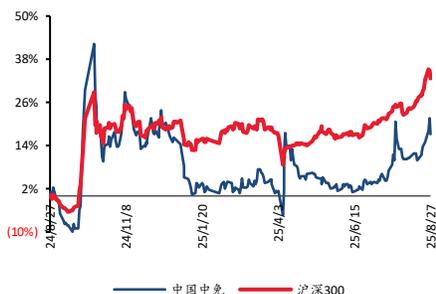


中国中免 25 年中报点评：离岛免税降幅收窄 静待消费复苏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	20.69/19.52
总市值/流通(亿元)	1,421.1/1,341.16
12 个月内最高/最低价(元)	84.92/53.52

相关研究报告

- <<中国中免 24 年报点评：整体业绩承压 静待消费复苏>>—2025-03-31
- <<疫情影响业绩承压 新项目开业贡献增量>>—2022-11-01
- <<中免海棠湾三期：合作太古地产有望引入重奢>>—2022-10-24

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

事件：中国中免发布 2025 年中报：报告期内，公司实现营业收入 281.51 亿元，同比下降 9.96%；实现归母净利润 25.99 亿元，同比下降 20.81%；实现归母扣非净利润 25.95 亿元，同比下降 19.84%。

其中 Q2 公司实现营业收入 114.05 亿元，同比下降 8.45%；实现归母净利润 6.62 亿元，同比下降 32.21%；实现扣非归母净利润 6.6 亿元，同比下降 29.72%。

点评：

海南离岛免税业务上半年收入降幅收窄。据海口海关数据，离岛免税购物金额 167.6 亿元，同比下降 9.2%，降幅有所收窄，但市场整体需求仍显疲软。免税购物人数 248.2 万人次，同比下降 26.2%；人均免税购物金额约人民币 6754.0 元，同比上升 23.0%。同期，海南港口和机场旅客吞吐量 3519.52 万人次，同比下降 1.4%，其中离港旅客同比下降 1.6%，这一数据也直接影响到免税消费人群规模。报告期内，免税商品营收 203.43 亿元/-6.13%，有税商品营收 71.89 亿元/-21.5%。

从子公司看，部分免税渠道利润层面有改善。三亚免税城收入 103.4 亿元/-13.7%，归母净利润 6.05 亿元/+12.7%；海口国际免税城收入 30.56 亿元/+0.43%，归母净利润亏损 4.24 亿元，同比持平；海免收入 18.26 亿元/-8.8%，归母净利润 0.57 亿元/+11.8%；上海日上收入 68.7 亿元/-19.2%，归母净利润 3.66 亿/+18.1%；中免国际收入 212.38 亿元/-5.8%，归母净利润 10.32 亿元/-32.1%。

公司整体毛利率 32.77%，同比下滑 0.76pct。免税业务毛利率 39.01%/-0.5pct，有税业务毛利率 13.12%/-4.25pct。在消费场景气度下行的背景下，免税市场竞争加剧，部分商品价格战的背景下，维持毛利率面临挑战。新拓展的“免税+文旅”等业务模式，前期投入较大，尚未形成规模效应，对整体毛利率的提升贡献有限。

期间费用率整体保持稳定。报告期内，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 15.14%/3.04%/-1.78%，同比分别为 +0.31pct/0.02pct/-0.27pct。经营活动产生的现金流量净额为 26.07 亿元，同比下降 39.50%，主要因销售收款减少所致。

持续拓展免税渠道，推进国潮出海。中国中免成功中标广州白云国际机场 T3 航站楼出境免税店以及多家口岸免税店经营权。海外业务拓展取得突破性进展，首次进入越南市场，河内内排国际机场与富国国际机场免税店顺利开业。此外，市内店渠道方面，青岛、厦门、哈尔滨等市内店转型升级开业。中国中免表示，公司深耕港澳市场，成功获得香港国际机场 MCM 快闪店、澳门 M8 市内免税店及澳门国际机场香化标段的经营权，计划于下半年陆续开业。公司于多家国潮品牌签署战略合作协议，带动中国品牌进入国际市场。

拓展“免税+”边界，构建文旅消费新格局。报告期内，三亚国际免税城正式获评国家 AAAA 级旅游景区，成为全国首个以免税商业为核心载

体的国家级旅游景区，新引进超 60 个品牌，市场占有率同比提升近 1 个百分点，体现了“免税 + 文旅”融合战略的成效，离岛免税店销售呈现企稳态势。

投资建议：预计 2025-2027 年中国中免将实现归母净利润 49.51/57.07/64.43 亿元，同比增速 16.04%/15.27%/12.89%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.39/2.76/3.11 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 29X、25X 和 22X，关注政策催化下的需求回暖以及中免市内免税店运营情况，给予“增持”评级。

