板块为项目提供规模最大、稳定性最强的基础现金流，是抵御市场波动的核心底盘；水上乐园板块并非附属配套，而是持续、可预期地为项目贡献增量收入。两者互相引流，收入互为支撑。

2．客流联动：超过一半的水乐园客流由住宿客人转化，双向赋能

水乐园入园客流约50%由亚特兰蒂斯酒店住宿客人稳定供给，乐园的行业波动风险得到有效缓释。酒店住客以亲子家庭度假客群为主，停留时间长、支付意愿强，二次消费转化空间显著更大。水乐园亦成为本项目的差异化竞争引领优势，拉动入住率与平均房价，形成“住宿—游玩—消费—复购”的正向循环。

3．区域虹吸效应：海棠湾高端酒店集群为水乐园提供增量客源

海棠区作为“国家海岸”，已形成含亚特兰蒂斯、艾迪逊、保利瑰丽、仁恒皇冠假日、香格里拉等多家高端度假酒店在内的旅游酒店住宿集群，客房总量近万间。水乐园作为区域内稀缺的强体验配套，对该部分客群具有明显虹吸效应。周边酒店住客度假需求与水乐园定位高度契合，可被有效吸引消费，与酒店内生客流形成互补，进一步增强抗波动能力。

4．成本端：固定成本共担，边际成本递减

酒店与水乐园共享后勤保障体系、运营管理团队，以及品牌、营销渠道、客服与会员体系。固定运营成本由酒店与水乐园共同承担，单位收入对应的固定成本负担低于各板块独立运营，边际成本递减。经营风险得到有效控制，随着客流量提升，边际效益不断提升。

综上，上述区域能级、政策利好、项目稀缺性、经营稳定性及产品协同性共同支撑折现率取值5.75%的合理性。

（七）与市场公开乐园产品折现率水平的对比

从公开市场披露的交易资料来看，选取代表性度假村、主题乐园类资产案例如下：

项目名称	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司《关于投资收购日本北海道 Kiroro 项目 100%股权的关联交易议案》	Nippon Hotel&Residential Investment Corporation	Six Flags Entertainment Corp
代码	600655	3472	Fun
资产名称	日本北海道 Kiroro 项目	大江户温泉物语 雷欧玛度假村	主题公园及娱乐设施
资产介绍	滑雪场。Kiroro 属于北海道四大滑雪场及全球最佳滑雪目的地之一，以其雪季开放时间长、粉雪质量高、积雪深而闻名，系全球优质滑雪度假村	酒店与主题乐园「新雷欧玛世界」一体的温泉度假设施，241 室；设温泉大浴场与自助餐。	多家过山车旗舰乐园、主题乐园和动物园等
平均折现率	5.00%	5.80%	9.50%

根据目前已公开人造/主题乐园及度假村折现率案例水平，平均折现率水平约6.77%。其中 Six Flags 折现率显著高于样本均值，主要系其属于美国本土的区域型乐园市场，且美国十年期国债利率约4.50%，无风险利率远高于国内的十年期国债利率水平，导致折现率水平较高。

目前已上市酒店REITs项目，一线城市酒店的折现率水平均在5.50%。考虑到三亚作为国家级旅游度假城市，酒店板块参考一线城市酒店折现率。根据本项目酒店板块及水上乐园板块收入占比，假设两板块单独运营，加权折现率模拟测算如下：

项目	收入平均占比	折现率水平
酒店板块近三年平均收入占比（含酒店收入、水族馆收入、租赁收入、酒店餐饮零售收入和其他收入）	83.44%	5.50%
水上乐园板块近三年平均收入占比（含水世界收入、C秀收入、海豚湾收入、乐园餐饮零售收入）	16.56%	6.77%
加权折现率水平		**5.71%**

本次评估选取的折现率为5.75%，高于5.71%的静态加权结果，体现了评估取值的谨慎性。

综上，基于亚特兰蒂斯项目在国际品牌与管理、规模效应、核心区位、旅游资源、区域经济、业态高度融合和对比折现率等方面具备明显优势，收益确定性较强，折现率取值5.75%具备合理性。

（三）关于评估过程与结论

1.关于评估方法。请评估机构根据《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：

根据《审核关注事项》第四十四条相关规定，评估机构应当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。据此，评估机构对本项目使用市场法进行评估校验说明如下：

一、评估对象

本次评估对象为海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司三亚亚特兰蒂斯项目不动产资产组组合市场价值。

二、市场法评估思路

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

通过对商业不动产运营上市公司业务进行分析，无单纯的商业不动产运营上市公司，故难以采用上市公司比较法。本次分析通过对公开市场上交易案例的收集、分析，可以采用交易案例比较法。

三、采用交易案例比较法具体步骤：

1．分析被评估企业的基本状况。主要包括其所在的行业、经营范围、规模、财务状况等。

2．根据经营范围、产品类型等比较因素选择交易案例。

3．分析、比较被评估企业和可比企业的因素和主要指标。

4．对可比公司选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算出被评估企业的价值乘数。

四、被评估单位经营、资产、财务分析

详见收益法中被评估单位经营、资产、财务分析。

五、可比案例的选取标准

由于被评估公司所属行业为商业不动产运营行业，同时评估对象为资产组，因此在交易所公开披露的公募项目中选取了商业不动产运营行业的交易案例。按照以下几个标准最终选取了3个交易案例。具体标准如下：

1．选择交易时间为距评估基准日三年以内；

2．选择经营业务为商业不动产运营业务；

3．选择交易情况和财务数据基本信息完整的案例;

4．比率乘数的选择。

市场比较法要求通过分析对比公司股权（所有者权益）或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据委估企业的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

对于资产类比率乘数，如企业整体价值与总资产比率乘数（EV/TBVIC）、股权与净资产比率乘数（P/B），因其与企业的盈利能力等关联性小，结合目前行业特点，不适宜采用。

根据本次被评估单位的特点、案例选取标准和原则、以及参考行业惯例，本次评估可选用如下比率乘数：

1．全投资资本市场价值与主营业务收入的比率乘数；

2．全投资资本市场价值与税息前收益比率乘数；

3．全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益比率乘数；

4．全投资资本市场价值与税后现金流比率乘数。

通过分析，交易案例和被评估企业可能在资本结构方面存在着一定的差异，也就是对比公司和被评估企业可能会支付不同的利息。这种差异会使“对比”失去意义。为此必须要剔除这种差异产生的影响。剔除这种差异影响的最好方法是采用全投资口径指标。所谓全投资指标主要包括企业整体价值与主营业务收入比率乘数（EV/S）、税息前收益（EBIT）、税息折旧摊销前收益（EBITDA）和税后现金流（NOIAT），上述收益类指标摒弃了由于资本结构不同对收益产生的影响。

1．企业整体价值与主营业务收入比率乘数（EV/S）

主营业务收入比率乘数就是企业整体的市场价值和主营业务收入的比率，该比率乘数可以反映企业主营业务的大小对其价值的影响。

2．EBIT比率乘数

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了资本结构的影响，但该指标无法区分企业折旧、摊销政策不同所产生的影响。

3．EBITDA比率乘数

全投资资本市场价值和税息折旧摊销前收益可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的影响。

4．NOIAT比率乘数

税后现金流不但可以减少由于资本结构和折旧/摊销政策可能产生的可比性差异，还可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等对价值的影响。

由于收集到的交易案例公告信息的局限性，对于交易标的公司的所得税等信息较难获得，这就使得采用NOIAT比率乘数操作较复杂且信息难以收集，又考虑到商业不动产运营企业成本绝大部分是折旧，而（EV/S）与EBIT比率乘数无法展现企业折旧、摊销政策不同所可能带来的影响。

综上，本次选取EV/EBITDA作为价值比率乘数。考虑到评估对象为资产组非股东全部权益价值，本次EV仅指经营性资产价值，不包含非经营性资产。

六、案例筛选

序号	基金名称	原始权益人	不动产项目概况		
			不动产项目名称	资产类型	不动产项目业态
1	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	上海锦江资产管理有限公司	位于中国18个城市的21家锦江都城酒店	商业不动产	酒店
2	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金	上海安住此间商务信息咨询有限公司	广州天河体育中信美居酒店和全季酒店（以下简称：广州项目）	商业不动产	酒店
		上海安住此间商务信息咨询有限公司	上海江桥万达桔子水晶酒店（以下简称：上海项目）	商业不动产	酒店
3	华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金	主要原始权益人：CAPITALAND MALLASIALIMITED原始权益人：（1）深圳市凯来企业管理咨询有限公司；（	中国广东省深圳市南山区来福士广场商业、办公、服务式公寓及配套不动产项目（以下简称：深圳项目）	商业不动产	商业、办公、服务式公寓

		2）绵阳凯涪企业管理咨询有限公司			

1．比率乘数的确定

考虑被评估单位是商业不动产运营业者，故根据其行业企业特点及交易案例收集信息，确定选择EV/EBITDA比率参数。根据选择的交易案例数据，取得的比率参数、案例基本情况、财务数据如下表：

序号	交易案例	控制权是否变更	评估基准日	建筑面积（平方米）	交易情况	交易金额		
						交易金额（万元）	交易股权比例	资产组经营性评估价值（万元）
1	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	是	2025/12/31	157,332.00	其他	168,400.00	100.00%	168,400.00
2	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	是	2026/3/31	42,774.94	其他	116,400.00	100.00%	116,400.00
	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-上海项目	是	2026/3/31	13,295.65	其他	33,000.00	100.00%	33,000.00
3	华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金-深圳项目	是	2025/12/31	209,903.29	其他	365,100.00	100.00%	365,100.00

序号	交易案例	调整后财务数据		
		建筑面积（平方米）	EBITDA（年化/万元）	EV/EBITDA
1	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	157,332.00	9,594.39	17.55
2	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	42,774.94	8,191.39	14.21
	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-上海项目	13,295.65	1,657.21	19.91
3	华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金-深圳项目	209,903.29	18,104.45	20.17

注：EV=资产组经营性资产价值；EBITDA=税息折旧摊销前收益。

上述比率乘数的计算公式如下：

EV/EBITDA=资产组经营性资产价值/税息折旧摊销前收益

2．比率乘数的调整

由于被评估单位与交易案例对比公司之间存在差异，如控制权是否变更、单价变动情况、剩余土地年限、建筑面积情况、交易时间等。故需根据收集的信息确定调整因素及调整系数，具体调整因素和调整系数如下：

