

中国中免 (601888)

2025 一季报点评: 海南降幅继续收窄, 关注市内店和消费政策效果

买入 (维持)

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	67,540	56,474	59,182	63,365	67,777
同比 (%)	24.08	(16.38)	4.80	7.07	6.96
归母净利润 (百万元)	6,714	4,267	4,680	5,353	5,976
同比 (%)	33.46	(36.44)	9.68	14.38	11.63
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.25	2.06	2.26	2.59	2.89
P/E (现价&最新摊薄)	19.20	30.22	27.55	24.08	21.58

投资要点

- **事件:** 2025 年 4 月 29 日, 中国中免发布 2025 年一季报, 公司实现营收 167.5 亿元, yoy-11%; 归母净利润为 19.4 亿元, yoy-16%; 扣非归母净利润为 19.4 亿元, yoy-16%。
- **Q1 利润率承压:** 2025Q1 公司毛利率为 33.0%, yoy-0.3pct, 销售费用率 13.1%, yoy+0.3%; 管理费用率 2.5%, 同比持平; 财务费用率 1.2%, yoy+1.9pct; 归母净利率 11.6%, yoy-0.7pct。
- **离岛免税销售降幅继续收窄:** 根据海口海关, 25Q1 海南离岛免税销售额 113.1 亿元, yoy-11%, 其中 3 月降幅环比收窄至-5%; 购物人次 154 万人次, yoy-28%; 客单价 7338 元, yoy+23%。海南三机场 25Q1 航班量/旅客量同比+4.5%/+1%, 离岛免税客流企稳, 渗透率在 10~15% 区间, 24Q1 在 15~20%, 渗透率仍承压。客单价 7338 元较 24Q1 的 5984 元、24Q4 的 5713 元显著提升, 消费人群购买力有韧性。
- **市内免税有望带来增量, 关注消费刺激政策效果:** 我们预计中免原有 6 家市内免税店将陆续开业, 新增 8 城市内店项目中免中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家经营权, 市内免税有望带来销售增量。中国对美产进口商品加征关税, 免税和有税商品价差或拉大, 关注 2025 年提振消费和扩大内需相关政策的传导作用。
- **盈利预测与投资评级:** 中免市场地位稳固, 中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复, 在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。考虑免税消费需求承压, 下调公司盈利预测, 2025-2027 年归母净利润分别为 46.8/53.5/59.8 亿元 (前值为 49.8/57.6/66.9 亿元), 对应 PE 为 28/24/22 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.32
一年最低/最高价	53.52/84.92
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	121,678.28
总市值(百万元)	128,931.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.63
资产负债率(% ,LF)	20.08
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): 2024 年报点评: 业绩符合预告值, 海南免税降幅收窄》

2025-03-30

《中国中免(601888): 2024 年三季报点评: 业绩符合预告值, 离岛免税销售继续承压》

2024-10-31

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55,960	60,055	68,480	73,651	营业总收入	56,474	59,182	63,365	67,777
货币资金及交易性金融资产	34,817	41,805	55,304	47,778	营业成本(含金融类)	38,385	40,244	42,898	45,817
经营性应收款项	905	262	90	287	税金及附加	1,268	1,420	1,521	1,627
存货	17,348	15,638	9,477	22,513	销售费用	9,063	9,497	9,978	10,469
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,989	1,923	2,040	2,101
其他流动资产	2,889	2,349	3,609	3,073	研发费用	20	47	44	54
非流动资产	20,300	20,275	20,232	20,172	财务费用	(923)	(741)	(803)	(862)
长期股权投资	3,670	3,670	3,670	3,670	加:其他收益	158	59	63	68
固定资产及使用权资产	8,113	7,391	6,752	6,294	投资净收益	64	47	51	47
在建工程	972	1,772	2,472	2,972	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,940	1,937	1,934	1,931	减值损失	(739)	(600)	(600)	(650)
商誉	823	823	823	823	资产处置收益	24	1	1	1
长期待摊费用	1,086	1,036	986	936	营业利润	6,178	6,299	7,201	8,036
其他非流动资产	3,696	3,646	3,596	3,546	营业外净收支	(30)	(18)	(17)	(17)
资产总计	76,260	80,330	88,713	93,823	利润总额	6,148	6,281	7,184	8,019
流动负债	10,969	10,976	13,739	12,554	减:所得税	1,286	1,193	1,365	1,524
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,026	2,026	2,126	2,176	净利润	4,862	5,087	5,819	6,495
经营性应付款项	4,728	2,476	4,686	2,963	减:少数股东损益	595	407	466	520
合同负债	1,115	1,207	1,287	1,375	归属母公司净利润	4,267	4,680	5,353	5,976
其他流动负债	4,099	5,266	5,639	6,040	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.06	2.26	2.59	2.89
非流动负债	4,343	4,363	4,363	4,363	EBIT	5,167	6,159	6,997	7,876
长期借款	2,567	2,567	2,567	2,567	EBITDA	6,710	7,562	8,316	9,013
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.03	32.00	32.30	32.40
租赁负债	1,566	1,586	1,586	1,586	归母净利率(%)	7.56	7.91	8.45	8.82
其他非流动负债	210	210	210	210	收入增长率(%)	(16.38)	4.80	7.07	6.96
负债合计	15,312	15,339	18,102	16,917	归母净利润增长率(%)	(36.44)	9.68	14.38	11.63
归属母公司股东权益	55,097	58,733	63,886	69,662					
少数股东权益	5,852	6,259	6,724	7,244					
所有者权益合计	60,948	64,991	70,610	76,906					
负债和股东权益	76,260	80,330	88,713	93,823					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,939	8,436	14,941	(6,229)	每股净资产(元)	26.63	28.39	30.88	33.67
投资活动现金流	(454)	(1,347)	(1,243)	(1,046)	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	(4,367)	943	1	(52)	ROIC(%)	6.25	7.27	7.66	7.97
现金净增加额	3,021	8,032	13,499	(7,527)	ROE-摊薄(%)	7.74	7.97	8.38	8.58
折旧和摊销	1,543	1,402	1,320	1,137	资产负债率(%)	20.08	19.09	20.41	18.03
资本开支	(1,118)	(1,394)	(1,293)	(1,093)	P/E (现价&最新股本摊薄)	30.22	27.55	24.08	21.58
营运资本变动	808	1,300	7,138	(14,582)	P/B (现价)	2.34	2.20	2.02	1.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>