

中联资产评估集团有限公司关于
海南海汽运输集团股份有限公司对《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)资产评估相关问题回复的核查意见

上海证券交易所:

根据贵所于2023年5月16日下发的《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“《审核问询函》”)的要求,中联评估集团有限公司评估项目组对海南海汽运输集团股份有限公司对《审核问询函》答复进行了认真的研究、分析和核查,并就资产评估相关问题出具了本核查意见。现将具体情况汇报如下。

一、关于交易方案

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活动的具体影响。

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

（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活动的具体影响

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

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、关于发行人股权结构、董监高等基本情况

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：

数量	地区分布
	省份
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

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
12 家	海南省

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
海南免税	离岛免税	4 家	海口 琼海	线上线下
海旅免税	离岛免税	1 家	三亚	线上线下
海控全球精品免税	离岛免税	1 家	海口	线上线下

项目	免税店类型	离岛免税店数量	地区覆盖	线上线下免税业务覆盖
中服免税	口岸免税 市内免税 离岛免税	1 家	三亚	线上线下
深圳免税	口岸免税 离岛免税	1 家	海口	线上线下
王府井	口岸免税 市内免税 离岛免税	1 家	万宁	线上线下

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
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。

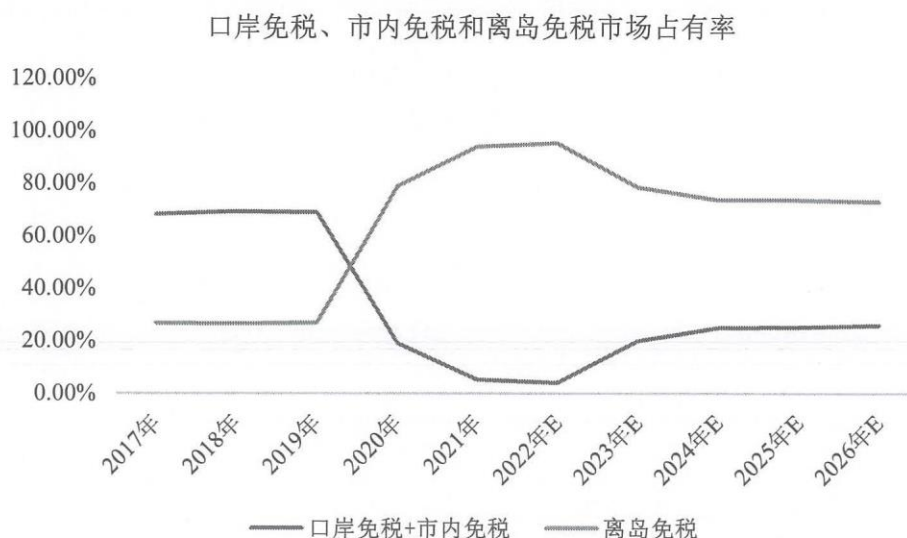
免税品三大主要销售渠道对比如下：

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	限于即将出境的境外人员，免税商店凭其出境有	年满 16 周岁的离岛不离境的国内外旅客

	尚未办理进境手续的人员	效证件及机（船、车）票	
		销售免税品	
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：



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
----	--------	--------	--------	--------	--------	---------------

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	

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，并在标的公司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）公司免税商品分类别的收入结构与中国中免等同行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；（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

（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

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7.2

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经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、公司说明

（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缉私分局审查，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。

(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
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 & 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末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。

二、中介机构核查意见

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、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

项目	前次评估	本次评估
评估方法	收益法、市场法	收益法、市场法
评估假设	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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 15、针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营。 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。 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； 18、评估人员仅基于公开披露的可比企业相	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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 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。 15、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。 16、针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营。 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。 18、可比企业信息披露真实、准确、完整，

项目	前次评估	本次评估
	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。 当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。	无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏； 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。 当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。

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
	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 业务	线上	9.54%	8.63%	8.34%	8.37%	8.40%	8.44%	8.47%
	线下	19.88%	35.47%	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%
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

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
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：

基准日归属于母公司所有者权益价值 = (Σ (各年可比上市公司市销率 × 各年营业收入)) / 预测年限 × (1 - 流动性折扣)

$$= (504,507.68 \times 1.59 + 613,050.88 \times 1.35 + 741,705.55 \times 1.20) \div 3 \times (1 - 30.00\%)$$

$$= 585,998.00 \text{ (万元)} \text{ (万元取整)}$$

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在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告》	免税商品品种：增加至 38 种；放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种商品的单次购物数量限制

时间	政策名称	相关内容
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
海南离港旅客占海南旅客规模比例	40.56%	37.69%	34.85%	32.96%	27.88%	26.05%	36.49%	37%

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

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、转化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，全国免税经营商为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、Roger Vivier、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	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 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	仓储	15 元/月/平方米
		第八层	办公及配套	80 元/月/平方米
		负一层，第 1825-1-B1-003 号		场地使用费：70 元/月/平方米
		第七层，第 1825-1-7-001 号		场地使用费：70 元/月/平方米
		第八层，第 1825-1-8-002 号		场地使用费：80 元/月/平方米
		负一层，第 B1001 号	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%；

序号	坐落位置	建筑面积 (平方米)	当前用途	主要内容
				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}
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（未来三年均值）
				2023 年	2024 年	2025 年	
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%

项目	2021 年		2022 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
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，企业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，企业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，企业华庭项目筹备期、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和离岛免税市场旺季的特点，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，标的公司可通过直播等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。

（此页无正文，为《《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）资产评估相关问题回复的核查意见》之签章页）

