

中国中免（601888.SH）

政策支持免税消费，龙头有望受益

事件：7月23日，国新办举办发布会，宣布海南自由贸易港封关时间定于2025年12月18日正式启动，并对封关政策给予细则，是2025年封关落地的有力发布，同时全岛封关、免税商品范围、加工增值政策细则均体现海南自贸港的政策明确方向；10月17日，三部门发布海南离岛免税政策调整，调整免税商品大类数、允许离境旅客享受离岛免税政策、增加国货免税资质、拓展海南离岛人的购买次数；10月30日，财政部等五部门印发通知明确，11月1日，完善免税店政策支持提振消费。

政策拉动效应显现，数据表现亮眼。1) 政策发布后起到一定拉动效果。11月1日海南离岛免税“升级”政策正式实施后，新政执行首日，免税购物金额 7854.9 万元，购物件数和购物人数分别为 5.48 万件、1.27 万人次。销售额较政策实施前一日（10月31日）上涨 6.1%，政策的拉动效应初步显现。据海南日报，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%。根据中旅官网，中免海南电商平台累计销售额突破 9.5 亿元/同比+40.4%，其中“双十一”当日销售额突破 1 亿元，整体表现亮眼。2) 公司财务数据已经有所改善。2025Q3 公司实现营业收入 117.11 亿元/同比-0.38%，归母净利润 4.52 亿元/同比-28.94%，扣非归母净利润 4.41 亿元/同比-30.56%，其中营收增速、毛利率情况环比均有改善。

投资建议：公司作为免税龙头，消费回流大背景下，离岛、口岸、市内免税等多方面均存在修复及成长空间；公司线上、门店、供应链等多方建设持续加强，布局长远，有望受益于长期；伴随政策优化，国内出行及消费逐步回暖，出入境客流亦恢复可期，业绩弹性待释放。参考当前政策力度以及宏观环境，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 546.9/610.2/656.7 亿元，实现归母净利润 37.2/46.5/53.2 亿元，EPS 为 1.80/2.25/2.57 元/股，对应目前 PE 分别为 47.3/37.8/33.1X。

风险提示：行业竞争加剧；政策风险；消费者习惯变化不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	67,540	56,474	54,693	61,021	65,669
增长率 yoy（%）	24.1	-16.4	-3.2	11.6	7.6
归母净利润（百万元）	6,714	4,267	3,723	4,651	5,316
增长率 yoy（%）	33.5	-36.4	-12.7	24.9	14.3
EPS 最新摊薄（元/股）	3.25	2.06	1.80	2.25	2.57
净资产收益率（%）	12.3	8.0	6.3	7.7	8.3
P/E（倍）	26.2	41.2	47.3	37.8	33.1
P/B（倍）	3.3	3.2	3.1	2.9	2.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	旅游零售 II
前次评级	买入
11 月 18 日收盘价（元）	85.04
总市值（百万元）	175,935.77
总股本（百万股）	2,068.86
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	46.87

