

审慎增持 (首次)

海汽集团

603069

华丽转身，拟注入海旅免税一小而精、强运营的免税新贵

2022年09月23日

市场数据

市场数据日期	2022/09/23
收盘价(元)	26.02
总股本(百万股)	316.00
流通股本(百万股)	316.00
总市值(百万元)	8222.32
流通市值(百万元)	8222.32
净资产(百万元)	927.67
总资产(百万元)	1909.74
每股净资产(元)	2.87

来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	732	4872	6954	8786
同比增长	16.4%	565.5%	42.7%	26.3%
归母净利润(百万元)	-72	48	291	473
同比增长	26.8%	167.8%	497.7%	62.8%
毛利率	14.1%	16.9%	19.7%	21.3%
净利率	-9.9%	1.0%	4.2%	5.4%
每股收益(元)	-0.10	0.07	0.42	0.68
每股经营现金流(元)	-0.03	1.00	1.96	2.26
市盈率	-253.5	375.6	62.6	38.4
市净率	19.4	3.5	3.3	3.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《海汽集团拟收购海旅免税，免税新星冉冉升起》2022-05-29

分析师:

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

涂佳妮

tujiani@xyzq.com.cn

S0190522080003

投资要点

- 海汽集团拟以 50.02 亿元收购海旅免税，其中支付现金 7.50 亿元，以 11.09 元向海南旅投发行 3.83 亿股份支付 42.52 亿元；此外，拟向 35 名投资人定增募资，发行股份数量不超过本次交易前总股本的 30%，即不超过 0.948 亿股；因此，最终预计公司总股本扩大至不超 7.94 亿股，当前股价对应隐含市值不超过 215.57 亿元。
- 海汽集团是海南最大型的道路运输综合服务提供商，逐步涉及交通文旅业务，有望与海旅免税发挥协同效应：公司已建成覆盖海南全省 18 个市县的道路客运网络，旅客发送量占海南省班线客运市场 70% 以上，截至 22H1，公司营运车辆共有 2612 辆、分布在海南省主要市县的三级以上汽车客运站 26 个。近年陆续开展了涉及旅游、会展、文化传媒等交通文旅业务。或可充分利用汽车场站以及车辆资源，为海旅免税提供引流赋能；21 年已开发 5 条免税购物定制线路产品，未来或可继续开展各种形式商业合作。
- 海旅免税 2020 年 7 月 21 日成立，同年 8 月 12 日顺利获得离岛免税牌照，同年 12 月 30 日三亚海旅免税城开业。**海旅免税在离岛免税、有税、跨境电商、奥特莱斯四大商业板块均有布局**：1) 离岛免税，三亚海旅免税城经营面积达 9.5 万平，吸引超过 884 个国际知名品牌入驻。线上商城 2021 年 1 月 25 日正式上线。此外，公司离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，邮寄离岛和返岛提货均及时推出；2) 有税业务，除了海旅免税城内有税店铺外，海旅免税会员购于 2021 年 8 月上线，有四大接入端口，是海南离岛免税业务的延伸，旅客可以在离开海南 180 天内继续在该平台选购；3) 跨境电商业务，主要由子公司海旅黑虎经营；4) 海旅免税奥莱城地处三亚市 CBD 核心商圈，总建筑面积约 10 万平，商业面积约 7 万平，总铺位数预计达 140 个，预计 2023 年开业。

- **海旅免税营收快速增长同时快速实现盈利：**1) 2021 年实现营收 24.43 亿元，其中离岛免税 17.69 亿元，完税商品 5.44 亿元，跨境电商 0.97 亿元，联营收入 0.20 亿元，整体毛利率 17.75%，归母净利润-0.24 亿元；2) 22Q1 实现营收 13.48 亿元，其中离岛免税 10.95 亿元，完税商品 2.28 亿元，联营收入 0.17 亿元，整体毛利率 16.56%，归母净利润 0.51 亿元，归母净利率达 3.81%。
- **作为小而精、强运营的免税新贵，海旅免税有望充分享受离岛免税红利：**
 - 1) **背靠海南国资委，母公司海南旅投旗下资产丰富，**或对海旅免税城扩大品牌知名度、获客等方面有所帮助；
 - 2) **核心管理层深耕行业多年，经营理念创新前卫：**董事长、总经理谢智勇从事免税行业 13 年，曾任海南免税总经理，带领公司快速成长；
 - 3) **供应链：战略合作拉格代尔、新罗免税，品牌数量领先：**海旅免税先后与拉格代尔、新罗免税签订战略合作协议，并不断提升自身采购能力，引进超过 884 个品牌，其中香化品牌数量领先，同时曲线救国，联营模式成功引进多个精品品牌；
 - 4) **海旅免税具备卓越的营销能力，快速打开品牌知名度，吸引潜在消费客群：**
 - ① 各类线上平台布局完善，海旅免税会员购抖音平台的粉丝数量达 65.6 万；
 - ② 签约头部 MCN 机构遥望，低价正品背书+明星达人效应+直播电商带货；
 - ③ 对接其他免税商会员，快速扩充会员体系；
 - ④ 提出“海南免税购物第一站”、“超高性价比”等概念，加强海旅免税品牌形象和消费者心智占领，折扣力度通常维持在较有竞争力的水平。
- 考虑到海汽集团合并海旅免税后有望进行资源整合，**随着海南离岛免税行业红利持续释放，叠加海旅免税自身运营能力卓越，**公司营收和利润有望快速增长，我们预计完成注入后海汽集团 2022-2024 年归母净利润将达 0.48、2.91、4.73 亿元，考虑向海旅投增发及收购，不考虑定增募集配套资金的情况下，对应 2022 年 9 月 23 日收盘价 PE 375.6、62.6、38.4 倍，首次覆盖予以“审慎增持”评级。

风险提示：疫情相关风险，宏观经济下行风险，市场竞争加剧，政策风险，收购不及预期，审批相关风险，经营相关风险等。

目 录

1、海汽集团：拟收购海旅免税，转型综合旅游上市公司.....	- 6 -
1.1、具备全省性客运网络，拟收购海旅免税转型综合旅游.....	- 6 -
1.2、重组标的海旅免税估值.....	- 7 -
1.3、重大资产重组股权变更情况.....	- 8 -
2、客运业务承压，或有望赋能海旅免税.....	- 10 -
2.1、海南客运市场龙头，存量资产有望赋能海旅免税.....	- 10 -
2.2、海南旅游客运牌照放开，叠加疫情影响公司盈利能力.....	- 12 -
2.3、偿债能力下滑，但总体风险可控.....	- 14 -
3、海旅免税业务拆解.....	- 16 -
3.1、海旅免税发展历史：应运而生，快速开业，不断突破.....	- 16 -
3.2、布局离岛免税、有税、跨境电商、奥特莱斯四大板块.....	- 17 -
3.3、离岛免税&会员购：为公司贡献主要收入来源.....	- 19 -
3.4、奥莱：毗邻免税城，有望贡献新增量.....	- 21 -
4、海旅免税享受离岛免税红利，修炼自身优势显现.....	- 22 -
4.1、消费回流+新政下，离岛免税空间或超 2000 亿.....	- 22 -
4.2、对标普通零售市场，租赁模式下离岛免税商净利率或可达 10%.....	- 30 -
4.3、海旅免税开业以来销售亮眼，盈利能力优秀.....	- 31 -
4.4、海旅免税竞争逐步显现：强运营、优质资源禀赋.....	- 32 -
4.4.1、背靠海南国资委，母公司海南旅投旗下资产丰富.....	- 32 -
4.4.2、核心管理层深耕行业多年，经营理念创新前卫.....	- 33 -
4.4.3、供应链：香化品牌数量领先，联营引进精品曲线救国.....	- 33 -
4.4.4、营销能力：直播带货签约遥望，快速打开知名度.....	- 35 -
5、盈利预测与投资建议.....	- 39 -
5.1、海汽集团原有业务.....	- 39 -
5.2、海旅免税盈利预测.....	- 40 -
5.3、投资建议.....	- 41 -
6、风险提示.....	- 42 -

图目录

图 1、海汽集团主要业务品牌.....	6
图 2、海汽集团资产重组情况.....	7
图 3、2020 年 5 月权益变动前后海汽集团股权结构变化.....	8
图 4、重大股权变更事项.....	8
图 5、海汽集团股权结构（本次资产重组前，截至 2022 年中报）.....	9
图 6、海汽集团股权结构（海汽集团向海旅投定增后）.....	9
图 7、海汽集团股权结构（海汽集团第二次定增募资后）.....	10
图 8、海汽集团客运量及客运周转量.....	11
图 9、海汽集团海南省客运市场市占率情况.....	11
图 10、海汽集团总资产（亿元）.....	11
图 11、海汽集团归母净资产情况（亿元）.....	11
图 12、海汽集团所拥有的汽车客运站以及车辆资产.....	12
图 13、近 3 年海汽集团主营业务收入组成（亿元）.....	13
图 14、海汽集团毛利润情况（亿元）.....	13
图 15、海汽集团各板块毛利情况（亿元）.....	13
图 16、海汽集团各板块毛利率情况.....	13
图 17、海南省公路旅客运输量（万人）.....	14
图 18、海汽集团营业收入情况（亿元）.....	14
图 19、海汽集团归母净利润情况（亿元）.....	14
图 20、海汽集团扣非归母净利润情况（亿元）.....	14
图 21、海汽集团经营性现金流净额情况（亿元）.....	15
图 22、海汽集团货币资金情况（亿元）.....	15
图 23、海汽集团资产负债率情况.....	15
图 24、海汽集团债务结构（亿元）.....	15
图 25、海汽集团偿债能力（倍）.....	16
图 26、海汽集团付息缺口情况（亿元）.....	16
图 27、海旅免税发展历史.....	16
图 28、海旅免税在离岛免税、有税业务、跨境电商、奥特莱斯四大领域业务布局一览.....	18
图 29、海旅免税产业布局.....	19
图 30、海旅免税免税品销售流程图.....	19
图 31、海旅免税离岛免税业务收入预测（亿元）.....	20
图 32、海旅免税度离岛免税业务毛利率预测.....	20
图 33、海旅免税离岛免税业务模型.....	20
图 34、海旅免税会员购微信小程序及抖音商城.....	21
图 35、海旅奥特莱斯示意图.....	22
图 36、海旅奥特莱斯位置图.....	22
图 37、奥特莱斯业务收入预测（亿元）.....	22
图 38、奥特莱斯业务毛利率预测.....	22
图 39、海南省离岛免税规模的影响指标.....	23
图 40、凤凰机场旅客吞吐量（万人次）.....	23
图 41、美兰机场旅客吞吐量（万人次）.....	23
图 42、琼州海峡轮渡运输进出岛游客情况.....	24
图 43、博鳌机场旅客吞吐量情况（万人次）.....	24
图 44、海口美兰机场 T2 航站楼.....	24
图 45、新海港码头.....	24
图 46、三亚凤凰国际机场.....	25

图 47、三亚红塘湾机场效果图.....	- 25 -
图 48、免税店进店率影响因素.....	- 25 -
图 49、离岛免税相关话题频繁登上全平台热搜榜.....	- 25 -
图 50、海南离岛免税购物率（以海南离岛游客为分母）.....	- 26 -
图 51、海南离岛免税月度购物率（以海南离岛游客为分母）.....	- 26 -
图 52、海南离岛免税客单价（元）.....	- 27 -
图 53、海南离岛免税空间两种测算方法.....	- 27 -
图 54、2019 年中国游客在韩国免税销售额结构（亿元）.....	- 28 -
图 55、中国国内居民出境人数.....	- 29 -
图 56、中国人均奢侈品消费额.....	- 29 -
图 57、2017 年-2026 年海南离岛免税规模.....	- 30 -
图 58、2017 年-2026 年海南旅游零售市场规模（亿元）.....	- 30 -
图 59、海南旅投产业布局.....	- 33 -
图 60、签约遥望网络，携手 MCN 打造海旅免税 IP.....	- 33 -
图 61、与京东战略合作升级.....	- 33 -
图 62、海南各免税商线上商城香化品牌数量对比.....	- 35 -
图 63、海南各免税商线上商城总体品牌数量对比.....	- 35 -
图 64、海旅免税线上平台布局及粉丝数量.....	- 36 -
图 65、海旅免税邀请孙杨直播带货.....	- 36 -
图 66、海旅免税会员购过去 30 天直播观看人次及预估销售额.....	- 36 -
图 67、海旅免税会员体系及分销体系.....	- 37 -
图 68、海旅免税重要“宣传口号”.....	- 37 -
图 69、海旅免税重要“宣传口号”.....	- 37 -

表目录

表 1、海旅免税估值.....	- 7 -
表 2、2019 年中国普通游客人均消费的敏感性分析.....	- 28 -
表 3、2025 年海南离岛免税市场规模的敏感性分析.....	- 29 -
表 4、各零售商租赁模式下净利率测算.....	- 31 -
表 5、2021 年及 2022Q1 海旅免税财务数据.....	- 32 -
表 6、海旅投现有品牌梳理.....	- 34 -
表 7、三大免税商引进品牌数量对比（个）.....	- 35 -
表 8、各大免税商香化类普适性折扣对比.....	- 38 -
表 9、海汽集团原有业务盈利预测.....	- 40 -
表 10、海旅免税盈利预测.....	- 41 -
表 11、海旅免税合并后海汽集团盈利预测.....	- 41 -

报告正文

1、海汽集团：拟收购海旅免税，转型综合旅游上市公司

1.1、具备全省性客运网络，拟收购海旅免税转型综合旅游

海汽集团是海南最大型的道路运输综合服务提供商，逐步涉及交通文旅业务：海汽集团是全国唯一一家具有全省性客运网络的道路运输企业，目前已建成覆盖海南全省 18 个市县（三沙市除外）的道路客运网络，省际客运班线辐射到全国 10 个省市，旅客发送量占海南省班线客运市场 70% 以上。在本次重大资产重组前，海汽集团的主要业务为汽车客运、汽车场站的商业开发与经营和汽车综合服务。近年来海汽开始了业务转型，陆续开展了涉及旅游、会展、文化传媒等交通文旅业务。

图 1、海汽集团主要业务品牌



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

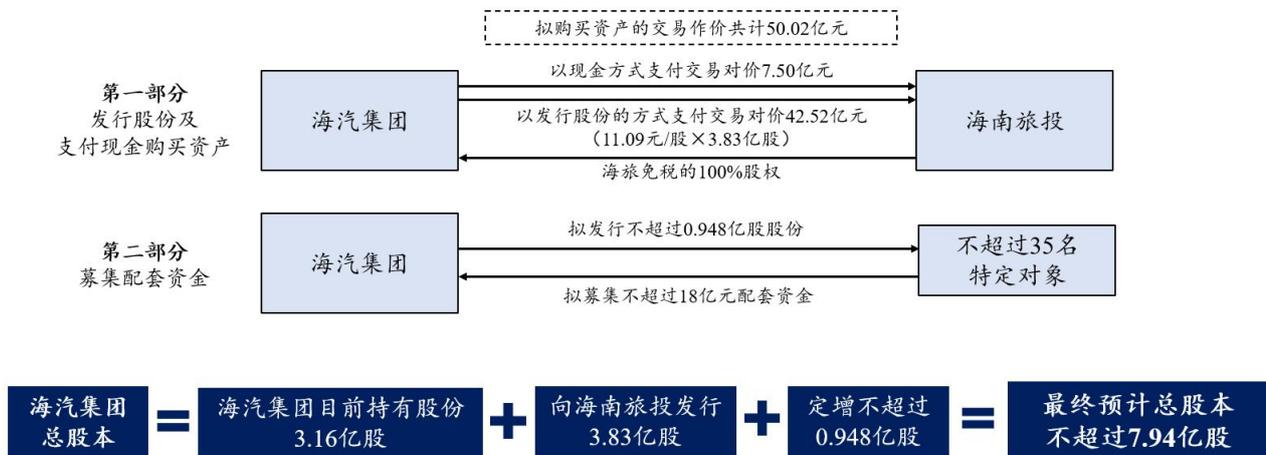
2022 年 5 月 17 日，海汽集团发布并购重组公告，公司拟发行股份及支付现金购买海南省旅游投资发展有限公司（下称海旅投）持有的海南旅投免税品有限公司（下称海旅免税）的部分或全部股权；5 月 27 日，海汽集团审议通过本次通过发行股份及支付现金购买海旅免税 100% 股权。

