（上接 105 版）

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	5.50%	4.50%
租期外	6.50%	5.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 3%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
32.3 年	10,976.53	81,665.83	92,642.37

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =10,976.53+81,665.83=92,642.37 万元 =9.26 亿（取整）

(6)吾悦广场 P

①市场租金的确定

估价对象吾悦广场 P 位于当地核心商圈。评估人员选取了三个散铺租金可比案例，首层的市场租金区间为 240–245 元 / 平方米 / 月，具体如下：

市场租金案例选取	案例 A	案例 B	案例 C
区位	牡丹江中路	人民中路商铺	人民西路
类型	商业	商业	商业
面积（平方米）	100.00	20.00	70.00
装修情况	简装	简装	简装
交易日期	2025.12	2025.12	2025.12
交易条件	市场叫价	市场叫价	市场叫价
租金单价（元 / 月 / 平方米）	240	241	245

经过对三个租金可比案例进行比较因素修正后得到比准租金分别为 271–286 元 / 平方米 / 月，对三个比准租金取算数平均数得到估价对象商业首层专门店的市场租金为 （271+275+286）/3=277 元 / 平方米 / 月。接下来进行楼层修正，根据我们掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，估价对象专门店楼层系数、各楼层市场比准租金如下：

楼层	楼层修正	各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	55%	153
1F	100%	277
2F	75%	208
3F	50%	139
4F	45%	125

同时通过对专门店市场租金进行面积修正得到主力店的租金市场单价，主力店各楼层市场租金单价分别如下：

楼层	面积修正系数	主力店各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	76
1F	50%	139
2F	50%	104
3F	50%	69
4F	50%	62

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	5.50%	4.50%
租期外	6.50%	5.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 2%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
32.3 年	10,976.53	81,665.83	92,642.37

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =10,976.53+81,665.83=92,642.37 万元 =9.26 亿（取整）

(7)吾悦广场 Q

①市场租金的确定

估价对象吾悦广场 Q 位于当地核心商圈。评估人员选取了三个散铺租金可比案例，首层的市场租金区间为 190–203 元 / 平方米 / 月，具体如下：

市场租金案例选取	案例 A	案例 B	案例 C
区位	和平路	菱湖北路	狮秀大道
类型	商业	商业	商业
面积（平方米）	89.00	60.00	25.00
装修情况	简装	简装	简装
交易日期	2025.12	2025.12	2025.12
交易条件	市场叫价	市场叫价	市场叫价
租金单价（元 / 月 / 平方米）	203	190	171

经过对三个租金可比案例进行比较因素修正后得到比准租金分别为 163–203 元 / 平方米 / 月，对三个比准租金取算数平均数得到估价对象商业首层专门店的市场租金为 （200+203+163）/3=189 元 / 平方米 / 月。接下来进行楼层修正，根据我们掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，估价对象专门店楼层系数、各楼层市场比准租金如下：

楼层	楼层修正	各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	94
1F	100%	189
2F	65%	123
3F	50%	94
4F	45%	85
5F	40%	76

同时通过对专门店市场租金进行面积修正得到主力店的租金市场单价，主力店各楼层市场租金单价分别如下：

楼层	面积修正系数	主力店各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	60%	57
1F	60%	113
2F	60%	74
3F	60%	57
4F	60%	51
5F	60%	45

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	5.50%	4.50%
租期外	6.50%	5.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 2%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
31.2 年	9,991.16	89,536.94	99,528.11

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =9,991.16+89,536.94=99,528.11 万元 =9.95 亿（取整）

(7)吾悦广场 Q

①市场租金的确定

估价对象吾悦广场 Q 位于当地核心商圈。评估人员选取了三个散铺租金可比案例，首层的市场租金区间为 190–203 元 / 平方米 / 月，具体如下：

市场租金案例选取	案例 A	案例 B	案例 C
区位	和平路	菱湖北路	狮秀大道
类型	商业	商业	商业
面积（平方米）	89.00	60.00	25.00
装修情况	简装	简装	简装
交易日期	2025.12	2025.12	2025.12
交易条件	市场叫价	市场叫价	市场叫价
租金单价（元 / 月 / 平方米）	203	190	171

