

高端消费复苏，封关在即海南离岛免税长期成长可期

中国中免(601888)

评级:	增持	股票代码:	601888
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	93.8/54.75
目标价格:		总市值(亿):	1,747.36
最新收盘价:	84.46	自由流通市值(亿):	1,747.36
		自由流通股数(百万):	2,068.86

事件概述:

公司于11月28日在海南省三亚市举办投资者开放日活动，活动内容为参观公司旗下三亚国际免税城（三期）、公司业务介绍及现场交流。我们认为随着公司在海南零售网络布局持续深入，伴随着高端消费逐步回暖以及海南自贸港政策逐步优化，公司业务经营有望持续向上，从而释放利润弹性。

分析判断:

▶ 近期海南离岛免税销售额快速增长，免税购物政策不断优化

11月1日起，我国调整离岛旅客免税购物政策的公告正式实施。政策优化调整主要在四个方面：一是新增2个商品大类和3个商品细类；二是将离境旅客纳入享惠主体范围；三是允许6类国内商品在离岛免税店销售；四是岛内居民一年内一次离岛可不限次购买“即购即提”商品。根据海口海关数据，11月1日-17日，海关共监管离岛免税销售金额13.25亿元，同比提升28.52%。

▶ 高端消费现拐点，供给与需求共振

近期高端消费呈现复苏迹象：1) 10月博彩数据创6年来单月新高：中国澳门博彩监察协调局11月1日公布，10月中国澳门博彩收入240.9亿元（澳门元），同比增长15.9%，环比增长31.7%，创6年来单月新高；2) 奢侈品集团公布25Q3季度报告，亚太地区（或大中华区）收入回升或环比改善：LVMH亚洲（不含日本）在25Q3重新实现正增长，中国市场在也第三季度实现了正增长；Burberry25Q3中国市场首次回正，同比增长3%；Prada25Q3亚太区（除日本）的零售销售额同比增长10%，与25Q2基本持平，其中中国内地于25Q3的趋势有所改善；3) 高端购物中心25H1重奢销售额增长有所提速：根据华润置地公告，2024年华润置地重奢项目零售额2024年同比增长5.6%，可同比增长1.8%，2025H1同比增长13.2%，可同比增长9.6%；4) 双十一高奢品牌取得亮眼表现：根据界面新闻报道，天猫双十一第一周期，奢品品牌整体成交同比实现两位数增长，巴黎世家、Burberry、加拿大鹅、Miu Miu、Maison Margiela、Max Mara、Moncler等品牌增幅均达到高双位数。我们认为此轮高端消费回暖一方面来自于品牌方品牌重塑与营销动作的加强（比如Burberry重新聚焦服饰与针织品类、LV推出村上隆联名系列、各大高端购物中心也做出了更多吸引客流的营销措施等）带来的供给侧优化，另一方面也来自于金价及股市上涨带来的财富效应对消费信心的提振，中长期角度我国高端消费持续增长以及回流具备较大空间。

▶ 三亚国际免税城三期如期推进，首开区域预计于2026年完工

根据三亚发布公众号，三亚国际免税城3期作为对标国际一流水平的商业综合体，是海南省加快建设国际旅游消费中心的核心载体之一，其中首批次建设内容预计于2026年8月率先完工。该项目总建筑面积达41.27万平方米，建成后将成为集高端购物、文化休闲、多元娱乐等功能于一体的大型商业新地标，显著提升区域消费体验与商业能级，将进一步完善海南离岛免税商业布局，丰富消费供给，对打造具有全球影响力的三亚国际旅游消费中心核心区具有重要意义。

投资建议

鉴于近期海南离岛免税销售亮眼的表现，我们上调之前的盈利预测。我们预期公司 25-27 年实现营业收入分别为 554.68、612.42、707.77 亿元（原预测为 530.84、583.28 和 674.18 亿元），同比-1.8%、+10.4% 和 +15.6%，实现归母净利润分别为 41.14、50.91、61.50 亿元（原预测为 34.13、47.04、60.41 亿元），同比-3.6%、+23.7% 和 +20.8%，EPS 分别为 1.99、2.46、2.97 元（原预测为 1.65、2.27 和 2.92 元），对应最新 PE（按照 2025 年 12 月 1 日收盘价 84.46 元/股）分别为 42、34 和 28 倍，维持“增持”评级。

