

海汽集团 (603069)

证券研究报告

2023年02月15日

拟收购海旅免税深度布局免税赛道，政策红利+资源整合实现全新突破

以股份+现金的方式收购海旅免税，交易对价确定为 50.02 亿。2022 年 5 月，海汽集团公告提示重大资产重组事项，拟购买海南旅投持有的海旅免税的部分或全部股权，并向符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。本次收购交易作价为 50.02 亿元，以 85%股份+15%现金的方式进行收购，以发行股份支付的对应金额约 42.52 亿元，发行股份价格为 11.09 元/股；以现金方式支付的对应金额约 7.50 亿元，全部来自募集配套资金。

海南离岛免税承接出境群体消费需求，政策红利驱动市场价量齐升。自《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》出台，商品种类、购物限额等政策不断放宽，海南离岛免税市场呈快速发展态势。后疫情时代，离岛免税有效承接受限的出境游消费需求，成为吸引境外消费回流、拉动海南经济发展的重要引擎。销售额稳步攀升，渗透率逐年提高，至 22 年 6 月底，海南离岛免税日均购物额达 1.24 亿元，较新政前增长 257%，政策红利不断释放，海南离岛免税市场迎来风口。

海旅免税深度布局离岛免税业务，成立初期增势强劲。公司深度布局离岛免税业务，主要依托海旅免税城进行线下销售。公司与拉格代尔、新罗等旅游零售商展开合作，并积极培养与品牌的直接关系，扩大免税品范围、引入独家品牌以争取差异化竞争优势。作为仅有的五家免税经营主体中的新兴企业，海旅免税在董事长谢总的带领下迎来快速增长机遇，规模效应拉动营收和毛利率持续增长，预计近年海旅免税离岛免税业务有望强势增长。

海汽集团有望与海旅免税进行全面资源整合，改善经营状况，实现旅游商业+旅游交通跨越式发展。免税收入将成主要收入来源，帮助改善海汽集团整体盈利能力。海旅免税的母公司海南旅投为海汽集团的间接控股股东，便于进行股东协同；二者现有的汽运、商旅等资源亦有利于进行旅游商业+旅游交通协同发展，打造免税商业综合企业集团。

投资建议：公司是海南客运龙头，积极拓展业务边界实现转型，疫情防控措施优化后业绩有望修复。同时，如果海旅免税城收购事项顺利实施，公司将完成向免税商业综合企业集团转型，业绩预计稳步提升，未来离岛免税进一步放开将为公司带来更大的价值空间，持续看好公司长期发展潜力。针对汽运服务等海汽集团原有业务，我们选取了 A 股汽运相关可比公司作为参照，考虑到疫情影响减弱和海南旅游业发展前景，客运、旅游等相关业务未来业绩释放空间广阔，给予海汽原有业务部分 2023 年 18 倍相对 PE 估值；针对海旅免税相关业务，我们选取了 A 股免税相关龙头公司进行参照，海旅免税作为免税新运营商，发展空间广阔，差异化经营策略突出，给予免税业务 2023 年 55 倍相对 PE 估值。若收购事项顺利实施的话，备考总目标市值为 207 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：重大资产重组可能被暂停中止和取消、收购整合效果可能不及预期、疫后恢复不及预期、宏观经济下行、行业竞争激烈、政策落地不及预期、估值体系差异风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	628.08	732.12	706.11	1,252.67	1,565.25
增长率(%)	(39.65)	16.56	(3.55)	77.40	24.95
EBITDA(百万元)	49.76	66.04	102.35	225.11	232.73
归属母公司净利润(百万元)	(100.90)	(71.79)	43.76	53.53	64.55
增长率(%)	(298.89)	(28.86)	(160.96)	22.32	20.59
EPS(元/股)	(0.32)	(0.23)	0.14	0.17	0.20
市盈率(P/E)	(90.82)	(127.66)	209.41	171.19	141.96
市净率(P/B)	8.96	9.74	9.27	8.80	8.29
市销率(P/S)	14.59	12.52	12.98	7.32	5.85
EV/EBITDA	135.07	64.52	82.82	35.25	33.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/铁路公路
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	29 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	316.00
流通 A 股股本(百万股)	316.00
A 股总市值(百万元)	9,164.00
流通 A 股市值(百万元)	9,164.00
每股净资产(元)	2.66
资产负债率(%)	54.86
一年内最高/最低(元)	45.78/9.55

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

朱琳 联系人
zhulinb@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《海汽集团-半年报点评:客运主业受高铁冲击放缓，积极培育旅游服务业》
2017-08-25

内容目录

1. 海南客运龙头，拟收购海旅免税实现旅游商业跨越式发展	5
1.1. 以股份+现金的方式收购海旅免税，交易对价确定为 50.02 亿	5
1.2. 汽车客运业务为主，积极转型交通文旅	6
1.3. 疫情影响逐步减弱，行业环境变化促使公司积极求变	8
2. 海南离岛免税承接出境群体消费需求，政策红利驱动市场价量齐升	12
2.1. 政策逐步放宽，市场形成有序竞争格局	12
2.2. 新政刺激效果显著，销售规模与渗透率双双提升	13
2.3. 自贸港建设政策+国有企业改革，带来发展新契机	15
3. 海旅免税：深度布局离岛免税，免税新力量增势强劲	16
3.1. 背靠海南国资委，主营离岛免税业务	16
3.2. 深度布局多渠道免税业务，积极布局供应链建设实现差异化经营	18
3.2.1. 线上线下深度布局免税业务，离岛提货方式多样	18
3.2.2. 采购能力稳步提升，积极培养供应商及品牌商关系	19
3.2.3. 积极扩大免税品范围，实施差异化战略引入独家品牌	20
3.3. 董事长具有远见卓识的战略眼光，带领团队把握行业机遇	20
3.4. 积极布局奥莱+线上业务，发力华庭项目与会员购建设	21
3.4.1. 地理位置极佳毗邻市中心商圈，积极招商推进中高端“城市奥莱”建设	21
3.4.2. 线上大力发展电商免税销售，线下积极拓展“轻资产模式”海旅会员店	22
3.5. 营业收入稳步增长市占率提升明显，22Q1 归母净利润转正盈利能力改善明显	23
3.6. 疫情后线下免税迅速恢复，自贸港建设大环境仍利好离岛免税	25
4. 交易影响：资源整合改善经营状况，旅游商业+旅游交通跨越式发展	28
4.1. 免税收入将成主要收入来源，盈利能力和财务状况有望大幅改善	28
4.2. 旅游商业+旅游交通跨越式发展，打造海南旅游名片	30
5. 盈利预测和投资建议	30
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：确定收购海旅免税 100%股权的交易作价为 50.02 亿元	5
图 2：本次收购前海汽集团股权结构	5
图 3：本次收购前海汽集团股权结构（未考虑定增发行的 0.95 亿股）	6
图 4：海汽旅游车	6
图 5：客运汽车站覆盖全岛	7
图 6：新能源充电站	7
图 7：海汽集团 2016 年至 2022H1 营业收入（亿元）及增速	8
图 8：2021 年海汽集团各业务营收占比（%）	9
图 9：16-21 年汽车客运业务营收及毛利润（单位：亿元）、营收增速（%）	9

图 10: 公司客运站经营 2016 至 2021 年营业收入 (亿元)、毛利润 (亿元) 与营收增速	9
图 11: 公司汽车综合服务 2016 至 2021 年营业收入 (亿元)、毛利润 (亿元) 与营收增速	9
图 12: 海汽集团 2016 年至 2021 年毛利润 (亿元) 及毛利率 (%)	10
图 13: 海汽集团 2016 至 2021 年期间费用率	10
图 14: 海汽集团 2016 至 2021 年归母公司净利润 (亿元) 及增速 (%)	11
图 15: 海汽集团 2016 至 2021 年各类现金流量净额 (亿元)	11
图 16: 2017-2023E 中国免税商品市场的市场规模及构成 (亿元)	12
图 17: 海南离岛免税日均销售额 (万元) 及增速 (%)	13
图 18: 海南离岛免税购物客单价 (元) 及增速 (%)	13
图 19: 海南离岛免税日均购物人次 (人) 及增速 (%)	14
图 20: 海南离岛免税消费渗透率 (%)	14
图 21: 2022 年上半年及国庆期间海南离岛免税日均消费额 (亿元)	14
图 22: 海旅免税目前股权结构图	16
图 23: 海旅免税城外观	16
图 24: 海旅免税城地理位置	17
图 25: 线上小程序示意图	17
图 26: 免税业务销售模式流程图	17
图 27: 免税品购买流程	18
图 28: 海旅免税近期线上线下活动	18
图 29: 前五大供应商采购额及总采购额占比 (%)	19
图 30: 前五大供应商采购额占总采购额比例	19
图 31: 谢智勇先生接受访谈	20
图 32: 奥莱项目招商海报	22
图 33: 奥莱项目位置	22
图 34: 2020 年-2022 年 1-7 月海旅免税分业务收入 (单位: 百万)	23
图 35: 2020 年-2022 年 1-7 月公司毛利率 (%)	23
图 36: 2020 年-2022 年 1-7 月公司期间费用率	24
图 37: 2020 年-2022 年 1-7 月公司各项费用率	24
图 38: 2020 年-2022 年 1-7 月归母净利润及增速 (单位: 万元)	25
图 39: 海口美兰机场 2021 年-2022 年 1-11 月航班数量 (架次)	26
图 40: 三亚凤凰机场 2021 年-2022 年 1-11 月航班数量 (架次)	26
图 41: 海南省“十四五”综合交通运输规划	28
图 42: 海旅免税分业务收入预测 (千万元)	29
图 43: 华庭项目营业收支预测 (亿元)	29
图 44: 海旅免税分业务毛利率预测	29
表 1: 海南离岛免税政策历年变化	12
表 2: 海南离岛免税经营主体及商店 (截止 2023 年 1 月)	13
表 3: 海南建设相关政策	15

表 4: 国有企业并购重组相关政策	15
表 5: 海旅免税高管情况.....	21
表 6: 2022 年下半年以来海南省离岛免税相关政策和活动梳理	26
表 7: 海汽集团盈利预测.....	31
表 8: 海旅免税盈利预测.....	31
表 9: 若考虑收购完成后的公司备考盈利预测.....	31
表 10: 备考可比公司估值（截止 2023 年 2 月 14 日，Wind 一致预测）	32

1. 海南客运龙头，拟收购海旅免税实现旅游商业跨越式发展

1.1. 以股份+现金的方式收购海旅免税，交易对价确定为 50.02 亿

海汽集团拟向海南旅投收购海旅免税 100%股权。海汽集团的主营业务为汽车客运、汽车场站的开发与经营、汽车综合服务以及交通旅游等业务。在 2020 年疫情之后，公司业绩承压并积极求变，近期拟收购海南旅投旗下的海旅免税加速转型，强化上市公司的持续经营能力与盈利能力。

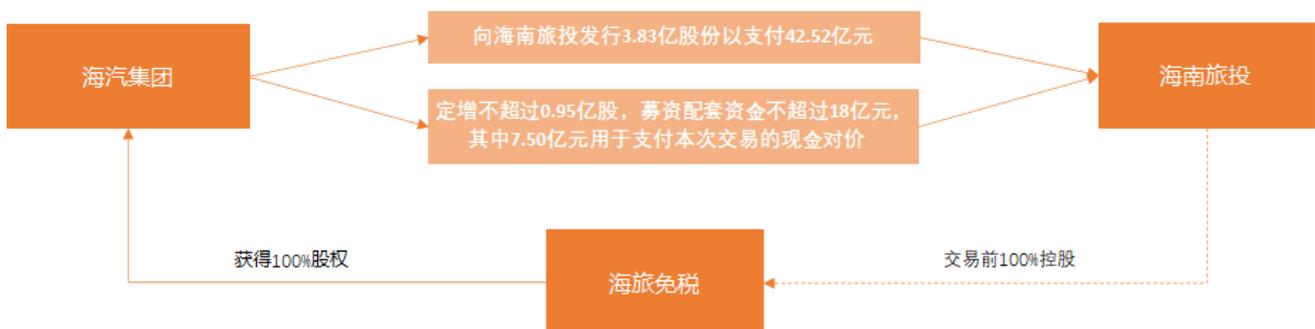
海南旅投定位为海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营商。海南旅投主要业务板块包括旅游交通、酒店运营、旅游商业、景区度假区、文体娱乐、海洋旅游、大健康旅游、旅游金融等八大板块，总资产近 120 亿元，员工人数近 7000 人。旗下免税品公司海旅免税于 2020 年 7 月成立，拥有三亚海旅免税城，凭借政策红利以及自身优势发展势头良好。

海旅免税于 20 年 8 月获得免税牌照，在离岛免税、奥莱商业、海旅会员店和电商销售四大业务板块均有布局。海旅免税设立全资子公司海旅免税城（三亚）迎宾有限公司，负责运营海旅免税城，开展线下免税品门店的运营管理业务。该免税城集免税购物、含税购物、餐饮娱乐为一体，主要以离岛顾客为销售对象。同时，公司积极布局线上下免税及完税业务，发力奥莱项目建设，营收增势未来可期。

本次重组完成后，上市公司转型为免税商业综合企业集团。免税业务收入将成为公司主要收入、利润来源，海汽主营业务将从传统客运业务转型为综合旅游业务，实现旅游交通、旅游商业跨越式发展。海旅免税的旅客流量及控股股东的资源优势有望赋能公司原有主业，公司盈利能力及成长性或将显著提升。

公司确定收购海旅免税 100%股权的交易作价为 50.02 亿元。以 85%股份+15%现金的方式进行收购，以发行股份支付的对应金额约 42.52 亿元，发行股份价格为 11.09 元/股，据此计算，公司拟向交易对方海南旅投直接发行股份的数量合计为 3.83 亿股；以现金方式支付的对应金额约 7.50 亿元，全部来自募集配套资金。因此，海汽集团同时拟向不超过 35 名投资人定增募资，发行股份数量不超过本次交易前股本 30%，即 0.95 亿股，募资配套资金不超过 18 亿元。当前公司股本 3.16 亿股，拟向海南旅投直接发行 3.83 亿股，定增发行数量不超过 0.95 亿股，交易完成后公司股本合计不超过 7.94 亿股。

