

增持 (维持)

海汽集团 (603069)

发布最新收购方案，海南省免税龙二注入可期

2023年03月02日

## 市场数据

日期	2023/03/01
收盘价(元)	27.29
总股本(百万股)	316.00
流通股本(百万股)	316.00
净资产(百万元)	841.28
总资产(百万元)	1911.67
每股净资产(元)	2.66

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《疫情扰动致三季度业绩承压，注入海旅免税有望支撑业绩》  
2022-10-30

《华丽转身，拟注入海旅免税—小而精、强运营的免税新贵》  
2022-09-23

《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:

代凯燕  
daiky@xyzq.com.cn  
S0190519050001

张晓云  
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn  
S0190514070002

王春环  
wangchunhuan@xyzq.com.cn  
S0190515060003

## 投资要点

- **事件:** 为落实全面注册制相关规则，海汽集团更新其重组报告书，重点包括：1) 海旅免税财务数据；2) 根据新规列表说明交易方案概况及募集资金概况，并增加现金对价资金来源；3) 海旅免税财务指标同业对比情况等。
- **方案核心细则维持不变，拟以 50.02 亿元收购海旅免税。** 1) 现金购买资产：支付现金 7.50 亿元；2) 发行股份：以 11.09 元向海南旅投发行 3.83 亿股份支付 42.52 亿元；3) 募集资金：拟向不超过 35 名投资人定增募资，发行股份数量不超过 0.948 亿股，最终预计公司总股本扩大至不超 7.94 亿股，2023 年 3 月 1 日股价对应隐含市值不超过 216.73 亿元。
- **利润实现转正，2022 年前 7 月营收已接近 2021 年全年水平。** 海旅免税 2022 年 1-7 月实现营收 23.98 亿元，其中离岛免税 20.08 亿元，完税商品 3.44 亿元，跨境电商 0.10 亿元，联营收入 0.23 亿元，整体毛利率 16.59%，归母净利润达到 0.64 亿元，实现转正。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%。
- **收斂折扣改善盈利水平，有望充分享受离岛免税政策红利:** 1) 折扣同比大幅收窄，由去年同期的 3 件 7 折收窄至 1 件 75 折；2) 奥特莱斯门店有望于今年内开业；3) 优化供应链，自采品牌数量不断提升；4) 免税购物政策落地将进一步催化免税销售额攀升。
- 考虑到海汽集团合并海旅免税后有望进行资源整合，随着离岛免税红利持续释放，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 2023 年完成注入后海汽集团 2022-2024 年归母净利润将达 0.30、4.05、6.11 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 2023 年 3 月 1 日收盘价 PE 634.4、47.1、31.2 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧，收购不及预期，审批相关风险，经营相关风险等。

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	732	480	7222	9120
同比增长	16.4%	-34.4%	1404.7%	26.3%
归母净利润(百万元)	-72	30	405	611
同比增长	26.8%	141.9%	1246.3%	50.9%
毛利率	14.1%	-2.0%	21.3%	22.7%
ROE	-7.6%	3.1%	7.2%	10.0%
每股收益(元)	-0.10	0.04	0.58	0.87
市盈率	-265.9	634.4	47.1	31.2

来源: WIND, 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

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	496	505	2005	3661
货币资金	244	308	1617	3221
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	17	205	253
其他	54	60	57	58
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1871	6224	6562	7057
<b>流动负债</b>	660	4984	672	672
短期借款	0	4304	0	0
应付票据及应付账款	165	186.84	184.93	182.17
其他	495	493	487	490
<b>非流动负债</b>	255	251	252	252
长期借款	100	100	100	100
其他	155	151	152	152
<b>负债合计</b>	915	5235	923	924
股本	316	316	699	699
资本公积	373	373	4241	4241
未分配利润	204	234	630	1120
少数股东权益	16	15	18	22
<b>股东权益合计</b>	956	989	5639	6133
<b>负债及权益合计</b>	1871	6224	6562	7057

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-72	30	405	611
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	-142	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	4	-3	-8
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	116	-209	-55
<b>经营活动产生现金流量</b>	-18	653	1357	1715
<b>投资活动产生现金流量</b>	-181	-4836	1	-2
<b>融资活动产生现金流量</b>	92	4247	-49	-109
现金净变动	-108	64	1309	1604
现金的期初余额	351	244	308	1617
现金的期末余额	243	308	1617	3221

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	732	480	7222	9120
营业成本	629	489	5683	7047
税金及附加	13	59	222	370
销售费用	9	42	599	743
管理费用	181	27	261	264
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	4	-3	-8
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	142	0	0
<b>营业利润</b>	-61	43	503	746
营业外收入	5	4	5	5
营业外支出	2	4	3	4
<b>利润总额</b>	-59	44	504	747
所得税	14	15	96	132
<b>净利润</b>	-73	29	408	616
少数股东损益	-1	-1	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	-72	30	405	611
<b>EPS(元)</b>	-0.10	0.04	0.58	0.87

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.4%	-34.4%	1404.7%	26.3%
营业利润增长率	18.1%	170.9%	1055.8%	48.5%
归母净利润增长率	26.8%	141.9%	1246.3%	50.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	14.1%	-2.0%	21.3%	22.7%
归母净利率	-9.8%	6.3%	5.6%	6.7%
ROE	-7.6%	3.1%	7.2%	10.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.9%	84.1%	14.1%	13.1%
流动比率	0.75	0.10	2.99	5.45
速动比率	0.72	0.10	2.68	5.07
<b>营运能力</b>				
资产周转率	38.4%	11.9%	113.0%	133.9%
应收帐款周转率	7.70	4.77	76.15	94.23
存货周转率	27.16	24.25	51.09	30.76
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-0.10	0.04	0.58	0.87
每股经营现金	-0.03	0.93	1.94	2.45
每股净资产	1.34	1.39	8.04	8.74
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-265.9	634.4	47.1	31.2
PB	20.3	19.6	3.4	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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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.xyq.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发送、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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn