

海汽集团 (603069.SH)

海旅免税注入在即，协同发展成长可期

公司为海南省最大的综合交通运输商，文旅业态培育中，拟收购海旅免税。公司主营汽车客运以及客运服务，为海南客运龙头，并积极培育以免税路线为代表的定制旅游产品，疫情扰动下，公司主营业务受影响较大，2020年公司客运量同比下降39%，2021年略有恢复，2022年亦受较大冲击，盈利能力亦明显下降，2020-2022H1报告期内，公司连续亏损。据公司公告，公司拟通过发行股份及支付现金方式收购海旅免税100%股权，整体交易作价50.02亿元，当前已进入证监会审批阶段，注入在即，本次交易后，海旅投将直接持有公司54.82%股份，同时，海旅免税给予2023-2025年不低于1.16/3.58/5.38亿元的净利润承诺。

离岛免税空间广阔，恢复弹性有望释放。 1) 新政落地背景下，消费额度、消费品类有所放开，2020年6月起，免税额度由3万/人大幅提升至10万元/人，商品品种增加至45种，伴随国家海南建设大方针的逐步落地，政策利好有望持续推动行业成长；2) 我国免税品销售市场空间广阔，市场规模达481亿元，疫情扰动下受消费回流以及政策利好，销售情况受影响相对较小，免税品销售占旅游零售比例由2017年52.2%提升至2021年的59.5%，伴随国内出行恢复、消费回弹，预计免税品销售市场规模复合增速可达36%；3) 离岛免税市场已呈现出量价齐升的特点，2021年离岛免税购物人次、人均消费额分别为671.5万人次、7367亿元，较2019年复合增速为33.6%、43.3%，增长较快，当前，海南客流整体扰动仍在，客流吞吐量尚未恢复，伴随疫情好转弹性有望彰显。

海旅免税覆盖四大业务板块，顺势而为，高速增长中。 海旅免税于2020年获批经营资质，当前已拥有三亚海旅免税城及线上商城等渠道进行离岛免税品销售，并已拥有包含免税在内的完税商品销售、跨境电商等三大业务板块，奥莱业务落地在即；成立以来，公司收入利润均实现高速扩张，2020-2022年1-7月分别实现营收0.13、24.43、23.98亿元。其中：1) 离岛免税业务占营收比例为83.77%，公司主体业务板块，2022Q1市占率已达7.44%，较2021年提高3.86pct，位列海南离岛免税市场前列，因尚处发展早期，拉格代尔仍为公司核心供应商，伴随业务成熟，直采比例有望提升；2) 有税业务直销为主，并辅以部分联营模式，2022年1-7月有税已实现营收3.4亿元，增长迅速；3) 跨境电商板块在政策及疫情冲击下，受到一定程度扰动；4) 三亚奥莱生活广场有望于2023年落地。公司背靠海南国资委，有望凭借深度的免税业务搭建，丰富的产品品类及差异化品牌体系获得持续增长，同时公司积极拓展销售渠道，同京东、遥望网络等达成合作，有望助力公司进一步扩张。

投资建议：海汽集团为海南省客运龙头，海旅免税位列海南免税运营商前列，消费回流叠加免税政策不断释放拉动公司业绩高速增长，疫情下经营扰动仍在，海汽集团存量业务有所承压，免税消费亦受影响，伴随出行恢复业绩弹性有望彰显；同时，我们预计资产重组落地后，将大幅增厚公司经营业绩，同时二者资源整合与协同效应将有所显现。假设2023年注入完成，我们预计公司2022-2024年营业收入为6.15/80.20/110.75亿元，归母净利润为-1.12/4.75/10.78亿元，考虑重组带来公司股本增厚，则对应EPS为-0.35/0.60/1.36，当前股价对应PE分别为-76/45/20，对应2024年，我们分别给予公司存量业务、免税业务15、30倍PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价39.7元。

风险提示：政策风险；宏观经济风险；项目建设不及预期；重组落地风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	628	732	615	8,020	12,075
增长率 yoy (%)	-39.9	16.6	-16.0	65.9	5.4
归母净利润(百万元)	-101	-72	-112	475	1,078
增长率 yoy (%)	-305.3	-26.8	55.7	-525.0	126.9
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.32	-0.23	-0.35	1.50	3.41
净资产收益率(%)	-9.6	-7.6	-13.0	35.9	45.1
P/E(倍)	-	-	-	17.7	7.8
P/B(倍)	8.2	8.9	10.1	6.5	3.5

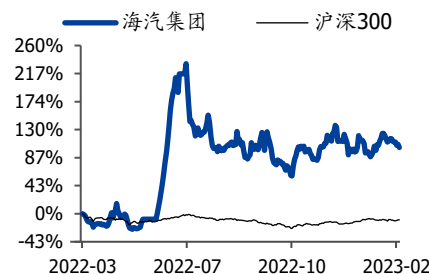
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年3月2日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	铁路公路
3月2日收盘价(元)	26.60
总市值(百万元)	8,405.60
总股本(百万股)	316.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	11.40

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	506	496	536	3614	1953
现金	352	244	411	0	0
应收票据及应收账款	71	90	45	1721	938
其他应收款	28	28	19	590	326
预付账款	7	69	0	829	419
存货	23	23	20	433	228
其他流动资产	26	41	41	41	41
非流动资产	1430	1376	1129	8202	11084
长期投资	7	7	7	6	6
固定资产	847	772	559	6945	9629
无形资产	219	226	219	209	203
其他非流动资产	357	371	344	1042	1246
资产总计	1936	1871	1665	11816	13036
流动负债	660	660	592	9579	9692
短期借款	0	0	0	233	4592
应付票据及应付账款	216	165	190	3539	1902
其他流动负债	444	495	402	5807	3198
非流动负债	242	255	226	447	484
长期借款	100	100	71	292	330
其他非流动负债	142	155	155	155	155
负债合计	903	915	818	10026	10177
少数股东权益	11	16	17	14	10
股本	316	316	316	794	794
资本公积	375	373	373	373	373
留存收益	312	237	138	594	1618
归属母公司股东权益	1022	940	829	1776	2850
负债和股东权益	1936	1871	1665	11816	13036

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	21	-18	194	5923	-1299
净利润	-99	-73	-110	472	1074
折旧摊销	183	172	172	175	173
财务费用	-1	2	1	81	77
投资损失	-11	0	-5	-6	-4
营运资金变动	-65	-137	145	5205	-2615
其他经营现金流	14	17	-9	-4	-5
投资活动现金流	-166	-181	89	-7238	-3047
资本支出	196	167	-247	7074	2882
长期投资	11	0	0	1	0
其他投资现金流	42	-14	-158	-164	-164
筹资活动现金流	85	92	-116	673	-14
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	100	0	-29	221	37
普通股增加	0	0	0	478	0
资本公积增加	-2	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-13	94	-87	-26	-52
现金净增加额	-59	-108	167	-643	-4360

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	628	732	615	8020	12075
营业成本	595	629	586	6157	8982
营业税金及附加	9	13	10	330	504
营业费用	7	9	9	589	867
管理费用	153	181	173	331	395
研发费用	0	0	0	32	39
财务费用	-1	2	1	81	77
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	46	43	39	43	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	0	5	6	4
资产处置收益	2	1	9	4	5
营业利润	-78	-61	-110	554	1261
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	7	2	2	4	3
利润总额	-82	-59	-107	555	1264
所得税	17	14	3	83	190
净利润	-99	-73	-110	472	1074
少数股东损益	2	-1	2	-4	-4
归属母公司净利润	-101	-72	-112	475	1078
EBITDA	97	113	65	730	1437
EPS (元/股)	-0.32	-0.23	-0.35	1.50	3.41

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-39.9	16.6	-16.0	65.9	5.4
营业利润 (%)	-199.2	21.1	-79.8	602.1	127.6
归属母公司净利润 (%)	-305.3	-26.8	55.7	-525.0	126.9
获利能力					
毛利率 (%)	5.3	14.1	4.7	23.2	25.6
净利率 (%)	-16.1	-9.8	-18.2	5.9	8.9
ROE (%)	-9.6	-7.6	-13.0	35.9	45.1
ROIC (%)	-8.3	-5.7	-10.3	23.0	14.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.6	48.9	49.2	84.8	78.1
净负债比率 (%)	-11.7	11.2	-20.6	57.1	217.3
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.4	0.2
速动比率	0.7	0.6	0.8	0.2	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.3	1.2	1.0
应收账款周转率	9.0	9.1	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	2.9	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.32	-0.23	-0.35	1.50	3.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	-0.06	0.61	18.74	-4.11
每股净资产 (最新摊薄)	3.24	2.98	2.62	4.11	7.51
估值比率					
P/E	-	-	-	17.7	7.8
P/B	8.2	8.9	10.1	6.5	3.5
EV/EBITDA	85.8	75.5	127.6	12.5	9.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 2 日收盘价

