



Research and
Development Center

拟注入海旅免税聚焦离岛免税，政策推动+供需催化下增长可期

— 海汽集团(603069)公司首次覆盖报告

2024年1月18日

证券研究报告

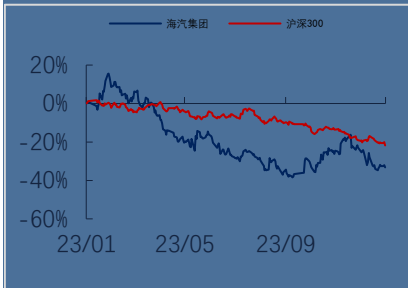
公司研究

公司首次覆盖报告

海汽集团 (603069)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	17.03
52 周内股价波动区间 (元)	29.50-15.72
最近一月涨跌幅 (%)	-13.38
总股本 (亿股)	3.16
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	53.81

资料来源：聚源，信达证券研发中心

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 (603069.SH)：拟注入海旅免税聚 焦离岛免税，政策推动+供需催化下增长可期

2024 年 01 月 18 日

报告内容摘要：

- 重组方案：拟收购海旅免税，转型免税商业综合。**海汽集团拟向海旅收购海旅免税 100% 股权，交易对价 40.80 亿元，其中支付股份对价 34.68 亿元，支付现金对价 6.12 亿元；此外，拟向不超过 35 名特定投资者发行股票募集配套资金，募资额不超过 14 亿元。本次交易前，海汽集团总股本 3.16 亿股，交易完成后海汽集团总股本将增至不超过 7.24 亿股。
 - 海汽集团：海南省道路运输龙头，拓展“交通+旅游+消费”产业链。**海汽集团主营业务为汽车客运、汽车场站开发经营、汽车综合服务：汽车客运市占率多年来维持在 40%-50%；为应对行业变化，公司积极拓展汽车综合服务业务，营收占比由 2018 年的 4.8% 上升至 2022 年的 22.3%，已成为公司第二大业务板块。重组完成后，海汽集团将从传统交运企业转型升级为免税商业综合企业集团，聚焦具备深厚潜力的旅游零售市场。
 - 离岛免税：政策红利+供给需求双向催化仍具潜力。**免税新政红利显著，离岛免税规模快速增长，2021 年为 495 亿元，2019-21 年 CAGR 达 91.5%；2023 年以来，受消费力偏弱、打击代购等因素影响，离岛免税销售增长承压，2023M1-10 为 382.3 亿元。我们看好客流运力提升以及旅游设施完善后的海南客流表现以及供给和需求双向驱动下的人均免税消费额增长，测算 2023-26 年海南免税市场销售额分别为 457/555/677/828 亿元。此外，免税新政后多家免税店密集开业，但有限竞争背景下牌照仍较为稀缺，而海旅免税经营面积和区位优势明显，市占率快速提升，稳坐第二梯队。
 - 海旅免税：免税新贵应运而生，覆盖四大业务板块。**2020 年 6 月，海南离岛免税新政推出，随后海旅免税于同年 7 月成立，同年 8 月获得离岛免税牌照，旗下三亚海旅免税城于同年 12 月开业。海旅免税主营离岛免税业务，同时覆盖有税、跨境电商和奥特莱斯等商业板块：1) 离岛免税：线下免税依托三亚海旅免税城开展，地理位置优越，免税经营面积近 5 万 m²，吸引超 1000 个国际知名品牌入驻；线上商城于 2021 年 1 月正式上线。2) 有税业务：除了通过海旅免税城有税店铺线下销售有税商品外，还依托海旅免税会员购四大端口开展线上有税业务，是离岛免税业务的延伸。3) 跨境电商：由子公司海旅黑虎销售跨境商品，也包括部分寄售业务。4) 奥莱业务：依托旅游+免税商业基因，探索旅游新零售商业综合体，海旅超体项目毗邻海旅免税城，商业面积约 7 万 m²，总铺位数预计达 140 个，目前已于 2023 年 12 月 10 日开业。
- 销售亮眼、爬坡迅速，聚焦离岛免税业务发展。**2022 年海旅免税实现营收 34.98 亿元/+39.1%，其中离岛免税 27.36 亿元/+54.7%，完税商品 5.83 亿元/+7.15%，跨境电商 0.22 亿元，联营 0.36 亿元；主营业务毛利率 15.72%/-1.6pct，归母净利润 0.56 亿元，实现扭亏。2023Q1-3 海旅免税实现营收 30.12 亿元，其中离岛免税 27.96 亿元，完税商品 1.70 亿元，

跨境电商 0.13 亿元，联营 0.33 亿元，离岛免税收入规模和占比均呈上升趋势；主营业务毛利率 19.94%，归母净利润 1.33 亿元。

供应链能力不断完善，品牌丰富度持续提升。1) 随着业务规模扩张以及渠道逐步拓展，海旅免税议价能力提升，与最大供应商拉格代尔多次签署补充协议，并与 737 家品牌建立直接采购关系。2) 凭借完善供应链，入驻品牌从开业初近 350 个快速增长至 23 年 9 月的 1055 个。开业初期海旅免税深耕香化品类，通过香化引流，带动配饰、服饰等其他品类销售，差异化竞争快速抢占市场，并引进众多精品，加大招商力度。

盈利能力改善较为显著，强化运营提升利润空间。随着 2023 年折扣力度收窄，毛利率有所提升，2023M1-9 实现净利润占全年预测值的 67.06%。而受暑假及四季度旺季因素影响，海南离岛免税市场下半年销售情况通常优于上半年；未来海旅免税也有望通过优化商品结构、调整折扣力度以及降低采购成本的方式进一步提升盈利水平。

布局奥莱业务，逐步拓展省外。海旅免税打造旅游新零售综合体海旅超体，实现“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动。项目临近海旅免税城，有望打造“双子星”商业地标；实现 1500+品牌的全业态品类覆盖，从重奢到百货，对高端商旅客群和本地消费市场都具备吸附能力；同品类产品在同一区域以全货架形式呈现，打破常规“租金模式”，实现降本增效。此外，23 年 3 月，海旅免税·奥莱超体落地阳朔，省外拓展起步。

根据公司公告，海旅免税 2023-26 年业绩承诺为实现归母净利润 1.98、3.26、4.80、5.87 亿元，结合 23 年以来海南离岛市场表现以及海旅免税 23 年 1-9 月销售情况，我们在业绩承诺基础上进行调整，预计海旅免税 2023-26 年实现归母净利润 1.65、3.29、4.86、5.89 亿元。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计海汽集团原有业务 2023-25 年归母净利润分别为 -0.08、0.17、0.41 亿元，24 年 1 月 17 日收盘价对应 24-25 年 PE 分别为 321、132X，估值远高于可比公司主要源于公司股价包含免税业务注入预期。当前公司积极推进海旅免税注入事项，若重组顺利完成，免税业务有望为公司注入成长新动能，建议持续关注公司后续重组进展，首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ **风险因素：**交易事项进展不及预期风险，宏观经济风险，经营相关风险，政策风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	732	740	824	883	940
增长率 YoY %	16.4%	1.1%	11.4%	7.1%	6.5%
归属母公司净利润(百万元)	-72	39	-8	17	41
增长率 YoY%	26.8%	154.7%	-119.6%	317.4%	143.5%
毛利率%	14.1%	14.5%	18.3%	22.3%	24.4%
净资产收益率ROE%	-7.6%	4.0%	-0.8%	1.7%	4.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.23	0.12	-0.02	0.05	0.13
市盈率 P/E(倍)	—	137.15	—	321.41	131.99
市净率 P/B(倍)	5.79	5.56	5.62	5.52	5.30

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 1 月 17 日收盘价

投资聚焦	6
一、海汽集团：拟收购海旅免税，转型免税商业综合	6
1.1、重组方案：股份+现金收购，交易对价 40.8 亿元	7
1.2、重组后实控人仍为海南国资委，海旅投持股将近 60%	7
1.3、海旅免税收购对价对应 24 年 12.5 倍，隐含二级市场估值 26.6 倍	9
1.4、海汽集团：海南客运龙头，行业下行促使公司积极转型	9
二、离岛免税：政策红利+供给需求双向催化仍具潜力	12
2.1、政策红利下离岛免税规模快速增长，短期增长遇瓶颈	12
2.2、客单价及购物率触底，离岛免税仍具潜力	13
2.3、获批稀缺离岛免税牌照，海旅免税稳居龙二	17
2.4、如何看待全岛封关	20
三、海旅免税：免税新贵应运而生，快速发展、势头强劲	22
3.1、覆盖四大业务板块，深度布局离岛免税	22
3.2、开业以来销售亮眼、爬坡迅速	23
3.3、供应链能力不断完善，品牌丰富度持续提升	26
3.4、盈利能力改善显著，强化运营提升利润空间	28
3.5、布局奥莱业务，逐步拓展省外	30
3.5.1、海旅超体：依托旅游+免税商业基因，探索全新旅游新零售商业综合体	30
3.5.2、奥莱超体走出海南，省外拓展起步	32
四、盈利预测与估值	33
4.1、海旅免税盈利预测	33
4.2、海汽集团盈利预测及投资建议	34
五、风险提示	36

图目录

图 1：重组方案概览	7
图 2：2020 年 5 月海汽集团股权结构变化	8
图 3：海汽集团股权结构（本次资产重组前，截至 2023 年三季报）	8
图 4：海汽集团股权结构（海汽集团向海旅投发行股份后）	8
图 5：海汽集团股权结构（海汽集团募集配套资金后）	8
图 6：海汽集团主要业务	10
图 7：海汽集团客运量及客运周转量	10
图 8：海汽集团市占率情况	10
图 9：海汽集团业务拆分（百万元）	11
图 10：海汽集团主营业务毛利率	11
图 11：海汽集团营收、营收增速及毛利率（百万元）	11
图 12：海汽集团归母净利润及归母净利率（百万元）	11
图 13：2011-2023 年海南离岛免税销售规模	13
图 14：海南免税市场规模催化因素拆解	13
图 15：中国大陆出入境客流及海南离岛客流情况（2016-2022）	14
图 16：23 年以来北上广机场口岸出入境客流（万人次）及较 19 年恢复度情况	14
图 17：海南月度离港客流及较 19 年恢复度情况	14
图 18：中国旅客出行开放后 Top5 目的地（2022 年）	15
图 19：疫情后海南免税店消费意愿	15
图 20：海口海关月度购物率及客单价情况	15
图 21：海外折扣零售与普通百货商营收对比（亿美元）	17
图 22：海外折扣零售与普通百货商营收增速对比	17
图 23：离岛免税市场免税商&免税店发展时间轴	18
图 24：三亚海旅免税城经营面积和区位优势明显	18
图 25：海南省离岛免税市场竞争情况	19
图 26：2022 年离岛免税店市占率情况	19
图 27：封关前后海南零售业态税务处理变化	20
图 28：海旅免税城地理位置优越	22
图 29：免税业务以线下为主，占整体比重超 90%	22
图 30：海旅免税四大业务	23
图 31：公司入驻品牌及产品 SKU 数快速增长	24
图 32：2021-2023 年 1-9 月海旅免税主营构成及 YOY（百万元）	24
图 33：有税业务占比下滑	24
图 34：2021-2023 年 1-9 月海旅免税主营业务毛利率	24

图 35:	2023 年 1-9 月免税业务完成度较高 (亿元)	24
图 36:	2023 年 1-9 月免税业务占比超全年预期占比	24
图 37:	海南旅游市场 Q1&Q4 为传统旺季, 客流占比较高	25
图 38:	离岛免税呈现季节性, 海旅免税 Q1&Q4 收入表现较好 (百万元)	25
图 39:	2021-2023M9 海旅免税城月度线下客流量	26
图 40:	2021-2023M9 海旅免税城月度线下客流转转化率及客单价	26
图 41:	2021-2023 年 1-5 月前五大供应商采购情况	26
图 42:	2023 年以来, 向拉格代尔采购占比明显下降	26
图 43:	海旅免税城入驻品牌	28
图 44:	2021-2023 年 1-5 月主要业务毛利润构成及毛利率情况 (百万元)	28
图 45:	2021-2023M9 海旅免税净利润及净利率 (百万元)	29
图 46:	2023 年海旅免税利润完成度 (百万元)	29
图 47:	精品类产品销售占比大幅提升	29
图 48:	2022 年各品类毛利率情况	29
图 49:	各免税商香化类普适性折扣变化趋势图 (2021 年 4 月-2023 年 12 月)	30
图 50:	海旅超体于 2023 年 12 月 10 日正式开业	31
图 51:	海旅超体“全货架”形式	31
图 52:	海旅超体地理位置	31
图 53:	海旅超体实现从重奢品牌到百货全品类覆盖	31
图 54:	海旅超体会员店小程序&扫码购小程序	32
图 55:	海旅超体 IP“超级豹”以雕塑形式放置在入口	32
图 56:	奥莱超体旅游购物城落地阳朔	32

表 目 录

表 1:	海旅免税业绩承诺及估值 (24 年 1 月 17 日)	9
表 2:	离岛免税主要政策演变	12
表 3:	2022 年以来海南新增免税面积梳理	16
表 4:	海南地区免税店销售额测算	17
表 5:	封关后, 离岛免税零售商和常规零售商差异	21
表 6:	海旅免税城进店率及转化率情况	25
表 7:	与拉格代尔共签署九个《补充协议》	27
表 8:	海旅免税业绩承诺 (百万元)	33
表 9:	海旅免税离岛免税业务测算 (百万元)	34
表 10:	海旅免税盈利预测 (百万元)	34
表 11:	海汽集团原有业务盈利预测 (百万元)	35
表 12:	公司可比公司估值表	35

投资聚焦

拟收购海旅免税，离岛免税业务有望成为公司新增长点。海汽集团是海南省道路运输龙头，于2016年7月挂牌上市。公司主营为汽车客运、汽车场站运营、汽车综合服务，近年来也在积极拓展业务边界，布局交通文旅，从单一的交运企业转型成复合型旅游集团。此次重组拟注入免税新贵海旅免税，若重组顺利完成，公司有望转型成为免税商业综合集团，聚焦具备深厚潜力的旅游零售市场，在免税政策红利不断释放，叠加现有资源禀赋整合的利好下，营收和业绩增长可期。

离岛免税：政策红利+供给需求双向催化仍具潜力。免税新政实施以来，离岛免税规模实现快速增长，2019-21年CAGR达91.5%；2023年以来，受消费力偏弱、打击代购等因素影响，离岛免税销售增长短期承压。但我们看好客流运力提升以及旅游设施完善后的海南客流表现以及供给和需求双向驱动下的人均免税消费额增长，测算2023-26年海南免税市场销售额分别为457/555/677/828亿元。

海旅免税：1) 覆盖四大业务板块，深度布局离岛免税。海旅免税主营离岛免税、有税销售、跨境电商和奥特莱斯四大板块，开业以来销售亮眼、爬坡迅速，离岛免税收入规模和占比均呈上升趋势。

2) 供应链能力不断完善，品牌丰富度持续提升。a) 随着业务规模扩张以及渠道逐步拓展，海旅免税议价能力提升，与最大供应商拉格代尔多次签署补充协议，并与737家品牌建立直接采购关系。b) 凭借完善供应链，海旅免税入驻品牌从开业初近350个快速增长至23年9月的1055个。

3) 盈利能力改善较为显著，强化运营提升利润空间。随着23年折扣力度收窄，毛利率有所提升，23M1-9实现净利润占全年预测值的67.06%。受暑假及四季度旺季因素影响，海南离岛免税市场下半年销售情况通常优于上半年；未来海旅免税也有望通过优化商品结构、调整折扣力度以及降低采购成本的方式进一步提升盈利水平。

4) 布局奥莱业务，逐步拓展省外。海旅免税打造旅游新零售综合体海旅超体，实现“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动；项目覆盖1500+品牌的全业态品类，同品类产品在同一区域以全货架形式呈现，打破常规“租金模式”，实现降本增效。此外，23年3月，海旅免税·奥莱超体落地阳朔，省外拓展起步。

最后，我们对海旅免税及海汽集团分别进行盈利预测：我们预计海旅免税2023-25年实现归母净利润1.65、3.29、4.86亿元，海汽集团原有业务2023-25年实现归母净利润-0.08、0.17、0.41亿元。当前海汽集团积极推进海旅免税注入事项，若重组顺利完成，免税业务有望为公司注入成长新动能，建议持续关注公司后续重组进展。

一、海汽集团：拟收购海旅免税，转型免税商业综合

海汽集团是海南省道路运输龙头公司，此次重组拟注入深度布局离岛免税、享受政策红利叠加消费回流利好的免税运营商后起之秀——海旅免税。重组完成后，海汽集团将从传统交运企业转型升级为免税商业综合企业集团，聚焦具备深厚潜力的旅游零售市场。

