



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 15 日

基础数据

11 月 14 日收盘价（元）	88.28
总市值（亿元）	1,826.39
总股本（亿股）	20.69

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证社服&零售】中国中免 2025 年半年报点评：免税销售降幅收窄，有税短期有所波动-2025.09.09

【兴证社服&零售】中国中免 2024 年报点评：口岸盈利强劲恢复，离岛有望迎来转折-2025.04.01

分析师：代凯燕

S0190519050001
daiky@xyzq.com.cn

分析师：彭心瑶

S0190525060007
pengxinyao@xyzq.com.cn

中国中免(601888.SH)

Q4 营收有望转增，政策加力给予空间

投资要点：

- 中国中免发布三季报：2025 年 1-9 月公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 398.62 亿元/30.52 亿元/30.36 亿元，同比分别-7.34%/-22.13%/-21.60%，其中 7-9 月公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 117.11 亿元/4.52 亿元/4.41 亿元，同比分别-0.38%/-28.94%/-30.56%。
- 公司 Q3 收入表现优于海南大盘，9 月全省离岛免税实现正增。海南离岛免税 7-9 月销售额合计 54.02 亿元，同比-2.6%，同比降幅较 4-6 月收窄 1.6pct，其中 9 月海南离岛免税月度销售额同比增长 3.4%，在同期低基数下获近 18 个月以来首次正增长。公司 Q3 收入同比降幅小于海南全岛，同时上海机场、北京大兴机场客流 Q3 同比增长 10%+，对应线上业务表现较 Q2 有所向好。存货周转天数 173.56 天，较去年同比减少 12.93 天，持续加快。
- Q3 精品销售好转下毛利率保持平稳，口岸租金及系统优化费用增长致使净利率下行。1-9 月毛利率/净利率分别为 32.54%/7.62%，同比分别-0.58pct/-1.38pct。毛利率小幅下行主要系今年货源充足，手机销售情况较好。净利率较毛利率进一步下滑主要系销售费用率、研发费用率增长，同时投资净收益有所减少。单 2025Q3 来看，公司毛利率/净利率分别为 32.01%/4.76%，同比分别-0.02pct/-0.89pct。低毛利率的手机销售占比有所提升，但公司整体毛利率保持稳定，判断主要系精品品类销售亦有好转。净利率在销售费用率（口岸客流恢复带来租金增长）、研发费用率提升（系统优化持续推进），利息收入及投资净收益减少下有所下行。
- 公司拟首次开展中期分红。拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 2.50 元（含税），合计派发现金红利 5.17 亿元，占 2025 年前三季度归母净利润的比重为 16.95%。
- 估值与评级：营收 Q4 有望迎来转折，政策加力给予后续增长空间。高端消费回暖、3C 品类及黄金品类畅销、海南旅游旺季推动下，10 月-11 月离岛免税销售增速均达双位数，增长势头正盛。新增城市市内免税店 Q3-Q4 亦集中开业，免税引流+有税补充布局实现全客流覆盖。同时离岛免税、口岸及市内免税政策实现优化，进一步扩大门店覆盖半径、拓展客群、增加销售品类、简化部分审批流程等，予以销售增量补充。当前免税板块筹码结构相对较好，基本面呈筑底回升，未来仍存政策利好催化，建议持续予以关注。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 37.97/46.68/55.89 亿元，2025 年 11 月 14 日股价对应 PE 为 48.1/39.1/32.7 倍。维持“增持”评级。
- 风险提示：政策变化风险、消费提振不及预期、投资不及预期、行业竞争加剧风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	56474	54466	60263	66006
同比增长	-16.4%	-3.6%	10.6%	9.5%
归母净利润（百万元）	4267	3797	4668	5589
同比增长	-36.4%	-11.0%	22.9%	19.7%
毛利率	32.0%	31.8%	31.9%	32.2%
ROE	7.7%	6.6%	7.5%	8.4%
每股收益（元）	2.06	1.84	2.26	2.70
市盈率	42.8	48.1	39.1	32.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55960	59106	64702	70686
货币资金	34817	38922	43022	48066
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	67	63	71	79
预付款项	839	743	821	895
存货	17348	16262	17490	18665
其他	2889	3115	3299	2979
非流动资产	20300	20002	20120	20648
长期股权投资	3670	4170	4570	4870
固定资产	6088	6389	6743	7299
在建工程	972	536	418	459
无形资产	1940	1973	2003	2031
商誉	823	823	823	823
其他	6807	6112	5565	5167
资产总计	76260	79107	84823	91334
流动负债	10969	10885	11902	12829
短期借款	233	283	333	383
应付票据及应付账款	4717	4571	5050	5507
其他	6020	6031	6519	6940
非流动负债	4343	4063	4153	4253
长期借款	2567	2417	2457	2507
其他	1776	1646	1696	1746
负债合计	15312	14948	16055	17083
股本	2069	2069	2069	2069
未分配利润	33361	35801	39133	43122
少数股东权益	5852	6340	6917	7573
股东权益合计	60948	64159	68768	74251
负债及权益合计	76260	79107	84823	91334

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4267	3797	4668	5589
折旧和摊销	1543	1579	1681	1822
营运资金的变动	808	308	-928	-408
经营活动产生现金流量	7939	6725	6518	8130
资本支出	-1118	-385	-820	-1270
长期投资	247	-600	-500	-400
投资活动产生现金流量	-454	-1317	-1753	-2298
债权融资	-83	-30	140	150
股权融资	16	0	0	0
融资活动产生现金流量	-4367	-1033	-666	-787
现金净变动	3021	4105	4099	5045

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56474	54466	60263	66006
营业成本	38385	37146	41039	44752
税金及附加	1268	1225	1356	1485
销售费用	9063	8796	9220	9901
管理费用	1989	1857	2043	2231
研发费用	20	82	60	66
财务费用	-923	-176	-219	-255
投资收益	64	62	67	72
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	3	3	3	3
资产减值损失	-742	-350	-400	-350
营业利润	6178	5404	6600	7730
营业外收支	-30	-20	-20	-20
利润总额	6148	5384	6580	7710
所得税	1286	1098	1336	1465
净利润	4862	4286	5244	6245
少数股东损益	595	489	577	656
归属母公司净利润	4267	3797	4668	5589
EPS(元)	2.06	1.84	2.26	2.70

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-16.4%	-3.6%	10.6%	9.5%
营业利润增长率	-28.8%	-12.5%	22.1%	17.1%
归母净利润增长率	-36.4%	-11.0%	22.9%	19.7%
盈利能力				
毛利率	32.0%	31.8%	31.9%	32.2%
归母净利率	7.6%	7.0%	7.7%	8.5%
ROE	7.7%	6.6%	7.5%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	20.1%	18.9%	18.9%	18.7%
流动比率	5.10	5.43	5.44	5.51
速动比率	3.26	3.67	3.71	3.84
营运能力				
资产周转率	72.8%	70.1%	73.5%	74.9%
每股资料(元)				
每股收益	2.06	1.84	2.26	2.70
每股经营现金	3.84	3.25	3.15	3.93
估值比率(倍)				
PE	42.8	48.1	39.1	32.7
PB	3.3	3.2	3.0	2.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn