

2025 年 11 月 09 日

复苏在即，迎接海南封关发展新篇章

中国中免(601888)

► 公司经营呈现筑底回暖态势

公司 25 年 1-3Q 实现收入及归母净利润分别为 398.62 亿元和 30.51 亿元，同比-7.34%和-22.13%。其中，单 Q3 实现收入及归母净利润分别为 117.11 亿元和 4.52 亿元，同比-0.38%和-28.94%。Q3 收入端呈现下滑显著收窄态势，经营逐步筑底回升。2025 年 9 月海南离岛免税月销售额同比增长 3.4%，喜获近 18 个月以来的正增长回归态势。今年中秋国庆双节期间，海口海关共监管离岛免税销售金额 9.44 亿元，同比+13.6%，海南离岛免税呈现筑底回暖态势。

► 海南封关在即，离岛免税政策长期利好发展

封关之前，离岛免税政策进一步优化。自 11 月 1 日起，海南离岛免税品类进一步扩充至 47 大类，岛民享受一年内离岛多次购物权限便利，新增国产品品类等，表明中央持续支持离岛免税长期健康发展态度。11 月 1-7 日，海口海关共监管海南省离岛免税购物金额 5.06 亿元，购物人数 7.29 万人次，同比分别增长 34.86%、3.37%。新政实施以来，海南离岛复苏进一步提速，持续激发海南离岛免税复苏潜力。12 月 18 日，海南将迎来全岛封重要时刻，我们认为海南封关后将迎来全新发展阶段，未来在贸易便利、税率优惠、管制宽松的背景下，海南经济发展或将呈现加速发展态势，海南旅游业发展也将迎来新发展阶段，海南旅游购物基础设施有望持续完善，对海内外游客的吸引力也将持续提升，离岛免税蛋糕有望持续做大，中免也将持续受益。

► 市内店稳步推进，打造新增长极

24 年市内店新政发布，公司积极布局。24 年公司先后中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家新增城市市内免税店项目，叠加此前开业的 6 家市内免税店，中免一并在 12 个城市运营城市市内免税店项目，公司积极打造未来免税新增长极，值得期待。

投资建议

我们预期公司 25-27 年实现营业收入分别为 530.84 亿、583.28 亿和 674.18 亿元，同比-6.0%、+9.9%和+15.6%，实现归母净利润分别为 34.13 亿元、47.04 亿元、60.41 亿元，同比-20.0%、+37.8%和+28.4%，EPS 分别为 1.65 元、2.27 元和 2.92 元，对应最新 PE（按照 2025 年 11 月 7 日收盘价 78.99 元/股）分别为 48、35 和 27 倍。考虑到公司经营呈现触底反转态势，叠加自贸港封关新发展机遇红利及未来市内免税店增量空间，我们预期公司经营有望迎来困境反转，重新迎来新一轮成长。我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	78.99
股票代码：	601888
52 周最高价/最低价：	80.8/54.75
总市值(亿)	1,634.19
自由流通市值(亿)	1,634.19
自由流通股数(百万)	2,068.86



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

风险提示

(1) 可选消费复苏不及预期；(2) 海南离岛免税复苏不及预期；(3) 海南离岛免税竞争格局恶化。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	53,084	58,328	67,418
YoY (%)	24.1%	-16.4%	-6.0%	9.9%	15.6%
归母净利润(百万元)	6,714	4,267	3,413	4,704	6,041
YoY (%)	33.5%	-36.4%	-20.0%	37.8%	28.4%
毛利率 (%)	31.8%	32.0%	32.5%	32.4%	32.4%
每股收益 (元)	3.25	2.06	1.65	2.27	2.92
ROE	12.5%	7.7%	5.9%	7.5%	8.8%
市盈率	24.34	38.30	47.89	34.74	27.05

