



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暨关
联交易
申请的审核问询函的回复
(修订稿)

独立财务顾问



二〇二三年八月

上海证券交易所：

海南海汽运输集团股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“海汽集团”）于2023年5月16日收到贵所下发的《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暨关联交易申请的审核问询函》（上证上审（并购重组）[2023]20号）（以下简称“《问询函》”），公司已会同中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）、北京市金杜律师事务所（以下简称“律师”）、中天运会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“标的公司会计师”）、大华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“上市公司会计师”）、中联资产评估集团有限公司（以下简称“评估师”）进行了认真研究和落实，并按照《问询函》的要求对所涉及的问题进行了回复，现回复如下，请予审核。

说明：

1、如无特别说明，本问询函回复中所述的词语或简称与《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，所定义的词语或简称具有相同的含义。

2、本问询函回复所涉数据的尾数差异或不符系四舍五入所致。

本回复的字体：

问询函所列问题	黑体（不加粗）
对问询函所列问题的回复	宋体
对重组报告书的引用	楷体
对重组报告书的修改、补充	楷体（加粗）
对问询函所列问题的回复的修订	楷体（加粗）

目录

一、关于交易方案	5
问题 1.关于审批程序	5
问题 2.关于交易类型	6
问题 3.关于产业政策	8
问题 4.关于大额现金支付	11
二、关于标的公司基本情况	15
问题 5.关于免税行业的企业及竞争情况	15
问题 6.关于标的公司业务资质	33
问题 7.关于子公司	39
问题 7.1	39
问题 7.2	48
问题 8.关于采购	62
三、关于标的公司估值	79
问题 9.关于两次评估差异	79
问题 10.关于本次评估	84
问题 10.1	84
问题 10.2	112
四、关于标的公司财务信息	121
问题 11.关于收入	121
问题 11.1	121
问题 11.2	128
问题 11.3	133
问题 12.关于毛利率与期间费用	154
问题 13.关于资金流压力	166
问题 14.关于应收账款	171
五、关于标的公司合规性问题及其他	176

问题 15.关于使用关联方商标	176
问题 16.关于诉讼	178
问题 17.关于其他	182
问题 17.1	182
问题 17.2	184
问题 17.3	187

一、关于交易方案

问题1. 关于审批程序

重组报告书披露，方案调整后，标的资产交易价格由500,188万元调减至408,038万元；配募金额由不超过18亿元调整至不超过14亿元。

更新的重组报告书披露，调整后的交易方案尚需取得海南省国资委的批复。

请公司披露：海南省国资委关于本次交易方案调整的批复情况。

请律师核查并就海南省国资委的批复是否构成本次交易的前置条件，发表明确意见。

回复：

一、公司披露

（一）海南省国资委关于本次交易方案调整的批复情况

2023年4月27日，上市公司召开第四届董事会第十六次会议，审议通过了本次交易方案调整的相关议案，对本次交易方案的交易作价、股份与现金支付对价、发行数量、业绩承诺与补偿安排、募集配套资金等进行了调整。

2023年5月24日，海南省国资委下发《海南省国有资产监督管理委员会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暨关联交易方案的批复》（琼国资产[2023]46号），对本次交易调整方案批复如下：

“一、同意海南海汽运输集团股份有限公司本次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方案。

二、请国有股东按照证券监管和国有股权管理的有关规定，正确行使股东权利，维护国有权益，促进上市公司健康发展”

综上，本次交易方案的调整已取得海南省国资委的批复。公司已于重组报告书“重大事项提示”之“四、本次交易决策过程和批准情况”之“（一）已经履行的审批程序”以及“第一节 本次交易的概况”之“二、本次交易决策过程和

批准情况”之“（一）已经履行的审批程序”补充披露如下：

“13、2023年5月24日，调整后的交易方案取得海南省国资委的批复。”

（二）海南省国资委的批复构成本次交易的前置条件

根据《上市公司国有股权监督管理办法》（以下简称“36号令”）第六十七条的规定，“国有股东与上市公司进行资产重组方案经上市公司董事会审议通过后，应当在上市公司股东大会召开前获得相应批准。属于本办法第七条规定情形的，由国家出资企业审核批准，其他情形由国有资产监督管理机构审核批准。”

根据36号令第七条的规定，“国家出资企业负责管理以下事项：……（五）国有股东与所控股上市公司进行资产重组，不属于中国证监会规定的重大资产重组范围的事项。”

根据36号令第六条的规定，“上市公司国有股权变动的监督管理由省级以上国有资产监督管理机构负责。”

本次交易达到《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组标准，构成上市公司重大资产重组，因此本次交易应由海南省国资委审核批准，海南省国资委的批复构成本次交易的前置条件。

综上，海南省国资委的批复构成本次交易的前置条件，本次交易方案及本次交易方案的调整已取得海南省国资委的批复。

二、中介机构核查意见

经核查，律师认为：

海南省国资委的批复构成本次交易的前置条件，本次交易方案及本次交易方案的调整已取得海南省国资委的批复。

问题2. 关于交易类型

重组报告书披露，2020年8月海南旅投成为上市公司间接控股股东。本次交易海南旅投拟将其持有的海旅免税100%股权注入上市公司，标的公司相关指标占

上市公司相应指标的比例超过100%。

请公司披露：2020年8月，海南旅投成为上市公司间接控股股东，是否属于国有资产监督管理的整体性调整，并经国务院国有资产监督管理机构或者省级人民政府按照相关程序决策通过。如是，请提供相关有关决策或披露文件；如否，结合海南旅投36个月内变更为上市公司间接控股股东事项，分析本次交易是否构成重组上市，并说明依据。

请律师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

2020年8月4日，公司控股股东海汽控股的股东由海南省国资委变更为海南旅投。海南旅投成为上市公司间接控股股东。上述股权变更系根据海南省人民政府批复所进行的国有资产监督管理的整体性调整。公司已在重组报告书“第二节 上市公司基本情况”之“三、最近三十六个月内控制权变动情况”补充披露如下：

“2020年3月，海南省人民政府下发《关于组建海南省旅游投资发展有限公司的批复》（琼府函[2020]26号），原则同意《海南省旅游投资发展有限公司组建方案》，海南省政府主导将海南海汽投资控股有限公司等整体注入海南省旅游投资发展有限公司。

本次股权调整系海南省人民政府为贯彻落实习近平总书记《在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上的讲话》和《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》（中发[2018]12号）精神，通过对省内旅游业务相关资产重组进而打造海南旅游产业龙头企业所做出的整体性调整，属于《〈首次公开发行股票注册管理办法〉第十二条、第十三条、第三十一条、第四十四条、第四十五条和〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第57号——招股说明书〉第七条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第17号》要求的“有关国有股权无偿划转或者重组等属于国有资产监督管理的整体性调整，经国务院国有资产监督管理机构或者省级人民政府按照相关程序决策通过，且发行人能够

提供有关决策或者批复文件”的情形，不构成重组上市。”

二、中介机构核查意见

经核查，律师认为：

海南旅投成为上市公司间接控股股东属于国有资产监督管理的整体性调整，并经省级人民政府按照相关程序决策通过，本次交易不构成重组上市。

问题3. 关于产业政策

重组报告书披露，标的公司持有海旅新消费新业态私募20%股权，认缴出资额2,900万元，实缴100万元。

请公司说明：（1）海旅免税作为有限合伙人出资参与关联方海南旅投股权投资基金管理有限公司管理的私募基金的原因；该基金的投资范围、投资进展；（2）剩余出资额的预计缴纳时间，需要履行的程序；（3）本次交易将相关私募基金股权置入上市公司的合规性。

请律师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）海旅免税作为有限合伙人出资参与关联方海南旅投股权投资基金管理有限公司管理的私募基金的原因；该基金的投资范围、投资进展

1、出资原因

海南旅投定位为海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营商，专注于旅游业全产业链的投资开发和旅游消费全要素整合，是省内旅游龙头企业，海旅免税参与投资海南旅投全资子公司即海南旅投股权投资基金管理有限公司（以下简称“海旅基金管理公司”）管理的私募基金海旅新消费新业态私募，目的系与海旅免税共同为旅游产业链的进一步拓展和整合提供包括资金、渠道、业务、品牌、资本运作等全方位的支持。

2、基金的投资范围、投资进展

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》（以下简称“《合伙协议》”），海旅新消费新业态私募投资范围为：重点投资于旅游免税消费领域，离岛免税、自用品免税，跨境电商及产业链上下游及各环节的“新平台、新消费、新业态”；文旅产业，海洋旅游、通航旅游、旅游科技、旅游康养、文体娱乐与优质景区。

截至本回复出具日，海旅新消费新业态私募尚未对外投资，目前暂不存在拟投资的计划。

（二）剩余出资额的预计缴纳时间，需要履行的程序

1、剩余出资额的预计缴纳时间

根据《合伙协议》约定：“有限合伙人缴付首期出资之后，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十（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”。

截至本回复出具日，海旅新消费新业态私募目前暂不存在拟投资的计划，因此尚不存在明确的预计缴纳时间。待后续有投资需要且项目通过投资委员会决策后，海旅基金管理公司将按照《合伙协议》约定向有限合伙人发出要求履行后续出资义务的缴款通知，由各位有限合伙人缴纳出资款项。

2、剩余出资需履行的程序

根据《海南省旅游投资发展有限公司章程》，董事会对省国资委负责，是公司的经营决策主体，有权决定公司主业范围内的投资事项以及与投资相关的融资事项。

根据《海南旅投免税品有限公司章程》，董事会负责制订公司的投资方案，并报股东审批，由股东最终决定投资计划。

2021年9月30日，海旅免税召开董事会，审议通过《关于对海南自贸港免税供应链投资基金进行投资的议案》，同意海旅免税与海南旅投及其他投资方联合发起设立海南自贸港免税供应链投资基金（暂定名），海旅免税作为有限合伙人认缴出资2,000万元。

2021年10月9日，海南旅投召开董事会，审议通过《关于对海南自贸港免税供应链投资基金进行投资的议案》，同意海旅免税作为有限合伙人认缴海南自贸港免税供应链投资基金出资2,000万元。海旅免税及海南旅投做出决议时，海旅新消费新业态私募尚未设立，海南自贸港免税供应链投资基金为海旅新消费新业态私募暂定名，海南旅投已就海旅新消费新业态私募的投资方案向海南省国资委备案。

综上，海旅免税就其作为有限合伙人对海旅新消费新业态私募认缴出资2,000万元已履行相应的内部决策程序，就其实缴剩余1,900万元的出资额，海旅免税无需再履行其他内部决策程序。

（三）本次交易将相关私募基金股权置入上市公司的合规性

本次交易将相关私募基金份额置入上市公司具备合规性，具体如下：

1、海旅新消费新业态私募已在中国证券投资基金业协会登记，基金编号为：STE900。海旅基金管理公司担任本私募基金管理人，已在中国证券投资基金业协会登记，管理人登记编码：P1071599。

2、海旅免税作为海旅新消费新业态私募的有限合伙人，具备对外投资的主体资格，净资产不低于1,000万元，具备相应的风险识别能力和风险承担能力，系符合《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条认定标准的合格投资者，具备参与投资基金的主体资格。

3、根据海旅基金管理公司及海旅免税出具的说明，海旅免税的资金来源为自有资金，不存在汇集其他投资者资金用于投资的情况，海旅基金管理公司也未向不特定对象宣传推介，未违反《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金募集行为管理办法》等相关法律法规在投资者资金来源方面的规定。

4、根据《合伙协议》，海旅免税系海旅新消费新业态私募的有限合伙人，因此将相关私募基金份额置入上市公司未违反《中华人民共和国合伙企业法》第三条中上市公司不得作为普通合伙人的要求。

5、《上市公司证券发行注册管理办法》规定：“上市公司发行股票，募集资金使用应当符合下列规定：……（二）除金融类企业外，本次募集资金使用不得为持有财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。”

《监管规则适用指引——上市类第1号》规定：“对上市公司募集资金投资产业基金以及其他类似基金或产品的，如同时属于以下情形的，应当认定为财务性投资：

（一）上市公司为有限合伙人或其投资身份类似于有限合伙人，不具有该基金（产品）的实际管理权或控制权；

（二）上市公司以获取该基金（产品）或其投资项目的投资收益为主要目的。”

设立海旅新消费新业态私募的目的主要是为了进一步拓展和整合产业链，并非以投资收益为主要目的，因此不属于财务性投资，未违反《上市公司证券发行注册管理办法》的规定。

综上，本次交易将相关私募基金份额置入上市公司不违反《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金募集行为管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》的相关规定，且不违反《合伙企业法》关于上市公司不得成为普通合伙人的规定。

二、中介机构核查意见

经核查，律师认为：本次交易将相关私募基金份额置入上市公司不违反《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金募集行为管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》的相关规定，且不违反《合伙企业法》关于上市公司不得成为普通合伙人的规定。

问题4. 关于大额现金支付

重组报告书显示，（1）本次交易作价408,038万元，其中61,205.7万元以现金支付；（2）本次交易为关联交易。标的公司设立于2020年，2021年亏损，2022年盈利；（3）标的公司资产负债率超过80%，上市公司资产负债率超过50%；截至2022年12月31日，上市公司货币资金37,125.59万元，未使用银行授信余额1亿元；（4）如募集资金失败，公司将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。

请公司说明：（1）在上市公司货币资金不足以支付现金对价的基础上，交

易方案中设计61,205.7万元现金支付对价的合理性；（2）如募集资金失败，量化分析本次交易对上市公司资产负债率、财务费用等财务数据的影响；结合标的公司未来的经营规划，分析前述资金的流出对标的公司经营的具体影响。

请会计师和评估师核查（2）并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）在上市公司货币资金不足以支付现金对价的基础上，交易方案中设计**61,205.7万元**现金支付对价的合理性

1、本次交易拟以募集资金支付现金对价

上市公司拟向不超过35名符合条件的特定对象发行股票募集配套资金，本次交易拟募集配套资金总额不超过140,000.00万元，本次募集配套资金中61,205.70万元用于支付本次交易的现金对价。

2、交易方案兼顾交易各方的利益诉求

本次交易方案的设计兼顾了多方的诉求，有利于实现多方共赢：（1）有利于提升上市公司质量，促进其转型升级；（2）有利于标的公司借助资本市场增强市场影响力和多元化融资能力，提升核心竞争力；（3）增强了广大投资者对上市公司未来发展的信心；（4）交易对方海南旅投系海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营商，专注于旅游业全产业链的投资开发和旅游消费全要素整合，具有现金投资开发旅游产业的需求。

为兼顾各方利益，经交易各方友好协商，拟由上市公司以现金方式支付总交易对价的15%，即61,205.70万元。

3、若募集资金失败，上市公司能够筹集现金对价所需资金

根据上市公司备考资产负债表，截至**2023年5月31日**，上市公司拥有的货币资金余额**32,123.27**万元。上市公司信用记录良好，银行融资渠道畅通，截至本回复出具日，上市公司剩余可使用银行综合授信额度约为41,910.00万元，若募集配套资金不足，公司可利用剩余授信额度、并购贷款等方式解决本次交易现金支

付的资金需求；上市公司具有场站、建筑、土地等资产，亦可通过抵押贷款等方式筹集资金。另外，2023年开始上市公司将陆续收到海口汽车南站征收补偿款，其中2023年可收到征收补偿款5,692.00万元；2024年可收到征收补偿款4,267.00万元。如上述方式仍不能解决资金需求，可由海汽控股等关联方提供委托贷款。

综上，上市公司以61,205.70万元现金支付总交易对价15%，系兼顾各方利益后友好协商结果，在已有货币资金不足以支付现金对价的基础上，若本次募集资金失败，上市公司将通过自筹方式筹集现金并支付对价。

（二）如募集资金失败，量化分析本次交易对上市公司资产负债率、财务费用等财务数据的影响；结合标的公司未来的经营规划，分析前述资金的流出对标的公司经营的具体影响

（1）对资产负债率的影响

根据大华核字[2023]0013719号备考财务报表，假设本次重大资产重组事项已于2021年12月31日实施完成，则**2023年5月31日**，上市公司资产负债率情况如下表所示：

项目	上市公司	标的公司	备考报表	备考报表 (足额募集)
资产负债率	55.78%	78.72%	81.22%	59.66%

由于标的公司负债规模较大，因此本次重组完成后，资产负债率有所上升。本次重组系同一控制下企业合并，在合并中取得的净资产账面价值与支付的合并对价账面价值的差额调整资本公积和留存收益，在合并报表中的被合并方各项资产和负债按照账面价值进行列报，相较于非同一控制下企业合并支付的合并对价超过被合并方所对应的可辨认资产和负债的公允价值的金额计入合并报表的商誉，资产负债率较高。根据上市公司备考财务报表，截至**2023年5月31日**，公司资产负债率为**81.22%**（备考财务报表中已将本次交易的现金对价列报为其他应付款）。假设配套资金足额募集，截至**2023年5月31日**的备考合并资产负债率预计进一步下降到**59.66%**，显著低于标的公司及备考财务报表资产负债率，有助于上市公司、标的公司增强现金储备，保障上市公司流动性。

（2）对财务费用的影响

上市公司如采用自筹资金支付现金对价，将增加一定的财务费用。假定上市公司通过债务融资61,205.70万元支付现金对价，按照公司2023年银行贷款平均利率3.54%测算，每年增加的财务费用约2,166.68万元。

根据本次重组进展，预计将于今年年底前完成交割，于明年初进行现金对价的支付，若本次募集配套资金失败，公司拟通过并购贷款、抵押贷款等方式筹集资金，相关财务费用预计发生于2024年度。根据《资产评估报告》中盈利预测数据，标的公司2024年度预计净利润32,630.88万元，本次重组完成后，上市公司归属于母公司所有者的净利润将有所提升。如募集资金失败或不足，上市公司将使用自有资金或自筹资金支付或补足现金对价，对上市公司经营及财务状况预计不构成重大不利影响。

2、前述资金的流出对标的公司经营活动的具体影响

标的公司预测期主要资金需求包括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等。经营活动的资金来源主要为经营积累及自身通过银行借款融资，前述资金的流出不会对标的公司经营活动造成重大不利影响，具体分析如下：

（1）标的公司经营活动产生的现金流量情况逐渐改善

报告期内，标的公司经营活动产生的现金流量情况如下：

单位：万元

项目/年度	2023年1-5月	2022年度	2021年度
经营活动现金流入小计	225,421.39	364,333.80	244,624.23
经营活动现金流出小计	194,158.66	365,985.26	343,868.70
经营活动产生的现金流量净额	31,262.73	-1,651.47	-99,244.47

报告期内，标的公司经营活动产生的现金流量净额分别为-99,244.47万元、-1,651.47万元和**31,262.73万元**，经营活动产生的现金流量情况逐渐改善。随着标的公司采购和销售回款的情况趋于稳定及销售规模的逐步扩大，标的公司盈利能力和经营现金流逐步改善和增强，为标的公司的持续经营提供了有力保障。

（2）标的公司银行融资渠道畅通

标的公司具有良好的信用记录，银行融资渠道畅通，截至2023年7月31日标

的公司剩余可使用银行综合授信额度为**321,520.00**万元，上述银行综合授信额度可填补标的公司资金紧张时的资金缺口。此外，海南旅投在本次重组完成后将继续为标的公司提供融资支持。

综上，随着标的公司盈利能力改善，经营现金流增强，为标的公司的持续经营提供了有力保障；同时标的公司银行融资渠道畅通，银行综合授信额度可填补标的公司资金紧张时的资金缺口。标的公司的经营现金流和银行贷款可以满足标的公司运营和发展，前述资金的流出不会对标的公司经营活动造成重大不利影响。

二、中介机构核查意见

（一）会计师核查意见

经核查，上市公司会计师认为：

上市公司量化分析了如募集资金失败，本次交易对上市公司资产负债率、财务费用等财务数据的影响。相关分析具有合理性。

（二）评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合标的公司未来的经营规划，分析了标的公司的资金来源为经营积累及自身通过银行借款融资，认为前述资金的流出不会对标的公司经营活动造成不利影响。相关分析具有合理性。

二、关于标的公司基本情况

问题5. 关于免税行业的企业及竞争情况

公开资料显示，免税店主要包括口岸免税店、市内免税店和离岛免税店。

重组报告书显示，（1）标的公司从事离岛免税店业务，拥有海旅免税城1家免税店；（2）截止目前，共计7家经营主体取得海南离岛免税牌照，主要包括：中国中免、海南免税（被中国中免收购）、海旅免税、海控全球精品免税、中服

免税、深圳免税、王府井；（3）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，根据其年报及海口海关统计数据，2022年中国中免的三亚国际免税城市场占有率为62.09%。海旅免税的免税业务经营面积近5万平方米，2021年度和2022年度市场占有率分别为3.58%和7.84%；（4）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。

根据重组报告书及公开资料，（1）自2020年7月1日起，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；（2）国务院办公厅于2022年4月发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出将进一步完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。

请公司说明：（1）海南现存7家免税运营商的主要原因；未来新增免税品业务经营资格的可能性及影响；（2）表格列示三类免税店的数量及地区分布情况，7家免税运营商的免税店类型、数量、地区覆盖、线上线下免税业务覆盖、收入规模等情况对比分析；海旅免税与其他6大免税运营商、其他离岛免税店相比的竞争优势；（3）免税行业整体的市场规模，离岛免税的占比；海旅免税市场占有率的计算依据；其他离岛免税店的市场占有率情况；（4）各类型免税店之间的竞争关系，其他类型免税店的发展对离岛免税店经营的影响，并提供相关数据支持；（5）免税行业线上业务发展情况，对标的公司经营业绩的影响；（6）标的公司仅有1家免税店的原因；华庭项目是否从事免税品业务。如是，是否取得相关的特许经营权；如否，扩大非免税业务的主要考虑以及对标的公司未来毛利率的影响；（7）海南岛全岛封关运作、简并税制对标的公司经营的影响分析；（8）结合（1）-（7），说明评估预测对上述情况的考虑。

请评估师对（8）核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）海南现存7家免税运营商的主要原因；未来新增免税品业务经营资格

的可能性及影响

截至目前离岛免税运营商相对较少，主要是因为国家对免税店实行特许经营，国家统筹安排免税店的布局和建设；离岛免税店设立，需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。截至目前，包括被中国中免收购的海南免税共计 7 家经营主体取得海南离岛免税牌照，分别为中国中免、海南免税（被中国中免收购）、海旅免税、海控全球精品免税、中服免税、深圳免税、王府井。

由于免税行业不仅关系到国家的税收政策，也与国内零售市场存在竞争，离岛免税行业维持特许经营下的有限竞争。《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》（以下简称“《离岛免税店暂行办法》”）明确提出“国家统筹安排海南离岛免税店的布局和建设。离岛免税店的布局选址应符合海南国际旅游岛建设总体规划，满足节约资源、保护环境、有序竞争、避免浪费、便于监管的要求，由海南省人民政府提出意见，送财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，报国务院批准。”

但在促进消费回流长期战略目标下，相关政策在推动做大国内免税市场规模的同时，为激发海南免税市场活力，提升国内免税经营主体国际竞争力，不排除引入新的市场参与者参与适度竞争。免税业务经营除牌照这一门槛外，供应链建设、运营能力等在未来竞争环境将愈发重要，海旅免税凭借其丰富的离岛免税店运营经营经验、愈发完善的供应链体系，有望获得更大的发展。另外，如有新参与者加入虽会加剧行业竞争，但同时也有望带来企业群聚效应，优化游客购物体验，增强对游客的吸引力，有利于进一步做大免税市场规模。

（二）表格列示三类免税店的数量及地区分布情况，7家免税运营商的免税店类型、数量、地区覆盖、线上线下免税业务覆盖、收入规模等情况对比分析；海旅免税与其他6大免税运营商、其他离岛免税店相比的竞争优劣势

1、三类免税店的数量及地区分布情况，7家免税运营商的免税店类型、数量、地区覆盖、线上线下免税业务覆盖、收入规模等情况对比分析

（1）三类免税店的数量及地区分布情况

免税店主要包括口岸免税店、市内免税店和离岛免税店，其数量及地区分布情况如下：

项目	数量	地区分布	
		省份	城市
口岸免税店	194 家	主要分布在广东、黑龙江、新疆、云南、江苏、山东、广西、内蒙古、福建、吉林、辽宁、天津、上海等省份或直辖市	主要分布在深圳、珠海、天津、牡丹江、上海、威海、澳门、北京、成都、大连、广州、黑河、红河、霍尔、临沧、南昌、西安、烟台等城市
市内免税店	18 家	主要分布在山东、辽宁、黑龙江、北京、上海、重庆等省份或直辖市	主要分别在青岛、大连、哈尔滨、北京、上海、重庆等城市
离岛免税店	12 家	海南省	三亚、海口、琼海、万宁

注：数据来源系根据公开资料整理。

(2) 7 家离岛免税运营商的免税店对比分析

项目	免税店类型	离岛免税店数量	地区覆盖	线上线下载免税业务覆盖
中国中免	口岸免税 市内免税 离岛免税	3 家	三亚 海口	线上线下载
海南免税	离岛免税	4 家	海口 琼海	线上线下载
海旅免税	离岛免税	1 家	三亚	线上线下载
海控全球精品免税	离岛免税	1 家	海口	线上线下载
中服免税	口岸免税 市内免税 离岛免税	1 家	三亚	线上线下载
深圳免税	口岸免税 离岛免税	1 家	海口	线上线下载
王府井	口岸免税 市内免税 离岛免税	1 家	万宁	线上线下载

2022年，免税运营商离岛免税销售金额如下：

单位：亿元

项目	离岛免税销售金额
公司 A	273
海旅免税	29
公司 B	27

项目	离岛免税销售金额
公司 C	7
公司 D	12
合计	348

注1：海南免税与中国中免合并计算。

注2：王府井的离岛免税店于2023年1月开业，2022年离岛免税销售金额为0。

2、海旅免税与其他6大免税运营商、其他离岛免税店相比的竞争优势

与其他 6 大免税运营商、其他离岛免税店相比，海旅免税的竞争优势主要为：

（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，线下门店整体经营面积达 9.5 万平方米，免税业务经营面积近 5 万平方米，单店经营面积排名处于行业前列。自海旅免税城 2020 年 12 月开业以来，市场占有率不断提升，其 2021 年度、2022 年度和 2023 年 1-5 月市场占有率分别为 3.58%、7.84% 和 7.97%，在海南离岛免税领域处于行业前列。

（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，海旅免税积极把握行业发展趋势，持续丰富品牌数量，引进品牌数量从开业初的近 350 个提升至 2023 年 6 月末的 1,033 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 6 月末，海旅免税深耕香化品类，线上香化品牌数量达 159 个；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。

与其他 6 大免税运营商、其他离岛免税店相比，海旅免税的竞争劣势主要为：

（1）经营区域具有局限性

相比于中国中免、中服免税、深圳免税、王府井等全免税牌照或者多免税牌照的免税经营主体，海旅免税仅限于在海南省范围内经营离岛免税业务，经营区域具有局限性。

（2）成立时间较短，规模相对较小

海旅免税于 2020 年 7 月成立，成立时间较短，离岛免税业务市场占有率从 2021 年度的 3.58% 提升至 **2023 年 1-5 月的 7.97%**，在海南离岛免税领域处于行业前列。但是公司在总体营收规模上与行业龙头相比仍具有较大差距。

（3）产品结构有待进一步优化

在开业初期，海旅免税采取差异化发展策略，深耕香化品类，并通过香化商品引流，带动其他品类商品销售额的增长。因此，海旅免税香化类商品占比较高，精品占比略超 10%，与其他免税店，如中国中免相比，海旅免税精品占比较低，产品结构有待进一步优化。

（4）融资渠道单一

与其他已上市免税经营主体相比，目前海旅免税融资渠道主要是银行贷款，融资渠道相对单一。为进一步巩固市场地位并扩大竞争优势，公司亟需拓展融资渠道，增强资本实力，促进公司良性发展。

(三) 免税行业整体的市场规模，离岛免税的占比；海旅免税市场占有率的计算依据；其他离岛免税店的市场占有率情况

1、免税行业整体的市场规模，离岛免税的占比

结合弗若斯特沙利文研究报告，2021 年免税行业整体的市场规模为 524 亿元，其中离岛免税购物金额为 495 亿元，占比为 94.47%。

2、海旅免税市场占有率的计算依据

海旅免税离岛免税业务 2021 年度、2022 年度和 2023 年 1-5 月市场占有率分别为 3.58%、7.84% 和 7.97%，计算依据为海旅免税离岛免税业务收入占当年度海南省离岛免税购物金额的比例，具体测算如下：

单位：亿元

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-5 月
海旅免税离岛免税收入	17.69	27.36	19.13
离岛免税购物金额	494.70	348.99	240.11
市场占有率	3.58%	7.84%	7.97%

注：2021年和2022年离岛免税购物金额数据来源为海口海关发布的离岛免税购物金额数据。

3、其他离岛免税店的市场占有率情况

2022 年，海旅免税离岛免税业务与其他离岛免税公司的市场占有率情况如下：

项目	离岛免税市场占有率
公司 A	78.45%
海旅免税	7.84% ^{注 1}
公司 B	7.76%
公司 C	2.01%
公司 D	3.45%
合计	100.00%

注1：其他离岛免税公司的市场占有率为离岛免税销售金额/海南省离岛免税购物金额，海旅免税的市场占有率为离岛免税业务收入/海南省离岛免税购物金额。按销售金额计算，海旅免税离岛免税业务的市场占有率为8.33%。

(四) 各类型免税店之间的竞争关系，其他类型免税店的发展对离岛免税

店经营的影响，并提供相关数据支持

免税品销售渠道主要为口岸免税店、市内免税店和离岛免税店。口岸免税、市内免税和离岛免税均处于旅游零售行业，存在一定的竞争关系，但由于口岸免税店、市内免税店和离岛免税店在销售场所、销售对象、销售限额等存在差异，口岸免税店和市内免税店与离岛免税店的竞争关系较弱。

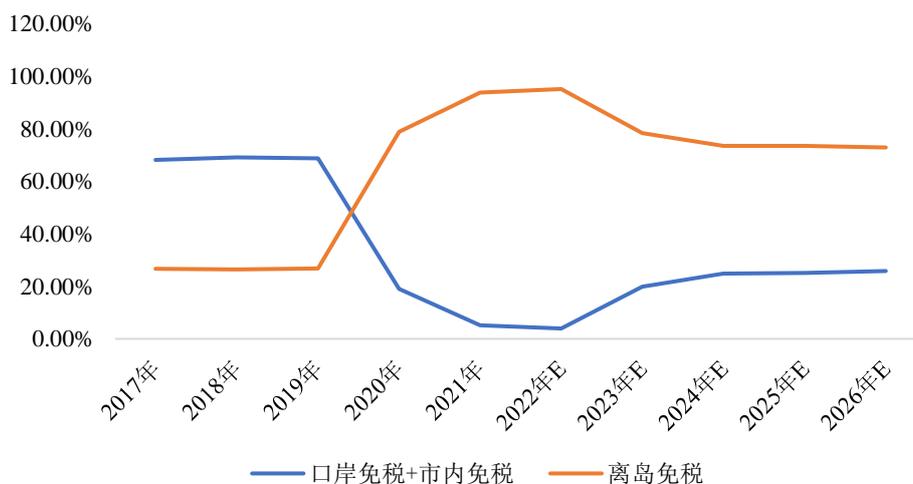
免税品三大主要销售渠道对比如下：

项目	口岸免税店	市内免税店	离岛免税店
主要适用规则	《口岸出境免税店管理暂行办法》、《口岸进境免税店管理暂行办法》	《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》	《离岛免税店暂行办法》
销售场所	口岸免税商店所在的口岸年进出境人员应当不少于5万人次，口岸免税商店的销售场所应当设在口岸隔离区内。	市内免税商店的销售提货点应当设在口岸出境隔离区内。	离岛免税店设立在海南省，离岛店的布局选址由海南省提出，送财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，报国务院批准。
销售对象	限于已办结出境手续、即将前往境外的人员，以及尚未办理进境手续的人员	限于即将出境的境外人员，免税商店凭其出境有效证件及机（船、车）票销售免税品	年满16周岁的离岛不离境的国内外旅客
商品品种	遵守各自适用的品种目录及限购数量		
销售限额	在维持居民旅客进境物品5,000元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过8,000元人民币。	5,000元人民币	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。

从我国免税品市场规模来看，口岸免税由于政策起步早，2020年以前处于主导地位；2020年受重大公共卫生事件及离岛免税政策刺激的影响，海南离岛免税规模在国内免税行业占据主导地位，未来随着出境游的逐步恢复以及市内免税政策的逐步放开，口岸和市内免税规模比重有望提升。

口岸免税和市内免税的市场占有率与离岛免税的市场占有率比较如下：

口岸免税、市内免税和离岛免税市场占有率



数据来源：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。

（五）免税行业线上业务发展情况，对标的公司经营业绩的影响

为进一步支持离岛免税销售，2020年5月，海南省商务厅发布《关于促进商业发展推动消费扩容提质的措施》，引导免税店经营企业增加商品种类和品牌数量，探索灵活购物提货方式，加快落地离岛免税购物新政策，提高免税购物额度。

2020年6月29日，财政部、海关总署、国家税务总局联合发布的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，指出离岛免税政策的销售渠道包括海南省离岛免税商店和经批准的线上购物窗口。2021年2月2日，财政部、海关总署、国家税务总局联合发布的《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。

免税行业线上业务发展有助于标的公司提高经营业绩。海旅免税城线上官方商店于2021年1月25日正式上线运营，2021年、2022年和2023年1-5月，标的公司的线上免税业务收入分别为35,800.41万元、95,346.51万元和66,403.27万元，占免税业务收入的比例分别为20.24%、34.85%和34.70%，对标的公司免税业务的业绩贡献不断提升。

（六）标的公司仅有1家免税店的原因；华庭项目是否从事免税品业务。如是，是否取得相关的特许经营权；如否，扩大非免税业务的主要考虑以及对标

的公司未来毛利率的影响

1、标的公司仅有1家免税店的原因

国家对免税店实行特许经营，统筹安排免税店的布局和建设，对于离岛免税经营资质及免税店的设立审批较为严格。离岛免税店的设立，需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。

标的公司成立于2020年7月，于2020年12月取得免税店开业经营的批准，离岛免税店的设立审批较为严格、程序较为繁琐，标的公司成立时间较短，因此，成立至今仅经营1家免税店。

2、扩大非免税业务的主要考虑以及对标的公司未来毛利率的影响

华庭项目不从事免税品业务，无需取得相关的特许经营权。

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，标的公司积极推进华庭项目，不断丰富商品的种类和品牌，促进标的公司未来成为“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动的旅游零售商，不断提高标的公司的竞争力。

华庭项目的经营性资产评估值为42,161.30万元，占标的公司经营性资产评估值的比例为7.95%。具体测算如下：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
净利润	-4,646.29	-702.08	5,209.91	6,888.57	8,730.96	8,730.96
折旧摊销等	1,184.23	2,838.15	2,838.15	2,838.15	2,838.15	2,838.15
追加资本	14,579.12	4,463.96	3,562.38	2,840.70	2,785.60	2,838.15
净现金流量	-18,041.17	-2,327.89	4,485.68	6,886.02	8,783.51	8,730.96
折现率	11.12%	11.32%	11.32%	11.32%	11.32%	11.32%
现值	-17,114.83	-1,983.85	3,434.09	4,735.77	5,426.60	47,663.51
经营性资产评估值						42,161.30

华庭项目的收入主要为联营收入和固定租赁收入，采用净额法核算，故华庭项目毛利率较高。预测期，华庭项目毛利率与标的公司综合毛利率比较如下：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
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%
扣除华庭项目 后综合毛利率	20.63%	20.85%	20.93%	21.00%	21.07%	21.07%

通过上表可知，2023年华庭项目的毛利率低于综合毛利率，主要原因是其预计2023年8月开业，生产负荷按照70%估算，同时考虑3个月的筹备期，故毛利率较低。除2023年外，华庭项目的毛利率均高于标的公司综合毛利率，有利于提升标的公司未来毛利率水平。

预测期，华庭项目的毛利率、收入占比、毛利率贡献如下表所示：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
毛利率	15.53%	55.94%	71.77%	74.26%	75.87%	75.87%
收入占比	0.73%	2.01%	2.63%	2.54%	2.49%	2.49%
毛利率贡献	0.11%	1.12%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%

预测期，标的公司的综合毛利率由20.59%增长至22.43%，增长1.84个百分点，其中华庭项目的毛利率贡献增长1.78个百分点。华庭项目的毛利率贡献具有合理性，具体分析如下：

1、毛利率

2023年-2025年，华庭项目毛利率分别为15.53%、55.94%和71.77%，2024年和2025年华庭项目毛利率分别同比增长40.41个百分点和15.84个百分点，主要原因系华庭项目预计于2023年8月开业，2023年和2024年华庭项目生产负荷按照70%估算，同时2023年考虑3个月筹备期的成本，故毛利率相对较低。

2025年-2027年，华庭项目毛利率分别为71.77%、74.26%和75.87%，2026年和2027年华庭项目毛利率分别同比增长2.49个百分点和1.60个百分点，主要原因系华庭项目成本中物业成本及水电费等相对固定，成本增速略低于收入增速。

华庭项目毛利率较高主要原因系收入中联营有税部分和收取固定租金部分，采用净额法核算，收入确认政策与可比公司一致。具体比较如下：

公司	收入确认政策
百联股份	联销收入采用净额法核算
王府井	联营模式按净额法确认收入
标的公司	联营业务按净额法确认收入

2025 年-2027 年华庭项目毛利率与可比公司百联股份奥特莱斯业务毛利率不存在显著差异，具有合理性。具体比较如下：

项目	2021 年		2022 年		预测期
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	
华庭项目	-	-	-	-	15.53%-75.87%
百联股份—奥特莱斯业务	-	76.75%	-	72.17%	-

(1) 华庭项目与百联股份奥特莱斯具有可比性

华庭项目与百联股份奥特莱斯在商场定位、品牌结构、消费群体等方面具有可比性，具体比较如下：

项目	华庭项目	百联股份奥特莱斯
商场定位	以轻松式购物环境为特色，集餐饮、休闲娱乐业态组合为一体的沉浸式商业广场	集零售、餐饮、娱乐、休闲、旅游多位一体的大容量多功能的品牌直销购物广场和时尚生活体验中心
品牌结构	以奥特莱斯业态为主体，集合国际、国内知名品牌	销售国际、国内著名品牌折扣服饰为主
消费群体	岛内居民和岛外游客，主要定位的是中国庞大的 Y 世代（1980 年至 1995 年出生的人）及 Z 世代（1995 年至 2010 年出生的人）客户群，其中，Y 世代是旅游零售市场的主要消费群体，Z 时代逐步成为消费“主力军”	经营的奥特莱斯广场位于上海、南京、无锡、杭州、济南、青岛、武汉和长沙，主要为发达城市，消费能力较强

综上，华庭项目与百联股份奥特莱斯在商场定位和品牌结构上相似，目标消费群体均为有定期消费需求、一定消费能力以及较高消费审美的人群，具有可比性。

(2) 标的公司招商采购团队经验丰富，同时标的公司供应链管理优势及积累的供应商渠道，可有效保证华庭项目品类扩充

标的公司招商采购团队经验丰富，国际、国内供应商渠道丰富。标的公司在历史期经营过程中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。供应链管理优势能够保障华庭项目的顺利运营。

此外，标的公司在经营过程中也积累了多家供应商渠道，能够为华庭项目提供极为丰富的商品种类，囊括香化、服饰、配饰、箱包、电子等，可以有效满足不同性别、不同年龄、不同偏好的消费者需求。

截至本回复出具日，华庭项目已招商面积占出租面积的比例约 90%，品类包括服饰、配饰、箱包、电子等品类。

综上，华庭项目与百联股份奥特莱斯可比，结合标的公司经验丰富的招商采购团队及供应链管理优势等，2025 年-2027 年华庭项目毛利率与百联股份奥特莱斯业务毛利率不存在显著差异具有合理性。

2、收入

2023 年-2027 年，华庭项目收入分别为 3,696.00 万元、12,294.10 万元、19,500.00 万元、21,678.00 万元和 24,125.00 万元，收入占比分别为 0.73%、2.01%、2.63%、2.54%和 2.49%。华庭项目收入预测具有合理性，具体分析如下：

(1) 华庭项目与海旅免税城品类互补，区位接近，可互相引流促进发展

华庭项目与海旅免税城商场定位互补，品牌存在差异，作为现有免税业务的补充，增加客户粘性。华庭项目与海旅免税城距离不超过一公里，区位接近，标的公司将通过向海旅免税城进店客人及线上客人发放华庭项目优惠券、海旅免税城与华庭项目间开通接送班车等方式联动运营，将海旅免税城丰富的会员和客流资源与华庭项目进行对接，实现华庭项目的快速引流和导流。

(2) 标的公司运营管理团队经验丰富，可为华庭项目未来增长提供有力保障

标的公司拥有专业高效的免税运营管理团队，积累了强大的运营经验。海旅免税城目前经营面积 9.5 万平方米，累计引进、经营 1,000 多个国际知名品牌，是集免税购物、有税购物、餐饮娱乐于一体的高端旅游零售综合体。海旅

免税城于2020年12月30日开业，2021年营业收入迅速突破20亿，2022年即实现盈利，已经发展成为海南离岛免税行业排名前列的运营商。华庭项目预计2023年9月底至10月上旬开业，参考海旅免税城的运营情况，具有合理性。

(3) 华庭项目的收入预测具有合理性

预测期，华庭项目的进店客流人次增长，消费率、人均消费及扣点率的设定具有合理性，详见本问询回复“问题10.2”之“一、公司说明”之“（二）结合同类项目可比数据、跟海旅免税城客户群体的差异等，说明华庭项目进店客流人次大幅增长的合理性；结合可比案例等，说明消费率设定的合理性；人均消费、折扣率的设定依据”。

综上，预测期华庭项目的毛利率贡献具有合理性，标的公司综合毛利率增长1.84个百分点具有合理性。

(七) 海南岛全岛封关运作、简并税制对标的公司经营的影响分析

1、离岛免税政策作为承接海外消费回流的重要政策，具有长期性

我国长期处于旅游贸易顺差，大量消费出境游和代购流至海外，在香化、奢侈品等消费领域高度依赖海外产品和商业业态。近年来，我国消费升级带来的需求快速发展，2018年中国旅客海外销售额达到2,773亿美元，位居世界第一。

2016年3月发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》中明确指出，积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心。

自2020年5月14日“国内国际双循环相互促进”提出以来，消费内循环在国家领导人的多次讲话/工信部的政策中被反复提及。2020年7月，中央政治局会议再次明确了“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的“双循环”思路。“双循环”经济思路下，引导消费回流，挖掘内需成为当前重要目标。

2021年3月发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》明确指出“加快构建以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局。”

2022年10月16日，习近平在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告中提到：“推进高水平对外开放。依托我国超大规模市场优势，以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应，提升贸易投资合作质量和水平。”

免税行业的本质是国家通过财税补贴消费者，鼓励消费者将消费留在国内，从而刺激内生循环。免税行业的产品定位消费升级的同时，其消费人群精准定位于大量存在海外消费行为的国内居民，因此成为引导消费回流的最直接手段。

离岛免税担负着海外消费回流向国内转移的重任。2011年离岛免税政策正式实施以来，先后多次加码离岛免税，显示国家对离岛免税的重视程度逐渐加深。离岛免税政策在免税限额上从5,000元提高至10万元，免税商品品类由18类增加至45类，消费者年龄要求从18周岁以上降低至16周岁以上，适用范围从离岛旅客扩大至岛内居民出岛享受同等待遇，大幅放宽化妆品等商品单次购买数量，并允许离岛免税店网上销售、为旅客提供邮寄送达提货服务、担保即提和即购即提，显著强化离岛免税吸引力。

综上，在促进消费回流的长期目标下，离岛免税政策作为承接海外消费回流的重要政策，具有长期性。

2、10万离岛免税购物额度实施效果显著，政策的长期实施具有可预见性

2020年6月1日，中共中央、国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》中提到“放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类”。2020年6月29日，财政部、海关总署、税务总局联合印发《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》（财政部 海关总署 税务总局公告2020年第33号），明确自2020年7月1日起，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。

自 2020 年 7 月离岛免税新政实施以来，离岛免税销售额爆发式增长，2020 年海南离岛免税购物金额为 274.79 亿元，同比增长 103.67%；2021 年海南离岛免税购物金额为 494.70 亿元，同比增长 80.03%，政策效果显著。

2021 年 1 月发布的《海南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提到“《海南自由贸易港建设总体方案》印发实施，早期安排初显成效。离岛免税购物吸引海外消费回流态势明显。”同时该文件也提到“用好用足离岛免税购物政策，吸引我国居民海外消费回流，打造免税购物、国际医疗、留学海南三大品牌，培育新型消费，促进传统消费转型升级。”

综上，结合 10 万离岛免税购物额度为《海南自由贸易港建设总体方案》的明确任务，且政策实施效果显著，是引导海外消费回流的有效手段，政策的长期实施具有可预见性。

3、海南自贸港建设有利于促进海南整体发展，旅游零售业有望进一步受益

2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》中提出：到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，营商环境更加优化，法律法规体系更加健全，风险防控体系更加严密，现代社会治理格局基本形成，成为我国开放型经济新高地；到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。

中国香港、新加坡和迪拜都被认为是当前世界上知名的自由贸易港。以香港为例，香港自 2003 年开放国内自由行后，2005 年至 2014 年 10 年期间，中国香港零售业总销货规模为 2,043.73 亿港元到 4,932.38 亿港元，年均复合增长率为 10.28%；中国香港旅游总开支之境内消费由 2005 年的 793.95 亿港元增长至 2014 年的 3,060.95 亿港元，年均复合增长率为 16.18%。

综合海南省自贸港建设方案、世界自由贸易港建设对于零售业及旅游业的影响，海南省自贸港建设促进海南整体发展，旅游零售业有望进一步受益。

成熟形态的自贸港建设是一个长期发展过程，离岛免税作为其中的重要组成部分，未来仍将作为促进海南旅游和消费发展的重要手段。海南自贸港建设的背景下，离岛免税市场有望持续扩容，行业内企业将迎来高速发展机会。

4、成本差距犹存，同时叠加较高的购物额度及购物便利性，离岛免税店仍是离岛旅客购买商品的更优选择

根据 2023 年博鳌亚洲论坛所公布消息，海南已全面启动全岛封关运作准备，各项任务均在积极推进，确保今年具备封关硬件条件、明年完成封关各项准备、2025 年底前实现全岛封关运作。

根据《海南自由贸易港建设总体方案》，其制度设计为“一线放开、二线管住。”在海南自由贸易港与中华人民共和国关境内的其他地区（以下简称“内地”）之间设立“二线”。货物从海南自由贸易港进入内地，原则上按进口规定办理相关手续，照章征收关税和进口环节税。行邮物品由海南自由贸易港进入内地，按规定进行监管，照章征税。结合海南自由贸易港建设“一线放开、二线管住”的制度设计，离岛旅客在非离岛免税店购买的免税产品，需要按规定照章征税。在当前离岛免税政策不变的情况下，对于离岛旅客而言，离岛免税店仍是离岛旅客购买商品的更优选择。

此外，根据毕马威与 Moodie Davvit 发布的《海南自贸港旅游零售市场白皮书 2023 版》，封关后，全岛将免征关税，并简并增值税和消费税，启动零售环节征收销售税，且在 B2B 环节不缴纳流转税。在此情况下，免税牌照商和普通零售商之间的成本差距会缩小。根据专家预计，封关后零售商所需缴纳的销售税仍高于免税牌照商所需缴纳的特许经营费，成本差距**可能有所减少但仍然存在。离岛免税较高的购物额度以及提货方式多样性，保障了离岛免税店仍将是更优的选择。**

封关后，供应链管理能力和门店运营能力以及卡位将成为后续的竞争重点，目前海旅免税已占据优质卡位的先发优势，具备丰富的离岛免税店运营经验及成熟的供应链、物流管理体系，同时积极布局有税奥莱，预计在未来的市场竞争中仍保持优势地位。

（八）结合（1）-（7），说明评估预测对上述情况的考虑

1、国家对免税店实行特许经营，统筹安排免税店的布局和建设；离岛免税店设立，需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，因此离岛免税运营商相对较少。虽然不排除未来引入新的市场参与者参与适度竞争，但是离岛免税引进新参与者有望带来企业群聚效应，促进海南离岛免税市场的进一步发展，从而海旅免税基于其自身优势也有望获得更大的发展。综上，盈利预测中考虑以上因素，未来新增免税品业务经营资格对海旅免税不会造成重大不利影响。

2、海旅免税立足于离岛免税市场，深度布局免税业务，市占率及经营面积排名前列，以其品牌丰富度和供应链优势不断满足客户对优质免税商品的需求，同时把握行业发展趋势，加大差异化品牌的引进力度，再结合海旅免税的股东优势，盈利预测中考虑以上因素，海旅免税收入有望持续增长。

3、2021年，海旅免税所处的离岛免税行业占免税行业比例为94.47%；结合海旅免税的离岛免税收入和海口海关公布的离岛免税购物金额计算，海旅免税离岛免税业务市场占有率于2021年度和2022年度呈上升态势，盈利预测结合海旅免税经营优劣势情况和经营规划、海旅免税报告期内市场占有率水平、离岛免税市场未来规模情况，海旅免税收入预测具有合理性。

4、自2020年起，受重大公共卫生事件及离岛免税政策刺激的影响，海南离岛免税规模在国内免税行业占据主导地位。由于销售场所、销售对象、销售限额等方面存在差异，市内免税店、口岸免税店的发展对离岛免税店经营业绩影响有限。

5、免税行业线上业务拓展了海旅免税的销售渠道，盈利预测中已经考虑线上免税业务增长对于标的公司业绩的影响。

6、截至本回复出具日，标的公司目前只审批通过1家免税店，盈利预测中考虑华庭项目为从事有税业务，考虑到华庭项目主要采取联营模式，采用净额法核算，盈利预测中考虑了华庭项目的开展有利于提高标的公司未来毛利率水平。

7、截至评估报告日，市场各方预计，将在 2025 年底前适时启动全岛封关运作，并执行简并税制，封关后的相关政策正在制定之中。

离岛免税业务作为海南自贸港建设的重要组成部分，市场有望持续扩容，行业内企业将迎来高速发展机会。海旅免税作为提前进入离岛免税业务的优质企业，也将迎来扩大发展的机会。

本次盈利预测基于现时情况及行业发展趋势，对海旅免税未来的经营业绩进行估计。针对未来海南将全岛封关运作及简并税制，本次编制盈利预测过程中，考虑到海南封关时点、封关政策的执行时点、以及对离岛免税行业实质产生影响的时点存在不确定性，相应事项的影响金额也较难合理量化估计，为保障整体预测逻辑的谨慎性，在综合分析相关政策影响基础上进行了盈利预测。

综上，本次评估预测已考虑上述（1）-（7）情况的影响。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

企业盈利预测中已经考虑（1）-（7）情况，并在未来盈利中有所体现。相关分析具有合理性。

问题6. 关于标的公司业务资质

重组报告书披露，海旅免税作为获批经营离岛免税店的主体之一，其获批的免税店名称为海旅免税城，股权结构为独资，所在市县为三亚，具体地址为吉阳区迎宾路303号居然之家生活广场，经营面积49,759.54平方米。

重组报告书披露，居然之家为海旅免税城租赁取得，租赁期限15年，至2035年8月。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，不影响相关租赁合同的效力；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。

本次交易将导致免税集团股权结构发生变更。

请公司说明：（1）本次交易标的公司的股权结构变化对其免税店业务资质/特许经营权的影响，是否需要履行相关的审批或报备程序；（2）特许经营权许可地址为吉阳区迎宾路303号居然之家。如该租赁房产无法使用，是否直接影响免税店的特许经营资质，对标的公司持续经营的影响；租赁房产是否存在无法租赁使用的风险；相关违约条款能否覆盖损失；（3）公司海旅免税城可以经营的免税商品类别，与其他离岛免税店的差异情况（如有）；（4）公司免税商品分门类的收入结构与中国中免等同行公司的差异情况，并结合相关情况分析毛利率显著低于可比公司的合理性；（5）本次评估是否考虑居然之家的租赁时限，及对评估的具体影响。

请律师核查（1）-（3）并发表明确意见；请会计师核查（4）并发表明确意见；请评估师核查（5）并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）本次交易标的公司的股权结构变化对其免税店业务资质/特许经营权的影响，是否需要履行相关的审批或报备程序

根据 2011 年 12 月 5 日发布的《离岛免税店店暂行办法》，经批准设立的离岛免税店，如发生经营主体新增或退出、经营主体持股比例变化；变更营业场所地址、面积；需暂停、终止或恢复经营离岛免税购物业务等情况，应报经财政部会同海关总署、税务总局、商务部核准。

根据 2020 年 12 月《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），海旅免税为离岛免税店海旅免税城的经营主体。

本次交易系海汽集团以发行股份及支付现金方式购买海南旅投持有的海旅免税 100% 股权，不涉及离岛免税店经营主体新增或退出、经营主体持股变化，不需要履行相关的审批或报备程序。

（二）特许经营权许可地址为吉阳区迎宾路303号居然之家。如该租赁房产无法使用，是否直接影响免税店的特许经营资质，对标的公司持续经营的影响；

租赁房产是否存在无法租赁使用的风险；相关违约条款能否覆盖损失

1、如该租赁房产无法使用，是否直接影响免税店的特许经营资质，对标的公司持续经营的影响

根据 2011 年 12 月 5 日发布的《离岛免税店暂行办法》，经批准设立的离岛免税店，如发生经营主体新增或退出、经营主体持股比例变化；变更营业场所地址、面积；需暂停、终止或恢复经营离岛免税购物业务等情况，应报经财政部会同海关总署、税务总局、商务部核准。

海旅免税享有海南离岛免税品经营资质，其经批准设立的离岛免税店海旅免税城的经营地址为吉阳区迎宾路 303 号居然之家，系租赁房产。如该租赁房产无法使用，海旅免税城将在过渡期内按照规定取得财政部、海关总署、税务总局和商务部变更营业场所地址的核准，不会对标的公司的持续经营造成重大不利影响。

2、租赁房产是否存在无法租赁使用的风险

通常情况下，可能导致租赁房产无法使用的情形主要包括：租赁合同无效导致无法续租，租赁房屋为违章建筑或者被强制拆迁导致无法使用。具体分析如下：

（1）因合同纠纷导致的无法使用的风险较小

根据《最高人民法院关于审理城镇房屋租赁合同纠纷案件适用法律若干问题的解释（2020 修正）》（法释[2020]17 号）第二条规定：“出租人就未取得建设工程规划许可证或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。”

海旅免税城租赁的主要生产经营场所为居然之家生活广场，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，相关租赁合同有效。

海旅免税与三亚居然之家购物中心有限公司（以下简称“三亚居然之家”）签署的《商铺租赁合同》中约定租赁期限为 20 年，租期较长，租赁关系相对稳定，因租赁合同发生纠纷而无法使用的可能性较小。

(2) 因违建或拆迁等导致的无法使用的风险较小

截至本回复出具日，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，**已完成外立面及地下一层局部功能调整等设计变更手续的办理。**

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）：“2022年7月4日，土地权利人申请办理项目设计变更手续，目前正在按程序办理。下一步，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。海旅免税城未存有因违反用地规划方面的相关法律法规而被我局予以行政处罚的情形。同时，未有证据表明该房屋存在被拆除或被处罚的风险。”居然之家生活广场位于三亚市吉阳区，经查询三亚市吉阳区人民政府、三亚市自然资源和规划局、**三亚市综合行政执法局**等政府信息公开网站，居然之家生活广场目前无拆迁安排。

此外，海旅免税城与三亚居然之家签署的《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。

截至本回复出具日，海旅免税与三亚居然之家不存在合同纠纷，上述租赁房屋建筑物均可正常使用。

综上所述，海旅免税城租赁的房产无法使用的风险较小。

3、相关违约条款能否覆盖损失

海旅免税城与三亚居然之家签署的《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，相关违约条款可以覆盖损失。

（三）公司海旅免税城可以经营的免税商品类别，与其他离岛免税店的差异情况（如有）

根据2020年6月29日发布的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》（财政部、海关总署、税务总局公告2020年第33号）规定：“三、……免税商品种类及每次购买数量限制，按照本公告附件执行。……四、本公告所称离岛免税店，是指具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店，……具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。”

综上，公司海旅免税城可以经营的免税商品类别与其他离岛免税店不存在差异。

（四）公司免税商品分类别的收入结构与中国中免等同行业公司的差异情况，并结合相关情况分析毛利率显著低于可比公司的合理性

标的公司免税商品分类别的收入结构与中国中免等同行业公司的差异情况及毛利率低于可比公司的原因请参见本问询回复“问题12.关于毛利率和期间费用”之“一、公司说明”之“（二）量化分析标的公司按中国中免相同商品收入结构、采购模式、折扣水平模拟毛利率仍低于中国中免的原因”及“（三）除中国中免外，其他可比公司毛利率情况及与标的公司的差异原因”的相关内容。

（五）本次评估是否考虑居然之家的租赁时限，及对评估的具体影响

本次评估以永续预测为模型，假设海旅免税与其主要供应商能按照目前的核心商业条款维持长期稳定的合作，合作模式无重大变化，同时假设无因其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成的重大不利影响。因此，本次评估预测未考虑居然之家的租赁时限，主要原因如下：

1、免税经营资质未规定经营期限

根据2020年8月《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。

根据 2020 年 12 月《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

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。

根据 2011 年 12 月 5 日发布的《离岛免税店店暂行办法》，经批准设立的离岛免税店，如发生经营主体新增或退出、经营主体持股比例变化；变更营业场所地址、面积；需暂停、终止或恢复经营离岛免税购物业务等情况，应报经财政部会同海关总署、税务总局、商务部核准。

综上，海旅免税的免税经营资质不存在期限限制，且海旅免税城履行核准程序后可以变更经营场所，海旅免税持续经营具有可实现性。

2、租赁房产被拆除的风险较低，海旅免税持续租赁具有可实现性

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。”居然之家生活广场位于三亚市吉阳区，经查询三亚市吉阳区人民政府、三亚市自然资源和规划局、三亚市综合行政执法局等政府信息公开网站，居然之家生活广场目前无拆迁安排。该房屋被拆除的风险较低，海旅免税持续租赁具有可实现性。

二、中介机构核查意见

（一）律师核查意见

经核查，律师认为：

1、本次交易系海汽集团以发行股份及支付现金方式购买海南旅投持有的海旅免税100%股权，不涉及离岛免税店经营主体新增或退出、经营主体持股变化，无需根据《离岛免税店暂行办法》的相关规定履行相关的审批或报备程序。

2、如海旅免税城租赁的居然之家生活广场无法使用导致其变更营业场所地址的，应报经财政部会同海关总署、税务总局、商务部核准，经核准后不会对标的公司的持续经营造成重大不利影响；海旅免税城租赁房产租赁合同有效、约定租期较长、租赁房产被拆除的风险较小，综上，海旅免税城租赁的房产无法使用的风险较小；海旅免税城与三亚居然之家签署的《商铺租赁合同》中的相关违约条款可以覆盖无法租赁使用的损失。

3、海旅免税城可以经营的免税商品类别与其他离岛免税店不存在差异。

（二）会计师核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

标的公司已经对免税商品分类别的收入结构与中国中免等同行业公司差异性进行了说明；受商品收入结构、采购成本、折扣促销政策等因素的影响，标的公司免税商品毛利率同中国中免等同行业可比公司存在一定差异的现象具有合理性。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合经营资质、《离岛免税店暂行办法》中关于营业场所变更的规定、租赁房产被拆除的风险等补充说明了本次盈利预测未考虑居然之家的租赁时限的影响。相关分析具有合理性。

问题7. 关于子公司

问题7.1

重组报告书披露，（1）海旅免税持有海旅免税城100%股权、香港海旅免税

100%股权，海旅黑虎51%股权，海南乐购仕40%股权；（2）免税业务、完税业务和联营业务由全资子公司海旅免税城运营，跨境电商及其他业务由控股子公司海旅黑虎运营；（3）海旅免税2022年净利润5,079万元，海旅免税城2022年净利润约1.24亿元；（4）2021年和2022年标的公司对海南乐购仕投资收益分别为-37.2万、-120.1万，海旅新消费新业态私募尚未开展实质性业务。

请公司披露：结合海旅免税的业务开展过程，表格列示海旅免税母公司及各子公司主营业务及业务分工。

请公司提供：报告期内海旅免税城、海旅黑虎及其下属子公司经审计的财务报告。

请公司说明：（1）各子公司之间的内部交易情况；（2）海旅免税与海旅黑虎、海南乐购仕、海旅新消费新业态私募其他股东的合作背景；（3）结合（1）及各子公司经营业务、经营情况等，分析海旅免税母公司净利润远低于子公司海旅免税城的原因；结合前述情况及标的公司的资产负债率、现金流量情况等，分析投资海南乐购仕、海旅新消费新业态私募的原因及合理性。

请律师核查（2）并发表明确意见；请会计师核查（1）（3）并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

标的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”之“（三）下属公司业务分工”中对海旅免税母公司及各子公司主营业务及业务分工情况进行了补充披露，具体内容如下：

“标的公司主营业务包括免税商品销售、有税商品销售、跨境电商商品销售、联营业务，其中免税商品销售、有税商品销售、跨境电商业务本质系商品购销活动，业务开展过程主要涉及采购环节及商品销售环节；联营业务中的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。海旅免税母公司及各子公司主营业务以及主要分工情况如下表所示：

主体	主营业务	主要业务分工
----	------	--------

主体	主营业务	主要业务分工
海旅免税(母公司)	免税、有税商品销售	1、对日常经营活动进行管理；2、同供应商进行谈判，签订采购合同，采购各类商品；3、将采购商品转销至海旅免税城等子公司或直接对外销售
海旅免税城	免税、有税商品销售	线上及线下的商品销售工作
香港海旅免税	跨境采购	境外采购平台
海旅黑虎	跨境电商业务	1、跨境电商业务商品的采购及销售工作；2、开展寄售业务等
海南优选	跨境电商业务	线下开展跨境电商业务，但受跨境电商政策调整影响，目前已无实际经营
黑虎居然之家	日用品免税业务	开展日用消费免税品经营业务，由于相关政策尚未出台，目前暂无实际经营
黑虎香港	跨境直播及新零售业务	在直播平台设立跨境店铺，从事跨境直播业务
桂林海旅	有税商品销售	目前尚未正式运营，定位于购物、餐饮娱乐为一体的零售综合体

注1：香港海旅免税成立于2021年4月，报告期内收入金额分别为0、665.77万元、0，2022年度发生过境外采购并将相关商品转售给海旅免税城的业务，2021年度、2023年1-5月香港海旅免税并未发生业务。

注2：黑虎香港成立于2021年8月，报告期内黑虎香港收入金额分别为0万元、2.31万元、0.23万元，主要来源于阿里菜鸟平台共享菜园业务；黑虎香港在直播平台完成店铺注册后，实际运营由海旅黑虎开展，其直播业务不涉及与“网红”开展合作。

”

二、公司提供

公司已经提供报告期内海旅免税城、海旅黑虎及其下属子公司经审计的财务报告。

三、公司说明

(一) 各子公司之间的内部交易情况

标的公司母公司主要负责商品的采购，并将其销售给各子公司，因此报告期内标的公司内部交易主要围绕商品购销开展，具体情况如下：

报告期	交易双方	内容
2023年1-5月	海旅免税母公司、海旅免税城	海旅免税母公司向海旅免税城销售商品，确认成本160,968.05万元，确认收入160,935.18万元

报告期	交易双方	内容
2022年度	海旅免税母公司、海旅免税城	海旅免税母公司向海旅免税城销售商品，确认成本273,928.50万元，确认收入273,949.03万元
	香港海旅免税、海旅免税城	香港海旅免税向海旅免税城销售商品，确认成本660.34万元，确认收入665.77万元
	海南优选、海旅黑虎	海南优选向海旅黑虎销售商品，分别确认收入及成本76.68万元
2021年度	海旅免税母公司、海旅免税城	海旅免税母公司向海旅免税城销售商品，确认成本183,018.04万元，确认收入183,048.44万元
	海旅免税母公司、海旅黑虎	海旅免税母公司向海旅黑虎销售商品，确认成本1,504.52万元，确认收入1,504.52万元
	海南优选、海旅黑虎	海南优选向海旅黑虎销售商品，确认收入及成本2,010.32万元
	海旅黑虎、海南优选	海旅黑虎向海南优选提供技术服务，确认其他业务收入及费用337.69万元

注：海南优选业务定位系线下开展跨境电商业务，但受跨境电商政策调整影响，目前已无实际经营，报告期内其将剩余存货转售至海旅黑虎。

（二）海旅免税与海旅黑虎、海南乐购仕、海旅新消费新业态私募其他股东的合作背景

1、海旅免税与海旅黑虎其他股东的合作背景

截至本回复出具日，海旅黑虎的股权结构为海旅免税持股 51%，丽尚国潮（浙江）控股有限公司（以下简称“丽尚控股”）持股 39%，京东（海南）国际贸易有限公司（以下简称“京东国际”）持股 10%。

京东国际系京东集团旗下公司，具备供货渠道资源优势，可以丰富海旅黑虎跨境产品品类；同时京东国际具备强大线上平台和完善的物流体系，可以帮助海旅黑虎拓展线上业务，降低线上运营成本。

丽尚控股为兰州丽尚国潮实业集团股份有限公司（以下简称“丽尚国潮”，股票代码：600738）的全资子公司，丽尚控股及丽尚国潮拥有完善的线上线下商业体系，可为海旅黑虎提供境外优质品牌商品供应链渠道资源，同时具备线上流量资源和线上运营能力，包括直播等运营资源，可协助提升海旅黑虎线上运营能力。

综上，海旅免税与京东国际、丽尚国潮具有资源互补优势，三方合作共同设

立海旅黑虎并利用各自优势提供资源，协助海旅黑虎发展。

2、海旅免税与海南乐购仕其他股东的合作背景

截至本回复出具日，海南乐购仕的股权结构为海旅免税持股 40%，乐弘益（上海）企业管理有限公司（以下简称“乐弘益”）持股 30%，华扬联众数字技术股份有限公司（以下简称“华扬联众”）持股 30%。

乐弘益系日本知名免税零售企业（日本 LAOX 株式会社）的分支机构，可以利用其强大的日本免税货品渠道，为消费者提供丰富的商品品类，完善乐购仕的供应链体系并提供专业的店铺运营经验。

华扬联众（股票代码：600738）可以发挥自身在互联网、数字营销以及在电商领域的丰富经验和资源技术优势，开展免税服务体系的线上销售及推广，完善乐购仕跨境电商体系，并承担乐购仕内部新零售渠道的建设工作，将传统的经销及分销模式进行互联网转化，为海南乐购仕建立经销、分销、线上销售的立体业务模式。

综上，海旅免税与乐弘益、华扬联众具有资源互补优势，三方合作共同设立乐购仕并利用各自优势提供资源，协助乐购仕发展。

3、海旅免税与海旅新消费新业态私募其他合伙人的合作背景

截至本回复出具日，海旅新消费新业态私募的出资结构为普通合伙人海旅基金管理公司持有 1%的出资额，有限合伙人海旅免税持有 20%的出资额，有限合伙人中联投（上海）资产管理有限公司（以下简称“中联投资管”）持有 50%的出资额，有限合伙人海南旅投持有 29%的出资额。

中联投资管是中联投控股股份有限公司（以下简称“中联控股”）的资产管理子公司。中联控股是由央企中车资本控股有限公司和上海新世界（集团）有限公司、波司登股份有限公司等知名民企和创业团队联合发起的混合所有制公司，着重围绕高层次装备、文化产业等板块投资，具有丰富的投融资经验。

海南旅投定位为海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营商，专注于旅游业全产业链的投资开发和旅游消费全要素整合，是省内旅游龙头企业，可与海旅

免税共同为产业链的进一步拓展和整合提供包括资金、渠道、业务、品牌、资本运作等全方位的支持。

(三) 结合(1)及各子公司经营业务、经营情况等,分析海旅免税母公司、合并净利润远低于子公司海旅免税城的原因;结合前述情况及标的公司的资产负债率、现金流量情况等,分析投资海南乐购仕、海旅新消费新业态私募的原因及合理性

报告期内,海旅免税及下属子公司经营业绩情况如下所示:

单位:万元

年份	项目	标的公司 (合并)	海旅免税 (母公司)	海旅免税城	香港海旅 免税	海旅黑虎(合 并)
2023年 1-5月	营业收入	207,601.25	162,374.85	205,614.53	-	547.04
	净利润	10,511.88	-3,719.78	14,763.14	-1.86	-528.10
2022年 度	营业收入	339,795.81	277,155.66	334,178.90	665.77	2,410.27
	净利润	5,079.18	-6,311.66	12,407.60	5.68	-929.66
2021年 度	营业收入	244,258.87	205,220.75	213,804.00	-	9,787.08
	净利润	-5,558.15	838.18	-450.50	-0.08	-5,608.59

注:海南乐购仕、海旅新消费新业态私募系标的公司的参股公司,不纳入合并范围,在财务报表中按长期股权投资权益法进行核算,报告期内分别确认投资收益-37.22万元、-119.55万元、-20.18万元,对标的公司盈利影响较小。

标的公司合并财务报表范围包括海旅免税母公司、海旅免税城、香港海旅免税、海旅黑虎,其中香港海旅免税业务规模较小,净利润水平较低,对标的公司经营业绩影响较小。标的公司合并报表净利润小于海旅免税城净利润,主要原因包括:

1、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,海旅黑虎报告期内呈现亏损状态

报告期内,海旅黑虎净利润分别为-5,608.59万元、-929.66万元、-528.10万元,亏损金额较大,占标的公司合并财务报表净利润比重分别为100.91%、-18.30%、-5.02%。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。海旅黑虎亏损对海旅免税合并层面净利润产生较大程度影响。

2、海旅免税母公司净利润较低

报告期内，海旅免税母公司净利润分别为 838.18 万元、-6,311.66 万元、-3,719.78 万元，占标的公司合并财务报表净利润的比重分别为-15.08%、-124.27%、-35.39%，净利润水平相对较低，且 2022 年度、2023 年 1-5 月出现亏损，主要原因包括：

(1) 业务定位差异

海旅免税母公司主要负责商品采购，大部分采购而来的商品小幅加价后对内转销至海旅免税城等子公司，因此其盈利能力相对有限，受内部销售加价率变化、销售商品结构的影响海旅免税母公司出现了亏损；而海旅免税城主要负责对外销售，销售对象系个人消费者及部分法人客户，盈利能力相对较强。

(2) 海旅免税母公司承担较高的期间费用

海旅免税母公司除负责采购外，还承担融资及运营管理职能。报告期内，海旅免税母公司期间费用合计分别为 6,660.08 万元、8,034.16 万元、4,838.34 万元，其中财务费用金额分别为 3,188.92 万元、4,342.05 万元、3,114.59 万元，较高的期间费用影响了海旅免税母公司的盈利能力。

2、结合前述情况及标的公司的资产负债率、现金流量情况等，分析投资海南乐购仕、海旅新消费新业态私募的原因及合理性

海南乐购仕及海旅新消费新业态私募的基本信息及主营业务如下所示：

序号	名称	注册资本 (万元)	股权结构	投资金额	成立时间	主营业务
1	海南乐购仕	1,000.00	海旅免税持股 40% 乐弘益持股 30% 华扬联众持股 30%	400.00 万元	2021-07-30	经营日本进口完税商品
2	海旅新消费新业态私募基金	10,000.00	中联投资管持股 50% 海南旅投持股 29% 海旅免税持股 20%	100.00 万元	2021-11-12	股权投资、投资管理、资产管理等

		海南旅投股权投资基金 管理有限公司持股 1%			
--	--	---------------------------	--	--	--

报告期内，标的公司资产负债率及现金流情况如下所示：

单位：万元

项目	2023 年 1-5 月	2022 年度	2021 年度
营业收入	207,601.25	339,795.81	244,258.87
资产负债率	78.72%	82.91%	88.27%
经营活动产生的现金流净额	31,262.73	-1,651.47	-99,244.47
现金及现金等价物净增加额	-5,892.75	-5,464.09	-15,195.49

报告期内，标的公司资产负债率较高，经营活动产生的现金流净额、现金及现金等价物净增加额为负，主要原因为标的公司 2020 年开始运营，经营时间较短，且融资渠道相对单一，主要依赖金融机构短期借款。随着标的公司经营的开展，收入规模呈现上升趋势，经营活动产生的现金流净额、现金及现金等价物净增加额呈现上升趋势，整体现金流情况得到改善，资产负债率有所下降。

标的公司在综合考虑合作股东背景、被投资单位业务定位等方面因素后，预计对上述主体的投资将有助于标的公司丰富资源储备、拓展产业链上下游，提升标的公司竞争力，具体分析如下：

(1) 有助于资源储备、渠道拓展、产业链上下游拓展

海南乐购仕由标的公司、华扬联众、乐弘益（日本 LAOX 株式会社下属企业）共同出资设立，持股比例分别为 40%、30%、30%。而乐购仕（LAOX）系日本知名免税运营商，具备丰富的商品采购渠道、店铺运营经验和成熟的管理团队，乐购仕（LAOX）在中国市场已深耕多年，目前成功取得了千余家日本品牌代理权。

乐购仕精选店已于 2021 年末在海旅免税城负一楼正式运营，店内在售商品主要为日本进口完税商品；标的公司对乐购仕的投资有助于其扩展采购渠道，丰富日本商品的品类，为消费者提供多元化的购物体验，从而提升标的公司的竞争力。

海旅新消费新业态私募基金系由标的公司、中联投资管、海南旅投、海南旅投股权投资基金管理有限公司共同出资设立，认缴出资比例分别为 20%、50%、29%、1%，该投资有助于海旅免税在旅游产业链的进一步拓展和整合相关资源，从而为其免税商品销售业务提供支持。

(2) 前述投资金额较低，不会对标的公司日常经营、现金流状况、偿债能力造成不利影响

标的公司持有海南乐购仕 40% 的股份，投资时间为 2021 年，实缴金额 400 万元；标的公司持有海旅新消费新业态私募 20% 份额，投资时间为 2021 年，实缴金额 100 万元。标的公司对外投资实缴金额合计仅为 500 万元，金额相对较低，不会对标的公司日常经营、现金流状况、偿债能力造成不利影响。

四、中介机构核查意见

(一) 律师核查意见

经核查，律师认为：

海旅免税与海旅黑虎、海南乐购仕、海旅新消费新业态私募其他股东均有合理的合作背景。

(二) 会计师核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、报告期内标的公司内部交易主要围绕商品购销开展，具有一定商业合理性；

2、从各主体经营情况、业务定位等角度分析，海旅免税母公司、合并净利润远低于子公司海旅免税城具备合理性；

3、标的公司对海南乐购仕、海旅新消费新业态私募的投资金额较低，不会对标的公司日常经营、现金流状况、偿债能力造成不利影响；且对前述企业的投资有助于标的公司丰富资源储备、拓展产业链上下游，因此投资具备一定合理性。

问题7.2

申报材料显示，海旅黑虎下设3家子公司，分别为海南优选（持股51%、邢妹翠持股49%）、黑虎居然之家（持股51%、海口居然之家商业管理有限公司持股49%）、黑虎香港（持股100%）。海南优选2021年和2022年营业收入分别为3,723.54万元、76.68万元，净利润分别为-328.55万元和-147.16万元；黑虎居然之家2021年和2022年营业收入分别为1.01万元、0，净利润分别为-378.79万元和-17.04万元。海南优选和黑虎居然之家已无经营业务，黑虎香港尚未开展业务。

申报材料显示，（1）海旅黑虎系非同一控制下企业合并获取，2021年和2022年营业收入分别为8,410.54万元、2,008.17万元，净利润分别为-4,901.21万元、-767万元；2021年末和2022年末，净资产分别为-908.59万元和-1,259.66万元，资产负债率分别为96%、110%；（2）海旅黑虎因经营策略调整，发生租赁合同终止以及大幅度裁员的情况；因业务发展需要，撤销位于呀喏达景区、海口居然之家以及三亚居然之家2楼的店铺，将上述三个店铺内的专用展示柜、办公电子设备以及堆放仓库的展示柜全额计提减值准备408.8万；2021年对海旅黑虎软件著作权计提减值准备239万。

重组报告书披露，根据丽尚国潮与海旅黑虎签订的《商标使用许可协议》，协议约定从2022年8月11日至2025年8月10日止，丽尚国潮授权华律黑虎在许可区域内在开设线上店铺（包括但不限于快手店铺、抖音店铺、拼多多店铺）中使用许可商标（亚欧国际），授权费用为5,000元/年。

重组报告书披露，2023年2月8日，海南优选收到中华人民共和国椰城海关下发的椰关稽结(2023)202264110008号《稽查结论》，载明：“海南优选自2019年10月16日至2022年5月20日期间，以保税电商方式向海关申报一线入区进口护肤品、化妆品等货物。海南优选将上述进口货物运往三亚机场设立的免税店展示，在展示期间以跨境电商方式销售。”海南优选因上述事项违规被海关部门立案调查，目前尚未收到相关部门的处罚决定。

请公司披露：（1）在第四节标的公司下属子公司部分完整披露一张含全部控股、参股子公司及分公司的结构图；（2）未来对于跨境电商业务的主要考虑；（3）海南优选的立案处罚进展。

请公司说明：（1）海旅黑虎控股子公司的其他股东简要情况，合作背景，各子公司的主营业务、设立原因；（2）海旅黑虎公司章程规定其总理由小股东丽尚国潮（浙江）控股有限公司提名的原因及合理性，是否影响海旅免税对海旅黑虎的实际控制；（3）签订商标许可使用协议的背景，使用授权商标的原因；（4）海南优选被立案调查目前进展情况；具体违规行为及违规原因，具体违反的规则及对应的罚则，可能遭受的处罚及对标的公司跨境电商业务、财务及评估的影响；（5）标的公司收购海旅黑虎的具体情况，包括交易对方、收购原因、价格、作价依据及公允性，收购资金来源等；收购时海旅黑虎的主要资产及主营业务、主要财务状况；收购后海旅黑虎的主营业务、财务状况及变动情况；（6）收购后标的公司向海旅黑虎投入资金情况，包括投入时间、方式、金额，海旅黑虎报告期内主要的资金支出及支付对象；（7）对海旅黑虎未来业务的主要安排，评估预测中海旅黑虎未来持续存在收入的主要原因，评估预测中海旅黑虎的毛利率、净利润情况及合理性分析；（8）收购海旅黑虎及后续投资履行的程序，涉及的内部控制制度及有效性。

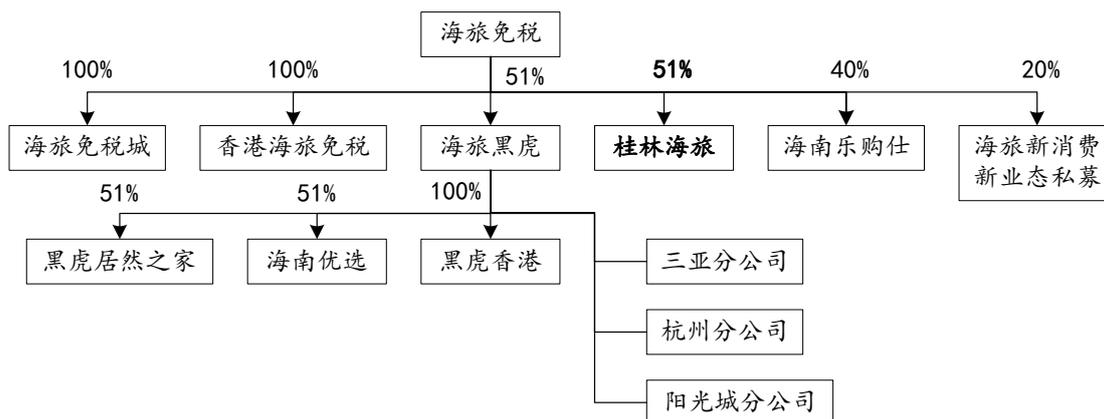
请律师核查（1）-（4）并发表明确意见；请评估师核查（4）（7）并发表明确意见；请会计师核查（5）-（8）并发表明确意见，对海旅黑虎资金流水核查是否存在资金流出对象、金额等异常，说明核查过程和核查结论。

回复：

一、公司披露

（一）含全部控股、参股子公司及分公司的结构图

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”之“（一）下属公司基本情况”补充披露含全部控股、参股子公司及分公司的结构图，具体如下：



(二) 未来对于跨境电商业务的主要考虑

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“(三) 跨境电商业务”补充披露未来对于跨境电商业务的主要考虑，具体如下：

“跨境电商业务是海旅黑虎的传统优势业务，未来跨境电商业务仍是海旅黑虎持续经营业务之一。海旅黑虎旗下‘美好生活’跨境小程序运营自2019年开始运营，‘海旅黑虎海外旗舰店’于2022年7月在快手平台设立，积累了一定的客户流量。采购方面，公司股东海旅免税和丽尚国潮均具备供货渠道优势，为公司跨境电商业务提供丰富的货源支持；销售方面，公司开展以京东国际、天猫国际传统电商平台和跨境直播相结合的方式的销售，具备较强的市场竞争力。”

(三) 披露海南优选的立案处罚进展

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”之“(三) 立案调查”补充披露海南优选的立案处罚进展，具体如下：

“截至本报告书签署日，上述案件已移交海口海关缉私局洋浦辑私分局审查，尚未收到相关部门的处罚决定。”

二、公司说明

(一) 海旅黑虎控股子公司的其他股东简要情况，合作背景，各子公司的主营业务、设立原因

海旅黑虎下属3家控股子公司，具体情况如下：

序号	公司名称	股权结构	设立时间	其他股东简要情况	合作背景及设立原因	主营业务
1	海南优选	海旅黑虎持股 51% 邢妹翠持股 49%	2019-10-17	邢妹翠，身份证号码为 4600221993****，住址为海南省文昌市，2019 年 10 月至 2021 年 7 月担任海南优选的执行董事兼总经理。	合作背景：2019 年 5 月，海口海关出台措施，支持在海关特殊监管区域外开展网购保税进口商品保税展示业务，支持跨境电商线上线下交易融合发展。 设立原因：为发展跨境电商业务，海旅黑虎的前身海南黑虎科技有限公司与具有旅行社资源的邢妹翠于 2019 年 10 月合资成立海南优选，拟在三亚凤凰机场开设跨境电商线下体验店。 ^{注1}	开展跨境电商经营业务，受跨境电商政策调整影响，目前无实际经营业务。
2	黑虎居然之家	海旅黑虎持股 51% 海口居然之家商业管理有限公司（以下简称“海口居然”）持股 49%	2021-02-10	海口居然成立于 2010 年 4 月 13 日，旗下运营居然之家海口店。	合作背景：《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》提出，推动岛内居民日用消费品“零关税”政策落地实施，科学规划岛内居民日用消费品免税店布局，加快覆盖全岛各市县。 设立原因：为抓住发展机遇，海旅黑虎租赁海口居然商铺用于开展免税店经营业务，在上述合作的基础上，双方签订《合资成立有限公司合作协议》，约定成立合资公司，共同在居然之家海口店开展日用消费免税品经营等业务。	拟开展日用消费免税品经营业务，由于相关政策尚未出台，目前无实际经营业务。
3	黑虎香港	海旅黑虎持股 100%	2021-08-05	-	设立原因：拟开展跨境直播及新零售业务。	作为线上店铺入驻主体在直播平台设立跨境店铺，海旅黑虎利用其从事跨境直播业务。

注 1：2020 年 6 月，海南旅投通过增资的形式取得海南黑虎科技有限公司 51% 股权，同月，海南黑虎科技有限公司更名为海旅黑虎。2020 年 11 月，海南旅投将海旅黑虎的 51% 股权无偿划转给海旅免税。

（二）海旅黑虎公司章程规定其总理由小股东丽尚国潮（浙江）控股有限公司提名的原因及合理性，是否影响海旅免税对海旅黑虎的实际控制

1、海旅黑虎公司章程规定其总理由小股东丽尚国潮（浙江）控股有限公司提名具有合理性

丽尚国潮（600738.SH）主要经营业务为专业市场管理、商贸百货零售和新消费新零售（境内及跨境电商）业务，借助线上线下相融合的方式实现新业务的快速发展。为进一步促进主营业务发展，2022年3月，丽尚国潮下属子公司丽尚控股与海南美泉科技有限公司签订《股权转让协议》，受让其持有的海旅黑虎39%的股权。

海旅黑虎及海旅免税具有优质的供应链渠道资源，丽尚国潮具有跨境电商运营的资源优势，如直播渠道、线上流量等。为充分发挥各方股东的协同效应，各方股东在章程中约定总理由丽尚控股提名并由董事会聘任。

海旅黑虎总理由丽尚控股委派是股东方对海旅黑虎赋能的具体表现。丽尚控股通过委派具备丰富线上运营经验的总经理，可以整合丽尚国潮渠道资源及杭州电商资源，实现海旅黑虎线上和线下业务结合的发展目标。

综上，海旅黑虎公司章程约定其总理由小股东丽尚控股提名具有合理性。

2、总理由小股东提名不影响海旅免税对海旅黑虎的实际控制

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；海旅黑虎五名董事中的三名董事由海旅免税委派，董事长由海旅免税指派，因此海旅免税能够对董事会日常决策形成控制；海旅黑虎的财务负责人由海旅免税提名并由董事会聘任，可以对海旅黑虎的日常经营及财务状况进行有效管控。

综上，海旅免税可以对海旅黑虎实施有效控制，公司章程规定其总理由小股东丽尚控股提名不影响海旅免税对海旅黑虎的实际控制。

（三）签订商标许可使用协议的背景，使用授权商标的原因

海旅黑虎因经营需要拟在快手平台开设店铺，从事一般商品贸易。因开设快

手店铺需使用自有35类商标或授权信息，若从其他渠道获取该类商标时间较久，为尽快上线该业务，2022年8月，海旅黑虎与丽尚国潮签订《商标使用许可协议》，约定从2022年8月11日至2025年8月10日止，丽尚国潮授权海旅黑虎在许可区域内开设线上店铺（包括但不限于快手店铺、抖音店铺、拼多多店铺）中使用许可商标（注册号为：第12645952号，文字为“亚欧国际”，国际分类“第35类”），授权费用为每年5,000.00元。

同时，丽尚国潮出具《品牌独占授权书》，授权海旅黑虎在快手小店开设“亚欧国际”品牌旗舰店。2022年9月，“亚欧国际”品牌旗舰店在快手小店上线运营。

（四）海南优选被立案调查目前进展情况；具体违规行为及违规原因，具体违反的规则及对应的罚则，可能遭受的处罚及对标的公司跨境电商业务、财务及评估的影响

1、海南优选被立案调查目前进展情况

截至本回复出具日，上述案件已移交海口海关缉私局洋浦辑私分局审查，尚未收到相关部门的处罚决定。

2、具体违规行为及违规原因，具体违反的规则及对应的罚则，可能遭受的处罚

根据商务部、发展改革委、财政部、海关总署、税务总局和市场监管总局（以下简称“六部门”）于2018年11月28日发布并于2019年1月1日施行的《关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》（商财发〔2018〕486号）规定，原则上不允许网购保税进口商品在海关特殊监管区域外开展“网购保税+线下自提”模式。

2019年1月，国务院发布的《国务院关于促进综合保税区高水平开放高质量发展的若干意见》（国发〔2019〕3号）提出“18.促进跨境电商发展。支持综合保税区内企业开展跨境电商进出口业务，逐步实现综合保税区全面适用跨境电商零售进口政策”。

2019年5月，海口海关出台措施，支持在海关特殊监管区域外开展网购保税进口商品保税展示业务，支持跨境电商线上线下交易融合发展。

在上述海口海关支持跨境电商线上线下交易融合发展的背景下，海旅黑虎的前身海南黑虎科技有限公司与具有旅行社资源的邢妹翠于2019年10月合资成立海南优选，拟在三亚凤凰机场开设跨境电商线下体验店（以下简称“三亚机场店”）。

2019年11月，海南优选向马村港海关缴纳保证金200.00万元，并向马村港海关申请将其存储在海口综合保税区内的保税货物分批运送至三亚机场店进行展示，总件数为44,328件，在展示期间，海南优选按照跨境销售流程销售商品34,348件，销售金额为538.74万元，缴纳跨境综合税60.30万元。

2021年3月18日六部门发布了《关于扩大跨境电商零售进口试点、严格落实监管要求的通知》（商财发〔2021〕39号），要求各试点城市要切实承担主体责任，严格落实监管要求，及时查处在海关特殊监管区域外开展“网购保税+线下自提”、二次销售等违规行为，确保试点顺利推进，促进行业规范健康持续发展。2021年11月29日，海南省市场监管局出台了《关于促进海南跨境电商合规经营健康发展的指导意见》，跨境电商监管进一步趋紧。

2021年，海南优选三亚机场店展示的保税货物经马村港海关查验实际退回海口综合保税区9,980件。

2023年2月8日，海南优选收到中华人民共和国椰城海关下发的椰关稽结(2023)202264110008号《稽查结论》，载明：“海南优选自2019年10月16日至2022年5月20日期间，以保税电商方式向海关申报一线入区进口护肤品、化妆品等货物。海南优选将上述进口货物运往三亚机场设立的免税店展示，在展示期间以跨境电商方式销售。”

由于该案件尚未调查完成，无法对案件进行最终定性。海南优选可能违反的规则及对应的处罚如下：

情形一：《中华人民共和国海关行政处罚实施条例（2022修订）》第十五条，进出口货物的品名、税则号列、数量、规格、价格、贸易方式、原产地、启运地、运抵地、最终目的地或者其他应当申报的项目未申报或者申报不实的，分别依照下列规定予以处罚，有违法所得的，没收违法所得：（一）影响海关统计准确性

的，予以警告或者处1000元以上1万元以下罚款；（二）影响海关监管秩序的，予以警告或者处1000元以上3万元以下罚款；（三）影响国家许可证件管理的，处货物价值5%以上30%以下罚款；（四）影响国家税款征收的，处漏缴税款30%以上2倍以下罚款；（五）影响国家外汇、出口退税管理的，处申报价格10%以上50%以下罚款。

情形二：《中华人民共和国海关行政处罚实施条例（2022 修订）》第十八条规定：有下列行为之一的，处货物价值 5% 以上 30% 以下罚款，有违法所得的，没收违法所得：…（三）经营海关监管货物的运输、储存、加工、装配、寄售、展示等业务，有关货物灭失、数量短少或者记录不真实，不能提供正当理由的…。

3、对标的公司跨境电商业务、财务及评估的影响

（1）对标的公司跨境电商业务的影响

受跨境电商政策调整影响，海南优选于2021年终止了跨境电商业务，如未来相关政策不发生大的变化拟注销。后续海关稽查处理不会对标的公司的跨境电商业务产生影响。

（2）对标的公司财务及评估的影响

截至评估基准日，海南优选已无实际经营业务，本次评估海南优选按照资产基础法评估，未来现金流未考虑海南优选业务。

海南旅投已经出具承诺，承诺如标的公司或其子公司因上述立案调查而遭受经济损失的海南旅投将按持股比例进行现金补偿。因此上述立案调查不会对标的公司财务和评估产生较大影响。

（五）标的公司收购海旅黑虎的具体情况，包括交易对方、收购原因、价格、作价依据及公允性，收购资金来源等；收购时海旅黑虎的主要资产及主营业务、主要财务状况；收购后海旅黑虎的主营业务、财务状况及变动情况

1、标的公司收购海旅黑虎时的具体情况

标的公司收购海旅黑虎时的具体情况如下表所示：

交易对方	海南旅投
交易时间	2020年11月

交易方式	海南旅投根据旅投函[2020]135号关于无偿划转海南旅投黑虎科技有限公司51%股权的批复，将其持有的海旅黑虎51%股权无偿划转给标的公司
划转原因	海旅黑虎系海南省内较早开展跨境电商业务的国有控股企业，划转时系海南省内跨境电商行业的龙头企业，将海旅黑虎无偿划转至海旅免税能够较好的发挥资源共享及互补优势，实现内部股权结构的优化和整合，充分的发挥业务集合优势
作价依据及公允性	无偿划转，不涉及作价
收购资金来源	无偿划转，不涉及资金来源

2、收购时海旅黑虎主营业务、财务状况及主要资产

(1) 海旅黑虎主营业务情况

无偿划转时，海旅黑虎主营业务为跨境电商业务及寄售业务。同时，海旅黑虎还计划开展零关税日用消费品业务，进一步扩展其业务范围。

(2) 海旅黑虎的财务状况及主要资产

海旅黑虎于2020年11月被无偿划转至海旅免税时，其财务状况如下所示：

单位：万元

项目	2020年11月30日/2020年1-11月
总资产	6,433.67
其中：货币资金	2,821.14
存货	2,090.47
其他应收款	812.31
净资产	5,834.75
营业收入	5,447.36
净利润	252.68

海旅黑虎被无偿划转时，其主要资产包括货币资金、存货及其他应收款，合计占总资产比重为88.97%。

3、收购后海旅黑虎的主营业务、财务状况及变动情况

(1) 主营业务情况

收购后，海旅黑虎主营业务为跨境电商业务及寄售业务。

(2) 财务状况及变动情况

收购后，海旅黑虎的财务状况如下所示：

单位：万元

项目	2023年5月31日/2023年1-5月	2022年12月31日/2022年度	2021年12月31日/2021年度	2020年12月31日/2020年度	2020年11月30日/2020年1-11月
总资产	3,465.79	3,547.34	4,161.00	6,712.81	6,433.67
净资产	-865.99	-338.38	174.67	5,696.77	5,834.75
营业收入	547.04	2,410.27	9,787.08	6,526.87	5,447.36
净利润	-528.10	-929.66	-5,608.59	114.70	252.68

收购后，海旅黑虎的财务状况出现下滑趋势。其中2021年度亏损金额较大，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。

(六) 收购后标的公司向海旅黑虎投入资金情况，包括投入时间、方式、金额，海旅黑虎报告期内主要的资金支出及支付对象

1、收购后标的公司向海旅黑虎投入资金情况

收购后，标的公司不存在向海旅黑虎投入资金的情形。

2、海旅黑虎报告期内主要的资金支出及支付对象

报告期内，海旅黑虎主要的资金支出包括购买商品、接收劳务支付的现金、支付其他与经营活动有关的现金、偿还债务所支付的现金，相关情况如下所示：

单位：万元

项目	2023年1-5月	2022年度	2021年度	支付对象
购买商品、接受劳务支付的现金	636.67	770.70	6,468.26	主要系商品采购款，支付对象为供应商
支付给职工以及为职工支付的现金	229.47	602.81	2,118.29	主要系职工薪酬等，支付对象主要为职工、人社局、住房公积金管理中心等

项目	2023年1-5月	2022年度	2021年度	支付对象
支付的各项税费	10.38	63.21	177.50	主要为支付税款，支付对象主要为税务部门、海关等
支付其他与经营活动有关的现金	148.75	2,204.52	4,178.32	主要为租赁物业费、水电费、保证金、装修款等，支付对象包括出租方、海关、装修公司等
偿还债务支付的现金	-	100.00	3,004.10	主要为偿还银行借款，支付对象为银行

(七) 对海旅黑虎未来业务的主要安排，评估预测中海旅黑虎未来持续存在收入的主要原因，评估预测中海旅黑虎的毛利率、净利润情况及合理性分析

1、对海旅黑虎未来业务的主要安排，评估预测中海旅黑虎未来持续存在收入的主要原因

海旅黑虎拥有丰富的新零售购物整体网络规划、信息系统建设和运维工作经验，目前已构建了规范且运行稳定流畅的信息系统。同时技术团队实力雄厚，主要核心人员具备系统自主开发能力及丰富的运营经验。

未来，海旅黑虎的业务分为两部分，一部分是通过线上、线下结合的模式开展商品零售业务，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；另外一部分是技术开发和技术服务业务，主要为从事跨境电商、免税业务、保税业务以及进出口业务客户提供信息系统建设及运维服务。

综上，评估预测中海旅黑虎未来持续存在的收入来源主要为商品零售业务和技术开发、技术服务业务。

2、评估预测中海旅黑虎的毛利率、净利润情况及合理性分析

评估预测中，海旅黑虎的毛利率、净利润情况如下表所示：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
毛利率	55.93%	54.67%	53.21%	51.81%	50.46%	50.46%
净利润	166.63	247.28	322.55	408.30	501.64	425.72

本次评估中，结合海旅黑虎现有销售模式、合同执行情况及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%；其他业务为包括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%。毛利率预测具有合理性。

本次评估中，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。收入预测具有合理性。

本次评估中，对于税金及附加和期间费用的预测，主要根据海旅黑虎历史经营数据、未来发展规划进行估算。所得税的预测主要结合海旅黑虎历史期未弥补亏损和企业所得税税率进行测算。

海旅黑虎净利润的**报告期**及预测情况如下表所示：

单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年 1-5月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
收入	9,787.08	2,410.27	547.04	3,003.40	3,260.40	3,528.19	3,828.19	4,164.41	4,164.41
成本	7,668.33	2,137.40	218.90	1,323.45	1,477.77	1,650.82	1,844.96	2,062.87	2,062.87
税金及附加 和期间费用	6,449.62	1,269.67	681.15	1,513.31	1,535.34	1,554.83	1,574.93	1,599.89	1,600.68
所得税	79.93	-135.35	-67.01	-	-	-	-	-	75.13
净利润	-5,608.59	-929.66	-528.10	166.63	247.28	322.55	408.30	501.64	425.72

注：2021年、2022年和2023年1-5月为海旅黑虎合并口径数据。

综上，评估预测中海旅黑虎的毛利率和净利润具有合理性。

（八）收购海旅黑虎及后续投资履行的程序，涉及的内部控制制度及有效性

海旅黑虎系根据旅投函[2020]135号批复无偿划转至标的公司，且标的公司

后续并未对海旅黑虎追加投资，因此并不涉及对外投资，亦不涉及与投资相关的内部控制程序。

三、中介机构核查意见

（一）律师核查意见

经核查，律师认为：

1、上市公司已补充说明海旅控股子公司的其他股东简要情况，合作背景，各子公司的主营业务、设立原因。

2、海旅黑虎公司章程规定其总理由小股东提名具有合理性，不影响海旅免税对海旅黑虎的实际控制。

3、签订商标许可使用协议的背景为业务经营开设线上店铺需要，原因具有合理性。

4、海南优选立案调查已移交海口海关缉私局洋浦辑私分局审查，尚未收到相关部门的处罚决定；海南优选于2021年终止了跨境电商业务，后续海关稽查处理不会对标的公司的跨境电商业务产生影响；由于案件尚未调查完成，无法对该案件最终定性，可能违反的规则及对应的罚则为《中华人民共和国海关行政处罚实施条例（2022年修订）》第十五条或第十八条；海南旅投承诺将对标的公司及其子公司因上述立案调查而实际遭受的经济损失按持股比例进行现金补偿，海南优选可能遭受的处罚不会对标的公司的财务和评估产生较大影响。

（二）评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司补充说明了海南优选被立案调查目前进展情况及具体违规行为及违规原因，具体违反的规则及对应的罚则，可能遭受的处罚及对标的公司跨境电商业务、财务及评估的影响；上市公司补充说明了对海旅黑虎未来业务的主要安排，盈利预测中海旅黑虎未来持续存在收入的主要原因，补充说明了盈利预测中海旅黑虎的毛利率、净利润情况及并进行了合理性分析。相关说明及分析具有合理性。

(三) 会计师核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、标的公司已经说明海旅黑虎系海南旅投于2020年11月无偿划转至标的公司，其划转原因系海南旅投内部股权结构的优化及整合，以求发挥资源共享及互补优势；

2、标的公司已经说明了收购前后海旅黑虎主营业务及主要财务状况。

3、标的公司收购后未向海旅黑虎进行资金投入；海旅黑虎报告期内主要资金支出包括购买商品资金支出、支付其他与经营活动有关的资金支出及偿还债务的资金支出等，资金支付对象主要为供应商、银行、房屋出租方等。

4、标的公司已经说明了对海旅黑虎未来业务的主要安排，标的公司预测所参考的海旅黑虎2021年度、2022年度财务数据经审计，与会计师在核查过程中获取的信息没有重大不一致。

5、海旅黑虎系无偿划转至标的公司，不涉及对外投资，不涉及标的公司投资相关的控制制度。划转完成后，标的公司并未对海旅黑虎追加投资，不涉及后续投资履程序。

(四) 标的公司会计师对海旅黑虎资金流水的核查过程及核查结论

1、核查过程

(1) 了解、评价并测试核查对象与货币资金相关的内部控制设计及运行的有效性。

(2) 实施函证程序，对函证过程进行控制，核对回函内容与核查对象账面记录是否一致。

(3) 实地走访银行，获取并查阅核查对象银行开户清单和企业信用报告，将银行开户清单、企业信用报告与核查对象账面逐一核对，检查银行账户数量的完整性。

(4) 对于报告期内银行账户的流水进行对账单记录和账面记录的双向核对，

检查相应资金流动在账面记录的完整性。

(5) 结合应收账款、应付账款等报表项目的细节测试，对核查对象报告期内超过重要性水平的银行流水进行统计分析，检查入账时间、交易对手方、交易金额是否匹配。

(6) 抽查大额流水对应的记账凭证，核查确认银行流水与核查对象经营活动的匹配情况。

2、核查结论

(1) 海旅黑虎已制定了较为严格的资金管理与控制制度，不存在重大缺陷。

(2) 海旅黑虎不存在银行账户未在财务核算中全面反映的情况。

(3) 海旅黑虎大额资金往来主要为销售回款、支付货款、支付薪酬、缴纳税款以及支付租赁款，海旅黑虎大额资金不存在重大异常，不存在与经营活动、资产购置等不匹配的情况。

问题8. 关于采购

重组报告书披露，(1) 报告期内，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%、68.43%，向国际旅游零售商采购相比品牌直采，增加约10%的采购成本；(2) 2020年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；(3) 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；(4) 报告期各期末，标的公司的存货余额分别为17.4亿、17.2亿，占营业成本的比重分别为87%、61%，其中1年以上存货金额分别为0.85亿、2.91亿；报告期内存货周转率分别为1.89次和1.64次；(5) 2022年末其他流动资产中供应商返利和补贴款金额为3,407万。

请公司提供与拉格代尔的采购合同及其补充协议（中文版）。

请公司披露：与拉格代尔主要合同条款内容（包括但不限于采购品类、采购规模、付款时间、违约条款等）及变化情况。

请公司说明：（1）拉格代尔中标的主要原因及优势，采购渠道与同行业可比公司的差异及原因；合同条款的约定是否符合公司生产经营的实际情况，是否符合行业惯例；（2）标的公司调整与旅游零售商定价机制的原因，调整前后标的公司与拉格代尔利益分配的差异；（3）报告期末存货较多的原因，存货周转是否低于同行业可比公司，与中国中免以外的可比公司的差异及原因；（4）列示超过1年账龄的存货具体内容、金额及占比、计提跌价准备情况；超过1年账龄存货大幅增加的原因、存货计提跌价准备的充分性；（5）供应商返利和补贴款的具体内容，是否具有持续性、是否与供应商存在其他约定。

请独立财务顾问和会计师：（1）对上述事项进行核查并发表明确意见；（2）标的公司不同业务的存货如何区分，对存货的核查比例、核查过程和核查结论。

回复：

一、公司提供

公司已按照有关要求提供标的公司与拉格代尔签署的《采购合同》及其补充协议1-9。

二、公司披露

公司已在重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“五、报告期内采购情况”中对拉格代尔采购合同条款内容及变化情况进行了补充披露，具体内容如下：

“2020年9月6日，标的公司与拉格代尔签订了《采购合同》，主要合同条款内容如下：

涉及方面	条款内容
采购品类	双方目前预期境内免税商品种类包括：香水化妆品、时装服饰、鞋帽、首饰、手表、眼镜、皮具、食品、酒类、电子产品、小家电、玩具和纪念品等。
采购规模	为了满足三亚海旅免税城计划试营业的目标，双方应力争不晚于2020年9月20日完成三亚海旅免税城的首笔订单的确认，首批订单货物将陆续到港，

涉及方面	条款内容
	第一批到港时间应不晚于2020年10月31日，以确保该店的供货及开业时间。
保证利润率	拉格代尔承诺海旅免税可获得的保证零售毛利率。
付款时间	<p>针对首批订单： 在双方确认该等订单之日起的3个工作日内，拉格代尔向海旅免税提供货物的发票；在海旅免税收到发票之日起的5个工作日内，向拉格代尔支付该批货物应付价款的50%。在拉格代尔向海旅免税提供该等货物到港之日起（不含当日）的5个工作日内，付清该等货物的全部应付价款；</p> <p>针对首批订单以外的后续订单： 拉格代尔将在每批货物的发运后向海旅免税提供该等货物的发票。每批货物的发票将注明日期。海旅免税应在每月的第15号或之前支付当前月之前壹个月内到港货物的所有发票金额。</p>
违约条款	<p>1、任何一方违反本协议的约定，则违约方应赔偿另一方由此产生的直接损失。本协议另有约定的除外。</p> <p>2、如因海旅免税付款未能根据本合同的约定及时向拉格代尔付款，若逾期超过7个工作日，则应照应付而未付金额的每天万分之三承担违约金。若因此造成损失的，还应赔偿拉格代尔由此产生的全部损失。</p> <p>3、如因拉格代尔原因导致拉格代尔未能按双方确认的订单约定货品及时供货，且经过合理时间内，拉格代尔仍未能通过补货方式等及时补救的，则海旅免税有权取消该笔未及时到货的订单，且无需承担任何违约责任；海旅免税有权要求拉格代尔赔偿其由此产生的直接损失；若因拉格代尔原因导致的长期无法按双方确认的订单要求及时足额供货，经双方协商未果，严重影响海旅免税正常经营无货可卖时，海旅免税可以解除合同。</p> <p>4、任何一方不得擅自单方面终止本合同的履行，否则应赔偿另一方由此产生的全部损失。</p>
附件2：保证利润率	就香水、化妆品、Fashion、顶级奢侈品、腕表及珠宝、其他离岛免税规定的品类约定了毛利率

截至本报告签署日，公司与拉格代尔共签署了九个《补充协议》，主要变化情况如下：

1、《采购合同补充协议一》

2020年11月23日，双方签订了《采购合同补充协议一》。双方一致同意：就原协议附件2所约定的腕表之保证利润率，针对22个品牌予以调整。

2、《采购合同补充协议二》

2020年12月14日，双方签订了《采购合同补充协议二》。双方一致同意：就原协议附件2所约定的香水、化妆品之保证利润率，针对14个品牌予以调整。

3、《采购合同补充协议三》

2021年3月1日，双方签订了《采购合同补充协议三》。双方一致同意:就原协议附件2所约定的部分内容予以调整，调整后Estee Lauder香化、化妆品及进口食品-糖果类毛利率进行了调整。

4、《采购合同补充协议四》

2021年7月1日，双方签订了《采购合同补充协议四》。双方同意:延长《采购合同补充协议二》的有效期，即2021年6月30日后继续有效，并对部分品牌保证利润率进行调整。

5、《采购合同补充协议五》

2021年9月2日，双方签订了《采购合同补充协议五》。考虑到原协议项下货物对应的部分品牌，将就其店铺给予一定资金支持，为更好地促进三亚海旅免税城品牌销售业绩，提高品牌形象定位，经双方协商一致，就品牌方给予的资金支持转付事宜达成一致意见。

6、《采购合同补充协议六》

2022年1月24日，双方签订了《采购合同补充协议六》，对部分品牌保证利润率进行调整。

7、《采购合同补充协议七》

2022年5月5日，双方签订了《采购合同补充协议七》。双方同意:就原协议《采购合同》附件2部分品牌保证利润率进行调整。

8、《采购合同补充协议八》

2023年1月13日，双方签订了《采购合同补充协议八》。双方同意:拉格代尔在三亚海旅免税城中引进部分新香水、化妆品品牌约定新的毛利率。

9、《采购合同补充协议九》

2023年2月3日，双方签订了《采购合同补充协议九》。双方同意:自2023年1月1日起就制定品类及品牌商品，采用在拉格代尔与品牌方的采购成本价基础上适用加价率的方式，以计算标的公司向拉格代尔采购货物的成本价。”

三、公司说明

(一) 拉格代尔中标的主要原因及优势，采购渠道与同行业可比公司的差异及原因；合同条款的约定是否符合公司生产经营的实际情况，是否符合行业惯例

1、拉格代尔中标的主要原因及优势，采购渠道与同行业可比公司的差异及原因

(1) 拉格代尔中标的原因及优势

标的公司于2020年7月21日设立，在海旅免税城开业之前，标的公司与拉格代尔、DFS、DUFY、乐天、新罗等多家国际旅游零售商进行了沟通和谈判，最终选择了拉格代尔作为主要供应商，主要系在拉格代尔能够满足标的公司对于品牌资源、产品渠道、开业时间等要求。

拉格代尔拥有丰富的奢侈品品牌资源和产品渠道优势，可以弥补海旅免税自身国际品牌渠道能力的不足。在开业初期，拉格代尔的广泛香化品牌覆盖率满足了海旅免税深耕香化品类的发展战略需求。随着业务的发展，双方在香化、精品、腕表、珠宝等领域继续深度合作。

(2) 采购渠道与同行业可比公司的差异及原因

目前，离岛免税公司的采购渠道主要分为两类。第一类以中国中免为代表，经过多年业务发展，已与品牌建立了长期良好的合作关系，主要采用直接采购方式。第二类以深圳免税、海控全球精品免税、海旅免税为代表，由于开业时间较短，业务处于发展阶段，难以与品牌直接建立业务关系，因此普遍与国际旅游零售商合作，采用以代理采购为主的方式。

主要采购模式	同行业公司	备注
直采为主	中国中免	发展初期与泰国王权集团合作
	海南省免税品有限公司	被中国中免收购前与DFS集团合作
	王府井	一般零售业务已积累广泛品牌资源
代理采购为主	深圳免税	与DFS集团合作
	海控全球精品免税	与DUFY集团合作

通过上表可以看出，对于开业时间较短、没有在其他零售领域建立品牌积累的同行业公司，主要通过与国际旅游零售商在供应链方面开展战略合作来采购商品。海旅免税的基本情况与相关公司相似，因此在报告期内，采用代理采购为主的采购模式，与中国中免（包括海南省免税品有限公司）和王府井等公司存在一定差异。

(3) 品牌资源拓展及商品渠道建设方面的改善情况

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。截至2023年6月底，标的公司已新增174个供应商；与万宝龙、伯爵、沙夫拉特、塔思琦、百年灵等716个品牌建立了直采关系；2021年度、2022年度及2023年1-6月，其向拉格代尔采购比例分别为77.53%、68.43%、76.05%，总体呈下降趋势，1-6月拉格代尔采购比例有所提升，主要原因为根据雅诗兰黛集团2023年上半年销售政策，采购价格随采购规模的提升呈下降趋势，为更有效地发挥成本端规模效应，且考虑到下半年部分品牌存在涨价预期，标的公司根据采购计划于上半年进行了提前备货，从年中时点来看，拉格代尔采购比例有所提升。

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。

2、合同条款的约定符合公司生产经营的实际情况，符合行业惯例

2011年国家实施海南离岛免税政策，并于2011年4月授予中国中免海南离岛免税牌照。2020年以来，海南离岛免税经营主体进一步增加，截至本回复出具日，共计7家经营主体取得海南离岛免税牌照，离岛免税市场竞争逐渐激烈。

在这种市场竞争环境下，海旅免税通过差异化竞争的方式开展业务。香化产品是离岛免税消费品中的主要品类之一，品牌数量众多，且消费者对价格较为敏

感，因此在开业初期，海旅免税主要采取深耕香化品类，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方式，抢占市场份额。

报告期内，标的公司通过约定毛利率方式确定采购价格，主要原因系离岛免税市场竞争加剧，开业初期标的公司风险承受能力较弱，采用上述定价模式，有助于应对市场零售价波动风险，保证自身盈利的稳定性。标的公司各品类毛利率系在同行业市场情况及标的公司盈利诉求基础上，通过双方谈判确定。综上，相关采购合同条款的设定符合标的公司报告期内的实际经营情况。

随着海旅免税业务的发展以及双方合作信任度的提升，2023年初，双方签署了补充协议，采用拉格代尔采购价格加成的定价模式。在离岛免税行业竞争加剧背景下，为不断加强与旅游零售商的合作、实现利益最大化，该合作方式被较多离岛免税经营商采用，标的公司目前合同条款的约定符合行业惯例。

（二）标的公司调整与旅游零售商定价机制的原因，调整前后标的公司与拉格代尔利益分配的差异

1、标的公司调整与旅游零售商定价机制的原因

随着海南离岛免税行业经营主体增多、竞争加剧，各离岛免税经营商、旅游零售商在产品促销、新品牌或产品引入方面更加依赖品牌方，使得品牌方话语权不断增强，在这种背景下，离岛免税经营商与旅游零售商不断加强合作、实现利益最大化。

经过近年来的合作，标的公司与拉格代尔已建立较强的商业默契，信任度不断提升。为了建立更加公开透明的合作关系，双方采用了成本加成（即“背靠背”）合作模式。这种模式有助于双方在品牌补贴、促销以及订单返利方面获取更好的共同利益，同时保证更多畅销品的库存。通过“背靠背”模式，双方能够实现合作共赢，创造最大化利益。

2、调整前后标的公司与拉格代尔利益分配的差异

调整前，海旅免税向拉格代尔的采购定价系在品牌指导零售价或参考其他免税店零售价基础上通过约定毛利率倒推计算得出。对于部分热销商品，由于参考免税店零售价或品牌方供货价的调整，可能导致拉格代尔成本倒挂，无法向海旅

免税提供充足的畅销品库存。调整后，双方以成本加成方式确定采购价格，拉格代尔可保证海旅免税充足畅销品库存，同时降低由于对标参考免税店零售价或品牌方供货价的调整对利润造成的不利的影响。

此外，不同品牌方补贴的依据不尽相同，获取补贴需要满足的条件视与品牌方之间的谈判情况而定，合作模式调整后，标的公司与拉格代尔之间的信息不对称逐渐削弱，通过共享品牌补贴或返利需要达到要求的数据，双方共同努力争取品牌补贴、分享返利成果。

通过对新定价模式下所采购商品的平均采购价、市场零售价以及该批商品2022年的平均采购价、市场零售价进行对比，新定价模式下所采购商品的平均毛利率略有提升，其中，精品类商品毛利率提升较为显著，香化类商品受品牌端及市场零售端同步提价影响，毛利率略有提升。

综上所述，标的公司调整与拉格代尔的采购定价机制主要系双方合作稳定、信任度不断提升的成果；调整后，标的公司与拉格代尔之间的利益分配更加有利于实现合作共赢、共同做大市场份额。

（三）报告期末存货较多的原因，存货周转是否低于同行业可比公司，与中国中免以外的可比公司的差异及原因

1、存货较多的原因

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、**181,211.50 万元**，占总资产的比重分别为 65.52%、57.54%、**62.64%**，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、**207,601.25 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。

（2）标的公司经营模式以自营为主，其直接向供应商采购商品，商品入库后即作为存货，通过线上、线下渠道直接向消费者销售，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购买需求。

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、存货周转与同行业可比公司的对比

截至本回复出具日，海南离岛免税经营主体及其财务数据可获得性如下表所示：

经营主体	取得牌照时间	是否为上市公司
中国中免	2011年4月	上市公司，公开披露部分免税业务财务数据
海南免税	2011年11月	中国中免子公司，未单独披露详尽财务数据
海旅免税	2020年8月	-
海控全球精品免税	2020年8月	否
深圳免税	2020年8月	否
中服免税	2020年8月	否
王府井	2022年10月 ^注	上市公司，未单独披露免税业务财务数据

注：王府井 2022 年 10 月 10 日公告其获准在海南省万宁市经营离岛免税业务。

除中国中免外，其余海南离岛免税经营主体并未公开披露免税业务的财务数据，因此离岛免税行业仅选取中国中免作为标的公司的同行业可比公司。珠海免税主要经营口岸免税店业务，与标的公司同属免税行业，因此增加珠海免税作为标的公司的同行业可比公司。

标的公司与同行业可比公司存货周转率对比如下：

存货周转率（次）	2023年1-5月	2022年度	2021年度
中国中免	2.18	1.64	2.61
珠海免税	2.71	2.18	2.25
标的公司	2.28	1.64	1.89

注 1：中国中免数据系通过其年报、2023 年一季度报披露数据计算得出，其未披露 2023 年 1-5 月数据，上表以 2023 年 1-3 月数据替代，并已经年化；

注 2：珠海免税数据来源于《格力地产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）》《珠海市免税企业集团有限公司 2021 年度、2022 年度及 2023 年 1-3 月模拟财务报表审计报告》，其未披露 2023 年 1-5 月数据，上表以 2023 年 1-3 月数据替代，并已经年化；

注 3：标的公司 2023 年 1-5 月数据已经经过年化。

标的公司主要经营主体海旅免税城于 2020 年末开始营业，经营时间较短，且开业初期备货规模较高，因此其存货周转率在 2021 年度低于同行业可比公司。

2022年度，随着销售向好，备货有所增加，标的公司与同行业可比公司存货周转率都出现了不同程度的下滑。2023年1-5月，随着旅游市场回暖以及标的公司运营效率的提升，商品周转速度提高，存货周转率有所上升。

(四) 列示超过1年账龄的存货具体内容、金额及占比、计提跌价准备情况；
超过1年账龄存货大幅增加的原因、存货计提跌价准备的充分性

1、超过1年账龄的存货具体内容、金额及占比、计提跌价准备情况

报告期各期末，标的公司超过1年库龄的存货主要为免税类商品及跨境电商类商品，长库龄存货以免税香化、精品类商品为主，具体明细如下所示：

单位：万元

项目	2023年5月31日			2022年12月31日			2021年12月31日		
	金额	占比	跌价准备	金额	占比	跌价准备	金额	占比	跌价准备
有税商品	1,206.54	3.00%	73.63	346.08	1.18%	0.38	54.44	0.64%	-
免税商品	38,793.81	96.46%	346.65	28,637.81	98.03%	129.46	7,537.54	88.22%	-
其中：香化	24,641.80	61.27%	68.37	15,453.89	52.90%	110.54	1,236.69	14.47%	-
精品类	11,776.89	29.28%	206.71	10,838.97	37.10%	17.06	4,683.90	54.82%	-
珠宝	1,275.80	3.17%	-	1,431.10	4.90%	0.12	793.23	9.28%	-
酒水	807.65	2.01%	-	502.81	1.72%	0.13	788.72	9.23%	-
其他	291.67	0.73%	71.57	411.04	1.41%	1.63	35.01	0.41%	-
跨境商品	219.18	0.54%	195.01	229.83	0.79%	109.26	952.2	11.14%	393.05
其中：香化	45.43	0.11%	42.26	108.16	0.37%	49.65	373.95	4.38%	65.24
健康	50.28	0.13%	45.16	55.16	0.19%	24.21	252.29	2.95%	60.50
配饰	82.66	0.21%	79.02	56.75	0.19%	25.82	255.97	3.00%	242.45
其他	40.81	0.10%	28.57	9.76	0.03%	9.58	69.98	0.82%	24.87
合计	40,219.53	100.00%	615.29	29,213.73	100.00%	239.1	8,544.17	100.00%	393.05

2、超过1年账龄存货大幅增加的原因

(1) 长库龄存货大幅度增加的原因

报告期各期末，标的公司存货库龄情况如下所示：

单位：万元

账面余额	2023年5月31日		2022年12月31日		2021年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1年以内	142,361.50	77.97%	143,537.98	83.09%	166,826.85	95.13%
1-2年	34,515.93	18.90%	27,139.52	15.71%	8,544.17	4.87%
2年及2年以上	5,703.60	3.13%	2,074.21	1.20%	-	-
合计	182,581.03	100.00%	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。标的公司超过1年的长库龄存货主要为1-2年库龄的存货，占比分别为4.87%、15.71%、**18.90%**；2年以上库龄的存货占比分别为0、1.20%、**3.13%**，占比较小。

标的公司1年以上长库龄存货增加的主要原因为：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，受宏观环境的影响，部分商品销售数量未达预期，导致长库龄存货增幅较大。

3、存货计提跌价准备的充分性

(1) 标的公司投入运营时间较短，长库龄存货余额较低

标的公司主要经营主体海旅免税城于2020年12月份正式投入运营，2020年末第一批存货正式入库。2023年5月末，标的公司2年以上库龄存货账面余额为5,703.60万元，占存货总额比重为3.13%，其具体构成如下：

单位：万元

项目	2023年5月31日	
	金额	占比
有税商品	223.37	3.92%
免税商品	5,480.23	96.08%
其中：香化	774.54	13.58%
精品类	3,330.36	58.39%
其中：配饰	2,939.61	51.54%
服饰	219.21	3.84%

箱包	171.54	3.01%
酒水	298.56	5.23%
珠宝类	993.92	17.43%
其他	82.85	1.45%
合计	5,703.60	100.00%

