

中国中免(601888.SH)

Q2降幅收窄，期待经营回暖

推荐（维持）

股价：69.29 元

主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ctgdutyfree.com.cn
大股东/持股	中国旅游集团有限公司/50.30%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,069
流通 A 股(百万股)	1,952
流通 B/H 股(百万股)	116
总市值(亿元)	1,419
流通 A 股市值(亿元)	1,353
每股净资产(元)	26.68
资产负债率(%)	18.6

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】中国中免（601888.SH）*首次覆盖报告*行业回暖可期，全球旅游零售巨头，经营持续改善*推荐20240409

【平安证券】中国中免（601888.SH）*季报点评*Q1海南离岛免税影响收入，经营开始改善向上*推荐20240424

【平安证券】中国中免（601888.SH）*半年报点评*海南销售承压，上海机场销售恢复较好*推荐20240902

【平安证券】中国中免（601888.SH）*年报点评*宏观消费环境影响经营，持续夯实竞争力*推荐20250331

证券分析师

胡琼方 投资咨询资格编号
S1060524010002
HUQIONGFANG722@pingan.com.cn

事项：

公司 2025 上半年实现营收 281.51 亿元(yoy, -9.96%，下同)，归母净利润同比下滑 20.81%至 26.00 亿元，扣除非经常性损益后为 25.95 亿元(-19.84%)。EPS（基本）=1.26 元。其中单二季度营收同比下滑 8.45%至 114.05 亿元，归母净利润同比下滑 32.21%至 6.62 亿元。

平安观点：

■ 公司 7 月 26 日已发布中期业绩快报，最终业绩基本与快报一致。上半年公司紧密围绕消费者需求变化，稳根基、拓新局、提质效，扎实开展各项工作。上半年公司免税商品销售收入 203.43 亿元，有税商品销售 71.89 亿元，其他收入 4.85 亿元；分地区看，海南地区贡献 150.31 亿元，上海地区收入 68.70 亿元，其他地区贡献 61.16 亿元；各主要子公司中，三亚市内免税店收入 103.42 亿元，日上上海收入为 68.70 亿元，海口免税城贡献 30.56 亿元收入，海免公司收入为 18.26 亿元，分别同比-13.71%、-19.18%、+0.42%和-8.80%。主营业务 275.31 亿元中，线下收入 197.03 亿元，线上收入 78.28 亿元。单 Q2 收入同比降幅为 8.45%，较 Q1 的 -10.96%有所收窄，但 Q2 毛利率同比（下同）-1.42pct 至 32.45%，三项费用率（含研发）合计+0.7pct至 7.46%。

■ 海南离岛免税市场降幅收窄。上半年海南省港口和机场旅客吞吐量为 3519.52 万人次，同比下降 1.4%。根据海南三亚和海口机场的统计，上半年三亚凤凰国际机场的旅客吞吐量为 1181.38 万人次，同比增长 8.49%；海口美兰国际机场的旅客吞吐量为 1390.72 万人次，同比下降 4.05%。在海南省政府的积极引导下，各经营主体通过采取“免税+文旅”深度融合、提升服务质量、优化商品结构、加强数字化营销、强化风险管理等有力措施，推动离岛免税市场稳中向好。根据海口海关统计数据，2025 年 1-6 月，离岛免税购物金额人民币 167.6 亿元，同比下降 9.2%，降幅明显收窄；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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67540	56474	55400	63000	70400
YOY(%)	24.1	-16.4	-1.9	13.7	11.7
净利润(百万元)	6714	4267	4699	5604	6084
YOY(%)	33.5	-36.4	10.1	19.3	8.6
毛利率(%)	31.8	32.0	33.3	34.0	33.3
净利率(%)	9.9	7.6	8.5	8.9	8.6
ROE(%)	12.5	7.7	8.1	9.2	9.4
EPS(摊薄/元)	3.25	2.06	2.27	2.71	2.94
P/E(倍)	21.4	33.6	30.5	25.6	23.6
P/B(倍)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

人民币 6,754.0 元，同比上升 23.0%。

- **公司深耕海南市场，构建文旅融合消费新格局。**上半年公司持续打造形式多样的文娱赛事联动及主题营销 IP 活动，引入明星演唱会、泡泡玛特 Dimoo 首展、迪士尼主题 IP 等流量 IP，构建丰富多元的品牌布局与消费场景。结合细致入微的创新服务与消费体验，推动三亚国际免税城、海口国际免税城由“购物综合体”向“体验综合体”转型升级。上半年公司在海南区域新引进超 60 个新品牌，积极发挥首发首店经济效应，充分满足消费者多元化需求。**海南离岛免税销售呈现企稳态势，公司在海南离岛免税市场的优势地位进一步稳固，市场占有率同比提升近 1 个百分点。**
- **口岸店和市内店积极开拓，探索旅游零售新模式。**上半年公司中标了白云机场 T3 出境免税店及磨憨口岸等多家口岸免税店经营权；青岛、厦门、哈尔滨等市内店焕新开业，并通过布局离境退税有效吸引外籍人员入境消费，6 家新增市内店开业筹备工作稳步推进。公司市内店以“免税基因+国潮出海”为核心定位，着力构建“免税+有税”“线下+线上”“进口+国产”的零售新场景，构建多元购物体验。同时公司积极探索机场商业新模式，以品牌化、特色化为核心。海外版图持续开拓，推动国潮出海。公司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，并计划于下半年陆续开业。开拓海外新市场，公司首次进入越南市场，河内内排国际机场与富国国际机场免税店顺利开业。稳步推进“国潮”出海，与同仁堂、华熙生物、巨子生物等多家具有代表性的国潮品牌签署战略合作协议，推动国潮精品进驻越南、柬埔寨、日本等海外渠道。
- **投资建议：**公司目前在全国拥有各类型免税店约 200 家，覆盖超过 100 个城市，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。近期两家市内店开业（深圳店于 8 月 23 日试营业，广州店于 8 月 26 日正式开业）。截至期末公司与全球约 1600 个知名品牌建立了长期稳定的合作关系，会员人数已经突破 4500 万。公司持续加强供应链建设，加强营销推广、全面提升公司品牌价值。考虑上半年经营情况及当前消费环境，我们调整公司 2025-2027 年业绩预测至 47、56、61 亿元（此前分别为 50、59、66 亿元），对应当前市值（以 2025 年 8 月 29 日收盘价计）对应估值分别为 30.5、25.6、23.6 倍 PE。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期影响消费意愿。如宏观经济环境不及预期，则居民对包含旅游零售在内的消费意愿将受影响，公司旗下海南及出入境免税店、市内免税店销售可能不及预期。2) 出入境政策及国际环境不利影响。出入境政策及国际环境如发生不利变动，则进店客流、购物人数等将会受到影响，同时也影响公司相关免税店布局和规划。3) 市场竞争激烈。近年来包含化妆品在内的多个细分行业的品牌商积极拓展多个渠道，且目前出入境旅游恢复，国内免税参与全球免税运营商的竞争，若市场竞争加剧，则影响公司销售和利润率水平。4) 战略项目投资及管理未达预期的风险。公司围绕战略目标进行中长期规划和项目投资，如环境发生变化，或审批、建设、招投标等环节不及预期，战略项目投资和管理可能有不达预期的风险。5) 其他风险：《市内免税店管理暂行办法》中规定旅客需在出境隔离区的提货点一次性提取在市内店购买的免税品，影响出境游玩的便利性；免税运营商的品牌拓展不利、或合作的条款不佳（如销售价格显著高于海外市场等），将不能充分发挥市内免税店政策效力等。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55960	60959	66850	72873
现金	34817	42205	45695	49031
应收票据及应收账款	67	111	126	141
其他应收款	913	930	1057	1182
预付账款	839	541	615	688
存货	17348	15182	17094	19304
其他流动资产	1976	1989	2262	2528
非流动资产	20300	19045	17716	17040
长期投资	3670	3754	3794	3879
固定资产	8113	8131	8118	8172
无形资产	1940	1510	1080	650
其他非流动资产	6577	5650	4723	4339
资产总计	76260	80004	84566	89913
流动负债	10969	12438	14019	15812
短期借款	233	0	0	0
应付票据及应付账款	4717	5651	6363	7185
其他流动负债	6020	6787	7656	8627
非流动负债	4343	3216	2141	1291
长期借款	4133	3006	1931	1081
其他非流动负债	210	210	210	210
负债合计	15312	15654	16160	17103
少数股东权益	5852	6545	7371	8268
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17442	17442	17442	17442
留存收益	35586	38294	41524	45030
归属母公司股东权益	55097	57805	61035	64542
负债和股东权益	76260	80004	84566	89913

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7939	10724	6805	6603
净利润	4862	5392	6430	6981
折旧摊销	1543	1739	1769	1261
财务费用	-923	-399	-540	-637
投资损失	-64	-135	-50	-135
营运资金变动	808	4092	-821	-894
其他经营现金流	1713	35	16	27
投资活动现金流	-454	-385	-406	-477
资本支出	995	400	400	500
长期投资	247	0	0	0
其他投资现金流	294	15	-6	23
筹资活动现金流	-4367	-2951	-2909	-2790
短期借款	-137	-233	0	0
长期借款	-140	-1127	-1075	-850
其他筹资现金流	-4090	-1591	-1834	-1940
现金净增加额	3021	7388	3490	3336

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56474	55400	63000	70400
营业成本	38385	36943	41595	46974
税金及附加	1268	1219	1386	1549
营业费用	9063	8864	10080	11264
管理费用	1989	1884	2079	2253
研发费用	20	28	32	35
财务费用	-923	-399	-540	-637
资产减值损失	-742	-554	-630	-704
信用减值损失	3	4	5	5
其他收益	158	201	170	201
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	64	135	50	135
资产处置收益	24	30	27	40
营业利润	6178	6678	7989	8640
营业外收入	9	11	11	11
营业外支出	39	32	32	32
利润总额	6148	6657	7968	8618
所得税	1286	1265	1538	1637
净利润	4862	5392	6430	6981
少数股东损益	595	693	826	897
归属母公司净利润	4267	4699	5604	6084
EBITDA	6767.58	7996.51	9197.38	9241.87
EPS (元)	2.06	2.27	2.71	2.94

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-16.4	-1.9	13.7	11.7
营业利润(%)	-28.8	8.1	19.6	8.1
归属于母公司净利润(%)	(36.4)	10.1	19.3	8.6
获利能力				
毛利率(%)	32.0	33.3	34.0	33.3
净利率(%)	7.6	8.5	8.9	8.6
ROE(%)	7.7	8.1	9.2	9.4
ROIC(%)	10.4	14.0	19.5	20.8
偿债能力				
资产负债率(%)	20.1	19.6	19.1	19.0
净负债比率(%)	-50.0	-60.9	-64.0	-65.9
流动比率	5.1	4.9	4.8	4.6
速动比率	3.3	3.5	3.3	3.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	848.0	498.8	498.8	498.8
应付账款周转率	8.19	6.57	6.57	6.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.06	2.27	2.71	2.94
每股经营现金流(最新摊薄)	3.84	5.18	3.29	3.19
每股净资产(最新摊薄)	26.63	27.94	29.50	31.20
估值比率				
P/E	33.6	30.5	25.6	23.6
P/B	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.68	14.54	12.31	11.98

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层