

中国中免(601888.SH/01880.HK)

有望充分受益免税消费回暖+政策升级

核心观点:

- **离岛免税销售重回正增长，10月有所提速。**根据海口海关，2025年9月/10月海南离岛免税购物金额分别为173.3/242.5亿元，同比+3.4%/+13.1%，连续下滑18个月以来重回正增长。主要受益于中高端消费回暖、海南消费券刺激、中秋国庆双节旺季以及手机等品类销售旺盛对客单价有所提振。
- **政策利好频出，有望打开行业增量发展空间。**10月17日，财政部等三部门联合发布《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，10月30日，财政部等五部门联合印发《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，从品类扩展、国货进入免税渠道、购物资质优化及便利性提升、免税店相关审批权限下放等多方面优化免税政策。根据海口日报官方公众号，11月1-7日离岛免税新政首周，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%。
- **中国中免经营向好、盈利能力保持稳定，首次中期分红回馈股东。**公司作为国内免税市场市占率超78%龙头，有望充分受益于离岛免税销售企稳改善趋势以及新政增量市场，此外公司于24年8月市内免税新政后中标的6家新设市内免税店中5家已陆续开业、预计机场口岸亦稳步增长，经营全面向好。2025年前三季度公司运营改善+降本增效成果显著，在销售略承压背景下毛利率、销售/管理费用率仍基本保持稳定。此外公司于2025三季报公告拟首次进行中期分红合计派发现金5.17亿元，占公司前三季度归母净利润的16.95%。
- **盈利预测与投资建议。**预计25-27年归母净利润分别为40.3/49.7/59.3亿元，考虑离岛免税销售拐点已现且仍保持政策独立性，同时公司作为行业领军企业经营全面向好，看好未来营收重回正增长以及业绩弹性释放，参考可比公司，给予公司26年40xPE，对应合理价值96.08元/股，港股考虑折价合理价值87.99港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**消费复苏不及预期、行业竞争加剧、行业政策变化等风险。

盈利预测:

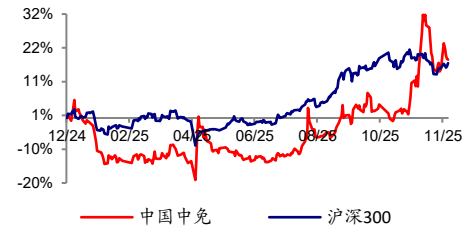
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	57,783	63,108	68,214
增长率(%)	24.1%	-16.4%	2.3%	9.2%	8.1%
EBITDA	9,618	7,449	7,016	8,254	9,616
归母净利润	6,714	4,267	4,034	4,969	5,930
增长率(%)	33.5%	-36.4%	-5.5%	23.2%	19.3%
EPS(元/股)	3.25	2.06	1.95	2.40	2.87
市盈率(P/E)	25.8	32.5	41.5	33.7	28.3
ROE(%)	12.5%	7.7%	7.1%	8.3%	9.5%
EV/EBITDA	15.0	14.3	19.2	16.2	13.6

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	81.02元/74.20港元
合理价值	96.08元/87.99港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-12-07

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



SFC CE No. BUA982



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

孟鑫



SAC 执证号: S0260523120001



021-38003580



mengxin@gf.com.cn

请注意,孟鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中国中免	2025-10-17
(601888.SH/01880.HK):国庆离岛免税销售改善,龙头弹性可期	
中国中免	2025-09-21
(601888.SH/01880.HK):筑底回暖趋势已现,盈利恢复弹性可期	
中国中免	2025-05-09
(601888.SH/01880.HK):边际改善趋势已现,静待消费回暖	