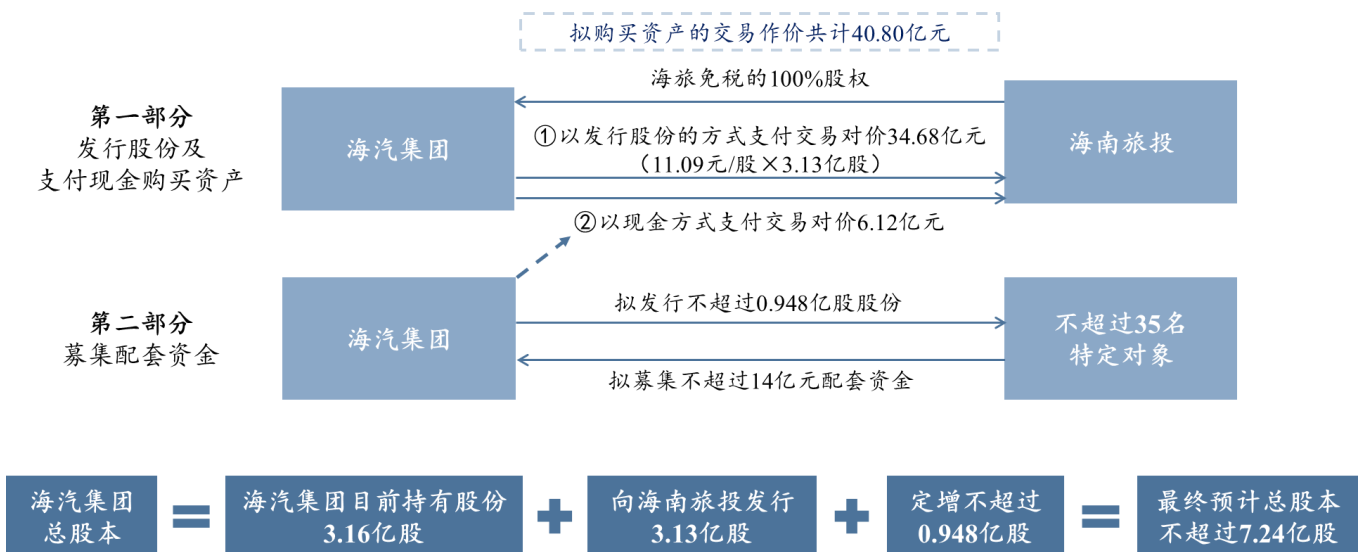
1.1、重组方案：股份+现金收购，交易对价 40.8 亿元

2022 年 5 月 17 日，海汽集团发布并购重组公告，拟发行股份及支付现金购买海南省旅游投资发展有限公司（下文简称“海旅投”）持有的海南旅投免税品有限公司（下文简称“海旅免税”）的部分或全部股权；2022 年 5 月 27 日，公司审议通过本次发行股份及支付现金购买海旅免税 100% 股权的议案；期间，由于海南离岛免税市场变化（行业竞争格局变化、新冠疫情防控措施常态化调整等）和其他重组相关事宜（相关财务数据有效期到期、注册制新规要求等），方案经历几次调整；2023 年 10 月 24 日，调整后交易方案取得海南省国资委批复；2023 年 11 月 15 日，公司收到上交所下发的《意见落实函》，后续需提交重组报告书（上会稿），重组进程提速。

根据调整后交易方案，本次重组由海汽集团向海旅投以股份+现金收购方式购买海旅免税 100% 股权，交易对价 40.80 亿元，具体重组及募资方案可划分为两部分：

- **发行股份及支付现金购买资产：**海汽集团拟以 11.09 元/股向海旅投发行股份 3.13 亿股，支付交易对价的 85%，即股份对价 34.68 亿元；并以现金方式支付交易对价的 15%，即现金对价 6.12 亿元。
- **配套募资：**海汽集团拟向不超过 35 名投资人定增募资，发行股份数量不超过本次交易前总股本的 30%，即不超过 0.948 亿股，募集配套资金不超过 14 亿元。

图1：重组方案概览



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

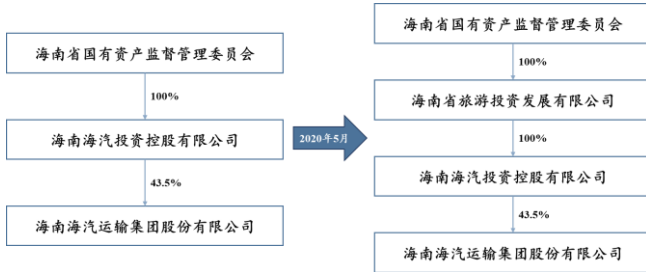
1.2、重组后实控人仍为海南国资委，海旅投持股将近 60%

海汽集团自上市以来，由于战略方向的调整、经历了多次股权变更，海旅投于 2020 年 8 月成为海汽集团间接控股股东：

- 1) 2019 年 9 月，海南省国资委主导成立海旅投，引领落实国际旅游消费中心的发展战略。
- 2) 2020 年 5 月，海南省国资委将包括控股股东海汽控股 100% 股权等资产注入海旅投，重组整合全省优势旅游企业和资源。2020 年 8 月收购完成后，海旅投成为海汽集团间接控股股东。

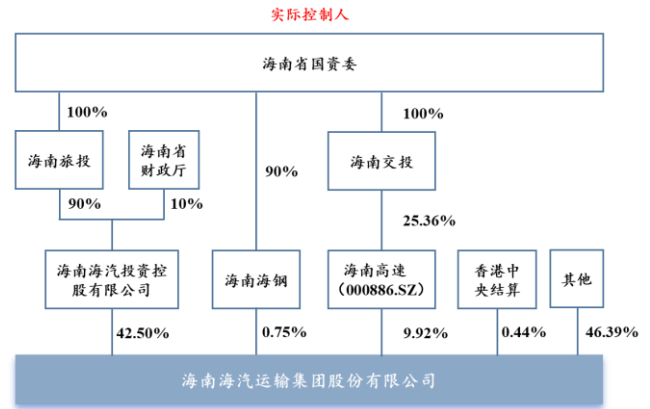
3) 截止 23Q3, 海汽集团控股股东为海汽控股, 持股比例为 42.5%, 实际控制人为海南省国资委, 同时海旅投持有海汽控股 90% 股权, 为公司间接控股股东。

图2: 2020年5月海汽集团股权结构变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图3: 海汽集团股权结构(本次资产重组前, 截至2023年三季度)

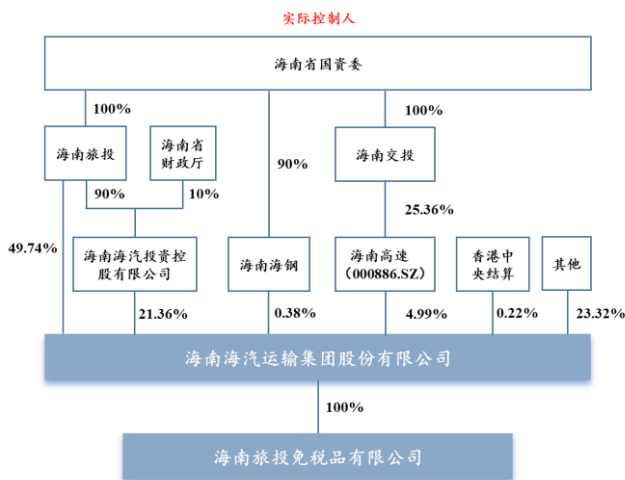


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

本次重组分为两部分, 我们预计公司股权结构将发生如下变更:

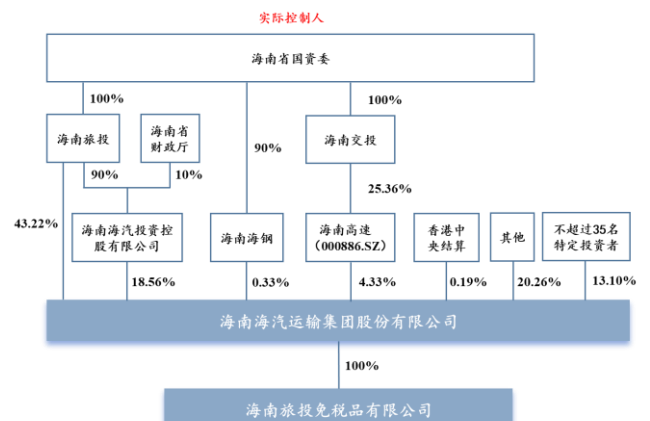
- **股份支付:** 海汽集团向海旅投发行 3.13 亿股支付交易对价的 85%, 届时海旅投将直接或间接持有海汽集团 68.97% 的股份;
- **募集配套资金:** 海汽集团向不超过 35 名投资人定增不超过 0.948 亿股募资, 若募集配套资金发行成功且海旅投不在此轮继续增资, 其对海汽集团的股权将最多被稀释至 59.93%。
- 本次交易前, 海汽集团总股本为 3.16 亿股, 交易完成后海汽集团总股本将增至不超过 7.24 亿股。

图4: 海汽集团股权结构(海汽集团向海旅投发行股份后)



资料来源: 公司公告, iFind, 信达证券研发中心

图5: 海汽集团股权结构(海汽集团募集配套资金后)



资料来源: 公司公告, iFind, 信达证券研发中心

注: 假设募集配套资金成功、发行 0.948 亿股且海旅投不在此轮继续增资

1.3、海旅免税收购对价对应 24 年 12.5 倍，隐含二级市场估值 26.6 倍

本次交易后，若按照发行股份 3.13 亿股、募集配套资金发行 0.948 亿股计算，总股本将达到 7.24 亿股，按 24 年 1 月 17 日收盘价计算，对应公司隐含总市值 123.22 亿元；按公司 22 年 5 月 13 日（停牌前）市值计算，公司原有客运业务估值 37.98 亿元，对应免税业务估值 85.24 亿元。

根据草案，海旅免税预计 23-25 年营收分别 50.45、61.31、74.17 亿元，业绩承诺分别为 1.98、3.26、4.80 亿元，则收购对价对应二级市场估值 23-25 年 PE 分别为 21、13、9X，与此前免税行业收购估值接近；若按业绩承诺、最大程度增发股本、原有业务 37.98 亿市值计算，当前隐含海旅免税市值对应二级市场估值 23-25 年 PE 分别为 43、26、18X。

表1：海旅免税业绩承诺及估值（24 年 1 月 17 日）

海旅免税业绩承诺（百万元）				海汽集团市值&估值（按截止2023年9月总股本计算）			
	2023E	2024E	2025E				
营业收入	5,045.08	6,130.51	7,417.06	2024年1月12日收盘价（元）	17.03		
YOY	48.5%	21.5%	21.0%	交易对价（亿元）	40.80		
免税	4,296.05	5,241.38	6,406.36	现金对价（亿元）	6.12		
YOY	57.0%	22.0%	22.2%	股份对价（亿元）	34.68		
毛利率	20.9%	20.9%	20.9%	定增募集资金（亿元）	14.00		
完税	624.02	658.64	694.23	募集股数（亿股）	0.95		
YOY	7.0%	5.5%	5.4%	支付股份对应金额（亿元）	34.68		
毛利率	9.4%	9.6%	9.8%	向交易对方发行价格（元/股）	11.09		
联营	58.01	74.94	86.18	向交易对方发行股份（亿股）	3.13		
YOY	63.4%	29.2%	15.0%	募集前总股本（亿股）	3.16		
黑虎	30.03	32.60	35.28	募集后总股本（亿股）	7.24		
YOY	37.2%	8.6%	8.2%	隐含总市值（亿元）	123.22		
华庭	36.96	122.94	195.00	海汽集团客运业务估值（亿元）	37.98		
YOY	0.0%	232.6%	58.6%	海汽集团免税业务隐含估值（亿元）	85.24		
毛利润	1038.94	1321.60	1651.36	交易价格对应二级市场估值	2023E	2024E	2025E
毛利率	20.6%	21.6%	22.3%	PE（仅考虑海旅免税）	20.58	12.50	8.50
税金及附加率	3.5%	3.5%	3.6%	PS（仅考虑海旅免税）	0.81	0.67	0.55
销售费用率	9.1%	8.8%	8.3%	隐含免税业务市值对应二级市场估值	2023E	2024E	2025E
管理费用率	2.3%	2.2%	2.1%	PE（仅考虑海旅免税）	42.98	26.12	17.76
财务费用率	1.0%	0.8%	0.7%	PS（仅考虑海旅免税）	1.69	1.39	1.15
归母净利润	198.30	326.31	480.05				
YOY	253.5%	64.6%	47.1%				
归母净利率	3.9%	5.3%	6.5%				

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

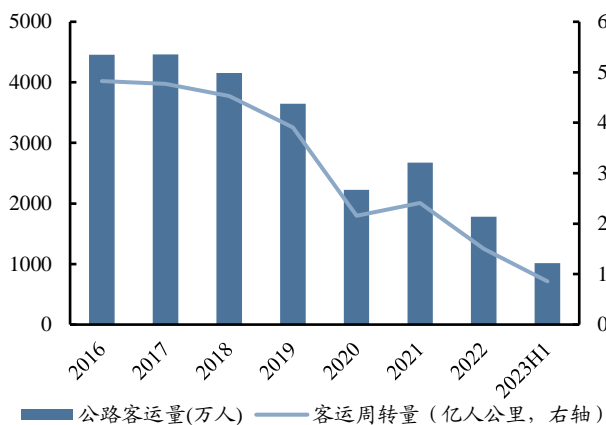
1.4、海汽集团：海南客运龙头，行业下行促使公司积极转型

海南省道路运输龙头，拓展“交通+旅游+消费”产业链。海汽集团始建于 1951 年 11 月，于 2016 年 7 月挂牌上市，是全国唯一一家具有全省性客运网络的道路运输企业。截至 2023 年 6 月底，公司拥有营运车辆 2,905 辆，省内跨市县/市县内/省际客运班线 235/105/80 条，构建起覆盖海南省 18 个县市的道路客运网络，省际客运班线辐射到全国 10 个省市。公司主营为汽车客运、汽车场站的开发与经营、汽车综合服务，同时近年来也在积极拓展业务边界，布局交通文旅，从单一的交通企业转型成复合型旅游集团。

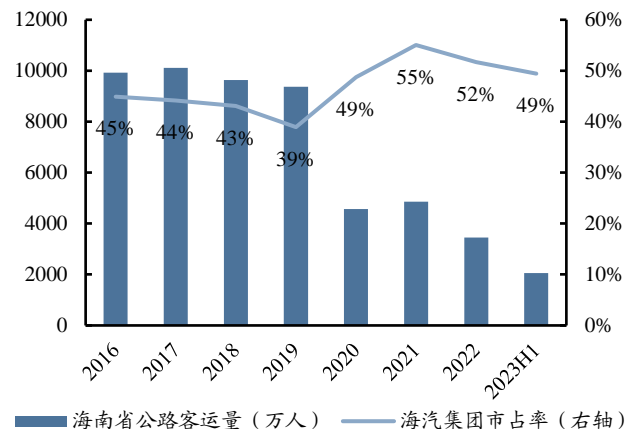
图6：海汽集团主要业务


资料来源：公司官网，海汽充电小程序，信达证券研发中心

行业收缩、政策放宽引入竞争，公司客运周转率下滑。公司以汽车客运业务为主，公路客运量是公司收入和利润规模的重要决定因素。以海南省公路客运量为基数进行计算，公司市占率多年来维持在40%-50%，行业龙头地位稳固。但近年来高铁轻轨、网约车等新业态快速发展导致公路客运市场大幅缩水，2019年海南旅游客运经营牌照放开导致行业竞争加剧，突如其来的新冠疫情导致客运量加速下滑。在上述行业格局与趋势下，海汽集团客运量自19年以来大幅下降，23H1完成客运量1013万人次/-6.03%。

图7：海汽集团客运量及客运周转量


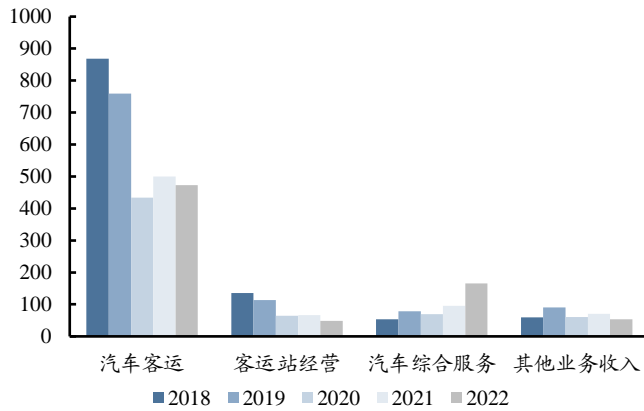
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图8：海汽集团市占率情况


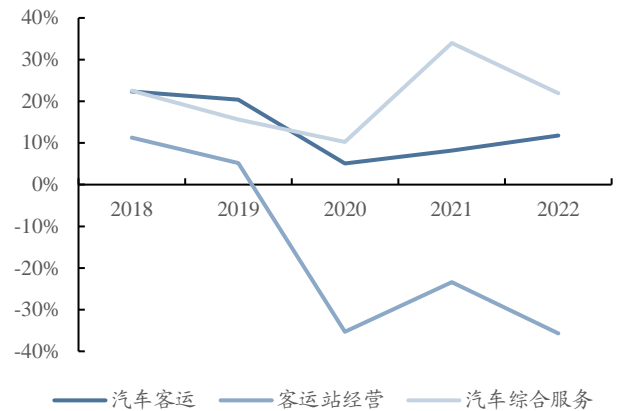
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

客运及客运站贡献核心收入，受行业趋势影响下行。汽车客运业务收入自2018年8.68亿元下降至2022年的4.73亿元，营收占比由77.7%下降至63.9%；客运站业务收入自2018年1.35亿元下降至2022年0.48亿元，营收占比由12.1%下降至6.5%。

积极实施业务升级，汽车综合业务实现第二增长曲线。为应对行业变化，公司积极转型，例如提前启动节能环保的清洁能源车辆更换，实施班线、校车、定制、网约、租赁多种方式协同发展，积极拓展油料业务、新能源充电业务等汽车服务业务，因此汽车综合服务业务营收自2018年0.54亿元增加至2022年1.65亿元，收入占比由4.8%上升至22.3%，已成为公司第二大业务板块。

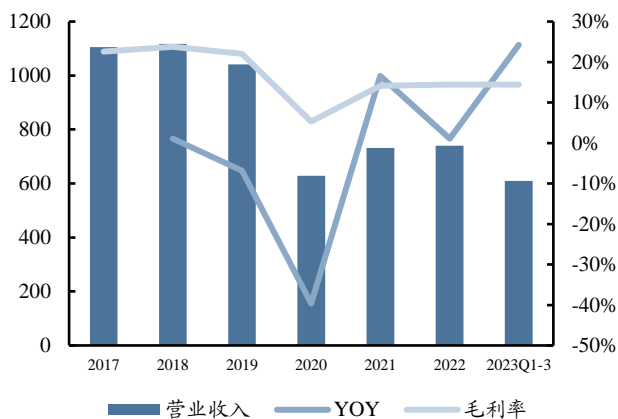
图9：海汽集团业务拆分（百万元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

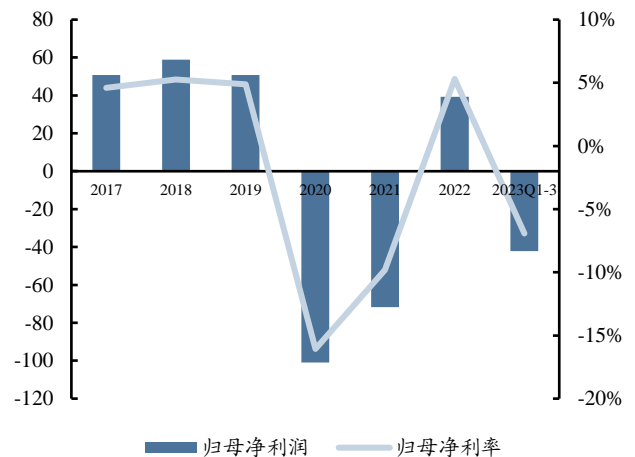
图10：海汽集团主营业务毛利率


资料来源：iFind，信达证券研发中心

疫情下业绩承压，23年起逐季改善。疫情前，由于行业趋势变化公司业务略有下行。2020-2022年，疫情影响下行业正常运行受阻，公司客运量仅相当于2019年的61%、73%、49%，营收出现大幅度下滑，利润端亏损。23年以来出行需求复苏，但跟团游比例减少的趋势尚未转变，公司业务仍然承压，2023Q1-3公司实现营收6.09亿元/+24.23%，归母净利润-0.42亿元，单季度归母净利润分别为-0.32、-0.14、0.04亿元，呈现逐季改善趋势。

图11：海汽集团营收、营收增速及毛利率（百万元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图12：海汽集团归母净利润及归母净利率（百万元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

剥离盈利能力较弱资产，将聚焦免税和优质客运业务。公司近期公告拟公开挂牌转让商业街、车站等5宗资产，剥离盈利能力较弱的资产，将更聚焦优质的免税和客运业务，降低运营成本；此外对临高汽车站整体出租，租金合计691万元。重组后海汽集团或可充分利用汽车场站以及车辆资源，为海旅免税提供引流赋能；未来可继续开展多种形式商业合作，充分发挥资源协同效应。

二、离岛免税：政策红利+供给需求双向催化仍具潜力

2.1、政策红利下离岛免税规模快速增长，短期增长遇瓶颈

离岛免税促消费回流意义重大，政策利好逐步加码。我国长期处于旅游贸易逆差，大量消费出境游和代购流至海外，而离岛免税政策作为承接海外消费回流的重要政策，具有长期性。2009年，国务院提出离岛免税的可行性；2011年，海南省试点执行离岛免税政策；2020年7月财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，有效释放消费者消费潜力。自试点以来，海南离岛免税政策先后9次加码，在购物限额/次数/件数、商品品种、购物对象等范围逐渐放宽，政策优惠力度显著提升，购物便利性逐渐显现：

- **购物限额：**由2011年的每人每年5000元，逐步提高到8000元、1.6万元、3万元、10万元，并取消单件商品8000元免税限额规定。
- **产品种类：**由最初的18种扩大到现在的45种，其中2020年新增了受消费者喜爱的酒类商品、电子消费产品等。
- **购物对象：**由最初年满18周岁、乘飞机离岛（不离境）的国内外旅客，调整为年满16周岁、乘坐飞机、火车、轮船的离岛旅客。
- **购物次数、件数：**购物次数从每人每年2次调整为不限次数；从最初每种商品都有购买数量限制，调整为以额度管理为主、单次购买数量限制的产品仅包括手机（4台/次）、酒（1500毫升/次）、香化产品单次数量（30件/次）。
- **购物便利性：**允许开设网上销售窗口，新增岛外旅客“邮寄送达”、本岛居民“返岛提取”“担保即提”“即购即提”等提货方式。

表2：离岛免税主要政策演变

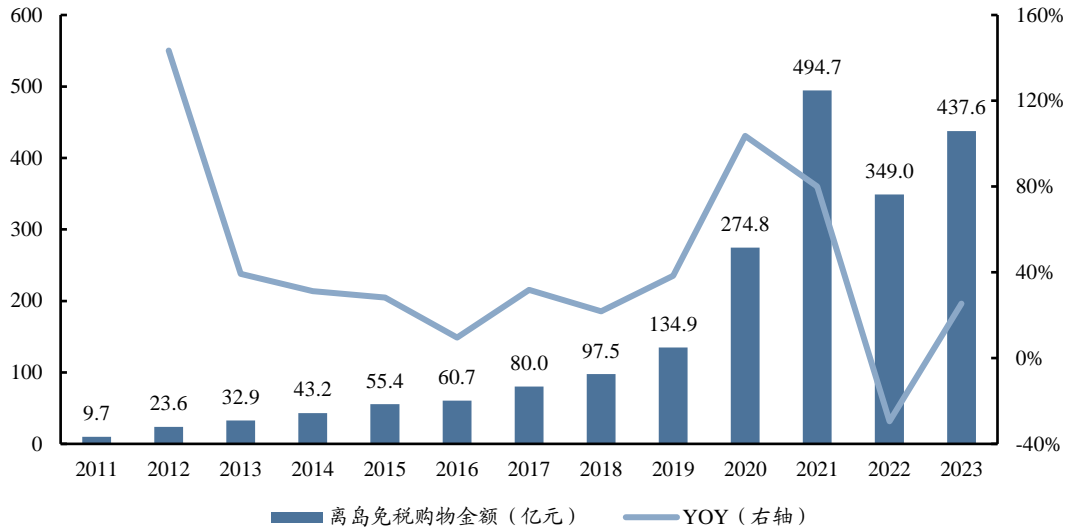
时间	政策名称	相关内容
2008年5月26日	《海南国际旅游岛建设行动计划》	在机场口岸设立免税商店的基础上，加快建设市内免税商店。先在海口、三亚各建立一家市内免税商店；然后在琼海、万宁各建立一家市内免税商店
2011年4月20日	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	适用对象：年满18周岁的离岛不离境的国内外旅客；免税商品品种：18种进口品；免税店：三亚、海口各一家；购物次数：非岛内居民旅客每人每年最多2次，岛内居民旅客每人每年最多1次；购物额度： 5,000元
2012年11月1日	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	适用对象：年满16周岁的离岛不离境的国内外旅客；免税商品品种：增加至21种；购物额度： 8,000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》	免税商品品种：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
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》	购物额度： 16,000元 ，对非岛内居民旅客取消购物次数限制；同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口
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》	购物限额及次数： 30,000元 ，不限次；免税商品品种：增加部分家用医疗器械商品
2018年12月28日	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将轮船离岛旅客纳入离岛免税适用对象
2020年7月1日	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	免税购物额度提高至 10万元 ；免税商品品种增至45种；取消单件商品8000元限额；以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类
2023年3月18日	《关于增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式的公告》	增加“担保即提”和“即购即提”提货方式

资料来源：公司公告，财政部，信达证券研发中心

政策红利效果显著，离岛免税规模翻倍增长，但短期遇到增长瓶颈。自海南省执行离岛免税政策以来，离岛免税市场规模稳步增长。2020年在海南自贸港项目启动以及离岛免税新政重大调整的利好下，离岛免税市场规模翻倍增长至275亿元，并在2021年达到历史最高的495亿元/+80%，2019-21年CAGR达91.5%。2022年受疫情防控影响，离岛免税市场规模

下降至 349 亿元。2023 年以来，受消费力偏弱、打击代购、出入境分流等因素影响，离岛免税销售增长承压，全年销售额 437.6 亿元，同比增长 25.4%，较 21 年恢复度 88.5%。

图13：2011-2023 年海南离岛免税销售规模

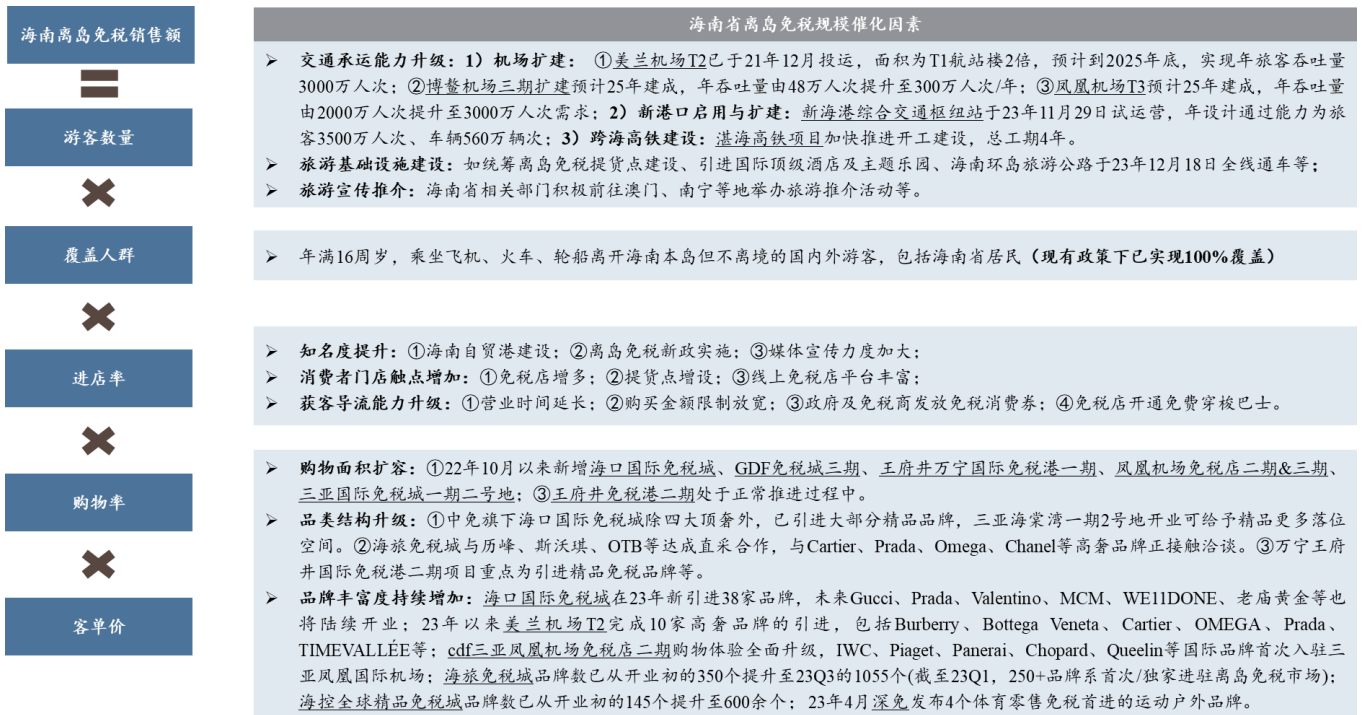


资料来源：Wind，海南日报，信达证券研发中心

2.2、客单价及购物率触底，离岛免税仍具潜力

如前文所述，受到消费力等因素影响，短期离岛免税增长速度有所放缓，而海南离岛免税销售额可拆分为游客数量×覆盖人群×进店率×购物率×客单价，下文我们将从这几个核心指标出发，对海南免税市场空间进行分析和测算：

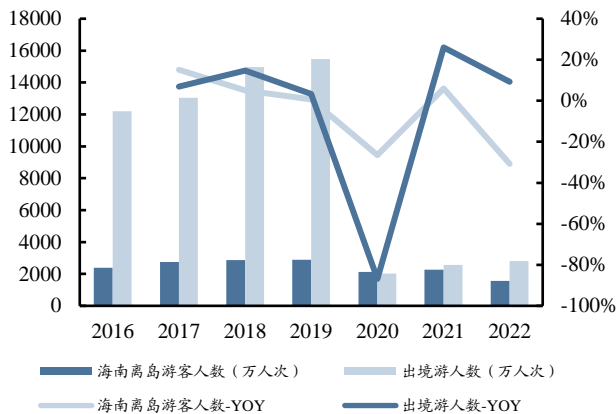
图14：海南免税市场规模催化因素拆解



资料来源：海汽集团公司公告，海南交通广播，人民资讯，环球网，海口日报，三亚市人民政府网，琼海市人民政府，海南省人民政府，海南日报，网信湛江，海口旅游，澳仕传媒，自贸港在线，联商网，中国国际消费品博览会，海口发布，三亚发布，南海网，琼海市融媒体中心，湛江发展和改革局，海南交通广播，华声在线，金台资讯，海口美兰国际机场，信达证券研发中心

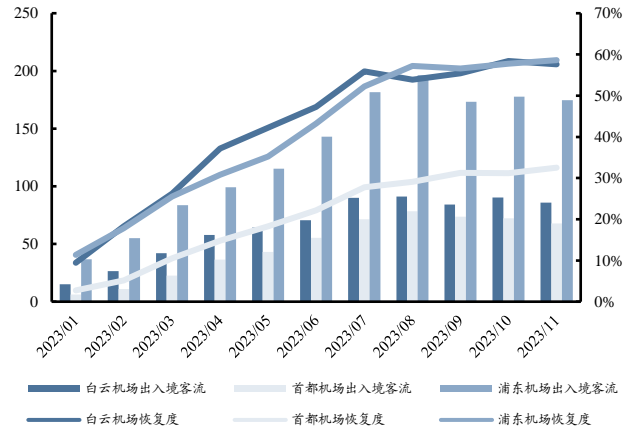
➤ **客流：出入境客流持续修复，但海南旅游市场热度不减。**市场普遍认为，疫情期间出境游受限，海南承接此部分客流，离岛免税市场受益；但实际上疫情期间海南客流反而明显下降：2020-2022 年海南离岛免税客流分别仅相当于 2019 年同期的 74.5%/79.4%/54.7%。23 年以来内地居民出入境限制逐步解除；截至 8 月，中国试点出境团队游国家和地区已增至 138 个，基本覆盖全球主要旅行目的地国家。但是在出入境分流情况下，海南航班客流热度未减，1-11 月客流累计恢复度达到 109%。

图15：中国大陆出入境客流及海南离岛客流情况 (2016-2022)