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司经营呈现筑底回暖态势.....	4
2. 海南封关在即，离岛免税政策长期利好发展.....	5
3. 市内店稳步推进，打造新增长极.....	7
4. 盈利预测及投资建议.....	8
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 公司年度收入及归母净利润增速.....	4
图 2 公司季度收入增速变化.....	4
图 3 9月海南离岛免税销售额增速转正.....	5
图 4 海南离岛免税历年政策调整梳理.....	6
图 5 海南“管住二线、放开一线”示意图.....	7
图 6 三亚未来新增文旅商业项目（包含计划）.....	7
图 7 中免青岛市内免税店.....	7
图 8 中免成都市内免税店.....	7
图 9 海南离岛免税收入预测.....	8
表 1 可比公司估值.....	9

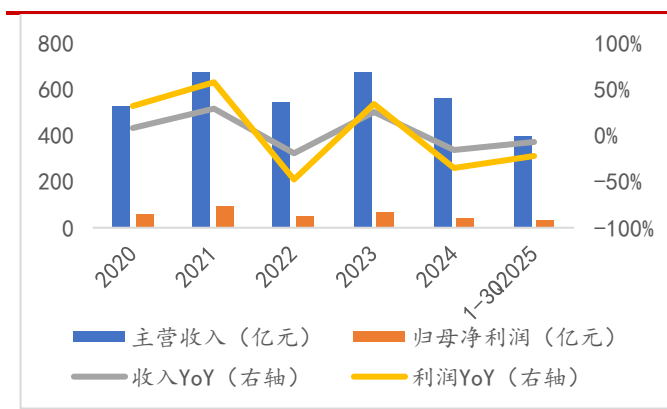
1. 公司经营呈现筑底回暖态势

公司 Q3 收入同比接近持平，经营逐步筑底回升。公司 25 年 1-3Q 实现收入及归母净利润分别为 398.62 亿元和 30.51 亿元，同比-7.34%和-22.13%。其中，单 Q3 实现收入及归母净利润分别为 117.11 亿元和 4.52 亿元，同比-0.38%和-28.94%。Q3 收入端呈现下滑显著收窄态势，经营逐步筑底回升。

9 月海南离岛免税销售额同比转正，十一黄金周海南离岛免税持续复苏。根据公司三季报及海口海关数据披露，2025 年 9 月海南离岛免税月销售额同比增长 3.4%，喜获近 18 个月以来的正增长回归态势。根据央视新闻报道，今年中秋国庆双节期间（10 月 1 日-10 月 8 日），海口海关共监管离岛免税销售金额 9.44 亿元，购物人数 12.29 万人次，人均购物金额 7685 元，比去年同期分别增长 13.6%、3.2%、10%，免税购物热潮持续升温。

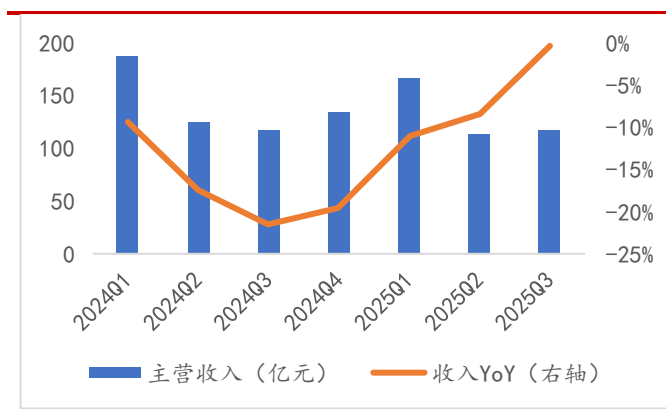
首次开展中期分红，提升股东回报。根据三季报披露，公司拟首次开展中期分红，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），合计派发现金红利 5.17 亿元，占 25 年前三季度归母净利润的 16.95%。