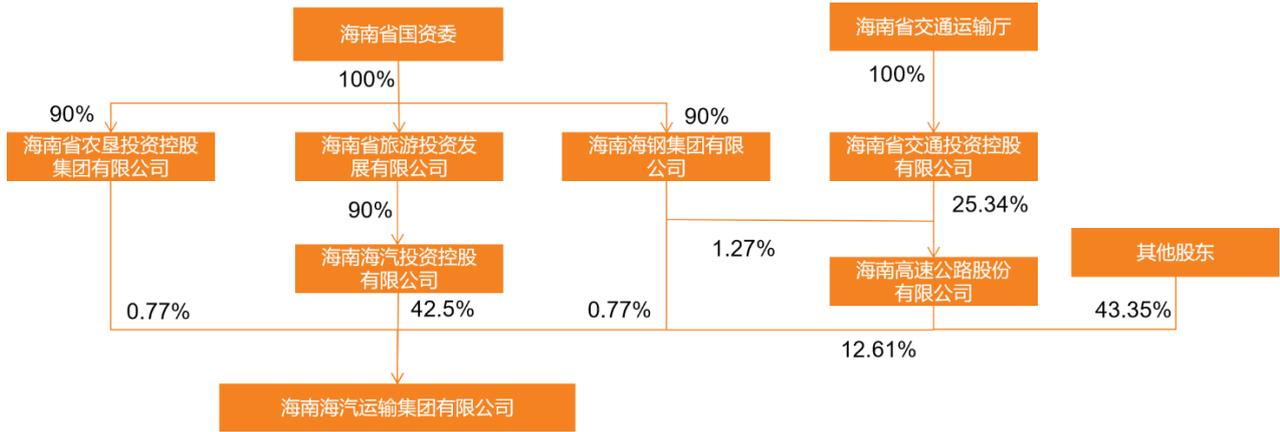
图 1：确定收购海旅免税 100%股权的交易作价为 50.02 亿元



资料来源：公司公告、天风证券研究所

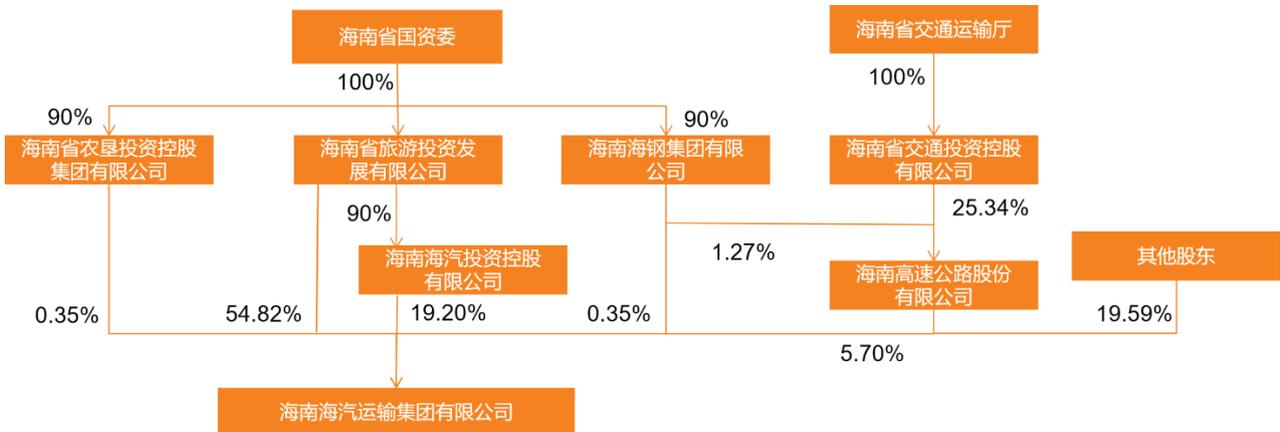
收购完成后海南旅投对海汽集团的持股比例升至 72%，实际控制人仍为海南省国资委。本次收购前，海南旅投通过海汽控股间接持股海汽集团 38.25%的股份。本次收购完成后，海南旅投直接持有公司 54.82%的股份，通过海汽控股间接持有公司 17.28%的股份，合计 72.1%。本次交易前后，公司实际控制人未发生变化，仍为海南省国资委。

图 2：本次收购前海汽集团股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：本次收购前海汽集团股权结构（未考虑定增发行的 0.95 亿股）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 汽车客运业务为主，积极转型交通文旅

海南客运龙头，积极拓展业务边界实现转型。海汽集团始建于 1951 年 11 月，于 2016 年 7 月挂牌上市，具体业务覆盖汽车客运、汽车客运站经营、汽车综合服务、交通文旅业务，是海南客运龙头企业。公司营运车辆众多，覆盖网络全面，客运站站点与汽车服务种类丰富。同时，公司开展交通文旅业务，承接博览会、音乐节、演唱会等大型活动会务服务，拓展旅游产品线上销售渠道，拓宽业务边界。

汽车客运是海汽集团核心业务之一，是最主要的盈利来源。目前公司已构建起班车客运、城乡公交一体化、校车服务、汽车租赁、出租车客运、包车客运、旅游客运等多方位的道路客运服务体系。截至 2022 年上半年，公司营运车辆共有 2612 辆，拥有省内跨市县客运班线 234 条，市县内班线 101 条，省际客运班线 86 条，并建立起覆盖海南省 18 个县市的道路客运网络，且运营范围辐射到广东、广西、湖南、湖北等 10 个省市自治区。

图 4：海汽旅游车



资料来源：公司官网、天风证券研究所

客运站经营也是公司主营业务之一，是公司开展客运业务的支点和载体。截至 2022 年上半年，公司拥有三级以上汽车客运站 26 个，其中一级车站 7 个。目前，海南省二级以上的全部客运站均由公司独家运营。为充分发挥各客运场站的人员聚集和商业辐射带动作用，公司加大了汽车场站的开发力度。公司开展多种商业综合经营，积极进行包括房屋租赁、场地租赁等业务的商业性综合开发，提升客运站的服务功能和经济效益。

图 5：客运汽车站覆盖全岛



资料来源：公司官网、天风证券研究所

汽车综合服务方面，公司开展了新能源充电服务、汽车及燃料销售、汽车维修与检测等业务。公司近年在汽车综合服务业务上发展快速，截至 2022 年中，在海南各市县共有 18 个汽车维修厂，3 个汽车检测站，11 个加油站，19 个新能源充电站。同时，公司与国内领先的充电物联网和能源管理服务商合作，积极着手搭建专业、智能的充电运营管理平台，为客户提供充电服务和能源管理综合解决方案。目前，各场站充电设施建设正在有序开展，充电平台、“海汽充电”APP，“海汽充电”小程序同步开发。

图 6：新能源充电站



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在交通文旅方面，公司开展了涉及旅游、会展、文化传媒等交通文旅业务。面向“十四五”及未来发展，公司围绕“客运、商业、汽车服务、文旅”四大业务板块，拓展“交通+旅游+消费”产业链，截至 2022 年中，有旅行社、网络技术公司、文化及会展公司各 1 家，积极开展对外合作，坚持创新驱动，奋力打造海南自由贸易港旅游交通综合服务提供商，助力海南自由贸易港建设。公司积极开启二次创业，转型交通文旅，试图从单一的旅游交通企业打造成复合型旅游集团。近期，公司正在稳步推进海旅免税的收购，实现向交通文旅产业的重要转型。

1.3. 疫情影响逐步减弱，行业环境变化促使公司积极求变

公司深耕道路旅客运输业务已久，行业环境变化及疫情因素影响公司经营效益。自上市以来，公司各项财务数据良好，各指标稳中向好，但自 2019 年开始外部环境开始出现变化，受高铁、动车、私家车等持续冲击以及海南省旅游客运体制改革等因素影响，公司各业务均受到一定程度的波及。2020 年由于疫情影响，公司业务再次受到打击。因此，随着道路客运已步入转型发展期，公司也积极求变实现转型升级。

营业收入受 20 年疫情影响下滑明显，21 年逐步企稳。公司 17/18/19/20/21/22H1 年营业收入分别为 11.05/11.17/10.41/6.29/7.32/3.63 亿元，17-21 年同比变化 1%/1%/-7%/-40%/16%。公司营业收入自上市以来一直保持较为平稳的收入规模，17-18 年稳中有升，19-20 年下降明显主要受外部环境变化及疫情影响，21 年营收回升，逐步恢复至 19 年的 70%，增速回正。

图 7：海汽集团 2016 年至 2022H1 营业收入（亿元）及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

分业务看, 公司汽车客运收入占比约 70%, 业务韧性较强。公司 17/18/19/20/21 年客运业务营业收入分别为 8.80/8.68/7.59/4.34/5.00 亿元, 业务营收增速有所下滑, 但规模仍居公司业务之首, 在 20 年疫情之后回升较快, 2021 年该部分收入增速达到 15%。同时, 该业务毛利润持续为正, 展现出较强韧性。

图 8: 2021 年海汽集团各业务营收占比 (%)

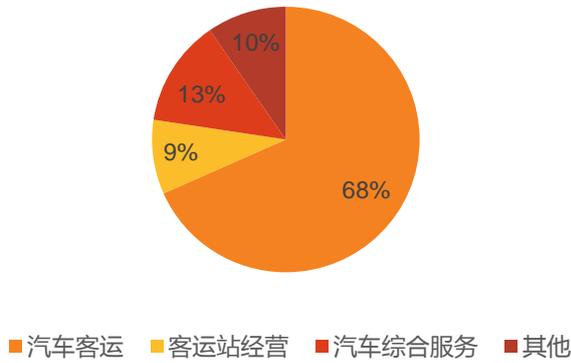
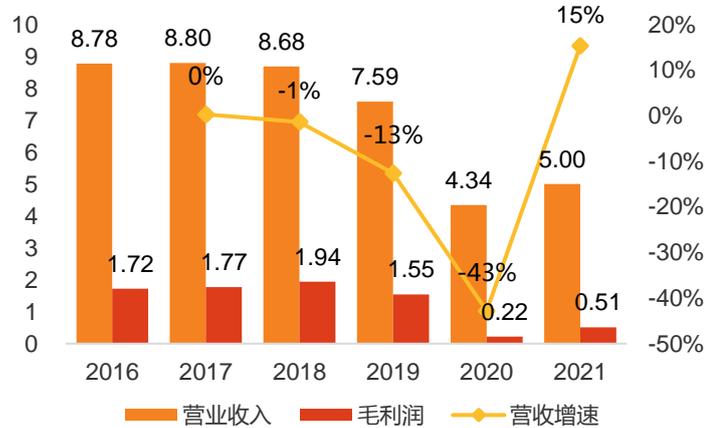


图 9: 16-21 年汽车客运业务营收及毛利润 (单位: 亿元)、营收增速 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

21 年客运站经营业务收入占比约 9%, 受疫情影响较大。公司 17/18/19/20/21 年客运站经营业务营业收入分别为 1.29/1.35/1.14/0.64/0.66 亿元, 该项业务在疫情发生前保持较为稳定的营业收入, 在 20 年受疫情影响营收下滑明显, 毛利润转负, 21 年新冠病毒感染爆发影响相对缓和, 收入同比略有恢复性增长。

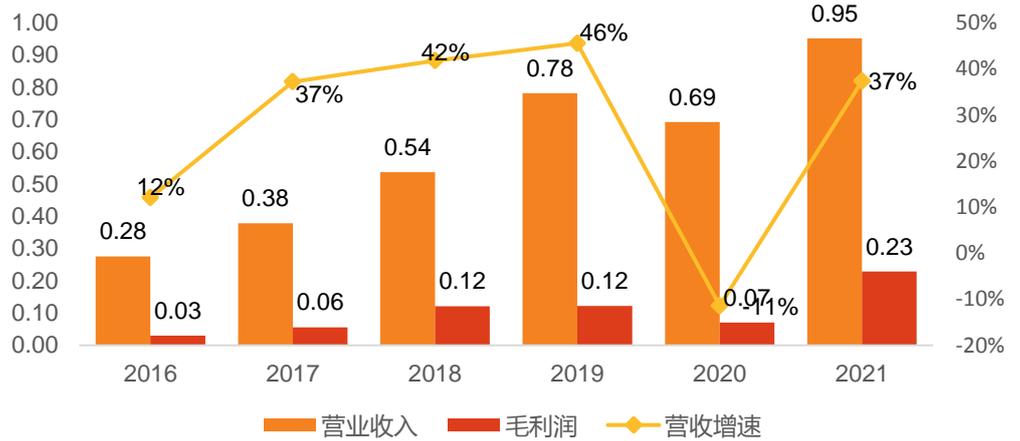
图 10: 公司客运站经营 2016 至 2021 年营业收入 (亿元)、毛利润 (亿元) 与营收增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

汽车综合服务收入逆势上涨, 21 年收入超 19 年同期水平。公司 17/18/19/20/21 年综合服务收入分别为 0.38/0.54/0.78/0.69/0.95 亿元。在行业变化及疫情影响的双重压力下, 公司积极拓展发展新业务, 21 年公司汽车综合服务营业收入同比增长 37%, 超过 19 年同期水平, 毛利润较 19 年实现接近翻倍增长, 展现出强劲增长动力。

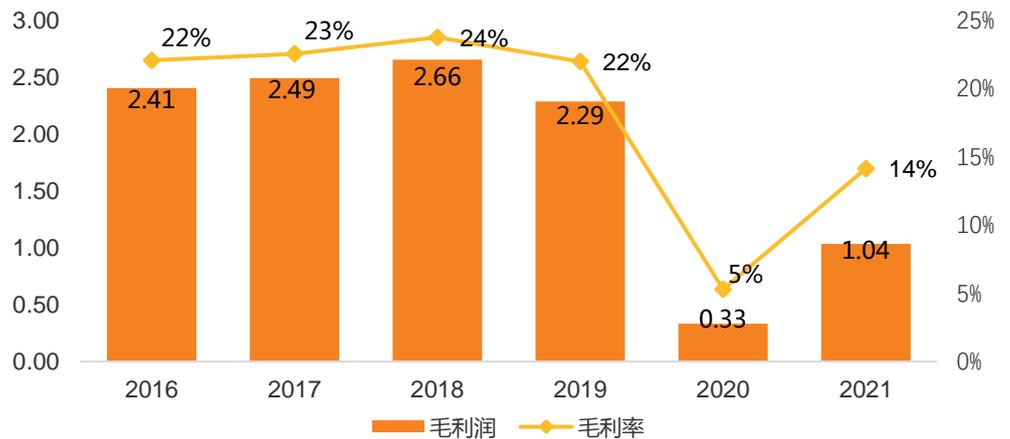
图 11: 公司汽车综合服务 2016 至 2021 年营业收入 (亿元)、毛利润 (亿元) 与营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

疫情前毛利率稳定在 20%+，目前正处于逐步恢复期。公司 17/18/19/20/21 年毛利率分别为 23%/24%/22%/5%/14%。毛利润在疫情前保持 2.5 亿左右的平稳状态，毛利率保持 23%左右。20 年公司毛利润与毛利率下滑明显，21 年公司毛利润恢复至 1.04 亿，同时毛利率提升至 14%，约为 19 年的 3/4。