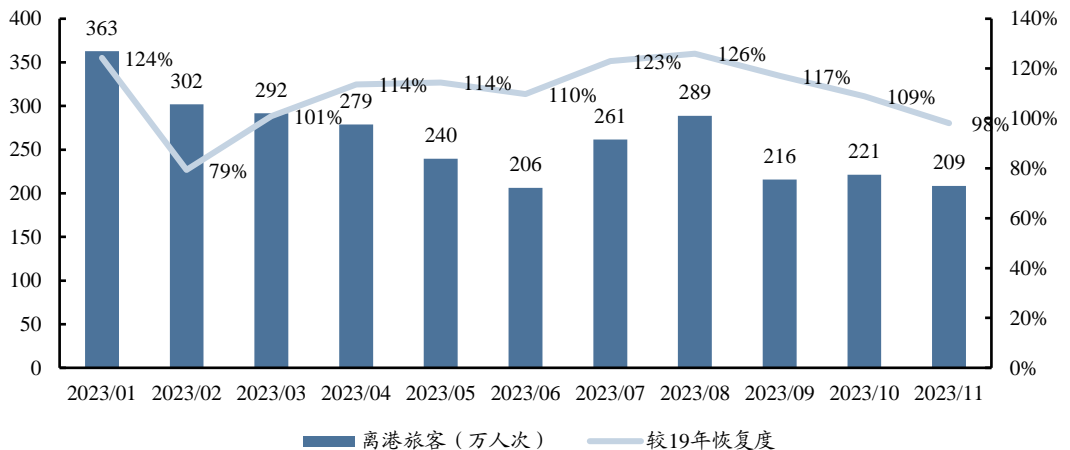
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图16：23年以来北上广机场口岸出入境客流（万人次）及较19年恢复度情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图17：海南月度离港客流及较19年恢复度情况



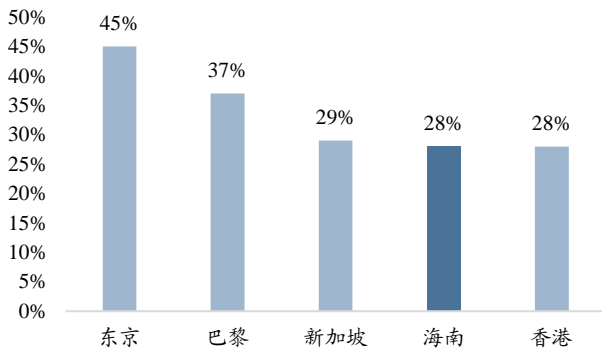
资料来源：Wind，信达证券研发中心

我们看好客流运力提升以及旅游设施完善后的海南客流表现：

1) **供给端**：三亚机场长期处于接近设计客流量的满负荷运行状态，18、19 两年以及 23 年旅客吞吐量超设计上限 2000 万，机票价格旺季维持高位，因此海南交运供给实际较为有限。而近年来美兰机场 T2 航站楼于 21 年 12 月投运，面积为 T1 航站楼 2 倍；凤凰机场三期、博鳌机场三期于 23 年 11 月 20 日同日开工，预计 2025 年完工，届时全场吞吐量将分别由 2000 万人次、48 万人次提升至 3000 万人次和 300 万人次。

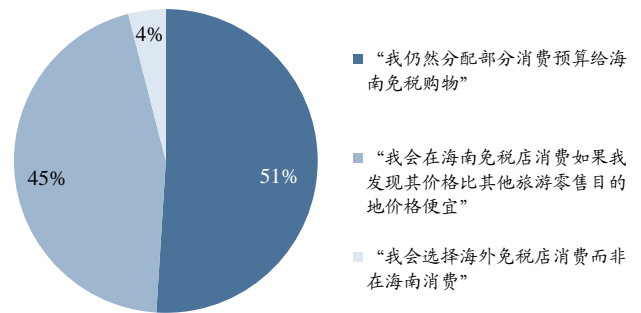
2) 需求端: 海南省旅游设施不断完善, 叠加离岛免税优势, 消费者需求和造访意愿强烈。奥纬咨询显示出出境游恢复后中国消费者仍偏好前往海南旅游消费; OCC 欧晰析咨询数据显示, 海南仍是消费者心目中排名前五的旅游目的地, 且大部分消费者仍将保留部分消费预算给海南免税购物。此外, 23 年海南不断引进国际顶级酒店及主题乐园、推进环岛旅游公路全线通车, 相关部门亦前往多地旅游推介。海南自身的旅游便捷性和自然风光吸引力有望随着基础建设和休闲娱乐项目完善而继续提升, 吸引更多游客赴岛旅游。

图18: 中国旅客出行开放后 Top5 目的地 (2022 年)



资料来源: OCC 欧晰析咨询, 信达证券研发中心

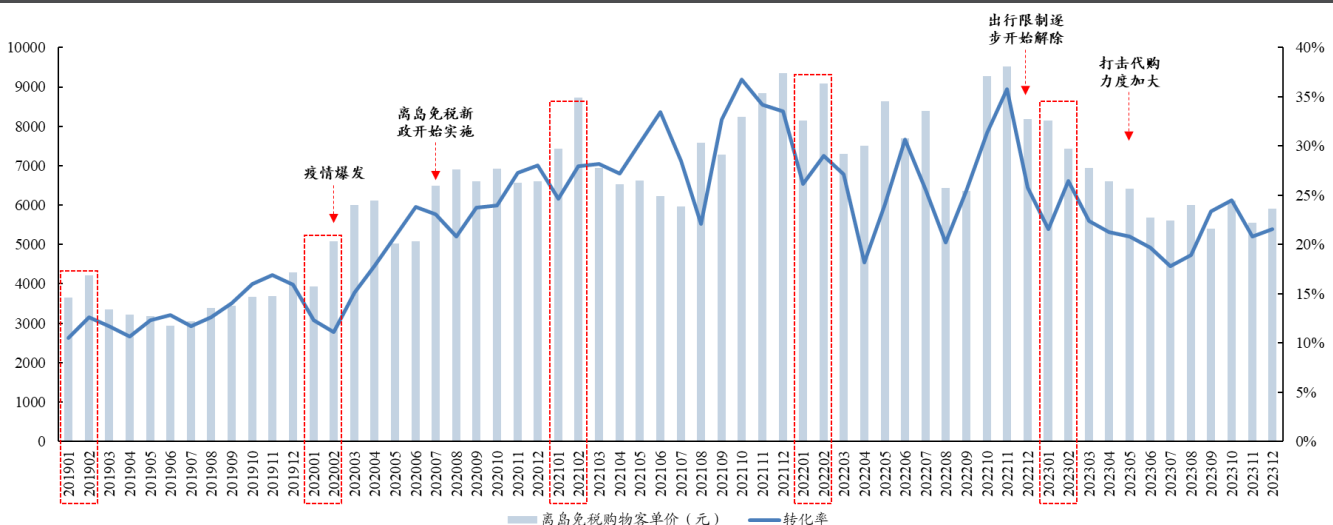
图19: 疫情后海南免税店消费意愿



资料来源: OCC 欧晰析咨询, 信达证券研发中心

➤ **购物率及客单价: 整体逐年增长, 供需双向拖累下短期承压。**2016 年以来, 随着离岛免税政策的陆续优化, 购物额度、次数、提货方式等政策利好持续释放, 离岛免税购物率及客单价逐年上升, 购物率由 2016 年的 7% 提升至 2021 年的 28%、客单价亦由 2016 年的 3507 元翻倍至 2021 年的 7367 元, 2022 年疫情冲击较为严重, 购物率由 28% 下降至 20%, 但相比 2016 年仍有明显提升, 且客单价进一步增长。进入 2023 年, 受消费力疲软、5 月以来打击代购力度加大、价格体系回升、出入境分流影响, 23 年购物率、客单价下行, 购物率基本稳定在 20% 左右, 而 22 年同期在 22-26% 之间, 客单价约 5000-6000 元, 22 年同期在 6400-8400 元之间, 但我们认为不利因素已基本集中释放, 购物和客单价或已触底。

图20: 海口海关月度购物率及客单价情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

展望后续，我们仍然看好供给和需求双向驱动下的人均免税消费额增长：

1) 供给端：免税面积扩容+精品引入加速有望推动购物率及客单价同步提升。

22年以来，海南免税营业面积持续扩容。海口地区：22年10月26日GDF免税城三期焕新开业，整体经营面积接近4万㎡；22年10月28日开业的CDF海口国际免税城为全球最大的单体免税店，建筑面积达28万平方米。三亚地区：22年12月、23年9月，CDF三亚凤凰机场免税店三期和二期依次开业；中免三亚海棠湾一期2号地于23年12月28日落成，建筑面积7.8万平方米，共同推动三亚地区客流吸引力及承载能力提升以及免税商业升级。其他地区：23年4月，王府井万宁国际免税港一期开业，经营面积超1万平方米，二期、三期正在推进。

精品单价较高，或可显著拉动客单价。①中免旗下海口国际免税城除四大顶奢外，已引进大部分精品品牌，三亚海棠湾一期2号地开业可增加物业面积，给予精品更多落位空间。②海旅免税城与历峰、斯沃琪、OTB等达成直采合作，与Cartier、Prada、Omega、Chanel等高奢品牌正在接触洽谈，并独家引进受消费者喜欢的宇舶、Fred等品牌，未来也将进一步增加精品供给。③万宁王府井国际免税港二期项目重点为引进精品免税品牌等。过往销售来看，节假日等普通消费者占比较高的时期，通常精品销售占比更高；随着离岛客流的持续恢复，普通消费者占比亦有望提升，或将推动客单价进一步升级。

表3：2022年以来海南新增免税面积梳理

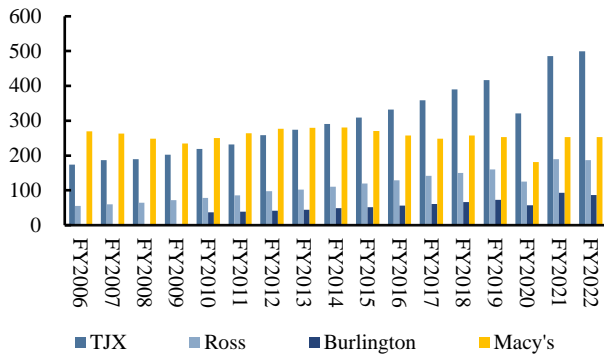
新增门店	面积（平方米）	开业时间
海控全球精品免税城三期	6,250	2022/10/26
cdf海口国际免税城	280,000	2022/10/28
cdf三亚凤凰机场免税店三期	1,000	2022/12/25
王府井国际免税港一期	102,500	2023/4/9
cdf三亚凤凰机场免税店二期	5,000	2023/9/7
三亚海棠湾一期2号地	77,943	2023/12/28

资料来源：公司公告，穆迪达维特免税报告，海口发布，海南发布，万宁发布厅，三亚发布，上海建工，华丽志，中国新闻网，新海南客户端，南海网，南国都市报，cdf海口国际免税城，信达证券研发中心

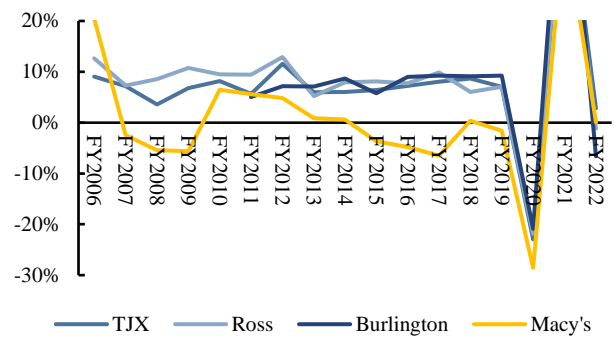
需求端：免税作为平衡消费升级需求和未来收入保守预期下的折扣名品业态，在经济复苏期有望展现需求韧性。

根据BCG调研，不同收入层次的消费者信心分化可能加剧，富裕阶层或延续消费升级，而中产及以下群体向更具性价比的商品倾斜；麦肯锡亦提出中国消费者正整体转向价格更具竞争力的渠道并更积极寻求折扣和促销，在此背景下，免税作为可提供具有正品保障及优惠价格产品的零售业态，或有望展现需求韧性。

对标海外，折扣零售商TJX以中产阶级为目标客群，主要销售高奢及轻奢鞋包、一线香化等，定位相对高于Ross、Burlington等同业，2006-2022年三大折扣零售商营收整体持续增长，而传统百货商Macy's营收多年来在250亿美元左右波动，至FY2014 TJX营收体量已超越Macy's；金融危机时期，Macy's收入连续三年下滑而三大折扣零售商收入持续保持正增长，即便在受疫情影响线下业态遭受严重冲击的2020年，折扣零售商收入下滑幅度仍小于传统百货商。

图21：海外折扣零售与普通百货商营收对比（亿美元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图22：海外折扣零售与普通百货商营收增速对比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

综上，我们测算 2023-2026 年海南免税市场销售额分别为 457/555/677/828 亿元。

- **客流方面：**我们假设机场离岛客流较 2019 年恢复度分别为 104%/108%/113%/119%，港口离岛客流较 2019 年恢复度分别为 124%/134%/144%/154%，2023-2026 年海南离岛客流计算结果为 3147/3303/3481/3682 万人次。
- **购物率及客单价方面：**我们假设 2023-2026 年购物率分别达到 22%/23%/24%/25%，客单价分别为 6600/7300 /8100 /9000 元。
- **有税业务方面，**以线上会员购为主，由于近年电商等渠道竞争激烈，我们给予保守预期。

测算得到 2023-2026 年海南免税销售额分别为 457/555/677/828 亿元，同比分别增长 30.9%/21.4%/22.0%/22.4%。

表4：海南地区免税店销售额测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
海南离岛客流（万人）	2,896	2,129	2,258	1,564	3,147	3,303	3,481	3,682
YOY	0.7%	-26.5%	6.0%	-30.7%	101.2%	5.0%	5.4%	5.8%
相比2019年恢复度		73.5%	78.0%	54.0%	108.7%	114.1%	120.2%	127.1%
离岛客流-机场	2,222	1,610	1,707	1,042	2,310	2,399	2,510	2,644
YOY	0.8%	-27.5%	6.1%	-39.0%	121.8%	3.8%	4.6%	5.3%
相比2019年恢复度		72.5%	76.8%	46.9%	104.0%	108.0%	113.0%	119.0%
离岛客流-港口	674	519	551	522	836	904	971	1,038
YOY	0.4%	-23.0%	6.0%	-5.2%	60.1%	8.1%	7.5%	6.9%
相比2019年恢复度		77.0%	81.7%	77.4%	124.0%	134.0%	144.0%	154.0%
购物人次（万人）	376	448	671	422	692	760	836	921
购物率	13.0%	21.1%	29.7%	27.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
客单价（元）	3,587	6,129	7,367	8,262	6,600	7,300	8,100	9,000
海南免税销售额（百万元）	13,492	27,481	49,471	34,905	45,688	55,455	67,678	82,847
YOY	38.4%	103.7%	80.0%	-29.4%	30.9%	21.4%	22.0%	22.4%
海南有税销售额（百万元）	900	3,800	7,000	13,811	11,000	13,000	13,000	13,000
海南免税店整体销售额（百万元）	14,392	31,281	56,471	48,716	56,688	68,455	80,678	95,847
YOY		117.4%	80.5%	-13.7%	16.4%	20.8%	17.9%	18.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

注：有税销售额历史数据为测算数据。

2.3、获批稀缺离岛免税牌照，海旅免税稳居龙二

免税新政后多家免税店密集开业，但有限竞争背景下牌照仍较为稀缺。截止 2023 年 11 月，

仅有 7 家免税零售商获得离岛免税牌照：2020 年前，仅中国中免、海南免税（后被中国中免收购）拥有离岛免税牌照；2020 年，离岛免税新政后海南离岛免税市场新增海旅免税、海控免税、深圳免税、中服免税 4 家经营主体获得离岛免税牌照。此后牌照方法速度明显降低，直到 2022 年 10 月王府井获准经营离岛免税业务。

图23：离岛免税市场免税商&免税店发展时间轴



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

离岛免税店开业 12 家，海旅免税经营面积和区位优势明显。截至目前 7 家免税商在海南岛内开业 12 家免税店，分别位于海口（6 家）、三亚（4 家）、博鳌（1 家）、万宁（1 家）。三亚市四家免税店中，三亚国际免税城坐落于海棠湾，知名度高，是海旅免税城的主要竞争对手；凤凰机场免税店位于郊区机场，面积较小；中服国际位于市区，靠近鹿回头景区，但经营面积和入驻品牌数弱于海旅免税城；海旅免税城地处三亚“迎宾之路”+中央商务 CBD，支撑客流及销售提升，免税经营面积约 5 万 m^2 ，占离岛免税行业整体经营面积比例约 10%，在全海南岛免税店中排名第 5，在三亚免税店中排名第 2。

图24：三亚海旅免税城经营面积和区位优势明显

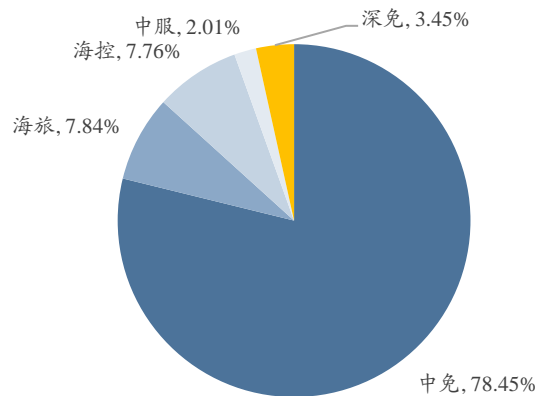


资料来源：公司公告，百度地图，信达证券研发中心

离岛免税竞争格局逐渐清晰，海旅免税稳坐第二梯队。得益于先发优势，中国中免稳居离岛免税零售商之首，旗下开业 7 家离岛免税店，共计经营面积超过 30 万 m^2 。而 2021 年以来，多家新免税商持续加入，离岛免税市场竞争激烈，中免市占率略有下滑，2021-2022 年市占率分别为 90.0%和 78.45%。免税新贵中，海旅免税市占率快速提升，2021-2023 年 1-5 月市占率分别为 3.58%、7.84%和 7.97%，处于行业前列。

图25： 海南省离岛免税市场竞争情况


资料来源：三亚凤凰国际机场，三亚发布，三亚市人民政府，海口日报，海南日报，海口之声，中国旅游集团海南区域总部，CNSC 国药中服免税三亚店，海汽集团公司公告，GDF 免税城，免税零售专家，海口发布，万宁发布厅，信达证券研发中心
 注：各免税店下方面积为规划经营面积

图26： 2022 年离岛免税店市占率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：其他离岛免税公司的市占率为离岛免税销售金额/海南省离岛免税购物金额；海旅免税市占率为离岛免税业务收入/海南省离岛免税购物金额，若按销售金额计算，海旅免税离岛免税业务市占率为 8.33%。

预计后续牌照发放或有限，短期仍具有较强稀缺性。由于免税品本质是国家财政对于税费的让利，因此免税业实行特许经营，免税品经营资质及免税店市场准入均具备较高牌照壁垒。目前 7 张免税牌照中，前 6 张牌照集中在 2011 年离岛免税政策落地以及 2020 年免税新政出台的重要节点发放，随后时隔两年第 7 张牌照获批，且免税商王府井系北京老牌零售龙头，背靠北京市国资委资源禀赋突出。因此，综合牌照获批的节奏和难度来看，我们预计后续牌照发放或有限，即便发放也是以有序竞争为原则、以海南旅游及离岛免税市场扩容为前提，因此短期内离岛免税牌照仍具有较强的稀缺性。

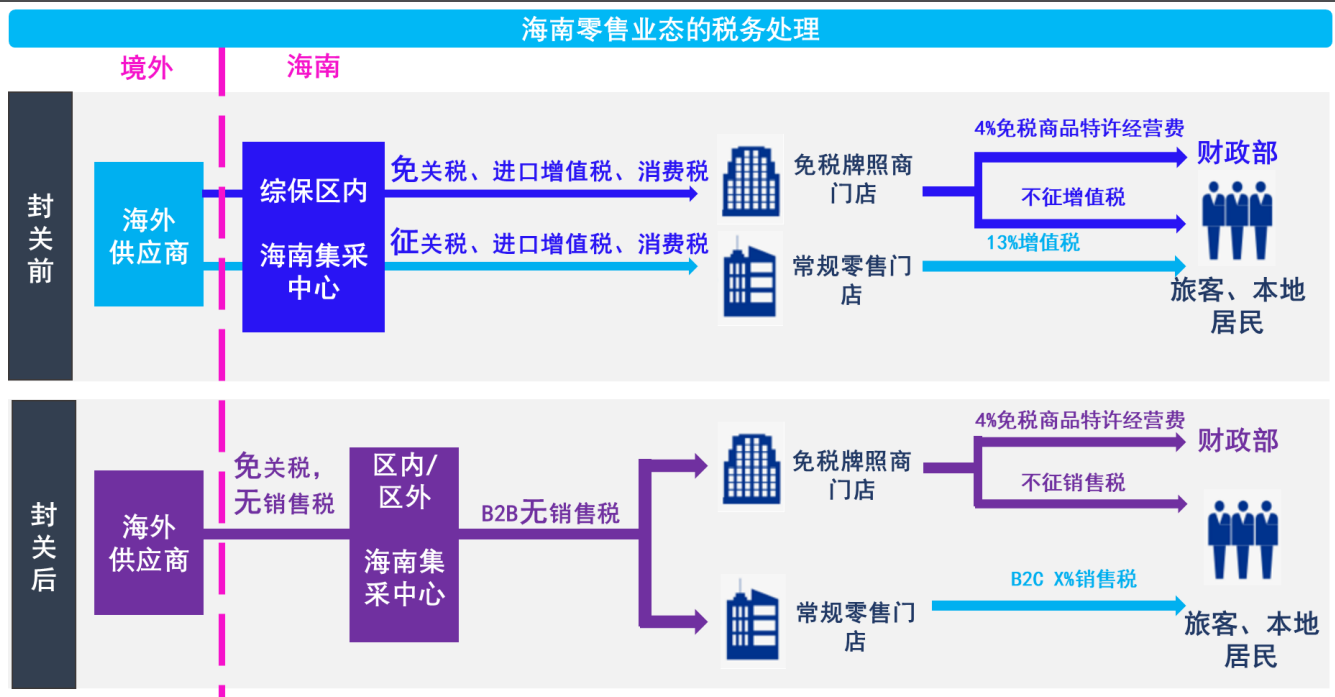
2.4、如何看待全岛封关

2020年6月1日，中共中央、国务院发布《海南自由贸易港建设总体方案》，计划于2025年启动全岛封关运作。封关运作是指海南全岛成为“境内关外”区域，实行“一线放开、二线管住、岛内自由”的货物进出口管理制度。海南省计划于23年具备封关硬件条件、24年完成封关各项准备、25年底前实现全岛封关运作，其中：

- **“一线”对外：**“一线放开”指境外及区内货物可不受海关监管自由出入境，即自贸港与境外实现货物、资金和人员等要素的自由流动；
- **“二线”对内：**“二线管住”指从自贸港出入我国国境内其他区域的货物实行常规监管、征收相应税收、纳入贸易统计，管理对象主要针对货物、商品、运输工具，与内地间人员往来不变。

全岛封关下探索简税制，免税商业与有税商业价差或将收窄。根据《中华人民共和国海南自由贸易港法》，全岛封关运作时，将增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，在货物和服务零售环节征收销售税；全岛封关运作后，进一步简化税制，只征收销售税并将降低间接税比例。销售税改革方案有望于24年底推出，我们认为目前面向有税商业的销售税征收比例尚无定论。

图27：封关前后海南零售业态税务处理变化



资料来源：公司公告，光明网，海口日报，信达证券研发中心

海南封关有利于促进海南整体发展，旅游零售业有望受益。中国香港、新加坡和迪拜都是世界上知名的自由贸易港。以中国香港为例，中国香港自2003年开放国内自由行后，2005-2014年中国香港零售业总销货规模以10.25%的复合增速从2,044亿港元增加至4,932亿港元，中国香港旅游总开支之境内消费以16.18%的复合增速从794亿港元增长至3,061亿港元。综合来看，海南省自贸港建设有望促进海南整体发展，旅游零售业有望进一步受益。此外，海南建设国际旅游消费中心的规划提出要打造一流文旅项目、国际级旅游产品和业态，将为海南省吸引高消费人群提供条件，海南旅游购物有望提质，利好离岛免税市场扩容。

若税制简化政策出台，1) 免税牌照商和普通零售商成本差距可能减少但仍然存在，离岛免税较高购物额度以及提货方式多样性保障了离岛免税店仍将是更优的选择；此外，离岛旅客在非离岛免税店购买的免税产品，需要按规定照章征税，因此，离岛免税店仍是离岛旅客购买商品的最优选择。2) 公司布局的有税奥莱可享政策红利，海旅超体税费负担有望下降，有望在未来市场竞争中保持优势地位。

表5：封关后，离岛免税零售商和常规零售商差异

企业类型	离岛免税零售商	常规零售商
税负情况	4%免税商品特许经营费不征销售税（存在调整的可能）	B2C X% 销售税
消费者购物额度	10万离岛免税购物额度	居民旅客进境物品5,000元人民币免税限额，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过8,000元人民币。
消费者提货方式	店内购物，机场隔离区提货；邮寄送达；返岛自取；即购即提	即购即提

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、海旅免税：免税新贵应运而生，快速发展、势头强劲

背靠海南国资委，免税新政后海旅免税应运而生。海旅免税（本章节“公司”代指海旅免税）的设立旨在贯彻落实总书记在庆祝海南建省办经济特区 30 周年大会上的重要讲话和《中共中央、国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》精神。2020 年 4 月 13 日海南自贸试验区建设两周年之际，海南省政府成立国有独资公司海旅投，服务于引领落实国际旅游消费中心的发展战略；6 月，海南离岛免税新政推出；7 月 21 日海旅投出资设立海旅免税；8 月 12 日海旅免税顺利获得离岛免税经营资质。随后海旅免税仅用 130 天时间打造三亚市内大型离岛免税店——海旅免税城，于同年 12 月 30 日携 45 大类免税品、近 350 个国际知名品牌顺利开业。

3.1、覆盖四大业务板块，深度布局离岛免税

海旅免税主营离岛免税业务，同时覆盖有税、跨境电商和奥特莱斯等业务：

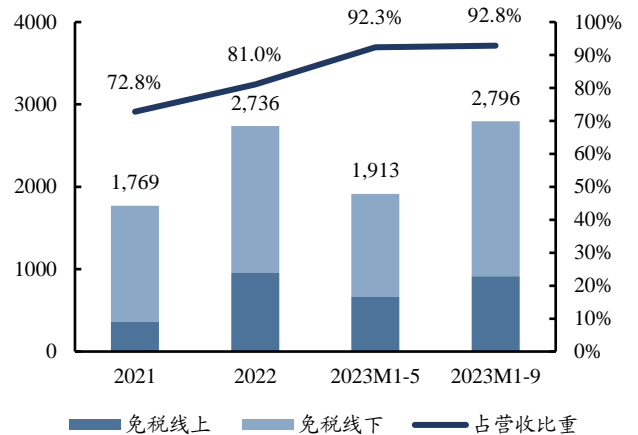
1) 离岛免税线上线下全面发展。海旅免税离岛免税业务包括线下海旅免税城和线上商城（微信小程序、APP 等）两种渠道。1) 线下免税：海旅免税依托三亚海旅免税城开展线下免税业务，地处三亚“迎宾之路”+中央商务 CBD，地理位置优越，支撑客流及销售提升；海旅免税城整体经营面积达 9.5 万 m²，免税业务经营面积近 5 万 m²，截至 2023 年 9 月已吸引 1055 个国际知名品牌入驻。2) 线上免税：海旅免税积极发展电商运营，于 2021 年 1 月正式上线海旅线上官方商城（微信小程序、APP），是对免税线下商城的有效补充。目前海旅免税离岛免税提货点涵盖机场、码头、火车站，除此以外，亦提供邮寄离岛、返岛提货、“担保即提”和“即购即提”等方式。

图28：海旅免税城地理位置优越



资料来源：三亚海旅免税城，信达证券研发中心

图29：免税业务以线下为主，占整体比重超 90%



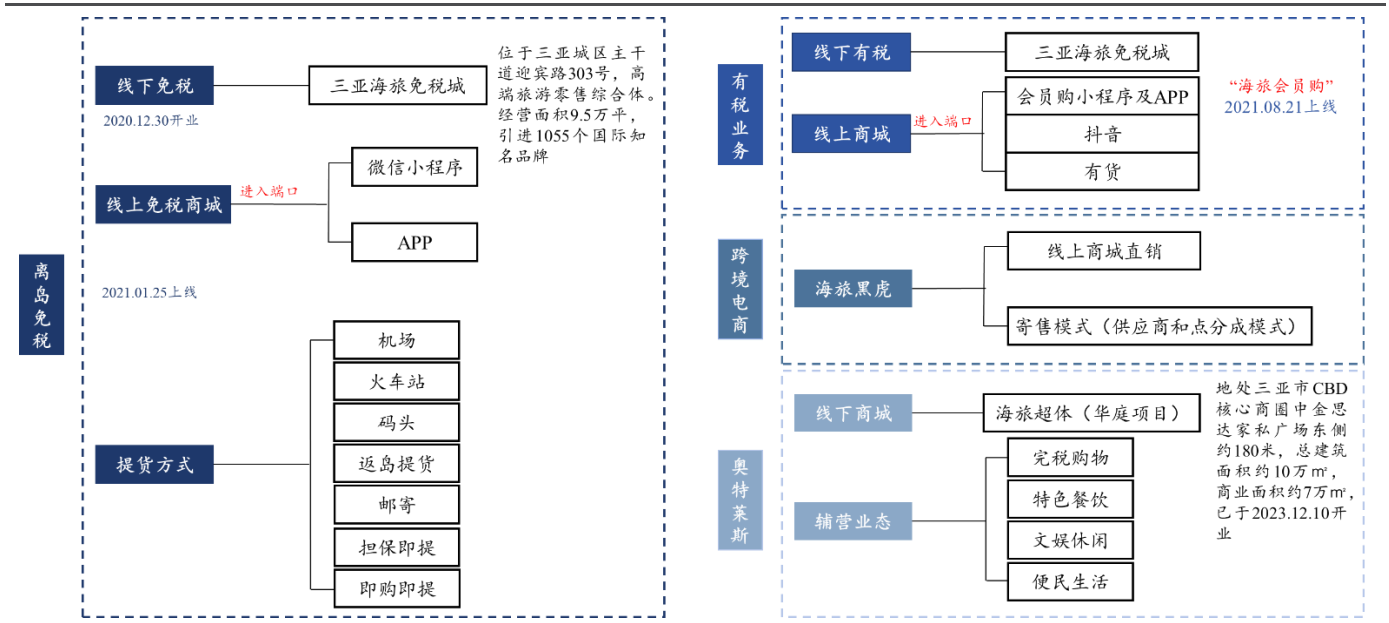
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 有税业务以会员购和线下完税业态为主，定位是免税业务的延伸。1) 线下完税商品为一般百货零售业务，主要通过海旅免税城有税店铺进行销售，规模较小；2) 线上完税源于补缴相关税费后的免税商品，依托海旅免税会员购小程序、APP、抖音、有赞等端口接入，是海南离岛免税业务的延伸，其中官方商城会员购业务于 2021 年 8 月上线。除传统买断直销经营模式外，有税业务还涉及部分线下联营模式，供应商自主管理、运营，根据销售额进行扣点分成，但占比较小。

3) 跨境电商业务受政策冲击影响较大。主要由子公司海旅黑虎销售跨境商品，也包括部分寄售业务（供应商扣点分成模式）。2021年以来，海南跨境电商政策不断收紧，海旅黑虎跨境展示店数量大幅减少，线下业务萎缩，而线上销售在全国范围来看优势并不突出；海旅黑虎投入较多资金筹备岛民免税店，但相关政策未如期出台，受拖累较大。整体来看，跨境电商业务2023年处于过渡期，我们预计短期增量有限，未来有望稳定经营。

4) 海旅超体首创新旅游零售综合体，已于23年12月开业。三亚海旅免税-奥莱生活广场项目（即华庭项目/海旅超体，下文称“海旅超体”）是海旅免税立足海南自由贸易港倾力打造的新旅游零售综合体，位于三亚市CBD核心商圈，总建筑面积约10万㎡，商业面积约7万㎡，总铺位数预计达140个，配套车位数约1100个。主营业务态为免税奥莱，辅营业态包括完税购物、特色餐饮、文娱休闲、便民生活等。海旅超体目前已于2023年12月10日开业。

