

2025 年 07 月 29 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(H 股/HKD)

68

公司基本资讯

产业别	商贸零售
H 股价(2025/07/28)	57.90
恒生指数(2025/07/28)	25,562.1
股价 12 个月高/低	76.56/38.72
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 2.10

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	10.71%	15.76%	6.02%

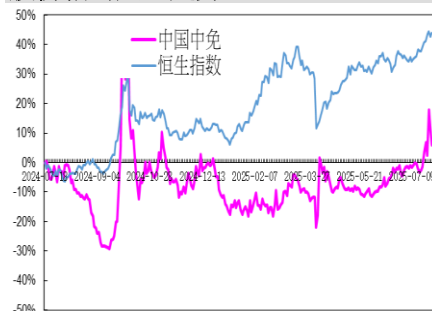
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-05-07	51.85	买进
2025-01-17	61.60	买进
2024-10-16	69.03	区间操作

产品组合

商品贸易 100%

股价相对大盘走势



中国中免 (01880.HK)

BUY 买进

预告 25H1 净利润同比下降 20.8%，关注未来发展空间扩容

业绩概要：

公司预告 2025 年上半年实现营业总收入 281.5 亿，同比下降 10%，录得归母净利润 26 亿，同比下降 26%；据此测算，25Q2 实现营业总收入 114 亿，同比下降 8.5%，录得归母净利润 6.6 亿，同比下降 32.2%。Q2 业绩不及预期。

点评与建议：

- 25Q2 收入端降幅略有收窄 (25Q1YOY-11%)，我们认为一方面随着出入境游复苏，公司机场免税店收入持续修复；另一方面，2Q 海南离岛免税销售额降幅较 1Q 显著收窄。据海口海关，4-6 月离岛免税销售额分别为 20.2 亿、19.6 亿和 14.7 亿，分别同比下降 7%、1%和 5%，同时，客单价回升，4-6 月客单价分别同比上升 21%、26%和 29%。利润降幅较 Q1 扩大 (Q1YOY-16%)，我们估计一方面随着机场免税店经营正常化，公司计提的机场租金增加；另一方面，应对电商大促及加快存货流通 (H1 公司存货周转率增长 10%)，预计 Q2 折扣率有所加大，因此 Q2 毛利率低于我们预期。
- 展望 H2，6 月下旬起，跨境航班架次恢复至 2019 年同期 80%以上，H2 机场免税店业务有望持续改善；H1 海南离岛免税销售呈现企稳态势，公司在海南市场优势地位进一步巩固，市占率同比提升近 1 个百分点，下半年预计向好趋势不变，海南板块业绩改善有望。此外，公司在三亚国际免税城一期的有税商店开通离境退税，并且年内将陆续开出多个新的市内免税店，业态布局将更加完善。
- 从长期来看，海南自贸港将于 2025 年 12 月 18 日正式封关，政策倾向向下，海南本地经济活力有望逐步提升，海南国际旅游岛定位也将更加完善，利好公司海南业务。
- 由于海南和机场业务仍在恢复期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 45.2 亿、51.4 亿和 56.7 亿（原预测为 52.6 亿、60 亿和 67 亿），分别同比增 6%、13.7%和 10.4%，EPS 分别为 2.19 元、2.49 元和 2.74 元，当前股价对应 H 股 PE 分别为 24 倍、21 倍和 19 倍。随着海南自贸港建设深入和市内免税店布局更加完善，公司发展空间扩容，维持“买进”的投资建议。
- 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

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	4521	5142	5674
同比增减	%	-47.89	33.46	-36.44	5.96	13.73	10.35
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.43	3.25	2.06	2.19	2.49	2.74
同比增减	%	-50.82	33.46	-36.44	5.96	13.73	10.35
H 股市盈率 (P/E)	X	22	16	26	24	21	19
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	1.65	1.05	1.09	1.24	1.37
股息率 (Yield)	%	0.13	2.69	1.71	1.78	2.03	2.24

【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

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54433	67540	56474	61384	68399	74871
经营成本	38982	46049	38385	41495	45964	50014
营业税金及附加	1215	1644	1268	1382	1540	1686
销售费用	4032	9421	9063	10814	12249	13613
管理费用	2209	2208	1989	2226	2480	2715
财务费用	220	-869	-923	-1174	-1308	-1432
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	6192	7069	7808
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	6199	7071	7779
所得税	1429	1379	1286	1344	1546	1680
少数股东损益	1158	553	595	334	382	425
归属于母公司所有者的净利润	5030	6714	4267	4521	5142	5674

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	37580	40316	43685
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	61277	66056	71341
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	22939	25233	27251
资产总计	75908	78869	76260	84216	91289	98592
流动负债合计	17480	15329	10969	14634	17005	19568
非流动负债合计	4300	4359	4343	6080	7904	9485
负债合计	21780	19688	15312	20714	24909	29053
少数股东权益	5554	5348	5852	6144	6451	6774
股东权益合计	48573	53834	55097	57357	59928	62766
负债及股东权益合计	75908	78869	76260	84216	91289	98592

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	8901	10260	11605
投资活动产生的现金流量净额	-3807	-4716	-454	-1842	-2052	-1497
筹资活动产生的现金流量净额	15455	-4628	-4367	-4297	-5472	-6738
现金及现金等价物净增加额	9106	5990	3021	2762	2736	3369

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，不在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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对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可能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。