经过对三个租金可比案例进行比较因素修正后得到比准租金分别为 163–203 元 / 平方米 / 月，对三个比准租金取算数平均数得到估价对象商业首层专门店的市场租金为 （200+203+163）/3=189 元 / 平方米 / 月。接下来进行楼层修正，根据我们掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，估价对象专门店楼层系数、各楼层市场比准租金如下：

楼层	楼层修正	各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	94
1F	100%	189
2F	65%	123
3F	50%	94
4F	45%	85
5F	40%	76

同时通过对专门店市场租金进行面积修正得到主力店的租金市场单价，主力店各楼层市场租金单价分别如下：

楼层	面积修正系数	主力店各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	60%	57
1F	60%	113
2F	60%	74
3F	60%	57
4F	60%	51
5F	60%	45

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	5.50%	4.50%
租期外	6.50%	5.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 2%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
34.4 年	9,075.10	62,794.22	71,869.33

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =9,075.10+62,794.22=71,869.33 万元 =7.19 亿（取整）

(9)吾悦广场 S

①市场租金的确定

估价对象吾悦广场 S 位于当地核心商圈。评估人员选取了三个散铺租金可比案例，首层的市场租金区间为 143–169 元 / 平方米 / 月，具体如下：

市场租金案例选取	案例 A	案例 B	案例 C
区位	会龙步行街	振沙巷	1935商业街
类型	商业	商业	商业
面积（平方米）	40.00	45.00	20.00
装修情况	简装	简装	简装
交易日期	2025.12	2025.12	2025.12
交易条件	市场叫价	市场叫价	市场叫价
租金单价（元 / 月 / 平方米）	169	154	143

经过对三个租金可比案例进行比较因素修正后得到比准租金分别为 156–194 元 / 平方米 / 月，对三个比准租金取算数平均数得到估价对象商业首层专门店的市场租金为 （194+181+156）/3=177 元 / 平方米 / 月。接下来进行楼层修正，根据我们掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，估价对象专门店楼层系数、各楼层市场比准租金如下：

楼层	楼层修正	各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	88
1F	100%	177
2F	60%	106
3F	50%	88
4F	40%	71
5F	35%	62

同时通过对专门店市场租金进行面积修正得到主力店的租金市场单价，主力店各楼层市场租金单价分别如下：

楼层	面积修正系数	主力店各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	88
1F	100%	177
2F	60%	106
3F	50%	88
4F	40%	71
5F	35%	62

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	5.50%	4.50%
租期外	6.50%	5.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 2%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
31.2 年	9,991.16	89,536.94	99,528.11

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =9,991.16+89,536.94=99,528.11 万元 =9.95 亿（取整）

(8)吾悦广场 R

①市场租金的确定

估价对象吾悦广场 R 位于当地核心商圈。评估人员选取了三个散铺租金可比案例，首层的市场租金区间为 153–174 元 / 平方米 / 月，具体如下：

市场租金案例选取	案例 A	案例 B	案例 C
区位	古牧地中路	府前西路	稻香南路
类型	商业	商业	商业
面积（平方米）	200.00	40.00	399.23
装修情况	简装	简装	简装
交易日期	2025.12	2025.12	2025.12
交易条件	市场叫价	市场叫价	市场叫价
租金单价（元 / 月 / 平方米）	174	153	158

经过对三个租金可比案例进行比较因素修正后得到比准租金分别为 158–189 元 / 平方米 / 月，对三个比准租金取算数平均数得到估价对象商业首层专门店的市场租金为 （189+158+169）/3=172 元 / 平方米 / 月。接下来进行楼层修正，根据我们掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，估价对象专门店楼层系数、各楼层市场比准租金如下：

楼层	楼层修正	各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	86
1F	100%	172
2F	60%	103
3F	50%	86
4F	45%	77
5F	40%	69

同时通过对专门店市场租金进行面积修正得到主力店的租金市场单价，主力店各楼层市场租金单价分别如下：

楼层	面积修正系数	主力店各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	43
1F	50%	86
2F	50%	52
3F	50%	43
4F	50%	39
5F	50%	34

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	6.50%	5.50%
租期外	7.50%	6.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 3%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
33年	11,291.56	71,610.88	82,902.44

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =11,291.56+71,610.88=82,902.44 万元 =8.29 亿（取整）

(10)吾悦广场 T

①市场租金的确定

估价对象吾悦广场 T 位于当地核心商圈。评估人员选取了三个散铺租金可比案例，首层的市场租金区间为 238–248 元 / 平方米 / 月，具体如下：

市场租金案例选取	案例 A	案例 B	案例 C
区位	五华莲花片区	五华区龙泉路	五华丰宁片区
类型	商业	商业	商业
面积（平方米）	50.00	32.00	38.00
装修情况	简装	简装	简装
交易日期	2025.12	2025.12	2025.12
交易条件	市场叫价	市场叫价	市场叫价
租金单价（元 / 月 / 平方米）	238	248	238

经过对三个租金可比案例进行比较因素修正后得到比准租金分别为 229–246 元 / 平方米 / 月，对三个比准租金取算数平均数得到估价对象商业首层专门店的市场租金为 （246+229+231）/3=235 元 / 平方米 / 月。接下来进行楼层修正，根据我们掌握的资料以及对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，估价对象专门店楼层系数、各楼层市场比准租金如下：

楼层	楼层修正	各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	118
1F	100%	235
2F	60%	141
3F	50%	118
4F	45%	106
5F	40%	94
6F	35%	82

同时通过对专门店市场租金进行面积修正得到主力店的租金市场单价，主力店各楼层市场租金单价分别如下：

楼层	面积修正系数	主力店各楼层市场租金（元 / 月 / 平方米）
B1	50%	59
1F	50%	118
2F	50%	71
3F	50%	59
4F	50%	53
5F	50%	47
6F	50%	41

②计算项目的租期内和租期外的折现价值

资本化率采用市场法提取，主力店和专门店在租期内外采用不同的资本化率，具体如下：

资本化率	专门店	主次力店
租期内	5.50%	4.50%
租期外	6.50%	5.50%

估价对象每个租赁单元分别按租期内和租期外的收入采用上述资本化率进行折现计算后加总，根据投资性物业自身的实际情况，考虑合理的空置率为 3%。最后分别得出项目租期内和租期外折现现值如下：

收益年限	租期内租金收入折现现值（万元）	租期外租金收入折现现值（万元）	合计
30.8 年	8,994.03	80,074.25	89,068.28

③估值计算结果

估值对象市场价值 = 租期内租金收入折现现值 + 租期外租金收入折现现值 =8,994.03+80,074.25=89,068.28 万元 =8.91 亿（取整）

（3）可比公司 2025 年度投资性房地产公允价值情况比较

公司投资性房地产公允价值变动比例和租金管理收入占完工物业估值比例（收入回报率）与同行业可比公司不存在重大差异，具体如下：

证券代码	证券名称	投资性房地产账面价值（亿元）	公允价值变动损益(亿元)	占比	租金管理收入 / 完工物业估值
01109.HK	华润置地	2,948.12	58.87	2.00%	13.27%
00012.HK	恒基地产	2,761.34	1.60	0.06%	3.32%
00960.HK	龙湖集团	2,240.59	46.99	2.10%	6.75%
00688.HK	中国海外发展	2,068.36	2.72	0.13%	3.97%
01113.HK	长实集团	1,516.94	-10.99	-0.72%	4.52%
——	平均值	——	——	0.71%	6.36%
601155.SH	新城控股	1,210.69	1.41	0.12%	11.01%