内容目录

1.海南省综合交通运输龙头，拟收购海旅免税协同增长.....	5
2.离岛免税空间广阔，恢复弹性有望彰显.....	8
2.1.政策利好逐步释放，带动离岛免税市场高增.....	8
2.2.我国免税市场空间广阔，伴随疫情恢复弹性有望彰显.....	9
3.海旅免税覆盖四大业务板块，顺势而为，高速增长.....	12
3.1.获批免税资质，高速扩张中，业绩表现优异.....	12
3.2.离岛免税业务为核心板块，奥莱项目落地在即.....	13
3.2.1.离岛免税业务.....	13
3.2.2.有税业务.....	15
3.2.3.跨境电商及奥莱业务.....	16
3.3.免税业务深度布局，构筑差异化竞争力.....	17
4.盈利预测.....	20
4.1.存量客运预计有所恢复.....	20
4.2.海旅免税多重利好下有望高速增长.....	21
4.3.若重组如期落地，协同效应有望显现.....	22
5.投资建议.....	23
6.风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 公司主要业务展示.....	5
图表 2: 疫情对公司客运量影响较大.....	6
图表 3: 海南省公路客运量.....	6
图表 4: 公司收入规模扰动下亦有收缩.....	6
图表 5: 疫情下毛利率有所下滑.....	6
图表 6: 费用端相对刚性，期间费用率有所提升.....	6
图表 7: 利润端亦有影响.....	6
图表 8: 交易方式及股权变更.....	7
图表 9: 海旅免税营收及业绩承诺.....	8
图表 10: 海南离岛免税政策梳理.....	9
图表 11: 我国免税品销售空间广阔.....	10
图表 12: 疫情下消费回流，离岛免税市场量价齐升.....	10
图表 13: 2016-2022 海南旅客吞吐量.....	11
图表 14: 2016-2022 年美兰机场旅客吞吐量.....	11
图表 15: 2016-2022 年凤凰机场旅客吞吐量.....	11
图表 16: 海旅免税公司结构.....	12
图表 17: 收入利润高速增长.....	13
图表 18: 离岛免税为公司核心收入来源.....	13
图表 19: 公司免税商品销售模式.....	13
图表 20: 离岛免税业务营收规模及预测.....	14
图表 21: 离岛免税业务毛利率表现及预测.....	14
图表 22: 海旅免税采购流程图.....	14
图表 23: 拉格代尔采购占比.....	14
图表 24: 海旅免税城及线上商城示意图.....	15

图表 25: 海旅免税城收入、利润端均大幅向上	15
图表 26: 海南免税城净利润率亦有所提升	15
图表 27: 海旅免税城实拍	16
图表 28: 完税商品收入规模及未来收入测算	16
图表 29: 联营收入规模及未来收入测算	16
图表 30: 海旅跨境小程序	17
图表 31: 奥莱业务收入预测	17
图表 32: 跨境电商业务规模及未来收入测算	17
图表 33: 奥莱业务收入及未来收入测算	17
图表 34: 海旅免税股权结构 (截至 2022 年 11 月)	18
图表 35: 各公司获批免税牌照时间	18
图表 36: 公司离岛免税业务	18
图表 37: 公司引入了 Gucci 彩妆、Fred 等品牌	19
图表 38: 公司同京东达成战略合作	19
图表 39: 公司积极拓展直播渠道	19
图表 40: 公司存量客运业务盈利预测 (单位: 亿元)	20
图表 41: 海旅免税业绩承诺 (单位: 亿元)	21
图表 42: 海旅免税盈利预测 (单位: 亿元)	22
图表 43: 合并盈利预测 (单位: 亿元)	22
图表 44: 本次重组对公司股本及估值影响拆解 (现价以 2 月 28 日为最新)	23
图表 45: 分布估值法测算	23
图表 46: 存量业务可比公司估值	24
图表 47: 免税可比公司估值	24

1. 海南省综合交通运输龙头，拟收购海旅免税协同增长

公司为海南省最大的综合交通运输龙头，文旅业态培育中。公司当前主营业务包括汽车客运业务、汽车汽车场站的商业开发与经营以及包含汽车维修、燃料销售在内的汽车综合服务；2020年疫情以来，因出行受限经营受到较大影响，公司积极调整经营战略，提质增效，调整优化传统客运业务，并着力开拓城乡、公务租包车、校车等业务模式，着力切入海南两大机场客运板块，截至2022H1，公司拥有营运车辆共2612辆，三级以上客运站26个，其中一级车站7个，客运班线421条，遍布海南全省18个市县，并已辐射至临近的10个省份。同时，公司积极培育文旅业态，发展交旅融合、运游结合，承接大型活动服务与旅游产品线上销售，并已开发5条免税购物定制旅游产品。

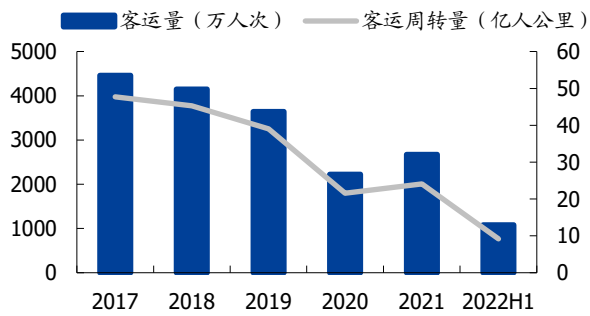
图表1：公司主要业务展示



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

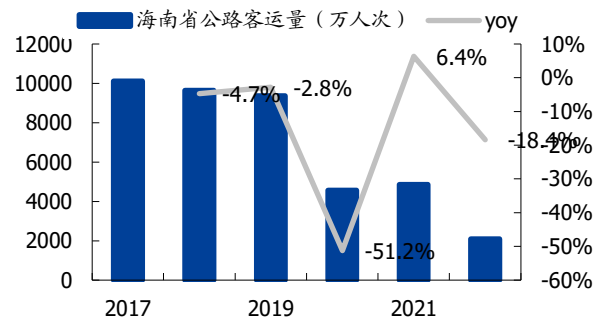
主营业务疫情下虽受较大扰动，仍具备一定经营韧性。公路客运为公司核心存量业务，2017年以来，公司客运量和客运周转量受客流分流、行业景气度等原因影响逐年下跌，2020年起受疫情扰动，消费者出行大幅受限，2020年海南省公路客流量为4566万人次，同比-51.2%，公司作为海南客运龙头具备一定经营韧性，全年实现客运量2224万人次，同比-39.0%，下滑程度小于大盘，2021年疫情扰动趋于平缓，公司客运量略有恢复，全年客运量为2673万人次，同比+20.2%，2022年上半年扰动加剧，客运、周转亦有所下滑。

图表 2: 疫情对公司客运量影响较大



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

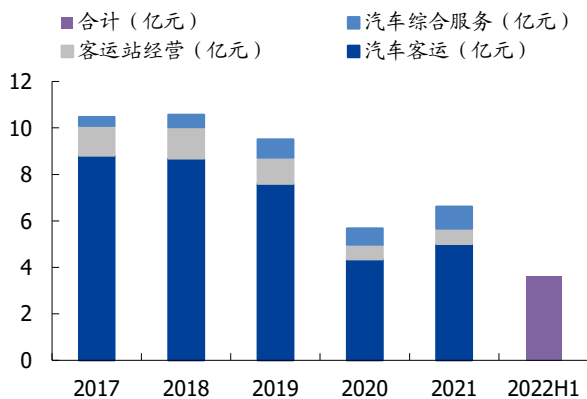
图表 3: 海南省公路客运量



资料来源: wind、国盛证券研究所

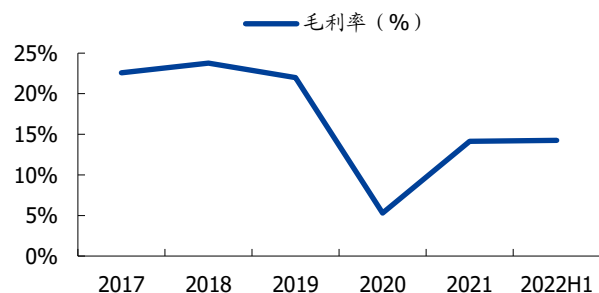
疫情下公司收入与利润端均承压。疫情前,受客运大盘以及竞争影响,公司营业收入稳健中已略有下降,2014-2019年复合增速为-4.7%,疫情使得公司经营大受影响,表现疲软,2020-2022H1公司实现营业收入6.3、7.3、3.6亿元,分别同比-39.9%、+16.4%、-2.2%,其中2021年及2022H1同比2019年分别为-29.7%、-35.9%;毛利率端亦受扰动,受费用端相对刚性影响,期间费用率持续走高;公司盈利能力同样明显下降,2020-2022H1公司实现归母净利润-1.0、-0.7、-0.3亿元,已连续亏损。

图表 4: 公司收入规模扰动下亦有收缩



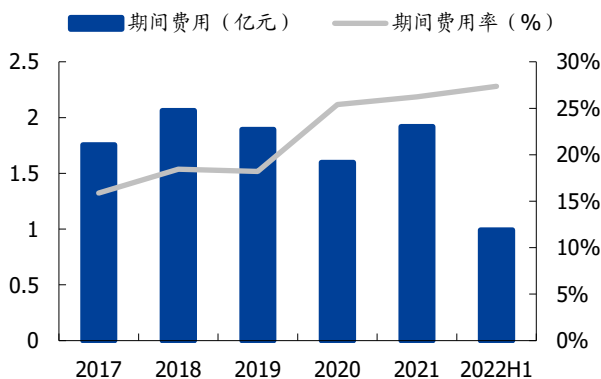
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 5: 疫情下毛利率有所下滑



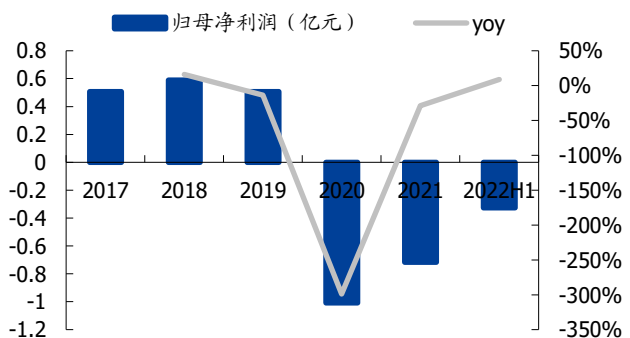
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 费用端相对刚性,期间费用率有所提升



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 7: 利润端亦有影响

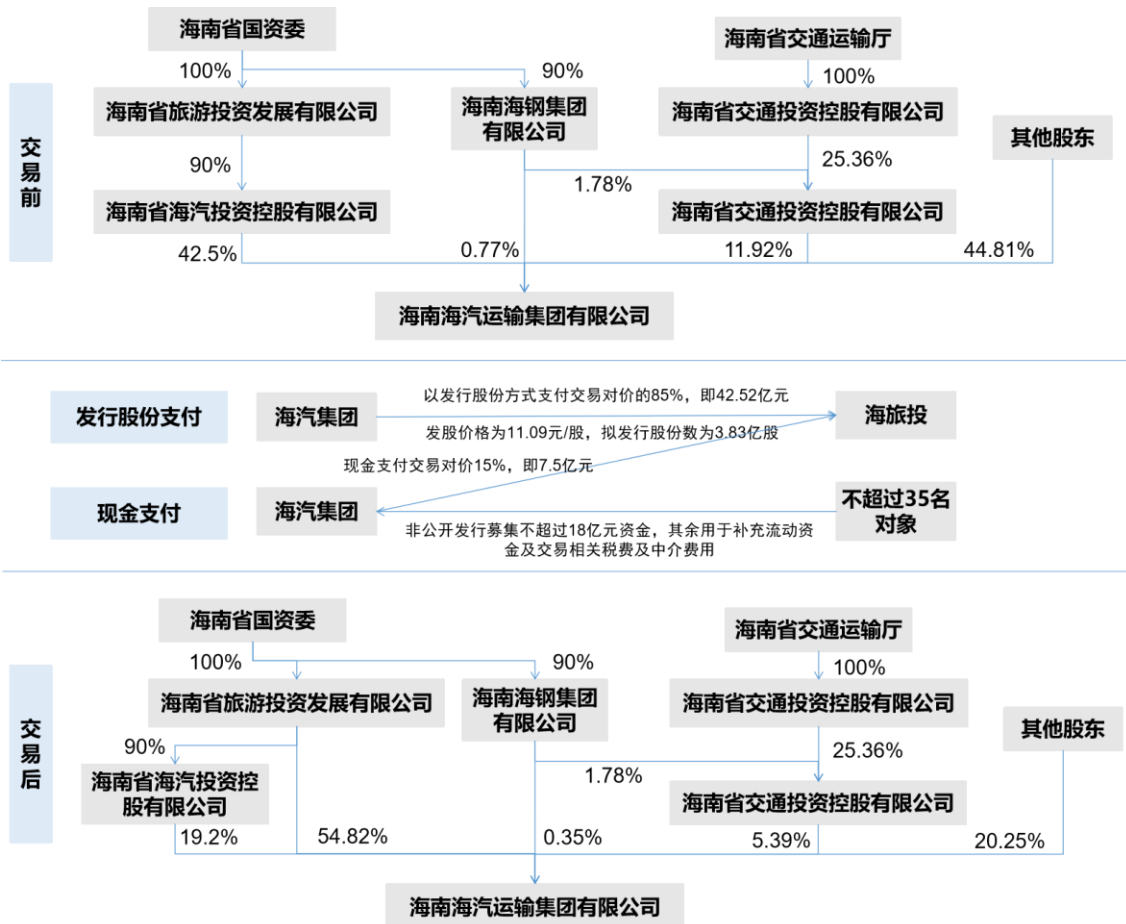


资料来源: wind、国盛证券研究所

公司通过发行股份及支付现金方式收购海旅免税 100% 股权，注入在即。1) 据公司公告，公司拟通过向海旅投发行股份及支付现金的方式，购买其持有的海旅免税 100% 股权，同时通过向不超过 35 名符合条件的特定对象发行股份以募集配套资金，募集总额不超过 18 亿元，交易整体作价 50.02 亿元，其中发行股份支付占比 85%，即 42.52 亿元，现金支付对价 15%，即 7.50 亿元。2) 从股权结构来看，海旅投作为海南国资委全资子公司，为公司及海旅免税控股股东，本次交易后，海旅投将由间接持股 42.5% 转为直接持股 54.82%，仍为公司控股股东，同时海旅免税将成为海汽集团全资子公司，正式注入上市公司体内。当前，重组已进入证监会审查阶段。

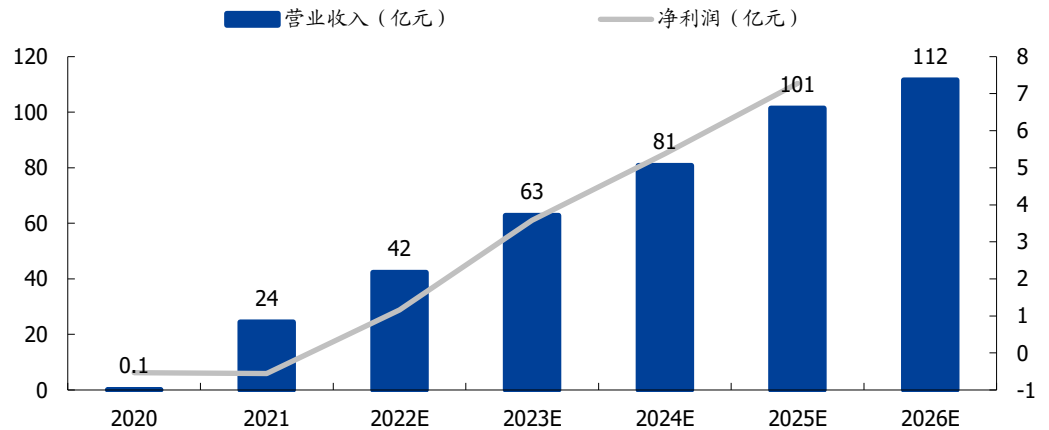
海旅免税业绩承诺亮眼。据公司公告，本次交易的业绩承诺期为交易完毕当年及其后的两个会计年度，海南旅投承诺，海旅免税 2022-2024 年净利润不低于 1.16、3.58、5.38 亿元，若本次交易于 2023 年实施完毕，则承诺期顺延至 2025 年，承诺净利润不低于 7.28 亿元，对应 2023-2025 年净利润同比增速分别为 209%、50%、35%。若期末未实现承诺净利润，则海南旅投则需根据补充协议向海汽集团进行补偿，优先通过所获公司股份，不足部分以现金对价支付。(当年补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实际净利润数) ÷ 业绩承诺期内各年承诺净利润数之和 × 标的资产的交易价格 - 已补偿金额)

图表 8: 交易方式及股权变更



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 9: 海旅免税营收及业绩承诺



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2. 离岛免税空间广阔，恢复弹性有望彰显

2.1. 政策利好逐步释放，带动离岛免税市场高增

免税新政落地北京下，消费额度、消费品类均有所释放。自海南岛定位国际旅游岛以来，中央关于免税政策文件陆续出台，免税额度、免税品类等范围逐步放开，2020年6月财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》：1) 大幅提升免税额度，由每人每年3万元提高至10万元；2) 同时取消单件商品8000元的免税限额；3) 免税品类扩大，离岛免税商品品种由38种增加至45种，增加了电子消费等七类商品；4) 以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。政策端的逐步解绑有效的刺激了消费者消费意愿与消费力，疫情下2020年免税新政的颁布亦使得海南离岛免税市场快速增长。

