

中国中免（601888.SH）

优于大市

Q3 收入与毛利率双企稳，政策红利助推全渠道盈利潜力

核心观点

2025Q3 公司收入拐点初现，首次发布中期分红。2025Q3 公司营业收入 117.11 亿元/-0.38%；归母净利润 4.52 亿元/-28.94%；扣非净利润 4.41 亿元/-30.56%。前三季度收入 398.62 亿元/-7.34%，归母净利润 30.52 亿元/-22.13%，扣非净利润 30.36 亿元/-21.60%。伴随促内需政策尤其免税方向的利好政策接踵而至，以及资本市场效应下高端消费修复，公司收入企稳初现；利润端受机场免税恢复后销售费用以及汇兑损益等扰动。此外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.25 元，对应前三季度利润分红率约 16.95%。

收入端：海南免税逐步企稳，线下口岸免税恢复向好，线上业务竞争仍存。分业务来看，海南与口岸线下销售趋势向好。Q3 海南免税行业销售额同比减少 2.63%，购物人次同比减少 14.26%，客单价同比增加 13.56%；其中 9 月行业销售额同比转正，考虑公司市占率稳中有升表现，预计海南市场收入优于行业表现。Q3 上海机场出入境客流同比增长 16%，公司加大烟酒等高毛利产品供应能力，参考 Q3 上海机场相关免税合同收入同比增长 18%预计公司上海机场销售同比增长。而线上业务受国内有税直接竞争影响同比有所回落。

盈利端：剔除电子产品扰动后毛利率同比转增，归母净利率受汇兑等扰动。Q3 公司毛利率 32.0%，同比平稳，若剔除国补政策下低毛利电子产品销售翻倍影响，Q3 毛利率同比提升 0.5pct；而归母净利率 3.9%/-1.6pct，其中因财务汇兑因素财务费率同比+0.7pct；销售费率同比+0.4pct，预计机场佣金结构性影响；研发费率同比+0.2pct，而效率优化下管理费率同比-0.1pct。

国庆良好表现拉开旺季序幕，政策红利叠加公司积极作为提振盈利预期。国庆假期海南免税延续 9 月企稳趋势，离岛免税销售金额、购物人数、人均购物金额同比分别增长 13.6%、3.2%、10%。展望后续：1）封关前夕，海南离岛免税品类与覆盖人群再度扩容，同时引入岛民单次离岛多次提货；公司在海口、三亚免税有税业务基础上丰富文旅、IP、餐饮等综合业态，推动三期建设，打造一站式线下体验场景；若政策带动消费意愿逐步回暖，公司凭借在核心区域卡位和供应链与运营优势有望直接承接客流增量。2）伴随市内免税店逐步疏通政策堵点，引入网上预订、入境提货方式，以及便捷退货流程等，有望巩固免税运营商在居民消费回流促进内需的角色，Q3 公司深圳、广州、成都三地市内店均已开业，考虑中免与中免持股的中出版已卡位国际客流居前的核心城市，有望直接分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：前三季度累计来看海南离岛免税仍受转化率扰动回落，同时结合汇兑变化，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 39.5/47.3/54.8 亿元（此前 25-27 年为 48.3/55.4/63.8 亿元），对应 PE 估值 40/33/29x。单三季度在毛利率稳定基础上公司收入端迎来 2024 年以来首次企稳，同时伴随离岛、市内、口岸免税店利好政策持续出台，以及公司作为全球免税龙头积极应对四季度旺季与海南封关机遇，若消费趋势进一步企稳回暖则公司在“海南+机场+市内+线上”全渠道具备盈利潜力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	54,596	59,997	64,736
(+/-%)	24.1%	-16.4%	-3.3%	9.9%	7.9%
归母净利润(百万元)	6714	4267	3952	4727	5480

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 76.07 元
总市值/流通市值 157378/157378 百万元
52 周最高价/最低价 78.51/54.75 元
近 3 个月日均成交额 2163.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国中免（601888.SH）-2024 年业绩探底，跟踪需求恢复节奏与海南封关进展》——2025-04-03
《中国中免（601888.SH）-海南免税短期承压拖累业绩，新中标六家市内店推动中线成长》——2025-01-27
《中国中免（601888.SH）-第三季度净利润同比下滑，期待未来市内免税新增量》——2024-11-01
《中国中免（601888.SH）-上半年海南免税承压，期待未来市内免税店表现》——2024-09-02
《中国中免（601888.SH）-一季度高基数下归母净利润同比持平，毛利率有效提升》——2024-04-24

(+/-%)	33.5%	-36.4%	-7.4%	19.6%	15.9%
每股收益 (元)	3.25	2.06	1.91	2.28	2.65
EBIT Margin	12.2%	10.2%	10.3%	11.1%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	7.7%	6.9%	8.0%	8.8%
市盈率 (PE)	23.4	36.88	39.82	33.29	28.72
EV/EBITDA	20.7	27.9	27.7	23.4	20.2
市净率 (PB)	2.9	2.9	2.8	2.6	2.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2025Q3 公司收入拐点初现，首次发布中期分红。2025Q3 公司营业收入 117.11 亿元/-0.38%；归母净利润 4.52 亿元/-28.94%；扣非净利润 4.41 亿元/-30.56%。前三季度收入 398.62 亿元/-7.34%，归母净利润 30.52 亿元/-22.13%，扣非净利润 30.36 亿元/-21.60%。伴随促内需政策尤其免税方向的利好政策接踵而至，以及资本市场效应下高端消费修复，公司收入企稳初现；利润端受机场免税恢复后销售费用以及汇兑损益等扰动。此外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.25 元，对应前三季度利润分红率约 16.95%。

图1：中国中免营业收入变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免利润变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入端：海南免税逐步企稳，线下口岸免税恢复向好，线上业务竞争仍存。分业务来看，海南与口岸线下销售趋势向好。Q3 海南免税行业销售额同比减少 2.63%，购物人次同比减少 14.26%，客单价同比增加 13.56%；其中 9 月行业销售额同比转正，考虑公司市占率稳中有升表现，预计海南市场收入优于行业表现。Q3 上海机场出入境客流恢复至 114%，公司加大烟酒等高毛利产品供应能力，Q3 上海机场相关免税合同收入同比增长 18%。但同时，线上业务受国内有税直接竞争影响同比有所回落。

盈利端：剔除电子产品扰动后毛利率同比转增，归母净利率受汇兑等扰动。Q3 公司毛利率 32.0%，同比已平稳，若剔除国补政策下低毛利电子产品销售翻倍影响，Q3 毛利率同比提升 0.5pct；而归母净利率 3.9%/-1.6pct，其中因财务汇兑因素财务费率同比+0.8pct；销售费率同比+0.4pct，预计机场佣金结构性影响；研发费率同比+0.2pct，而效率优化下管理费率同比-0.1pct。

国庆良好表现拉开旺季序幕，政策红利叠加公司积极作为提振盈利预期。国庆假期海南免税延续 9 月拐点趋势，离岛免税销售金额、购物人数、人均购物金额同比分别增长 13.6%、3.2%、10%。展望后续：1）封关前夕，海南离岛免税品类与覆盖人群再度扩容，同时引入岛民单次离岛多次提货；公司在海口、三亚免税有税业务基础上丰富文旅、IP、餐饮等综合业态，推动三期建设，打造一站式线下体验场景；若政策带动消费意愿逐步回暖，公司凭借在核心区域卡位和供应链与运营优势有望直接承接客流增量。2）伴随市内免税店逐步疏通政策堵点，引入网上预订、入境提货方式，以及便捷国货退税流程等，有望巩固免税运营商在居民消费回流促进内需的角色，Q3 公司深圳、广州、成都三地市内店均已开业，考虑中免与中免持股的中出服已卡位国际客流居前的核心城市，有望直接分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：前三季度累计来看海南离岛免税仍受转化率扰动回落，同时结合汇兑变化，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 39.5/47.3/54.8 亿元（此前 25-27 年为 48.3/55.4/63.8 亿元），对应 PE 估值 40/33/29x。单三季度在毛利率稳定基础上公司收入端迎来 2024 年以来首次企稳，同时伴随离岛、市内、口岸免税店利好政策持续