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	58,456	55,960	56,907	59,481	63,618
货币资金	31,838	34,817	35,543	36,662	39,428
应收及预付	621	905	946	1,023	1,094
存货	21,057	17,348	17,468	18,746	19,896
其他	4,940	2,889	2,950	3,050	3,200
非流动资产总额	20,414	20,300	21,931	23,332	23,743
长期股权投资	2,200	3,670	3,500	3,500	3,500
固定资产	6,292	6,088	7,906	9,197	10,258
在建工程	1,067	972	1,172	1,372	872
使用权资产	2,094	2,025	1,945	1,895	1,845
无形资产	2,128	1,940	1,840	1,790	1,760
其他	6,633	5,605	5,569	5,579	5,509
资产总额	78,869	76,260	78,838	82,812	87,361
流动负债总额	15,329	10,969	10,977	11,667	12,322
短期借款	369	233	220	210	200
应付及预收	7,626	5,843	5,837	6,317	6,762
其他	7,333	4,893	4,920	5,140	5,360
非流动负债总额	4,359	4,343	4,280	4,370	4,460
长期借款	2,522	2,567	2,500	2,500	2,500
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,837	1,776	1,780	1,870	1,960
负债总额	19,688	15,312	15,257	16,037	16,782
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
其他	51,765	53,028	55,031	57,516	60,471
归母权益合计	53,834	55,097	57,100	59,584	62,540
少数股东权益	5,348	5,852	6,481	7,191	8,038
负债和股东权益	78,869	76,260	78,838	82,812	87,361

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	57,783	63,108	68,214
营业成本	46,049	38,385	39,303	42,445	45,332
营业税金及附加	1,644	1,268	1,294	1,414	1,528
销售费用	9,421	9,063	9,592	10,287	10,914
管理费用	2,208	1,989	2,080	2,209	2,353
研发费用	58	20	23	25	27
财务费用	-869	-923	-400	-415	-445
资产信用减值损失	-636	-739	-240	-220	-200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	87	64	80	70	60
营业利润	8,677	6,178	5,855	7,124	8,496
营业外收支	-32	-30	-25	-25	-25
利润总额	8,646	6,148	5,830	7,099	8,471
所得税费用	1,379	1,286	1,166	1,420	1,694
合并净利润	7,266	4,862	4,664	5,679	6,777
少数股东损益	553	595	630	710	847
归母净利润	6,714	4,267	4,034	4,969	5,930
EPS (元/股)	3.25	2.06	1.95	2.40	2.87

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	15,126	7,939	5,982	6,356	7,542
合并净利润	7,266	4,862	4,664	5,679	6,777
折旧摊销	1,310	1,543	1,413	1,409	1,439
营运资金变动	5,957	808	-348	-975	-905
其他	0	0	-26	-50	-50
投资活动现金流净额	-4,716	-454	-2,912	-2,726	-1,775
资本性开支	-1,801	-1,118	-3,098	-2,680	-1,850
投资	-2,923	247	199	50	50
其他	9	416	-13	-96	25
融资活动现金流净额	-4,628	-4,367	-2,300	-2,511	-3,000
股本融资	12	16	0	0	0
债权融资	-1,404	-83	-140	90	90
股利分配与偿付利息	-2,525	-3,556	-2,166	-2,641	-3,130
其他	-711	-744	5	40	40
现金净增加额	5,990	3,021	770	1,119	2,767
期初现金余额	25,762	31,752	34,773	35,543	36,662
期末现金余额	31,752	34,773	35,543	36,662	39,428

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	24.1%	-16.4%	2.3%	9.2%	8.1%
营业利润增长率	13.9%	-28.8%	-5.2%	21.7%	19.3%
归母净利润增长率	33.5%	-36.4%	-5.5%	23.2%	19.3%
获利能力					
毛利率	31.8%	32.0%	32.0%	32.7%	33.5%
净利率	10.8%	8.6%	8.1%	9.0%	9.9%
ROE	12.5%	7.7%	7.1%	8.3%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	20.1%	19.4%	19.4%	19.2%
有息负债率	3.7%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%
流动比率	3.8	5.1	5.2	5.1	5.2
利息保障倍数	27.9	29.2	51.8	64.3	77.0
营运能力					
应收账款周转率	465.6	549.8	514.3	514.3	514.3
存货周转率	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	7.2	8.2	8.4	8.4	8.4
每股指标					
每股收益	3.25	2.06	1.95	2.40	2.87
每股净资产	26.02	26.63	27.60	28.80	30.23
每股经营现金流	7.31	3.84	2.89	3.07	3.65
估值比率					
PE	25.8	32.5	41.5	33.7	28.3
PB	3.2	2.5	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	15.0	14.3	19.2	16.2	13.6

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。