图表 10: 海南离岛免税政策梳理

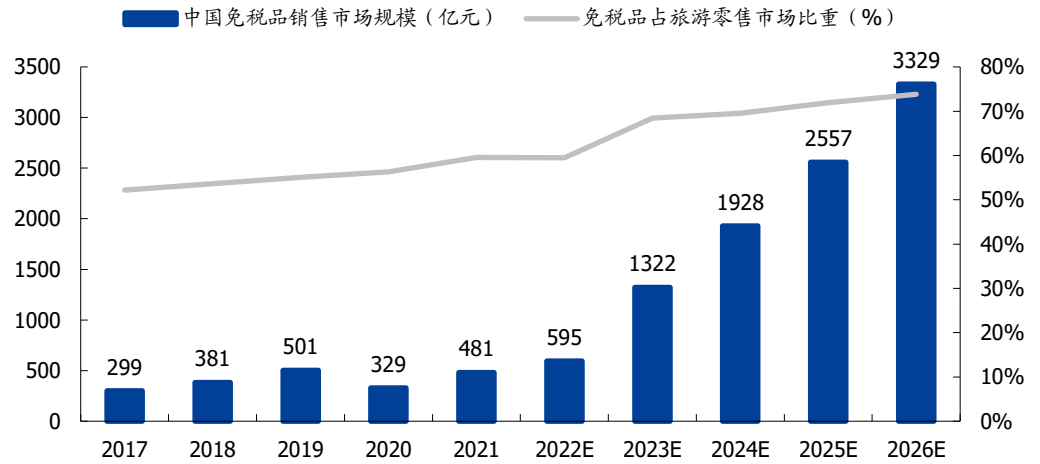
时间	政策名称	相关内容
2011年3月	财政部关于海南离岛旅客免税购物政策十点公告	离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内，即单价 5000 元内的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 5000 元。
2012年10月	财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元，每人每次累计购买金额不得超过 8000 元，同时适当提高购买免税商品数量范围。
2015年2月	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告(2016年第15号)	调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年免税购物限额不超过 16000 元人民币。
2018年11月	财政部、海关总署、税务总局关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。
2020年6月	《海南自由贸易港建设总体方案》	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。
2020年6月	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，不限次数 。
2021年2月	财政部、海关总署、税务总局关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告	岛内居民离岛前购买免税品，可以选择返岛提货，返岛提货免税品时须提供本人有效身份证件和实际离岛行程信息，离岛免税商店应确认提货人身份、离岛行程信息符合要求后交付免税品。
2021年11月	海南省商务发展“十四五”规划	大力发展离岛免税、岛内居民日用消费品免税销售，优化产品品牌、结构和销售服务，带动免税品进口快速增长。
2021年12月	海南省建设高标准市场体系实施方案	用好用足离岛免税购物政策，打造免税购物、国际医疗、留学海南三大平台。

资料来源：智研咨询、国盛证券研究所

2.2.我国免税市场空间广阔，伴随疫情恢复弹性有望彰显

我国免税品销售市场空间广阔，预计复合增速超 **35%**。据 Frost & Sullivan，我国旅游零售市场逐步扩大，2017-2019 年复合增速达 25.9%，2020 年起受疫情扰动影响市场有所收缩，2021 年旅游零售市场整体规模为 808 亿元，2019-2021 年复合增速为 -5.8%；拆分来看，受疫情下消费回流以及离岛免税政策利好驱动，免税品销售受影响相对较小，免税品销售规模 2017-2019 年复合增速为 29.4%，2019-2021 年复合增长率为 -2.1%，远低于有税货品的 -10.5%，同时，免税品销售占比不断提升，已由 2017 年的 52.2% 提高至 2021 年的 59.5%，市场规模已达 481 亿元，据 Frost & Sullivan 预测，伴随国内疫情好转、出行恢复，预计 2023-2026 年中国旅游零售市场规模复合增速为 32.7%，其中免税品市场复合增速为 36%，市场规模在 2026 年分别可达 4509 亿元、3329 亿元。

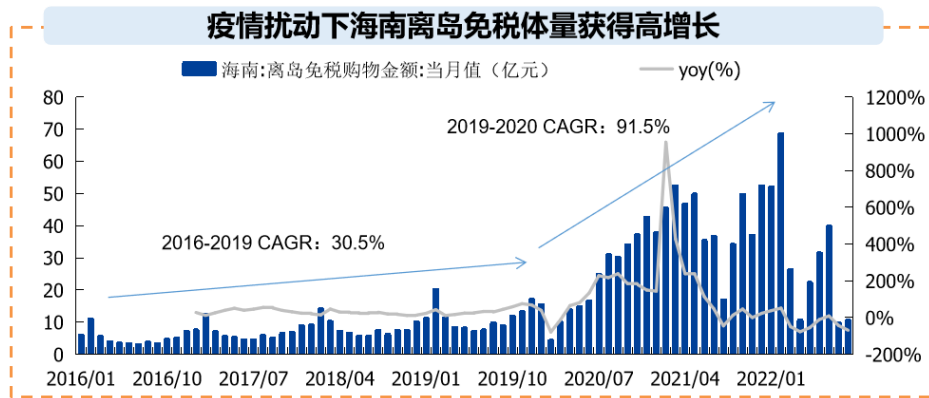
图表 11: 我国免税品销售空间广阔



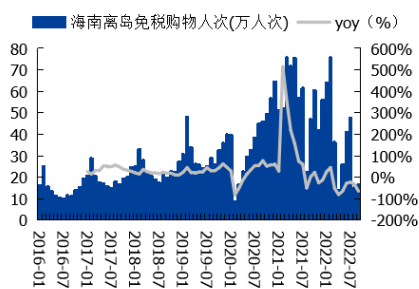
资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

疫情下消费回流叠加免税新政刺激, 2020 年以来海南离岛免税市场量价齐升。2016-2019 年海南离岛免税购物金额逐年提升, 复合增速为 30.5%, 2019 年已达 134.9 亿元, 2020 年疫情爆发后出境受限, 消费者出行与免税品消费需求均出现大规模回流, 叠加 2020 年 6 月免税新政落地, 海南离岛免税市场迎来量价齐升, 2021 年离岛免税购物人次、购物件数、人均消费额分别为 671.5 万人次、7045.6 万件、7367 元/人, 2019-2021 年复合增速分别为 33.6%、96.8%、43.3%, 增长迅速。

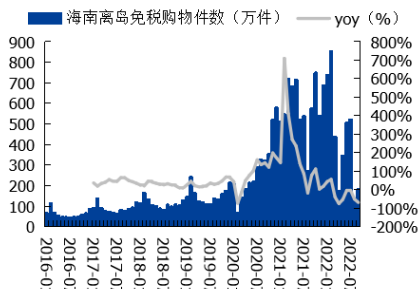
图表 12: 疫情下消费回流, 离岛免税市场量价齐升



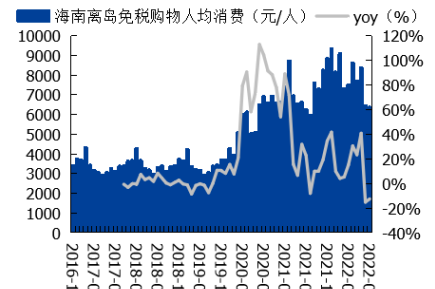
2019-2021年离岛免税购物人次
复合增速为33.6%



2019-2021年离岛免税购物件数
复合增速为96.8%



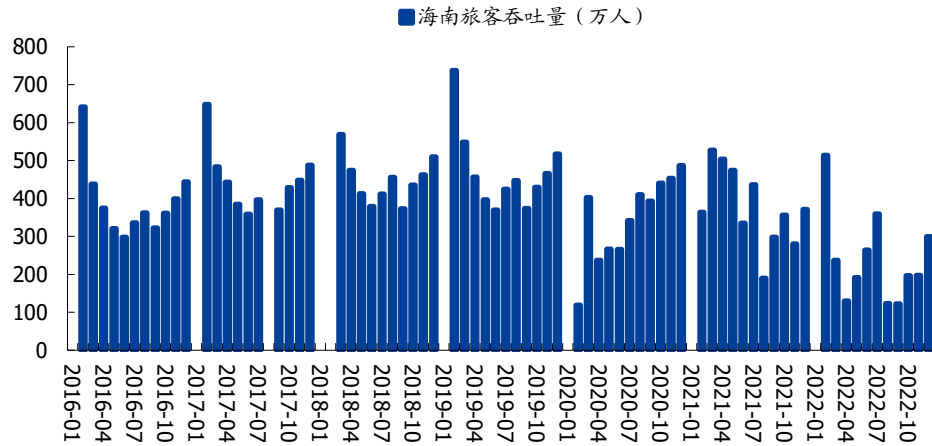
2019-2021年离岛免税购物人均消费
复合增速为43.3%



资料来源: wind, Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

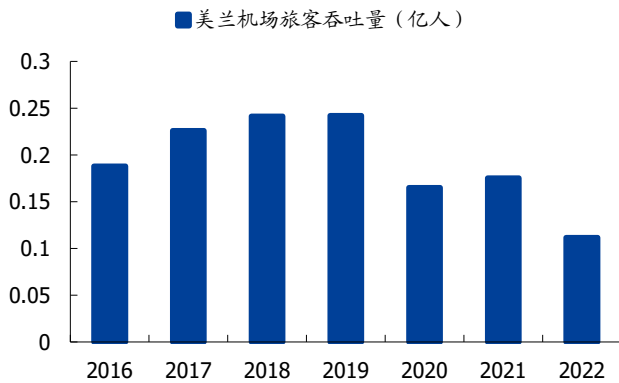
海南客流仍受扰动，伴随疫情好转弹性有望显现。据 wind 及海南省统计局，2016-2019 年海南旅客吞吐量复合增速为 6.4%，保持自然增长，2020-2021 年复合增速为-10.6%，有所下滑，2022H1 全国疫情呈多地散发，出行受限，客流量进一步收缩，美兰机场、凤凰机场客流量疫情期间亦受扰动，2022 年客流吞吐量分别为 0.11 亿人、0.10 亿人，为 2019 年的 46.1%、47.1%。伴随出行恢复，客流弹性有望彰显，进而带动免税品销售规模进一步上探。

图表 13: 2016-2022 海南旅客吞吐量



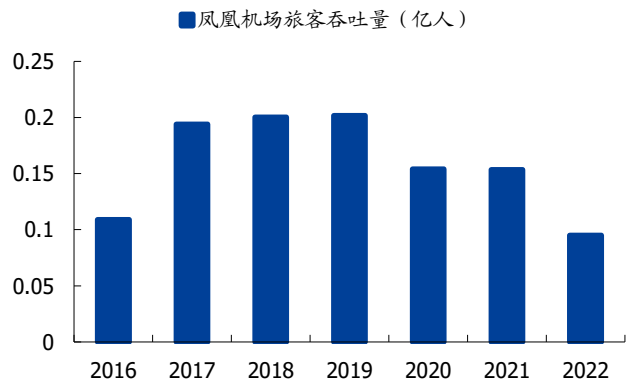
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 14: 2016-2022 年美兰机场旅客吞吐量



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 15: 2016-2022 年凤凰机场旅客吞吐量



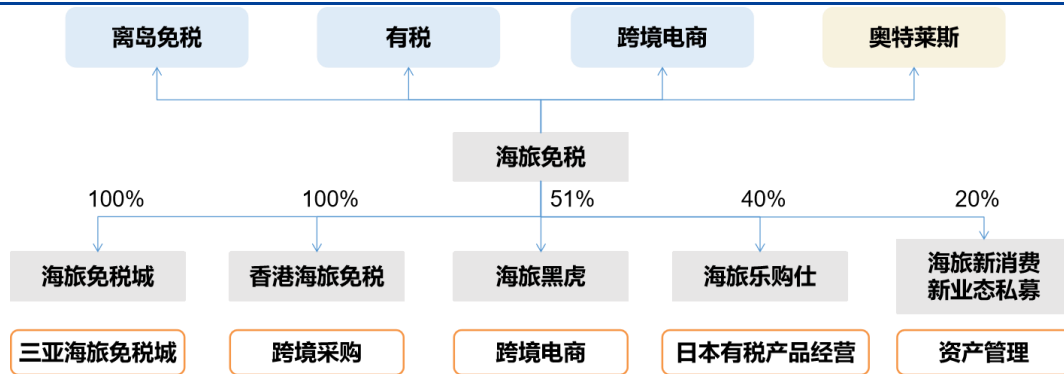
资料来源: wind、国盛证券研究所

3.海旅免税覆盖四大业务板块，顺势而为，高速增长

3.1.获批免税资质，高速扩张中，业绩表现优异

海旅免税于 2020 年获批经营资质，覆盖范围趋于完善。2020 年 8 月，海南省政府批准海南旅投免税品有限公司享有海南离岛免税品经营资质，在海南省范围内经营离岛免税业务，同年 12 月，公司旗下（本章节“公司”代指海旅免税）三亚免税城开业，整体经营面积达 9.5 万平方米，其中免税业务经营面积近 5 万平方米，截至 2022 年 9 月，共吸引 929 个国际知名品牌入驻；2021 年 1 月，公司免税线上官方商店上线，其中会员购于同年 8 月上线，为离岛免税业务的延申；同时，公司离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，除此以外，亦提供邮寄离岛和返岛提货。公司已实现以免税为基础、有税为补充，线上、线下全覆盖的综合销售体系，包含离岛免税、有税、跨境电商三大业务板块，另有奥莱项目预计将于 2023 年正式开业。从股权结构来看，公司 100% 持股三亚海旅免税城覆盖免税业务，100% 持股香港海旅免税主营跨境采购，51% 持股的海旅黑虎覆盖跨境电商业务，另有 40% 持股的海旅乐购仕主营日本完税产品经营，20% 持股的海旅新消费私募进行股权投资、资产管理。

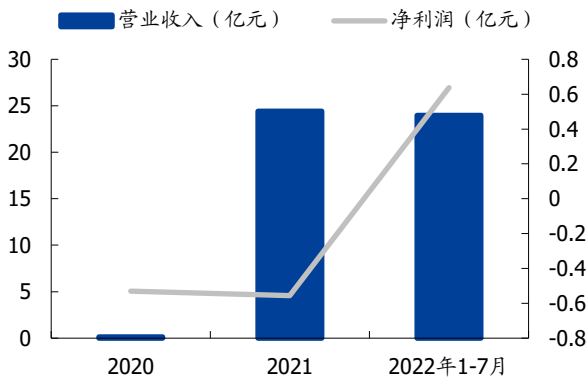
图表 16: 海旅免税公司结构



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

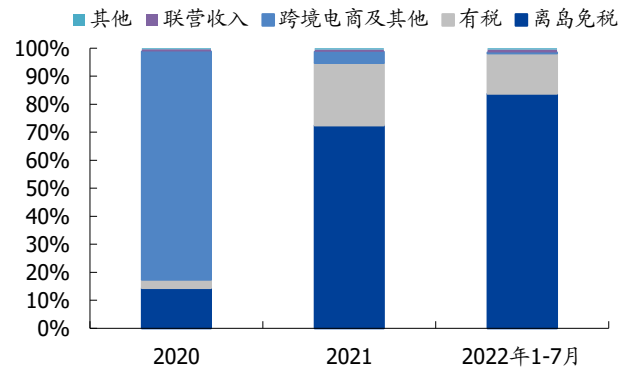
收入利润高速扩张，离岛免税已为主体业务板块。自 2020 年下半年公司从事免税产品销售以来，公司营收规模高速扩张，2020、2021 年分别实现 0.13、24.43 亿元，截至 2022 年 1-7 月已实现营收 23.98 亿元，已接近 2021 年全年体量，增长迅速，受前期销售投入及业务培育影响，2020-2021 年公司有所亏损，分别实现净利润-0.53、-0.55 亿元，2022 年 1-7 月已完成扭亏，实现净利润 0.64 亿元。拆分来看，离岛免税业务为公司增长核心驱动，2022 年 1-7 月离岛免税业务已占比 83.77%，有税、跨境电商及其他业务、联营收入分别占比 14.36%、0.41%、0.95%。

图表 17: 收入利润高速增长



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 18: 离岛免税为公司核心收入来源



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.2. 离岛免税业务为核心板块，奥莱项目落地在即

3.2.1. 离岛免税业务

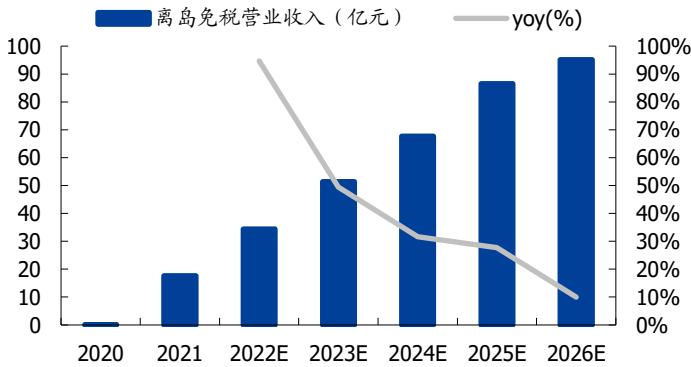
离岛免税作为公司经营主体，市占率稳步提升，预计将取得亮眼增速。公司免税商品的销售模式以直销为主，消费者可以通过线下海旅免税城以及公司官方小程序、APP 等线上商城渠道完成购买，伴随布局逐步深入，公司市场占有率不断提升，2021年-2022Q1 公司市占率分别为 3.58%、7.44%，位列海南离岛免税前列，2020-2021 年离岛免税业务分别实现收入 0.02、17.69 亿元。据公司预测，2022-2024 年该部分业务营业收入预计为 34.43/51.44/67.73 亿元，同比分别+94.7%/49.4%/31.7%，增速亮眼，其中线下免税收入占比维持相对稳定，约为 76%。

图表 19: 公司免税商品销售模式



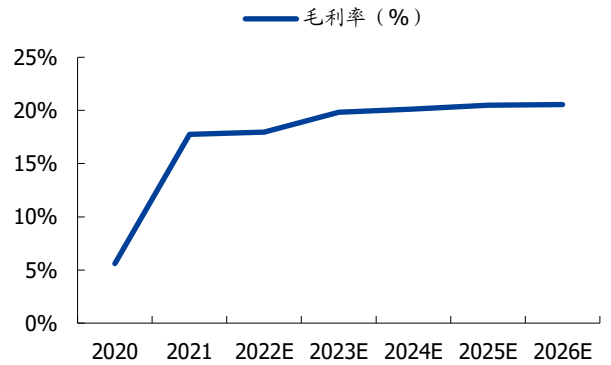
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 20: 离岛免税业务营收规模及预测