标的公司虽然存在库龄 2 年以上的商品，但其实际库龄未超过 30 个月，且两年以上库龄的存货以珠宝、配饰类商品为主，相应跌价风险较低。

(2) 标的公司存货跌价计提政策与可比公司不存在重大差异

标的公司存货跌价政策与同行业可比公司相比不存在重大差异，对比情况如下：

公司	存货跌价政策描述
标的公司	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
中国中免	在资产负债表日，存货按成本与可变现净值孰低计量
珠海免税	期末采用成本与可变现净值孰低计价原则，按单个存货项目的成本高于可变现净值差额提取存货跌价准备，计入当期损益

标的公司存货均系库存商品，其持有目的为直接对外出售，因此以该存货的预期售价减去估计的相关税费金额确定其可变现净值。标的公司按照单个存货最近一期平均销售价格作为该存货的预期售价，标的公司预期售价确定方式合理，存货可变现净值确认依据充分且谨慎。

(3) 标的公司较长库龄存货减值风险较低

2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的存货余额为 40,219.53 万元，该部分长库龄存货主要系免税香化、精品、珠宝、酒水类商品，具体构成如下：

单位：万元

项目	2023 年 5 月 31	
	金额	占比
有税商品	1,206.54	3.00%
免税商品	38,793.81	96.46%
其中：香化	24,641.80	61.27%
精品类	11,776.89	29.28%

项目	2023年5月31	
	金额	占比
珠宝	1,275.80	3.17%
酒水	807.65	2.01%
其他	291.67	0.73%
跨境商品	219.18	0.54%
合计	40,219.53	100.00%

由上表可以看出，标的公司长库龄商品集中于免税商品中的香化、精品、珠宝、酒水类商品，而该部分免税商品存货跌价风险较小，标的公司存货跌价计提充分，具体分析如下。

① 免税香化类商品

2023年5月末，标的公司1年以上库龄的免税香化类商品账面余额为24,641.80万元，存货跌价准备余额68.37万元，存货跌价计提比例较低，主要原因系：

A、商品保质期较长

免税香化类商品保质期一般为三年，保质期相对较长，有效期在6个月以上的香化商品为非临期商品；除临期商品外，其余香化类商品的销售模式、销售数量、销售价格同库龄长短并无直接关系，具体说明如下：

免税香化类商品库龄	账面余额（万元）	说明
1-2年	23,867.26	标的公司香化类商品保质期一般为三年，1-2年库龄的香化类商品有效期大部分在12个月以上，在销售模式、销售价格方面同库龄1年以内的香化类商品不存在显著差别，存货跌价风险较低
2年以上	774.54	对于2年以上库龄的香化类商品，大部分有效期在6个月以上，不属于临期商品，其销售模式、销售价格与一般香化类商品不存在显著区别，存货跌价风险较低；标的公司存在少部分有效期在6个月以内的临期香化商品，标的公司可以通过与供应商协商补偿等手段对该部分存货进行处理，相应跌价风险较低

由于标的公司大部分香化类商品有效期在 6 个月以上，并非临期商品，因此存货跌价风险较低。

B、香化类商品滞销风险较低

2021 年及 2022 年，标的公司与主要香化类商品同供应商采取约定毛利率的合作方式，根据品牌、采购时间不同，保证毛利率在一定范围内波动；自 2023 年起，标的公司同主要供应商合作结算模式转变为“背靠背”的成本加成模式，将进一步有助于标的公司降低采购成本，改善毛利率水平，标的公司可以在保证合理利润的前提下设置较低的折扣率来避免存货滞销。同时，对于部分销量未达预期的商品，品牌方为维护合作关系，提升市场占有率，通常会通过返利的手段对标的公司进行补贴，从而提升标的公司价格竞争力，减少此部分存货滞销风险。

综上，标的公司免税香化类商品临期品较少，且可以设置较低的折扣率避免滞销，因此长库龄免税香化类商品跌价风险较低，存货跌价准备计提充分。

② 免税精品类商品

截至 2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的免税精品类商品账面余额为 11,776.89 万元，跌价准备余额为 206.71 万元，标的公司精品类商品主要包括配饰、服饰、箱包类商品，具体分析如下：

A、配饰类

截至 2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的免税配饰类商品账面余额为 6,816.94 万元，跌价准备余额为 119.09 万元，存货跌价计提比例较低，主要原因系：配饰类商品主要构成部分为腕表，腕表类商品单位货值高，库存数量较低，标的公司易于对其进行精细化库存管理，制定合理采购销售计划，商品滞销风险较低；此外，腕表类商品更新换代速度较慢，保值率较高，存货跌价风险较低。

B、服饰类

截至 2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的免税服饰类商品账面余额为 3,016.03 万元，跌价准备余额为 78.41 万元，存货跌价计提比例较低，主要原因系：标的公司免税服饰类商品以 Burberry、Ferragamo、Moschino 等一线品牌为主，消费者认可度高，具有较高的品牌附加价值，出现跌价的可能性较小；同时，供应商通常给予标的公司免税服饰类商品较高的保证毛利率水平或较低的成本加成率，标的公司可以在保证合理利润的前提下采用较低的折扣水平对长库龄的商品进行促销，因此服饰类商品出现滞销的可能性较低，存货跌价风险较小。

C、箱包类

截至 2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的免税箱包类商品账面余额为 1,943.92 万元，存货跌价准备余额为 9.21 万元，存货跌价计提比例较低，主要原因系：标的公司免税箱包类商品以 Michael Kors、Chloe、Ferragamo 等一线品牌为主，消费者认可度较高，具有较高的品牌附加价值，出现跌价的可能性较小；同时，供应商通常给予标的公司免税箱包类商品较高的保证毛利率水平或较低的成本加成率，标的公司可以采用较低的折扣水平对长库龄的商品进行促销，出现存货滞销的可能性较低，存货跌价风险较小。

③ 免税珠宝类商品

截至 2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的免税珠宝类商品账面余额为 1,275.80 万元，跌价准备余额为 0 万元。标的公司免税珠宝类商品以周大福、六福等知名品牌的贵金属类、珠宝类饰品为主，保值率较高，存货跌价风险较小。

④ 免税酒水类商品

截至 2023 年 5 月末，标的公司 1 年以上库龄的免税酒水类商品账面余额为 807.65 万元，跌价准备余额为 0 万元。考虑到库龄对酒水类商品存货价值影响较小，因此酒水类商品出现存货跌价的可能性较低，存货跌价准备计提充分。

(五) 供应商返利和补贴款的具体内容，是否具有持续性、是否与供应商存在其他约定

1、供应商返利和补贴款的具体内容

供应商返利和补贴系标的公司在满足特定条件的前提下，由供应商提供给标的公司的返利或补贴，主要表现形式包括：

形式	具体内容
由旅游零售商提供的返利	参考标的公司同拉格代尔约定的保底毛利率，根据进货价格与标的公司采价后的价差进行补贴
由品牌方提供的返利	在标的公司达成与品牌方约定的条件时（如实现一定销售金额、就开展促销活动达成一致意见），由品牌方提供给标的公司一定的返利补贴，在此情形下品牌方将返利款支付给拉格代尔，再由拉格代尔同标的公司进行结算

标的公司在满足返利和补贴款相关确认条件后，冲减相应的应付账款及营业成本/存货，若应付账款不足冲减，则计入其他流动资产后继续冲减相应科目。

2、是否具有持续性、是否与供应商存在其他约定

返利和补贴款满足标的公司及供应商共同利益诉求，系行业通常做法。实行返利政策，有利于提高海旅免税在离岛免税行业的市场竞争力，增加标的公司销售规模及盈利能力；而标的公司销售规模提高有利于扩大标的公司向供应商的采购规模，从而提高供应商的盈利能力、行业竞争力和市场占有率。综上，返利和补贴政策属于行业通常做法，符合各方利益诉求，具有可持续性。

标的公司在报告期内与拉格代尔合作情况良好，除合同约定事项外，双方不存在其他约定。

四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问、标的公司会计师认为：

1、标的公司选择拉格代尔作为主要供应商，主要系拉格代尔能够满足标的公司对于品牌资源、产品渠道、开业时间等要求，拉格代尔丰富的国际品牌渠道能够有效弥补标的公司不足，帮助海旅免税在开业初期扩张市场份额；报告期内，标的公司与拉格代尔的合同条款约定符合其业务发展战略，随着2023年采购定价模式进一步调整，合同条款约定更加符合行业惯例。

2、2023年标的公司调整与拉格代尔的定价机制主要系行业内竞争加剧，为

更好向品牌方争取共同利益所致，调整后标的公司与拉格代尔利益分配更加稳定，保证更多的畅销品库存，提升标的公司销售收入，共同做大市场份额。

3、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，存货余额较大的情形具备合理性。

4、由于标的公司在经营时间、经营规模、备货量等方面与同行业可比公司存在差异，导致标的公司存货周转率与同行业可比公司相比存在一定差异，随着运营效率的提升，与同行业可比公司差距显著缩小。

5、标的公司长库龄存货主要为免税类商品及跨境电商类商品，长库龄存货以香化、精品类商品为主，标的公司长库龄存货增加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。

6、供应商返利和补贴款系在满足一定条件下供应商提供给标的公司的补贴款，由于标的公司与供应商合作情况良好且返利补贴款符合交易各方的利益，因此供应商返利和补贴款具有持续性，且标的公司与供应商不存在其他约定。

7、标的公司不同业务的存货可以准确区分；标的公司已经建立完整的存货管理制度并且有效执行，标的公司的存货余额真实、准确、完整。存货区分方式及核查过程、核查比例如下：

（1）标的公司不同业务的存货区分方式

报告期内，标的公司主营业务包括免税商品销售、有税商品销售、跨境电商商品销售业务、联营业务，其中联营业务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，不涉及存货的区分；跨境电商业务由标的公司下属子公司海旅黑虎独立经营，其存货放置地点为独立仓库，跨境电商类业务存货与标的公司免税商品及有税商品实现物理隔离，因此可以准确区分。

标的公司免税商品及完税商品存放地点不同，免税商品主要存放在监管仓、电商仓，有税商品主要存储于会员购仓，因此标的公司免税商品及有税商品可以实现物理层面隔离；免税商品和有税商品调拨至店面销售前还会于周转仓进行存

储，此时标的公司会按照存货类别分区域、库位对存货进行分别管理。因此标的公司能够对存货进行物理上的区分隔离，不同类型的存货可以明确区分。

(2) 对存货的核查比例、核查过程

报告期各年度，独立财务顾问、标的公司会计师对全部仓库实施了监盘，并通过存货抽盘的方式，对存货的真实性进行核查，抽盘比例如下：

单位：万元

2023年5月31日			2022年12月31日			2021年12月31日		
核查数量	核查金额	占比(%)	核查数量	核查金额	占比(%)	核查数量	核查金额	占比(%)
2,221,236	139,192.37	76.24	2,621,852	128,240.89	74.23	1,837,788	95,886.83	54.80

三、关于标的公司估值

问题9. 关于两次评估差异

重组报告书披露，（1）受2022年三亚疫情影响，海旅免税当年经营业绩不及预期，且新店开业、供应商谈判、品牌访店、宣传等工作均受到影响，标的公司整体经营规划有所延后；（2）本次交易方案调整前，评估基准日为2022年3月31日，按照当时的评估报告，标的公司2022年-2025年预测净利润分别为11,634万元、35,846万元、53,828万元、72,786万元；（3）根据更新的重组报告书，标的公司2022年实现净利润5,079.18万元，2023年-2025年承诺净利润为19,831万元、32,631万元、48,005万元；（4）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。

请公司说明：（1）前后两次评估标的资产估值差异较大的原因及合理性；（2）前次评估预测的审慎性。

请评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）前后两次评估标的资产估值差异较大的原因及合理性

前次评估（以下简称“前次”）与本次评估（以下简称“本次”）的评估相

关信息如下：

项目	前次评估	本次评估
评估基准日	2022年3月31日	2022年12月31日
评估对象	海南旅投免税品有限公司股东全部权益	海南旅投免税品有限公司股东全部权益
评估方法	收益法、市场法	收益法、市场法
评估假设	<p>1、本次评估假设评估基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。</p> <p>2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。</p> <p>3、企业未来的经营管理团队尽职，并继续保持现有的经营管理模式。</p> <p>4、本次评估假设华庭（奥莱生活馆）项目能在2023年如期开业并带来收益。</p> <p>5、本次评估假设企业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。</p> <p>6、本次评估的各项资产均以评估基准日的实际存量为前提，有关资产的现行市价以评估基准日的国内有效价格为依据。</p> <p>7、本次评估假设委托人及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。</p> <p>8、评估范围仅以委托人及被评估单位提供的评估申报表为准，未考虑委托人及被评估单位提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债。</p> <p>9、本次评估测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。</p> <p>10、鉴于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化且闲置资金均已作为溢余资产考虑，评估时不考虑存款产生的利息收入，也不考虑付息债务之外的其他不确定性损益。</p> <p>11、假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出。</p> <p>12、有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化。</p> <p>13、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。</p> <p>14、假设被评估单位未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。</p> <p>15、针对评估基准日资产的实际状况，假设</p>	<p>1、本次评估假设评估基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。</p> <p>2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。</p> <p>3、企业未来的经营管理团队尽职，并继续保持现有的经营管理模式。</p> <p>4、本次评估假设被评估单位与其主要供应商能按照目前的核心商业条款维持长期稳定的合作，合作模式无重大变化。</p> <p>5、本次评估假设华庭（奥莱生活馆）项目能在2023年8月如期开业并带来收益。</p> <p>6、本次评估假设企业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。</p> <p>7、本次评估的各项资产均以评估基准日的实际存量为前提，有关资产的现行市价以评估基准日的国内有效价格为依据。</p> <p>8、次评估假设委托人及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。</p> <p>9、评估范围仅以委托人及被评估单位提供的评估申报表为准，未考虑委托人及被评估单位提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债。</p> <p>10、本次评估测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。</p> <p>11、鉴于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化且闲置资金均已作为溢余资产考虑，评估时不考虑存款产生的利息收入，也不考虑付息债务之外的其他不确定性损益。</p> <p>12、假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出。</p> <p>13、有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化。</p> <p>14、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。</p> <p>15、假设被评估单位未来将采取的会计政策</p>

项目	前次评估	本次评估
	<p>企业持续经营。</p> <p>16、适当数量的可比企业与被评估单位具有可比性，属于同一行业或者受相同经济因素的影响。</p> <p>17、可比企业信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏；</p> <p>18、评估人员仅基于公开披露的可比企业相关信息选择对比维度及指标，不考虑其他非公开事项对被评估单位价值的影响。</p> <p>当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。</p>	<p>和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。</p> <p>16、针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营。</p> <p>17、适当数量的可比企业与被评估单位具有可比性，属于同一行业或者受相同经济因素的影响。</p> <p>18、可比企业信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏；</p> <p>19、评估人员仅基于公开披露的可比企业相关信息选择对比维度及指标，不考虑其他非公开事项对被评估单位价值的影响。</p> <p>当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。</p>

通过上表可知，本次评估除新增“被评估单位与其主要供应商能按照目前的核心商业条款维持长期稳定的合作，合作模式无重大变化”及华庭（奥莱生活馆）开业时间变动外，前后两次评估在评估对象、评估方法、评估假设等方面不存在明显差异。

本次评估与前次评估净现金流预测参数对比如下：

项目		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
收入	前次	423,474.74	628,482.11	807,849.93	1,014,029.99	1,115,944.79	1,115,944.79	1,115,944.79
	本次	339,795.81	504,507.68	613,050.88	741,705.55	852,846.66	970,610.37	970,610.37
毛利率	前次	17.87%	21.68%	21.77%	21.95%	22.02%	22.02%	22.02%
	本次	16.23%	20.59%	21.56%	22.26%	22.36%	22.43%	22.43%
期间费用率	前次	11.20%	11.46%	10.35%	9.88%	9.50%	9.50%	9.50%
	本次	11.08%	12.46%	11.78%	11.06%	10.63%	10.28%	10.28%
净利润	前次	11,633.64	35,845.52	53,827.13	72,785.45	84,400.76	84,400.76	84,400.76
	本次	5,079.18	19,830.36	32,630.88	48,004.94	58,668.78	70,061.78	70,061.78
营运资本 增加额	前次	-21,574.86	38,192.87	33,416.23	38,411.35	18,986.73	-	-
	本次	-	3,508.98	15,703.71	16,185.49	6,464.11	2,231.58	-
资本性支出	前次	13,761.47	-	-	-	-	-	-
	本次	-	10,869.92	-	-	-	-	-
净现金流量	前次	18,085.10	2,427.72	23,444.14	37,407.34	68,447.27	87,433.99	87,433.99

项目		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及以后
	本次	-	8,591.23	19,649.00	34,541.29	54,926.51	70,552.03	72,783.61
折现率	前次	11.11%	11.13%	11.52%	11.52%	11.52%	11.52%	11.52%
	本次	-	11.12%	11.32%	11.32%	11.32%	11.32%	11.32%

注：前次评估2022年的数据中收入、毛利率、期间费用、净利润为2022年全年数据，营运资本增加额、资本性支出、净现金流量、折现率为预测期2022年4-12月数据。

本次评估中营业收入及净利润的预测有所下降，主要原因为：1、2022年底及2023年初中国中免及王府井旗下免税店获批开业，离岛免税行业经营面积增加预计将对标的公司市场占有率产生一定影响；2、2022年底新冠疫情进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，预期未来境外旅游市场将逐渐恢复，离岛免税市场将承受一定消费分流压力；3、标的公司2022年受重大公共卫生事项影响，线下闭店57天，经营业绩不及预期，同时华庭项目开业、供应商谈判、品牌访店、宣传等工作均受到影响，标的公司整体经营规划有所延后。

此外，由于评估基准日不同，营运资本增加额及资产性支出有所差异，因此预测期的净现金流量存在差异。折现率方面，前次评估折现率为11.11%-11.52%，本次评估折现率为11.12%-11.32%，折现率不存在明显差异。

综上所述，两次评估所采用的主要假设无差别。标的公司结合市场环境及更新后的经营规划等因素重新进行盈利预测，更具有谨慎性。

由于外部因素的影响程度不可预见的，因此两次估值在各自当时的环境中均是合理、审慎的，故两次估值的差异具有合理性。

（二）前次评估预测的审慎性

1、前次评估预测时点，海南离岛免税市场高速发展，海南离岛免税市场预期增速较高

2012至2019年，海南离岛免税销售额稳步增长。2020年以来，受重大公共卫生事件影响，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，海南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年期间离岛免税销售规模年复合增速为48.16%。

《2022年海南省政府工作报告》显示，2021年全年离岛免税店总销售额601.7亿元、增长84%。在2022年主要工作方面，提升海南免税购物国际竞争力，力争离岛免税店销售1,000亿元。根据《2022年海南省政府工作报告》，2022年海南省离岛免税店销售额预计同比增长66.20%。前次评估预测时点，海南离岛免税市场高速发展，海南离岛免税市场预期增速较高。海旅免税前次盈利预测基于当时海南离岛免税市场发展情况进行预测，具有一定的审慎性。

2、我国旅游业和免税行业长期向好的趋势没有改变

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商店管理暂行办法》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。免税业的政策红利不断激发积极效应，是行业发展重要的助推器。

随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南省政府也多次下发改革政策，为境外消费回流提供承载空间。在引入适度竞争的趋势下，国内旅游零售商将进一步发挥自身运营优势和提升经营管理水平，离岛免税引进新参与者有望带来企业群聚效应，促进海南离岛免税市场的进一步发展。结合国家政策趋势，我国旅游业和免税行业长期向好的趋势没有改变。海旅免税前次盈利预测基于良好的免税业的政策红利和免税行业发展趋势，具有一定的谨慎性。

3、重大公共卫生事件的影响程度具有不可预见性

2022年1-3月，海旅免税实现收入为134,844.60万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为5,135.90万元，占原当年业绩承诺比例为44.15%，当年业绩完成可能性较高。但是，受重大公共卫生事件影响，尤其是2022年下半年管控政策不断变化等不可预见因素导致标的公司2022年经营业绩不及前次预期，且整体经营规划有所延后。前次评估预测时适当考虑了重大公共卫生事件的影响，但由于其重大公共卫生事件属于不可抗力因素，其影响程度具有不可预见性，故前次评估预测具有谨慎性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司分析了前后两次评估标的资产估值差异较大的原因及合理性；补充说明了前次评估预测的审慎性。相关分析及说明具有合理性。

问题10. 关于本次评估

问题10.1

重组报告书显示：（1）标的资产采用收益法和市场法进行评估，账面值5亿，收益法评估值40.8亿，市场法评估值39.3亿，最终采用收益法评估值，评估增值率708.96%；（2）市场法下，以2023年至2025年可比公司的各年平均PE值作为参考；（3）标的公司按线上线下免税完税、联营业务、黑虎业务、华庭项目进行预测。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%。评估预测中，预测期线上线下免税完税业务合计收入占比96%，其中免税业务占比87%，完税业务占比9%；华庭项目合计收入占比2%；（4）根据海口海关发布的离岛免税购物金额数据，2021年和2022年离岛免税行业规模分别为496亿、349亿，公司根据中国中免公告的H股招股说明书、弗若斯特沙利文行业研究报告预测2023年至2026年离岛免税行业规模分别为1,038亿、1,420亿，1,882亿和2,432亿，标的公司免税收入市占率分别为4.1%、3.7%、3.4%和3.1%，免税收入实现大幅增长；（5）弗若斯特沙利文行业研究报告预测2022年离岛免税行业规模为567亿，较海关发布数据多218亿；（6）2020年6月，中共中央、国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》指出，2025年前适时全面开展全岛封关运作准备工作情况评估，在全岛封关运作的同时，依法将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，启动在货物和服务零售环节征收消费税相关工作；（7）预测期免税业务各品类商品的毛利率主要参照2020-2022年的平均毛利率预测，预测期免税业务的毛利率高于报告期约4%；（8）预测期销售费用主要包括职工薪酬、房屋租赁费用、物业

管理费等，管理费用主要包括职工薪酬、租赁费、物业费。

请公司说明：（1）表格列式报告期与预测期免税业务（免税线上、免税线下）、完税业务（完税线上、完税线下）、联营业务、黑虎业务、华庭业务毛利率、净利率；（2）不用2022年可比公司PE值的原因；选用PE而非PS的原因，模拟按照可比公司PS值并考虑调整系数预估标的公司股权价值；（3）弗若斯特沙利文行业研究报告预测的依据；结合国家相关政策、政策落地情况、海南岛全岛封关、2021年和2022年海口海关发布数据等，分析弗若斯特沙利文行业研究报告预测是否具有稳健性；（4）除中国中免外，2021年和2022年其他可比公司免税业务收入增长情况；（5）结合客流量、转化率、客单价等，分析免税业务收入上升依据及可实现性；（6）结合市场竞争格局、目前在手协议等，分析提高直采比例、调整折扣政策、提升精品类高毛利率水平结构的可行性及预测期市场占有率的合理性，并说明预测期免税业务毛利率预测的合理性；（7）完税业务收入增长、毛利率与可比公司的差异及合理性；（8）结合预测期销售人员、管理人员数量和平均薪酬等，分析职工薪酬的合理性；结合租赁合同等，分析销售费用中房屋租赁费用、物业管理费、管理费用中租赁费的评估合理性。

请评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）表格列式报告期与预测期免税业务（免税线上、免税线下）、完税业务（完税线上、完税线下）、联营业务、黑虎业务、华庭业务毛利率、净利率

报告期和预测期，标的资产分板块的毛利率如下表所示：

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	12.19%	9.48%	13.11%	13.33%	13.53%	13.64%	13.64%
	线下	19.16%	19.65%	24.88%	25.00%	25.11%	25.18%	25.25%
	整体	17.75%	16.11%	20.94%	20.92%	20.90%	20.88%	20.92%
完税	线上	9.54%	8.63%	8.34%	8.37%	8.40%	8.44%	8.47%

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后
业务	线下	19.88%	35.47%	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%
	整体	9.79%	9.28%	9.44%	9.62%	9.76%	9.91%	10.01%	10.01%
联营业务		100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
黑虎业务		34.66%	2.38%	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		17.31%	15.72%	20.59%	21.56%	22.26%	22.36%	22.43%	22.43%

免税业务、完税业务和联营业务由标的公司全资子公司海旅免税城运营，期间费用整体核算；黑虎业务由标的公司控股子公司海旅黑虎运营；华庭项目单独运营。其净利率如下表所示：

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、完税业务和联营业务	0.18%	1.80%	4.88%	5.54%	5.91%	6.21%	6.46%	6.46%
黑虎业务	-57.31%	-38.57%	5.55%	7.58%	9.14%	10.67%	12.05%	10.22%
华庭项目	-	-	-125.71%	-5.71%	26.72%	31.78%	36.19%	36.19%
整体净利率	-2.28%	1.49%	3.93%	5.32%	6.47%	6.88%	7.22%	7.22%

(二) 不用2022年可比公司PE值的原因；选用PE而非PS的原因，模拟按照可比公司PS值并考虑调整系数预估标的公司股权价值

1、不用2022年可比公司PE值的原因

海旅免税成立时间较短、处于快速发展阶段。2022年，标的公司经营业绩受线下门店闭店57天影响，不具有参考性。因此，本次市场法预测中选取标的公司业绩承诺期2023年至2025年的净利润为基础计算所有者权益价值，为保持口径一致性，选取可比公司2023年至2025年各年平均PE值作为参考。

2、选用PE而非PS的原因，模拟按照可比公司PS值并考虑调整系数预估标的公司股权价值

在分析选用价值比率时，通过对该行业上市公司市值与净利润、净资产、营业收入之间的相关性进行回归分析，判断不同价值比率对于标的资产所属行业的适用性。为加强分析有效性，统计中剔除了上述财务指标中零或负数无效值的影

响，最终筛选了32家可比公司历史期12年的PE、PS、PB、EV/S、EV/EBIT、EBITDA参数，通过回归分析计算后得出相关性Multiple R，结果如下：

序号	因变量	股东权益价值-P			企业价值-EV		
	自变量	B	E	S	S	EBIT	EBITDA
1	相关性 Multiple R	0.7168	0.8945	0.6055	0.5696	0.8639	0.8143
2	拟合优度 R Square	0.5139	0.8002	0.3666	0.3245	0.7463	0.6630
3	样本拟合优度 Adjusted R Square	0.5125	0.7996	0.3648	0.3225	0.7456	0.6621
4	标准误差	279.37	179.11	318.89	366.07	224.32	258.55
5	观测值	349	349	349	349	349	349
6	是否选择	×	√	×	×	×	×

通过上表可知，股东权益价值与净利润和收入的相关系数分别为0.8945和0.6055，股东权益价值与净利润的相关系数高于股东权益价值与收入的相关系数，因此本次评估采用市盈率进行测算。

3、模拟按照可比公司PS值并考虑调整系数预估标的公司股权价值

通过选取可比公司并差异评价，测算差异调整系数、可比公司比准价值、流动性折扣等得到评估参数，根据评估对象基准日的合并盈利预测，评估对象2023年-2025年度预测营业收入为504,507.68万元、613,050.88万元、741,705.55万元，可以得出股东全部权益价值结果如下：

$$\begin{aligned}
 & \text{基准日归属于母公司所有者权益价值} = (\sum (\text{各年可比上市公司市销率} \times \text{各年营业收入})) / \text{预测年限} \times (1 - \text{流动性折扣}) \\
 & = (504,507.68 \times 1.59 + 613,050.88 \times 1.35 + 741,705.55 \times 1.20) \div 3 \times (1 - 30.00\%) \\
 & = 585,998.00 \text{ (万元)} \text{ (万元取整)}
 \end{aligned}$$

因此，本次评估采用可比公司PS值并考虑调整系数预估标的公司股权价值为585,998.00万元。

综合本次评估情况，采用收益法、市场法-可比公司PE值，市场法-可比公司PS值的评估结果如下：

单位：万元

评估方法	评估结果	与收益法的差异率
收益法（定价方法）	408,038.00	-
市场法-市盈率	393,035.00	-3.68%
市场法-市销率	585,998.00	43.61%

采用可比公司PS值并考虑调整系数计算的标的公司归属于母公司所有者权益价值为585,998.00万元，与收益法评估结论的差异为43.61%。

市场法结果与收益法结果差异的主要原因在于市场法是企业某时点所反映的外部市场价格，其结果会受到市场投资环境、投机程度、以及投资者信心等一些因素影响而存在一定程度的波动。而收益法则是在评估人员对企业历史经营状况进行专业分析的基础上，对企业提交的未来收益预测做出必要的调查、分析、判断后得出合理的结论。其结果相比市场法评估结果具有更高的稳定性。

收益法结果相比市场法结果的稳定性能更好的契合本次交易的评估目的，综合考虑两种评估方法和评估目的的适用性以及所获取和利用评估信息数量、质量及可靠性，本次选取收益法结果作为本次评估的最终结论。

（三）弗若斯特沙利文行业研究报告预测的依据；结合国家相关政策、政策落地情况、海南岛全岛封关、2021年和2022年海口海关发布数据等，分析弗若斯特沙利文行业研究报告预测是否具有稳健性

1、弗若斯特沙利文行业研究报告预测的依据

弗若斯特沙利文行业研究报告来源为中国中免H股招股说明书，其出具时间为2022年上半年，根据中国中免H股招股说明书：

“于编纂及编制弗若斯特沙利文报告时，弗若斯特沙利文采用以下假设：（1）全球社会、经济及政治环境于2022年至2026年五年（预测期间）可能维持稳定；（2）新兴地区的购买力预计将维持快速增长，而发达地区将稳步增长；（3）中国境外整体全体国际旅游限制将自2022年底起逐步放宽；（4）从2023年上半年开始，疫情的规模化蔓延可逐步得到控制，此后往返中国的国际旅游将逐步恢复；（5）有利的政府政策等相关行业驱动因素可能在预测期间推动旅游零售行业的发展。

…弗若斯特沙利文基于详细的初步研究（涉及与某些领先行业参与者讨论旅游零售行业的现状）及次要研究（涉及根据其自身的研究数据库审阅公司报告、独立研究报告和数据）编制弗若斯特沙利文报告。”

2、弗若斯特沙利文行业研究报告预测具有稳健性

（1）离岛免税相关政策及落地情况

2009年12月31日，国务院发布了《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，指出充分发挥海南的区位和资源优势，建设海南国际旅游岛，打造有国际竞争力的旅游胜地，是海南加快发展现代服务业，实现经济社会又好又快发展的重大举措，对全国调整优化经济结构和转变发展方式具有重要示范作用。为扎实推进海南国际旅游岛建设发展，国务院提出加快发展现代物流业和加大政策支持等意见，积极发展大型购物商场、专业商品市场、品牌折扣店和特色商业街区，建设和经营好免税店，完善旅游城镇和休闲度假区的商业配套设施，逐步将海南建设成为国际购物中心。

根据财政部、商务部、海关总署和国家税务总局联合发布的《离岛免税店暂行办法》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	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

时间	政策名称	相关内容
	告》	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
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

弗若斯特沙利文行业研究报告于2022年上半年出具，在此之后为支持旅游零售市场的发展及鼓励国内消费，中国政府持续颁布了一系列政策以促进免税行业的增长及发展。

2022年6月，海南省商务厅印发并实施《促进2022年离岛免税销售行动方案》，通过促进入岛旅游人次提升、强化促销推广、引进新商品、提升行业服务能力等方面的系列举措促进离岛免税销售，不断增强离岛免税国际竞争力，加快吸引境外消费回流。

2023年3月18日，海关总署、财政部、国家税务总局联合发布《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》，为支持海南自由贸易港建设，进一步提升离岛旅客购物体验，增加“担保即提”和“即购即提”提货方式。全新的提货方式落地，有望提升消费者购物体验，带来更多现时消费需求，离岛免税购物吸引力持续攀升。此外，流程简化帮助免税零售商实现降本增效，企业盈利能力有望提高。

（2）海南岛全岛封关政策及落地情况

中共中央、国务院于2020年6月1日发布《海南自由贸易港建设总体方案》，

以贸易投资自由化便利化为重点，以各类生产要素跨境自由有序安全便捷流动和现代产业体系为支撑，以特殊的税收制度安排、高效的社会治理体系和完备的法治体系为保障，在明确分工和机制措施、守住不发生系统性风险底线的前提下，构建海南自由贸易港政策制度体系。2025年前围绕贸易投资自由化便利化，在有效监管基础上，有序推进开放进程，适时启动全岛封关运作。2035年前进一步优化完善开放政策和相关制度安排，全面实现贸易、投资、跨境资金流动、人员进出及运输来往自由便利和数据安全有序流动，推进建设高水平自由贸易港。

由财政部、税务总局于2020年6月23日发布的《财政部、税务总局关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》提出，对总机构设在海南自由贸易港符合条件的企业，仅就其设在海南自由贸易港的总机构和分支机构的所得，适用15%税率；对总机构设在海南自由贸易港以外的企业，仅就其设在海南自由贸易港内的符合条件的分支机构的所得，适用15%税率。

由全国人大常委会于2021年6月10日发布并生效的《中华人民共和国海南自由贸易港法》提出，国家建立健全全岛封关运作的海南自由贸易港海关监管特殊区域制度，在依法有效监管基础上，建立自由进出、安全便利的货物贸易管理制度，优化服务贸易管理措施，实现贸易自由化便利化。全岛封关运作时，将增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，在货物和服务零售环节征收销售税；全岛封关运作后，进一步简化税制。全岛封关运作、简并税制前，对离岛旅客购买免税物品并提货离岛的，按照有关规定免征进口关税、进口环节增值税和消费税；全岛封关运作、简并税制后，物品在海南自由贸易港和内地之间进出的税收管理办法，由国务院有关部门会同海南省制定。

根据中国中免H股说明书，未来海南自贸港建设相关政策的落地对于离岛免税市场的发展将起到较大促进作用：“未来，根据旨在将海南建成自由贸易港（FTP）的有利政府政策（《海南自由贸易港建设总体方案》），预计离岛市场将大幅扩展，为海南访客带来更全面的商品种类、更完善的设施、更健全的基础设施和更丰富的购物体验。更具体而言，国务院2021年6月颁布海南省十四五规划，进一步概括和颁布将海南省扩展为主要交通枢纽的计划，以在来年增加旅客流量及支持离岛市场的发展。”

弗若斯特沙利文行业研究报告于2022年上半年出具，2022年海南省政府持续推进相关政策的落地，2022年自由贸易港建设进展明显。

2023年1月份发布的海南省《政府工作报告》，指出“…一、2022年和本届政府工作回顾…2022年自由贸易港建设进展明显。封关运作准备工作全面启动，我省牵头负责的25个封关运作项目全部开工建设。‘三张清单’有序实施。15%所得税个人和企业享惠面分别增长122.7%、35.7%，跨关区保税油直供、市场准入特别措施、外汇管理简化等政策接续落地或完成首单。自用生产设备“零关税”等政策滚动升级。‘一线放开、二线管住’试点扩区顺利实施，AEO认证企业数量翻番。洋浦保税港区首次进入全国特殊监管区域A类行列。…二、今后五年工作总体考虑…加快建设具有世界影响力的中国特色自由贸易港。聚全省之力开展封关运作准备大会战。按照既定时间节点完成软硬件建设，充分开展全岛封关运作前压力测试，确保2025年底如期顺利封关运作，建立自贸港运作模式。封关后全方位实施自贸港政策制度体系，持续迈向世界最高水平的开放形态。…”

（3）2021年和2022年海口海关发布数据

根据海口海关发布的数据，2021年和2022年离岛免税购物金额分别为496亿、349亿。2022年海南离岛免税购物金额较2021年下降29.45%，主要原因是受重大公共卫生事件影响，特别是2022年下半年，消费者出游和购物更加谨慎，海南离岛免税销售额持续承压。

根据2022年1月发布的《2022年海南省政府工作报告》，2021年全年离岛免税店总销售额601.7亿元、增长84%，2022年主要工作之一是提升海南免税购物国际竞争力，力争离岛免税店销售1,000亿元。2022年，海南离岛免税店销售总额预计同比增长66.20%，预期增速较高。

弗若斯特沙利文行业研究报告于2022年上半年出具，预测2022年的离岛免税行业规模为567亿元，同比增长14%，具有一定的谨慎性。

综上，弗若斯特沙利文于2022年上半年出具的行业研究报告预测具有稳健性。

3、本次盈利预测合理性分析

(1) 未来离岛免税市场规模预测

受重大公共卫生事件影响，特别是2022年下半年，消费者出游和购物更加谨慎，海南离岛免税销售额持续承压，2022年海南离岛免税购物金额较2021年下降29.45%。2022年底新冠疫情进入“乙类乙管”的常态化防控阶段，预期未来境外旅游市场将逐渐恢复，离岛免税市场将承受一定消费分流压力；此外，受宏观经济影响，存在购买力下降，消费能力减弱的风险，为更为谨慎地论证本次盈利预测的合理性，在弗若斯特沙利文于2022年上半年所出具的行业研究报告的基础上对未来离岛免税市场预测规模进行调整，具体如下：

①客流量

2023年1-6月海南旅客规模为4,606.59万人次，同比增长32.79%，历史年度1-6月海南旅客规模占当年比例平均为47%，以此比例进行测算，预计2023年全年海南旅客规模为9,801.26万人次，具体情况如下：

单位：万人次

项目	2017年1-6月	2018年1-6月	2019年1-6月	2020年1-6月	2021年1-6月	2022年1-6月	2023年1-6月
海南旅客规模	3,145.72	3,639.85	3,856.98	1,966.43	4,321.10	3,469.16	4,606.59
项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E
海南旅客规模	6,750	7,630	8,310	6,460	8,100	6,004	9,801.26
1-6月占当年比例	46.60%	47.70%	46.41%	30.44%	53.35%	57.78%	47%

注：海南旅客规模数据来源于海南省旅游和文化广电体育厅。

2023年1-6月海南离港旅客数量为1,680.77万人次，占同期海南旅客规模比重为36.49%，剔除疫情时期影响，2017-2019年海南离港旅客数量占当年海南旅客规模平均值约为37%，以此比例进行测算，2023年预计海南离港旅客数量为3,626.47万人次，具体情况如下：

单位：万人次

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-6月	2023年E
海南旅客规模	6,750	7,630	8,310	6,460	8,100	6,004	4,606.59	9,801.26
海南离港旅客数量	2,738	2,876	2,896	2,129	2,258	1,564	1,680.77	3,626.47
海南离港旅客	40.56%	37.69%	34.85%	32.96%	27.88%	26.05%	36.49%	37%

客占海南旅客规模比例									
------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--

注：海南旅客规模数据来源于海南省旅游和文化广电体育厅，海南离港旅客数量来源于海南省统计局。

不考虑疫情时期影响，2017-2019年海南旅客规模复合增长率为10.96%，弗若斯特沙利文报告中预测2024-2026年海南旅客规模复合增长率为12.46%，参考历史时期复合增长率情况，假设以11%的海南旅客规模复合增长率、2023年海南旅客规模9,801.26万人次、海南离港旅客数量占当年海南旅客规模比例37%进行测算，预计2026年海南旅客规模为13,404.50万人次，海南离港旅客数量为4,959.67万人次。

单位：万人次

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
海南旅客规模	6,750	7,630	8,310	6,460	8,100	6,004	11,111	12,920	14,710	16,340
增长率	-	13.04%	8.91%	-22.26%	25.39%	-25.88%	85.06%	16.28%	13.85%	11.08%
2017-2019年复合增长率										10.96%
2024-2026年复合增长率										12.46%

②转化率

2020年以来，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有所上升，2020-2022年海南离岛免税市场转化率分别为21.06%、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。

2023年1-6月海南离岛免税购物人次同比增长45.39%，海南离港旅客数量同比增长75.59%，受海南离港旅客数量增速相对于离岛免税购物人次增速较快影响，2023年1-6月转化率为22.21%，较去年同期有所下降。根据历史时期上半年与当年全年转化率情况，保守估计2023年全年海南离岛免税转化率为23%。

此外，参考历史时期转化率水平，在此基础上保守估计2026年全年海南离岛免税转化率略有提升，预计为25%。

单位：万人次

项目	2021年1-6月	2022年1-6月	2023年1-6月
----	-----------	-----------	-----------

海南离港旅客数量	1,342.61	957.24	1,680.77
海南离岛免税购物人次	382.30	256.78	373.34
海南离岛免税转化率	28.47%	26.83%	22.21%
项目	2021年	2022年	2023年E
海南离岛免税转化率	29.74%	27.02%	23.00%

注：海南离港旅客数量来源于海南省统计局，海南离岛免税购物人次来源于海口海关。

③客单价

2023年1-6月，海南离岛免税客单价为7,049.15元，根据历史时期上半年与当年客单价情况，预计2023年客单价为7,300元。此外，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，综合考虑宏观经济对于购买力的影响，保守估计2026年客单价为10,000元。

单位：元

项目	2021年1-6月	2022年1-6月	2023年1-6月
海南离岛免税客单价	7,001.56	8,240.07	7,049.15
项目	2021年	2022年	2023年E
海南离岛免税客单价	7,367.49	8,261.70	7,300.00

注：海南离岛免税客单价来源于海口海关。

④2023年及2026年海南离岛免税市场规模预测

根据客流量、转换率及客单价预测分析，预计2023年及2026年海南离岛免税市场规模分别为608.88亿元、1,239.92亿元，具体情况如下：

项目	2023年E	2026年E
海南离港旅客数量（万人次）	3,626.47	4,959.67
海南离岛免税转化率	23%	25%
海南离岛免税客单价（元）	7,300	10,000
海南离岛免税市场规模（亿元）	608.88	1,239.92

此外，不考虑疫情时期影响，2017-2019年海南离岛免税规模复合增长率为29.90%，弗若斯特沙利文报告中预测2024-2026年海南旅客规模复合增长率为30.87%，参考历史时期复合增长率情况，假设以2023年海南离岛免税市场规模608.88亿元、未来几年30%的复合增长率进行测算，预计2026年海南离岛免税市场规模为1,337.72亿元。

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
海南离岛免税规模(亿元)	80	101	135	260	496	349	1038	1420	1882	2432
增长率	-	26.25%	33.66%	92.59%	90.77%	-29.64%	83.07%	36.80%	32.54%	29.22%
2017-2019年复合增长率										29.90%
2024-2026年复合增长率										30.87%

综上，考虑到未来境外旅游市场恢复对离岛免税市场的分流影响，以及宏观经济影响带来的购买力下降风险，为了更为谨慎地分析本次盈利预测的合理性，在弗若斯特沙利文于2022年上半年所出具的行业研究报告的基础上对未来离岛免税市场预测规模进行调整后，保守预估2026年离岛免税市场预测规模处于1,200-1,400亿元区间。

(2) 收入预测合理性分析

标的资产的离岛免税收入预测增长率情况及行业情况比较如下：

项目	2022年	2026年E
海旅免税离岛免税收入(亿元)	27.36	74.42
2022-2026年复合增长率	28.42%	
离岛免税行业规模(亿元)	349	1,300
2022-2026年复合增长率	38.92%	

注：在弗若斯特沙利文于2022年上半年所出具的行业研究报告的基础上对未来离岛免税市场预测规模进行调整后，保守预估2026年离岛免税市场预测规模处于1,200-1,400亿元区间（详见本题目回复中“（1）未来离岛免税市场规模预测”），上表中取中位数1,300亿元。

2022年至2026年，标的资产离岛免税收入预测复合增长率均低于行业规模预计复合增长率，本次收入预测具有一定谨慎性、合理性。

(四) 除中国中免外，2021年和2022年其他可比公司免税业务收入增长情况

截至本回复出具日，全国免税运营商为7家，分别为中国旅游集团有限公司（合并口径，为中国中免之控股股东，旗下有中国免税品（集团）有限责任公司、日上免税行（中国）有限公司、日上免税行（上海）有限公司、海南免税及北京

中侨免税外汇商场有限公司等）、珠海市免税企业集团有限公司（以下简称“珠海免税”）、中服免税、深圳免税、海旅免税、海控全球精品免税和王府井，其中王府井于2020年6月获得免税品经营资质，2023年1月首个免税店项目落地运营。

除中国中免、珠海免税和海控全球精品免税外，其他免税经营商2021年和2022年的免税业务收入未公开披露。

2021年度和2022年度，珠海免税、海控全球精品免税的免税业务收入情况如下表所示：

单位：万元

项目	2022 年度	2021 年度
珠海免税-免税品销售	151,846.03	174,525.29
海控全球精品-免税与商业	397,919.09	171,053.34

注1：数据来源为《珠海市免税企业集团有限公司2021年度、2022年度及2023年1-3月模拟财务报表审计报告》。

注2：数据来源为《海南省发展控股有限公司公司债券年度报告》，海控全球精品免税的收入合并列示，未区分有税和免税。

珠海免税主要经营口岸免税店，销售商品涵盖烟类、酒类、香水化妆品等多个品类，珠海免税2022年度免税销售收入较2021年度下降，主要原因为免税店所在的口岸通关人数减少。

海控全球精品免税2022年营收收入同比增长132.63%，主要原因为海控全球精品免税分期开业，2022年度其三期开业，随着免税营业面积扩大，免税商品种类及品牌增加，免税收入同比增加。

（五）结合客流量、转化率、客单价等，分析免税业务收入上升依据及可实现性

对于离岛免税行业而言，销售额=客流量×转化率×客单价，客流量、转化率、客单价的提升均可促进收入上升。海旅免税免税业务收入主要取决于客流量、转化率、客单价等因素，具体分析如下：

1、客流量

海南旅游市场的逐步恢复，为海南离岛免税市场提供充足的客流量。2023

年1-6月，海南省接待游客数量、三亚市接待过夜游客数量分别为4,606.59万人次、1,327.36万人次，同比增长32.79%和67.44%。

2021年-2023年1-7月，海旅免税城线下客流量如下表所示：

单位：万人次

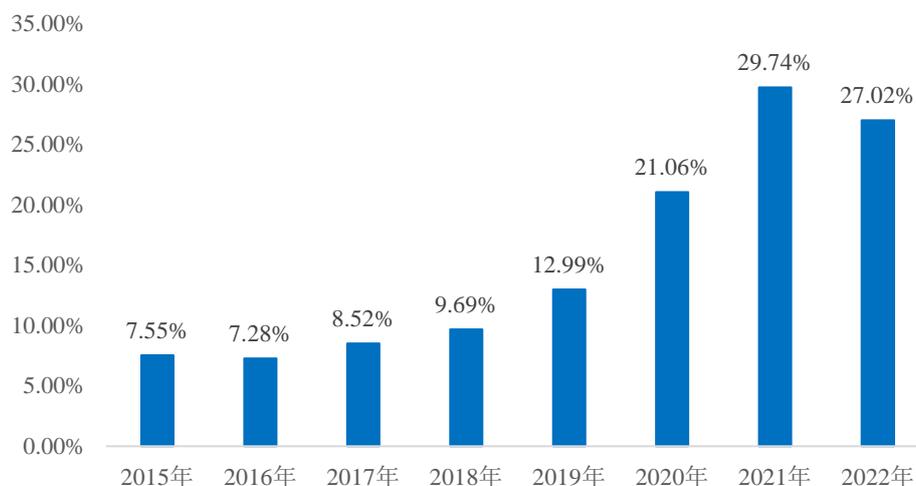
项目	2021年	2022年	2023年1-7月
客流量	199.03	181.53	217.33

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。

海旅免税城2023年1-6月的线下客流量为191.86万人次，同比增长68.47%，2023年1-7月的线下客流量为217.33万人次，同比增长61.04%，2021年、2022年、2023年1-6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%、14.45%，其客流量占三亚市接待过夜游客数量逐步提升。

2、转化率

海南离岛免税转化率



注：海南离岛免税转化率=离岛免税购物人次/海南离港旅客*100%，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。

2021年-2023年1-7月，海旅免税城的转化率如下表所示：

项目	2021年	2022年	2023年1-7月
转化率	20.12%	28.08%	27.08%

注：转化率=交易人数/客流量*100%。

海旅免税城的转化率呈上升趋势，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



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。

2021年度、2022年度及**2023年1-7月**，海旅免税城客单价分别为4,083.96元、3,991.01元及**3,008.16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。

综上，随着海旅免税城销售额的提升，海旅免税免税业务收入上升具有可实现性。

(六) 结合市场竞争格局、目前在手协议等，分析提高直采比例、调整折扣政策、提升精品类高毛利率水平结构的可行性及预测期市场占有率的合理性，并说明预测期免税业务毛利率预测的合理性

1、预测期市场占有率具有合理性

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
	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？—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》。

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、2022 年度和 2023 年 1-5 月市场占有率分别为 3.58%、7.84%和 7.97%，在海南离岛免税领域

处于行业前列。

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。截至目前，海旅免税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 年海旅免税的离岛免税经营面积占行业整体经营面积的比例在 5% 以上。

本次评估中，标的公司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，与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等相比，收入预测具有一定的谨慎性。

海旅免税的离岛免税收入预测情况与调整后的离岛免税行业市场规模比较如下：

单位：亿元

项目	2021 年	2022 年	2026 年 E
海旅免税离岛免税收入	17.69	27.36	74.42
调整后离岛免税行业规模	496	349	1,300
占比	3.57%	7.84%	5.72%

注：在弗若斯特沙利文于 2022 年上半年所出具的行业研究报告的基础上对未来离岛免税市场预测规模进行调整后，保守预估 2026 年离岛免税市场预测规模处于 1,200-1,400 亿元区间（详见本题目回复中“（1）未来离岛免税市场规模预测”），上表中取中位数 1,300 亿元。

根据标的公司收入预测以及调整后的离岛免税行业市场规模（详见问题 10.1 中对于未来离岛免税市场规模预测的调整），2026 年标的公司免税业务市场占有率为 5.72%，2026 年预计海旅免税免税业务经营面积占行业整体经营面积的比例在 5% 以上，两者不存在显著差异，标的公司预测期市场占有率具有一定合理性。

2、提高直采比例、调整折扣政策、提升精品类高毛利率水平结构具有可行性

海旅免税在与旅游零售商加深战略合作的同时，持续优化品牌结构，逐步与品牌直接建立合作关系，截至2023年6月，公司已与万宝龙、伯爵、沙夫拉特、塔思琦、百年灵等716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。

海旅免税不断引进高毛利的精品品类商品，截至本回复出具日，标的公司与Cartier、Prada、Omega、Chanel、Longines、Versace、Gucci、Valentino、Tods、Givenchy、RogerVivier、Tiffany等高奢侈品牌正在接触洽谈中。

（1）提高直采比例

报告期内，海旅免税建立直采关系的品牌数量持续上升，截至2023年6月30日，直采品牌数量为716个。

项目	2021年	2022年	2023年1-6月
品牌（个）	806	972	1,033
其中：直采品牌（个）	521	658	716
直接采购金额比例	22.43%	31.60%	23.95%

通过上表可知，标的公司建立直采关系的品牌数量及直接采购金额比例整体均呈上升趋势。2023年1-6月直接采购金额比例有所下降，主要原因为根据雅诗兰黛集团2023年上半年销售政策，采购价格随采购规模的提升呈下降趋势，为更有效地发挥成本端规模效应，且考虑到下半年部分品牌存在涨价预期，标的公司根据采购计划于上半年进行了提前备货，从年中时点来看，直接采购金额比例有所下降。

（2）调整折扣政策

海旅免税城于2020年12月底开业，为了快速打开市场，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。2022年，标的公司主流折扣活动系三件七

折，2023年以来，主流折扣活动已调整为一件八折，三件七五折。

(3) 提升精品类收入占比

2021年-2023年1-6月，标的公司精品类商品的收入和收入占比如下表所示：

单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年1-6月
收入金额	22,882.80	29,212.47	32,294.07
收入占比	9.37%	8.60%	14.05%

注：精品类商品包括服饰、配饰和箱包。

通过上表可知，标的公司精品类商品的收入占比呈上升趋势。标的公司2022年和2023年1-6月精品类商品的收入分别为29,212.47万元和**32,294.07**万元，同比增长39.11%和**60.18%**。

综上，标的公司提高直采比例、调整折扣政策、提升精品类高毛利率水平结构具有一定可行性。

3、预测期免税业务毛利率预测具有合理性

标的公司免税业务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	
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	100.00%	17.75%	100.00%	16.11%	100.00%	20.94%-20.88%

(1) 线上免税业务

2022年-2023年，标的公司线上免税业务收入中香化类商品的收入占比约70%。2023年线上免税业务毛利率较2022年增加3.63个百分点，主要是香化类商品的毛利率提高导致毛利率贡献增加3.20个百分点。2021年-2023年，线上香化类商品的毛利率及毛利率贡献如下表所示：

项目	2021年	2022年	2023年E
毛利率	33.07%	18.76%	22.00%
毛利率贡献变动	-	-	3.20%

2023年1-6月，标的公司线上免税香化类商品的毛利率为**21.21%**，与**2023年预测期毛利率接近**，毛利率预测具有合理性。

(2) 线下免税业务

2022年-2023年，标的公司线下免税业务收入中香化类商品的收入占比约70%。2023年线下免税业务毛利率较2022年增加5.23个百分点，主要是香化类商品的毛利率提高导致毛利率贡献增加4.06个百分点，此外，精品类商品的收入占比提高导致毛利率贡献增加1.07个百分点。2021年-2023年，线下香化类商品的毛利率及毛利率贡献如下表所示：

项目	2021年	2022年	2023年E
毛利率	35.53%	25.61%	31.00%
毛利率贡献变动	-	-	4.06%

2023年1-6月，标的公司线下免税香化类商品的毛利率为**31.46%**，**略高于2023年预测期毛利率**，毛利率预测具有合理性。

预测期免税业务各品类商品的毛利率主要参照报告期加权平均毛利率预测，预测期免税业务的毛利率高于报告期，主要原因为：（1）营业初期尤其是2022年度为应对市场竞争，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及海南旅游市场恢复，标的公司结合行业动态对折扣政策进行了调整，未来将维持行业平均折扣水平，2022年，标的公司主流折扣活动系三件七折，2023年以来，主流折扣活动已调整为一件八折，三件七五折；（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。

标的公司提高直采比例、调整折扣政策、提升精品类高毛利率水平结构具有一定可行性，2023年1-6月，标的公司免税业务毛利率为**19.55%**，与预测期毛利率接近。

综上，预测期免税业务毛利率预测具有合理性。

(七) 完税业务收入增长、毛利率与可比公司的差异及合理性

标的公司选取了中国中免及同样经营免税业务的珠海免税作为可比公司，报告期内，标的公司完税业务收入增长、毛利率与可比公司比较如下：

项目	2022年			2021年		
	收入占比	收入增长	毛利率	收入占比	收入增长	毛利率
标的公司-完税业务	17.16%	7.15%	9.28%	22.28%	139599.43%	9.77%
中国中免-有税商品	51.80%	16.53%	17.42%	35.86%	21.81%	24.59%
珠海免税-其他销售	7.03%	399.87%	12.37%	1.30%	344.97%	13.31%

注：珠海免税其他销售系通过对接法人客户，销售从采购供应链所获取的完税货物，其数据来源为《珠海市免税企业集团有限公司2021年度、2022年度及2023年1-3月模拟财务报表审计报告》。

通过上表可知，2021年，标的公司完税业务增长率较高，主要系海旅免税城于2020年12月底开业；2022年，标的公司完税业务增长率为7.15%，低于中国中免有税商品和珠海免税其他销售增长率，主要系标的公司完税业务的商品主要来源为补缴相关税费的免税商品，毛利率较低，该经营模式下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，经营相对稳定，增长率相对较低。

报告期内，标的资产完税业务毛利率低于可比公司中国中免，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，采购成本差异系双方有税商品毛利率差异的主要原因。

报告期内，标的公司完税业务毛利率低于可比公司珠海免税，主要原因为两者业务模式存在一定差异，珠海免税通过对接法人客户，销售从采购供应链所获取的完税货物；标的公司完税业务商品主要来源为补缴相关税费的免税商品，毛利率较低。

综上，标的公司完税业务收入增长、毛利率与可比公司存在差异，差异具有合理性。

（八）结合预测期销售人员、管理人员数量和平均薪酬等，分析职工薪酬的合理性；结合租赁合同等，分析销售费用中房屋租赁费用、物业管理费、管理费用中租赁费的评估合理性

1、预测期职工薪酬具有合理性

预测期，2023年-2027年标的公司销售费用、管理费用中的职工薪酬合计分别为25,225.39万元、30,652.54万元、37,085.27万元、42,642.33万元和48,530.52万元，预测期销售人员、管理人员的数量和平均薪酬具体如下：

单位：万元、人、万元/年

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
合计	职工薪酬	25,225.39	30,652.54	37,085.27	42,642.33	48,530.52
	人数	2,203	2,230	2,230	2,230	2,230
	人均工资	11.45	13.75	16.63	19.12	21.76
	收入	504,507.68	613,050.88	741,705.55	852,846.66	970,610.37
	占比	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用	工资	17,657.77	21,456.78	25,959.69	29,849.63	33,971.36
	人数	1,853	1,860	1,860	1,860	1,860
	人均工资	9.53	11.54	13.96	16.05	18.26
管理费用	职工薪酬	7,567.62	9,195.76	11,125.58	12,792.70	14,559.16
	人数	350	370	370	370	370
	人均工资	21.62	24.85	30.07	34.57	39.35

标的公司结合报告期职工薪酬水平及未来职工薪酬计划预测职工薪酬，报告期内，标的公司职工薪酬占营业收入的比例分别为6.58%和3.96%，平均为5.27%。预测期，标的公司职工薪酬占营业收入的比例为5.00%，与中国中免2020年-2022年职工薪酬占营业收入的平均比例4.98%不存在显著差异，具有合理性。

2、销售费用中房屋租赁费用、物业管理费用等，管理费用中的租赁费的评估具有合理性

预测期，标的资产租赁的主要房屋建筑物的具体情况如下：

序号	坐落位置		建筑面积 (平方米)	当前用途	主要内容
1	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	租金费用：按固定租金、固定物业管理费、空调费之和同实际含税营业额的2%提成租金二者取其高的方式计算。 其中：固定租金第1-3年28元/月/平方米，第4-6年34.24元/月/平方米，第7-9年40.98元/月/平方米，第10-12年48.26

序号	坐落位置		建筑面积 (平方米)	当前用途	主要内容
					元/月/平方米,第 13-15 年 56.12 元/月/平方米。 固定物业管理费:50 元/月/平方米 空调费:10 元/月/平方米
		负一层	2,195.00	仓储	15 元/月/平方米
		第八层	1,022.00	办公及 配套	80 元/月/平方米
		负一层,第 1825-1-B1-003 号	257.00		场地使用费:70 元/月/平方米
		第七层,第 1825-1-7-001 号	147.30		场地使用费:70 元/月/平方米
		第八层,第 1825-1-8-002 号	293.70		场地使用费:80 元/月/平方米
		负一层,第 B1001 号	2,894.50	经营	租金:第一至三租赁年度 329.97 万元/年,第四至六租赁年度 346.47 万元/年,第七至九租赁年度 363.80 万元/年,第十至十二租赁年度 381.98 万元/年,第十三至十五租赁年度 401.08 万元/年。 物业管理费:25 元/月/平方米
2	海口市龙华区金龙路 2 号 友谊阳光城 B1 层		1,273.40	经营	第一年:每月租金按 130 元/平方米+销售额扣点 1.5%; 第二年:每月租金按 130 元/平方米+销售额扣点 2%
	三亚市天涯区胜利路胜利购物广场 A 区 3 楼		1,320.80		第一年:每月租金按 130 元/平方米+销售额扣点 1.5%; 第二年:每月租金按 130 元/平方米+销售额扣点 2%
3	三亚市天涯区大兵河片区控规 DB-01 地块		约 19,160.00	仓储	租金:30 元/月/平方米 物业费:1.2 元/月/平方米
4	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	租金:25 元/月/平方米
5	三亚市荔枝沟路与腊尾路交叉口		92,752.83	经营	租金费用:第 1-3 个租赁年度为 3,000.00 万元/年,第 4-6 个租赁年度 3,800.00 万元/年,第 7-9 个租赁年度 3,990.00 万元/年,第 10-12 个租赁年度 4,189.05 万元/年,第 13-15 个租赁年度为 4,398.98 万元/年 ^{注 1}

序号	坐落位置	建筑面积 (平方米)	当前用途	主要内容
6	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	租金: 88元/月/平方米 物业管理费: 6元/月/平方米
7	三亚市吉阳区荔枝沟路65号	14,700.00	宿舍	租金: 574.67万元/年 物业管理费和维护维修费: 325.33万元/年
8	三亚市吉阳区东北部国道 G223和G224交汇处, 三亚 国际旅游岛人才创业基地	6,677.91	宿舍	租金: 15元/月/平方米 物业服务费: 1.45元/月/平方米

注1: 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), 对租金费用进行了重新约定, 第一租赁年度租金费用调整为2,500.00万元, 其余租赁年度保持一致。由于协议日期晚于评估报告出具日, 盈利预测中华庭项目第一年租金费用仍按原协议3,000.00万元预测。

根据租赁合同, 海旅免税预测租赁费用和物业费用如下:

单位: 万元

项目		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
销售费用	租赁费	9,425.17	10,454.37	11,735.18	12,841.14	14,114.19
	物业管理费	3,312.05	3,312.05	3,312.05	3,312.05	3,312.05
管理费用	租赁费	1,057.25	1,057.25	1,057.25	1,085.99	1,085.99
	物业管理费	569.26	569.26	569.26	585.53	585.53

预测期, 标的公司租赁及物业费系参照基准日前后租赁合同中约定的年租金费用、租金涨幅情况、物业费条款进行预测, 具有合理性。

(九) 2023年标的公司业绩可实现性

2023年1-5月实现归母净利润10,809.89万元, 1-5月实现归母净利润占2023年全年预测归母净利润比重为54.74%, 1-6月、1-7月实现归母净利润占2023年全年预测归母净利润比重分别为65.73%、66.19%(为未审数据), 一季度属于离岛免税行业旺季, 二季度以来业绩逐渐平缓, 暑假期间业绩会逐渐有所回升, 四季度亦为离岛免税行业旺季, 标的公司季度业绩波动情况与中国中免疫情前趋势保持一致, 整体来看, 标的公司2023年业绩具有可实现性。

中国中免三亚国际免税城		
项目	2017年1-6月、2018年1-6月、 2019年1-6月均值	2017-2019年均值

归母净利润（万元）	69,547.54		114,604.00	
1-6月占全年比重均值	60.69%			
海旅免税				
项目	2023年1-5月	2023年1-6月	2023年1-7月	2023年预测
归母净利润（万元）	10,809.89	12,980.02	13,071.06	19,748.71
1-5月占全年预测比重	54.74%			
1-6月占全年预测比重	65.73%			
1-7月占全年预测比重	66.19%			

注：2023年1-5月数据已经审计，2023年1-6月、2023年1-7月数据未经审计。

（十）本次评估增值率较高的合理性

根据中联评估为本次交易出具的评估报告，海旅免税归属于母公司所有者权益在评估基准日2022年12月31日评估值为408,038.00万元，与归属于母公司所有者权益账面值50,440.07万元相比增值357,597.93万元，增值率708.96%。本次交易海旅免税归属于母公司所有者权益的评估增值率较高，该评估结果是评估机构基于标的公司企业经营状况、未来发展规划、所属行业特点等因素综合评估的结果。

1、标的公司成立时间较短，前期积累较少，净资产规模较低

标的资产成立于2020年，其主要经营主体海旅免税城于2020年12月底开业，2021年、2022年标的公司实现归母净利润分别为-2,446.89万元、5,610.01万元；截至2021年末、2022年末，标的公司归母净资产分别为30,565.45万元、50,440.07万元，由于标的公司成立时间较短、前期积累较少，截至评估基准日，归母净资产规模较低。

自2020年成立以来，标的公司实现了快速增长，于2022年实现盈利，2023年1-5月，标的公司实现归母净利润10,809.89万元，截至2023年5月31日，标的公司归母净资产为61,250.45万元，标的公司评估值相较于截至2023年5月底净资产增值率为566.18%，较708.96%下降142.78个百分点。截至2023年7月31日，标的公司归母净资产增加至63,511.19万元（为未审数据），标的公司评估值相较于截至2023年7月底净资产增值率为542.47%，较708.96%下降166.49个百分点。

根据评估报告中盈利预测数据，标的公司2023年度预计净利润19,830.36万元，2023年1-6月及2023年1-7月，标的公司已实现归母净利润占2023年预测归母净利润比重为65.73%、66.19%，考虑到暑假及四季度旺季对业绩的提升作用，并参考同行业公司季度业绩波动情况，预计标的公司2023年业绩具有较强可实现性（详见“问题10.1”之“（九）2023年标的公司业绩可实现性”），经测算，2023年底标的公司预计归母净资产将提升至70,188.78万元，评估值相较于截至2023年底净资产增值率为481.34%，较708.96%下降227.62个百分点。

2、与近期可比交易对比情况

海旅免税主要经营离岛免税品零售业务。近期，与海汽集团收购海旅免税较为可比的交易案例系格力地产收购珠海免税。

格力地产收购珠海免税案例具体情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	评估方法	评估基准日	净资产评估值	基准日净资产
格力地产	珠海免税	收益法	2022/11/30	932,800.00	318,250.32

（1）企业价值（剔除溢余或非经营性资产价值）/息税折旧及摊销前利润对比情况

企业价值/息税折旧及摊销前利润（EBITDA）指企业价值相对于息税折旧及摊销前利润的比值，该价值比率排除了折旧摊销等非现金成本的影响，反映了企业经营现金流的增值情况，且不受所得税率、资本结构的影响，更有利于比较不同公司的估值水平。

考虑到海旅免税与珠海免税在折旧摊销等非现金成本占利润比重、所得税率、资本结构、企业价值中溢余资产占比方面均存在差异，采用企业价值（剔除溢余或非经营性资产价值）/息税折旧及摊销前利润指标进行对比，具体情况如下：

单位：万元

标的公司	企业价值	溢余资产价值	剔除溢余资产的企业价值	息税折旧及摊销前利润			EV（剔除溢余资产价值）/EBITDA（未来三
				2023年	2024年	2025年	

							年均值)
珠海免税	1,032,800.00	371,830.61	660,969.39	66,038.46	73,839.01	80,552.07	9.00
海旅免税	536,369.71	5,965.64	530,404.07	36,770.83	53,241.91	71,715.07	9.84

通过对比，海旅免税与珠海免税的企业价值（剔除溢余或非经营性资产价值）/息税折旧及摊销前利润指标较为接近，本次交易标的资产剔除溢余资产价值后的企业价值相对于息税折旧及摊销前利润的比率与近期可比交易相比不存在显著差异，具有一定合理性。

(2) 总资产增值率对比情况

海旅免税和珠海免税截至各自评估基准日资产负债率差异较大，其中珠海免税资产负债率为30.48%，海旅免税资产负债率为82.91%。为剔除负债结构差异较大的影响，采用总资产增值率指标进行对比，具体情况如下：

单位：万元

标的公司	资产总额	负债总额	所有者权益价值	总资产评估值	总资产增值率
珠海免税	476,897.28	158,646.96	932,800.00	1,091,446.96	129%
海旅免税	298,592.62	247,551.26	408,965.53	656,516.79	120%

注1：海旅免税所有者权益价值=归属于母公司的所有者权益价值+少数股东权益价值；
注2：总资产评估值=所有者权益价值+负债总额

通过对比，珠海免税与海旅免税总资产增值率分别129%、120%，较为接近，本次交易标的资产总资产增值率与近期可比交易相比不存在显著差异，具有一定合理性。

综上，本次评估增值率较高的主要原因系标的公司成立时间较短、前期积累较少导致净资产规模较低，随着标的公司的快速发展，其净资产规模不断提升，预计到2023年底本次评估增值率将显著下降。此外，通过与近期可比交易案例进行对比，相关指标与可比交易不存在显著差异，本次评估增值率具有一定合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、上市公司表格列式了报告期与预测期免税业务（免税线上、免税线下）、完税业务（完税线上、完税线下）、联营业务、黑虎业务、华庭业务毛利率、净利率；

2、上市公司补充说明了不用2022年可比公司PE值的原因；选用PE而非PS的原因，模拟按照可比公司PS值并考虑调整系数预估标的公司股权价值；

3、上市公司补充说明了弗若斯特沙利文行业研究报告预测的依据，并结合国家相关政策、政策落地情况、海南岛全岛封关、2021年和2022年海口海关发布数据等，分析了弗若斯特沙利文行业研究报告预测的稳健性；

4、上市公司补充说明了除中国中免外，2021年和2022年其他可比公司免税业务收入增长情况；

5、上市公司结合客流量、转化率、客单价等，分析了免税业务收入上升依据及可实现性；

6、上市公司结合市场竞争格局、目前在手协议等，分析提高直采比例、调整折扣政策、提升精品类高毛利率水平结构的可行性及预测期市场占有率的合理性，说明了预测期免税业务毛利率预测的合理性；

7、上市公司补充说明了完税业务收入增长、毛利率与可比公司的差异并进行合理分析；

8、上市公司结合预测期销售人员、管理人员数量和平均薪酬等，分析了职工薪酬的合理性；结合租赁合同等，分析了销售费用中房屋租赁费用、物业管理费及管理费用中租赁费的预测合理性。

相关分析具有合理性。

问题10.2

重组报告书显示，（1）华庭项目计划于2023年8月开业，2021年和2022年海旅免税城客流量分别为199.03万人次、181.53万人次，预估首年进店客流量290万人次，增长较大，以后年度按13%平均增长率；消费率参照海旅免税城2022年

转换率为30%；结合各楼层的品牌入驻定位及销售占比，人均消费为1,150元；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%；（2）华庭项目2023年和2024年生产负荷按70%估算，同时有3个月的筹备期，毛利率相对较低，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；（3）华庭项目销售费用及其他营销费用、管理费用参照华庭可研，分别按1,000万、1,100万计。

请公司说明：（1）公司开展华庭业务的原因，预定的目标消费群体，结合与海旅免税城目标消费群体的差异，说明选址的合理性；入驻品牌及与其他项目的差异，与主要供应商的合作过程；（2）结合同类项目可比数据、跟海旅免税城客户群体的差异等，说明华庭项目进店客流人次大幅增长的合理性；结合可比案例等，说明消费率设定的合理性；人均消费、折扣率的设定依据；（3）结合供应商渠道、运营经验、消费群体消费能力等，说明百联奥特莱斯业务毛利率是否具有可比性；（4）销售费用及其他营销费用、管理费用预测的合理性；预测期净利率情况，与可比公司差异及原因；（5）华庭项目延期开业的可能，及对评估的影响。

请评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）公司开展华庭业务的原因，预定的目标消费群体，结合与海旅免税城目标消费群体的差异，说明选址的合理性；入驻品牌及与其他项目的差异，与主要供应商的合作过程

1、公司开展华庭业务的原因、预定的目标消费群体及选址的合理性

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，标的公司积极推进华庭业务，不断丰富商品的种类和品牌，促进标的公司未来成为“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动的旅游零售商，不断提高标的公司的竞争力。

华庭项目预定的目标消费群体为岛内居民和岛外游客。华庭项目选址位置为三亚市吉阳区荔枝沟路华庭广场，位于三亚市中心商务核心区域，离凤凰机场、环岛高铁站、环岛高速均为25分钟以内车程，交通十分便利。华庭项目毗邻中航大嘉汇、大悦城、三亚传媒中心等重点项目，与海旅免税城距离不超过一公里，并为之呼应，形成大型综合消费商圈整体联动。华庭项目选址具有合理性。



2、入驻品牌及与其他项目的差异，与主要供应商的合作过程

华庭项目与海旅免税城的入驻品牌存在差异，主要体现在两方面：一是品牌结构差异，免税城以香化、精品为主，华庭项目以精品为主；二是入驻品牌差异，海旅免税城主要以国际一线大牌、潮牌为主，华庭项目主要为国际轻奢、国内知名品牌为主。

华庭项目通过联营、自营、租赁等方式运营，除部分为海旅免税城供应商外，标的公司结合华庭项目定位主动对接目标供应商，以招商的方式引进供应商。截至本回复出具日，华庭项目已招商面积占出租面积的比例约**90%**，其余面积正在商务洽谈中。

(二) 结合同类项目可比数据、跟海旅免税城客户群体的差异等，说明华庭项目进店客流人次大幅增长的合理性；结合可比案例等，说明消费率设定的

合理性；人均消费、折扣率的设定依据

1、华庭项目进店客流人次增长具有合理性

(1) 同类项目可比数据

华庭项目预定的消费群体为岛内居民和岛外游客，与海旅免税城的消费群体存在重叠。华庭项目与海旅免税城距离不超过一公里，标的公司将通过向海旅免税城进店客人及线上客人发放华庭项目优惠券、海旅免税城与华庭项目间开通接送班车等方式联动运营，两类项目的客流人次数据具有可比性。

海旅免税城线下门店的客流量数据如下：

单位：万人次

项目	2021年	2022年	2023年1-7月
客流量	199.03	181.53	217.33

2023年1-7月，海旅免税城线下门店的客流量为**217.33**万人次，较去年同期增长**61.04%**。

(2) 与海旅免税客户群体的差异

华庭项目经营有税商品，预定的消费群体为岛内居民和岛外游客；海旅免税城经营免税商品和有税商品，免税商品的客户群体为岛外游客及离岛的岛内居民，有税商品的客户群体为岛外游客和岛内居民。华庭项目与海旅免税的客户群体重合度较高。

华庭项目的首年进店客流以2019年三亚市接待过夜游客数量及岛内常驻人口基础，并参考海旅免税城的客流转转化率，综合设定为290万。

岛内常驻人口相对稳定，华庭项目进店客流人次增长参照2017年-2019年三亚过夜旅客平均增长率设定，具体情况如下：

单位：万人次

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
三亚过夜游客	1,651.58	1,830.97	2,242.57	2,396.33
增长率	-	10.86%	22.48%	6.86%

2017年-2019年三亚过夜旅客复合增长率为13.21%

数据来源：三亚市统计局。

为支持海南自由贸易港建设，海南的运输基础设施迅速发展，海南成为旅客休闲和购物目的地的吸引力与日剧增，预计未来海南旅游零售市场稳健增长。根据弗若斯特沙利文研究报告，2023年-2026年海南旅客规模的复合增长率为13.70%。

2017年-2023年1-6月，三亚市接待过夜游客数量与海南省接待游客数量比较如下：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-6月
三亚市接待过夜游客数量	1,830.97	2,242.57	2,396.33	1,714.40	2,162.04	1,314.79	1,327.36
海南省接待旅客数量	6,745.01	7,627.39	8,311.20	6,455.09	8,100.43	6,003.98	4,606.59
占比	27.15%	29.40%	28.83%	26.56%	26.69%	21.90%	28.81%

数据来源：三亚市统计局，海南省旅游和文化广电体育厅。

基于三亚市接待过夜游客数量占海南省接待游客数量比例相对稳定的预期，华庭项目进店客流人次增长率13%，略低于2023年-2026年海南旅客规模的复合增长率，具有合理性。

2、消费率设定具有合理性

华庭项目预定的消费群体为岛内居民和岛外游客，与海旅免税城的消费群体存在重叠，华庭项目与海旅免税城商场定位互补，品牌存在差异。华庭项目与海旅免税城距离不超过一公里，标的公司将通过向海旅免税城进店客人及线上客人发放华庭项目优惠券、海旅免税城与华庭项目间开通接送班车等方式联动运营，两个项目具有可比性。

华庭项目的设定的消费率为30%，与2022年海旅免税城线下门店转化率28.08%和海南离岛免税转化率27.02%不存在显著差异，具有合理性。

3、人均消费、折扣率的设定依据

（1）人均消费设定依据

华庭项目的人均消费系结合各楼层的品牌入驻定位及消费占比设定，根据各楼层的销售均价和预估销售占比计算消费金额，然后在此基础上考虑5%的折扣

率确定人均消费金额。具体计算如下：

单位：元

楼层	品牌定位	销售均价	预估销售占比	消费金额
一层	重奢	8,000.00	10%	800.00
二层	轻奢	1,000.00	20%	200.00
三层	潮牌时尚	300.00	70%	210.00
合计			100%	1,210.00
人均消费=消费金额 1,210.00*95%=1,150.00				

(2) 折扣率的设定依据

报告期内，标的公司联营业务前五大供应商约定的扣点率为15%-28%，服饰类上市公司与商场联营业务的扣点率如下：

公司名称	主营业务	合作模式情况
欣贺股份 (003016.SZ)	公司深耕高端女装市场，专注打造中国高端女装品牌，目前拥有 JORYA、JORYA weekend、GIVHSHYH（巨式国际）、ANMANI（恩曼琳）、CAROLINE（卡洛琳）、AIVEI 和 QDA 七大自有品牌	公司与部分联营商场的合作合同中约定：商场按销售额的一定比例与固定收益金额孰高向公司收取分成。奥特莱斯联营商场合同约定的基本扣点低于其他类型的联营商场，集中在 8%-13% 之间
嘉曼服饰 (301276.SZ)	公司是一家中高端童装运营企业，主要产品包括外套、上衣、裙子、裤子、家居服、形象用品及附属品。公司自有品牌“水孩儿”主要定位于大童童装市场	对于线下商场，公司按照每月与商场对账核对一致的结算清单与商场进行结算，商场按照协议约定向公司支付货款（扣除商场分成扣点），合同约定账期大多为 30-45 天，分成扣点基本在 10% 至 28% 之间不等

综上，华庭项目扣点率参考标的公司目前联营有税在执行合同、华庭项目经营定位并结合行业水平等因素综合设定为12%。

(三) 结合供应商渠道、运营经验、消费群体消费能力等，说明百联奥特莱斯业务毛利率是否具有可比性

百联奥特莱斯业务毛利率具有可比性，具体分析如下：

项目	百联股份-奥特莱斯业务	华庭项目
供应商合作模式	与供应商采用联营的合作模式	与供应商采用联营的合作模式

运营经验	拥有成熟的奥特莱斯业态运营模式,自上海百联奥特莱斯广场 2006 年开业以来,截至目前,共运营 9 家奥特莱斯广场,具有丰富的运营经验	海旅免税城于 2020 年 12 月开业,目前经营面积 9.5 万平方米,累计引进、经营 1,000 多个国际知名品牌,是集免税购物、有税购物、餐饮娱乐于一体的高端旅游零售综合体。海旅免税城开业以来,已经发展成为海南离岛免税行业排名前列的运营商。公司拥有专业高效的免税运营管理团队,积累了强大的运营经验
消费群体消费能力	经营的奥特莱斯广场位于上海、南京、无锡、杭州、济南、青岛、武汉和长沙,主要为发达城市,消费能力较强	消费群体主要为游客及岛内居民,消费能力较强

通过上表比较可知,百联股份奥特莱斯业务和华庭项目均具有丰富的运营经验,与供应商的合作模式相同,所服务的消费群体均具有较强的消费能力。

综上,百联奥特莱斯业务毛利率具有可比性。

(四) 销售费用及其他营销费用、管理费用预测的合理性;预测期净利率情况,与可比公司差异及原因

1、销售费用及营销费用、管理费用预测具有合理性

华庭项目销售费用和管理费用系结合海旅免税城的费用综合设定,主要包括广告宣传费、办公费、维修费和技术服务费等。

华庭项目经营成本中的折旧摊销、人工成本系单独测算,上述费用未包含在销售费用和管理费用中。考虑折旧摊销、人工成本后,销售费用和管理费用占营业收入的比例如下表所示:

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
占营业收入比例	108.86%	51.60%	33.32%	30.78%	28.47%

通过上表可知,2023年和2024年,华庭项目销售费用和管理费用(包含折旧摊销、人工成本)合计占营业收入的比例为108.86%和51.60%。2023年费用率较高的主要原因是华庭项目计划2023年8月开业,生产负荷按照70%估算,人工成本考虑3个月的筹备期按7个月测算,而销售费用和管理费用按照全年测算;2024年费用率较高的主要原因是2024年的生产负荷按照70%估算。

可比公司百联股份2021年-2022年销售费用和管理费用合计占营业收入的比例分别为22.63%和23.66%。

2025年-2027年，华庭项目销售费用和管理费用（包含折旧摊销、人工成本）合计占营业收入的比例为33.32%、30.78%和28.47%，略高于可比公司百联股份，两者不存在较为显著的差异，具有合理性。

2、预期测净利率情况，与可比公司差异及原因

预测期，华庭项目的净利率如下表所示：

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
华庭项目-净利率	-125.71%	-5.71%	26.72%	31.78%	36.19%	36.19%

可比公司百联股份未披露分行业的净利率，2021年和2022年的净利率分别为1.83%和1.90%。

华庭项目净利率与百联股份存在差异，主要原因为业务结构不同，百联股份除经营奥特莱斯业务外，主要经营大型综合超市、超级市场、购物中心、百货等业务，以经销模式为主，毛利率及净利率相对较低。百联股份2021年和2022年分行业的收入占比及毛利率如下表所示：

