

中信建投证券股份有限公司
关于
海南海汽运输集团股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金一次
反馈意见回复
之
专项核查意见

独立财务顾问



二〇二三年四月

上海证券交易所：

中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）于2022年10月31日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（222474号）（以下简称《一次反馈意见》）已收悉。中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为海南海汽运输集团股份有限公司（以下简称“海汽集团”或“上市公司”）发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的独立财务顾问，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就《一次反馈意见》所列问题逐条进行了认真核查，现将核查情况回复如下，请予审核。

在本核查意见中，所述的简称或名词的释义均与《海南海汽运输集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》（以下简称“《重组报告书》（修订稿）”）中相同。

本核查意见所涉数据的尾数差异或不符系四舍五入所致。

目 录

问题 1	3
问题 2	53
问题 3	57
问题 4	60
问题 5	67
问题 6	85
问题 7	92
问题 8	99
问题 9	107
问题 10	112
问题 11	115
问题 12	118
问题 13	127
问题 14	130
问题 15	130

问题1

申请文件显示，1) 本次交易采用收益法评估结果作为评估结论，评估增值率1,301.04%。2) 海南旅投免税品有限公司（以下简称海旅免税或标的资产）预测期各板块营业收入高于报告期并保持高速增长。3) 预测期销售费用、管理费用占营业收入的比重与报告期存在一定差异。4) 2023—2025年追加资本预计不低于4亿元/年。5) 折现率取值为11.11%—11.52%之间，目标资本结构中权益占比较高。请你公司：1) 补充披露预测期标的资产各板块营业收入的预测依据、测算过程、增长情况及合理性。2) 补充披露预测期综合毛利率与各板块毛利率的具体情况及其预测依据，是否与报告期存在显著差异，是否与同行业可比公司存在显著差异，如是，说明原因及合理性。3) 补充披露预测期销售费用、管理费用、财务费用等期间费用的预测依据及测算过程，与报告期存在差异的原因及合理性。4) 补充披露追加资本金额的具体测算依据及合理性，是否与业绩增长相匹配。5) 结合可比交易案例情况，补充披露折现率取值的合理性，以及预测期目标资本结构与报告期资本结构存在较大差异的原因及合理性。6) 结合行业政策与格局、新冠疫情影响、供应商供货能力、标的资产竞争优势、经营发展规划、2022年前三季度经营成果、可比交易案例等情况，补充披露业绩预测是否具有可实现性，评估是否充分遵循谨慎性原则，本次交易评估增值的合理性、交易作价的公允性，是否有利于保护上市公司及中小投资者权益，并就影响较大的指标（如营业收入、毛利率、折现率等）对评估的影响进行敏感性分析。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露预测期标的资产各板块营业收入的预测依据、测算过程、增长情况及合理性

报告期内，标的资产的主营业务包括免税业务、完税业务、联营业务和跨境电商及其他业务。免税业务、完税业务和联营业务由标的资产全资子公司海旅免税城运营，跨境电商及其他业务由标的资产控股子公司海旅黑虎运营。除前述业务外，标的公司华庭项目已进行装修、招商等工作，因此预测期营业收入增加了华庭项目收入。标的资产各业务板块收入预测情况具体如下：

单位：万元

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
免税业务	营业收入	176,870.26	273,579.85	429,605.12	524,138.00	640,636.06	744,218.13	854,379.41	854,379.41
	增长率	93295.57%	54.68%	57.03%	22.00%	22.23%	16.17%	14.80%	0.00%
完税业务	营业收入	54,411.55	58,300.32	62,402.17	65,864.10	69,422.87	73,211.14	77,039.24	77,039.24
	增长率	139599.43%	7.15%	7.04%	5.55%	5.40%	5.46%	5.23%	0.00%
联营业务	营业收入	1,984.36	3,550.74	5,801.00	7,494.29	8,618.43	9,911.20	10,902.32	10,902.32
	增长率	18812.74%	78.94%	63.37%	29.19%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%
黑虎业务	营业收入	9,716.81	2,189.51	3,003.40	3,260.40	3,528.19	3,828.19	4,164.41	4,164.41
	增长率	806.49%	-77.47%	37.17%	8.56%	8.21%	8.50%	8.78%	0.00%
华庭项目	营业收入	/	/	3,696.00	12,294.10	19,500.00	21,678.00	24,125.00	24,125.00
	增长率	/	/	/	232.63%	58.61%	11.17%	11.29%	0.00%

注：海旅免税城于2020年12月底开业，故2021年的增长率较高。

（一）各板块营业收入的预测依据、测算过程、增长情况

1、免税业务

（1）免税业务收入测算过程、增长情况

海旅免税的免税商品销售模式主要为直销，包括线下海旅免税城和线上商城（微信小程序、APP等）两种渠道，即为线上免税和线下免税业务。海旅免税的免税业务板块报告期和预测期的收入情况如下表所示：

单位：万元

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后	
免税业务	线上	收入	35,800.41	95,346.51	143,761.11	183,031.82	233,310.61	277,195.24	318,774.53	318,774.53
		增长率	-	166.33%	50.78%	27.32%	27.47%	18.81%	15.00%	0.00%
	线下	收入	141,069.84	178,233.34	285,844.01	341,106.18	407,325.45	467,022.89	535,604.88	535,604.88
		增长率	74391.32%	26.34%	60.38%	19.33%	19.41%	14.66%	14.68%	0.00%
	小计	收入	176,870.26	273,579.85	429,605.12	524,138.00	640,636.06	744,218.13	854,379.41	854,379.41
		增长率	93295.57%	54.68%	57.03%	22.00%	22.23%	16.17%	14.80%	0.00%
占主营业务收入比例		72.79%	81.03%	85.15%	85.50%	86.37%	87.26%	88.02%	88.02%	

①线上业务测算过程、增长情况

海旅免税在深耕海旅免税城线下销售业务的同时，积极发展电商运营，于

2021年1月25日正式上线海旅线上官方商店，作为免税线下商城的有效补充，推动海旅免税城快速成长，提高企业知名度和用户数。

线上业务收入主要由香化、电子构成，占线上业务收入的比例约90%。相关业务收入预测情况如下：

单位：万元

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
香化	销售收入	106,252.00	138,127.60	179,565.88	215,479.06	247,800.91	247,800.91
	增长率	60.00%	30.00%	30.00%	20.00%	15.00%	0.00%
电子	销售收入	35,812.00	42,974.40	51,569.28	59,304.67	68,200.37	68,200.37
	增长率	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%

报告期内，上述线上业务增长率如下：

单位：万元

项目	2021年			2022年		
	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
香化	18,419.29	51.45%	-	62,583.82	65.64%	239.77%
电子	15,886.53	44.38%	-	29,787.62	31.24%	87.50%

②线下业务测算过程、增长情况

线下免税方面，海旅免税城整体经营面积达9.5万平方米，引进、经营超过1,010个国际知名品牌，涵盖了手表、首饰、箱包、香水、化妆品、电子产品、进口酒等45大类免税商品，是集免税购物、含税购物、餐饮娱乐于一体的高端旅游零售综合体。

线下业务收入主要由香化、服饰、配饰、箱包、电子、酒水、珠宝构成，占线下业务收入的比例约90%。相关业务收入预测情况如下：

单位：万元

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
香化	销售收入	217,479.00	260,974.80	313,169.76	360,145.22	414,167.01	414,167.01
	增长率	60.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%
配饰	销售收入	21,851.00	26,221.20	31,465.44	36,185.26	41,613.04	41,613.04
	增长率	50.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%
服饰	销售收入	17,152.00	20,582.40	24,698.88	28,403.71	32,664.27	32,664.27

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	增长率	150.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%
箱包	销售收入	7,710.00	9,252.00	11,102.40	12,767.76	14,682.92	14,682.92
	增长率	100.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%
电子	销售收入	13,396.00	14,065.80	14,769.09	15,507.54	16,282.92	16,282.92
	增长率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	0.00%
酒水	销售收入	12,679.00	15,214.80	18,257.76	20,996.42	24,145.89	24,145.89
	增长率	80.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%
珠宝	销售收入	7,298.00	8,757.60	10,509.12	12,085.49	13,898.31	13,898.31
	增长率	50.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	0.00%

报告期内，上述线下业务增长率如下：

单位：万元

项目	2021年			2022年		
	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
香化	84,582.52	59.96%	193578.42%	129,780.35	72.81%	53.44%
配饰	13,706.38	9.72%	422003.85%	14,285.29	8.01%	4.22%
服饰	4,489.65	3.18%	56458.24%	6,523.69	3.66%	45.31%
箱包	1,943.61	1.38%	65189.63%	3,689.28	2.07%	89.82%
电子	24,709.76	17.52%	19465.98%	12,719.85	7.14%	-48.52%
酒水	5,204.47	3.69%	257504.70%	5,920.85	3.32%	13.76%
珠宝	5,636.25	4.00%	184036.50%	4,848.20	2.72%	-13.98%

(2) 免税业务预测依据

海旅免税线上线下免税业务系根据报告期各类商品收入增长情况，结合深耕香化品类、提升高端精品、减少低毛利电子产品的经营规划及品牌拓展计划，参考海南省历史及预测游客数量、海南离岛免税市场预测规模及同行业可比公司历史经营数据进行预测。

①报告期内免税业务高速发展趋势，形成品牌销售基础

免税业务板块各品类商品的销售金额、销售占比及增长率如下表所示：

单位：万元

项目	2021年	2022年
----	-------	-------

	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
香化	103,001.82	58.24%	235755%	192,364.17	70.31%	86.76%
配饰	14,001.76	7.92%	176287%	14,656.46	5.36%	4.68%
服饰	4,490.21	2.54%	138181%	6,545.69	2.39%	45.78%
箱包	1,983.74	1.12%	66538%	3,855.11	1.41%	94.34%
百货	1,488.39	0.84%	859613%	1,795.13	0.66%	20.61%
电子	40,596.28	22.95%	32045%	42,507.48	15.54%	4.71%
其他	11,327.49	6.40%	222828%	11,875.19	4.34%	4.84%
合计	176,870.26	100.00%	93295.57%	273,579.85	100.00%	54.68%

海旅免税城的销售商品以香化为主，报告期内销售占比分别为58.24%和70.31%。2022年，在海旅免税城闭店57天的情况下，海旅免税的免税板块的香化、服饰、箱包品类仍实现同比增长86.76%、45.78%、94.34%，免税业务整体同比增长率达54.68%，海旅免税的免税业务处于快速发展阶段。本次标的公司线上线下免税业务的增长率系在报告期历史业绩的基础上进行预测。

②离岛免税市场高速发展，为海旅免税快速发展提供容量充足的市场环境

2012至2019年，海南离岛免税销售额稳步增长。2020年以来，国际旅游市场受到出入境防控限制，使得我国消费者的海外奢侈品等消费向国内转移。同年，离岛旅客每年每人免税购物额度由3万元调整至10万元，直接推动了我国离岛免税行业的迅速增长。2020年海南离岛免税销售额激增为274.79亿元，同比增长103.67%，2021年销售额为494.70亿元，同比增长80.03%，2012至2021年期间年复合增长率为48.16%。

根据中国中免H股招股说明书和弗若斯特沙利文行业研究报告，中国离岛免税行业规模将于2026年增长至2,432亿元，2023-2026年的复合增长率将达到32.82%。离岛免税市场高速发展，为海旅免税高速发展提供容量充足的市场环境。标的公司线上线下免税业务的增长率亦参考了海南离岛免税市场预测数据，并以低于海南离岛免税市场增长率水平进行预测。

项目	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
离岛免税行业规模（亿元）	496	349	1,038	1,420	1,882	2,432

项目	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
增长率	-	-29.45%	197.42%	36.80%	32.54%	29.22%
海旅免税线上免税收入(万元)	35,800.41	95,346.51	143,761.11	183,031.82	233,310.61	277,195.24
增长率	-	166.33%	50.78%	27.32%	27.47%	18.81%
海旅免税线下免税收入(万元)	141,069.84	178,233.34	285,844.01	341,106.18	407,325.45	467,022.89
增长率	74391.32%	26.34%	60.38%	19.33%	19.41%	14.66%

注：1、2021年和2022年离岛免税行业规模数据来源为海口海关发布的离岛免税购物金额数据。

2、2023年-2026年预离岛免税行业规模数据来源为中国中免公告的H股招股说明书、弗若斯特沙利文行业研究报告。

此外，中国中免经营离岛免税业务多年，为目前最主要的离岛免税业务主体，2015年-2022年其免税商品的复合增长率为18.24%，剔除疫情因素影响，2015年-2019年免税商品的复合增长率为54.42%，标的公司线上线下免税业务预测亦参考了中国中免免税业务收入增长情况，本次预测以低于同行业可比公司增长率水平进行预测。

单位：亿元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	
免税商品	收入	80.57	87.80	148.61	332.27	458.18	323.61	429.36	260.32
	增长率	-	8.97%	69.25%	123.59%	37.89%	-29.37%	32.68%	-39.37%
	复合增长率								18.24%

③持续丰富品牌品类、商品结构、优化销售策略促进收入持续增长

截至2023年3月末，海旅免税城的品牌数目为1,010个，2023年1-3月SKU数目为109,484个。

单位：个

项目	2021年末 /2021年度	2022年末 /2022年度	2023年3月末 /2023年1-3月
品牌数目	806	972	1,010
SKU数目	55,059	84,672	109,484

SKU: Stock Keeping Unit (库存量单位)，引申为产品统一编号的简称，每种产品均对应唯一的SKU号

品牌方面，海旅免税加大品牌招商力度，截至2023年3月累计引进品牌1,010个，同时加大差异化品牌端的引进力度，其中Tasaki、Marni、Fred、Etro、Hublot、

Schaffrath、Gucci彩妆、Burberry彩妆、Christian Louboutin彩妆、SENSAI、est等250多个品牌系首次或独家进驻离岛免税市场。海旅免税实施品牌差异化经营策略，很好的满足广大游客和本岛居民多样化时尚化的消费需求。此外在海旅免税城五楼打造了“潮牌空间“概念，引进了年轻人喜爱的欧美、日韩及国潮品牌，能够更好的服务年轻消费客群。同时，海旅免税与众多高奢侈品牌正在接触洽谈中，品牌丰富程度将进一步提升。

SKU方面，海旅免税持续丰富SKU，品牌SKU数量稳步增长，同时海旅免税亦不断优化产品SKU，实行优胜劣汰。

商品结构方面，海旅免税深耕香化品类，截至2023年3月，线上香化品牌数量达179个，位列同行第一；同时不断引进高毛利的精品品类商品，与Cartier、Prada、Omega、Chanel、Longines、Versace、Gucci、Valentino、Tods、Givenchy、Roger Vivier、Tiffany等高奢侈品牌正在接触洽谈中。

根据海旅免税深耕香化、提升精品占比的经营策略以及品牌拓展计划，预测免税业务香化以及配饰、服饰、箱包等精品类商品具有较高增长率。

④依托海南三亚旅游市场的恢复，稳步提高客流量、交易人数

2023年1-3月，海南省接待游客数量、三亚市接待过夜游客数量分别为2,863.68万人次、751.80万人次，同比增长28.20%和33.22%。根据弗诺斯特沙利文研究报告，2026年海南的旅客规模将达到1.6亿人次，2023年-2026年海南的旅客规模的复合增长率为13.70%。海南旅游市场的逐步恢复，为海南免税市场提供充足的客源。

单位：万人次

项目	2021年	2022年	2023年1-3月
海南省	8,100.43	6,003.98	2,736.95
三亚市	2,162.04	1,314.79	751.81

数据来源：海南省旅游和文化广电体育厅

海旅免税城2023年1-3月的线下客流量和交易人数分别为111.99万人次、31.41万人次，同比增长40.14%和27.71%。2021年、2022年、2023年1-3月，海旅免税城客流量占三亚市接待过夜游客数量的比例分别为9.21%、13.81%、14.90%，

其客流量占三亚市接待过夜游客数量逐步提升。

单位：万人次

项目	2021年	2022年	2023年1-3月
客流量	199.03	181.53	111.99
交易人数	40.05	50.97	31.41

注：海旅免税城2022年4月线下门店闭店14天，8月和9月线下门店闭店43天。

根据2023年-2026年海南的旅客规模增长情况，标的公司免税业务客流量的增长率系参考历史客流量水平、海南旅客规模预测情况，并以低于海南旅客增长率水平进行预测，具体参见“（二）营业收入预测合理性分析”之“4、客流量、转化率、客单价等预测数据低于行业预测水平”之“客流量”。

单位：万人次

项目	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
海南旅客规模	8,100.43	6003.98	11,111	12,920	14,710	16,340
增长率	-	-25.88%	85.06%	16.28%	13.85%	11.08%
2022-2026复合增长率						28.44%
2023-2026复合增长率						13.72%

注：2021年-2022年数据来源海南省旅游和文化广电体育厅，2023-2026年数据来源为中国中免公告的H股招股说明书、弗若斯特沙利文行业研究报告。

综上，本次评估结合海旅免税城历史年度经营情况并分析海南省及三亚市游客数量的变动趋势，结合标的资产所处的发展阶段、现有商品结构、未来业务规划、行业发展情况及同行业可比公司增长情况等进行免税业务收入预测。

2、完税业务

（1）完税业务收入测算过程、增长情况

海旅免税完税业务的销售模式主要为直销，包括线下海旅免税城和线上商城两种渠道。海旅免税的完税业务板块报告期和预测期的收入情况如下表所示：

单位：万元

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
完税业	线上	收入	53,127.68	56,885.41	59,790.89	62,730.56	65,819.30	69,067.04	72,480.73
		增长率	-	7.07%	5.11%	4.92%	4.92%	4.93%	4.94%
	线下	收入	1,283.87	1,414.92	2,611.28	3,133.54	3,603.57	4,144.10	4,558.51

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后	
务	增长率	3196.28%	10.21%	84.55%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%	
	小计	收入	54,411.55	58,300.32	62,402.17	65,864.10	69,422.87	73,211.14	77,039.24	77,039.24
		增长率	-	7.15%	7.04%	5.55%	5.40%	5.46%	5.23%	0.00%
占主营业务收入比例		22.39%	17.27%	12.37%	10.74%	9.36%	8.58%	7.94%	7.94%	

①线上业务测算过程、增长情况

完税线上业务主要为会员购业务，该业务于2021年8月上线，是海南离岛免税业务的延伸，主要产品为香化和电子，占线上业务收入的比例约90%，相关业务收入预测情况如下：

单位：万元

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
香化	销售收入	53,485.00	56,159.25	58,967.21	61,915.57	65,011.35	65,011.35
	增长率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	0.00%
电子	销售收入	6,040.00	6,221.20	6,407.84	6,600.07	6,798.07	6,798.07
	增长率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	0.00%

报告期内，上述线上业务增长率如下：

单位：万元

项目	2021年			2022年		
	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
香化	48,724.17	91.71%	-	50,230.08	88.30%	3.09%
电子	3,515.80	6.62%	-	5,645.26	9.92%	60.57%

②线下业务测算过程、增长情况

海旅免税线下完税商品通过海旅免税城销售和开设海旅会员店的方式进行销售。线下业务收入主要由服饰、食品和酒水构成，占线下业务收入的比例约90%，相关业务收入预测情况如下：

单位：万元

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
服饰	销售收入	1,014.00	1,216.80	1,399.32	1,609.22	1,770.14	1,770.14
	增长率	50.00%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%
食品	销售收入	462.00	554.40	637.56	733.19	806.51	806.51

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	增长率	50.00%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%
酒水	销售收入	914.00	1,096.80	1,261.32	1,450.52	1,595.57	1,595.57
	增长率	200.00%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%

报告期内，上述线下业务增长率如下：

单位：万元

项目	2021年			2022年		
	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
服饰	407.29	31.72%	7505.74%	671.87	47.48%	64.96%
食品	453.98	35.36%	3322.76%	305.12	21.56%	-32.79%
酒水	113.17	8.82%	1586.23%	299.61	21.17%	164.73%

(2) 完税业务预测依据

完税业务板块各品类商品的销售金额、销售占比及增长率如下表所示：

单位：万元

项目	2021年			2022年		
	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
香化	48,799.54	89.69%	853676%	50,230.33	86.16%	2.93%
配饰	61.46	0.11%	1439%	44.67	0.08%	-27.32%
服饰	407.45	0.75%	7509%	675.81	1.16%	65.86%
箱包	21.32	0.04%	5795%	53.75	0.09%	152.11%
百货	43.57	0.08%	4158%	61.93	0.11%	42.15%
电子	3,672.73	6.75%	151588%	5,717.56	9.81%	55.68%
其他	1,405.48	2.58%	6900%	1,516.28	2.60%	7.88%
合计	54,411.55	100.00%	139599%	58,300.32	100.00%	7.15%

报告期内完税业务报告期内收入金额合计分别为54,411.55万元、58,300.32万元。2021年、2022年期间，海旅免税的有税业务作为免税业务的有效补充，提高海旅免税对会员的触及度。由于线上有税商品主要来源为补缴相关税费的免税商品，毛利率较低，线上业务方面标的公司将持续推进以免税业务为主，完税业务为辅的业务模式，因此线上有税业务预测期增长率较为平稳。

此外，中国中免有税商品2015年-2022年的复合增长率为74.77%，疫情期间，

中国中免积极拓展线上有税商品销售，实现了线上有税业务的转型升级和逆势增长，2020年以来有税业务大幅增长。标的公司线上线下有税业务预测亦参考了中国中免有税业务收入增长情况，并以低于同行业可比公司增长率水平进行预测。

中国中免2015至2022年有税商品收入情况如下表所示

单位：亿元

项目		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
有税商品	收入	5.62	5.98	7.59	11.08	11.49	197.08	240.06	279.74
	增长率	-	6.53%	26.89%	45.90%	3.75%	1614.80%	21.81%	16.53%
	复合增长率								74.77%

综上，本次评估结合海旅免税报告期完税业务的增长情况、同行业公司历史增长水平以及其作为免税有效补充的业务定位，综合预测未来完税业务规模。

3、联营业务

海旅免税有税业务还涉及部分线下联营模式（供应商扣点分成模式），货物由供应商自主管理，且供应商派驻人员共同进行店铺运营，并承担派驻期间相关人员支出。联营业务采用净额法核算。联营收入系供应商扣点分成模式形成的收入，报告期内收入金额分别为1,984.36万元、3,550.74万元。依托于海旅免税城的客流优势，2021年、2022年海旅免税联营业务分别同步增长18,812.74%、78.94%。

预测期，标的资产结合海旅免税城业务的客流恢复情况，依托于海旅免税整体业务的增长情况综合预测联营业务规模。海旅免税的联营业务板块报告期和预测期的收入情况如下表所示：

单位：万元

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
联营项目	收入	1,984.36	3,550.74	5,801.00	7,494.29	8,618.43	9,911.20	10,902.32	10,902.32
	增长率	18812.74%	78.94%	63.37%	29.19%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%
占主营业务收入比例		0.82%	1.05%	1.15%	1.22%	1.16%	1.16%	1.12%	1.12%

4、黑虎业务

黑虎业务由海旅黑虎经营，主要销售跨境商品和完税商品，包括护肤、美食保健、家居家电等品类商品。报告期内，黑虎业务占收入的比例分别为4.00%和

0.65%，黑虎业务受海南省跨境电商政策收紧及岛民免税政策未如出台等影响波动较大。

报告期内，黑虎业务的销售金额、销售占比和增长率情况如下：

单位：万元

项目	2021年			2022年		
	金额	占比	增长率	金额	占比	增长率
完税商品	633.62	6.52%	114.65%	606.99	27.72%	-4.20%
跨境商品	9,083.19	93.48%	1069.41%	1,582.52	72.28%	-82.58%
合计	9,716.81	100.00%	806.49%	2,189.51	100.00%	-77.47%

预测期，海旅黑虎基于其技术积累新增技术开发和技术服务业务，服务对象为从事跨境电商、免税业务、保税业务以及进出口业务需求的客户。

海旅黑虎 2023 年处于过渡期，预计 2024 年稳定经营。本次评估结合海旅黑虎历史期经营情况以及未来经营规划等进行收入预测。其中：完税商品和跨境商品 2024-2027 年完税商品和跨境商品收入增长率分别为 15% 和 10%；房屋出租和技术开发与服务业务为 2023 年新增业务，2024-2027 年收入增长率维持在 4% 左右。

单位：万元

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
完税商品	收入	627.79	721.96	830.25	954.79	1,098.01	1,098.01
	增长率	3.43%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	0.00%
跨境商品	收入	1,040.00	1,144.00	1,258.40	1,384.24	1,522.66	1,522.66
	增长率	-34.28%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	0.00%
其他业务	收入	1,335.61	1,394.44	1,439.54	1,489.16	1,543.73	1,543.73
	增长率	-	4.40%	3.23%	3.45%	3.66%	0.00%

综上，黑虎业务报告期和预测期的收入增长情况如下表所示：

单位：万元

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
黑虎业务	收入	9,716.81	2,189.51	3,003.40	3,260.40	3,528.19	3,828.19	4,164.41	4,164.41
	增长率	806.49%	-77.47%	37.17%	8.56%	8.21%	8.50%	8.78%	0.00%
占主营业务收入比例		4.00%	0.65%	0.60%	0.53%	0.48%	0.45%	0.43%	0.43%

5、华庭项目

三亚海旅免税-奥莱生活广场项目（简称“华庭项目”）是海南旅投免税品有限公司规划的重点项目之一，项目选址三亚市吉阳区荔枝沟路华庭广场，位于三亚市中心中央商务区核心区域，与三亚海旅免税城距离不超过1千米。

华庭项目目前已完成选址和物业租赁工作，正全面推进项目招商，计划在2023年8月开业，旨在集合全国最优质奥莱品牌，打造以奥特莱斯商城为特色，三亚市区内集购物、餐饮、儿童、休闲和娱乐为一体的综合商业中心。项目定位中高端的“全生活体验”购物中心，客群不仅包括离岛免税的游客群体，还有中高端消费能力的本地居民，大力扩充海旅免税业务版图。

华庭项目预计于2023年8月份开业，本次评估盈利预测中华庭项目2023年收入参照《海南旅投免税品有限公司三亚海旅免税-奥莱生活广场项目可行性研究报告》（以下或简称“华庭可研”）第一年收入，仅考虑4个月的收入，同时生产负荷为70%进行预测；2024年收入参照华庭可研第二年收入，生产负荷为70%进行收入预测；2025年及以后年度收入参照华庭可研第三年及以后年度收入进行预测。

华庭项目将采用包括但不限于联营、自营、租赁等方式运营，收入分为联营收入、固定租赁收入和物业管理费收入三部分。华庭项目的具体收入估算情况如下：

序号	项目年份	单位	1	2	3	4	5
	生产负荷		100%	100%	100%	100%	100%
1	进店客流人次	万人次	290	328	370	418	473
2	消费率		30%	30%	30%	30%	30%
3	人均消费	元	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
4	联营有税部分(1F-3F)						
4.1	销售额 (1*2*3, 含税, 税率13%)	万元	100,000	113,000	127,690	144,290	163,047
4.2	扣点率	%	12%	12%	12%	12%	12%
4.3	联营收入 (4.1 销售额/1.13*4.2 扣点率)	万元	10,619	12,000	13,560	15,323	17,315
5	固定租赁部分(B1、4F-5F)						

序号	项目年份	单位	1	2	3	4	5
5.2	租金（含税，税率9%）	万元	3,732	4,105	4,516	4,968	5,464
5.3	物管费（含税，税率6%）	万元	1,905	1,905	1,905	1,905	1,905
5.4	租赁收入 （5.1 租金/1.09+5.2 物管费/1.06）	万元	5,221	5,563	5,940	6,355	6,810
销售收入合计		万元	15,840	17,563	19,500	21,678	24,125

注 1：2021 年和 2022 年海旅免税城的客流量（主要为海南游客）分别为 199.03 万人次和 181.53 万人次，依托海旅免税城联动导流以及四楼引进珠宝城以旅行团消费形式输送团客客流，预估首年进店人次 290 万人次（奥莱模式下除游客外亦包含海南本地顾客），进店人次年平均增长率取 13%。

注 2：消费率参照海旅免税城 2022 年的转化率设定为 30%。

注 3：结合各楼层的品牌入驻定位及销售占比，进店人均消费 1,150 元。

注 4：扣点率参考标的资产目前联营有税在执行合同、奥特莱斯经营定位并结合行业水平等因素综合设定为 12%。

综上，华庭项目预测期的收入增长情况如下表所示：

单位：万元

项目		2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年 及以后
华庭项目	收入	3,696.00	12,294.10	19,500.00	21,678.00	24,125.00	24,125.00
	增长率	-	232.63%	58.61%	11.17%	11.29%	0.00%
占主营业务收入比例		0.73%	2.01%	2.63%	2.54%	2.49%	2.49%

（二）营业收入预测合理性分析

1、收入预测增长率与行业增长率比较

标的资产主要经营离岛免税业务，占营业收入比例在 80% 以上。标的资产的离岛免税收入预测情况及行业情况比较如下：

单位：亿元

项目	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
海旅免税离岛免税收入	17.69	27.36	42.96	52.41	64.06	74.42
增长率	-	54.68%	57.03%	22.00%	22.23%	16.17%
离岛免税行业规模	496	349	1,038	1,420	1,882	2,432
增长率	-	-29.45%	197.42%	36.80%	32.54%	29.22%