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 21: 离岛免税业务毛利率表现及预测



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

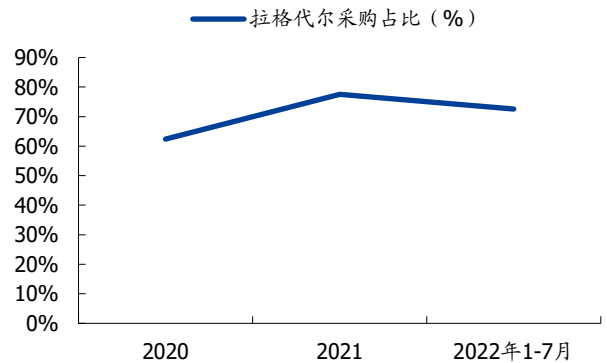
供应链方面, 当前仍以向零售商采购为主, 直采占比有望逐步提升。免税商品产品采购主要有品牌直采以及向其他免税商、零售商采购两种, 国际旅游零售商的奢侈品资源与产品渠道优势较强, 公司成立初期, 因需要尽快打开局面, 迅速建立品牌合作关系, 公司与拉格代尔达成了战略合作, 同时设立招商采购部, 进行统一规划。2020-2021年, 公司覆盖品牌、产品高速增长, 拉格代尔供应占比由 62.37%提升至 77.53%, 公司陆续已与部分品牌建立了直接采购关系, 2022年 1-7月拉格代尔采购比例已降至 72.54%, 伴随业务增长, 直采比例有望进一步提升。

图表 22: 海旅免税采购流程图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 23: 拉格代尔采购占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

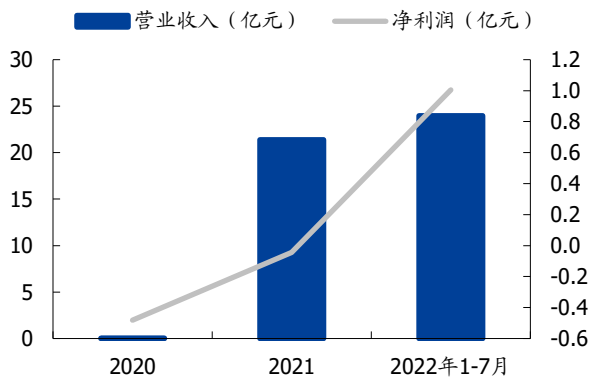
海旅免税城为公司线下免税经营主体, 线上商城亦贡献增量。海旅免税城的主要经营场所为三亚市吉阳区迎宾路 303 号居然之家生活广场, 整体面积约 9.5 万平方米, 为公司免税业务线下经营渠道, 同时亦入驻了大量有税产品品牌, 为公司目前核心经营场所, 也是公司唯一的线下免税品销售主体, 2020-2022年 1-7月, 海旅免税城实现营业收入(包含免税及有税等产品) 0.02、21.38、23.95 亿元, 实现净利润-0.48、-0.05、1.0 亿元。同时, 公司开发了海旅免税会员购商城, 作为免税业务的线上渠道补充, 亦对公司销售、收入扩张贡献了一定增量。

图表 24: 海旅免税城及线上商城示意图



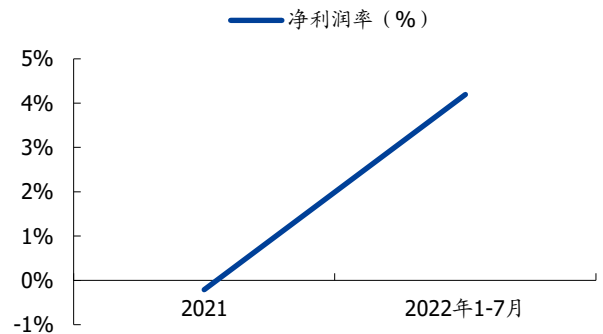
资料来源: 公司官网、海旅免税公众号、国盛证券研究所

图表 25: 海旅免税城收入、利润端均大幅向上



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 26: 海南免税城净利润率亦有所提升



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.2.2. 有税业务

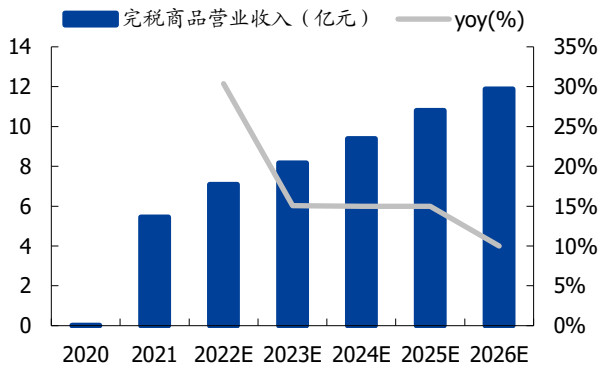
公司有税业务板块以直销为主，并包含部分联营模式。从渠道来看，三亚海旅免税城中有部分有税店铺进行销售，据草根调研，有税门店多位于 4-5 层，在线上，目前公司已设立海旅免税会员购小程序、APP、抖音及有赞等接口，其中官方商城的会员购业务作为海南离岛免税业务的延申，于 2021 年 8 月正式上线。从经营模式来看，除传统买断方式，公司通过购销差价获取利润外，有税业务还涉及部分联营模式，即供应商扣点分成模式，货物由供应商自主管理，且供应商派驻人员共同进行店铺运营，并承担派驻期间相关人员支出。2020-2021 年公司完税商品销售收入分别为 39.0 万元、5.4 亿元、2022 年截至 7 月已经实现营收 3.4 亿元，增长迅速，联营收入 2020-2022 年 1-7 月分别为 11 万元、1984 万元、2279 万元。

图表 27: 海旅免税城实拍



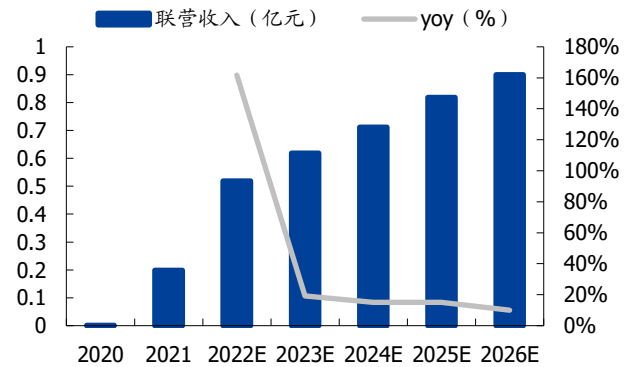
资料来源: 草根调研、国盛证券研究所

图表 28: 完税商品收入规模及未来收入测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 29: 联营收入规模及未来收入测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.2.3. 跨境电商及奥莱业务

跨境电商板块受到一定政策冲击，奥莱广场落地在即。 1) 跨境电商: 由于子公司海旅黑虎经营，以线上商城直销为主，同时在线下拥有跨境展示店供消费者选购，其采购模式以直采为主，寄售模式下采取扣点分成模式，近年来，国家对于跨境电商监管政策日渐收紧，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》，进一步查处开展“网购保税+线下自提”等行为，使得跨境展示店数量大幅减少，消费者体验下降，海南跨境电商行业及公司经营均受到较大冲击；2020-2022年1-7月跨境电商及其他业务收入分别为1072、9717、975万元。2) 奥莱业务: 海旅免税奥莱生活广场为海旅投2022年重点项目之一，位于三亚市核心商圈中金私达家私广场东侧，总建筑面积约10万平方米，商业面积约7万平方米，总铺位预计180个，主营业态为免税奥莱，辅营完税购物、特色餐饮、文与休闲等，当前已在筹建中，若假设奥莱生活广场能在2023年如期开业贡献收益，据公司估算，2023-2026年奥莱业务预计将产生营收2.3、2.6、2.9、3.2亿元。