项目	2021年		2022年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
大型综合超市	42.43%	22.17%	43.49%	20.87%
超级市场	35.53%	19.19%	29.26%	18.97%
百货	5.08%	22.28%	6.47%	27.31%
便利店	4.81%	14.53%	4.51%	15.19%
购物中心	3.86%	39.01%	5.49%	54.61%
奥特莱斯	3.00%	72.17%	3.20%	76.75%
其他专卖	1.78%	18.71%	3.28%	32.92%
其他	0.86%	33.61%	1.19%	17.05%
其他业务	2.66%	97.70%	3.12%	93.53%
合计	100.00%	24.94%	100.00%	26.73%

（五）华庭项目延期开业的可能，及对评估的影响

华庭项目原计划2023年8月开业，截至本回复出具日，华庭项目已招商面积占出租面积的比例约90%，其余面积正在商务洽谈中；华庭项目的前期工作进度约90%，由于个别工程及验收进度不达预期，预计开业时间将延期至9月底至10

月上旬。

从华庭项目盈利预测看，2023年盈利预测参照华庭可研预测第一年收入金额，仅预测考虑4个月的收入，同时经营规模仅按照可行性研究报告中70%估算，同时考虑了3个月筹备期成本，销售费用和管理费用按照全年水平估计，净利润预计为-4,646.29万元，标的公司盈利预测中已经谨慎考虑开业初期业绩较差乃至亏损的情况。根据目前的实际情况，华庭项目筹备期、销售费用和管理费用预计充分，预测利润较为谨慎。

华庭项目的业绩贡献期主要集中于四季度旺季，9月份未如期实现的经营成果对于2023年华庭项目整体业绩影响较小，华庭项目可在9月底或10月上旬开业，可充分利用第四季度为海南旅游市场旺季的特点，保证华庭项目销售额的可实现性。

从华庭项目目前业务开展情况来看，企业招商进度已招商面积占出租面积的比例约90%，招商进度顺利开展；从招商的品牌情况来看，华庭项目引进品牌涵盖多个国际知名热门品牌，为企业华庭项目业绩实现提供有力保障。

从华庭项目营销策略来看，延期开业为华庭项目提供更加充足的开业准备时间，使得促销宣传时间更加宽裕，标的公司可通过有效的营销方式为新商场的开业充分预热，提高商场的潜在客户触及度，争取迅速打开消费市场，保证华庭项目销售额可实现性。

虽然华庭项目延期开业，但是延期时间较短，且华庭项目的业绩贡献期主要集中于四季度旺季，9月份未如期实现的经营成果对于2023年华庭项目整体业绩影响较小；此外，企业盈利预测中已经谨慎考虑业务开展不及预期等因素的情形，同时标的公司招商进展顺利，营销策略稳步开展，华庭项目盈利预测具有可实现性，对评估结果不构成重大影响。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、上市公司补充说明了海旅免税开展华庭业务的原因，预定的目标消费群体，结合与海旅免税城目标消费群体的差异，并对选址的合理性进行了分析；补

充说明了入驻品牌及与其他项目的差异，与主要供应商的合作过程；

2、上市公司结合同类项目可比数据、跟海旅免税城客户群体的差异等，说明了华庭项目进店客流人次大幅增长的合理性；并结合可比案例等，说明消费率设定的合理性；并补充说明了人均消费、折扣率的设定依据；

3、上市公司结合供应商渠道、运营经验、消费群体消费能力等，说明百联奥特莱斯业务毛利率的具有可比性；

4、上市公司补充分析了销售费用及其他营销费用、管理费用预测的合理性；补充说明了预测期净利率情况，并分析了可比公司差异及原因；

5、上市公司补充说明了华庭项目延期开业的可能及对评估的影响。相关说明及分析具有合理性。

相关说明及分析具有合理性。

四、关于标的公司财务信息

问题11. 关于收入

问题11.1

重组报告书显示，（1）报告期内离岛免税业务收入分别为17.7亿、27.4亿，占营业收入比例分别为72.41%、80.51%，收入增长较快且为标的公司主要收入来源；（2）免税业务分为线上和线下业务，其中线上收入来源于海旅免税线上官方商城（微信小程序、APP等），金额分别为3.58亿、9.53亿，占免税业务收入比例分别为20%、35%；线下收入来源于子公司海旅免税城，金额分别为14.1亿、17.8亿，占免税业务收入比例分别为80%、65%。

请公司说明：（1）免税线上业务的开拓过程，免税线上业务主要竞争对手、与竞争对手相比的竞争优势，免税线上与免税线下消费群体的差异、收入的配比关系；（2）免税线上销售的相关业务数据，包括但不限于报告期各期SKU总订单数、总订单金额、平均订单金额、平均用户收入、退换货情况等，并结合上述内容，分析免税线上收入大幅增长的原因；（3）免税线下业务的客户类型、金额

及占比；分析法人客户采购的原因，个人客户是否存在大额采购、频繁采购等异常情况；并结合客流量、转化率、客单价等，分析免税线下收入大幅增长的原因。

回复：

一、公司说明

（一）免税线上业务的开拓过程，免税线上业务主要竞争对手、与竞争对手相比的竞争优势，免税线上与免税线下消费群体的差异、收入的配比关系

1、免税线上业务的开拓过程

标的公司海旅免税城于2020年底开业后，为迎合国内消费者互联网购物的消费习惯，标的公司快速开展免税线上平台的建立与拓展工作，除自主研发APP外，标的公司还与微信、支付宝、航旅纵横、京东等公司进行合作，由相关平台开放端口，接入海旅免税城免税线上平台，自开业以来，标的公司的免税线上业务开拓过程如下：

端口	名称/网址	上线时间
微信端	海旅免税城	2021年1月25日
H5端	https://m.hltmsp.com/	2021年1月25日
支付宝端	海旅免税城	2021年4月1日
航旅纵横端	海旅免税	2021年4月29日
京东小程序端	海旅免税城	2021年5月1日
IOS\ Android APP	海旅免税城	2021年5月1日
抖音	海旅免税官方旗舰店	2021年7月28日

2、免税线上业务主要竞争对手、与竞争对手相比的竞争优势

标的公司免税线上业务的主要竞争对手为其他离岛免税企业。目前，主要离岛免税线上平台如下：

免税商	免税线上平台	
中国中免		CDF海南免税 (APP/小程序等)

免税商	免税线上平台	
海旅免税		海旅免税城 (APP/小程序等)
海控全球精品免税		GDF免税城 (小程序)
中服免税		CNSC离岛免税购 (小程序)
深圳免税		深免×DFS 离岛免税 (小程序)
王府井		王府井海南免税线上商城 (小程序)

相较于竞争对手，标的公司免税线上平台具备以下竞争优势：

(1) 海旅免税相较其他离岛免税主体的免税线上销售终端覆盖广泛，目前仅有海旅免税与中国中免开发了IOS\ Android APP，此外海旅免税还在支付宝、航旅纵横、京东等平台，拥有首家或独家小程序端口，具有一定先发优势，用户可在多个渠道下单，不断提升购物体验。

(2) 海旅免税以顾客服务和体验为核心，提供优越的会员等级共享升级机制，不断吸纳新的用户。

(3) 海旅免税系行业内首先借助抖音、快手、小红书互联网新媒体平台进行营销的企业，标的公司不断在相关平台宣传其优惠折扣活动和促销力度，提高消费者的消费意识和认知度，同时通过网络连接，将有关消费者导入海旅免税的免税线上业务平台，促进消费者到海旅免税进行消费。

3、免税线上与免税线下消费群体的差异、收入的配比关系

离岛免税的线上和线下服务适用于同一消费者群体，包括离岛旅客和离岛本地居民两大类消费者。

报告期内，免税线下、免税线上收入按商品种类构成情况如下：

项目	2023年1-5月		2022年		2021年	
	免税线上	免税线下	免税线上	免税线下	免税线上	免税线下
香化	65.56%	65.89%	65.64%	72.81%	51.45%	59.96%
电子	31.78%	3.52%	31.24%	7.14%	44.38%	17.52%
配饰、服饰、箱包	0.85%	20.88%	0.50%	13.79%	0.94%	14.28%
酒水	1.35%	2.38%	2.31%	3.32%	2.16%	3.69%
珠宝	0.01%	6.11%	0.01%	2.72%	0.73%	4.00%
其他	0.46%	1.22%	0.29%	0.22%	0.35%	0.57%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

由上表可知，免税线上的主要收入来源为香化、电子产品，而免税线下的商品类别主要涵盖香化、精品、电子及少量酒水、珠宝，相较线上更加全面和综合。

报告期内，标的公司免税线上、免税线下业务情况如下：

单位：万元

项目	2023年1-5月	2022年	2021年
免税线上收入	66,403.27	95,346.51	35,800.41
免税线下收入	124,940.12	178,233.34	141,069.84
免税线上收入/免税线下收入	53.15%	53.50%	25.38%

2021年，标的公司的免税线上平台还处于基础建设阶段，其运营SKU数量不够齐全和完善，而且相关的运营促销活动也在持续构建中。2022年，海旅免税不断完善销售终端平台的运营策略，对线上营销宣传和推广的力度也在不断加强，客户对其品牌和平台的认知度逐渐提升。2022年、2023年1-5月，免税线上收入占线下收入的比重有了较大的提升。

（二）免税线上销售的相关业务数据，包括但不限于报告期各期SKU总订单数、总订单金额、平均订单金额、平均用户收入、退换货情况等，并结合上述内容，分析免税线上收入大幅增长的原因

报告期内，标的公司免税线上业务数据如下：

项目	2023年1-5月	2022年	2021年	2022年同比增长
SKU数量（个）	19,635	17,455	11,370	53.52%
总订单金额 ^{注1} （万元）	69,958.32	100,630.61	40,202.44	150.31%

项目	2023年1-5月	2022年	2021年	2022年 同比增长
订单数量（万个）	55.25	52.48	15.98	228.41%
平均订单金额 ^{注2} （元/单）	1,266.21	1,917.50	2,515.80	-23.78%
免税线上业务收入	66,403.27	95,346.51	35,800.41	166.33%
用户数量（万人）	19.90	19.23	7.66	151.04%
平均用户收入 ^{注3} （元/人）	3,336.85	4,958.22	4,673.68	6.09%
退换货金额（万元）	60.49	114.45	51.24	123.36%
退换货金额占免税线上业务收入比	0.09%	0.12%	0.14%	下降0.02个百分点

注1：订单金额指当期消费者通过免税线上平台下单并扣除标的公司自身消费券优惠后的金额，包括当期下单但未确认收入的金额；

注2：平均订单金额=总订单金额/订单数量；

注3：平均用户收入=免税线上业务收入/用户数量。

2022年，标的公司免税线上业务收入95,346.51万元，较2021年增加166.33%。2021年，标的公司处于线上渠道基础建设和品牌推广阶段，2022年，随着标的公司品牌知名度提升和SKU数量扩容，SKU同比增加53.52%；此外，随着标的公司现场平台基础建设及营销策略不断完善，客户认知度不断提升，选择线上购物用户不断增多，海旅免税线上平台的用户数量大幅提升，同比增幅151.04%，同时平均用户收入略有增长，同比增幅6.09%；2022年，标的公司线上促销活动进一步加大，用户为充分享受满减消费券带来的优惠，较多采用拆单消费模式，平均订单金额同比有所下降，受用户数量提升及拆单消费模式的影响，订单数量同比大幅上升。综合上述因素影响，在退换货率总体稳定的情况下，标的公司2022年免税线上业务收入大幅增长。2023年1-5月，标的公司免税线上订单数量、用户数量、SKU继续呈上升趋势，标的公司免税线上收入进一步提升。

（三）免税线下业务的客户类型、金额及占比；法人客户采购的原因，个人客户不存在大额采购、频繁采购等异常情况；并结合客流量、转化率、客单价等，分析免税线下收入大幅增长的原因

1、免税线下业务的客户类型、金额及占比

报告期内，标的公司免税线下业务以自然人客户为主，按客户分类的免税线下业务情况如下：

单位：万元

客户种类	2023年1-5月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自然人	123,560.91	98.90%	175,144.65	98.27%	137,407.82	97.40%
法人	1,379.21	1.10%	3,088.69	1.73%	3,662.02	2.60%
合计	124,940.12	100.00%	178,233.34	100.00%	141,069.84	100.00%

2、法人客户采购的原因，个人客户不存在大额采购、频繁采购等异常情况

(1) 法人客户采购原因

报告期内，标的公司的免税线下业务中存在着少量法人客户，相关客户主要通过标的公司保税区仓库直接采购商品，购买的商品主要包括化妆品和酒水等。上述法人客户向海旅免税采购的主要原因系标的公司的免税商品种类齐全、价格合适，且所有免税产品的全程都受到海关监管，货品质量有着较强的保证。

(2) 个人客户不存在大额采购、频繁采购等异常情况

报告期内，标的公司免税线下业务个人客户按订单金额分类的收入情况如下：

单位：万元、万笔

单笔订单金额区间	2023年1-5月			2022年度			2021年度		
	金额	笔数	金额占比	金额	笔数	金额占比	金额	笔数	金额占比
小于1,000元	19,742.70	42.64	15.36%	19,069.13	44.63	10.89%	13,032.94	31.05	9.48%
1,000元-2,000元	20,837.38	14.75	16.22%	21,521.85	16.18	12.29%	21,395.52	18.13	15.57%
2,000元-5,000元	31,899.6	10.39	24.82%	43,017.82	14.57	24.56%	33,829.77	13.06	24.62%
5,000元以上	56,019.6	5.31	43.60%	91,535.86	9.33	52.26%	69,149.58	6.75	50.32%

订单金额方面，标的公司个人客户每年离岛免税购物额度仅为10万元，因此不涉及大额采购的情形。

报告期内，标的公司免税线下个人客户按同一姓名交易频次分类的收入情况如下：

单位：万元、万人

同一姓名交易	2023年1-5月	2022年度	2021年
--------	-----------	--------	-------

次数	客户数	金额	金额占比	客户数	金额	金额占比	客户数	金额	金额占比
1-6次	26.44	105,502.37	82.10%	24.10	139,215.39	79.49%	24.09	115,309.43	83.92%
7-12次	1.33	19,235.55	14.97%	2.05	28,000.72	15.99%	1.25	18,257.56	13.29%
大于12次	0.11	3,761.35	2.93%	0.34	7,928.54	4.53%	0.16	3,840.83	2.80%
合计	27.88	128,499.27	100.00%	26.49	175,144.65	100.00%	25.50	137,407.82	100.00%

采购频率方面，标的公司个人客户购买业务受海关严格监管，购买时需提供离岛信息，且标的公司系统会根据离岛免税政策对个人客户购买商品件数进行设置，当客户购买次数超过额度的时候系统直接进行拦截，提示无法购买；其次，相比一般有税零售，免税商品售后政策更加严格，不支持7天无理由退货，且退货流程更加严格，较难以商品质量以外的因素申请退货。

报告期内，标的公司免税线下交易次数大于12次的个人客户收入分别为3,840.83万元、7,928.54万元、**3,761.35万元**，占当期免税线下业务收入的2.80%、4.53%、**2.93%**，占比较低，考虑到标的公司免税业务监管较为严格，免税线下个人客户不存在频繁购买的异常情况。

3、免税线下收入大幅增长的原因

报告期内，标的公司免税线下业务情况如下：

项目	2023年 1-5月	2022年	2021年	2022年 同比增长率
客流量（万人） ^{注1}	169.41	181.53	199.03	-8.79%
交易人数（万人）	31.99	33.98	30.92	9.90%
转化率 ^{注2}	18.88%	18.72%	15.54%	提升3.18个百分点
业务收入（万元）	124,940.12	178,233.34	141,069.84	26.34%
SKU数量（个）	63,206	53,728	45,077	19.19%
客单价 ^{注3} （元/人）	3,905.60	5,245.24	4,562.41	14.97%

注1：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；

注2：转化率=交易人数/客流量；

注3：客单价=业务收入/交易人数

2022年，标的公司免税线下收入为178,233.34万元，较2021年增加26.34%。2022年受公共卫生事件影响，标的公司海旅免税城线下客流量181.53万元，较

2021年下降8.79%，但随着标的公司品牌建设及营销策略完善，2022年免税线下业务交易人数相较2021年上升9.90%，转化率较2021年提升3.18个百分点；2022年，标的公司进一步提升SKU数量，丰富高端香化、精品、酒水产品种类，使得2022年标的公司免税线下业务客单价较2021年增加14.97%，上述因素综合作用使得标的公司免税线下收入大幅增长。**2023年1-5月，标的公司免税线下累计客流量、交易人数、SKU继续呈上升趋势，标的公司免税线下收入进一步提升。**

问题11.2

组报告书显示，（1）报告期内完税业务收入分别为5.4亿、5.8亿，占营业收入比例分别为22.28%、17.16%；（2）完税业务收入的98%来源于线上业务，通过线上商城（会员购、抖音、有赞）开展；（3）线上销售商品主要来源于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；（4）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。

请公司说明：（1）完税线上业务如何补缴相关税费，如何与免税业务进行区分；完税线上销售的主要内容、消费群体、客单价与免税线上的差异；完税线上业务的市场需求点及标的公司的竞争优势；（2）完税线上销售的相关业务数据，包括但不限于报告期各期SKU总订单数、总订单金额、平均订单金额、平均用户收入、退换货情况等，并结合上述内容，分析完税线上收入变动原因；（3）完税线下业务的主要供应商，消费群体，主要竞争对手及竞争优劣势。

回复：

一、公司说明

（一）完税线上业务如何补缴相关税费，如何与免税业务进行区分；完税线上销售的主要内容、消费群体、客单价与免税线上的差异；完税线上业务的市场需求点及标的公司的竞争优势

1、完税线上业务如何补缴相关税费，如何与免税业务进行区分

标的公司电子商务部提供需要转税的商品清单，并由财务部提供相关商品进价，招商采购部报关组向海关报送报告，申请免税品转内销并附明细清单，海关批复后，标的公司进行报关申报，并严格按照有关规定缴纳关税、增值税、消费税（如有）。

免税品完成缴税后商品性质发生转变，标的公司将完税商品与免税商品实物调拨至各自仓库，进行物理区分，同时在系统中也会办理相应商品的免税仓退库及会员购仓入库，并将实物分别调拨到相应柜组。

2、完税线上销售的主要内容、消费群体、客单价与免税线上的差异

对于标的公司，完税线上业务不受离岛免税政策限制，适用于绝大多数消费者，海旅免税将完税线上业务作为免税业务的补充，消费群体主要为离岛后仍有消费需求的旅客以及岛内居民。

报告期内，标的公司完税线上、免税线上商品收入构成情况如下所示：

项目	2023年1-5月		2022年		2021年	
	免税线上	完税线上	免税线上	完税线上	免税线上	完税线上
香化	65.56%	96.59%	65.64%	88.30%	51.45%	91.71%
电子	31.78%	0.59%	31.24%	9.92%	44.38%	6.62%
酒水	1.35%	1.95%	2.31%	1.57%	2.16%	1.52%
其他	1.32%	0.87%	0.81%	0.20%	2.01%	0.15%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

从产品结构上看，标的公司完税线上销售主要以香化为主，报告期内香化产品占比分别为91.71%、88.30%、**96.59%**；免税线上销售主要以香化、电子产品为主，报告期内上述产品占比分别为95.83%、96.88%、**97.34%**。

报告期内，标的公司免税线上业务、完税线上业务的客单价情况如下：

单位：元/单

项目	2023年1-5月	2022年	2021年
免税线上客单价	3,336.85	4,958.22	4,673.68
完税线上客单价	455.33	1,002.97	2,218.64

由前述分析可知，标的公司完税线上业务主要的消费群体为离岛后仍有消费

需求的旅客以及岛内居民，其主要在完税线上平台购买更具性价比的香化产品；此外，标的公司完税线上商品丰富程度不及免税线上，在抖音、快手等平台直播促销商品时往往以单品为单位下单，因此完税线上客单价小于免税线上。

3、完税线上业务的市场需求点及标的公司的竞争优势

完税线上平台不受离岛免税政策限制，适用于绝大多数消费者，因离岛免税商为消费者承担了部分税费，完税商品与免税商品价格相差较小，且完税线上商品货源与免税商品相同，产品质量能够得到保证，因此吸引离岛后的旅客、岛内居民持续购买。

针对完税线上业务，标的公司率先在行业内通过互联网优质渠道，如抖音、快手、腾讯严选、得物等平台，实现了精准触达更多消费者，拥有一定先发优势。此外，标的公司还在尝试与银行、保险等金融机构及社群开展合作，进一步扩大业务覆盖范围。同时，完税线上商城通过已有客户宣传，不断引导更多消费群体关注，进一步提高了品牌知名度。目前，标的公司完税线上平台会员购注册用户数量已突破200万，用户数量位于同行业前列。此外，海旅免税完税线上业务进行差异化发展，在免税商品转有税的基础上，引入更多优质有税商家入驻，促进品牌升级，丰富完税线上业务的整体货品结构、提升货品档次，使消费者整体购物体验更加丰富与流畅。

（二）完税线上销售的相关业务数据，包括但不限于报告期各期SKU总订单数、总订单金额、平均订单金额、平均用户收入、退换货情况等，并结合上述内容，分析完税线上收入变动原因

报告期内，标的公司完税线上业务数据如下：

项目	2023年1-5月	2022年	2021年	2022年 同比增长率
SKU数量(个)	17,331	15,742	11,213	40.39%
总订单金额(万元)	12,920.45	63,014.02	64,091.13	-1.68%
订单数量(万个)	31.90	88.90	41.81	112.64%
平均订单金额(元/单)	405.03	708.86	1,533.09	-53.76%
业务收入(万元)	11,624.66	56,885.41	53,127.68	7.07%
用户数量(万人)	25.53	56.72	23.95	136.85%

项目	2023年1-5月	2022年	2021年	2022年 同比增长率
平均用户收入（元/人）	455.33	1,002.97	2,218.64	-54.79%
退换货金额（万元）	66.31	436.22	311.50	40.04%
退换货金额占完税线上 业务收入比	0.57%	0.58%	0.45%	增加0.13个 百分点

2022年，标的公司收入56,885.41万元，较2021年增加7.07%。报告期内，标的公司将有税业务定位为免税业务的有效补充，积极进行推广及品牌营销活动，加强会员体系建设，努力提升客户认知度及触及度，2022年标的公司用户数量大幅提升，用户数量、订单数量同比增加136.85%、112.64%；同时标的公司完税线上业务持续加大在抖音、快手等渠道的推广，由于消费者在上述平台线上直播购买商品时主要以推荐的单品为单位下单，使得2022年平均订单金额及平均用户收入分别下降了53.76%、54.79%。在上述因素综合作用，且退换货率总体稳定的前提下，2022年标的公司有税线上业务收入较2021年小幅增长。由于有税线上业务商品主要来源于补缴相关税费后的免税商品，毛利率整体较低，标的公司将有税线上业务定位于免税业务的有效补充，线上业务逐渐向免税业务倾斜，2023年1-5月，有税线上业务呈现下降趋势。

2021年至2023年1-5月，标的公司完税线上业务收入情况如下：

单位：万元

线上项目	2023年1-5月		2022年度		2021年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
免税线上	66,403.27	85.10%	95,346.51	62.63%	35,800.41	40.26%
完税线上	11,624.66	14.90%	56,885.41	37.37%	53,127.68 ^注	59.74%
线上合计	78,027.93	100.00%	152,231.92	100.00%	88,928.09	100.00%

注：标的公司完税线上会员购平台于2021年4月份初步搭建，在测试阶段，主要面向法人客户及少量自然人客户进行试运营，2021年8月份，标的公司会员购平台正式上线。2021年4月至2021年7月完税线上会员购平台实现收入17,103.76万元，主要销售来自于一家法人客户及零星自然人客户。

随着标的公司运营的持续开展，其线上业务收入整体规模呈现上升趋势，由于线上完税业务商品主要来源于补缴相关税费后的免税商品，毛利率整体较低，标的公司将线上完税业务定位于免税业务的有效补充，线上业务逐渐向免税业务倾斜，2021年至2023年1-5月，标的公司完税线上业务收入占比分别为

59.74%、37.37%、14.90%，呈现下滑趋势。此外，2021年法人客户采购金额较高，2021年会员购平台搭建并正式上线的几个个月内实现了较高收入。

（三）有税线下业务的主要供应商，消费群体，主要竞争对手及竞争优势

报告期内，标的公司有税线下业务前五大供应商情况如下：

单位：万元

序号	有税线下供应商名称	采购主要商品	有税线下采购金额	占有税线下采购总额比例
2023年1-5月				
1	供应商1	酒水	143.60	16.92%
2	供应商2	食品	142.87	16.83%
3	供应商3	服饰、箱包	80.13	9.44%
4	供应商4	食品	70.71	8.33%
5	供应商5	食品	62.59	7.37%
合计			499.90	58.90%
2022年度				
1	供应商1	服饰箱包	197.84	14.75%
2	供应商2	酒水	196.23	14.63%
3	供应商3	服饰箱包	166.06	12.38%
4	供应商4	酒水	147.52	11.00%
5	供应商5	酒水	99.15	7.39%
合计			806.80	60.17%
2021年度				
1	供应商1	食品	951.72	44.22%
2	供应商2	服饰箱包	349.06	16.22%
3	供应商3	电子设备	136.43	6.34%
4	供应商4	酒水	130.53	6.07%
5	供应商5	服饰	106.29	4.94%
合计			1,674.03	77.78%

标的公司有税线下业务系一般百货零售业务，消费群体为前往海旅免税城的旅客及本地居民，主要竞争对手为三亚地区的百货零售商及开展有税线下业务的其他海南离岛免税商。

报告期内，海旅免税将有税线下业务作为免税线下业务的补充，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，销售一般有税服饰箱包，其中部分品牌为海南首次引入，更好满足了年轻消费客群的需求；此外，海旅免税城还在地下一楼设立了有税酒水、食品专区，丰富有税线下SKU数量及产品结构，并配合海旅免税城六楼餐饮空间，提升顾客的综合体验；标的公司有税线下业务定位为免税业务的有效延伸，由于经营面积有限，商品种类与数量存在一定局限性。

问题11.3

重组报告书显示，（1）跨境电商业务主要由子公司海旅黑虎经营，销售模式主要为线上商城直销；系跨境电商方面相关政策不断收紧，海旅黑虎跨境展示店数量大幅减少，线下业务萎缩带来跨境电商业务大幅亏损；（2）报告期内海旅黑虎还存在部分寄售模式（供应商扣点分成模式），其根据销售金额以及与供应商约定的分成比例确认收入；（3）报告期内跨境电商业务及其他收入大幅下滑，金额分别为9,716.81万元和2,189.51万元；（4）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。海旅免税根据销售金额以及与供应商约定的分成比例确认销售收入。报告期内，联营模式收入金额分别为1,984.36万元、3,550.74万元；（5）对于标的公司的部分经营场所与供应商开展的寄售业务、代销联营模式，标的公司向客户转让特定商品前没有取得该商品的控制权，因此标的公司认定为代理人，按已收或应收对价总额扣除应支付给其他方的价款后的净额，或者按照既定的佣金比例等确认。

请公司披露：完税业务、跨境电商业务前五大客户名称、采购内容、金额及占比。

请公司说明：（1）跨境电商业务的主要供应商、基本情况、向前五大供应商采购金额及占比，及与其合作过程；跨境电商业务主要消费群体；跨境电商业务的主要竞争对手，与竞争对手相比的竞争优势；（2）开立跨境展示店的原因；报告期内跨境展示店的具体情况，包括开立时间、地点、经营情况、标的公司投

入金额等；（3）报告期内寄售业务收入金额；结合标的公司与供应商各自义务、分成比等，说明寄售业务和联营业务的具体模式；报告期内寄售业务和联营业务的主要供应商，寄售业务与主营业务经营面积及占比，联营业务与主营业务经营面积及占比，供应商选择寄售销售、联营的原因，标的公司开展寄售、联营业务的原因。

请独立财务顾问和会计师：（1）对11.1-11.3进行核查并发表明确意见；（2）结合客户姓名对象、送货地址、购买数量、消费次数、客单量、消费金额及付款等实际情况，说明线上收入真实性的核查情况及核查结论；（3）结合物流签收单、提货单等，说明收入确认准确性的核查措施、核查比例及核查结论；（4）提供标的公司IT审计及信息网络系统安全报告，并说明对于标的公司IT审计及信息网络系统安全的核查情况及核查结论。

回复：

一、公司披露

公司已在重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“四、报告期内销售情况”之“（二）前五大客户情况”中对完税业务、跨境电商业务前五大客户名称、采购内容、金额及占比进行了补充披露，具体内容如下：

“报告期内，海旅免税完税业务前五大客户情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	销售商品种类	销售收入	占比
2023年1-5月				
1	客户1	香化	241.33	1.86%
2	客户2	香化	30.03	0.23%
3	客户3	香化	7.11	0.05%
4	客户4	香化	6.64	0.05%
5	客户5	香化	3.89	0.03%
合计			289.00	2.22%
2022年度				
1	客户1	香化、酒水	4,787.58	8.21%
2	客户2	香化	1,357.89	2.33%

序号	客户名称	销售商品种类	销售收入	占比
3	客户 3	电子	1,191.91	2.04%
4	客户 4	电子	455.58	0.78%
5	客户 5	香化	226.29	0.39%
合计			8,019.25	13.76%

2021 年度

1	客户 1	香化、酒水	26,917.89	49.47%
2	客户 2	香化	3,534.40	6.50%
3	客户 3	香化	124.04	0.23%
4	客户 4	香化	94.53	0.17%
5	客户 5	香化	86.43	0.16%
合计			30,757.29	56.53%

注：上述前五大客户已进行同一控制下合并披露。

报告期内，海旅免税跨境电商业务客户全部为自然人，前五大客户情况如下：

单位：万元

序号	身份证号	销售商品种类	销售收入	占比
2023 年 1-5 月				
1	客户 1	护肤、保健品、 清洁	2.48	1.37%
2	客户 2	护肤	2.31	1.28%
3	客户 3	护肤	2.13	1.18%
4	客户 4	护肤、保健品	2.07	1.15%
5	客户 5	护肤、保健品、 个人洗护	2.03	1.13%
合计			11.02	6.10%

2022 年度

1	客户 1	护肤、香化	2.60	0.16%
2	客户 2	护肤、香化	2.59	0.16%
3	客户 3	护肤、香化	2.47	0.16%
4	客户 4	腕表、保健品	2.33	0.15%
5	客户 5	保健、食品	2.18	0.14%
合计			12.16	0.77%

2021 年度

1	客户 1	保健品、食品	2.74	0.03%
---	------	--------	------	-------

序号	身份证号	销售商品种类	销售收入	占比
2	客户 2	护肤	2.58	0.03%
3	客户 3	护肤	2.42	0.03%
4	客户 4	保健品、食品	1.29	0.01%
5	客户 5	保健品、护肤	1.28	0.01%
合计			10.30	0.11%

”

二、公司说明

(一) 跨境电商业务的主要供应商、基本情况、向前五大供应商采购金额及占比，及与其合作过程；跨境电商业务主要消费群体；跨境电商业务的主要竞争对手，与竞争对手相比的竞争优势

1、跨境电商主要供应商情况

报告期内，标的公司跨境电商业务前五大供应商情况如下：

单位：万元

序号	跨境电商供应商名称	采购主要商品	跨境电商采购金额	占跨境电商采购总额比例
2023 年 1-5 月				
1	供应商 1	护肤	47.83	53.35%
2	供应商 2	彩妆、护肤	29.01	32.36%
3	供应商 3	保健品	6.80	7.59%
4	供应商 4	护肤	6.01	6.70%
合计			89.65	100.00%
2022 年度				
1	供应商 1	护肤	104.83	23.38%
2	供应商 2	护肤	97.90	21.83%
3	供应商 3	护肤、保健	62.98	14.04%
4	供应商 4	护肤、保健	54.40	12.13%
5	供应商 5	彩妆、护肤	34.71	7.74%
合计			354.82	79.12%
2021 年度				
1	供应商 1	彩妆、护肤	1,778.86	21.93%

序号	跨境电商供应商名称	采购主要商品	跨境电商采购金额	占跨境电商采购总额比例
2	供应商 2	护肤、保健	1,318.77	16.26%
3	供应商 3	彩妆、护肤、配饰	793.89	9.79%
4	供应商 4	彩妆、护肤	631.29	7.78%
5	供应商 5	护肤、母婴	585.76	7.22%
合计			5,108.57	62.98%

注：上述前五大供应商已进行同一控制下合并披露。

2019年以来，跨境电商在全国自贸区快速发展，自贸区跨境电商企业的注册量也迅速增长，且受当时岛民免税政策即将出台的预期影响，海旅黑虎于2021年年初加大备货，筹备岛民免税店，2021年跨境电商采购规模较大；但最终岛民免税政策未能如期出台，外加跨境电商政策收紧，海旅黑虎跨境电商业务收入大幅下降，存货出现一定程度积压。为改善自身产品结构，降低资金压力，2022年海旅黑虎在处理积压存货的同时，拓展新的供应商，采用寄售模式采购少量新商品。

2、跨境电商业务基本情况

报告期内，标的公司跨境电商业务销售的商品主要为护肤品、美食保健与时尚配饰，消费对象主要为本地居民、海旅免税会员及来岛旅客，海旅黑虎主要竞争对手及竞争优势如下：

竞争对手类别	主要企业	竞争优势
大型跨境电商平台及海南本地跨境电商企业	京东国际、考拉海购、陆海港、鲸贸、趣佰、适成、隐虎等	利用海旅免税同源的供货渠道，开展差异化竞争，品类更丰富，质量有保障，此外优惠力度也比一般跨境电商更大
离岛免税店	中国中免、海控全球精品免税、深圳免税等	不受离岛免税政策限制，灵活性较高，客户购物体验更好，此外海旅黑虎通过销售保健品等无法在离岛免税店销售的品类，开展差异化竞争

（二）开立跨境展示店的原因；报告期内跨境展示店的具体情况，包括开立时间、地点、经营情况、标的公司投入金额等

2019年5月，海口海关出台措施，支持在海关特殊监管区域外开展网购保税进口商品保税展示业务，支持跨境电商线上线下交易融合发展。为有效提升客户的消费体验与购物灵活性，2021年3月以前，海旅黑虎共开立了4家跨境展示店跨

境展示店，具体情况如下：

单位：万元、平方米

跨境展示店	经营时间	地点	面积	2022年销售额	2021年销售额	店铺投入 ^{注1}
呀诺达	2021年2月-2021年12月	三亚保亭呀诺达旅游区	1,800	-	1,449.78	560.55
宜欣店	2019年7月-2021年5月	海口宜欣城	430	-	366.75	57.62
三亚居然之家	2020年12月-2022年1月	三亚海旅免税城	420	54.38	2,650.42	150.06
优选-机场店	2019年4月-2022年11月 ^{注2}	三亚机场	3,600	-	3,135.69	42.80
合计			6,250	54.38	7,602.64	811.04

注1：店铺投入包括店铺装修、货柜及其他固定资产投资；

注2：优选-机场店已于2021年11月停止营业。

随着2021年海南跨境电商监管政策趋严，海旅黑虎开业的4家跨境展示店已于2022年底前全部关闭。

为应对行业政策的不利变化，海旅黑虎通过自购方式，将有吸引力的跨境商品转化为完税商品，并在店内展示，引导来店顾客在海旅黑虎跨境电商平台下单购物，由保税区邮寄给消费者。2022年，海旅黑虎在三亚、海口新开业了两家综合零售店铺，主要从事有税线下零售业务，其中安排了少量货柜展示已自购完税的跨境电商商品。

（三）报告期内寄售业务收入金额；结合标的公司与供应商各自义务、分成比等，说明寄售业务和联营业务的具体模式；报告期内寄售业务和联营业务的主要供应商，寄售业务与主营业务经营面积及占比，联营业务与主营业务经营面积及占比，供应商选择寄售销售、联营的原因，标的公司开展寄售、联营业务的原因

1、寄售业务、联营业务模式

（1）寄售业务

报告期内，海旅黑虎寄售业务收入金额为1,631.35万元、399.49万元、**185.54万元**。根据寄售供货合同，寄售模式指供应商将货物按要求发送至海旅黑虎指定

仓库，并由海旅黑虎负责商品销售，海旅黑虎每月按照寄售商品实际销售总额，及合同中约定的比例与供应商结算货款。在销售过程中，商品价格及促销事宜由海旅黑虎与供应商共同确定，供货商应保证海旅黑虎销售价格具备竞争力，此外，若发生商品滞销或退换货情况，海旅黑虎有权按采购成本价将滞销商品进行退货处理。

(2) 联营业务

报告期内，标的公司联营业务收入为1,984.36万元、3,550.74万元、**2,539.37万元**。标的公司联营模式是指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。合同期间，海旅免税向供应商提供收银管理服务，一般以自然月为结算周期，标的公司以双方确认的实际营业额扣除保证毛利额后向联营业务供应商支付货款。

2、寄售业务、联营业务供应商情况

(1) 寄售业务主要供应商

报告期内，标的公司寄售业务前五大供应商情况如下：

单位：万元

序号	寄售业务供应商名称	采购主要商品	寄售业务采购金额	占寄售业务采购总额比例
2023年1-5月				
1	供应商1	时尚配饰	36.63	16.85%
2	供应商2	服饰	35.83	16.48%
3	供应商3	服饰	35.23	16.21%
4	供应商4	家用小电器	28.58	13.15%
5	供应商5	彩妆、护肤	25.16	11.57%
	合计		161.43	74.26%
2022年度				
1	供应商1	食品、护肤	85.41	22.22%
2	供应商2	护肤、保健	62.98	16.38%
3	供应商3	护肤、保健	54.40	14.15%
4	供应商4	服饰	47.40	12.33%

序号	寄售业务供应商名称	采购主要商品	寄售业务采购金额	占寄售业务采购总额比例
5	供应商 5	家用电器	41.45	10.78%
合计			291.64	75.86%

2021 年度

1	供应商 1	护肤、保健	1,265.19	33.94%
2	供应商 2	彩妆、护肤、配饰	361.44	9.70%
3	供应商 3	护肤、保健	278.82	7.48%
4	供应商 4	生鲜	185.10	4.97%
5	供应商 5	母婴、护肤	159.95	4.29%
合计			2,250.50	60.38%

(2) 联营业务主要供应商

报告期内，标的公司联营业务前五大供应商情况如下：

单位：万元

序号	联营业务供应商名称	采购主要商品	联营业务采购金额	占联营业务采购总额比例
2023 年 1-5 月				
1	供应商 1	服饰	2,194.90	20.73%
2	供应商 2	服饰	1,402.68	13.25%
3	供应商 3	服饰	1,194.33	11.28%
4	供应商 4	服饰	1,151.21	10.87%
5	供应商 5	服饰	752.03	7.10%
合计			6,695.15	63.23%
2022 年度				
1	供应商 1	服饰	2,992.62	26.94%
2	供应商 2	服饰	1,288.24	11.60%
3	供应商 3	服饰	1,191.38	10.72%
4	供应商 4	服饰	757.96	6.82%
5	供应商 5	服饰	696.77	6.27%
合计			6,926.96	62.35%
2021 年度				
1	供应商 1	服饰	1,076.01	28.43%

序号	联营业务供应商名称	采购主要商品	联营业务采购金额	占联营业务采购总额比例
2	供应商 2	服饰	470.42	12.43%
3	供应商 3	服饰	418.61	11.06%
4	供应商 4	服饰	363.59	9.61%
5	供应商 5	服饰	269.14	7.11%
合计			2,597.77	68.63%

(3) 公司寄售业务、联营业务经营面积情况

报告期各期末，标的公司寄售业务、联营业务构成及占主营业务经营面积比例情况如下：

单位：平方米

业务种类	2023年5月31日		2022年12月31日		2021年12月31日	
	经营面积 ^{注1}	占比	经营面积	占比	经营面积	占比
联营业务	6,399.98	24.89%	6,184.48	24.26%	5,147.87	18.95%
寄售业务 ^{注2}	2,594.20	10.09%	2,594.20	10.17%	6,250.00	23.01%
主营业务	25,712.40	100.00%	25,496.90	100.00%	27,161.34	100.00%

注1：此处面积为商铺经营面积，不包含公共区域；

注2：标的公司子公司海旅黑虎存在寄售业务模式，由于海旅黑虎将寄售与非寄售商品混合在货柜、商铺中展示，无法单独区分寄售业务经营面积，此处列示的系海旅黑虎店铺的经营面积。

3、选择寄售业务、联营业务的原因

(1) 选择寄售业务的原因

对于标的公司，寄售业务中占比较大的商品主要为保健食品、酒水、电子产品和香化。其中，保健食品存在期效限制，酒水商品多为海南市场首次引进的酒水品牌，电子产品更新换代较快，香化商品多为小众品牌，上述商品采用寄售方式销售可降低海旅免税资金投入及经营风险。对于供应商，选择寄售业务模式与标的公司开展合作，可提前布局海南岛民免税市场，挖掘潜在市场机会；此外，部分引入商品为小众或新品牌，通过与国企背景的标的公司合作，可以有效吸引流量，提升品牌认知度。

(2) 选择联营业务的原因

对于标的公司，联营业务中占比较大的商品主要为当下潮流运动品牌，例如：中国李宁、耐克、阿迪达斯、On昂跑等。潮牌服饰与潮流文化的发展密切相关，潮牌服饰市场上新及迭代速度较快，选择联营模式，可紧跟潮流趋势，有效降低存货过时或滞销风险。对于供应商，接受海旅免税商务条款，选择联营业务模式进店开业，可以将业务带入海旅免税城，分享客流量带来的业务收入，有助于其经营规模进一步扩张。

三、中介机构核查意见

（一）对11.1-11.3进行核查并发表明确意见

1、针对 11.1，独立财务顾问及标的公司会计师认为：

（1）标的公司免税线上业务已覆盖了国内主要互联网平台，主要竞争对手为同行业公司，海旅免税通过平台建设、会员等级共享及优惠折扣等多种方式构建竞争优势，随着免税线上销售平台不断完善，客户认知度不断提升，2022 年免税线上收入占免税线下收入的比例大幅上升。

（2）在 2021 年免税线上平台建设的基础上，标的公司 2022 年免税线上平台的用户数量及订单数量均大幅提升，使得 2022 年免税线上业务收入大幅增长。

（3）报告期内，标的公司免税线下业务存在少量法人客户，主要原因系标的公司商品种类齐全、价格合适，产品质量有较强保障；标的公司离岛免税商品销售受限额限制，此外销售过程全程受海关监管，一年购买次数超过 12 次的个人客户收入占比较低，因此不存在个人客户大额采购、频繁采购等异常情况；2022 年免税线下业务收入增长主要系品牌认知提升、SKU 数量丰富，使得转换率和客单价提升所致。

2、针对 11.2，独立财务顾问及标的公司会计师认为：

（1）标的公司已披露了完税线上业务补缴相关税费的流程，以及完税商品如何与免税业务进行区分；报告期内，标的公司完税线上销售商品主要为香化，消费群体为离岛后仍有消费需求的旅客、岛内居民，与免税线上业务存在一定差异；相关业务持续发展主要系完税线上商品价格相比免税差异较小，与免税商品

同源，货品质量能够得到保证；标的公司完税线上通过渠道建设，已触及大量消费者，通过引入其他优质供应商，提升顾客综合消费体验。

(2) 2022 年完税线上业务收入增加主要系标的公司免税线上业务平台随着基础建设及品牌宣传，触达更多消费者，使得完税线上用户数量、订单数量增加所致。

(3) 报告期内，标的公司有税线下业务作为免税业务的补充，消费群体主要为前往海旅免税城的顾客，竞争对手为三亚本地一般零售商及开展有税线下业务的离岛免税商，标的公司开展差异化竞争，引入欧美、日韩及国潮品牌，更好满足年轻客户需求，但由于经营面积有限，商品种类与数量存在一定局限。

3、针对 11.3，独立财务顾问及标的公司会计师认为：

(1) 标的公司已披露了跨境电商业务的主要供应商及其合作基本情况，跨境电商主要消费群体为海南本岛居民、海旅免税会员及到店旅客，跨境电商业务主要竞争对手为其他跨境电商企业及海南离岛免税商，与其他跨境电商相比，海旅黑虎拥有先发优势，且在货源和优惠力度方面更有竞争力，与海南离岛免税商相比，海旅黑虎销售体验更加便利且可以销售保健品等不同品类，开展差异化竞争策略。

(2) 标的公司报告期内开立跨境展示店主要系相关店铺能为消费者带来更为新颖、便利的消费体验，由于 2021 年后跨境电商政策逐渐收紧，相关展示店已于 2022 年底全部关闭，标的公司已披露了跨境展示店的具体情况。

(3) 标的公司已说明了报告期内寄售业务收入金额、寄售业务与联营业务具体模式、业务经营面积及占比；标的公司选择寄售模式、联营模式主要系相关模式销售的商品往往具有流行趋势变化快、小众或首次引入的特性，选择寄售模式、联营模式可以减少标的公司资金投入风险和经营风险，相关供应商可以扩张自身业务规模、提升品牌认知度。

(二) 结合客户姓名对象、送货地址、购买数量、消费次数、客单量、消费金额及付款等实际情况，说明线上收入真实性的核查情况及核查结论

1、客户姓名对象、送货地址、购买数量、消费次数、客单量、消费金额及付款等实际情况

(1) 客户姓名对象、消费次数

报告期内，标的公司按客户姓名统计消费次数情况如下：

①免税商品线上销售业务

单位：万元、人次

同一姓名交易次数	客户数	金额	占比
2023年1-5月			
1-6次	192,070	61,466.39	87.86%
7-12次	3,526	4,636.34	6.63%
大于12次	3,448	3,855.59	5.51%
合计	199,044	69,958.32	100%
2022年度			
1-6次	181,315	81,839.91	81.33%
7-12次	8,212	13,481.40	13.40%
大于12次	2,800	5,309.30	5.28%
合计	192,327	100,630.61	100.00%
2021年度			
1-6次	74,267	34,716.11	86.35%
7-12次	2,013	4,253.44	10.58%
大于12次	348	1,232.89	3.07%
合计	76,628	40,202.44	100.00%

报告期内，标的公司免税商品客户线上购买次数主要集中在6次以内，占比分别为86.35%、81.33%、**87.86%**，较为集中。

②完税商品线上销售业务

单位：万元、人次

同一姓名的交易次数	客户数	金额	比例
2023年1-5月			
1-6次	254,923	12,210.59	94.51%
7-12次	350	232.27	1.80%
大于12次	50	477.59	3.70%

同一姓名的交易次数	客户数	金额	比例
合计	255,323	12,920.45	100.00%
2022 年度			
1-6 次	559,789	47,840.24	75.92%
7-12 次	6,144	4,095.91	6.50%
大于 12 次	1,237	11,077.86	17.58%
合计	567,170	63,014.02	100.00%
2021 年度			
1-6 次	234,762	23,856.29	37.22%
7-12 次	3,902	21,460.11	33.48%
大于 12 次	797	18,774.73	29.30%
合计	239,461	64,091.13	100.00%

报告期内，完税商品线上销售业务消费次数在6次以内的客户消费金额占比分别为37.22%、75.92%、**94.51%**，呈现大幅上升趋势，主要原因系标的公司通过线上直播、推广私域社群等方式吸引了大量新用户，而新用户通常交易频次低于老用户，因此消费次数在1-6次的客户数量及消费金额占比呈上升趋势。

③跨境电商线上销售业务

单位：万元、人次

同一姓名的交易次数	客户数	金额	占比
2023 年 1-5 月			
1-6 次	4,722	119.55	60.86%
7-12 次	208	32.83	16.71%
大于 12 次	91	44.04	22.42%
合计	5,021	196.42	100.00%
2022 年度			
1-6 次	23,795	634.56	82.77%
7-12 次	763	68.8	8.97%
大于 12 次	284	63.26	8.25%
合计	24,842	766.62	100.00%
2021 年度			
1-6 次	155,984	7,849.85	90.86%
7-12 次	1,013	335.16	3.88%

同一姓名的交易次数	客户数	金额	占比
大于 12 次	393	454.31	5.26%
合计	157,390	8,639.32	100.00%

报告期内，标的公司跨境电商业务整体呈现下滑趋势。标的公司跨境电商消费者以老用户为主，该部分客户复购率相对较高，因此交易频次在12次以上的客户数量占比有所提高。

(2) 送货地址

①免税商品线上销售业务

单位：万元、笔

相同客户对应地址数量	订单笔数	金额	占比
2023 年 1-5 月			
1-5 个地址	180,249	28,190.26	87.98%
5 个以上地址	26,296	3,852.16	12.02%
合计	206,545	32,042.42	100.00%
2022 年度			
1-5 个地址	197,566	47,548.74	90.63%
5 个以上地址	22,987	4,914.34	9.37%
合计	220,553	52,463.08	100.00%
2021 年度			
1-5 个地址	64,669	12,654.31	95.73%
5 个以上地址	3,453	564.51	4.27%
合计	68,122	13,218.82	100.00%

注：报告期内，离岛免税线上销售除邮寄外，尚存在机场、码头、火车站自提及返岛提货，因此免税商品邮寄订单笔数及订单金额小于离岛免税线上业务总订单数和总订单金额。

对于免税商品线上销售业务，同一个客户在用户中心可以最多添加 5 个离岛人信息，同时对应 5 个邮寄地址，因此标的公司线上免税商品销售业务同一客户通常对应 1-5 个收货地址，金额占比分别为 95.73%、90.63%、**87.98%**。此外，部分客户存在一年内多次往返海南岛的情形，对免税商品复购意愿较强，因此，存在少部分客户对应 5 个以上地址的情况，占比较低。

②完税线上销售业务

单位：万元、笔

相同客户对应地址数量	订单笔数	金额	占比
2023年1-5月			
1至5个地址	317,743	12,700.00	98.29%
5个以上地址	1,296	220.45	1.71%
合计	319,039	12,920.45	100.00%
2022年度			
1至5个地址	886,199	62,902.82	99.83%
5个以上地址	2,753	111.2	0.17%
合计	888,952	63,014.02	100.00%
2021年度			
1至5个地址	417,492	63,972.97	99.82%
5个以上地址	560	118.16	0.18%
合计	418,052	64,091.13	100.00%

对于完税商品业务，相同客户对应的地址数以 1-5 个为主，占比分别为 99.82%、99.83%、**98.29%**，较为稳定。

③跨境电商业务

单位：万元、笔

相同客户对应地址数量	订单笔数	金额	占比
2023年1-5月			
1至5个地址	11,500	182.11	92.71%
5个地址以上	374	14.31	7.29%
合计	11,874	196.42	100.00%
2022年度			
1至5个地址	51,431	762.77	99.50%
5个地址以上	173	3.84	0.50%
合计	51,604	766.62	100.00%
2021年度			
1至5个地址	223,594	8,639.32	100.00%
5个地址以上	-	-	-
合计	223,594	8,639.32	100.00%

报告期内，跨境电商同一姓名对应快递地址基本在 5 个以内，金额占比分别为 100.00%、99.50%、**92.71%**。

(3) 购买数量、客单量

项目	2023 年 1-5 月			2022 年度			2021 年度		
	订单总数	用户数	客单量	订单总数	用户数	客单量	订单总数	用户数	客单量
免税	552,478	199,044	2.78	524,885	192,327	2.73	159,872	76,628	2.09
完税	319,039	255,323	1.25	888,952	567,170	1.57	418,052	239,461	1.75
跨境电商	11,874	5,021	2.36	51,604	24,842	2.08	223,594	157,390	1.42

报告期内，标的公司免税线上业务客单量分别为2.09、2.73、**2.78**，完税线上业务客单量分别为1.75、1.57、**1.25**，跨境电商业务线上客单量分别为1.42、2.08、**2.36**，各业务客单量维持在较低水平。

(4) 消费金额

①免税商品线上销售

单位：万元、笔

单笔订单金额区间	金额	笔数	金额占比
2023 年 1-5 月			
小于 1,000 元	12,169.99	401,643	17.40%
1,000-2,000 元	7,982.76	49,622	11.41%
2,000-5,000 元	26,874.40	80,467	38.41%
5,000 元以上	22,931.17	20,746	32.78%
合计	69,958.32	552,478	100.00%
2022 年度			
小于 1,000 元	10,856.17	295,224	10.79%
1,000-2,000 元	12,068.63	90,305	11.99%
2,000-5,000 元	27,055.01	90,428	26.89%
5,000 元以上	50,650.80	48,928	50.33%
合计	100,630.61	524,885	100.00%
2021 年度			
小于 1,000 元	3,237.50	76,368	8.05%
1,000-2,000 元	4,232.40	30,988	10.53%
2,000-5,000 元	9,256.60	31,608	23.02%

单笔订单金额区间	金额	笔数	金额占比
5,000 元以上	23,475.94	20,908	58.39%
合计	40,202.44	159,872	100.00%

报告期内，标的公司免税商品销售单笔订单金额以5,000元以上为主，金额占比分别为58.39%、50.33%、**32.78%**，主要原因系标的公司部分促销活动对消费金额有一定限制，消费者为享受优惠进行凑单，因此，单笔订单消费金额在5,000元以上的比例较高。

②完税商品线上销售

单位：万元、笔

单笔订单金额区间	金额	笔数	金额占比
2023 年 1-5 月			
小于 1,000 元	8,632.17	295,703	66.81%
1,000-2,000 元	2,676.14	19,673	20.71%
2,000-5,000 元	883.69	3,202	6.84%
5,000 元以上	728.44	461	5.64%
合计	12,920.45	319,039	100.00%
2022 年度			
小于 1,000 元	24,913.90	743,947	39.54%
1,000-2,000 元	14,280.03	105,493	22.66%
2,000-5,000 元	8,775.33	33,734	13.93%
5,000 元以上	15,044.76	5,778	23.88%
合计	63,014.02	888,952	100.00%
2021 年度			
小于 1,000 元	12,154.73	358,890	18.96%
1,000-2,000 元	5,847.29	41,891	9.12%
2,000-5,000 元	3,429.05	11,333	5.35%
5,000 元以上	42,660.07	5,938	66.56%
合计	64,091.13	418,052	100.00%

2022 年度，标的公司完税商品销售单笔订单金额在 5,000 元以上的金额及占比均呈现下降趋势，主要原因系标的公司完税商品线上销售对象包括部分法人客户，法人客户通常单笔消费金额较高，2022 年度，标的公司对法人客户销售完

税商品的总金额有所下降，导致单笔订单金额在 5,000 元以上的占比呈现下降趋势；此外，2022 年度标的公司加大直播活动力度，而直播平台促销商品时往往以单品为单位下单，因此，单笔订单金额小于 1,000 元的占比有所提高。

③跨境商品线上销售

单位：万元、笔

单笔订单金额区间	2023 年 1-5 月		
	金额	笔数	金额占比
2023 年 1-5 月			
小于 1,000 元	141.13	11,494	71.85%
1,000-2,000 元	45.07	338	22.95%
2,000-5,000 元	10.22	42	5.20%
合计	196.42	11,874	100.00%
2022 年度			
小于 1,000 元	615.09	50,632	80.23%
1,000-2,000 元	111.48	812	14.54%
2,000-5,000 元	40.04	160	5.22%
合计	766.62	51,604	100.00%
2021 年度			
小于 1,000 元	5,309.57	203,991	61.46%
1,000-2,000 元	2,099.76	15,082	24.30%
2,000-5,000 元	1,229.99	4,521	14.24%
合计	8,639.32	223,594	100.00%

标的公司跨境电商线上销售以单笔订单金额以小于 1,000 元为主，金额占比分别为 61.46%、80.23%、**71.85%**，2022 年度单笔订单金额小于 1,000 元的占比有所提高，主要原因系当年标的公司跨境电商业务加大了直播力度，而直播平台促销商品时往往以单品为单位下单，导致单笔订单金额小于 1,000.00 元的占比有所提高。

(5) 关于付款情况

标的公司线上销售渠道主要为 APP、小程序、京东、抖音、快手等平台，付款方式包括银行、支付宝、微信、京东钱包、抖音钱包、云闪付、快手钱包、百度支付等。

①自主研发 APP、小程序

买家通过 APP 平台及小程序进行购物，提交订单后，通过银行、支付宝、微信、云闪付、百度支付等方式付款至标的公司 APP 平台、小程序绑定的银行账户、支付宝账户、微信账户、百度支付账户，支付宝、微信、百度支付等与标的公司在约定结算周期内进行结算。

②京东平台

买家通过京东平台进行购物，提交订单后，通过京东白条、储蓄卡、银行卡、跳转微信支付等方式付款至京东平台收款渠道“京东钱包”，实际交易成功后，京东钱包与标的公司在约定结算周期内进行结算。

③抖音平台

买家通过抖音平台进行购物，提交订单后，通过支付宝、储蓄卡、银行卡、跳转微信支付等方式付款至抖音平台收款渠道“抖音钱包”，实际交易成功后，抖音钱包与商家在结算周期内进行结算。

④快手平台

买家通过快手平台进行购物，提交订单后，通过支付宝、储蓄卡、银行卡、跳转微信支付等方式付款至快手平台收款渠道“快手钱包”，实际交易成功后，快手钱包与商家在结算周期内进行结算。

2、线上收入真实性的核查情况及核查结论

独立财务顾问、标的公司会计师执行了以下核查程序：

(1) 了解及评价标的公司销售收入确认相关的流程，评价相关控制的设计，识别关键的控制点，对控制的有效性进行测试。

(2) 获取标的公司 IT 系统审计报告，并与 IT 系统审计师进行沟通。

(3) 结合客户姓名对象、送货地址、购买数量、消费次数、客单量、消费金额及付款等情况对标的公司线上收入进行了分析性复核。

(4) 核查系统收款情况，了解各平台结算周期，取得标的公司开户行银行流水，执行银行函证等程序。

经核查，独立财务顾问、标的公司会计师认为：标的公司线上销售收入是真实的。

(三) 结合物流签收单、提货单等，说明收入确认准确性的核查措施、核查比例及核查结论

独立财务顾问及标的公司会计师执行了以下核查程序：

- 1、了解及评价标的公司销售收入确认相关的流程，评价相关控制的设计，识别关键的控制点，对控制的有效性进行测试。
- 2、获取标的公司报告期内各年销售收入、成本明细表，了解报告期内主要产品的产品结构，分析毛利率变动的原因及合理性。
- 3、抽取重大合同，查阅与商品控制权转移相关的合同条款，评价销售收入确认的时点是否符合企业会计准则的要求。
- 4、对标的公司进行IT系统审计，并获取IT系统审计报告。
- 5、获取报告期内各年的销售收入明细，查阅营业日报表、第三方支付机构流水回执以及ERP系统中的业务种类、商品大类、收入金额、销售时间、妥投时间、银行收款回单等，核对是否与账面金额一致。
- 6、获取报告期内法人客户销售清单，对销售收入及应收账款余额执行函证程序。
- 7、核查应收账款期后回款情况。
- 8、针对顾客自提方式销售的货物，抽取提货单号、小票号、ERP收款记录、客户姓名、客户身份证号、客户离岛航班号、顾客提货时间等；针对邮寄方式销售的货物，抽取提货单号、小票号、成交价、ERP收款记录、邮寄单号、客户签

收时间等，通过执行截止性测试，核查销售收入是否存在跨期确认的情形。

9、基于IT系统审计情况，对报告期各年度销售收入进行测试，按月随机抽取销售环节相关凭证，包括：物流签收单、现场提货签名记录、收款记录等，具体核查比例如下：

单位：万元

2023年1-5月			2022年度			2021年度		
核查笔数	核查金额	占比	核查笔数	核查金额	占比	核查笔数	核查金额	占比
158,678	10,688.11	5.15%	65,168	7,681.60	2.26%	1,507	384.26	0.16%

经核查，独立财务顾问、标的公司会计师认为：标的公司的收入确认是准确的。

（四）提供标的公司IT审计及信息网络系统安全报告，并说明对于标的公司IT审计及信息网络系统安全的核查情况及核查结论

1、已按要求提交IT审计及信息网络系统安全报告。

2、对于标的公司IT审计及信息网络系统安全的核查情况

独立财务顾问、标的公司会计师执行了以下核查程序：

（1）了解标的公司业务情况和运营流程

通过查阅行业及标的公司资料、访谈管理人员、客户、供应商等，了解标的公司的业务情况和运营流程。

（2）对标的公司IT系统的整体控制性测试

通过查阅标的公司IT系统相关制度性文件（包括但不限于IT部门组织架构、业务制度等）、访谈相关人员，查阅相关执行文档，了解IT系统的设计情况，评估IT治理体系的适当性，以及IT人员分配的合理性及胜任能力。

（3）对标的公司IT系统一般控制测试

通过阅读标的公司 IT 系统相关资料、访谈相关人员、现场观察相关系统的运行情况，评估公司 IT 系统基础设施控制的安全性、信息系统开发、测试与变更控制的合理性、信息系统安全管理的有效性和可靠性。

（4）对标的公司 IT 系统进行应用控制测试

对标的公司业务系统进行穿行测试，对海关报备数据进行核查，对相关业务流程进行测试，核查财务收入与 ERP 系统收入的一致性。

3、标的公司 IT 审计及信息网络系统安全的核查结论

经核查，独立财务顾问及标的公司会计师认为：IT 审计执行到位、结论恰当，标的公司运营系统和财务系统、运营数据和财务数据匹配，收入核算真实、准确、完整。

问题12. 关于毛利率与期间费用

重组报告书显示，（1）2021年和2022年毛利分别为4.3亿和5.5亿，期间费用分别为3.97亿和3.76亿，归母净利润分别为-2,446万、5,610万；免税商品毛利率分别为17.75%和16.11%，完税商品毛利率分别为9.77%和9.28%；（2）2021年和2022年，可比公司中国中免毛利率分别为37.82%和39.41%。模拟与中国中免相同商品收入结构、采购模式、折扣水平等因素，标的公司2021年、2022年年免税商品模拟毛利率水平分别为33.42%和36.71%；（3）海旅免税将保持差异化竞争策略，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；（4）2021年和2022年期间费用占营业收入的比例分别为16.25%和11.08%，销售费用主要由职工薪酬、折旧与摊销、房屋租赁费用等，管理费用主要由职工薪酬构成。

请公司说明：（1）结合采购渠道、销售对象、销售内容等，分析免税毛利率与完税毛利率的差异；（2）量化分析标的公司按中国中免相同商品收入结构、采购模式、折扣水平模拟毛利率仍低于中国中免的原因；（3）除中国中免外，其他可比公司毛利率情况及与标的公司的差异原因；（4）标的公司在产品结构、销售价格、采购渠道等的战略安排，引进国外一线大牌渠道、措施及进展；（5）量化分析免税商品和完税商品毛利率变动原因，未来是否持续下降及依据；（6）

报告期内销售人员、管理人员数量、平均薪酬及变动原因，与收入的匹配性，与同行业可比公司的差异及原因；折旧与摊销、房屋租赁费用与业务的匹配性。

请会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）结合采购渠道、销售对象、销售内容等，分析免税毛利率与完税毛利率的差异

标的公司免税商品销售及完税商品销售有关采购渠道、销售对象、销售内容的对比分析情况如下：

内容	免税商品销售	完税商品销售
采购渠道	向旅游零售商、品牌方采购各类免税商品，以向旅游零售商采购为主	线上完税商品主要来源于补缴相关税费后的免税商品，其采购渠道与免税商品相似；线下完税商品还存在普通百货零售模式下向品牌方直接采购的情形
销售对象	个人消费者为主，存在少量法人客户	个人消费者为主，存在少量法人客户
销售内容	以香化产品销售为主，辅以精品、电子、酒水类产品	以香化产品销售为主，辅以精品、电子、酒水类产品

报告期内，标的公司免税商品及完税商品毛利率对比情况如下：

项目	2023年1-5月	2022年度	2021年度
免税商品	18.72%	16.11%	17.75%
完税商品	7.14%	9.28%	9.77%

报告期内，标的公司免税商品毛利率高于完税商品毛利率，主要系补缴税费导致的商品成本差异及商品结构差异，具体分析如下：

1、补缴税费造成的商品成本差异

标的公司完税商品与免税商品主要采购渠道相同，但采购自旅游零售商的免税商品需补缴包括关税、消费税（若有）等税费后才能转为完税商品销售，其中关税补缴范围在1%-10%之间，消费税（若有）补税税率以15%为主，而补缴关税、消费税将对标的公司商品成本产生直接影响，进而影响标的公司完税商品的毛利率。

2、商品结构差异

报告期内，标的公司免税商品、完税商品主要销售商品收入占比情况如下所示：

项目	2023年1-5月	2022年度	2021年度
免税业务			
香化商品占比	65.77%	70.31%	58.24%
精品商品占比	13.93%	9.16%	11.58%
完税业务			
香化商品占比	86.64%	86.16%	89.69%
精品商品占比	4.92%	1.33%	0.90%

由上表可以看出，同完税商品相比，免税商品精品类销售收入占比较高，而精品类商品毛利率通常高于香化类商品毛利率，商品结构差异系导致免税商品及完税商品销售毛利率差异的重要原因。

（二）量化分析标的公司按中国中免相同商品收入结构、采购模式、折扣水平模拟毛利率仍低于中国中免的原因

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	2023年1-5月	2022年	2021年度
标的公司免税业务毛利率	18.72%	16.11%	17.75%
中国中免免税业务毛利率	NA	39.41%	37.82%

注：中国中免并未披露2023年1-5月免税业务毛利率。

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	2023年1-5月	2022年度	2022年1-3月 ^注	2021年度
香化	未披露	未披露	49.26%	53.76%

时尚及配饰	未披露	未披露	45.77%	40.95%
烟酒	未披露	未披露	3.79%	4.26%
食品及其他	未披露	未披露	1.18%	1.02%

海旅免税

收入结构	2023年1-5月	2022年度	2022年1-3月	2021年度
香化	65.77%	70.31%	66.43%	58.24%
电子	13.33%	15.54%	16.08%	22.95%
配饰、服饰、箱包	13.93%	9.16%	12.99%	11.58%
珠宝	4.00%	1.78%	2.09%	3.33%
酒水	2.02%	2.97%	2.39%	3.38%
百货及其他	0.96%	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。

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，精品类商品占比在10%左右，低于中国中免。此外，报告期内，标的公司电子类商品占比分别为22.95%、15.54%、13.33%，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、锚定竞争对手零售价约定毛利率水平的执行情况

2021年及2022年度，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。

剔除商品收入结构、折扣水平、采购成本差异等因素影响，标的公司与中国中免免税业务毛利率仍然存在较小差异，主要原因包括：

(1) 除离岛免税业务外，中国中免亦经营口岸免税店及市内免税店，2021年及2022年1-3月，口岸免税店收入占比分别为25.14%、23.17%；市内免税店收入占比分别为1.58%、1.31%，双方免税业务经营模式不完全相同。

(2) 除香化、精品类商品外，中国中免还经营高毛利率的烟酒类商品。根据其港股招股说明书，2020年度及2021年度，免税烟酒类商品收入占免税业务收入的比重分别为8.31%、4.26%。

(3) 中国中免系全球领先旅游零售商，一线品牌丰富程度及销售金额占比更高，一线品牌毛利率一般高于普通精品类商品。

(三) 除中国中免外，其他可比公司毛利率情况及与标的公司的差异原因

标的公司选取同样经营免税业务的珠海免税作为除中国中免外的可比公司。珠海免税主营业务收入包括免税商品销售、其他销售、租赁及管理，标的公司与珠海免税毛利率水平对比如下：

毛利率	2023年1-5月	2022年度	2021年度
标的公司-免税业务	18.72%	16.11%	17.75%
珠海免税-免税业务整体	NA	58.24%	55.57%
珠海免税-母公司	NA	55.20%	52.23%

注：珠海免税数据来源于《格力地产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）》《珠海市免税企业集团有限公司2021年度、2022年度及2023年1-3月模拟财务报表审计报告》，珠海免税最新一期财务数据截止日为2023年3月31日，未公告2023年1-5月相关数据。

根据《格力地产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）》（以下简称“《格力地产重组报告书》”）披露内容：

珠海免税母公司主营免税商品零售，涵盖烟类、酒类、香水化妆品等多个品类，拥有全国陆路口岸单店面积最大的免税店-拱北口岸免税店、珠海与中国香港相连的水路口岸免税店-九州港口岸免税店、珠海与粤港澳大湾区经济互促共赢的新载体-港珠澳大桥珠港口岸出境免税店。

珠海免税拥有珠海中免和恒超发展两家重要子公司，其中，珠海中免的主营

业务为免税品销售业务。报告期内其免税店位于广东省珠海市的拱北口岸、横琴口岸，销售商品涵盖烟类、酒类等多个品类。截至格力地产重组报告书签署日，珠海中免经营的拱北及横琴口岸免税店因经营相关协议到期已停止营业；恒超发展主要为免税集团、珠盈免税有限公司等供货，以及从事跨境电商、大宗贸易业务。

2022年1-11月，珠海免税母公司实现主营业务收入99,690.17万元，占珠海免税免税商品销售业务收入的比重71.08%，占比较高。

珠海免税的免税业务的主要经营主体为其母公司，其收入占珠海免税免税商品销售业务比重较高，由于珠海免税未披露免税业务商品构成情况，因此选取其母公司免税业务披露数据进行对比分析。

根据《格力地产重组报告书》之“第六节 标的资产评估情况”的相关内容，珠海免税母公司产品收入结构如下：

项目名称		2020年	2021年	2022年1-11月
烟类	收入	56,021.73	88,027.31	83,318.84
	成本	26,180.03	41,623.20	34,637.74
	毛利率	53.27%	52.72%	58.43%
酒类	收入	15,689.98	27,309.07	14,374.65
	成本	9,849.37	17,086.61	9,510.51
	毛利率	37.23%	37.43%	33.84%
香化及其他	收入	3,120.50	2,885.07	1,508.51
	成本	2,217.98	2,318.03	1,235.48
	毛利率	28.92%	19.65%	18.10%
对内销售	收入	498.05	-457.98	349.77
	成本	511.11	-450.57	349.77
	毛利率	-2.62%	1.62%	0.00%
其他	收入	-	69.27	144.41
	成本	175.17	-4,284.75	-500.23
	毛利率	0.00%	6285.57%	446.41%
主营收入合计		75,330.26	117,832.74	99,696.17
主营成本合计		38,933.65	56,292.53	45,233.26

由上表可以看出，珠海免税的免税商品销售业务以烟类为主，在2021年度、2022年1-11月份烟类、酒类、香化及其他收入占比如下所示：

收入占比	2022年1-11月	2021年
烟类	83.57%	74.71%
酒类	14.42%	23.18%
香化及其他	1.51%	2.45%

由上表可知，珠海免税产品中，烟类商品占据绝对主导地位，占比分别为74.71%、83.57%，而烟类毛利率在50%以上，属于高毛利率产品，标的公司免税商品中并无烟类商品销售，因此标的公司免税业务毛利率水平低于珠海免税。

（四）标的公司在产品结构、销售价格、采购渠道等的战略安排，引进国外一线大牌渠道、措施及进展

1、标的公司在产品结构、销售价格、采购渠道等的战略安排

（1）产品结构方面

营业初期，标的公司深耕香化品类，香化商品占比较高，精品类商品占比较低，未来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；同时，标的公司计划通过扩展酒水类商品的经营面积等措施，提高酒水类商品收入占比。

（2）销售价格方面

标的公司销售定价主要系参考品牌建议售价及竞争对手的零售价，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。标的公司计划在维持合理利润的基础上，向消费者提供有竞争力的销售价格，以提高自身在离岛免税市场的竞争力。

（3）采购渠道方面

离岛免税企业在发展初期，除向品牌方直接采购商品外，也会向国际旅游零售商采购商品，主要目的是发挥国际旅游零售商的的品牌资源和产品渠道优势，弥补自身渠道能力的不足。但随着业务发展，离岛免税企业自身渠道能力提升，向国际旅游零售商采购占比整体呈下降趋势。

标的公司在采购渠道方面，计划在保持与拉格代尔深度合作关系的同时，不断增加与品牌方的谈判力度，提高直接采购比例，以进一步降低采购成本，提高自身行业竞争力。

2、引进国外一线大牌渠道、措施及进展

标的公司引进国外一线大牌渠道主要包括向旅游零售商引进及同品牌方直接谈判引进，主要措施包括提升标的公司在免税行业竞争力的基础上，增强对品牌方的吸引力、深化与品牌方直接合作等。

标的公司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 6 月的 1,033 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。目前，标的公司仍在就引进大牌产品与品牌方进行积极沟通与合作，浪琴、天梭等国外一线大牌预计今年将被引入，尚有 Cartier、Prada、Omega、Chanel、Longines、Versace、Gucci、Valentino、Tods、Givenchy、Roger Vivier、Tiffany 等一线高奢品牌处于谈判进程中。

（五）量化分析免税商品和完税商品毛利率变动原因，未来是否持续下降及依据

1、量化分析免税商品和完税商品毛利率变动原因

报告期内，标的公司免税商品和完税商品毛利率及变动情况如下：

项目	2023 年 1-5 月		2022 年度		2021 年度
	毛利率	变动	毛利率	变动	毛利率
免税商品	18.72%	2.61%	16.11%	-1.64%	17.75%
完税商品	7.14%	-2.14%	9.28%	-0.49%	9.77%

标的公司免税商品毛利率及完税商品毛利率量化分析如下：

产品类别	项目	2023 年 1-5 月	2022 年度	2021 年度
免税商品	收入（万元）	191,343.39	273,579.85	176,870.26
	成本（万元）	155,532.99	229,518.14	145,467.79
	销量（件）	3,312,217	4,575,030	2,346,470
	单位售价（元/件）	577.69	597.98	753.77

	单位成本（元/件）	469.57	501.68	619.94
	毛利率	18.72%	16.11%	17.75%
	毛利率变动	2.61%	-1.64%	-
	单位售价变动对毛利率的影响	-2.95%	-21.43%	-
	单位成本变动对毛利率的影响	5.56%	19.78%	-
完税商品	收入（万元）	12,969.01	58,300.32	54,411.55
	成本（万元）	12,042.78	52,891.40	49,097.95
	销量（件）	439,583	1,484,528	1,171,218
	单位售价（元/件）	295.03	392.72	464.57
	单位成本（元/件）	273.96	356.28	419.2
	毛利率	7.14%	9.28%	9.77%
	毛利率变动	-2.14%	-0.49%	-
	单位售价变动对毛利率的影响	-30.04%	-16.51%	-
	单位成本变动对毛利率的影响	27.90%	16.02%	-

注：单位售价变动对毛利率的影响=（当年平均售价-上年单位成本）/当年平均售价-上年毛利率；单位成本变动对毛利率的影响=当年毛利率-（当年平均售价-上年单位成本）/当年单位售价。

由上表可以看出，2022 年度，公司免税商品及完税商品毛利率分别下降了 1.64 个百分点和 0.49 个百分点，主要原因均系单位售价下降引起的。2022 年度，标的公司为应对外部环境不利因素的影响，提高活动折扣力度，当年单位销售价格下降对毛利率产生较大的影响。2023 年 1-5 月，随着标的公司折扣促销力度逐步恢复正常水平以及同供应商合作持续深化、成本端规模效应进一步显现，免税业务毛利率呈现上升趋势。

2、毛利率未来是否持续下降及依据

标的公司毛利率预计不会持续下降，主要原因包括：

（1）折扣促销力度恢复正常水平。2022 年，标的公司主流折扣活动系三件七折，2023 年以来，主流折扣活动已调整为一件八折，三件七五折。随着旅游市场回暖，标的公司未来将逐渐收窄折扣力度，进一步稳定毛利率水平，提升盈利能力。

(2) 同旅游零售商合作持续深化。自 2023 年起，标的公司同主要供应商拉格代尔合作结算模式由原有的约定毛利率模式转变为“背靠背”的成本加成模式，本次调整系双方合作、信任度提升的成果，将有助于提高双方与品牌方在合作过程中的话语权，争取品牌补贴，改善毛利率水平。

(3) 随着业务规模的增长以及渠道拓展能力的增强，标的公司逐渐增强与品牌直接建立合作关系的能力。截至 2023 年 6 月，公司已与万宝龙、伯爵、沙夫拉特、塔思琦、百年灵等 716 个品牌建立了直采关系，2021 年度、2022 年度、2023 年 1-6 月，向拉格代尔采购比例分别为 77.53%、68.43%、76.05%，总体呈下降趋势，1-6 月拉格代尔采购比例有所提升，主要原因为根据雅诗兰黛集团 2023 年上半年销售政策，采购价格随采购规模的提升呈下降趋势，为更有效地发挥成本端规模效应，且考虑到下半年部分品牌存在涨价预期，标的公司根据采购计划于上半年进行了提前备货，从年中时点来看，拉格代尔采购比例有所提升。根据相关研究报告，品牌直采成本低于通过旅游零售商间接采购，随着标的公司直采规模占比的提高，预期整体毛利率水平会呈现上升趋势。

(六) 报告期内销售人员、管理人员数量、平均薪酬及变动原因，与收入的匹配性，与同行业可比公司的差异及原因；折旧与摊销、房屋租赁费用与业务的匹配性

1、报告期内销售人员、管理人员数量、平均薪酬及变动原因，与收入的匹配性，与同行业可比公司的差异及原因

(1) 报告期内销售人员、管理人员数量、平均薪酬及变动原因，与收入的匹配性

报告期内，标的公司销售人员、管理人员数量、平均薪酬及变动情况如下表所示

项目	2023 年 1-5 月		2022 年			2021 年	
	人数 (人)	平均薪酬(万元) ^注	人数 (人)	平均薪酬 (万元)	薪酬变动比率	人数 (人)	平均薪酬(万元)
销售人员	1,006	8.90	945	8.82	-9.45%	951	9.74

项目	2023年1-5月		2022年			2021年	
	人数(人)	平均薪酬(万元) ^注	人数(人)	平均薪酬(万元)	薪酬变动比率	人数(人)	平均薪酬(万元)
管理人员	241	22.69	240	21.27	2.80%	329	20.69
项目	金额(万元)		金额(万元)		变动	金额(万元)	
营业收入	207,601.25		339,795.81		39.11%	244,258.87	

注：2023年1-5月平均薪酬数据已经年化。

由上表可以看出，标的公司收入2022年营业收入金额增长39.11%，管理人员平均薪酬略提升2.80%，管理人员薪酬水平与营业收入并未同比例增长，主要原因系管理人员以固定薪酬为主，薪酬与营业收入关联程度较低。

报告期内，标的公司销售人员平均薪酬金额分别为9.74万元、8.82万元、8.90万元，2022年平均薪酬同比下降9.45%，与营业收入变动方向相反，主要原因包括：

①受外部环境因素影响，标的公司主要经营主体海旅免税城2022年4月、8月、9月均出现闭店情形，闭店期间客流量较少，销售人员薪酬受到较大影响；

②一线销售人员在入职第一个月仅领取固定薪酬，而受闭店、外部环境因素影响，标的公司销售人员2022年度流动性较高，较多新入职的销售人员拉低了标的公司整体销售人员的平均薪酬。

(2) 与同行业可比公司对比情况

标的公司同行业可比公司包括中国中免、珠海免税。珠海免税未公开披露其员工数据，中国中免员工及薪酬数据如下表所示：

单位：人、万元

员工数据		
项目	2022年12月31日	2021年12月31日
总员工数	16,808	14,720
其中：销售人员	8,779	7,735
管理人员	799	781
其他人员	7,230	6,204

薪酬数据		
项目	2022 年度	2021 年度
总薪酬	318,782.16	312,860.87
其中：销售费用中职工薪酬	170,820.94	168,008.00
管理费用中职工薪酬	147,961.22	144,852.88
销售人员平均薪酬	N/A	N/A
管理人员平均薪酬	N/A	N/A

注：中国中免相关数据来源于其公开披露的定期报告，中国中免未披露 2023 年 1-5 月份员工及薪酬数据

根据中国中免公开披露的定期报告及港股招股说明书，中国中免职工薪酬分为销售人员薪酬及管理人员薪酬，员工职能分为销售人员、管理人员及其他人员，而其他人员数量较多，其薪酬的核算方式、具体职能在公开渠道均未进行披露，因此无法准确计算中国中免销售人员及管理人员的平均薪酬水平。

2、折旧与摊销、房屋租赁费用与业务的匹配性

单位：万元

项目	2023 年 1-5 月	2022 年度	2021 年度
折旧与摊销	3,225.55	5,864.88	5,194.74
房屋租赁费用	1,537.05	2,792.31	5,490.89
营业收入金额	207,601.25	339,795.81	244,258.87
折旧与摊销占营业收入比重	1.55%	1.73%	2.13%
房屋租赁费用占营业收入比重	0.74%	0.82%	2.25%

