

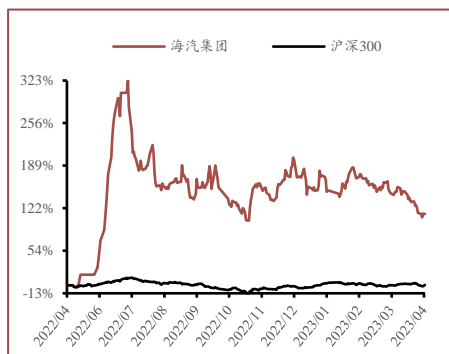
免税注入稳步推进，Q1 亏损大幅收窄

■ 证券研究报告

★ 投资评级:买入(维持)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	21.94
流通股本(亿股)	3.16
每股净资产(元)	2.99
总股本(亿股)	3.16

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liybo@ctsec.com

相关报告

- 《客运业务积极拓展，免税注入持续推进》 2023-04-10
- 《拟注入海旅免税，汽运免税携手前行》 2023-02-13

核心观点

- ❖ **事件：公司发布 2023 年一季度报告：**2023Q1 公司实现营业收入 1.92 亿元，同比下降 0.38%；实现归母净利润亏损 0.32 亿元，同比下降 92.55%；扣非净利润亏损 0.34 亿元，同比下降 57.9%；经营性现金净流出同比收敛 11.18%。
- ❖ **海旅注入预案更新，承诺业绩高增长：**本次交易作价 40.80 亿元，其中股份支付 85%，即 34.68 亿元，现金支付 6.12 亿元，同时配套发行不超过 0.95 亿股。海旅免税承诺 2023-2026 年净利润不低于 1.98/3.26/4.80/5.87 亿元，2023-2025 年分别同比+65%/47%/22%，其中 2023Q1 已实现全年目标的 51.62%。
- ❖ **Q1 盈利能力大幅改善，净利率达 7.09%：**2023Q1，海旅实现营业收入 13.96 亿元，净利润 0.99 亿元，对应净利率 7.09%，同比大幅改善。23Q1 岛内容群分化明显，春节期间海旅免税运营有所承压。23 年 1、2、3 月份客单价分别为 0.32/0.30/0.34 万元，22 同期为 0.36/0.38/0.42 万元。随后续客流常态化及精品比重提升，客单价改善有望进一步带动公司利润释放。
- ❖ **供应链直采逐步兑现，毛利率有望改善：**2022 年海旅自拉格代尔采购比例自上年同期 77.53%进一步下滑至 68.43%，截止 2023 年 3 月，公司已与万宝龙、伯爵、沙夫拉特、塔思琦、百年灵等 695 个品牌建立了直采关系。截止 2023 年 3 月，公司品牌数达 1010 个，SKU 达 10.9 万，分别较 22 年末增加 4%/29%。随后续公司体量持续增长，直采比重提高及供应链建设改善均有望进一步拉高毛利率，带动公司利润释放。
- ❖ **投资建议：**公司传统业务在海南客流修复背景下有望维持稳定，海旅免税高速增长，注入工作稳步推进，若成功注入有望形成第二增长曲线。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 10.89/12.21/13.10 亿元，归母净利润 0.65/0.79/0.95 亿元。对应 PE 分别为 107.34/87.59/72.82 倍，维持“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**海南客流修复不及预期；资产注入不及预期；行业竞争加剧

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	732	740	1089	1221	1310
收入增长率(%)	16.37	1.06	47.16	12.13	7.27
归母净利润(百万元)	-72	39	65	79	95
净利润增长率(%)	26.79	154.66	64.60	22.55	20.30
EPS(元/股)	-0.23	0.12	0.20	0.25	0.30
PE	-63.22	219.67	107.34	87.59	72.82
ROE(%)	-7.63	4.01	6.19	7.05	7.81
PB	4.89	8.50	6.64	6.17	5.69