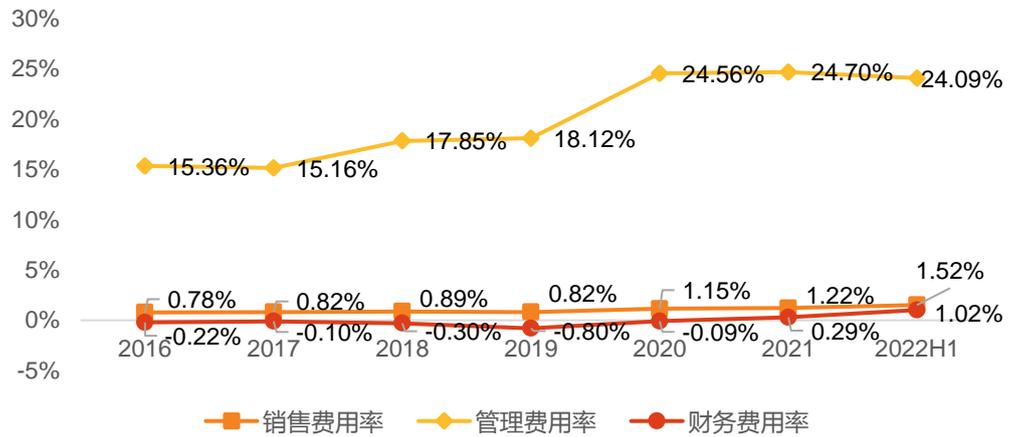
图 12：海尔集团 2016 年至 2021 年毛利润（亿元）及毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

管理费用率受收入下滑及辞退福利因素影响同比增长，其他费率较为平稳。由于加大营销力度，销售费用率在 21 年有所上涨；管理费用率自 20 年开始出现明显增长，主要系受疫情影响收入下滑，以及公司调整员工结构，使辞退福利同比增加所致。

图 13：海尔集团 2016 至 2021 年期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受客运行业整体表现不振的影响，公司归母净利润由正转负，但亏损已逐步收窄。公司17/18/19/20/21/22H1 归母净利润分别为 0.51/0.59/0.51/-0.98/-0.72/-0.33 亿元，20 年公司归母净利润同比下降 293.27%，21 年亏损有所收窄，与疫情影响减弱、公司经营恢复，公司加大宣传力度、营业收入有所增加有关。

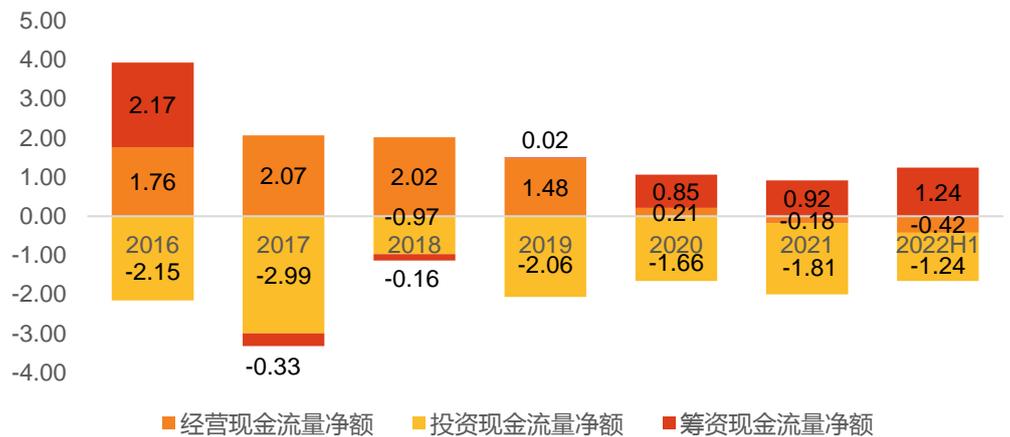
图 14：海汽集团 2016 至 2021 年归母公司净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经营现金流量净额受疫情影响转负，疫后加强筹资补充流动资金。21 年由于支付给职工的现金增加，经营现金流量净额降为-0.18 亿元。后疫情时代，公司积极开展筹资活动，20 年筹资现金流量净额增加主要系新增银行借款所致，21 年主要由于 20 年公司支付 19 年股利 1580 万元，21 年没有支付股利，筹资活动现金流出同比减少，同时筹资活动现金流入同比增加所致。

图 15：海汽集团 2016 至 2021 年各类现金流量净额（亿元）

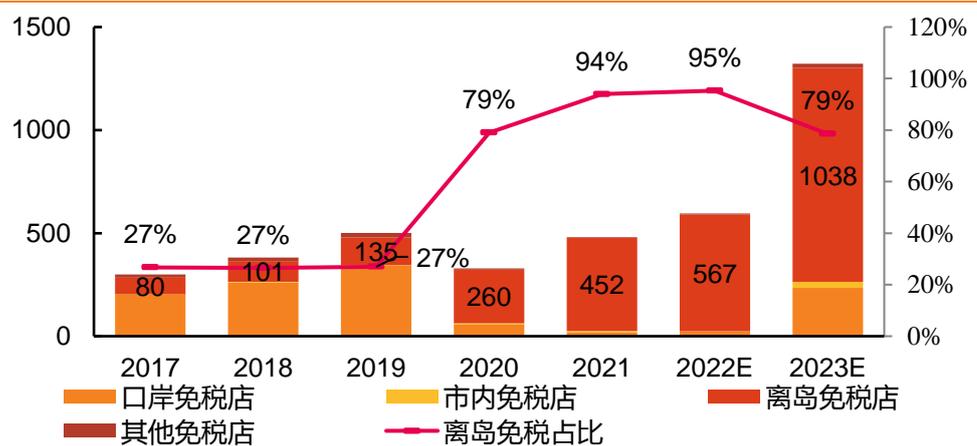


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 海南离岛免税承接出境群体消费需求，政策红利驱动市场价量齐升

承接受限的出境游群体消费需求，海南离岛免税迎来新发展机遇。随着旅游行业快速发展及居民收入水平的不断提高，中国免税品市场快速发展，2017-2019年CAGR达29.4%。2020-2021年，在新冠疫情下，由于对疫情的成功控制，叠加政府旨在发展免税品市场及扩大国内消费的有利政策，中国免税品市场展现韧性。其中，离岛免税在新政落地的利好刺激下，实现逆势大幅增长，2021年销售收入达到452亿元，2019-2021年CAGR达83.0%。我们认为，后疫情时代，离岛免税政策有望持续吸引境外高端商品消费回流，同时顶层设计驱动海南离岛免税市场主体多元化，海南离岛免税市场或迎来风口。

图 16：2017-2023E 中国免税商品市场的市场规模及构成（亿元）



资料来源：中国中免公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2.1. 政策逐步放宽，市场形成有序竞争格局

政策不断放宽，海南离岛免税市场呈现出快速发展态势。自2011年4月20日，财政部发布《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，决定在海南省开展离岛旅客免税购物政策试点，到2020年7月1日《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》出台，商品种类、购物限额等海南离岛免税政策不断放宽，海南离岛免税市场呈现出快速发展态势。

表 1：海南离岛免税政策历年变化

时间	政策名称	商品品种	购物额度（次数）
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》	18种进口品	5000元（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）
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》	增加至21种	8000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》	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	8000元
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》	无变化	16000元（对非岛内居民旅客取消购物次数限制）
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》	增加部分家用医疗器械商品	30000元（不限次）
2020年7月1日	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	增加到45种，电子消费产品等7类消费者青睐商品	100000元（不限次）

资料来源：公司公告，外贸发展局公众号，中新网，海南省人民政府，天风证券研究所

20年以来海南离岛免税经营主体日趋多元，逐步形成有序的竞争格局。2022年，海南离岛免税赛道的企业持续扩充各自免税版图，截至2022年12月，海南共有6家免税经营主体、12家离岛免税店，其中海口6家、三亚4家、琼海1家、万宁1家（1月份开业）。其中，中国中免在全岛布局6家离岛免税店和一家电商平台公司，是全球最大的免税运营商；王府井也在2022年获准在海南万宁经营离岛免税业务，王府井国际免税港已于2023年1月试营业。

表 2：海南离岛免税经营主体及商店（截止 2023 年 1 月）

经营主体	免税商店
中国中免	海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、琼海博鳌市内免税店、三亚海棠湾国际免税城、三亚凤凰机场免税店、美兰机场（二期）免税店、海口国际免税城
海旅免税	三亚海旅免税城
海发控	海口日月广场全球精品免税店
深圳免税	海口观澜湖免税店
中服免税	三亚国际免税购物公园
王府井	王府井国际免税港

资料来源：海南省商务厅，海南省人民政府，海口网，天风证券研究所

2.2. 新政刺激效果显著，销售规模与渗透率双双提升

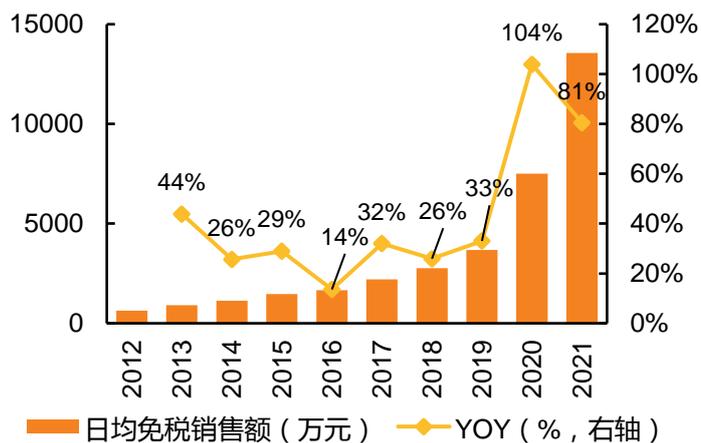
海南免税新政进一步刺激离岛免税行业发展。2020年7月1日起，海南离岛免税新政策实施。购物额度由3万元放宽至每年每人10万元，并取消单件商品8000元的限额。品类增加到45种，新增电子消费产品等7类消费者青睐商品，仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量。

政策红利不断释放，离岛免税现已成为吸引境外消费回流的新生力量、拉动海南经济发展的重要引擎。截止22年6月底，“升级扩容”政策实施后两年内，海关监管离岛免税购物金额906亿元、销售件数1.25亿件、购物旅客1228万人次。日均购物金额1.24亿元，较新政实施前增长257%。

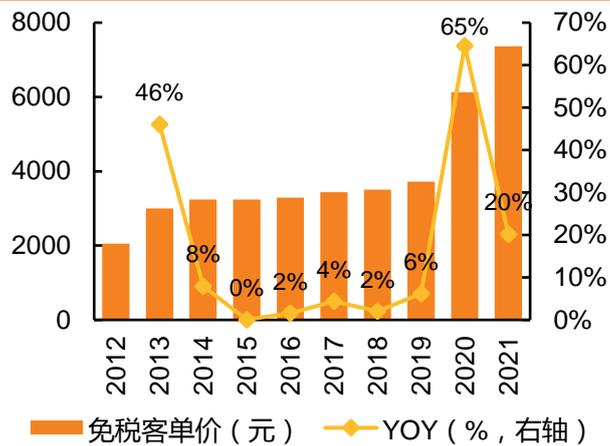
从消费规模来看，离岛免税销售额稳步攀升，量价共同驱动。2021年海南离岛免税销售额达494.7亿元，同比增长81.0%，日均销售额超1.3亿元；免税购物人数671.5万人次，同比增长49.8%；客单价达7367元，同比增长20.2%。

图 17：海南离岛免税日均销售额（万元）及增速（%）

图 18：海南离岛免税购物客单价（元）及增速（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

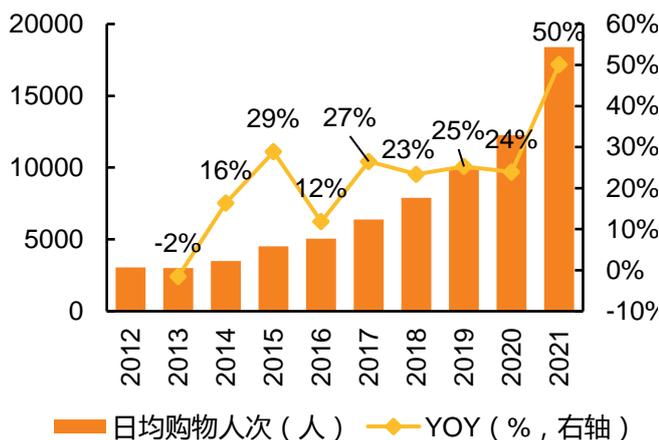


资料来源: wind, 天风证券研究所

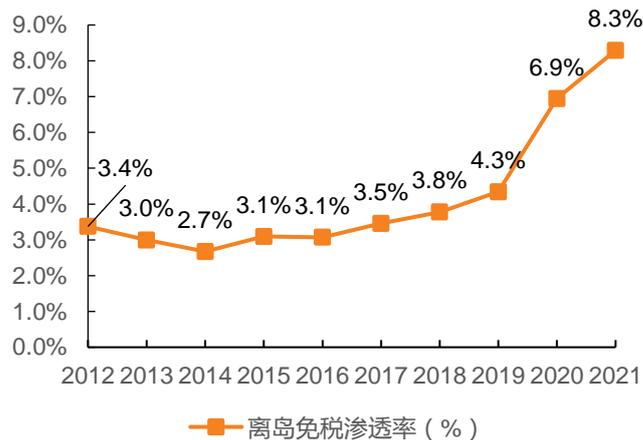
从消费渗透来看，离岛免税购物渗透率逐年提高，2021 年达 8.3%。2021 年海南省接待游客总人数为 8100 万人次，离岛免税购物人次为 671.5 万人次，占离岛旅客总人次的 8.3%。2012-2019 年离岛免税购物人次仅占当年海南省接待游客总人数的 4%左右，两年内实现翻倍增长。

图 19: 海南离岛免税日均购物人次 (人) 及增速 (%)