3．控制权溢价修正

控制权溢价是指买方为了取得股票的控制权，而付出高于股票市场价格的价格来买入股票，从而使股票溢价。

由于交易案例收购股权比例存在差异，对各案例控制权溢价进行修正。本次选取的案例中，可比案例收购股权比例100%，为控制权转移，故对该案例不做修正。

4．单价变动情况修正

由于行业的特殊性，本次选取的交易案例及被评估单位的单价为市场定价，故对该案例不做修正。

5．销售收入修正

由于交易案例收入规模存在差异，对各案例销售收入进行修正。结合可比案例较标的公司单位建筑面积收入规模变动进行打分，每波动100分修正1%。

6．剩余土地年限修正

由于交易案例获取土地使用时间不同，对各案例交易时点

剩余土地年期进行修正。土地年期修正指数计算公式=[1-1/(1+r)^m]/[1-1/(1+r)^n]

r：折现率（或土地还原利率）

m：评估对象的土地剩余使用年限

n：交易案例的土地剩余使用年限

剩余土地使用年限明细情况如下（多项目以最晚到期时间确定）：根据交易指数计算公式测算出修正系数。

序号	交易案例	剩余土地使用年限（年）
1	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	25.24
2	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	19.04
	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-上海项目	30.48
3	华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金-深圳项目	30.99

7．建筑面积修正

由于交易案例建筑面积存在差异，对各案例建筑面积进行修正。结合可比案例较标的公司建筑面积差异分，每波动100,000㎡修正1%

8．交易时间修正

由于交易案例交易时间不同，对各案例交易时间进行修正。由于实际交割日距离评估基准日（定价依据）较长，公开信息无法获取在评估基准日与实际交割日的调整事项，因此采用评估基准日作为可比案例交易时间。本次标的资产基准日为2026年6月30日，可比案例评估基准日均为2025年12月31日，本次选取酒店餐饮价格指数，指数每变动200，修正1%。

9．交易情况修正

本次选取的交易案例为成交案例，故不做修正。

10．价值乘数计算

价值乘数计算情况如下：

序号	交易案例	调整系数							调整后比率乘数
		控制权溢价	单价情况	销售收入	建筑面积调整	剩余收益年限	交易时间	交易情况	EV/EBITDA
1	华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金	1.0000	1.0000	1.0066	1.0152	1.1628	1.0290	1.0000	21.46
2	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	1.0000	1.0000	0.9995	1.0266	1.2000	1.0273	1.0000	17.97
	华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-上海项目	1.0000	1.0000	1.0031	1.0296	1.0753	1.0273	1.0000	22.72
3	华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金-深圳项目	1.0000	1.0000	1.0053	1.0099	1.0753	1.0290	1.0000	22.65

11．资产组价值计算

通过上述比率估算，其结果如下表：

单位：人民币万元

序号	计算结果	EV/EBITDA
1	比率乘数	21.20（均值）
2	EBITDA	56,134.61[2]
3	资产组经营性价值EV（取整）	1,190,100.00

据此，通过比率乘数得到资产组经营性市场价值为1,190,100.00万元（取整），能够验证收益法结果合理性。

2.关于管理人意见。根据申报材料，本项目预计2026年度资本化率为4.61%，评估单价为45,095元/平方米，单价水

[2] 计算口径为2026年下半年EBITDA进行年化。

平高于近期酒店、乐园资产大宗交易单价水平。请管理人分别披露酒店板块、水上乐园板块的评估单价，并根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十五条相关规定，对评估结果的合理性发表明确意见。

答复：

本次评估采用收益法进行了评定估算。截至2026年6月30日，亚特兰蒂斯项目评估值1,098,000.00万元，评估单价为32,971.00元/平方米。相较申报稿评估值1,392,800.00万元下调294,800.00万元。

一、本项目将酒店和乐园项目作为整体进行估值的考量如下：

（一）项目为一体化运营的商业度假综合体

亚特兰蒂斯项目打造“吃住行游购娱”的一站式海洋主题度假休闲综合体，酒店板块除了设有高标准的1,314间客房，还配置了超2万方的室内大型餐饮、商业街、水族馆、儿童乐园、全国排名前列的露天鱼缸；乐园板块除了水世界，还有C秀、海豚湾等互动业态。项目通过巧妙的动线设计，使得客人以自如、便捷、舒适的方式在不动产经营范围内一站式解决“住宿、餐饮、游玩、娱乐、观赏、购物、拍照”等需求。在运营模式上，项目将游乐、餐饮、住宿等特色服务组合销售，重点以联票形式进行销售管理，住店客人可通过人脸识别系统实现多次进出水族馆和水世界。同时，项目通过餐饮、旅拍、游乐互动、商品零售等方式获取二次消费收入。酒店板块与乐园板块深度融合、

流量互哺、密不可分。

（二）两板块收入无法进行合理拆分

本项目销售端以“住宿+权益”的套餐为主，携程等OTA渠道订单穿透后实质为综合度假的产品，而非“酒店一间/夜”或“乐园一张票”产品。对于住店房费包含的水族馆、水世界权益，住店客人可以享有一天无限次入园的权益，对应房费收入无法进行合理化拆分。对于住店客人“免费权益”对应的机会成本已通过房费回收，若对乐园板块进行单独估值，会重复计算住客价值，或低估获客成本（失去酒店流量后需自建营销体系），导致估值失真。

（三）固定成本硬拆容易导致两个经营板块数据失真

亚特兰蒂斯项目成本端是典型的“重资产+高固定成本”结构，成本无法合理拆分。具体原因如下：（1）固定成本无法合理分摊，中央空调/海水循环系统、消防安防、IT系统、2000余名员工中大量为跨板块服务（前台兼乐园导览、工程部统管水世界机房与酒店机房）、管理层为统一团队，若按面积或收入比例强行分摊，容易导致酒店板块固定成本率虚高、乐园板块盈利能力失真；（2）变动成本协同效率降低：酒店板块和乐园板块若独立运营，需重复构建供应链和人员编制，规模效应消失。

综上，亚特兰蒂斯项目本质上不是“酒店+附属乐园”的物理拼接，而是以“一站式海洋主题度假”为特色的商业综合体。其酒店板块与乐园板块在运营模式、收入实现与成本结构上深度融合，强行拆分估值会破坏价值创造链条，导致两板块估值同

时失真。鉴于亚特兰蒂斯项目业态丰富多元（目前市场同行业上市公司重大资产重组和大宗交易的案例多为单一业态），且地域、不动产项目硬件水平及运营管理水平存在较大差异，因此本不动产项目与市场交易案例不具有完全可比性。

二、本项目关于评估结果的合理性分析如下：

（一）项目评估单价口径调整及合理性论证

1. 原单价偏高的主因是乐园按建筑面积计价导致口径失真

申报稿单价为45,095元/平方米（按全项目总建筑面积308,861.30平方米口径计算）、反馈稿单价为32,971.00元/平方米（按全项目总建筑面积333,019.94平方米口径计算），未区分酒店与水上乐园业态特征。水上乐园A区建筑面积82,721.36平方米，土地面积193,449.09平方米，容积率仅0.43，建筑面积仅为土地面积的42.76%。乐园属低密度、占地密集型资产，投入主要形成园区道路、游乐器械、设施设备、景观水系等，未形成大规模计容建筑面积。若按建筑面积测算，乐园单位价值被放大逾2.34倍，进而推高整体名义单价。

2. 修正面积符合行业惯例和可比交易口径，单价具备合理性

近期大宗交易中，酒店资产按建筑面积计价，乐园资产按占地面积计价。同区域内金茂三亚希尔顿酒店大宗交易成交单价为24,640元/平方米（建筑面积口径），海昌海洋公园资产包交易单价约4,730元/平方米（占地面积口径）。若本项目按“酒店建筑面积+水上乐园土地面积”口径计算，申报稿139.28亿元对

应31,387元/平方米，反馈稿109.80亿元对应24,743.79元/平方米。该单价水平与金茂三亚希尔顿交易单价24,640元/平方米、金茂三亚丽思卡尔顿交易单价28,300元/平方米相近，具有合理性。

3. 与已申报酒店项目资产的估值对比

三亚亚特兰蒂斯项目位于海南省三亚市海棠区海棠湾核心海岸带，是海南自贸港建设中的标志性商业综合体，更是辐射东南亚的国际级商业标杆。海南省三亚市作为我国重点入境旅游门户城市、南海海洋旅游核心枢纽、邮轮游艇旅游重点承载城市，具备国内稀缺全年热带滨海资源，山海河湾、热带雨林、海洋海岛、热带人文（黎苗文化）复合资源，定位为海南国际旅游消费中心核心区、世界级热带滨海度假旅游目的地、21世纪海上丝绸之路国际旅游门户，作为旅游一线城市的地位明确，故选取同行业不动产基金位于一线城市资产进行比较。

（1）资本化率

资本化率是反映不动产投资的风险水平与预期收益水平的核心参数。根据资产评估机构测算的净收入和估值情况，三亚亚特兰蒂斯项目2026-2027年资本化率（CapRate）情况列示如下：

年份	2026年	2027年
资本化率	5.83%	5.56%

注：资本化率（Cap Rate）=运营净收益（NOI，未扣减资本性支出）/不动产评估价值。为免疑义，本不动产项目2026年运营净收益取值为2026年1-6月实际运营净收益与2026年7-12月预测运营净收益之和。

根据公开信息整理，同行业不动产基金位于一线城市资产资本化率统计如下：

资产名称	城市	2026年资本化率	2027年资本化率

华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	广州	5.2%	5.9%
华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	广州	7.0%	7.2%
华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-上海项目	上海	5.0%	5.1%
广发海珠城发封闭式商业不动产证券投资基金	广州	4.8%	5.5%

近期已上市/申报同行业不动产基金，相同城市能级资产资本化率范围在4.8%-7.2%之间，本不动产项目2026年及2027年资本化率分别为5.83%和5.56%，考虑到本项目作为涵盖住宿、餐饮、娱乐等多元化业态的大型商业综合体项目，不动产项目估值在合理范围内。

（2）折现率

折现率是用以把未来不同时点预期收益折算为现值的比率，包含资金时间价值和资产对应的风险溢价，是收益法评估不动产价值的核心参数。本项目资产评估采用累加法确定折现率，累加法是以安全利率加风险调整值作为报酬率，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，公式为：报酬率=无风险报酬率+风险报酬率。

根据公开信息整理，同行业不动产基金位于一线城市资产折现率统计如下：

资产名称	城市	折现率
华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	广州	5.50%
华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-广州项目	广州	5.50%
华泰紫金华住安住封闭式商业不动产证券投资基金-上海项目	上海	5.50%