注：恒基地产、长实集团币种为港币，其余公司币种为人民币

综上所述，截至 2025 年 12 月 31 日，公司投资性房地产账面价值为 1,210.69 亿元，相关公允价值系根据独立评估师评估结果确定，评估方法和关键参数的选取符合公司实际情况、市场环境及行业惯例。2025 年度，公司确认公允价值变动损益为 1.41 亿元，占公司期末投资性房地产账面价值比例为 0.12%，租金管理收入占完工物业估值为 11.01%，与同行业可比公司不存在重大差异。因此，公司投资性房地产的公允价值确认依据充分，相关确认结果具备合理性和谨慎性。

2、结合在建酒店项目近三年的预算、累计投入、工程进度的情况，说明项目是否存在长期未转固的情形，以及预计完工及开业时间、后续资金投入安排。

2023 年、2024 年和 2025 年末，公司在建酒店项目包括苏州酒店和昆明安宁酒店。截至 2025 年 12 月 31 日，该等项目尚未完工。该等项目过去三年的基本情况如下：

2025年	预算(亿元)	累计投资（亿元）	工程进度	预计完工时间及开业时间
苏州酒店项目	8.79	7.31	83%	2027年
安宁酒店项目	4.94	4.50	91%	2027年
2024年	预算(亿元)	累计投资（亿元）	工程进度	预计完工时间及开业时间
苏州酒店项目	8.79	6.97	79%	2027年
安宁酒店项目	4.94	4.49	91%	2027年
2023年	预算(亿元)	累计投资（亿元）	工程进度	预计完工时间及开业时间
苏州酒店项目	8.79	6.77	77%	2027年
安宁酒店项目	4.94	4.42	89%	2027年

注：①以上预算和累计投资均不包含土地使用权；②苏州酒店项目和安宁酒店项目分别包含两个酒店品牌，预计为星俪岚和星俪恒酒店品牌。

2023 年至 2025 年期间，公司全力保障各年度交付目标及吾悦广场开业计划的顺利实施，实现企业安全稳定的经营。三年间，公司累计竣工开业 42 座吾悦广场，累计完成交付超 27.8 万套物业，完成保交付任务。基于整体经营安排及资金资源统筹考虑，公司阶段性优先保障交付项目及商业运营项目投入，在建酒店的建设节奏相对谨慎，建设周期较长。截至 2025 年期末，苏州酒店项目土建、外立面幕墙工程已完成，机电、市政水电气网络、电梯安装调试工作接近完成，剩余未完成的主要为酒店内部装修和景观工程，其中硬装和景观完工度 60%，软装工程完工度相对较低，于 2023 年 –2025 年间，苏州酒店主要投入了内部装修和景观的少量建设；昆明安宁酒店土建、外立面幕墙、机电、市政水电气网、电梯和景观等工程均已完成或接近完成，主体工程已通过验收，内部装修硬装工程接近完工，但软装工程完工度约为 50%，2023 年 –2025 年间，昆明安宁酒店主要投入了部分楼层的少量建设。因此，该等酒店项目未转固系因为其尚未达到预定可使用状态，公司不存在长期未转固的情形，后续将视资金情况有序推进相关酒店的完工和开业。

3、结合商业地产市场供需状况、周边可比项目租金水平变化等，评估投资性房地产及在建酒店是否存在减值迹象，相关会计处理是否符合《企业会计准则》的规定。

中国商业综合体行业正逐步由增量扩张向存量深耕转变。2025 年，中国社会消费品零售总额首次突破 50 万亿元大关。与此同时，商业地产开发投资及新增商业供应有所放缓。国家统计局数据显示，2025 年全国房地产开发投资完成 82,788 亿元，同比下降 17.2%，其中商业营业用房投资 5947 亿元，下降 14.0%。根据全联房地产商会商业地产工作委员会与 RET 睿意德联合发布的报告，2025 年全国新开集中商业仅 300 余座，同比下滑近三成，创十年新低，行业正式迈入存量时代。整体来看，2025 年商业地产市场呈现新增供给放缓、存量运营深化、消费体验升级的特点，二三线城市及新兴城市商业需求仍保持一定韧性，社区型商业及区域型综合体需求显著增加。

公司已开业在营的吾悦广场大多数位于三四线的潜力城市群，具备如下优势：

（1）布局优势和品牌效应

潜力城市目前市场容量通常只能容纳少量现代化购物中心。吾悦广场凭借“住宅 + 商业”模式已在大量核心地段提前布局，其开业后竞争对手的入场成本极高，使得吾悦广场在区域内取得了先发优势。在潜力城市，吾悦广场往往不仅是购物场所，还承载了社交、亲子、文化、政务活动等多重功能，深度嵌入城市发展脉络。同时作为当地唯一或首屈一指的大型综合体，吾悦广场在品牌引入上具备“首店效应”，各品牌首店进入当地市场时吾悦广场往往能成为选址首选或唯一选择。这种城市级战略定位，使吾悦广场在租金议价、品牌落位、运营活动排期上拥有较强话语权及主导权。

（2）潜力城市在经济波动周期中的消费韧性

经济波动期往往伴随就业压力增大，一线城市消费者面对压力可能减少大额支出，转向小额享乐消费，甚至出现大城市人口“返乡避险”趋势。而在潜力城市群，吾悦广场提供的包含餐饮、亲子、观影、超市等“家庭一站式消费场景”已成为居民日常生活的刚需，具有一定消费粘性和抗跌性；同时返乡人群带回潜力城市的购买力，也会首选以吾悦广场为代表的标杆购物中心作为消费场景，使得吾悦广场的客流与租金在经济波动周期中表现更稳定。潜力城市居民整体负债率相对较低，生活压力相对较小，居民可支配收入中用于日常消费的比例相对更高，可能具备更强的消费信心、消费韧性和消费能力，对以吾悦广场为代表的潜力城市群标杆购物中心的经营业绩形成一定支撑。

针对公司投资性物业房地产前十大项目及公允价值变动收益金额前十大项目，公司结合区域商业市场情况、周边竞品格局、项目运营情况及租金水平变化等因素进行了分析，具体如下：

(1)公司投资性物业房地产前十大项目大部分集中在江苏省，共有 6 个项目，另外 4 个项目分别位于浙江、陕西、山西和海南地区。

①常州地区项目

公司位于常州的项目包括吾悦广场 B、吾悦广场 I 及吾悦广场 D，分别位于武进区、天宁区及钟楼区核心区域。

常州市已形成“一心，二副”的商圈格局，其中“一心”为中心城区商圈，包括延陵西路及天宁钟楼片区；“二副”为新北商圈与武进商圈，为常州目前主要的两大城市副商业中心。中心商圈除传统商业区外，近年来进一步形成了新核心商圈及东部商圈，主要商业项目包括钟楼区的吾悦国际广场、九洲新世界、龙湖天街，天宁区的天宁吾悦广场、万象城，以及武进区的湖塘吾悦、武进万达、新北区的新北万达、环球港及飞龙吾悦等。上述区域商业物业整体成熟度较高，主要商业租金水平多在 150–450 元 / 平方米 / 月，出租率大多在 85–98% 之间。

其中，吾悦广场 B 和吾悦广场 I 目前租金水平保持稳定，不存在减值风险 。吾悦广场 D 2025 年为应对市场竞争，进行品牌升级，招商上为引入高级次品牌，主动调改降租；同时 2025 年进行了负一楼超市和六楼的专项改造，改造期间给予相关租户租金收入的减免，导致 2025 年租金收入有一定的下降，而从市场环境看，常州当地商业的租金水平未发生明显变化，租期外的市场租金水平未进行重大调整，因此吾悦广场 D 因目身调改而导致租金收入的下降，造成公允价值也有一定幅度的下降。

