

Q2 收入降幅收窄，静待经营筑底

2025 年 08 月 27 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年中报。1H25 公司实现营收 282 亿元/同比-10%，归母净利 26 亿元/同比-21%，扣非归母净利 26 亿元/同比-20%。其中，Q2 公司实现营收 114 亿元/同比-8%，归母净利 8.5 亿元/同比-30%，扣非归母净利 6.6 亿元/同比-32%。
- **Q2 离岛免税降幅逐步收窄，公司经营逐步筑底。**据海口海关，4-6 月海南离岛免税销售额合计 54.5 亿元/同比-4.1%，环比 Q1 有所改善。量价方面，虽然购物人数 Q2 同比降幅仍超 20%，但被客单价提升所抵消。整体而言，受海南地区拖累影响，1H25 公司免税商品收入 203 亿元/同比-6%，含税商品收入 72 亿元/同比-22%。其中，线下收入 197 亿元，线上收入 78 亿元。
- **毛利率略降，经营杠杆作用下 Q2 利润率环比下滑。**1H25 公司毛利率 32.8%/同比-0.7pct，其中 Q2 毛利率 32.5%/同比-1.4pct。费用层面，Q2 受经营杠杆影响，销售费用率同比+0.2pct；管理费用率预计得益于管控加强，同比基本持平；财务费用为-3.0 亿元，去年同期为-3.5 亿元，主要因利息收入略降。整体而言，由于收入下降趋势仍未结束，扣非净利率 5.8%/同比-1.7pct。
- **海南基本盘依旧稳固，创新调改持续探索，有望推动经营加速走出低谷。**1H25 公司于海南实现收入 150 亿元，在行业下行阶段，整体市场份额同比仍实现近 1pct 提升，未来伴随自贸港封关后，商流、人流提升，公司有望显著受益。此外，我们认为公司当前积极探索新方向战略，有望加快推动经营走出低谷：1) 拓展免税+边界，通过引入演唱会、联名 IP 营销，向“文商体旅康”多维度融合发展迈进；2) 市内+出海布局拓展新渠道：8 月广深市内免税店正式开业，获取港澳市内+机场店标段，并与国潮精品共同拓展东南亚市场；3) 持续拓宽商品边界，紧跟国人消费趋势，加大国潮香化、3C 数码、健康、潮玩、户外运动等品类引进力度，上半年新增引进近 200 个品牌，有效提升商品供需匹配度，实现了良好的销售增量。
- **投资建议：**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 44.8 亿元/50.6 亿元/56.4 亿元，对应 PE 分别为 33X/29X/26X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动的风险，行业竞争加剧的风险，新业务拓展进度不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56473.85	55927.24	62079.23	68287.16
收入增长率%	-16.38	-0.97	11.00	10.00
净利润（百万元）	4267.11	4478.23	5062.73	5640.31
利润增速%	-36.44	4.95	13.05	11.41
毛利率%	32.03	32.10	32.10	32.20
摊薄 EPS(元)	2.06	2.16	2.45	2.73
PE	34.62	32.99	29.18	26.19
PB	2.68	2.57	2.37	2.17
PS	2.62	2.64	2.38	2.16

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国中免（601888.SH）

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

研究助理：邱爽

✉：qiushuang_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-08-27

股票代码	601888
A 股收盘价(元)	68.69
上证指数	3800.35
总股本(亿股)	20.69
实际流通 A 股(亿股)	19.52
流通 A 股市值(亿元)	1341

