

2024年07月15日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

76

中国中免(601888.SH/1880.HK)

区间操作

机场免税与毛利率持续改善

结论与建议:

业绩概要:

公司预告 H1 实现营收 312.6 亿, 同比下降 12.8%, 录得利润总额同比下降 8.5%, 录得归母净利润 32.9 亿, 同比下降 14.9%。据此计算 2Q 实现营收 124.6 亿, 同比下降 17.4%, 录得利润总额 16.3 亿, 同比下降 9.6%, 录得归母净利润 9.8 亿, 同比下降 37%。业绩不及预期。

点评:

- 收入端看, 上半年受益国际航班及出入境客流复苏, 公司境内出入境免税店收入同比增长超 100%, 其中, 北京机场免税店收入同比增超 200%, 上海机场免税店收入增长近 1 倍, 机场店净利润均大幅增长。海南离岛免税承压是上半年收入衰退的主要原因, H1 离岛免税受出境分流以及电商大促影响增长承压, 据海口海关数据, 1-5 月累计免税购物金额 169.1 亿, 同比下降 29.6%, 购物人次同比下降 9.7% 至 300.4 万人次; 二季度看, 4 月、5 月离岛免税销售额分别同比下降 45% 和 38%。
- 利润端看, 受益折扣率缩窄, 毛利率持续改善, H1 主营业务毛利率同比提升 2.62pcts 至 32.94%, 其中 Q2 主营业务毛利率同比提升 0.82pcts 至 33.29%。H1 归母净利润降幅明显, 我们认为除去收入因素外, 主要由于 23Q2 所得税率偏低(为 9.4%), 24Q2 税率恢复至正常水平导致基数波动。
- H1 公司爱达·魔都号游轮免税店、樟宜机场麒麟精品店等相继开业, 并中标樟宜机场 MCM 精品店、香港机场麒麟精品店、白云机场 T1 出境免税店和长水机场出境免税店经营权。H2 来看, 暑期旺季出入境有望保持较快增长, 利好口岸免税店经营复苏, 下半年海南也将逐步进入旺季, 免税销售预计将有所回暖。通过优化购物体验、改善业务布局, 公司有望平稳度过压力期。
- 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 62.8 亿、74.7 亿和 85 亿(原预测为 80.2 亿、96 亿和 108.7 亿), 分别同比下降 6.5%、增长 19% 和增长 13.7%, EPS 分别为 3.03 元、3.61 元、4.11 元, 当前股价对应 PE 分别为 22 倍、19 倍和 16 倍, 我们认为当前股价已较充分反应 Q2 的经营压力, 当前估值具备安全边际, 予以“区间操作”的投资建议。
- 风险提示: 国际客流恢复不及预期, 采购成本超预期, 离岛免税受出入境分流超预期

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价(2024/7/12)	67.75		
上证指数(2024/7/12)	2971.30		
股价 12 个月高/低	127.22/61.75		
总发行股数(百万)	2068.86		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	1322.80		
主要股东	中国旅游集团有限公司 (50.30%)		
每股净值(元)	26.02		
股价/账面净值	2.60		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.2	-9.2	-39.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-04-09	81.87	买进
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

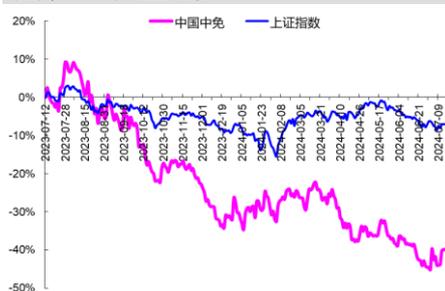
产品组合

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	6277	7470	8495
同比增减	%	57.23	-47.89	33.46	-6.50	19.01	13.73
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.94	2.43	3.25	3.03	3.61	4.11
同比增减	%	57.23	-50.82	33.46	-6.50	19.01	13.73
A 股市盈率(P/E)	X	14	28	21	22	19	16
股利 (DPS)	RMB 元	1.50	0.08	1.65	1.52	1.81	2.05
股息率 (Yield)	%	2.21	0.12	2.44	2.24	2.66	3.03

【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

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	67676	54433	67540	72076	79254	88865
经营成本	44882	38982	46049	49084	53814	60162
营业税金及附加	1839	1215	1644	1697	1866	2093
销售费用	3861	4032	9421	10138	10884	12204
管理费用	2250	2209	2208	2490	2738	3070
财务费用	-43	220	-869	99	109	122
资产减值损失	-499	-591	-638	-765	-623	-654
投资收益	162	162	87	103	129	120
营业利润	14804	7619	8677	8065	9584	10911
营业外收入	17	13	11	23	14	10
营业外支出	20	15	43	3	8	9
利润总额	14801	7617	8646	8084	9590	10912
所得税	2437	1429	1379	1331	1577	1793
少数股东损益	2711	1158	553	476	543	624
归属于母公司所有者的净利润	9654	5030	6714	6277	7470	8495

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	35082	39045	44376
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	74619	82081
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	1173	1232	1170
非流动资产合计	16932	18702	20414	22149	23478	24182
资产总计	55474	75908	78869	89373	98097	106263
流动负债合计	17136	17480	15329	21225	25650	29207
非流动负债合计	3546	4300	4359	5667	6120	6426
负债合计	20682	21780	19688	26892	31771	35633
少数股东权益	5173	5554	5348	5508	5618	5674
股东权益合计	29619	48573	53834	56972	60707	64955
负债及股东权益合计	55474	75908	78869	89373	98097	106263

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	12974	14266	15996
投资活动产生的现金流量净额	-2318	-3807	-4716	-4685	-4755	-4443
筹资活动产生的现金流量净额	-3817	15455	-4628	-5045	-5548	-6221
现金及现金等价物净增加额	1998	9106	5990	3243	3963	5332

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)有限公司及其任何之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及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@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j@。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。