

2023年07月10日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

126

中国中免(601888.SH/1880.HK)

TRADING BUY

区间操作

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价(2023/7/7)	109.66		
上证指数(2023/7/7)	3196.61		
股价 12 个月高/低	239.99/108.91		
总发行股数(百万)	2068.86		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	2141.08		
主要股东	中国旅游集团有限公司 (50.30%)		
每股净值(元)	24.83		
股价/账面净值	4.42		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.9	-37.7	-47.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-05-11	144.98	买进
2023-01-16	228.50	买进
2023-02-26	206.16	买进

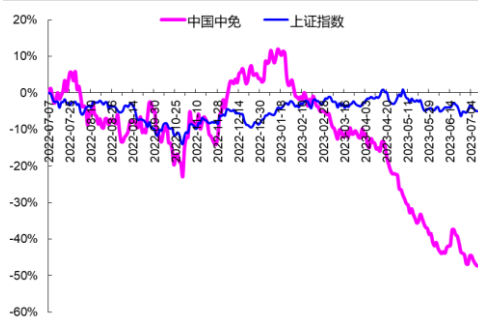
产品组合

商品贸易	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.5%
一般法人	67.8%

股价相对大盘走势



毛利率环比改善，静待消费复苏

结论与建议：

业绩概要：

公司发布 2023H1 业绩预告，预计上半年实现营收 358.6 亿，同比增 30%，录得净利润 38.6 亿，同比下降 1.9%，据此测算，2Q 实现收入 150.9 亿，同比增 39%，录得净利润 15.6 亿，同比增 14%。

点评：

- 受疫后解封和消费市场复苏影响，低基数下 2Q 公司营收环比提速。从海南来看，海口海关公告截至 6 月 30 日，离岛免税新政实施三年来共监管免税购物金额 1307 亿，以此测算 23Q2 海南离岛免税购物金额约 95 亿，同比增 47%左右，但较 2021 年同期下降约 28%，预计主要受消费力弱、电商大促及出境分流、打击代购等多因素影响；机场免税店看，由于 6 月起出境航班才将恢复至 2019 年同期 40%，为此我们认为日上收入贡献规模环比持平。
- 利润端看，2Q 归母净利润增速慢于收入增速预计受以下两方面影响：1) 据公司披露，2023H1 毛利率较 2022H2 环比提升 7.81 个百分点，Q2 较 Q1 环比提升 3.67 个百分点至 32.7%，倒推来看 23H1 海南折扣力度较 22H2 有明显收缩，但由于 22Q2 毛利率达 34%，故同比来看，毛利率仍有所下降；2) 解封后公司依据原协议计提机场免税店租金，造成期间费用大幅增长（去年同期有白云机场租金冲回）。
- 受宏观消费承压以及海南严打代购影响，短期预计离岛免税仍存在一定压力，但下半年海南旅游旺季将至，截至目前美兰及凤凰机场进出港航班架次已超越 2021 年同期，在海南促销政策及免税店活动的推动下，离岛免税收入增速有望加快；另一方面，近期出入境航班架次恢复有所加速，目前已恢复至 2019 年同期 45% 左右，机场店业绩复苏将逐步补充公司收入端。此外，随着折扣力度缩窄，并参考历史水平，毛利率有较大的修复空间，有望改善公司盈利空间。长期来看，公司与品牌合作力度加大，会员体系打磨也更加完善，叠加市内免税店政策落地预期，公司长期发展逻辑清晰。
- 下调盈利预测，预计 2023-2024 年将分别实现净利润 73 亿和 103.8 亿（前值为 96.6 亿和 132.4 亿），EPS 分别为 3.53 元和 5.02 元，分别同比增 45%和 42%，对应 PE 分别为 31 倍和 22 倍，目前估值已大幅调整，建议静候后续催化，逢低布局，予以“区间操作”的投资建议。

- 风险提示：销售恢复不及预期，采购及租金等成本变动超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022E	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6140	9654	5030	7302	10380
同比增减	%	32.56	57.23	-47.89	45.15	42.16
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.14	4.94	2.91	3.53	5.02
同比增减	%	32.56	57.23	-41.08	21.16	42.16
A 股市盈率(P/E)	X	34.87	22.18	37.64	31.07	21.86
股利 (DPS)	RMB 元	1.00	1.50	0.08	1.09	1.56
股息率 (Yield)	%	0.91	1.37	0.07	1.00	1.42

【投资评等说明】

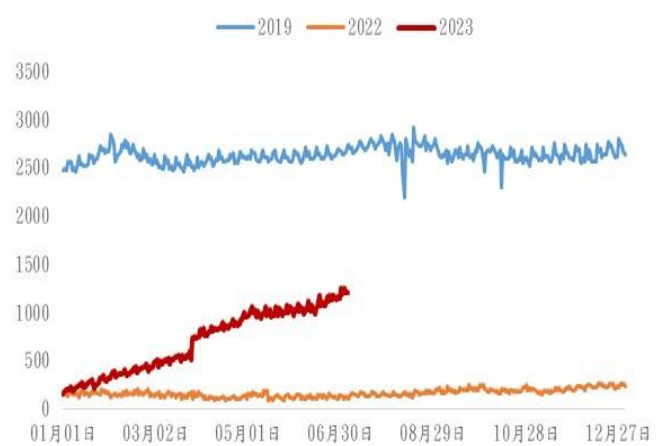
评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图1: 海南季度离岛免税购物额 单位: 亿元



资料来源: 海口海关, 群益金鼎证券

图2: 出入境航班恢复情况 单位: 架次



资料来源: 航班管家, 群益金鼎证券

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52598	67676	54433	81261	104151
经营成本	31221	44882	38982	56883	72385
营业税金及附加	1084	1839	1215	1727	2213
销售费用	8847	3861	4032	9307	11800
管理费用	1638	2250	2209	3134	4017
财务费用	-545	-43	220	-562	-1036
资产减值损失	-909	-499	-591	-139	0
投资收益	16	162	162	140	160
营业利润	9694	14804	7619	10858	15084
营业外收入	4	17	13	23	20
营业外支出	26	20	15	4	4
利润总额	9672	14801	7617	10877	15100
所得税	2335	2437	1429	2346	3464
少数股东损益	1197	2711	1158	1229	1256
归属于母公司所有者的净利润	6140	9654	5030	7302	10380

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14713	16856	26892	27704	28746
应收账款	129	106	151	166	183
存货	14733	19725	27926	33512	40214
流动资产合计	30979	38542	57205	60066	64871
长期股权投资	791	992	1970	2010	2050
固定资产	1591	1843	5434	6249	7186
在建工程	1233	2890	1852	1667	1500
非流动资产合计	10949	16932	18702	20198	21208
资产总计	41928	55474	75908	80264	86079
流动负债合计	15663	17136	17480	21580	19558
非流动负债合计	79	3546	4300	4945	5439
负债合计	15742	20682	21780	26525	24997
少数股东权益	3871	5173	5554	5610	5666
股东权益合计	22314	29619	48573	53739	61082
负债及股东权益合计	41928	55474	75908	80264	86079

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	8201	8329	-3415	6501	11457
投资活动产生的现金流量净额	-3814	-2318	-3807	-4063	-5208
筹资活动产生的现金流量净额	-1383	-3817	15455	-1625	-5208
现金及现金等价物净增加额	2673	1998	9106	813	1042

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证Ⓜ持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证Ⓜ。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。