广发海珠城发封闭式商业不动产证券投资基金	广州	5.50%

考虑到本项目涵盖多种业态，经营难度相较一般纯酒店类资产更高，本次评估选取的折现率为5.75%，该参数选取已高于同类可比项目取值，已在资产评估中较准确地反映项目的风险报酬水平。

此外，不同于常见的海滨度假酒店，本项目作为海棠湾一线濒海的超高层建筑（核心建筑高度达到228米）、且在酒店中建设了近5万立方米的天然海水露天水族馆和海豚小岛、配备了海洋生物全天候加热维生系统、配置了日处理能力52万立方米的大型海水处理系统，复杂的设计建造工艺和先进的设备设施亦导致本项目造价高于一般酒店。

综合上述分析及参数调整情况，管理人认为估值参数选取在合理范围内，评估结果合理、可信。

3.关于敏感性分析。请评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定补充披露关于入住率等核心估值参数的敏感性分析。

答复：

评估机构已根据《审核关注事项》第四十四条相关规定补充披露关于折现率等核心估值参数的敏感性分析，具体如下：

一、入住率

估价对象的入住率受到区域旅游市场景气度、客源结构、

酒店市场供需、季节性波动及项目运营能力等因素的综合影响，入住率的变化亦可以反映酒店住宿需求及市场竞争情况对项目经营表现的影响。“基准入住率”情境为本次估值对应的入住率水平。入住率的变化对估值的影响如下：

参数变化比例	评估基准日估值：109.80亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
增长2%	111.59	1.63%
增长1%	110.70	0.82%
基准	109.80	0.00%
下降1%	108.91	-0.81%
下降2%	108.01	-1.63%

二、客流量

估价对象的客流量水平受到区域旅游市场景气度、客源结构、市场竞争、项目运营能力及季节性因素等多方面影响，客流量的变化亦可以反映市场需求变化对项目经营表现的影响。“基准客流量”情境为本次估值对应的客流量水平。项目客流量的变化对估值的影响如下：

参数变化比例	评估基准日估值：109.80亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
增长10%	114.29	4.09%
增长5%	112.05	2.05%
基准	109.80	0.00%
下降5%	107.56	-2.04%
下降10%	105.32	-4.08%

三、客单价

估价对象的客单价受到游客消费能力、客源结构、产品及服务定价、消费场景丰富度及项目运营策略等因素的综合影响，客单价的变化亦可以反映游客消费水平及项目消费转化能力变

化对经营表现的影响。“基准客单价”情境为本次估值对应的客单价水平。客单价的变化对估值的影响如下：

参数变化比例	评估基准日估值：109.80亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
增长5%	111.56	1.60%
增长2.5%	110.68	0.80%
基准	109.80	0.00%
下降2.5%	108.92	-0.80%
下降5%	108.04	-1.60%

四、长期增长率

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

参数变化比例	评估基准日估值：109.80亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
增长0.5%	115.86	5.52%
增长0.25%	112.70	2.64%
基准	109.80	0.00%
下降0.25%	107.15	-2.41%
下降0.5%	104.71	-4.64%

五、折现率

折现率会受到无风险利率及项目所在地区、行业、市场等风险因素的影响。“基准折现率”情境为本次估值对应的折现率水平。折现率的变化对估值的影响如下：

参数变化比例	评估基准日估值：109.80亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
增长0.5%	103.10	-6.10%
增长0.25%	106.37	-3.12%

基准	109.80	0.00%
下降**0.25%**	113.41	3.29%
下降**0.5%**	117.20	6.74%

（四）关于现金流预测。请管理人根据《审核关注事项》第四十七条相关规定，补充披露评估报告与可供分配金额测算报告对本项目现金流预测结果的差异明细。

答复：

经测算对比，可供分配金额测算报告与评估报告中商业不动产项目2026年7-12月、2027年度净收入保持一致；2026年7-12月、2027年度净收入分别为26,784.17万元、58,290.11万元，两份报告测算结果不存在差异。

五、基金运作与治理

（一）关于基金运作

1.关于收支账户及现金流归集路径。请管理人补充披露不动产基金涉及的各账户是否均在基金托管人处开立，并对银行账户开立情况是否符合《审核关注事项》第七十二条相关规定发表明确意见。

答复：

管理人已对本项目不动产基金涉及的银行账户开立情况及现金流归集路径进行核查，现就《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）》第七十二条的合规性发表如下明确意见：

一、账户开立情况的合规性核查

本项目不动产基金涉及的基金托管账户、专项计划账户、项目公司监管账户及SPV公司监管账户，均已（或拟）在基金托管人/专项计划托管人处开立，符合《审核关注事项》第七十二条中“项目公司基本户、运营收支账户等银行账户原则上应当在基金托管人处开立”的要求。

（一）基金托管账户

基金托管账户系指基金管理人以基金的名义在基金托管人处开立的人民币资金账户。基金的相关货币收支活动，包括但不限于接收专项计划募集账户划付的认购资金、接收资产支持专项计划分红款及处置款、向基金份额持有人进行收益分配、支付基金相关费用等，均须通过基金托管账户进行。

（二）专项计划账户

专项计划账户系指资产支持证券管理人以专项计划的名义在专项计划托管银行开立的人民币资金账户，专项计划的一切货币收支活动，包括但不限于接收专项计划募集资金、接收期间收益及其他应属专项计划的款项、支付《SPV公司股权转让协议》项下的股权转让价款、向SPV公司发放投资款、向SPV公司提供借款、进行合格投资、支付专项计划利益及专项计划费用、接收回收款等，均必须通过该账户进行。

（三）项目公司监管账户

项目公司监管账户系指项目公司运营账户和项目公司基本户的单称或统称：

项目公司运营账户系指项目公司开立的用于接收约定的项目公司运营收入，并按约定对外进行其他项目公司货币资金收支活动的人民币资金账户。

项目公司基本户系指项目公司开立的用于收取约定的项目公司运营收入、从项目公司运营账户定期或不定期划入的资金，并按约定对外进行其他收支活动的人民币资金账户。

（四）SPV公司监管账户

SPV公司监管账户系指SPV公司在监管银行开立的、用于接收SPV公司全部收入和款项并对外进行支付的人民币资金账户，具体以《SPV公司监管协议》的约定为准。在《吸收合并协议》项下的吸收合并完成后，SPV公司监管账户应相应注销。

除上述账户外，本基金原则上不得有任何其他账户。如因基金运作或项目公司运营确需新设其他账户的，基金管理人需向托管人、监管银行充分说明其存在的必要性和合理性，经托管人、监管银行同意后，方可开立并纳入托管人、监管银行的统一监督管理。

上述现金流归集与管理机制实行全流程监管，基金托管人、专项计划托管人及监管银行依据各自职责，对资金流向进行监督；关键环节的资金划付需经基金管理人或其授权人员审批，确保不动产项目现金流的封闭运行与资金安全。

二、现金流归集路径的合规性核查

本不动产项目现金流回款及分配路径清晰明确，管理人已完整披露账户设置及现金流自产生至当期分配给不动产基金期间在各账户间的划转安排：

收入端：项目运营收入、股东借款、投资款等资金均按协议约定归集至项目公司监管账户。

支出端：运营支出、债务本息、股东分红、合格投资等资金划付均通过项目公司监管账户进行，并需经基金管理人审批。

基金/专项计划层面：资金保管与划付严格遵循托管协议约定，由托管人进行监督。

上述安排已实现现金流全流程封闭监管，有效防范了现金流混同、挪用等风险，符合《审核关注事项》第七十二条的规定。

综上，本项目不动产基金涉及的银行账户开立情况及现金流归集路径均符合《审核关注事项》第七十二条的相关规定。

2.关于对外借款安排。根据申报材料，不动产基金存续期间，拟对外借入款项，项目公司将以获得的资金偿还存量债务。请管理人结合项目公司存量债务清理情况，对上述安排是否符合对外借款的相关规定发表明确意见。

答复：

一、对外借款安排概况

本不动产基金存续期拟对外借入经营性物业贷款，用于置换项目公司存量银团固定资产贷款，具体安排如下：

借款规模：本商业不动产项目估值为109.80亿元，拟保留外部借款不超过20.00亿元。

核心要素（以最终签署为准）：借款期限15年，利率为5年期LPR-55BP，每半年还本一次、每季度付息，增信方式为在放款前完成阶段性保证金质押，在放款后保证金质押解除，并于30个工作日内办妥第一顺位抵押登记及应收账款质押登记。

置换安排：本不动产基金成立后以募集资金及新增外部借款，对存量银团固定资产贷款进行全额置换，置换完成后项目仅保留不超过20.00亿元经营性物业贷款。

偿债来源：以不动产项目日常运营产生的现金流偿付借款本息，不依赖外部增信。

二、项目公司存量有息债务清偿情况

截至2026年6月30日，项目公司存量银团贷款余额为67.97亿元，该笔债务为本不动产基金需清偿的全部存量有息债务。

原银团固定资产贷款项下抵押、质押等他项权利，已取得贷款人出具的正式同意函，承诺在本不动产基金以募集资金及外部借款足额清偿原银团固定资产贷款后，立即解除全部抵押、质押及其他权利限制，确保本不动产基金取得商业不动产项目完全所有权与经营权利。

项目公司存量有息债务清偿安排、权利限制解除证明文件等资料均已齐备，不存在未披露存量有息债务，存量有息债务清偿安排真实、合法、可落地。

三、对外借款安排合规性明确意见

管理人依据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）》等规定，就本次对外借款及存量有息债务清偿事项发表明确意见：

（一）用途

借款用途为置换项目公司存量银团固定资产贷款，属于商业不动产项目存量有息债务优化与正常融资安排，不涉及项目收购，用途符合监管规定。

（二）比例

本次拟保留外部借款20.00亿元，预计占资产估值比例为18.21%，基金合并报表层面总资产未超过基金净资产的140%，符合不动产基金对外借款上限监管要求。

（三）安排与偿债能力

每半年等额还本，按季付息。具体还本安排列示如下：

年份	还本比例	还本金额（万元）
第 1 年	0.1%	200.00
第 2 年	0.1%	200.00
第 3 年	0.1%	200.00
第 4 年	0.1%	200.00
第 5 年	0.1%	200.00
第 6 年	4.00%	8,000.00
第 7 年	8.00%	16,000.00
第 8 年	8.00%	16,000.00
第 9 年	8.00%	16,000.00
第 10 年	10.00%	20,000.00
第 11 年	10.00%	20,000.00
第 12 年	10.00%	20,000.00
第 13 年	10.00%	20,000.00
第 14 年	10.00%	20,000.00
第 15 年	21.50%	43,000.00