注：1、2021 年和 2022 年离岛免税行业规模数据来源为海口海关发布的离岛免税购物金额数据。

2、2023 年-2026 年预离岛免税行业规模数据来源为中国中免公告的 H 股招股说明书、弗若斯特沙利文行业研究报告。

2022 年离岛免税行业规模下降的原因主要系海南省离岛免税店几度闭店，物流运营出现中断，离岛免税线下业务受到了较大冲击。

标的资产 2022 年离岛免税收入大幅增长主要原因系标的资产成立于 2020 年，海旅免税城于 2020 年 12 月底开业，品牌在持续引进中，目前处于快速发展阶段，2022 年海旅免税城受闭店影响线下业务受到了一定冲击，为减少影响标的资产大力发展线上业务，离岛免税收入实现增长。

2023 年至 2026 年，标的资产离岛免税收入预测增长率均低于行业规模预计增长率，本次收入预测具有一定谨慎性、合理性。

2、收入预测相对于行业规模及市场份额的合理性

标的资产正处于快速发展阶段，市场份额快速增长。2021 年度和 2022 年度标的资产离岛免税收入占离岛免税行业规模的比例分别为 3.58% 和 7.84%。

根据中国中免 2022 年年度报告，2022 年，海南省新增两家离岛免税店，分别为海口国际免税城和王府井国际免税港，海南离岛免税店增加到 12 家，全省离岛免税店经营面积由 22 万平方米增加到超过 50 万平方米。截止目前，标的资产的离岛免税经营面积占行业整体经营面积的比例约 10%。

随着 2022 年底及 2023 年初中国中免及王府井旗下免税店获批开业，短期内离岛免税牌照进一步发放以及免税经营面积扩增的政策尚未明确，同时结合中国中免的海口国际免税城从可研规划到正式开业历时 3 年左右的时间，预计 2026 年海旅免税市场份额在 5% 以上。

根据弗若斯特沙利文的预测，2026 年离岛免税行业规模将达到 2,432 亿元。标的资产 2022 年市场占有率约 7.84%，按照 5%-8% 的市场占有率测算，标的资产 2026 年的离岛免税业务收入预计处于 121 亿元至 194 亿元区间。本次评估中标的资产 2026 年离岛免税收入预测为 74.42 亿元，对于行业规模及市场份额，本次收入预测具有一定谨慎性、合理性。

单位：亿元

项目	离岛免税收入测算（2026 年）
离岛免税行业规模	2,432

标的资产市场占有率	5%-8%
标的资产的离岛免税收入	121-194

3、收入预测单位面积营业额与中国中免比较

标的资产成立于 2020 年，本次评估的永续期为 2028 年。中国中免下属的三亚国际免税城于 2014 年 9 月开业，截止目前已经运营 8 年，其单位面积营业额具有可参考性，具体比较如下：

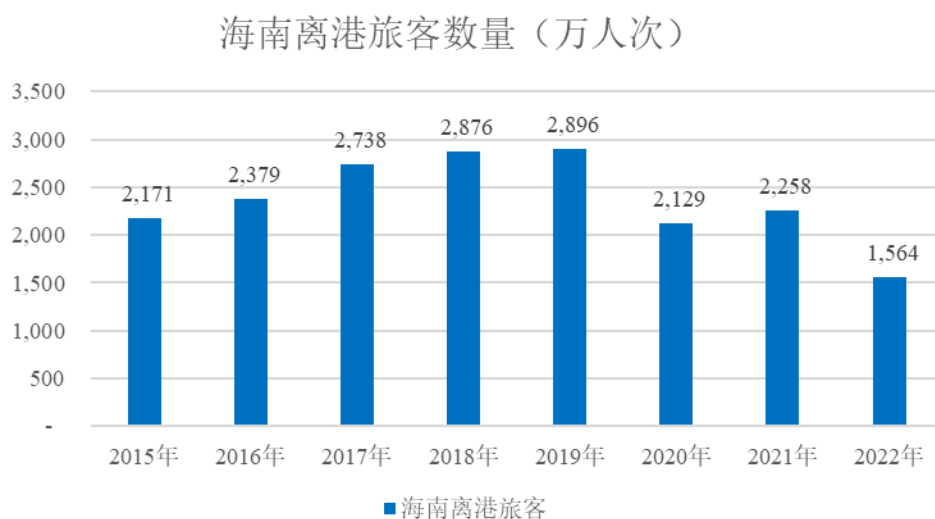
项目	经营面积 (万平方米)	收入 (亿元)	单位面积营业额 (万元/平方米/年)
中国中免-三亚	7.4	355.09	48
海旅免税城（稳定期）	4.98	94.23	19

注：中国中免2022年年度报告中未披露三亚地区收入，同时2022年线下业务受到较大冲击，故选用中国中免2021年年报报告披露的数据。

通过上表可知，海旅免税城稳定期的单位面积营业额约为 19 万/平方米/年，低于中国中免-三亚 2021 年的单位面积营业额，本次收入预测具有一定的谨慎性、合理性。

4、客流量、转化率、客单价等预测数据低于行业预测水平

(1) 客流量



注：数据来源为海南省统计局。

2022 年度，海南离港游客数为 1,564 万人次，根据弗诺斯特沙利文研究报告，2026 年海南的旅客规模将达到 1.63 亿人次，2022 年-2026 年海南的旅客规模的复合增长率为 28.44%，假设以 28% 复合增长率对离港游客量进行预测，预计 2026 年海南离港游客数量将增至 4,198.33 万人次。

单位：万人次

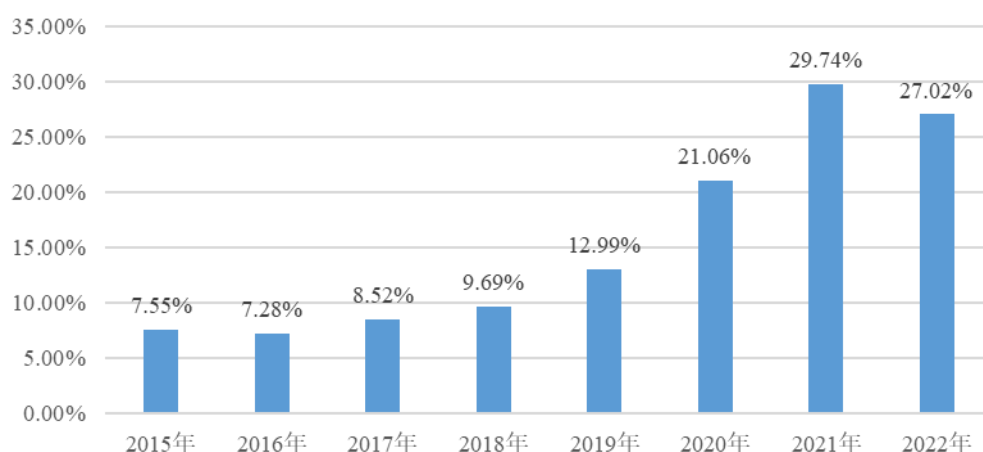
项目	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
海南旅客规模	8,100.43	6003.98	11,111	12,920	14,710	16,340
增长率	-	-25.88%	85.06%	16.28%	13.85%	11.08%
2022-2026 复合增长率						28.44%
2023-2026 复合增长率						13.72%

注：2021年-2022年数据来源海南省旅游和文化广电体育厅，2023-2026年数据来源为中国中免公告的H股招股说明书、弗若斯特沙利文行业研究报告。

2021 年度、2022 年度，海旅免税城客流量为 199.03 万人次、181.53 万人次，以低于行业水平的增速保守预测，假设复合增长率为 20%，预计 2026 年海旅免税城客流量为 376.42 万人次。

(2) 转化率

海南离岛免税转化率



注：数据来源为海南省统计局、海口海关。

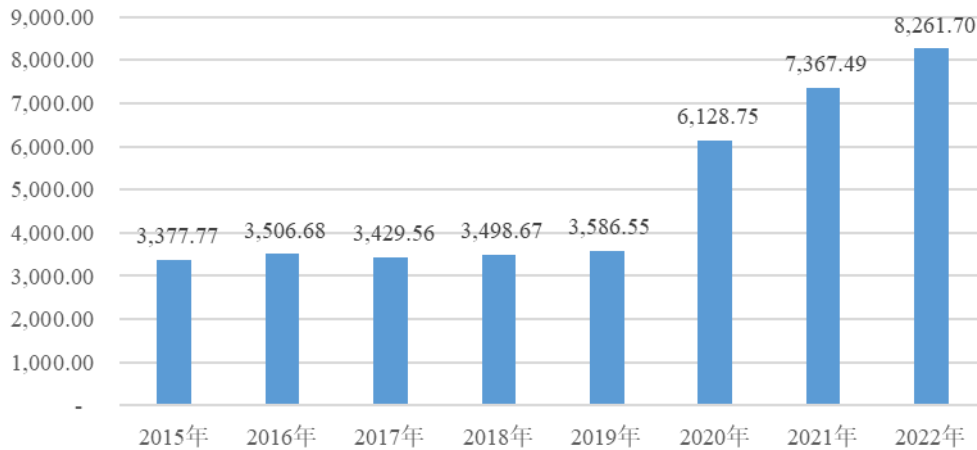
随着免税新政下购物种类增多及限额放宽、免税经营面积及品牌种类的扩张，海南离岛免税市场转化率呈上升趋势，2021 年、2022 年转化率为 29.74%、27.02%，参考 2018 年 6 月韩国济州岛 41% 的转化率水平仍有一定程度提升空间；

此外，2023年3月，离岛免税政策进一步放宽，增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式，预计将带动转化率有所提升。

2022年度，海旅免税城转化率为28.08%，较为接近海南离岛免税市场转化率水平。

（3）客单价

海南离岛免税客单价（元）



注：数据来源为海口海关。

近年来国际奢侈品牌看好海南自贸港的发展前景，不断加大对海南市场的布局，2022年度海南离岛免税市场客单价为8,261.70元。2022年、2023年海南消博会期间，众多国际奢侈品巨头来到海南参展，并就离岛免税业务和自贸港建设开展合作洽谈，海南自贸港建设的推进，将不断提升对奢侈品品牌的吸引力，海南离岛免税市场客单价将进一步提升。

根据弗诺斯特沙利文研究报告，2026年海南离岛免税市场规模将达到2,432亿元，假设以2026年海南离港游客数4,198.33万人次，转化率30%进行测算，2026年海南离岛免税市场客单价预计达到19,309.26元。

2021年度、2022年度，海旅免税城客单价为4,083.96元、3,991.01元，低于离岛免税市场平均客单价水平，主要原因为营业初期，海旅免税深耕香化品牌，香化商品占比较高，精品类商品占比较低，未来海旅免税将积极引进国外一线大牌，推进经营商品的高端化、国际化，不断提升高端精品占比，预计客单价将有

大幅提升空间。假设以 2026 年海旅免税城客流量 376.42 万人次、转化率 30% 进行测算，2026 年海旅免税城客单价预计达到 6,590.15 元。

(4) 合理性分析

根据上述假设及模拟测算，海旅免税离岛免税业务预测客流量、转化率、客单价、收入及相关复合增长率均低于行业预测水平，本次预测具有一定谨慎性。

项目	海南离岛免税市场 (2026E)	海旅免税 (2026E)
收入规模 (亿元)	2,432	74.42
收入规模复合增长率 (2022-2026)	62.47%	28.42%
离港游客量/客流量 (万人次)	4,198.33	376.42
离港游客量/客流量复合增长率 (2022-2026)	28%	20%
客单价 (元)	19,309.26	6,590.15
客单价复合增长率 (2022-2026)	23.64%	13.36%
转化率	30%	30%

综上，本次评估营业收入预测具有合理性。

二、补充披露预测期综合毛利率与各板块毛利率的具体情况与预测依据，是否与报告期存在显著差异，是否与同行业可比公司存在显著差异，如是，说明原因及合理性

(一) 标的资产综合毛利率与各板块毛利率

预测期，标的资产业务板块包括免税业务、完税业务、联营业务、黑虎业务和华庭项目，其毛利率情况如下表所示：

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年 及以后
免税业务	线上	13.11%	13.33%	13.53%	13.64%	13.64%
	线下	24.88%	25.00%	25.11%	25.18%	25.25%
	整体	20.94%	20.92%	20.90%	20.88%	20.92%
完税业务	线上	8.34%	8.37%	8.40%	8.44%	8.47%
	线下	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%
	整体	9.44%	9.62%	9.76%	9.91%	10.01%
联营项目	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
黑虎业务	55.93%	54.67%	53.21%	51.81%	50.46%	50.46%
华庭项目	15.53%	55.94%	71.77%	74.26%	75.87%	75.87%
综合毛利率	20.59%	21.56%	22.26%	22.36%	22.43%	22.43%

1、预测依据

(1) 免税业务和完税业务

标的资产免税业务和完税业务包括香化、配饰、服饰、箱包、百货、电子、食品、健康、母婴、酒水、珠宝等品类商品。报告期内，免税业务和完税业务合计占收入的比例分别为95.18%和98.30%，其中免税业务占收入的比例分别为72.79%和81.03%，完税业务占收入的比例分别为22.39%和17.27%。

本次评估中，标的资产各品类商品的毛利率主要参照其2020年-2022年的平均毛利率预测。具体预测情况如下所示：

①大部分品类商品

本次评估过程中，大部分品类商品参考2020-2022年的平均毛利率作为预测期的毛利率。

产品	渠道	品类	2020年	2021年	2022年	平均毛利率	预测期
免税	线上	香化	-	33.07%	18.76%	22.16%	22.00%
		配饰	-	19.75%	28.04%	28.00%	28.00%
		服饰	-	34.22%	23.50%	23.79%	24.00%
		箱包	-	27.15%	41.88%	38.85%	39.00%
		电子	-	3.87%	3.42%	3.58%	3.60%
		食品	-	40.77%	41.52%	40.99%	41.00%
		母婴	-	37.65%	36.05%	36.69%	37.00%
		酒水	-	61.17%	45.97%	49.81%	50.00%
	线下	配饰	20.86%	25.89%	23.44%	24.65%	25.00%
		服饰	32.50%	43.43%	36.66%	39.40%	39.00%
		箱包	33.49%	34.98%	44.53%	41.18%	41.00%
		百货	22.21%	31.46%	32.08%	31.78%	32.00%
		食品	-	42.45%	48.83%	45.62%	46.00%
		健康	-	-	25.23%	25.23%	25.00%
		母婴	-	37.18%	37.04%	37.09%	37.00%

产品	渠道	品类	2020年	2021年	2022年	平均毛利率	预测期
有税		酒水	33.85%	52.92%	34.83%	43.08%	43.00%
		珠宝	12.42%	14.70%	15.54%	15.09%	15.00%
	线上	香化	-	13.12%	13.45%	13.28%	13.00%
		服饰	-	41.15%	10.06%	11.31%	11.00%
		箱包	-	25.17%	28.31%	27.67%	28.00%
		百货	-	39.11%	33.64%	35.89%	36.00%
		电子	-	1.15%	1.82%	1.57%	1.60%
		食品	-	5.80%	34.77%	32.12%	32.00%
	线下	香化	48.91%	45.77%	726.02%	48.03%	48.00%
		配饰	30.00%	28.38%	-	28.12%	28.00%
		酒水	30.75%	34.47%	24.01%	26.92%	27.00%
特产		-	67.76%	51.98%	59.42%	59.00%	

注：由于海旅免税城处于快速发展期，平均毛利率为 2020 年-2022 年加权平均毛利率。

②毛利率异常的品类商品

部分品类商品存在某个年度毛利率异常的情况，则主要参考 2022 年或 2023 年 1-2 月毛利率作为预测期的毛利率，具体情况如下：

产品	渠道	品类	2020年	2021年	2022年	平均毛利率	2023年 1-2月	预测期
免税	线上	百货	-	18.87%	26.02%	23.81%	26.08%	26.00%
		珠宝类	-	5.12%	43.35%	6.02%	51.76%	45.00%
	线下	香化	28.29%	35.53%	25.61%	29.73%	30.99%	31.00%
		电子	0.68%	4.80%	8.65%	6.02%	12.00%	9.00%
有税	线上	配饰	-	2.47%	24.59%	14.54%	27.35%	25.00%
		健康	-	-	53.69%	53.69%	33.33%	30.00%
		酒水	-	9.50%	15.18%	12.44%	24.43%	20.00%
		特产类	-	67.17%	-15.16%	34.99%	60.53%	50.00%
	线下	服饰	50.85%	47.99%	45.46%	46.49%	45.73%	45.00%
		箱包	96.39%	54.79%	52.83%	54.30%	32.57%	52.00%
		百货	35.00%	28.55%	39.36%	34.62%	31.46%	32.00%
		电子	16.00%	7.33%	8.46%	7.77%	11.15%	10.00%
		食品	37.86%	-4.92%	40.89%	13.98%	32.34%	40.00%
		健康	45.00%	3.63%	58.47%	29.07%	29.42%	30.00%

注：由于海旅免税城处于快速发展期，平均毛利率为 2020 年-2022 年加权平均毛

利率。

(2) 联营项目

联营项目按净额法确认收入，毛利率为 100%。

(3) 黑虎业务

黑虎业务由海旅黑虎经营，主要销售跨境商品和完税商品，包括护肤、美食保健、家居家电等品类商品。报告期内，黑虎业务占收入的比例分别为 4.00% 和 0.65%，黑虎业务受海南省跨境电商政策收紧及岛民免税政策未如出台等影响波动较大。

本次评估中，黑虎业务的毛利率结合海旅黑虎现有销售模式、合同执行情况 & 未来经营规划等对其未来年度毛利率进行综合预测。其中：完税商品预测期的毛利率为 30%；跨境商品的毛利率为 15%；其他业务为 2023 年新增业务，包括房屋出租及技术开发和技术服务，其成本体现在费用中，毛利率为 100%

(4) 华庭项目

本次评估中，华庭项目根据预测的收入和成本计算毛利率。收入为联营有税部分和收取固定租金部分，采用净额法核算。其收入预测详见本核查意见“问题 1”之“一、(一) 5、华庭项目”，预测期成本包括物业成本、水电费等，具体情况如下表所示：

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后年度
收入	3,696.00	12,294.10	19,500.00	21,678.00	24,125.00	24,125.00
成本	3,122.00	5,417.34	5,504.03	5,579.77	5,822.42	5,822.42
毛利率	15.53%	55.94%	71.77%	74.26%	75.87%	75.87%

注：2023 年和 2024 年的生产负荷按照 70% 估算，同时 2023 年考虑 3 个月的筹备期，故毛利率相对较低。华庭项目的固定租金在销售费用中预测。

2、预测期与报告期毛利率比较

标的资产预测期和报告期的毛利率比较如下：

项目	2021 年		2022 年		预测期	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率

项目		2021年		2022年		预测期	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
免税业务	线上	20.24%	12.19%	34.85%	9.48%	33.46%-37.31%	13.11%-13.64%
	线下	79.76%	19.16%	65.15%	19.65%	66.54%-62.69%	24.88%-25.25%
	整体	72.79%	17.75%	81.03%	16.11%	85.15%-88.02%	20.94%-20.88%
完税业务	线上	97.64%	9.54%	97.57%	8.63%	95.82%-94.08%	8.34%-8.47%
	线下	2.36%	19.88%	2.43%	35.47%	4.18%-5.92%	34.48%
	整体	22.39%	9.79%	17.27%	9.28%	12.37%-7.94%	9.44%-10.01%
联营项目	0.82%	100.00%	1.05%	100.00%	1.15%-1.12%	100.00%	
黑虎业务	4.00%	34.66%	0.65%	2.38%	0.60%-0.43%	55.93%-50.46%	
华庭项目	-	-	-	-	0.73%-2.49%	15.53%-75.87%	
合计	100.00%	17.31%	100.00%	15.72%	100.00%	20.59%-22.43%	

(1) 免税业务

预测期免税业务各品类商品的毛利率主要参照报告期平均毛利率预测，预测期免税业务的毛利率高于报告期，主要原因为：①营业初期为应对市场竞争，采用了较大力度折扣促销手段，随着海旅免税城收入规模持续快速增长，标的公司对折扣政策进行了调整，未来将维持行业平均折扣水平，2023年以来标的公司香化类产品平均折扣率已由去年的7折调整为8折；②未来标的公司将进一步引进高端品牌，提升精品类商品的占比；③与主要供应商拉格代尔的采购定价模式由以参考零售价为基准约定毛利率方式调整为拉格代尔采购价格成本加成方式，预期会降低采购成本，提高公司毛利率水平。

综上，预测期免税业务毛利率高于报告期具有合理性。

(2) 完税业务

完税业务预测期的毛利率为9.44%-10.01%，与报告期不存在差异。

(3) 黑虎业务

黑虎业务预测期的毛利率为55.93%-50.46%，主要系报告期内，黑虎业务受海南省跨境电商政策收紧及岛民免税政策未如出台等影响波动较大。本次评估

中，黑虎业务的毛利率结合海旅黑虎现有销售模式、合同执行情况 & 未来经营规划等对其未来年度毛利率进行综合预测。

预测期毛利率相对较高，系预测期包括房屋出租及技术开发和技术服务，其成本体现在费用中，毛利率为 100%，提高了黑虎业务的整体毛利率。

(4) 华庭项目

华庭项目为预测期新增业务，本次评估中华庭项目根据预测的收入和成本计算毛利率。

综上，标的资产预测期的综合毛利率略高于报告期，主要系预测期免税业务收入占比及毛利率均有所提升。预测期免税业务收入占比提升主要系标的资产主营业务为离岛免税业务，海旅免税城于 2020 年底开业，目前处于快速发展阶段，预测期收入占比有所提升。

标的资产未来将采取多种措施来提高毛利率，具体包括（1）不断引进高毛利的精品品类商品，截至本核查意见出具日，标的公司与 Cartier、Prada、Omega、Chanel、Longines、Versace、Gucci、Valentino、Tods、Givenchy、Roger Vivier、Tiffany 等高奢侈品牌正在接触洽谈中；（2）营业初期为应对市场竞争，采用了较大力度折扣促销手段，随着海旅免税城收入规模持续快速增长，标的公司对折扣政策进行了调整，未来将维持行业平均折扣水平；（3）2023 年初，与主要供应商拉格代尔的采购定价模式由以参考零售价为基准约定毛利率方式调整为拉格代尔采购价格成本加成方式，预期会降低采购成本，提高公司毛利率水平。

综上，标的资产预测期的毛利率略高于报告期，不存在显著差异，具有合理性。

(二) 标的资产毛利率与同行业可比公司比较

标的资产同行业可比上市公司为中国中免，标的资产毛利率与中国中免比较如下：

项目	2021 年		2022 年		预测期
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	

项目	2021年		2022年		预测期
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	
中国中免	100.00%	33.08%	100.00%	28.02%	-
其中：免税商品	64.14%	37.82%	48.20%	39.41%	-
有税商品	35.86%	24.59%	51.80%	17.42%	-
标的资产	100.00%	17.75%	100.00%	16.23%	-
其中：免税业务	72.41%	17.75%	80.51%	16.11%	20.88%-20.94%
完税业务	22.28%	9.77%	17.16%	9.28%	9.44%-10.01%
跨境业务及其他	3.98%	34.66%	0.64%	2.38%	55.93%-50.46%
华庭奥特莱斯	-	-	-	-	15.53%-75.87%
跨境通—跨境进口业务	-	8.64%	-	8.37%	-
百联股份—奥特莱斯业务	-	76.75%	-	72.17%	-

注：1、中国中免数据来源于其A股公告的年度报告；

2、中国中免并未披露其从事跨境电商业务的详细情况。A股上市公司跨境通（002640.SZ）以跨境电商业务为其主营业务，故跨境业务毛利率与其比较。

3、跨境通暂未披露2022年年度报告，其2022年毛利率以2022年1-6月毛利率代替；

1、报告期毛利率比较

（1）免税业务毛利率

标的资产的免税业务毛利率低于中国中免的免税商品毛利率，主要原因为：

（1）标的资产商品结构与中国中免存在较大差异，毛利率较高的精品占比较小、毛利率较低电子产品占比较高；（2）标的资产经营时间较短，经营初期采用了较大力度折扣促销手段引流获客，降低了毛利率；（3）标的资产成立时间较短，在品牌、渠道的积累上与中国中免存在一定差距，中国中免通过品牌直采相比标的资产通过旅游零售商采购，在采购成本方面具有一定优势。

标的资产、中国中免的免税商品收入结构对比情况如下所示：

中国中免			
收入结构	2022年度	2022年1-3月 ^年	2021年度
香化	未披露	49.26%	53.76%
时尚及配饰	未披露	45.77%	40.95%

烟酒	未披露	3.79%	4.26%
食品及其他	未披露	1.18%	1.02%
海旅免税			
收入结构	2022 年度	2022 年 1-3 月	2021 年度
香化	70.31%	66.43%	58.24%
电子	15.54%	16.08%	22.95%
配饰、服饰、箱包	9.16%	12.99%	11.58%
珠宝	1.78%	2.09%	3.33%
酒水	2.97%	2.39%	3.38%
百货及其他	0.24%	0.02%	0.52%

注：中国中免仅在港股招股说明书中披露了 2021 年、2022 年 1-3 月按商品分类的免税品收入明细。

中国中免香化类商品及精品收入占比较高，其中毛利率较高的精品占比已超过 40%；标的资产香化类商品占比较高，精品占比略超 10%，低于中国中免。此外，报告期内，标的资产电子类商品占比较高，该产品毛利率较低，中国中免电子类商品占比较少。

（2）完税业务毛利率

标的资产有税商品以线上销售为主，2021 年度及 2022 年度，线上销售收入占有税商品总收入的比重分别为 97.64%、97.57%。线上销售商品主要来源为补缴相关税费的免税商品，标的资产主要通过旅游零售商采购免税商品，在补缴关税、增值税、消费税（如有）等相应的税费后转为有税商品。报告期内，标的资产完税业务毛利率低于同行业可比公司中国中免，主要原因系：海旅免税成立时间较短，在品牌、渠道的积累上与中国中免存在一定差距，中国中免通过品牌直采，与标的资产通过旅游零售商采购相比，在采购成本方面具有一定优势，通过查阅相关研究报告¹、访谈供应商，品牌直采大约比通过旅游零售商间接采购可节约大约 10%的采购成本，采购成本差异系双方有税商品毛利率差异的主要原因。

（3）跨境电商及其他业务毛利率

¹ 参考国联证券研究报告《中国中免专题报告：成长性确定，全方位竞争优势明显》，研报指出：中国中免在规模优势和直采模式下，采购成本预计可较同业低 10+pct（P21）。

标的资产跨境电商及其他类业务主要由其子公司海旅黑虎经营，报告期内占标的资产主营业务收入的比重分别 4.00%、0.65%，占比相对较低，对整体毛利率影响程度较小。

2021 年度海旅黑虎跨境电商类业务的毛利率高于同行业可比公司，主要原因系：①跨境通进口业务经营主体优壹电商的产品销售模式包括 B2C 线上旗舰店自营直销、B2B 多渠道分销，其中，分销模式占比较高，相对于海旅黑虎自建平台的直销模式，分销模式毛利率相对较低；②海旅黑虎售卖品类除母婴类产品外，还包括部分毛利率较高的时尚配饰、食品等类产品。上述因素共同导致了 2021 年海旅黑虎跨境电商业务毛利率高于可比公司毛利率。

2022 年度海旅黑虎跨境电商业务的毛利率低于同行业可比公司，主要原因系：随着跨境电商类业务政策逐步收紧，海南跨境电商行业受到较大冲击，海旅黑虎跨境电商业务收入持续下滑，2022 年度其对部分商品采取低价清理库存的销售策略，商品折扣率高，导致其 2022 年跨境电商业务毛利率较低。

综上，报告期内标的资产各板块毛利率水平与中国中免及跨境通存在差异主要系商品结构差异、折扣促销力度差异、供应商渠道成本、销售模式和销售策略等差异共同导致，具有合理性。

2、预测期毛利率比较

预测期免税业务和完税业务各品类商品的毛利率主要参照 2020 年-2022 年的平均毛利率预测，与同行业可比公司报告期毛利率存在差异具有合理性。

跨境及其他业务由于受海南省跨境电商政策收紧及岛民免税政策未如出台等影响波动较大。本次评估中，跨境及其他业务的毛利率结合海旅黑虎现有销售模式、合同执行情况及其未来年度毛利率进行综合预测，与同行可比公司报告期毛利率存在差异具有合理性。

华庭项目根据预测的收入和成本计算毛利率，由于 2023 年和 2024 年的生产负荷按照 70%估算，同时 2023 年仅考虑 3 个月的筹备期，故毛利率相对较低，分别为 15.53%、55.94%。2025 年后毛利率处于 71.77%至 75.87%之间，与百联股份奥特莱斯业务毛利率不存在显著差异。

综上，标的资产报告期和预测期毛利率与同行业可比公司存在差异具有合理

性。

三、补充披露预测期销售费用、管理费用、财务费用等期间费用的预测依据及测算过程，与报告期存在差异的原因及合理性

（一）销售费用

标的资产 2020 年、2021 年、2022 年销售费用分别为 3,337.81 万元、26,017.24 万元、24,898.80 万元。主要包括职工薪酬、折旧摊销、租赁费、物业费、佣金等。

标的资产对人工费用按照未来职工薪酬计划预测；折旧摊销按照企业相关政策综合预测；租赁及物业费参照基准日前后企业的租赁合同情况及合同约定的年租金额及租金涨幅情况、物业费条款进行预测；佣金按照历史年度佣金综合比例和预测期相关收入预测。鉴于差旅费、业务招待费等与标的资产的经营业务存在较密切的联系，结合历史年度差旅费等与营业收入的比率来估算未来各年度的销售费用。中介咨询费、劳动保护费、劳务费及其他销售费用与标的资产经营业务不存在密切联系的，结合历史期增长情况预测相关销售费用。华庭项目的销售费用为 1,000 万元，系参照华庭可研。标的资产报告期及预测期销售费用如下表所示：

