

2025年05月07日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(H股/HKD)

62

中国中免 (01880.HK)

BUY 买进
25Q1 降幅收窄，关注市内店落地

结论与建议：

业绩概要：

公告 2025 年一季度实现营收 167.5 亿，同比下降 11%，实现归母净利润 19.4 亿，同比下降 16%，业绩低于预期。

点评：

- Q1 收入低于我们预期，主要受海南销售拖累。依据海口海关公告，2025Q1 离岛免税销售额为 113 亿，同比下降 11.4%。机场口岸免税店业绩维持快速修复，据国家移民管理局数据，Q1 全国移民管理机构累计查验出入境人员 1.63 亿，同比上升 15.3%。报告期成本费用变动平稳，其中，毛利率同比下降 0.3pct 至 33%，费率同比下降 0.2pct 至 14.51%，财务费用率下降 (-0.55pct) 抵消了销售费用率的上升 (+0.28pct)。
- 离岛免税呈边际改善。尽管 Q1 离岛免税销售额（海关口径）仍有所衰退，但从单月数据看，1-3 月降幅分别为 -13%、-13%和 -5%，3 月降幅明显收窄，同时，客单价有所回升，1-3 月客单价分别同比增 16%、25%和 28%，应主要受益政府投放消费券以及公司对品类、店面、服务等多方位的调整。我们预计海南将维持改善节奏，公司在海南的业务和产品布局也将更加全面，海南部分业绩改善有望。
- 关注市内店落地。目前，大连市内免税店以开放运营，其余存量门店也在转型过程中，预计配合政策推进落实，公司市内免税店将逐步转型开业，将配合入境政策、机场店等形成有效协同，提振盈利能力。
- 除此之外，我们预计公司在品类、会员服务、供应链管理等多方面均将继续优化。预计 2025-2027 年将分别实现净利润 52.6 亿、60 亿和 67 亿（原预测为 54.5 亿、61 亿和 68.5 亿），分别同比增 23.3%、13.5%和 12.2%，EPS 分别为 2.54 元、2.89 元和 3.24 元，当前股价对应 H 股 PE 为 19 倍、17 倍和 15 倍，我们对公司经营积极展望不变，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，离岛免税恢复不及预期

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	商贸零售
H 股价(2025/05/07)	51.85
恒生指数(2025/05/07)	22,662.7
股价 12 个月高/低	78.3/39.6
总发行股数(百万)	2,068.86
H 股数(百万)	116.38
H 市值(亿元)	902.02
主要股东	中国旅游集团有限公司 (50.3%)
每股净值(元)	27.54
股价/账面净值	1.88
股价涨跌(%)	一个月
	三个月
	一年
	5.49%
	11.03%
	-17.44%

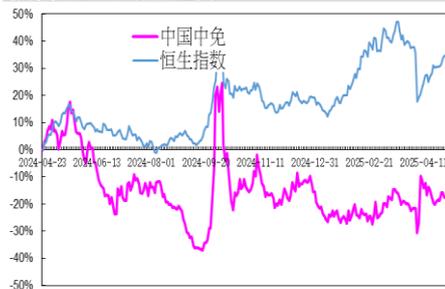
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-01-17	61.60	买进
2024-10-16	69.03	区间操作
2024-07-15	67.75	买进
2024-04-09	81.87	买进