图 20: 海南离岛免税消费渗透率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

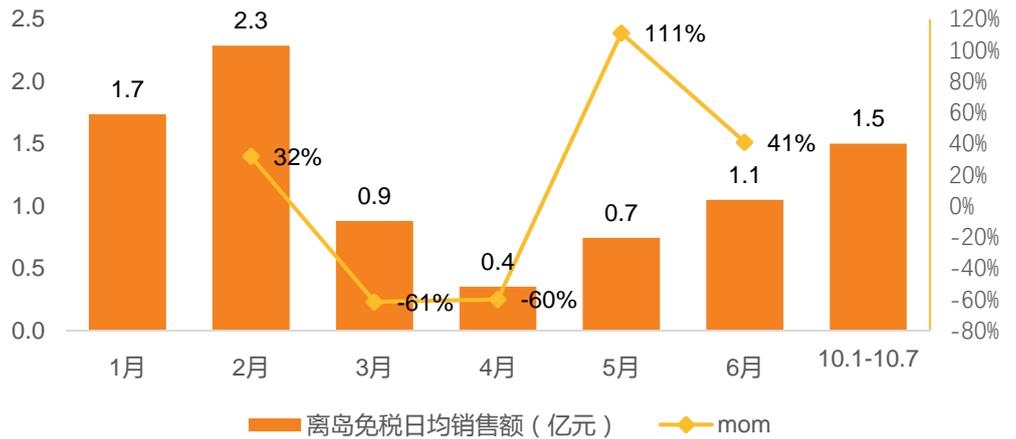


资料来源: wind, 产业信息网, 海南省旅游和文化广电体育厅, 智研咨询, 海南省统计局, 天风证券研究所

海南省出台免税销售行动方案推动免税消费。22 年上半年, 受疫情影响海南旅游市场遇冷, 离岛免税购物受到波及。为促进离岛免税销售, 海南省印发《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》。22 年 6 月 28 日, 首届海南国际离岛免税购物节启动; 7 月 25 日至 30 日, 第二届消博会在海口举行; 7 月 25 日至 8 月 1 日, 在 8 天的时间里, 海南 10 家离岛免税店销售额超 15.6 亿元, 日均销售额近 2 亿元。在多轮免税消费券发放等措施的刺激下, 海南免税消费热度逐步恢复。

国庆假期, 海南免税市场延续回暖趋势。22 年 9 月 30 日至 10 月 2 日, 海南 10 家离岛免税店三天销售额超 6.3 亿元, 进店人数近 15 万人次。10 月 1 日至 7 日海南离岛免税购物日均销售超 1.5 亿元, 前期疫情带来的消极影响已逐步缓和。

图 21: 2022 年上半年及国庆期间海南离岛免税日均消费额 (亿元)



资料来源：海口海关，中国日报中文网，天风证券研究所

2.3. 自贸港建设政策+国有企业改革，带来发展新契机

海南自贸港建设政策落地+双循环新发展格局，旅游消费市场将得到历史性的发展机遇。中共中央、国务院及各部委赋予海南免税购物政策、签证政策、航线政策、加工贸易政策、空域开放政策、金融开放政策、人才引进政策等一系列支持政策，发布了关于市场准入、金融开放、税收优惠、贸易便利化等各领域支持海南自贸港建设的落地政策，为海南旅游业发展提供了极佳的政策环境。“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”下。近两年中国游客的境外消费超 2 万亿元，消费回流将使得国内旅游、购物、健康、教育等领域的消费将得到快速增长。海南省致力于成为新发展格局中双循环的交汇点和枢纽，为海汽及海旅免税提供了发展契机。

表 3：海南建设相关政策

政府部门/文件/会议	内容
中共中央、国务院《海南自由贸易港建设总体方案》	大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，并赋予海南免税购物政策、签证政策、航线政策、加工贸易政策、空域开放政策、金融开放政策、人才引进政策等一系列支持政策。
发改委、商务部、财政部、中国人民银行等各部委	陆续发布了关于市场准入、金融开放、税收优惠、贸易便利化等各领域支持海南自贸港建设的落地政策，为海南旅游业发展提供了极佳的政策环境
党的十九届五中全会	提出“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

国有企业并购重组获国家及海南省政府政策支持，有效实现资源整合。2015 年以来，党中央、国务院先后出台了一系列国有企业改革文件，鼓励国有企业积极实施改革、完善国有资产管理体制，完善现代企业制度。《海南省国企改革三年行动方案（2020-2022）》提出，省属企业按“资源相同，主业相近，业务相关，产业协调”原则开展产业链、价值链并购重组，围绕海南自贸港主导产业开展融资、产业培育和资本运作。政府鼓励国有企业通过资产注入方式做优做强上市公司，鼓励企业通过兼并重组方式进行资源整合。海汽集团与海旅免税双方资源有望在交易完成后实现全面整合，在海南省自贸港发展的大机遇下实现全新突破。

表 4：国有企业并购重组相关政策

政策文件	内容
《关于深化国有企业改革的指导意见》	支持企业依法合规通过证券交易、产权交易等资本市场，以市场公允价格处置企业资产，实现国有资本形态转换。
《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，调整优化

(证监发[2015]61号)

产业布局结构,提高发展质量和效益;有条件的国有股东及其控股上市公司要通过注资等方式,提高可持续发展能力;支持符合条件的国有控股上市公司通过内部业务整合,提升企业整体价值。

《海南省国企改革三年行动方案(2020-2022)》

到2022年,全省国有企业规模、效益实现跨越式增长。推进省属企业整合重组,省属企业按“资源相同,主业相近,业务相关,产业协调”原则开展产业链、价值链并购重组,现有省属企业到2022年全面完成战略调整和布局优化,并围绕海南自贸港主导产业开展融资、产业培育和资本运作。

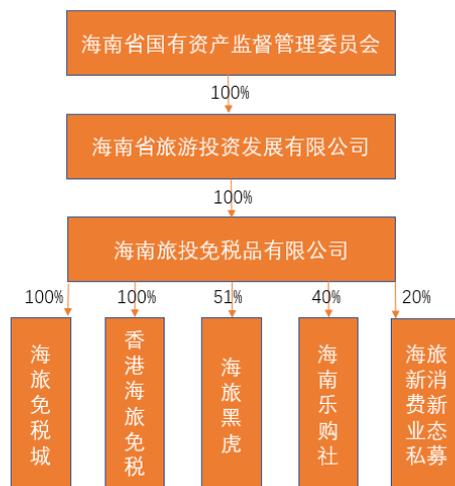
资料来源:公司公告,天风证券研究所

3. 海旅免税: 深度布局离岛免税, 免税新力量增势强劲

3.1. 背靠海南国资委, 主营离岛免税业务

背景强大, 母公司系省属重点国有独资企业。海旅免税由海南省旅游投资发展有限公司全资持股。海南旅投为海南省政府出资的国有独资公司,于2020年4月13日暨海南自贸区建设两周年之际正式开业。公司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投资引领者、全省旅游产业链的整合者、先导性旅游项目的创新驱动者、重要旅游服务设施的建设者和国际化旅游产业建设的合作平台,可以为子公司海旅免税获取客源、扩大影响等提供一定资源。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。

图 22: 海旅免税目前股权结构图



资料来源:公司公告,天风证券研究所

主营离岛免税业务, 主要通过海旅免税城进行线下销售。海南旅投免税品公司主要经营离岛免税商品零售,在离岛免税、奥莱商业、海旅会员店和电商销售四大业务板块布局。公司于2020年8月12日由海南省人民政府批复具有离岛免税品经营资质,于2020年8月31日在三亚设立全资子公司海旅免税城(三亚)迎宾有限公司,负责运营海旅免税城;免税城于2020年12月30日正式开业,开展线下免税品门店的运营管理业务。该免税城集免税购物、含税购物、餐饮娱乐为一体,主要以离岛顾客为销售对象。

图 23: 海旅免税城外观



资料来源：海旅免税城官网，天风证券研究所

海旅免税城地处三亚“迎宾之路”+中央商务 CBD，支撑客流及销售额提升。海旅免税城地处三亚中心的迎宾路。2011 年《三亚迎宾路中段控制性详细规划》方案正式实施，迎宾路开始进入快速发展期，三亚人力资源局、公安局、财政局、市场监管局等均在此办公，中信南航大厦、阳光金融广场、中环广场、融科蓝立方等定制楼宇、专业楼宇等投入开发建设。2019 年三亚中央商务区启动建设，位于主城核心区迎宾路两侧。截至 2021 年 3 月，三亚中央商务区 CBD 已有大悦环球中心、中交海南总部基地、申亚东岸 CBD、保利国际广场、太平金融产业港、五矿国际广场等 19 个总部经济项目开工建设，成为了三亚国际化的区域总部经济及中央商务集聚区，和国际旅游消费中心的引领区，能为海旅免税城带来大量客流。

图 24：海旅免税城地理位置



资料来源：三亚海旅免税城公众号，天风证券研究所

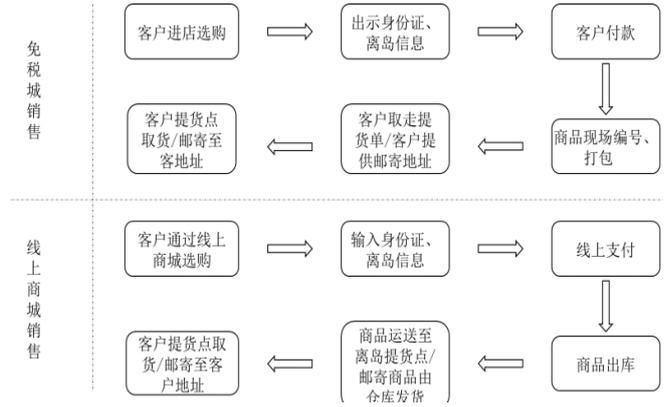
主要采用直销经营模式，线上线下同步发展。免税业务方面，免税商品销售模式主要为直销，包括线下海旅免税城和线上商城（微信小程序、APP 等）两种渠道，销售客户主要为个人消费者，利润主要来源于对商品的进销差价；有税业务方面，销售模式为直销+线下联营，直销包括线下海旅免税城和线上商城（会员购、抖音、有赞）两种渠道，线下联营目前收入占比较少。客户可通过门店选购商品并支付货款后领取商品，或通过线上商城选购付款后通过邮寄方式领取商品。

图 25：线上小程序示意图

图 26：免税业务销售模式流程图



资料来源：海旅免税小程序，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

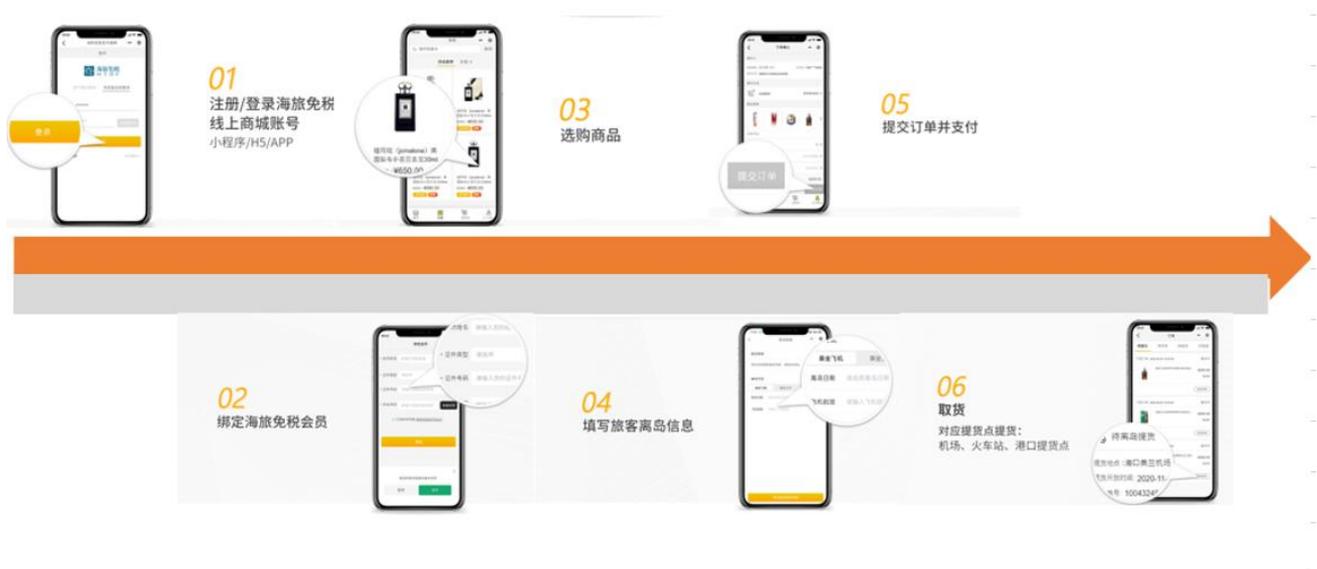
3.2. 深度布局多渠道免税业务，积极布局供应链建设实现差异化经营

3.2.1. 线上线下深度布局免税业务，离岛提货方式多样

线下免税方面，公司设立高端旅游零售综合体海旅免税城。海旅免税城为三亚市中心大型离岛免税购物商城，集免税购物、含税购物、餐饮娱乐于一体。于 2020 年 12 月 30 日正式开业，开展线下免税品门店的运营管理业务，向全国离岛游客零售免税商品，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，截至 2022 年 9 月，已吸引 929 个国际知名品牌入驻。物业出租于三亚居然之家购物中心，租赁期限自 2020 年至 2035 年。

线上免税布局官方商店和会员购业务，提货方式多种多样。海旅免税线上官方商店于 2021 年 1 月 25 日正式上线，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。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。

图 27：免税品购买流程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

疫情后复工推出折扣优惠吸引免税顾客。海旅免税 22 年 9 月推出全场 5-7 折+部分爆品低至三折的活动，通过折扣+积分制+银行刷卡优惠+礼赠吸引消费者，同时也推出线上满减券礼，对免税及有税业务的顾客形成强劲的吸引力。

图 28：海旅免税近期线上线下活动

海旅全场活动

— 览即知好优惠 —

- ✓ 全场1件**5~7折**+积分 | 部分爆品低至3折
- 再享多重优惠 -----
- ✓ 更多大牌享超低折扣+满额礼赠
- ✓ 叠加多家银行刷卡满减优惠
- ✓ 购买免税商品消费满1000元凭购物小票+68元, 体验一次原价680元美白舱