单位：万元

项目/年度	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年 及以后
营业收入	1,316.06	244,258.87	339,795.81	504,507.68	613,050.88	741,705.55	852,846.66	970,610.37	970,610.37
销售费用/营业收入	253.62%	10.65%	7.33%	9.13%	8.79%	8.27%	7.95%	7.69%	7.69%
销售费用合计	3,337.81	26,017.24	24,898.80	46,065.98	53,882.60	61,336.76	67,798.30	74,651.88	74,651.88
职工薪酬	1,124.86	9,261.84	8,336.49	17,657.77	21,456.78	25,959.69	29,849.63	33,971.36	33,971.36
折旧	494.65	73.89	143.41	257.69	265.55	265.55	265.55	265.55	265.55
摊销	337.59	4,845.45	5,370.77	7,725.38	9,348.32	9,348.32	9,348.32	9,348.32	9,348.32
房屋租赁费用	27.27	5,490.89	2,792.31	9,425.17	10,454.37	11,735.18	12,841.14	14,114.19	14,114.19

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
物业管理费	-	2,703.32	3,513.43	3,312.05	3,312.05	3,312.05	3,312.05	3,312.05	3,312.05
办公费	98.46	502.75	426.91	837.48	1,017.66	1,231.23	1,415.73	1,611.21	1,611.21
差旅费	0.44	6.00	6.45	10.09	12.26	14.83	17.06	19.41	19.41
业务招待费	3.22	1.63	0.71	2.02	2.45	2.97	3.41	3.88	3.88
交通费	0.78	0.67	0.45	1.01	1.23	1.48	1.71	1.94	1.94
水电费	1.00	677.34	720.61	1,069.56	1,299.67	1,572.42	1,808.03	2,057.69	2,057.69
广告宣传营销推广费	814.73	1,522.04	398.29	590.27	717.27	867.80	997.83	1,135.61	1,135.61
佣金	22.07	412.95	2,895.30	3,867.49	4,669.49	5,683.47	6,578.98	7,433.85	7,433.85
中介咨询费	35.23	0.46	-	1.00	1.05	1.10	1.16	1.22	1.22
劳动保护费	5.78	6.56	46.71	49.00	51.45	54.02	56.72	59.56	59.56
劳务费	-	222.00	150.03	158.00	165.90	174.20	182.90	192.05	192.05
其他	371.72	289.47	96.96	102.00	107.10	112.46	118.08	123.98	123.98
华庭项目	-	-	-	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00

标的资产报告期及预测期销售费用占营业收入比例情况如下表。

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
销售费用合计	253.62%	10.65%	7.33%	9.13%	8.79%	8.27%	7.95%	7.69%	7.69%
职工薪酬	85.47%	3.79%	2.45%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
折旧	37.59%	0.03%	0.04%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
摊销	25.65%	1.98%	1.58%	1.53%	1.52%	1.26%	1.10%	0.96%	0.96%
房屋租赁费用	2.07%	2.25%	0.82%	1.87%	1.71%	1.58%	1.51%	1.45%	1.45%
物业管理费	0.00%	1.11%	1.03%	0.66%	0.54%	0.45%	0.39%	0.34%	0.34%
办公费	7.48%	0.21%	0.13%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
差旅费	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业务招待费	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
交通费	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
水电费	0.08%	0.28%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
广告宣传营销推广费	61.91%	0.62%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
佣金	1.68%	0.17%	0.85%	0.77%	0.76%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
中介咨询费	2.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
劳动保护费	0.44%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
劳务费	0.00%	0.09%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
其他	28.24%	0.12%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
华庭项目	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.16%	0.13%	0.12%	0.10%	0.10%

标的资产2020年-2022年的销售费用率分别为253.62%、10.65%和7.33%，由于标的资产2020年12月底开业，2020年的销售费用率不具有参考性，2022销售费用率下降主要原因为海旅黑虎因经营策略及业务调整，部分租赁合同终止导致房租租赁费用及职工薪酬减少。

预测期，标的资产销售费用率为9.13%-7.69%，与报告期销售费用率不存在显著差异。差异的主要原因为：1、预测期职工薪酬参照未来薪酬计划进行预测；2、预测期房屋租赁费按照合同约定的租金进行预测，包括未确认融资费用；3、预测期随着标的资产销售规模的扩大，折旧摊销、房屋租赁费、物业管费用等相对固定费用占营业收入的比例有所下降。

综上，预测期销售费用与报告期存在差异具有合理性。

（二）管理费用

标的资产 2020 年、2021 年、2022 年管理费用分别为 2,475.90 万元，8,189.43 万元，6,411.12 万元，主要包括职工薪酬、折旧摊销、租赁费、物业费、差旅费、业务招待费、水电费等。

标的资产对人工费用按照未来职工薪酬计划预测；固定资产折旧按企业折旧政策结合企业固定资产原值等综合预测；折旧摊销按企业相关政策综合预测；租赁及物业费参照基准日前后企业的租赁合同情况及合同约定的年租金额及租金涨幅情况、物业费条款进行预测；鉴于差旅费、业务招待费、水电费等与标的资产经营业务不存在密切联系的，结合历史期增长情况预测相关管理费用；华庭项目的日常管理类费用为 1,100 万元，系参照华庭可研。标的资产报告期及预测期管理费用如下表所示：

单位：万元

项目/年度	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年 及以后
营业收入	1,316.06	244,258.87	339,795.81	504,507.68	613,050.88	741,705.55	852,846.66	970,610.37	970,610.37
管理费用/营业收入	188.13%	3.35%	1.89%	2.30%	2.16%	2.06%	2.00%	1.95%	1.95%
管理费用合计	2,475.90	8,189.43	6,411.12	11,583.60	13,249.92	15,282.52	17,091.31	18,959.76	18,959.76

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
职工薪酬	1,660.80	6,808.34	5,104.96	7,567.62	9,195.76	11,125.58	12,792.70	14,559.16	14,559.16
折旧	0.02	43.13	242.46	70.20	72.35	72.35	72.35	72.35	72.35
使用权资产折旧	224.54	76.05	-	-	-	-	-	-	-
摊销	19.69	156.22	108.24	176.14	120.86	120.86	120.86	120.86	120.86
租赁费	14.24	161.68	38.12	1,057.25	1,057.25	1,057.25	1,085.99	1,085.99	1,085.99
物业费	6.07	13.73	14.36	569.26	569.26	569.26	585.53	585.53	585.53
日常业务经费	1.08	93.26	141.88	149.00	156.45	164.27	172.49	181.11	181.11
保险费	58.15	4.39	46.01	48.00	50.40	52.92	55.57	58.34	58.34
办公费	257.87	234.19	21.26	22.00	23.10	24.26	25.47	26.74	26.74
差旅费	7.67	43.72	20.39	21.00	22.05	23.15	24.31	25.53	25.53
业务招待费	2.43	7.81	6.79	7.00	7.35	7.72	8.10	8.51	8.51
邮电通讯费	0.72	108.37	111.86	117.00	122.85	128.99	135.44	142.21	142.21
水电费	9.67	82.59	102.14	107.00	112.35	117.97	123.87	130.06	130.06
维修费	0.02	2.80	2.60	3.00	3.15	3.31	3.47	3.65	3.65
存货盘亏	43.79	34.17	45.06	70.63	85.83	103.84	119.40	135.89	135.89
中介机构服务费	67.16	94.90	88.97	166.49	202.31	244.76	281.44	320.30	320.30
劳务费	27.37	109.44	81.97	86.00	90.30	94.82	99.56	104.53	104.53
其他	74.59	114.65	234.05	246.00	258.30	271.22	284.78	299.01	299.01

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
华庭项目	-	-	-	1,100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00

标的资产报告期及预测期管理费用占营业收入比例情况如下表。

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
管理费用合计	188.13%	3.35%	1.89%	2.30%	2.16%	2.06%	2.00%	1.95%	1.95%
职工薪酬	126.19%	2.79%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
折旧	0.00%	0.02%	0.07%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
使用权资产折旧	17.06%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
摊销	1.50%	0.06%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
租赁费	1.08%	0.07%	0.01%	0.21%	0.17%	0.14%	0.13%	0.11%	0.11%
物业费	0.46%	0.01%	0.00%	0.11%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%	0.06%
日常业务经费	0.08%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
保险费	4.42%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
办公费	19.59%	0.10%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
差旅费	0.58%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业务招待费	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
邮电通讯费	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%
水电费	0.73%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
维修费	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存货盘亏	3.33%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
中介机构服务费	5.10%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
劳务费	2.08%	0.04%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
其他	5.67%	0.05%	0.07%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
华庭项目	0.00%	0.00%	0.00%	0.22%	0.18%	0.15%	0.13%	0.11%	0.11%

标的资产2020年-2022年的管理费用率分别为188.13%、3.35%和1.89%，由于标的资产2020年12月底开业，2020年的管理费用率不具有参考性，2022年管理费用率下降主要原因为员工宿舍租金调整导致职工福利费用减少。预测期，标的资产管理费用率为2.30%-1.95%，与报告期管理费用率不存在显著差异。差异的主要原因为：1、预测期房屋租赁费按照合同约定的租金进行预测，包括未确认融资费用；2、预测期随着标的资产销售规模的扩大，折旧摊销、房屋租赁费、物业管费用等相对固定费用占营业收入的比例有所下降。

综上，预测期管理费用与报告期存在差异具有合理性。

（三）财务费用

标的资产预测期的财务费用主要为利息收入、利息支出和手续费等。本次评估根据企业基准日账面付息债务本金、资金成本和未来借款还款规划等综合预测企业未来年度利息支出；手续费参照历史手续费占收入比例和预测期收入预测，根据未来各年收入的0.3%确定手续费。本次财务费用预测不考虑其存款产生的利息收入，也不考虑汇兑损益等不确定性损益。标的资产报告期及预测期财务

费用如下表所示：

单位：万元

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
营业收入	1,316.06	244,258.87	339,795.81	504,507.68	613,050.88	741,705.55	852,846.66	970,610.37	970,610.37
财务费用/营业收入	51.04%	2.11%	1.86%	1.03%	0.82%	0.73%	0.68%	0.63%	0.63%
财务费用合计	671.75	5,155.25	5,203.18	5,207.38	5,041.31	5,427.27	5,760.70	6,113.99	6,113.99
付息债务利息	135.98	3,503.53	4,307.61	3,693.86	3,202.16	3,202.16	3,202.16	3,202.16	3,202.16
其他财务费用	20.34	656.32	2,021.30	1,513.52	1,839.15	2,225.12	2,558.54	2,911.83	2,911.83

标的资产报告期及预测期各财务费用明细占营业收入比例情况如下表。

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
财务费用合计	51.04%	2.11%	1.86%	1.03%	0.82%	0.73%	0.68%	0.63%	0.63%
付息债务利息	10.33%	1.43%	1.27%	0.73%	0.52%	0.43%	0.38%	0.33%	0.33%
手续费及其他	1.55%	0.27%	0.32%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
未确认融资费用	38.95%	0.55%	0.33%	-	-	-	-	-	-
利息收入	-0.77%	-0.12%	-0.14%	-	-	-	-	-	-
汇兑净损失	0.98%	-0.03%	0.09%	-	-	-	-	-	-

标的资产2020年-2022年的财务费用率分别为51.04%、2.11%和1.86%，由于标的资产2020年12月底开业，2020年的财务费用率不具有参考性。标的资产2023年-2028年预计财务费用率为1.03%-0.63%，略低于历史期水平，主要原因如下：

1、经营性现金流状况改善导致借款规模下降，付息债务利息占比下降

报告期内，海旅免税经营活动产生的现金流量情况如下：

项目/年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
经营活动现金流入小计	18,867.17	244,624.23	364,333.80
经营活动现金流出小计	71,241.71	343,868.70	365,985.26
经营活动产生的现金流量净额	-52,374.54	-99,244.47	-1,651.47

报告期内，随着标的公司采购和销售回款的情况趋于稳定，经营活动产生的现金流量情况逐渐改善，由2020年度的现金流量净流出52,374.54万元下降至净流出1,651.47万元，标的公司贷款需求也逐步下降。2022年，标的公司营业收入同比增加39.11%，期末贷款规模同比下降8.70%。此外，标的公司预计随着销售规模的逐步扩大，经营现金流增强，偿还付息负债，债务资本结构将逐步降低至接近行业平均水平。

根据未来现金流情况、行业平均债务资本结构，预测2023年及以后年度期末贷款规模下降至97,478.87万元，贷款加权利率根据基准日各贷款规模及对应的利率预测。

报告期及预测期，海旅免税借款规模及贷款加权利率如下：

项目/年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后
期末贷款规模	139,551.15	127,404.18	97,478.87	97,478.87	97,478.87	97,478.87	97,478.87	97,478.87
贷款加权利率	3.53%	3.23%	3.29%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%

付息债务利息	3,503.53	4,307.61	3,693.86	3,202.16	3,202.16	3,202.16	3,202.16	3,202.16
--------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------

2、未确认融资费用主要为企业签订的房屋长期租赁合同对应租金折现后的金额与折现前原值的差额所确认的融资费用，该部分费用已经在管理费用和销售费用中预测，因为此处不再预测。

综上，预测期财务费用与报告期存在差异具有合理性。

四、补充披露追加资本金额的具体测算依据及合理性，是否与业绩增长相匹配

追加资本指企业在不改变当前经营生产条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入，例如：产能规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

在本次评估中，未来经营期内的追加资本主要为持续经营所需的基准日现有资产的更新、营运资金增加额及扩大经营所需的资本性支出。本次评估中所定义的追加资本为：

追加资本=资产更新+营运资金增加额+资本性支出

标的资产预测期追加资本的测算如下：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
资产更新	8,232.98	9,810.63	9,810.63	9,810.63	9,810.63	9,810.63
营运资本增加额	3,508.98	15,703.71	16,185.49	6,464.11	2,231.58	-
资本性支出	10,869.92	-	-	-	-	-
追加资本	22,611.88	25,514.35	25,996.12	16,274.74	12,042.21	9,810.63

1、资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，未来各年只需满足维持扩能后生产经营所必需的更新性投资支出。固定资产按标的公司执行的会计政策标准计提折旧，在永续期按照更新等于折旧的方式对更新进行预测。

2、营运资金增加额估算

营运资金追加额系指在不改变当前主营业务条件下，为保持持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支

付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多数为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本次评估定义的营运资金增加额为：

$$\text{营运资金增加额} = \text{当期营运资金} - \text{上期营运资金}$$

其中，营运资金=剔除溢余资产后的流动资产 - 剔除溢余负债且不含付息债务后的流动负债

结合标的资产历史资产与业务经营收入的规模、占比和趋势变化情况，分析同行业公司营运资金周转情况，确定营运资金与业务经营收入和成本费用的比例关系，再根据未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，结合标的公司未来营运资金优化计划，预测未来经营期各年度的营运资金增加额。具体测算如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
营业收入	339,795.81	504,507.68	613,050.88	741,705.55	852,846.66	970,610.37	970,610.37
营运资金	148,561.81	151,352.31	168,588.99	185,426.39	191,890.50	194,122.07	194,122.07
待抵扣增值税回流	1,466.40	2,184.88	651.91	-	-	-	-
营运资本合计	150,028.20	153,537.19	169,240.90	185,426.39	191,890.50	194,122.07	194,122.07
营运资金增加额	-	3,508.98	15,703.71	16,185.49	6,464.11	2,231.58	-

3、资本性支出估算

资本性支出是指为扩大经营规模而购置的长期资产所花费的支出。根据实际经营投资计划及项目实施计划，标的资产计划新增华庭项目，项目总投资 2 亿元，其中：用于开展项目前期投入，包括前期设计费用、装修费用等合计约 1.5 亿元（含税）。截至评估基准日，标的资产已经预付装修款 3,000.00 万元。本次评估考虑的资本性支出主要为华庭项目后续的不含税装修费及固定资产采购费。

综上，追加资本的预测具有合理性，与业绩增长相匹配。

五、结合可比交易案例情况，补充披露折现率取值的合理性，以及预测期目标资本结构与报告期资本结构存在较大差异的原因及合理性

1、折现率取值

标的资产主要经营离岛免税品零售业务。近期，我国市场案例与本次交易完全匹配的情况较少，故将可比交易案例的范围扩大到百货零售业务，选取具有参考性的交易案例。相关统计情况如下表所示：

上市公司	标的公司	评估方法	评估基准日	折现率
武汉中商	居然新零售	收益法	2018/12/31	11.53%
广百股份	友谊集团	收益法	2020/03/31	11.47%/11.38%
大商股份	东港千盛	收益法	2021/09/30	12.31%
	鞍山商业投资	收益法	2021/09/30	12.31%
格力地产	珠海免税	收益法	2022/11/30	11.11%/11.52%
海汽集团	海旅免税	收益法	2022/12/31	11.12%/11.32%

注：格力地产收购珠海免税尚未完成。

通过上表可知，可比交易案例折现率区间为11.11%-12.31%，标的资产折现率11.12%-11.32%，处于同行业可比交易案例的折现率区间范围内，具有合理性。

2、预测期目标资本结构与报告期资本结构

标的资产预测期资本结构如下：

单位：万元

项目	报告期基准日	2023年E	2024年E及以后
所有者权益价值	408,965.53	408,965.53	408,965.53
付息债务价值	127,404.18	127,404.18	97,478.87
企业价值	536,369.71	536,369.71	506,444.39
权益比	76.25%	76.25%	80.75%
债务比	23.75%	23.75%	19.25%

通过上表可知，2023年权益比与基准日权益比一致，2024年及以后年度的权益比高于报告期基准日，主要原因系标的资产于2023年偿还部分债务，并预计2024年及以后债务融资规模保持稳定，因此权益比略高于报告期基准日。

标的资产预测期资本结构变化主要受各期的付息债务的影响，本次选取可比公司平均债务比为19.16%，权益比为80.84%，标的资产未来平均资本结构与同行业可比公司差异不大，具有合理性。

六、结合行业政策与格局、新冠疫情影响、供应商供货能力、标的资产竞

争优势、经营发展规划、2022年前三季度经营成果、可比交易案例等情况，补充披露业绩预测是否具有可实现性，评估是否充分遵循谨慎性原则，本次交易评估增值的合理性、交易作价的公允性，是否有利于保护上市公司及中小投资者权益，并就影响较大的指标（如营业收入、毛利率、折现率等）对评估的影响进行敏感性分析

（一）行业政策与格局

1、行业政策

根据财政部、商务部、海关总署和国家税务总局联合发布的《海南离岛旅客免税购物管理暂行办法》等政策，国家对离岛免税店实行特许经营。海南离岛免税政策在购物额度、商品种类、单次数量、购物次数等方面不断放开，具体如下：

时间	政策名称	相关内容
2008年5月26日	《海南国际旅游岛建设行动计划》	在机场口岸设立免税商店的基础上，加快建设市内免税商店。先在海口、三亚各建立一家市内免税商店；然后在琼海、万宁各建立一家市内免税商店
2011年4月20日	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	适用对象：年满18周岁的离岛不离境的国内外旅客；免税商品品种：18种进口品；免税店：三亚、海口各一家；购物次数：非岛内居民旅客每人每年最多2次，岛内居民旅客每人每年最多1次；购物额度：5,000元
2012年11月1日	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	适用对象：年满16周岁的离岛不离境的国内外旅客；免税商品品种：增加至21种；购物额度：8,000元
2015年3月20日	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	免税商品品种：增加至38种；放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等10种商品的单次购物数量限制
2016年2月1日	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	购物额度：16,000元，对非岛内居民旅客取消购物次数限制；同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口
2018年12月1日	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	购物限额及次数：30,000元，不限次；免税商品品种：增加部分家用医疗器械商品

时间	政策名称	相关内容
2018年12月28日	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将轮船离岛旅客纳入离岛免税适用对象
2020年7月1日	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元人民币，不限次数
2021年2月2日	《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	离岛旅客除在机场、火车站、码头指定区域提货外，还可选择邮寄送达方式提货
2023年3月18日	《关于增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式的公告》	增加“担保即提”和“即购即提”提货方式

我国旅游业和免税业长期向好的趋势没有改变，随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南自贸港建设加速实施，出入境及海南客源市场持续增长，加上国民的高品质消费需求仍然旺盛等利好因素，为免税品行业未来发展带来新的机遇。

2、竞争格局

目前海南离岛免税经营主体主要包括中国中免（包括：海南免税）、海旅免税、海控全球精品免税、中服免税、深圳免税、王府井。其中中国中免经营离岛免税业务多年，为目前最主要的离岛免税业务主体，旗下已开业离岛免税店共计经营面积超过30万平方米，根据其年报及中华人民共和国海口海关统计数据，2022年三亚国际免税城市场占有率为62.09%。海旅免税免税业务经营面积近5万平方米，成立以来快速发展，市场占有率不断提升，2021年度和2022年度市场占有率分别为3.58%和7.84%，在海南离岛免税领域处于行业前列。

海南离岛免税经营主体及其免税店具体情况如下：

经营主体	免税店公司名称	离岛免税店	经营面积
中国中免	中免集团三亚市内免税店有限公司	三亚国际免税城	7.2万平方米
	中免凤凰机场免税品有限公司	三亚凤凰机场免税店	1,000平方米
	海免（海口）免税店有限公司	海口日月广场免税店	2.2万平方米
	琼海海中免免税品有限公司	博鳌免税城	4,200平方米
	海免海口美兰机场免税店有限公司	海口美兰机场 T1 免税店	1.4万平方米
		海口美兰机场 T2 免税店	9,313平方米

经营主体	免税店公司名称	离岛免税店	经营面积
	中免（海口）国际免税城有限公司	海口国际免税城	28 万平方米 ^{注2}
深圳免税	深免集团（海南）运营总部有限公司	深免海口观澜湖免税购物城	近 10 万平方米
海旅免税	海旅免税城（三亚）迎宾有限公司	海旅免税城	近 5 万平方米
海控全球精品免税	全球精品（海口）免税城有限公司	海控全球精品（海口）免税城	约 3.9 万平方米
中服免税	中服（三亚）免税品有限公司	中服三亚国际免税购物公园	约 3.3 万平方米
王府井	海南奥特莱斯旅业开发有限公司	王府井国际免税港	10.25 万平方米 ^{注3}

注 1：经营面积数据来源于东北证券研究报告《免税专题：价格战是否为持久战？一免税行业系列深度（二）》、国信社服研究报告《免税系列之五十三—海南免税体系的演进层次和规模测算》；

注 2：为建筑面积，数据来源为 CDF 海口国际免税城公众号《倒计时一个月海口国际免税城携近千品牌将迎开业》；

注 3：为建筑面积，数据来源于王府井《关于万宁王府井国际免税港拟开展免税业务的公告》。

（二）新冠疫情影响

2022年，海南省离岛免税店几度闭店，物流运营出现中断，离店免税业务线下业务收受到了较大冲击，2022年离岛免税购物金额较2021年下降29.45%。

海旅免税城2022年4月线下门店闭店14天，8月和9月线下门店闭店43天，经营业绩受到一定影响。随着2022年11月以来我国进入常态化防控阶段，标的资产经营已趋于稳定，2022年四季度以来海旅免税城线下门店客流量逐渐有所回升，2023年一季度客流量已超过去年同期水平。标的资产2023年一季度实现收入139,584.68万元、净利润9,889.97万元，同比增长率分别为3.52%、96.96%，营收呈增长态势。

2022年和2023年1-3月，海旅免税城线下门店的经营数据如下：

单位：万人次

项目	客流量	交易人数	客单价	转化率	
2022 年	1 月	25.61	8.08	0.36	31.57%
	2 月	38.50	11.81	0.38	30.69%
	3 月	15.81	4.69	0.42	29.70%
	4 月	3.85	1.10	0.36	28.47%
	5 月	13.80	3.31	0.47	24.01%
	6 月	16.32	4.71	0.35	28.83%

项目	客流量	交易人数	客单价	转化率	
	7月	21.07	6.35	0.34	30.12%
	8月	1.83	0.62	0.35	33.88%
	9月	2.81	0.60	0.44	21.35%
	10月	12.16	2.82	0.49	23.17%
	11月	12.84	2.80	0.52	21.82%
	12月	16.95	4.08	0.44	24.07%
2023年	1月	43.48	12.69	0.32	29.19%
	2月	34.71	9.97	0.30	28.72%
	3月	33.80	8.75	0.34	25.89%

（三）供应商供货能力

公司成立初期，考虑到国际旅游零售商奢侈品的品牌资源和产品渠道优势，为迅速与各品牌建立合作关系，海旅免税与旅游零售商拉格代尔开展战略合作，通过其采购各类品牌商品。报告期内，海旅免税向拉格代尔采购比例超过50%，为海旅免税的主要供应商。拉格代尔拥有170多年的旅游零售经验，业务遍及42个国家，拥有超过5,000家门店，在全球拥有20,000多名员工，根据《穆迪达维特免税报告》公布的全球旅游零售商排名，拉格代尔是2021年全球第五大旅游零售商。

海旅免税与拉格代尔签订了长期采购合同，初始合同期限为十年，若任何一方未提出书面异议，合同自动顺延五年。在互惠合作的背景下，拉格代尔与海旅免税在未来一定时期内将保持稳定的合作关系，与其合作具有可持续性。

海旅免税在与旅游零售商加深战略合作的同时，逐步优化品牌结构，不断争取与国外一线大牌直接签约，降低对拉格代尔的依赖，截至2023年3月，公司已与万宝龙、伯爵、沙夫拉特、塔思琦、百年灵等695个品牌建立了直采关系，包括众多全球顶级化妆品旗下品牌香化产品、珠宝腕表等畅销品牌、众多全球知名酒水品牌以及箱包服饰、电子产品等。

综上，海旅免税具有较强的供应链管理能力和较强的供应链管理能力，能够在确保业务规模不断扩张的同时，始终保持行业前列的经营效率，满足客户对优质免税商品的需求。

（四）标的资产竞争优势

1、深度布局免税业务，市占率及经营面积排名前列

海旅免税深度布局免税业务，在成立后快速发展，市场占有率不断提升，2021年度和2022年度市场占有率分别为3.58%和7.84%，在海南离岛免税领域处于行业前列。离岛免税方面，公司设立高端旅游零售综合体海旅免税城，开展线下免税品门店的运营管理业务，向全国离岛游客零售免税商品，整体经营面积达9.5万平方米，免税业务经营面积近5万平方米，截至2023年3月，吸引1,010个国际知名品牌入驻。线上免税方面，海旅免税线上官方商店于2021年1月25日正式上线，官方商店的会员购业务作为海南离岛免税业务的延伸，已于2021年8月上线。海旅免税离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，除此以外，亦提供邮寄离岛和返岛提货。

2、品牌数量领先、供应链保障优势

海旅免税与全球头部旅游零售商拉格代尔签订战略合作协议，并不断提升自身采购能力，随着海南离岛免税政策在购物额度、商品种类、单次数量、购物次数等方面不断放开，海旅免税积极把握行业发展趋势，引进品牌数量从开业初的近350个提升至2023年3月的1,010个品牌，包括众多全球顶级化妆品旗下品牌香化产品、珠宝腕表等畅销品牌、众多全球知名酒水品牌以及箱包服饰、电子产品等。海旅免税供应链管理确保业务规模不断扩张的同时，始终保持行业前列的经营效率，满足客户对优质免税商品的需求。

3、差异化竞争优势

截至2023年3月，海旅免税深耕香化品类，线上香化品牌数量达179个，位列同行第一；在引进充足热门品牌的基础上，海旅免税积极把握行业发展趋势，加大差异化品牌的引进力度，其中Tasaki、Marni、Fred、Etro、Hublot、Schaffrath、Gucci彩妆、Burberry彩妆、ChristianLouboutin彩妆、SENSAI、est等250多个品牌系首次或独家进驻离岛免税市场。此外，海旅免税还打造了潮牌空间，以满足年轻顾客的时尚需求。海旅免税后续还将不断调整保持差异化竞争优势。

4、股东支持及人才优势

海旅免税控股股东海南旅投是海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营

商，致力于成为国际旅游消费中心的引领者、全岛旅游产业链的整合者、国际旅游岛的建设者、旅游国际合作的平台。海旅免税在自身外部发展同时，能够和控股股东产生协同效应，促进长期的可持续发展。

海旅免税管理团队具备卓越的战略视野和丰富的管理经验，凭借管理团队对行业 and 政策的深度理解能够把握市场机遇，面对行业挑战。

5、不断探索零售业务新模式

自贸港建设政策落地和双循环的新发展格局为海南旅游消费市场带来新的发展契机。为把握海南旅游零售行业发展机遇，探索零售业务新模式，标的公司积极推进三亚海旅免税-奥莱生活广场项目，该项目采用联营、自营、租赁等方式运营，不断丰富商品的种类和品牌，促进标的公司成为“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动的旅游零售供应综合体，不断提高标的公司的竞争力，发展差异化竞争优势。

（五）经营发展规划

1、做强做精免税业务

海旅免税将保持差异化竞争策略，继续深耕香化品类，进一步加大差异化品牌的引进力度；持续优化商品结构，积极引进国外一线大牌，推进经营商品的高端化、国际化，不断提升高端精品占比。同时，海旅免税将持续完善供应链管理水 平，不断提升自身采购能力。

2、拓展完税业务

海旅免税充分利用海南离岛免税政策，进一步开拓海南免税旅游零售市场，打造奥特莱斯商城，经营定位与海旅免税城形成互补和联动，丰富商品选择性，提高旅客离岛免税购物便利性，满足国内外游客旅游购物需求。

3、扩展线上销售平台

海旅免税与各主力电商平台进行深度合作，进一步拓宽销售业务范围，扩展“离岛免税”、“跨境电商”、“会员购”等多种线上销售模式，完善客户服务、供应链体系的开发建设。利用资深企业的体系及渠道来降低自身的运营、采购成

