

精益商业化，迎接政策窗口

核心观点

公司把握京沪核心流量并持续拓展国内外标段，使得相关旅游零售业务的收入利润增长具有充分基础。海南地区消费有触底回暖迹象，公司持续投入核心商圈的价值营造，为后续自贸港全岛封关后的零售行业大发展做充分准备，公司积极布局的市内免税店，最新政策出台也为提振消费和国货品牌出海提供战略基础，伴随鼓励入境政策逐一落地，公司把握核心流量入口。

事件

2025 年前三季度公司实现营业收入 398.62 亿元，同比增长-7.34%，其中第三季度实现营业收入 117.11 亿元，同比增长-0.38%。

2025 年前三季度公司实现归属股东净利润 30.52 亿元，同比增长-22.13%；扣非净利润 30.36 亿元，同比增长-21.60%。其中，2025 年第三季度归属股东净利润 4.52 亿元，同比增长-28.94%；扣非净利润 4.41 亿元，同比增长-30.56%。

简评

稳固基本盘，深耕商业价值

公司 25Q3 收入端已经基本持平，连续四个季度降幅收窄，整个海南离岛免税销售在 9 月份也开始回暖转正，我们认为行业基本面已经触底。另外，公司 25Q3 毛利率维持在 32%，同比持平，产品价盘和存货管理都保持稳健。公司在海南继续深耕商业价值，打造文旅+免税场景，联动泡泡玛特、迪士尼等顶级 IP 共同塑造文旅消费场景。

五部委发布完善免税政策，积极提振消费

10 月 30 日财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局共同发布《完善免税政策支持提振消费通知》，通知提及引导消费回流，外加吸引入境消费，对具体政策，我们归纳为以下五个方面：

【1】鼓励加大采购国产商品（文创、非遗），视同出口，国内商品优化出口报关和退税流程。预计可以简化流程，降低成本。

【2】口岸+市内免税店国产品经营面积不少于 25%，学习韩国，为国产品牌提供更多展示空间。

中国中免(601888.SH)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 10 月 31 日

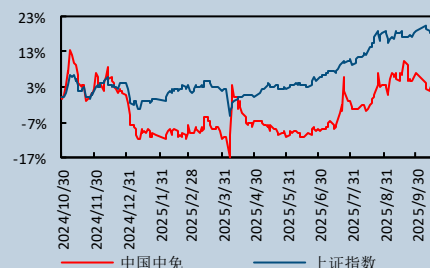
当前股价：73.10 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.39/0.17	10.37/-0.08	6.20/-15.11
12 月最高/最低价(元)		76.92/56.57
总股本(万股)		206,885.90
流通 A 股(万股)		195,247.55
总市值(亿元)		1,494.28
流通市值(亿元)		1,427.26
近 3 月日均成交量(万)		2960.50
主要股东		
中国旅游集团有限公司		50.30%

股价表现



相关研究报告

25.08.28	【中信建投社服商贸】中国中免(601888):离岛免税回暖可期
25.03.30	【中信建投社服商贸】中国中免(601888):海南布局日臻完善，市内免税政策红利

【3】扩大品类到手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等商品。电子产品可以迅速扩大销售规模，保健品、宠物用品等高毛利率产品可以优化结构，缓解香化价格竞争压力。

【4】免税店审批权限下放到省一级，经营面积可与经营主体协商再报海关，展业流程更加流畅。

【5】支持提供线上预订、线下提货。支持市内店预订后在出境再入境后时的入境口岸付款提货，视同入境免税店购买（限同一城市），为市内免税店打开空间。

投资建议：我们认为公司积极应对行业变化，保持稳健经营态势，更新 2025-2027 年预测为归母净利润 41.49 亿元、51.90 亿元、63.48 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36X、29X、24X，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540.10	56,473.85	53,508.26	58,429.01	64,448.98
YoY (%)	24.08	-16.38	-5.25	9.20	10.30
净利润(百万元)	6,713.69	4,267.11	4,149.16	5,189.79	6,348.02
YoY (%)	33.46	-36.44	-2.76	25.08	22.32
毛利率 (%)	31.82	32.03	32.84	33.35	33.53
净利率 (%)	9.94	7.56	7.75	8.88	9.85
ROE (%)	12.47	7.74	7.26	8.68	10.09
EPS (摊薄/元)	3.25	2.06	2.01	2.51	3.07
P/E (倍)	22.53	35.44	36.45	29.14	23.82
P/B (倍)	2.81	2.74	2.65	2.53	2.40

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、相关物业及供应链建设不及预期：由于公司经营需投资建设的项目较多，并运营众多商业体，若相关物业及供应链建设不及预期，客流培育效果不及预期，则带来业绩风险；

2、海南市场竞争变化：公司众多项目与海南自贸港的发展相关，海南商业环境得到快速提升，若海南市场竞争格局产生重大变化，则或会对公司经营产生风险。

3、整体消费环境：若整体消费力不足，离岛免税渗透率及客单价较难提升，长期消费回流空间有限，则可能影响长期收入和业绩。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员，2024 年新财富海外研究第五名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk