

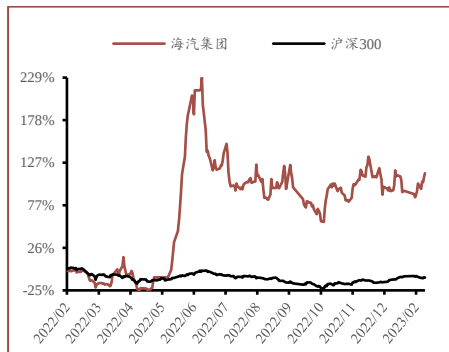
拟注入海旅免税，汽运免税携手前行

■ 证券研究报告

投资评级:买入(首次)

基本数据	2023-02-10
收盘价(元)	28.51
流通股本(亿股)	3.16
每股净资产(元)	2.66
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
 liyb@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **岛内容运龙头，汽运业务复苏在即：**海汽集团深耕行业多年，专注汽车客运、客运站运营、汽车综合服务等多类业务。以公路客运量计算，2021 年海汽集团实现公路客运量 2673 万人次，岛内市占率 55.0%。随防控政策调整，以三亚、海口为代表的城市客流恢复情况较为理想，春节前后两周机场进港客流分别为 54.56 万人、56.32 万人，分别恢复至 2019 年同期水平的 101.68%、92.69%，需求端改善有望带动业务利润释放。
- ❖ **海旅免税小而美，差异化运营保障后续盈利能力：**海旅免税主打高性价比模式，折扣力度相对较大（过往曾有单件 7 折活动），高折扣策略下 2022Q1 年市占率自 2021 年 3.5% 提升至 7.5%。自区位来看，海旅免税城毗邻三亚千古情，协同海汽客运业务高市占率，有效捕捉团客、散客等价格敏感客群。招商方面，海旅免税聚焦长尾市场，布局部分小众品牌，据海汽集团公告，海旅免税自拉格代尔采购比例已下降至 72.5%。随后续直采品牌放量，毛利率改善有望驱动利润释放。
- ❖ **中止系财务数据到期，对公司基本面无显著影响：**2023 年 1 月 19 日，海汽集团公告申请中止发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。此次中止原因系相关财务数据临近到期，需对相关财务数据加期审计；加之尚有相关事项需要进一步的完善和落实，故预计无法在规定时间内提交一次反馈意见回复的相关材料。此次中止为证监会正常行政许可实施程序，我们认为对本次重组不会产生重大不利影响。
- ❖ **投资建议：**海旅免税城处于高速成长期，叠加汽运业务复苏有望保障基础客流水平，我们认为后续利润释放或较为理想。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.43/0.71/1.05 亿元，分别对应 PE 210.0/127.5/85.8 X；以资产注入后计算，预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 1.63/5.21/7.75 亿元，分别对应 PE 138.1/43.2/29.0 X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**离岛免税销售不及预期；海南客流恢复不及预期；资产注入进展不及预期。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	629	732	1022	1130	1193
收入增长率 (%)	-39.76	16.37	39.66	10.53	5.56
归母净利润 (百万)	-98	-72	43	71	105
净利润增长率 (%)	-299.52	26.79	159.77	64.64	48.66
EPS (元/股)	-0.31	-0.23	0.14	0.22	0.33
PE	-73.90	-63.22	209.98	127.54	85.79
ROE (%)	-9.60	-7.63	4.36	6.70	9.06
PB	7.09	4.89	9.16	8.55	7.77

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	重组前：深耕客运七十余载，稳居海南客运龙头.....	5
1.1	海汽集团深耕客运主业，挖掘存量资源发挥区位优势.....	6
1.1.1	汽车客运业务：积极构筑全方位道路客运服务体系.....	8
1.1.2	客运站业务：独享海南省二级以上客运站的运营权.....	9
1.1.3	汽车综合服务业务：顺应行业趋势切入汽车服务新赛道.....	10
1.2	后疫情时代客流强势回暖，经营业绩有待复苏.....	11
2	重组后：转型综合旅游业务，打造海南旅游名片.....	14
2.1	海旅免税简介：离岛免税新秀，四大业务联动发展.....	14
2.2	离岛免税政策红利释放，免税格局一超多强.....	15
2.3	采取差异化采销模式，业绩表现亮眼.....	17
2.4	品类布局持续优化，盈利改善未来可期.....	20
3	重组计划：海汽集团拟全资收购.....	23
3.1	海汽集团拟收购海旅免税，向免税旅游综合服务提供商升级.....	23
4	盈利预测及投资建议.....	26
5	风险提示.....	28

图表目录

图 1. 2017-2021 年海南省公路客运量.....	5
图 2. 2017-2021 年海南省公路客运周转量.....	5
图 3. 海南各营运商营运车辆占有率（2016）.....	6
图 4. 2017-2021 年海汽集团市占率.....	6
图 5. 2017-2021 年海汽集团营业收入.....	7
图 6. 2017-2021 年海汽集团归母净利润.....	7
图 7. 2017-2021 年海汽集团各业务收入额.....	7
图 8. 2017-2021 年海汽集团各业务收入占比.....	7
图 9. 2017-2021 年海汽集团期间费用率.....	8
图 10. 2017-2021 年海汽集团净利率.....	8
图 11. 海汽集团营运车辆数.....	8
图 12. 海汽集团客运班线数.....	8

图 13. 2017-2021 年汽车客运业务收入.....	9
图 14. 2017-2021 年汽车客运业务毛利率.....	9
图 15. 海汽集团客运汽车站分布.....	9
图 16. 2017-2021 年海汽集团汽车客运站数.....	9
图 17. 2017-2021 年客运站业务经营收入.....	10
图 18. 2017-2021 年客运站业务经营毛利率.....	10
图 19. 2017-2021 年汽车综合服务业务收入.....	10
图 20. 2017-2021 年汽车综合服务业务毛利率.....	10
图 21. 2019-2022 年海南省客流量.....	11
图 22. 海汽文旅新业态.....	12
图 23. 三亚海岛音乐节.....	12
图 24. 海旅免税股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	14
图 25. 海旅免税历史沿革.....	15
图 26. 海旅免税与新罗免税战略合作签约仪式.....	17
图 27. 乐购仕三亚海旅免税城店铺.....	17
图 28. 海旅免税城外观.....	18
图 29. 海旅免税城地理位置优越.....	18
图 30. 海旅免税微信小程序.....	18
图 31. 海旅免税推出会员购.....	18
图 32. 公司营业收入主要来源于离岛免税业务.....	19
图 33. 离岛免税业务经营利润及经营利润率.....	19
图 34. 海汽集团重组示意图.....	23
图 35. 向海旅投定增前后海汽集团股权结构变化.....	24
表 1. 海南自贸港免税政策汇总.....	12
表 2. 海旅免税布局四大业务板块.....	14
表 3. 离岛免税政策调整汇总.....	16
表 4. 共 7 家经营主体取得海南离岛免税牌照（截至 2022 年 12 月）.....	16
表 5. 各运营商折扣统计（2022 年 12 月）.....	19
表 6. 海旅免税营收情景测试.....	21
表 7. 海旅免税毛利率综合测算.....	21
表 8. 海汽定增规划拆解及海南海旅免税当前市值.....	25
表 9. 海旅免税可比估值分析（依不同情景进行假设）.....	25

表 10. 营收拆分（假设免税资产并入）	26
表 11. 盈利预测（未考虑免税资产注入）	27
表 12. 盈利预测（假设免税资产注入）	27

1 重组前：深耕客运七十余载，稳居海南客运龙头

海汽集团成立于 1951 年，于 2016 年 7 月挂牌上市，背靠海南省国资委和海南省运输厅，是目前唯一一家覆盖海南全省客运网络的道路运输企业，业务涵盖汽车客运、汽车场站的商业开发与经营、汽车综合服务等。

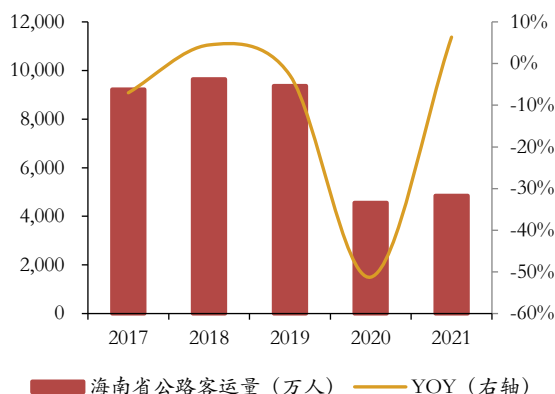
现代综合运输体系日趋健全，传统道路客运行业步入转型期。

在我国居民收入水平增长的驱动下，近年高铁及民航运输高速发展，私家车普及率稳步提升，道路客运在综合运输体系中的市场地位由“支撑性”向“辅助性”转变。2017-2019 年，海南公路客运量由 9224.00 万人小幅增长至 9636.79 万人，同期海南公路客运周转量由 70.74 亿人公里小幅增长至 73.66 亿人公里。为了更好地迎合个性化、多元化的市场需求，适应时代发展，道路客运行业发展迈入高质量转型阶段，不断向高品质、个性化、多元化方向延伸。

疫情影响下海南公路客运大规模缩减，未来增量空间大。

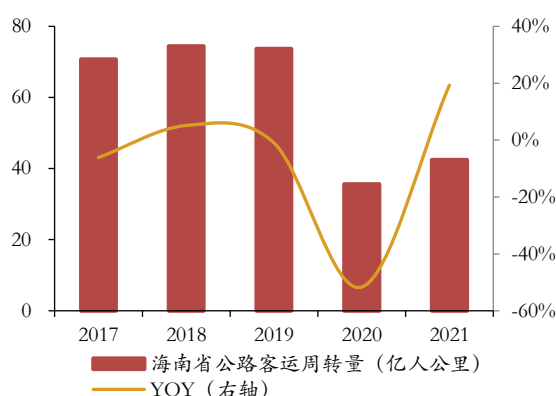
新冠疫情局部反复对道路客运企业造成一定影响。2020 年海南公路客运量锐减 51.3%至 4565.59 万人，海南公路客运周转量下滑 51.7%至 35.61 亿人公里，行业需求短期承压。2021 年由于疫情缓和，海南公路客运行业有所回暖，客运量及客运周转量均有明显回升，呈现强韧性。随防疫政策调整及海南自贸港政策制度体系驱动，海南汇集人流、物流、资金流、信息流，交通运输业需求端改善有望驱动行业体量增长。

图1.2017-2021 年海南省公路客运量



数据来源：wind，财通证券研究所

图2.2017-2021 年海南省公路客运周转量

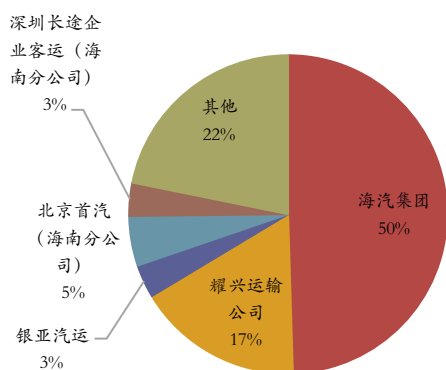


数据来源：wind，财通证券研究所

海南汽运龙头，疫情影响下市占率持续提升。

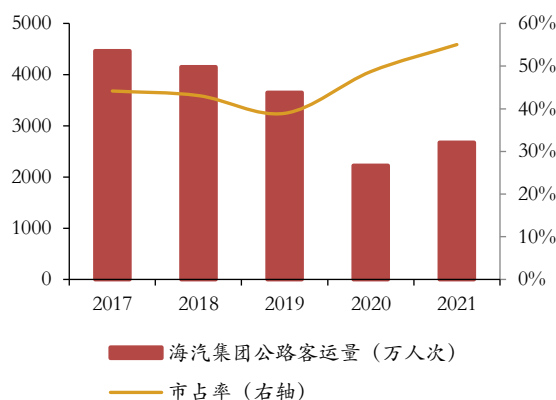
海南省道路客运市场经营主体呈现数量多、规模小、集中度低的特点，县内道路客运市场竞争激烈，市县际、省际道路客运市场的行业竞争主要来自少数规模较大的道路客运企业。根据海汽集团招股说明书，2016 年海南全省拥有三级资质以上的道路客运企业 30 家，其中一级资质 3 家（分别为海汽集团以及享受母公司资质的深圳市长途汽车客运有限公司海南分公司、北京首汽集团股份有限公司海南分公司），二级资质 17 家，三级资质 10 家。海汽集团道路客运网络覆盖海南省 18 个县市，在海南省道路客运市场中保持主导地位，2020 及 2021 年市占率分别逆势回升至 48.7%、55.0%。随着行业尾部持续出清，海汽集团优势地位有望进一步凸显。

图3.海南各营运商营运车辆占有率（2016）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4.2017-2021 年海汽集团市占率



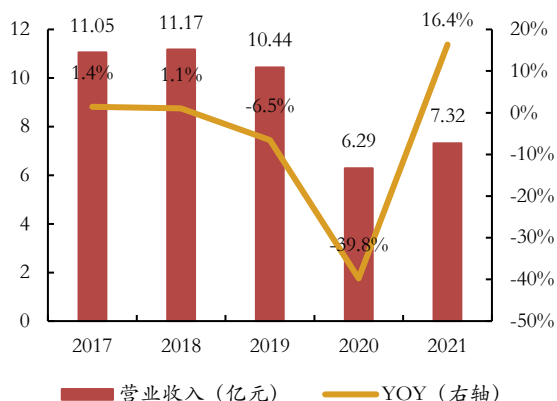
数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

1.1 海汽集团深耕客运主业，挖掘存量资源发挥区位优势

疫情期间营收端承压。2017-2019 年，海汽集团营业收入稳定在 11 亿元上下，归母净利润在基本处于 0.5 亿元上下。2020 年，受新冠疫情影响，企业营业收入下降 39.8%至 6.29 亿元，归母净亏损 0.98 亿元。海汽集团积极采取系列措施应对，加快转型升级，在培育和发展道路客运新业务的同时，加快推动新业务培育和发展，2021 年营业收入逆势增长 16.4%至 7.32 亿元，归母净利润减亏 0.26 亿元。

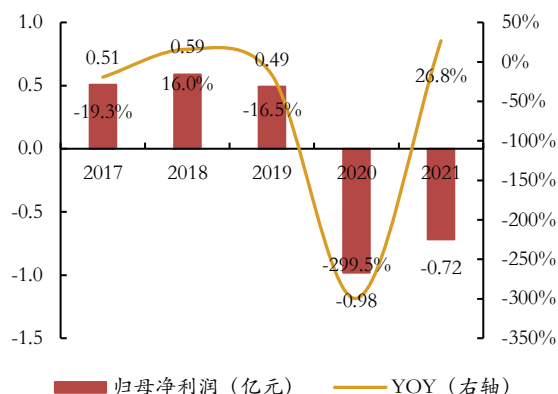
2023 年 1 月 30 日，公司发布 2022 年年度业绩预盈公告，预计 2022 年实现归母净利润 3000 万到 4500 万元，同比扭亏为盈，2022 年公司积极开展燃油销售及、校车服务、城乡一体化等业务取得良好效益且在疫情期间积极投入大量车辆及人员执行政府部门的应急保障运输任务并取得相关运费收入，在一定程度上减缓公司业绩的下滑。公司 2022 年扭亏为盈的主要原因系政府有偿收回海口汽车南站土地及地上资产，该项资产处置增加公司当年净利润约 1.2 亿元左右。

图5.2017-2021 年海汽集团营业收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6.2017-2021 年海汽集团归母净利润

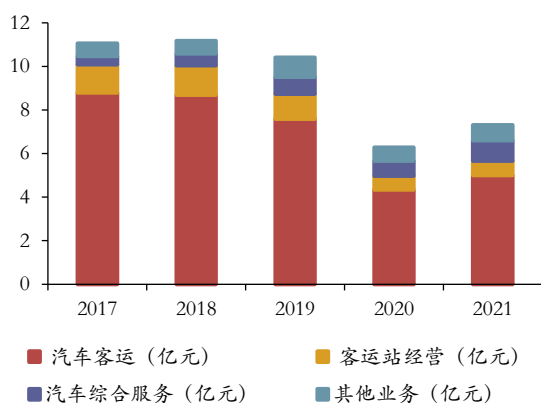


数据来源：公司公告，财通证券研究所

汽运业态持续丰富，有望赋能免税业务发展

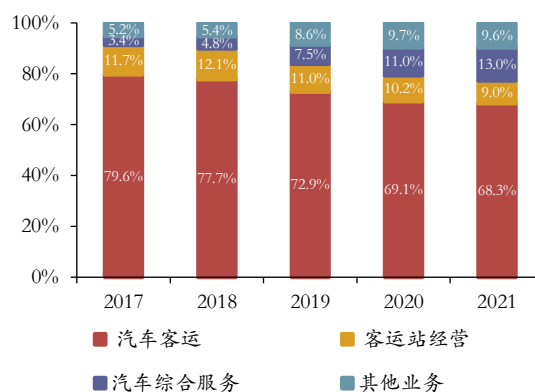
当前公司业务主要包括汽车客运、汽车场站的商业开发与经营、汽车综合服务业务，其中汽车客运业务是公司最主要的盈利来源，占据总营业收入约七成，2017-2021 年客运站业务收入占比由 11.7%下滑至 9.0%，随后续海南客流修复及入岛团客占比提升，汽车客运业务及相关业务有望迎来修复。同时，公司不断挖掘存量资源，丰富多元业务矩阵，汽车综合服务业务收入由 2017 年占比 3.4%增长至 2021 年 13.0%，多元化业务形成业绩增量。海旅免税注入后，有望与原业务产生协同效应，保障海旅免税基础客流。

图7.2017-2021 年海汽集团各业务收入额



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图8.2017-2021 年海汽集团各业务收入占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

期间费用率被动拉高，净利率迎来拐点。近年来，公司不断精简劳务，大幅优化员工结构，致使辞退福利增加，管理费用从2017年15.2%攀升至2021的24.4%，我们认为该费用为一次性费用，且对长期形成一定利好。同时，为进一步加强集

团影响力，公司加大宣传营销力度，创新推广方式，打造集微信、抖音、官方网站于一体的新媒体矩阵，宣传费用率短期上行。2021 年盈利能力已形成良好拐点，随着人员结构的不断优化及集团内部资源的不断整合同步推进，乙类乙管后，客运业务恢复预期有望持续兑现。

图9.2017-2021 年海汽集团期间费用率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图10.2017-2021 年海汽集团净利率

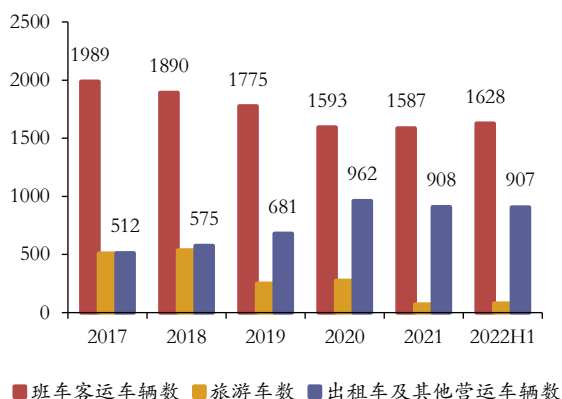


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.1.1 汽车客运业务：积极构筑多方位道路客运服务体系

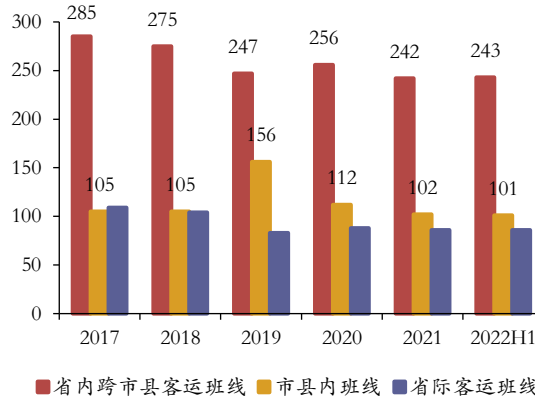
调整优化传统客运业务，精简客运营运规模。近年来，海汽集团不断优化调整优化班线客运线路、车型及经营模式，加快闲置存量消化，严控新购车辆、节约运营成本。截至2022H1，公司营运车辆共有2612辆，其中班线客运车辆1628辆、旅游车79辆、出租车244辆、校车183辆、公交车292辆、其他车辆188辆。同时，海汽集团注重整合线路资源，减少内耗，提高整体效益。截至2022H1，拥有省内跨市县客运班线243条，市县内班线101条，省际客运班线86条。疫情管控政策调整后，海南客流回升有望带动营运车辆数回升，供需两旺驱动营收端增长。

图11.海汽集团营运车辆数



数据来源：公司公告，财通证券研究所

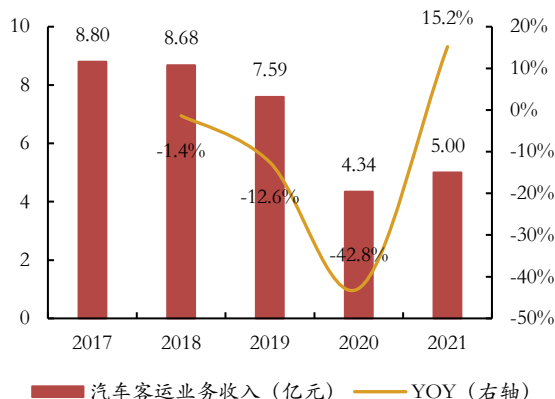
图12.海汽集团客运班线数



数据来源：公司公告，财通证券研究所

布局新型客运业务，客运业务弹性回升。海汽集团在已有服务基础上构筑起班车客运、定制化客运、城乡公交一体化、校车服务、汽车租赁、出租车客运、旅游客运等多方位的道路客运服务体系，公司客运业务业绩弹性回升。2021 年公司汽车客运业务收入回暖，同比增长 15.2%；同时，客运业务毛利率由 2020 年 5.1% 回升至 10.3%。2022 年，海汽集团进一步开拓新型客运业务，推进租包车、定制客运、校车服务、网约车的布局。随着多方位道路客运服务体系的完善，企业客运业务有望回暖。后续需求端有望持续改善，营收及毛利率有望形成双击过程。

图13.2017-2021 年汽车客运业务收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图14.2017-2021 年汽车客运业务毛利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.1.2 客运站业务：独享海南省二级以上客运站的运营权

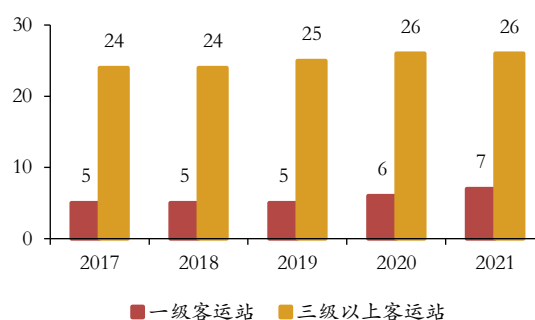
客运站经营作为公司开展客运业务的支点和载体，为公司另一大主营业务。2021 年末，公司拥有三级以上汽车客运站 26 个（其中一级车站 7 个），分布在海南省各主要县市，在道路运输业中发挥重要的枢纽作用。目前，海南省二级以上的全部客运站均由公司独家运营。为充分发挥各客运场站的人员聚集和商业辐射带动作用，公司加大了汽车场站的开发力度，充分利用汽车场站资源，开展多种商业综合经营，积极进行包括房屋租赁、场地租赁等业务的商业性综合开发，提升客运站的服务功能和经济效益。

图15.海汽集团客运汽车站分布



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图16.2017-2021 年海汽集团汽车客运站数



数据来源：公司公告，财通证券研究所

客运站经营业务收入及毛利率回暖，未来成长空间广阔。

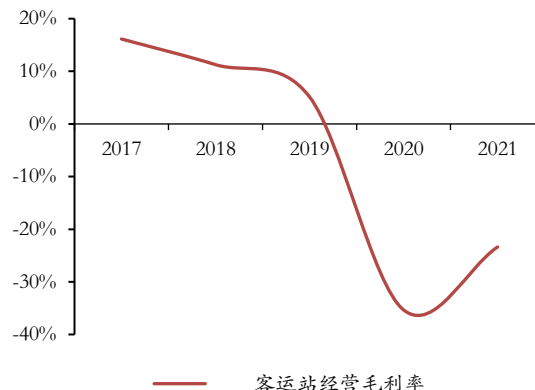
受国内疫情反复影响，2020 及 2021 年客运站经营收入端承压，毛利率下行态势明显，我们认为摊折成本高刚性所致。随后续营收端恢复叠加疫情期间控本降费工作形成长期利好，我们认为 2023 年客运站业务盈利能力有望回暖。

图17.2017-2021 年客运站业务经营收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图18.2017-2021 年客运站业务经营毛利率

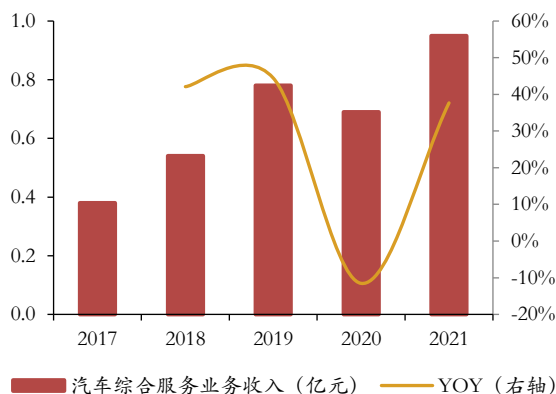


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.1.3 汽车综合服务业务：顺应行业趋势切入汽车服务新赛道