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	55,468	61,242	70,777
YoY (%)	24.1%	-16.4%	-1.8%	10.4%	15.6%
归母净利润(百万元)	6,714	4,267	4,114	5,091	6,150
YoY (%)	33.5%	-36.4%	-3.6%	23.7%	20.8%
毛利率 (%)	31.8%	32.0%	32.9%	32.9%	32.9%
每股收益(元)	3.25	2.06	1.99	2.46	2.97
ROE	12.5%	7.7%	7.0%	8.0%	8.8%
市盈率	26.03	40.95	42.47	34.32	28.41

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

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：

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
营业收入	56,474	55,468	61,242	70,777	净利润	4,862	4,729	5,851	7,069
YoY (%)	-16.4%	-1.8%	10.4%	15.6%	折旧和摊销	1,543	1,214	1,214	1,214
营业成本	38,385	37,207	41,088	47,482	营运资金变动	808	-1,196	-1,073	-2,593
营业税金及附加	1,268	1,331	1,470	1,699	经营活动现金流	7,939	4,593	5,942	5,629
销售费用	9,063	9,596	9,799	10,970	资本开支	-1,118	-589	-588	-586
管理费用	1,989	1,941	2,082	2,406	投资	247	0	0	0
财务费用	-923	23	23	23	投资活动现金流	-454	-423	-527	-515
研发费用	20	28	31	35	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	166	61	71	筹资活动现金流	-4,367	-540	-23	-23
营业利润	6,178	5,630	6,884	8,317	现金净流量	3,021	3,630	5,393	5,090
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	5,630	6,884	8,317	成长能力				
所得税	1,286	901	1,033	1,248	营业收入增长率	-16.4%	-1.8%	10.4%	15.6%
净利润	4,862	4,729	5,851	7,069	净利润增长率	-36.4%	-3.6%	23.7%	20.8%
归属于母公司净利润	4,267	4,114	5,091	6,150	盈利能力				
YoY (%)	-36.4%	-3.6%	23.7%	20.8%	毛利率	32.0%	32.9%	32.9%	32.9%
每股收益	2.06	1.99	2.46	2.97	净利润率	7.6%	7.4%	8.3%	8.7%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	5.6%	5.1%	5.8%	6.3%
货币资金	34,817	38,447	43,840	48,930	净资产收益率 ROE	7.7%	7.0%	8.0%	8.8%
预付款项	839	372	411	475	偿债能力				
存货	17,348	19,859	21,229	26,253	流动比率	5.10	5.18	5.55	5.23
其他流动资产	2,956	3,061	3,171	3,416	速动比率	3.26	3.32	3.64	3.33
流动资产合计	55,960	61,739	68,651	79,074	现金比率	3.17	3.22	3.54	3.24
长期股权投资	3,670	3,670	3,670	3,670	资产负债率	20.1%	20.0%	19.1%	19.9%
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	0.70	0.72	0.76
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	81,426	87,723	97,532	每股收益	2.06	1.99	2.46	2.97
短期借款	233	233	233	233	每股净资产	26.63	28.37	30.83	33.80
应付账款及票据	4,717	5,857	5,784	7,669	每股经营现金流	3.84	2.22	2.87	2.72
其他流动负债	6,020	5,833	6,351	7,207	每股股利	1.05	0.25	0.00	0.00
流动负债合计	10,969	11,922	12,369	15,108	估值分析				
长期借款	2,567	2,567	2,567	2,567	PE	40.95	42.47	34.32	28.41
其他长期负债	1,776	1,776	1,776	1,776	PB	2.52	2.98	2.74	2.50
非流动负债合计	4,343	4,343	4,343	4,343					
负债合计	15,312	16,265	16,712	19,451					
股本	2,069	2,069	2,069	2,069					
少数股东权益	5,852	6,466	7,227	8,146					
股东权益合计	60,948	65,160	71,012	78,081					
负债和股东权益合计	76,260	81,426	87,723	97,532					

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	投资评级	说明
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跨部门、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。

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。