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（下半年）和2027年，本基金预计偿还对外借款的本金金额分别为100万元和200万元，预计偿还对外借款的利息金额分别为2,949.26万元和5,894.10万元，合计占当期不动产项目EBITDA的比例分别为10.86%和9.99%，占当期可供分配金额（含利息）的比例分别为12.19%和12.49%。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。

自第6年起，本基金预计偿还对外借款的本息金额有所提高。本基金存续期间将制定相对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。

因此，本基金对外借款安排符合相关规定，具有相对完善的融资安排及风险应对预案，本基金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。

（四）信息披露

本次借款不依赖外部增信，已完整披露借款类型、规模、利率、期限、用途、增信、还款计划、合规说明及风险缓释措施，信息披露真实、准确、完整。

综上，管理人认为：本次不动产基金对外借款安排及项目公司存量债务清偿情况，符合《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托

基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）》等对外借款相关监管规定。

四、风险应对与持续合规安排

本不动产基金具有完善的融资安排及风险应对预案，可采取的融资安排包括：

1. 项目公司将通过申请续贷方式延长贷款期限，根据届时市场情况争取优惠的贷款利率；

2. 面向市场其他同类银行，引进最优贷款续贷方案，保障基金份额持有人利益；

3. 本基金还可以依法通过扩募等方式应对贷款本金偿还问题。若本基金资产负债率较高，则在扩募阶段不引入银行借款，从而可降低整体资产负债率；

4. 本基金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；

5. 不动产项目土地出让合同中不存在项目转让和项目公司股权转让的约定和限制，在极端情形下，基金管理人可召开基金份额持有人大会决议项目出售转让事宜，以满足偿还借款要求，不影响基金持续稳定运作，保障基金份额持有人利益；

6. 本基金总资产被动超过基金净资产140%的，本基金将不新增借款，基金管理人将及时向中国证监会报告相关情况及拟采取的措施等。

3.关于流动性管理。请管理人根据《审核关注事项》第五十六条相关规定，评估在不动产基金有关法律文件中明确约定基金产品上市后流动性管理的相关安排，缓释不动产基金存续期间流动性不足风险。

答复：

基金管理人已依据《审核关注事项》第五十六条相关规定，对基金产品上市后的流动性管理安排进行了审慎评估，并在基金合同、招募说明书等法律文件中明确约定相关措施，以有效缓释基金存续期间的流动性不足风险。具体安排如下：本基金上市期间，基金管理人拟采取聘请流动性服务商开展双边报价等措施提升流动性，具体按照《上海证券交易所基金业务指南第2号——上市基金做市交易业务》及其他相关规定执行。

（二）关于相关费用安排

1.关于基础运营管理费。根据申报材料，基础运营管理费包括基础运营管理费1和基础运营管理费2，其中基础运营管理费1对应部分成本项，基础运营管理费2为品牌相关费用。

（1）根据申报材料，报告期内基础运营管理费1对应成本项占运营收入比例均值为24.78%，本项目基础运营管理费1费率为2027年度及以前23%、后续20%。请管理人根据《审核关注事项》第六十九条相关规定，对上述费用机制的合理性发表明确意见。

答复：

出于审慎原则，本项目的基础运营管理费1相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2025年10-12月、2026年度和2027年度按运营收入的23.00%，此后每年按20%	2026年7-12月及以后年度按运营收入的21.50%测算

调整后的2026年基础运营管理费1占运营收入比例为21.50%，该取值高于历史三年平均值21.40%，具备合理性，具体合理性分析如下：

一、基础运营管理费1的计算方法

“基础运营管理费1”=I*R1；

包含范围为“为运营管理机构提供运营管理对应的年度预算范围内的全部员工劳动薪酬(含与生物资产相关人员费用)(包括五险一金和员工福利费;项目公司人员的全部成本、费用及相关责任由运营管理机构按运营管理协议约定承担)、因员工开展运营管理产生的招待费用、为提供运营管理而必须的差旅、交通等行政管理费用等固定支出以及运营管理机构提供生物资产涉及的饵料、药品、折旧摊销和保险费用”。

I表示单个不动产资产的当年度实收运营收入；实收运营收入=当期营业收入-本期计提应收账款与其他应收款的信用减值损失+本期收回或转回的应收账款与其他应收款的信用减值损失。其中，营业收入及信用减值损失的金额均以项目公司年度审计报告为准。

本次反馈答复，为保障基础运营管理费1费率的稳定性，已将R1取值由原表述“2025年10-12月至2027年23.00%，2028年及之后20.00%”调整为“2026年7-12月及之后21.50%”。

特别地，首个运营期（指项目公司股权交割日起至专项计划设立日所在自然年度12月31日）内实收运营收入还应扣除交割审计日应收账款及其他应收款的坏账准备余额的影响。上述数据均以经审计数据为计算基础。

二、基础运营管理费1的合理性分析

（一）与历史期间人力及行政支出水平的对比分析

鉴于未来期间餐饮和零售业务由自营模式转为租赁模式，因此未来期间在人力管理支出及运营行政支出中不再包含餐饮和零售业务所涉及的部分，同时餐饮和零售业务模式的变化会相应体现出收入端的变化。为便于历史期间基础运营管理费测算水平和未来运营模式保持一致，因此对历史期间人力、行政支出以及收入进行模拟租赁模式测算，计提比例与历史期间的实际发生水平可比，具备合理性。具体情况及分析如下：

表：模拟业态调整后历史成本费用情况[3]（单位：万元）

	2023年	**2024年**	**2025年**
人工成本	27,207.06	27,081.46	27,859.78
行政管理支出	411.96	373.98	365.14
合计	27,619.02	27,455.44	28,224.92
租赁模式下的营业收入	143,539.03	130,167.21	124,279.79
占租赁模式下的营业收入的比例	19.24%	21.09%	22.71%

[3] 与基础运营管理费1中人工成本支出及行政管理支出可比口径。

历史期间餐饮和零售业务模拟租赁模式后，2023年、2024年和2025年，本项目人工成本支出及行政管理支出部分金额分别为27,619.02万元、27,455.44万元和28,224.92万元，占不含税营业收入的比例分别为19.24%、21.09%和22.71%，平均值为21.01%。

（二）生物资产饵料、药品、折摊费和保险费用合理性分析

未来不动产项目涉及的生物资产由运营管理机构持有，相关饵料、药品、折摊费和保险费用以运营管理费形式进行覆盖。2023年、2024年和2025年，本项目生物资产饵料、药品、折摊费和保险费用合计支出金额分别为552.46万元、487.24万元和522.60万元。历史期间餐饮和零售业务模拟租赁模式后，上述生物资产相关支出占不含税营业收入的比例分别为0.38%、0.37%和0.42%，平均值为0.39%。

综上，基础管理费1的计提比例合计设置为21.5%（与21.01%+0.39%基本持平）具备合理性。同时运营管理费金额及计算方式调整须经基金管理人与运营管理机构书面协商一致并提交基金份额持有人大会投票表决，并以基金份额持有人大会投票表决结果为准。经履行适当程序，基金管理人有权根据基金扩募、不动产项目购入或出售的实际变化情况对上述规则进行调整。

（2）根据申报材料，本项目基础运营管理费2费率为4.21%。请管理人说明基础运营管理费2是否纳入估值测算

及合理性，并对比同品牌其他酒店、区域内同档次品牌酒店的品牌相关费用情况，对上述费用机制的合理性发表明确意见。

答复：

出于审慎原则，本项目的基础运营管理费2相较申报稿做了如下调整：

申报稿	反馈稿
2025年10-12月及以后年度按运营收入的4.21%	2026年7-12月及以后年度按运营收入的5.50%测算

调整后的2026年7-12月及以后年度基础运营管理费2占运营收入比例为5.50%，该取值高于近三年平均值4.47%（按整租模式还原），具备合理性（并已纳入估值测算），具体合理性分析如下：

（一）运营管理费2费率5.5%高于历史三年平均水平。报告期内，项目运营管理费2明细如下：

项目	2023年	2024年	2025年
运营管理费2（万元）	10,059.79	3,584.90	4,518.43
租赁模式下的营业收入（万元）	143,539.03	130,167.21	124,279.79
占租赁模式下的营业收入占比	7.01%	2.75%	3.64%
历史三年平均占比（租赁模式）	4.47%		

近三年（2023年至2025年度），项目运营管理费2分别为10,059.79万元、3,584.90万元和4,518.43万元，按租赁模式下收入占比分别为7.01%、2.75%和3.64%（三年平均4.47%）。考虑到2023年为公共卫生事件后特殊年份（不具有参考价值），本次运营管理费2取值5.5%是在考虑REITs上市后的管理要求提升，需进一步提升运管机构的服务主动性，因此设置高于历史三年平均值，取值相对审慎，具备合理性。

（二）同品牌及同档次酒店的品牌费用情况

海棠湾一线滨海带已集聚15家国际品牌豪华酒店，通过选取以下与亚特兰蒂斯同档次（奢华度假/全服务五星）、且同属国际集团代表性项目的品牌综合费率进行对标如下：

对标酒店（海棠湾一线）	定位档次	品牌综合费率（含基础费+系统费+营销费）	计费基数
三亚海棠湾酒店1	奢华度假	约4.00%–4.50%	营业总收入
三亚海棠湾酒店2	顶奢度假	约4.50%–5.00%	营业总收入
三亚海棠湾酒店3	顶奢度假	约4.30%–5.00%	营业总收入
三亚海棠湾酒店4	全服务五星	约3.50%–4.00%	营业总收入
三亚海棠湾酒店5	全服务五星	约3.80%–4.30%	营业总收入
三亚海棠湾酒店6	奢华度假	约4.00%–4.80%	营业总收入
三亚亚特兰蒂斯（本次标的）	/	5.50%	营业总收入

海棠湾同区域同档次酒店的品牌综合费率普遍落在3.5%–5.0%区间，本项目5.50%的品牌综合费率略高于可比海棠湾一线滨海带同档次酒店品牌的上限5.0%，定价审慎。同时，该机制亦有利于激励运管机构提升本项目运营管理水平。

综上，管理人认为，本项目基础运营管理费2费率取值相对审慎，符合商业惯例及《审核关注事项》相关规定。

2.关于绩效运营管理费。根据申报材料，根据目标净运营收入的完成度不同，本项目绩效运营管理费费率分为5%、10%两档；第三年起，目标净运营收入根据首发评估报告或前一年度资产评估报告预测值确定；绩效运营管理费的奖罚金额均不超过当年基础运营管理费的5%。

请管理人根据《审核关注事项》第七十条相关规定，说明目标净运营收入设定机制的合理性，现有绩效管理费机制能否有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则。