乘新能源之风，汽车综合服务业务高速增长。近年来，海汽集团抢抓国家扩大汽车消费的机遇，以“车辆”为中心，形成有效的汽车产业上下游业务联动机制，积极拓展新能源充电站服务、汽车及燃料销售、汽车维修与检测等汽车综合服务业务。该业务收入增长势能强，自 2017 年 0.38 亿元增长至 2021 年 0.95 亿元，CAGR 达 25.7%，毛利率自 2017 年 14.8%波动上升至 2021 年 24.0%。目前，公司在各市县共有 18 个汽车维修厂、3 个汽车检测站、10 个加油站、12 个新能源充电站。2022 年上半年，海汽集团大力拓展油料业务，加速新能源充电网络布局，并推进汽车贸易服务业务，盈利能力具有进一步提升空间。

图19.2017-2021 年汽车综合服务业务收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图20.2017-2021 年汽车综合服务业务毛利率

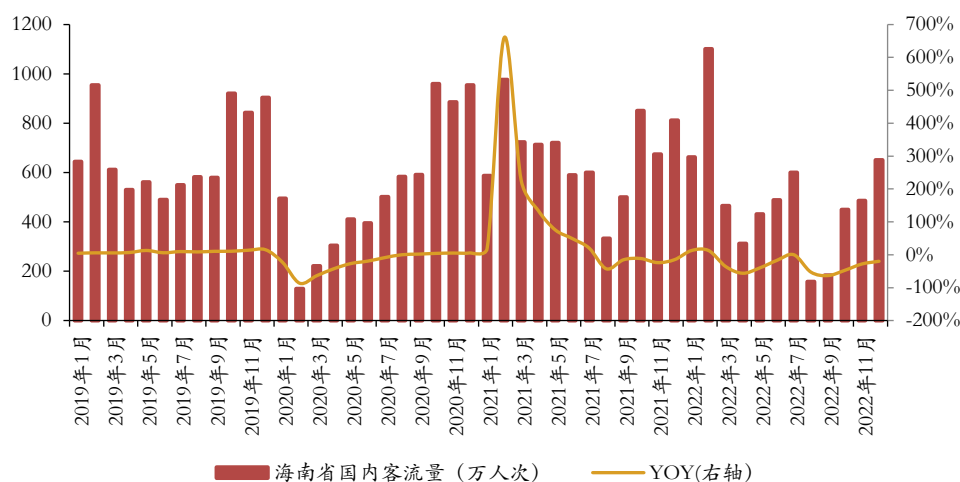


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 后疫情时代客流强势回暖，经营业绩有待复苏

客运业务有望迎来修复区间。海南省疫情后客流恢复符合预期，2022年2月海南省接待游客总人数达1103.21万人次，与上年同期相比增长12.8%。12月以来，海南多个市县陆续发布关于调整省外来(返)人员疫情防控管理措施的通告，对省外来(返)人员不再实施分类管理，疫情防控政策调整给海汽集团客运业务复苏传递积极信号。虎年腊月第3、4周及兔年正月第1、2周，海南三机场进港旅客数恢复至2019年同期92.73%/94.44%/99.22%/89.50%，客流高速恢复预期下，需求端改善有望带动传统客运业务。

图21.2019-2022年海南省客流量



数据来源：海南省文旅厅，财通证券研究所

乘势而上，新业务步入快车道。

为应对旅游客运牌照放开后竞争加剧的挑战，公司着力开拓新型客运业务，着力开拓新型客运业务，采取“车头向下”“车路趋宽”策略，传统道路客运由城市奔向农村，将定制客运、网约车等新业务模式复制推广到各市县，同时切入海口、三亚南北两大机场客流“高地”和地面交通，构建“两地六网”业务新格局。除此之外，公司积极培育文旅业态，发展“交旅融合”与“运游结合”，创新文化和旅游发展新模式；承接海南国际旅游装备博览会、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，推出定制线路产品。

图22.海汽文旅新业态



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图23. 三亚海岛音乐节



数据来源：HNTA 海南省旅游协会，财通证券研究所

海南自贸港封关建设打开客运业务新增量空间。

据《关于海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》，2025 年海南自贸港封关后，对岛内进口用于交通运输、旅游业的营运运用交通工具，实行零关税正面清单，降低公司相关成本费用。同时，海南省凭借灵活的签证制度、便利的出入境管理，以及海南得天独厚的旅游资源和 10 万/人/年的免税购物额度，成为更多旅客或投资者的目的地或中转点，为公司客运业务带来优质市场资源。

表1.海南自贸港免税政策汇总

时间	政策名称	政策内容
2020 年 6 月 23 日	《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》	对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15% 的部分予以免征。
2020 年 6 月 23 日	《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》	对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。离岛旅客每年每人免税购物额度为 10 万元，不限次；扩大免税商品种类，增加电子消费产品等 7 类消费者青睐商品；仅限定化妆品（30 件）、手机（4 部）和酒类（合计不超过 1500 毫升）商品的单次购买数量；具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。
2020 年 6 月 29 日	《海南自由贸易港建设总体方案》	对符合条件的海南自贸港企业进口自用的生产设备，除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品，以及本通知所附《海南自由贸易港“零关税”自用生产设备负面清单》所列设备外，免征关税、进口环节增值税和消费税。
2021 年 3 月 4 日	《关于海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》	

2021 年 7 月 8 日

《关于海南自由贸易港进出岛航班加注保税航油政策的通知》

全岛封关运作前，允许进出海南岛国内航线航班在岛内国家正式对外开放航空口岸加注保税航油，对其加注的保税航油免征关税、增值税和消费税，自愿缴纳进口环节增值税的，可在报关时提出。

2022 年 2 月 14 日

《关于调整海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》

对《关于海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》第二条所指生产设备，增列旋转木马、秋千及其他游乐场娱乐设备等文体旅游业所需的生产设备。

数据来源：海南省人民政府，财通证券研究所

2 重组后：转型综合旅游业务，打造海南旅游名片

2.1 海旅免税简介：离岛免税新秀，四大业务联动发展

海南旅投免税品有限公司（以下简称“海旅免税”）成立于 2020 年 8 月，注册资本 5 亿元，是经国务院同意、海南省政府批准允许在海南省范围内经营免税品业务的国有独资企业，截至目前已发展成为中国第二大免税运营商。公司核心业务为海南离岛免税业务，依托三亚海旅免税城而展开。此外也包括海南免税会员购业务、跨境电商、奥特莱斯等业务。

表2.海旅免税布局四大业务板块

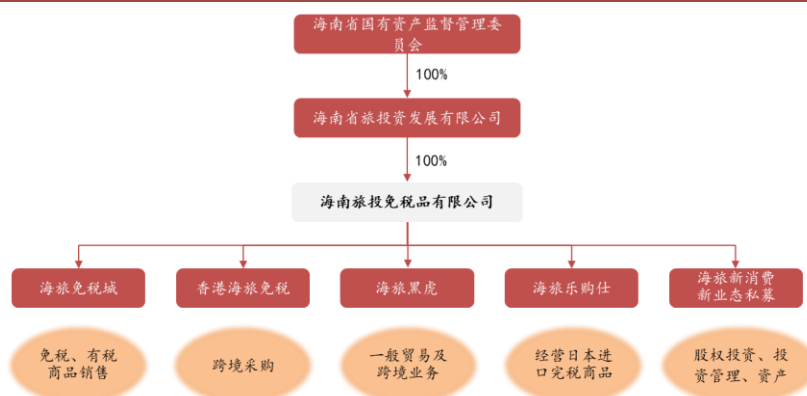
业务板块	离岛免税	会员购（线上有税）	跨境电商	奥特莱斯
依托平台	三亚海旅免税城	微信小程序、抖音号	美好生活线上平台、线下体验店	奥莱生活广场（2023 年开业）
				
商品品类	逾 900 个品牌	约 831 件商品（抖音）		预计 180 个商铺
客户群体	三亚离岛游客	海旅免税会员	全网消费者	三亚消费者

数据来源：公司公告、海旅免税城会员购抖音号、美好生活跨境电商小程序，财通证券研究所

商品品类数据为财通证券研究所自行统计，数量可能与官方口径有所差异，以官方公布数据为准。

背靠海南省国资委，布局旅游零售全产业链。海旅免税由海南省旅游投资发展有限公司（以下简称“海旅投”）全资控股，实际控制人为海南省国资委。海旅免税下设五家子公司，分别为：海旅免税城，负责免税、有税商品销售；香港海旅免税，负责跨境采购；海旅黑虎科技，负责一般贸易及部分跨境业务；海南乐购仕，主要经营日本进口完税商品业务；海旅新消费新业态私募，负责股权投资、投资管理、资产管理等。子公司业务涉及旅游零售全产业链，通过相互协同能有效提高资源配置效率。

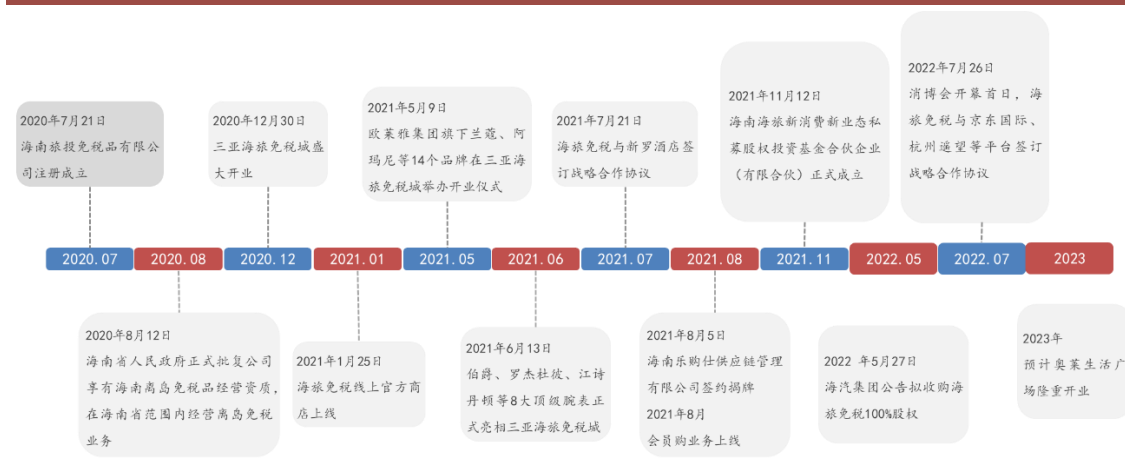
图24.海旅免税股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



数据来源：wind，财通证券研究所

免税新政落地后2个月内拿到牌照，两年余时间迅速成长。海旅免税成立于2020年7月21日，2020年8月12日顺利拿到海南离岛免税品经营资质。此后，在不断扩充SKU的同时，海旅免税布局线上免税会员购业务，作为免税线下商城的有效补充。日前，奥莱生活广场项目正在火热招商中，预计将于2023年隆重开业。

图25.海旅免税历史沿革



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 离岛免税政策红利释放，免税格局一超多强

海南自贸港建设和双循环新发展格局下，政策频发利好离岛免税。2020年6月1日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，明确提出大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，并赋予海南免税购物等一系列支持政策。

疫情反复大背景下，十三五明确提出“积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心。”十四五明确提出“加快推进免税购物、国际医疗、留学海南三大品牌建设，积极承接海外消费回流”。预计2025年海南省有望吸引境外就医回流50万人次，吸引国际教育消费300亿元、回流5万人，离岛免税品贸易实现倍增。

同时，国内免税政策红利尽显，适用对象不断放开，免税品牌品类逐步增加至45类，离岛免税购物限制提升至10万元，为海旅免税发展提供契机。

表3.离岛免税政策调整汇总

发布时间	适用对象	品类限制	购物次数及限额
2011 年 3 月	年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	首饰、化妆品、手表等 18 个大品类	非岛内居民每人每年 2 次，岛内居民每人每年 1 次，单次限额 5000 元
2012 年 10 月	年龄放宽至 16 岁及以上	大品类增加至 20 类	购物限额增加至 8000 元
2015 年 2 月	-	大品类增加至 37 类	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
2016 年 1 月	-	-	非岛内居民购物限额提升至 1.6 万元
2017 年 1 月	铁路离岛旅客纳入购物政策		
2018 年 11 月	-	大品类增加至 38 类	离岛旅客（包括岛内居民）购物限额提升至 3 万元
2018 年 12 月	轮船离岛旅客纳入购物政策	-	
2020 年 6 月	-	大品类增加至 45 类	离岛旅客（包括岛内居民）购物限额提升至 10 万元

数据来源：商务部、财政部、国家税务总局、海关总署，财通证券研究所

海旅免税于 2020 年 8 月获离岛免税经营牌照。

2011 年国家实施海南离岛免税政策，并于 2011 年 4 月授予中国中免海南离岛免税牌照。此后几年海南免税市场中国中免市占率位置高位。2020 年以来，海南离岛免税经营主体进一步增加。截至目前，共计 7 家经营主体取得海南离岛免税牌照，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。目前，海南离岛免税呈现一超多强的局面。

表4.共 7 家经营主体取得海南离岛免税牌照（截至 2022 年 12 月）

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

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.3 采取差异化采销模式，业绩表现亮眼

采购模式：旅游零售商战略合作+品牌直接采购，打造供应链优势。

考虑到国际旅游零售商奢侈品的品牌资源和产品渠道优势，海旅免税于2020年8月与拉格代尔签署招商合约。根据公司公告，2020年、2021年和2022年1-7月，海旅免税向国际旅游零售商拉格代尔采购额占采购总额的比例分别为62.4%、77.5%、72.5%。

同时，为有效改善后续毛利水平，公司积极拓展其他供应渠道。2021年7月21日，海旅免税与（株）韩国新罗酒店公司（简称“新罗酒店”）开启战略合作协议。根据协议，双方将利用各自优势，在商品供应链、品牌孵化、人才培养等方面，开展全方位、多层次的战略合作，充分发挥协同作用，联手开拓海南及境外免税市场。

乐购仕（LAOX）是目前日本排名第一的免税运营商，具备丰富的免税商品采购渠道、店铺运营经验和成熟的管理团队。其致力于在供应链打造优质的线上、线下免税品销售服务体系，通过创新发展模式，增强消费者购物体验。日前，LAOX 现已进驻三亚海旅免税城负一楼，以乐购仕精选 LAOX SELECT 的身份与三亚海旅免税城相辅相成，门店为广大市民、游客带来丰富的日系小家电、美妆、洗护、酒水等进口商品。

图26.海旅免税与新罗免税战略合作签约仪式



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图27.乐购仕三亚海旅免税城店铺



数据来源：免税零售专家公众号，财通证券研究所

销售模式：线下免税城+线上商城双布局，全方位满足消费者购物需求。

线下免税方面，三亚海旅免税城作为高端旅游零售综合体，地理位置优越，整体经营面积达9.5万m²，开业一年实现整体店铺开业率96%，2021年全年接待顾客240万余人。为消费者提供更多更好的购物需求，三亚海旅免税城始终根据市场动向及消费者喜好需求，引进更多国际知名一线品牌，同时关注并吸纳国际新晋热门品牌入驻，以扩大海南免税品牌影响力。截至2022年9月，海旅免税吸引共929个国际知名品牌入驻。区别于三亚海棠湾度假+零售模式，海旅免税城毗邻三亚千古情，协同汽车传统业务聚焦旅行客及度假客，与中免进行错位竞争。

图28.海旅免税城外观



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图29.海旅免税城地理位置优越



数据来源：百度地图，财通证券研究所

有税业务价格优势明显，低价策略挖掘非离岛客群。线上免税方面，海旅免税线上官方商店于2021年1月25日正式上线，官方商店的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。离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，除此以外，海旅免税亦提供邮寄离岛和返岛提货。

图30.海旅免税微信小程序



数据来源：海旅免税官方微信小程序，财通证券研究所

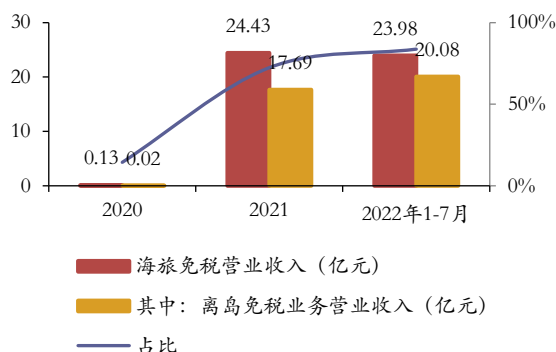
图31.海旅免税推出会员购



数据来源：公司官网，财通证券研究所

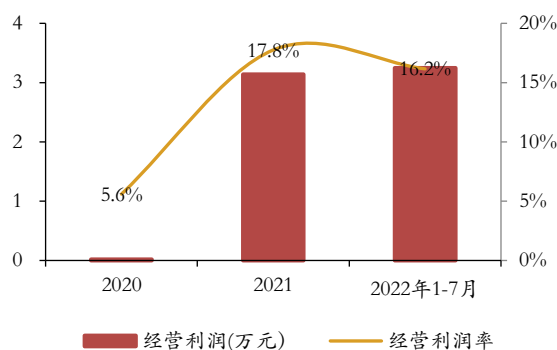
离岛免税市占率仅次于中国中免，业绩高增有望持续。海旅免税自成立以来收入高增，2021 年公司营业收入 24.43 亿元，2021 年 1-7 月实现收入 23.98 亿元，几乎与 2021 年全年持平。公司强劲的盈利能力主要来源于离岛免税业务，除 2020 年受初开业影响外，2021、2022 年 1-7 月离岛免税业务经营利润率分别达 17.8%、16.2%，其营收占公司总收入比分别达 72.4%、83.8%。随后续三亚客流修复及三亚奥特莱斯项目落地，离岛免税业务有望持续高增。

图32.公司营业收入主要来源于离岛免税业务



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图33.离岛免税业务经营利润及经营利润率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

竞争优势显著，系列举措提高消费粘性。海旅免税的竞争优势如下：

折扣力度大。追踪发现，在各运营商折扣普遍收窄的情况下，海旅免税折扣不减，活动力度大于其他运营商，且覆盖品类全面。2022 年 12 月，海旅免税城在全品类 2000-200 的基础上，推出香化产品 7 折上下的折扣力度，具有明显竞争力。

表5.各运营商折扣统计（2022 年 12 月）

运营商	折扣满减	品类限制
海旅免税	满 2000-200	全品类
中免 (cdf 海南免税)	50 元无门槛 满 1500-80、满 1800-120、满 2500-150、满 3500-200、满 5500-350	日用百货、美容仪器、手表配饰、皮具箱包、服装鞋帽类免税品 香化类
海控 (GDF 会员购)	满 800-40、满 1200-70、满 1500-100、满 2000-120、满 5500-350	全品类
中服 (CNSC 离岛免税)	满 1212-100 实付满 1212 元返 12 元无门槛、满 1500-100、满 2500-200、满 4200-300、满 7500-600 券	香化及酒水类 全品类
深免 (深免×DFS 离岛免税)	满 1000-30 满 800-30 满 4000-220 满 4000-220	香化类 酒水类 服装箱包类 珠宝腕表类

数据来源：海旅免税城小程序，cdf海南免税官方商城小程序，GDF会员购小程序，CNSC离岛免税购小程序，深免×DFS|离岛免税，财通证券研究所

品牌品类众多。三亚海旅免税城开业首年即完成超过 720 个品牌引入，其中涵盖了手表、首饰、箱包、香水、化妆品、电子产品、进口酒等 45 大类免税商品，不仅引进了广受消费者认可的热门品牌，还引进了 170 多个首次或独家进驻离岛免税市场的品牌，为消费者提供丰富多元的购物选择。开业不足两年，旅投香化品类数量已接近老牌免税运营商中国中免，腕表占其 70%-80%，精品品类为其 30-40%。以品类丰富度和单个品类 SKU 为标准，目前海旅免税和中国中免名列免税运营商第一梯队，与同一批牌照海控、深免、中服相比具有明显优势。

和集团下属公司联动推出“免税+酒店”。2022 年 4 月 1 日至 9 月 30 日，海旅免税推出惠顾活动，入住海旅投旗下四家酒店可专享三亚海旅免税城「四大权益」，包括 399 元无门槛现金券包、高端腕表及首饰专享 8.5 折、预约升级白金会员享 1.5 倍积分以及价值 680 元德国美白舱美容体验。通过免税购物权益与住宿礼遇的深度结合，海旅免税实打实的让利消费者，满足多重消费需求。

2.4 品类布局持续优化，盈利改善未来可期

秉持差异化经营理念，掌舵人描绘公司成长蓝图。海旅免税高管坚持实行与各免税运营商实体差异化经营策略，凭借团队合作引入独家品牌和潮牌，满足客户多样化的购物需求，2022 年消博会，海旅免税携七家独家引进品牌共同参展。同时，公司高管致力于增强客户的购物体验，推动购物便利化、人性化，充分满足顾客需求。于经营策略方面，公司坚持与中免错位竞争，低价经营保规模为首位，注重规模及供应链反哺作用，目前部分品牌已经有能力完成直采。离岛免税运营实质上还是货场人三要素的竞争，规模优先策略下推进供应链建设，成本端优化有望保障后续盈利能力水平。

海控免税营收体量情景测试

自市场格局来看，各地区/门店客群分化较为明显。海口以商旅客群及水客为主，三亚海棠湾以度假客为主要客群，海旅以团客、散客为绝对核心，预计后续海棠湾布局的持续优化对海旅分流作用相对有限。2022 年海旅高折扣策略下市占率自 2021 年 3.5% 提升至 2022Q1 的 7.5%。目前离岛免税市场仍处于高速发展期，行业整体增速较快，根据不同情境及假设对海旅免税规模进行测算。受 4、5、8、9 月份海南疫情影响，预计 2022 年海旅免税 60 亿营收目标完成难度较大，中性假设下，预计 2023/2024/2025 年海旅免税分别实现营收 80.0/110.0/150.0 亿元。

表6.海旅免税营收情景测试

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
离岛免税市场规模 (亿元)	601	520	800	1100	1500
海旅免税市占率					
极端悲观		8.00%	7.00%	7.00%	7.00%
悲观		8.30%	8.00%	8.00%	8.00%
中性	3.52%	8.60%	10.00%	10.00%	10.00%
乐观		8.90%	12.00%	12.00%	12.00%
极端乐观		9.20%	13.00%	13.00%	13.00%
海旅免税营收 (亿元)					
极端悲观		41.6	56.0	77.0	105.0
悲观		43.2	64.0	88.0	120.0
中性	24.4	44.7	80.0	110.0	150.0
乐观		46.3	96.0	132.0	180.0
极端乐观		47.8	104.0	143.0	195.0

数据来源：公司公告、财通证券研究所

品类布局持续优化，占比变动有望改善毛利率水平。

海旅免税城销售以香化产品为主，目前主要以低价模式出售四大集团产品以实现引流，随后续折扣比例收窄及自采商品销售比重提高，毛利率有望提升。

后续毛利率改善的主要因素：（1）供应链建设带来的成本端改善；（2）小众品牌比重提升，此类产品无需经过中间商，可以完成直采，毛利率中枢 30-35%；结构转化带动香化品类毛利率。（3）奥莱品牌集中于欧美二三线精品品牌，可以完成直采。（4）奥莱增量集中于精品，产品结构变化带动毛利率提升。

表7.海旅免税毛利率综合测算

营收占比	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
海旅免税城-香化	60%	60%	55%	50%	60%
海旅免税城-酒水	10%	10%	10%	10%	10%
海旅免税城-精品	25%	25%	30%	35%	35%
海旅免税城-电子及其他	5%	5%	5%	5%	5%
海旅免税城-营收总额	24.4	45	80	110	150
奥特莱斯-香化			20%	20%	20%
奥特莱斯-精品			70%	70%	70%
奥特莱斯-电子及其他			10%	10%	10%

奥特莱斯-营收总额			10	20	30
毛利率水平					
香化	15%	15%	18%	21%	24%
精品	30%	30%	30%	30%	30%
电子	20%	20%	20%	20%	20%
酒水	40%	40%	40%	40%	40%
综合毛利率	22%	22%	24%	26%	30%

数据来源：财通证券研究所

此表数据为财通证券研究所测算所得，与上市公司口径存有差异，最终以上市公司口径为准

奥莱生活广场开业在即，与免税城形成业态联动

海旅免税奥莱生活广场是海旅免税规划的 2022 年重点项目之一，总建筑面积约 10 万 m²，商业面积约 7 万 m²，地上层数 5 层，总铺位数预计达 180 个。

奥莱生活广场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，致力于为广大三亚本地市民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，为海南自贸港增添一处趣玩潮购空间和旅游新地标。

