2023 年 02 月 06 日

顾向君
H70420@capital.com.tw

目标价(元) 265

中国中免(601888.SH/1880.HK) BUY 买进

4Q 承压，23 年弹性可期

公司基本资讯

产业别	休闲服务
A 股价(2023/02/06)	206.16
上证指数(2023/02/06)	3263.41
股价 12 个月高/低	239.99/152.49
总发行股数(百万)	2068.86
A 股数(百万)	1952.48
A 市值(亿元)	4025.22
主要股东	中国旅游集团有限公司(50.30%)
每股净值(元)	23.49
股价/账面净值	8.78

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.62	7.74	1.94

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-01-16	228.50	买进

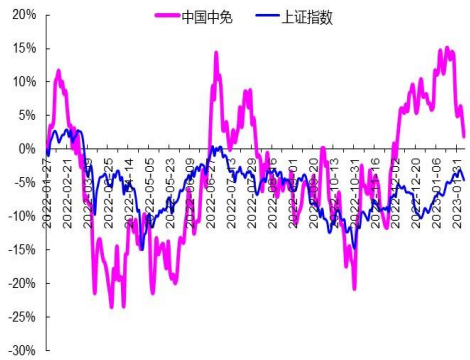
产品组合

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



结论与建议：

业绩概要：

公司公告 2022 年预计实现收入 544.63 亿，同比下降 19.52%，录得净利润 50.25 亿，同比下降 47.95%。据此测算，4Q 预计实现收入 151 亿，同比下降 17%，录得净利润 4 亿，同比下降 66%，低于市场预期。

点评：

- 全年收入呈负增长，主要受 2022 年国内疫情反复，公司遭遇免税店暂时停业、海南客流下降等不利因素影响，4Q 有所改善，收入环比增长 29%。利润下降幅度更大，除收入因素外，推测受毛利较低的线上业务占比上升、新海港免税店开办费用、计提存货减值损失、4Q 员工奖金等影响；此外，2021 年存在海南地区部分子公司享受企业所得税优惠和首都机场租金减让，造成较高基数。
- 2023 年随着消费复苏和出入境政策放开，外部环境将逐渐转好。春节期间，离岛免税销售显著回暖，据海南省商务厅统计，春节假期全省 12 家免税店总销售额 25.72 亿，日均超 3.6 亿，同比增长 20.7%。另外，据国家移民管理局，春节出入境人员达 287.7 万人次，同比增 120.5%，目前，公司已有 70 余家传统口岸免税店恢复营业，业务恢复可期。
- 我们认为在消费复苏中，2023 年公司业绩有望逐步释放弹性，中长期看，上海机场入股日上将深度绑定双方利益，实现合作共赢，市内免税店亦存新机遇，未来发展潜力十足。
- 预计 2022-2024 年将分别实现净利润 50.25 亿、106.6 亿和 134.2 亿，同比-48%、112%和 26%，EPS 分别为 2.43 元、5.15 元和 6.49 元，当前股价对应 PE 分别为 85 倍、40 倍和 32 倍，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	5025	10662	13421
同比增减	%	32.56	57.23	-47.95	112.18	25.88
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.14	4.94	2.43	5.15	6.49
同比增减	%	32.56	57.23	-50.88	112.18	25.88
A 股市盈率(P/E)	X	65.56	41.70	84.88	40.00	31.78
股利 (DPS)	RMB 元	1.00	1.50	0.73	1.60	2.01
股息率 (Yield)	%	0.47	0.71	0.35	0.76	0.95

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤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	54463	93485	118754
经营成本	31221	44882	38941	64504	81347
营业税金及附加	1084	1839	1164	1998	2539
销售费用	8847	3861	4307	8530	12205
管理费用	1638	2250	2161	3579	4547
财务费用	-545	-43	640	1099	1397
资产减值损失			0	0	0
投资收益	16	162	205	218	160
营业利润	9694	14804	7253	14097	17033
营业外收入	4	17	12	19	20
营业外支出	26	20	15	4	4
利润总额	9672	14801	7250	14112	17049
所得税	2335	2437	1288	2399	2898
少数股东损益	1197	2711	937	1051	729
归属于母公司所有者的净利润	6140	9654	5025	10662	13421

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14713	16856	17401	18336	20117
应收账款	129	106	117	128	141
存货	14733	19725	23670	28404	34084
流动资产合计	30979	38542	41625	45788	52656
长期股权投资	791	992	1012	1032	1052
固定资产	1591	1843	2028	2332	2682
在建工程	1233	2890	2745	2471	2224
非流动资产合计	10949	16932	18625	21047	24203
资产总计	41928	55474	60250	66834	76859
流动负债合计	15663	17136	23057	21781	22097
非流动负债合计	79	3546	3972	4289	4504
负债合计	15742	20682	27029	26070	26601
少数股东权益	3871	5173	5224	5277	5329
股东权益合计	22314	29619	33221	40764	50259
负债及股东权益合计	41928	55474	60250	66834	76859

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	5446	11218	15438
投资活动产生的现金流量净额	-3814	-2318	-2723	-4674	-5938
筹资活动产生的现金流量净额	-1383	-3817	-2179	-5609	-7719
现金及现金等价物净增加额	2673	1998	545	935	1781

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证益券(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)有限公司及其任何之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。