

离境退税和市内店纷纷落地，2Q25 销售有望筑底回暖

核心观点

- 离境退税业务有望放大境外客流红利。**公司在三亚国际免税城一期的有税商店，已开通境外旅客办理离境退税。同时 6 月开业的厦门市内免税店，增设了国潮专区，精选国潮香化、醇香美酒、生活美学等核心品类，也成功落地离境退税“即买即退”。未来来华的境外旅客，有望在公司更多线下门店享受免税+离境退税的一站式购物便利。
- 天津双店落地在即，渠道扩张持续兑现。**中免天津国际邮轮母港出境免税店将于 7 月开业，涉酒类、香水美妆、精品百货、特色食品等核心品类。而天津市内免税店也进入筹备冲刺阶段，预计于 2025 年底正式运营。同时响应“国潮出海”的国家号召，打造国货精品、老字号、非遗有税区域。
- 体验业态创新加码，助力增强客流粘性。**目前公司邀请泡泡玛特在三亚国际免税城设立了快闪店，之前的 2024 年度中免年终盛典活动，公司也携手泡泡玛特热门 IP 星人同消费者进行互动。海口美兰机场免税店创新推出“免税盲盒”，海口日月广场免税店与海南省中医院跨界携手，创新“健康养生+免税购物”的特色消费场景。未来，公司将进一步通过“实体场景+IP 联动+社交运营”三轨并行来发掘市场消费潜力，打造沉浸式、社交型体验。
- 25Q2 销售有望筑底企稳，中报业绩修复可期。**公司 25Q1 收入 167.46 亿元/同比-10.96%，归母净利润 19.38 亿元/同比-15.98%，扣非归母净利润 19.36 亿元/同比-15.81%。参考海口海关数据，25Q1 海南离岛免税购物额为 113.1 亿元/-11.4%，我们预计中免海南销售降幅接近。但 1-5 月海南离岛免税购物额 152.9 亿元/-9.6%/降幅收窄，我们预计 25Q2 中免海南销售也有望筑底略回暖。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 2.24/2.60/3.10 元（原 2025/2026 年预测值为 4.23/4.87 元）。由于离岛免税销售恢复节奏偏慢、客流复苏不及预期，我们下调了收入增速预期，同时调整了毛利率假设并上调了费用率假设。我们采用 DCF 绝对估值法，给予公司目标价 67.24 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 政策落地不及预期风险；2) 国际航线恢复节奏放缓；3) 市内免税店盈利周期拉长；4) 客单价提升可持续性不足；5) 费用管控不达预期影响利润修复节奏。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	61,865	67,993	74,120
同比增长(%)	24.1%	-16.4%	9.5%	9.9%	9.0%
营业利润(百万元)	8,677	6,178	6,765	7,856	9,351
同比增长(%)	13.9%	-28.8%	9.5%	16.1%	19.0%
归属母公司净利润(百万元)	6,714	4,267	4,638	5,389	6,418
同比增长(%)	33.5%	-36.4%	8.7%	16.2%	19.1%
每股收益(元)	3.25	2.06	2.24	2.60	3.10
毛利率(%)	31.8%	32.0%	32.3%	32.6%	32.8%
净利率(%)	9.9%	7.6%	7.5%	7.9%	8.7%
净资产收益率(%)	13.1%	7.8%	8.3%	9.2%	10.3%
市盈率	19.1	30.0	27.6	23.7	19.9
市净率	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年07月10日）	61.86 元
目标价格	67.24 元
52 周最高价/最低价	83.45/52.6 元
总股本/流通 A 股（万股）	206,886/206,886
A 股市值（百万元）	127,980
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2025 年 07 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.86	2.92	-10.34	-0.64
相对表现%	0.8	-0.82	-17.7	-17.59
沪深 300%	1.06	3.74	7.36	16.95



证券分析师

谢宁铃
xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

表 1：估值参数假设

所得税税率	21.00%
永续增长率	3.00%
无风险利率	1.64%
考虑杠杆因素的 β 系数	1.22
市场收益率	8.58%
规模风险因子	0.00%
股权投资成本	10.3%
债务比率	3%
债务利率	3.5%
WACC	10.08%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：目标价敏感性分析

	永续增长率 $G_n(\%)$					
	67.24	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.08%	75.91	81.05	88.20	98.87	116.46
	8.58%	71.62	75.84	81.56	89.78	102.59
	9.08%	67.87	71.36	76.00	82.47	92.11
	9.58%	64.56	67.48	71.29	76.46	83.89
	10.08%	61.61	64.08	67.24	71.43	77.28
	10.58%	58.98	61.07	63.72	67.16	71.85
	11.08%	56.62	58.40	60.63	63.49	67.29
	11.58%	54.47	56.01	57.91	60.30	63.42
	12.08%	52.53	53.86	55.48	57.50	60.09

