



2025 年 11 月 07 日

公司点评

增持/维持

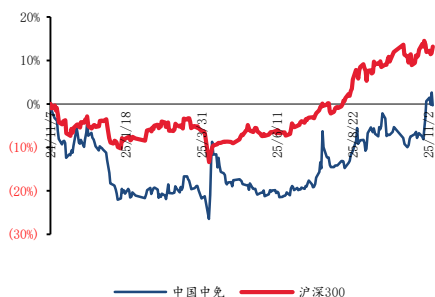
中国中免(601888)

目标价:

昨收盘:75.34

中国中免 25Q3 点评：离岛免税数据回暖 口岸免税恢复增长

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	20.69/19.52
总市值/流通(亿元)	1,558.68/1,471
12 个月内最高/最低价(元)	79.94/54.75

相关研究报告

<<中国中免 25 年中报点评：离岛免税降幅收窄 静待消费复苏>>—2025-08-29

<<中国中免 24 年报点评：整体业绩承压 静待消费复苏>>—2025-03-31

<<疫情影响业绩承压 新项目开业贡献增量>>—2022-11-01

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

事件：中国中免发布 2025 年三季报：报告期内，公司实现营业收入 398.62 亿元，同比下降 7.34%；实现归母净利润 30.52 亿元，同比下降 22.13%；实现归母扣非净利润 30.36 亿元，同比下降 21.6%。

其中 Q3 公司实现营业收入 117.11 亿元，同比下降 0.38%；实现归母净利润 4.52 亿元，同比下降 28.94%；实现扣非归母净利润 4.41 亿元，同比下降 30.56%。

点评：

海南免税业务 9 月同比回暖。据海口海关数据，2025 年 9 月海南离岛免税月度销售额同比增长 3.4%，实现近 18 个月以来的首次正增长。拆分量价来看，9 月离岛免税购物人次同比下降 7.14%，但人均消费同比增长 11.37%，反映消费升级与客单价提升的趋势。此外，公司在海南市场深化“免税+文旅”融合，引入泡泡玛特 DIMOO“自然的形状”主题全国首展、迪士尼商店三亚首家快闪店，通过“免税+体验+社交”的复合模式，将免税购物空间升级为可游、可玩、可分享的文旅目的地，有效拉动客流与销售。

市内免税店加速布局，国际市场同步推进。报告期内，公司在深圳、广州和成都三地的市内免税店全新开业，采用“免税+有税”的双轨经营模式，有效拓宽了服务客群，激活了消费潜力。报告期内，CDF 澳门新马路店顺利开业，并全力推动建设澳门国际机场离境店，初步构建“度假村-景区-空港”全链路布局，提升粤港澳大湾区品牌影响力，为公司中长期增长奠定渠道基础。

毛利率小幅下滑。2025 年前三季度，公司毛利率为 32.54%，同比下降 0.58 个百分点。Q3 毛利率为 32.01%，同比下降 0.02 个百分点，环比下降 0.44 个百分点。2025 年前三季度，公司净利率为 8.69%，同比减少 1.33 个百分点。第三季度净利率为 4.76%，较上年同期下降 0.89 个百分点，较上一季度下降 2.70 个百分点。

期间费用率小幅增长。2025 年第三季度，公司期间费用为 72.47 亿元，较上年同期减少 3.20 亿元，但期间费用率为 18.18%，较上年同期上升 0.59 个百分点。从各费用率来看，第三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.75%/3.94%/0.25%/-0.81%，同比各+0.39/-0.1/+0.18/+0.75 个百分点。

政策利好持续释放。2025 年 10 月 30 日，财政部、商务部等五部门发布通知，明确自 2025 年 11 月 1 日起完善免税店政策，优化国内商品退(免)税政策管理，积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品，同时进一步扩大免税店经营品类，新增手机、微型无人机、运动用品等热销商品，有望进一步提升免税吸引力与客单价。

首次实施中期分红。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.25 元(含税)，合计派现 5.17 亿元，占前三季度归母净利润的 16.95%，彰显了对投资者的回报诚意。

投资建议：预计 2025-2027 年中国中免将实现归母净利润

40.29/49.81/56.88 亿元，同比增速-5.59%/23.64%/14.2%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.95/2.41/2.75 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 39X、31X 和 27X，关注政策催化下的需求回暖以及免税店运营情况，给予“增持”评级。

风险提示：存在宏观市场环境变化，免税需求减少风险；存在跨境电商平台竞争加剧，公司商品价格竞争力下降的风险。存在地缘政治导致的出入境人数下滑的风险。存在市内免税店销售情况低于预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,474	53,452	58,499	63,073
营业收入增长率(%)	-16.38%	-5.35%	9.44%	7.82%
归母净利润（百万元）	4,267	4,029	4,981	5,688
净利润增长率(%)	-36.44%	-5.59%	23.64%	14.20%
摊薄每股收益（元）	2.06	1.95	2.41	2.75
市盈率（PE）	32.49	38.69	31.29	27.40

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

/

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,838	34,817	40,105	44,860	50,286
应收和预付款项	621	905	667	720	769
存货	21,057	17,348	16,643	17,913	19,117
其他流动资产	4,940	2,889	2,897	2,984	3,062
流动资产合计	58,456	55,960	60,312	66,477	73,234
长期股权投资	2,200	3,670	3,670	3,670	3,670
投资性房地产	1,575	1,429	1,429	1,429	1,429
固定资产	6,292	6,088	6,139	6,173	6,195
在建工程	1,067	972	871	547	302
无形资产开发支出	2,131	1,952	1,967	1,967	1,967
长期待摊费用	1,074	1,086	1,166	1,246	1,326
其他非流动资产	64,531	61,063	65,331	71,495	78,253
资产总计	78,869	76,260	80,572	86,527	93,141
短期借款	369	233	233	233	233
应付和预收款项	6,410	4,728	4,575	4,924	5,255
长期借款	2,522	2,567	2,592	2,617	2,642
其他负债	10,386	7,784	8,695	9,223	9,711
负债合计	19,688	15,312	16,095	16,996	17,841
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	17,447	17,442	17,442	17,442	17,442
留存收益	33,558	34,412	37,653	41,995	46,953
归母公司股东权益	53,834	55,097	58,050	62,392	67,350
少数股东权益	5,348	5,852	6,427	7,139	7,951
股东权益合计	59,182	60,948	64,478	69,531	75,301
负债和股东权益	78,869	76,260	80,572	86,527	93,141

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	15,126	7,939	6,970	5,805	6,666
投资性现金流	-4,716	-454	-791	-449	-549
融资性现金流	-4,628	-4,367	-622	-600	-691
现金增加额	5,990	3,021	5,288	4,755	5,426

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	53,452	58,499	63,073
营业成本	46,049	38,385	36,313	39,084	41,710
营业税金及附加	1,644	1,268	1,245	1,363	1,470
销售费用	9,421	9,063	8,820	9,652	10,407
管理费用	2,208	1,989	1,898	2,077	2,239
财务费用	-869	-923	-686	-791	-886
资产减值损失	-638	-742	0	0	0
投资收益	87	64	-59	70	76
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	8,677	6,178	5,873	7,261	8,291
其他非经营损益	-32	-30	0	0	0
利润总额	8,646	6,148	5,873	7,261	8,291
所得税	1,379	1,286	1,268	1,568	1,791
净利润	7,266	4,862	4,604	5,692	6,501
少数股东损益	553	595	576	712	813
归母股东净利润	6,714	4,267	4,029	4,981	5,688

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.82%	32.03%	32.06%	33.19%	33.87%
销售净利率	9.94%	7.56%	7.54%	8.51%	9.02%
销售收入增长率	24.08%	-16.38%	-5.35%	9.44%	7.82%
EBIT 增长率	0.07%	-32.66%	0.38%	24.73%	14.46%
净利润增长率	33.46%	-36.44%	-5.59%	23.64%	14.20%
ROE	12.47%	7.74%	6.94%	7.98%	8.45%
ROA	9.39%	6.27%	5.87%	6.81%	7.24%
ROIC	9.99%	6.18%	5.82%	6.77%	7.19%
EPS (X)	3.25	2.06	1.95	2.41	2.75
PE (X)	25.79	32.49	38.69	31.29	27.40
PB (X)	3.22	2.52	2.69	2.50	2.31
PS (X)	2.56	2.45	2.92	2.66	2.47
EV/EBITDA (X)	16.33	16.24	20.41	16.04	13.48

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。