图 1 公司年度收入及归母净利润增速



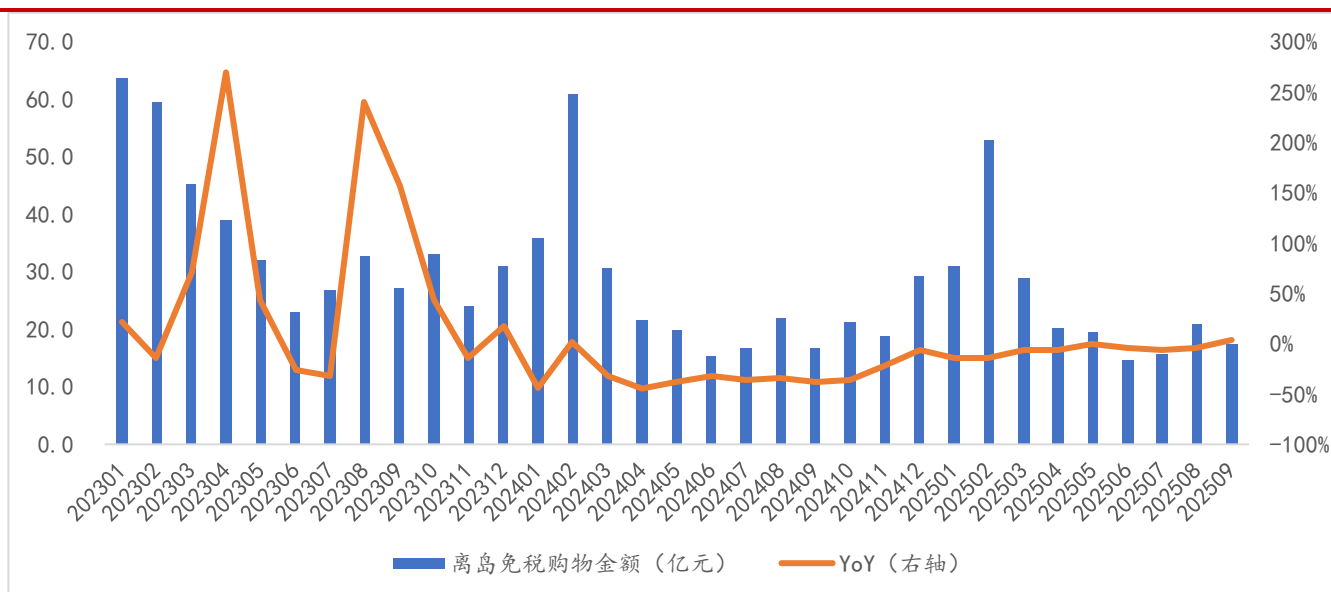
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 公司季度收入增速变化



资料来源：wind，华西证券研究所

图3 9月海南离岛免税销售额增速转正



资料来源：海口海关，华西证券研究所

2. 海南封关在即，离岛免税政策长期利好发展

封关之前，离岛免税政策进一步优化。根据财政部官网信息，自25年11月1日起，海南离岛免税政策进一步调整优化，主要包括五方面：（1）扩大免税商品范围，增加宠物用品、可随身携带的乐器、微型无人机、小家电等商品，商品由45大类提高至47大类。（2）允许服饰、鞋帽、陶瓷制品、丝巾、咖啡、茶等国内商品进入离岛免税店销售，退（免）增值税、消费税。（3）将离岛免税购物年龄由年满16周岁调整为年满18周岁。（4）允许离境游客享受离岛免税政策。（5）对一个自然年度内有离岛记录的岛内居民，在本自然年度内可按“即购即提”提货方式有关要求，不限次数购买离岛免税商品。我们认为此次政策优化时间节点选择在海南封关之前推出，充分表明中央对离岛免税长期健康稳定发展的支持态度。

图 4 海南离岛免税历年政策调整梳理

时间	核心内容
2011年4月	购物额度5000元，本身人员年限购1次，岛外旅客年限购2次；商品品种18大类；购买人为：年满18周岁、乘飞机离岛但不离境的国内外旅客，包括本省居民。
2012年11月	购物限额提高到8000元；商品品种扩大到21类，放宽18种商品的单次购物数量限制；购买人年龄调整为年满16周岁。
2015年3月	商品品种扩大到38类，再放宽10种商品单次购物数量限制。
2016年2月	非岛内居民每人每次免税购物限额调整至1.6万元，取消购物次数限制；开设网上销售窗口。
2017年1月	购物对象扩大到乘坐火车的离岛旅客。
2018年12月	购物限额调整至3万元，取消本岛离岛旅客购物次数限制；增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备，每人每次限购2件；购物对象扩大到乘坐轮船的离岛旅客。
2020年7月	购物限额调整至10万元，不限购买次数；商品品种由38种增至45种；取消单件商品8000元免税限额规定；以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类，只限制手机、酒、香化产品单次数量。
2021年2月	新增岛外旅客“邮寄送达”和本岛居民“返岛提取”提货方式。
2023年3月	新增岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式
2025年10月	商品由45大类扩大至47大类；允许服饰等6大类产品进入离岛免税店；购物年龄由16岁调整至18岁；允许离境游客享受离岛免税政策；岛内居民一个自然年内离岛不计次数购买免税品。

资料来源：海南社科，海关总署，财政部，华西证券研究所

新政实施一周以来，海南离岛免税迎来显著增长态势。根据海南日报报道，据海口海关统计，11月1-7日，海口海关共监管海南省离岛免税购物金额5.06亿元，购物人数7.29万人次，同比分别增长34.86%、3.37%。新政实施以来，海南离岛复苏进一步提速，持续激发海南离岛免税复苏潜力。

12月18日海南全岛封关，全岛实行“零关税”、“低税率”、“简税制”。根据新华社和人民日报报道，25年12月18日，海南自贸港将迈入全岛封关运作新阶段。全岛封关后，将实施以“‘一线’放开、‘二线’管住、岛内自由”为基本特征的自由化便利化政策制度。封关后将实施更优惠的关税政策，“一线”进口的“零关税”商品税目比例将由21%提高至74%，在岛内享惠主体之间可以免进口税收流通，加工增值达到30%的可免关税销往内地。封关后“零关税”商品将增至约6600个税目，涵盖几乎所有生产设备和原材料，预计可为进口设备企业节省约20%的税收成本。税收方面，实施“低税率”政策，注册在海南自贸港并实质性运营的鼓励类企业，减按15%征收企业所得税。对在海南自贸港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过15%的部分予以免征。“简税制”指在全岛封关运作的同时，将增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，启动仅在商品零售环节征收的销售税制度。

封关后离岛免税机遇大于挑战，有望迎来新发展机遇期。我们认为海南封关后将迎来全新发展阶段，未来在贸易便利、税率优惠、管制宽松的背景下，海南经济发展或将呈现加速发展态势，海南旅游业发展也将迎来新发展阶段，海南旅游购物基础设施有望持续完善，对海内外游客的吸引力也将持续提升，离岛免税蛋糕有望持续做大。

图5 海南“管住二线、放开一线”示意图



资料来源：中国新闻网，华西证券研究所

图6 三亚未来新增文旅商业项目（包含计划）

重大文旅综合体项目	太古里·中免棠畔、宽窄巷子·海棠故事、DFS迪斐世
旗舰型旅游项目	超级地中海项目（亚特兰蒂斯二期）、华润·超级万象城
国际IP	争取华特迪士尼、环球影城相关IP落地

资料来源：南海网，华西证券研究所

3. 市内店稳步推进，打造新增长极

2024年8月市内免税店政策落地，构建出境免税购物闭环。根据中央政府官网，2014年8月财政部等发布《关于完善市内免税政策的通知》，提出在包括北京、上海等22个城市可以开设市内免税店。市内免税店的推出，有望进一步丰富游客出境购物场景，将购物时间和空间延伸，构建出境免税购物闭环。

中免积极布局市内免税店，打造未来新增长极。根据公司24年财报以及每日新闻网报道，公司持续优化市内店布局，24年先后中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津6家新增城市市内免税店项目，叠加此前开业的6家（北京、上海、青岛、厦门、大连、三亚）市内免税店，中免一共在12个城市运营城市市内免税店项目，积极打造未来新增长极。根据公司25年半年报，公司规划市内店以“免税基因+国潮出海”为核心定位，着力构建“免税+有税”、“线下+线上”、“进口+国产”的零售新场景，并积极探索“威士忌小酒馆”等独家体验项目，打造多元化购物体验。