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,838	34,817	36,200	38,407	41,807	营业收入	67,540	56,474	61,865	67,993	74,120
应收票据及应收账款	139	67	124	136	149	营业成本	46,049	38,385	41,878	45,857	49,818
预付账款	482	839	604	664	724	销售费用	9,421	9,063	9,471	10,256	10,672
存货	21,057	17,348	22,693	24,849	26,995	管理费用	2,208	1,989	2,238	2,459	2,681
其他	4,940	2,889	3,253	3,356	3,458	研发费用	58	20	22	24	26
流动资产合计	58,456	55,960	62,874	67,413	73,133	财务费用	(869)	(923)	(365)	(401)	(457)
长期股权投资	2,200	3,670	2,613	2,613	2,613	资产减值损失	636	739	698	645	595
固定资产	6,292	6,088	5,940	5,865	5,796	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,067	972	1,524	1,911	2,181	投资净收益	87	64	70	70	70
无形资产	2,128	1,940	1,884	1,829	1,774	其他	(1,446)	(1,086)	(1,229)	(1,366)	(1,504)
其他	8,727	7,630	7,374	7,174	6,704	营业利润	8,677	6,178	6,765	7,856	9,351
非流动资产合计	20,414	20,300	19,335	19,392	19,068	营业外收入	11	9	12	12	12
资产总计	78,869	76,260	82,210	86,804	92,201	营业外支出	43	39	40	40	40
短期借款	369	233	233	233	233	利润总额	8,646	6,148	6,737	7,828	9,323
应付票据及应付账款	6,403	4,717	6,377	6,982	7,585	所得税	1,379	1,286	1,415	1,644	1,958
其他	8,556	6,020	7,516	7,639	7,763	净利润	7,266	4,862	5,322	6,184	7,365
流动负债合计	15,329	10,969	14,125	14,854	15,581	少数股东损益	553	595	684	795	947
长期借款	2,522	2,567	2,567	2,567	2,567	归属于母公司净利润	6,714	4,267	4,638	5,389	6,418
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	3.25	2.06	2.24	2.60	3.10
其他	1,837	1,776	1,776	1,776	1,776	主要财务比率					
非流动负债合计	4,359	4,343	4,343	4,343	4,343		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	19,688	15,312	18,468	19,197	19,924	成长能力					
少数股东权益	5,348	5,852	6,536	7,331	8,277	营业收入	24.1%	-16.4%	9.5%	9.9%	9.0%
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069	营业利润	13.9%	-28.8%	9.5%	16.1%	19.0%
资本公积	17,447	17,442	17,442	17,442	17,442	归属于母公司净利润	33.5%	-36.4%	8.7%	16.2%	19.1%
留存收益	33,558	34,412	36,877	39,948	43,671	获利能力					
其他	760	1,174	817	817	817	毛利率	31.8%	32.0%	32.3%	32.6%	32.8%
股东权益合计	59,182	60,948	63,742	67,607	72,277	净利率	9.9%	7.6%	7.5%	7.9%	8.7%
负债和股东权益总计	78,869	76,260	82,210	86,804	92,201	ROE	13.1%	7.8%	8.3%	9.2%	10.3%
现金流量表						ROIC	10.8%	6.5%	7.7%	8.5%	9.6%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	7,266	4,862	5,322	6,184	7,365	资产负债率	25.0%	20.1%	22.5%	22.1%	21.6%
折旧摊销	(778)	2,305	1,253	1,345	1,353	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(869)	(923)	(365)	(401)	(457)	流动比率	3.81	5.10	4.45	4.54	4.69
投资损失	(87)	(64)	(70)	(70)	(70)	速动比率	2.41	3.48	2.80	2.82	2.92
营运资金变动	3,219	1,216	(2,476)	(1,661)	(1,653)	营运能力					
其它	6,375	543	(357)	(136)	235	应收账款周转率	445.8	536.2	623.2	501.3	499.3
经营活动现金流	15,126	7,939	3,308	5,261	6,773	存货周转率	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9
资本支出	7,824	(7,576)	(1,205)	(1,205)	(1,205)	总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
长期投资	(494)	(1,247)	1,027	0	0	每股指标（元）					
其他	(12,045)	8,369	81	70	70	每股收益	3.25	2.06	2.24	2.60	3.10
投资活动现金流	(4,716)	(454)	(98)	(1,135)	(1,135)	每股经营现金流	7.31	3.84	1.60	2.54	3.27
债权融资	96	130	(20)	0	0	每股净资产	26.02	26.63	27.65	29.14	30.93
股权融资	(39)	(5)	0	0	0	估值比率					
其他	(4,685)	(4,492)	(1,807)	(1,918)	(2,238)	市盈率	19.1	30.0	27.6	23.7	19.9
筹资活动现金流	(4,628)	(4,367)	(1,827)	(1,918)	(2,238)	市净率	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
汇率变动影响	207	(97)	100.00	100.00	50.00	EV/EBITDA	13.0	12.1	12.0	10.4	8.9
现金净增加额	5,990	3,021	1,483	2,307	3,450	EV/EBIT	11.7	17.4	14.3	12.3	10.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。