本，不断丰富线上销售品类品牌，同时持续加强宣传营销，实现海旅免税线上线下销售双轮驱动。

(六) 2022年前三季度及2023年第一季度经营成果

海旅免税 2023 年 1-3 月未经审计的经营数据如下：

单位：万元

项目	2022 年 1-9 月	2022 年	2023 年 1-3 月	2023E
营业收入	261,786.33	339,795.81	139,584.68	503,106.96
占当年预测营业收入比例	-	-	27.74%	100.00%
净利润	3,487.34	5,079.18	9,889.97	19,159.54
占当年预测净利润比例	-	-	51.62%	100.00%

注：2022 年 1-9 月数据、2023 年 1 月 3 月数据未经审计。

由上表可知，海旅免税 2023 年 1-3 月营业收入为 139,584.68 万元，占 2023 年预测营业收入的 27.74%；1-3 月净利润为 9,889.97 万元，占 2023 年预测净利润的 51.62%。

(七) 与可比交易案例相比，交易作价具有合理性

海旅免税主要经营离岛免税品零售业务。近期，我国市场案例与本次交易完全匹配的情况较少，故将可比交易案例的范围扩大到百货零售业务，选取具有参考性的交易案例。相关统计情况如下表所示：

单位：万元

上市公司	标的资产	评估基准日	交易作价	承诺期平均市盈率
武汉中商	居然新零售	2018/12/31	3,565,000.00	14.86
广百股份	友谊集团	2020/03/31	390,982.88	31.96
大商股份	东港千盛	2021/09/30	5,445.66	23.78
	鞍山商业投资	2021/09/30	56,568.23	20.88
格力地产	珠海免税	2022/11/30	897,800.00	15.95
平均值				21.49
海汽集团	海旅免税	2022/12/31	408,038.00	12.18

注：平均市盈率=交易作价/业绩承诺期前三年平均净利润。

通过上表可知，可比交易案例相关标的资产的承诺期平均市盈率为 21.49 倍，

本次交易标的资产业绩承诺期平均市盈率为 12.18 倍，低于可比交易案例平均水平，上市公司收购标的资产的交易作价具有合理性。

综上，海旅免税2023年1-3月实现的净利润占2023年预测净利润的比例为 51.62%，在业绩预测条件得以满足、评估过程所涉及基本假设无重大不利变化的情况下，收益法下预测收入具备可实现性；本次评估充分考虑了标的资产的业务发展前景、行业政策、行业发展规划、竞争格局、企业核心竞争力、人才团队等因素，评估机构遵循谨慎性原则对标的资产未来现金流量进行了评估测算；本次交易收益法评估增值较大，主要原因是评估对象收益的持续增长，而推动企业收益持续增长的动力既来自外部也来自内部，包括行业政策及发展趋势、竞争格局、企业的核心竞争力及未来业务布局等情况；交易作价参照经国资委备案的评估值协商确认，交易作价公允，有利于保护上市公司及中小投资者利益。

（八）关键指标敏感性分析

1、营业收入的敏感性分析

根据本次评估的收益法计算数据，预测期营业收入变动的敏感性分析如下：

单位：万元

营业收入变动率	评估值	变动金额	评估值变动率
5%	436,941.00	28,903.00	7.08%
3%	425,384.00	17,346.00	4.25%
0	408,038.00	-	0.00%
-3%	390,683.00	-17,355.00	-4.25%
-5%	379,105.00	-28,933.00	-7.09%

通过上表可见，在其他预测参数不变的条件下，预测期营业收入变动与标的公司评估值呈正相关变动趋势，具体变化幅度如上表所示。

2、毛利率的敏感性分析

根据本次评估的收益法计算数据，预测期毛利率变动的敏感性分析如下：

单位：万元

毛利率变动率	评估值	变动金额	评估值变动率
5%	484,188.00	76,150.00	18.66%
3%	453,728.00	45,690.00	11.20%

毛利率变动率	评估值	变动金额	评估值变动率
0	408,038.00	-	0.00%
-3%	362,348.00	-45,690.00	-11.20%
-5%	331,889.00	-76,149.00	-18.66%

通过上表可见，在其他预测参数不变的条件下，预测期毛利率变动与标的公司评估值呈正相关变动趋势，具体变化幅度如上表所示。

3、折现率的敏感性分析

根据本次评估的收益法计算数据，预测期折现率变动的敏感性分析如下：

单位：万元

折现率变动率	评估值	变动金额	评估值变动率
5%	378,473.00	-29,565.00	-7.25%
3%	389,944.00	-18,094.00	-4.43%
0	410,219.00	-	0.00%
-3%	427,285.00	19,247.00	4.72%
-5%	440,810.00	32,772.00	8.03%

通过上表可见，在其他预测参数不变的条件下，预测期折现率变动与标的公司评估值呈负相关变动趋势，具体变化幅度如上表所示。

七、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第六节 本次交易标的的评估情况”之“三、收益法评估情况”之“（三）未来净现金流量测算”和“第六节 本次交易标的的评估情况”之“五、评估结论及分析”之“（四）业绩预测的可实现性、评估增值合理性、交易作价公允性分析”和之“（五）关键指标敏感性分析”中进行了补充披露。

八、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

- 1、标的资产各板块营业收入预测具有合理性。
- 2、标的资产预测期综合毛利率、各板块毛利率与报告期、同行业可比公司

不存在显著差异，具有合理性。

3、标的资产预测期销售费用、管理费用和财务费用与报告期不存在显著差异，差异具有合理性。

4、标的资产追加资本金额测算具有合理性，与业绩增长相匹配。

5、标的资产折现率处于同行业可比交易案例的折现率区间范围，具有合理性；2023年权益比与报告期基准日权益比一致，2024年及以后年度的权益比高于报告期基准日，主要原因系标的资产于2023年偿还部分债务，并预计2024年及以后债务融资规模保持稳定，权益比略高于报告期基准日具有合理性。

6、海旅免税2023年1-3月实现的净利润占2023年预测净利润的比例为51.62%，在业绩预测条件得以满足、评估过程所涉及基本假设无重大不利变化的情况下，收益法下预测收入具备可实现性；本次评估次评估充分考虑了标的资产的业务发展前景、行业政策、行业发展规划、竞争格局、企业核心竞争力、人才团队等因素，评估机构遵循谨慎性原则对标的资产未来现金流量进行了评估测算；本次交易收益法评估增值较大，主要原因是评估对象收益的持续增长，而推动企业收益持续增长的动力既来自外部也来自内部，包括行业政策及发展趋势、竞争格局、企业的核心竞争力及未来业务布局等情况；交易作价参照经国资委备案的评估值协商确认，交易作价公允，有利于保护上市公司及中小投资者利益。

问题2

申请文件显示，本次交易拟募集配套资金不超过180,000.00万元，其中75,028.20万元用于支付现金对价。如募集配套资金失败或未能足额募集，上市公司将通过自有资金、银行借款或其他合法方式募集资金以解决资金需求。请你公司：1) 补充披露在考虑配套融资情况下，本次交易对上市公司股权结构的影响。2) 结合上市公司货币资金、现金流量、银行授信额度、其他融资渠道、生产经营计划、资本支出规划等情况，补充披露如本次配套融资未能足额募集，是否对本次重组进程产生不利影响，支付现金对价的具体安排和保障措施，以及对上市公司后续财务状况和生产经营的影响。请独立财务顾问和会计师核查

并发表明确意见。

回复：

一、补充披露在考虑配套融资情况下，本次交易对上市公司股权结构的影响

截至本核查意见出具日，上市公司总股本为 31,600.00 万股。本次交易上市公司拟发行 31,274.33 万股购买标的资产，拟发行不超过 9,480.00 万股用于募集配套资金。本次交易完成后（不考虑募集配套资金），上市公司总股本为 62,874.33 万股。

本次发行股份募集配套资金采取询价发行的方式，定价基准日为本次发行股票发行期首日，发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价的 80%，最终发行价格将在本次发行获得上交所审核通过并经中国证监会注册后，由上市公司董事会根据股东大会的授权，按照相关法律、行政法规及规范性文件的规定，依据发行对象申购报价的情况，与本次交易的独立财务顾问协商确定。

本次交易拟募集配套资金总额不超过 140,000.00 万元，假设以 2023 年 3 月 31 日为定价基准日进行测算，定价基准日前 20 个交易日交易均价的 80% 为 20.93 元/股，本次募集配套资金发行股份 66,889,632 股。

本次交易完成前后，上市公司股本结构变化具体如下：

股东名称	本次交易前		本次交易后（不考虑配套融资）		本次交易后（考虑配套融资）	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
海南省旅游投资发展有限公司	-	-	312,743,282	49.74%	312,743,282	44.96%
海南海汽投资控股有限公司	134,300,000	42.50%	134,300,000	21.36%	134,300,000	19.31%
海南高速公路股份有限公司	34,517,300	10.92%	34,517,300	5.49%	34,517,300	4.96%
海南海钢集团有限公司	2,420,000	0.77%	2,420,000	0.38%	2,420,000	0.35%
其他社会股东	144,762,700	45.81%	144,762,700	23.02%	211,652,332	30.43%
总股本	316,000,000	100.00%	628,743,282	100.00%	695,632,914	100.00%

注：海南旅投和海汽控股的实际控制人均为海南省国资委。

本次交易前，上市公司间接控股股东海南旅投通过海汽控股控制上市公司42.50%的股份。本次交易完成后（不考虑募集配套资金），海南旅投直接和间接控制上市公司71.10%的股份；本次交易完成后（考虑募集配套资金），海南旅投直接和间接控制上市公司64.26%的股份。本次交易前后，公司实际控制人未发生变化。

本次交易完成后，上市公司控制权不会发生变化。

二、结合上市公司货币资金、现金流量、银行授信额度、其他融资渠道、生产经营计划、资本支出规划等情况，补充披露如本次配套融资未能足额募集，是否对本次重组进程产生不利影响，支付现金对价的具体安排和保障措施，以及对上市公司后续财务状况和生产经营的影响。

（一）本次配套融资未能足额募集，是否对本次重组进程产生不利影响，支付现金对价的具体安排和保障措施

本次募集配套资金140,000万元，其中61,205.70万元用于支付本次交易的现金对价，其余用于补充流动资金以及支付本次交易相关税费及中介机构费用等。

截至2022年12月31日，上市公司货币资金、现金流量等情况如下表所示：

单位：万元

项目	内容
上市公司备考资产负债表	2022年12月31日
货币资金	37,125.59
上市公司现金流量表	2022年度
经营活动产生的现金流量净额	-8,839.66
投资活动产生的现金流量净额	-20,255.99
筹资活动产生的现金流量净额	20,339.83
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-
现金及现金等价物净增加额	-8,755.82

在海南自贸港建设政策落地和双循环的新发展格局为旅游消费市场带来发展契机的整体背景下，上市公司通过本次交易推动自身从传统交通企业升级成免

税商业综合企业集团。本次交易完成后，海汽集团将充分借助上市平台进一步推动免税快速发展的同时，协调免税业务与上市公司现有业务的协同发展，将上市公司打造成为海南免税商业综合企业集团的代表。上市公司除目前在建场站、充电桩、采购车辆等外，公司未来无大额资本支出计划。

截至2023年3月31日，上市公司拥有银行授信额度74,545.00万元，其中已使用额度64,545.00万元，未使用额度10,000万元。上市公司拥有场站、建筑、土地等大量固定资产，可以通过抵押贷款、发行公司债券、中票、短期融资债券等方式募集资金。在募集配套资金全部或部分无法实施时，上市公司可以通过自有资金、银行借款、日常经营所得或发行公司债券、中票、短期融资债券等其他途径解决上述现金支付需求，不会对重组产生不利影响。

（二）对上市公司后续财务状况和生产经营的影响

本次交易完成后，上市公司总资产规模、净资产规模、收入规模将有所增加，通过收购标的公司，上市公司的盈利能力将得到进一步增强，抗风险能力得到进一步提升。如果募集配套资金出现未能实施或融资金额低于预期的情形，上市公司将优先使用募集配套资金用于支付现金对价。同时，采取包括但不限于使用企业自有资金、发行公司债、企业债、中票、短融、抵押贷款、银行担保贷款等一系列方式筹集资金以满足上市公司和标的公司的运营和发展。上市公司资产负债率将有所提高，但是仍然处于可控水平，不会对上市公司偿债能力及日常生产经营造成较大影响。

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第一节 本次交易概况”之“九、本次交易对上市公司的影响”和“第七节 发行股份及募集配套资金的情况”之“二、募集配套资金情况”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次交易前，上市公司间接控股股东海南旅投通过海汽控股控制上市公司42.50%的股份。本次交易完成后（不考虑募集配套资金），海南旅投直接和间

接控制上市公司71.10%的股份；本次交易完成后（考虑募集配套资金），海南旅投直接和间接控制上市公司64.26%的股份。本次交易前后，公司实际控制人将不发生变化，上市公司控制权不会发生变化。

2、根据上市公司货币资金、现金流量、银行授信额度、其他融资渠道、生产经营计划、资本支出规划等情况，如本次配套融资未能足额募集，不会对本次重组进程产生重大不利影响，不会对上市公司后续财务状况和生产经营产生重大不利影响。

问题3

申请文件显示，1) 标的资产在过渡期产生的亏损，或因其他原因而减少的净资产由交易对方以等额现金向上市公司补偿，该部分现金补偿计入业绩补偿中的已补偿金额。2) 交易双方在《发行股份及支付现金购买资产补充协议》中约定业绩补偿相关安排。请你公司补充披露：1) 过渡期亏损补偿金额计入业绩承诺已补偿金额的依据及合理性，是否符合《监管规则适用指引——上市类第1号》（以下简称《1号指引》）的有关规定。2) 业绩补偿约定是否适用《发行股份及支付现金购买资产协议》中不可抗力条款的规定，交易双方可否在不可抗力情形下协商解除或变更业绩补偿条款，如是，是否符合《1号指引》的规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、过渡期亏损补偿金额计入业绩承诺已补偿金额的依据及合理性，是否符合《监管规则适用指引——上市类第1号》（以下简称《1号指引》）的有关规定。

《监管规则适用指引——上市类第1号》规定：“上市公司重大资产重组中，对以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法作为主要评估方法的，拟购买资产在过渡期间（自评估基准日至资产交割日）等相关期间的收益应当归上市公司所有，亏损应当由交易对方补足。具体收益及亏损金额应按收购资产比例计算。”

为进一步明晰过渡期损益安排及业绩承诺补偿条款，保障上市公司及中小股东利益，交易各方已于2023年4月27日签署了《发行股份及支付现金购买资产补充协议三》（以下简称“《补充协议三》”），对过渡期损益安排条款作出如下调整：

“3.1 双方同意，过渡期指标的资产自评估基准日（不包括当日）至标的资产交割日（包含当日）的期间，标的资产在过渡期所产生的盈利，或因其他原因而增加的净资产由上市公司享有；标的资产在过渡期所产生的亏损，或因其他原因而减少的净资产由乙方以等额现金向上市公司补偿。双方确认，关于过渡期损益具体金额，由甲方确定的审计机构在交割日后30个工作日内对目标公司的过渡期损益进行专项审计，过渡期损益具体金额以专项审计结果为准。”

上述过渡期损益安排条款符合《1号指引》关于“对以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法作为主要评估方法的，拟购买资产在过渡期间（自评估基准日至资产交割日）等相关期间的收益应当归上市公司所有，亏损应当由交易对方补足”的相关规定。

2023年4月27日，上市公司召开了第四届董事会第十六次会议，审议通过了《关于审议公司与海南省旅游投资发展有限公司签署附条件生效的〈发行股份及支付现金购买资产补充协议（三）〉的议案》。

综上，《补充协议（三）》对本次交易的过渡期损益及业绩补偿的内容进行了调整，调整后的内容有利于保障上市公司及中小股东利益，符合《1号指引》的有关规定。

二、业绩补偿约定是否适用《发行股份及支付现金购买资产协议》中不可抗力条款的规定，交易双方可否在不可抗力情形下协商解除或变更业绩补偿条款，如是，是否符合《1号指引》的规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

《监管规则适用指引——上市类第1号》对业绩补偿承诺变更的规定如下：

“上市公司重大资产重组中，重组方业绩补偿承诺是基于其与上市公司签订的业绩补偿协议作出的，该承诺是重组方案重要组成部分。因此，重组方应当严

格按照业绩补偿协议履行承诺。除我会明确的情形外，重组方不得适用《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第五条的规定，变更其作出的业绩补偿承诺。”

为保障上市公司及中小股东利益，交易双方已于2023年4月27日签署了《补充协议三》，对《购买资产协议》的不可抗力条款的第14.3进行调整，调整后的条款如下：

“任何一方由于受到本协议约定的不可抗力事件的影响，需对业绩补偿及减值补偿进行调整的，应当以中国证监会、上交所明确的情形或法院判决认定为准，除此之外，乙方履行本协议项下的补偿义务不得进行任何调整。”

2023年4月27日，上市公司召开了第四届董事会第十六次会议，审议通过了《关于审议公司与海南省旅游投资发展有限公司签署附条件生效的〈发行股份及支付现金购买资产补充协议（三）〉的议案》。

综上，《补充协议三》对本次交易的不可抗力条款进行了调整，调整后的内容有利于保障上市公司及中小股东利益，符合《1号指引》的有关规定。

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第八节 本次交易合同的主要内容”之“五、相关协议条款符合《监管规则适用指引——上市类第1号》规定的情况”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、双方签署的《补充协议三》对过渡期损益安排条款进行调整后，进一步明确了补偿安排，符合《1号指引》的有关规定，有利于保障上市公司及中小股东利益。

2、双方签署的《补充协议三》进一步明确了不可抗力适用范围，符合《1号指引》的相关规定，不存在交易对方借此有意规避承担补偿义务的情形。

问题4

申请文件显示，本次交易完成后，上市公司主营业务将从传统客运业务转型为免税商业综合业务。请你公司补充披露：1) 本次交易完成后，上市公司主营业务构成及比例，对各项业务的未来发展规划和管理模式。2) 上市公司对标的资产实现有效管控的具体措施，在业务、资产、财务、人员、机构等方面的详细整合计划。3) 上市公司与标的资产在业务、市场、客户、资源等方面协同发展的具体体现。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、本次交易完成后，上市公司主营业务构成及比例，对各项业务的未来发展规划和管理模式

(一) 本次交易完成后上市公司主营业务构成

根据上市公司审计报告以及备考审阅报告，假设本次重组自2022年1月1日完成，则2022年度上市公司交易前后主营业务收入主要构成及净利润对比如下：

单位：万元、%

项目			2022年度	
			金额	占比
本次交易前	主营业务收入	汽车客运	47,270.95	68.90
		客运站经营	4,811.86	7.01
		销售及维修等其他服务	16,527.17	24.09
		合计	68,609.98	100.00
归属于母公司净利润			3,923.89	
本次交易后	主营业务收入	汽车客运	47,117.03	11.60
		客运站经营	4,811.86	1.18
		销售及维修等其他服务	16,527.17	4.07
		离岛免税	273,579.85	67.37
		完税商品	58,300.32	14.36
		跨境电商及其他商品	2,189.51	0.54
		联营收入	3,550.74	0.87
		合计	406,076.48	100.00
归属于母公司净利润			9,521.50	

本次交易前，上市公司的主营业务为汽车客运、汽车场站的开发与经营、汽车综合服务及交通旅游等业务，其中汽车客运业务占比68.90%。本次交易完成后，上市公司主营业务将从传统客运业务转型为免税商业综合业务，汽车客运业务占比下降至11.60%，免税业务占比81.73%，其中：离岛免税业务占比67.37%，完税商品业务占比14.36%，上市公司将实现以免税业务为主，客运业务为辅，免税业务与客运业务相互依托、协同发展。

本次交易完成后，上市公司归属于母公司所有者的净利润将得以提高，有利于增强上市公司的盈利能力，实现股东利益的最大化。

（二）各项业务的未来发展规划和管理模式

1、业务发展规划

本次交易完成后，上市公司将在巩固原有主业的基础上，进一步发挥海旅免税在免税商业综合业务领域的市场地位、业务布局、市场渠道、客户资源等方面的竞争优势，把握海南离岛免税产业发展的良好机遇，实现旅游交通、旅游商业跨越式发展。公司未来各项业务发展规划如下：

（1）上市公司原有业务未来发展规划

①汽车客运业务

海汽集团将在优化传统道路客运的同时，构建形成客运、网约车、校车、租赁车、城乡公交等新型客运“五大网络”，深耕海南三大机场客流高地和地面交通业务，通过优化结构和升级业务，巩固其在海南道路客运的龙头地位。此外，海汽集团将紧抓海南“全岛同城化、城乡一体化”建设机遇，打造精品客运班线，培育和发展多种类定制客运项目；同时，上市公司将发挥全省场站网点优势，开展中高端车辆租赁、政府公务用车、企事业单位通勤车等业务，完成客运新业务的全省布局。

②汽车场站的商业开发与经营

海汽集团将积极融入海南省“2+4+N”的区域发展格局，以“海澄文定”综合经济圈与“大三亚”旅游经济圈两大城市群为核心，以海口、三亚、儋州/洋

浦、琼海等4个区域中心城市为重点，推进站商综合开发，融合交通、旅游、商贸等多种功能，打造现代化城市交通“会客厅”和站商一体化的综合体。

在围绕国际旅游消费中心建设方面，上市公司将充分利用场站网点资源，加速进行商业化开发，联合海南旅投及海旅免税旅游零售板块业务，建设旅游消费中心，开展全省旅游产品展销、信息服务并进一步发展免税品购物连锁店。

③汽车综合服务

海汽集团未来将围绕汽车服务的产业链、供应链，形成有效的上下游业务联动机制，着力拓展汽车贸易、汽车能源充换、光能储充、废旧汽车回收拆解四大战略业务。上市公司将积极策划汽车贸易、进口汽车改装与二手车销售业务，提供汽车销售、租赁、零部件销售等综合服务，不断挖掘汽车销售新模式；此外，上市公司将利用海南自由贸易港建设契机与国家大力推广新能源汽车的市场机遇，重点建设智能充电网、加气站、光伏电站等汽车服务及关联业务链条，构建海汽新能源汽车服务平台；同时，未来上市公司将积极开拓新业务，推动报废汽车回收拆解项目，预计该项目将成为海汽集团新的利润增长点以及业务转型的支撑点。

（2）标的公司相关业务未来发展规划

①做强做精海旅免税城

标的公司未来将持续优化免税城品牌结构，加大招商自采力度，争取与国内外各品牌签订直接合作协议；同时标的公司将积极引进国外一线大牌，推进经营商品的高端化、国际化，不断提升高端精品占比，优化产品结构。未来随着标的公司自身实力的增强及业务规模的壮大，其对于上游的议价能力也将逐渐提升，采购成本的规模效应将进一步显现。同时标的公司将持续完善供应链管理水平和提升存货周转效率。

②推进“免税奥特莱斯”项目

在完税业务方面，标的公司将充分利用海南离岛免税政策，打造免税奥特莱斯商城，进一步开拓海南免税旅游零售市场，与三亚海旅免税城形成互补和联动，丰富商品选择性，提高旅客离岛免税购物便利性，满足国内外游客旅游购物需求，

充分挖掘市场消费潜力，复制此模式并逐步推广至全岛，为2025封关做足准备。

③扩展线上销售平台

海旅免税将与各主力电商平台进行深度合作，进一步拓宽销售业务范围，扩展“离岛免税”、“跨境电商”、“会员购”等多种线上销售模式，完善客户服务、供应链体系的开发建设。利用资深企业的体系及渠道来降低自身的运营、采购成本，不断丰富线上销售品类与品牌，同时持续加强宣传营销，实现海旅免税线上线下销售双轮驱动。

(3) 业务管理模式

本次交易完成后，在维持上市公司现有管理模式和决策程序不变的前提下，海汽集团将以符合上市公司规范运作的相关要求对海旅免税进行管理，完善其公司治理结构。同时，为保持管理和业务的连贯性，上市公司将最大化维持标的公司现有核心管理团队、组织架构、业务模式等运行的稳定。

上市公司将在企业文化、团队管理、业务与技术、财务与管理体系等方面进行整合，促使上市公司与标的公司在本次交易完成后快速实现内部整合，有效缩短协同效应实现时间，确保本次重组后上市公司的盈利能力和核心竞争力得到有效提升。

二、上市公司对标的资产实现有效管控的具体措施，在业务、资产、财务、人员、机构等方面的详细整合计划

本次交易完成后，海旅免税将成为上市公司的子公司，上市公司将在旅游交通业务的基础上，增加免税零售业务，实现旅游交通、旅游商业跨越式发展。为保持业务发展和管理的稳定性和连贯性，上市公司将维持标的公司管理团队、经营模式和组织架构的基本稳定。同时，为更好的促进双方在业务、资金和管理等方面增强协同效应，上市公司将根据业务发展和管理需要从业务、资产、财务、人员、机构等方面对标的公司进行一定程度和范围的整合，具体如下：

(一) 业务方面

本次交易完成后，上市公司将把标的公司旅游零售业务纳入整体业务体系，充分把握优质资产注入所带来的快速发展的机遇，在场站资源赋能、客户资源共

享、共同营销等方面加强协同发展，实现互相促进、资源共享的良性互动。

海汽集团在海南汽车客运及汽车站的商业开发与经营领域拥有丰富的资源，相关资源可以为免税及相关业务拓展及服务提升提供有力支持，上市公司将充分挖掘全省场站资源潜力，通过全省场站为标的公司旅游零售商业赋能，逐步扩大免税、有税商业经营场所；在客户资源方面，双方将实现线上、线下会员体系的共享，海汽集团将利用全岛的客运网络体系，为标的公司旅游零售业务导流；同时利用旅游零售商业带来的客流量，继续巩固提升海汽集团原有业务效益；在共同营销方面，海汽集团将搭建道路运输与旅游零售商业融合互动的营销体系，使客运车、公交车成为旅游零售商品销售场所和物流配送工具，并为顾客提供租车等增值服务。双方将业务、市场、客户等方面进行充分融合，共同打造“交通+旅游”核心竞争力。

（二）资产方面

本次交易标的海旅免税为轻资产公司，资产主要为流动资产，如存货、货币资金、应收账款等。交易完成后，标的公司将成为上市公司的子公司，但仍将作为独立的企业法人，继续拥有其法人资产。上市公司将根据相关规定管理标的公司的财产，同时加强双方业务的协同效应，优化标的公司资源配置并提高其资产利用效率，实现资源配置的效益最大化。

（三）财务方面

上市公司将对标的公司财务进行整合，主要包括财务制度、财务机构和人员、财务核算等方面。在财务制度方面，海汽集团将按照上市公司财务管理体系及规范运作的要求，结合标的公司所处行业特点和业务模式，进一步完善标的公司内部控制体系建设，严格要求其按照《企业会计准则》和会计政策进行列报；在财务机构方面，将加强对标的公司内部控制和财务核算的管控，完善财务机构、人员设置，搭建符合上市公司标准的财务管理体系；在财务核算方面，上市公司将实行标准化管理，将标的公司的财务管理和风控管理纳入到上市公司统一的管理系统中，加强对标的公司成本费用、资金、税务等方面的管理，防范其出现资金短缺、财务杠杆过高等财务风险，并按照上市公司编制合并财务报表和对外披露财务会计信息的要求，真实、准确、完整、及时地披露相关信息。

（四）人员方面

管理团队方面，上市公司将保持标的公司原有主要经营管理团队的稳定性，纳入上市公司激励体系；同时，为推动标的公司业务发展，上市公司将支持标的公司持续引进优质人才，以丰富和完善标的公司的业务团队和管理团队，为标的公司的业务开拓和维系提供足够的支持。

其他员工方面，本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的子公司，标的公司作为独立法人的法律主体资格不会发生变化，仍然履行与其员工的劳动合同，标的公司不因本次交易而发生额外的人员安排问题。

（五）机构方面

本次交易完成后，上市公司将对标的公司的机构进行整合，主要从治理机构和管理机构两方面入手。在治理机构方面，上市公司将依据相关法律法规，行使对标的公司的重大事项管理，并通过行使股东权利参与标的公司运行治理。标的公司将逐步完善治理结构，并严格按照上市公司内部控制制度对各项经营决策履行相应程序。在管理机构方面，鉴于前期标的公司已建立符合业务开展的管理部门，上市公司将在全面梳理标的公司业务流程和对标上市公司内部控制基本要求的基础之上，将标的公司整体纳入集团化管理，对标的公司日常重大经营决策实行有效控制，并建立与标的公司管理层之间有效的汇报沟通机制。

三、上市公司与标的资产在业务、市场、客户、资源等方面协同发展的具体体现

（一）业务市场协同

本次交易前，上市公司的主营业务为汽车客运、汽车场站的开发与经营、汽车综合服务以及交通旅游等业务。海旅免税主要经营免税品零售业务，其与上市公司在旅游服务市场存在较大的协同效应，主要体现在以下方面：

1、上市公司将充分挖掘全省场站资源潜力，打造各类免税、有税商品展销、信息服务中心，通过全省场站为标的公司旅游零售商业赋能，实现规模扩张；同时，加速进行商业开发，分阶段有序建设旅游零售商业综合体，逐步扩大免税、有税商业经营场所。

2、上市公司将利用全岛的客运网络体系，以高铁站、港口、机场为重点为标的公司旅游零售业务导流；同时，上市公司利用旅游零售商业进入全省场站带来的客流量，继续巩固提升海汽集团原有新型客运、汽车服务、商业物业租赁等业务版块效益，进一步拉动客运站业务的二次消费。