答复：

经谨慎评估，为使绩效运营管理费机制有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则，拟根据《审核关注事项》第七十条相关规定对绩效运营管理费机制进行完善，具体安排如下：

一、调整绩效运营管理费的计提方法

本项目关于运营管理实施机构的绩效运营管理费约定的计提方法拟进行如下调整：

原表述为：“绩效运营管理费为运营收入回收期内（系指某一个完整自然年度的运营收入回收期）的实际净运营收入A与目标净运营收入X差值的绝对值分区间按照超额累进的计算方式乘以对应区间相应的费率N，最后加总计算得出。具体累进计算方式如下：

区间（经营年度实际收到标的不动产项目运营净收入为A（“运营考核指标”），预算目标金额为X）	累进计算比例N
A<【90】%*X	【-10%】
【90】%*X≤A＜100%*X	【-5%】
A=X	0
100%*X＜A≤【110】%*X	【5%】
【110】%*X<A	【10%】

即：

1） 若A＜0.9X，绩效运营管理费=10%X*（-5%）+（90%X-A）*（-10%）

2） 若0.9X≤A＜X，绩效运营管理费=（X-A）*（-5%）

3） 若A=X，绩效运营管理费=0

4） 若X＜A≤1.1X，绩效运营管理费=（A-X）*5%
5） 若A＞1.1X，绩效运营管理费=10%X*5%+（A-110%X）*10%

不动产项目目标净运营收入按基金首发可供分配金额测算报告记载的两个会计年度对应的不动产项目净运营收入确定，后续自然年度以首发评估报告或前一年度12月31日为基准日的资产评估报告中记载的该自然年度对应预测的不动产项目净运营收入为基础，并经基金管理人审定批准后的年度预算中的对应数据为目标值。”

拟调整为：“绩效运营管理费为运营收入回收期内（系指某一个完整自然年度的运营收入回收期）的实际净运营收入A与目标净运营收入X差值的绝对值分区间按照超额累进的计算方式乘以对应区间相应的费率N，最后加总计算得出。具体累进计算方式如下：

区间（经营年度实际收到标的不动产项目运营净收入为A（“运营考核指标”），预算目标金额为X）	累进计算比例N
A<【90】%*X	【-15%】
【90】%*X≤A＜100%*X	【-10%】
A=X	0
100%*X＜A≤【110】%*X	【10%】
【110】%*X<A	【15%】

即：
1） 若A＜0.9X，绩效运营管理费=10%X*（-10%）+（90%X-A）*（-15%）
2） 若0.9X≤A＜X，绩效运营管理费=（X-A）*（-10%）
3） 若A=X，绩效运营管理费=0
4） 若X＜A≤1.1X，绩效运营管理费=（A-X）*10%
5） 若A＞1.1X，绩效运营管理费=10%X*10%+（A-110%X）*15%

不动产项目目标净运营收入按基金首发可供分配金额测算报告记载的两个会计年度对应的不动产项目净运营收入确定，

后续自然年度以前一年度12月31日为基准日的资产评估报告中记载的该自然年度对应预测的不动产项目净运营收入为基础，并经基金管理人审定批准后的年度预算中的对应数据为目标值。

经过调整后，运营管理实施机构计提的绩效运营管理费费率已提升至10%至15%两档。

二、调整正/负向绩效管理费

本项目关于运营管理实施机构的正/负向绩效管理费约定拟进行如下调整：

原表述为：“绩效运营管理费的奖励和扣罚上限均不超过当年的基础运营管理费的5%”；

拟调整为：“绩效运营管理费的奖励和扣罚上限均不超过当年的基础运营管理费”。

经过调整后，运营管理实施机构的正/负向绩效管理费扣减上限由运营管理机构所收取基础运营管理费的5%提高至100%，体现奖惩对等原则，进一步激励运营管理实施机构努力达成业绩目标。

3.关于运营管理费调整机制。根据申报材料，若基础运营管理费费率绝对值调整未超过3个百分点，或对除费率外的运营管理费计算、支付方式等安排进行调整，调整事项无需提交基金份额持有人大会审议。请管理人对上述机制是否影响基金份额持有人利益发表明确意见，并审慎评估上述机制的合理性。

答复：

经谨慎评估，管理人已完善运营管理费调整机制，具体安排如下：

原表述为：“若基础运营管理费费率绝对值调整未超过3个百分点（含本数），无需提交基金份额持有人大会审议，由基金管理人与运营管理机构协商一致后即可执行；

若基础运营管理费费率绝对值调整超过3个百分点（不含本数），属于对基金份额持有人权益产生重大影响的调整，须经基金份额持有人大会审议通过后，方可执行。为免疑义，“费率绝对值调整”指调整后费率与原费率的差额（如原费率23.62%，调整后20.62%，即绝对值减少3个百分点）；”

现调整为：“在基金存续期间内，若基础运营管理费费率需要调整，须经基金份额持有人大会审议通过后，方可执行。”

（三）关于治理机制安排

1.关于运营管理机构能力。根据申报材料，截至2025年9月末，运营管理机构本部员工人数合计3,109人，其中工作5年以内的员工占比70.99%。请管理人根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十七条相关规定，补充说明运营管理团队的经验、能力、稳定性。

答复：

截至2026年6月30日，亚特商发员工人数合计2,676人，具体情况如下：

一、按年龄划分

年龄	人数（人）	占总员工人数的比例（%）
45岁以上	315	11.77
40-45岁（含）	174	6.50
35-40岁（含）	293	10.95
30-35岁（含）	402	15.02
30岁及以下	1492	55.75
合计	**2,676**	**100.00**

二、按工作年限划分

工作年限	人数（人）	占总员工人数的比例（%）
15年以上	0	0.00
10-15年（含）	3	0.11
5-10年（含）	783	29.26
5年及以下	1,890	70.63
合计	**2,676**	**100.00**

三、按学历划分

学历	人数（人）	占总员工人数的比例（%）
研究生及以上	43	1.61
本科	495	18.50
大专	756	28.25
大专以下	1,382	51.64
合计	2,676	100.00

三亚亚特兰蒂斯项目运营管理团队中，业务单元运营负责人平均司龄为5.4年，副总裁级人员平均司龄4年，部分关键高管的任职年限超过7年。鉴于本项目于2018年4月投入运营，距今超8年，前述运管核心人员司龄较长，核心人员较为稳定。此外，在水上乐园，水族馆等专业领域的关键高管为国内顶尖水平，具有运营体量超本项目的丰富经验。运管团队具有极强的管理创新能力，例如小单元管理模式，标准成本管理体系，月度盈

利预测和经营分析体系，社会化薪酬体系，能力及潜力评估模型等。精细化、前瞻性和社会化能力领先于酒店行业其他企业。

截至2026年6月30日，运营管理机构工作5年以内的员工占比为70.63%，主要原因如下：

工作5年以内的员工基本为基础工种。本商业不动产项目配置大量保洁、房务、工程维修、秩序引导等一线人员，该类岗位工作标准化、流程化程度较高，同时存在一定人员流动性。项目运营管理机构已搭建完善成熟的培训体系，能够保障上岗人员满足岗位技能、操作规范及安全生产等相关要求。

亚特兰蒂斯项目打造“吃住行游购娱”的一站式海洋主题度假休闲综合体，主打家庭出游、亲子互动、休闲度假等多元场景，兼顾亲子陪伴、趣味游乐双重核心体验，尤其吸引年轻家庭与亲子游客。结合项目高端度假、年轻化、体验式的整体定位，整体服务氛围需要活力、热情、有亲和力的人员支撑，因此需配置大量青年员工。青年群体形象阳光、沟通力强、学习适应快、服务意识鲜活，能够更好贴合海洋主题度假的氛围调性，拉近与游客尤其是亲子家庭的距离，提升互动感与游客体验感，充分匹配项目休闲娱乐、沉浸式度假的运营需求。

2.关于品牌方。根据申报材料，运营管理机构聘请品牌方提供日常运营管理服务（包括使用亚特兰蒂斯品牌），协议期限至2038年4月。请管理人：

（1）补充说明本项目品牌方是否符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十八条相关规定。

答复：

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）》附件第一号“商业不动产”第十八条第一款规定，合作品牌方应当具备良好的声誉与履职能力，在相关领域具备丰富的运营管理经验和竞争优势，原则上合作已满2年。经核查，本项目品牌方柯兹纳符合上述要求，具体分析如下：

一、品牌方具备良好的声誉

柯兹纳是全球领先的高端度假酒店及综合娱乐目的地运营商，旗下拥有“Atlantis”“One&Only”“SIRO”等国际知名高端品牌。柯兹纳集团旗下酒店曾多次荣获世界50佳酒店、福布斯旅游指南（Forbes Travel Guide）星级认证、世界旅游大奖最佳新度假目的地等多项权威奖项，在世界范围内存在良好声誉。其运营管理的迪拜亚特兰蒂斯项目及三亚亚特兰蒂斯项目均具有较高的知名度及市场美誉度。

二、品牌方具备充分的履职能力

柯兹纳集团成立于1993年，注册于巴哈马，主要办公地位于阿联酋迪拜，拥有专业的酒店运营管理团队，覆盖品牌管理、营销推广、采购、培训、IT系统、客户服务等核心职能。

柯兹纳集团全球员工超16,000人，业务遍及中东、亚太、欧美、非洲等国家与地区。根据公开资料显示，核心高管团队人

员首席执行官（CEO）、首席财务兼行政官（CFO&CAO）及亚特兰蒂斯品牌总裁等均有丰富的酒店行业从业经历。

三、品牌方在相关领域具备丰富的运营管理经验

柯兹纳运营的亚特兰蒂斯品牌项目情况：

项目名称	所在地	业主	开业时间	主要业态
棕榈岛亚特兰蒂斯	阿联酋迪拜	迪拜投资公司	2008年	酒店、水上乐园、水族馆等
皇家亚特兰蒂斯	阿联酋迪拜	迪拜投资公司	2023年	酒店等
三亚亚特兰蒂斯	中国海南	亚特商发	2018年	酒店、水世界、水族馆、海豚馆、演艺、会展、商业等

此外，柯兹纳还运营One&Only品牌酒店13家、SIRO品牌酒店2家，分布于阿联酋、马尔代夫、毛里求斯、墨西哥、南非、卢旺达、马来西亚、黑山、希腊、美国等国家/地区。

柯兹纳运营的亚特兰蒂斯品牌已积累超过25年综合度假酒店运营经验，覆盖客房、水主题乐园、海洋生物展示、海豚体验、演艺、会展、餐饮、零售等多业态综合运营，运营管理经验丰富。

