

2024年01月09日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

104

# 中国中免 (601888.SH/1880.HK)

BUY 买进

23Q4 略超预期，盈利持续优化值得期待

## 结论与建议:

### 业绩概要:

公司预告 2023 年全年实现营收 675.8 亿，同比增 24.2%，录得净利润 67.2 亿，同比增 33.5%，其中，四季度实现营收 167.4 亿，同比增 11%，录得净利润 15.1 亿，同比增 275.6%。4Q 业绩略好于我们预期。

### 点评:

- 考虑机场门店经营尚待进一步恢复，离岛及线上销售依旧为 4Q 主力，根据海口海关披露数据测算，4Q 离岛免税销售额为 89 亿，同比增 14.4%，对应来看公司 4Q 收入变动与离岛免税整体收入规模变动基本保持一致。利润端略超预期，我们认为主要由于受益折扣率缩窄，毛利率修复好于此前预计，据公司披露，全年主营业务毛利率同比提升 3.4pcts 至 31.44%；4Q 单季度毛利率估计提升同比约 9 个点，环比估计下降 4 个点左右，主要由于 4Q 年末清仓折扣力度环比加大所致。

- 23H2 三亚国际免税城二期、C 区全球美妆广场陆续开业，重奢布局和场地规划进一步升级，消费体验有望持续改善。海口海关披露元旦假期期间，离岛免税购物金额 4.75 亿元，同比增 12.6%，免税购物人数 6.57 万人次，同比增 52.8%，春节海南旺季下，免税销售有望进一步回暖。

- 此外，2023 年末，公司与北上两大机场签订补充协议，理顺、明确未来合作细节。据民航总局公布的数据计算，截至 11 月，国际客流恢复至 2019 年同期的 40%，2024 年，出境游和航班架次进一步修复，我们预计国际客流将稳步复苏，机场免税店销售有望逐步改善。

- 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 67.2 亿、86.5 亿和 109.7 亿，分别同比增 33.5%、28.8% 和 26.8%，EPS 分别为 3.25 元、4.18 元和 5.30 元，当前股价对应 PE 分别为 23 倍、18 倍和 14 倍。中长期来看，公司上游品牌合作关系稳定，疫情期间打通供应链和中后台系统，行业竞争力不断巩固，未来盈利稳步提升可期。维持“买进”。

- 风险提示：国际客流恢复不及预期，采购成本超预期，离岛免税竞争超预期

..... 接续下页 .....

## 公司基本资讯

|                |                     |       |       |
|----------------|---------------------|-------|-------|
| 产业别            | 休闲服务                |       |       |
| A 股价(2024/1/8) | 75.40               |       |       |
| 上证指数(2024/1/8) | 2887.54             |       |       |
| 股价 12 个月高/低    | 238.29/75.12        |       |       |
| 总发行股数(百万)      | 2068.86             |       |       |
| A 股数(百万)       | 1952.48             |       |       |
| A 市值(亿元)       | 1472.17             |       |       |
| 主要股东           | 中国旅游集团有限公司 (50.30%) |       |       |
| 每股净值(元)        | 26.04               |       |       |
| 股价/账面净值        | 2.90                |       |       |
| 股价涨跌(%)        | 一个月                 | 三个月   | 一年    |
|                | -8.4                | -20.0 | -66.2 |

## 近期评等

| 出刊日期       | 前日收盘   | 评等   |
|------------|--------|------|
| 2023-12-27 | 78.85  | 买进   |
| 2023-10-11 | 100.87 | 区间操作 |
| 2023-07-10 | 109.66 | 区间操作 |
| 2023-05-11 | 144.98 | 买进   |
| 2023-01-16 | 228.50 | 买进   |
| 2023-02-26 | 206.16 | 买进   |

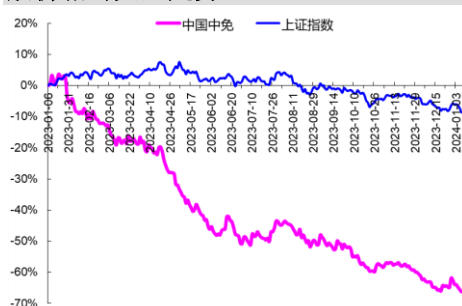
## 产品组合

|      |      |
|------|------|
| 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



| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2020  | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 6140  | 9654  | 5030   | 6717  | 8649  | 10966 |
| 同比增减            | %       | 32.56 | 57.23 | -47.89 | 33.52 | 28.76 | 26.79 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 3.14  | 4.94  | 2.91   | 3.25  | 4.18  | 5.30  |
| 同比增减            | %       | 32.56 | 57.23 | -41.08 | 11.45 | 28.76 | 26.79 |
| A 股市盈率(P/E)     | X       | 24    | 15    | 26     | 23    | 18    | 14    |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 1.00  | 1.50  | 0.08   | 1.01  | 1.30  | 1.64  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 1.33  | 1.99  | 0.11   | 1.33  | 1.72  | 2.18  |