图表 30: 海旅跨境小程序



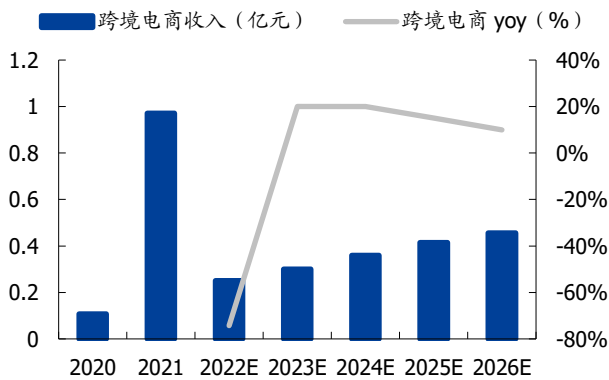
资料来源: 海旅跨境小程序、国盛证券研究所

图表 31: 奥莱业务收入预测



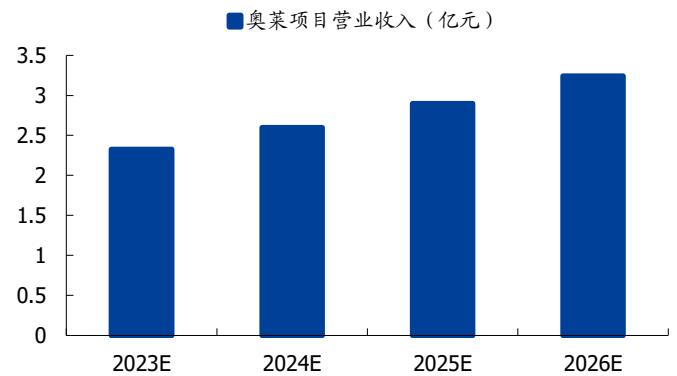
资料来源: 三亚海旅免税城公众号、国盛证券研究所

图表 32: 跨境电商业务规模及未来收入测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 33: 奥莱业务收入及未来收入测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.3.免税业务深度布局，构筑差异化竞争力

背靠海南国资委，管理层具备丰富管理经验。公司为海南省国资委控股孙公司，为公司经营及运营发展提供了大力支持，以董事长、总经理谢志勇为代表的管理团队，拥有十数年免税行业从业经验，具备卓越的战略视野与丰富的管理经验，对行业与政策的深度理解将持续助力公司把握市场机遇，应对挑战。

图表 34: 海旅免税股权结构 (截至 2022 年 11 月)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

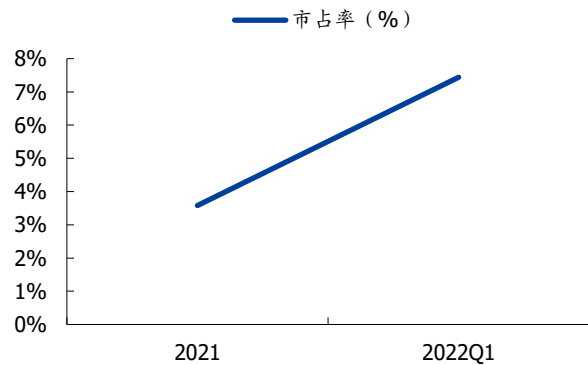
较早获批免税牌照, 稀缺性仍在, 当前市占率及经营面积排名前列。公司于 2020 年 8 月获批免税牌照, 截至 2022 年 11 月, 共计 7 家经营主体获批海南离岛免税牌照, 主要包括: 中国中免、海南免税 (被中国中免收购)、海旅免税、海控全球精品免税、中服免税、深圳免税、王府井, 当前稀缺性仍在。公司免税业务发展迅速, 2021 年及 2022 年 Q1 市场占有率分别为 3.58%、7.44%, 提升显著, 位列海南离岛免税市场前列; 公司设立的高端旅游零售综合体海旅免税城, 整体经营面积达 9.5 万平方米, 其中免税经营面积近 5 万平方米, 据海南省商务厅, 海南免税店经营面积约为 22 万平方米, 可知公司经营面积占比约为 22.7%, 已具备一定优势。

图表 35: 各公司获批免税牌照时间

经营主体	取得牌照时间
中国中免	2011年4月
海南免税	2011年11月
海旅免税	2020年8月
海控全球精品免税	2020年8月
深圳免税	2020年8月
中服免税	2020年8月
王府井	2022年10月注

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 36: 公司离岛免税业务



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

产品覆盖广泛, 深耕品牌差异化。成立以来, 随着海南离岛免税政策在购物额度、商品种类、单次数量、购物次数等方面不断放开, 海旅免税积极拓展产品品类及品牌覆盖, 引进数量由开业初的近 350 个, 截至 2022 年 9 月已提升至 929 个, 囊括香化、珠宝腕表、酒水以及箱包服饰等多个品类的全球顶级品牌, 其中香化为公司深耕方向, 线上香化品牌数量达 172 个, 位列同行第一; 同时, 在保障热门品牌基础上, 公司致力于加大品牌差异化建设力度, 首次或独家在线下免税城引入了 Tasaki、Marni、Fred、Gucci 彩妆、Burberry 彩妆、Christian Louboutin 彩妆等 190 多个品牌, 另打造了潮牌空间, 满足年轻顾客的时尚需求。伴随后续品类结构的不断调整, 以及品牌纳入增加, 差异化竞争优势将逐渐显现。

图表 37: 公司引入了 Gucci 彩妆、Fred 等品牌



资料来源: 公开信息整理、国盛证券研究所

同京东、遥望网络等达成战略合作, 积极拓展运营及销售渠道。2021年6月, 公司正式上线京东售价免税店铺——三亚海旅免税城京东小程序, 上线至今累计销售额位列京东小程序第一名, 2022年7月, 在第二届消博会开幕首日, 公司同京东国际达成战略合作, 拟设立京东国际跨境健康店、京东国际免税电子生活馆等在内的多家线下免税店及跨境体验店等; 当月, 公司同遥望网络也达成了战略合作, 在抖音与快手平台共同筹备与孵化独立品牌 IP 账号与 IP 直播间, 并通过遥望达人矩阵进行分销, 渠道立体化程度进一步增强。

图表 38: 公司同京东达成战略合作



资料来源: 消费日报网、国盛证券研究所

图表 39: 公司积极拓展直播渠道



资料来源: 快手、国盛证券研究所

4. 盈利预测

我们假设，海旅免税注入将在 2023 年完成，因此估值分为两部分：

4.1. 存量客运预计有所恢复

收入假设：1) 海汽集团为海南客运龙头，疫情下旅客出行受限，公司业务收扰动较大，我们预计 2022 年影响仍在，并参考公司已披露业绩，2022 前三季度公司实现营业收入 4.9 亿元/同比-14.4%，伴随 2023 年疫情好转、出行放松，预计海南客流将有所恢复，拉动公司客运业务回弹；2) 公司积极布局新能源充电、维修等汽车综合服务业务，疫情下复合增速为正，我们预计将维持相对稳健增长；3) 公司积极开拓文旅项目，预计海旅免税注入后，将发挥协同作用。其中：

- 1) 汽车客运业务受客流复苏拉动，预计于 2023 年出现较大程度恢复，约为 2019 的 90%-95%；
- 2) 汽车综合服务疫情期间受影响相对较小，因此客流恢复对业务拉动相对较小；
- 3) 客运站业务同汽车客运业务，与客流高度相关，因此给予同客运业务相似假设；

综上，经营假设如下：我们预计 2022-2024 年公司存量客运业务实现营业收入 6.15/10.20/10.75 亿元，归母净利润为-1.12/0.24/0.65 亿元。

费用假设：公司存量业务为客运，销售费用投入需求较少，疫情下收入端收缩，管理费用相对刚性致使管理费用率有所提高，预计比例将逐步回落。

图表 40: 公司存量客运业务盈利预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10.41	6.28	7.32	6.15	10.20	10.75
yoy		-39.65%	16.56%	-15.99%	65.89%	5.36%
汽车客运业务	7.59	4.34	5.00	4.00	7.21	7.57
yoy		-42.82%	15.30%	-20.00%	80.10%	5.00%
汽车综合服务	0.78	0.69	0.95	0.95	1.09	1.20
yoy		-11.22%	37.11%	0.00%	15.00%	10.00%
客运站经营	1.14	0.64	0.66	0.56	1.01	1.06
yoy		-43.66%	3.42%	-15.00%	80.00%	5.00%
其他	0.90	0.61	0.70	0.63	0.89	0.91
yoy		-32.57%	15.95%	-10.00%	40.00%	3.00%
营业成本	8.12	5.95	6.29	5.86	8.37	8.42
毛利率	22.00%	5.30%	14.14%	4.71%	17.92%	21.65%
汽车客运毛利率	20.38%	5.08%	10.26%	4.00%	15.00%	20.00%
综合服务毛利率	15.60%	10.23%	24.03%	5.00%	15.00%	15.60%
客运站经营毛利率	5.14%	-35.33%	-23.38%	-5.00%	5.00%	5.50%
其他毛利率	62.37%	44.08%	63.63%	30.00%	60.00%	62.00%
销售费用率	0.82%	1.15%	1.22%	1.43%	1.01%	0.85%
管理费用率	18.18%	24.60%	24.70%	28.10%	18.65%	18.19%
财务费用率	-0.81%	-0.09%	0.29%	0.10%	-0.20%	-0.45%
归母净利润 (百万)	0.51	-1.01	-0.72	-1.12	0.24	0.65
yoy		-298.89%	-28.86%	55.75%	-121.10%	170.39%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

4.2. 海旅免税多重利好下有望高速增长

背景：公司（本章节代指海旅免税）2020年成立以来积极扩张，叠加消费回流及离岛免税政策端利好持续释放，公司收入规模、利润水平高速增长，伴随疫情向好、出行松绑，预计客流、消费意愿将有所恢复，购物转化率、客单价有望逐步提升，带动免税品销售行业整体以及公司销售情况持续向上。据公司公告，2022-2025年公司保底业绩承诺为：营业收入 42.3/62.8/80.8/101.4 亿元，同比增速分别为 73.2%/48.6%/28.5%/25.5%，净利润 1.16/3.58/5.38/7.28 亿元，同比增速分别为-309.3%/208.1%/50.2%/35.2%，详细披露如下：

