

2024年04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

毛利率继续改善，机场店复苏在即

### 结论与建议:

#### 业绩概要:

公司发布 2024Q1 业绩预告，预计 Q1 实现营收 188 亿，同比下降 9.5%，录得净利润 23 亿，同比增 0.3%，低于我们预期。

#### 点评:

■ 收入结构调整导致 Q1 收入同比衰退。一方面，出境分流和经济景气低迷对海南离岛免税形成冲击，据海口海关，1-2 月离岛免税累计购物金额为 97 亿，同比下降 21.5%，购物人次为 153.5 万人次，同比下降 3%（2 月在春节因素作用下，销售额及购物人次分别同比增 3%、15%，实现正增长），另一方面出入境客流逐步复苏，机场免税店业绩爬坡，尽管冲抵部分海南衰退的影响，但尚未达到疫情前的水准。净利润同比实现正增长主要受益主营业务毛利率同比提升 3.95pcts 至 32.7%，此外，预计 Q1 实际所得税税率低于去年同期。

■ 全年来看：1) 收入方面，机场看，截至 4 月 9 日跨境航班班次已恢复至 2019 年 68%-70% 左右，目前部分机场免税店客单价已接近 2019 年水平，随着出入境游不断复苏，通过旧店改造/新店开业，机场免税店业绩有望持续恢复；海南看，三亚免税城建筑改造和产品结构改善将在一两年内完成，购物体验将进一步升级；2) 目前日上和中免会员平台已经全部打通，运营效率稳步提升，有望改善毛利率水平。

■ 下调盈利预测，预计 2024-2026 年将分别实现净利润 80.2 亿（原预测为 86.6 亿，下调 7.4%）、96.1 亿（原预测为 108.3 亿，下调 11.3%）和 108.7 亿，分别同比增 19.4%、19.8% 和 13.2%，EPS 分别为 3.88 元、4.64 元和 5.25 元，当前股价对应 PE 分别为 21 倍、18 倍和 16 倍，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(2024/4/8)	81.87		
上证指数(2024/4/8)	3047.05		
股价 12 个月高/低	181.53/75.12		
总发行股数(百万)	2068.86		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	1598.49		
主要股东	中国旅游集团有限公司 (50.30%)		
每股净值(元)	27.14		
股价/账面净值	3.02		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-0.52	8.58	-53.69

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-02-28	86.19	买进
2023-01-09	75.40	买进
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

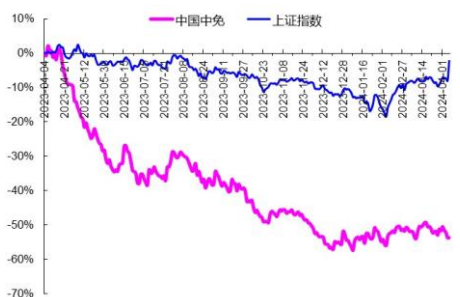
### 产品组合

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		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9654	5030	6714	8018	9607	10870
同比增减	%	57.23	-47.89	33.46	19.43	19.82	13.15
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.94	2.43	3.25	3.88	4.64	5.25
同比增减	%	57.23	-50.82	33.46	19.43	19.82	13.15
A 股市盈率(P/E)	X	17	34	25	21	18	16
股利 (DPS)	RMB 元	1.50	0.08	1.65	1.94	2.32	2.63
股息率 (Yield)	%	1.83	0.10	2.02	2.37	2.84	3.21

【投资评等说明】

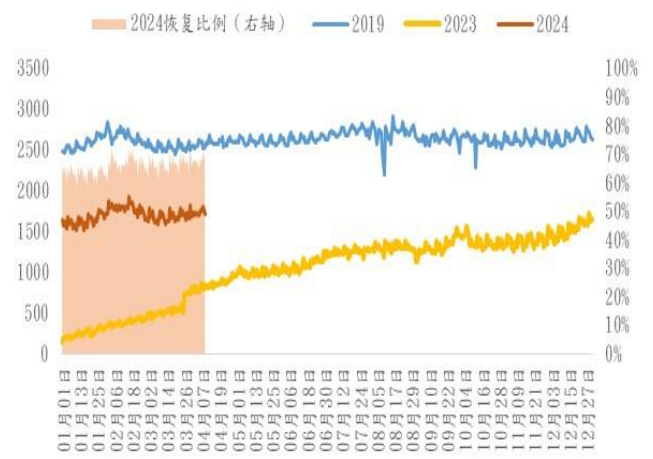
评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图：离岛免税销售情况



资料来源：海口海关，群益金鼎证券

图：截至4月9日国际及地区航班恢复情况 单位：架次



资料来源：choice，群益金鼎证券

**附一：合并损益表**

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	67676	54433	67540	83189	96766	108770
经营成本	44882	38982	46049	56693	65849	73909
营业税金及附加	1839	1215	1644	2025	2356	2648
销售费用	3861	4032	9421	10974	12765	14349
管理费用	2250	2209	2208	2720	3164	3556
财务费用	-43	220	-869	46	54	61
资产减值损失	-499	-591	-638	-659	-597	-621
投资收益	162	162	87	107	130	122
营业利润	14804	7619	8677	10342	12347	13979
营业外收入	17	13	11	22	14	10
营业外支出	20	15	43	8	8	9
利润总额	14801	7617	8646	10355	12353	13980
所得税	2437	1429	1379	1696	2021	2286
少数股东损益	2711	1158	553	642	725	824
归属于母公司所有者的净利润	9654	5030	6714	8018	9607	10870

**附二：合并资产负债表**

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16856	26892	31838	35582	40420	46946
应收账款	106	151	139	153	168	185
存货	19725	27926	21057	25268	29059	33417
流动资产合计	38542	57205	58456	67224	76299	86218
长期股权投资	992	1970	2200	2244	2289	2335
固定资产	1843	5434	6292	6921	7475	8073
在建工程	2890	1852	1067	1120	1008	907
非流动资产合计	16932	18702	20414	22047	23149	23843
资产总计	55474	75908	78869	89271	99448	110062
流动负债合计	17136	17480	15329	20413	25334	30206
非流动负债合计	3546	4300	4359	5667	6120	6426
负债合计	20682	21780	19688	26080	31454	36633
少数股东权益	5173	5554	5348	5508	5618	5674
股东权益合计	29619	48573	53834	57682	62376	67755
负债及股东权益合计	55474	75908	78869	89271	99448	110062

**附三：合并现金流量表**

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	8329	-3415	15126	14974	17418	19579
投资活动产生的现金流量净额	-2318	-3807	-4716	-5407	-5806	-5438
筹资活动产生的现金流量净额	-3817	15455	-4628	-5823	-6774	-7614
现金及现金等价物净增加额	1998	9106	5990	3743	4838	6526

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和意见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。