图7 中免青岛市内免税店



资料来源：闪电新闻，华西证券研究所

图8 中免成都市内免税店



资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设

收入方面：考虑到海南离岛免税是公司当前核心收入及利润贡献来源，我们重点对公司离岛免税板块进行预测拆分。我们假设 26-27 年海南离岛免税呈现温和复苏态势，一方面是封关红利的进一步释放，另一方面是海南离岛免税本身呈现触底回暖趋势。我们假设未来两年公司海南核心离岛免税店购买人次 10-15%、客单价 5%的增长态势。

图 9 海南离岛免税收入预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
三亚店（线下）						
销售金额（亿元）		284	234	220	255	294
	YOY	29%	-18%	-6%	16%	16%
购买人次（万）		369	332	265	292	321
	YOY	50%	-10%	-20%	10%	10%
客单价（元）		7694	7040	8307	8722	9158
	YOY	-14%	-9%	18%	5%	5%
海口日月店（亿元）						
销售金额（亿元）		25	14	13	15	17
	YOY	-22%	-43%	-8%	16%	16%
购买人次（万）		56	39	31	34	38
	YOY	20%	-30%	-20%	10%	10%
客单价（元）		4395	3604	4145	4352	4570
	YOY	-35%	-18%	15%	5%	5%
美兰机场						
销售金额（亿元）		34	19	18	20	24
	YOY	52%	-43%	-8%	16%	16%
购买人次（万）		99.8	69.9	55.9	61.5	67.6
	YOY	40%	-30%	-20%	10%	10%
客单价（元）		3360	2755.2	3168.5	3326.9	3493.2
	YOY	-20%	-18%	15%	5%	5%
海口国际免税城（2022年Q4开业）						
销售金额（亿元）		68	55	54	66	79
	YOY	2229%	-20%	-1%	21%	21%
购买人次（万）		114	100	90	103.5	119.025
	YOY			-10%	15%	15%
客单价（元）		6000	5500	6050	6353	6670
	YOY			10%	5%	5%
合计						
		491	322	306	356	414
	YOY	42%	-34%	-5%	16%	16%
离岛免税（亿元）						
		410	322	306	356	414
购买人次（万）						
		638	541	442	491	546
平均客单价（元）						
		6425	5953	6905	7242	7595

资料来源：wind，华西证券研究所

毛利率方面：我们预期未来几年公司毛利率将呈现稳定态势，预期 25-27 年毛利率分别为 32.5%、32.4%、32.4%。

费用率方面：公司预期公司销售费用率随着收入端的恢复增长将呈现稳步下降趋势，管理费用率相对平稳。我们预期 25-27 年公司销售费用率分别为 18.2%、15.8%、14.6%，管理费用率分别为 3.5%、3.4%、3.4%。

盈利预测及投资建议

我们预期公司 25-27 年实现营业收入分别为 530.84 亿、583.28 亿和 674.18 亿元，同比-6.0%、+9.9%和+15.6%，实现归母净利润分别为 34.13 亿元、47.04 亿元、60.41 亿元，同比-20.0%、+37.8%和+28.4%，EPS 分别为 1.65 元、2.27 元和 2.92 元，

对应最新 PE（按照 2025 年 11 月 7 日收盘价 78.99 元/股）分别为 48、35 和 27 倍。考虑到公司经营呈现触底反转态势，叠加自贸港封关新发展机遇红利及未来市内免税店增量空间，我们预期公司经营有望迎来困境反转，重新迎来新一轮成长。我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

表 1 可比公司估值

代码	证券简称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600859.SH	王府井	164.43	14.63	0.30	0.39	0.46	49.46	37.93	31.54
600729.SH	重庆百货	123.25	27.98	3.19	3.43	3.68	8.77	8.17	7.61
600827.SH	百联股份	143.60	8.95	0.27	0.31	0.35	32.99	28.88	25.29
平均							30.40	24.99	21.48