四、品牌方在相关领域具备竞争优势

柯兹纳国际集团深耕全球高端奢华度假酒店及综合体运营多年，已形成清晰的多品牌发展矩阵，拥有亚特兰蒂斯、One&Only、SIRO等定位差异化的成熟品牌，品牌市场认知度高、布局审慎稀缺；具备丰富的地标级度假综合体开发与运营经验，擅长整合酒店、文旅游乐、演艺餐饮等多元业态，自持成熟的奢华服务标准与运营管理体系；同时拥有国际化专业高管团队和全球化项目操盘经验，行业荣誉积淀深厚，具备较强的

品牌输出、委托管理及高端度假客群引流能力，在全球顶奢度假细分市场具备稳固的行业地位与综合竞争实力。

五、合作期限满两年

亚特商发与柯兹纳于2013年2月签署了《酒店管理协议》，自三亚亚特兰蒂斯项目2018年4月开业以来，双方保持持续稳定合作，合作期已超8年，满足第十八条“原则上合作已满2年”的监管要求。

六、合作协议剩余期限稳定

经核查，《聘用协议》项下合作期限至2038年4月，剩余合作期限约12年，满足第十八条“协议剩余期限不低于3年”的监管要求。

根据亚特商发与柯兹纳于2026年8月31日签署的《备忘录》，双方将合作期限进一步延长至2054年2月18日，已覆盖酒店板块的全部剩余土地使用年限。

七、结论

综上所述，本项目酒店日常运营和品牌合作方柯兹纳具备良好的国际声誉、充分的履职能力、丰富的同类项目运营管理经验和显著的竞争优势，与亚特商发的合作已稳定延续超过8年，合作剩余期限已覆盖酒店板块的全部剩余土地使用年限。本项目品牌方柯兹纳符合《审核关注事项》附件第一号第十八条对合作品牌方的要求。

（2）补充披露运营管理机构与品牌方之间关于服务范围、职责分工、人员配备、费用标准、业绩考核与激励机制

等的相关约定，说明运营管理机构是否涉及将主要职责转委托给其他机构的情形。

答复：

本项目自开业以来，依托复星国际化视野、本地资源整合、经营组织及管理能力，与柯兹纳的国际品牌、专业酒店管理体系及全球营销资源相结合，形成了稳定、有效的合作运营模式。既往运营实践表明，该合作模式有助于保持项目的品牌定位、服务品质、市场影响力和经营连续性。商业不动产REITs发行后延续并完善上述合作安排，有利于维持运营团队、专业管理体系及品牌资源的稳定，降低运营转换风险，为项目长期稳定运营提供支持。

为本次商业不动产REITs发行，基金管理人、项目公司与亚特商发签署《运营管理协议》，由亚特商发担任不动产项目的运营管理机构。亚特商发与柯兹纳之间的《聘用协议》继续有效，柯兹纳继续作为项目的酒店日常运营和品牌合作方。根据《备忘录》及三方《执行备忘录》的安排，各方在商业不动产REITs架构下对原有合作界面、业主义务和付款路径进行衔接。

本项目形成“基金管理人主动管理、项目公司持有资产、亚特商发受托运营、亚特商发酒管分公司与柯兹纳一体化执行”的运营管理体系。亚特商发仍为《运营管理协议》项下唯一的运营管理机构和责任主体，不因《聘用协议》的存续以及与柯兹纳的合作安排而免除或减轻其对基金管理人、项目公司承担的运营管理责任。

一、服务范围及职责分工

（一）《运营管理协议》项下亚特商发的受托运营范围

《运营管理协议》项下的受托运营范围主要为酒店及水上世界等受托经营部分，不包括由亚特商发整体承租并自行经营的酒店餐饮及零售业务。对于受托经营部分，亚特商发负责制定并组织落实经营策略、年度经营计划、维保计划和预算，组织日常经营、市场营销、销售渠道、定价、招商租赁、采购、设施维护、安全生产、人员管理、财税、信息技术、法律事务协调、供应商和库存管理，并就维修、改造、FF&E（家具、固定装置和设备）更新及资本性支出提供方案编制、组织实施、监督及验收等服务。

对于亚特商发承租并自营的餐饮、零售业务，亚特商发以自身经营主体身份承担相关人员、税费、经营损益及第三方责任。该等责任不纳入项目公司的受托运营成本和商业不动产REITs付款责任范围。

（二）《聘用协议》项下柯兹纳的服务范围

《聘用协议》适用于度假酒店整体运营。柯兹纳作为酒店日常运营和品牌合作方，职责涵盖酒店日常经营、品牌管理和专业支持。相关专业要求及运营安排通过亚特商发酒管分公司的人员、账户和现场经营体系具体落实。主要承担运营及品牌管理、收益及市场管理、预算、采购及人员管理、财务和专业支持事项。

（三）亚特商发酒管分公司的一体化执行安排

亚特商发通过其酒管分公司组织项目日常运营，酒管分公司作为亚特商发的分支机构，并非独立于亚特商发的第三方运营主体。项目运营团队、现场管理流程、运营账户及日常执行体系均设置在亚特商发酒管分公司层面。柯兹纳根据《聘用协议》将其品牌标准、管理体系、专业管理能力和全球资源嵌入上述执行体系，在亚特商发酒管分公司层面经营。亚特商发负责组织人员和资源、履行内部决策及商业不动产REITs报批程序并对外承担责任；柯兹纳负责其专业酒店管理和品牌控制职责。

（四）项目公司和基金管理人的职责

项目公司为资产持有主体，按照三方《执行备忘录》直接向柯兹纳承担列明的、与资产所有权和受托运营资产及项目公司实际履行能力相匹配的业主义务。具体以三方《执行备忘录》所列为准。

基金管理人对项目年度经营计划和预算、重大合同、重大支出、印章证照、账户现金流、信息披露、运营监督及资产处置等事项保留依法不可转移的主动管理和最终审批职责。

二、品牌及知识产权安排

根据《聘用协议》，亚特兰蒂斯品牌名称、商标及相关知识产权的所有权和控制权始终、排他地归属于柯兹纳。亚特商发、项目公司及其他第三方并不因《聘用协议》取得任何品牌许可或其他品牌权利。项目以亚特兰蒂斯品牌冠名和运营，并非基于柯兹纳向项目公司或亚特商发作出一项独立的品牌授权，而是柯兹纳作为品牌权利人及酒店日常运营和品牌合作方，在

参与项目运营、提供服务过程中行使其自有品牌权利，并对品牌名称、视觉系统、品牌标准及品牌在项目经营中的具体使用享有控制权和最终决定权。

商业不动产REITs发行后，项目公司持有不动产，亚特商发作为运营管理机构通过酒管分公司组织运营，柯兹纳继续作为酒店日常运营和品牌合作方参与运营并控制品牌使用。

品牌在项目上的使用以《聘用协议》的有效存续为前提。《聘用协议》依法终止后，项目应按照协议约定停止使用相关品牌并完成去品牌化。因此，项目公司及商业不动产REITs不独立持有亚特兰蒂斯品牌权利。

三、人员配备

项目运营管理团队在亚特商发或其指定方层面建立劳动或劳务关系，由亚特商发承担工资、社会保险、劳动用工及其他人员成本和责任。截至2026年6月30日，项目运营团队共计2,676人，覆盖酒店客房、水上世界、餐饮、零售、水族馆、演艺、工程、安全、市场、销售、财务、人力资源、信息技术等主要业务和职能部门。

柯兹纳根据《聘用协议》对酒店人员和核心管理人员享有约定的选聘、提名、培训、专业指导及管理权，但相关人员仍通过亚特商发酒管分公司具体履职并与亚特商发建立劳动或劳务关系。柯兹纳提供人事管理职责，不改变亚特商发的用人单位地位及其对项目公司的运营管理责任。

四、费用标准及付款安排

（一）《运营管理协议》项下费用

基金及项目公司按照《运营管理协议》向亚特商发支付运营管理费，运营管理费包括基础运营管理费和与项目经营业绩挂钩的绩效运营管理费，具体计提基数、计算方式、支付条件及调整机制以《运营管理协议》约定为准。亚特商发据此承担受托运营范围内的人员、管理体系和运营管理服务成本。

（二）《聘用协议》项下柯兹纳费用

《聘用协议》项下柯兹纳费用主要包括基本管理费、营销费用、奖励费及约定的可报销费用。其中，基本管理费和营销费用按照约定经营收入口径及比例计算，奖励费以营业毛利润等经营指标达到约定门槛为前提。

（三）付款路径和责任上限

亚特商发继续作为《聘用协议》项下柯兹纳费用的付款义务人。在项目公司按照《运营管理协议》正常支付运营管理费的情况下，相关款项进入亚特商发酒管分公司层面的运营账户，亚特商发按照《聘用协议》及相关账户管理安排向柯兹纳支付管理费、奖励费等应付款项。在亚特商发违反《聘用协议》约定并导致柯兹纳未能取得应收款项时，柯兹纳可以根据三方《执行备忘录》就其应收未收的管理费和奖励费向项目公司提出付款请求。但无论采取何种付款路径，项目公司及商业不动产REITs就柯兹纳费用承担的累计支付义务，均不超过商业不动产REITs应付未付的运营管理费。项目公司向柯兹纳作出的直接支

付，应同步冲抵项目公司对亚特商发的运营管理费付款义务以及亚特商发对柯兹纳的相应付款义务，柯兹纳不得重复受偿。

项目公司因根据《执行备忘录》约定向柯兹纳承诺约定的业主义务发生的费用，按照《运营管理协议》约定的业务边界、费用分担机制及经批准预算承担。该等费用如超出项目公司依据《运营管理协议》及经批准预算应承担的范围，或者系因亚特商发餐饮、零售自营业务、亚特商发在《聘用协议》项下的自身义务、亚特商发违约或执行不当所产生，相关差额均由亚特商发承担。亚特商发应根据需要预先提供资金或在项目公司支付后及时补偿，项目公司有权依法依约从应付亚特商发的运营管理费或其他款项中抵销，且亚特商发不得将相关差额转嫁给项目公司或基金财产。

前述内部费用分担安排不影响项目公司对柯兹纳已经明确承担的义务约定。

五、业绩考核与激励机制

基金管理人根据《运营管理协议》对亚特商发进行考核，主要以年度经营计划、预算目标、实际净运营收入、服务质量、安全生产、合规运营及其他约定指标为基础，并通过绩效运营管理费的奖励、扣减以及整改、更换相关负责人等机制实施持续监督。亚特商发根据《聘用协议》对柯兹纳进行业绩考核并根据双方约定进行激励（如有）。

上述安排形成“基金管理人对亚特商发进行商业不动产REITs层面的运营考核—亚特商发依据《聘用协议》对柯兹纳进

行专业酒店管理考核”的双层考核机制。亚特商发与柯兹纳之间的约定不构成亚特商发在《运营管理协议》项下考核指标的免责事由。

六、不构成主要职责转委托的分析

根据商业不动产REITs相关监管规定，运营管理机构不得将受托运营管理不动产项目的主要职责转委托给其他机构。基于《聘用协议》的历史沿革、项目实际运营机制及商业不动产REITs发行后的责任安排，管理人和律师认为，亚特商发与柯兹纳之间的合作不构成亚特商发将《运营管理协议》项下主要职责转委托柯兹纳，主要理由如下：

1.《聘用协议》系在先的、独立的酒店日常管理安排。柯兹纳长期作为项目日常运营及品牌合作方参与经营，并非亚特商发承接《运营管理协议》后另行选聘、用于替代其履行主要职责的第三方。

2. 亚特商发持续、实质性参与项目运营。亚特商发组织项目人员、现场管理、运营资源及日常执行，项目运营人员原则上由亚特商发或其指定方聘用并承担用工责任。亚特商发同时持续履行经营计划和预算统筹、人员及资源配置、经营指标监测、费用审核、服务品质和安全生产监督、维修及资本开支组织、商业不动产REITs事项报批、对品牌方履约监督、整改及信息报告等实质性职责，不存在退出项目经营、由柯兹纳整体接管的情形。

3. 柯兹纳提供的是日常运营及品牌服务。其职责主要依托品牌权利、全球资源及专业酒店管理能力，并通过亚特商发的执行体系落地，与亚特商发的组织实施、业主监督及对外责任共同构成一体化履约，并未整体替代亚特商发的主要职责和义务。

4. 亚特商发仍是唯一运营管理责任主体。亚特商发是《运营管理协议》的直接合同相对方，并对基金管理人及项目公司承担完整、最终的运营管理责任。其与柯兹纳之间的内部职责分配不得对抗基金管理人或项目公司，亦不得作为亚特商发免责或减责的依据。柯兹纳不与基金、基金管理人或专项计划建立运营管理委托关系，也不直接承担商业不动产REITs项下的运营管理责任。

5. 商业不动产REITs治理及经济责任边界保持清晰。基金管理人继续对预算、重大合同和支出、印章证照、账户及现金流、信息披露、运营监督和资产处置等事项履行最终审批及主动管理职责。项目公司依据《执行备忘录》承担约定义务及相应责任。相关责任均设有明确范围和上限，亚特商发自营业务、《聘用协议》项下超额费用及其自身违约责任不向基金财产转嫁。

综上，亚特商发持续组织并参与项目运营，保留并实际履行实质性运营管理、代表业主履行监督等职责，并承担完整、最终的运营管理责任；柯兹纳则在《聘用协议》项下提供日常运营管理及品牌服务。双方安排属于不同合同层面的专业分工

和一体化履约，不构成《运营管理协议》项下主要职责的整体转移或转委托。

七、相关风险及缓释安排

本项目的市场定位、品牌价值、客源体系和专业运营对柯兹纳及亚特兰蒂斯品牌存在一定依赖。如《聘用协议》提前终止、柯兹纳履约发生重大变化或各方对衔接安排产生争议，可能对项目运营连续性、品牌延续、市场定位及经营收益造成不利影响。

特别是，项目公司和亚特商发并未取得独立的亚特兰蒂斯品牌许可，品牌使用取决于《聘用协议》持续有效以及柯兹纳继续作为日常运营和品牌合作方参与运营；《聘用协议》终止时项目面临停止使用品牌及去品牌化的风险。

针对上述风险，各方通过《运营管理协议》、《聘用协议》、《备忘录》、三方《执行备忘录》等机制，对运营执行、品牌权利、费用支付和责任边界进行衔接。

为进一步缓释品牌更换情形下因新合作品牌运营磨合、市场认知度重建及客源体系重构等因素可能引发的运营稳定性及基金收益波动风险，相关方作出如下专项保障安排：如确因运营管理机构责任出现运营管理机构与品牌方就合作事项产生实质性分歧、项目公司不再具有合法权利继续使用合作品牌的、柯兹纳通知停止使用合作品牌，或更换合作品牌等情形之一的，自该等情形出现之日起二年内：

（一）以品牌更换前一年跟踪评估报告预测的EBITDA金额作为品牌更换当年及适用的后续年度的年度目标值；

（二）如确因品牌更换导致品牌更换当年及适用的后续年度实际EBITDA未达到前述年度目标值，基金管理人有权优先按照《运营管理协议》扣减当年及适用的后续年度的运营管理费并将扣减金额归入不动产投资信托基金；为保证不动产项目基础运营稳定，每一年度可扣减的运营管理费以该年度基础运营管理费2为限；

（三）经前述扣减后更换当年及适用的后续年度实际EBITDA仍未达到年度目标值的，运营管理机构应通过自愿放弃其所持不动产投资信托基金份额对应的全部或部分可供分配金额，并促使其同一控制下持有不动产投资信托基金份额的关联方采取相同措施，优先保障其他基金份额持有人的利益；如因登记结算、收益分配系统或其他技术原因无法实现，则运营管理机构应将相应差额资金支付给不动产投资信托基金或专项计划；

（四）如出现地震、海啸等自然灾害、公共卫生事件、政府管控、战争等不可预见、无法避免且无法克服的不可抗力事件，致使未能实现约定年度目标值的，在确定本条项下扣减及补足金额时，应根据不可抗力事件实际影响的范围、程度及持续期间，剔除受影响期间对年度目标值的影响，并以调整后的年度目标值按照本条约定计算扣减及补足金额；未受该等不可抗力事件影响的部分，仍适用本条约定的保障安排。运营管理

机构应当及时书面告知基金管理人，提供相关证明材料和影响金额测算依据，并尽力采取措施减少损失。

（3）结合同品牌其他酒店、区域内同档次品牌酒店的运营情况，分析品牌方相关协议到期后无法续期的情形对本项目运营稳定性的影响，充分揭示风险并设置缓释措施。

答复：

经核查，本项目品牌方相关《聘用协议》至2038年4月届满，双方已签署《备忘录》将《聘用协议》续期至酒店板块土地使用权到期日，上述风险已得以缓释。

一、同品牌其他酒店、区域内同档次品牌酒店的运营情况

（一）同品牌其他酒店运营情况

柯兹纳目前在营的亚特兰蒂斯品牌全球其他酒店均位于迪拜，运营情况如下：

项目名称	所在地	开业时间	房间数（间）
棕榈岛亚特兰蒂斯	阿联酋迪拜	2008 年	1,539
皇家亚特兰蒂斯	阿联酋迪拜	2023 年	795

（二）区域内同档次品牌酒店运营情况

项目名称	与本项目距离	入住率	ADR（元/间）	RevPAR（元/间）
酒店1	1.3km	约72%	约1,714	约1,234
酒店2	1.5km	约81%	约1,522	约1,233
酒店3	1.2km	约67%	约2,695	约1,806

酒店4	1.8km	约76%	约1,246	约947
酒店5	0.9km	约73%	约1,496	约1,092
酒店6	1.7km	约82%	约1,056	约866
酒店7	1.6km	约78%	约711	约555
酒店8	5.8km	约65%	约2,325	约1,511

前述同品牌项目及区域内同档次品牌酒店均采用“业主/运营管理机构+国际品牌方”的合作模式，与本项目的合作模式具有可比性，反映出该等模式在国际豪华度假酒店行业的通行性和稳定性。

二、品牌方相关协议到期无法续期的可能性及影响分析、风险揭示及缓释措施

亚特商发与柯兹纳自2013年签订《聘用协议》以来已建立13年的合作关系，自2018年项目开业以来已实际运营8年，合作关系稳定，未发生重大违约或重大争议。

2026年8月31日，亚特商发与柯兹纳签署《备忘录》，双方同意将其初始期限延长至2054年2月18日，与酒店板块剩余土地使用年限保持一致，相关风险已得以缓释。

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

答复：

管理人认为本基金从提升运营管理效率的角度出发，在基金份额持有人大会、基金管理人、项目公司等各个层级设置了有效的分层决策机制，能够充分发挥运营管理机构及相关方在不动产项目运营管理方面的专业能力，能够充分调动运营管理机构主观能动性，符合《审核关注事项》第六十四条相关规定。具体分析如下：

为规范本基金运作，保障基金份额持有人合法权益，提升基金存续期管理质效，本基金已系统设置“基金份额持有人大会-基金管理人-项目公司”分层决策机制，各决策主体的决策权限与职责边界如下：

一、基金份额持有人大会层面

基金份额持有人大会由基金份额持有人组成，基金份额持有人的合法授权代表有权代表基金份额持有人出席会议并表决。基金份额持有人持有的每一基金份额拥有平等的投票权。为免歧义，若基金份额持有人违反基金合同第六部分规定买入在本基金中拥有权益的基金份额的，在买入后的36个月内对该超过规定比例部分的基金份额不行使表决权。

基金成立后，经代表基金份额10%以上（含10%）的基金份额持有人或基金管理人提请，经基金份额持有人大会决策可设立日常机构，相关设立方案以届时持有人大会决议及有效的法律法规为准。根据《证券投资基金法》第48条，基金份额持有人大会日常机构可行使的职权如下：

1．召集基金份额持有人大会;

2．提请更换基金管理人、基金托管人;

3．监督基金管理人的投资运作、基金托管人的托管活动;

4．提请调整基金管理人、基金托管人的报酬标准;

5．基金合同约定的其他职权。

二、基金管理人层面

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

（一）REITs投决会

REITs投决会主要对于项目立项申请授权、申报注册、不动产项目运营管理方案与交易方案、投资目标及策略、项目运营重大事项、运营决策制度和流程等事项进行审议决策。根据法律法规、中国证监会规定及管理人章程，REITs投决会审议事项中属于基金管理人董事会和/或基金份额持有人大会审议事项的，基金管理人应当在形成具体方案或作出决定后，提请公司董事会和/或基金份额持有人大会审议。REITs投决会会议应由至少5名委员出席方可举行。每一委员拥有一票表决权，所有表决事项需经三分之二以上（含三分之二）的参会委员投票表决同意方能通过。

（二）运营咨询管理委员会

考虑到不动产基金的产品创新性及商业不动产行业资产运营管理的特殊性，为更好地维护本基金基金份额持有人合法权

益，更专业化开展本基金的投资和运营管理，基金管理人设立项目运营咨询管理委员会，由基金管理人指定的资深REITs业务人员3名、原始权益人提名并经基金管理人同意聘请的具备商业不动产项目投资、运营管理经验的资深人士2名，以及基金管理人聘请的具备相关审计、法律等专业能力的人士2名组成，对运营事项发表专业意见供REITs投决会决策，确保各方沟通顺畅，保障运营事项的决策质量。

项目运营咨询管理委员会会议应由全体委员的2/3以上（含本数）出席时方可举行，出席委员可就会议议题提出意见建议，并作为基金管理人REITs投决会的决策参考。

三、项目公司层面

为提升运营决策的效率和质量，确保不动产项目运营管理的持续稳定，由基金管理人通过专项计划管理人委派项目公司的董事、总经理和财务负责人。项目公司日常经营事项，包括但不限于招商运营、营销推广、人员配置、物业管理、应急管理等，由基金管理人通过签订《运营管理协议》委托运营管理机构为不动产项目提供运营管理服务，项目公司主要承担监督与审核的职责，充分地保障了运营管理机构日常运营管理的独立性。

四、重要事项决策和审批程序

（一）预算制定及执行

运营管理机构及基金管理人根据运营管理协议相关约定，制定项目公司年度经营预算，包括预算报表及预算情况说明等。

项目公司年度经营预算经过运营咨询管理委员会讨论后，提交基金管理人REITs投决会审批。年度经营预算执行期间，确因市场经营环境、监管政策、主管机关要求等原因需对年度经营预算进行调整，或发生预算外事项，可以向基金管理人REITs投决会申请调整年度经营预算或预算外事项申请，履行相应的审批程序。运营管理机构、基金经理及相关人员根据经基金管理人REITs投决会审批通过的年度经营预算（及其调整）或预算外事项决策，执行运营管理相关协议及资金支付审批。

（二）重要经营事项

不动产项目运营过程中的重要事项，如租金调整、免租安排、租金优惠、委托物业管理、运营成本调整、人员调整、突发事件响应安排等，原则上由运营管理机构及项目公司总经理、项目公司财务负责人协商一致确定基本方案。前述事项如根据相关机制需征求运营咨询管理委员会意见的，应提交运营咨询管理委员会咨询专业意见。前述事项如根据相关机制需经REITs投决会审议的，应提交REITs投决会审批。运营管理机构、项目公司根据相关方签署的运营管理协议等相关协议、REITs投决会审批通过的重要经营事项方案（如涉及）执行年度经营活动。重要经营事项需调整的，或发生预算外事项，可以向基金管理人REITs投决会申请调整年度重要经营事项或预算外事项申请，履行相应的审批程序。

（三）印章管理及合同执行

就与基金管理人确认一致的年度预算及相关资金计划范围内，在符合双方确认的文本标准条款（如有）的基础上，在协商一致的前提下，基金管理人可以授权运营管理机构在基金管理人指定系统审批、用印签署，并执行符合条件的不动产项目运营的相关协议。其他运营管理相关重要事项如关联交易、外部借款、对外担保、公司变更及其他影响基金份额持有人利益的重大事项，项目公司需按照《运营管理协议》《基金合同》的约定履行各层级决策程序，提交基金管理人及基金份额持有人大会（如需）审议批准。

（四）突发事件

针对影响到资产运营的紧急突发事项，如无法在支付前完成审批，运营管理机构可与基金管理人协调取得授权，本着对不动产项目最为有利的方式予以先行处理和应对，做好相关记录、账单、书面说明等，并在事后及时补充完成预算的调整或审批。

六、其他反馈意见

1.关于回收资金使用。请管理人根据《审核关注事项》第十条相关规定，补充披露回收资金具体用途、对应金额，以及主要原始权益人关于回收资金用途作出的承诺、回收资金管理制度等。

答复：

根据《审核关注事项》第十条，原始权益人使用回收资金应当符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和

有关法律法规规定。回收资金可以用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不得用于购置商品住宅用地。基金管理人应当披露主要原始权益人对不动产项目回收资金用途作出的承诺、回收资金管理制度等。本项目关于净回收资金的使用安排具体如下：

一、回收资金用途及金额

作为复星旅文体系内核心文旅资产运营主体与资本运作平台，原始权益人将充分发挥资产整合、价值提升与资本运营的关键作用，积极参与新项目拓展及存量资产盘活工作，实现文旅资产规模与资产管理能力的持续提升。本不动产基金净回收资金初步合计约 8.55 亿元（最终需以实际发行规模、认购比例以及缴纳税费为准），将主要用于以下与主营业务相关的用途：

文旅产业投资：与专业投资机构合作，投向符合国家产业政策的优质文旅项目、存量资产盘活及文旅产业链相关标的，放大资本运营效能，助力文旅主业布局与轻资产扩张。

新项目拓展：用于新项目的收并购、开发建设、业态导入、设施升级及运营前期投入，打造集休闲度假、文化体验、主题娱乐于一体的标杆文旅目的地，夯实核心资产储备。

原始权益人及同一控制下关联方的文旅产品升级改造：用于存量文旅项目的产品焕新、设施升级、数字化改造、业态优化、品牌提升等，持续提升资产运营效率与盈利能力，强化核心竞争力。

其余净回收资金将用于补充日常运营所需流动资金，保障

原始权益人及同一控制下关联方相关项目的稳定运营。

二、原始权益人关于回收资金用途的承诺

原始权益人已出具《承诺函》：“本公司承诺使用回收资金将符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定。本公司承诺将回收资金用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不用于购置商品住宅用地。若本公司违反上述承诺，将承担由此引起的一切法律责任。”

三、原始权益人回收资金管理制度

原始权益人已制定回收资金监管制度，明确“回收资金的使用方式包括但不限于以资本金形式注入、以借款形式投入投资项目，或就投资项目的开发、升级、运营、数字化改造等事项签署相关合同并以回收资金支付对应款项等。回收资金的使用须符合国家法律法规及监管要求，不得流入商品住宅开发等监管部门禁止 REITs 回收资金流入的领域。”

综上，管理人认为在前述承诺及制度安排下，原始权益人回收资金用途符合《审核关注事项》第十条相关规定。

2.关于关联方往来。根据申报材料，截至2025年9月末，项目公司应付关联方往来款余额为15,004.59万元；1-9月关联方归集盈余资金7.76亿元。请管理人补充披露上述款项的明细情况及清理安排。

答复：

一、备考报表应付关联方往来款明细及清理安排

（一）明细情况

截至 2025 年 9 月 30 日，备考报表中应付关联方往来款余额合计 15,004.59 万元，明细如下（单位：万元）：

科目	关联方名称	2025 年 9 月 30 日金额
其他应付款	上海泛宥信息科技有限公司	5,458.09
其他应付款	酷怡国际旅行社（海南）有限公司	9,546.50
合计		**15,004.59**

上述款项为两家旅游服务平台预付给原始权益人的酒店客房预付款（锁定房源）。

（二）清理安排

截至 2026 年 6 月 30 日上述应付关联方往来款余额为 720.38 万元，根据重组安排，在商业不动产项目交割至不动产基金时，上述款项将不重组至项目公司。

二、原始权益人报表关联方归集盈余资金明细及清理安排

（一）明细情况

截至 2025 年 9 月 30 日，原始权益人报表其他应收款余额涉及关联方归集盈余资金合计 77,580.96 万元，明细及变动情况如下（单位：万元）：

科目	关联方名称	2025 年 9 月 30 日金额	2026 年 6 月 30 日金额	期间变动
其他应收款	上海复星旅游管理有限公司	60,272.96	55,626.88	-4,646.08

科目	关联方名称	2025 年 9 月 30 日金额	2026 年 6 月 30 日金额	期间变动
其他应收款	丽江复星旅游文化发展有限公司	17,308.00	0.00	-17,308.00
合计		**77,580.96**	**55,626.88**	**-21,954.08**

向上海复星旅游管理有限公司其他应收款项系原始权益人集团内部资金归集行为；向丽江复星旅游文化发展有限公司其他应收款项则已于 2026 年上半年完成清理。

（二）清理安排

截至 2026 年 6 月 30 日其他应收款余额涉及关联方归集金额为 55,626.88 万元，相关款项不重组至项目公司。

因此，上述往来款项对亚特商发持续经营不构成实质性不利影响，亚特商发不存在实质经营风险。

3.关于租赁备案。根据申报材料，本项目未办理租赁备案，在交割日之前产生的相关损失由原始权益人承担。请管理人补充说明交割日前产生损失的具体范围，是否包含因交割日前已发生事项导致项目公司于交割日后遭受的相关损失。

答复：

根据《项目公司股权转让协议》约定，就与不动产项目全部运营管理相关事项，若是基于交割日前的任何原因或情形（包括但不限于不动产项目未办理租赁登记/备案手续），导致项

目公司或受让方需向第三方（包括政府部门）缴纳任何款项、费用、税款或罚金，被要求整改，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，由转让方全部承担该等款项、费用、税款、罚金或整改成本，并赔偿项目公司及受让方所遭受的全部损失。

前述损失明确包含因交割日前已发生事项导致项目公司于交割日后遭受的相关损失——即原始权益人的赔偿义务以损失发生原因/情形是否基于交割日前作为判断标准，而非以损失实际发生时点作为限制条件。为免疑义，前述安排已在《项目公司股权转让协议》中明确约定。

同时，根据《运营管理协议》约定，运营管理机构亚特商发负责执行日常运营服务，包括租赁备案（如需）；如因运营管理机构未履行、怠于履行或未完全履行运营管理职责或协助职责，给项目公司、专项计划、不动产投资信托基金造成损失的，运营管理机构应赔偿项目公司、专项计划、不动产投资信托基金及/或委托方所遭受的全部损失（包括但不限于第三方索赔损失）。

综上，本项目交割日前产生的相关损失（包括因交割日前已发生事项导致项目公司于交割日后遭受的损失）由原始权益人承担，交割日后因运营管理机构未履职导致的损失由运营管理机构承担，前述安排具有可执行性。

4.关于财务数据更新。根据申报材料，本次申报财务数据有效期已届满。请管理人将财务数据更新至有效期内。

答复：

管理人已更新申报材料财务数据，基准日为2026年6月30日，处于规定有效期内。

（本页无正文，为关于《关于国联安复星封闭式商业不动产证券投资基金上市及太保资产-复星不动产1号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》的答复之盖章页）

基金管理人：国联安基金管理有限公司

2026年10月30日

（本页无正文，为关于《关于国联安复星封闭式商业不动产证券投资基金上市及太保资产-复星不动产1号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》的答复之盖章页）

资产支持专项计划管理人：太平洋资产管理有限责任公司

2026年10月30日