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	732.12	739.86	1088.76	1220.78	1309.58	成长性					
减:营业成本	628.56	632.91	878.60	979.68	1042.60	营业收入增长率	16.4%	1.1%	47.2%	12.1%	7.3%
营业税费	13.39	11.29	16.33	18.31	19.64	营业利润增长率	18.1%	170.3%	21.3%	22.5%	20.3%
销售费用	8.94	11.62	10.89	12.21	13.10	净利润增长率	26.8%	154.7%	64.6%	22.5%	20.3%
管理费用	180.80	181.02	217.75	244.16	261.92	EBITDA 增长率	19.8%	10.5%	-77.2%	31.3%	12.9%
研发费用	0.00	1.23	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	32.9%	19.7%	27.4%	3.5%	17.6%
财务费用	2.16	9.74	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-31.4%	-47.7%	12.2%	-3.5%	-17.6%
资产减值损失	-0.41	-2.95	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	3.1%	25.3%	4.5%	5.2%	6.0%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-7.3%	4.2%	6.6%	7.5%	8.4%
投资和汇兑收益	-0.16	-1.21	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	-61.38	43.13	52.30	64.09	77.10	毛利率	14.1%	14.5%	19.3%	19.7%	20.4%
加:营业外净收支	2.88	5.02	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-8.4%	5.8%	4.8%	5.2%	5.9%
利润总额	-58.51	48.15	52.30	64.09	77.10	净利率	-9.9%	5.3%	6.0%	6.6%	7.4%
减:所得税	14.18	9.21	-13.07	-16.02	-19.27	EBITDA/营业收入	15.7%	17.2%	2.7%	3.1%	3.3%
净利润	-71.79	39.24	64.59	79.15	95.21	EBIT/营业收入	-8.1%	-6.5%	-3.2%	-2.8%	-2.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	244.03	181.91	725.66	989.63	1200.15	固定资产周转天数	514	459	293	266	243
交易性金融资产	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-204	-42	-171	-189	-191
应收账款	90.10	175.89	119.32	133.78	143.52	流动资产周转天数	247	313	363	393	427
应收票据	0.10	0.00	1.79	2.17	2.33	应收帐款周转天数	45	87	40	40	40
预付帐款	68.70	178.32	87.86	29.39	20.85	存货周转天数	14	1	13	10	7
存货	23.31	2.17	31.29	26.84	20.00	总资产周转天数	933	1027	830	791	781
其他流动资产	26.31	14.99	14.99	14.99	14.99	投资资本周转天数	582	721	512	481	475
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-7.6%	4.0%	6.2%	7.0%	7.8%
长期股权投资	6.85	5.05	5.05	5.05	5.05	ROA	-3.8%	1.9%	2.6%	3.0%	3.4%
投资性房地产	9.56	9.73	9.73	9.73	9.73	ROIC	-6.4%	-2.7%	-2.8%	-2.6%	-2.0%
固定资产	1030.94	931.34	872.86	889.25	870.24	费用率					
在建工程	72.09	145.44	155.44	82.72	46.36	销售费用率	1.2%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	230.51	261.60	256.26	250.92	245.58	管理费用率	24.7%	24.5%	20.0%	20.0%	20.0%
其他非流动资产	5.30	3.74	3.74	3.74	3.74	财务费用率	0.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1871.13	2081.09	2476.22	2645.91	2801.79	三费/营业收入	26.2%	27.4%	21.0%	21.0%	21.0%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	164.57	120.77	240.71	268.40	285.64	资产负债率	48.9%	52.1%	57.1%	56.8%	55.8%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	95.7%	108.9%	133.2%	131.7%	126.3%
其他流动负债	1.14	0.44	0.44	0.44	0.44	流动比率	0.75	1.18	1.25	1.37	1.51
长期借款	100.20	402.58	402.58	402.58	402.58	速动比率	0.61	0.74	1.05	1.25	1.41
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-12.33	-4.25	—	—	—
负债总额	914.98	1084.79	1414.55	1504.13	1563.64	分红指标					
少数股东权益	15.75	16.70	17.49	18.45	19.61	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	316.00	316.00	316.00	316.00	316.00	分红比率					
留存收益	237.11	276.35	340.93	420.08	515.30	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	956.16	996.30	1061.67	1141.78	1238.15	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	-0.23	0.12	0.20	0.25	0.30
净利润	-72.68	38.94	65.37	80.11	96.37	BVPS(元)	2.98	3.10	3.30	3.55	3.86
加:折旧和摊销	174.68	175.03	63.82	71.67	70.70	PE(X)	-63.2	219.7	107.3	87.6	72.8
资产减值准备	3.95	13.72	0.00	0.00	0.00	PB(X)	4.9	8.5	6.6	6.2	5.7
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	5.34	11.73	0.00	0.00	0.00	P/S	6.3	11.3	6.4	5.7	5.3
投资收益	0.16	1.21	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	39.7	67.8	230.0	168.2	144.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.78	0.96	1.16	CAGR(%)					
营运资金的变动	-137.20	-224.20	424.56	122.19	53.45	PEG	-2.4	1.4	1.7	3.9	3.6
经营活动产生现金流量	-18.36	-88.40	553.75	273.98	220.52	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-181.49	-202.56	-10.00	-10.00	-10.00	REP					
融资活动产生现金流量	91.88	203.40	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。