【投资评等说明】

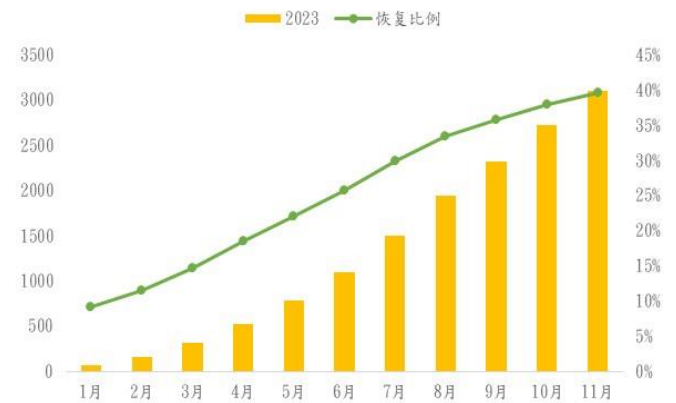
| 评等                 | 定义                                    |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq$ 35%                     |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$           |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$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

图：季度离岛免税销售情况



资料来源：海口海关，群益金鼎证券

图：2023年1-11月国际旅客恢复情况 单位：万人



资料来源：民航总局，群益金鼎证券

附一：合并损益表

| 百万元           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入          | 52598 | 67676 | 54433 | 67576 | 87070 | 106911 |
| 经营成本          | 31221 | 44882 | 38982 | 46357 | 60079 | 73555  |
| 营业税金及附加       | 1084  | 1839  | 1215  | 1567  | 2019  | 2479   |
| 销售费用          | 8847  | 3861  | 4032  | 8959  | 10655 | 13084  |
| 管理费用          | 1638  | 2250  | 2209  | 2293  | 2954  | 3628   |
| 财务费用          | -545  | -43   | 220   | -540  | 48    | 59     |
| 资产减值损失        | -909  | -499  | -591  | -478  | 0     | -50    |
| 投资收益          | 16    | 162   | 162   | 75    | 100   | 64     |
| 营业利润          | 9694  | 14804 | 7619  | 8587  | 11567 | 14333  |
| 营业外收入         | 4     | 17    | 13    | 24    | 20    | 21     |
| 营业外支出         | 26    | 20    | 15    | 16    | 4     | 4      |
| 利润总额          | 9672  | 14801 | 7617  | 8595  | 11583 | 14350  |
| 所得税           | 2335  | 2437  | 1429  | 1493  | 2234  | 2554   |
| 少数股东损益        | 1197  | 2711  | 1158  | 385   | 700   | 830    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 6140  | 9654  | 5030  | 6717  | 8649  | 10966  |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金      | 14713 | 16856 | 26892 | 27567 | 28438 | 29507  |
| 应收账款      | 129   | 106   | 151   | 166   | 183   | 201    |
| 存货        | 14733 | 19725 | 27926 | 33512 | 40214 | 46246  |
| 流动资产合计    | 30979 | 38542 | 57205 | 63498 | 71118 | 80363  |
| 长期股权投资    | 791   | 992   | 1970  | 2010  | 2050  | 2091   |
| 固定资产      | 1591  | 1843  | 5434  | 6249  | 6874  | 7424   |
| 在建工程      | 1233  | 2890  | 1852  | 1667  | 1500  | 1350   |
| 非流动资产合计   | 10949 | 16932 | 18702 | 20198 | 21410 | 22267  |
| 资产总计      | 41928 | 55474 | 75908 | 83696 | 92528 | 102630 |
| 流动负债合计    | 15663 | 17136 | 17480 | 25426 | 27645 | 29717  |
| 非流动负债合计   | 79    | 3546  | 4300  | 4945  | 5439  | 5711   |
| 负债合计      | 15742 | 20682 | 21780 | 30371 | 33085 | 35429  |
| 少数股东权益    | 3871  | 5173  | 5554  | 5610  | 5666  | 5722   |
| 股东权益合计    | 22314 | 29619 | 48573 | 53325 | 59443 | 67201  |
| 负债及股东权益合计 | 41928 | 55474 | 75908 | 83696 | 92528 | 102630 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 8201  | 8329  | -3415 | 5406  | 9578  | 13898 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3814 | -2318 | -3807 | -3379 | -4354 | -5346 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1383 | -3817 | 15455 | -1352 | -4354 | -7484 |
| 现金及现金等价物净增加额  | 2673  | 1998  | 9106  | 676   | 871   | 1069  |

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，不在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使用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。