8 月 29 日，海汽集团公告本次交易作价为 50.02 亿元，具体重组及募资方案可划分为两部分：

- **第一部分：**以发行股份的方式支付交易对价的 85%（发行价格为 11.09 元/股，拟合计发行 3.83 亿股），以现金方式支付剩余部分。
- **第二部分：**海汽集团拟向不超过 35 名投资人定增募资，发行股份数量不超过本次交易前总股本的 30%，即不超过 0.948 亿股，募集配套资金不超过 18 亿元。

本次重组标的公司主营业务为免税品零售业务，本次收购将助力海汽集团从传统交通企业升级成综合旅游上市公司，打造海南旅游新名片。

图 2、海汽集团资产重组情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、重组标的海旅免税估值

根据资产评估报告，2022-2025 年收购标的海旅免税预计实现净利润 1.16、3.58、5.28 和 7.28 亿元，以收购对价 50.02 亿元计算，对应交易 PE 估值分别为 43.0X、14.0X、9.5X、和 6.9X。如前文所述，海汽集团拟增发 3.83 亿股用于收购海旅免税，并拟定增不超过 0.948 亿股募集配套资金，最终预计公司总股本扩大至不超过 7.94 亿股，2022 年 9 月 16 日对应公司隐含市值为 207.63 亿元。

海汽集团资产重组公告前（按 2022 年 5 月 13 日计算）价值为 37.98 亿元，目前公司隐含市值扣除重组前价值，则海旅免税价值为 169.65 亿元，按照业绩承诺业绩（偏保守），对应 2022-2025 年二级市场 PE 分别为 145.8X、47.3X、32.1X、23.3X。

表 1、海旅免税估值

海旅免税收购对价：50.02 亿元				
	2022E	2023E	2024E	2025E
净利润（亿元） （业绩承诺）	1.16	3.58	5.28	7.28
交易 PE	43.0	14.0	9.5	6.9
海汽集团当前隐含市值:207.63 亿元				
海汽集团重组前价值: 37.98 亿元				
海旅免税价值: 169.65 亿元				
	2022E	2023E	2024E	2025E
二级市场 PE	145.8	47.3	32.1	23.3

资料来源：评估报告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：业绩承诺期间为交易实施完毕当年及其后两个会计年度，收盘价为 2022-08-29。

1.3、重大资产重组股权变更情况

海汽集团自上市以来，由于战略方向的调整、经历了多次股权变更。2020年5月之前，海旅投未直接或间接持有海汽集团的股份。

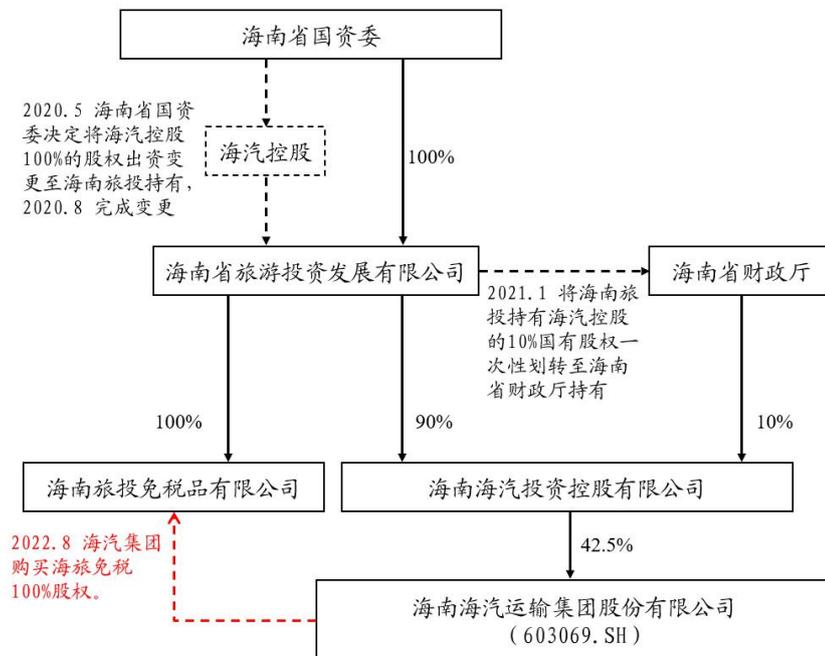
海南省国资委为重组整合全省优势旅游企业和优质旅游资源，使海旅投发展成为具有竞争力和示范性的国际旅游龙头企业，海南省国资委于2020年5月通过出资形式将包括对海汽控股100%股权等资产注入海旅投。本次收购完成后，海旅投间接持有海汽集团1.37亿股，占海汽集团当时总股本数的43.5%。

图 3、2020 年 5 月权益变动前后海汽集团股权结构变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

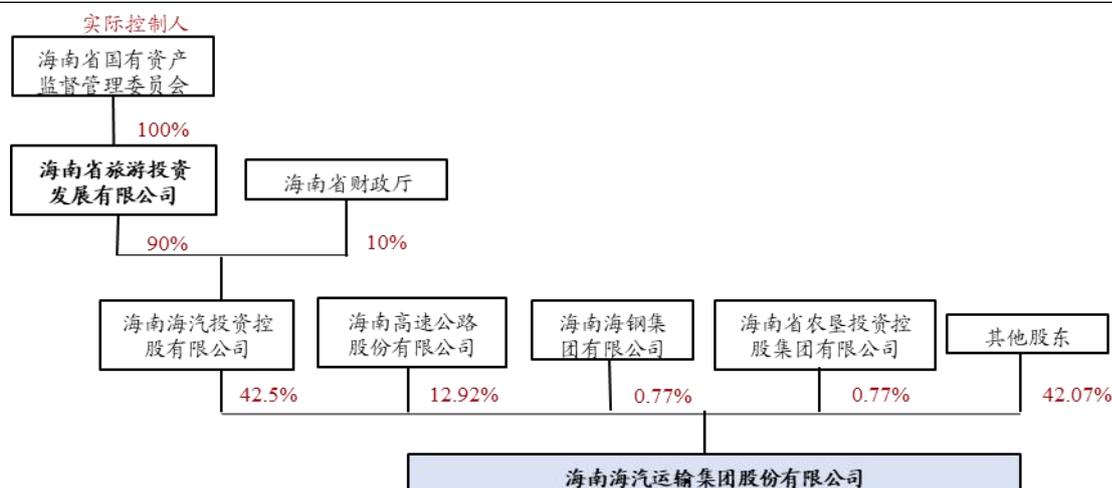
图 4、重大股权变更事项



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

目前海汽集团第一大股东为海南海汽投资控股有限公司，持股比例为 42.50%，实际控制人是海南省国资委。本次交易对方海旅投持有公司控股股东海汽控股 90% 股权，为公司间接控股股东。本次交易不会导致公司实际控制人变更。

图 5、海汽集团股权结构（本次资产重组前，截至 2022 年中报）

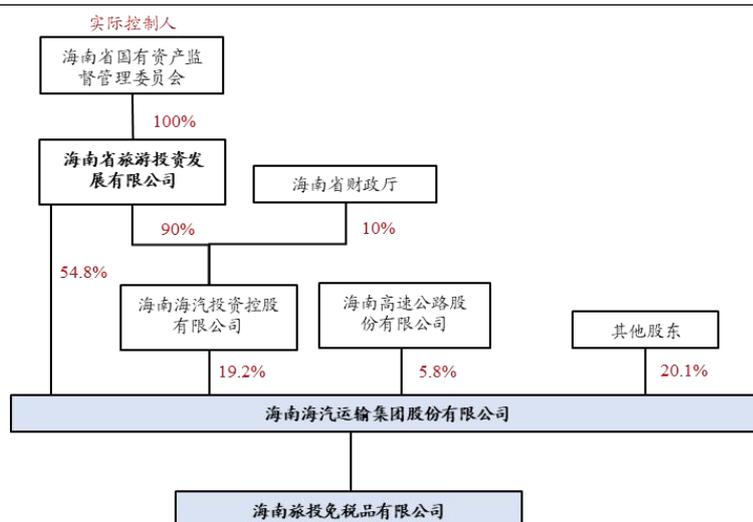


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

预计本次重大资产重组后，海汽集团股权结构将会发生如下变更：

- 第一部分：海汽集团向海旅投发行 3.83 亿股方式支付交易对价的 85%，届时海旅投将直接和间接持有海汽集团 72.1% 的股权。

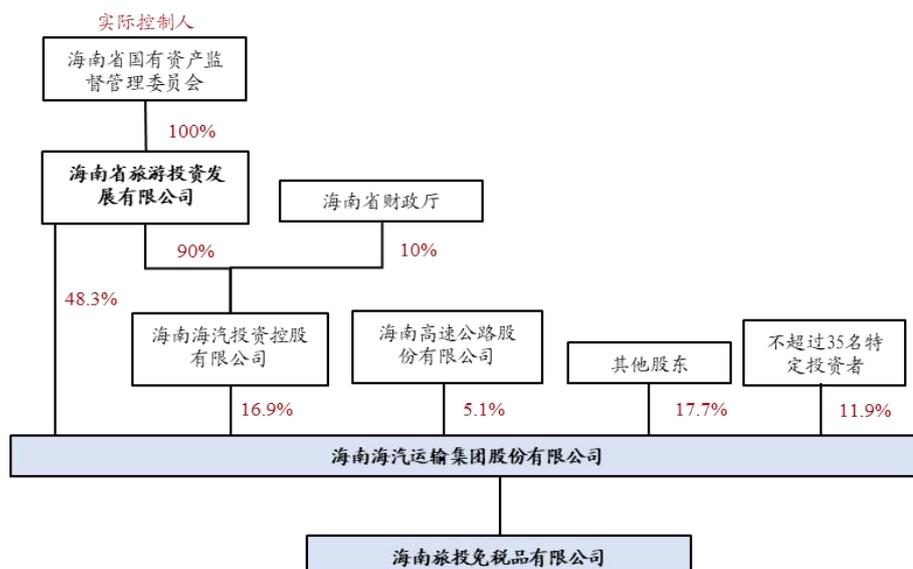
图 6、海汽集团股权结构（海汽集团向海旅投定增后）



资料来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 第二部分：海汽集团向不超过 35 名投资人定增不超过 0.948 亿股募资，如果海旅投不在此轮继续增资，其对海汽集团的股权将最多被稀释至 63.5%。

图 7、海汽集团股权结构（海汽集团第二次定增募资后）



资料来源：wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此图为定增发行 0.948 亿股情况。

2、客运业务承压，或有望赋能海旅免税

2.1、海南客运市场龙头，存量资产有望赋能海旅免税

汽车客运、汽车场站的商业开发与经营和汽车综合服务是公司资产重组前的主营业务，公路客运量是公司收入和利润规模的重要决定因素。

业务量及市占率方面：受到高铁客运分流和疫情的影响，2016年-2020年海汽集团公路客运量和客运周转量呈现持续下滑的趋势。以海南省公路客运量计算市占率，公司市占率多年以来维持在40%-50%左右，可见海汽集团是海南省公路客运市场的龙头企业，同时也是海南省旅游市场的重要参与者之一。2019年海南旅游客运经营牌照放开导致公司市占率有所下滑，但是2020-2022H1行业下行叠加新冠疫情导致的客运量下滑，行业不断出清，因此尽管公司客运量下滑，但市占率有所回升。

图 8、海汽集团客运量及客运周转量

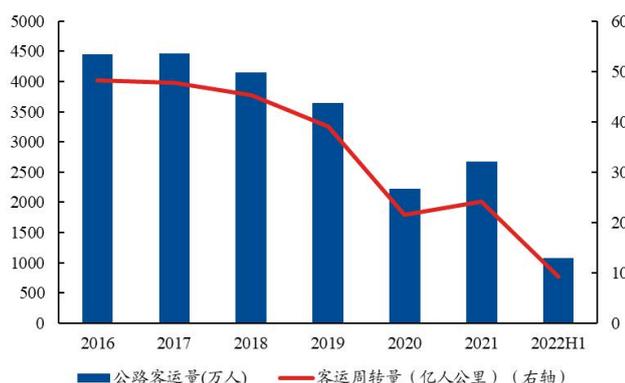
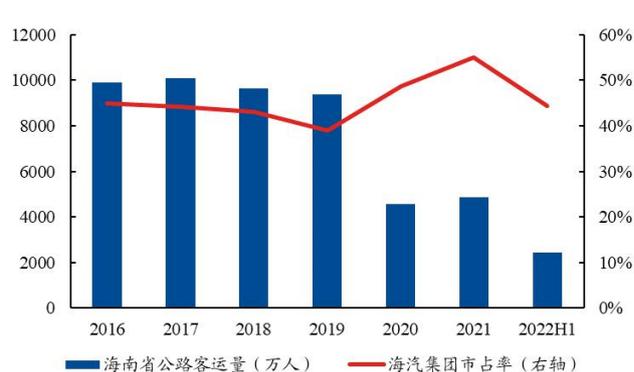


图 9、海汽集团海南省客运市场市占率情况



资料来源：公司年报、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：市占率=海汽集团客运量/海南省公路客运量

资产方面：公司总资产从 2013 年的 15.23 亿元波动上升至 2021 年的 18.71 亿元，复合增长率为 2.60%；归母净资产相应从 5.54 亿元上升至 9.40 亿元，复合增长率为 6.83%。公司总资产及归母净资产在 2014-2019 年呈现缓慢上升趋势。由于多年来业务量持续下降叠加新冠疫情影响，2020 年以后资产规模有所缩减。

图 10、海汽集团总资产（亿元）

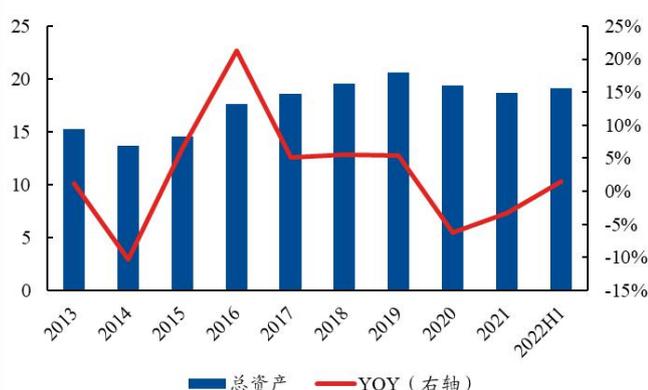


图 11、海汽集团归母净资产情况（亿元）



资料来源：公司年报、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

海汽集团当前存量车站及车辆资产，未来有望赋能海旅免税。截至 2022 年 H1，公司营运车辆共有 2612 辆、分布在海南省主要市县的三级以上汽车客运站 26 个。或可充分利用汽车场站以及车辆资源，为海旅免税提供引流赋能；亦可制定免税购物相关旅游路线，2021 年已开发 5 条免税购物定制线路产品。未来可继续开展多种形式商业合作，充分发挥资源协同效应。

