

2023年05月11日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

180

公司基本资讯

产业别	休闲服务		
A 股价 (2023/5/8)	144.98		
上证指数 (2023/5/8)	3319.15		
股价 12 个月高/低	239.99/144.72		
总发行股数(百万)	2068.86		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	2830.70		
主要股东	中国旅游集团有限公司 (50.30%)		
每股净值(元)	24.44		
股价/账面净值	5.93		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-20.26	-29.43	-17.34

近期评等

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

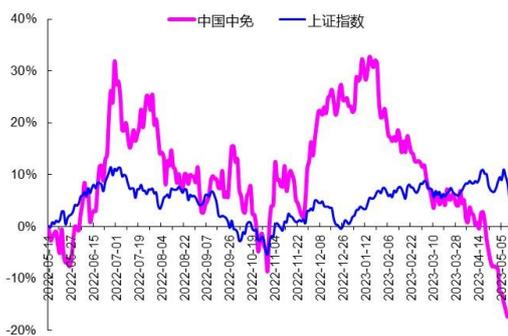
产品组合

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



中国中免(601888.SH/1880.HK)

BUY 买进

1Q 收入增速修复，重奢入住巩固龙头优势

结论与建议：

业绩概要：

23Q1 实现收入 207.7 亿，同比增 23.8%，录得净利润 23 亿，同比下降 10.3%，毛利率同比下降 5 个百分点至 29%。

点评：

- 随着新冠回归“乙类乙管”，旅游市场显着升温，在低基数和需求回升的双重作用下，公司报告期收入增长强劲，环比增 37.8%，海南市场仍为业绩支撑，据海口海关，1Q 离岛免税购物金额为 169 亿，同比增 14.6%，日上及中免线上购物继续贡献增量，线下口岸免税店持续恢复中。
- 利润同比下滑我们认为主要受两个因素影响：1) 报告期毛利率同比下降 5 个百分点至 29%，尽管随着免税品折扣力度削减，环比 22Q4 来看，毛利率上升 8 个百分点，但相较 22Q1 来说仍有一定差距；2) 目前销售的免税品采购时间主要集中在 22H2，受汇兑影响采购成本较高；3) 1Q 高毛利的重奢商品缺货较严重，香化等商品收入占比较高；4) 期内计提资产减值损失 1.4 亿。
- 费用上，期间费用率同比小幅下降 0.28 个百分点至 10.52%。细项上看，随着疫情管控放开，国际航班逐渐恢复，公司按照与各大机场原协议计提机场租金，导致销售费用率同比上升 1.15 个百分点；去年 H2 进行金融服务招采降低财务成本，叠加报告期汇损减少，期间财务费用率同比下降 1.02 个百分点；管理费用增长平稳，费用率同比下降 0.42 个百分点。
- 我们认为公司后续业绩将逐季向好。一方面，从海南来看，政策上 4 月 1 日拓展“即购即提”的提货方式将改善消费者购物体验，海口海关统计新政策实施一个月以来共监管“即购即提”免税购物金额 3.48 亿，五一期间离岛免税购物金额总计达 8.83 亿，同比增 120%，购物人次 10.9 万人次，同比增 158%，化妆品、首饰、手表热销。公司层面，新海港免税店开业以来表现优异，春节期间业绩超越海棠湾，此外，1Q 海南产品缺货的现象也已得到解决，目前公司备货充足，尤其是近来备受消费者喜爱的高毛利重奢产品；另一方面，全年折扣力度预计将收窄，叠加公司在供应链上话语权增强，毛利率有望向上修复；此外，费用上，财务费用方面，公司预计加大主要业务财务成本的管控，汇兑影响将控制在合理范围，销售费用方面，公司正在积极与机场洽谈，以期实现双赢，后期或可能冲回计提租金。
- 长期来看，疫情三年公司成长为世界第一免税运营商，与品牌方建立起深厚联系，LV、Gucci 等入驻海南也将增加公司竞争力；会员体系上，目前中免拥有 2800 万会员，随着与日上会员体系进一步打通，会员服务进一步改善将提升会员忠诚度；随后口岸免税店恢复以及市内免税店政策落地均将为公司增长增添助力。
- 预计 2023-2024 年将分别实现净利润 96.6 亿和 132.4 亿，同比增 92%和 37%，EPS 分别为 4.67 元和 6.40 元，当前股价对应 PE 分别为 31 倍和 23 倍，尽管转化期业绩短期承压，但全年复苏路径明确，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：疫后销售恢复不及预期，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	9662	13237
同比增减	%	32.56	57.23	-47.89	92.07	37.00
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.14	4.94	2.91	4.67	6.40
同比增减	%	32.56	57.23	-41.08	60.32	37.00
A 股市盈率(P/E)	X	46.10	29.32	49.77	31.04	22.66
股利 (DPS)	RMB 元	1.00	1.50	0.08	1.45	1.98
股息率 (Yield)	%	0.65	0.98	0.05	0.94	1.29

**【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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52598	67676	54433	89265	112096
经营成本	31221	44882	38982	62485	76225
营业税金及附加	1084	1839	1215	1879	2360
销售费用	8847	3861	4032	8431	11210
管理费用	1638	2250	2209	3494	4388
财务费用	-545	-43	220	-1153	-1153
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	14212	19378
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	14231	19394
所得税	2335	2437	1429	2905	4470
少数股东损益	1197	2711	1158	1664	1687
归属于母公司所有者的净利润	6140	9654	5030	9662	13237

## 附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14713	16856	26892	31355	34718
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	62926	67960
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	20759	22835
资产总计	41928	55474	75908	83685	90795
流动负债合计	15663	17136	17480	23332	20583
非流动负债合计	79	3546	4300	4945	5439
负债合计	15742	20682	21780	28277	26022
少数股东权益	3871	5173	5554	5610	5666
股东权益合计	22314	29619	48573	55409	64773
负债及股东权益合计	41928	55474	75908	83685	90795

## 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	10712	14572
投资活动产生的现金流量净额	-3814	-2318	-3807	-4463	-5605
筹资活动产生的现金流量净额	-1383	-3817	15455	-1785	-5605
现金及现金等价物净增加额	2673	1998	9106	4463	3363

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。