活动时间: 即日起-9月30日

线上满减券礼

— 键下单再享折扣 —

52 RMB

满1998立减

204 RMB

满5498立减

96 RMB

满2998立减

336 RMB

满7998立减

仅海旅免税线上商城使用
- 离岛免税 -

立即领取

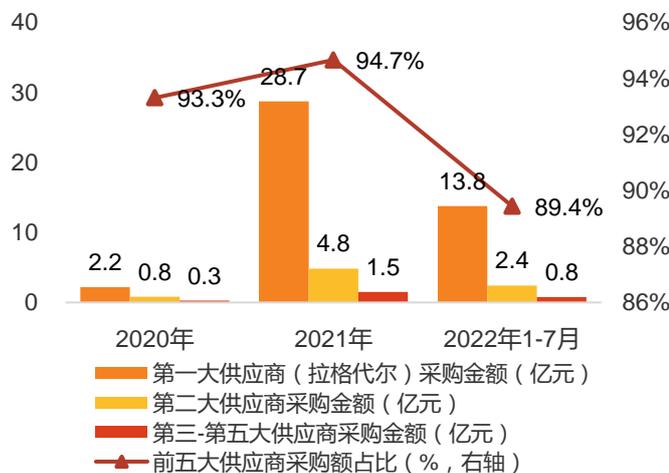
资料来源: 海旅免税城公众号, 天风证券研究所

3.2.2. 采购能力稳步提升, 积极培养供应商及品牌商关系

自主采购模式, 与拉格代尔、新罗等旅游零售商开展战略合作。公司主要采用自主的采购模式, 内设招标采购部, 对品牌引进和商品采购制定计划并组织实施。招标采购部与存在合作意向的品牌和国际旅游零售商进行沟通与筛选, 然后签订合同。2020年/2021年/2022年1-7月公司向拉格代尔采购额占采购总额的比例为 62.37%/77.53%/72.54%, 前五大供应商采购总额占采购总额比例为 93.31%/94.66%/89.44%。由于公司经营尚处于初期, 为利用国际旅游零售商奢侈品的品牌资源和产品渠道优势, 迅速与各品牌建立合作关系, 公司与国际旅游零售商开展战略合作, 通过其采购各类品牌商品, 且与拉格代尔和新罗已经开展战略合作, 与新罗未来还可能开展海外合作。

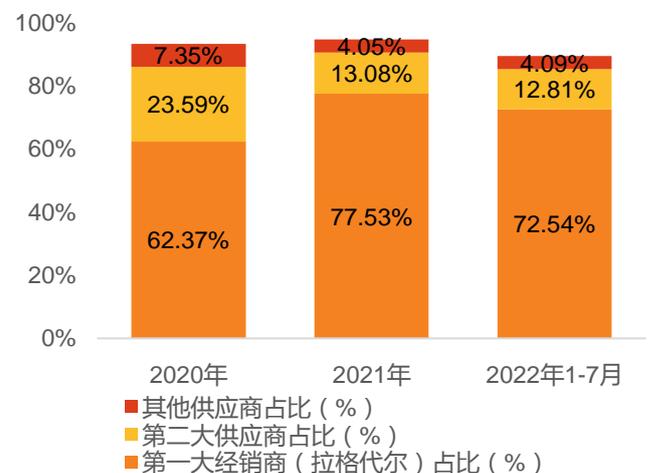
逐步建立与品牌的直接采购关系, 不断提升自身采购能力, 减小对供应商依赖性。随着业务发展, 公司已与部分品牌建立直接采购关系, 2022年1-7月公司向拉格代尔采购额占比较2021年下降5pct, 未来随海旅免税城经营逐步稳定有望进一步下降。在全球旅游零售市场因疫情等因素遭受不利影响背景下, 海旅免税稳定的现金流贡献以及全球旅游零售商布局海南自贸港建设的强烈意愿均为双方战略合作提供了稳定的合作关系, 因此海旅免税不存在对拉格代尔的单方面重大依赖。

图 29: 前五大供应商采购额及总采购额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 30: 前五大供应商采购额占总采购额比例



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2.3. 积极扩大免税品范围，实施差异化战略引入独家品牌

积极引入国际品牌，扩大免税商品类型及范围。随着海南离岛免税政策不断放开，海旅免税积极把握行业发展趋势，截至 2022 年 9 月，引进品牌数量从开业初近 350 个升至 929 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，涵盖了手表、首饰、箱包、香水、化妆品、电子产品、进口酒等 45 大类免税商品。

香化品牌数量领先，差异化战略下部分品牌系首次引入市场。公司深耕香化品类，截止 2022 年 9 月，线上香化品牌数量达 172 个，位列同行第一；在引进充足热门品牌的基础上，加大差异化品牌端的引进力度。公司旨在提高服务，引进更多让消费者选择的产品，尽量与其他免税店有一定的差异化策略，以消费者为中心，一切以满足消费者需求为前提。品牌方面，Tasaki、Marni、Fred、Etro、Hublot、Schaffrath、Gucci 彩妆、Burberry 彩妆、Christian Louboutin 彩妆、SENSAI、est 等近 200 个品牌系首次或独家进驻离岛免税市场。海旅免税城五楼的潮牌空间更是集合了 13 DE MARZO、MLB、CHUU、Hummel、ON 昂跑、WE11DONE、AMI 等多个时尚潮牌以满足年轻顾客的喜好，争取差异化竞争优势。

3.3. 董事长具有远见卓识的战略眼光，带领团队把握行业机遇

海旅免税现任董事长深耕免税行业，是海南旅游业及旅游零售领域最具影响力的人物之一。谢智勇先生曾任海免海口美兰机场免税店有限公司董事长、海免（海口）免税店有限公司董事长、海南省免税品有限公司总经理，积累了丰富的免税零售经验。

加盟海旅免税后领导免税城建设，聚焦品牌招商。在谢智勇先生的领导下，海旅免税旗下三亚海旅免税城于 2020 年底顺利开幕，并在随后的几个月内在品牌和服务方面进行了升级扩张。建设前期，谢总指挥公司将精力主要放在引进品牌、店铺装修与设计上，截至 2021 年 10 月共引进了 726 个品牌，其中有 140 个品牌是首次进入海南免税市场，且多数楼层已全部招满，95%的店铺正式开业。目前，谢总正聚焦解决国际一线顶奢品牌招商方面的挑战，同时尽快调整和组建更专业、更有默契度的团队。

充分把握海南免税业现状，与竞争伙伴共同做大做强市场，积极主动实行差异化竞争策略。谢智勇先生多年深耕旅游零售领域，看好离岛免税业务的发展空间，在公司发展过程中，积极与其他免税运营商共同将海南免税市场做大做强。同时，谢总提出差异化战略，在引进同行业销量好的品牌的同时引进更多同行没有的品牌，把更多中国人喜欢的国外品牌带到海南来补充海南市场的短板，近两年引进了很多独家品牌及潮牌，为年轻人的免税购物提供更多元化的选择。

以客户需求为导向，打造与众不同的体验型免税店。基于对免税零售的深度理解，谢总提出要更好满足客户的需求，努力增加免费客户体验，如美容、护肤等，让消费者既可以买到东西，也可以得到很好的服务和体验，由此将免税商店打造成三亚极受欢迎的打卡地。谢志勇先生表示，海旅免税将在不久后拥有海南最齐全的香水、潮牌、箱包和手表品牌；同时也努力引进一些家具、生活品牌，来满足更多游客的需求。

图 31：谢智勇先生接受访谈



资料来源：穆迪达维特免税报告，南海网，天风证券研究所

公司积极布局岛内免税，利用消博会加大与国内外品牌的交流合作。针对 2025 全岛封关趋势，公司已开始布局岛内居民免税业务，目前已经完成部分店铺的装修，做好了初步的准备，店铺会落址在三亚和海口两座城市。同时，借第二届中国国际消费品博览会的机会，公司管理层力图与更多的国内国际品牌进行交流并达成合作，目前已与 MCN 行业领域知名企业杭州遥望网络科技有限公司、京东国际及海南国际会展中心等签署战略合作协议，未来将继续深化联系和对接，探讨多层次的合作模式。

管理层组织架构小而精，各高管深耕旅游零售、钻石珠宝等相关行业。除谢智勇先生外，董事吴媛菲女士同时兼任多家海南旅游投资相关公司法定代表人或高管，董事及财务负责人曹安辉先生担任多家海南钻石珠宝、旅游零售相关公司法定代表人或高管，监事谌强则在海南旅投系相关公司任多个职务。

表 5：海旅免税高管情况

姓名	职位	个人经历
谢智勇	董事长兼总经理，法定代表人	担任海南旅投黑虎科技有限公司、海南旅投免税品有限公司、海旅免税城(三亚)迎宾有限公司等公司法定代表人，担任海南旅投黑虎科技有限公司、海南旅投免税品有限公司、海旅免税城(三亚)迎宾有限公司等公司高管。
吴媛菲	董事	担任海南华夏投资管理有限公司、海南旅投美兰机场新零售有限公司、海南旅投博鳌开发有限公司等公司法定代表人，担任海南旅投免税品有限公司、海口投资管理有限公司、海南华夏投资管理有限公司等公司高管。
曹安辉	董事，财务负责人	担任海南省钻石珠宝有限公司、海南省钻石珠宝有限公司海口分公司等公司法定代表人，担任海南旅投免税品有限公司、海南省钻石珠宝有限公司、海南旅投美兰机场新零售有限公司等公司高管。
谌强	监事	担任海南旅投免税品有限公司、海南旅投酒店集团有限公司、海旅免税城(三亚)迎宾有限公司等公司高管。

资料来源：爱企查，天风证券研究所

3.4. 积极布局奥莱+线上业务，发力华庭项目与会员购建设

3.4.1. 地理位置极佳毗邻市中心商圈，积极招商推进中高端“城市奥莱”建设

海南省 2022 年重点项目，地理位置优越。华庭（奥莱）项目是海南旅投免税品有限公司

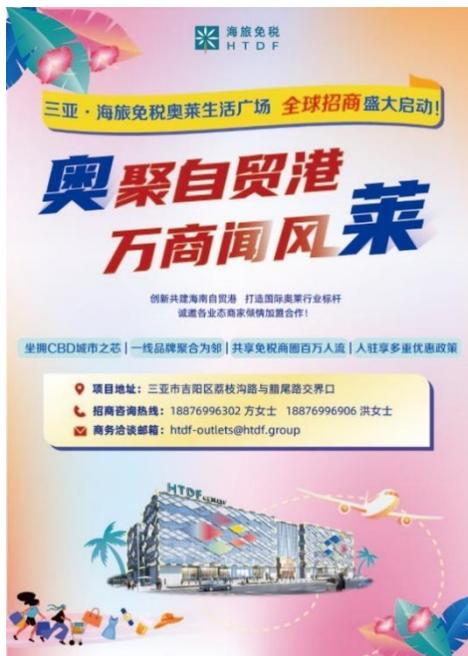
乃至海南省规划的 2022 年重点项目之一，总建筑面积 10 万^m²，商业面积约 7 万^m²，中心广场近 2 万平方米，拟按旅游购物综合体的硬件标准打造。该项目位于三亚市吉阳区荔枝沟路南侧，位于 CBD 核心商圈中金思达家私广场东侧约 180 米，与周边中航大嘉汇、大悦城、三亚传媒中心等重点项目毗邻，且未来中粮集团、大华集团亦将陆续在附近筹建商业体，有望共建成成为三亚市区大型综合消费商圈地标性建筑。

奥莱项目已进入招商阶段，若推动顺利预计于 23 年开业并带来收益。奥莱商业已完成选址和物业租赁工作，全面推进海旅奥莱城项目招商，若推动顺利预计能在 2023 年如期开业并带来收益，旨在集合全国最优质奥莱品牌，打造以奥特莱斯商城为特色，三亚市区内集购物、餐饮、儿童、休闲娱乐为一体的综合商业中心。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。后疫情时代，境内旅游环境阶梯式回暖宏观向好，可进一步挖掘消费潜力。

奥莱与免税城将形成“双子星”商业地标，业态互补联动导流。海旅免税奥莱城与三亚海旅免税城相距约 600 米，依托奥莱城及免税城产品差异性的特点，海旅免税奥莱城和海旅免税城间可进行联动导流，挖掘并满足不同层次的消费需求，主打完税消费有效填补免税市场需求窗口，共同打造“双子星”商业地标辐射圈。

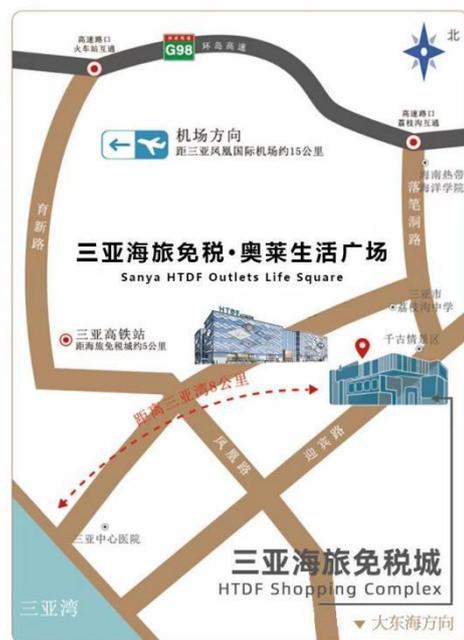
创新规划“城市奥莱”新概念，中高端定位扩充业务版图。项目定位中高端的“全生活体验”购物中心，客群不仅包括离岛免税的游客群体，还有中高端消费能力的本地居民，大力扩充海旅免税业务版图。区别于其他地处偏僻、以销售过季商品为主的奥莱城不同，海旅免税奥莱城创新谋划“城市奥莱”概念趋势，围绕“离家近，品牌优，折扣多”三大关键词，深挖城市属性，探索生活和消费需求，以心动价格、精致潮流、贴合需求、贴心服务，给消费者带来城市奥莱全新生活体验。

图 32：奥莱项目招商海报



资料来源：海旅免税官网，天风证券研究所

图 33：奥莱项目位置



资料来源：海旅免税城公众号，天风证券研究所

3.4.2. 线上大力发展电商免税销售，线下积极拓展“轻资产模式”海旅会员店

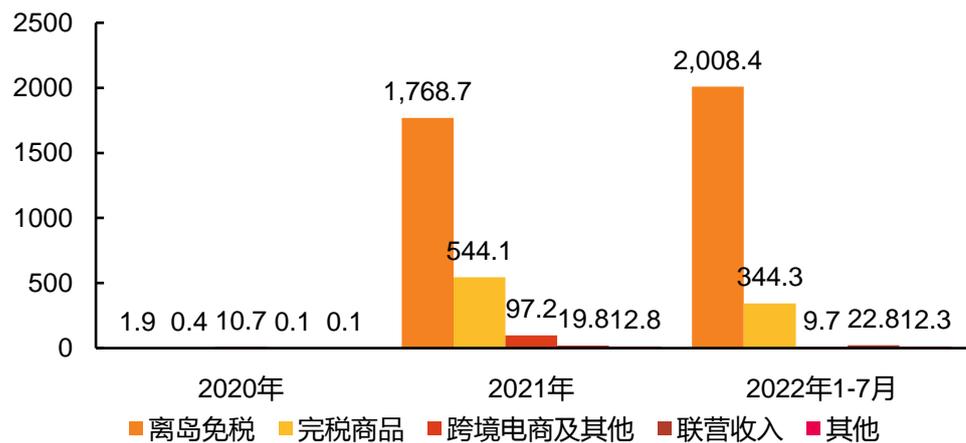
疫情影响下将大力发展线上免税，整合免税资源优化品牌结构。充分借助各种电商平台的推广、直播带货等形式重构了“人、货、场”三要素，更高效触达消费者，缩短消费者的决策时间，提升销量、减少疫情影响因素。未来公司将不断优化品牌结构，努力引进更多受消费者欢迎的国际大牌进行迭代升级。整合海南旅投集团内部优质资源，针对性地制定营销策略，进行市场宣传和推广，最终实现销售前置、提升会员数、提高转化率。

