

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海汽集团(603069)

投资评级 增持

上次评级 增持

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

张洪滨 社服行业研究助理

联系电话: 18916616659

邮箱: zhanghongbin@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) 23 年报点评: 主营业务承压, 调整方案后重组稳步推进

2024 年 4 月 18 日

事件: 公司披露 2023 年年报: 1) 23 年公司实现营收 8.42 亿元/+13.8%, 实现归母净利润-0.69 亿元/-275%, 扣非归母净利润-0.90 亿元/+10.70%; 2) 23Q4 公司实现营收 2.32 亿元, 实现归母净利润-0.27 亿元。3) 全年非经常性损益 0.21 亿元(22 年为 1.40 亿元)。

毛利率同比略有下降, 非经常性因素波动较大导致净利率下滑明显。 1) 23 年公司实现销售毛利率 13.88%/-0.58pct, 主要受汽车综合服务业务物料成本增加影响; 2) 23 年销售费率 1.35%/-0.22pct, 管理费 21.23%/-3.24pct, 研发费率 0.12%/-0.05pct, 财务费率 2.06%/+0.74pct, 源于新增银行借款, 导致财务费用增加; 3) 23 年销售净利率-8.28%(22 年为 5.26%), 差异主要来自资产处置收益。

得益于 23 年道路客运出行修复, 公司全年完成客运量 1968 万人次/+10.5%, 带动主营业务均实现增长。 1) 公司客运业务收入 5.02 亿元/+6.1%, 其中公车公营模式实现收入 3.56 亿元、占比约 71%, 责任经营形式实现收入 1.44 亿元, 占比约 29%, 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) 汽车服务业务对外收入 2.06 亿元/+27.4%, 其中, 大力拓展油料业务, 对外收入 1.25 亿元/+21.63%, 并推进充电基础设施建设和汽车销售服务业务; 3) 商业运营板块完成海口汽车东站、屯昌汽车站、琼中汽车站空间布局调整, 合计每年可新增租金收入约 0.08 亿元, 并成功转让乐东利国车站, 盘活存量资产。

调整重组方案后, 隐含市值显著下调。 公司 3 月披露调整后重组方案, 估值从上一轮方案的 40.08 亿元降至 20.37 亿元, 24-26 年业绩承诺由 3.26/4.80/5.87 亿元下调至 1.61/1.82/2.02 亿元。根据方案, 85%交易对价为股份支付(以 12.86 元/股向海南旅投发行 1.35 亿股)、15%为现金支付, 并定增募资不超 7.38 亿元(原方案 14 亿元)。若按 80%当前股价增发, 交易后总股本增至 5.05 亿股。若按业绩承诺、80%当前股价增发股本、原有业务 38 亿市值计算, 免税业务隐含估值 47.54 亿元, 对应 24-26 年 PE 估值分别为 29/26/23 倍。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为-0.14 亿元、0.20 亿元、0.47 亿元, 4 月 17 日股价对应 25-26 年 PE 分别为 274/113 倍, 估值较高主要源于免税业务注入预期。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, 维持“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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	740	842	910	965	1,013
增长率 YoY %	1.1%	13.8%	8.1%	6.0%	5.0%
归属母公司净利润 (百万元)	39	-69	-14	20	47
增长率 YoY%	154.8%	-275.2%	79.9%	240.5%	142.5%
毛利率%	14.5%	13.9%	17.5%	20.3%	22.6%
净资产收益率ROE%	4.0%	-7.6%	-1.6%	2.1%	4.9%
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.22	-0.04	0.06	0.15
市盈率 P/E(倍)	135.90	—	—	274.06	113.03
市净率 P/B(倍)	5.46	5.89	5.98	5.85	5.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月17日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	634	883	765	834	935	
货币资金	182	333	220	252	338	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	176	187	184	196	197	
预付账款	178	158	166	177	176	
存货	2	46	28	29	31	
其他	95	159	167	180	193	
非流动资产	1,448	1,704	1,749	1,787	1,815	
长期股权投资	5	4	3	2	1	
固定资产(合)	931	881	993	1,085	1,160	
无形资产	262	252	260	267	271	
其他	250	567	493	433	383	
资产总计	2,082	2,587	2,513	2,621	2,750	
流动负债	538	944	836	875	908	
短期借款	0	6	0	0	0	
应付票据	0	134	70	83	91	
应付账款	121	336	255	274	289	
其他	417	468	511	518	528	
非流动负债	548	725	774	824	873	
长期借款	403	576	626	676	726	
其他	146	149	148	148	147	
负债合计	1,086	1,669	1,610	1,698	1,781	
少数股东权益	17	9	8	8	7	
归属母公司	979	909	895	914	962	
负债和股东权益	2,082	2,587	2,513	2,621	2,750	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	740	842	910	965	1,013	
同比(%)	1.1%	13.8%	8.1%	6.0%	5.0%	
归属母公司净利润	39	-69	-14	20	47	
同比(%)	154.8%	-275.2%	79.9%	240.5%	142.5%	
毛利率(%)	14.5%	13.9%	17.5%	20.3%	22.6%	
ROE%	4.0%	-7.6%	-1.6%	2.1%	4.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.12	-0.22	-0.04	0.06	0.15	
P/E	135.90	—	—	274.06	113.03	
P/B	5.46	5.89	5.98	5.85	5.56	
EV/EBITDA	67.77	63.01	54.59	38.17	30.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	740	842	910	965	1,013	
营业成本	633	725	751	769	784	
营业税金及附加	11	15	15	14	15	
销售费用	12	11	11	12	12	
管理费用	181	179	180	181	183	
研发费用	1	1	1	1	1	
财务费用	10	17	17	17	17	
减值损失合计	-3	-2	-2	-1	-1	
投资净收益	-1	-2	-2	-2	-2	
其他	155	43	47	51	54	
营业利润	43	-67	-20	20	52	
营业外收支	5	3	3	3	3	
利润总额	48	-65	-17	22	55	
所得税	9	5	-3	3	8	
净利润	39	-70	-14	19	47	
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	
归属母公司净利润	39	-69	-14	20	47	
EBITDA	127	98	107	154	193	
EPS(当年)(元)	0.12	-0.22	-0.04	0.06	0.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-88	143	17	160	213	
净利润	39	-70	-14	19	47	
折旧摊销	175	153	107	114	121	
财务费用	12	21	30	33	35	
投资损失	-162	1	2	2	2	
营运资金变动	-224	32	-107	-6	10	
其它	-91	5	0	-2	-2	
投资活动现金流	-203	-170	-144	-144	-142	
资本支出	-214	-160	-156	-154	-151	
长期投资	-3	-9	11	11	11	
其他	15	0	1	-2	-2	
筹资活动现金流	203	149	13	17	14	
吸收投资	8	3	0	0	0	
借款	350	271	44	50	50	
支付利息或股息	-11	-21	-30	-33	-35	
现金流净增加额	-88	122	-113	32	85	

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。

宿一赫，南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅、餐饮、博彩等行业。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。