3、上市公司可与标的公司合作开展免税购物游，进一步提升“交通+旅游”的核心竞争力，拓宽上市公司收入来源，增加零售业务客户粘性并提升上市公司业绩。

（二）客户资源协同

本次交易前，上市公司主营业务为汽车客运、汽车场站的开发与经营、汽车综合服务以及交通旅游等业务，其客户包括游客、海南本地居民及各类企业；标的公司作为免税商品零售商，其客户主要为免税、有税商品购买者。本次交易完成后，上市公司及标的公司将通过共享客户资源、联合开发客户等方式，进一步发挥在客户资源方面的协同效应，主要体现为：

1、海汽集团将加大市场营销力度，搭建道路运输与旅游零售商业融合互动的营销体系，通过扩展商品销售渠道，使客运车、公交车成为旅游零售商品销售场所和物流配送工具，同时充分利用旅游商品销售客流，巩固提升原有运输业务效益；同时，上市公司将开展新型客运和租车包车业务，提供定制租车、用车服务，为购买旅游零售商品的客人提供增值服务，提升购物服务质量和购物体验。

2、上市公司将利用全岛的客运网络体系，进一步拉动客运站的二次消费，为标的公司旅游零售业务导流；同时，上市公司将利用旅游零售商业进入全省场站带来的客流量，巩固提升原有客运、汽车服务等业务效益。

3、上市公司与标的公司将实现线上、线下会员体系的共享，提供一站式“交通+旅游”服务，通过提升客户体验度及粘性，增强“交通+旅游”核心竞争力。

（三）财务协同

本次交易完成后，上市公司与标的公司将进一步发挥在财务方面的协同效应，主要体现为：

1、上市公司将实行标准化管理，将标的公司的财务管理和风控管理纳入到统一的管理系统中，按照上市公司财务规范运作的要求，加强对标的公司成本费用、资金、税务等方面的管理，进一步完善其内部控制体系建设，防范其出现资金短缺、财务杠杆过高等财务风险。

2、本次交易完成后，上市公司的资产规模和盈利能力均得到提高，一方面上市公司将以更好的业绩回馈广大投资者，实现股东利益最大化，另一方面，优质资产的注入将优化上市公司各项财务指标，有利于上市公司更加有效地运用资本市场中的融资工具，进一步拓宽融资渠道、降低融资成本。

3、标的公司将借助上市公司广泛的融资渠道及更强的融资能力，获得有效的融资对接后续项目建设，同时，通过提高直接融资占比，标的公司将有效降低融资成本，优化资产结构。

四、补充披露情况

上述情况已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“五、本次交易对上市公司持续经营能力、未来发展前景、当期每股收益等财务指标和非财务指标影响的分析”之“（一）本次交易对上市公司的持续经营能力影响的分析”与“（二）本次交易对上市公司未来发展前景影响的分析”中对上述内容进行了补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易完成后，上市公司将进一步布局旅游交通、旅游零售两大业务，并制定了合理的业务管理模式；上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面已经制定了切实可行的整合计划；本次交易完成后，标的公司与上市公司在业务市场、客户、财务等方面存在协同效应。

问题5

申请文件显示，1) 海旅免税2021年实现营业收入244,258.87万元，净利润为-5,558.15万元。2) 除海旅免税外，中国中免、海南免税、海控全球精品免税、

深圳免税、中服免税、王府井等6家经营主体也取得海南离岛免税牌照。请你公司：1) 补充披露海南离岛免税牌照的取得方式及条件，是否存在有效期，如是，是否存在到期无法续期风险，以及对标的资产经营业绩的影响。2) 结合标的资产业务开展情况、期间费用具体构成及变动情况等，补充披露2021年营业收入大幅增长但净利润为负的原因及合理性。3) 结合同行业可比公司情况，补充披露各板块业务盈利模式、产品购销定价机制、毛利率等是否符合行业特点，标的资产核心竞争优势及市场占有情况，是否具有持续稳定的盈利能力。4) 结合疫情对境内外旅游业的影响，补充披露标的资产近期经营和财务状况受疫情影响的情况；本次评估作价及业绩承诺安排是否已考虑疫情影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、补充披露海南离岛免税牌照的取得方式及条件，是否存在有效期，如是，是否存在到期无法续期风险，以及对标的资产经营业绩的影响

(一) 取得方式及条件

离岛免税牌照的主要适用法规为《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》，该法规对免税品经销资格的经营主体条件、离岛免税店的设立申请做出了如下规定。

1、免税品经销资格的经营主体条件

根据《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》第八条的规定，具有免税品经销资格的经营主体应当具备以下条件：

(1) 注册资本不低于1亿元人民币；

(2) 依法按时足额缴纳免税商品特许经营费和各项税费，无不良记录（新设企业除外）；

(3) 完备的企业章程和内部财务管理制度；

(4) 法律法规规定的其他条件。

2、离岛免税店的设立申请

根据《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》相关规定，设立离岛免税店，由具有免税品经销资格的经营主体提出申请，财政部会同海关总署、税务总局和商务部审核并提出意见，报请国务院批准。经营主体提出申请时需提交以下材料：

(1) 经营主体合作协议（包括各股东持股比例、经营主体业务关联互补情况等。独资设立免税店除外）；

(2) 经营主体的基本情况（包括企业性质、营业范围、生产经营，资产负债等方面）；

(3) 包括可行性研究报告，设立离岛免税店所涉及的经营场所选址、机场隔离区购物提货场所等初步意向性协议或安排。

（二）标的公司离岛免税牌照获取情况

1、海南省人民政府对免税品经营资质的批复

根据《海南省人民政府关于海南旅投免税品有限公司离岛免税品经营资质的批复》（琼府函【2020】109号）文件，海南省人民政府同意海南旅投下属全资子公司海旅免税享有海南离岛免税品经营资质。

2、财政部、商务部、海关总署、税务总局对新设离岛免税购物商店的批复

根据《财政部 商务部 海关总署 税务总局关于海南省新设离岛旅客免税购物商店有关问题的函》（财关税函【2020】28号），同意海南省提出的离岛免税店布局选址规划及设立6家离岛免税店的申请。其中，海旅免税作为获批经营主体之一，其获批具体情况如下表所示：

免税店名称	海旅免税城
经营主体	海南旅投免税品有限公司
免税店公司名称	海旅免税城（三亚）迎宾有限公司
免税店股权结构	独资
所在市县	三亚
具体地址	吉阳区迎宾路303号居然之家
经营面积（平方米）	49759.54

（三）是否存在到期无法续期风险，以及对标的资产经营业绩的影响

前述批复文件均未对离岛免税店的经营期限做出限制，并不存在到期无法续期的风险，对标的资产经营业绩不会产生不利影响。

二、结合标的资产业务开展情况、期间费用具体构成及变动情况等，补充披露2021年营业收入大幅增长但净利润为负的原因及合理性

2021 年度，标的公司合并口径下营业收入、营业成本、期间费用及净利润情况如下表所示：

单位：万元

项目	金额
营业收入	244,258.87
营业成本	200,914.36
期间费用	39,687.30
其中：销售费用	26,017.24
管理费用	8,189.43
研发费用	325.38
财务费用	5,155.25
净利润（净亏损以“-”号填列）	-5,558.15
归属于母公司股东的净利润（净亏损以“-”号填列）	-2,446.89
其中：海旅黑虎	
净利润	-5,608.59

（一）受海南跨境电商政策收紧及岛民免税政策未如期出台影响，海旅黑虎大幅亏损

2021 年度，海旅黑虎净利润为-5,608.59 万元，亏损金额较大。海旅黑虎大幅亏损的主要原因系跨境电商方面的相关政策不断收紧，致使其跨境展示店的数量大幅减少，线下业务萎缩带来大幅亏损。此外，海旅黑虎投入较大资金筹备岛民免税店，但最终岛民免税政策未能如期出台，相关店铺投入产生较大损失。

（二）财务费用金额较大

标的公司营收规模较大，但目前融资渠道主要依赖于银行借款融资，2021年度，标的公司财务费用金额为5,155.25万元，较高的财务费用支出对标的公司的盈利能力产生了一定影响。

（三）营业初期固定费用支出较高

2021年海旅免税城进入正式运营阶段，但仍处于营业初期，固定费用支出较高，其中，销售费用、管理费用占收入比分别为10.65%、3.35%，其中销售费用主要由职工薪酬、折旧摊销、营销推广费、租赁费构成，管理费用主要由职工薪酬构成。2022年度，海旅免税城收入规模持续快速增长，期间费用率有所下降，2022年销售费用、管理费用占营业收入比重分别为7.33%、1.89%，同2021年度相比占比降低。

综上，海旅免税2021年收入大幅增长但净利润为负与其成立以来业务发展进程及行业政策背景相一致，具有合理性。

三、结合同行业可比公司情况，补充披露各板块业务盈利模式、产品购销定价机制、毛利率等是否符合行业特点，标的资产核心竞争优势及市场占有率情况，是否具有持续稳定的盈利能力

（一）结合同行业可比公司情况，补充披露各板块业务盈利模式、产品购销定价机制、毛利率等是否符合行业特点

1、盈利模式

（1）各业务板块盈利模式

报告期内，标的公司主营业务分为免税商品销售、完税商品销售、跨境电商、联营业务（供应商扣点分成），各业务板块的盈利模式如下表所示：

板块	盈利模式
免税商品销售	本质系商品购销业务，主要盈利模式为商品的进销差价
有税商品销售	
跨境电商	
联营业务	根据销售金额以及与供应商约定的分成比例确认收入

（2）是否符合行业特点

标的公司可比公司为中国中免，根据其公开披露的年度报告，其盈利模式如下：

业务类型	模式描述	标的公司是否符合行业特点
免税、有税商品销售	报告期内，公司的经营模式为：公司全资子公司中免公司统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由中免系统下属免税店销售给出境或海南离岛旅客。部分距离配送中心地理位置较远的免税店，考虑到运输成本等原因，由供应商直接向这些免税店发货，再由中免系统下属免税店销售给出境或海南离岛旅客。	中国中免经营的免税及有税商品销售业务本质属于商品购销业务，同标的公司免税及有税商品销售业务的业务本质相同，标的公司该部分业务盈利模式符合行业特点。
联营业务	对于本集团的部分经营场所与供应商开展的寄售、代销联营模式，本集团向客户转让特定商品前没有取得该商品的控制权。因此本集团应认定为代理人，按照预期有权收取的佣金或手续费的金额确认收入，该金额应当按照已收或应收对价总额扣除应支付给其他相关方的价款后的净额，或者按照既定的佣金金额或比例等确定。	联营业务经营模式下中国中免未取得商品控制权，主要盈利来源于佣金及手续费，标的公司盈利模式与中国中免类似，因此该部分业务盈利模式符合行业特点。
跨境电商业务	中国中免并未披露其从事跨境电商业务的详细情况。A股上市公司跨境通（002640.SZ）以跨境电商业务为其主营业务，根据公开披露资料，购销差价收入是优壹电商（跨境通主要业务主体）主要收入来源。	标的公司跨境电商业务本质属于商品购销业务，其盈利来源于商品的进销差价，符合行业特点。

2、产品购销定价机制

标的公司主营业务包括免税商品销售、有税商品销售、跨境电商及其他、联营业务。联营模式下，海旅免税与供货商采用扣点分成模式运营，与供应商约定分成比例，标的公司不形成存货，因此不涉及产品购销。标的公司免税商品销售、有税商品销售、跨境电商及其他业务的购销定价机制说明如下。

（1）免税商品购销定价机制

①采购定价

标的公司主要向品牌方、旅游零售商采购各类免税商品，以向旅游零售商采购为主。标的公司向旅游零售商采购时会按照区域内主要竞争对手的同类商品价格或品牌官方建议零售价作为基准价格，与供应商进行商品毛利率谈判，最终以基准价格结合谈判后约定毛利率确定最终采购价格。2023年1月1日以后，标的公司与旅游零售商定价机制改为成本加成模式，即采购价=旅游零售商采购价*(1+加价率)。标的公司向品牌方直采时，品牌方报价系标的公司主要定价依据，标的公司会结合市场价格决定是否接受品牌方报价。

②销售定价

标的公司主要参考品牌建议售价及区域内其他竞争对手的零售价，结合行业内促销水平、自身营销推广政策及预期利润率来确定商品最终销售价格。

(2) 有税商品购销定价机制

标的公司有税商品销售渠道分为线上销售和线下销售，2021年度及2022年度，线上有税商品销售收入占有税商品总销售收入的比重分别为97.64%、97.57%，有税商品以线上销售为主，线下销售占比较低，其购销定价机制分别为：

①采购定价

A、线上：线上销售商品主要来源为补缴相关税费的免税商品。标的公司线上主要向旅游零售商采购免税商品，在补缴关税、增值税、消费税（如有）等相应的税费后转为有税商品，该采购模式下的定价机制与免税商品采购的定价机制相似；

B、线下：线下有税销售经营模式与百货零售行业相似，标的公司线下有税主要向品牌方采购商品。标的公司向品牌方直采时，主要参考商品建议零售价或市场价格同供应商协商确定采购价格。

②销售定价

A、线上：有税商品线上销售定价与免税商品销售定价模式类似，主要参考品牌建议售价及区域内其他竞争对手的零售价，结合行业内促销水平、自身营销推广政策及对线上有税业务预期利润率来确定商品最终销售价格。

B、线下：有税商品线下销售主要根据品牌建议售价并结合市场竞争对手价格来确定最终销售价格。

(3) 跨境电商购销定价机制

①采购定价

标的公司跨境电商业务采购定价主要参考竞争对手同类商品价格或品牌官方建议零售价作为基准价格，与供应商进行商品毛利率谈判以确定最终采购价格。

②销售定价

标的公司跨境电商业务采用市场化原则定价，在品牌建议零售价基础上，考虑市场竞争对手的定价情况及利润需要，确定最终销售价格。

(4) 可比公司定价策略

根据公开资料，可比公司中国中免的购销定价机制如下表所示：

①采购定价

品牌公司确定将这些商品出售给最终客户的建议零售价，中国中免购买其商品的价格是根据与各品牌的磋商后参考各自商品的建议零售价得出的。

②销售（零售）定价

通常参考竞争对手提供的商品现行价格以及商店的运营成本，对所销售的商品采用成本加成的定价模式。

综上，从采购角度分析，标的公司采购对象主要是旅游零售商或品牌方，在综合考虑商品市场价格、预期毛利率、成本加成率等因素后按照市场化原则确定采购价格。从销售角度分析，标的公司销售定价遵循市场化原则，参考建议售价、竞争对手售价，结合行业内促销水平、自身营销推广政策及预期利润率来确定商品销售价格。标的公司采购销售定价均遵循了市场化原则，产品购销定价机制符合行业特点。

3、毛利率情况

（1）免税商品毛利率

标的公司免税商品业务可比公司为中国中免。报告期内，标的公司免税商品销售业务毛利率低于同行业可比公司中国中免，具体情况如下所示：

主体	2022 年度	2021 年度
标的公司	16.11%	17.75%
中国中免	39.41%	37.82%

注：中国中免数据来源于其公开披露的 A 股年度报告。

报告期内，标的公司免税商品销售业务毛利率与同行业可比公司中国中免存在较大差距，造成该差异的主要原因为：

（1）标的公司及中国中免均以免税商品的销售为主，但标的公司产品结构与中国中免存在一定差异，中国中免精品类商品销售收入占比高于标的公司；

（2）标的公司经营时间较短，为获取客流，促销折扣力度较大；

（3）标的公司成立时间较短，在品牌、渠道的积累上与可比公司中国中免存在一定差异，标的公司主要通过旅游零售商采购，中国中免以品牌直采为主，采购成本方面具有一定优势。

前述因素共同导致标的公司免税商品毛利率低于同行业可比公司中国中免。若剔除商品结构、促销折扣水平、采购成本等因素的影响后，标的公司免税商品毛利率与同行业可比公司不存在重大差异，具体毛利率量化测算详细过程参考本核查意见之“问题八”之“二、相关采购定价原则及公允性”之“（二）采购定价公允性”之“2、毛利率方面”的测算过程。

（2）有税商品毛利率

标的公司有税商品销售业务可比公司为中国中免。报告期内，标的公司有税商品销售业务毛利率低于同行业可比公司中国中免，具体情况如下所示：

主体	2022 年度	2021 年度
标的公司	9.28%	9.77%
中国中免	17.42%	24.59%

注：中国中免数据来源于其 A 股公告的年度报告。

标的公司有税商品以线上销售为主，2021 年度及 2022 年度，线上销售收入占有税商品总收入的比重分别为 97.64%、97.57%。线上销售商品主要来源为补缴相关税费的免税商品，标的公司主要通过旅游零售商采购免税商品，在补缴关税、增值税、消费税（如有）等相应的税费后转为有税商品。

2021 年度及 2022 年度，标的公司有税商品销售业务毛利率低于中国中免，主要原因系：海旅免税成立时间较短，在品牌、渠道的积累上与中国中免存在一定差距，中国中免主要通过品牌直采，与标的公司主要通过旅游零售商采购相比，在采购成本方面具有一定优势，通过查阅相关研究报告、访谈供应商，品牌直采比通过旅游零售商间接采购节约大概 10% 的采购成本，采购成本差异系双方有税商品毛利率差异的主要原因。关于标的公司与中国中免采购成本差异对毛利率的影响的量化分析可参考本核查意见之“问题八”之“二、相关采购定价原则及公允性”之“（二）采购定价公允性”之“2、毛利率方面”的测算过程。

（3）跨境电商及其他业务毛利率

标的公司跨境电商及其他类业务主要由其子公司海旅黑虎经营，报告期内占标的公司主营业务收入的比重分别 4.00%、0.65%，占比相对较低，对整体毛利率影响程度较小。

海旅黑虎主要经营跨境进口电商业务，标的公司的可比公司中国中免并未单独披露跨境电商业务的详细数据。根据公开资料，目前以跨境电商业务为主的 A 股上市公司代表为跨境通（002640.SZ），其跨境进口电商业务经营主体系子公司上海优壹电子商务有限公司（以下简称“优壹电商”），优壹电商主要经营母婴类产品，因此选取母婴类产品毛利率代表其跨境进口电商业务板块的毛利率，其对比情况如下所示：

主体	2022 年度	2021 年度
标的公司	2.38%	34.66%
跨境通-母婴用品等	8.37%	8.64%

注：跨境通暂未披露 2022 年年度报告，其 2022 年毛利率以 2022 年 1-6 月毛利率代替。

2021 年度海旅黑虎跨境电商类业务的毛利率高于同行业可比公司，主要原因系：①跨境通进口业务经营主体优壹电商的产品销售模式包括 B2C 线上旗舰

店自营直销、B2B 多渠道分销，其中，分销模式占比较高，相对于海旅黑虎自建平台的直销模式，分销模式毛利率相对较低；②海旅黑虎售卖品类除母婴类产品外，还包括部分毛利率较高的时尚配饰、食品等类产品。上述因素共同导致了2021年海旅黑虎跨境电商业务毛利率高于可比公司毛利率。

2022年度海旅黑虎跨境电商业务的毛利率低于同行业可比公司，主要原因系：随着跨境电商类业务政策逐步收紧，海南跨境电商行业受到较大冲击，海旅黑虎跨境电商业务收入持续下滑，同时对部分商品采取低价清理库存的销售策略，商品折扣率高，导致海旅黑虎2022年跨境电商及其他业务毛利率较低。

(4) 联营业务

标的公司的可比公司中国中免并未披露其联营业务具体的毛利率情况。标的公司联营业务采取净额法确认收入，部分同样采用净额法确认收入的上市公司对净额法业务的毛利率描述如下表所示：

公司	描述
维康药业（300878.SZ）	2021年，公司医药商业业务毛利率有所上升主要系由于新增维康中药中药材贸易业务，该业务与四川活态药业有限公司合作采用净额法核算，毛利率为100%。
苏能股份（600925.SH）	报告期内，公司贸易煤炭业务毛利率波动较大，主要是由于根据《企业会计准则》的规定，发行人在贸易煤炭业务中作为主要责任人或代理人分别适用总额法或净额法确认贸易煤炭收入，净额法核算的贸易煤炭业务毛利率为100%，总额法核算的贸易煤炭业务毛利率较低，在1%-3%左右。
新洋丰（000902.SZ）	贸易收入确认由于采用净额法，毛利率为100%。
亚光科技（300123.SZ）	2020年起，公司开始执行新收入准则，同时出于快速响应市场需求及节约仓储成本的考虑，自2020年起，所有货物流转一般由经销商到指定第三方物流平台提货或配送，货物流转灭失、毁损等风险及运输费用由公司以外的交易方承担，在该业务模式下，公司作为代理人的角色采用净额法确认收入，故导致毛利率为100%

综上，发行人联营业务毛利率与同行业公司具有可比性。

（二）标的资产核心竞争优势及市场占有情况，是否具有持续稳定的盈利能力

1、核心竞争优势及市场占有率

（1）深度布局免税业务，市占率及经营面积排名前列

海旅免税深度布局免税业务，在成立后快速发展，市场占有率不断提升，2021年度和 2022 年度市场占有率分别为 3.58%和 7.84%，在海南离岛免税领域处于行业前列。离岛免税方面，公司设立高端旅游零售综合体海旅免税城，开展线下免税品门店的运营管理业务，向全国离岛游客零售免税商品，整体经营面积达 9.5 万平方米，免税业务经营面积近 5 万平方米，截至 2023 年 3 月，吸引 1,010 个国际知名品牌入驻。线上免税方面，海旅免税线上官方商店于 2021 年 1 月 25 日正式上线，官方商店的会员购业务作为海南离岛免税业务的延伸，已于 2021 年 8 月上线。标的公司离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，除此以外，亦提供邮寄离岛、返岛提货、“担保即提”和“即购即提”。

（2）品牌数量领先、供应链保障优势

海旅免税与全球头部旅游零售商拉格代尔签订战略合作协议，并不断提升自身采购能力，随着海南离岛免税政策在购物额度、商品种类、单次数量、购物次数等方面不断放开，海旅免税积极把握行业发展趋势，引进品牌数量从开业初的近 350 个提升至 2023 年 3 月末的 1,010 个品牌，包括众多全球顶级化妆品旗下品牌香化产品、珠宝腕表等畅销品牌、众多全球知名酒水品牌以及箱包服饰、电子产品等。海旅免税供应链管理确保业务规模不断扩张的同时，始终保持行业前列的经营效率，满足客户对优质免税商品的需求。

（3）差异化竞争优势

标的公司深耕香化品类，截至 2023 年 3 月，线上香化品牌数量达 179 个，位列同行第一；在引进充足热门品牌的基础上，海旅免税积极把握行业发展趋势，加大差异化品牌端的引进力度，其中 Tasaki、Marni、Fred、Etro、Hublot、Schaffrath、Gucci 彩妆、Burberry 彩妆、Christian Louboutin 彩妆、SENSAI、est 等 250 多个品牌系首次或独家进驻离岛免税市场。此外，标的公司还打造了潮牌空间，以满

足年轻顾客的时尚需求。标的公司后续还将不断调整品类结构，提高利润率，发挥差异化竞争优势。

（4）股东支持及人才优势

标的公司控股股东海南旅投是海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营商，致力于成为国际旅游消费中心的引领者、全岛旅游产业链的整合者、国际旅游岛的建设者、旅游国际合作的平台。海旅免税在自身外部发展同时，能够和控股股东产生协同效应，促进长期的可持续发展。

海旅免税管理团队具备卓越的战略视野和丰富的管理经验，凭借管理团队对行业政策的深度理解能够把握市场机遇，面对行业挑战。

（5）不断探索零售业务新模式

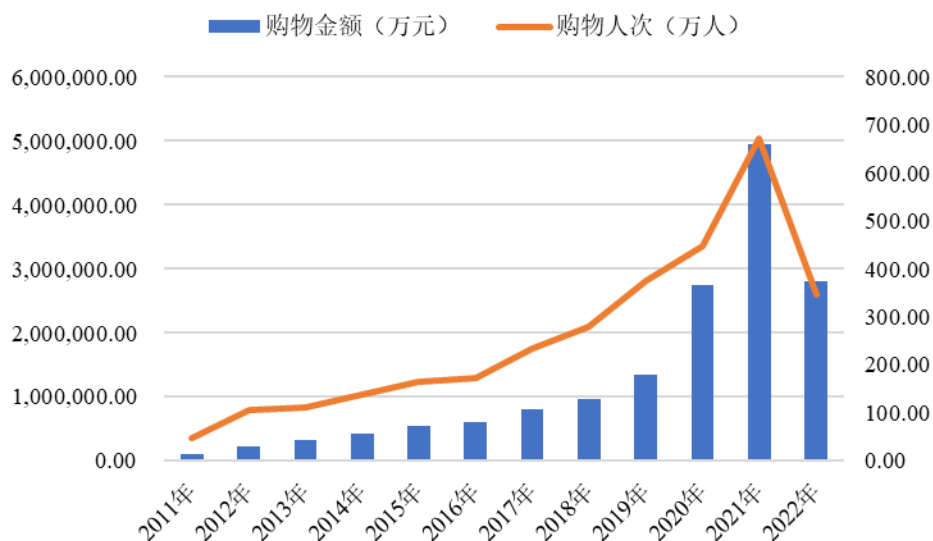
自贸港建设政策落地和双循环的新发展格局为海南旅游消费市场带来新的发展契机。为把握海南旅游零售行业发展机遇，探索零售业务新模式，标的公司积极推进三亚海旅免税-奥莱生活广场项目，该项目采用联营、自营、租赁等方式运营，不断丰富商品的种类和品牌，促进标的公司成为“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动的旅游零售供应综合体，不断提高标的公司的竞争力，发展差异化竞争优势。

2、是否具有持续稳定的盈利能力

标的公司作为海南离岛免税重要参与主体，具备持续稳定的盈利能力，具体分析如下。

（一）标的公司免税业务市场空间广阔，夯实公司盈利能力基础

报告期内，标的公司免税商品销售收入占主营业务收入的比重分别为72.79%、81.03%，其主要利润来源于免税业务。自海南省于2011年开始执行离岛免税政策以来，离岛免税市场规模呈现逐步增长态势。近十年的离岛免税销售情况如下图：



数据来源：海口海关

根据中国中免 H 股招股说明书和弗若斯特沙利文行业研究报告，离岛免税行业规模将于 2026 年增长至 2,432 亿元，2023-2026 年的复合增长率将达到 32.82%，标的公司主营业务市场空间广阔，将夯实公司盈利能力基础。

(2) 核心竞争优势突出，确保标的公司具备持续盈利能力

标的公司深度布局免税业务，市占率及经营面积排名前列，具备良好的供应链保障；同时标的公司深耕香化类产品，截至 2023 年 3 月，标的公司线上香化品牌数量达 179 个，位列同行第一；此外，标的公司得到其股东的大力支持，人才优势凸显。前述竞争优势是标的公司保障持续稳定的盈利能力的关键保障。

(3) 经营业绩持续向好，是标的公司具备持续盈利能力的重要体现

报告期内，标的公司主要经营业绩指标情况如下表所示：

单位：万元

项目	2023 年一季度 (未经审计)	2022 年度	2021 年度
营业收入	139,584.68	339,795.81	244,258.87
归属于母公司所有者的净利润	9,988.35	5,610.01	-2,446.89
销售商品、提供劳务收到的现金	150,444.01	358,675.11	243,958.47

由上表可以看出，随着经营逐步开展，标的公司整体经营业绩稳步提升，报告期内营业收入分别为 244,258.87 万元、339,795.81 万元，营业收入快速增加；2022 年实现盈利以来，归属于母公司所有者的净利润实现大幅增长，销售商品、提供劳务收到的现金逐年快速增加；同时，根据 2023 年一季度未审财务数据，标的公司营业收入、归属于母公司所有者的净利润水平等指标持续提升，多项指标共同反映出标的公司经营业绩逐渐向好，是标的公司具备持续盈利能力的重要体现。

四、结合疫情对境内外旅游业的影响，补充披露标的资产近期经营和财务状况受疫情影响的情况；本次评估作价及业绩承诺安排是否已考虑疫情影响

（一）疫情对境内外旅游业的影响

2011 年至 2019 年，我国境内旅游总人次由 26.41 亿人增长至 60.06 亿人，复合增长率为 10.82%。2020 年以来居民出游受到外部环境的限制，出于公共卫生安全等的考虑，大多数人减少了出行计划。2019 年-2022 年，境内、出境旅游人次情况如下表所示：

单位：亿人次

年份	境内旅游人次	出境旅游人次	境内旅游人次占比
2019 年度	60.06	1.55	97.48%
2020 年度	28.79	0.20	99.31%
2021 年度	32.46	0.26	99.21%
2022 年度	25.30	0.26-0.30（预测值）	98.83%-98.98%

注：数据来源于中华人民共和国文化和旅游部、中国旅游研究院国际研究所

如上表所示，自 2020 年疫情以来，境内外旅游市场整体呈现下滑趋势，2021 年境内外旅游人次出现过短暂上升，但是随着 2022 年上半年国内多地疫情散点高发，境内外旅游人次再度下滑。此外，由于国际旅游市场受到出入境防控限制，境内旅游人次占总旅游人次的比重整体呈现上升趋势。

随着 2022 年末新冠疫情已经进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，新冠疫情对旅游行业的影响程度将持续降低，合理预期未来境内外旅游市场将逐渐恢复，境内外旅游人次将得到显著增长，而境内旅游市场的恢复将促进海南旅游市场的复苏。根据海南省旅游和文化广电体育厅统计的数据，2023 年一季度海南