海旅会员店积极布局，电商销售稳步发展。海旅免税首家会员店已于 2022 年 5 月于海口开业，定位正品折扣、奥莱低价和 laox 日系畅销商品，以“低成本、轻资产”模式，通过统一的店铺形象、标准化复制方式在 1-1.5 个月时间内迅速开店，让海旅免税会员店的拓展处于低成本良性循环。海旅线上官方商店于 2021 年 1 月 25 日正式上线，作为免税线下商城的有效补充；会员购业务于 2021 年 8 月上线，是海南离岛免税业务的延伸。同时，公司积极发展电商运营，推动海旅免税城快速成长，提高企业知名度和用户数。

3.5. 营业收入稳步增长市占率提升明显，22Q1 归母净利润转正盈利能力改善明显

2022 年 1-7 月基本完成去年全年营收，疫情好转之下有望恢复增长弹性。海旅免税 2020 年/2021 年/2022 年 1-7 月营业收入分别为 0.13/24.43/23.98 亿元，其中，2022 年 1-7 月营收达到去年全年营收的 98.16%。分业务看，2022 年 1-7 月离岛免税/完税商品/跨境电商及其他/联营收入/其他收入分别为 20.08/3.44/0.10/0.23/0.12 亿元，分别占总营业收入的 83.77%/14.36%/0.41%/0.95%/0.51%。受到海南 8 月份疫情影响，三亚海旅免税城于 8 月 4 日至 9 月 16 日连续闭店 42 天，预计对公司三季度营收造成较大冲击。但随着疫情逐渐好转，海南目前客流不足的问题有望得到明显解决，公司营收有望在免税销售旺季重回高速增长通道。

图 34：2020 年-2022 年 1-7 月海旅免税分业务收入（单位：百万）

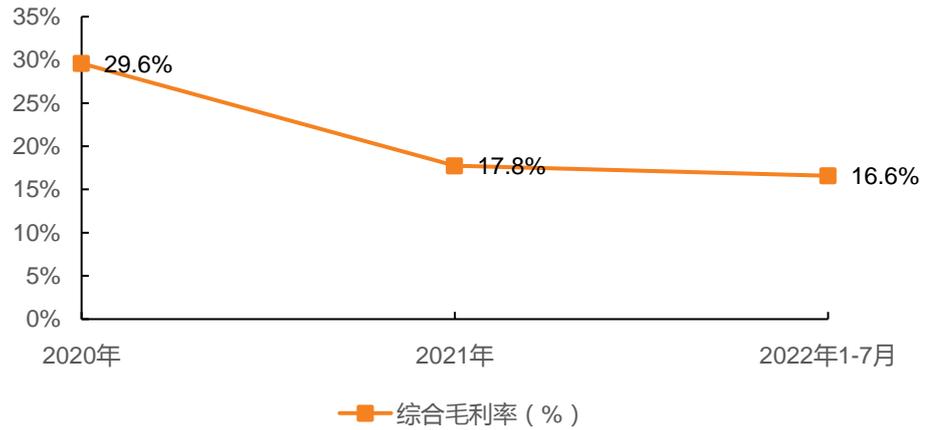


资料来源：公司公告，天风证券研究所

海旅免税市占率稳步提升，22Q1 市占率超 7%。海南离岛免税经营主体中，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，其主要离岛免税业务经营主体三亚国际免税城 2021 年市占率为 71.78%。海旅免税在成立后快速发展，市场占有率不断提升，2021 年、2022 年 Q1 市占率分别为 3.58% 和 7.44%，处于行业前列。公司秉持开放态度，希望能通过离岛免税各运营商的共同努力来将海南免税越做越大。

21 年起毛利率微降，主要系免税商品折扣所致。2020 年/2021 年/2022 年 1-7 月毛利率分别为 29.59%/17.75%/16.59%。由于海旅免税城 2020 年 12 月底正式开始运营，当年运营销售时间较短，销售规模较小，因此 2020 年度毛利率较 2021 年及 2022 年 1-7 月相比差异较大。2022 年 1-7 月毛利率略有下降，主要系当期免税商品折扣力度较大所致。

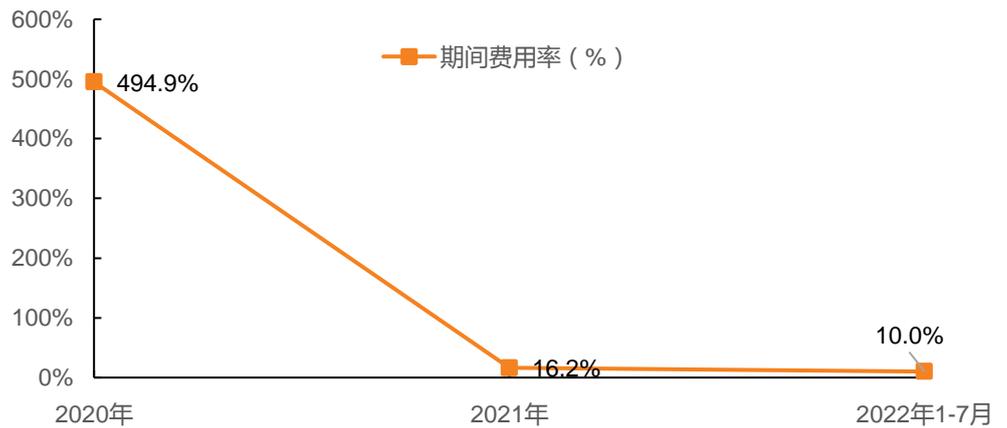
图 35：2020 年-2022 年 1-7 月公司毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

规模效应提升逐渐降低期间费用率。2020 年/2021 年/2022 年 1-7 月期间费用率分别为 494.90%/16.25%/10.02%，呈大幅下降趋势，主要原因为海旅免税城于 2020 年底正式开业，当年营业时间较短，营业收入金额相对较低，导致期间费用率较高。随着海旅免税城进入正式运营阶段，公司收入规模扩大，期间费用率呈下降趋势。

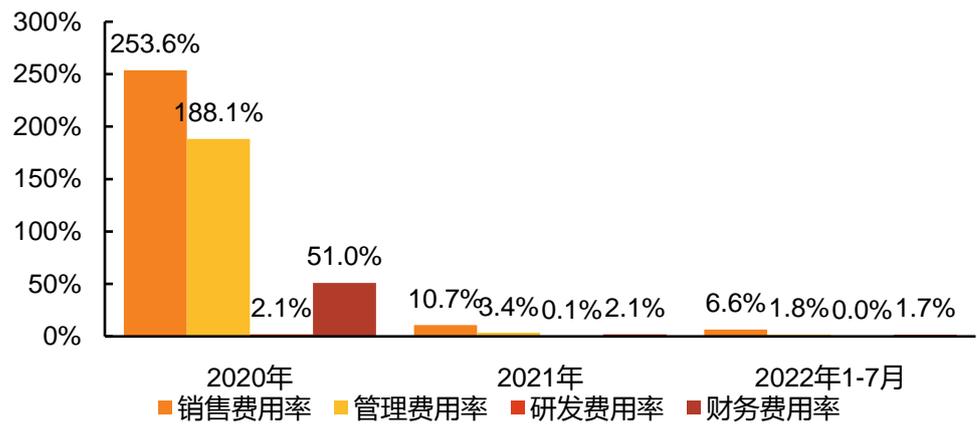
图 36：2020 年-2022 年 1-7 月公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售费用及管理费用整体呈上升趋势。1) 销售费用：2020 年/2021 年/2022 年 1-7 月销售费用分别为 0.33/2.60/1.58 亿元，销售费用率 253.62%/10.65%/6.61%，销售费用整体呈现上升趋势，主要由职工薪酬、营销推广费、折旧摊销费用及房屋租赁费构成；2) 管理费用：2020 年/2021 年/2022 年 1-7 月管理费用分别为 0.25/0.82/0.42 亿元，管理费用率 188.13%/3.35%/1.75%，随着免税业务的开展，管理费用整体呈上升趋势，其中主要为职工薪酬，占管理费用比重分别为 67.08%/83.14%/84.27%；3) 研发费用：研发费用分别为 0.28/3.25/0.04 百万元，研发费用率 2.10%/0.13%/0.00%，主要为子公司海旅黑虎就跨境业务相关系统进行开发产生的费用；4) 财务费用：财务费用分别为 0.07/0.52/0.40 亿元，财务费用率 51.04%/2.11%/1.65%，金额整体呈现上升趋势，主要原因为 2020 年以来短期借款规模不断上升，导致利息费用金额有所提高。

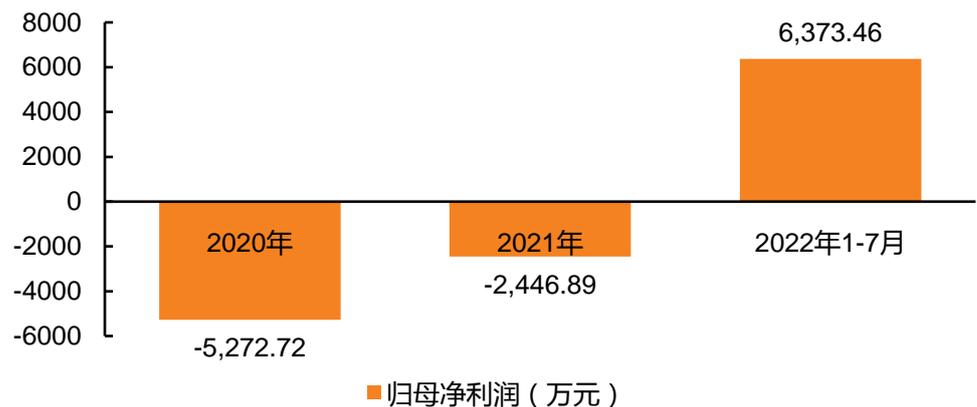
图 37：2020 年-2022 年 1-7 月公司各项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

归母净利润于 22 年 1-7 月转正，呈逐年增长趋势。由于公司 2020 年末才开始正式运营，因此在 2020 年度收入规模较低，净亏损规模较大；2021 年净利润为负，主要原因系（1）受海南跨境电商政策收紧及离岛免税政策未如期出台影响，控股子公司海旅黑虎大幅亏损；（2）营业初期海旅免税城固定费用支出较高。随着公司营业收入规模不断提升，其盈利能力在 2022 年 1-7 月得到改善，随着疫情恢复和离岛免税市场的回暖，公司业绩扭亏为盈。

图 38：2020 年-2022 年 1-7 月归母净利润及增速（单位：万元）

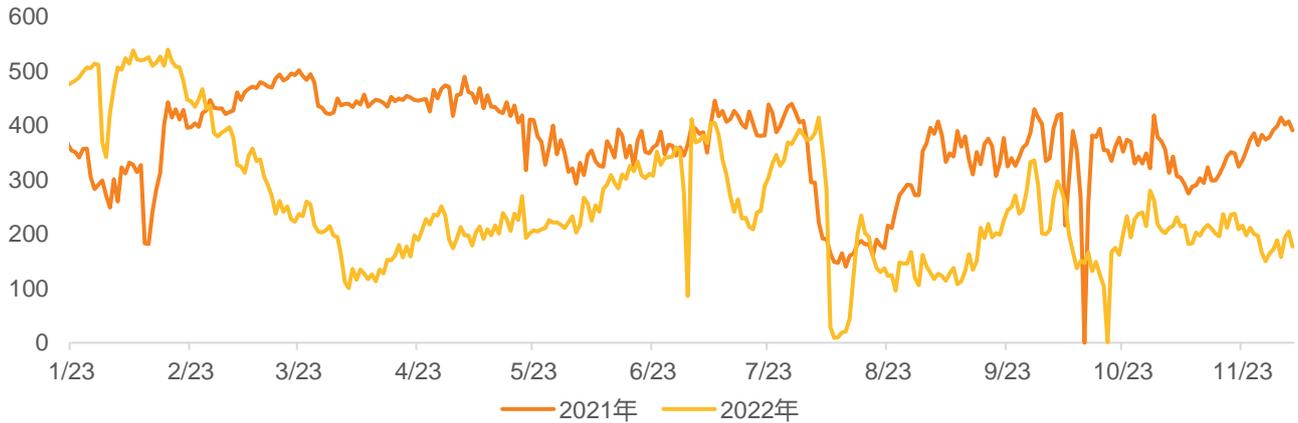


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.6. 疫情后线下免税迅速恢复，自贸港建设大环境仍利好离岛免税

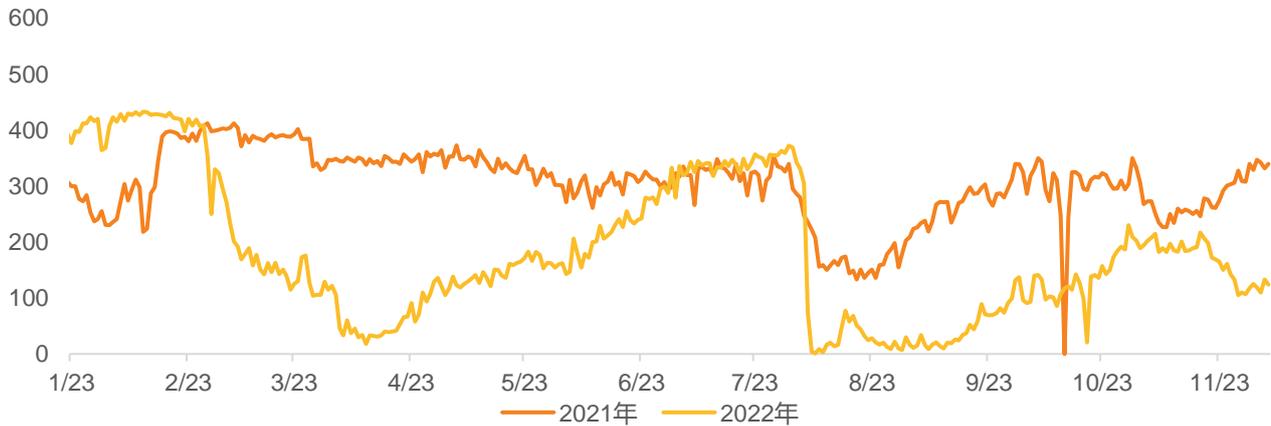
当前海南疫情以来航班量持续修复，客流回暖有望推动海南免税市场延续增长。8 月初海南突发疫情，离岛通道一度收紧；8 月 15 日起，海南两大机场逐步恢复国内客运航班商业化运行；9 月 10 日，海南宣布全省已实现高质量社会面清零目标，工作重心逐步向促进疫后经济恢复发展转移。10 月份以来，海南各大机场生产运营情况向好，两大机场航班量降幅持续收窄。其中，海口美兰机场 8 月/9 月/10 月/11 月的月度日均进出港航班量分别为 174/187/196/205 架次，分别同比下降 21%/48%/43%/38%；三亚凤凰机场 8 月/9 月/10 月/11 月的月度日均进出港航班量分别为 78/45/132/177 架次，分别同比下降 58%/83%/56%/41%。未来随国内各地旅游客流逐步修复，同时海口到巴黎、米兰等地的国际航线正在恢复，海口至欧美、东南亚的国际航线将稳步有序恢复、加密或新开，目前海南客流不足的问题有望得到明显解决，带动海南免税市场需求端迎来释放，延续增长。

图 39: 海口美兰机场 2021 年-2022 年 1-11 月航班数量 (架次)



资料来源: 航班管家、天风证券研究所

图 40: 三亚凤凰机场 2021 年-2022 年 1-11 月航班数量 (架次)



资料来源: 航班管家、天风证券研究所

22 年下半年众多事件利好离岛免税，有望持续激活离岛免税消费活力。离岛免税占海南省社会消费品零售总额的 25%左右，是拉动社零的重要力量，也是政府促消费的主要发力方向之一。2022 年下半年以来，海南省多措并举促进离岛免税销售，加速市场回暖：6 月 28 日首届海南国际离岛免税购物节启动，计划利用各大重要时间节点打造超 50 场专场营销活动，做热免税市场；7 月 25 日-30 日，海南省投放 1 亿元消费券放大消博会溢出效应，其中离岛免税券占比 60%；9 月 19 日，《海南省稳经济助企纾困发展特别措施（2.0 版）》中，海口市和三亚市计划投放 7000 万元免税、零售和餐饮消费券，同时全省有序实施消费引流主题活动；12 月 7 日力图打造“天天有活动、周周有优惠、月月有主题”的海南离岛免税跨年狂欢季启动，有望持续激活离岛免税消费活力。

表 6: 2022 年下半年以来海南省离岛免税相关政策和活动梳理

时间	地区	政策或措施	具体内容
6 月 28 日起半年时间	海南省	首届海南国际离岛免税购物节	首届海南国际离岛免税购物节由省商务厅联合省委宣传部、省旅文厅等有关部门，海口市、三亚市、琼海市政府，以及各免税经营主体，采取“1+N”的形式举行，即举办 1 场启动仪式和超过 50 场专场营销活动、品牌活动。后续各部门、市县、免税经营主体将利用暑期、国庆、“双 11”等重要时间节点，举办彩妆节、手袋节、陪你放“价”等营销活动。
9 月 19 日启动	海南省	《海南省统筹疫情防控和经	主要面向省外游客发放 5000 万元旅游消费券。②主要面向省

		恢复提振行动方案》和《海南省稳经济助企纾困发展特别措施（2.0版）》	内居民发放1亿元消费券提振岛内消费。其中，海口市、三亚市发放7000万元离岛免税、餐饮、零售等消费券，儋州、琼海、文昌、万宁、澄迈发放共2000万元餐饮、零售消费券，省级统筹发放1000万元数字人民币家电消费券；③有序实施消费引流主题活动；时机成熟后举办超100场旅游重启宣传推广活动等。
9月30日-10月7日	海口市	250万元政府消费券发放活动（免税场景和零售、餐饮场景）	9月30日至10月7日，海口通过云闪付App发放新一轮政府消费券，总计2.67万张共250万元。其中，免税场景消费券有3种面额类型，总计1.52万张，“满1000元减100元”和“满2000元减208元”的消费券可从云闪付App领取，每位用户活动期间限领两档消费券中的一张；“线上满2000元减99元”消费券可通过“cdf会员购海南”小程序、“海控GDF会员购”小程序、“深免会员购”小程序购物，通过云闪付App完成支付。
10月27日-11月1日	海口市	500万元政府消费券发放活动（免税、秀英专场零售餐饮）	10月27日10:00通过云闪付APP发放400万元免税消费券及100万元的秀英专场零售餐饮消费券，活动11月1日23时截止。免税消费券方面，线下消费券消费者可进行三选一领取，分别为满1000元减100元，共计5878张；满2000元减208元，共计5500张；满3000元减308元，共计5500张。
11月11日-11月16日	海口市	“双11”500万元政府消费券发放活动（免税、餐饮零售、本地商圈）	11月11日至16日，通过云闪付批发放200万免税消费券和100万餐饮零售消费券，每天上午10点领取。免税消费券主要有“满2000元减208元”、“满3000元减308元”二选一，以及线上商场“满2000元减99元”。
11月28日-12月4日	三亚市	上亿元政府消费券发放活动（免税、家电）	11月28日上午10点，三亚同步发放家电消费券、免税消费券两款不同用途的政府消费券，预计发放金额上亿元。其中，免税消费券涵盖“满2000元减200元”“满5000元减500元”“满8000元减800元”等3种面额，用户可登录“中免会员”“海旅免税城”“CNSC国药中服免税三亚店”等微信小程序领取。本次发放的消费券同一面额一人只可领取一张，免税消费券领取后需在12月4日前使用。
12月5日起至领完为止	三亚市	2022三亚市政府消费券第二季收官之战	在政府消费券第二季收官之际，三亚市政府推出上亿元免税消费券。本轮免税消费券领取活动从12月5日10:00起至领完即止，消费券面额为“8000元减800元”、“5000元减500元”和“2000元减200元”，每人限领限用一张，限离岛旅客本人使用。用户可登录“中免会员微信小程序”或“海旅免税城微信小程序”进行领取。
12月12日-12月17日	海口市	“双12”800万元政府消费券发放活动（免税、零售、餐饮）	本轮计划投放400万元免税消费券和400万元零售、餐饮消费券。其中线下版块消费券共有3档，具体分别为：满5000元减508元，共计2400张；满8000元减808元，共计1200张；满10000元减1008元，共计1000张。活动期间，每位消费者限领三档消费券中1张。线上版块消费券共有2档，具体分别为：满1000元减49元，共计8312张；满2000元减99元，共计4000张。每位消费者限在两档优惠中享受其中一档。使用场景方面，线下消费券可在cdf海口国际免税城、cdf海口日月广场免税店、cdf海口美兰机场免税店、全球精品(海口)免税城以及深免海口观澜湖

免税城核销，线上消费券可在“cdf 会员购海南商城”小程序、“GDF 会员购”小程序以及“深免集团会员购”小程序内核销。

资料来源：海南日报，澎湃新闻，海南在线，海南省人民政府官网，新华网，搜狐网，天风证券研究所

海南省交通运输能力和质量全面升级，利好离岛免税市场发展。根据《海南省“十四五”综合交通运输规划》，海南省将充分发挥交通先行官作用，“十四五”期间持续优化综合交通服务功能，基本形成“1431 交通出行圈”。**航空运输方面**，海口美兰机场二期于 2021 年 12 月 2 日正式通航投产，可保障美兰机场整体最高年旅客吞吐量达到 4500 万人次，其中新建 T2 航站楼可保障国际旅客年吞吐量达 800-1000 万人次。三亚凤凰国际机场国际航站楼于 2018 年 9 月正式启用，同时凤凰机场 T3 航站楼预计 2023 年开工，航站楼及配套项目建设完成后，凤凰机场生产保障能力将全面提升，整体旅客吞吐量可达 2700 万-3000 万人次/年，预计将有效缓解凤凰机场承运能力不足的问题。**轨道交通方面**，十四五期间规划建设洋浦至儋州铁路、规划研究海口至三亚中线铁路，至 2025 年实现高速环岛、海口和三亚之间 1.5 小时快速通达，高速铁路客运量 4000 万人次，强化岛内互通互联。同时，优先保障湛海高铁对外主通道建设，加速融入国家高速铁路网络。海南省加速运输服务能力和质量全面升级，岛内岛外互联互通水平有望显著提升，将进一步提高三亚旅游市场景气度，提升游客量，利好离岛免税市场发展。

图 41：海南省“十四五”综合交通运输规划



资料来源：海南省交通运输厅，天风证券研究所

我国旅游业和免税业发展预计长期向好。随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南自贸港建设加速实施，出入境及海南客源市场持续增长，加上国民的高品质消费需求仍然旺盛等利好因素，有望为免税行业未来发展带来新的机遇。

4. 交易影响：资源整合改善经营状况，旅游商业+旅游交通跨越式发展

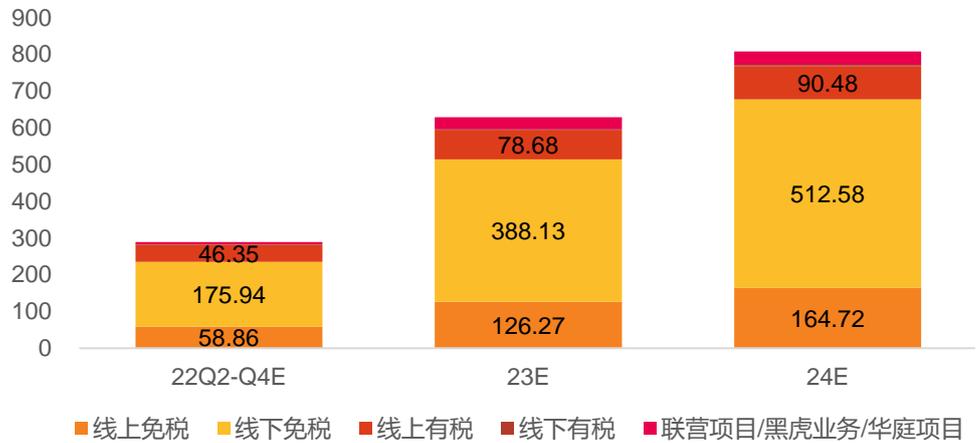
4.1. 免税收入将成主要收入来源，盈利能力和财务状况有望大幅改善

待交易完成后免税将成为海汽集团主要业务，改善集团盈利能力。2020 年以来海汽集团持续亏损，盈利能力较差。待交易完成后，海旅免税被纳入整体业务体系，免税业务收入将成为海汽集团主要收入、利润来源。海汽集团将充分利用和发挥免税业务注入所带来的整体业务快速发展机遇，协调海旅免税业务与现有业务的协同发展，实现互相促进、资源共享的良性互动，从而提高海汽集团的盈利能力和财务状况。

预计海旅免税营收将进一步增长，华庭项目将成为新增长点。海南八月份大规模疫情可能会对 2022 年三季度收入产生不利影响，但在海南省政府和公司的多种刺激消费的举措下，

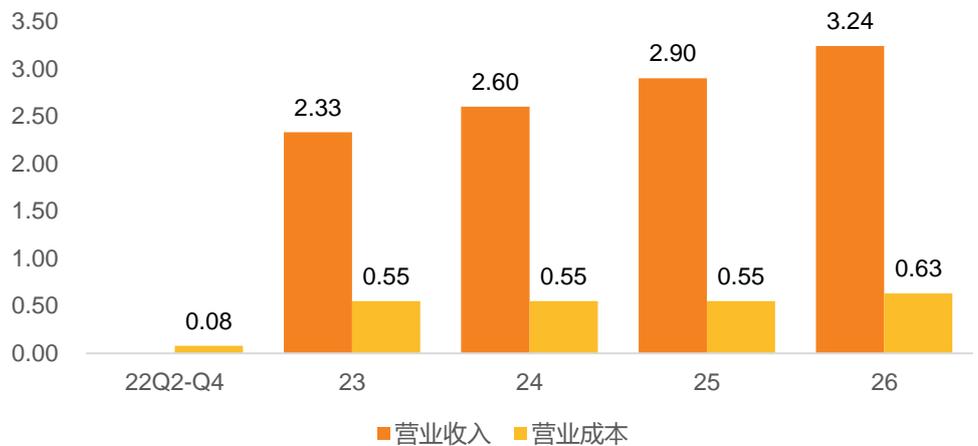
四季度收入有望回升。根据此次关联交易的财务顾问报告，预计 2022 年 Q2-Q4/2023 年/2024 年海旅免税营业收入分别为 28.86 亿元/62.8 亿元/80.8 亿元，其中线上免税收入分别为 5.9 亿元/12.6 亿元/16.5 亿元，线下免税收入分别为 17.6 亿元/38.8 亿元/51.3 亿元。同时，公司重点布局的华庭(奥莱)项目预计从 2023 年开始创造收入，2023 年/2024 年/2025 年/2026 年营业收入预测为 2.33/2.60/2.90/3.24 亿元。

图 42：海旅免税分业务收入预测（千万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

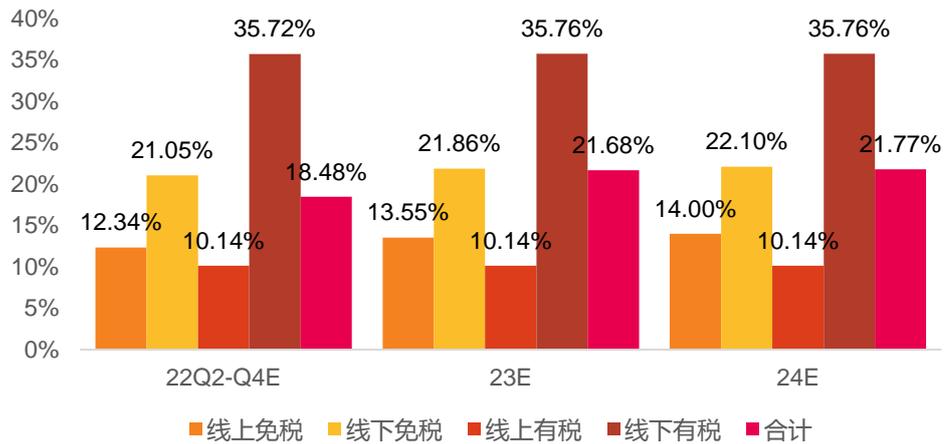
图 43：华庭项目营业收支预测（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着疫后生产生活有序恢复叠加海旅免税城经营逐步步入稳定，预计公司未来盈利能力或将有所改善。根据本次交易的独立财务顾问报告，预计 2022 年 Q2-Q4/2023 年/2024 年毛利率分别为 18.48%/21.68%/21.77%，其中线上免税 12.34%/13.55%/14.00%，线下免税 21.05%/21.86%/22.10%，线上有税 10.14%/10.14%/10.14%，线下有税 35.72%/35.76%/35.76%。

图 44：海旅免税分业务毛利率预测



资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次交易后将大幅提高公司收益。根据备考审阅报告，本次交易完成后 2021 年海汽集团基本每股收益将由-0.23 元/股提升至-0.14 元/股，2022 年 1-7 月基本每股收益由-0.15 元/股提升至 0.03 元/股；海汽集团 2021 归母净利润将由交易前的-0.72 亿元转为交易后-0.97 亿元，2022 年 1-7 月归母净利润将由交易前的-0.46 亿元转为交易后 0.18 亿元，扭亏为盈。

4.2. 旅游商业+旅游交通跨越式发展，打造海南旅游名片

打造免税商业综合企业集团，增强持续经营能力。本次交易后主营业务从传统客运转为免税商业综合企业集团，实现旅游交通、旅游商业跨越式发展。海汽将充分借助上市平台进一步推动免税快速发展，同时协调免税业务与现有业务的协同发展，将公司打造成为海南免税商业综合企业集团的代表。有利于进一步提升资产质量和盈利水平，有利于增强持续经营能力。

海汽现有业务资源将为免税发展注入强大动力。公司积极发展“交旅融合”与“运游结合”，创新文化和旅游发展新模式，2021 年积极承接海南国际旅游装备博览会、世界新能源汽车大会、三亚海岛音乐节、张信哲世界巡回演唱会等大型活动会务服务；拓展旅游产品线上销售渠道，2021 年推出酒店类产品 26 个、门票类产品 3 个；开发 15 条红色教育旅游精品线路、8 条研学线路、5 条免税购物定制线路产品，组织全域旅游和研学旅游团 2357 个、游客 76824 人次，红色教育旅游团 379 个、游客 15751 人次。我们认为公司现有业务的相关资源可以为免税产业的发展提供更多曝光度和大量潜在客源，有利于公司进行资源整合和协调，让现有业务与免税业务等方面协同发展。

5. 盈利预测和投资建议

5.1 海汽集团盈利预测

公司是海南客运龙头，积极拓展业务边界实现转型，疫情防控措施优化后业绩有望修复。公司业务覆盖汽车客运、汽车客运站运营、汽车综合服务、交通文旅业务，是海南客运龙头企业。公司旗下运营车辆多，覆盖网络全面，客运站点和汽车服务种类丰富，同时积极开展交通文旅业务，拓宽服务边界。2020 年以来疫情对客运需求造成较大影响，公司业绩受到冲击。随着疫情防控措施逐步优化，省内外客流不断恢复，预计 2023 年公司营业收入及业绩将得到修复，有望恢复到 2019 年疫前水平。

因此，以疫情前 19 年业绩为参照，根据不同业务具体情况展开假设，预计 22/23/24 年收入增速分别为-4%/77%/25%。

表 7: 海汽集团盈利预测

单位: 百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1040.71	628.08	732.12	706.11	1252.67	1565.25
yoy		-40%	17%	-4%	77%	25%
汽车客运	762.60	435.10	500.39	450.35	876.99	1105.77
yoy		-43%	15%	-10%	95%	26%
汽车综合服务	78.15	69.26	95.13	133.18	173.14	216.42
yoy		-11%	37%	40%	30%	25%
客运站经营	113.55	63.97	66.16	66.23	118.02	141.62
yoy		-44%	3%	0%	78%	20%
其他业务	86.40	59.76	70.44	56.35	84.53	101.44
yoy		-31%	18%	-20%	50%	20%
净利润	48.74	-99.01	-72.68	43.76	53.53	64.55
yoy		-303%	-27%	-160%	22%	21%

资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

5.2 备考盈利预测

引导海外消费回流成国家重要政策战略, 海南自贸港建设政策落地+双循环新发展格局形成, 海旅免税有望充分享受离岛免税相关政策红利。贝恩公司《2021 年中国奢侈品市场报告》显示, 尽管面临日益严峻的全球社会和经济挑战, 2021 年中国内地奢侈品市场继续保持两位数高速增长, 部分品牌增速超过 70%; 由于出境游受到影响, 大部分中国消费者依然选择在境内购买奢侈品。其中, 海南免税购物释放潜力、数字化进程逐步推进, 也进一步推动了中国境内奢侈品消费的增长。作为仅有的五家免税经营主体其中的新兴企业, 海旅免税迎来快速增长机遇, 将在国家消费回流中肩负重要责任, 充分享受政策红利。

假设华庭(奥莱生活馆)项目能在 2023 年如期开业并带来收益, 且企业享有的海南省自由贸易港所得税 15% 税收等优惠政策 2024 年到期能够延续, 预计海旅免税 22/23/24 营业收入同比增速分别为 73%/48%/29%, 预计净利润同比增速分别为 309%/208%/50%。

表 8: 海旅免税盈利预测

单位: 百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13.16	2442.59	4234.75	6284.82	8078.50
yoy		18460%	73%	48%	29%
毛利润	3.89	433.45	756.68	1362.50	1758.97
毛利率	30%	18%	18%	22%	22%
净利润	-53.04	-55.58	116.33	358.46	538.27
yoy		-5%	309%	208%	50%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

若本次交易顺利完成, 免税业务将成海汽集团主营业务, 随着公司逐步整合现有资源, 完成免税商业综合企业集团转型, 将带动长期业绩稳步提升。因此, 若考虑完成海旅免税的收购, 预计公司 22/23/24 归母净利润为 160.09/411.99/602.82 百万元, 23/24 分别同比增长 157%/46%。

表 9: 若考虑收购完成后的公司备考盈利预测

单位: 百万	2022E	2023E	2024E
营业收入	4940.86	7537.49	9643.75
yoy		53%	28%

毛利润	884.28	1675.29	2132.31
yoy		89%	27%
归母净利润	160.09	411.99	602.82
yoy		157%	46%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们选取了 A 股汽运相关可比公司作为参照，考虑到疫情影响减弱和海南旅游业发展前景，客运、旅游等相关业务未来业绩释放空间广阔，给予公司原有业务部分 2023 年 18 倍相对 PE 估值。同时，针对海旅免税相关业务，我们选取了 A 股免税相关龙头公司进行参照，海旅免税作为免税新运营商，发展空间广阔，差异化经营策略突出，给予相关业务 2023 年 55 倍相对 PE 估值。假设海旅免税收购事项顺利实施的话，备考目标市值为 207 亿元。

表 10：备考可比公司估值（截止 2023 年 2 月 14 日，Wind 一致预测）

证券代码	证券简称	PE(2022E)	PE(2023E)	PE(2024E)
汽运业务				
603209.SH	兴通股份	35.56	23.45	17.51
001205.SZ	盛航股份	25.91	18.16	13.70
免税业务				
601888.SH	中国中免	32.22	24.30	19.42
002163.SZ	海南发展	0.00	103.95	52.02

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

重大资产重组可能被暂停、中止或取消：公司重大资产重组协议签署之日至最终实施完毕存在一定时间跨度，期间市场环境可能发生实质变化从而影响公司、海南旅投和海旅免税的经营决策，海旅免税亦有可能出现无法预见的业绩大幅下滑，均可能导致相关交易被暂停、中止或取消。2023 年 1 月，由于申请文件所引用的财务数据接近到期，公司获准中止本次重组事项，未来能否获得核准及获得核准时间尚存在不确定性。

收购整合效果可能不及预期：重大资产重组后，公司业务规模、人员将进一步扩大，从传统客运业务转型为免税商业综合企业集团，是否能够有效整合海旅免税并充分发挥旅游客运和旅游商业协同优势存在不确定性。

疫后修复不及预期：受冠状病毒疫情影响，22 年 8 月海南地区免税店暂停营业，海旅免税城于 9 月 16 日重新开业。旅游相关消费对于疫情变化较为敏感，消费者旅游意愿与消费热情一定程度受到制约，若疫后恢复情况不及预期，免税消费将受到一定影响。

宏观经济下行：离岛免税主要面向出境游客，出境游通常客单价较高，与个人消费能力密切相关，若宏观经济存在下行风险，免税消费将受到一定制约。

行业竞争激烈：国家放开口岸出入境免税店经营限制，除公司外其他免税运营商也可参与竞标，公司虽然在运营能力、供应商谈判能力方面具有较强的竞争力，但仍面临行业竞争风险。

政策落地不及预期：离岛免税对象较为有限，若市内店政策未能放开，公司市内店增长预期将受到一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	351.56	244.03	667.96	1,205.17	1,303.07
应收票据及应收账款	71.01	90.20	42.98	220.10	102.77
预付账款	6.94	68.70	21.66	55.91	54.44
存货	22.95	23.31	15.00	50.24	32.88
其他	53.13	69.36	77.50	119.29	98.48
流动资产合计	505.59	495.60	825.09	1,650.71	1,591.64
长期股权投资	6.98	6.85	6.85	6.85	6.85
固定资产	846.93	771.54	619.21	466.88	314.55
在建工程	78.86	72.09	72.09	72.09	72.09
无形资产	219.00	226.45	220.76	215.07	209.39
其他	278.36	298.60	296.83	289.42	288.31
非流动资产合计	1,430.13	1,375.53	1,215.74	1,050.31	891.19
资产总计	1,935.72	1,871.13	2,040.83	2,701.03	2,482.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	216.17	164.57	167.29	414.78	299.84
其他	437.06	483.35	491.66	874.28	728.68
流动负债合计	653.23	647.91	658.95	1,289.06	1,028.52
长期借款	100.10	100.20	231.54	208.39	185.24
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	142.19	154.87	146.55	147.87	149.77
非流动负债合计	242.29	255.08	378.10	356.26	335.00
负债合计	902.63	914.98	1,037.05	1,645.33	1,363.52
少数股东权益	10.81	15.75	15.07	14.67	14.43
股本	316.00	316.00	316.00	316.00	316.00
资本公积	374.56	372.80	372.80	372.80	372.80
留存收益	311.76	237.11	280.87	334.40	398.95
其他	19.96	14.50	19.05	17.84	17.13
股东权益合计	1,033.09	956.16	1,003.78	1,055.70	1,119.31
负债和股东权益总计	1,935.72	1,871.13	2,040.83	2,701.03	2,482.83

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(99.01)	(72.68)	43.76	53.53	64.55
折旧摊销	182.59	171.93	158.02	158.02	158.02
财务费用	0.80	5.34	2.74	(0.82)	(6.31)
投资损失	(11.08)	0.16	(5.39)	(5.43)	(3.55)
营运资金变动	(69.68)	(153.37)	148.58	340.03	(114.19)
其它	17.70	30.25	(10.68)	1.27	1.98
经营活动现金流	21.32	(18.36)	337.03	546.59	100.50
资本支出	173.79	77.84	8.32	(1.32)	(1.89)
长期投资	(28.54)	(0.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(310.96)	(259.20)	16.41	3.59	1.11
投资活动现金流	(165.71)	(181.49)	24.74	2.27	(0.78)
债权融资	101.42	104.21	57.61	(10.43)	(1.12)
股权融资	(4.56)	(7.23)	4.55	(1.21)	(0.71)
其他	(11.91)	(5.10)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	84.95	91.88	62.16	(11.64)	(1.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(59.45)	(107.97)	423.93	537.22	97.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	628.08	732.12	706.11	1,252.67	1,565.25
营业成本	594.77	628.56	578.51	939.88	1,191.91
营业税金及附加	9.12	13.39	10.46	19.38	24.68
销售费用	7.22	8.94	7.51	14.34	17.89
管理费用	153.24	180.80	160.80	219.22	262.02
研发费用	0.00	0.00	0.03	0.05	0.05
财务费用	(0.87)	2.16	2.74	(0.82)	(6.31)
资产/信用减值损失	(1.53)	(3.95)	(2.68)	(2.72)	(3.12)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(10.00)	1.67	2.22
投资净收益	11.08	(0.16)	5.39	5.43	3.55
其他	(67.09)	(36.24)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(77.84)	(61.38)	(61.21)	65.01	77.66
营业外收入	3.06	5.15	120.00	5.02	5.36
营业外支出	7.18	2.27	6.25	5.24	4.59
利润总额	(81.96)	(58.51)	52.53	64.79	78.43
所得税	17.05	14.18	9.46	11.66	14.12
净利润	(99.01)	(72.68)	43.08	53.13	64.32
少数股东损益	1.89	(0.90)	(0.68)	(0.40)	(0.24)
归属于母公司净利润	(100.90)	(71.79)	43.76	53.53	64.55
每股收益(元)	(0.32)	(0.23)	0.14	0.17	0.20

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-39.65%	16.56%	-3.55%	77.40%	24.95%
营业利润	-199.24%	-21.14%	-0.28%	-206.20%	19.47%
归属于母公司净利润	-298.89%	-28.86%	-160.96%	22.32%	20.59%
获利能力					
毛利率	5.30%	14.15%	18.07%	24.97%	23.85%
净利率	-16.06%	-9.81%	6.20%	4.27%	4.12%
ROE	-9.87%	-7.63%	4.43%	5.14%	5.84%
ROIC	-20.76%	-14.60%	-7.90%	17.44%	-30.98%
偿债能力					
资产负债率	46.63%	48.90%	50.81%	60.91%	54.92%
净负债率	-24.30%	-3.88%	-39.92%	-89.91%	-94.21%
流动比率	0.77	0.75	1.25	1.28	1.55
速动比率	0.73	0.72	1.23	1.24	1.52
营运能力					
应收账款周转率	9.04	9.08	10.60	9.52	9.70
存货周转率	30.87	31.65	36.87	38.40	37.66
总资产周转率	0.31	0.38	0.36	0.53	0.60
每股指标(元)					
每股收益	-0.32	-0.23	0.14	0.17	0.20
每股经营现金流	0.07	-0.06	1.07	1.73	0.32
每股净资产	3.24	2.98	3.13	3.29	3.50
估值比率					
市盈率	-90.82	-127.66	209.41	171.19	141.96
市净率	8.96	9.74	9.27	8.80	8.29
EV/EBITDA	135.07	64.52	82.82	35.25	33.63
EV/EBIT	-53.69	-42.90	-152.29	118.26	104.77

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com