②苏州地区项目

苏州商业市场整体运营情况较好，购物中心整体空置率保持在较低水平。主要商圈包括金鸡湖（工业园区）湖西、湖东商圈、狮山商圈及姑苏区观前街等传统商圈。其中，金鸡湖湖西、湖东商圈的中高端商业首层租金在 180–450 元 / 平方米 / 月，狮山商圈在 170–250 元 / 平方米 / 月，姑苏区观前街等传统商圈在 120–200 元 / 平方米 / 月之间。

吾悦广场 A 位于苏州市相城区相城大道，处于苏州高铁新城核心区，依托高铁站的辐射及周边住宅客群，在吸引外来及通勤客流以及周边住宅小区消费人流方面具备一定优势。项目周边直接竞品相对有限，整体竞争压力较小。2025 年，吾悦广场 A 租金水平稳定且具有一定增幅，不存在减值风险。

③南京地区项目

南京商业市场总体运营稳健，核心商圈商业活跃度较高。主要商圈包括新街口商圈、河西商圈、百家湖商圈、城南商圈及城北商圈等。其中，新街口等核心商圈首层有效租金约 300–580 元 / 平方米 / 月，零售物业市场整体空置率保持在较低水平。

吾悦广场 C 位于建邺区江东中路，属河西商圈核心区，周边存在河西金鹰世界和建邺万达广场等成熟商业项目，区域竞争相对充分。除河西金鹰世界因高端定位租金水平较高外，其余竞品平均租金多在 150–450 元 / 平方米 / 月之间。南京建邺吾悦广场依靠其独特室内秦淮水街等网红打卡点引流，招商上采取首店战略，以及与其他竞争对手保持客群的定位差异化策略，租金基本维持稳定，不存在减值风险。

④温州地区项目

温州商业市场整体保持平稳，核心商圈主要包括鹿城区商圈以及瓯海、龙湾、永嘉等区域商圈。区域内商业高端消费相对集中，主要商业项目租金水平整体较为稳定。

吾悦广场 E 位于温州市龙湾区上江路，属于温州东部核心商圈，周边主要的商业竞品有印象城 MEGA 和滨江万象城。其中，滨江万象城因高端定位租金水平相对较高，平均在 180–350 元 / 平方米 / 月之间，其与吾悦广场 E 在部分业态及客群定位方面存在一定重合，对项目形成一定竞争压力。

受区域市场竞争及线上消费发展等因素影响，2025 年温州商业市场整体租金存在一定波动，吾悦广场 E 2025 年形成小额公允价值变动损失。公允价值变动损失主要是因为 2025 年的租金管理收入较 2024 年有所减少，其他评估参数没有重大的变化。但项目整体出租率及经营情况仍保持稳定，未出现持续性重大不利变化，长期不存在减值风险。

⑤西安地区项目

西安商业消费市场整体保持较好增长态势，主要商圈包括小寨核心商圈、南门商圈、曲江商圈、高新商圈及西咸 / 行政中心商圈。由于行政中心、西咸加速分流老城客群，城市商业趋势由北拓西进。

吾悦广场 F 位于西安市未央区，属于西咸商圈，紧邻地铁五号线阿房宫南站，客群以周边居住人口和地铁通勤客流为主。作为已运营 5 年的成熟项目，出租率及租金较稳定，周边直接竞品仅西咸万象城，但其定位相对更高端，西咸吾悦更贴近社区型的购物及消费需求，与周边竞品形成一定差异化。吾悦广场 F 在 2025 年租金保持稳定并同比有一定增长，不存在减值风险。

⑥太原地区项目

2025 年的商业市场总体稳中向好，网络零售及文旅类消费增长较快，主要商圈包括亲贤 – 长风核心商圈、柳巷及钟楼街老城商圈，以及下元、河西等新兴商圈其中，亲贤 – 长风核心商圈处于市区中心位置，租金较高，商圈内优质商业首层租金水平约为 120–250 元 / 平方米 / 月。

吾悦广场 G 位于万柏林区，于 2024 年 4 月开业，位于河西下元的核心商圈，周边主要竞品相对有限，主要竞品为公元时代城购物中心。吾悦广场 G 于 2024 年开业，整体风格及商业定位较高，硬件条件较好，依托摩天轮、晋商街、梦幻儿童乐园等文旅业态，与传统的购物中心进行差异化竞争，租金收入增长迅速，且呈一定的持续增长态势，2025 年出现小额的公允价值变动收益，其他评估参数没有重大的变化。

⑦海口地区项目

2025 年，海口商业市场受海南自贸港政策、离岛免税政策及文旅消费增长等因素带动，整体消费市场保持活跃。海口商圈呈现“东西双核、多极分散”的结构，核心商业集中于城市东侧的国贸商圈，西侧及外围则以文旅、社区型商业为主。

吾悦广场 H 位于海口市龙华区迎宾大道，属于椰海商圈核心，距高铁海口东站约 600 米，周边高端住宅密集，总体运营情况较好，周边主要竞品为龙湖海口天街。项目依托区域社区与高校客群红利，以“家庭 + 年轻潮流”为差异化定位，经营上坚持“首店经济、餐饮矩阵”为举措，整体出租率及经营情况仍保持稳定，不存在减值风险。

⑧昆山地区项目

昆山商业市场整体消费能力较强，新增商业供应相对有限。昆山商圈主要包括城东、城西、城北、城中 / 市中心、城南五大商圈。

吾悦广场 J 位于昆山市长江南路，紧邻昆山中环，属于城南核心商圈，周边住宅小区密集，且临近高铁站，客群基础较好。

区域内主要的商业竞品有天虹购物中心，区域商业租金整体处于 60–370 元 / 平方米 / 月区间。其中，天虹购物中心主要以亲子娱乐及体验类业态为主，吾悦广场 J 则以亲子、社区型商业及生活服务为主，与天虹形成错位竞争。2025 年，吾悦广场 J 租金收入整体保持稳定，不存在减值风险。

(2) 公司投资性物业公允价值变动收益前十大项目相对比较分散，江苏省有 2 个项目，陕西、内蒙古、浙江、辽宁、安徽、新疆、贵州和云南各 1 个项目。

①汉中地区项目

汉中市是陕南区域中心城市，消费市场整体保持较好增长态势，商圈主要包括中心商圈、钟楼商圈、滨江新区商圈等。

吾悦广场 K 位于汉中市汉台区滨江西路，地处滨江新区核心。项目周边主要商业项目以传统百货及区域型商业为主，与吾悦广场在业态结构及经营模式方面存在一定差异，整体竞争压力相对有限。作为区域内较成熟的大型商业综合体，吾悦广场 K 整体运营情况较好，出租率及租金水平保持稳定。

2025 年，吾悦广场 K 租金管理收入同比增长了 10.53%，增长较快，自身收入的快速增加导致公允价值增加，其他评估参数没有重大的变化。

②包头地区项目

包头市是内蒙古工业重镇和区域消费中心，商业商圈主要包括昆都仑区商圈、东河区商圈和九原区商圈等，商业分布较零散，大型综合体较少，而昆都仑区商圈为包头核心商圈，商圈内主要的商业即吾悦广场 L，周边多为学校和社区，对周边人流具有较大的吸引力，周边主要竞品为青山万达广场和包头印象城，项目确立“年轻 + 潮流 + 首店”的差异化核心定位，整体竞争压力相对有限。

