

2025年11月03日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(A股)

82

## 中国中免 (601888.SH)

## TRADING BUY 区间操作

### 首次中期分红，经营面积积极要素积累

#### 公司基本资讯

產業別	休闲服务		
A 股价(2025/10/31)	76.07		
上证指数(2025/10/31)	3954.79		
股價 12 個月高/低	77.39/53.8		
總發行股數(百萬)	2068.86		
A 股數(百萬)	1952.48		
A 市值(億元)	1485.25		
主要股東	中国旅游集团有限公司 (50.30%)		
每股淨值(元)	26.91		
股價/賬面淨值	2.83		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	8.4	17.2	14.1

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-01-17	61.60	买进
2024-10-16	69.03	区间操作
2024-07-15	67.75	买进
2024-04-09	81.87	买进

#### 产品组合

商品贸易	100%
------	------

#### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.5%
一般法人	67.8%

#### 股价相对大盘走势



#### 业绩概要:

公告 2025 年前三季度实现营收 398.6 亿，同比下降 7.3%，录得归母净利润 30.5 亿，同比下降 22%；第三季度实现营收 117 亿，同比持平，录得归母净利润 4.5 亿，同比下降 29%。Q3 盈利不及预期。

**分红方案：**每股派发现金股利 0.25 元

#### 点评与建议:

- 受国内消费需求不振影响，公司 Q3 经营承压。环比看，公司营收降幅逐步收窄，一方面，海南离岛免税企稳回升，据海口海关，7-9 月离岛免税销售额分别同比-7%、-4%和+3%（Q3 整体销售额同比下降 2.7%，Q2 同比下降 4.2%），9 月销售额实现年内首次回正；另一方面，出入境游持续回暖，据国家移民管理局，三季度全国累计查验出入境人员 1.78 亿人次，同比上升 12.9%，驱动公司机场免税店经营不断修复。
- 前三季度毛利率同比下降 0.58pct 至 32.54%，总体平稳，其中 Q3 同比持平，为 32%，受益高毛利商品占比提升和提质增效。费用方面，前三季度费率同比上升 0.6pct 至 18.2%；Q3 费率同比提升 1.22pcts 至 22.12%，主要由于财务费用率同比上升 0.75pct，销售费用率同比上升 0.39pct，研发费用率同比上升 0.18pct。
- 宏观层面，近期免税相关政策频出：1）10 月 20 日，海南省新闻发布会放宽、优化免税店销售商品范围，并允许国产商品进入免税店；2）10 月 30 日，五部委联合印发《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，包涵优化国产商品退（免）税管理、扩大免税品范围（纳入电子产品、宠物食品等）、放宽口岸免税店设立、面积等多项审批、支持口岸出境、进境免税店及市内免税店提供网上预订服务等方面。政策上的支持将对公司经营形成利好。
- 公司层面，我们预计 Q4 营收有望继续回暖。一方面，国庆、中秋双节期间海南离岛免税购物金额为 9.4 亿，日均销售额同比增 5%，国庆三亚免税店销售额同比增 17.6%，离岛免税有望持续回暖；另一方面，出入境热度持续高涨，利好机场门店经营。此外，公司与消费场景方面持续优化，报告期海南区域引入泡泡玛特、迪斯尼首展、首家快闪店等，并且深圳、广州、成都三地市内免税店开业，打造“国际品质+本土特色”深度融合的消费场景，于免税方面的市场竞争力持续加强。
- 考虑宏观经济压力，下调盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 37.2 亿、38.9 亿和 42.7 亿（原预测为 52.6 亿、60 亿和 67 亿），分别同比下降 13%、增 4.6%和增 9.8%，EPS 分别为 1.80 元、1.88 元和 2.06 元，当前股价对应 A 股 PE 分别为 39 倍、37 倍和 34 倍，予以“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：国际客流恢复不及预期，采购成本超预期，离岛免税恢复不及预期

..... 继续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5030	6714	4267	3715	3887	4270
同比增减	%	-47.89	33.46	-36.44	-12.95	4.64	9.84
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.43	3.25	2.06	1.80	1.88	2.06
同比增减	%	-50.82	33.46	-36.44	-12.95	4.64	9.84
A 股市盈率(P/E)	X	22	16	26	29	28	26
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	1.65	1.05	1.17	1.22	1.34
股息率 (Yield)	%	0.11	2.17	1.38	1.53	1.61	1.76

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54433	67540	56474	54998	59449	63436
经营成本	38982	46049	38385	37344	40247	42819
营业税金及附加	1215	1644	1268	1265	1367	1459
销售费用	4032	9421	9063	9333	10752	11473
管理费用	2209	2208	1989	1961	2120	2262
财务费用	220	-869	-923	-898	-970	-1035
资产减值损失	-591	-638	-742	-659	-657	-674
投资收益	162	87	64	-10	76	54
营业利润	7619	8677	6178	5466	5463	5917
营业外收入	13	11	9	13	10	-22
营业外支出	15	43	39	74	9	7
利润总额	7617	8646	6148	5405	5464	5887
所得税	1429	1379	1286	1162	1185	1256
少数股东损益	1158	553	595	529	392	362
归属于母公司所有者的净利润	5030	6714	4267	3715	3887	4270

**附二：合并资产负债表**

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26892	31838	34817	33717	34312	35581
应收账款	151	139	67	87	104	119
存货	27926	21057	17348	19951	22943	26385
流动资产合计	57205	58456	55960	59598	62578	65394
长期股权投资	1970	2200	3670	4404	5064	5571
固定资产	5434	6292	6088	7002	7702	8318
在建工程	1852	1067	972	1021	970	921
非流动资产合计	18702	20414	20300	22330	24116	25804
资产总计	75908	78869	76260	81928	86694	91198
流动负债合计	17480	15329	10969	13014	14689	16621
非流动负债合计	4300	4359	4343	6080	7296	8026
负债合计	21780	19688	15312	19094	21985	24647
少数股东权益	5554	5348	5852	6437	6952	7299
股东权益合计	48573	53834	55097	56397	57757	59252
负债及股东权益合计	75908	78869	76260	81928	86694	91198

**附三：合并现金流量表**

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	-3415	15126	7939	4400	7134	8247
投资活动产生的现金流量净额	-3807	-4716	-454	-1650	-1783	-1269
筹资活动产生的现金流量净额	15455	-4628	-4367	-3850	-4756	-5709
现金及现金等价物净增加额	9106	5990	3021	-1100	594	1269

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。