(1) 折旧与摊销

折旧与摊销主要系标的公司装修费用导致的长期待摊费用的摊销。报告期内折旧与摊销的金额分别为 5,194.74 万元、5,864.88 万元、**3,225.55 万元**，**2022 年度**，金额上升 670.14 万元，主要原因系 2022 年度，海旅免税城门店装修增加了长期待摊费用余额，从而使得装修费用产生的摊销金额上升。

报告期内，公司折旧与摊销占营业收入比重分别为 2.13%、1.73%、**1.55%**，占比呈下降趋势，主要原因系公司主要装修工程在开业初期已经完成，随着公司经营开展及收入规模扩大，相应折旧摊销金额占营业收入比重下降。

(2) 房屋租赁费

报告期内，公司房屋租赁费金额分别为5,490.89万元、2,792.31万元、1,537.05万元，2022年房屋租赁费用金额下降2,698.58万元，主要原因系海旅黑虎因海南跨境电商政策收紧及岛民免税政策未如期出台影响，提前终止了与海口居然之家商业管理有限公司的租赁合同，该事项引发赔偿支出1,729.77万元计入了2021年度的房屋租赁费中；此外，海旅黑虎因经营战略调整，于2021年底退租了部分租赁房产，导致2022年租赁费用有所下降。

二、中介机构核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、标的公司免税商品及完税商品销售业务毛利率水平差异的主要原因为补缴相关税费引发的商品成本差异及商品结构差异。

2、受商品收入结构、采购模式、折扣水平等因素的影响，标的公司与同行业可比公司相比毛利率水平存在一定差异。

3、标的公司已经量化分析免税商品和完税商品毛利率下降的主要原因系商品折扣力度提高所致，考虑到目前标的公司折扣力度已经恢复到正常水平、与旅游零售商的合作进一步深化、业务规模的增长以及渠道拓展能力的增强，标的公司未来毛利率水平预计不会持续下降。

4、受薪酬结构、闭店、员工流动性等多方面因素影响，标的公司销售人员平均薪酬呈现下降趋势；由于管理人员薪酬主要构成系固定工资，标的公司管理人员平均薪酬变动幅度较小。

5、报告期内标的公司折旧与摊销主要系装修产生的长期待摊费用摊销，随着公司经营开展及收入规模扩大，相应折旧摊销金额占营业收入比重呈现下降趋势；2021年度，标的公司房屋租赁费用金额较高，主要原因系当年提前终止租赁合同引起的赔偿支出金额较高，同时由于经营战略调整退租了部分租赁房产。

问题13. 关于资金流压力

重组报告书显示，（1）2021年和2022年标的公司现金及现金等价物净增加额分别为-1.5亿、-0.5亿，经营活动产生的现金流净额-9.9亿、-1.7亿；（2）报

告期各期末标的资产货币资金分别为2.7亿、1.9亿，短期借款分别为13.96亿、10.64亿元，长期借款分别为0、2.1亿，资产负债率分别为88.27%和82.91%；（3）报告期各期末，标的公司租赁负债余额分别为2.73亿、6.32亿；一年内到期的租赁负债分别为1,882万和3,198万；（4）华庭项目投资总额估算2亿，其中装修工程费用等1.5亿、铺底流动资金5千万；2022年底预付工程款3千万，2022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。

请公司说明：（1）列示短期借款和长期借款的借款时间、债权人及用途；（2）标的公司授信额度、每年支付租金金额、借款本息还款时间及还款情况金额、华庭项目资金来源；结合上述事项及标的公司经营活动现金流情况，分析标的公司是否存在短期偿债压力及经营活动现金流量缺口。

请会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）短期借款和长期借款的借款时间、债权人及用途

截至2023年5月31日，公司长短期借款的起始日、到期日、债权人及资金用途如下所示：

单位：万元

债权人	借款金额	利率	起始日	到期日	资金用途
中国银行三亚分行	10,000.00	3.10%	2022/7/29	2023/7/25	支付商品货款及日常周转
进出口银行海南省分行	9,980.00	3.21%	2022/9/15	2024/9/14	置换他行贷款及支付货款等日常经营周转
进出口银行海南省分行	11,000.00	3.21%	2022/9/23	2024/9/14	置换他行贷款及支付货款等日常经营周转
民生银行	97.54	4.57%	2022/11/23	2023/11/23	支付商品货款及日常周转
民生银行	1,001.33	4.57%	2022/9/30	2023/9/30	支付商品货款及日常周转
民生银行	1,400.00	4.57%	2022/12/1	2023/6/1	支付商品货款及日常周转
进出口银行海南省分行	3,000.00	3.21%	2023/4/25	2024/9/14	支付商品货款及日常周转

债权人	借款金额	利率	起始日	到期日	资金用途
交通银行海口大同支行	9,980.00	3.20%	2023/4/25	2024/3/25	支付商品货款及日常周转
进出口银行海南省分行	20,000.00	3.21%	2023/5/19	2024/9/14	置换他行贷款及支付贷款等日常经营周转
进出口银行海南省分行	21,020.00	3.21%	2023/5/30	2024/9/14	支付商品货款及日常周转
交通银行海口大同支行	8,000.00	3.20%	2023/5/30	2024/3/25	支付商品货款及日常周转

(二) 标的公司授信额度、每年支付租金金额、借款本息还款时间及还款情况金额、华庭项目资金来源；结合上述事项及标的公司经营活动现金流情况，分析标的公司是否存在短期偿债压力及经营活动现金流量缺口

1、标的公司授信额度、每年支付租金金额、借款本息还款时间及还款情况金额、华庭项目资金来源

(1) 标的公司授信额度

截至 2023 年 7 月末，标的公司可用授信额度为 321,520.00 万元，授信金额较高。

(2) 每年支付租金金额

2023 年 6-12 月、2024 年度、2025 年度，公司租赁费用金额分别为 6,114.75 万元、11,511.62 万元、12,792.43 万元，具体情况如下表所示：

单位：万元

序号	承租方	出租方	面积（平方米）	预期租赁费		
				2023 年 6-12 月	2024 年	2025 年
1	海旅免税城公司	三亚居然之家购物中心有限公司	一至五层： 46,865.04	3,074.44	6,289.56	7,509.21
			负一层： 2,195.00	21.15	36.25	36.25
			第八层： 1,022.00	52.51	90.01	90.01
2	海旅免税	三亚佳翔航空货运服务有限公司	约为 19,160.00	384.24	658.69	658.69
3	海旅免税城公司	海南旺豪实业有限公司	2,894.50	179.53	317.86	317.86

序号	承租方	出租方	面积（平方米）	预期租赁费		
				2023年6-12月	2024年	2025年
4	海旅免税城公司	三亚金思达实业开发有限公司	14,700.00	335.22	574.67	574.67
5	海旅免税城公司	三亚海棠湾开发建设有限公司	4,498.71	47.24	80.98	80.98
6	海旅免税城公司	三亚居然之家购物中心有限公司	257	11.56	19.81	19.81
7	海旅免税城公司	三亚居然之家购物中心有限公司	147.3	6.62	11.35	11.35
8	海旅免税城公司	三亚居然之家购物中心有限公司	293.7	15.09	25.87	25.87
9	海旅免税城公司	海南博鳌国宾馆有限公司分公司	175	12.85	22.02	22.02
10	海旅免税城公司	三亚海旅酒店有限公司鹿回头国宾馆分公司	60	13.34	22.86	22.86
11	海旅黑虎	海南旺豪阳光实业有限公司	1,273.40	106.31	182.25	182.25
12	海旅黑虎	海南旺豪阳光实业有限公司	1,320.80	110.27	189.03	189.03
13	海旅黑虎	陈英	228.22	9.31	15.96	15.96
14	海旅免税	三亚上品华庭地产有限公司	94800	1,605.50	2,752.29	2,813.46
15	海旅免税城公司	海南苏商投资控股有限公司	1604.19	90.66	155.42	155.42
16	海旅免税城公司	三亚海棠湾开发建设有限公司	2179.12	22.88	39.22	39.22
17	海旅黑虎	杭州博壹佳供应链管理有限公司	1000	16.05	27.52	27.52
合计				6,114.75	11,511.62	12,792.43

（3）借款还款情况

截至2023年5月31日，标的公司2023年6-12月及2024年预期还款情况如下表所示：

单位：万元

项目	2023年6-12月	2024年度
本金金额	12,498.87	82,980.00
利息金额 ^注	1,615.36	1,600.13

项目	2023年6-12月	2024年度
合计	14,114.23	84,580.13

注：利息金额按照借款本金余额*利率/365*当年借款占用天数计算得出。

(4) 华庭项目资金来源

华庭项目根据实施计划总投资2亿元，其中项目装修工程费用约1.5亿元，用于备货、经营费用等流动资金约0.5亿元。华庭项目投资1亿元来源于金融机构借款，1亿元来源于公司自筹资金。截至**2023年5月31日**，该项目已预付0.3亿元工程款。

2、分析标的公司是否存在短期偿债压力及经营活动现金流量缺口

(1) 是否存在短期偿债压力

短期内，标的公司偿还银行借款本息、支付租金、支付华庭项目投资等资金流出情况如下表所示：

单位：万元

项目	2023年6-12月	2024年度
偿还银行借款本息	14,114.23	84,580.13
华庭项目支出 ^注	12,000.00	-
租赁支出	6,114.75	11,511.62
合计	32,228.98	96,091.75

注：仅考虑华庭项目前期资本支出，不含后续经营备货所需流动资金。

2023年1-5月，由于短期借款大量到期，标的公司偿债金额较高。但截至**2023年7月末**，标的公司仅存**1,098.87**万元的短期借款需要在2023年偿还，标的公司短期偿债压力已经大幅下降。

此外，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**2023年7月末**，标的公司可用授信额度为**321,520.00**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。

(2) 是否存在经营活动现金流量缺口

随着标的公司业务发展，营业收入呈现大幅上升趋势，标的公司经营活动现金流逐渐得到改善；2022 年度及 2023 年 1-5 月，标的公司营业收入分别为 339,795.81 万元、207,601.25 万元，经营活动现金流净额分别为-1,651.47 万元、31,262.73 万元，随着业务的开展，经营活动现金流净额整体呈现大幅度上升的趋势。

二、中介机构核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、标的公司已经说明短期借款和长期借款的借款时间、债权人及相关用途。

2、标的公司授信额度较高、信用状况良好，营业收入逐年呈现上升趋势，现金流状况逐年改善，因此华庭项目投入、租金、偿还借款本息支出均不会使公司出现经营活动现金流缺口，标的公司短期偿债压力可控。

问题14.关于应收账款

重组报告书披露，（1）报告期各期末，标的公司应收账款的账面金额分别为6,637.65万元、3,928.62万元，主要为应收营业款；（2）2022年末应收拉格代尔商业（上海）有限公司488.82万元；（3）前五大应收账款与客户差异较大。

请公司说明：（1）分业务列示报告期各期末应收账款金额、占比，重要应收账款对应的业务、主要产品、原因及合理性；（2）应收拉格代尔商业（上海）有限公司的具体情况；同为客户和供应商的合理性及相关会计处理合规性；（3）前五大应收账款与客户差异较大的原因。

请会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

(一) 分业务列示报告期各期末应收账款金额、占比，重要应收账款对应的业务、主要产品、原因及合理性

1、分业务类别的应收账款账面金额、占比情况

报告期各期末，应收账款分业务列示情况如下所示：

单位：万元

项目	2023年5月31日		2022年12月31日		2021年12月31日	
	期末余额	比例	期末余额	比例	期末余额	比例
有税商品业务	74.00	7.69%	1,932.76	48.91%	4,599.93	69.10%
免税商品业务	597.66	62.10%	1,143.65	28.94%	1,678.02	25.21%
跨境商品业务	35.72	3.71%	26.28	0.67%	4.65	0.07%
其他	254.99	26.50%	848.98	21.48%	374.03	5.62%
其中：推广服务费	-	-	490.82	12.42%	160.00	2.40%
销售补贴	254.99	26.50%	292.76	7.41%	214.03	3.22%
其他	-	-	65.40	1.65%	-	-
合计	962.37	100.00%	3,951.67	100.00%	6,656.64	100.00%

注：2021年末，应收账款其他项目主要包含应收拉格代尔商业（上海）有限公司160万元的推广服务费和应收江苏京东旭科信息技术有限公司销售补贴款214.03万元；2022年末，应收账款其他项目主要包含应收拉格代尔商业（上海）有限公司推广费488.82万元、应收江苏京东旭科信息技术有限公司销售补贴款292.76万元以及租赁费65.40万元；2023年5月末，应收账款其他项目主要包含应收三亚市商务局的186.98万元销售补贴款和应收江苏京东旭科信息技术有限公司68.01万元销售补贴款。

标的公司主营业务以免税商品销售、有税商品销售、跨境电商产品销售业务为主，报告期各期末，与主营业务相关的应收账款期末余额占应收账款账面余额的比重分别为94.38%、78.52%、73.50%，占比较高，与标的公司主营业务结构相符。

2、重要应收账款对应的业务、主要产品、原因及合理性

(1) 重要应收账款对应的业务、主要产品

报告期各期末，标的公司主要应收款账面余额、对应业务/产品、占比情况如下表所示：

序号	单位名称	账面余额	占应收账款期末 账面余额的比例	对应产品/业务
2023年5月31日				
1	中国光大银行海口南沙支行	253.85	26.38%	商品销售款
2	成都光合信号科技有限公司	239.14	24.85%	抖音平台商品销售款
3	三亚市商务局	186.98	19.43%	销售补贴款
4	中国银行三亚迎宾路支行	99.77	10.37%	商品销售款
5	江苏京东旭科信息技术有限公司	68.01	7.07%	销售补贴款
合计		847.75	88.10%	
2022年12月31日				
1	成都快购科技有限公司	1,662.57	42.07%	快手平台商品销售款
2	江苏京东旭科信息技术有限公司	637.53	16.13%	京东平台商品销售款、 销售补贴款
3	中国光大银行海口南沙支行	519.97	13.16%	商品销售款
4	拉格代尔商业(上海)有限公司	488.82	12.37%	推广服务费
5	中国银行股份有限公司 三亚迎宾路支行	314.50	7.96%	商品销售款
合计		3,623.39	91.69%	-
2021年12月31日				
1	北京空间变换科技有限公司	4,473.01	67.20%	抖音平台商品销售款
2	网银在线(北京)科技有限公司	943.33	14.17%	商品销售款
3	中国光大银行海口南沙支行	448.2	6.73%	商品销售款
4	中国银行股份有限公司 三亚迎宾路支行	243.59	3.66%	商品销售款
5	江苏京东旭科信息技术有限公司	214.03	3.22%	销售补贴款
合计		6,322.15	94.98%	

(2) 原因及合理性

报告期内,海旅免税的客户主要为自然人消费者和少部分贸易采购商,其中,贸易采购商结算条件为先款后货,不会产生应收账款;自然人消费者通过银行卡、

微信、支付宝、快手、京东、抖音等支付方式付款，相应款项存在一定回款账期，具体结算依据如下：

序号	支付渠道	回款账期	是否会形成应收账款及对手方
1	银行卡	T+1	是，如中国光大银行海口南沙支行、中国银行股份有限公司三亚迎宾路支行等
2	微信	当日结算	否
3	支付宝	当日结算	否
4	快手渠道	T+15	是，成都快购科技有限公司
5	京东渠道	T+1	是，江苏京东旭科信息技术有限公司
6	抖音渠道	T+15/T+5	是，北京空间变换科技有限公司、成都光合信号科技有限公司

报告期各期末，标的公司重要应收账款产生原因主要系银行卡、快手、京东、抖音等支付方式存在一定回款账期，具备合理性。标的公司应收拉格代尔商业(上海)有限公司(以下简称“拉格代尔上海”)的款项产生的原因详见本题回复中“一、公司说明”之“(二)应收拉格代尔上海的具体情况，同为客户及供应商的合理性及会计处理的合理性”的相关内容。

(二) 应收拉格代尔上海的具体情况，同为客户及供应商的合理性及会计处理的合理性

1、应收拉格代尔上海的具体情况

标的公司应收拉格代尔上海的款项性质为应收推广服务费。根据标的公司与拉格代尔上海签订的相关合同，向拉格代尔上海提供位于海旅免税城的若干广告位用于营销推广，拉格代尔上海按照约定向标的公司支付推广服务费。报告期内，标的公司确认的营销推广服务收入及应收拉格代尔上海款项余额如下所示：

单位：万元

推广服务费	2023年1-5月/2023年5月31日	2022年度/2022年12月31日	2021年度/2021年12月31日
推广服务费收入	-	959.26	452.83
应收推广服务费余额	-	488.82	160.00

2、同为客户及供应商的商业合理性

拉格代尔上海作为标的公司客户，向标的公司采购营销推广服务，具体情况

参见本题“（二）应收拉格代尔上海的具体情况，同为客户及供应商的合理性及会计处理的合理性”之“1、应收拉格代尔上海的具体情况”。

拉格代尔上海作为标的公司供应商，主要同标的公司开展联营业务。根据双方签订的联营业务合同，拉格代尔上海作为若干服装品牌的代理商，标的公司同拉格代尔上海进行合作，以联营模式出售相关商品。

综上，标的公司作为拉格代尔上海的客户和供应商，所从事业务的性质不同，拉格代尔上海同时作为标的公司的客户和供应商具备商业合理性。

3、会计处理合理性

标的公司同拉格代尔上海开展业务，其相应的会计处理如下所示：

性质	标的公司会计处理
营销推广服务	借：应收账款 贷：其他业务收入 应交税费-应交增值税销项税
联营业务	借：银行存款 贷：应付账款 主营业务收入（净额法确认） 应交税费-应交增值税销项税

标的公司作为拉格代尔上海的供应商，按照合同约定向其收取推广服务费，并确认其他业务收入；标的公司作为拉格代尔上海的客户，向其支付联营商品采购款，并按照净额法确认收入。两种业务模式下的会计处理具有合理性。

（三）前五大应收账款与客户差异较大的原因

标的公司前五大客户均属于法人客户，多采用先款后货的交易模式，并不形成应收款，因此标的公司前五大应收账款与客户差异较大。

二、中介机构核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、标的公司已经分业务列示报告期各期末应收账款金额、占比情况，并已经说明重要应收款对应的主要业务；标的公司重要应收账款产生原因主要系银行卡、快手、京东、抖音等支付方式存在一定回款账期，具备合理性。

2、标的公司应收拉格代尔上海的款项性质为应收推广服务费；标的公司作为拉格代尔上海的客户和供应商，所从事业务的性质不同，拉格代尔上海同时作为标的公司的客户和供应商具备商业合理性，两种业务模式下的会计处理模式不同，会计处理方式具备合理性。

3、标的公司前五大客户均属于法人客户，采用先款后货的交易模式，并不形成应收款，因此标的公司前五大应收账款与前五大客户差异较大的情形具备合理性。

五、关于标的公司合规性问题及其他

问题15. 关于使用关联方商标

重组报告书披露，（1）海旅免税存在三项被授权使用商标的情形，其中两项权利人为海南旅投，一项权利人为兰州民百（后更名为丽尚国潮）；（2）根据海南旅投与海旅免税签订的《商标许可协议》，海南旅投的两项商标，在商标存续有效期内，海南旅投授权海旅免税以独占许可方式无偿使用；（3）海南旅投将3项商标转让给标的公司，尚未办理完毕转让手续。

请公司说明：海南旅投授权标的公司使用的2项商标，是否为其拟转让给标的公司的商标；3项商标转让的转让价格、转让原因，预计完成时间，转让商标在标的公司经营中的具体作用。

请律师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）海南旅投授权标的公司使用的2项商标，是否为其拟转让给标的公司的商标

海南旅投授权标的公司使用的 2 项商标和拟转让给标的公司的商标具体情况如下：

项目	权利人	商标	类别	注册号	有效期限	取得方式
授权商标	海南旅投	海旅免	35	48372611	2021-04-07 至 2031-04-06	原始取得

	海南旅投	旅免	35	49101045	2021-04-07 至 2031-04-06	原始取得
转让 商标	海南旅投	HTDF	35	48357850	2021-04-07 至 2031-04-06	原始取得
	海南旅投	HDF	35	48376467	2021-06-07 至 2031-06-06	原始取得
	海南旅投	HTIDF	35	49084498	2021-03-28 至 2031-03-27	原始取得

通过上表可知，海南旅投授权标的公司使用的2项商标分别为“海旅免”和“旅免”，不是其拟转让给标的公司的商标。

海南旅投申请的多个商标与“海旅免”和“旅免”存在近似，根据《中华人民共和国商标法》的相关规定，转让注册商标的，商标注册人对其在同一种商品上注册的近似商标，或在类似商品上注册的相同或近似商标，应当一并转让，上述2项商标海南旅投无法单独转让给海旅免税。因海南旅投及其其他子公司使用其他近似商标，使得无法将相关商标转让给海旅免税，因此以独占许可方式授权给标的公司使用。

2022年7月，海南旅投与海旅免税签订《商标许可协议》，协议约定在注册商标存续有效期内，海南旅投授权海旅免税以独占许可方式无偿使用上述商标；许可使用范围包括与海旅免税日常经营活动相关的一切商品、服务及其包装、牌匾、宣传资料等介质之上；协议有效期为20年，除非一方在有效期届满前提前3个月通知对方不再续期，本协议期满自动续期；双方在书面达成协议时，可以终止本协议。

基于上述《商标许可协议》约定，海南旅投在协议有效期内不能单方面终止协议，海旅免税可以长期稳定的使用被许可商标。

（二）3项商标转让的转让价格、转让原因，预计完成时间，转让商标在标的公司经营中的具体作用

2020年7月，海旅免税刚成立，处于筹建阶段，由海南旅投代为申请注册3项商标，上述商标主要用于媒体宣传、线下营销物料等。2022年7月，海南旅投与海旅免税签订《商标转让协议》，协议约定海南旅投将其申请的3项商标“HTDF”、“HDF”和“HTIDF”转让给海旅免税，转让价格参照商标注册及转

让的手续费协商确定为 4,200 元。

截至本回复出具日，上述商标转让**已完成转让注册**。

二、中介机构核查意见

经核查，律师认为：

1、海南旅投申请的多个商标与“海旅免”和“旅免”存在近似，海南旅投未将“海旅免”和“旅免”2项商标转让给标的公司，而以独占许可的方式授权标的公司长期使用该2项商标。

2、“HTDF”“HDF”“HTIDF”3项商标系标的公司成立初期由海南旅投代为申请，上述商标主要用于媒体宣传、线下营销物料等；转让价格参照商标注册及转让的手续费协商确定为4,200元，上述转让**已完成转让注册**。

问题16. 关于诉讼

重组报告书披露，（1）标的公司存在一项尚未了结的诉讼事项，诉讼请求为，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300万元；请求判令海旅黑虎、海南优选承担本案的诉讼费用；（2）上述案件已于2023年4月17日开庭审理，尚未形成判决；（3）标的公司对上述案件确认了预计负债30万元。

请公司说明：（1）诉讼案件的具体情况，涉嫌侵害的商标权，涉及的产品金额；（2）案件开庭后的最新进展；败诉对标的公司的具体影响；（3）预计负债计提30万元的依据及充分性。

请公司披露：前述标的公司未结诉讼案件的可能影响。

请律师核查（1）（2）并发表明确意见；请会计师核查（3）并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

(一) 诉讼案件的具体情况，涉嫌侵害的商标权，涉及的产品金额

2021年8月2日，富思集团有限公司(FOSSIL GROUP, Inc.)(以下简称“富思集团”)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第302203号“”注册商标专用权和第G6695685号“”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。

该项诉讼涉及海旅黑虎和海南优选被马村港海关扣留的存货价值约137.03万元。

(二) 案件开庭后的最新进展；败诉对标的公司的具体影响

1、案件开庭后的最新进展

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，截至本回复出具日，海南自由贸易港知识产权法院尚未形成判决。

2、败诉对标的公司的具体影响

根据海旅黑虎、海南优选的诉讼代理律师判断，上述诉讼案件存在败诉的可能性较小。如败诉，根据《中华人民共和国商标法》“第六十四条第二款 销售不知道是侵犯注册商标专用权的商品，能证明该商品是自己合法取得并说明提供者的，不承担赔偿责任。”；如无法证明海旅黑虎和海南优选阿玛尼腕表从正规渠道购买，需承担赔偿责任：赔偿原告经济损失300.00万元及销毁尚未售出的侵权产品和印有侵权标识的包装材料，即被扣押手表损失约137.03万元，海旅黑虎和海南优选向原告富思集团赔偿后可向上级供应商追偿。根据海旅黑虎、海南优选与供应商签订的采购合同，如涉及欺诈或知识产权侵权，供应商应当全额赔偿损失。

截至本回复出具日，海旅黑虎和海南优选分别冻结供应商的货款为50.00万

元和96.13万。报告期内，海旅黑虎和海南优选已对海关扣留的手表计提了全额跌价准备。

此外，海南旅投承诺，上述案件如败诉且标的公司被判决赔偿原告经济损失，海南旅投将对标的公司及其子公司实际遭受的经济损失按持股比例进行现金补偿。

上述案件系跨境电商业务，由海旅黑虎及海南优选运营；标的公司免税业务由海旅免税和海旅免税城运营。免税业务和跨境业务在采购和销售上相对独立。

综上，如上述案件败诉，对标的公司的影响较小。

（三）预计负债计提30万元的依据及充分性

前述未决诉讼和索赔事项符合《企业会计准则第13号——或有事项》第四条第（二）款“履行该义务很可能导致经济利益流出企业”，应当确认预计负债。”

依据海旅黑虎、海南优选委托诉讼代理律师海南白驹律师事务所对案件预计分析得出以下六种情况：

第①种情况：双方调解结案，根据本案现状，预计调解费用20万元至30万元；

第②种情况：原告（阿玛尼方）败诉，不产生费用；

第③种情况：法院驳回原告（阿玛尼方）起诉，不产生费用；

第④种情况：我方胜诉，不产生费用；

第⑤种情况：原告（阿玛尼方）胜诉；《中华人民共和国商标法》第六十四条第二款 销售不知道是侵犯注册商标专用权的商品，能证明该商品是自己合法取得并说明提供者的，不承担赔偿责任；

第⑥种情况：无法证明我方阿玛尼腕表从正规渠道购买，向原告（阿玛尼方）赔偿后可向上级供应商追查。

经委托律师分析，以上结果的可能性①>②>③>④>⑤>⑥

根据《企业会计准则第13号——或有事项》第五条中“预计负债应当按照履行相关现时义务所需支出的最佳估计数进行初始计量。所需支出存在一个连续

范围，且该范围内各种结果发生的可能性相同的，最佳估计数应当按照该范围内的中间值确定”。以及根据上述委托律师分析的结果显示最佳估计数为20万元至30万元，取中间值为25万元，本报告期内计提30万元高于中间值，预计负债计提充分。

二、公司披露

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”之“（一）诉讼、仲裁事项”补充披露签署标的公司未结诉讼案件的可能影响，具体如下

“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；海旅黑虎制定的《招标采购管理制度》对供应商审核条件进行了详细的约定，包括供应商公司资质和品牌资质等，并在实际经营中严格执行该制度。

根据海旅黑虎、海南优选的代理律师判断，上述诉讼案件存在败诉的可能性较小。如败诉，根据《中华人民共和国商标法》“第六十四条第二款 销售不知道是侵犯注册商标专用权的商品，能证明该商品是自己合法取得并说明提供者的，不承担赔偿责任。”；如无法证明海旅黑虎和海南优选阿玛尼腕表从正规渠道购买，需承担赔偿责任：赔偿原告经济损失300.00万元及销毁尚未售出的侵权产品和印有侵权标识的包装材料，即被扣押手表损失约137.03万元。海旅黑虎和海南优选向原告富思集团赔偿后可向上级供应商追偿，根据海旅黑虎、海南优选与供应商签订的采购合同，如涉及欺诈或知识产权侵权，供应商应当全额赔偿损失。

截至本报告书签署日，海旅黑虎和海南优选分别冻结供应商的货款为50.00万元和96.13万。报告期内，海旅黑虎和海南优选已对海关封存的手表计提了全额跌价准备。

此外，海南旅投承诺，上述案件如败诉且标的公司被判决赔偿原告经济损失，海南旅投将对标的公司及其子公司实际遭受的经济损失按持股比例进行现金补偿。

综上，标的公司预计上述未结诉讼对公司财务和经营影响较小，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。”

三、中介机构核查意见

（一）律师核查意见

经核查，律师认为：

1、上市公司已补充说明诉讼案件的具体情况，涉嫌侵害的商标权，涉及的产品金额。

2、上述案件尚未形成判决，如败诉，对标的公司影响较小。

（二）会计师核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

标的公司预计负债系同富思集团有限公司(FOSSIL GROUP ,Inc.)未决诉讼引发的，标的公司在分析此次未决诉讼各种可能出现的结果后，根据最佳估计数计提预计负债，计提依据合理，计提金额充分。

问题17. 关于其他

问题17.1

重组报告书披露，业绩补偿协议中约定过渡期亏损由交易对方以现金补足，并计入业绩承诺已补偿金额；更新的法律意见书实际为补充法律意见书（一）。

请公司说明：（1）过渡期亏损以现金补足，并计入业绩承诺已补偿金额，是否符合《监管规则适用指引——上市类第1号》中优先以股份补偿的规定；（2）修改法律意见书的文件名，同时使之能够显示文档结构图。

请律师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）过渡期亏损以现金补足，并计入业绩承诺已补偿金额，是否符合《监管规则适用指引——上市类第1号》中优先以股份补偿的规定

根据《监管规则适用指引——上市类第1号》规定：“业绩补偿应当先以股份补偿，不足部分以现金补偿。”

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《补充协议三》，对过渡期损益安排条款作出如下调整：

“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，该部分现金补偿应计入本协议第6.3条的已补偿金额”调整为“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”。

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》。

根据上述调整后的过渡期损益条款，过渡期亏损金额不计入业绩承诺已补偿金额，上述调整后过渡期损益条款不再涉及《1号指引》关于“业绩补偿应当先以股份补偿，不足部分以现金补偿”的相关规定。

（二）修改法律意见书的文件名，同时使之能够显示文档结构图

公司及中介机构已根据要求修改法律意见书的文件名，同时使之能够显示文档结构图。

二、中介机构核查意见

经核查，律师认为：

《补充协议三》调整后的过渡期损益条款，过渡期亏损金额不计入业绩承诺已补偿金额，上述调整后过渡期损益条款不再涉及《1号指引》关于“业绩补偿应当先以股份补偿，不足部分以现金补偿”的相关规定。

公司及中介机构已根据要求修改法律意见书的文件名，同时使之能够显示文

档结构图。

问题17.2

重组报告书披露，（1）海南旅投持有海汽控股100%股权；上市公司控制关系图显示，海南旅投持有海汽控股90%股权；（2）上市公司实际控制人为海南省国资委，但持股比例未将海南省国资委控制的海钢集团及海南高速持有的股权计算在内。

请公司说明：重组报告书前后披露不一致的原因，并进行相应更正。

请公司披露：本次交易前后，上市公司控股股东、实际控制人的持股比例。

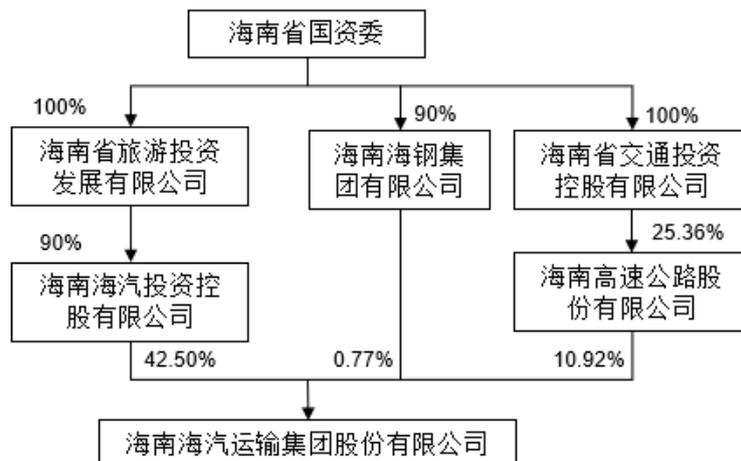
回复：

一、公司说明

1、重组报告书“第二节 上市公司基本情况”之“七、上市公司控股股东及实际控制人情况”披露内容

“截至本报告书签署日，上市公司的实际控制人为海南省国资委。其通过海汽控股、海南海钢集团有限公司、海南高速公路股份有限公司间接持有公司股份。

实际控制人对上市公司的控制关系图如下：

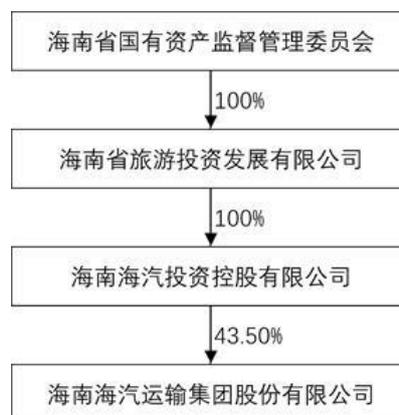


注：上述股权结构系截至2023年5月31日。”

2、重组报告书“第二节 上市公司基本情况”之“三、最近三十六个月内

控制权变动情况”披露内容

“上述股权变更后，上市公司控制权结构如下图所示：



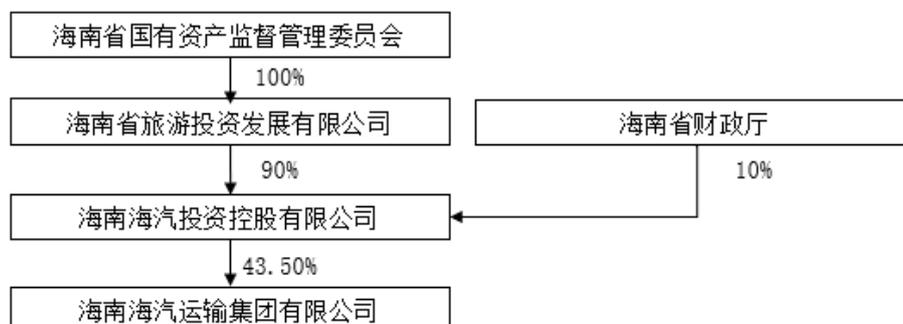
综上，上述股权变更前后，上市公司控股股东皆为海汽控股，上市公司实际控制人皆为海南省国资委。”

3、二者差异原因及内容修订

重组报告书“第二节 上市公司基本情况”之“七、上市公司控股股东及实际控制人情况”披露控制图系截至**2023年5月31日**实际控制人控制上市公司的股权关系图。

重组报告书“第二节 上市公司基本情况”之“三、最近三十六个月内控制权变动情况”披露控制图系2020年8月4日海南旅投受让海南省国资委持有的海汽控股100%股权。2021年1月29日，海南省财政厅通过无偿划转方式受让海汽控股10%股权，划转完成后海南旅投持有海汽控股90%股权。公司已在重组报告书该部分补充披露如下：

“2021年1月29日，海南省财政厅通过无偿划转方式受让海南旅投持有的海汽控股10%股权，上市公司控制权结构如下：



”

二、公司披露

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”之“（三）本次交易对上市公司股权结构的影响”中补充披露如下：

“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、海汽控股、海南高速和海钢集团的实际控制人均为海南省国资委。

本次交易前，上市公司控股股东系海汽控股，其持有上市公司 42.50% 的股份；上市公司间接控股股东系海南旅投，通过海汽控股控制上市公司 42.50% 的股份；上市公司实际控制人系海南省国资委，通过海汽控股、海南高速、海钢集团合计控制上市公司 54.19% 的股份。

本次交易完成后（不考虑募集配套资金），上市公司控股股东系海南旅投，其直接和间接控制上市公司 71.10% 的股份；上市公司实际控制人系海南省国资委，通过海南旅投、海汽控股、海南高速、海钢集团合计控制上市公司 76.97% 的股份。

本次交易完成后（考虑募集配套资金），上市公司控股股东系海南旅投，其直接和间接控制上市公司 64.26% 的股份；上市公司实际控制人系海南省国资委，通过海南旅投、海汽控股、海南高速、海钢集团合计控制上市公司 69.58% 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。”

问题17.3

根据申报材料，报告期各期末，标的公司其他应收款余额分别为**3,168.98万**、**3,520.87万**，主要为押金及保证金。报告期内对海南呀诺达圆融旅业股份有限公司、候鸟供应链有限公司其他应收款账面价值**100万**和**2.1万**全部计提了单项坏账准备。

请公司说明：其他应收款中押金、保证金的具体内容；对海南呀诺达圆融旅业股份有限公司、候鸟供应链有限公司其他应收款全部计提单项坏账准备的原因。

请会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司说明

（一）其他应收款中押金、保证金的具体内容

报告期各期末，标的公司其他应收款中押金、保证金具体内容如下所示：

单位：万元

具体内容	2023年5月31日	2022年12月31日	2021年12月31日
因租赁产生的保证金及押金	2,457.85	2,457.85	2,415.85
因开设线上店铺经营缴纳的保证金及押金	335.14	355.32	298.85
采购保证金	1,666.42	250.00	-
跨境综合税保证金	200.01	200.01	440.00
仓库押金	5.00	5.00	28.04
办公设备押金	0.26	0.79	4.46
合计	4,664.67	3,268.97	3,187.20

（二）对海南呀诺达圆融旅业股份有限公司、候鸟供应链有限公司其他应收款全部计提单项坏账准备的原因

报告期各期末，标的公司对海南呀诺达圆融旅业股份有限公司、候鸟供应链

有限公司其他应收款账面余额及坏账准备计提金额如下所示：

单位：万元

单位名称	2023年5月31日			
	账面余额	坏账准备	计提比例(%)	计提理由
海南呀诺达圆融旅业股份有限公司	100.00	100.00	100.00	预计可收回金额为0元
候鸟供应链有限公司	2.12	2.12	100.00	预计可收回金额为0元
合计	102.12	102.12	100.00	-
单位名称	2022年12月31日			
	账面余额	坏账准备	计提比例(%)	计提理由
海南呀诺达圆融旅业股份有限公司	100.00	100.00	100.00	预计可收回金额为0元
候鸟供应链有限公司	2.12	2.12	100.00	预计可收回金额为0元
合计	102.12	102.12	100.00	-
单位名称	2021年12月31日			
	账面余额	坏账准备	计提比例(%)	计提理由
海南呀诺达圆融旅业股份有限公司	100.00	50.00	50.00	预计可收回金额为50万元
合计	100.00	50.00	50.00	-

1、海南呀诺达圆融旅业股份有限公司

标的公司对海南呀诺达圆融旅业股份有限公司（以下简称“呀诺达圆融”）其他应收款性质主要系保证金。2020年11月，海旅黑虎与呀诺达圆融签订场地租赁与综合管理协议，场地用于商品销售，租赁期限自2020年11月10日至2026年12月31日，合同生效后30日内海旅黑虎向呀诺达圆融支付履约保证金100万元。

由于景区客流量较小，海旅黑虎于2021年提出退租申请，2021年末，双方就退租事项未能达成一致意见，标的公司认为该笔保证金在2022年仍有较大回款可能，但是基于谨慎性原则，仍对此笔保证金计提50万元的坏账准备；2022年末、2023年5月末，此笔保证金仍未收回，出于谨慎性原则考虑，标的公司对已支付的履约保证金100万元全额计提单项坏账准备。

2、深圳候鸟供应链有限公司

深圳候鸟供应链有限公司系海旅黑虎的供应商，目前双方合作关系已经终止，基于谨慎性原则，标的公司将尚未回收的2.12万元预付商品款重分类至其他应收款科目进行核算，并全额计提坏账准备。

二、中介机构核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、标的公司其他应收款中押金保证金包括租赁押金及保证金、店铺经营押金及保证金、采购保证金、跨境综合税保证金等，标的公司已经对押金保证金的具体内容进行了说明。

2、标的公司与海南呀诺达圆融旅业股份有限公司、深圳候鸟供应链有限公司已经终止合作，其他应收款回收可能性较低，出于谨慎性考虑，标的公司针对该部分其他应收款全额单项计提坏账准备。

对本回复材料中的公司回复内容，独立财务顾问均已进行核查，确认并保证其真实、完整、准确。

（本页无正文，为海南海汽运输集团股份有限公司《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暨关联交易申请的审核问询函的回复》之盖章页）



2023年8月28日

（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暨关联交易申请的审核问询函的回复》之签字盖章页）

财务顾问主办人： 田斌 王瑀 袁晨
田 斌 王 瑀 袁 晨