风险提示：存在宏观市场环境变化，免税需求减少风险；存在跨境电商平台竞争加剧，商品价格竞争力下降的风险。存在地缘政治导致的出入境人数下滑的风险。存在市内免税店销售情况低于预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,474	61,684	68,321	75,315
营业收入增长率（%）	-16.38%	9.23%	10.76%	10.24%
归母净利（百万元）	4,267	4,951	5,707	6,443
净利润增长率（%）	-36.44%	16.04%	15.27%	12.89%
摊薄每股收益（元）	2.06	2.39	2.76	3.11
市盈率（PE）	32.49	28.7	24.9	22.06

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

/

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,838	34,817	38,228	41,188	44,485
应收和预付款项	621	905	628	695	765
存货	21,057	17,348	19,137	21,149	23,292
其他流动资产	4,940	2,889	3,004	3,115	3,231
流动资产合计	58,456	55,960	60,997	66,146	71,773
长期股权投资	2,200	3,670	3,670	3,670	3,670
投资性房地产	1,575	1,429	1,429	1,429	1,429
固定资产	6,292	6,088	6,139	6,173	6,195
在建工程	1,067	972	871	547	302
无形资产开发支出	2,131	1,952	1,957	1,957	1,957
长期待摊费用	1,074	1,086	1,166	1,246	1,326
其他非流动资产	64,531	61,063	66,007	71,155	76,782
资产总计	78,869	76,260	81,238	86,177	91,661
短期借款	369	233	233	233	233
应付和预收款项	6,410	4,728	5,260	5,813	6,402
长期借款	2,522	2,567	2,592	2,617	2,642
其他负债	10,386	7,784	9,595	10,339	11,125
负债合计	19,688	15,312	17,680	19,002	20,402
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	17,447	17,442	17,442	17,442	17,442
留存收益	33,558	34,412	36,625	39,427	42,590
归母公司股东权益	53,834	55,097	56,999	59,801	62,964
少数股东权益	5,348	5,852	6,559	7,374	8,295
股东权益合计	59,182	60,948	63,558	67,175	71,258
负债和股东权益	78,869	76,260	81,238	86,177	91,661

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	15,126	7,939	6,959	6,295	7,105
投资性现金流	-4,716	-454	-685	-469	-567
融资性现金流	-4,628	-4,367	-2,647	-2,866	-3,241
现金增加额	5,990	3,021	3,410	2,960	3,297

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	61,684	68,321	75,315
营业成本	46,049	38,385	41,753	46,143	50,818
营业税金及附加	1,644	1,268	1,419	1,571	1,732
销售费用	9,421	9,063	10,054	10,931	11,900
管理费用	2,208	1,989	2,159	2,391	2,598
财务费用	-869	-923	-686	-754	-813
资产减值损失	-638	-742	0	0	0
投资收益	87	64	62	82	90
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	8,677	6,178	7,163	8,256	9,321
其他非经营损益	-32	-30	0	0	0
利润总额	8,646	6,148	7,163	8,256	9,321
所得税	1,379	1,286	1,504	1,734	1,957
净利润	7,266	4,862	5,659	6,523	7,363
少数股东损益	553	595	707	815	920
归母股东净利润	6,714	4,267	4,951	5,707	6,443

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.82%	32.03%	32.31%	32.46%	32.53%
销售净利率	9.94%	7.56%	8.03%	8.35%	8.55%
销售收入增长率	24.08%	-16.38%	9.23%	10.76%	10.24%
EBIT 增长率	0.07%	-32.66%	25.36%	15.83%	13.39%
净利润增长率	33.46%	-36.44%	16.04%	15.27%	12.89%
ROE	12.47%	7.74%	8.69%	9.54%	10.23%
ROA	9.39%	6.27%	7.19%	7.79%	8.28%
ROIC	9.99%	6.18%	7.42%	8.17%	8.76%
EPS (X)	3.25	2.06	2.39	2.76	3.11
PE (X)	25.79	32.49	28.70	24.90	22.06
PB (X)	3.22	2.52	2.49	2.38	2.26
PS (X)	2.56	2.45	2.30	2.08	1.89
EV/EBITDA (X)	16.33	16.24	15.12	12.83	11.04

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。