图30：海旅免税四大业务

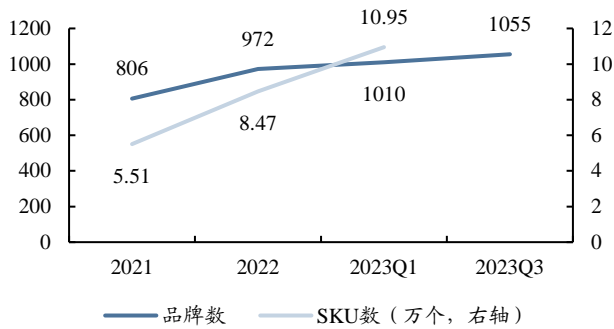


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

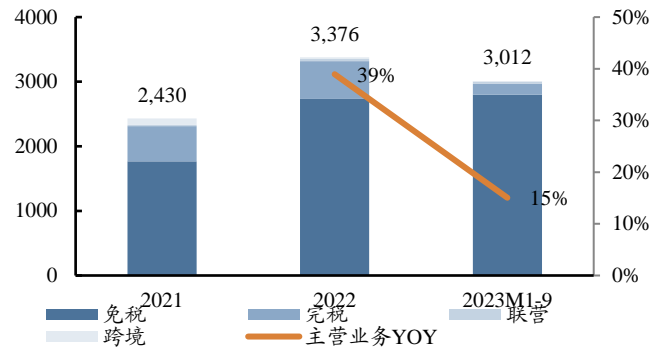
3.2、开业以来销售亮眼、爬坡迅速

海旅免税城开业后，经营规模不断扩大。海旅免税主要经营主体——海旅免税城于2020年底正式投入运营，随后海旅免税抢抓机遇、完善经营产品，入驻品牌从开业初的近350个品牌快速增长至23年9月底的1055个，SKU则由2021年的5.5万个增加至2023Q1的11万个。

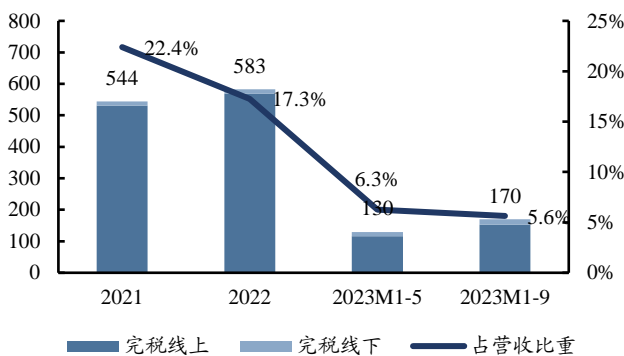
营收高速增长，聚焦离岛免税业务发展。2021-2023年1-9月，海旅免税主营业务收入分别为24.30、33.76、30.12亿元，其中：1) 免税业务各期收入分别为17.69、27.36、27.96亿元，占主营业务收入比重分别为72.8%/81.0%/92.8%，收入规模和占比均呈上升趋势。2) 完税业务2021-2022年均实现5亿+营收，23M1-9实现收入1.70亿元，占主营收入比重从2021年22.4%减少至23M1-9的5.6%，完税业务以会员购为主，我们预计由于渠道竞争激烈、毛利率较低等原因由海旅免税主动收缩；3) 跨境电商和联营业务各期收入分别为1.17亿元/0.57亿元/0.46亿元，受行业政策收紧影响，收入呈下降趋势。

图31：公司入驻品牌及产品 SKU 数快速增长


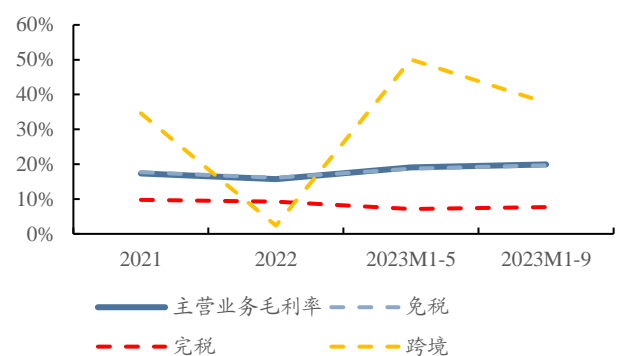
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图32：2021-2023 年 1-9 月海旅免税主营构成及 YOY (百万元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图33：有税业务占比下滑


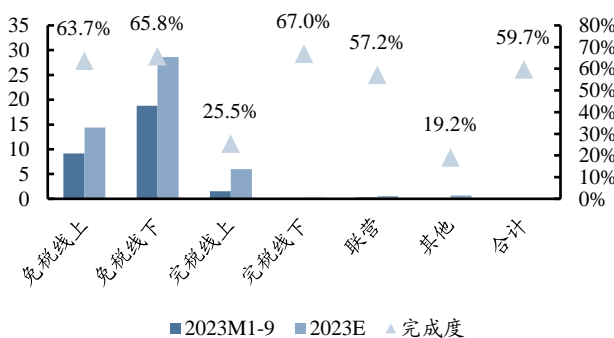
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图34：2021-2023 年 1-9 月海旅免税主营业务毛利率


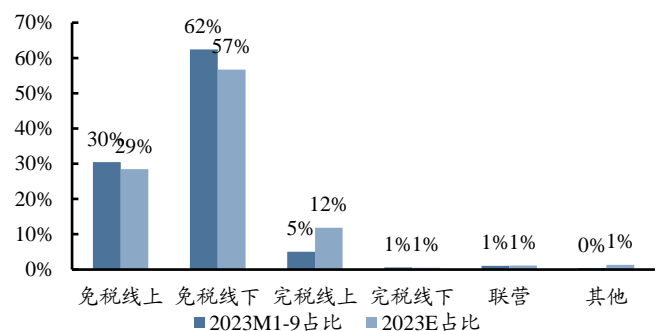
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

消费力疲软+打击代购背景下，前三季度完成全年预算 60%。海旅免税 2023 年 M1-9 实现全年收入预算的 59.7%。免税业务累计完成度达到 65.08%；完税业务累计完成度为 27.22%，其中线下完税规模较小，线上完税由于海旅免税发展战略调整，前三季度完成度仅为 25.48%。

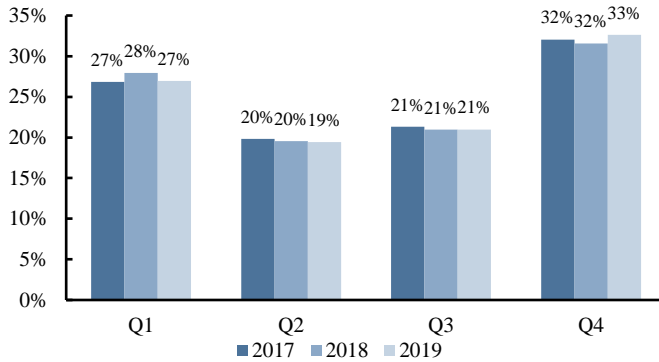
四季度为传统销售旺季，双节已有优秀表现。通常情况下，海南旅游市场一、四季度属于传统旺季，三季度（暑假因素）优于二季度，2017-19 年海南四季度游客占比约为 32%。受旅游市场影响，海南离岛免税也有一定季节波动性，海旅免税单月营收也呈现相同趋势。23 年十一黄金周海旅免税累计实现销售额 1.32 亿元/+113.31%，2023 年 10 月 1 日至 23 日累计实现销售额 3 亿元。

图35：2023 年 1-9 月免税业务完成度较高 (亿元)


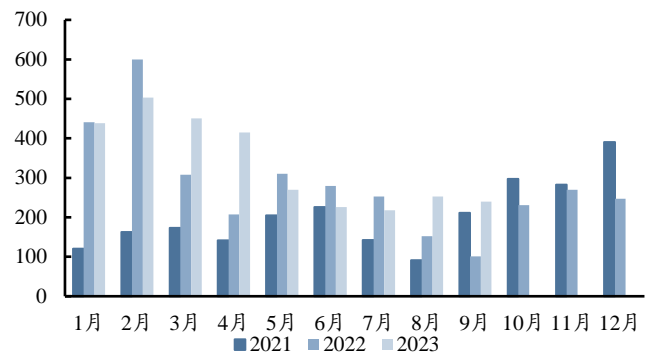
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图36：2023 年 1-9 月免税业务占比超全年预期占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图37：海南旅游市场 Q1&Q4 为传统旺季，客流占比较高


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图38：离岛免税呈现季节性，海旅免税 Q1&Q4 收入表现较好（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

客流量方面，开业以来随着海旅免税宣传推广力度加大、运营能力提升，人气持续积累。2021-2023 年海旅免税客流量 CAGR 为 36.82%（23 年数据使用 23 年 1-8 月数据做年化处理）。此外 2021 至 2023 年 1-9 月，海旅免税城客流量占三亚机场离港客流的比例分别为 23.9%、38.2%、32.3%，进店率整体呈提升趋势。

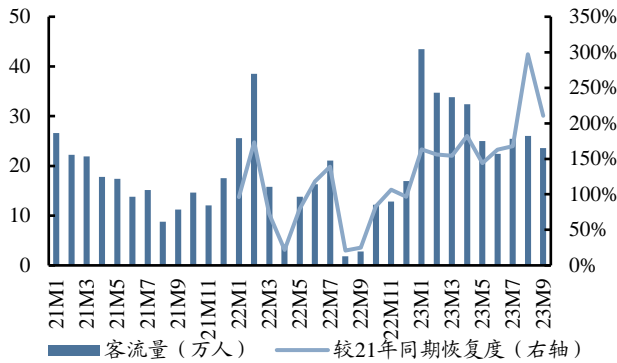
购物率方面，海旅免税城的购物率呈上升趋势，2021-2023 年 1-9 月转化率分别为 20.1%、28.1%、27.0%，23 年以来月转化率维持在 25%-28%。

客单价方面，2021-2023 年 1-9 月海旅免税客单价分别为 4084 元、3991 元、2992 元，海旅免税客单价较行业水平差距较大，主要源自海旅免税深耕香化品牌，精品类占比较低；同时，受消费疲软因素影响，2023 年以来有所下降。但随着海旅免税积极推进经营商品高端化、国际化，持续提升精品销售占比，2023 年 8 月海旅免税客单价环比增幅 13.17%，已接近 1 月春节期间水平。

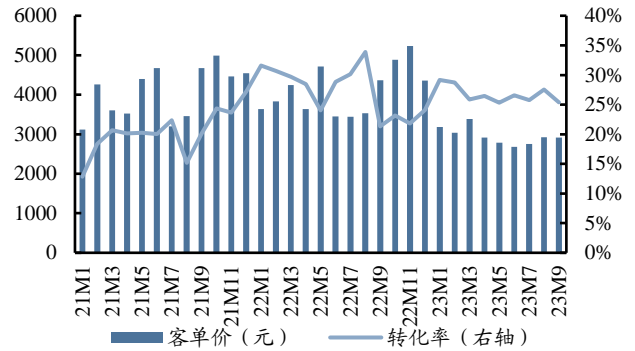
表6：海旅免税城进店率及转化率情况

	2021	2022	2023M1-3	2023M1-9
三亚凤凰机场-吞吐量/2（万人次）	832	476	310	826
YOY	7.9%	-42.8%	-24.4%	11.6%
相比2019年恢复度	82.5%	47.2%	100.6%	111.2%
海旅免税城客流量（万人次）	199	182	112	267
海旅免税城进店率	23.9%	38.2%	36.2%	32.3%
交易人数（万人次）	40	51	31	72
海旅免税城购物率	20.1%	28.1%	28.0%	27.0%
客单价（元）	4,084	3,991	3,195	2,992

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图39：2021-2023M9 海旅免税城月度线下客流量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

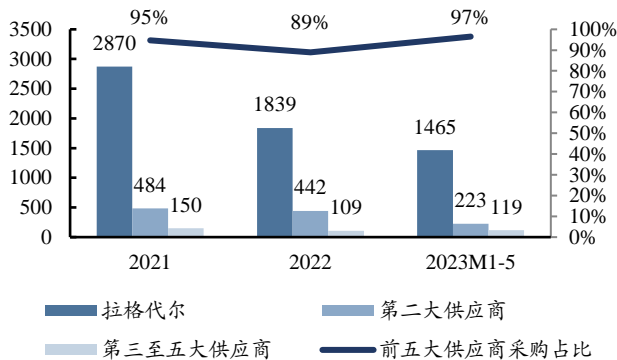
图40：2021-2023M9 海旅免税城月度线下客流转转化率及客单价


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

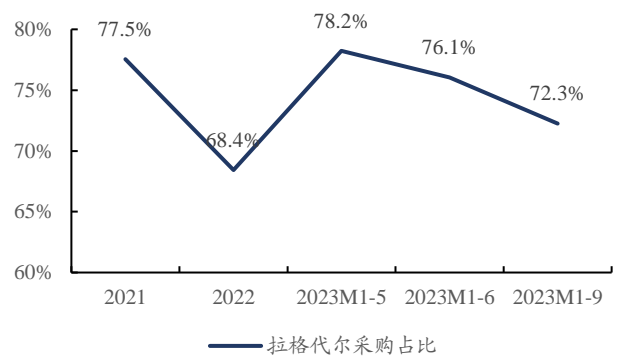
3.3、供应链能力不断完善，品牌丰富度持续提升

- 早期合作拉格实现快速开业起量，此后不断提升直采能力

经营初期与旅游零售商开展合作，向拉格代尔采购占比超 70%。离岛免税业务上游主要为香化、精品、酒水、电子产品等各类品牌方，采购模式主要包括向品牌方直采和向其他免税商采购两种模式。为弥补国际渠道能力不足，迅速与各品牌建立合作关系，海旅免税与拉格代尔、新罗等旅游零售商战略合作。2021-2023 年 1-5 月海旅免税向前五大供应商采购占比分别为 94.7%、88.9%、96.5%，其中向拉格代尔采购比例分别为 77.5%、68.4%、78.2%。

图41：2021-2023 年 1-5 月前五大供应商采购情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图42：2023 以来，向拉格代尔采购占比明显下降


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

议价能力提升，并逐步拓展直采，减少对供应商依赖度。随着海旅免税市占率快速提升，议价能力增强，与拉格代尔多次签署补充协议，保证利润率的同时维持较低价格水平，例如 2023 年初由以市场零售价为基准约定毛利率模式改为拉格代尔采购价格加成模式。此外，随着业务规模扩张以及渠道逐步拓展，海旅免税已与部分品牌建立直接采购关系，截至 2023 年 9 月，海旅免税已与万宝龙、伯爵、沙夫拉特等 737 个品牌建立直采关系。2023H1，海旅免税向拉格代尔采购比例为 76.1%，环比提升主要源自海旅免税根据雅诗兰黛集团 23H1 销售政策以及 H2 涨价预期进行提前备货所致，2023 年 1-9 月海旅免税向拉格代尔采购比例已下降为 72.3%，整体来看，海旅免税对拉格代尔的依赖度不断降低。

表7：与拉格代尔共签署九个《补充协议》

日期	协议	内容
2020年11月23日	《采购合同补充协议一》	就原协议附件2所约定的腕表之保证利润率，针对22个品牌予以调整。
2020年12月14日	《采购合同补充协议二》	就原协议附件2所约定的香水、化妆品之保证利润率，针对14个品牌予以调整。
2021年3月1日	《采购合同补充协议三》	就原协议附件2所约定的部分内容予以调整，调整后Estee Lauder香化、化妆品及进口食品-糖果类毛利率进行了调整。
2021年7月1日	《采购合同补充协议四》	延长《采购合同补充协议二》的有效期，即2021年6月30日后继续有效，并对部分品牌保证利润率进行调整。
2021年9月2日	《采购合同补充协议五》	考虑到原协议项下货物对应的部分品牌，将其店铺给予一定资金支持，为更好地促进三亚海旅免税城品牌销售业绩，提高品牌形象定位，经双方协商一致，就品牌方给予的资金支持特付事宜达成一致意见。
2022年1月24日	《采购合同补充协议六》	对部分品牌保证利润率进行调整。
2022年5月5日	《采购合同补充协议七》	就原协议《采购合同》附件2部分品牌保证利润率进行调整。
2023年1月13日	《采购合同补充协议八》	拉格代尔在三亚海旅免税城中引进部分新香水、化妆品品牌约定新的毛利率。
2023年2月3日	《采购合同补充协议九》	自2023年1月1日起就制定品类及品牌商品，采用在拉格代尔与品牌方的采购成本价基础上适用加价率的方式，以计算标的公司向拉格代尔采购货物的成本价。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

● 品牌丰富度完善，深耕差异化竞争优势

免税商品类型及范围覆盖广泛。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，凭借完善供应链加大品牌招商力度，引进品牌数量从开业初的近350个提升至2023年9月的1055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。

深耕香化品类，差异化竞争快速抢占市场。由于香化产品是离岛免税主要消费品类之一，品牌数量众多，消费者价格敏感，因此海旅免税开业初期深耕香化品类，通过香化引流，带动配饰、服饰等其他品类销售，得益于此差异化竞争战略，海旅免税市占率快速跃升。2022年，海旅免税免税业务香化、电子、精品销售占比分别为70.31%、15.54%、9.16%。作为对比，中免香化和精品两类产品分别占比接近50%；截至2023年3月，线上香化品牌数量达179个，位列同行第一；此外，海旅免税加大差异化品牌引进力度，Tasaki、Marni、Fred、Etro、Hublot等250多个品牌系首次或独家进驻离岛免税市场；同时在海旅免税城五楼打造了“潮牌空间”概念，引进年轻人喜爱的欧美、日韩及国潮品牌，更好服务年轻消费客群。

拓展精品品类，加大招商力度。海旅免税在疫情期间仍引进众多精品品牌，与历峰、斯沃琪、OTB达成直采合作；此外，海旅免税加大招商力度，对销量不佳的品牌进行汰换，浪琴、OF、GCDS、美度等精品招商逐步落地，与Cartier、Prada、Omega、Chanel等高奢品牌正在接触洽谈中。除万国、积家、伯爵、宝格丽等中国中免具有的畅销精品外，海旅免税独家引进受消费者喜欢的宇舶、Fred等知名品牌；对中国中免已有但海旅免税尚未引进的一线大品牌，则通过境外采购方式引进。

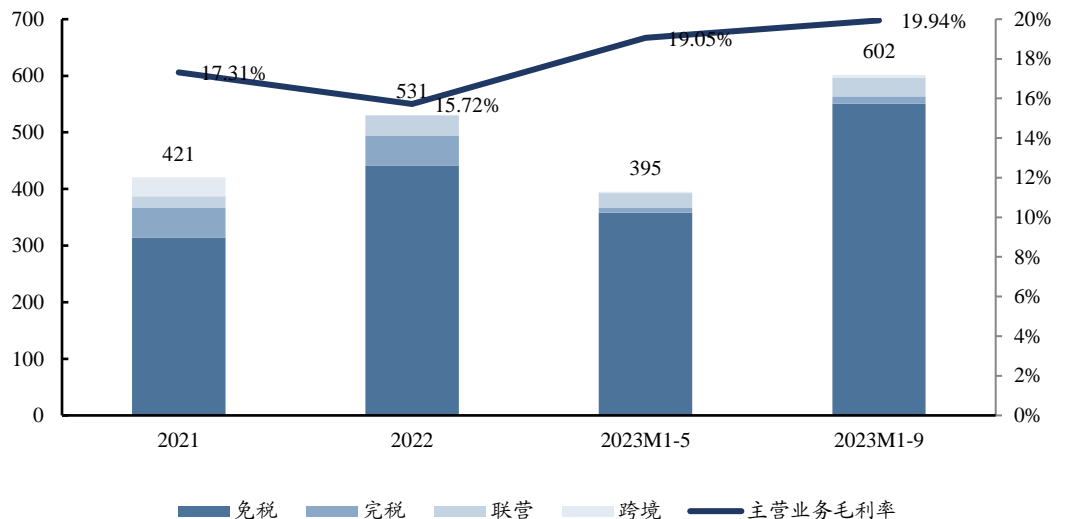
图43：海旅免税城入驻品牌

香水	BVLGARI LANCÔME	Maison Margiela PARIS TOM FORD	JO MALONE LONDON BYREDO	VERSACE	Atelier.Cologne Maison de Parfum PARIS
珠宝	Cartier	MONTBLANC apm MONACO	Chopard	KORLOFF PARIS	六福珠寶 LUKFOOK JEWELLERY
服饰	GIVENCHY	BURBERRY HOGAN	GUCCI BEAUTÉ	PRADA	CALVIN KLEIN MIU MIU RALPH LAUREN PARFUMS
箱包	GUCCI BEAUTÉ	PRADA	COACH PARIS	YES/NO/AURENT	MARNI MICHAEL KORS
腕表	IWC SCHAFFHAUSEN	PIAGET	JAEGER-LECOULTRE	Cartier	EMPORIO ARMANI FIYTA MONTBLANC
护肤品	SK-II LANCÔME	HR HUGO BOSS	LA MER ORIGINS Powerful Natural Protein for Skincare	CLINIQUE	ESTÉE LAUDER DECORTÉ CLARINS PARIS

资料来源：海旅免税小程序，信达证券研发中心

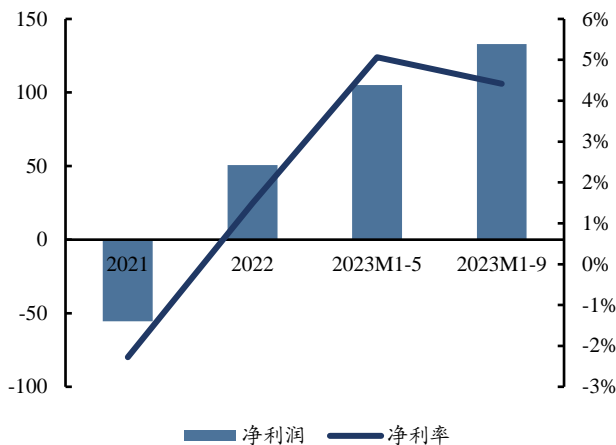
3.4、盈利能力改善较为显著，强化运营提升利润空间

折扣力度收窄，毛利率显著回升。2021-2023年1-9月海旅免税主营业务各期毛利润分别为4.21亿元、5.31亿元、6.02亿元，毛利率分别为17.3%、15.7%、19.94%，2022年毛利率下降主要源自折扣力度较大。2023年折扣力度恢复正常，毛利率亦显著提升。同时，相较于竞争对手，海旅折扣力度相对较大，毛利率弹性空间丰厚。

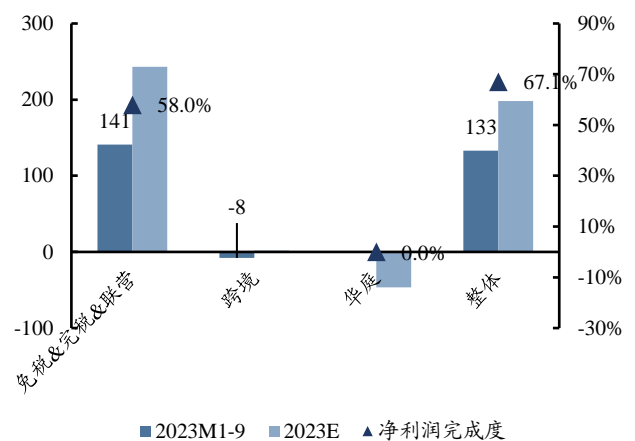
图44：2021-2023年1-5月主要业务毛利润构成及毛利率情况（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业绩快速扭亏，前三季度净利润完成度较高。三亚海旅免税城开业以来爬坡迅速，净利润快速扭亏。2021-2023年1-9月海旅免税净利润分别为-0.56亿元、0.51亿元和1.33亿元，净利率分别为-2.28%/1.49%/4.42%。2023年1-9月海旅免税净利润占全年预测比例的67.06%。受暑假及四季度旺季因素影响，海南离岛免税市场下半年销售情况通常优于上半年。

图45：2021-2023M9 海旅免税净利润及净利率（百万元）


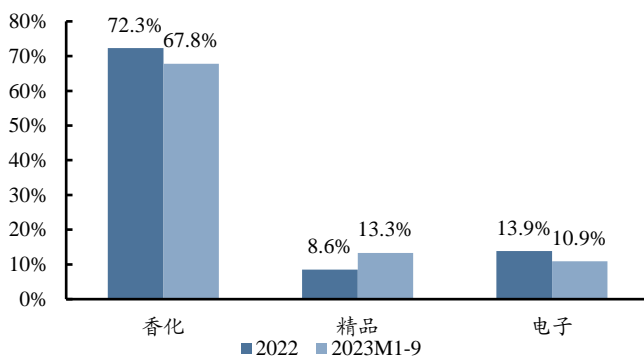
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图46：2023 年海旅免税利润完成度（百万元）


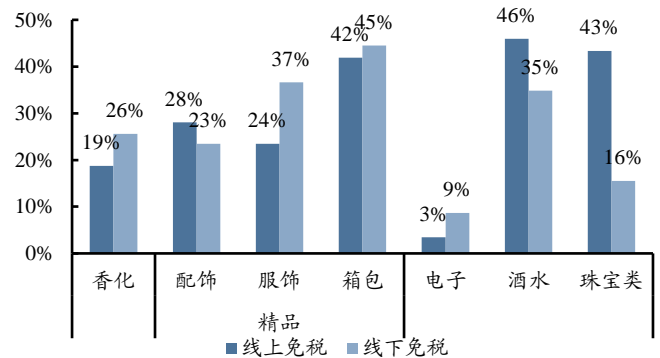
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

未来海旅免税有望通过优化商品结构、调整折扣力度以及降低采购成本的方式进一步提升盈利水平。

- 商品结构方面：**由于海旅免税初期采取香化商品引流战略，毛利率较低的香化和电子产品占比较高，而毛利率较高的精品类产品占比相对较少，2022 年香化、精品、电子产品占比分别为 72.28%、8.56%、13.85%；毛利率方面，2022 年线下免税渠道香化品类毛利率为 25.61%，而精品中的配饰、服饰和箱包毛利率分别为 23.44%/36.66%/44.53%。未来海旅免税拟进一步提升精品占比，优化商品结构，提升毛利率水平，2023M1-9，香化、精品、电子产品占比为 67.78%、13.34%、10.94%，环比 2022 年全年分别变化-4.50pct/+4.78pct/-2.91pct。

图47：精品类产品销售占比大幅提升


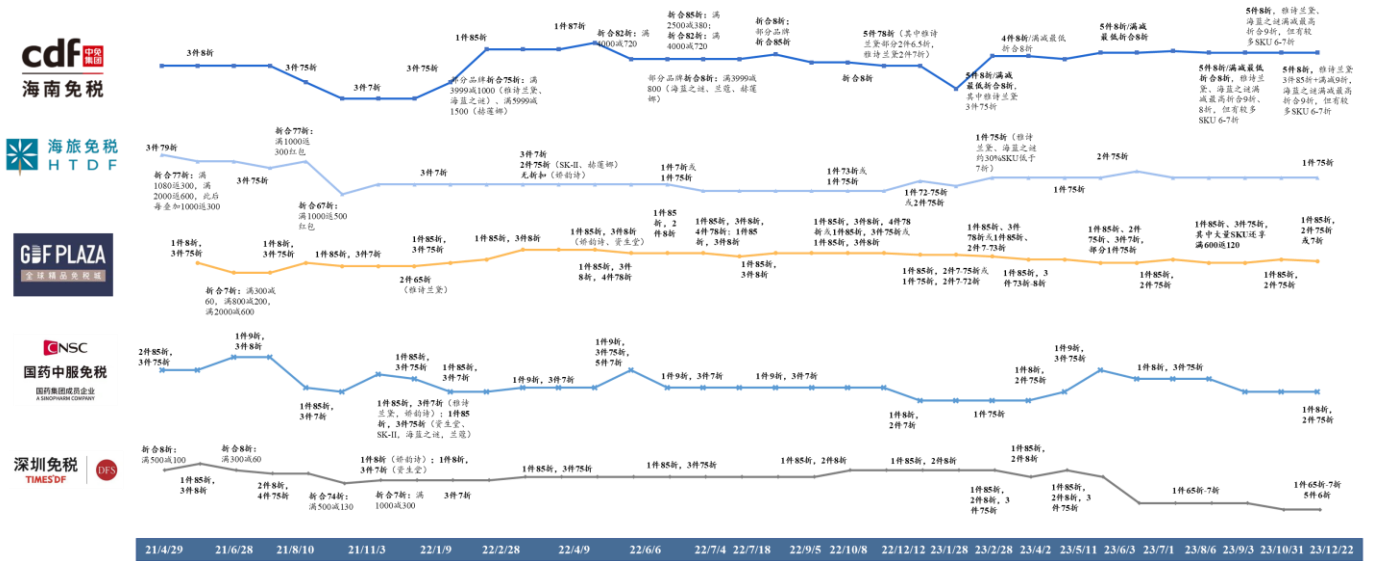
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图48：2022 年各品类毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 价格体系方面：**为快速打开市场，海旅免税初期采取较大力度折扣促销手段，23 年以来离岛免税行业价格体系已逐步修复，中免毛利率逐季改善，海旅亦同比有所改善，从前期普适性折扣三件 7 折收窄至三件 75 折；与此同时，海旅仍然是海南折扣力度较大的免税商，这也意味着未来的利润改善空间充沛。

图49：各免税商香化类普适性折扣变化趋势图（2021年4月-2023年12月）



资料来源：cdf 海南免税官方商城、海旅免税城、CNSC 离岛免税购、GDF 免税城、深免 x DFS 离岛免税，信达证券研发中心

3.5、布局奥莱业务，逐步拓展省外

3.5.1、海旅超体：依托旅游+免税商业基因，探索全新旅游新零售商业综合体

重磅项目海旅超体 12 月开业，打造离岛免税+有税奥莱旅游零售综合体。海旅免税积极推进三亚海旅免税-奥莱生活广场项目（简称“海旅超体”），以免税奥莱为主营业态，完税购物、特色餐饮、文娱休闲、便民生活为辅营业态，旨在打造“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动的旅游零售综合体，应对 2025 海南封关背景下游客和海南本地居民的新购物需求。海旅超体投资总额约为 2 亿元，总建筑面积约 10 万 m²，商业面积约 7 万 m²，总铺位数预计达 140 个，配套停车位约 1100 个，已于 23 年 12 月 10 日开业。

重构“人货场”逻辑，降本提效实现规模效应。传统购物中心以门店为基本单位，单品牌门店覆盖多品类货源；而海旅超体对“人货场”进行重构，同品类产品在同一区域以全货架形式呈现，打破常规“租金模式”，实现降本增效。**降本：**海旅超体以“全货架”形式+自营联营为主、品牌入驻为辅的方式，降低品牌人力、管理、租金等成本，释放商品的价格竞争优势。**增效：**海旅超体基于海旅免税城供应链优势，持续优化选品、采购、陈列、营销/销售等环节，从而加速商品流通、降低成本；在“全货架”基础上引入数字化、智能化系统，实现手机扫一扫即可获得商品位置、自助扫码下单等多项功能，提升购物效率。**规模效应：**通过降本提效帮助品牌低门槛入驻，实现项目以“超多品牌 x 超低折扣”吸引消费者前来购物、拉动销售业绩持续增长的正循环。

图50：海旅超体于2023年12月10日正式开业


资料来源：海旅超体公众号，信达证券研发中心

图51：海旅超体“全货架”形式


资料来源：穆迪达维特免税快讯，信达证券研发中心

区位：临近海旅免税城，打造“双子星”商业地标。1) 海旅超体与海旅免税城相距约 600 米，海旅免税城经过 3 年运营，已成为岛内头部免税商业体，有望凭借人才及资源优势赋能海旅超体招采、运营等环节；2) 海旅免税会通过向海旅免税城游客发放海旅超体优惠券等营销活动以及两项目班车接送等运营模式进行联动导流，两大项目差异化运营和联动，形成业态互补，有望实现 1+1>2 的效果。3) 海旅超体创新谋划“城市奥莱”概念，围绕“离家近，品牌优，折扣多”三大关键词，深挖城市属性，探索消费需求，该项目位于主城区迎宾路商圈、临近湿地公园的区位，除来岛商旅客群外，还有基数庞大的当地居民以及办公人群，意味着相比其他项目，海旅超体客群更加多元、稳定，具备更大的运营、推广可能性。

产品：覆盖 1500+ 品牌的全业态品类。得益于供应链优势、自营/联营的灵活经营方式等，海旅超体的经营品牌数远高于常规购物中心。截至目前，海旅超体已累计引进品牌超过 1,500 个一线品牌，涵盖香水高化、珠宝腕表、重&轻奢、潮牌、黄金珠宝、儿童玩具、进口食品、家居生活等近乎全业态组合；入驻品牌以国际轻奢和国内知名品牌为主，包括 Valentino、armarni、Coach、MK 等知名品牌。海旅超体是为数不多可实现从重奢品牌到百货全品类的项目，也意味着它对高端商旅客群和本地消费市场都具备较强的吸附能力。

图52：海旅超体地理位置


资料来源：中国国际消费品博览会，信达证券研发中心

图53：海旅超体实现从重奢品牌到百货全品类覆盖

超级体验 | 超低折扣 | 超全品类
 超多品牌 | 超级服务 | 超新模式

- | | |
|----|---------------------------------|
| 1F | 高奢潮奢 奢品集合 个护美妆 钟表时光 世界酒廊 眼镜配镜 |
| 2F | 轻奢女装 轻奢男装 轻奢鞋履 时尚手袋 旅行箱包 |
| 3F | 运动服饰 潮牌服饰 童装 儿童玩具 电子数码 保健品 进口食品 |
| 4F | 国产潮牌 家居生活 内衣 海旅黄金超市 海旅珠宝超市 |
| 5F | 国产精品 乐购仕 百货 美食广场 |



资料来源：海旅免税公众号，信达证券研发中心

服务：海旅会员体系打通，线上线下无缝结合。过往百货、购物中心在“线上×线下”的尝

试多集中在部分商品上线小程序、节点性直播带货等方式，但线上依然与线下割裂，处于辅助地位。对海旅免税来说，目前小程序已先行上线，涵盖彩妆、护肤、酒水、手机数码、香水等多品类，并打通了海旅免税会员体系，叠加区位优势，意味着运营初期有望吸引大量优质客群。此外，海旅超体的不同之处在于线上线商品完全同步、共享库存，即海旅超体不仅是一座购物中心，还是分类清晰、商品规模庞大的现代化仓库，以及 SKU 规模可观、价格优势较为明显的电商平台。

运营：运营前置、提前发声。在开业前海旅超体已通过运营前置的方式提前发声，并取得了良好的市场反馈。截止 23 年 12 月 31 日，海旅超体的抖音官方账号粉丝数接近 59w，未来还将引入直播，并将其日常化，实现「批发、零售、直播」三位一体。海旅超体运营 IP 形象“超级豹”提高识别度，并将以超大雕塑形式出现在海旅超体主入口。

图54：海旅超体会员店小程序&扫码购小程序



资料来源：海旅超体会员店小程序，海旅超体扫码购小程序，信达证券研发中心

图55：海旅超体 IP “超级豹”以雕塑形式放置在入口



资料来源：免税零售专家，信达证券研发中心

3.5.2、奥莱超体走出海南，省外拓展起步

奥莱超体落地阳朔，省外拓展起步。23 年 3 月，海旅免税·奥莱超体阳朔国际旅游购物城项目签约，项目总投资超 33 亿元，建筑面积 11 万㎡，是广西首个超 10 万㎡的奥莱超体旅游购物城。购物城由海旅免税引进，经营超过 600 个国际知名品牌，涵盖了香包、化妆品、酒水、家居生活用品、服装、首饰等 45 大类免税商品，既包含耳熟能详的国际大品牌，也有众多小众、高端、潮流的品牌，有望在阳朔开创全新的旅游购物消费模式。

图56：奥莱超体旅游购物城落地阳朔



资料来源：阳朔县人民政府，阳朔县文化广电体育和旅游局，信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1、海旅免税盈利预测

2020 年以来，免税政策端利好以及疫情影响下消费回流带动离岛免税市场快速扩容。海旅免税作为重要参与主体，实现了收入规模大幅增长，利润水平快速扭亏，跃居成为海南离岛免税市占率第二的免税商。展望未来，消费政策组合拳推动下，消费意愿、消费能力有望提升；免税面积扩容、精品引入加速，离岛免税仍具潜力；公司未来聚焦免税，销售情况有望持续向好。根据公司公告，2023-2026 年海旅免税业绩承诺为：营业收入 50.5/61.3/74.2/85.3 亿元，同比增速分别为 48.5%/21.5%/21.0%/15.0%，归母净利润 1.98/3.26/4.80/5.87 亿元，同比增速分别为 254%/65%/47%/22%。

表8：海旅免税业绩承诺（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,442.59	3,397.96	5,045.08	6,130.51	7,417.06	8,528.47
YOY	0.0%	39.1%	48.5%	21.5%	21.0%	15.0%
免税	1,768.70	2,735.80	4,296.05	5,241.38	6,406.36	7,442.18
YOY	0.0%	54.7%	57.0%	22.0%	22.2%	16.2%
毛利率	17.8%	16.1%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
完税	544.12	583.00	624.02	658.64	694.23	732.11
YOY	0.0%	7.1%	7.0%	5.5%	5.4%	5.5%
毛利率	9.8%	9.3%	9.4%	9.6%	9.8%	9.9%
联营	19.84	35.51	58.01	74.94	86.18	99.11
YOY	0.0%	78.9%	63.4%	29.2%	15.0%	15.0%
黑虎	97.17	21.90	30.03	32.60	35.28	38.28
YOY	0.0%	-77.5%	37.2%	8.6%	8.2%	8.5%
华庭			36.96	122.94	195.00	216.78
YOY				232.6%	58.6%	11.2%
毛利润	433.45	551.62	1038.94	1321.60	1651.36	1906.67
毛利率	17.7%	16.2%	20.6%	21.6%	22.3%	22.4%
税金及附加率	3.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%
销售费用率	10.7%	7.3%	9.1%	8.8%	8.3%	7.9%
管理费用率	3.4%	1.9%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
财务费用率	2.1%	1.9%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%
归母净利润	-24.47	56.10	198.30	326.31	480.05	586.69
YOY			253.5%	64.6%	47.1%	22.2%
归母净利率	-1.0%	1.7%	3.9%	5.3%	6.5%	6.9%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

结合 23 年以来海南离岛市场表现以及海旅免税 2023 年 1-9 月销售情况，我们在海旅免税业绩承诺基础上进行调整，预计海旅免税 2023-2026 年分别实现营收 41.12、52.12、59.84、66.64 亿元，同比增速分别为 21.0%、26.7%、14.8%、11.4%，归母净利润 1.65、3.29、4.86、5.89 亿元，同比增速分别为 194.3%、99.2%、47.8%、21.2%。

表9：海旅免税离岛免税业务测算（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
三亚凤凰机场-吞吐量/2（万人次）	832	476	1,109	1,129	1,139	1,169
YOY	7.9%	-42.8%	133.1%	1.8%	0.9%	2.7%
相比2019年恢复度	82.5%	47.2%	110.0%	112.0%	113.0%	116.0%
海旅免税城客流量（万人次）	199	182	355	373	385	402
海旅免税城进店率	23.9%	38.2%	32.0%	33.0%	33.8%	34.4%
交易人数（万人次）	40	51	94	105	112	119
海旅免税城购物率	20.1%	28.1%	26.5%	28.3%	29.1%	29.7%
客单价（元）	4,084	3,991	2,900	3,100	3,250	3,350
免税线下（百万元）	1,411	1,782	2,727	3,269	3,642	4,003
YOY		26.3%	53.0%	19.9%	11.4%	9.9%
免税线上（百万元）	358	953	1,091	1,471	1,784	2,041
YOY		166.3%	14.4%	34.8%	21.3%	14.4%
免税业务（百万元）	1,769	2,736	3,818	4,740	5,426	6,044
YOY		54.7%	39.6%	24.1%	14.5%	11.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表10：海旅免税盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,442.59	3,397.96	4,112.21	5,212.13	5,983.84	6,664.00
YOY		39.1%	21.0%	26.7%	14.8%	11.4%
免税	1,768.70	2,735.80	3,818.17	4,740.11	5,426.23	6,044.14
YOY		54.7%	39.6%	24.1%	14.5%	11.4%
毛利率	17.8%	16.1%	20.4%	20.5%	20.6%	20.8%
完税	544.12	583.00	210.36	222.40	230.97	239.99
YOY	0.0%	7.1%	-63.9%	5.7%	3.9%	3.9%
毛利率	9.8%	9.3%	7.8%	8.7%	9.3%	9.5%
联营	19.84	35.51	44.38	53.26	61.25	70.44
YOY	0.0%	78.9%	25.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率			100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
黑虎	97.17	21.90	17.52	18.22	18.76	19.33
YOY		-77.5%	-20.0%	4.0%	3.0%	3.0%
毛利率	34.7%	2.4%	30.0%	35.0%	40.0%	40.0%
华庭			9.24	165.61	234.09	277.55
YOY				1691.6%	41.4%	18.6%
毛利率			-50.0%	60.0%	70.0%	72.0%
毛利润	433.45	551.62	851.56	1161.55	1384.26	1570.34
毛利率	17.7%	16.2%	20.7%	22.3%	23.1%	23.6%
税金及附加率	3.0%	3.3%	3.8%	3.6%	3.4%	3.3%
销售费用率	10.7%	7.3%	8.7%	8.5%	7.6%	7.4%
管理费用率	3.4%	1.9%	2.4%	2.0%	1.8%	1.8%
财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用率	2.1%	1.9%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%
净利润	-55.58	50.79	165.10	328.80	485.85	588.62
净利率	-2.3%	1.5%	4.0%	6.3%	8.1%	8.8%
归母净利润	-24.47	56.10	165.10	328.80	485.85	588.62
YOY			194.3%	99.2%	47.8%	21.2%
归母净利率	-1.0%	1.7%	4.0%	6.3%	8.1%	8.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2、海汽集团盈利预测及投资建议

行业整体下行，业绩表现仍然承压。海汽集团是海南省道路运输龙头，以汽车客运、汽车站运营、汽车综合服务等为主营业务。但受高铁轻轨和网约车等新业态发展、私家车保有量增长等因素影响，公路客运市场受到冲击；随着海南旅游客运运力总量限制放开，实行市场定价，行业竞争日趋激烈；此外，新能源车普及亦挤压了公司燃油销售、维修检测等业务。综上，公司主营业务近年来受到较大的不利影响。2023年以来，海南公路行业进入深度调整，1-11月海南公路客运量3884万人次，该客流表现弱于2020年和2021年同期，仅好于受海口、三亚疫情影响严重的2022年。公司上半年完成客运量1013万人次/-6.03%，实现营收3.83亿元/+5.77%，归母净利润-0.46亿元/-41.92%。

积极拓新转型，汽车综合服务业务贡献增量。我们认为随着出行限制解除，公司23年营收及业绩有望得到修复，但道路运输市场环境严峻，23年或较难恢复至2019年的水平；此外，公司正积极布局新能源充电站、汽车销售及维修等综合服务业务，有望贡献主要收入及毛利增长。我们假设2023-2026年营业收入增速分别为+11.4%、+7.1%、+6.5%、+4.6%，其中汽车客运业务增速为-5.5%、-5.7%、+0.4%、+0.1%，客运站经营业务增速为+20%、+5%、+4%、+3.2%，汽车综合服务业务增速为+60%、+30%、+15%、+10%。

根据以上假设，我们预计海汽集团原有业务2023-2026年营收分别为8.24、8.83、9.40、9.84亿元，毛利润分别为1.50、1.96、2.29、2.47亿元，对应毛利率分别为18.3%、22.3%、24.4%、25.1%，归母净利润分别为-0.08、0.17、0.41、0.52亿元，2024年1月17日收盘价对应24-26年PE分别为321、132、103X。选取地面运输行业京沪高铁、大秦铁路、广深铁路为可比公司，2024-25年平均PE为14、13X，估值差异较大主要源于公司当前股价包含免税业务注入预期。

当前海汽集团逐步拓展“交通+旅游+消费”产业链，并积极推进海旅免税注入事项，我们认为若重组顺利完成，公司有望转型成为免税商业综合集团，在免税政策红利不断释放，叠加现有资源禀赋整合的利好下，未来增长可期，建议持续关注公司后续重组进展，首次覆盖，给予“增持”评级。

表11：海汽集团原有业务盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	732.12	739.86	824.30	882.79	940.11	983.82
YOY	16.6%	1.1%	11.4%	7.1%	6.5%	4.6%
汽车客运	500.39	472.71	446.75	421.36	422.99	423.38
YOY	15.3%	-5.5%	-5.5%	-5.7%	0.4%	0.1%
客运站经营	66.16	48.12	57.74	60.63	63.05	65.07
YOY	3.4%	-27.3%	20.0%	5.0%	4.0%	3.2%
汽车综合服务	95.13	165.27	264.43	343.77	395.33	434.86
YOY	37.1%	73.7%	60.0%	30.0%	15.0%	10.0%
毛利润	103.56	106.95	150.47	196.42	229.10	247.25
毛利率	14.1%	14.5%	18.3%	22.3%	24.4%	25.1%
税金及附加率	1.8%	1.5%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
销售费用率	1.2%	1.6%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	24.7%	24.5%	21.5%	20.5%	19.7%	19.2%
研发费用率	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	0.3%	1.3%	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%
归母净利润	-71.79	39.24	-7.70	16.74	40.77	52.36
归母净利率	-9.8%	5.3%	-0.9%	1.9%	4.3%	5.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表12：公司可比公司估值表

公司	代码	总市值（亿元）		EPS		PE			PS		
		2024/1/17	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
京沪高铁	601816.SH	2,357.11	0.24	0.28	0.31	20.35	17.43	15.47	5.68	5.15	4.79
大秦铁路	601006.SH	1,160.58	0.81	0.82	0.82	9.07	8.95	9.03	1.42	1.38	1.36
广深铁路	601333.SH	194.80	0.17	0.19	0.21	16.22	14.33	13.06	0.75	0.70	0.68
		平均				15.21	13.57	12.52	2.62	2.41	2.27
海汽集团	603069.SH	53.81	-0.02	0.05	0.13	-	321.41	131.99	6.53	6.10	5.72

资料来源：Wind，信达证券研发中心

五、风险提示

交易事项进展不及预期风险：公司此次交易方案尚需上交所核准、证监会注册才能正式实施，能否取得上述批准、核准、注册及相应时点均存在不确定性。

宏观经济风险：若宏观经济下行，居民消费力有所下降，免税消费将受到一定制约。

经营相关风险：公路客运行业经营环境日益复杂，免税行业亦竞争激烈，公司或出现经营表现不及预期的风险。

政策风险：免税行业对相关政策变化较为敏感，若国家未来放宽免税行业的市场准入条件，免税行业的市场竞争将加剧。

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	853	956	1,101	
货币资金	244	182	321	417	548	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	90	176	182	187	193	
预付账款	69	178	202	206	213	
存货	23	2	28	23	20	
其他	69	95	119	124	127	
非流动资产	1,376	1,447	1,573	1,595	1,615	
长期股权投资	7	5	4	3	2	
固定资产(合	1,031	931	909	887	865	
无形资产	231	262	271	280	288	
其他	107	249	389	425	460	
资产总计	1,871	2,081	2,426	2,551	2,716	
流动负债	660	538	634	643	668	
短期借款	0	0	5	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	165	121	184	187	194	
其他	495	417	445	456	474	
非流动负债	255	547	806	906	1,006	
长期借款	100	403	653	753	853	
其他	155	145	154	154	154	
负债合计	915	1,085	1,440	1,549	1,674	
少数股东权益	16	17	16	16	15	
归属母公司	940	980	970	986	1,027	
负债和股东权益	1,871	2,081	2,426	2,551	2,716	

重要财务指标

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	824	883	940	
同比(%)	16.4%	1.1%	11.4%	7.1%	6.5%	
归属母公司净利润	-72	39	-8	17	41	
同比(%)	26.8%	154.7%	-119.6%	317.4%	143.5%	
毛利率(%)	14.1%	14.5%	18.3%	22.3%	24.4%	
ROE%	-7.6%	4.0%	-0.8%	1.7%	4.0%	
EPS (摊薄)(元)	-0.23	0.12	-0.02	0.05	0.13	
P/E	—	137.15	—	321.41	131.99	
P/B	5.72	5.49	5.55	5.46	5.24	
EV/EBITDA	39.66	67.77	76.96	55.07	42.57	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	732	740	824	883	940	
营业成本	629	633	674	686	711	
营业税金及附加	13	11	15	14	14	
销售费用	9	12	11	11	11	
管理费用	181	181	177	181	185	
研发费用	0	1	1	1	1	
财务费用	2	10	14	13	13	
减值损失合计	0	-3	0	0	0	
投资净收益	0	-1	-2	-2	-2	
其他	41	155	54	39	39	
营业利润	-61	43	-15	14	42	
营业外收支	3	5	5	5	5	
利润总额	-59	48	-10	19	47	
所得税	14	9	-1	3	7	
净利润	-73	39	-8	16	40	
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	-72	39	-8	17	41	
EBITDA	115	127	74	104	134	
EPS (当年)(元)	-0.23	0.12	-0.02	0.05	0.13	

现金流量表

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	122	112	146	
净利润	-73	39	-8	16	40	
折旧摊销	175	175	70	72	73	
财务费用	5	12	16	21	24	
投资损失	-162	0	1	2	2	
营运资金变动	-137	-224	61	5	10	
其它	11	-91	-19	-4	-4	
投资活动现金流	-181	-203	-177	-90	-91	
资本支出	-164	-214	-167	-86	-86	
长期投资	-2	-3	-4	-4	-4	
其他	-15	15	-6	0	-1	
筹资活动现金流	92	203	195	74	76	
吸收投资	6	8	0	0	0	
借款	100	350	255	95	100	
支付利息或股息	-5	-11	-16	-21	-24	
现金流净增加额	-108	-88	139	95	131	

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，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、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2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

张洪滨，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

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。