省接待游客 2,736.95 万人次，同比增长 22.50%，旅游业的复苏预计将会对标的公司业绩提升起到较大的促进作用。

（二）标的资产近期经营和财务状况受疫情影响的情况

1、标的资产经营受疫情影响

新冠疫情对国内经济生活及旅游相关产业带来直接不利影响。海旅免税城 2022 年 4 月线下门店闭店 14 天，8 月和 9 月线下门店闭店 43 天，全年共闭店 57 天；除直接闭店影响外，海旅免税城线下客流量也受到较大程度的影响，2022 年 4 月份、8 月份及 9 月份，客流量分别下降至 3.85 万人次、1.83 万人次、2.81 万人次。2022 年底以来，随着新冠疫情进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，海旅免税城线下客流量逐渐有所回升，2023 年 1 月至 3 月标的公司线下客流量合计 111.99 万人次，与去年同期相比上升 40.13%，线下客流量呈现上升态势。海旅免税城具体客流量有关数据参考本核查意见“问题一”之“六、（二）”的有关回复。

2、标的资产财务状况受疫情的影响

2022 年度，标的公司财务状况尤其是盈利能力受到较大程度的影响。标的公司营业收入、净利润预测金额与实际金额的差异如下所示：

单位：万元

项目	2022 年审定数	2022 年预测数 ^注	差异
营业收入	339,795.81	423,474.74	-19.76%
净利润	5,079.18	11,633.64	-56.34%

注：2022 年预测数来源于中联评报字[2022]第 2482 号资产评估说明。

由于闭店及客流量减少，标的公司营业收入审定数低于预测数 19.76%，净利润审定数低于预测数 56.34%。同行业公司的财务状况同样出现下滑趋势，具体情况如下表所示：

单位：万元

公司	项目	2022 年	2021 年	变动比例
中国中免	营业收入	5,443,285.14	6,767,551.51	-19.57%
	净利润	618,825.00	1,236,463.46	-49.95%

公司	项目	2022 年	2021 年	变动比例
海南省免税品有限公司	营业收入	563,787.46	1,596,249.76	-64.68%
	净利润	72,399.66	184,578.88	-60.78%

注：中国中免、海南省免税品有限公司的财务数据均来自于中国中免 2022 年度报告。

由上表可以看出，同行业可比公司财务状况均受到相似程度的影响，2022 年中国中免收入同比下降 19.57%，净利润同比下降 49.95%，其子公司海南省免税品有限公司收入同比下降 64.68%，净利润同比下降 60.78%。

2023 年 1-3 月，标的公司已实现营业收入及归属于母公司所有者的净利润分别为 139,584.68 万元、9,988.35 万元（均为未审数据），均已超过去年同期水平，随着新冠疫情进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，新冠疫情对标的公司财务状况的影响程度已逐渐减小。

（三）本次评估作价及业绩承诺安排是否已考虑疫情影响

考虑到目前新冠已经进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，我国疫情防控措施放宽，标的公司目前经营状况已趋于稳定，2022 年四季度以来线下门店客流量逐渐开始回升，2023 年一季度客流量已超过去年同期水平；根据未审数据，标的公司 2023 年一季度实现收入 139,584.68 万元、归属于母公司所有者的净利润分 9,988.35 万元，营业收入及净利润均呈增长态势，新冠疫情对标的公司的经营财务状况影响逐渐变小，因此本次评估作价及业绩承诺均未单独考虑疫情因素的影响。

五、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“二、行业监管部门、主要法律法规及政策”之“（三）离岛免税牌照的取得方式及条件”中对海南离岛免税牌照的取得方式、条件、是否存在无法续期的风险以及对标的资产经营业绩的影响进行了补充披露；

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“四、标的公司财务状况和盈利能力分析”之“（二）标的公司的盈利能力分析”中对 2021 年营业收入大幅增长但净利润为负的原因及合理性进行了补充披露；

上市公司已在重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“三、主要经营模式”之“(四) 可比公司对比情况”中对各板块业务盈利模式、产品购销定价机制是否符合行业特点进行了补充披露；

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“四、标的公司财务状况和盈利能力分析”之“(二) 标的公司的盈利能力分析”之“3、毛利率分析”中对毛利率是否符合行业特点进行了补充披露。

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的行业地位和核心竞争力”之“(二) 海旅免税的核心竞争力”中对标的资产核心竞争优势及市场占有情况进行了更新完善；

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的行业地位和核心竞争力”之“(三) 标的公司具备持续稳定的盈利能力”，对是否具有持续稳定的盈利能力进行了补充披露；

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“二、海旅免税所处行业特点及经营情况的讨论与分析”之“(六) 标的资产近期经营财务状况受外部环境因素的影响”，对标的资产近期经营和财务状况受疫情影响的情况及本次评估作价及业绩承诺安排是否已考虑疫情影响进行了补充披露；

六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、海南离岛免税牌照不存在有效期，因此不存在到期无法续期风险。

2、2021 年度，受政策因素影响，海旅黑虎大幅度亏损，同时标的公司财务费用金额较大，营业初期固定费用支出金额较高，使得标的公司 2021 年营业收入大幅增长但净利润为负。

3、标的公司盈利模式、购销定价机制、毛利率水平符合所在行业特点，市场占有率排名前列，具备核心竞争优势，具备持续盈利能力。

4、随着新冠已经进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，标的公司目前经营状况已趋于稳定，疫情对标的公司的经营财务状况影响逐渐变小，因此此次评估作价及业绩承诺均未单独考虑疫情因素的影响。

问题6

申请文件显示，报告期内标的资产存货均为库存商品，账面余额分别为36,706.84万元、174,754.39万元、146,664.82万元，占总资产的比重分别为25.62%、65.52%、56.36%；存货跌价准备分别为17.51万元、616.63万元、489.44万元，主要为对海南旅投黑虎科技有限公司（以下简称海旅黑虎）库龄较长的存货计提减值准备；存货周转率分别为0.03次/年、1.89次/年、2.79次/年。请你公司补充披露：1) 各期末存货的明细构成、金额、占比及变动情况，存货余额较大的原因及合理性，存货周转率增长较快的原因，是否与同行业可比公司存在较大差异。2) 各期末存货库龄情况，存货跌价准备的计提政策、比例，是否与同行业可比公司存在较大差异；长库龄存货的具体情况、产生原因及存货跌价准备计提是否充分。3) 报告期内存货盘点情况，包括但不限于盘点时间、地点、部门及人员、方法、程序、范围、比例、结果等，是否存在账实差异及产生原因、处理措施。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

一、补充披露各期末存货的明细构成、金额、占比及变动情况，存货余额较大的原因及合理性，存货周转率增长较快的原因，是否与同行业可比公司存在较大差异

（一）各期末存货的明细构成、金额、占比及变动情况

报告期各期末，标的公司存货账面余额及占比如下所示：

单位：万元

项目	2022年12月31日		2021年12月31日	
	金额	占比	金额	占比
免税商品	166,760.66	96.53%	160,946.77	91.78%
有税商品	4,932.84	2.86%	12,251.68	6.99%
跨境电商及其他	1,058.22	0.61%	2,172.57	1.24%

项目	2022年12月31日		2021年12月31日	
合计	172,751.71	100.00%	175,371.02	100.00%

报告期各期末，标的公司存货均为库存商品，库存商品分为免税商品、有税商品和跨境电商类及其他商品。标的公司业务以免税品销售为主，主要库存商品为免税商品，报告期各期末，免税商品账面余额分别为 160,946.77 万元、166,760.66 万元，占存货总账面余额的比重分别为 91.78%、96.53%，各期免税类存货占比均在 90% 以上；随着标的公司免税业务规模的扩大，免税类存货余额上升。2022 年末，标的公司存货账面余额下降 2,619.31 万元，主要原因系有税商品存货余额下降所致。

（二）存货余额较大的原因及合理性，存货周转率增长较快的原因，是否与同行业可比公司存在较大差异

1、存货余额较大的原因及合理性

报告期各期末，标的公司存货余额分别为 174,754.39 万元、171,795.97 万元，占总资产的比重分别为 65.52%、57.54%，公司存货余额较大的原因为：

（1）报告期各期，标的公司营业收入分别为 244,258.87 万元、339,795.81 万元，销售规模较大；为保证库存商品的正常周转，公司需保持一定数量的存货；且由于每年的 11 月至次年的 2 月为春节旅游的旺季，标的公司年底集中备货较多导致年末存货余额较大。

（2）标的公司系旅游零售商，其经营模式以自营为主，即标的公司直接向供应商采购商品，采购商品入库后，即作为存货，并通过线上及线下直接向消费者销售，标的公司以自营为主的经营模式需要保持较大的存货规模以满足消费者消费需求。

综上，标的公司采取向供应商直接采购商品的经营模式，因销售规模较大，为保证商品正常周转，保持较大规模的存货具备合理性。

2、存货周转率增长较快的原因

报告期各期，标的公司存货周转率分别为 1.89、1.64，2021 年度公司存货周转率较 2020 年度有较大提升，主要原因系 2020 年末标的公司开始运营，经营时

间短，营业成本金额较低，而标的公司自营为主的经营模式需要保持较高的存货规模，以上因素共同导致开业初期标的公司存货周转率较低；2021年度，公司经营不断开展，销售规模增长，商品流转速度加快，存货周转率得到提升。2022年度标的公司受外部环境因素影响客流量有所下滑，商品周转速度有所下降，导致存货周转率略有下降。

（三）是否与同行业公司有较大差距

标的公司与同行业可比公司中国中免相关数据的对比如下表所示：

主体	项目	2022年12月31日/2022年度	2021年12月31日/2021年度
中国中免	存货余额（万元）	2,792,648.01	1,972,469.80
	存货占总资产比重	36.79%	35.56%
	存货周转率（次）	1.64	2.61
	营业收入（万元）	5,443,285.14	6,767,551.51
标的公司	存货余额（万元）	171,795.97	174,754.39
	存货占总资产比重	57.54%	65.52%
	存货周转率（次）	1.64	1.89
	营业收入（万元）	339,795.81	244,258.87

注：中国中免数据来源于公开披露的A股年度报告。

报告期内，标的公司存货余额小于中国中免，主要原因系标的公司2020年才开始正式投入运营，双方规模差距较大，经营规模上的差距系导致存货余额差距较大的直接原因。

此外，中国中免经营时间较长，业务构成相对复杂，资产类科目除存货外还包括大量投资性房地产、无形资产等长期资产，因此中国中免存货占总资产比重低于标的公司存货占总资产的比重。

随着标的公司经营地开展，经营效率与同行业可比公司差距逐渐缩小，2022年度存货周转率与中国中免已不存在显著差距。

二、各期末存货库龄情况，存货跌价准备的计提政策、比例，是否与同行业可比公司存在较大差异；长库龄存货的具体情况、产生原因及存货跌价准备计提是否充分

（一）各期末存货库龄情况

报告期各期末，标的公司存货库龄情况如下表所示：

单位：万元

账面余额	2022年12月31日		2021年12月31日	
	金额	占比	金额	占比
1年以内	143,537.98	83.09%	166,826.85	95.13%
1-2年	27,139.52	15.71%	8,544.17	4.87%
2年及2年以上	2,074.21	1.20%	-	-
合计	172,751.71	100.00%	175,371.02	100.00%

由上表可知，标的公司存货库龄以1年内为主，1年以内存货账面余额占总存货账面余额的比重始终保持在83%以上。

（二）存货跌价准备的计提政策、比例，是否与同行业可比公司存在较大差异

1、存货跌价准备的计提政策

（1）标的公司的存货跌价计提政策

在资产负债表日，存货按照成本与可变现净值孰低计量，并按单个存货项目计提存货跌价准备。

（2）可比公司的存货跌价计提政策

根据中国中免披露的定期报告，在资产负债表日，存货按成本与可变现净值孰低计量。

因此，标的公司存货跌价准备的计提政策与同行业可比公司不存在较大差异。

2、存货跌价准备计提比例以及同行业对比情况

报告期各期末，标的公司与同行业可比公司存货跌价准备计提的金额及比例如下所示：

单位：万元

主体	项目	账面余额	跌价准备	账面价值	计提比例
----	----	------	------	------	------

标的公司	2022年12月31日				
	库存商品	172,751.71	955.74	171,795.97	0.55%
	2021年12月31日				
	库存商品	175,371.02	616.63	174,754.39	0.35%
中国中免	2022年12月31日				
	库存商品	2,862,669.74	70,021.74	2,792,648.01	2.45%
	2021年12月31日				
	库存商品	2,055,959.56	83,489.75	1,972,469.80	4.06%

注：中国中免数据来源于其公开披露的A股年度报告。

报告期各期末，标的公司各期存货跌价准备余额占存货账面余额的比重分别为 0.35%、0.55%，随着经营时间的增加，整体呈现上升趋势。标的公司存货跌价准备占存货账面余额的比例低于同行业可比公司中国中免，主要系标的公司主要经营主体海旅免税城 2020 年底才正式投入运营，经营时间较短，较长库龄的商品相对较少所致。

（三）长库龄存货的具体情况、产生原因及存货跌价准备计提是否充分

标的公司主要经营主体海旅免税城 2020 年底正式投入运营，经营时间较短。报告期各期，标的公司 1 年以上存货占比分别为 4.87%、16.91%。标的公司出现长库龄存货的主要原因为：标的公司主要经营主体海旅免税城自 2020 年正式开始投入运营，为提高服务效率和降低采购成本，对部分销售预期较好商品进行了备货，导致长库龄存货有所增加。

报告期各期，标的公司存货跌价准备计提金额分别为 616.63 万元、955.74 万元。标的公司根据成本与可变现净值孰低计量存货账面价值，并按单个存货项目计提存货跌价准备，且目前标的公司 1 年以上库龄的存货仍处于销售中，存货跌价准备计提充分。

三、报告期内存货盘点情况，包括但不限于盘点时间、地点、部门及人员、方法、程序、范围、比例、结果等，是否存在账实差异及产生原因、处理措施

标的公司制定了存货盘点管理办法，每季度组织存货盘点，具体情况如下：

（一）盘点部门及人员

盘点涉及部门主要包括财务部、物流部、运营管理部，参与人员系前述部门的正式员工。

（二）盘点方法及程序

1、财务部于盘点前发布盘点通知，通知内容包括：盘点范围、盘点时间及人员安排、盘点实施程序等。

2、盘点前下发《商品盘点表》，《商品盘点表》一式两份，运营管理部/物流部及财务部监盘人员各一份。运营管理部/物流部人员根据通知的时间实地盘点，并由财务部人员进行监盘，盘点表需由盘点人及监盘人签字确认。

3、针对账实不一致情形，需根据运营管理部/物流部人员导出的数据与盘点表进行核对，确认差异原因。若存在盘盈或盘亏等情形，由财务部编制存货盘盈/盘亏汇总表，经营运营管理部/物流部负责人、财务负责人、分管领导、财务总监、总经理审批后处理。

（三）盘点时间、地点、比例、结果及差异原因、处理措施

1、盘点时间、地点、比例、结果

标的公司每季度组织一次存货盘点，盘点地点包括门店及门店周转仓、监管仓、会员购仓、电商仓，截至目前，标的公司进行的盘点具体信息如下表所示：

期间	盘点时间	盘点比例	盘亏金额（万元）
2020年四季度	2020年12月21日至2020年12月22日	100%	3.86
2021年一季度	2021年3月25日至2021年3月31日	100%	5.39
2021年二季度	2021年7月1日至2021年7月10日	100%	4.80
2021年三季度	2021年11月8日至2021年11月17日	100%	5.49
2021年四季度	2022年1月10日至2022年1月17日	100%	5.56
2022年一季度	2022年4月11日至2022年4月17日	100%	12.36
2022年二季度	2022年7月1日至2022年7月14日	100%	7.47

期间	盘点时间	盘点比例	盘亏金额（万元）
2022年三季度	2022年9月26日至2022年9月30日	100%	7.61
2022年四季度	2023年2月6日至2023年2月9日	100%	-

2、差异产生原因

如上表所示，标的公司存货盘点差异金额较小，产生差异的原因主要包括：
（1）开业前期，人流量大，部分商品存在失窃情形；（2）货品交接过程中由于管理人员疏忽导致的货品丢失；（3）自然损耗等问题造成的存货损失。

3、处理措施

存货盘点明细表所列差异经运营管理部/物流部确定原因后，经部门负责人复核、财务负责人、分管领导、财务总监审核、总经理批准后调整入账。

四、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“四、标的公司财务状况和盈利能力分析”之“（一）标的公司的财务状况分析”之“1、资产情况分析”及“第十节 管理层讨论与分析”之“四、标的公司财务状况和盈利能力分析”之“（一）标的公司的财务状况分析”之“4、营运能力分析”中对上述事项进行了补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期各期末，标的公司存货余额较大主要系所处行业特征、经营模式所决定，随着标的公司运营时间增加，经营效率逐步提高，存货周转率随之上升，标的公司存货余额较大及存货周转率增长较快的情形具备合理性。

2、由于标的公司在经营时间、经营规模方面与同行业可比公司存在差异，其存货规模、存货周转率等方面与同行业可比公司存在差异具备合理性。

3、标的公司长库龄存货出现的原因系对部分销售预期较好商品进行了备货所导致；标的公司存货跌价计提政策与同行业可比公司不存在显著差异，存货跌

价准备的计提在所有重大方面符合《企业会计准则》及公司会计政策的规定，存货跌价准备计提充分。标的公司存货跌价准备的计提比例低于同行业可比公司，主要原因系标的公司正式投入运营时间较短所致。

4、标的公司按季度对存货进行了全面盘点，存货盘点账实不符金额较小，且在履行了相关审批程序后根据会计政策进行了账务处理。

问题7

申请文件显示，1) 报告期各期末，标的资产的资产负债率分别为84.86%、88.27%、86.05%，始终保持较高水平；短期借款余额分别为59,226.17万元、139,551.15万元、110,730.44万元，占负债总额的比重分别为48.72%、59.28%、49.45%。2) 根据备考财务报表，本次交易完成后，上市公司最近一期末资产负债率由50.32%提升至87.59%。请你公司补充披露：1) 标的资产各项偿债能力指标与同行业可比公司是否存在较大差异，包括但不限于资产负债率、流动比率、速动比率、利息保障倍数等，如是，说明差异原因及合理性。2) 标的资产短期借款、其他应付款中的关联方拆借资金、一年内到期的非流动性负债等债务的本息偿付安排，是否存在重大偿债风险。3) 交易完成后，上市公司各项偿债能力指标的变动情况及合理性，本次交易对上市公司偿债能力的影响，是否有利于提高上市公司质量，以及后续改善标的资产偿债能力的具体措施。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

一、 标的资产各项偿债能力指标与同行业可比公司是否存在较大差异，包括但不限于资产负债率、流动比率、速动比率、利息保障倍数等，如是，说明差异原因及合理性

标的公司与同行业可比公司偿债能力指标对比如下：

主体	项目	2022年12月31日 /2022年度	2021年12月31日/2021年 度
中国中免	资产负债率	28.69%	37.28%
	流动比率	3.27	2.25
	速动比率	1.60	1.04

主体	项目	2022年12月31日 /2022年度	2021年12月31日/2021年 度
	利息保障倍数 ^{注2}	-	-
	息税折旧摊销前利润（万元）	894,090.85	1,631,821.31
	短期借款（万元）	193,223.05	41,133.61
	一年内到期的长期借款（万元）	102.50	-
	长期借款（万元）	250,897.50	-
	银行借款占负债总金额的比重	20.40%	1.99%
标的公司	资产负债率	82.91%	88.27%
	流动比率	1.27	1.03
	速动比率	0.16	0.18
	利息保障倍数	2.70	-0.49
	息税折旧摊销前利润（万元）	18,809.50	6,063.72
	短期借款（万元）	106,403.60	139,551.15
	长期借款（万元）	21,000.58	-
	银行借款占负债总金额的比重	51.47%	59.28%

注1：中国中免数据系根据其公开披露的A股年度报告数据计算得出。

注2：因报告期内中国中免利息收入大于利息支出，利息保障倍数为负，该指标不具备可比性。

由上表看出，标的公司主要偿债能力指标包括资产负债率、流动比率、速动比率、息税折旧摊销前利润等与同行业可比公司中国中免均存在较大差距，主要原因系：

1、标的公司2020年开始运营，经营时间较短，自身留存收益较少，且标的公司非上市公司，目前融资渠道相对单一。另外，标的公司金融机构借款以银行短期借款为主，导致标的公司流动负债的金额较大，流动比率等短期偿债能力指标弱于中国中免。报告期各期末，标的公司借款余额分别为139,551.15万元、127,404.18万元，占负债总额的比重分别为59.28%、51.47%；中国中免借款余额分别为41,133.61万元、444,223.05万元，占负债总额的比重分别为1.99%、20.40%；标的公司金融机构借款占负债总额的比重高于中国中免，由此导致标的公司资产负债率较高，相应偿债能力指标弱于中国中免。

2、标的公司2020年才开始运营，经营时间较短，业务规模与同行业公司中国中免存在一定差距。报告期各期，标的公司利润总额分别为-5,068.06万元、

6,009.79 万元，金额较低且 2021 年度为负值；报告期各期，中国中免利润总额分别为 1,480,140.44 万元、761,692.42 万元，金额较大，与标的公司相比差距较为明显，导致中国中免息税折旧摊销前利润高于标的公司。

综上所述，标的公司相关偿债能力指标与同行业可比公司存在差异的主要原因系标的公司经营时间较短，且作为非上市公司融资渠道有限，较为依赖金融机构短期借款；而中国中免经营时间较长，且为上市公司，融资渠道多样化，因此标的公司与同行业可比公司在偿债能力指标方面存在差异具有合理性。

二、标的资产短期借款、其他应付款中的关联方拆借资金、一年内到期的非流动性负债等债务的本息偿付安排，是否存在重大偿债风险

（一）本息偿付安排

标的公司一年内到期的非流动负债均为租赁产生的一年内到期的租赁负债，并非筹资行为，不属于有息负债，不存在重大偿债风险；标的公司其他应付款中的关联方拆借资金已经偿还。

截至 2022 年 12 月 31 日，标的公司银行借款还款安排如下表所示：

单位：万元

银行	余额	利率	到期日
邮储银行	874.43	3.30%	2023/5/29
邮储银行	125.57	3.30%	2023/5/29
交通银行	5,000.00	3.15%	2023/5/30
兴业银行	38,000.00	3.30%	2023/3/3
招商银行	29,800.00	3.40%	2023/2/3
招商银行	20,000.00	3.30%	2023/5/25
进出口银行	20,980.00	3.21%	2024/9/14
中国银行	10,000.00	3.10%	2023/7/29
民生银行	97.54	4.57%	2023/11/23
民生银行	1,001.33	4.57%	2023/9/30
民生银行	1,400.00	4.57%	2023/6/1
合计	127,278.87	-	-

（二）是否存在重大偿债风险

随着标的公司业务发展，营业收入呈现大幅上升趋势，同时经营活动现金流得到改善；2022年度，标的公司营业收入及销售商品、提供劳务收到的现金分别为339,795.81万元、358,675.11万元，良好的盈利能力及销售回款为标的公司按时偿还有息债务提供了基本保证。

标的公司作为国有免税经营主体，始终和各银行保持良好关系，未出现过逾期还款的情形，信用状况良好，截至本核查意见出具日，标的公司可用授信额度为276,040.00万元，授信金额充足，必要时标的公司能够通过银行融资偿还到期债务。

随着本次重组完成，标的公司将被纳入上市公司海汽集团体系内运营，届时可通过资本市场直接融资，融资渠道得到扩展，偿债能力进一步得到增强。

综上所述，标的公司经营状况良好，金融机构授信额度充足，重组后融资渠道进一步得到扩展，偿债能力较强，不存在重大偿债风险。

三、交易完成后，上市公司各项偿债能力指标的变动情况及合理性，本次交易对上市公司偿债能力的影响，是否有利于提高上市公司质量，以及后续改善标的资产偿债能力的具体措施

(一) 上市公司各项偿债能力指标的变动情况及合理性、本次交易对上市公司偿债能力的影响

1、变动情况及合理性

根据大华核字[2023]001773号备考财务报表，假设本次重大资产重组事项已于2020年12月31日实施完成，则2022年12月31日/2022年度，上市公司主要偿债能力指标对比如下表所示：

项目	备考报表	标的公司	上市公司报表	变动
资产负债率	82.37%	82.91%	52.13%	30.24%
流动比率	0.97	1.27	1.18	-0.21
速动比率	0.23	0.16	0.71	-0.48
利息保障倍数	3.47	2.70	6.92	-3.45

由于标的公司负债规模较大，流动资产中存货规模较高，且融资以银行借款为主导导致利息支出金额较大，因此本次重组完成后，备考报表相关偿债能力指标有所下滑。

2、对上市公司偿债能力的影响

本次重组完成后，上市公司偿债能力指标将有所下降，具体体现在：

(1) 由于标的公司资产负债率较高，此次重组完成后上市公司资产负债率由 52.13% 上升至 82.37%，长期偿债能力有所下降；

(2) 由于标的公司存货余额占比较高，此次重组完成后上市公司速动比率降幅较大，短期偿债能力有所下降；

(3) 由于标的公司目前主要以银行短期借款为主要融资手段，相应利息支出金额较高，导致利息保障倍数有所下降。

鉴于本次重组计划向不超过 35 名特定对象发行股票的方式募集配套资金 140,000.00 万元，假设募集配套资金在 2022 年 12 月 31 日足额募集，其中 61,205.70 万元用于支付本次交易的现金对价，其余用于补充流动资金，则上市公司备考报表资产负债率将由 82.37% 下降至 60.82%，上市公司的偿债能力将较备考财务报表有较大幅度的改善。

此外，标的公司盈利能力较强，授信额度充足，自身不存在重大偿债风险。随着重组完成后整合的深入，标的公司运营效率预计将进一步得到提升，上市公司的盈利能力得到改善，上市公司的偿债能力从而得到进一步的增强。

(二) 是否有利于提高上市公司质量

报告期各期，上市公司营业收入分别为 73,211.80 万元、73,985.88 万元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润分别-8,932.89 万元、-10,776.10 万元，上市公司盈利能力较差，扣除非经常损益后净利润持续处于亏损状态。

本次重组完成后，海汽集团将标的公司整体纳入业务体系，免税业务收入将成为海汽集团主要收入、利润来源。标的公司 2023-2025 年预计可实现净利润分别为 19,830.36 万元、32,630.88 万元、48,004.94 万元，标的公司预期盈利能力较

强，本次交易预计将极大程度改善上市公司的盈利能力；同时，海汽集团将充分发挥与标的公司业务的协同效应，实现互相促进、资源共享的良性互动，从而提高上市公司的盈利能力。

此外，本次交易计划采用发行股份方式募集配套资金，募集配套资金除用于支付交易现金对价外，其余将用于补充流动资金及支付本次交易的相关税费及中介费用等，募集配套资金有助于改善上市公司的资本结构及流动性指标，提高偿债能力，降低财务风险，符合上市公司长远发展目标，有助于维护全体股东的利益。

（三）后续改善标的资产偿债能力的具体措施

1、本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，未来可借助资本市场通过股权融资以及债权融资相结合的融资方式，优化资本结构、降低财务费用。

2、本次重组计划募集配套资金不超过 140,000 万元，其中 61,205.70 万元计划用于支付本次交易的现金对价，其余用于补充流动资金以及支付本次交易相关税费及中介机构费用等。若募集配套资金补充流动资金部分投入标的公司日常运营中，能够降低其金融机构借款规模，改善偿债能力。

3、上市公司主营业务为汽车客运、汽车场站的开发与经营、汽车综合服务以及交通旅游等业务，标的公司主要经营免税品零售业务，其与上市公司在旅游服务市场存在较大的协同效应。本次交易完成后，标的公司可以借助上市公司海南岛的客运网络体系，以高铁站、港口、机场为重点为其旅游零售业务导流，或与上市公司合作开展免税购物游，进一步提升“交通+旅游”的核心竞争力，从而提升标的公司经营业绩，改善其偿债能力。

4、本次交易完成后，除加强业务协同外，上市公司还将加强对标的公司的管控，在资产、财务等方面对其进行全面整合。上市公司将按照相关规定管理标的公司资产，优化资源配置并提高其资产利用效率；同时将协助标的公司搭建符合上市公司标准的财务管理体系，防范其出现资金短缺、财务杠杆过高等财务风

险；上市公司还将促使标的公司进一步加强日常经营管理，完善与成本节约相关的考核方式，控制费用支出。

通过前述一系列措施，标的公司运营资金将得到补充，融资渠道进一步丰富，经营效率及盈利能力将得到增强，偿债能力切实得到提高。

四、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“四、标的公司财务状况和盈利能力分析”之“(一)标的公司的财务状况分析”之“3、偿债能力指标分析”中对标的资产各项偿债能力指标与同行业可比公司是否存在较大差异及差异原因、标的公司有息负债的本息偿付安排及是否存在重大偿债风险等进行了补充披露；

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“五、本次交易对上市公司持续经营能力、未来发展前景、当期每股收益等财务指标和非财务指标影响的分析”之“(四)本次交易对上市公司偿债能力的影响”中对上市公司各项偿债能力指标的变动情况及合理性、本次交易对上市公司偿债能力的影响以及后续改善标的资产偿债能力的具体措施进行了补充披露；

上市公司已在重组报告书“第十节 管理层讨论与分析”之“五、本次交易对上市公司持续经营能力、未来发展前景、当期每股收益等财务指标和非财务指标影响的分析”之“(三)本次交易对上市公司当期每股收益等财务指标和非财务指标影响的分析”之“4、本次交易对上市公司的影响”中对本次交易是否有利于提高上市公司质量进行了补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司主要偿债能力指标与同行业可比公司存在一定差异，主要原因系标的公司经营期限较短，有息借款规模相对较高，与可比公司之间的差异具有一定合理性。

2、目前标的公司资产负债率较高，但是鉴于标的公司具备良好的盈利能力，过往信用状况良好，因此标的公司偿债能力较强，不存在重大偿债风险。

3、交易完成后，上市公司部分偿债能力指标有所下降，主要系标的公司借款规模、存货余额较高等多种原因造成的；本次交易总体有利于提高上市公司质量，增强上市公司盈利能力；通过拓宽融资渠道、募集配套资金及一系列整合措施，标的公司的偿债能力预计将得到增强。

