

2025 年 11 月 03 日

中国中免 (601888)

——海南免税销售额企稳回升，政策空间红利优化

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公布 25 年三季度业绩，营收利润短期承压，海南市场企稳迹象显现。**2025 年前三季度公司实现总营收 398.62 亿元，同比下降 7.34%，归母净利润 30.52 亿元，同比下降 22.13%，扣非归母净利润 30.36 亿元，同比下降 21.60%。单三季度公司营收 117.11 亿元，同比下降 0.38%，基本保持稳定；归母净利润 4.52 亿元，同比下降 28.94%；扣非归母净利润 4.41 亿元，同比下降 30.56%。主营业务盈利能力持续受到消费疲软与销售费用高企的双重挤压。据海口海关公布数据显示，今年 9 月海南离岛免税月度销售额同比增长 3.4%，获近 18 个月以来的正增长回归态势。主要系三季度海南区域各店深化“免税+体验+文旅”场景融合，打造强大首店矩阵，将免税购物空间升级为可游、可玩、可分享的文旅目的地。
- **拓展免税店布局，国内国际双轮驱动，共筑增长引擎。**报告期内，公司于深圳、广州和成都三地新开市内免税店，均采用“免税+有税”双轨经营模式，并融合本地特色，覆盖境内外双客群。未来市内店的实际销售表现若能超出预期，将成为公司估值修复的重要催化剂。口岸免税店方面，随着国际客流量的持续恢复，机场口岸渠道的销售额预计将保持稳健增长。公司在澳门市场通过新开概念店和建设机场店，完善“度假村-景区-空港”的全链路布局；同时，三亚国际免税城三期等重点项目亦在稳步推进，为长远发展奠定基础。
- **坚持提升股东回报、释放积极治理信号。**尽管宏观消费环境疲软导致公司短期盈利能力承压，但公司通过首次中期分红向市场传递积极信号。公司于 2025 年 10 月 30 日审议通过前三季度利润分配方案，拟以前三季度净利润的 16.95%（合计 5.17 亿元）实施中期现金分红，每 10 股派 2.50 元（含税），是公司历史上首次中期分红。管理层对公司长期价值和未来发展具备坚定信心，有助于在当前市场环境下稳定投资者预期。
- **投资分析意见：**我们认为，虽然公司前三季度利润承压，但核心海南业务已出现月度销售额同比回正、市场份额增长的企稳迹象。三季度收入端也开始触底反弹。机场渠道的持续复苏以及新增大面积市内免税店的开业有望为公司带来新的增长动力。中长期我们看好封关后海南自贸港建设带来的商务客流增长，以及公司“海南+机场+线上+市内”全渠道协同发展的长期价值。但考虑到短期宏观环境原因，我们下调公司 25-27 年实现归母净利润 40.02/49.06/59.81 亿元（前值 47.45/56.46/63.98 亿元），当前市值对应 25-27 年 PE 为 40/32/27 倍。考虑到市场环境的逐步恢复及公司新业务的潜在贡献，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端转化率不及预期，市内免税政策不及预期，海南离岛免税竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	56,474	39,862	55,146	64,778	76,553
同比增长率 (%)	-16.4	-7.3	-2.4	17.5	18.2
归母净利润 (百万元)	4,267	3,052	4,002	4,906	5,981
同比增长率 (%)	-36.4	-22.1	-6.2	22.6	21.9
每股收益 (元/股)	2.06	1.48	1.93	2.37	2.89
毛利率 (%)	32.0	32.5	32.6	32.4	32.2
ROE (%)	7.7	5.5	6.9	7.9	8.9
市盈率	37		40	32	27

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 11 月 03 日

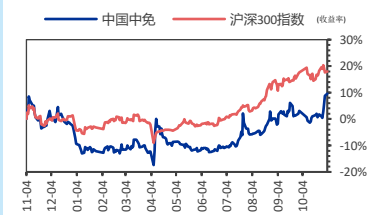
收盘价 (元)	76.67
一年内最高/最低 (元)	78.51/54.75
市净率	2.8
股息率% (分红/股价)	1.37
流通 A 股市值 (百万元)	149,696
上证指数/深证成指	3,976.52/13,404.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	26.91
资产负债率%	18.34
总股本/流通 A 股 (百万)	2,069/1,952
流通 B 股/H 股 (百万)	-/116

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国中免 (601888) 点评：一季度降幅收窄，关注市内免税及封关影响》
2025/05/11

证券分析师

杨光 A0230524100004
yangguang@swsresearch.com
赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

杨光
(8621)23297818x
yangguang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67,540	56,474	55,146	64,778	76,553
其中：营业收入	67,540	56,474	55,146	64,778	76,553
减：营业成本	46,049	38,385	37,169	43,790	51,903
减：税金及附加	1,644	1,268	1,238	1,454	1,914
主营业务利润	19,847	16,821	16,739	19,534	22,736
减：销售费用	9,421	9,063	9,375	11,012	12,248
减：管理费用	2,208	1,989	1,943	2,282	2,679
减：研发费用	58	20	19	23	0
减：财务费用	-869	-923	-571	-676	-790
经营性利润	9,029	6,672	5,973	6,893	8,599
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	3	3	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-638	-742	-233	156	-2
加：投资收益及其他	237	222	24	24	24
营业利润	8,677	6,178	5,788	7,096	8,645
加：营业外净收入	-32	-30	-21	-28	-30
利润总额	8,646	6,148	5,766	7,068	8,615
减：所得税	1,379	1,286	1,218	1,494	1,818
净利润	7,266	4,862	4,548	5,575	6,797
少数股东损益	553	595	546	669	816
归属于母公司所有者的净利润	6,714	4,267	4,002	4,906	5,981

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。