资料来源：wind 一致预期，华西证券研究所 注：截止时间为 2025 年 11 月 7 日收盘价

5. 风险提示

- (1) 可选消费复苏不及预期；
- (2) 海南离岛免税复苏不及预期；
- (3) 海南离岛免税竞争格局恶化。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,474	53,084	58,328	67,418	净利润	4,862	3,923	5,407	6,943
YoY (%)	-16.4%	-6.0%	9.9%	15.6%	折旧和摊销	1,543	1,214	1,214	1,214
营业成本	38,385	35,847	39,444	45,588	营运资金变动	808	-310	-1,951	-1,589
营业税金及附加	1,268	1,274	1,400	1,618	经营活动现金流	7,939	4,680	4,623	6,510
销售费用	9,063	9,661	9,216	9,843	资本开支	-1,118	-589	-588	-587
管理费用	1,989	1,858	1,983	2,292	投资	247	0	0	0
财务费用	-923	23	23	23	投资活动现金流	-454	-430	-530	-519
研发费用	20	27	29	34	股权募资	16	0	0	0
资产减值损失	-742	0	0	0	债务募资	-83	0	0	0
投资收益	64	159	58	67	筹资活动现金流	-4,367	-540	-23	-23
营业利润	6,178	4,670	6,361	8,169	现金净流量	3,021	3,710	4,069	5,968
营业外收支	-30	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	6,148	4,670	6,361	8,169	成长能力				
所得税	1,286	747	954	1,225	营业收入增长率	-16.4%	-6.0%	9.9%	15.6%
净利润	4,862	3,923	5,407	6,943	净利润增长率	-36.4%	-20.0%	37.8%	28.4%
归属于母公司净利润	4,267	3,413	4,704	6,041	盈利能力				
YoY (%)	-36.4%	-20.0%	37.8%	28.4%	毛利率	32.0%	32.5%	32.4%	32.4%
每股收益	2.06	1.65	2.27	2.92	净利率	7.6%	6.4%	8.1%	9.0%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	5.6%	4.3%	5.5%	6.3%
货币资金	34,817	38,527	42,596	48,564	净资产收益率 ROE	7.7%	5.9%	7.5%	8.8%
预付款项	839	358	394	456	偿债能力				
存货	17,348	18,499	20,946	24,642	流动比率	5.10	5.32	5.56	5.35
其他流动资产	2,956	2,972	3,151	3,311	速动比率	3.26	3.48	3.63	3.47
流动资产合计	55,960	60,357	67,088	76,973	现金比率	3.17	3.40	3.53	3.38
长期股权投资	3,670	3,670	3,670	3,670	资产负债率	20.1%	19.6%	19.0%	19.6%
固定资产	6,088	5,775	5,461	5,147	经营效率				
无形资产	1,940	1,940	1,940	1,940	总资产周转率	0.73	0.68	0.70	0.74
非流动资产合计	20,300	19,686	19,072	18,458	每股指标（元）				
资产合计	76,260	80,043	86,160	95,431	每股收益	2.06	1.65	2.27	2.92
短期借款	233	233	233	233	每股净资产	26.63	28.03	30.30	33.22
应付账款及票据	4,717	5,472	5,704	7,212	每股经营现金流	3.84	2.26	2.23	3.15
其他流动负债	6,020	5,641	6,120	6,939	每股股利	1.05	0.25	0.00	0.00
流动负债合计	10,969	11,346	12,056	14,384	估值分析				
长期借款	2,567	2,567	2,567	2,567	PE	38.30	47.89	34.74	27.05
其他长期负债	1,776	1,776	1,776	1,776	PB	2.52	2.82	2.61	2.38
非流动负债合计	4,343	4,343	4,343	4,343					
负债合计	15,312	15,689	16,399	18,727					
股本	2,069	2,069	2,069	2,069					
少数股东权益	5,852	6,362	7,064	7,967					
股东权益合计	60,948	64,354	69,761	76,704					
负债和股东权益合计	76,260	80,043	86,160	95,431					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。