问题8

申请文件显示，报告期内，标的资产向国际旅游零售商拉格代尔采购额占采购总额的比例分别为62.37%、77.53%、60.79%。请你公司：结合行业经营特点、同行业可比公司情况、公司经营发展规划、与供应商未来合作计划、双方议价能力等，补充披露标的资产与供应商的合作是否具有可持续性，相关采购的定价原则及公允性，是否对单一供应商存在重大依赖，是否具备拓展其他供应商的能力，是否存在供应商不稳定风险及应对措施。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、海旅免税与拉格代尔合作模式符合行业特点，具有可持续性

（一）海旅免税与拉格代尔合作模式符合行业经营特点

离岛免税行业中，大部分同行业公司的发展初期会与国际旅游零售商在供应链方面进行战略合作。海南省免税品有限公司（被中国中免收购前）、深圳免税与DFS集团，海控全球精品免税与DUFY集团，中服免税与拉格代尔均存在相关战略合作关系；中国中免在发展初期主要向泰国王权集团采购商品，随着其业务规模的扩大，逐步建立了与品牌的直接合作。同行业可比公司与国际旅游零售商的合作情况：

同行业公司	合作对象
中国中免（发展初期）	泰国王权集团
海南省免税品有限公司（被中国中免收购前）	DFS集团

深圳免税	DFS集团
海控全球精品免税	DUFROY
中服免税	拉格代尔

注：2023年3月15日，中国中免发布董事会决议公告，将以非公开协议方式出资人民币12.28亿元（相关定价以经国资委备案的资产评估值为依据确定）参与中国出国人员服务有限公司的增资。本次交易完成后，公司将持有中国出国人员服务有限公司49%的股权。

离岛免税企业在发展初期，除向品牌供应商直接采购商品外，也会向 DFS、DUFROY、拉格代尔等国际旅游零售商采购商品，主要是发挥国际旅游零售商拥有奢侈品的品牌资源和产品渠道优势，弥补自身国际渠道能力的不足。但随着业务发展，免税持牌企业自身渠道能力提升，向国际旅游零售商采购占比会呈下降趋势。

综上，离岛免税企业在发展初期与国际旅游零售商建立深入的战略合作系较为普遍情况，海旅免税与拉格代尔开展战略合作采购免税品符合离岛免税行业惯例。

（二）海旅免税与拉格代尔合作符合双方发展规划，具有良好的合作前景

在开业前，海旅免税分别与DFS、DUFROY、新罗、拉格代尔等主要国际旅游零售商开展沟通，综合考虑公司发展策略、相关方合作条件等并通过竞争性谈判方式确定合作伙伴；最终基于国资委对于标的公司2020年底开业时品牌进场数量以及对标竞争对手定价的毛利率需求，海旅免税确定拉格代尔作为公司主要供应商。与标的公司开展合作，拉格代尔一方面可以获得稳定的现金流，另一方面可以积极参与海南离岛免税市场，并提前布局海南自贸港建设，对于自身业务发展亦较为重要。

基于上述情况，海旅免税与拉格代尔签署《采购合同》。根据《采购合同》，拉格代尔根据双方约定的价格条件为海旅免税的订单供货，初始合同期限为十年，若任何一方未提出书面异议，合同自动顺延五年。因此，在未来一定时期内，标的公司将继续与拉格代尔保持稳定的合作关系。

在开业初期，海旅免税主要采取差异化发展策略，深耕香化品类，并通过香化商品引流，带动配饰、服饰、箱包、电子等其他品类商品销售额的增长。拉格代尔广泛的香化品牌覆盖率可弥补标的公司初期渠道能力的不足、满足其深耕香

化品类的发展战略需求，双方在香化以及其他商品供应链方面开展了深入的战略合作。截至2023年3月，标的公司线上香化品牌数量达179个，位列同行第一；在引进充足热门品牌的基础上，海旅免税加大差异化品牌端的引进力度，近250多个品牌系首次或独家进驻离岛免税市场。伴随双方良好的合作，标的公司的业务规模和市场占有率不断提升，2021年度和2022年度市场占有率分别为3.58%和7.84%。

未来标的公司将在深耕香化品类的基础上，持续优化品牌结构，通过加大招商自采力度、引进国内外一线大牌，不断提升高端精品占比，提升毛利率水平。拉格代尔将继续与标的公司在香化、精品、腕表、珠宝等领域进行合作，同时，随着标的公司业务规模的增长以及双方合作信任度的提升，其向拉格代尔所采购商品的成本也逐步显现出一定规模效应。在未来海南离岛免税市场持续发展的预期下，海旅免税与拉格代尔合作前景良好。

（三）双方议价能力

海旅免税深度布局免税业务，在成立后快速发展，市场占有率不断提升，2021年度和2022年度市场占有率分别为3.58%和7.84%，在海南离岛免税领域处于行业前列。拉格代尔作为全球知名旅游零售商，近年来不断深入中国市场，在中国及海南本土旅游零售市场积累了良好的声誉及口碑，双方在海南离岛免税市场的合作不存在较为悬殊的实力差距。

此外，拉格代尔在品牌资源和产品渠道方面的优势、海旅免税稳定的现金流贡献以及全球旅游零售商布局海南自贸港建设的强烈意愿，使得双方的合作系在互惠互利的背景下所开展，不存在单方面的依赖。

近年来，随着海旅免税业务规模的壮大以及双方合作信任度的提升，2023年初，双方签署了补充协议，对于定价机制进行了修订，由原先的以市场零售价为基准约定毛利率模式变为拉格代尔采购价格加成模式，预计新的定价机制实施后，海旅免税在采购成本方面的规模效益将进一步显现。

综上，海旅免税与拉格代尔的合作符合行业经营特点，综合考虑海旅免税发展规划及双方议价能力，标的公司与拉格代尔的合作具有可持续性。

二、相关采购的定价原则及公允性

（一）采购定价原则

2022年及以前，海旅免税对于拉格代尔采购定价原则如下：

1、商品首次定价时，公司与供应商约定商品零售价，该价格一般对标参考免税店（海棠湾开业的第一家免税店）的同类商品价或品牌官方建议零售价（若品牌方建议零售价低于参考免税店的零售价格）确定，公司以该零售价作为基准约定毛利率；2、公司根据商品类别、零售价情况以及自身经营发展需要，进行毛利率谈判，并结合商定毛利率确定商品的采购价格；3、根据商品的定价原则，公司定期或不定期对商品零售价进行复核，若发生价格调整，海旅免税进行相应采购价格调整。

2023年1月1日以后，海旅免税对于拉格代尔采购定价原则如下：

海旅免税采购价=拉格代尔采购价×（1+加价率）

（二）采购定价公允性

1、市场零售价方面

报告期内，标的公司促销前市场零售价系对标参考免税店（海棠湾开业的第一家免税店）的同类商品价或品牌官方建议零售价²确定，标的公司市场零售价与同行业可比公司不存在较大差异。

2、毛利率方面

报告期内，标的公司免税品毛利率与同行业可比公司中国中免的免税品毛利率对比情况如下表所示：

主体	2022年	2021年度
标的公司免税业务毛利率	16.11%	17.75%
主体	2022年	2021年度
中国中免免税业务毛利率	39.41%	37.82%

报告期内，标的资产的毛利率低于中国中免的毛利率，存在一定差异，主要

² 若品牌方建议零售价低于参考免税店的零售价格，则以品牌建议零售价作为协议零售价格，报告期内，上述情况较少。

原因如下：

(1) 商品结构

标的资产、中国中免的免税商品收入结构对比情况如下所示：

中国中免			
收入结构	2022 年度	2022 年 1-3 月 ^注	2021 年度
香化	未披露	49.26%	53.76%
时尚及配饰	未披露	45.77%	40.95%
烟酒	未披露	3.79%	4.26%
食品及其他	未披露	1.18%	1.02%
海旅免税			
收入结构	2022 年度	2022 年 1-3 月	2021 年度
香化	70.31%	66.43%	58.24%
电子	15.54%	16.08%	22.95%
配饰、服饰、箱包	9.16%	12.99%	11.58%
珠宝	1.78%	2.09%	3.33%
酒水	2.97%	2.39%	3.38%
百货及其他	0.24%	0.02%	0.52%

注：中国中免仅在 H 股申请文件中披露了 2021 年、2022 年 1-3 月按商品分类的免税品收入明细。

报告期内，中国中免香化类商品及精品收入占比较高，其中毛利率较高的精品占比已超过 40%；标的公司香化类商品占比较高，精品占比略超 10%，低于中免中国。此外，报告期内，标的公司电子类商品占比分别为 22.95%、15.54%，占比较高，该类产品毛利率较低，中国中免电子类商品占比较少。

报告期内，标的公司收入占比超过 5% 的主要免税商品种类的商品毛利率情况如下：

毛利率	2022 年度	2022 年 1-3 月	2021 年度
香化	23.36%	20.79%	35.11%
电子	4.98%	4.52%	4.44%
配饰、服饰、箱包	30.50%	30.47%	30.56%

(2) 锚定竞争对手零售价约定毛利率水平的执行情况

报告期内，根据标的公司同主要供应商拉格代尔所签订的合同，在对标参考免税店（海棠湾开业的第一家免税店）的同类商品价或品牌官方建议零售价的基础上，拉格代尔保证标的公司保持一定的利润率。考虑到在业务经营初期，为抢占市场份额，应对竞争，标的公司采用了多种业务促销手段，包括但不限于奖励积分、优惠券或直接打折等；前述促销手段对标的公司的毛利率水平存在一定影响。在锚定竞争对手零售价所约定的毛利率基础上，由于采用了较大力度折扣促销手段，标的公司与同行业公司相比毛利率水平较低。

此外，海旅免税成立时间较短，在品牌、渠道的积累上与中国中免存在一定差距，中国中免通过品牌直采，与标的公司通过旅游零售商采购相比，在采购成本方面具有一定优势，通过查阅相关研究报告³、访谈供应商，品牌直采比通过旅游零售商间接采购可节约大约10%的采购成本，在不考虑折扣促销的情况下，标的公司锚定竞争对手零售价所约定的毛利率，与中国中免品牌直采毛利率相比存在一定差距，通常情况下会低于中国中免10%。

（3）模拟测算

考虑商品收入结构、折扣水平、采购成本差异等因素影响，做出如下假设：

①2020 年度由于标的公司免税业务仅经营两天，业务可比性较差，因此模拟测算不考虑 2020 年度；

②假设免税品收入结构与可比公司中国中免类似，标的公司不经营毛利率较低的商品业务，香化及精品收入各占 50%，使用标的公司对应报告期的香化、精品毛利率计算营业成本；

③标的公司在采购方面全部变为直采模式，与目前通过旅游零售商进行采购相比，采购成本降低 10%；

④2021 年标的公司香化类商品平均折扣率为 72 折，假设将其还原至中国中免的折扣率 75 折左右；2022 年标的公司香化类商品平均折扣率为 7 折，假设将其还原至中国中免的折扣率 85 折左右⁴，其余积分、优惠券的折扣方式保持不变。

³ 参考国联证券研究报告《中国中免专题报告：成长性确定，全方位竞争优势明显》，研报指出：中国中免在规模优势和直采模式下，采购成本预计可较同业低 10+pct（P21）。

⁴ 参考信达证券《免税折扣专题系列之四：中免折扣力度逐渐收窄 王府井线上商城上线》，研报中“各免

据此测算，标的公司模拟毛利率的水平如下所示：

项目	2022年	2022年1-3月	2021年度
标的公司			
免税商品	36.71%	36.53%	33.42%
中国中免			
免税商品	39.41%	39.50%	37.82%

从测算结果可以看出，剔除商品收入结构、折扣水平、采购成本差异等因素影响，标的公司与同行业可比公司毛利率水平差距明显缩小。

（4）毛利率差异的原因以及合理性说明

通过模拟测算，标的公司毛利率水平同中国中免已较为接近。标的公司毛利率水平同可比公司的差异主要是原因为：A、标的公司商品结构与中国中免存在较大差异，其中，毛利率较低电子产品占比较高，毛利率较高的精品占比较小；B、海旅免税经营时间较短，在锚定竞争对手零售价所约定的毛利率基础上，采用了较大力度折扣促销手段引流获客，降低了毛利率；C、海旅免税成立时间较短，在品牌、渠道的积累上与中国中免存在一定差距，中国中免通过品牌直采，与标的公司通过旅游零售商采购相比，在采购成本方面具有一定优势。

综上，在售价方面，标的公司向拉格代尔采购的商品系对标参考免税店或品牌官方建议零售价进行定价；在毛利率方面，剔除商品结构、折扣水平、采购成本差异等因素影响后，标的公司免税商品毛利率与同行业可比公司不存在较大差异。标的公司向拉格代尔采购的商品在售价及毛利率方面均与同行业公司不存在显著差异，由此来看，双方之间的采购定价具有一定公允性。

三、具备拓展其他供应商能力，不存在对单一供应商重大依赖

（一）除拉格代尔外，多家国际旅游零售企业参与海南离岛免税市场

如前所述，除拉格代尔外，DFS、DUFY等旅游零售商近年来不断深入海南离岛免税市场，与免税持牌企业开展合作。标的公司在开业之初亦与DFS、DUFY、新罗等多家国际旅游零售商开展谈判，因此标的公司在国际旅游零售

税商香化类普适性折扣变化趋势图（2021年4月-2023年2月）”中可看出，2021年海旅免税平均折扣率约为72折，中国中免平均折扣率约为75折；2022年海旅免税平均折扣率约为7折，中国中免平均折扣率约为85折（P6）。

商合作方面具备可选择性。

（二）自建渠道的进展，采购占比下降

海旅免税拥有海南离岛免税牌照，在2020年开业后快速发展，在行业内处于领先地位，其与拉格代尔的合作不存在较为悬殊的实力差距，且海旅免税稳定的现金流贡献以及全球旅游零售商布局海南自贸港建设的强烈意愿均为双方战略合作提供了互惠及稳定的合作关系。此外，随着业务规模的增长以及渠道拓展能力的增强，海旅免税已逐渐与品牌直接建立合作关系，截至2023年3月，公司已与万宝龙、伯爵、沙夫拉特、塔思琦、百年灵等695个品牌建立了直采关系，2021年度及2022年度，其向拉格代尔采购比例分别为77.53%、68.43%，总体呈下降趋势，海旅免税具备拓展其他供应商的能力，未来将进一步丰富供应商储备，降低供应商集中风险，提升持续盈利能力。

综上，海旅免税具备拓展其他供应商的能力，不存在对拉格代尔的单方面重大依赖。

四、是否存在供应商不稳定风险及应对措施

海旅免税与拉格代尔的合作符合离岛免税行业惯例，双方的合作系在互惠互利的背景下所开展，签署了长期的合作协议，合作关系较为稳定，具有持续性。随着海旅免税业务快速发展，海旅免税在保持与拉格代尔稳定合作关系基础上，也逐步自建渠道，与品牌商直接合作，进一步丰富供应商储备，以保障标的公司在供应链的选择方面具有主动性，可根据需求变化选择合适的供应商。

上市公司已在重组报告书“重大风险提示”及“第十三节 风险因素”部分对供应商集中风险进行了披露：

“考虑到国际旅游零售商奢侈品的品牌资源和产品渠道优势，因此在发展初期，免税持牌企业通常在供应链方面与其进行战略合作，前期国际旅游零售商采购占比会较高。报告期内，标的公司主要向国际品牌、旅游零售商采购各类商品，2021年和2022年，标的公司向国际旅游零售商拉格代尔采购额占采购总额的比例分别为77.53%和68.43%，对拉格代尔的采购占比较高。

尽管标的公司与拉格代尔已经形成稳定的战略合作关系，但若因市场供求关

系变化，无法继续合作，标的公司存在难以在短时间内采购充足商品的可能，其经营活动将受到一定程度不利影响。”

五、补充披露情况

上述情况已在重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“五、报告期内采购情况”中对上述内容进行了补充披露。

六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、海旅免税与拉格代尔的合作与行业经营特点及公司阶段性经营规划存在一定联系，双方之间的合作符合离岛免税行业惯例，双方合作定价机制公允，不存在单方面的依赖，在未来一定时期内，标的公司将继续与拉格代尔保持稳定的合作关系，与其合作具有可持续性。

2、标的公司对拉格代尔不存在单方面的依赖，报告期内已逐渐与品牌直接建立合作关系，其向拉格代尔采购比例总体呈下降趋势，海旅免税具备拓展其他供应商的能力，未来将进一步丰富供应商储备，降低供应商集中风险；

3、标的公司供应商不稳定风险较低，针对供应商集中风险，已进行了风险提示，并制定多项措施予以应对。

问题9

申请文件显示，海旅免税持有海旅黑虎51%股权，并将其纳入合并报表范围。请你公司补充披露：海旅黑虎股权结构、股东间关系、董事会和管理层人员选任、日常决策机制、公司章程约定、重大事项是否存在一票否决制等，海旅免税能否对其实施有效控制。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、海旅黑虎股权结构、股东间关系、董事会和管理层人员选任、日常决策机制、公司章程约定、重大事项是否存在一票否决制等，海旅免税能否对其

实施有效控制

（一）海旅黑虎股权结构

截至本核查意见出具日，海旅黑虎股权结构如下：

单位：万元

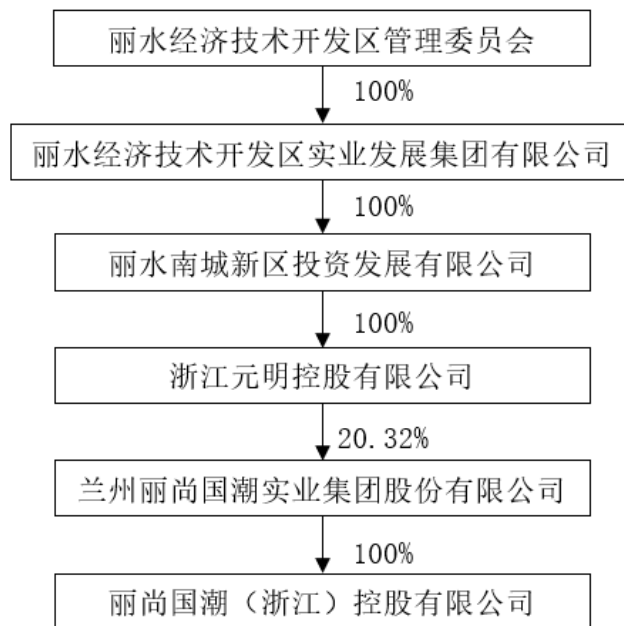
股东姓名	出资额	持股比例	出资方式
海旅免税	2,550	51%	货币出资
丽尚国潮（浙江）控股有限公司	1,950	39%	货币出资
京东（海南）国际贸易有限公司	500	10%	货币出资
合计	5,000	100%	-

海旅免税持有海旅黑虎51%股份，系海旅黑虎的控股股东。

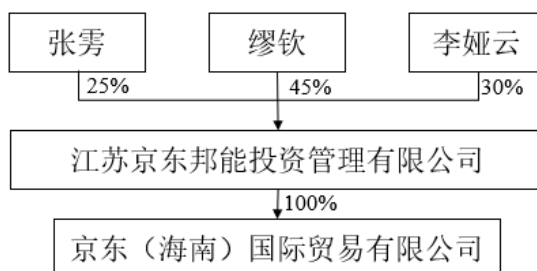
（二）股东间关系

海旅黑虎控股股东海旅免税为海南省国资委实际控制企业。丽尚国潮（浙江）控股有限公司控股股东为兰州丽尚国潮实业集团股份有限公司，系上海证券交易所主板上市公司，其证券简称为丽尚国潮，证券代码为600738.SH，上市公司实际控制人为丽水经济技术开发区管理委员会。京东（海南）国际贸易有限公司为京东集团旗下关联公司。上述公司股权结构如下：

1、丽尚国潮（浙江）控股有限公司



2、京东（海南）国际贸易有限公司



综上，海旅黑虎股东之间无关联关系。

（三）董事会和管理层人员任选

根据《海南旅投黑虎科技有限公司章程》（以下简称“《海旅黑虎章程》”），董事会和管理层人员任选及提名情况如下：

股东姓名	提名人
董事	公司设董事会，由5名董事组成，其中海旅免税委派3名董事、丽尚国潮（浙江）控股有限公司委派1名董事、京东（海南）国际贸易有限公司委派1名董事
监事	公司设监事会，由3名监事组成，海旅免税推荐2名监事会成员，并设立1名职工监事
高级管理人员	公司设总经理一名，总理由丽尚国潮（浙江）控股有限公司提名并由董事会聘任；公司设财务总监一名，由海旅免税提名并由董事会聘任；其余人员进行市场化招聘。总经理对董事会负责。

根据上述条款，海旅免税可以委派海旅黑虎一半以上董事，控制海旅黑虎董事会过半数席位，同时可以通过委派财务负责人对海旅黑虎的日常经营及财务状况进行有效管控。

（四）日常决策机制、公司章程约定及重大事项是否存在一票否决制

海旅黑虎日常经营决策依据《海旅黑虎章程》的相关约定执行，股东会为公司权力机构，董事会为公司决策机构，总理由董事会聘任并对董事会负责。

1、海旅黑虎股东会职权及决策机制

根据《海旅黑虎章程》规定，股东会为公司的权力机构，其具体情况如下：

“第八条 股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，行使下列职权：（一）

决定公司的经营方针和投资计划；（二）委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；（三）审议批准董事会的报告；（四）审议批准监事会的报告；（五）审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；（六）审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案；（七）对公司增加或者减少注册资本作出决议；（八）对发行公司债券作出决议；（九）对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；（十）审议批准对外出借资金和进行任何形式的抵押、担保和权利质押；（十一）修改公司章程。

.....

第十二条 股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议以及法律或本章程规定需经代表三分之二以上表决权的股东通过的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。其他事项必须经过二分之一以上表决权的股东通过。”

根据《海旅黑虎章程》，修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议以及法律或章程规定需经代表三分之二以上表决权的股东通过的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。其他事项必须经过二分之一以上表决权的股东通过。因此，海旅免税持有海旅黑虎51%的股份，能够对股东会进行控制。

2、海旅黑虎董事会职权及决策机制

根据《海旅黑虎章程》规定，公司董事会为公司的决策机构，具体情况如下：

“第十八条 董事会是公司的决策机构，行使下列职权：（一）负责召集股东会，并向股东会议报告工作；（二）执行股东会的决议；（三）决定公司的经营计划、项目投资方案和融资方案；（四）制订公司的年度财务预算方案、决算方案；（五）制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；（六）制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；（七）制订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案；（八）决定公司内部管理机构的设置；（九）制定公司的基本管理制度；（十）审批单笔300万元人民币以上（含300万元人民币）及累计

超过1000万元人民币以上（含1000万元人民币）的关联交易；（十一）法律法规或公司章程规定的其他职权。

.....

第二十条 董事会决议的表决，实行一人一票，董事会对于重大事项即利益分配方案、弥补亏损方案、增资、减资、发行公司债券、公司合并、解散事项应经三分之二以上董事同意通过，其它董事会决议当由半数以上的董事同意通过。”

根据公司章程，重大事项即利益分配方案、弥补亏损方案、增资、减资、发行公司债券、公司合并、解散事项应经三分之二以上董事同意通过，其它董事会决议当由半数以上的董事同意通过。因此，海旅免税控制海旅黑虎董事会过半数席位，对董事会日常决策具有控制权。

3、经理层职权

根据《海旅黑虎章程》规定，公司董事会为公司的决策机构，其具体情况如下：

“第二十七条 公司设总经理一名，总理由丽尚国潮（浙江）控股有限公司提名并由董事会聘任；公司设财务总监一名，财务总监由海南旅投免税品有限公司提名并由董事会聘任；其余人员进行市场化招聘。总经理对董事会负责，行使下列职权：（一）主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；（二）组织实施公司年度经营计划和投资方案；（三）拟订公司内部管理机构设置方案；（四）拟订公司的基本管理制度；（五）制定公司的具体规章；（六）决定聘任或者解聘除应由本章程约定或董事会决定聘任或解聘以外的负责管理人员；（七）董事会授予的其他职权；（八）总经理列席董事会会议。”

根据《海旅黑虎章程》、海旅免税的说明及海旅黑虎三会重大事项的表决等重大决策文件及相关协议，海旅黑虎的重大事项按照董事会、股东大会规则审议，不存在一票否决的机制。

综上所述，海旅免税持有海旅黑虎 51%的股权，为海旅黑虎控股股东，其他股东之间不存在关联关系，因此海旅免税能够对股东会日常决策形成控制；海旅免税有权委派董事会过半数董事席位，能够对董事会日常决策形成控制；海旅

免税的重大事项不存在一票否决的机制；海旅免税可以通过委派财务负责人对海旅黑虎的日常经营及财务状况进行有效管控。因此，海旅免税可以对海旅黑虎实施有效控制。

二、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四节 交易标的情况”之“七、下属公司情况”中进行了补充披露。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

根据《海旅黑虎章程》规定及海旅黑虎股权结构、股东间关系、董事会和管理层人员选任、日常决策机制、公司章程约定、重大事项是否存在一票否决制等情况，海旅免税能对海旅黑虎实施有效控制，纳入并表范围符合《企业会计准则》的有关规定。

问题10

申请文件显示，本次评估假设华庭（奥莱生活馆）项目能够在2023年如期开业并带来收益，假设标的资产享有的海南省自由贸易港所得税15%税收优惠政策2024年到期能够延续。请你公司补充披露：1）华庭项目的主要情况，包括但不限于总体规划、建设周期、资金投入计划、审批情况、最新进展等，是否存在无法顺利推进的风险，将该项目纳入评估范围的合理性。2）标的资产获得上述税收优惠的条件，到期延续是否存在重大不确定性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、华庭项目的主要情况，包括但不限于总体规划、建设周期、资金投入计划、审批情况、最新进展等，是否存在无法顺利推进的风险，将该项目纳入评估范围的合理性

（一）华庭项目的主要情况

华庭项目的主要情况如下：

项目	主要情况
总体规划	项目总建筑面积 10 万平方米，共 7 层，其中地上 5 层、地下 2 层；商业面积约 7 万平方米，中心广场近 2 万平方米，具有小型停车位 2,000 余个，大巴停车位 10 余个。 本项目通过精心布局，引进国际奢牌折扣店，合理利用奥莱优势弥补三亚市场消费空白，建成集有税奥莱奢牌折扣店、国际珠宝店、儿童乐园、潮玩、餐饮、商超、运动健身于一体的大型奥莱购物生活广场。
建设周期	华庭项目属于租赁物业进行经营，仅需进行装修改造，装修公司于 2023 年 1 月初进场装修，预计 2023 年 6 月装修完成。
资金投入计划	投资总额估算 20,000 万元，其中，装修工程费用等 15,000 万元、铺底流动资金 5,000 万元。
审批情况	华庭项目装修于 2023 年 1 月 6 日取得建筑工程施工许可证（编号：460200202301060101）
最近进展	租赁的房屋建筑物于 2022 年 12 月交付，装修公司于 2023 年 1 月进场施工，预计 2023 年 6 月完工。 截至本核查意见出具日，已招商面积占出租面积的比例约 70%，其余面积正在商务洽谈中，计划 2023 年 6 月完成整体招商。

（二）华庭项目不存在无法顺利推进的风险

2022年9月，海旅免税对三亚海旅免税—奥莱生活广场项目设计、施工总承包项目进行公开招标；2022年12月，海旅免税与中标方苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司（以下简称“金螳螂”）签署《建设项目工程总承包合同》，金螳螂于2023年1月进场施工，预计2023年6月完工。

截至本核查意见出具日，华庭项目已招商面积占出租面积的比例约70%，其余面积正在商务洽谈中，计划2023年6月完成整体招商。综上，华庭项目不存在无法顺利推进的风险。

（三）将华庭项目纳入评估范围具有合理性

截至评估基准日，华庭项目已签署租赁合同，出租方已交付房屋建筑物，海旅免税已完成公司内部立项，且支付保证金1,000万元。目前，华庭项目已经开展招商工作和装修工作，截至本核查意见出具日，华庭项目的装修进度约45%，已完成招商约70%。华庭项目总体规划及投入运营时间明确，预测期华庭项目投入运营的确定性较高，因此将华庭项目纳入评估范围具有合理性。

二、标的资产获得上述税收优惠的条件，到期延续是否存在重大不确定性

（一）标的资产获得税收优惠的条件

根据2020年6月23日财政部和税务总局发布的《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》（财税〔2020〕31号），自2020年1月1日起执行至2024年12月31日，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税。

标的资产注册地址为海口和三亚，主营业务属于海南自由贸易港鼓励类产业目录中规定的产业项目“批发和零售业”，符合上述税收优惠条件，享受所得税率减按15%的税收优惠。

（二）标的资产税收优惠到期延续不存在重大不确定性

根据2020年6月1日中国中央和国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》，2025年前重点任务包括优化税收政策安排，其中从本方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%征收企业所得税；2035年前的重点任务包括进一步推进财税制度改革，其中对注册在海南自由贸易港并实质性运营的企业（负面清单行业除外），减按15%征收企业所得税。

2021年6月第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过的《中华人民共和国海南自由贸易港法》第三十条规定“对注册在海南自由贸易港符合条件的企业，实行企业所得税优惠。”

标的资产的注册地在海南自由贸易港，未来主营业务仍为“批发和零售业”，属于鼓励类产业，符合《海南自由贸易港建设总体方案》中“对注册在海南自由贸易港并实质性运营的企业（负面清单行业除外），减按15%征收企业所得税”的相关规定。