图 12、海汽集团所拥有的汽车客运站以及车辆资产



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、海南旅游客运牌照放开，叠加疫情影响公司盈利能力

总体来看，2013-2021 年公司收入和利润规模随着业务量的下降不断收缩，尤其是 2019 年初海南旅游客运牌照开放后，行业竞争加剧，公司盈利能力显著下滑；2020 年以后叠加新冠疫情影响，公司持续亏损。

● 2019 年起收入和业绩显著下滑

道路旅游客运业务是公司主要收入来源，2019 年海南旅游客运牌照放开对公司盈利能力有显著影响。公司的道路旅游客运（以运送进行游览、度假、休闲、商务、通勤等活动的旅客为目的的客运方式）全部实行公车公营形式（车辆产权和线路经营权同时归公司所有），2016-2022H1 公车公营收入占营业收入的比例为 46%-52%，是公司的主要收入来源。2019 年 1 月 1 日，《海南经济特区道路旅游客运管理若干规定》施行，海南省旅客客运运力总量放开、实行市场定价，旅游客运行业市场竞争激烈，公司面临较大的经营压力；同时新冠疫情爆发使人们的出行方式和消费观念发生变化，客运行业也受到了较大的冲击。在上述行业格局与趋势下，公司盈利能力出现较明显下降，2019 年公司实现扣非归母净利润 1,775 万元，同比下滑 63.68%。

图 13、近 3 年海汽集团主营业务收入组成 (亿元)

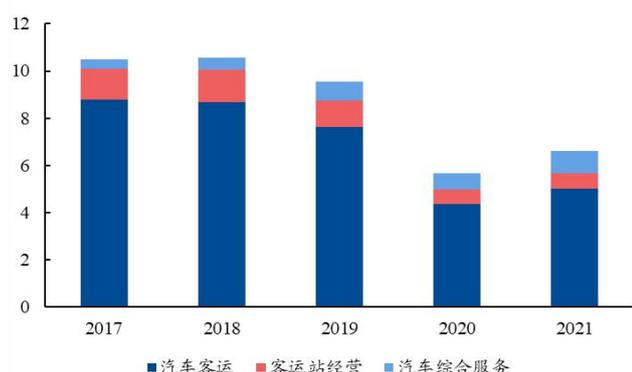
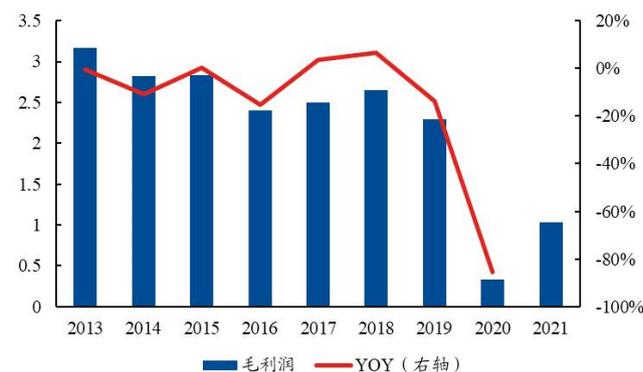


图 14、海汽集团毛利润情况 (亿元)



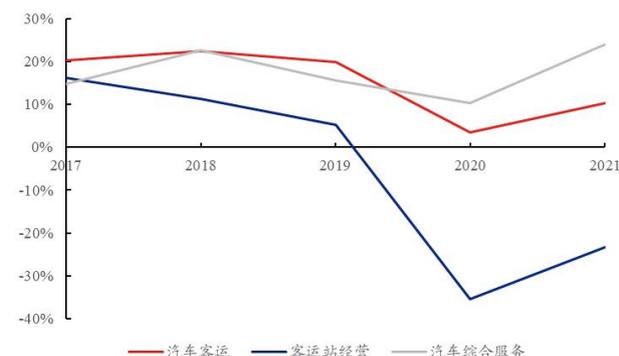
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：汽车客运板块包含公车公营模式和责任经营模式。①公车公营模式：指车辆产权和线路经营同时实现公司化，即由公司购置车辆，并直接运营所拥有的线路经营权及车辆，公司进行统一调度及管理，在相关线路开展道路旅客运输的经营方式。②责任经营模式：指车辆产权归公司所有，但线路经营权实行责任经营，即在公司的统一管理下，由公司购置营运车辆，将公司拥有的线路经营权及车辆按规定的程序，由符合规定条件的责任经营者在指定的线路开展道路客运业务，并完成目标利润的一种经营方式。

图 15、海汽集团各板块毛利情况 (亿元)



图 16、海汽集团各板块毛利率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年-2021 年，受新冠肺炎疫情的影响，道路旅客运输行业表现不振，公司的经营受到了严重冲击，公司客运量及营业收入大幅度下滑，连续两年亏损：海南省 2020 年公路旅客运输量为 4566 万人，同比下降 51%；2021 年为 4855 万人，仅恢复到 2019 年的 52%。受行业表现疲软影响，2020 年公司实现扣非归母净利润-1.33 亿元，同比下降 849.65%。2021 年疫情对道路旅客运输业务冲击趋弱，公司录得扣非归母净利润-0.89 亿元，亏幅同比收窄 32.86%。

2022 年上半年公司仍然受到疫情影响，业绩同比小幅修复。2022H1 公司实现营业收入为 3.63 亿元，同比下滑 2.19%，较 2019 年同期下降 35.88%；实现扣非归母净利润亏损-0.44 亿元，同比减亏 4.37%。

随着海南客流向好、公司积极实施业务升级，盈利能力有望转好：面对行业趋势，公司自身积极采取应对措施，如提前启动节能环保的清洁能源车辆更换，实施班线、校车、定制、网约、租赁多种方式协同发展，积极拓展油料业务、新能

源充电业务等汽车服务业务来提升原有业务盈利能力。

图 17、海南省公路旅客运输量（万人）

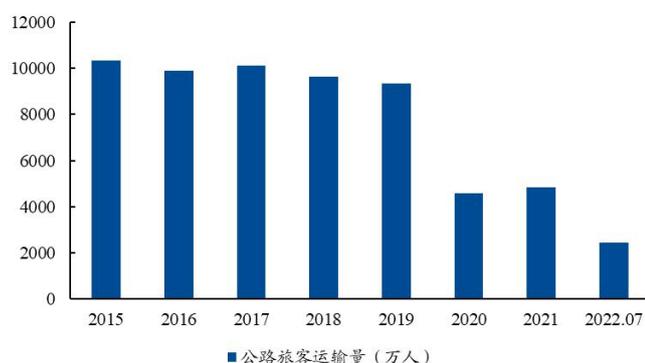


图 18、海汽集团营业收入情况（亿元）



资料来源：海南省统计局官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、海汽集团归母净利润情况（亿元）

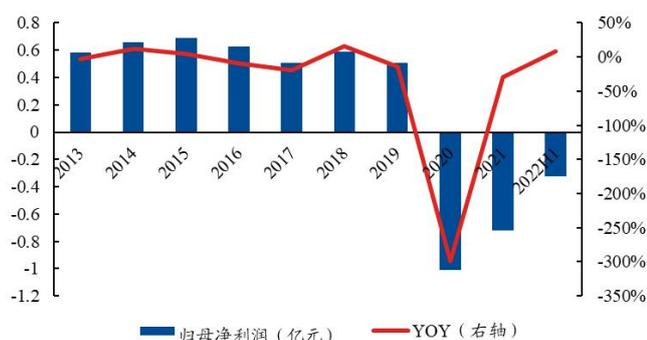
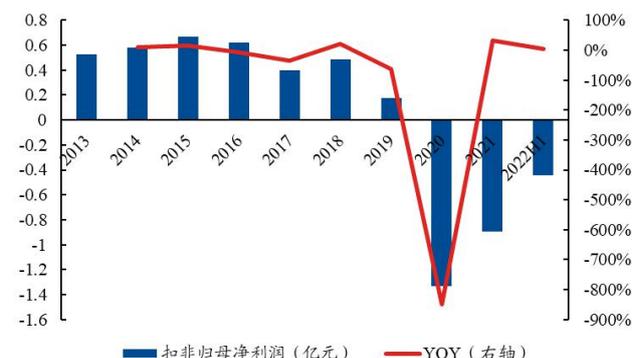


图 20、海汽集团扣非归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、偿债能力下滑，但总体风险可控

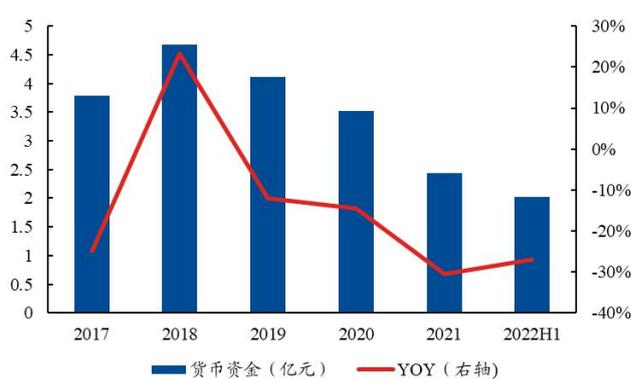
● 现金流及在手资金

2019 年受行业政策影响，公司出团量及价格均降低，经营性现金流净额同比下降 26.85%，2020 年疫情大面积爆发后同比下降 85.59%，2021 年与 2022H1 持续下滑至负数。受经营性资金减少的影响，公司的货币资金也逐年下降，从 2018 年的 4.67 亿元下降至 2022H1 的 2.03 亿元。

图 21、海汽集团经营性现金流净额情况 (亿元)



图 22、海汽集团货币资金情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 负债率及利息保障倍数

当前公司负债率维持在健康水平, 风险相对可控, 但仍需关注经营水平对偿债能力的影响。公司在 2017-2022H1 资产负债率均保持在 40%-50%左右, 整体处于风险相对可控的范围内。截至 2022 年上半年, 总负债为 9.82 亿元, 主要为应付结算款、购车款、风险金及责任车费用 (客车业务需要)、押金等其他应付款, 有息负债规模小。公司在 2020 年之前基本没有有息负债, 2020 年 7 月新增 1 亿元银行信用贷款、2021 年 1 月和 8 月分别新增两年期 4000 万、三年期 6000 万流贷, 带来一定利息费用。2021 与 2022H1 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 86.99 和 19.79 倍, EBITDA 对于利息费用有较好的覆盖能力。但由于 2019 年以后公司盈利能力下滑, 经营性现金流利息保障倍数与付息缺口在 2020-2022H1 表现不佳。

图 23、海汽集团资产负债率情况

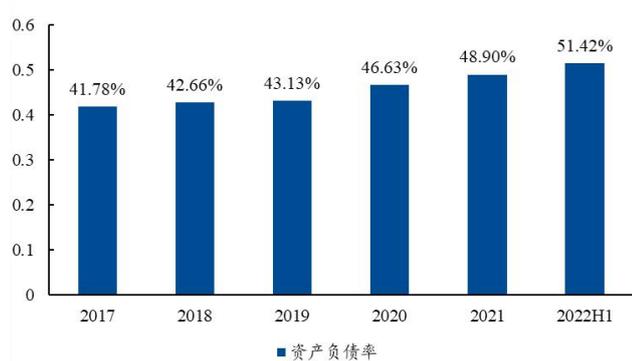
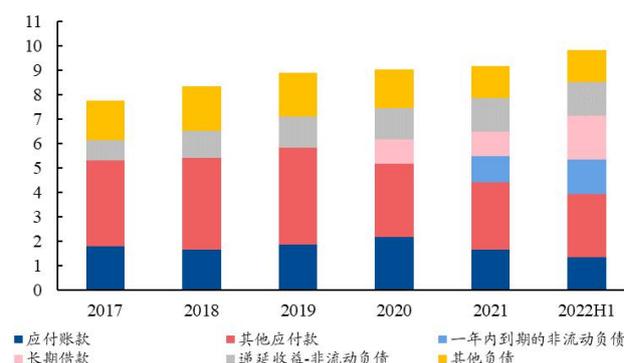


图 24、海汽集团债务结构 (亿元)

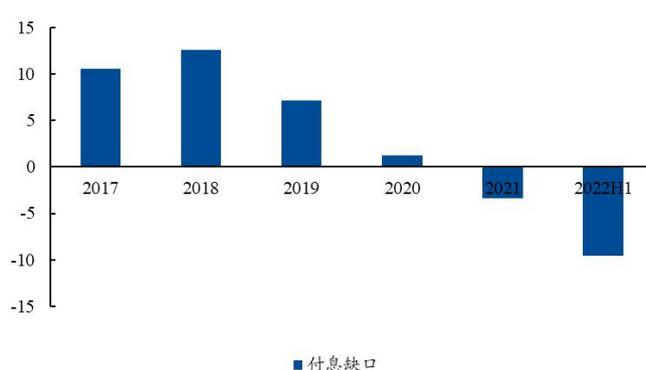


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、海汽集团偿债能力（倍）



图 26、海汽集团付息缺口情况（亿元）



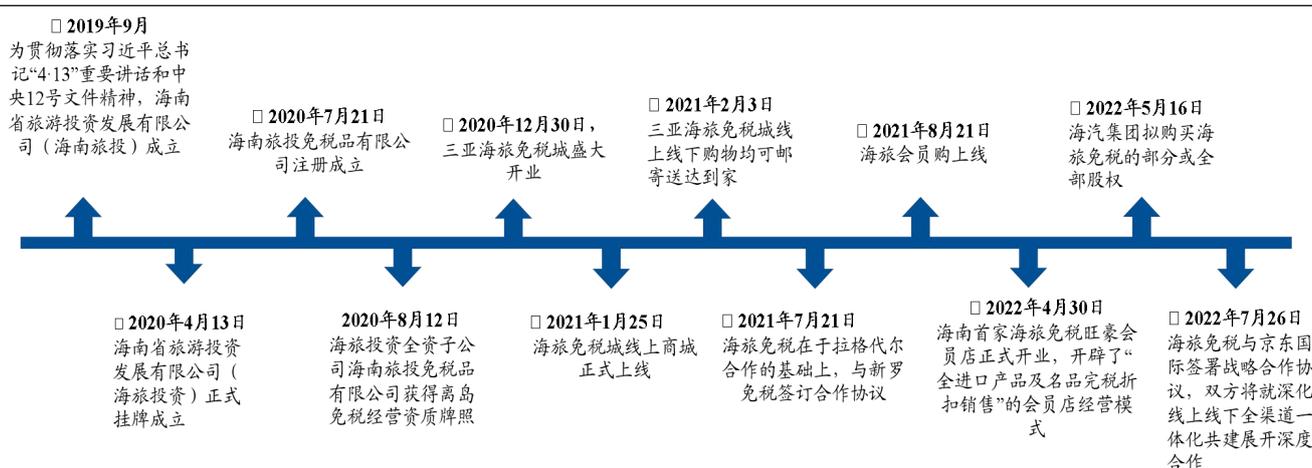
资料来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：付息缺口=经营性现金流净额-股息利息支出

