

商贸零售

2025 年 05 月 11 日

中国中免 (601888)

——一季度降幅收窄，关注市内免税及封关影响

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公布 25 年一季度报，业绩符合预期。**公司公布 2025 年第一季度报告，期内业绩虽同比下滑，但降幅较 2024 年第四季度有所收窄。根据公司公告，2025 年第一季度实现营业收入 167.46 亿元，同比下降 10.96%。实现归属于上市公司股东净利润 19.38 亿元，同比下降 15.98%。
- **海南市场仍承压，公司积极优化运营，库存持续改善。**公司通过推动三亚国际免税城下沉花园改造、优化门店布局、打造海口威士忌博物馆及利用演唱会经济等方式提升购物体验 and 吸引客流。同时，公司成立海南区域运营中心以优化资源配置，并持续进行供应链优化，将提货准备时间缩短至 4 小时。截至 2025 年一季度末，公司存货为 157.51 亿元，较年初下降 9.21%，库存结构持续优化。**盈利能力小幅波动，费用管控稳健。**2025 年 Q1 公司综合毛利率为 32.98%，同比小幅下降 0.33 个百分点。销售费用率为 13.12%，同比微增 0.28 个百分点；管理费用率 2.53%，同比基本持平。整体来看，公司盈利能力受市场环境影响略有波动，但费用端管控保持稳健。
- **免签国家数和国际客运航班量持续增加，机场免税业务持续向好。**2024 年，北京机场（含首都国际机场、大兴国际机场）免税门店收入同比增长超过 115%，上海机场（含浦东国际机场、虹桥国际机场）免税门店收入同比增长近 32%。数字化赋能会员运营，提升客户体验与粘性，截至目前，中免会员人数逾 3,800 万人，会员复购率同比提升 1 个百分点。
- **积极响应政策号召，新增城市市内免税店项目。**《关于完善市内免税店政策的通知》明确自 2024 年 10 月 1 日起，按照《市内免税店管理暂行办法》规范市内免税店管理工作，关注市内免税店新增量布局。2024 年，根据《通知》安排，北京、上海等 13 家外汇商品免税店 3 个月内转型为市内免税店，广州、成都等 8 个城市各设立 1 家市内免税店。市内免税业务与公司原有的离岛、口岸、机场及线上渠道形成互补，推动“海南+机场+线上+市内”全渠道协同发展。公司通过供应链整合、会员体系贯通、商品结构优化等措施，提升市内免税店的运营效率和客户体验。
- **投资分析意见：**中长期我们看好封关后海南离岛免税商务客流的增长，市内免税业务作为新增长点，有望在后续季度逐步贡献业绩增量。考虑到线上销售占比预计有所提高，我们小幅下调公司盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 47.45/56.46/63.98 亿元（原值 49.76/61.08/68.02 亿元），对应 25-27 年 PE 为 27/23/20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端转化率不及预期，市内免税政策不及预期，海南离岛免税竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	56,474	16,746	66,668	74,873	88,161
同比增长率 (%)	-16.4	-11.0	18.1	12.3	17.7
归母净利润 (百万元)	4,267	1,938	4,745	5,646	6,398
同比增长率 (%)	-36.4	-16.0	11.2	19.0	13.3
每股收益 (元/股)	2.06	0.94	2.29	2.73	3.09
毛利率 (%)	32.0	33.0	29.5	29.5	29.5
ROE (%)	7.7	3.4	8.0	8.9	9.3
市盈率	30		27	23	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 05 月 09 日

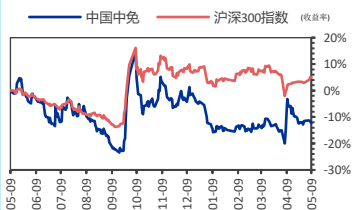
收盘价 (元)	62.72
一年内最高/最低 (元)	84.92/53.52
市净率	2.3
股息率 (分红/股价)	2.63
流通 A 股市值 (百万元)	122,459
上证指数/深证成指	3,342.00/10,126.83

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	27.54
资产负债率%	21.80
总股本/流通 A 股 (百万)	2,069/1,952
流通 B 股/H 股 (百万)	-/116

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国中免 (601888) 点评：离岛免税承压，长期关注市内免税》 2025/03/31

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
杨光 A0230524100004
yangguang@swsresearch.com

研究支持

杨光 A0230524100004
yangguang@swsresearch.com

联系人

杨光
(8621)23297818x
yangguang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67,540	56,474	66,668	74,873	88,161
其中: 营业收入	67,540	56,474	66,668	74,873	88,161
减: 营业成本	46,049	38,385	47,001	52,786	62,153
减: 税金及附加	1,644	1,268	1,497	1,681	2,204
主营业务利润	19,847	16,821	18,170	20,406	23,804
减: 销售费用	9,421	9,063	9,334	10,482	12,342
减: 管理费用	2,208	1,989	2,349	2,638	3,086
减: 研发费用	58	20	23	26	0
减: 财务费用	-869	-923	-579	-700	-824
经营性利润	9,029	6,672	7,043	7,960	9,200
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	3	3	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-638	-742	-233	156	-2
加: 投资收益及其他	237	222	24	24	24
营业利润	8,677	6,178	6,858	8,163	9,245
加: 营业外净收入	-32	-30	-21	-28	-30
利润总额	8,646	6,148	6,837	8,135	9,215
减: 所得税	1,379	1,286	1,445	1,719	1,944
净利润	7,266	4,862	5,392	6,416	7,271
少数股东损益	553	595	647	770	872
归属于母公司所有者的净利润	6,714	4,267	4,745	5,646	6,398

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。