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消费需求，有效填补免税市场需求窗口。

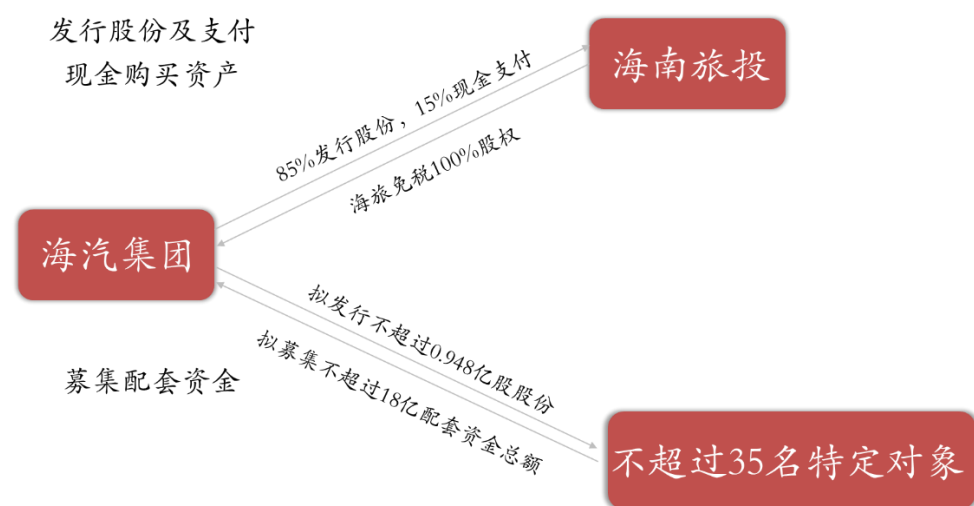
3 重组计划：海汽集团拟全资收购

3.1 海汽集团拟收购海旅免税，向免税旅游综合服务提供商升级

2022 年 5 月 27 日，海汽集团决议通过使用发行股份及支付现金购买海旅投持有的海旅免税的全部股权。8 月 29 日公司公告指出本次交易拟购买资产的交易作价为 50.02 亿元，共分为以下两部分：

- 1) **发行股份及支付现金购买资产**：以发行股份的方式支付交易对价的 85%（以 11.09 元/股的价格发行 3.83 亿股，共计 42.52 亿元）；以现金方式支付交易对价的 15%（共计 7.50 亿元）。
- 2) **发行股份募集配套资金**：公司拟向不超过 35 名特定对象以非公开发行股票的方式募集配套资金，本次交易拟募集配套资金总额不超过 18 亿元，且发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%，即不超过 0.948 亿股。

图34.海汽集团重组示意图

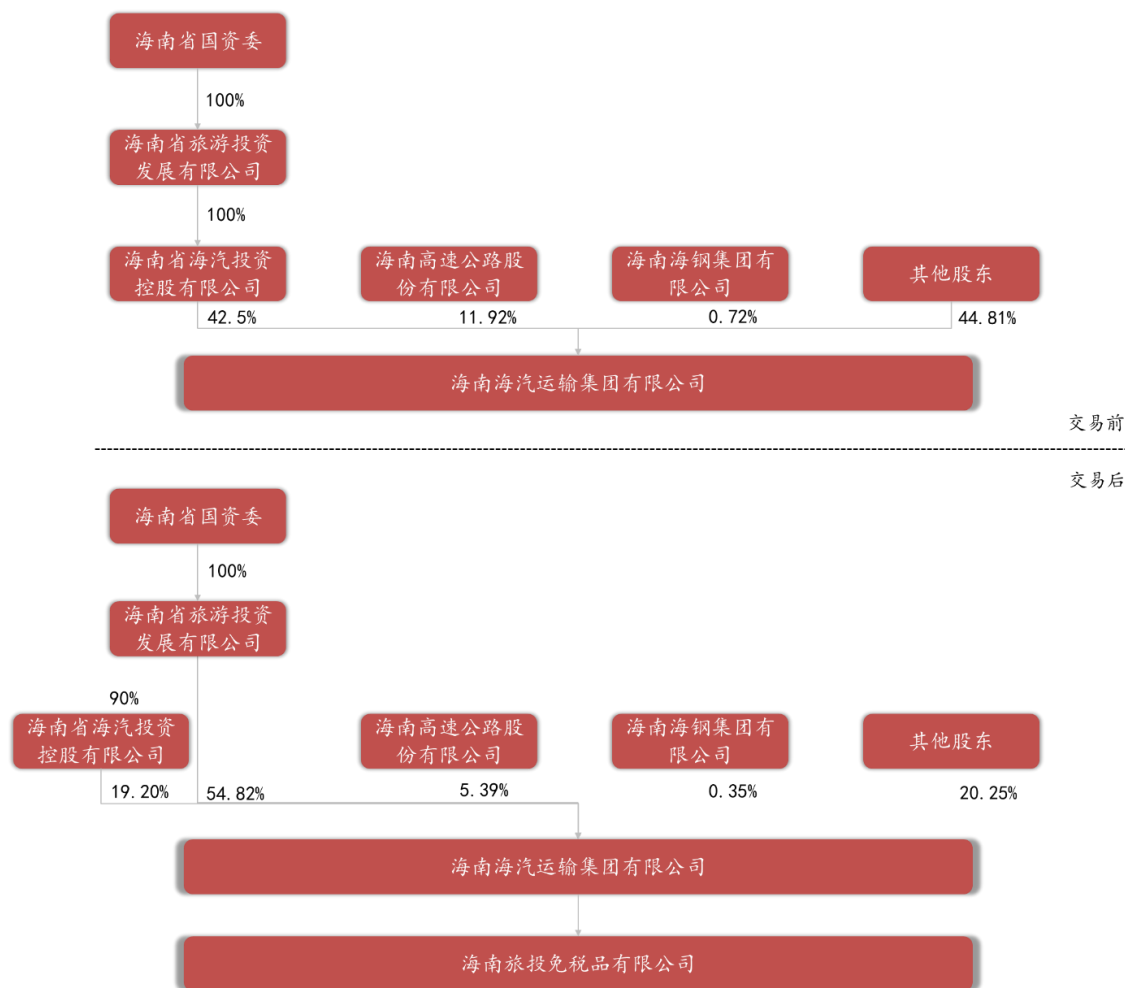


数据来源：公司公告，财通证券研究所

交易前后实际控制人未变更。

交易前，海南省海汽投资控股有限公司是公司第一大股东，持股比例达 42.5%。海南旅投通过海汽控股控制上市公司 42.50%的股份，是公司间接控股股东。交易后，海南旅投直接和间接控制上市公司 74.02%的股份（直接持有 54.82%公司股份，通过海汽控股间接持有公司 19.2%的股份）。海南省国资委仍为公司实际控制人。

图35.向海旅投定增前后海汽集团股权结构变化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

假设（1）本次发行后总股本 7.89 亿股（2）假设原有业务估值 35 亿，对应当前海旅免税市值 189.90 亿元。参照中免 2023 年 2 月 10 日收盘 4209 亿市值，乐观、中性、悲观情景下，分别对应 2023 年 PE 30.1/34.9/42.1 X；分别对应 2023 年 PS 4.0/4.6/5.3 X。以 2023 年 2 月 10 日海汽集团收盘价 28.51 亿元计算，隐含海旅免税市值约为 189.90 亿元，乐观、中性及悲观假设下，分别对应 2023 年 PE 28.8/42.2/67.8 X，分别对应 PS 1.7/2.1/2.7 X。我们认为海旅免税开业时间较短，短期内以扩大规模为主要目的，盈利并非短期关注点，PS 显著低于可比公司中国中免（601888.SH），估值水平相对偏低。

表8.海汽定增规划拆解及海南海旅免税当前市值

海汽集团	股本数量 (亿股)	定增对价 (元/股)	收购对价 (亿元)
向海旅投发行股份	3.83	11.09	42.52
现金支付			7.5
定增配套资金	不超过 0.95		不超过 18.00
定增配套资金（假设）	0.9	20	18.00
重组前业务	3.16	11.09	35.04
发行后总股本	7.89	28.51	224.94
免税部分市值			189.90

数据来源：公司公告、财通证券研究所

注：选用 2023 年 2 月 10 日收盘价计算

表9.海旅免税可比估值分析（依不同情景进行假设）

	中免			海旅		
	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
2023 年 2 月 10 日市值 (亿元)		4209.3			189.9	
2022E 收入 (亿元)		545.0			45.0	
2022PS		8.0			3.9	
2023E 收入 (亿元)	1050.0	925.0	800.0	110.0	90.0	70.0
2023E 业绩 (亿元)	140.0	120.5	100.0	6.6	4.5	2.8
2023PE	30.1	34.9	42.1	28.8	42.2	67.8
2023PS	4.0	4.6	5.3	1.7	2.1	2.7

数据来源：wind、财通证券研究所

注：选用 2023 年 2 月 10 日收盘价计算

4 盈利预测及投资建议

原有业务方面，防控政策调整后，预计 2023 年后，汽车客运及客运站运营业务营收端可修复至 2019 年同期水平；新能源相关建设有望带动汽车综合服务业务维持较高增速。

免税业务方面，2022 年国内疫情反复，海南客流受到严重影响，参照海控免税业绩增速，预计 2022 年海旅免税实现营收 45 亿，随后续客流修复及奥特莱斯等新项目落地，预计 2023 及 2024 年海旅免税分别实现营收 90 及 130 亿元。

表10.营收拆分（假设免税资产并入）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车客运（亿元）	4.35	5.00	8.01	8.81	9.25
YoY	-42.95%	15.01%	60.00%	10.00%	5.00%
毛利率	3.51%	10.26%	14.84%	23.49%	25.67%
客运站运营（亿元）	0.64	0.66	1.12	1.24	1.30
YoY	-43.66%	3.43%	70.00%	10.00%	5.00%
毛利率	-35.33%	-23.37%	15.30%	19.27%	20.70%
汽车综合服务（亿元）	0.69	0.95	1.09	1.26	1.38
YoY	-11.39%	37.36%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	10.26%	24.03%	35.01%	35.94%	36.45%
其他业务（亿元）	0.60	0.70	0.00	0.00	0.00
YoY		17.86%	-100%	-	-
海旅免税（亿元）		24.43	45.00	90.00	130.00
YoY			84.20%	100.00%	44.44%
毛利率		21.60%	24.20%	26.18%	29.55%
总计（亿元）	6.28	31.75	55.22	101.30	141.93
YoY		407.40%	66.60%	90.00%	40.30%

数据来源：wind、公司公告，财通证券研究所

注：为保障可比性，2021-2024 年均假设资产已经注入，即 2021-2024 年免税业务并入计算

不考虑免税资产注入情况下，我们预计 2022/2023/2024 年公司分别实现归母净利润 0.43/0.71/1.05 亿元，分别对应 PE 210.0/127.5/85.8 X。

考虑免税资产注入情况下，预计 2022/2023/2024 年公司分别实现归母净利润 1.63/5.21/7.75 亿元，（参照上文股本计算过程）假设股本增长至 7.89 亿并依照 2023 年 2 月 10 日收盘价计算隐含市值，分别对应 PE 138.1/43.2/29.0 X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11.盈利预测（未考虑免税资产注入）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	629	732	1022	1130	1193
收入增长率（%）	-39.8	16.4	39.7	10.5	5.6
归母净利润（百万元）	-98	-72	43	71	105
净利润增长率（%）	-299.5	26.8	159.8	64.6	48.7
EPS（元/股）	-0.31	-0.23	0.14	0.22	0.33
PE	-73.9	-63.2	210.0	127.5	85.8
ROE（%）	-9.6	-7.6	4.4	6.7	9.1
PB	7.1	4.9	9.2	8.5	7.8

数据来源：wind、财通证券研究所

表12.盈利预测（假设免税资产注入）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	629	3187	5522	10130	14193
收入增长率（%）	-39.8	406.6	73.3	83.4	40.1
归母净利润（百万元）	-98	-98	163	521	775
净利润增长率（%）	-299.5	-	266.6	219.6	48.9
EPS（元/股）	-0.31	-0.12	0.21	0.66	0.98
PE	-73.9	-230.0	138.1	43.2	29.0

数据来源：wind、公司公告，财通证券研究所

注：为保障可比性，2021-2024 年均假设资产已经注入，即 2021-2024 年免税业务并入计算

5 风险提示

离岛免税销售不及预期

海旅免税为海南离岛免税头部运营商之一，其业绩受行业影响程度相对较高，如离岛免税销售不及预期，海旅免税业绩有受到不利影响的可能性。

海南客流恢复不及预期

离岛免税隶属旅游零售业态，其主要驱动因素之一为线下客流恢复程度，如线下客流恢复不及预期，销售额可能受到不利影响。

海南岛内游客为公司传统汽运业务重要组成，如海南客流恢复不及预期，公司传统汽运业务可能受到不利影响。

资产注入进展不及预期

海旅免税资产价值较高，对公司市值存有较大影响，如资产注入不及预期，可能致使公司市值受到不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	629.15	732.12	1022.50	1130.22	1193.02	成长性					
减:营业成本	602.60	628.56	848.19	854.32	878.33	营业收入增长率	-39.8%	16.4%	39.7%	10.5%	5.6%
营业税费	9.12	13.39	15.34	16.39	16.70	营业利润增长率	-197.7%	18.1%	156.6%	64.6%	48.7%
销售费用	7.22	8.94	11.76	12.43	12.53	净利润增长率	-299.5%	26.8%	159.8%	64.6%	48.7%
管理费用	154.52	180.80	265.85	226.04	238.60	EBITDA 增长率	-52.7%	19.8%	-158.3%	208.1%	35.6%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-318.3%	32.9%	-98.9%	117.7%	122.8%
财务费用	-0.58	2.16	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-526.3%	-31.4%	100.1%	-117.7%	122.8%
资产减值损失	0.00	-0.41	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-4.3%	3.1%	3.7%	5.9%	8.3%
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	-12.7%	-7.3%	4.5%	7.2%	9.9%
投资和汇兑收益	11.08	-0.16	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	-74.99	-61.38	34.74	57.19	85.03	毛利率	4.2%	14.1%	17.0%	24.4%	26.4%
加:营业外净收支	-4.12	2.88	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-11.9%	-8.4%	3.4%	5.1%	7.1%
利润总额	-79.10	-58.51	34.74	57.19	85.03	净利润率	-15.3%	-9.9%	4.2%	6.3%	8.9%
减:所得税	17.05	14.18	-8.69	-14.30	-21.26	EBITDA/营业收入	15.3%	15.7%	-6.6%	6.4%	8.2%
净利润	-98.05	-71.79	42.90	70.64	105.01	EBIT/营业收入	-14.1%	-8.1%	-11.6%	1.9%	3.9%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	351.60	244.03	505.22	675.63	856.66	固定资产周转天数	495	385	257	216	189
交易性金融资产	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00	流动营业资本周转天数	-297	-204	-205	-201	-197
应收账款	69.84	90.10	112.05	123.86	130.74	流动资产周转天数	293	247	292	306	346
应收票据	1.18	0.10	1.68	2.01	2.12	应收帐款周转天数	41	45	40	40	40
预付帐款	6.95	68.70	84.82	25.63	17.57	存货周转天数	14	14	13	10	7
存货	22.98	23.31	30.21	23.41	16.84	总资产周转天数	1126	933	764	717	719
其他流动资产	24.91	26.31	26.31	26.31	26.31	投资资本周转天数	657	582	432	414	425
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-9.6%	-7.6%	4.4%	6.7%	9.1%
长期股权投资	6.98	6.85	6.85	6.85	6.85	ROA	-5.1%	-3.8%	2.0%	3.2%	4.5%
投资性房地产	246.22	273.02	273.02	273.02	273.02	ROIC	-9.5%	-6.4%	-12.3%	2.1%	4.2%
固定资产	852.41	771.54	720.02	668.49	616.97	费用率					
在建工程	78.86	72.09	72.09	72.09	72.09	销售费用率	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
无形资产	219.00	226.45	226.45	226.45	226.45	管理费用率	24.6%	24.7%	26.0%	20.0%	20.0%
其他非流动资产	1.76	5.30	5.30	5.30	5.30	财务费用率	-0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1941.47	1871.13	2141.34	2220.09	2351.59	三费/营业收入	25.6%	26.2%	27.2%	21.1%	21.1%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	219.96	164.57	232.38	234.06	240.64	资产负债率	46.9%	48.9%	53.3%	51.8%	49.9%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	88.2%	95.7%	114.2%	107.3%	99.7%
其他流动负债	0.60	1.14	1.14	1.14	1.14	流动比率	0.76	0.75	0.92	1.06	1.23
长期借款	100.10	100.20	100.20	100.20	100.20	速动比率	0.71	0.61	0.79	1.01	1.19
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-111.31	-11.17	—	—	—
负债总额	909.75	914.98	1141.76	1149.01	1174.23	分红指标					
少数股东权益	10.81	15.75	16.27	17.13	18.41	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	308.89	237.11	280.01	350.65	455.66	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1031.72	956.16	999.58	1071.07	1177.36	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	-0.31	-0.23	0.14	0.22	0.33
净利润	-96.16	-72.68	43.43	71.49	106.28	BVPS(元)	3.23	2.98	3.11	3.34	3.67
加:折旧和摊销	184.90	174.68	51.52	51.52	51.52	PE(X)	-73.9	-63.2	210.0	127.5	85.8
资产减值准备	1.54	3.95	0.00	0.00	0.00	PB(X)	7.1	4.9	9.2	8.5	7.8
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.80	5.34	0.00	0.00	0.00	P/S	11.5	6.3	8.8	8.0	7.6
投资收益	-11.08	0.16	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	72.8	39.7	-129.9	117.8	85.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.52	0.86	1.28	CAGR(%)					
营运资金的变动	-70.00	-137.20	166.24	47.40	23.21	PEG	—	-2.4	1.3	2.0	1.8
经营活动产生现金流量	21.15	-18.36	261.19	170.42	181.02	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-165.81	-181.49	0.00	0.00	0.00	REP					
融资活动产生现金流量	84.95	91.88	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。