相对沪深 300 表现图

2025-08-27



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55960.44	59440.81	67903.08	74514.69
现金	34817.32	40244.50	45741.26	54049.26
应收账款	66.60	169.42	82.07	189.00
其它应收款	913.12	664.75	1351.35	897.45
预付账款	838.80	538.38	653.28	795.22
存货	17348.38	15847.54	18098.90	16607.53
其他	1976.22	1976.22	1976.22	1976.22
非流动资产	20299.94	19044.51	17789.08	16533.65
长期投资	3669.71	3669.71	3669.71	3669.71
固定资产	6088.44	4833.01	3577.59	2322.16
无形资产	1939.82	1939.82	1939.82	1939.82
其他	8601.96	8601.96	8601.96	8601.96
资产总计	76260.37	78485.31	85692.15	91048.34
流动负债	10969.03	10219.12	11606.73	10479.80
短期借款	232.63	-617.17	-1466.97	-2079.10
应付账款	4684.88	3753.92	5613.15	4675.45
其他	6051.52	7082.36	7460.55	7883.45
非流动负债	4343.00	4343.00	4343.00	4343.00
长期借款	2567.05	2567.05	2567.05	2567.05
其他	1775.96	1775.96	1775.96	1775.96
负债合计	15312.04	14562.12	15949.73	14822.81
少数股东权益	5851.63	6520.56	7277.06	8119.87
归属母公司股东权益	55096.71	57402.63	62465.36	68105.67
负债和股东权益	76260.37	78485.31	85692.15	91048.34

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7939.33	8439.67	6294.46	8831.48
净利润	4862.49	5147.16	5819.23	6483.11
折旧摊销	1542.54	1255.43	1255.43	1255.43
财务费用	48.04	-9.61	-52.10	-88.65
投资损失	-63.81	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	807.85	1487.42	-1348.88	498.72
其它	742.21	559.27	620.79	682.87
投资活动现金流	-454.30	0.00	0.00	0.00
资本支出	-1118.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	247.46	0.00	0.00	0.00
其他	416.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4367.07	-3012.49	-797.70	-523.48
短期借款	-136.80	-849.80	-849.80	-612.13
长期借款	44.77	0.00	0.00	0.00
其他	-4275.04	-2162.69	52.10	88.65
现金净增加额	3020.97	5427.18	5496.76	8308.00

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56473.85	55927.24	62079.23	68287.16
营业成本	38385.15	37974.59	42151.80	46298.69
营业税金及附加	1267.83	1230.40	1365.74	1502.32
营业费用	9062.90	8948.36	9311.89	10243.07
管理费用	1989.49	1789.67	2048.61	2048.61
财务费用	-923.10	-880.05	-816.75	-729.03
资产减值损失	-741.90	-559.27	-620.79	-682.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	6177.95	6277.02	7366.11	8206.47
营业外收入	9.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	38.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	6148.14	6277.02	7366.11	8206.47
所得税	1285.65	1129.86	1546.88	1723.36
净利润	4862.49	5147.16	5819.23	6483.11
少数股东损益	595.38	668.93	756.50	842.80
归属母公司净利润	4267.11	4478.23	5062.73	5640.31
EBITDA	6709.76	7211.68	8425.58	9415.74
EPS (元)	2.06	2.16	2.45	2.73

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-16.38%	-0.97%	11.00%	10.00%
营业利润	-28.80%	1.60%	17.35%	11.41%
归属母公司净利润	-36.44%	4.95%	13.05%	11.41%
毛利率	32.03%	32.10%	32.10%	32.20%
净利率	7.56%	8.01%	8.16%	8.26%
ROE	7.74%	7.80%	8.10%	8.28%
ROIC	6.18%	7.16%	7.74%	8.15%
资产负债率	20.08%	18.55%	18.61%	16.28%
净负债比率	-48.66%	-56.22%	-60.62%	-67.17%
流动比率	5.10	5.82	5.85	7.11
速动比率	3.26	4.02	4.06	5.26
总资产周转率	0.74	0.71	0.72	0.75
应收账款周转率	848.02	330.11	756.38	361.30
应付账款周转率	12.05	14.90	11.06	14.61
每股收益	2.06	2.16	2.45	2.73
每股经营现金	3.84	4.08	3.04	4.27
每股净资产	26.63	27.75	30.19	32.92
P/E	34.62	32.99	29.18	26.19
P/B	2.68	2.57	2.37	2.17
EV/EBITDA	16.24	15.50	12.52	10.25
PS	2.62	2.64	2.38	2.16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾嘉闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn