

中国中免(601888.SH)

收入降幅继续收窄，静待销售回暖

推荐（维持）

股价：76.07 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)	1,556
流通 A 股市值(亿元)	1,485
每股净资产(元)	26.91
资产负债率(%)	18.3

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】中国中免(601888.SH)*半年报点评*Q2 降幅收窄，期待经营回暖*推荐20250901

【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)*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)*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

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 前三季度实现营收 398.62 亿元(yoy, -7.34%)，归母净利润同比下滑 22.13%至 30.52 亿元，扣除非经常性损益后为 30.36 亿元(yoy, -21.6%)。eps (基本)为 1.48 元。

平安观点：

■ 单 Q3 季度公司收入与上年同期基本持平，为 117.11 亿元(同比略微下滑 0.38%)，降幅较 Q1、Q2 的同比-10.96%、同比-8.45%进一步收窄；单季度归母净利润同比下滑 28.94%至 4.52 亿元，相比去年，变化主要是三项费用增加 1.34 亿元、投资净收益减少 0.27 亿元。

■ 前三季度公司累计收入同比-7.34%至 398.62 亿元，~~与2024年同~~比变化，-0.58pct，下同)，净利率为 8.69%(-1.33pct)，销售费用同比(下同)-4.98%至 64.57 亿元，销售费用率 16.2%，+0.4 pct。

■ 据公司引自海口海关数据，2025 年 9 月海南离岛免税月度销售额同比增长 3.4%，喜获近 18 个月以来的正增长回归态势。此外，10 月 30 日财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局印发《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》(以下简称《通知》)，明确自 2025 年 11 月 1 日起完善免税店政策，旨在进一步发挥免税店政策支持提振消费的作用，引导海外消费回流，吸引外籍人员入境消费，促进免税商品零售业务健康有序发展。《通知》涉及积极支持国内商品进入免税店销售、进一步扩大免税店经营品类、放宽免税店审批权限及完善免税店便利化和监管措施等，未来有望带来一定免税增量。

■ 投资建议：公司持续坚持战略引领，三季度在深耕免税业务的同时，持续深化“商品+场景+服务”创新模式，紧跟消费者需求变化，持续创新消费场景，激发消费活力。为提升投资者回报，公司拟首次开展中期分红，拟每 10 股派发现金红利 2.50 元(含税)，合计派发 5.17 亿元(含税)，

	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	4303	5001	5515
YOY(%)	33.5	-36.4	0.8	16.2	10.3
毛利率(%)	31.8	32.0	32.4	32.5	32.6
净利率(%)	9.9	7.6	7.8	7.9	7.8
ROE(%)	12.5	7.7	7.5	8.3	8.7
EPS(摊薄/元)	3.25	2.06	2.08	2.42	2.67
P/E(倍)	23.4	36.9	36.6	31.5	28.5
P/B(倍)	2.9	2.9	2.7	2.6	2.5

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

占 2025 年前三季度归属 于上市公司股东净利润的比重为 16.95%。目前虽受消费意愿影响，但公司持续夯实竞争力，亦注重投资者回报。基于三季度经营情况，我们调整 2025-2027 年业绩预测至 43、50、55 亿元（此前预测为 47、56、61 亿元），对应当前市值（以 2025 年 10 月 31 日收盘价计）对应估值分别为 36.6、31.5、28.5 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：品牌拓展不利、或合作条款不佳（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	60999	66468	71978
现金	34817	39985	43765	46640
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	17443	18641	20800
其他流动资产	1976	1989	2262	2528
非流动资产	20300	18861	17671	16955
长期投资	3670	3570	3654	3704
固定资产	8113	8131	8213	8261
无形资产	1940	1510	1080	650
其他非流动资产	6577	5650	4723	4339
资产总计	76260	79860	84138	88933
流动负债	10969	12581	14289	15947
短期借款	233	0	0	0
应付票据及应付账款	4717	5729	6505	7258
其他流动负债	6020	6852	7784	8689
非流动负债	4343	3216	2166	1310
长期借款	4133	3006	1956	1100
其他非流动负债	210	210	210	210
负债合计	15312	15796	16455	17257
少数股东权益	5852	6486	7224	8037
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17442	17442	17442	17442
留存收益	35586	38066	40949	44127
归属母公司股东权益	55097	57577	60460	63639
负债和股东权益	76260	79860	84138	88933

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	8766	7429	6502
净利润	4862	4938	5739	6329
折旧摊销	1543	1739	1774	1266
财务费用	-923	47	-26	-84
投资损失	-64	70	-104	-70
营运资金变动	808	1974	20	-977
其他经营现金流	1713	-2	27	39
投资活动现金流	-454	-368	-507	-519
资本支出	995	400	500	500
长期投资	247	0	0	0
其他投资现金流	294	32	-7	-19
筹资活动现金流	-4367	-3230	-3142	-3109
短期借款	-137	-233	0	0
长期借款	-140	-1127	-1050	-857
其他筹资现金流	-4090	-1870	-2092	-2252
现金净增加额	3021	5168	3780	2875

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	37450	42525	47450
税金及附加	1268	1219	1386	1549
营业费用	9063	8310	9450	10630
管理费用	1989	1773	2079	2323
研发费用	20	89	107	127
财务费用	-923	47	-26	-84
资产减值损失	-742	-587	-725	-845
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	158	201	180	160
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	64	-70	104	70
资产处置收益	24	27	27	0
营业利润	6178	6083	7066	7790
营业外收入	9	11	11	11
营业外支出	39	32	32	32
利润总额	6148	6062	7045	7769
所得税	1286	1124	1306	1440
净利润	4862	4938	5739	6329
少数股东损益	595	635	738	813
归属母公司净利润	4267	4303	5001	5515
EBITDA	6767.58	7848.51	8792.84	8951.25
EPS (元)	2.06	2.08	2.42	2.67

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	-1.5	16.2	10.3
归属于母公司净利润(%)	(36.4)	0.8	16.2	10.3
获利能力				
毛利率(%)	32.0	32.4	32.5	32.6
净利率(%)	7.6	7.8	7.9	7.8
ROE(%)	7.7	7.5	8.3	8.7
ROIC(%)	10.4	13.8	17.5	19.5
偿债能力				
资产负债率(%)	20.1	19.8	19.6	19.4
净负债比率(%)	-50.0	-57.7	-61.8	-63.5
流动比率	5.1	4.8	4.7	4.5
速动比率	3.3	3.3	3.1	3.0
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	2.08	2.42	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	3.84	4.24	3.59	3.14
每股净资产(最新摊薄)	26.63	27.83	29.22	30.76
估值比率				
P/E	36.9	36.6	31.5	28.5
P/B	2.9	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	17.68	16.87	14.68	14.18

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