股价走势



作者

分析师 李宏科

执业证书编号：S0680525090002

邮箱：lihongke@gszq.com

研究助理 范佳博

执业证书编号：S0680124040012

邮箱：fanjiabo@gszq.com

相关研究

- 《中国中免（601888.SH）：口岸免税受益政策优化，期待市内免税增量》 2025-04-24
- 《中国中免（601888.SH）：业绩符合快报，毛利率环比提升》 2023-10-30
- 《中国中免（601888.SH）：毛利率环比提升，核心能力强化》 2023-08-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58456	55960	58941	59938	64512
现金	31838	34817	34976	34583	37419
应收票据及应收账款	139	67	132	90	149
其他应收款	1239	913	1171	1154	1348
预付账款	482	839	440	987	549
存货	21057	17348	20246	21148	23071
其他流动资产	3701	1976	1976	1976	1976
非流动资产	20414	20300	21072	22520	23720
长期投资	2200	3670	5339	6909	8477
固定资产	6292	6088	5819	6167	6381
无形资产	2131	1952	1789	1616	1428
其他非流动资产	9790	8590	8124	7828	7434
资产总计	78869	76260	80013	82458	88232
流动负债	15329	10969	13582	12302	14782
短期借款	369	233	233	233	233
应付票据及应付账款	6403	4717	6168	5817	6986
其他流动负债	8556	6020	7181	6253	7563
非流动负债	4359	4343	3736	3207	2638
长期借款	2522	2567	1960	1431	863
其他非流动负债	1837	1776	1776	1776	1776
负债合计	19688	15312	17318	15510	17420
少数股东权益	5348	5852	6048	6560	7146
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积	17447	17442	17442	17442	17442
留存收益	33558	34412	36714	39607	42750
归属母公司股东权益	53834	55097	56648	60388	63666
负债和股东权益	78869	76260	80013	82458	88232

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15126	7939	4407	2645	7092
净利润	7266	4862	3919	5164	5902
折旧摊销	769	897	774	826	892
财务费用	-869	-923	-138	-549	-307
投资损失	-87	-64	-220	-126	-137
营运资金变动	5957	808	71	-2669	741
其他经营现金流	2090	2358	0	0	0
投资活动现金流	-4716	-454	-1326	-2147	-1956
资本支出	1802	1119	-898	-122	-367
长期投资	-2923	247	-1670	-1570	-1568
其他投资现金流	-5837	912	-3894	-3839	-3891
筹资活动现金流	-4628	-4367	-2922	-890	-2299
短期借款	-1563	-137	0	0	0
长期借款	13	45	-607	-529	-569
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-39	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-3039	-4270	-2315	-362	-1731
现金净增加额	5990	3021	159	-393	2836

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67540	56474	54693	61021	65669
营业成本	46049	38385	37574	41372	44196
营业税金及附加	1644	1268	1260	1420	1505
营业费用	9421	9063	8751	9458	9850
管理费用	2208	1989	1914	2136	2298
研发费用	58	20	35	38	35
财务费用	-869	-923	-138	-549	-307
资产减值损失	-638	-742	-492	-610	-591
其他收益	150	158	150	153	153
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	87	64	220	126	137
资产处置收益	48	24	0	0	0
营业利润	8677	6178	5174	6814	7791
营业外收入	11	9	13	11	11
营业外支出	43	39	29	32	36
利润总额	8646	6148	5157	6794	7766
所得税	1379	1286	1238	1631	1864
净利润	7266	4862	3919	5164	5902
少数股东损益	553	595	196	512	586
归属母公司净利润	6714	4267	3723	4651	5316
EBITDA	8648	6185	4973	6647	7630
EPS (元)	3.25	2.06	1.80	2.25	2.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	24.1	-16.4	-3.2	11.6	7.6
营业利润(%)	13.9	-28.8	-16.3	31.7	14.3
归属于母公司净利润(%)	33.5	-36.4	-12.7	24.9	14.3
获利能力					
毛利率(%)	31.8	32.0	31.3	32.2	32.7
净利率(%)	9.9	7.6	6.8	7.6	8.1
ROE(%)	12.3	8.0	6.3	7.7	8.3
ROIC(%)	11.2	6.9	5.2	6.9	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	25.0	20.1	21.6	18.8	19.7
净负债比率(%)	-44.6	-48.4	-48.7	-45.8	-48.1
流动比率	3.8	5.1	4.3	4.9	4.4
速动比率	2.2	3.3	2.7	2.9	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	465.6	549.8	549.8	549.8	549.8
应付账款周转率	6.5	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.25	2.06	1.80	2.25	2.57
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	3.84	2.13	1.28	3.43
每股净资产(最新摊薄)	26.02	26.63	27.38	29.19	30.77
估值比率					
P/E	26.2	41.2	47.3	37.8	33.1
P/B	3.3	3.2	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA	17.9	24.6	30.5	22.8	19.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 18 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券 股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com