综上，标的资产税收优惠政策到期延续不存在重大不确定性。

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第六节 本次交易标的的评估情况”之“三、收益法评估情况”之“（三）1、营业收入和成本估算”和“第六节 本次交易标的的评估情况”之“二、本次评估的主要假设”之“（二）特殊假设”中进行了补

充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至本核查意见出具日，华庭项目不存在无法顺利推进的风险；将华庭项目纳入评估范围具有合理性；

2、标的资产符合税收优惠条件，到期延续不存在重大不确定性。

问题11

申请文件显示，1) 截至重组报告书签署日，标的资产不存在尚未了结的500万元以上的诉讼、仲裁事项。2) 报告期内，标的资产发生2项被马村港海关行政处罚事项。请你公司补充披露：1) 标的资产是否涉及其他诉讼、仲裁、司法强制执行等重大争议事项；如是，相关事项对上市公司生产经营和本次交易的影响。2) 针对受到行政处罚的违规事项，标的资产是否已建立相关内控机制并有效执行；本次交易完成后，上市公司及标的资产进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的资产是否涉及其他诉讼、仲裁、司法强制执行等重大争议事项；如是，相关事项对上市公司生产经营和本次交易的影响

截至本核查意见出具日，标的资产不存在司法强制执行情况，尚未了结的诉讼和仲裁等争议事项如下：

2021年8月2日，富思集团有限公司(FOSSILGROUP,Inc.)向海南自贸港知识产权法院提起诉讼，请求判令海旅黑虎、海南优选立即停止侵害注册商标专用权的行为，包括停止销售、储存侵权产品，并销毁尚未售出的侵权产品和印有侵权标识的包装材料；请求判令海旅黑虎、海南优选连带赔偿原告经济损失3,000,000元；请求判令海旅黑虎、海南优选承担本案的诉讼费用。

截至本核查意见出具日，上述案件已于2023年4月17日经海南自由贸易港

知识产权法院开庭审理，尚未形成判决。标的资产对上述案件确认了预计负债 30 万元。

综上，截至本核查意见出具日，标的资产不存在司法强制执行情况，标的资产对上述案件确认了预计负债 30 万元，占标的资产净利润比例较小，不会对上市公司的生产经营和本次交易产生重大不利影响。

二、针对受到行政处罚的违规事项，标的资产是否已建立相关内控机制并有效执行；本次交易完成后，上市公司及标的资产进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施

（一）针对受到行政处罚的违规事项，标的资产是否已建立相关内控机制并有效执行

报告期内，标的资产受到行政处罚的情况如下：

序号	被处罚主体	处罚机构	行政处罚原因	处罚结果	处罚日期
1	海旅黑虎	中华人民共和国马村港海关	货物涉及违规出区	科处罚款人民币 1.2 万元整	2021-12-06
2	海南优选		擅自处置海关尚未放行的进出境物品	警告	2021-07-02
3	海旅黑虎		不按规定接受海关对进出境货物进行查验	警告	2021-07-02

标的资产受到上述海关处罚主要为工作人员的疏忽导致，上述行政处罚发生后，标的资产积极配合调查、及时缴纳了罚款。标的资产建立了报关环节规范运作的相关管理制度，对海关关务、商品入库、商品出库及免税商品进口报关等进行详细规定并强化了内部执行流程控制及监督机制；加强了相关岗位员工的培训和相关知识学习，要求涉及报关申报业务的员工进一步了解和熟悉报关流程及相应的法律法规及规章制度。标的公司相关内控制度已被有效执行，截至本核查意见出具日，标的资产未发生其他受到海关行政处罚的违规事项。

除上述处罚外，标的资产自 2020 年 7 月以来不存在其他因违反相关法律法规而受到行政处罚的事项。

（二）本次交易完成后，上市公司及标的资产进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施

1、本次交易完成后，上市公司进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施

海汽集团已制定《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》《对外担保决策管理规定》《关联交易决策管理规定》《内部审计管理规定》《子公司管理规定》等公司治理制度，按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律、法规的规定，设置了股东大会、董事会、监事会、管理层等组织机构，组织机构健全。股东大会、董事会、监事会和管理层之间能做到权责分明、相互制约，海汽集团可以按照内部管理制度有效运作，形成良好的内部控制环境。本次交易完成后，海汽集团将进一步加强内部控制工作力度，充分发挥相关部门审计、监督和管理等职能，强化风险管控，持续督促内部控制有效执行，保证合法、合规运营。

同时，本次交易完成后，海汽集团将对海旅免税进行系统性的协同整合工作，确保海旅免税公司治理规范。海汽集团将督促海旅免税完善内部控制制度，并监督各项制度有效执行，强化对海旅免税经营、财务运作、对外投资、资产处置等重大事项的风险控制；充分行使股东权利，把握海旅免税战略发展方向，提高海旅免税整体决策效率与水平；海汽集团将与海旅免税管理层建立定期沟通机制，增加双方的沟通交流，加强海汽集团对海旅免税日常经营的知情权，降低因信息不对称造成的管理风险；海汽集团将继续保持海旅免税经营管理团队的稳定，保持海旅免税经营管理的相对的独立与连贯性，确保海旅免税稳定发展。

2、本次交易完成后，海旅免税进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施

本次交易完成后，海旅免税成为海汽集团全资子公司，海旅免税将进一步健全内控制度、保证合法合规运营，具体措施如下：

(1) 海旅免税将按照《公司法》《公司章程》及相关法律法规的规定，并结合自身业务特点，进一步完善与业务全流程相匹配的管理制度，确保内部控制制度贯穿经营管理活动的各层面和各环节。同时，本次交易完成后，海旅免税在对外担保、关联交易、对外投资等重大事项的审批权限上纳入上市公司统一管理。

(2) 海旅免税将加强内控制度执行，保证执行结果达到内部控制的预期目标，不断健全风险管理的监督和检查机制。此外，海旅免税将内控制度执行情况及合法合规经营列入管理层岗位考核指标，促使管理层加强对内控制度的执行情况及合法合规经营监督管理，最终达到加强内部控制的目的。

(3) 海旅免税将配合海汽集团内部审计对海旅免税内控制度执行情况的监督检查，对于内部审计部门就未按照公司制度执行的情况提出的整改意见积极落实整改。

(4) 海旅免税将进一步加强人员培训，提高合规意识和技能。通过加强管理层、员工业务及制度培训，告知员工公司最新的管理制度及业务流程。通过加强对员工宣传教育，督促其遵守相关法律法规及公司规章制度，熟悉各项工作的流程，规范操作。

综上，上市公司、标的资产已制定本次交易完成后进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施。

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四节 交易标的情况”之“十二、其他事项”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至本核查意见出具之日，标的资产不存在司法强制执行情况，标的资产上述案件不会对上市公司的生产经营和本次交易产生重大不利影响；

2、标的资产已建立相关内控机制并有效执行，除上述海关处罚外，标的资产自2020年7月以来不存在其他因违反相关法律法规而受到行政处罚的事项；上市公司、标的资产已制定本次交易完成后进一步健全内控制度、保证合法合规运营的具体措施。

问题12

申请文件显示，标的资产无自有房产，向第三方承租用于生产经营的房屋建筑物11项。其中，向三亚上品华庭地产有限公司租赁用于经营的房产约94,800平方米，尚未交付使用。请你公司补充披露：1) 上述11项房产是否均已取得相关权属证书，各租赁事项是否均已完成备案手续，是否存在因权属或程序瑕疵导致无法使用该等房产或受到相关行政处罚的风险，是否将对标的资产生产经营产生重大不利影响及相关应对措施。2) 向三亚上品华庭地产有限公司租赁房产的最新进展，租赁合同的主要内容，该房产是否纳入本次交易评估范围。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、上述11项房产是否均已取得相关权属证书，各租赁事项是否均已完成备案手续，是否存在因权属或程序瑕疵导致无法使用该等房产或受到相关行政处罚的风险，是否将对标的资产生产经营产生重大不利影响及相关应对措施

(一) 租赁房屋建筑物权属证书及备案情况

截至本核查意见出具日，标的资产向第三方承租用于生产经营的房屋建筑物具体情况如下：

序号	承租方	出租方	坐落位置	建筑面积 (平方米)	当前用途	租赁期限	权属证书	租赁备案	
1	海旅免税	三亚佳翔航空货运服务有限公司	三亚市天涯区大兵河片区控规DB-01 地块	约 19,160.00	仓储	5 年 ^{注1}	琼(2018)三亚市不动产权第 0028213 号	是	
2	海旅免税城	三亚上品华庭地产有限公司	三亚市荔枝沟路与腊尾路交叉口	92,752.83	经营	2022-12-01 至 2038-02-25	琼(2023)三亚市不动产权第 000429、000419、000425、000427、000423、000421 号	否	
3	海旅免税城	三亚居然之家购物中心有限公司	三亚市吉阳区迎宾路 303 号居然之家生活广场	第一至五层	46,865.04	经营	2020-08-10 至 2035-08-09	已取得土地不动产权证琼(2019)三亚市不动产权第 0029865 号 尚未取得房产不动产权证	否
			负一层	2,195.00	仓储	2020-11-01 至 2035-08-09			
			第八层	1,022.00	办公及配 套	2020-11-01 至 2035-07-31			
			负一层，第 1825-1-B1-003 号	257.00					
			第七层，第 1825-1-7-001 号	147.30					
			第八层，第 1825-1-8-002 号	293.70					
4	海旅免税城	海南旺豪实业有限公司	负一层，第 B1001 号	2,894.50	经营	2020-09-20 至 2035-11-14			

5	海旅免税城	海南博鳌国宾馆有限公司分公司	琼海市博鳌镇龙潭路1号博鳌国宾馆酒店1层	175.00	经营	2023-04-01至2024-03-31	琼(2022)琼海市不动产权第0000126号	是
6	海旅免税城	三亚海旅酒店有限公司鹿回头国宾馆分公司	三亚市吉阳区鹿岭路6号鹿回头国宾馆地处酒店一层大堂右侧	60.00	经营	2021-11-01至2023-10-31	琼(2022)三亚市不动产权第0013133号	是
7	海旅免税城	三亚海旅酒店有限公司三亚湾迎宾馆分公司	三亚市三亚湾路217号君澜三亚湾迎宾馆大堂左侧	42.00	经营	2022-08-01至2023-07-31	琼(2020)三亚市不动产权第0004129号	是
8	海旅免税城	海南苏商投资控股有限公司	三亚市吉阳区迎宾路壹号(蓝立方)1号综合楼A101商业复式商铺第二层	1,604.19	办公	2022-06-16至2027-06-15	琼(2020)三亚市不动产权第0002939号	是
9	海旅黑虎	海南旺豪阳光实业有限公司	海口市龙华区金龙路2号友谊阳光城B1层	1,273.40	经营	2022-04-20至2024-04-19	出租方未提供权属证明	否
			三亚市天涯区胜利路胜利购物广场A区3楼	1,320.80			出租方未提供权属证明	否
10	海旅黑虎	陈英	海口市龙华区滨海大道85号天邑国际大厦主楼9层05号房	228.22	办公	2022-07-01至2023-06-30	注2	否
11	海旅黑虎	杭州博壹佳供应链管理有限公司	杭州市余杭区仁和街道奉运路12号3号楼5层	1,000.00	仓储	2022.09.01至2024.08.31	浙(2021)杭州市不动产权第2036274号	是

注1：一期建筑面积5,854平方米，租赁期限为2020-10-23至2026-01-22；二期建筑面积13,306平方米，租赁期限为2021-01-05至2026-04-04。

注2：出租方提供了《商品房买卖合同》。

（二）权属或程序瑕疵情况

海旅免税并非上述建筑的所有权人及建筑单位,《中华人民共和国城乡规划法》《中华人民共和国建筑法》等法律法规关于违规建筑的处罚对象为建设单位而非使用单位。截至本核查意见出具日,海旅免税及其全资、控股子公司无自有房产,因此海旅免税不存在因租赁权属或程序瑕疵房产而受到相关行政处罚的风险。

标的资产向第三方承租用于生产经营的房屋建筑物因权属或程序瑕疵导致无法使用的风险较小。

公司上述部分房屋租赁正在办理租赁备案,根据《中华人民共和国民法典》第七百零六条的规定,当事人未依照法律、行政法规规定办理租赁合同登记备案手续的,不影响合同的效力,上述租赁合同合法有效。

公司租赁已取得权属证书的房产的行为合法有效,公司可以合法使用该等租赁房产。公司租赁的上述房屋建筑中部分尚未取得房屋不动产权证,具体情况如下:

1、第 3、4 项承租房屋建筑物

海旅免税的主要生产经营场所为海南省三亚市迎宾路 303 号居然之家生活广场,截至本核查意见出具之日,居然之家生活广场已取得土地不动产权证、建设工程规划许可证和建筑工程施工许可证,由于外立面及地下一层局部功能调整等设计变更,目前正在办理设计变更手续。

2022 年 7 月 14 日,三亚市自然资源和规划局出具《关于三亚居然之家购物中心项目情况的复函》(三自然资产[2022]66 号),居然之家生活广场的土地权利人正在按程序办理项目外立面及地下一层局部功能调整等设计变更手续,通过规划核实和竣工验收后方可申请办理房屋所有权的登记手续。同日,三亚市自然资源和规划局出具《关于“居然之家生活广场”项目(一期)局部设计变更补办规划手续的工程审批意见》(三自然资规审[2022]100 号),原则同意补办“居然之家生活广场”项目(一期)设计变更手续。

根据《最高人民法院关于审理城镇房屋租赁合同纠纷案件具体应用法律若干问题的解释》(2020 修正)第二条规定,“出租人就未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定建设的房屋,与承租人订立的租赁合同无

效。但在一审法庭辩论终结前取得建设工程规划许可证或者经主管部门批准建设的，人民法院应当认定有效。”上述租赁房屋已经取得建设工程规划证，其权属瑕疵不影响租赁合同的效力。

2、第 9、10 项承租房屋建筑物

截至本核查意见出具日，第 9 项承租房屋建筑物出租方未能提供产权证明文件或相关建设许可；第 10 项房屋承租房屋建筑物尚未取得房屋不动产权证书，但出租方已提供购房合同。

海旅免税与上述房屋建筑物出租方不存在合同纠纷，截至本核查意见出具日，上述租赁房屋建筑物均可正常使用。

综上所述，海旅免税租赁的房屋建筑物不存在因权属或程序瑕疵受到相关行政处罚的风险，导致无法使用的风险较小。

(三) 标的资产租赁的权属或程序瑕疵房屋建筑物不会对标的资产生产经营产生重大不利影响及相关应对措施

1、标的资产租赁的权属或程序瑕疵房屋建筑物不会对标的资产生产经营产生重大不利影响

海旅免税租赁的权属或程序瑕疵房屋建筑物不存在无法使用的风险，不会对标的资产生产经营产生重大不利影响，具体如下：

(1) 第 3、4 项承租房屋建筑物

海旅免税的主要生产经营场所为海南省三亚市迎宾路 303 号居然之家生活广场，居然之家生活广场已经取得建设工程规划许可证和建筑工程施工许可证，不影响相关租赁合同的效力。

海旅免税与三亚居然之家购物中心有限公司签订《商铺租赁合同》中约定租赁期限为 15 年，租期较长。且 2022 年 7 月 14 日，三亚市自然资源和规划局出具《关于三亚居然之家购物中心项目情况的复函》（三自然资产[2022]66 号）：“未有证据表明该房屋存在被拆除或被处罚的风险”。

此外，海旅免税城与三亚居然之家购物中心有限公司签署的《商铺租赁合同》约定，“第十四章 甲方违约责任 ...14.2 甲方因违法而受到有关部门或司法机构处罚，且影响乙方正常经营的。14.3 甲方因建筑问题受到有关政府部门处罚，导

致乙方无法正常经营的。...14.5 甲方擅自单方面解除合同收回租赁场地。...14.13 出现以上情形的，甲方须双倍退还乙方已缴纳的履约保证金，并赔偿乙方所有损失。乙方有权提出解除合同。”根据上述约定，如因租赁物业权利瑕疵或提前解除合同影响标的公司正常经营，出租方将赔偿由此给标的公司造成的所有损失。

（2）第 9、10 项承租房屋建筑物

该存在权属瑕疵的租赁物业并非海旅免税的主要经营场所，可替代性较强；该租赁物业周边地区房屋租赁市场活跃，如无法继续租赁，海旅免税可在较短时间内找到符合条件的替代场所；该租赁物业的面积较小，租金金额较少，更换其他替代物业不会对海旅免税的持续经营造成重大不利影响。

综上所述，海旅免税租赁的权属或程序瑕疵房屋不会对标的资产生产经营产生重大不利影响。

2、应对措施

（1）督促出租方办理房产证

截至本核查意见出具之日，居然之家生活广场已取得土地不动产权证、建设工程规划许可证和建筑工程施工许可证，由于外立面及地下一层局部功能调整等设计变更，目前正在办理设计变更手续。居然之家生活广场通过规划核实和竣工验收后方可申请办理房屋所有权的登记手续。海旅免税将督促出租方尽快通过设计变更和竣工验收，尽快取得房产证并办理租赁备案。

（2）积极关注周边可替代房产

第 9、10 项租赁物业周边地区房屋租赁市场活跃，如无法继续租赁，海旅免税可在较短时间内找到符合条件的替代场所，海旅免税将积极关注周边可替代房产。

（3）交易对方出具兜底承诺函

为避免因前述租赁物业瑕疵给公司造成损失，海旅免税控股股东海南旅投已就该事宜出具《关于标的公司租赁物业权属情况的承诺函》，承诺如下：“如标的公司或其子公司因其在本次收购完成前的租赁物业权属、未办理备案手续等瑕疵而致使标的公司或其子公司无法继续使用该等物业需要另寻租赁场所及/或受到任何政府部门的相关行政处罚或要求整改而遭致任何经济损失的，本公司将对标的公司及其子公司实际遭受的经济损失进行全额现金补偿，确保标的公司及其子

公司不会因此遭受任何经济损失。”

二、向三亚上品华庭地产有限公司租赁房产的最新进展，租赁合同的主要内容，该房产是否纳入本次交易评估范围

（一）向三亚上品华庭地产有限公司租赁房产的最新进展情况

海旅免税向三亚上品华庭地产有限公司租赁房产于2022年12月交付。

2022年9月，海旅免税对三亚海旅免税一奥莱生活广场项目设计、施工总承包项目进行公开招标；2022年12月，海旅免税与中标方苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司（以下简称“金螳螂”）签署《建设项目工程总承包合同》，金螳螂已进场施工，预计2023年6月完工。

（二）租赁合同的主要内容

2020年8月，海南旅投与三亚上品华庭地产有限公司签署《三亚华庭香郡商业综合体租赁合同》。

2023年4月，海旅免税、海旅免税城与三亚上品华庭地产有限公司签署《三亚华庭香郡商业综合体租赁合同》补充协议（一）。

租赁合同的主要内容如下：

项目	主要内容
第一条 房屋位置、面积及用途	位置：海南省三亚市荔枝沟路与腊尾路交叉口华庭香郡 A、B#商业综合体 面积：租赁规模为1栋，包含地上一至五层，建筑面积为59,629.45平方米；地下一、二层车库，建筑面积为33,123.38平方米 用途：商业运营
第二条 租赁期限	租赁期限为15年2个月25天 本合同约定的租赁期限届满后，承租方在同等条件下享有优先承租权。
第三条 租金	免租期结束后，开始收取的租金按年度（12个月）计算，双方约定的租金标准为：第一租赁年度2,500万元；第二至三租赁年度，租金3,000万元；第四至六租赁年度，租金3,800万元；第七至九租赁年度，租金3,990万元；第十至十二租赁年度，租金4,189.50万元；第十三至十五租赁年度，租金4,398.98万元。
第四条 房产交付	房屋交付日期为2022年12月1日且确认已完成交付

2021年6月，海旅免税、海南旅投与三亚上品华庭地产有限公司签署《合同

主体变更协议》，约定海旅免税享有海南旅投在租赁合同中的全部权利并承担全部义务。同月，海旅免税向三亚上品华庭地产有限公司支付保证金1,000万元。

2023年4月，海旅免税、海旅免税城与上品华庭签署《<三亚华庭香郡商业综合体租赁合同>补充协议(一)》，约定海旅免税城享有海旅免税在租赁合同中的全部权利并承担全部义务。

（三）该房产已纳入本次交易评估范围

截至评估基准日，华庭项目已签署租赁合同，已完成公司内部立项，且支付保证金1,000万元；华庭项目已经开展招商工作和装修工作；华庭项目总体规划及投入运营时间明确。预测期华庭项目投入运营的确定性较高，因此将华庭项目纳入评估范围具有合理性，该项房产已纳入本次交易评估范围，租金已计入现金流预测，租金对现金流的影响情况如下：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
现金流出	2,752.29	2,752.29	2,813.46	3,486.24	3,486.24	3,486.24

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四节 交易标的情况”之“四、主要资产权属、对外担保及主要负债情况”之“（一）主要资产权属情况”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的资产承租用于生产经营的房屋建筑物部分未取得房屋不动产权证、部分租赁未完成备案，不存在因权属或程序瑕疵受到相关行政处罚的风险，导致无法使用该等房产风险较小，不会对标的资产生产经营产生重大不利影响；

2、海旅免税向三亚上品华庭地产有限公司租赁房产已经交付，目前正在装修中，预测期华庭项目投入运营的确定性较高，因此，将华庭项目纳入评估范围具有合理性，该房产亦已纳入本次交易评估范围。

问题13

申请文件显示，海旅免税持有海南海旅新消费新业态私募股权投资基金合伙企业（有限合伙，以下简称海旅新消费新业态私募）20%的合伙份额。请你公司补充披露：1）海旅新消费新业态私募是否已在基金业协会备案，合伙份额持有人是否均已实缴出资。2）本次交易对海旅免税所持海旅新消费新业态私募20%份额的作价与海旅免税前次认缴合伙份额时的作价有无差异，本次评估作价是否公允。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、海旅新消费新业态私募是否已在基金业协会备案，合伙份额持有人是否均已实缴出资

（一）海旅新消费新业态私募备案情况

截至本核查意见出具日，海旅新消费新业态私募已在基金业协会备案，具体情况如下：

项目	内容
基金名称	海南海旅新消费新业态私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）
基金编号	STE900
成立时间	2021-11-30
备案时间	2021-12-06
基金备案阶段	暂行办法实施后成立的基金
基金类型	股权投资基金
注册地	海南省海口市美兰区
币种	人民币现钞
基金管理人名称	海南旅投股权投资基金管理有限公司

（二）海旅新消费新业态私募出资情况

根据《海南海旅新消费新业态私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，合伙人及出资情况如下表所示：

单位：万元

合伙人名称	合伙人性质	认缴出资额	认缴出资比例	首期实缴出资额	实缴出资比例	出资方式
-------	-------	-------	--------	---------	--------	------

海南旅投股权投资基金管理有限公司	普通合伙人	100.00	1.00%	10.00	3.23%	货币
海南旅投	有限合伙人	2,900.00	29.00%	100.00	32.26%	货币
海旅免税	有限合伙人	2,000.00	20.00%	100.00	32.26%	货币
中联投（上海）资产管理有限公司	有限合伙人	5,000.00	50.00%	100.00	32.26%	货币
合计		10,000.00	100.00%	310.00	100.00%	货币

截至本核查意见出具日，上述合伙人均已完成首期实缴出资，出资方式为货币出资。根据合伙协议，有限合伙认缴付首期出资之后，普通合伙人根据后续投资需要（项目通过投资决策委员会决策），向有限合伙人发出要求履行后续出资义务的缴款通知。自收到普通合伙人书面通知之日起10个工作日内，有限合伙人应当首先将其应缴付的出资依据缴款通知书所载明的金额和方式向基金募集结算资金专用账户缴付。截至本核查意见出具日，海旅新消费新业态私募尚未开展实质性业务，普通合伙人未要求有限合伙人后续出资。

二、本次交易对海旅免税所持海旅新消费新业态私募20%份额的作价与海旅免税前次认缴合伙份额时的作价有无差异，本次评估作价是否公允

根据《海南海旅新消费新业态私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，海旅免税作为有限合伙人，首次实缴出资人民币100万元。截至本核查意见出具日，海旅新消费新业态私募尚未对外投资。

根据合伙协议约定，基金按照“先返本后分利”的原则、根据合伙人会议的决议按照财务年度对基金的利润进行分配，基金在每年度结束时可将当年的可分配利润及收回的投资本金通过利润分红或减少出资额等方式在所有合伙人之间按照实缴出资比例进行分配，直至所有合伙人均收回其实缴出资额。在按照上述约定进行分配后，将基金取得的投资净收益中的20%作为业绩报酬向普通合伙人进行分配，将投资净收益的80%在所有合伙人之间按照实缴出资比例进行分配；其中非现金分配标的在视同转换为现金的基础上进行计算。

以海南旅投免税品有限公司可分配金额测算为例，截至评估基准日，海旅新消费新业态私募实收资本310.00万元，账面净资产为312.91万元，扣除各家投入

成本310.00万元后，剩余可分配金额为2.91万元，剩余可分配金额中20%的剩余可分配金额归属于普通合伙人，80%的剩余可分配金额在所有合伙人之间按照实缴出资比例进行分配。具体计算如下：

$$\text{海南旅投免税品有限公司可分配金额} = 100.00 + (312.91 - 310.00) \times 80\% \times 32.26\% = 100.75 \text{ (万元)}$$

参照如上分配方案测算，各合伙人分配情况如下：

序号	合伙人信息	合伙人性质	实缴额 (万元)	实缴比例	分配方案 (万元)
1	中联投（上海）资产管理有限公司	有限合伙人	100.00	32.26%	100.75
2	海南省旅游投资发展有限公司	有限合伙人	100.00	32.26%	100.75
3	海南旅投免税品有限公司	有限合伙人	100.00	32.26%	100.75
4	海南旅投股权投资基金管理有限公司	普通合伙人	10.00	3.23%	10.66
合计			310.00	100.00%	312.91

因此，海旅免税持有的海旅新消费新业态私募份额估值为100.75万元。本次交易对海旅免税所持海旅新消费新业态私募20%份额的作价与海旅免税前次出资缴纳合伙份额时的作价，即人民币100万元无显著差异，本次评估作价公允。

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四节 交易标的情况”之“七、下属公司情况”及“第六节 本次交易标的的评估情况”之“三 收益法评估情况”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、海旅新消费新业态私募已在基金业协会备案，合伙份额持有人已完成首次实缴；

2、本次交易对海旅免税所持海旅新消费新业态私募20%份额的作价与海旅免税前次认缴合伙份额时的作价无显著差异，本次评估作价公允。

问题14

申请文件显示，海旅免税控股的下属公司海南优选跨境电商有限公司域名于2022年10月11日到期。请你公司补充披露：该域名续期办理进展，是否存在实质性障碍，如是，对标的资产生产经营的影响。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、该域名续期办理进展，是否存在实质性障碍，如是，对标的资产生产经营的影响。

截至目前，海南优选跨境电商有限公司已完成注册对所持有域名的续期办理，具体情况如下：

项目	内容
域名	yxkj0898.com
持有人	海南优选跨境电商有限公司
注册日期	2019-10-11
到期日	2023-10-11

二、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四节 交易标的情况”之“四、主要资产权属、对外担保及主要负债情况”之“（一）主要资产权属情况”中更新了域名到期日。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

海旅免税控股的下属公司海南优选跨境电商有限公司域名已完成续期，对标的资产生产经营无重大影响。

问题15

申请文件显示，标的资产注册资本50,000万元，海南省旅游投资发展有限公司已缴付35,735万元出资款。本次交易完成后，由上市公司履行出资义务。请你

公司补充披露：1) 上述安排是否符合公司章程关于实缴出资期限的约定。2) 本次交易评估作价是否考虑标的资产未足额缴纳注册资本的影响，对后续缴纳义务的约定是否有利于保护上市公司的利益。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、关于实缴出资安排符合海旅免税公司章程关于实缴出资期限的约定

海旅免税公司章程中关于注册资本和出资时间的约定如下：“

第八条 公司的注册资本为登记机关登记的股东认缴的注资额。公司的注册资本为人民币50,000万元。

...

第十一条 股东名称、住所及出资方式如下：

股东名称：海南省旅游投资发展有限公司。

股东住所：海南省海口市美兰区国兴大道5号海南大厦42层。

出资方式：货币出资。

出资期限：2040年12月31日。”

综上，关于对海旅免税出资安排符合公司章程关于实缴出资期限的约定。

二、本次交易评估作价是否考虑标的资产未足额缴纳注册资本的影响，对后续缴纳义务的约定是否有利于保护上市公司的利益

2022年12月，海南旅投根据海旅免税生产经营需要向海旅免税实缴注册资本14,265.00万元，截至2022年12月31日，海旅免税的实缴注册资本为50,000.00万元，海南旅投已完成对海旅免税注册资本实缴工作。

本次交易作价的评估基准日为2022年12月31日，标的资产的注册资本已足额缴纳。交易双方已签署《发行股份及支付现金购买资产补充协议（二）》，确认海南旅投已完成目标公司注册资本实缴，上市公司不存在后续缴纳义务。

三、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四节 交易标的情况”之“六、交易标的为企业股权时的相关说明”之“（一）出资合规性与合法存续性情况”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

- 1、海旅免税未实缴出资符合公司章程关于实缴出资期限的约定。
- 2、本次交易作价的评估基准日为2022年12月31日，标的资产的注册资本已足额缴纳，上市公司不存在后续缴纳义务。

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于海南海汽运输集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金一次反馈意见回复之专项核查意见》之签署页）

项目协办人： _____
 吕玮栋 肖恩悦 杨明轩

财务顾问主办人： _____
 田 斌 王 瑀 袁 晨

法定代表人或授权代表： _____
 刘乃生

中信建投证券股份有限公司

2023年4月27日