出台，以及公司作为全球免税龙头积极应对四季度旺季与海南封关机遇，若消费趋势进一步企稳回暖则公司在“海南+机场+市内+线上”全渠道具备盈利潜力，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31838	34817	42667	42988	42633	营业收入	67540	56474	54596	59997	64736
应收款项	1376	975	1017	1036	1046	营业成本	46049	38385	37126	40498	43438
存货净额	21057	17348	15943	16685	17880	营业税金及附加	1644	1268	1201	1320	1424
其他流动资产	4184	2820	819	600	647	销售费用	9421	9063	8795	9600	10164
流动资产合计	58456	55960	60446	61308	62206	管理费用	2208	1989	1874	1938	2020
固定资产	7359	7061	9071	10560	11470	财务费用	(869)	(923)	(560)	(620)	(643)
无形资产及其他	2128	1940	1863	1787	1710	投资收益	87	64	30	30	30
投资性房地产	8727	7630	7630	7630	7630	资产减值及公允价值变动	638	742	600	600	600
长期股权投资	2200	3670	5670	6670	6920	其他收入	(1134)	(1319)	(1200)	(1200)	(1200)
资产总计	78869	76260	84680	87954	89936	营业利润	8677	6178	5591	6693	7763
短期借款及交易性金融负债	1108	1026	1500	1500	1000	营业外净收支	(32)	(30)	30	30	30
应付款项	6403	4717	4937	5151	4800	利润总额	8646	6148	5621	6723	7793
其他流动负债	7817	5226	9627	9420	8945	所得税费用	1379	1286	1124	1345	1559
流动负债合计	15329	10969	16064	16071	14745	少数股东损益	553	595	544	651	755
长期借款及应付债券	2522	2567	2567	2567	2567	归属于母公司净利润	6714	4267	3952	4727	5480
其他长期负债	1837	1776	2776	3276	3376						
长期负债合计	4359	4343	5343	5843	5943	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	19688	15312	21407	21914	20688	净利润	6714	4267	3952	4727	5480
少数股东权益	5348	5852	6200	6604	7072	资产减值准备	47	104	306	166	127
股东权益	53834	55097	57073	59436	62176	折旧摊销	356	428	861	1023	1140
负债和股东权益总计	78869	76260	84680	87954	89936	公允价值变动损失	(638)	(742)	(600)	(600)	(600)
						财务费用	(869)	(923)	(560)	(620)	(643)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1398	2337	9292	131	(1852)
每股收益	3.25	2.06	1.91	2.28	2.65	其它	297	(5)	42	238	341
每股红利	1.22	1.72	0.96	1.14	1.32	经营活动现金流	8174	6390	13853	5685	4636
每股净资产	26.02	26.63	27.59	28.73	30.05	资本开支	0	(898)	(2501)	(2001)	(1501)
ROIC	12%	8%	9%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12%	8%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(230)	(2368)	(4501)	(3001)	(1751)
毛利率	32%	32%	32%	32%	33%	权益性融资	207	16	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	11%	12%	负债净变化	13	45	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	12%	13%	14%	支付股利、利息	(2525)	(3556)	(1976)	(2364)	(2740)
收入增长	24%	-16%	-3%	10%	8%	其它融资现金流	1819	5964	474	0	(500)
净利润增长率	33%	-36%	-7%	20%	16%	融资活动现金流	(2997)	(1043)	(1503)	(2364)	(3240)
资产负债率	32%	28%	33%	32%	31%	现金净变动	4947	2979	7850	321	(355)
息率	1.6%	2.3%	1.3%	1.5%	1.7%	货币资金的期初余额	26892	31838	34817	42667	42988
P/E	23.4	36.9	39.8	33.3	28.7	货币资金的期末余额	31838	34817	42667	42988	42633
P/B	2.9	2.9	2.8	2.6	2.5	企业自由现金流	8660	6430	12132	4467	3940
EV/EBITDA	20.7	27.9	27.7	23.4	20.2	权益自由现金流	10492	12439	13054	4964	3954

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032