

证券研究报告

公司研究

点评报告

海汽集团 (603069. SH)

投资评级 ——

上次评级 ——

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

海汽集团 23H1 半年报点评：主业承压，海旅免税注入进程有望提速

2023年8月29日

海汽集团发布 23 年半年报：23H1 实现收入 3.83 亿元/+5.8%，归母-0.46 亿元/-41.9%，主因新型客运业务及汽车服务业务仍处培育期、尚未形成规模效益，而传统班线客运业务萎缩形成拖累；23Q2 营收 1.92 亿元/+12.7%，归母-0.14 亿元/+11.4%，扣非-0.18 亿元/+19.3%，实现毛利率 14.06%/-1.0pct，实现净利率-7.62%/+2.1pct。

分业务来看：1) 23H1 公司运输收入 2.39 亿元，其中公车公营模式实现收入 1.66 亿元、占比约 69%，责任经营形式实现收入 0.74 亿元，占比约 31%，公司打造多运输方式协同发展的综合客运服务体系，推动传统客运模式变革；2) 汽车服务板块销售油料 3373 万升，并实现充电桩销售额 0.05 亿元/+44%、汽车销售额 0.67 亿元；3) 商业运营板块完成琼中汽车站、屯昌汽车站、海口汽车东站空间布局调整，预计调整后每年可新增租金收入约 0.04 亿元，23H1 实现租金收入 0.30 亿元/+4%。

重组审核申请恢复，注入进程有望提速：23 年 5 月此次重组已获海南省国资委批复，6 月因财务数据接近到期公司申请中止审核，随相关材料更新完成当前公司已向上交所申请恢复审核，后续尚需待上交所通过及证监会注册，预计注入进展仍为公司当前股价核心催化剂，建议持续关注。

重组方案 4 月调整：拟以 40.80 亿元交易对价向海南旅投购买海旅免税，其中股份对价 34.68 亿元（以 11.09 元/股向海南旅投发行 3.13 亿股）、现金对价 6.12 亿元，并定增募资不超 14 亿元，预计全部交易完成后旅投将持股海汽 43.81%，海汽将持股海旅免税 100%。海旅免税预计 23-25 年实现营收 50.45、61.31、74.17 亿元，承诺净利润 1.98、3.26、4.80 亿元。若按业绩承诺、最大程度增发股本、原有业务 30 亿市值计算，当前股价对应 23-25 年免税业务隐含 PE 估值分别为 46、28、19 倍。

海旅免税盈利能力显著提升：1) 从财务数据来看，海旅免税 23 年 1-5 月实现营收、净利润分别 20.76、1.05 亿元，实现毛利率 19.2%、净利率 5.1%，其中免税收入 19.13 亿元，毛利率 18.7%；2) 从品类结构来看，①线上：香化/电子产品占比分别 70%/30%、毛利率分别 21%/2%；②线下：香化占比 67%、毛利率 31.5%，配饰/服饰/箱包/珠宝占比 10%/7%/4%/6%，毛利率分别 26%/32%/36%/14%；3) 从采购能力来看，22 年海旅免税向拉格代尔采购比例同比-9pct，截至 23 年 6 月其已引进 1033 个品牌，并与万宝龙、伯爵等 716 个品牌建立直采关系，采购能力持续增强，有望助力客流吸引力及盈利能力提升。

加快有税商业布局、走出海南：1) 进一步把握海南优势奥莱，华庭奥莱选址三亚 CBD、与海旅免税城距离小于 1km，将于 23 年 9 月装修完工，当前招商进度约 90%，有望成为免税业务的良好补充，公司预计华庭项目 23-25 年有望实现收入分别 0.37、1.23、1.95 亿元，贡献净利润分别-0.46、-0.07、0.52 亿元；2) 海旅免税新增设立控股子公司桂林海旅、持股 51%，定位于购物、餐饮娱乐一体化零