3、海旅免税业务拆解

3.1、海旅免税发展历史：应运而生，快速开业，不断突破

公司顺势成立，实现快速发展。海旅免税母公司海南旅投是为了贯彻落实总书记“4·13”重要讲话和 12 号文件精神应运而生的。在海南离岛免税新政推出以后，2020 年 7 月 21 日海旅免税成立、并于同年 8 月 12 日顺利获得离岛免税经营资质。获批后，公司在短短 130 天日夜兼程，同年 12 月 30 日三亚海旅免税城盛大开业。开业后，公司坚持不断突破，快速推出了线上商城、会员购（补购）等平台，持续引入众多全球知名品牌，从开业初的近 350 个品牌快速增长至 5 月底的超过 884 个国际知名品牌。

图 27、海旅免税发展历史



资料来源：公司公告，海旅免税公众号，海旅免税官网，海南日报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、布局离岛免税、有税、跨境电商、奥特莱斯四大板块

从业务结构来看，海旅免税在离岛免税、有税、跨境电商、奥特莱斯四大商业板块均有布局：

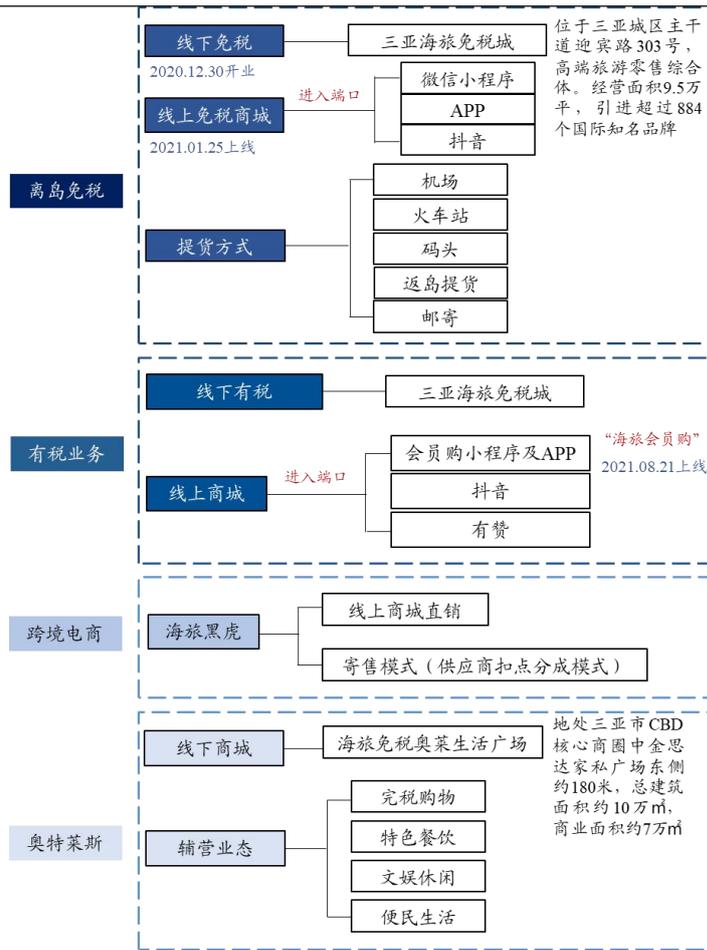
离岛免税方面，1) 线下免税：公司旗下高端旅游零售综合体——三亚海旅免税城于2020年12月30日开业，经营面积达9.5万平，免税面积达5万平，吸引超过884个国际知名品牌入驻；2) 线上免税：海旅免税线上官方商城于2021年1月25日正式上线，作为免税线下商城的有效补充，为旅客提供了购物便利。此外，公司离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，邮寄离岛和返岛提货均及时推出。离岛免税业务2021年实现营收17.69亿元，毛利率17.75%；22Q1实现营收10.95亿元，占比达81.24%。

有税业务方面，1) 线下有税：主要为三亚海旅免税城内有税店铺；2) 线上商城：目前共有会员购微信小程序、会员购app、抖音、有赞四个接入端口，其中海旅免税会员购于2021年8月上线，是海南离岛免税业务的延伸，旅客可以在离开海南180天内继续在该平台选购。有税业务2021年实现营收5.44亿元，22Q1实现营收2.28亿元，此外还有联营合作模式。

跨境电商业务方面，主要由子公司海旅黑虎经营，海旅黑虎通过跨境电商线上商城直销及寄售分成两种模式赚取收入。跨境电商业务2021年实现营收0.97亿元，毛利率34.66%；22Q1实现营收0.03亿元。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》，海南跨境电商行业受到极大冲击，跨境展示店的数量大幅减少，预计公司跨境电商业务短期增量有限。

奥特莱斯业务方面，海旅免税奥莱城是公司规划的2022年重点项目之一，地处三亚市CBD核心商圈，总建筑面积约10万平，商业面积约7万平，总铺位数预计达140个，配套车位数约1100个。主营业态为免税奥莱，辅营业态包括完税购物、特色餐饮、文娱休闲、便民生活等，据公司公告预计2023年开业。

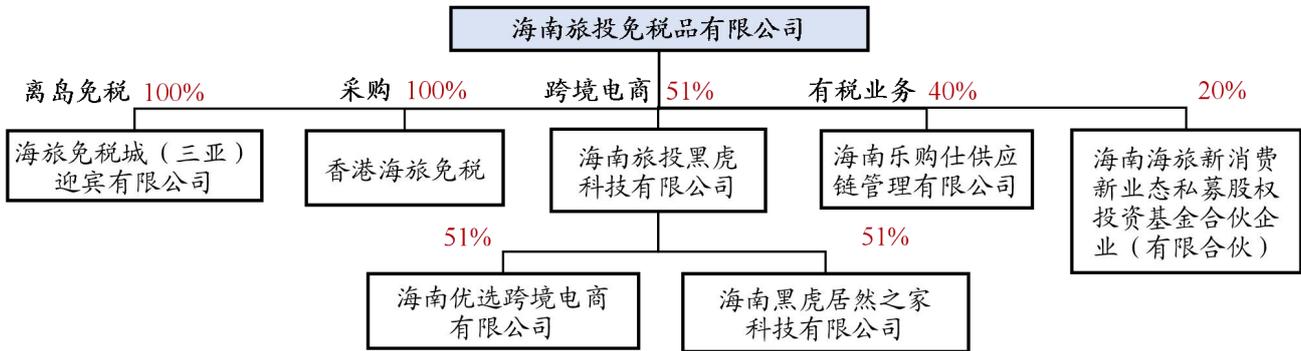
图 28、海旅免税在离岛免税、有税业务、跨境电商、奥特莱斯四大领域业务布局一览



资料来源: 公司公告, 海旅免税公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

从股权结构来看: 1) 海旅免税通过持股海旅免税城(三亚)迎宾有限公司 100%的股权布局离岛免税业务, 旗下拥有旅游零售综合体三亚海旅免税城; 2) 2021 年新设全资子公司香港海旅免税, 主要负责跨境采购; 3) 持股海旅黑虎 51%的股权, 主要经营跨境电商业务; 4) 持有海南乐购任供应链管理有限公司 40%股权, 主要经营日本进口完税商品; 5) 持有海旅新消费新业态私募股权 20%股权。

图 29、海旅免税产业布局

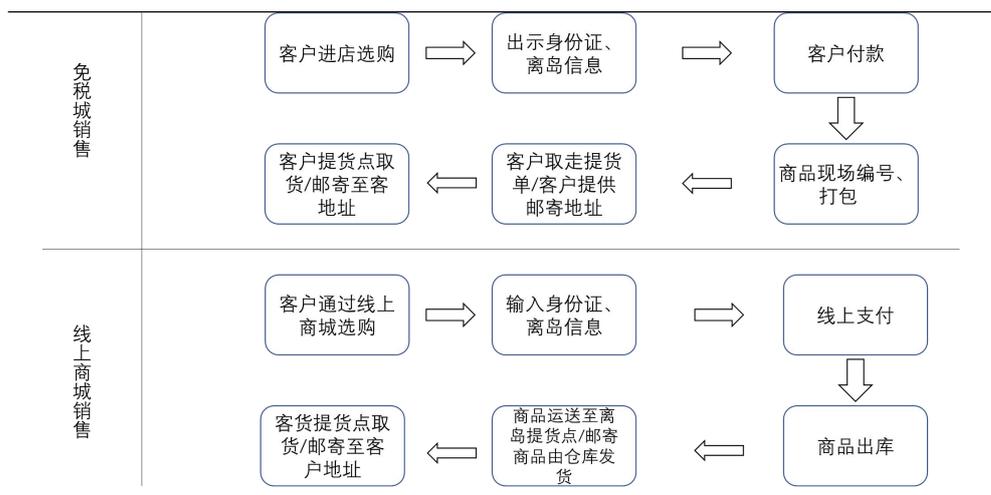


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、离岛免税&会员购：为公司贡献主要收入来源

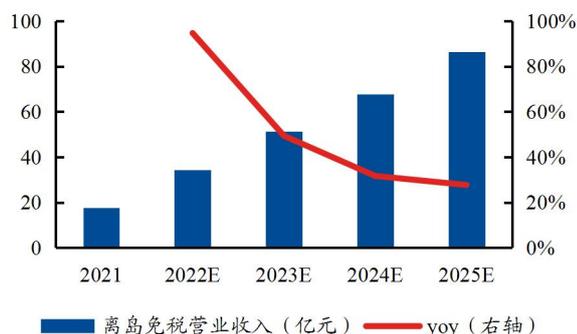
离岛免税业务快速发展，为公司第一大收入来源。公司于2020年8月取得免税经营资质，成立以来快速发展，通过线上线下相结合，进行多业态布局，近年来市场占有率不断提升，海旅免税2021年和2022年一季度市场占有率分别为3.58%和7.44%，在海南离岛免税领域处于行业前列。得益于离岛免税政策的放开，2021年实现营收17.69亿元，占总收入的72.41%。根据公司公告评估预测，预计2022年营业收入将达34.43亿元，同比实现近一倍的增长。2023-2025年营业收入将分别达到51.44亿元、67.73亿元、86.48亿元，同比增长49.39%、31.67%、27.68%，持续保持稳增态势。

图 30、海旅免税免税品销售流程图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、海旅免税离岛免税业务收入预测（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：公司公告评估预测数据，相对较为保守

图 32、海旅免税度离岛免税业务毛利率预测

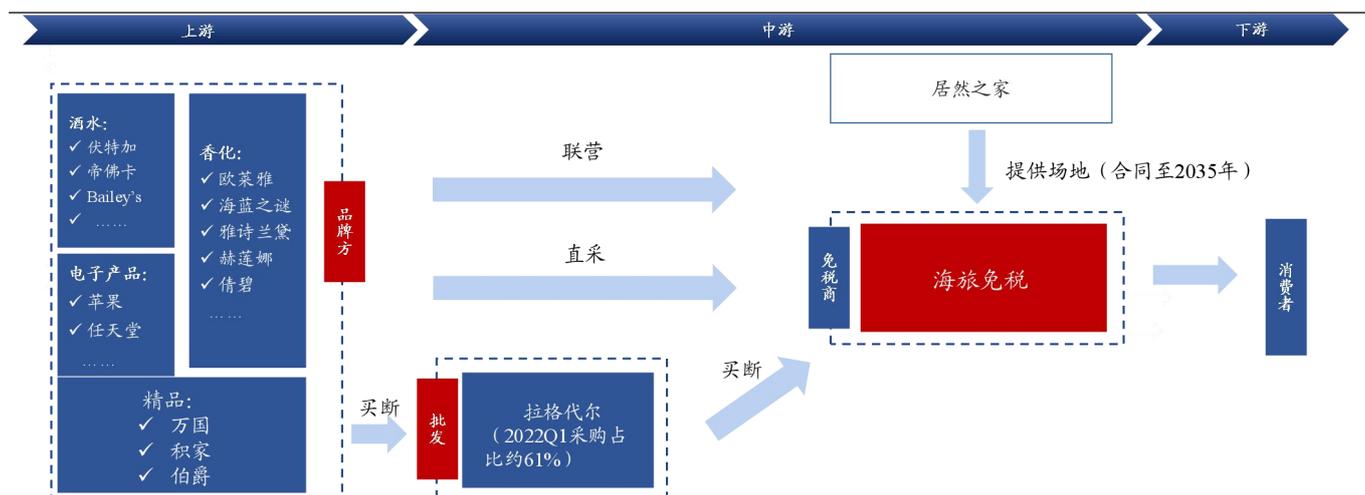


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：公司公告评估预测数据

从离岛免税业务模式来看，上游主要为香化、精品、酒水、电子产品等各类品牌方，采购模式主要包括向品牌方直采和向其他免税商采购两种模式，海旅免税与旅游零售商拉格代尔战略合作，通过其采购各类品牌商品，以弥补国际渠道能力的不足。2022 年 1-3 月，公司向拉格代尔采购比例 60.79%，随着业务发展呈下降趋势，较 2021 年的 77.53% 明显改善。除了买断式经营，海旅免税通过联营的模式成功引入多个精品品牌。物业方面，居然之家向公司提供场地，通常按照销售额的扣点缴纳租金，合同期至 2035 年。下游方面，公司直接通过线下门店、线上预定等方式将商品销售给 C 端消费者。

图 33、海旅免税离岛免税业务模型

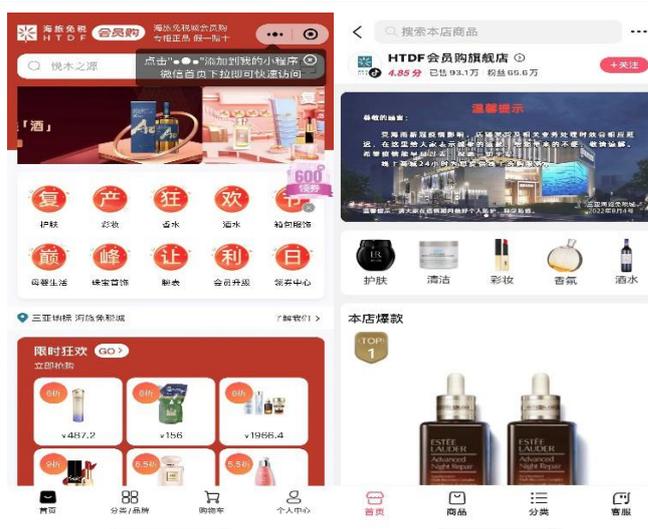


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

会员购业务覆盖更广泛购物需求，与离岛免税形成良好补充。海旅免税会员购共有四个流量端口，分别为会员购微信小程序、会员购 app、抖音、有赞，其中海旅免税会员购于 2021 年 8 月上线。作为线下业务的补充，海旅免税会员购积

积极探索新模式，抓住直播电商的机遇，与体育明星孙杨合作在抖音开展直播并一度冲上微博热搜。同时，海旅免税与著名 MCN 机构遥望网络达成合作，协同推广销售海旅免税城会员购商品，未来或将打通更多线上直播平台，推动会员购业务快速增长。

