

中国中免（601888）

2025 年中报点评：营收降幅收窄客流企稳，关注市内店开业增量

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	67,540	56,474	56,632	61,122	64,848
同比（%）	24.08	(16.38)	0.28	7.93	6.10
归母净利润（百万元）	6,714	4,267	4,331	5,002	5,523
同比（%）	33.46	(36.44)	1.49	15.49	10.42
EPS-最新摊薄（元/股）	3.25	2.06	2.09	2.42	2.67
P/E（现价&最新摊薄）	22.01	34.62	34.11	29.54	26.75

投资要点

- **25Q2 营收降幅收窄，盈利显著承压：**25Q2 营收 114.05 亿元，yoy-8.5%；归母净利润 6.62 亿元，yoy-32.2%；扣非归母 6.60 亿元，yoy-29.7%。毛利率为 32.4%，yoy-1.4pct，销售费用 20.6 亿元，yoy-7.1%；运营利润率 10.4%，yoy-2.6pct；归母净利率 5.8%，yoy-2.0pct。
- **离岛免税客流企稳，客单价环比承压显著：**根据海口海关，25Q2 海南离岛免税销售额 54.5 亿元，yoy-4.1%；其中 4 月 20.2 亿元，yoy-6.8%，5 月 19.6 亿元，yoy-0.9%，6 月 14.7 亿元，yoy-4.7%。Q2 免税购物 94 万人次，yoy-23.3%，降幅环比收窄；客单价 5790 元，yoy+25%；离岛人次 729.3 万，yoy+6.1%；渗透率 13%，yoy-4pct；连带率 5.4，同比去年略有增加。海南机场+港口游客吞吐量 1459 万人次，yoy+6.1%。
- **海南地区为核心，市内免税协同发力：**营收按板块拆分，H1 免税商品收入 203.4 亿元，毛利率 38.9%；含税商品收入 71.9 亿元，毛利率 13.2%；其他收入 4.9 亿元，毛利率 49.0%。海南区域收入 150.3 亿元，毛利率 20.4%；日上上海收入 68.7 亿元，毛利率 24.8%；其他地区共计 61 亿元，毛利率 71.2%。中免中标多家口岸免税店经营权，青岛、厦门等市内店已开业并布局离境退税，6 家新增市内免税店（近期广深两店同开）陆续开业，市内免税业务有望带来销售增量。
- **盈利预测与投资评级：**中免集团作为旅游零售龙头市场地位稳固，海南自贸港 2025 年 12 月 18 日封关政策利好、市内免税店陆续落地，有望带来长期销售增量。考虑到当前免税消费需求承压，下调公司盈利预期，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 43.3/50.0/55.2 亿元（前值为 46.8/53.5/59.8 亿元），对应 PE 34/30/27 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。

2025 年 08 月 27 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

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.41
一年最低/最高价	53.52/84.92
市净率(倍)	2.68
流通 A 股市值(百万元)	139,426.28
总市值(百万元)	147,737.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.68
资产负债率(%，LF)	18.61
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)：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》

2025-04-29

《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	59,091	67,532	71,695	营业总收入	56,474	56,632	61,122	64,848
货币资金及交易性金融资产	34,817	42,343	53,831	47,842	营业成本(含金融类)	38,385	38,510	41,380	43,837
经营性应收款项	905	248	92	269	税金及附加	1,268	1,359	1,467	1,556
存货	17,348	14,193	9,995	20,566	销售费用	9,063	9,144	9,686	10,082
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,989	1,841	1,968	2,010
其他流动资产	2,889	2,307	3,614	3,019	研发费用	20	45	43	52
非流动资产	20,300	20,275	20,232	20,172	财务费用	(923)	(741)	(809)	(844)
长期股权投资	3,670	3,670	3,670	3,670	加:其他收益	158	57	61	65
固定资产及使用权资产	8,113	7,391	6,752	6,294	投资净收益	64	45	49	45
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	5,977	6,899	7,615
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	79,366	87,764	91,867	利润总额	6,148	5,959	6,882	7,598
流动负债	10,969	10,392	13,553	11,853	减:所得税	1,286	1,251	1,445	1,596
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	4,707	5,436	6,003
经营性应付款项	4,728	2,167	4,741	2,577	减:少数股东损益	595	377	435	480
合同负债	1,115	1,155	1,241	1,315	归属母公司净利润	4,267	4,331	5,002	5,523
其他流动负债	4,099	5,043	5,444	5,785	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.06	2.09	2.42	2.67
非流动负债	4,343	4,363	4,363	4,363	EBIT	5,167	5,840	6,690	7,475
长期借款	2,567	2,567	2,567	2,567	EBITDA	6,710	7,242	8,009	8,612
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	7.65	8.18	8.52
其他非流动负债	210	210	210	210	收入增长率(%)	(16.38)	0.28	7.93	6.10
负债合计	15,312	14,755	17,916	16,216	归母净利润增长率(%)	(36.44)	1.49	15.49	10.42
归属母公司股东权益	55,097	58,383	63,185	68,507					
少数股东权益	5,852	6,228	6,663	7,143					
所有者权益合计	60,948	64,612	69,848	75,651					
负债和股东权益	76,260	79,366	87,764	91,867					

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	8,976	12,931	(4,690)	每股净资产(元)	26.63	28.22	30.54	33.11
投资活动现金流	(454)	(1,349)	(1,244)	(1,048)	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	6.74	7.19	7.47
现金净增加额	3,021	8,570	11,488	(5,990)	ROE-摊薄(%)	7.74	7.42	7.92	8.06
折旧和摊销	1,543	1,402	1,320	1,137	资产负债率(%)	20.08	18.59	20.41	17.65
资本开支	(1,118)	(1,394)	(1,293)	(1,093)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.62	34.11	29.54	26.75
营运资本变动	808	2,218	5,509	(12,553)	P/B(现价)	2.68	2.53	2.34	2.16

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>