售综合体。

投资建议：公司收购海旅事项有序推进，我们看好海旅免税成长潜力，整合后有望为公司注入发展新动能。暂不考虑海旅免税，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为-0.66、0.31、0.39 亿元。海旅免税背靠海南国资委享有较强资源禀赋、核心管理层经营理念创新，收购后有望进行资源整合，随着离岛免税红利持续释放，期待销售及利润率爬坡，我们预计公司享有较大业绩弹性。

风险提示：重组事项推进进展不及预期；政策风险；市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	732	740	773	826	871
增长率 YoY %	16.4%	1.1%	4.4%	6.9%	5.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-72	39	-66	31	39
增长率 YoY%	26.8%	154.7%	-268.9%	147.1%	23.9%
毛利率%	14.1%	14.5%	14.3%	15.6%	17.3%
净资产收益率ROE%	-7.6%	4.0%	-1.4%	0.6%	0.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.23	0.12	-0.21	0.10	0.12
市盈率 P/E(倍)	—	147.29	—	185.12	149.39
市净率 P/B(倍)	6.15	5.90	1.21	1.20	1.19

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	496	634	4,486	4,319	4,386
货币资金	244	182	4,176	3,878	4,023
应收票据	0	0	1	0	1
应收账款	90	176	47	201	66
预付账款	69	178	119	141	150
存货	23	2	35	3	35
其他	69	95	108	97	112
非流动资产	1,376	1,447	1,513	1,561	1,616
长期股权投资	7	5	4	3	2
固定资产(合计)	1,031	931	995	1,062	1,122
无形资产	231	262	279	301	324
其他	107	249	235	195	169
资产总计	1,871	2,081	5,999	5,880	6,003
流动负债	660	538	703	602	737
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	165	121	238	126	246
其他	495	417	465	476	491
非流动负债	255	547	497	447	397
长期借款	100	403	353	303	253
其他	155	145	145	145	145
负债合计	915	1,085	1,200	1,050	1,134
少数股东权益	16	17	17	17	17
归属母公司股东权益	940	980	4,782	4,813	4,852
负债和股东权益	1,871	2,081	5,999	5,880	6,003

重要财务指标

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	732	740	773	826	871
同比(%)	16.4%	1.1%	4.4%	6.9%	5.5%
归属母公司净利润	-72	39	-66	31	39
同比(%)	26.8%	154.7%	-268.9%	147.1%	23.9%
毛利率(%)	14.1%	14.5%	14.3%	15.6%	17.3%
ROE%	-7.6%	4.0%	-1.4%	0.6%	0.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.23	0.12	-0.21	0.10	0.12
P/E	—	147.29	—	185.12	149.39
P/B	6.15	5.90	1.21	1.20	1.19
EV/EBITDA	39.66	67.77	38.87	24.25	18.37

利润表

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	732	740	773	826	871
营业成本	629	633	662	697	720
营业税金及附加	13	11	15	17	17
销售费用	9	12	11	12	12
管理费用	181	181	190	196	210
研发费用	0	1	2	1	1
财务费用	2	10	15	-67	-64
减值损失合计	0	-3	-2	-2	-2
投资净收益	0	-1	1	0	0
其他	41	155	59	63	67
营业利润	-61	43	-64	31	39
营业外收支	3	5	0	0	0
利润总额	-59	48	-64	31	39
所得税	14	9	3	0	1
净利润	-73	39	-66	31	39
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	-72	39	-66	31	39
EBITDA	115	127	39	73	86
EPS(当年)(元)	-0.23	0.12	-0.21	0.10	0.12

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-18	-88	347	-75	375
净利润	-73	39	-66	31	39
折旧摊销	175	175	87	108	109
财务费用	5	12	19	17	14
投资损失	0	1	-1	0	0
营运资金变动	-137	-224	307	-231	212
其它	11	-91	2	2	2
投资活动现金流	-181	-203	-153	-157	-166
资本支出	-164	-214	-140	-143	-153
长期投资	-2	-3	-14	-14	-13
其他	-15	15	1	0	0
筹资活动现金流	92	203	3,800	-67	-64
吸收投资	6	8	3,869	0	0
借款	100	350	-50	-50	-50
支付利息或股息	-5	-11	-19	-17	-14
现金流净增加额	-108	-88	3,994	-298	145

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。