图 34、海旅免税会员购微信小程序及抖音商城



资料来源：海旅免税会员购小程序，海旅免税会员购抖音旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、奥莱：毗邻免税城，有望贡献新增量

海旅奥莱项目毗邻免税城，地处市中心，共享免税商圈百万客流，挖掘并满足不同层次消费需求。奥莱项目为公司 2022 年规划重点，计划于 2023 年开业，致力于为三亚本地及岛内外游客提供超值消费和多元体验，特别为年轻客群和家庭客群打造一站式消费、休闲和社交聚集地。根据公司公告评估预测，2023-2025 年预计营业收入将达到 2.33 亿元、2.60 亿元、2.90 亿元，开业后或将成为公司新增长点。

图 35、海旅奥特莱斯示意图



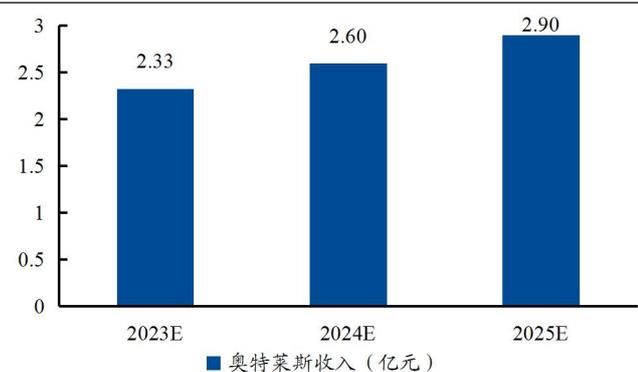
资料来源：海旅免税城公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、海旅奥特莱斯位置图



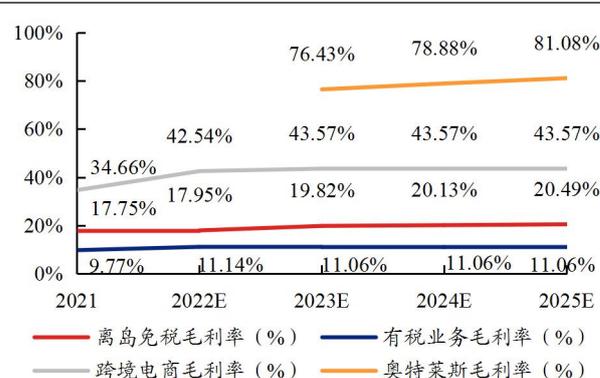
资料来源：海旅免税城公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、奥特莱斯业务收入预测（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：公司公告评估预测数据，相对较为保守

图 38、奥特莱斯业务毛利率预测



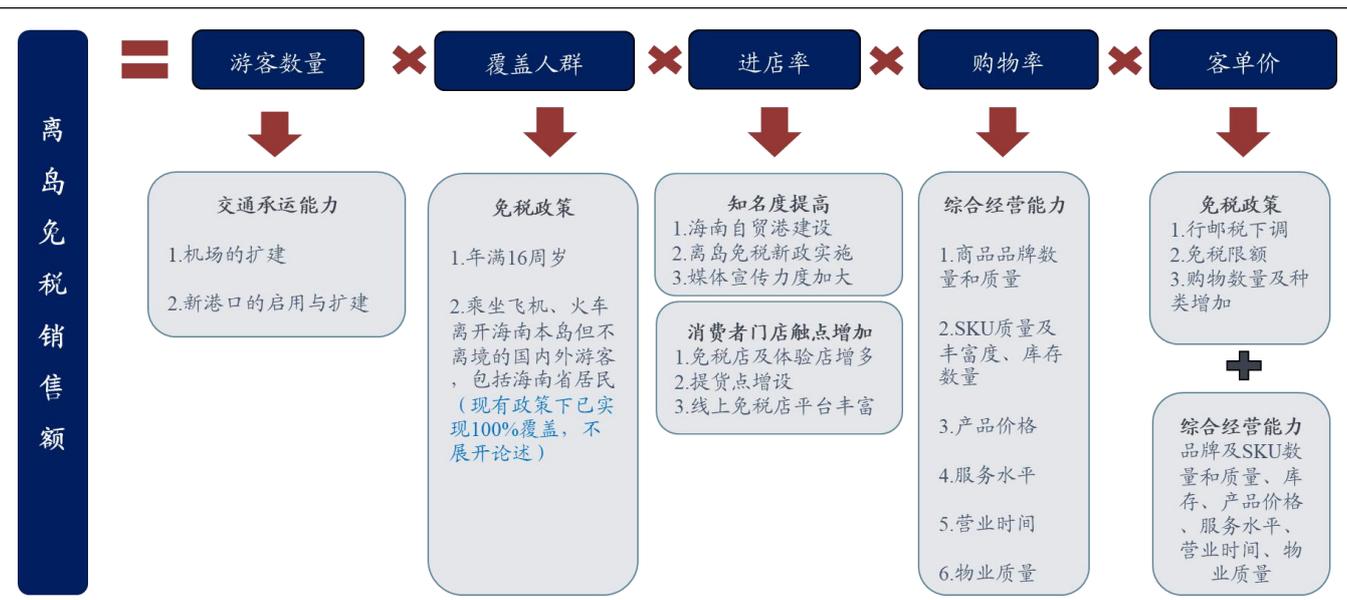
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：公司公告评估预测数据

4、海旅免税享受离岛免税红利，修炼自身优势显现

4.1、消费回流+新政下，离岛免税空间或超 2000 亿

在海外消费回流、离岛免税新政下，海南免税市场规模有望获益成长。离岛免税销售额关键指标主要包括：进岛游客数量，免税政策覆盖的人群，游客进店率，进店游客购物率以及人均客单价。我们将对核心影响因素逐一分析：

图 39、海南省离岛免税规模的影响指标

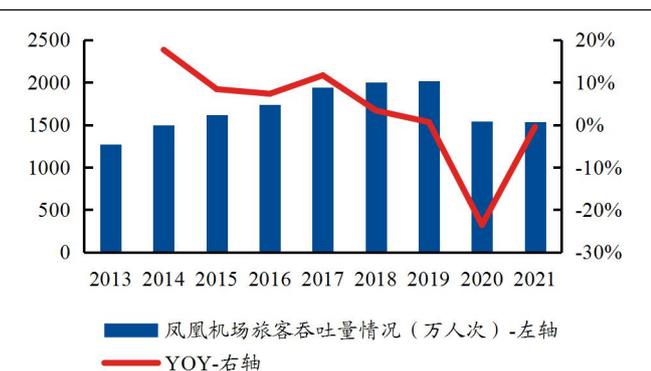


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **客流：相较于疫情前尚有提升空间，交通设施建设提升容量**

近 2 年海南离岛客流均低于疫情前，且考虑到海南客流的自然增长，疫情后预计有可观增长。2020 年，凤凰机场、美兰机场、琼州海峡的旅客吞吐量相比 2019 年分别减少 23.56%、31.91%、20.54%，博鳌机场 2020 年旅客吞吐量与 2019 年基本持平。随着疫情逐步向好，在出入境客流恢复的同时，海南离岛客流或将率先修复。

图 40、凤凰机场旅客吞吐量（万人次）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、美兰机场旅客吞吐量（万人次）



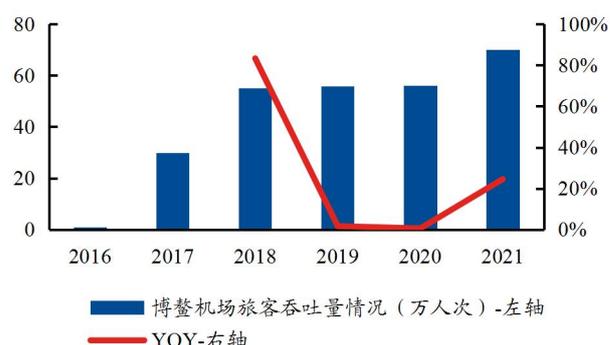
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、琼州海峡轮渡运输进出岛游客情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、博鳌机场旅客吞吐量情况（万人次）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从交通设施承载能力来看，海南水运、空运能力将进一步加强，从而扩大游客规模：1) 2021 年 12 月 2 日，美兰机场 T2 航站楼正式投入运营，美兰机场迈入“双航站楼、双跑道”的全新发展阶段，面积是原本 T1 航站楼的 2 倍，美兰机场二期的设计目标为 2025 年满足年旅客吞吐量 3500 万人次、年货邮吞吐量 40 万吨；2) 新海港客运枢纽工程预计 2022 年底竣工投产，年设计通过能力为旅客 2200 万人次，预计到 2030 年可达 3300 万人次；3) 三亚凤凰机场 T3 航站楼及配套项目预计 2021 年开工，整体保障旅客年吞吐量达 2700-3000 万人次；4) 三亚红塘湾机场写进十四五规划，2035 年旅客吞吐量目标将达到 5600 万人次。

图 44、海口美兰机场 T2 航站楼



资料来源：中国民航网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、新海港码头



资料来源：央广网，海南港航控股有限公司，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、三亚凤凰国际机场



资料来源：三亚凤凰国际机场官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、三亚红塘湾机场效果图



资料来源：中国钢结构在线，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **进店率：知名度提升、消费者触点增加、购物时间灵活、获客能力升级**

进店率指标与免税购买渠道和购物便利程度息息相关：1) 得益于海南自贸港建设、离岛免税新政的实施以及媒体宣传力度的加大，离岛免税的知名度逐渐提高，离岛免税相关话题频繁登上全平台热搜榜；2) 海南目前在海口、三亚等地设有十家免税实体店，各离岛渠道提货点逐步完善丰富，2020 年以来，为减少疫情对免税店的冲击并扩大销售额，cdf 会员购海南、海南免税商城等线上平台上线，免税购买渠道日渐丰富；3) 免税实体店营业时间延长，购买时间限制放宽，使顾客的购物时间更加灵活；4) 免税商获客能力显著提升。

图 48、免税店进店率影响因素



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、离岛免税相关话题频繁登上全平台热搜榜



资料来源：云合数据，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **购物率：品牌品类不断丰富，提货方式多样，购买便捷**

品牌品类不断丰富，提货方式多样，购买便捷助力购物率提升：随着海南离岛免税知名度的提升、离岛免税新政下额度及品类的开放、免税店品牌的逐步丰富，海南游客逐渐从以“纯度假”为主要目的转向“消费+度假”，购物率逐年提升。预

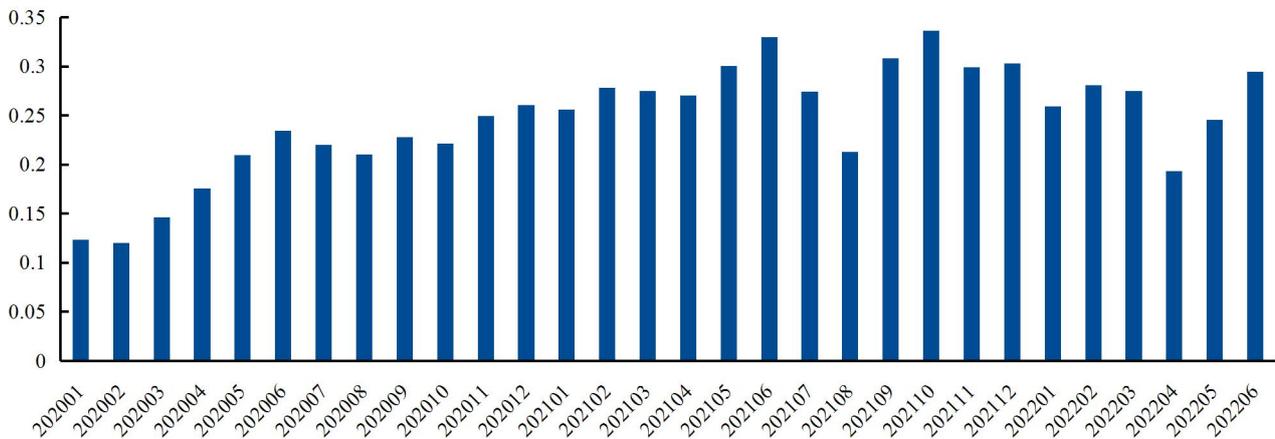
计未来购物率仍会持续升高：1) 邮寄送达、返岛提取政策解决了消费者随身携带不便等问题；2) 购买方式更加便捷：除线下实体店外，各离岛免税商均推出了线上购买平台；3) 品牌品类增加满足不同购物需求。

图 50、海南离岛免税购物率（以海南离岛游客为分母）



资料来源：海关总署，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、海南离岛免税月度购物率（以海南离岛游客为分母）



资料来源：海关总署，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：年度数据以三亚机场+美兰机场+新海港+博鳌机场离岛旅客为分母，月度数据以三亚机场+美兰机场+新海港离岛旅客为分母，疫情期间易受新海港旅客体量稳定影响，购物率表现偏低

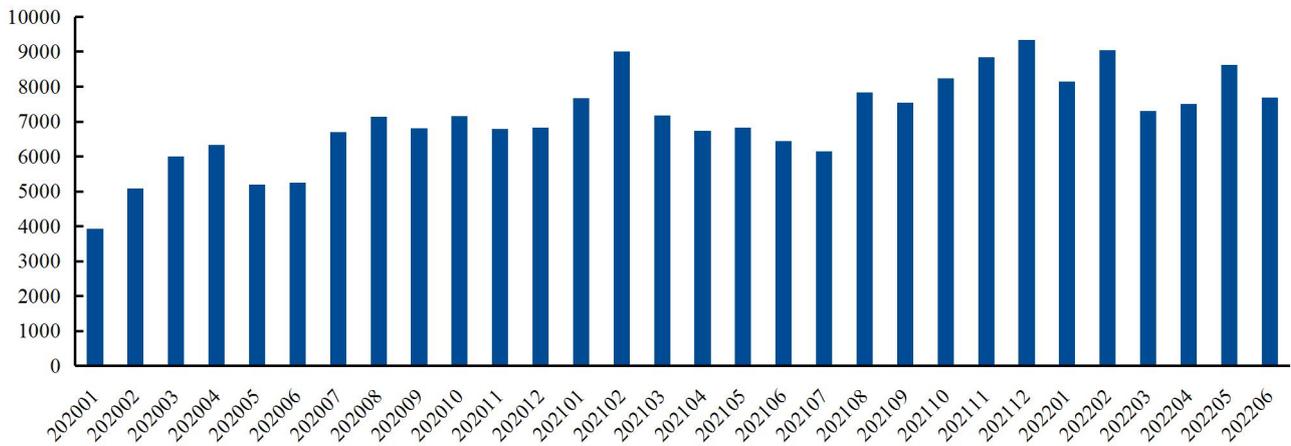
➤ 客单价：品类及额度大幅放宽，品牌持续丰富

新政下品类及免税消费额度大幅放宽，随着品牌持续丰富，预计客单价将提升。

1) 免税产品种类更加丰富：2020 年政策新增 7 种免税品类，有助于免税店品牌丰富度的进一步提升，放开多品类件数限制，仅有化妆品、手机及酒有少量分别为 30 件、4 件，合计 1500 毫升；2) 行邮税下调：取消单件商品 8000 元免税限额，高价格商品的消费比例将增加；3) 个人免税额度提升：个人免税额度由 2018 年 3 万元调整为 2020 年的 10 万元，可覆盖更多精品消费。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 52、海南离岛免税客单价（元）