图表 41：海旅免税业绩承诺（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	0.13	24.23	41.78	62.85	80.78	101.40
yoy		18459.72%	73.16%	48.59%	28.54%	25.52%
离岛免税	0.02	17.69	34.43	51.44	67.73	86.48
yoy		93294.37%	94.68%	49.39%	31.67%	27.68%
完税商品	0.00	5.44	7.09	8.16	9.39	10.79
yoy		139595.89%	30.37%	15.06%	15.00%	15.00%
联营收入	0.00	0.00	0.01	0.62	0.71	0.82
yoy		18816.68%	161.71%	19.16%	15.00%	15.00%
跨境电商	0.11	0.97	0.25	0.30	0.36	0.41
yoy		806.49%	-74.28%	20.03%	20.00%	15.00%
奥莱项目				2.33	2.60	2.90
yoy					11.55%	11.66%
其他	0.00	0.13				
营业成本	0.09	20.09	34.78	49.22	63.20	79.14
毛利率	29.59%	17.75%	17.77%	21.68%	21.77%	21.95%
离岛免税毛利率	5.60%	17.75%	17.95%	19.82%	20.13%	20.49%
完税商品毛利率	38.36%	9.77%	11.14%	11.06%	11.06%	11.06%
联营毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
跨境电商毛利率	33.98%	34.66%	42.54%	43.57%	43.57%	43.57%
奥莱项目毛利率				76.43%	78.88%	81.08%
销售费用率	253.62%	10.65%	7.58%	8.26%	7.79%	7.46%
管理费用率	188.13%	3.35%	2.31%	2.01%	1.81%	1.76%
财务费用率	52.58%	2.35%	1.32%	1.18%	0.74%	0.65%
净利润	-0.53	-0.56	1.16	3.58	5.38	7.28
yoy		4.81%	-309.32%	208.11%	50.16%	35.22%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

但考虑公司 2022 年 1-7 月以及 2022 年底出色的销售表现，以及 2023 年在防控政策调整，出行、消费复苏的大背景下，我们预计公司 2022-2024 年营业收入可达 45/70/110 亿元，同时考虑规模高速扩张带来的毛利率等优化，因此，预计公司 2022-2024 年净利润约为 1.25/4.52/10.13 亿元，具体盈利预测如下：

图表 42: 海旅免税盈利预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	0.13	24.23	45	70	100
yoy		18456.88%	85.72%	67.53%	59.11%
营业成本	0.09	20.09	37.46	53.20	81.40
毛利率	29.03%	17.08%	16.76%	24.00%	26.00%
销售费用率	255.64%	10.74%	7.67%	8.26%	7.79%
管理费用率	1.90%	0.03%	2.34%	2.01%	1.81%
财务费用率	53.00%	5.88%	1.34%	1.18%	0.74%
研发费用率			0.67%	0.45%	0.36%
净利润	-0.53	-0.56	1.25	4.52	10.13
Yoy		4.81%	-325.44%	260.37%	124.26%
净利润率	-406.15%	-2.29%	2.78%	6.45%	9.21%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4.3.若重组如期落地, 协同效应有望显现

根据以上假设, 且若本次资产重组于 2023 年落地, 则合并盈利预测如下:

图表 43: 合并盈利预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10.41	6.28	7.32	6.15	80.20	110.75
yoy		-39.65%	16.56%	-15.99%	1203.97%	38.09%
营业成本	8.12	5.95	6.29	5.86	61.57	89.82
毛利率		5.30%	14.14%	4.71%	23.23%	25.58%
销售费用率	0.82%	1.15%	1.22%	1.43%	7.34%	7.12%
管理费用率	18.18%	24.60%	24.70%	28.10%	4.13%	3.40%
财务费用率	-0.81%	-0.09%	0.29%	0.10%	1.01%	0.63%
净利润	0.51	-1.01	-0.72	-1.12	4.75	10.78
yoy		-298.89%	-28.86%	55.75%	-524.96%	107.45%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司计划于通过发行股份、支付现金以及定增募集配套资金的方式完成重组, 故将带来较大规模股本变动。

公司拟通过发行股份及支付现金方式, 作价 50.02 亿元以购买海旅免税全部股权资产, 并进行配套资金募集, 则对应公司股本及市值有以下两大影响因素:

1) 发行股份: 以 11.09 元/股价格发行股份, 支付交易对价 42.52 亿元, 则将带来 3.83 亿股的股本增厚。

2) 配套资金募集: 假设定向募资规模为 18 亿元, 对应发行股份 9480 万股, 可得交易对价约 18.99 元/股。

假设以上重组过程实现，则不考虑免税业务增量业绩贡献，仅增发即可达到约 215 亿元的隐含市值目标，对应当前 85 亿市值则有 130 亿估值空间。

图表 44: 本次重组对公司股本及估值影响拆解 (现价以 2 月 28 日为最新)

	市值/收购价 (亿元)	交易对价(元/股)	股本 (亿股)
重组前	85.48	27.05 (现价)	3.16
重组过程	50.02		
发行股份	42.52	11.09	3.83
支付现金	7.50		
定向募资	不超过 18	18.99	不超过 0.948
重组后	215	27.05*	7.938

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 (*以当前最新股价为估值计算基础)

同时，我们采用分部估值法对公司存量业务及免税业务进行估值测算，则考虑分业务利润、股本等因素后，根据以上预测，则公司存量业务 2023-2024 年 EPS 分别为 0.03、0.09 元/股，免税业务为 0.57、1.28 元/股，对应 2024 年分别给予 15 倍、30 倍 PE，则对应分部股价分别为 0.82、38.27 元/股，合计可得目标价约为 40 元。

图表 45: 分部估值法测算

	2022E	2023E	2024E
存量业务			
归母净利润 (亿元)	-1.12	0.24	0.65
股本 (亿)	3.16	7.93	7.93
EPS (元/股)	-0.35	0.03	0.09
PE			15
股价贡献 (元/股)			1.24
海旅免税			
归母净利润 (亿元)	1.25	4.52	10.13
股本 (亿)	3.16	7.93	7.93
EPS (元/股)	0.40	0.57	1.28
PE			30
股价贡献 (元/股)			38.27
合计			39.51

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 (*以当前最新股价为估值计算基础)

5. 投资建议

海汽集团为海南省客运龙头，海旅免税位列海南免税运营商前列，消费回流叠加免税政策不断释放拉动公司业务高速增长，疫情下经营扰动仍在，海汽集团存量业务有所承压，免税消费亦受影响，伴随出行恢复业绩弹性有望彰显；同时，我们预计资产重组落地后，将大幅增厚公司经营业绩，同时二者资源整合与协同效应将有所显现。假设 2023 年注入完成，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 6.15/80.20/110.75 亿元，归母净利润为 -1.12/4.75/10.78 亿元，考虑重组带来公司股本增厚，则对应 EPS 为 -0.35/0.60/1.36，当前股价对应 PE 分别为 -76/45/20，其中存量业务 EPS 分别为 -0.35/0.03/0.09 元/股，

免税业务 EPS 分别为 0.40/0.57/1.28 元/股，两部分业务估值分别参考铁龙物流、中国中免等上市公司，对应 2024 年平均 PE 分别为 14 倍、33 倍，故我们分别给予存量业务、免税业务 2024 年 15、30 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 39.7 元。

图表 46: 存量业务可比公司估值

		EPS (元/股)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601816.SH	京沪高铁	0.10	0.00	0.18	0.25	49	/	29	21
600125.SH	铁龙物流	0.26	0.34	0.37	0.42	20	16	15	13
601006.SH	大秦铁路	0.82	0.85	0.84	0.82	8	8	8	9
行业平均						26	12	17	14

资料来源: Wind (数据时间为 2 月 28 日)、国盛证券研究所

图表 47: 免税可比公司估值

		EPS (元/股)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002163.SZ	海南发展	0.13	-0.04	0.12	0.23	91	/	102	51
600859.SH	王府井	1.18	0.37	0.90	1.14	23	73	30	24
601888.SH	中国中免	4.94	3.70	6.30	8.42	44	89	31	23
行业平均						54	65	36	33

资料来源: Wind (数据时间为 2 月 28 日)、国盛证券研究所

6.风险提示

- 1) 政策风险:** 若后续免税牌照陆续放开，海旅免税牌照优势有可能被削弱；
- 2) 宏观经济风险:** 若宏观经济下行，居民消费力有所下降，将对公司销售情况带来不利影响；
- 3) 项目建设不及预期:** 受疫情等因素影响，部分项目落地已出现推迟，若相关项目建设进度延缓，将对公司销售产生影响；当前本次交易仍处于审批阶段，尚未最终通过核准，仍具备一定不确定性；
- 4) 重组落地风险:** 本次重组能否获得批准或核准，以及最终获批时间均具备一定不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com