2025 年，吾悦广场 L 租金管理收入同比增长了 13.25%，自身收入快速增加导致公允价值增加，其他评估参数没有重大的变化。

③宁波地区项目

宁波商业市场整体消费能力较强，商业商圈主要包括骆驼商圈、庄市商圈及镇海新城商圈等。吾悦广场 M 位于宁波市镇海区核心商圈，区域内商业综合体数量相对有限。项目周边商业体定位于社区型配套商业，与吾悦广场 M 在业态定位及客群方面存在一定差异，整体竞争压力相对有限。

2025 年，吾悦广场 M 租金管理收入同比增长了 15.15%，自身收入快速增加导致公允价值增加，其他评估参数没有重大的变化。

④沈阳地区项目

沈阳是辽宁省的省会和重点城市，主要商圈有中街商圈、铁西商圈和金廊 – 五里河商圈。总体商业格局来看，购物中心业态表现亮眼，而传统百货、专卖店承压明显，反映消费场景向体验式、一站式消费加速转型。

吾悦广场 N 位于沈阳市沈北新区蒲河路，靠近地铁 2 号线蒲河路站，项目周边消费人群众多，具有 24 所高校和大量成熟社区。周边主要竞品有沈北万达广场、积家购物中心等，但由于地理位置和业态的原因，竞品对吾悦广场 N 的竞争较为有限，吾悦广场 N 在区域范围内有一定的租金溢价能力及租金定价权。

吾悦广场 N 2025 年公允价值变动增加主要因为收入增长较快，2025 年吾悦广场 N 租金管理收入同比增长了 14.68%，自身收入快速增加导致公允价值增加，其他评估参数没有重大的变化。

⑤连云港地区项目

连云港为江苏省下辖地级市，商圈主要按区级分布，主要有海州区、连云区、赣榆区等商圈，其中海州区为市级核心商圈，连云港商业主要集中于此区域。

吾悦广场 O 位于海州区秦东门大街，属海州经济开发区，是海州区南部核心商业地标，周边有多个成熟社区，常住人口密集。在吾悦广场 O 周边 3 公里范围内，无有效竞品，吾悦广场竞争优势明显，租金逐年提升。

吾悦广场 O 2025 年公允价值变动增加主要因为收入增长较快，2025 年吾悦广场 O 租金管理收入同比增长了 11.35%，自身收入快速增加导致公允价值增加，其他评估参数没有重大的变化。

⑥启东地区项目

启东市为江苏省南通市下辖县级市，商业商圈主要包括城南新城商圈、老城区商圈和城西商圈。吾悦广场 P 位于当地核心商业区域，属于当地规模较大，业态租户较为完整的综合性购物中心。周边竞品主要有文峰大世界，由于体量、品牌、业态等原因，周边竞品对吾悦广场 P 形成的竞争压力相对有限。

吾悦广场 P 2025 年公允价值变动增加主要因为收入增长较快，2025 年吾悦广场 P 租金管理收入同比增长了 6.43%，自身收入快速增加导致公允价值增加，其他评估参数没有重大的变化。

⑦安庆地区项目

安庆市为安徽省下辖的地级市，商业市场整体保持平稳增长，主要商圈包括人民路商圈等传统商业区域。吾悦广场 Q 位于迎江区菱湖南路，紧邻菱湖公园，地处新老城区交界核心，是安庆商业地标与皖西南体验式综合体标杆，周边 3 公里覆盖 56.8 万常住人口，辐射周边六县一市近 600 万人口。

周边主要竞品为以城区传统百货及周边社区商业为主，整体竞争压力相对有限。吾悦广场 Q 2025 年公允价值变动增加一方面主要因为收入增长较快，2025 年吾悦广场 Q 租金管理收入同比增长 5.92%，自身收入快速增加导致公允价值增加。另外一方面是因为周边市场比准租金有小幅增长，导致公允价