资料来源：Wind，海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

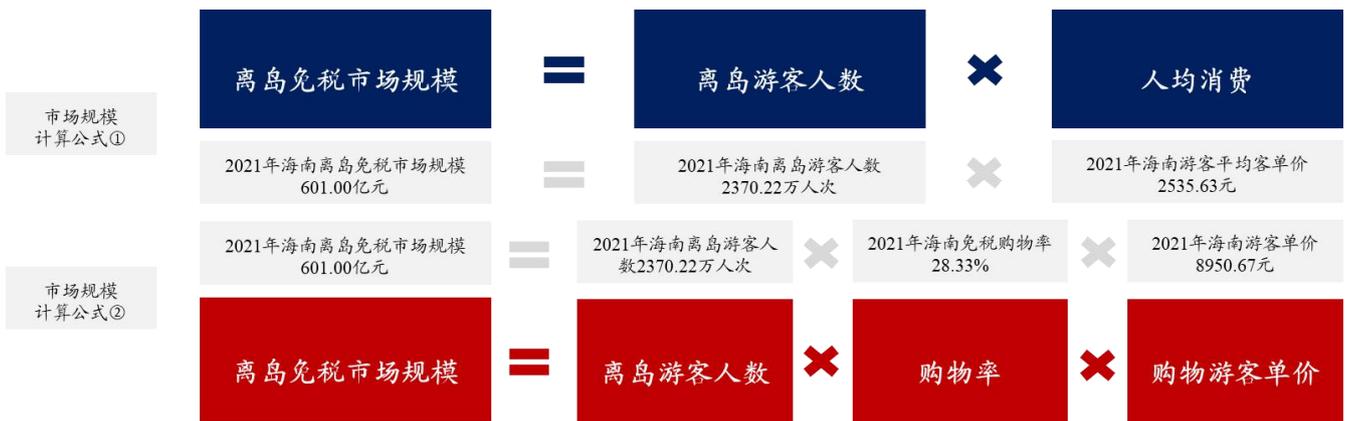
➤ 海南离岛免税规模测算

海南离岛免税市场规模有两种测算方法，为了减少不同变量假设对结论的影响，我们采用方法一，即海南离岛游客人数*人均消费对规模进行测算：

方法一：海南离岛免税市场规模=海南离岛游客人数*人均消费

方法二：海南离岛免税市场规模=海南离岛免税购物人数*海南购物游客单价
=海南离岛游客人数*免税购物率*海南购物游客单价

图 53、海南离岛免税空间两种测算方法



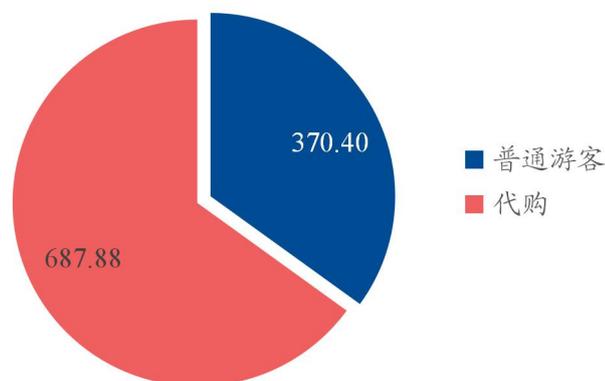
资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

客单价测算方法 1——参照赴韩中国消费者

对标韩国免税市场，2019 年中国游客赴韩免税消费额达 1058 亿元，其中普通游客消费额 370 亿元。为剔除代购对客单价的影响，我们对普通游客人均消费进行了敏感性分析：即使在最极端的假设下（假设代购人数为 0），普通游客人均消

费也高达 6150 元；假设赴韩游客中有 30% 的代购，则普通中国游客人均消费达 8785 元。

图 54、2019 年中国游客在韩国免税销售额结构（亿元）



资料来源：穆迪，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2019 年中国普通游客人均消费的敏感性分析

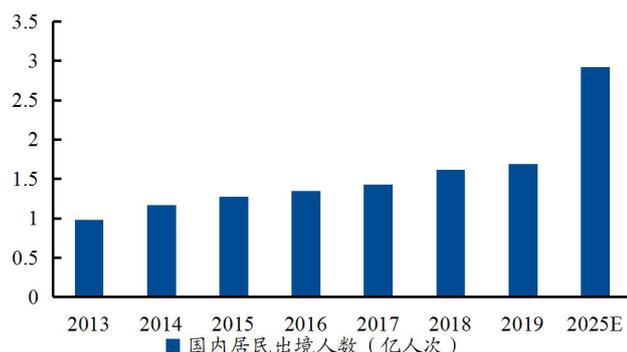
中国普通游客人次占中国游客比例	100%	90%	80%	70%	60%	50%
中国游客赴韩免税销售额（亿元）	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058
普通游客赴韩免税销售额（亿元）	370	370	370	370	370	370
代购赴韩免税销售额（亿元）	688	688	688	688	688	688
中国赴韩游客人数（万人次）	602	602	602	602	602	602
普通游客人数（万人次）	602	542	482	422	361	301
代购人数（万人次）	-	60	120	181	241	301
中国整体人均消费（元）	17,571	17,571	17,571	17,571	17,571	17,571
普通游客人均消费（元）	6,150	6,833	7,687	8,785	10,250	12,299
代购人均消费（元）	-	114,209	57,104	38,070	28,552	22,842

资料来源：韩国旅发局，韩国关税厅，兴业证券经济与金融研究院整理

客单价测算方法 2——参照中国出境消费者

对标中国人海外奢侈品消费情况，2019 年中国游客奢侈品消费额达 4873 亿元，国内居民出境人数达 1.17 亿人次，人均奢侈品消费额 2878 元。参考 2015-2019 年人均奢侈品消费额复合增长率 6.08%，预计 2025 年中国人均奢侈品消费额可达 4102 元。

图 55、中国国内居民出境人数



资料来源：国家旅游局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、中国人均奢侈品消费额



资料来源：贝恩咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年，海南离岛免税销售额达 601 亿元，离岛客流量 2370 万人次，游客人均消费 2535.86 元。假设在没有疫情且不存在消费回流的情况下，参考 15-19 年的复合增速，预计 2025 年的海外消费客单价可达 4102 元。

根据以上分析，分别对海南离岛免税市场规模在不同游客人次（2224.41-7000 万人次）、游客人均消费（1235.34-7000 元）的情况下进行敏感性分析。

表 3、2025 年海南离岛免税市场规模的敏感性分析

规模 (亿元)		游客人次 (万人次)											
		2370	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500	7000	7500	8000
2021 年 → 海南游客 人均消费额	2535.86	601	761	888	1014	1141	1268	1395	1522	1648	1775	1902	2029
	3000	711	900	1050	1200	1350	1500	1650	1800	1950	2100	2250	2400
2025 年预测 → 海外奢侈品 消费客单价	4102	830	1050	1225	1400	1575	1750	1925	2100	2275	2450	2625	2800
	3500	972	1231	1436	1641	1846	2051	2256	2461	2666	2871	3077	3282
对标韩国免税市场 最极端假设下客单价	4500	1067	1350	1575	1800	2025	2250	2475	2700	2925	3150	3375	3600
	5000	1185	1500	1750	2000	2250	2500	2750	3000	3250	3500	3750	4000
	5500	1304	1650	1925	2200	2475	2750	3025	3300	3575	3850	4125	4400
	6000	1422	1800	2100	2400	2700	3000	3300	3600	3900	4200	4500	4800
	6500	1541	1950	2275	2600	2925	3250	3575	3900	4225	4550	4875	5200
	7000	1659	2100	2450	2800	3150	3500	3850	4200	4550	4900	5250	5600
	7500	1778	2250	2625	3000	3375	3750	4125	4500	4875	5250	5625	6000
	8000	1896	2400	2800	3200	3600	4000	4400	4800	5200	5600	6000	6400

资料来源：海口海关，韩国免税协会，兴业证券经济与金融研究院整理

从中国中免港股招股书来看，预计我国 2025 年海南离岛免税市场规模预测接近 1900 亿元，加上有税商品（会员购为主）规模，预计可超 2200 亿元，2026 年预计离岛免税零售市场规模分别达 2432 亿元，近 5 年复合增速达 40.01%。

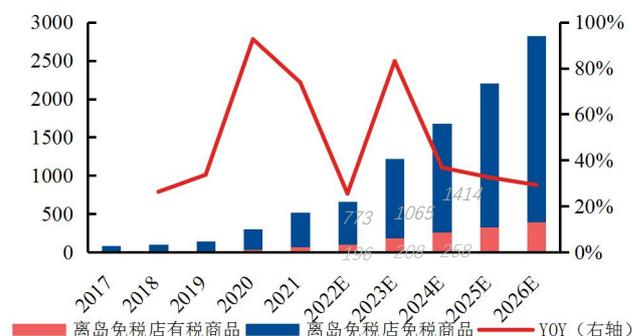
图 57、2017 年-2026 年海南离岛免税规模



资料来源：中免 H 股招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：灰色字体为 2021 年 11 月版招股书数据

图 58、2017 年-2026 年海南旅游零售市场规模 (亿元)



资料来源：中免 H 股招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：灰色字体为 2021 年 11 月版招股书数据

4.2、对标普通零售市场，租赁模式下离岛免税商净利率或可达 10%

要探究充分竞争下的海南免税市场净利润率，有税市场的净利率或具备参考价值：普通美妆或精品零售市场，具备完全竞争属性；且经营方式以买断式经营为主，与未来海南完全竞争的免税市场相似。因此我们将通过研究以下几个标的来解析完全竞争情况下免税商的净利率水平：（1）香港美妆零售商莎莎国际、（2）北美大型美妆零售商 Ulta Beauty、（3）美国精品零售商 Francesca's、（4）全球折扣巨头 TJX。

假设所得税税率为 15%，所选零售商的净利润率基本可以达到 5-10%。因此在充分竞争状态下，海南离岛免税商在租赁模式下净利润率或可达到 5-10%，此外海旅免税租金率预计低于上述零售商，整体净利率或可达 7%-12%。

表 4、各零售商租赁模式下净利率测算

指标	Ulta Beauty						莎莎国际					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售毛利率	35%	35%	36%	36%	36%	36%	45%	43%	42%	42%	41%	36%
SG&A	22%	22%	22%	22%	23%	24%	35%	38%	38%	36%	36%	47%
租金率	5%	5%	4%	4%	4%	4%	10%	12%	12%	11%	11%	1%
营业利润率	13%	13%	13%	13%	13%	12%	11%	6%	5%	7%	6%	-5%
除税前利润率	13%	13%	14%	13%	13%	12%	11%	6%	5%	7%	7%	-10%
假设所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利率	11%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	5%	4%	6%	6%	-9%
指标	Francesca's						TJX					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售毛利率	47%	48%	47%	44%	38%	44%	29%	29%	29%	29%	29%	28%
SG&A	33%	34%	33%	37%	41%	40%	18%	15%	17%	18%	18%	18%
租金率	9%	9%	9%	9%	10%	11%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
营业利润率	14%	14%	14%	6%	-8%	-6%	12%	12%	12%	11%	11%	11%
除税前利润率	14%	14%	14%	6%	-8%	-6%	12%	12%	11%	11%	11%	11%
假设所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利率	12%	12%	12%	5%	-7%	-5%	10%	10%	10%	9%	9%	9%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：莎莎国际财年为每年 4 月 1 日至翌年 3 月 31 日，故 2019 财年公司盈利能力受疫情影响较大。

4.3、海旅免税开业以来销售亮眼，盈利能力优秀

海旅免税 2021 年实现营收 24.43 亿元，2022Q1 实现营收 13.48 亿元，其中免税收入占比达 81.24%，有税收入占比 16.94%。上半年来看，母公司海南旅投旗下旅游购物业务同比增长 99.49%，持续高速增长。**市占率来看：**在四家新晋免税商中，海旅免税竞争优势显著，市占率快速提升，据海汽集团公告，2021 年度和 2022 Q1 海旅免税市占率分别达 3.58%和 7.44%（离岛免税），在海南离岛免税领域位列第二。

在较大折扣力度的同时快速实现盈利。2021 年海旅免税实现毛利率 17.75%，期间费用率 16.25%，2022Q1 海旅免税毛利率 16.56%，期间费用率降至 8.72%，实现净利润 0.50 亿元，净利率达 3.72%。海旅免税香化品类最低折扣基本维持在 7 折或以下，在各免税商中整体折扣力度较大，在此背景下，预计公司的物业租金率、仓储物流成本以及拿货成本均具有市场竞争力，可见公司在整体供应链的议价能力较强。

表 5、2021 年及 2022Q1 海旅免税财务数据

百万元	2021 年	2022Q1
营业收入 (百万元)	2442.6	1348.4
毛利率	17.8%	16.6%
其中: 免税业务 (百万元)	1768.7	1095.5
毛利率	17.7%	16.1%
有税业务 (百万元)	544.1	228.5
毛利率	9.8%	11.3%
跨境电商业务 (百万元)	97.2	2.5
毛利率	34.7%	36.8%
期间费用 (百万元)	396.9	117.6
%	16.3%	8.7%
其中: 销售费用 (百万元)	260.2	81.4
%	10.7%	6.04%
管理费用 (百万元)	81.9	19.0
%	3.4%	1.4%
净利润 (百万元)	-55.6	50.2
%	-2.3%	3.7%

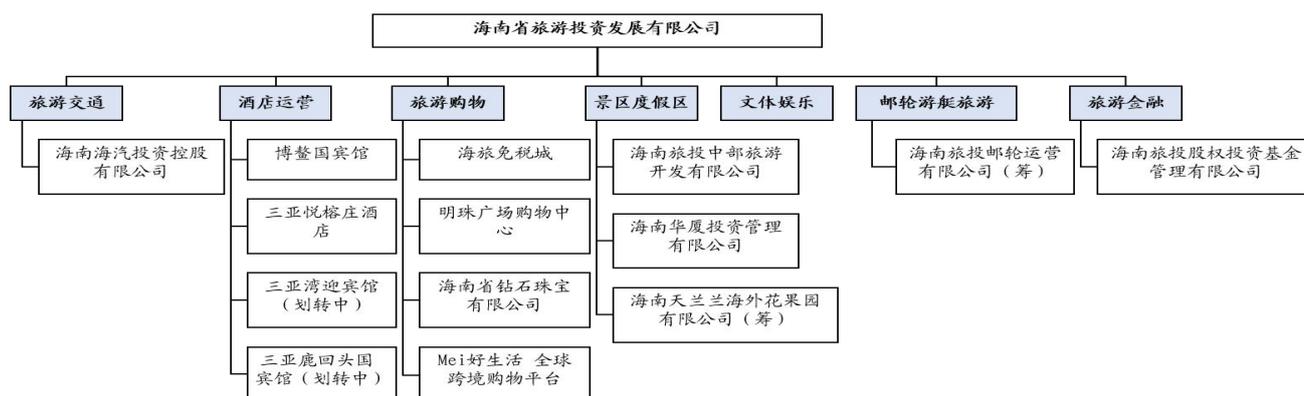
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、海旅免税竞争逐步显现: 强运营、优质资源禀赋

4.4.1、背靠海南国资委, 母公司海南旅投旗下资产丰富

海旅免税背靠海南国资委, 成为中免之后率先开业的离岛免税运营商之一。海旅免税母公司海南旅投是海南省批准设立的省属国有独资企业, 定位为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; 主要业务板块包括旅游交通、酒店运营、旅游商业、景区度假区、文体娱乐、海洋旅游、大健康旅游、旅游金融等八大板块, 或对海旅免税城扩大品牌知名度、获客等方面有所帮助。

图 59、海南旅投产业布局



资料来源：海南旅投官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4.2、核心管理层深耕行业多年，经营理念创新前卫

公司核心领导深耕行业多年，引领快速发展。海旅免税党委书记、董事长、总经理谢智勇，从 2008 年踏进免税行业开始，从事免税行业已有 13 年，从事离岛免税行业已有 10 年，曾任海南省免税品有限公司总经理，2020 年 11 月加入海南省国资委系统，任海旅免税主要负责人，帮助公司与核心供应商签订战略合作，推动供应链体系的快速搭建，并基于多年行业经验，使得公司在海南新进免税商中销售成绩领先。

图 60、签约遥望网络，携手 MCN 打造海旅免税 IP

新京报贝壳财经讯（记者程子姣）7月26日，遥望网络与海南旅投免税品有限公司（下称海旅免税）在消博会现场，正式签署战略合作协议，海旅免税董事长谢智勇、遥望网络董事长谢如栋等双方负责人出席本次签约仪式，并共同宣布未来双方将共享各自资源优势，通过直播电商模式以及其他营销服务，协同推广销售海旅免税城的品牌商品，在抖音快手双平台展开战略级合作。

官方资料显示，遥望网络是迄今唯一一家与海旅免税在直播电商领域达成战略合作的公司。

遥望网络董事长谢如栋介绍，“在明星直播带货的基础上，接下来遥望还会两手并行，筹备多个独立品牌IP号，也将与海旅免税携手孵化IP直播间，重点打造海旅免税线上品牌IP。”

“有了直接的低价、正品的背书，线上线下融合将创造很大的增长机会”，谢如栋表示，希望通过“明星达人效应+直播电商带货”的合作探索，助力线下经济复苏，带动实体经济。

资料来源：新京报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 61、与京东战略合作升级

京东国际与海旅免税战略合作升级 携手打造免税增量场

2022-07-28 17:36

鞭牛士报道 7月26日至30日，第二届消博会在海南省海口市举办，京东旗下零售、健康、科技、物流、国际等多个业务板块均将参与，并携手众多品牌合作伙伴一同亮相。京东国际作为京东旗下进口商品一站式消费平台，也是重要参与者之一。

消博会期间，在京东国际“全球畅享”展区，京东国际与免税持牌企业海南旅投免税品有限公司（以下简称“海旅免税”）达成战略合作升级，并举行签约仪式。海南旅投免税品有限公司董事长、总经理谢智勇，海南旅投免税品有限公司副总经理张铁梅，京东零售全球购运营负责人王云鹏、京东零售全球购免税运营负责人孙勇等嘉宾出席签约仪式。

海旅免税董事长、总经理谢智勇表示，此次战略合作升级，依托海旅免税的免税商品货源及运营经验、京东国际的供应链能力及“京东云”技术基础设施等多重优势，双方将发挥资源优势协同互补，引领免税行业持续高速增长。

资料来源：鞭牛士，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4.3、供应链：香化品牌数量领先，联营引进精品曲线救国

海旅免税先后与两大全球头部旅游零售商拉格代尔、新罗免税签订战略合作协议，并不断提升自身采购能力，引进品牌数量从开业初的近 350 个提升至目前超过 884 个品牌：1) 香化方面，公司成功引进了约 166 个香化品牌，包括雅诗兰

黛、海蓝之谜、赫莲娜等众多全球顶级化妆品旗下品牌；2) 珠宝首饰方面，引入畅销品牌施华洛世奇、APM、潘多拉等，同时首度引入了DJULA、Fred等品牌；3) 腕表方面，入驻了万国、江诗丹顿、宝格丽等超过30个品牌；4) 箱包服饰方面，引入了蔻依、菲拉格慕、MK等奢侈品牌；5) 酒水方面，引入了超过百个全球知名酒水品牌；6) 电子产品方面，引入苹果、任天堂、beats等人们品牌，成为了吸引获客的有效方式。

表 6、海旅投现有品牌梳理

品类	品牌
珠宝首饰	A&J 斑彩石 奇 塔思琦 六福珠宝 Pandora KORLOFF CHOW TAI FOOK apm FRICA Caressa CLOGAU JURE Lanka Star Miss Fabrikant Royal Coster
腕表	百年灵 万国 名士 积家 万宝龙 沛纳海 伯爵 罗杰杜彼 江诗丹顿 ... 等共计 33 个品牌
箱包	蔻依 皮涅尔 菲拉格慕 Tumi NINE WEST Michael Kors Longchamp GUESS FURLA BY FAR FITCHAN Samsonite FIND KAPOOR HEUREUX
服饰	Brunello Cucinelli ETRO Emporio Armani 金鹤 玛尼 Wolford Tory Burch Sandro PINKO lululemon Maje* MOSCHINO POLO Ralph Lauren HUGO BOSS DIESEL ... 等共计 27 个品牌
鞋履	GIUSEPPE ZANOTTI SANTONI JIMMY CHOO HOGAN
香化	海蓝之谜 AHC 雅漾 Beauty devices Biotherm By Terry Caudalie Clinique Darphin Diego dalla palma Dr.Arrivo Dr.Jart+ Elemis ELIXIR ... 等共计 166 个品牌
眼镜	宝格丽 博柏利 BALLY DAVID BECKHAM FENDI Emporio Armani GIVENCHY GUESS Hugo BOSS JIMMY CHOO MARC JACOBS MIUMIU MONCLER OAKLEY Tom Ford ... 等共计 27 个品牌
酒水	伏特加 AMARULA BACARDI Bailey's BENEDICTINE BOMBAY Chambord GREY GOOSE HENDRICK'S JACK DANIEL'S Jameson JIM BEAM MAKERS MARK ... 等共计 101 个品牌
电子	Apple Bang&Olufsen Beats Bose Braun CREATE ION Delonghi DYSON Harman Kardon JBL KENWOOD Marshall Panasonic PHILIPS 任天堂 Sennheiser SKG SONY Tiger Tripollar Warterpik Oral-B
奶粉	Aufamil Goldmax Jerseyjoy Kabrita
玩具	乐高

资料来源：海旅免税公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

注：表格中香化品牌数量为公司整体，下文数字为线上部分，故数据有所不一致

综合对比中免、海旅、海控三大免税商各品类引进品牌情况，海旅香化品牌领先，精品数量亦快速提升。线上商城品牌数量来看：1) 香化品牌方面，海旅免税在引进充足热门品牌的基础上，加大了差异化品牌端引进力度，线上香化品牌数量达 142 个，位列第一；2) 线上总体品牌数量来看，除了市占率领先的中免外，海旅免税品牌数量仅次于深免（酒水品牌占比较高），明显多于海控（全球精品）、中服（CNSC）。此外，在精品品牌的引入上，公司采用联营合作模式曲线救国，快速引入多个国际大牌。

表 7、三大免税商引进品牌数量对比（个）

免税商	品牌总数	香化品牌	时尚以及配饰品牌	食品及其他品牌	烟酒品牌
中免	1208	145	253	270	540
海旅	419	166	124	28	101
海控	127	76	24	5	22

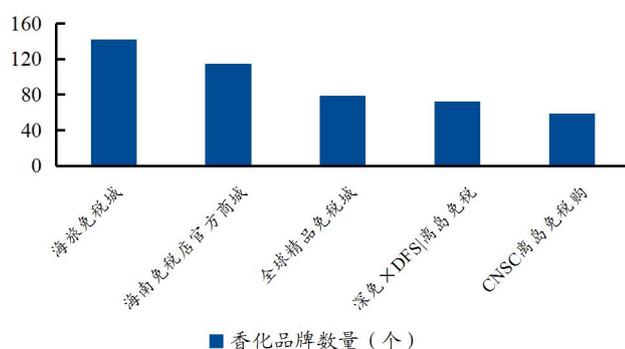
资料来源：招股书，海旅免税城公众号，全球精品海口免税城

备注：1、中免品牌数量为集团整体数据，包含口岸免税店的香烟品牌

2、海旅自己披露的品牌为 800+，其中包括有税品牌，上面数据根据公众号品牌一览。表格中香化品牌数量为公司整体，上文数字为线上部分，故数据有所不一致

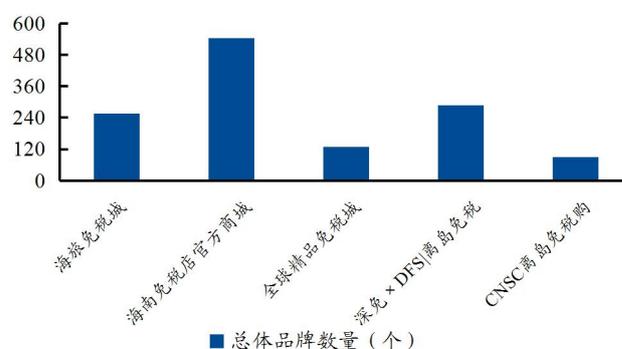
3、海控根据公众号&新闻，可能有部分遗漏

图 62、海南各免税商线上商城香化品牌数量对比



资料来源：官方免税商城，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：统计时间为 2022 年 5 月 16 日

图 63、海南各免税商线上商城总体品牌数量对比



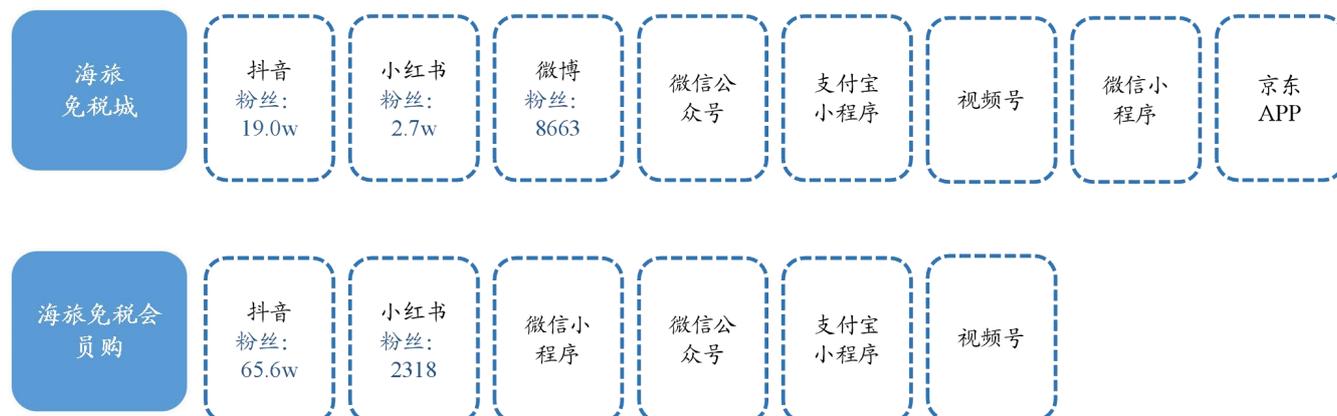
资料来源：官方免税商城，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：统计时间为 2022 年 5 月 16 日

4.4.4、营销能力：直播带货签约遥望，快速打开知名度

海旅免税具备卓越的营销能力，快速打开品牌知名度，吸引潜在消费客群：

1) 从线上平台来看，海旅免税在抖音、小红书、微博、视频号、支付宝、京东等各类线上平台均有布局，其中，海旅免税会员购抖音平台的粉丝数量达 65.6 万，为各大免税商旗下账号中粉丝数量之最。

图 64、海旅免税线上平台布局及粉丝数量



资料来源：抖音，小红书，微博

注：统计时间为2022年9月14日

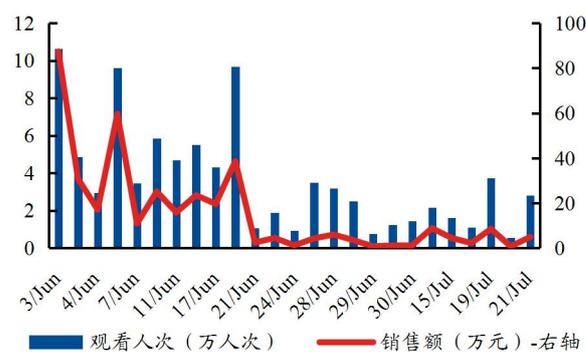
2) 直播带货方面，签约头部MCN机构遥望，低价正品背书+明星达人效应+直播电商带货：邀请孙杨直播带货，曾3.5小时带货1200万元，“孙杨直播带货”词条登上微博热搜第六；线下海旅免税城亦多次邀请知名演员、主播等参加活动，快速打开海旅免税知名度；抖音平台线上渠道的销售情况来看：海旅免税会员购账号近90天销售额达382.73万元，近90天直播场次25场，累计观看人次达90.12万人次，预计场均带货达15.31万元。

图 65、海旅免税邀请孙杨直播带货



资料来源：海旅免税公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、海旅免税会员购过去30天直播观看人次及预估销售额



资料来源：飞瓜数据，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 对接其他免税商会员，快速扩充会员体系。2022年3月海旅免税升级会员体系，不仅将线上、线下、会员积分及会员体系打通，并推出共享其他海南离岛免税运营商会员级别的政策，快速扩充自身会员数量；

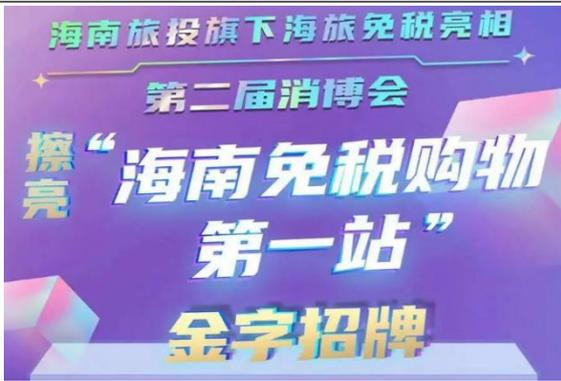
图 67、海旅免税会员体系及分销体系



资料来源：海旅免税公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

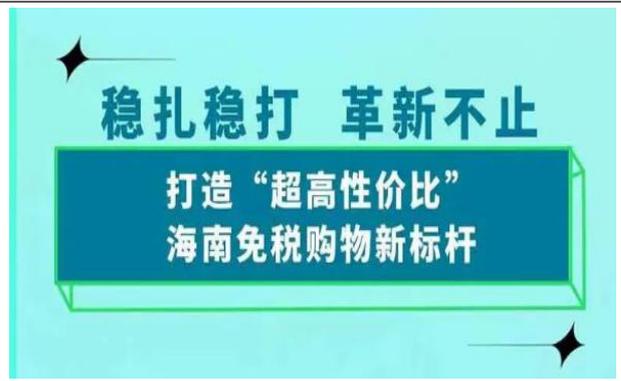
4) 提出“海南免税购物第一站”、“超高性价比”等概念，加强海旅免税品牌形象和消费者心智占领。此外，持续推动各类折扣活动，吸引消费者，折扣力度通常维持在较有竞争力的水平。

图 68、海旅免税重要“宣传口号”