产品组合

商品贸易	100%
------	------

股价相对大盘走势

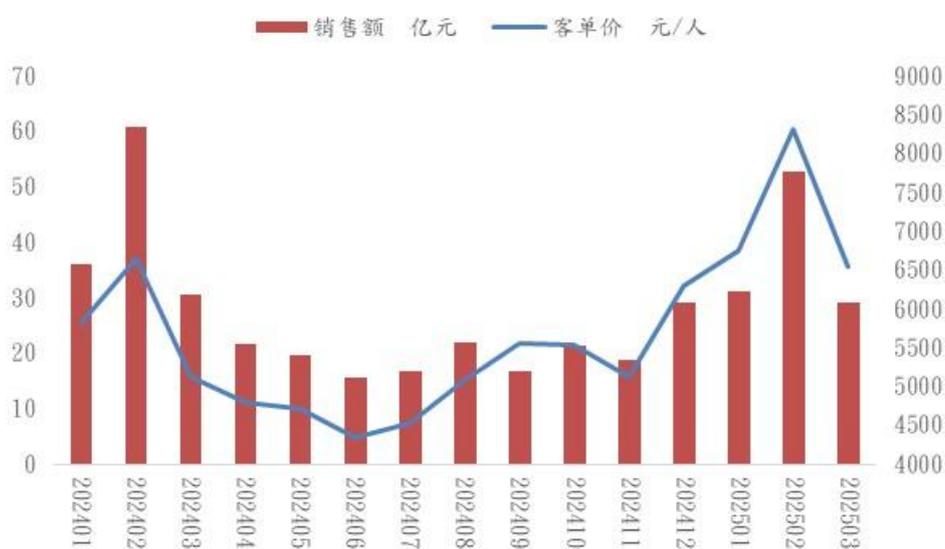


年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5030	6714	4267	5260	5969	6695
同比增减	%	-47.89	33.46	-36.44	23.27	13.49	12.15
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.43	3.25	2.06	2.54	2.89	3.24
同比增减	%	-50.82	33.46	-36.44	23.27	13.49	12.15
H 股市盈率 (P/E)	X	20	15	23	19	17	15
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	1.65	1.05	1.27	1.44	1.62
股息率 (Yield)	%	0.17	3.42	2.17	2.63	2.99	3.35

【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 1: 离岛免税销售情况



资料来源: 海口海关, 群益金鼎证券

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54433	67540	56474	62930	70146	76811
经营成本	38982	46049	38385	42478	47208	51463
营业税金及附加	1215	1644	1268	1416	1578	1728
销售费用	4032	9421	9063	10232	11497	12543
管理费用	2209	2208	1989	2289	2551	2794
财务费用	220	-869	-923	-1176	-1311	-1436
资产减值损失	-591	-638	-742	-700	-668	-687
投资收益	162	87	64	76	97	81
营业利润	7619	8677	6178	7244	8218	9251
营业外收入	13	11	9	15	10	-22
营业外支出	15	43	39	8	9	7
利润总额	7617	8646	6148	7250	8219	9221
所得税	1429	1379	1286	1594	1804	2025
少数股东损益	1158	553	595	396	446	501
归属于母公司所有者的净利润	5030	6714	4267	5260	5969	6695

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26892	31838	34817	37649	40455	43912
应收账款	151	139	67	87	104	119
存货	27926	21057	17348	19951	22943	26385
流动资产合计	57205	58456	55960	61556	66358	72662
长期股权投资	1970	2200	3670	4404	5064	5571
固定资产	5434	6292	6088	7002	7702	8318
在建工程	1852	1067	972	1021	970	921
非流动资产合计	18702	20414	20300	23142	25456	27493
资产总计	75908	78869	76260	84698	91814	100154
流动负债合计	17480	15329	10969	14747	16747	19836
非流动负债合计	4300	4359	4343	6080	7904	9485
负债合计	21780	19688	15312	20827	24651	29322
少数股东权益	5554	5348	5852	6144	6451	6774
股东权益合计	48573	53834	55097	57727	60711	64059
负债及股东权益合计	75908	78869	76260	84698	91814	100154

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	-3415	15126	7939	9125	10522	11906
投资活动产生的现金流量净额	-3807	-4716	-454	-1888	-2104	-1536
筹资活动产生的现金流量净额	15455	-4628	-4367	-4405	-5612	-6913
现金及现金等价物净增加额	9106	5990	3021	2832	2806	3456

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。