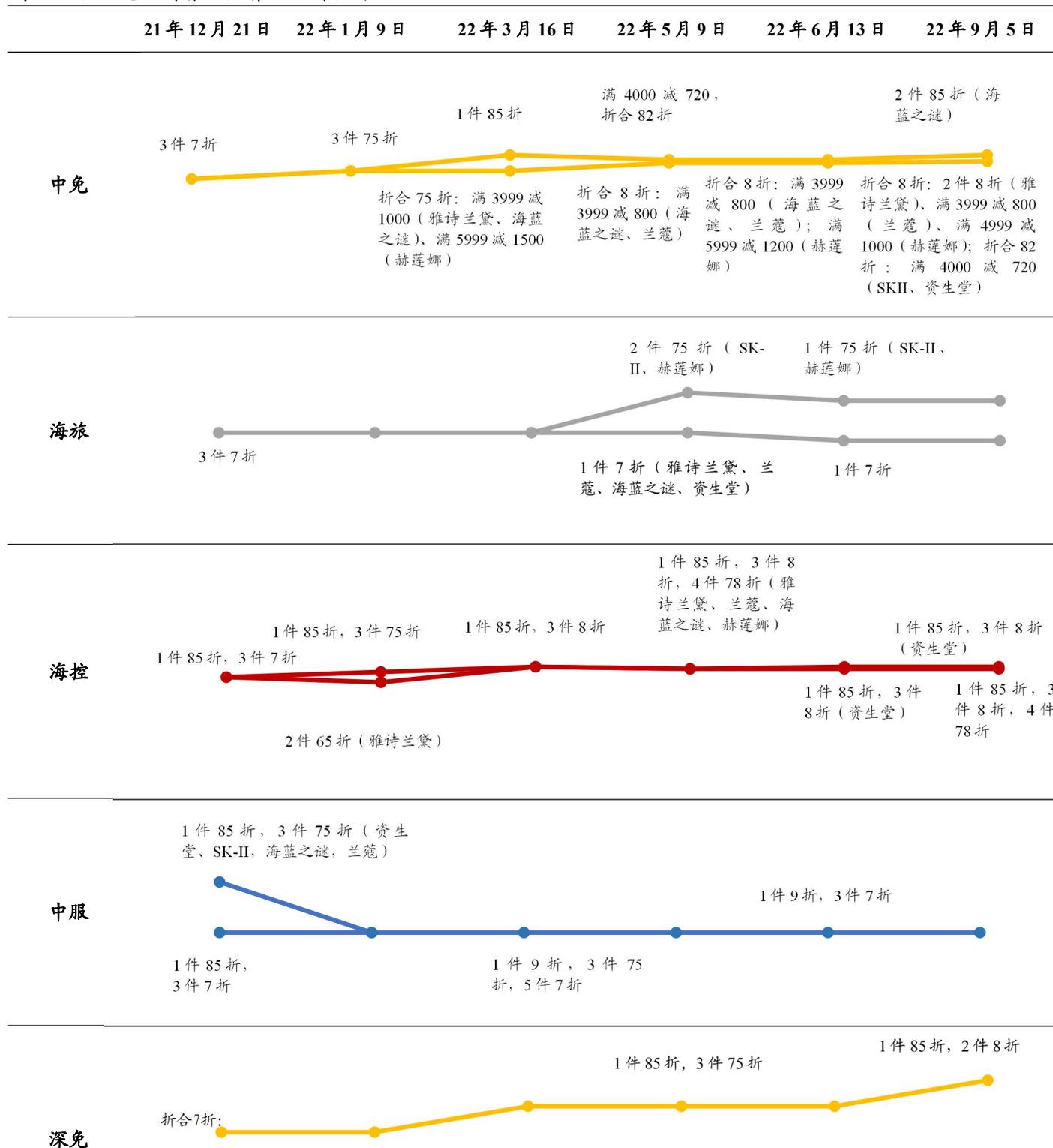
资料来源：海旅免税公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、海旅免税重要“宣传口号”



资料来源：海旅免税公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、各大免税商香化类普适性折扣对比



资料来源: cdf海南免税官方商城、CNSC 离岛免税购、海旅免税城、深免×DFS|离岛免税、全球精品免税城, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5、盈利预测与投资建议

5.1、海汽集团原有业务

行业竞争加剧，叠加疫情影响业绩短期承压。海汽集团为海南客运市场龙头，道路旅游客运为公司主要收入来源，海南旅游客运运力总量限制放开，实行市场定价，行业竞争将加剧；叠加新冠疫情降低人们出行意愿，对道路旅游客运行业影响较大，对公司经营造成不利影响。

仅考虑公司原有业务，2022年上半年公司仍然受到疫情影响，2022H1实现营业收入为3.63亿元，同比下滑2.19%，较2019年同期下降35.88%，而自2022年8月起，海口、三亚等地突发疫情，全域临时性静默管理，对暑运需求造成较大影响，进一步影响公司2022年全年业绩。随着疫情得到有效控制，2023年公司营业收入及业绩将得到修复，有望恢复至2021年的水平，2024年保持平稳，维持较低增速。故假设2022-2024年营业收入增速分别为-3.66%、5.02%、5.66%，毛利润增速分别为-15.76%、18.94%、19.14%。

公司正积极布局新能源充电站等汽车服务业务，叠加海旅免税带来的协同效应，公司未来营业收入以及毛利的增长将主要来自客运站经营、销售及维修业务，故假设2022-2024年汽车客运板块营业收入增速分别为-15%、0%、0%，客运站经营板块营业收入增速分别为5%、5%、5%，销售及维修板块营业收入增速分别为50%、20%、20%。

综上，我们根据对海汽集团原有业务的假设，预计2022-2024年毛利润分别为0.67、0.79、0.94亿元，毛利率分别为10.44%、11.82%、13.33%，归母净利润分别为-0.68、-0.64、-0.60亿元。

表 9、海汽集团原有业务盈利预测

科目 (亿元/%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10.47	10.58	9.51	5.67	6.62	6.37	6.70	7.07
YOY		0.99%	-10.12%	-40.32%	16.63%	-3.66%	5.02%	5.66%
其中：汽车客运	8.80	8.68	7.59	4.34	5.00	4.25	4.25	4.25
客运站经营	1.29	1.35	1.14	0.64	0.66	0.69	0.73	0.77
销售及维修	0.38	0.54	0.78	0.69	0.95	1.43	1.71	2.05
营业成本	8.43	8.36	7.39	5.35	5.83	5.71	5.90	6.13
YOY		-0.85%	-11.61%	-27.58%	8.84%	-2.01%	3.40%	3.85%
其中：汽车客运	7.03	6.74	6.04	4.12	4.60	4.46	4.64	4.85
客运站经营	1.08	1.20	0.69	0.61	0.60	0.61	0.61	0.62
销售及维修	0.32	0.42	0.66	0.62	0.63	0.64	0.65	0.67
毛利润	2.04	2.21	2.11	0.32	0.79	0.67	0.79	0.94
毛利率	19.47%	20.93%	22.24%	5.64%	11.94%	10.44%	11.82%	13.33%
销售费用	0.09	0.10	0.09	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09
管理费用	1.68	1.99	1.89	1.53	1.63	1.57	1.65	1.75
财务费用	-0.01	-0.03	-0.08	-0.09	0.02	0.02	0.02	0.02
营业利润	0.77	0.81	0.77	-0.82	-0.59	-0.69	-0.65	-0.61
所得税	0.25	0.21	0.29	0.17	0.14	0.00	0.00	0.00
净利润	0.52	0.60	0.49	-0.99	-0.73	-0.69	-0.65	-0.61
少数股东权益	0.02	0.01	-0.02	0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
归母净利润	0.51	0.59	0.51	-1.01	-0.72	-0.68	-0.64	-0.60

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理及测算

5.2、海旅免税盈利预测

受益于海南省基础设施的不断完善，离岛免税政策红利持续释放，海南将吸引更多的游客，进店率、购物率以及客单价有望逐步提升。海旅免税离岛免税以及完税商品收入将保持高速增长，预计 2022-2025 年公司营业收入将分别达到 42.35、62.85、80.78、101.40 亿元，同比增长 73.37%、48.41%、28.54%、25.52%。

随着规模不断提升，公司将进一步改善进货成本、摊薄费用，预计未来期间费率将持续下降。同时，海旅免税经营思路灵活，具有较强的营销、招商、运营能力，在低折扣下实现盈利。未来还有新增品牌入驻开业，且大体量的海旅免税奥莱城有望于 2023 年开业，我们预计 2022-2025 年公司归母净利润将分别达到 1.16、3.55、5.33、7.21 亿元，对应归母净利率 2.75%、5.65%、6.60%、7.11%。

表 10、海旅免税盈利预测

科目 (亿元/%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	24.43	42.35	62.85	80.78	101.40
yoy		73.37%	48.41%	28.54%	25.52%
营业成本	20.09	34.78	49.22	63.20	79.14
yoy		73.11%	41.52%	28.39%	25.23%
毛利润	4.33	7.57	13.62	17.59	22.26
yoy		74.57%	80.06%	29.10%	26.56%
毛利率	18%	18%	22%	22%	22%
税金及附加率		3%	3%	4%	4%
销售费率		8%	8%	8%	7%
管理费率		3%	2%	2%	2%
财务费率		0%	0%	0%	0%
营业利润	-0.49	1.40	4.27	6.40	8.64
所得税率	-13%	17%	16%	16%	16%
净利润	-0.56	1.16	3.58	5.38	7.28
净利率	-2.28%	2.75%	5.70%	6.66%	7.18%
少数股东损益	56%	0%	1%	1%	1%
归母净利润	-0.24	1.16	3.55	5.33	7.21
归母净利率	-1.00%	2.75%	5.65%	6.60%	7.11%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及测算

5.3、投资建议

考虑到海汽集团合并海旅免税后有望进行资源整合。随着免税相关政策红利不断释放，叠加海旅免税自身资源禀赋，公司营收和利润将持续增长，我们预计完成注入后海汽集团 2022-2024 年归母净利润将达 0.48、2.91、4.73 亿元，考虑向海旅投增发及收购，不考虑定增募集配套资金的情况下，对应 2022 年 9 月 23 日收盘价 PE 375.6、62.6、38.4 倍，首次覆盖予以“审慎增持”评级。

表 11、海旅免税合并后海汽集团盈利预测

科目 (亿元/%)	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	48.72	69.54	87.86	108.93
yoy	636.34%	42.73%	26.34%	23.98%
营业成本	40.49	55.87	69.14	84.99
yoy	594.89%	37.98%	23.76%	22.91%
毛利润	8.23	13.68	18.72	23.94
毛利率	16.90%	19.66%	21.30%	21.98%
净利润	0.48	2.93	4.78	6.73
净利率	0.98%	4.22%	5.44%	6.18%
少数股东损益	-0.01	0.03	0.04	0.06
归母净利润	0.48	2.91	4.73	6.66
归母净利率	0.99%	4.18%	5.39%	6.12%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理及测算

6、风险提示

- 1) **疫情相关风险**。公司及其收购标的所处行业均受疫情影响较大，若疫情在公司主要销售区域反复，将导致客流量减少，影响公司的经营业绩；
- 2) **宏观经济下行风险**。若宏观经济下行或将导致居民收入下滑，带来消费延后；
- 3) **市场竞争加剧**。当前海南离岛免税市场共有五大参与者，若其他参与者采取加大折扣力度等竞争措施，或对行业健康发展以及公司业绩以及盈利造成一定影响；
- 4) **政策风险**。目前免税牌照仍为稀缺资源，但海南省 2025 年全岛封关政策还未明确，如果封关后免税牌照全面放开，海旅免税的牌照优势将减弱；
- 5) **收购不及预期**。目前公司以及收购标所处不同行业，在整合过程中可能出现业务协同、管理团队等融合困难的情况；
- 6) **审批相关风险**。本次交易尚需取得海南省国资委的批复、股东大会的审议通过、证监会的核准等，是否能够获得上述备案或核准，以及最终获得的时间尚存在较大不确定性；
- 7) **经营相关风险**。公司核心管理层对目前公司的各项业务发展、日常经营决策等起重要作用，因此管理层的人事变动或对公司的经营和增长确定性有一定影响。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	496	630	1904	3456
货币资金	244	308	1519	3020
交易性金融资产	15	0	0	0
应收票据及应收账款	90	80	82	83
预付款项	69	41	44	47
存货	23	141	202	248
其他	54	60	57	58
非流动资产	1376	5719	4557	3396
长期股权投资	7	12	9	10
固定资产	772	5152	4011	2858
在建工程	72	36	18	9
无形资产	226	226	226	226
商誉	1	1	1	1
长期待摊费用	12	12	12	12
其他	286	280	280	281
资产总计	1871	6348	6461	6852
流动负债	660	838	672	672
短期借款	0	158	0	0
应付票据及应付账款	164.57	186.84	184.93	182.17
其他	495	493	487	490
非流动负债	255	251	252	252
长期借款	100	100	100	100
其他	155	151	152	152
负债合计	915	1089	923	924
股本	316	699	699	699
资本公积	373	4241	4241	4241
未分配利润	204	253	529	915
少数股东权益	16	15	18	22
股东权益合计	956	5259	5537	5928
负债及权益合计	1871	6348	6461	6852

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-72	49	291	473
折旧和摊销	172	656	1159	1162
资产减值准备	0	-4	1	0
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	12	-1	-5
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-1	3	4
营运资金的变动	-137	-8	-82	-54
经营活动产生现金流量	-18	697	1372	1581
投资活动产生现金流量	-181	-4978	1	-2
融资活动产生现金流量	92	4345	-162	-77
现金净变动	-108	64	1211	1502
现金的期初余额	351	244	308	1519
现金的期末余额	243	308	1519	3020

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	732	4872	6954	8786
营业成本	629	4049	5587	6914
税金及附加	13	130	222	370
销售费用	9	423	577	716
管理费用	181	231	251	255
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	12	-1	-5
其他收益	43	43	43	43
投资收益	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	-61	71	361	579
营业外收入	5	4	5	5
营业外支出	2	4	3	4
利润总额	-59	72	363	580
所得税	14	24	69	102
净利润	-73	48	293	478
少数股东损益	-1	-1	3	4
归属母公司净利润	-72	48	291	473
EPS(元)	-0.10	0.07	0.42	0.68

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	16.4%	565.5%	42.7%	26.3%
营业利润增长率	18.1%	215.7%	409.0%	60.2%
归母净利润增长率	26.8%	167.8%	497.7%	62.8%
盈利能力				
毛利率	14.1%	16.9%	19.7%	21.3%
净利率	-9.9%	1.0%	4.2%	5.4%
ROE	-7.6%	0.9%	5.3%	8.0%
偿债能力				
资产负债率	48.9%	17.2%	14.3%	13.5%
流动比率	0.75	0.75	2.83	5.14
速动比率	0.72	0.58	2.53	4.77
营运能力				
资产周转率	38.4%	118.6%	108.6%	132.0%
应收帐款周转率	7.70	48.43	73.33	90.77
存货周转率	27.16	49.24	32.57	30.73
每股资料(元)				
每股收益	-0.10	0.07	0.42	0.68
每股经营现金	-0.03	1.00	1.96	2.26
每股净资产	1.34	7.50	7.89	8.44
估值比率(倍)				
PE	-253.5	375.6	62.6	38.4
PB	19.4	3.5	3.3	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn