

中国中免 (601888.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

高端消费筑底回暖，免税龙头乘势而上

投资逻辑

我们认为中免业绩增长持续性会超预期。我们认为公司增长的核心来自基本面回暖，而非市场认为的政策刺激。政策刺激是短期的，而基本面的改善是长期的。从内需看，高端消费的恢复是免税行业复苏的基础，免税行业存在整体性机会；从外需看，入境游客的消费潜力，并未被市场充分认识。因此中免业绩增长持续性将超预期。

高端消费筑底回暖是中免业绩回升的核心驱动。免税是进口化妆品、奢侈品等高档消费品流通的重要渠道，将极大受益于高端消费恢复；25Q3以来，我们观察到大量高端消费的改善信号，例如太古集团高端零售物业销售额25Q3同比增速全部转正、奢侈品集团LVMH亚洲除日本外25Q1/Q2/Q3销售额分别同比-11/-6/+2%，整体趋势好转。我们认为背后的核心原因是：高净值人群消费信心率先恢复，由财富效应驱动。从持续性看，高净值人群的贡献或将随资产价格上升而持续，中产的消费信心也存在改善机会。

海南地区的相关政策有望起到加速行业修复的催化剂作用：政府消费券+黄金税改放大免税价格优势；离岛免税规则优化扩人群、扩品类；海南封关强化政策预期与消费热情；16条旅游支持政策增加海南旅游吸引力。

新渠道市内免税店将开发海外游客的消费潜力。参考韩国经验，免税店是吸纳入境消费的关键渠道，2015-2024年韩免外国人销售额占比达83%。2023年起，我国政策大力支持入境旅游，效果开始显现。25Q1/Q2/Q3外国人出入境分别达1743.7/2061.6/2013.4万人次，同比上升33.4/27.6/22.3%。中免的市内免税店未来将充分开发入境游客的消费潜力。

盈利预测、估值和评级

我们预测25/26/27年公司营业收入分别为552.0/656.8/762.9亿元，同比-2.3/+19.0/+16.2%；归母净利润分别为39.7/52.4/66.1亿元，同比-6.9/+31.9/+26.2%。参照2026年1月12日收盘价95.40元，对应PE为49.69/37.71/29.91倍。高端消费复苏提供向上基础，政策增加向上弹性，外需扩张提供增量，参考公司历史估值，我们给予2026年45X PE，目标价113.90元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

海南政策不及预期、市内免税开店受阻、口岸免税竞争加剧、高端消费不及预期、跨境电商竞争风险

商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清 (执业 S1130525080002)

guyiqing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：95.40 元

目标价 (人民币)：113.90 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	55,202	65,679	76,287
营业收入增长率	24.08%	-16.38%	-2.25%	18.98%	16.15%
归母净利润(百万元)	6,714	4,267	3,971	5,236	6,607
归母净利润增长率	33.46%	-36.44%	-6.93%	31.85%	26.18%
摊薄每股收益(元)	3.245	2.063	1.920	2.531	3.194
每股经营性现金流净额	7.31	3.84	2.80	3.47	4.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.47%	7.74%	6.91%	8.64%	10.23%
P/E	25.79	32.49	48.42	36.73	29.10
P/B	3.22	2.52	3.35	3.17	2.98

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中国中免：免税行业龙头，竞争壁垒坚固	4
1.1 中国中免为我国免税行业龙头，市占率近 80%	4
1.2 国资委控股，股权结构集中	4
1.3 免税行业的本质是旅游场景下的高端零售	4
1.4 竞争壁垒：从牌照垄断到运营领先，竞争优势稳固	5
1.5 公司政策端与业绩端均出现改善信号	5
二、内需改善：高端消费或已率先筑底，免税行业即将受益	6
2.1 25Q3 高端消费相关行业出现筑底信号	6
2.2 高净值人群消费需求恢复或是高端消费改善的主要原因	8
2.3 看好高端消费持续改善，期待中产消费信心回升	8
2.4 免税行业将持续受益于高端消费需求修复	9
三、向上弹性：政策支持将加速海南离岛免税恢复进程	10
3.1 免税新政：看好 2025 年 11 月新政红利深度释放	12
3.2 黄金税改：税改后免税黄金优势显著放大	12
3.3 区域政策：海南封关效应显著，持续看好后续发展	12
四、外需扩张：入境游快速发展将推动市内免税起量	12
4.1 我国入境消费潜力巨大，市内免税为重要承接渠道	12
4.2 政策引导下，市内免税进入快速扩张期	13
五、盈利预测与投资建议	14
5.1 盈利预测	14
5.2 投资建议及估值	14
六、风险提示	16

图表目录

图表 1：2024 年中国免税及旅游零售市场份额	4
图表 2：中国中免股权结构	4
图表 3：中国中免营业总收入与归母净利润	5
图表 4：2025 年中国中免分地区营收比例	6
图表 5：2024 年 1 月-2025 年 11 月海南离岛免税销售额	6
图表 6：主要奢侈品集团单季度营收同比增速	7
图表 7：太古集团零售物业零售额累计同比增速	7
图表 8：2025 年 1 月-2025 年 11 月澳门博彩毛收入	7
图表 9：2025 年第 1 周-2025 年第 51 周高档酒店 RevPaR	7



图表 10:	2013Q1-2025Q3 移民管理机构查验出入境人员数	8
图表 11:	2017 年 1 月-2025 年 10 月主要机场国际旅客吞吐量	8
图表 12:	2025 年黄金、沪深 300、恒生指数较年初涨幅	8
图表 13:	上海社零同比增速自 2025 年 7 月起超越全国	8
图表 14:	2022 年 6 月-2025 年 12 月新增招聘帖数量/薪资同比增速	9
图表 15:	2025 年 2 月-2025 年 11 月服务零售额、汽车以外消费品零售额累计同比增速	9
图表 16:	2012-2019 年，全球旅游零售市场规模增速与高端消费品增速趋势基本一致	9
图表 17:	2011-2024 中免免税销售额、高端消费品销售额及其同比增速	10
图表 18:	2022 年 2 月-2025 年 10 月海南离岛免税转化率、客单价同比	10
图表 19:	海南离岛免税历史销售额复盘	11
图表 20:	2025 年离岛免税利好政策整理	11
图表 21:	2009-2024 韩国免税店国民与外国人销售额	13
图表 22:	中免深圳市内免税店国潮区	13
图表 23:	《关于完善市内免税店政策的通知》发布后开业或焕新的市内免税店	14
图表 24:	中国中免盈利预测（按地区拆分）	14
图表 25:	可比公司估值比较（市盈率法）	15

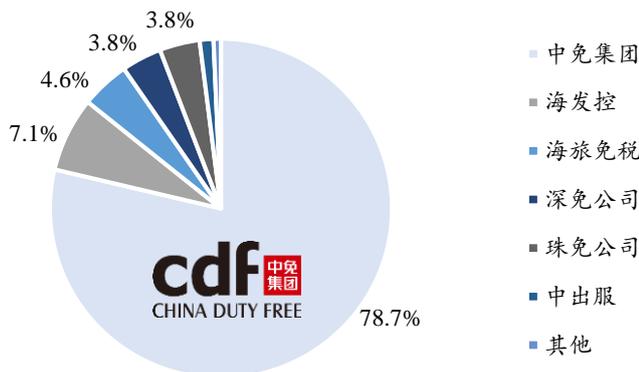


一、中国中免：免税行业龙头，竞争壁垒坚固

1.1 中国中免为我国免税行业龙头，市占率近 80%

中国中免为我国免税业龙头企业，全球第四大免税业务运营商。截至 2024 年末，中国中免在全国 33 省设有约 200 家免税店。根据 World Brand Lab 发布的“2024 年中国 500 最具价值品牌”榜单，公司“中免集团”品牌价值为 1,293.47 亿元，在旅游服务行业蝉联第一；根据《2024-2025 中免消费白皮书》统计，公司在中国免税及旅游零售市场中市占率为 78.7%。

图表1：2024 年中国免税及旅游零售市场份额



来源：《2024-2025 中免消费白皮书》，国金证券研究所

1.2 国资委控股，股权结构集中

中国中免股权结构集中，控股股东为中国旅游集团（持股 50.3%），实际控制人为国务院国资委。公司作为央企控股上市公司，控股股东中国旅游集团在旅游、出入境服务等领域具备深厚资源积累。央企背景有助于公司在免税经营资质、机场及口岸资源获取等方面保持优势，为公司长期稳健发展提供支撑。

图表2：中国中免股权结构



来源：天眼查，国金证券研究所

1.3 免税行业的本质是旅游场景下的高端零售

免税行业的本质是旅游场景下的高端零售。免税店设于机场口岸、市中心等重要区域、主要销售进口香水/化妆品、奢侈品、烟酒等高客单价、高溢价属性的商品。

我国主要的免税业态分为口岸免税、离岛免税与市内免税。口岸免税设在机场/港口/口岸等通关区域的免税店，主要面向出入境旅客。离岛免税，指面向离开海南岛的旅客，在岛内免税店购物，离岛时提货或按规定方式提货。市内免税，指设在城市商圈的免税店，主



要面向即将出境的旅客，先在市区购买，出境时在指定提货点提货。

在税制安排上，免税商品通常免征关税、进口环节增值税及消费税，使其具有价格和成本优势；在消费决策上，免税消费往往叠加出行、旅游、节假日等场景属性，具有“计划性+冲动性”并存的特征；从客群结构看，免税店主要吸引具备一定消费能力和品牌认知的中产及高净值人群，其消费行为与旅游景气度、高端消费信心高度相关；从商业意义看，免税渠道兼具稀缺性与政策壁垒，是承接高端消费需求、引导境外消费回流的重要载体。

1.4 竞争壁垒：从牌照垄断到运营领先，竞争优势稳固

中国中免是最早获得全国性免税经营资质的企业，长期在机场、离岛、市内等核心场景占据主导地位。牌照优势帮助公司在行业初期快速完成网络铺设，建立全国免税零售版图，为后续规模化运营奠定基础。我们认为，中国中免的核心竞争优势，已由早期的牌照稀缺性，逐步演进为以产品、运营、品牌为核心的综合竞争壁垒。

中免供应链优势显著。公司拥有：采购价格优势，中免的供应链自主可控，加上采购量较大，议价能力强，因而在采购价格上拥有优势；品牌覆盖优势，中免合作品牌的数量在中国免税行业内领先友商。根据《2024-2025 中免消费白皮书》，中免与 1500 余家国际一线品牌建立深度合作，形成包含精品、香化、烟酒等全品类、超 36 万 SKU 的商品矩阵；合作深度优势，头部品牌通常会把中免视作中国免税渠道的核心伙伴，会为中免提供更多爆品配额、与中免在产品端深入合作。例如 2024 年，中免独家发售 19 个系列 500 余款全球限量款商品。

中免综合营销能力优秀。一方面，公司依托会员体系与数据化精细运营，能够围绕人群、货品、场景做出精准营销决策。中免集团基于 4,500 万会员规模，构建了分层运营的会员价值管理体系，实现高净值客群与新客群体的双轮驱动发展。依托大数据技术，中免集团打造精准营销系统，为不同会员提供差异化服务。另一方面，公司具备强活动策划与资源整合能力，通过品牌联动、权益设计、内容种草与线下体验升级，持续拉动门店吸引力。

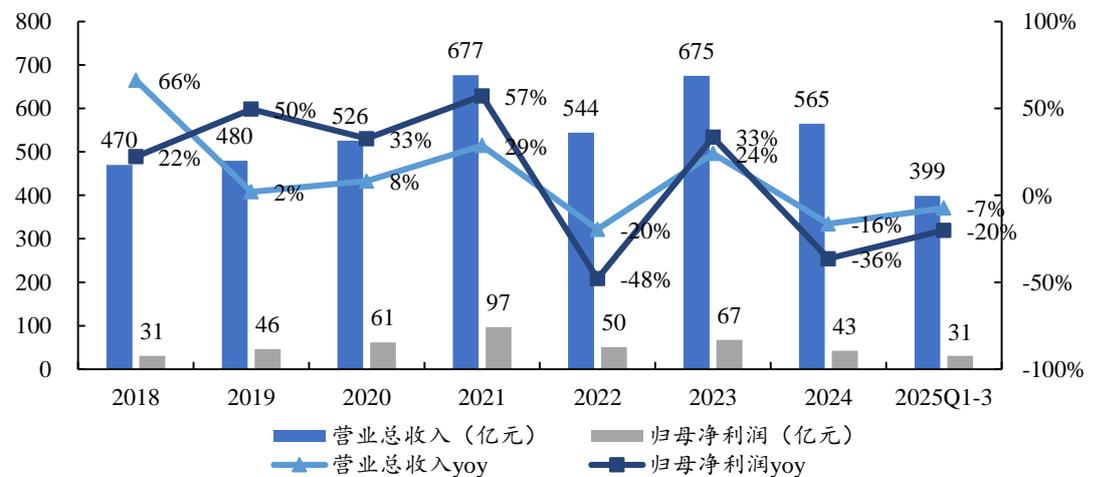
中免的 cdf 品牌深入人心。中免集团自 1984 年起开展免税经营，长期绑定旅游购物场景，并在正品保障、价格优势、商品覆盖及购物体验方面持续满足消费者预期，受到消费者广泛信任。

1.5 公司政策端与业绩端均出现改善信号

2023 年起，在居民消费意愿偏弱、可选消费承压的背景下，免税行业需求面临压力。核心原因为，中产及高净值人群消费决策趋于谨慎，免税销售转化率受到抑制。

2024 年，中国中免实现营业收入 564.9 亿元，同比下降 16.4%，归母净利润 42.6 亿元，同比下降 36.4%。2025 年前三季度，中国中免实现营业收入 398.6 亿元，同比下降 7.3%，归母净利润 30.5 亿元，同比下降 20.1%。

图表3：中国中免营业总收入与归母净利润



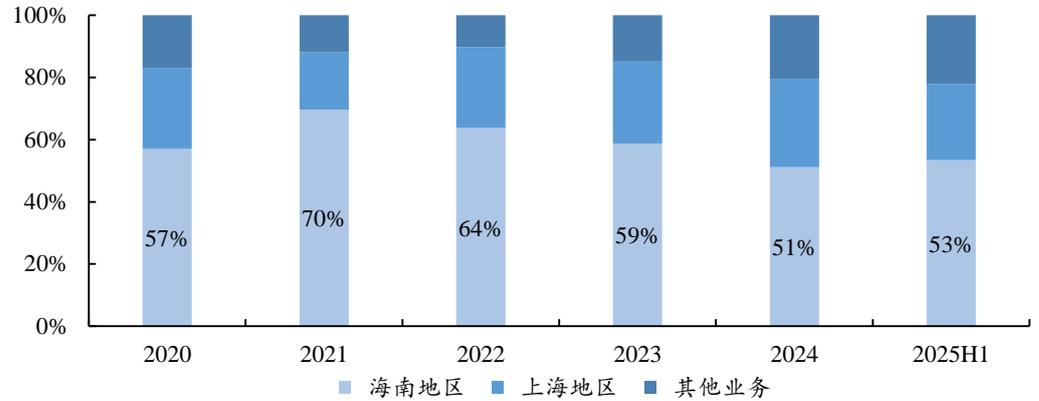
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

2025 年下半年，公司政策端和业绩端均出现改善信号，引发市场广泛关注。政策端，海南地区利好政策频出。7 月 18 日《关于海南自由贸易港货物进出“一线”“二线”及在岛内流通税收政策的通知》发布，海南封关正式定调；10 月 15 日《关于调整海南离岛旅客免税购



物政策的公告》出台，扩大离岛免税适用人群与销售品类；10月29日《关于黄金有关税收政策的公告》降低黄金首饰进项税扣除率，免税黄金价优势扩大；12月18日海南封关落地，海南地区热度显著增加；12月31日，《海南省进一步促进旅游消费若干财政措施》发布，于2026年1月1日正式实施，有效期三年，包含16条财政支持措施促进旅游消费。

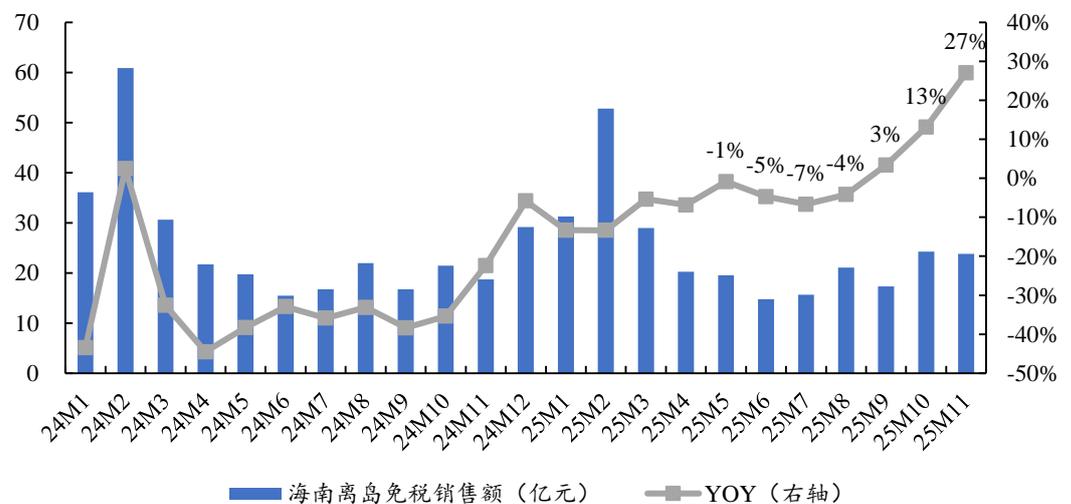
图表4：2025年中国中免分地区营收比例



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

业绩端，离岛免税销售同比转正。2025年9月，海南离岛免税（中免市占率85%）销售额结束了连续19个月的同比下滑，11月同比增速达到27%，整体趋势加速改善。从公司整体看，25Q3公司营收/归母净利润同比下降0.4/28.9%，降幅较25Q2收窄8.1/3.3pct。

图表5：2024年1月-2025年11月海南离岛免税销售额



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

二、内需改善：高端消费或已率先筑底，免税行业即将受益

2.1 25Q3 高端消费相关行业出现筑底信号

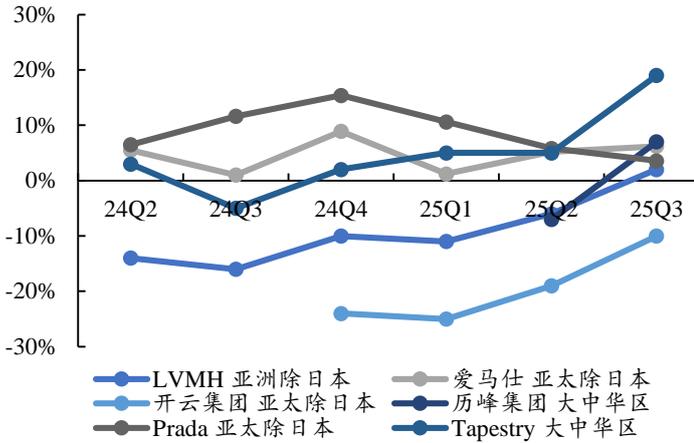
奢侈品：LVMH 亚洲除日本、历峰集团大中华区 25Q3 业绩同比转正，其余品牌多有修复；天猫双十一第一周期 Balenciaga、Burberry、Canada Goose、Coach、Miu Miu 等奢品品牌高双位数增长。

高端香化：雅诗兰黛 25Q3 在中国大陆销售额达 5.32 亿美元，同比+9%，为各大区中增幅最快，而 25Q2 同比增速为-1%。主要由超高端品牌 LAMER 海蓝之谜、高端品牌 Le Labo 和 TOM FORD 驱动；资生堂 25Q3 在中国大陆市场，增速达到高个位数，主要得益于超高端品牌 CPB 肌肤之钥、高端品牌 NARS 强劲的增长势头。

高端零售：太古集团高端零售物业销售额改善趋势明显，广州太古里、成都太古里 25Q3 同比转正。

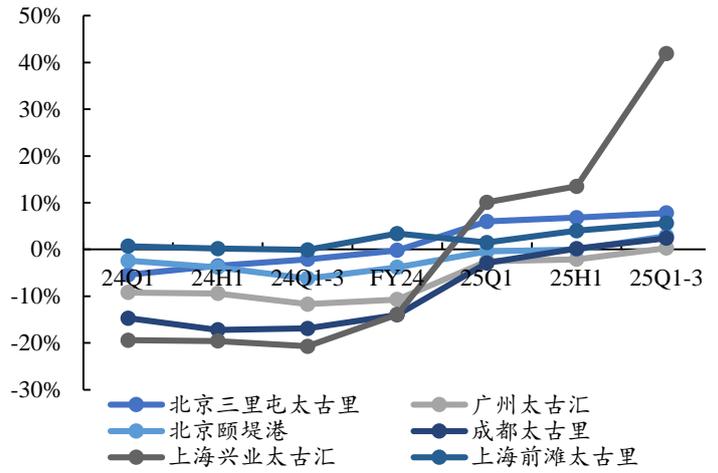


图表6：主要奢侈品集团单季度营收同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：太古集团零售物业零售额累计同比增速



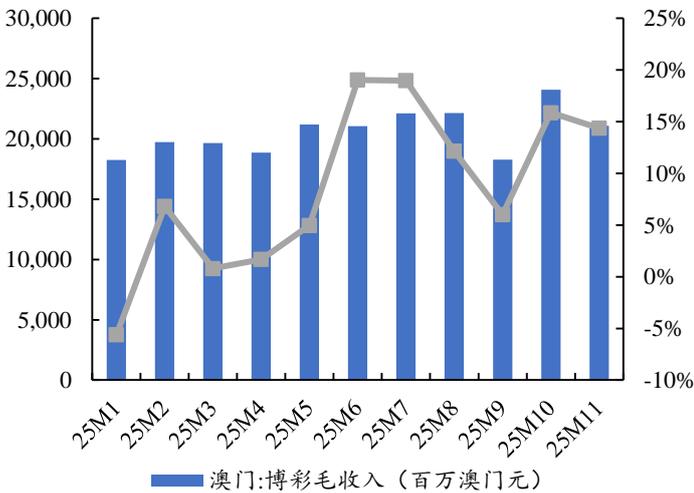
来源：公司公告，国金证券研究所

博彩：根据 DICJ，澳门 11 月博彩毛收入同比增长 14.4% 至 210.9 亿澳门元，恢复至 2019 年同期的 92%。1-11 月累计同比增长 8.6%。主要受益于新物业（如银河嘉佩乐、金沙伦敦人翻新等）、赢率提升、人民币走强等。

酒店：根据驿镜数据，25Q4（不含最后一周），高档酒店平均 RevPAR（每间可销售房收入）同比增长 5.7%，增速较 Q3 扩大 1.6pct，主要受益于休闲旅游消费旺盛及商务需求回升。

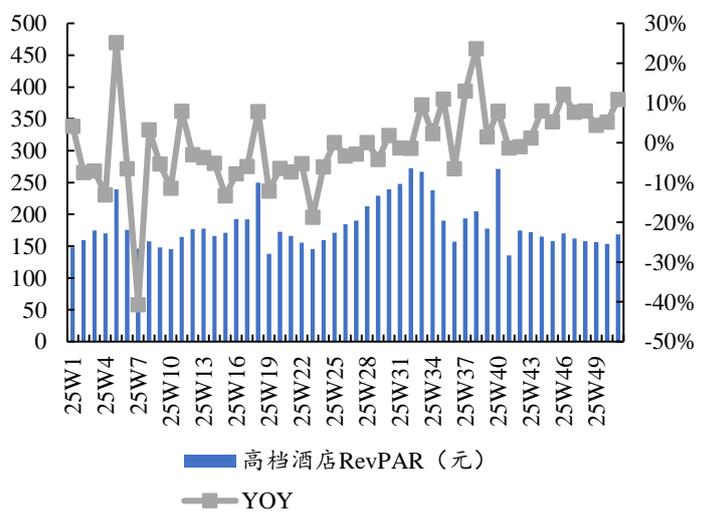
出入境旅游：根据边检机关数据，2025 年国庆节期间，共有 1309.8 万人次中外人员出入境，日均 187.1 万人次，同比增长 25.8%。

图表8：2025 年 1 月-2025 年 11 月澳门博彩毛收入



来源：Choice 金融终端，国金证券研究所

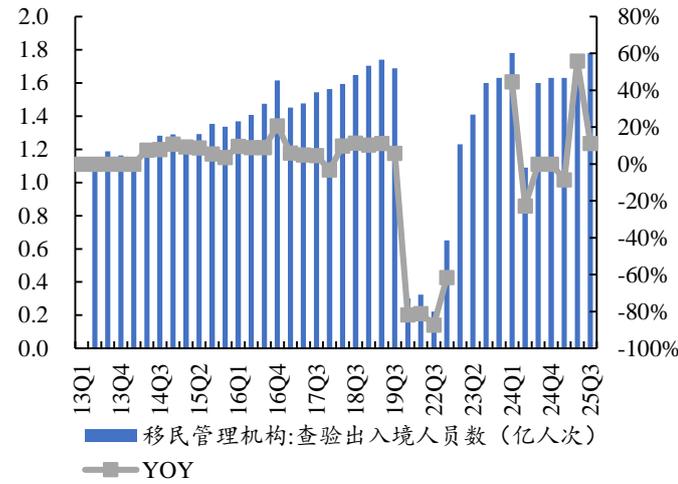
图表9：2025 年第 1 周-2025 年第 51 周高档酒店 RevPAR



来源：驿镜数据，国金证券研究所

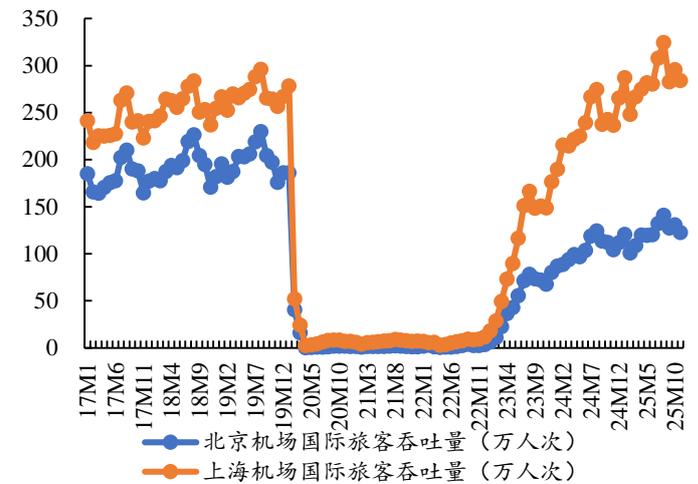


图表10: 2013Q1-2025Q3 移民管理机构查验出入境人员数



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表11: 2017年1月-2025年10月主要机场国际旅客吞吐量



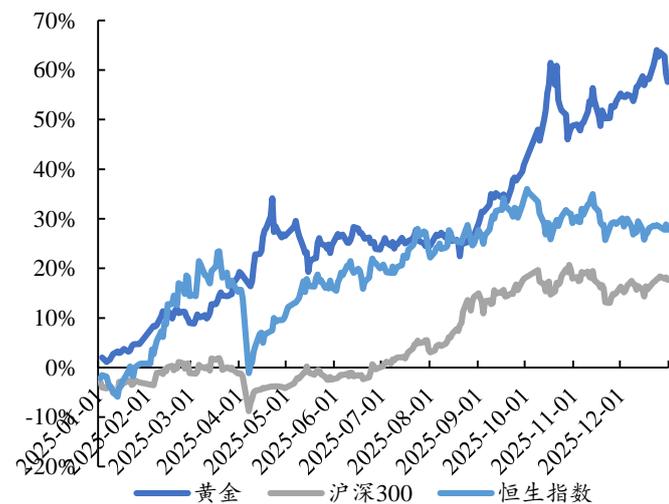
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

2.2 高净值人群消费需求恢复或是高端消费改善的主要原因

少数重度消费群体（高净值人群）对于高端消费的影响较大。根据 Bain 研究，全球奢侈品市场占比 2% 的重度消费者 2022 年预计贡献 40% 销售额；根据 2021 年 BCG 与腾讯联合研究，中国奢侈品消费的重度客群（约 11%）贡献 40% 份额；根据 Bernstein Research 研究，2019 年 30-40 万 VIP 和高级玩家贡献澳门博彩收入的 70%，头部效应显著。

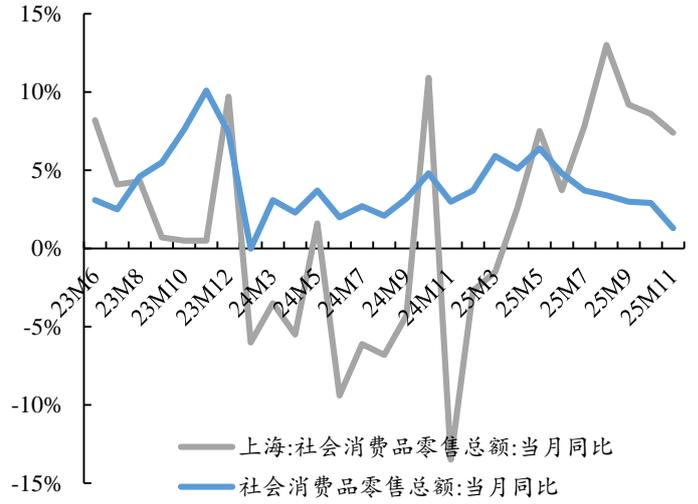
我们认为，近期资产增值导致的财富效应使得高净值人群消费信心恢复。财富效应指资产增值对消费的拉动作用。以美国为例，2021 年居民总资产同比增长 13.7%，消费倾向边际提高 1.4pcts，消费支出增长 12.9%。今年以来，截至 12 月 30 日，黄金/沪深 300/恒生指数累计上涨 59.1/18.2/28.9%。黄金、股票齐升提振财富效应和信心，高净值人群消费情绪或因此趋稳回升。

图表12: 2025 年黄金、沪深 300、恒生指数较年初涨幅



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表13: 上海社零同比增速自 2025 年 7 月起超越全国



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

2.3 看好高端消费持续改善，期待中产消费信心回升

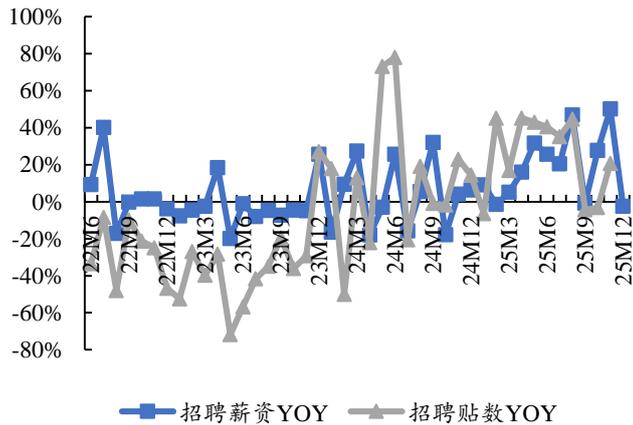
我们认为，当前中国高端消费筑底效应已经展现，高净值人群需求开始向上，后续期待中产消费信心见底回升。2025Q3 奢侈品/化妆品集团普遍反馈，中国市场最困难阶段已经过去，整体趋势改善。短期内高端消费修复需依靠高净值人群的财富效应与针对中产的政策刺激。中长期看，需关注收入和就业的系统性改善、房地产的企稳回升，以及财富效应从高净值人群向中产的扩散节奏。



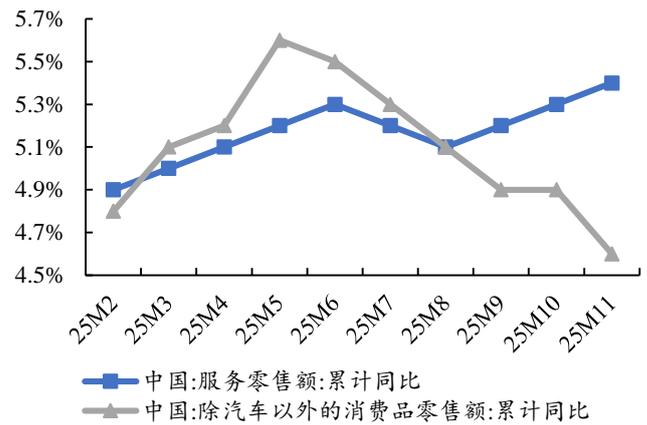
我们看好未来中产消费信心改善，为高端消费贡献边际增量。中产的消费信心受未来收入预期影响较大，我们近期观察到招聘薪资开始上涨，招聘数量有所上涨，社会的焦虑感有望缓解。根据通联数据，25Q3 新增招聘贴平均薪资为 18.3 万元，同比增长 20.7%，新增招聘贴数 17.2 万条，同比增长 23.7%。

下半年以来，消费降级趋势有缓和迹象。①提供情绪价值的消费品表现较好，11 月化妆品社零同比+6.1%、服装鞋帽+3.5%、金银珠宝+8.5%，均跑赢整体社零增速；②社零 25M9 起分化，服务消费累计同比开始跑赢消费品。我们认为是弱预期环境下，消费从资产型/库存型转向体验型/即时型的结果。

图表14：2022 年 6 月-2025 年 12 月新增招聘帖数量/薪资 同比增速



图表15：2025 年 2 月-2025 年 11 月服务零售额、汽车以外消费品零售额累计同比增速



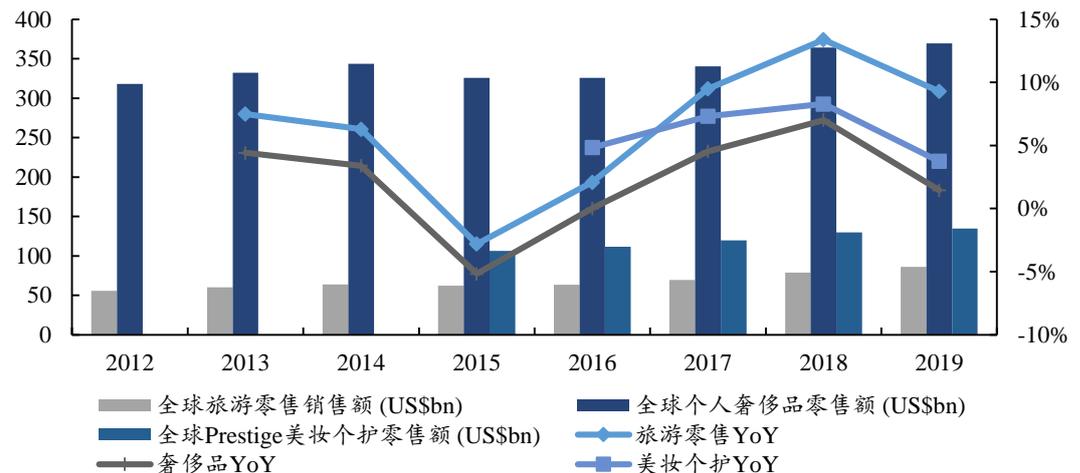
来源：通联数据，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

2.4 免税行业将持续受益于高端消费需求修复

我们观察到，全球旅游零售市场增速与高端消费品零售额增速高度关联。剔除疫情影响，根据 Generation Research 数据，2014-2019 年全球旅游零售额 CAGR 为 8.5%；根据欧睿数据，全球个人奢侈品与 Prestige 美妆个护零售额 CAGR 分别为 3.2/6.0%，各年度同比增速变化趋势与旅游零售基本一致。

图表16：2012-2019 年，全球旅游零售市场规模增速与高端消费品增速趋势基本一致

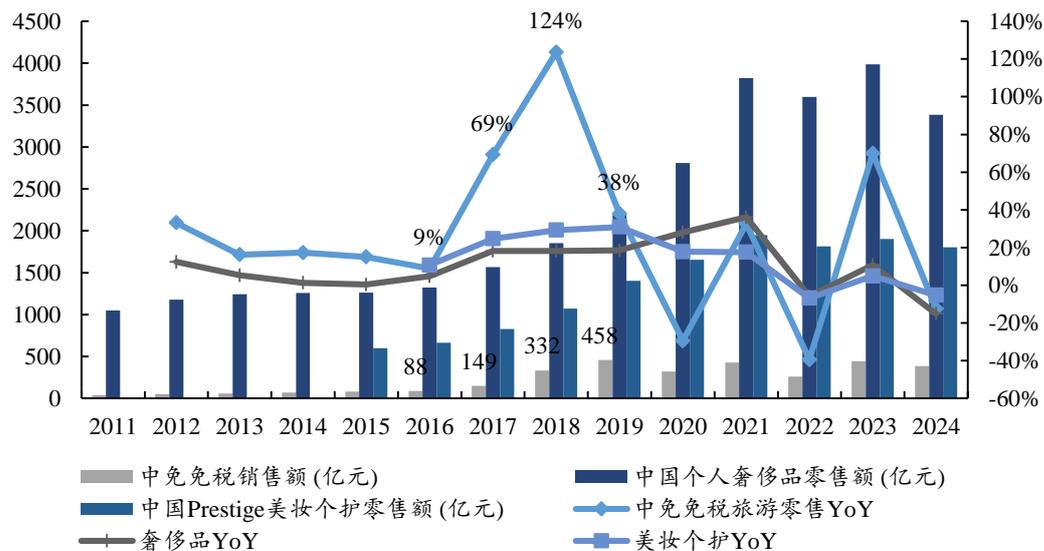


来源：Generation Research，欧睿，国金证券研究所

中国中免 2016-2019 年免税收入的快速增长，除受益于免税经营权获取、收并购等因素外，更重要的是乘上了顺周期中国高端消费快速扩张的红利。这一时期居民可支配收入保持较快增长（17/18/19 年名义+9.0/8.7/8.9%），高收入与中产人群购买力持续抬升。根据欧睿数据，2016-2019 年中国个人奢侈品零售额由 1,324.9 亿元增至 2,194.2 亿元，CAGR 达 18.3%；同期 Prestige 美妆个护零售额亦由 665.9 亿元增至 1,405.6 亿元，CAGR 达 28.3%。



图表17：2011-2024 中免免税销售额、高端消费品销售额及其同比增速

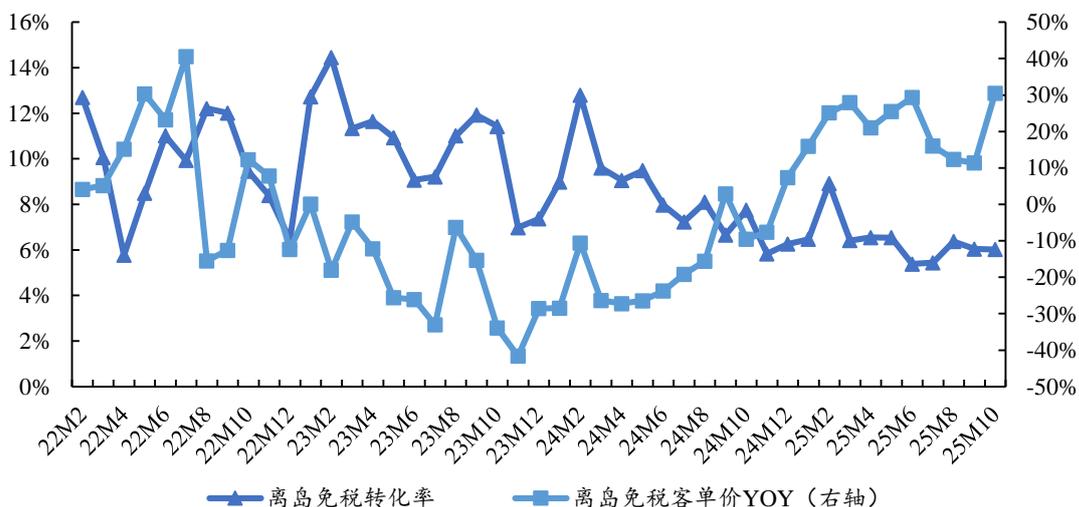


来源：欧睿，同花顺 iFinD，国金证券研究所

我们认为，2025 年 9 月起离岛免税趋势向好的核心原因是高端消费需求的回暖。原因为：免税店是高端消费品销售的重要渠道，进口香化+奢侈品在离岛免税销售中占比长期在 70% 以上，免税受其景气度影响大；普通消费者对免税消费仍持谨慎态度，离岛免税转化率（离岛免税购物人次÷海南过夜游客数量）近年来持续下降。客单价 2025 年维持较高增速，说明高客单价人群贡献主要增量。

未来，免税行业将持续受益于高端消费的筑底回升：高端消费品需求持续增长，免税行业作为渠道方直接受益；旅游人次（出入境旅游、海南旅游）增长，驱动免税消费目标人群扩大。

图表18：2022 年 2 月-2025 年 10 月海南离岛免税转化率、客单价同比



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

三、向上弹性：政策支持将加速海南离岛免税恢复进程

离岛免税为政策催化作用较强的免税业态，近期利好政策频出。2011 年，海南启动离岛免税政策，允许境内居民免税购物，当天中免三亚离岛免税店开业。2014 年，中免cdf 三亚国际免税城开业，建筑面积约 12 万 m²；2020 年，cdf 三亚国际免税城二期正式开业；2022 年，中免海口国际免税城开业；2023 年，cdf 三亚国际免税城 C 区全球美妆广场开业运营；cdf 三亚国际免税城三期预计于 2026 年整体完工。

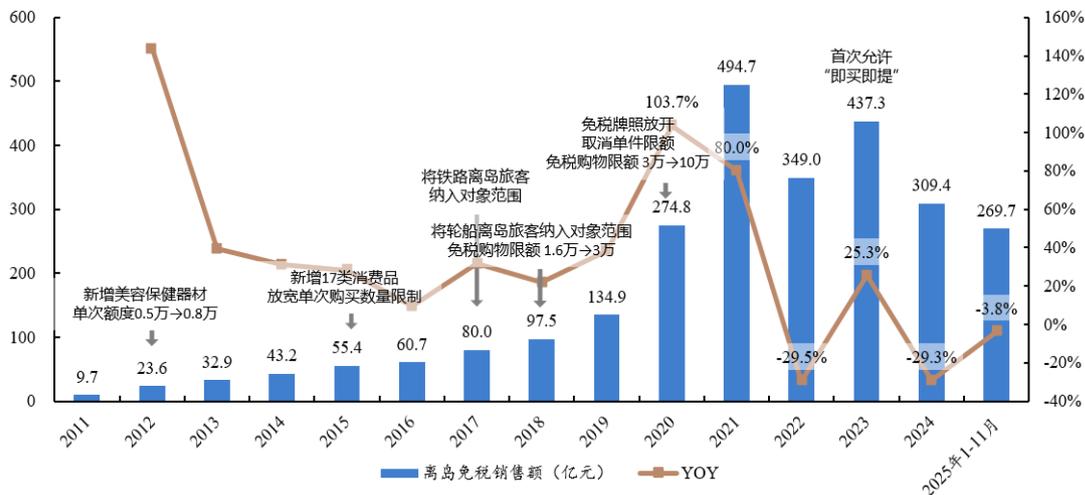
2011-2019 年，离岛免税随政策放开快速发展：额度从 2011 年的每人每次 5000 元扩大至



每人每年 3 万元；人群从乘飞机离岛旅客，扩大至飞机+铁路+轮船离岛旅客；品类从 18 种扩大至 38 种。2011-2019 年离岛免税销售额 CAGR 达 39.0%。

2020 年，海南免税政策大幅优化：额度从 3 万元扩大至 10 万元；取消单件限额 8000 元；品类从 38 种增至 45 种。当年离岛免税销售额同比增长 103.7% 至 274.8 亿元。

图表19：海南离岛免税历史销售额复盘



来源：同花顺 iFinD，中国政府网，国金证券研究所

2025 年，海南地区离岛免税与旅游消费多项利好政策持续出台。4 月《提振和扩大消费三年行动方案》明确提出统筹各级财政资金 100 亿元以上支持消费，并设定 2027 年离岛免税销售额超 600 亿元的目标；11 月离岛免税新政同步“扩人群+扩品类”；11 月黄金税收政策调整强化了海南离岛免税黄金的价格优势；12 月出台的 16 条财政措施着重支持海南旅游业发展，将持续支撑海南客流，提升免税消费人群基数。

图表20：2025 年离岛免税利好政策整理

政策名称	发布时间	实施时间	政策核心内容
《海南省提振和扩大消费三年行动方案》	2025/4/10	2025-2027	① 优化离岛免税规则；② 支持更多优质商户成为离境退税商店，推进“即买即退”；③ 适时发放离岛免税消费券，鼓励经营主体加大促销；④ 明确目标：2027 年离岛免税销售额超 600 亿元；⑤ 2025-2027 年，统筹各级财政资金 100 亿元以上，支持提振和扩大消费
《关于海南自由贸易港货物进出“一线”“二线”及在岛内流通税收政策的通知》	2025/7/18	2025/12/18	① 海南封关将与 12 月 18 日正式启动；② 货物自境外经“一线”进入海南，自贸港内关税、进口环节增值税和消费税实行“零关税”政策；③ 货物自海南经“二线”进入内地，按加工增值比例实施差异化征税，鼓励类产品在满足增值条件后可减免进口关税
《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	2025/10/15	2025/11/1	① 当年有出境记录的海南居民，可不限次购买“即购即提”商品；② 离岛且离境旅客可享离岛免税；③ 新增宠物用品、可携带乐器；④ 小家电扩容（扫地机、吸尘器等）、电子消费品扩容（摄影器材、微型无人机等）；⑤ 平板电脑类新增鼠标、键盘等配件
《关于黄金有关税收政策的公告》	2025/10/29	2025/11/1	① 黄金首饰原料进项税抵扣率下降 7pct，海南离岛免税黄金不受影响
《海南省进一步促进旅游消费若干财政措施》	2025/12/31	2026-2028	围绕体育赛事、文艺演出、入境旅游、产品开发等推出 16 条财政支持措施，例如：① 大型演唱会、音乐节：售票人数/收入达标，最高奖励 250 万 / 200 万元；② 支持国际赛事、演艺活动落地；③ 加大入境游奖补力度；④ 鼓励旅游产品创新与夜间经济

来源：海南省人民政府网，中国政府网，中华人民共和国文化和旅游部，国金证券研究所



3.1 免税新政：看好 2025 年 11 月新政红利深度释放

2025 年 11 月，岛内居民“即购即提”购物人数 4357 人，购物件数 13903 件，购物金额 1080.8 万元。基于封关后岛民消费热情高涨，岛民定向优惠力度强劲，看好岛民“即购即提”后续增长；离境旅客购买离岛免税商品 4100 件，人数 1213 人，金额 906.3 万元。基于政策大力支持入境旅游，我们预计海外游客需求将持续扩张，成为离岛免税增长的长期驱动之一；新政新增的宠物用品、可随身携带的乐器等品类(包括小家电、电子消费品类)共销售 7597 件，金额 1300 万元；国产商品共销售 126 件，金额 39.1 万元，预计将在供应链搭建完善后逐步起量。

据新华社 2026 年 1 月报道，2025 年 11 月实施的离岛免税新政策，在 2026 元旦假期加速释放红利。微型无人机、电子吉他等新品类成为年轻客群追捧的热门选择。6 类国产商品纳入免税销售后供给持续扩容。岛内居民凭年度离岛记录即可不限次享受“即购即提”福利，进口奶粉、尿不湿等日用品成为海南岛民采购的重点。

3.2 黄金税改：税改后免税黄金优势显著放大

2025 年 11 月 1 日，财政部、国家税务总局联合发布《关于黄金有关税收政策的公告》，黄金首饰进项税扣除率从 13% 降低至 6%。税改后黄金首饰每克普遍涨价 7-8%。

黄金税改后，离岛免税黄金价格优势进一步扩大。12 月 18 日广州周大福金价为 1358 元/克，而在海南免税店同品牌金价仅 1177 元/克。叠加政府消费券和满减活动后，到手价低至 1106 元/克，单克价差超过 200 元。我们认为，未来“去海南买黄金”将成为一大趋势。随着更多人认识到海南离岛免税黄金的性价比，免税黄金品类有望在 26 年加速增长。

中免正在与供应商积极合作，以利用黄金品类的增长机会。12 月以来，中免正在积极调整黄金首饰的备货策略，推进周大生等新品牌的入驻。11 月 30 日，中国黄金在海南设立中金珠宝国际有限公司，启动与中国中免的合作，为黄金珠宝行业提供“央企出海”的标杆范式。

3.3 区域政策：海南封关效应显著，持续看好后续发展

12 月 18 日封关启动后，海南地区关注度明显提升，离岛免税销售额显著增长。根据航旅纵横数据，2025 年 12 月 18 日至 2026 年 1 月 3 日，国内前往海南的机票预订量超 72 万张，同比增长约 10%；境外前往海南的机票预订量超 4.7 万张，同比增长约 82%。

封关后首周离岛免税表现亮眼。封关运作首周（12 月 18 日—24 日），海口海关共监管离岛免税购物金额 11 亿元、购物件数 77.5 万件、购物人数 16.5 万人，同比 2024 年分别增长 54.9%、11.8%、34.1%；环比封关前一周（12 月 11—17 日）分别增长 71.8%、46.7%、71.8%，充分体现了封关运作对消费市场的带动效应。

展望未来，我们首先看好海南地区加大消费支持力度。根据《海南省提振和扩大消费三年行动方案》，2025-2027 年为提振消费将统筹 100 亿，2027 年离岛免税主体目标销售额超 600 亿。后续消费券力度加大、规则调整，驱动离岛免税销售额提升的可能性较高。

我们其次看好未来海南旅游行业持续向好。2026 年 1 月 1 日起，《海南省进一步促进旅游消费若干财政措施》正式实施，有效期三年。分别围绕体育赛事、文艺展演、入境旅游、产品开发等方面出台了 16 条财政支持措施。政策支持下，高频活动与优质内容供给有望提升海南旅游吸引力，推动旅游人次与停留时长同步增长。我们认为，旅游景气度上升将通过客流量、客群质量增加传导至离岛免税消费，在政策支持与高端消费修复共振下，看好中免海南进入增长通道。

四、外需扩张：入境游快速发展将推动市内免税起量

4.1 我国入境消费潜力巨大，市内免税为重要承接渠道

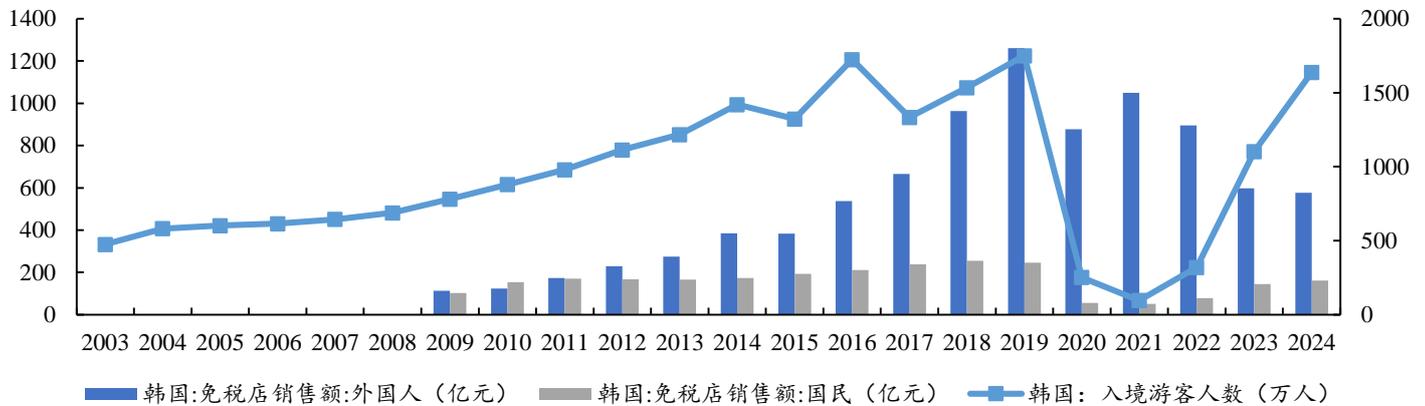
中国免税业主要消费者为本国居民，而韩国免税业 80%+ 的销售额来自海外游客，入境消费提升空间较大。韩免外国人销售额爆发经历了以下阶段：第一阶段，扩展入境旅游。2007 年 4 月起，韩国持续修订《旅游振兴法》以支持旅游业发展，09-14 年韩国外国游客数量从 782 万人增长至 1420 万人，韩免外国人销售额 CAGR 达 29%。第二阶段，放开免税牌照。2015 年，韩国政府宣布增加免税牌照，15-19 年韩国免税店数量持续增加，期间外国游客数量基本不变，韩免外国人销售额 CAGR 达 35%。

从拓展入境旅游到放开市内免税，我国正在经历与韩国类似的发展阶段。2023 年 9 月国务院办公厅发布《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，第三章强调加强入境旅游工作，今年以来上海/北京外国游客数量已经恢复至 2019 年的 115/148%；



2024年8月财政部等五部委发布《关于完善市内免税店政策的通知》，明确要求在8个城市增设市内免税店。

图表21：2009-2024 韩国免税店国民与外国人销售额



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

市内免税店指设立于城市核心商圈或旅游区周边的免税店，是承接入境消费的重要渠道。一方面，市内免税店通常位于城市核心区域，空间更大，且消费者可在行程前完成选购，购物时间更充裕；另一方面，市内免税店布局更丰富的品类，正在向包括国货潮玩、手机、无人机、运动用品、健康食品及宠物食品等方向拓展，以更好满足消费者多样化需求。在环境、品类、价格的多重优势下，市内免税店更容易转化海外游客的潜在购买力，是入境旅游消费体系中的关键一环。

图表22：中免深圳市内免税店国潮区



来源：中免集团，国金证券研究所

4.2 政策引导下，市内免税进入快速扩张期

《关于完善市内免税店政策的通知》要求在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等8个城市，各设立1家市内免税店，中国中免中标其中6家。截至2025年12月31日，中免6家新中标的免税店已经开业，原有的中免北京、上海市内免税店尚未营业。


图表23：《关于完善市内免税店政策的通知》发布后开业或焕新的市内免税店

时间	运营方	城市	面积 (m²)
2024年12月31日	中国中免	大连市内免税店焕新	
2025年5月20日	中国中免	青岛市内免税店焕新	
2025年5月26日	中国中免	厦门市内免税店焕新	
2025年5月30日	王府井	武汉市内免税店	1200
2025年8月26日	中国中免	广州市内免税店	2358
2025年8月26日	中国中免	深圳市内免税店	3000
2025年9月25日	中国中免	成都市内免税店	3140
2025年9月26日	王府井	长沙市内免税店	1345
2025年11月26日	中国中免	西安市内免税店	2050
2025年11月28日	中国中免	天津市内免税店	1106
2025年12月18日	中国中免	福州市内免税店	857

来源：百度百科，中免集团，长江日报，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

海南地区：我们预测 25/26/27 年离岛免税销售额分别为 309.3/402.9/461.2 亿元，同比持平/+30.3/+14.5%。主要由离岛免税新政策、海南旅游人次增加、高端消费需求恢复驱动。公司海南地区收入分别为 286.4/370.0/425.3 亿元，同比-0.9/+29.1/+14.5%。

上海地区：假设日上上海线上业务后续正常运作，我们预测 25/26/27 年公司上海地区（不包含新开业的市内免税店）收入分别为 142.6/136.6/145.3 亿元，同比-11.1/-4.2/+6.4%。我们预计上海地区线上业务维持稳定，线下业务随出入境人数增长、高端消费需求回暖恢复。

其他收入：我们预测 25/26/27 年公司其他收入分别为 123.0/150.2 /192.2 亿元，同比+6.5%/+22.1%/+28.0%，主要由市内免税收入增长驱动。

图表24：中国中免盈利预测（按地区拆分）

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	675.4	564.7	552.0	656.8	762.9
yoy	24.1%	-16.4%	-2.3%	19.0%	16.2%
毛利率	31.8%	32.0%	31.9%	30.7%	30.9%
海南地区收入	396.5	288.9	286.4	370.0	425.3
yoy	14.2%	-27.1%	-0.9%	29.1%	14.5%
毛利率	25.8%	23.7%	25.0%	23.6%	23.7%
上海地区收入	178.2	160.3	142.6	136.6	145.3
yoy	26.0%	-10.0%	-11.1%	-4.2%	6.4%
毛利率	23.8%	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%
其他收入	100.7	115.5	123.0	150.2	192.2
yoy	80.4%	14.7%	6.5%	22.1%	28.0%
毛利率	69.9%	61.4%	54.8%	52.7%	50.4%

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

综上所述我们预测 25/26/27 年公司营业收入分别为 552.0/656.8/762.9 亿元，同比-2.3/+19.0/+16.2%；归母净利润分别为 39.7/52.4/66.1 亿元，同比-6.9/+31.9/+26.2%。

5.2 投资建议及估值

我们预测 25/26/27 年公司 EPS 为 1.92/2.53/3.19 元。参照 2025 年 1 月 12 日收盘价 95.40 元，对应 PE 为 49.69/37.71/29.91 倍。



我们选取 2 家可比公司对中国中免进行估值。我们选择了拥有免税业务的王府井和提供免税场地租赁、离岛免税提货点服务的海南机场。

我们认为公司龙头地位稳固，护城河宽广；公司代表的高端消费率先复苏，政策支持预期强劲，因此建议重点关注。参照公司历史估值，给予 2026 年 45 倍估值，目标价 113.90 元，给予公司“买入”评级。

图表25：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2018E	2019E	2020E
600859.SH	王府井	16.16	0.22	0.34	0.43	74.13	47.35	37.22
600515.SH	海南机场	4.93	0.03	0.05	0.06	153.11	107.88	77.03
平均值						113.62	77.61	57.12
601888.SH	中国中免	95.40	1.92	2.53	3.19	49.69	37.71	29.91

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所（截至 2026 年 1 月 12 日收盘价，可比公司采用 Wind 一致预测）



六、风险提示

海南政策不及预期：若政策支持力度低于预期，海南离岛免税销售恢复可能不及预期。

市内免税开店受阻：市内免税作为公司重要的增长曲线，其推进节奏仍存在不确定性。若北京、上海市内免税店的开业进度慢于预期，市内免税对收入的贡献可能低于预期。

口岸免税竞争加剧：浦东国际机场是国内最核心的免税销售口岸之一，未来竞争格局存在不确定性。杜福睿进入浦东机场 T1 后，公司在上海机场的市占率可能面临下滑压力。

高端消费不及预期：若宏观修复偏弱、居民消费信心与出行意愿不足，高端消费回暖不及预期，免税销售客单价和转化率将低于预期。

跨境电商竞争风险：跨境电商可能分流免税消费需求，削弱免税渠道的价格优势，对公司增长形成压力。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	54,433	67,540	56,474	55,202	65,679	76,287
增长率	24.1%	-16.4%	-2.3%	19.0%	16.2%	
主营业务成本	-38,982	-46,049	-38,385	-37,596	-45,495	-52,724
%销售收入	71.6%	68.2%	68.0%	68.1%	69.3%	69.1%
毛利	15,451	21,491	18,089	17,607	20,184	23,563
%销售收入	28.4%	31.8%	32.0%	31.9%	30.7%	30.9%
营业税金及附加	-1,215	-1,644	-1,268	-1,325	-1,576	-1,831
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%
销售费用	-4,032	-9,421	-9,063	-9,080	-9,611	-10,689
%销售收入	7.4%	13.9%	16.0%	16.4%	14.6%	14.0%
管理费用	-2,209	-2,208	-1,989	-1,822	-2,167	-2,517
%销售收入	4.1%	3.3%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	-39	-58	-20	-55	-59	-61
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	7,956	8,159	5,749	5,325	6,770	8,465
%销售收入	14.6%	12.1%	10.2%	9.6%	10.3%	11.1%
财务费用	-220	869	923	845	811	884
%销售收入	0.4%	-1.3%	-1.6%	-1.5%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-584	-636	-739	-721	-575	-589
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	162	87	64	-30	150	300
%税前利润	2.1%	1.0%	1.0%	n.a	2.1%	3.3%
营业利润	7,619	8,677	6,178	5,566	7,302	9,207
营业利润率	14.0%	12.8%	10.9%	10.1%	11.1%	12.1%
营业外收支	-3	-32	-30	-50	-30	-30
税前利润	7,617	8,646	6,148	5,516	7,272	9,177
利润率	14.0%	12.8%	10.9%	10.0%	11.1%	12.0%
所得税	-1,429	-1,379	-1,286	-1,103	-1,454	-1,835
所得税率	18.8%	16.0%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	6,188	7,266	4,862	4,412	5,818	7,341
少数股东损益	1,158	553	595	441	582	734
归属于母公司的净利润	5,030	6,714	4,267	3,971	5,236	6,607
净利率	9.2%	9.9%	7.6%	7.2%	8.0%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,188	7,266	4,862	4,412	5,818	7,341
少数股东损益	1,158	553	595	441	582	734
非现金支出	2,021	1,945	2,282	1,471	1,345	1,378
非经营收益	11	-42	-13	198	103	-229
营运资金变动	-11,636	5,957	808	-282	-82	798
经营活动现金净流	-3,415	15,126	7,939	5,796	7,171	9,269
资本开支	-2,991	-1,801	-1,118	-1,122	-1,144	-1,194
投资	-875	-2,923	247	-984	-100	-100
其他	59	9	416	-30	150	300
投资活动现金净流	-3,807	-4,716	-454	-2,136	-1,094	-994
股权募资	16,121	12	16	0	0	0
债权募资	4,010	-1,404	-83	-404	359	-195
其他	-4,676	-3,236	-4,300	-1,737	-2,223	-2,760
筹资活动现金净流	15,455	-4,628	-4,367	-2,141	-1,864	-2,955
现金净流量	9,106	5,990	3,021	1,720	4,663	5,420

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26,892	31,838	34,817	36,070	40,405	45,595
应收款项	1,014	1,378	980	1,210	1,440	1,672
存货	27,926	21,057	17,348	17,304	18,647	19,060
其他流动资产	1,374	4,183	2,815	3,647	3,783	3,907
流动资产	57,205	58,456	55,960	58,231	64,274	70,234
%总资产	75.4%	74.1%	73.4%	74.0%	76.0%	77.2%
长期投资	3,357	3,775	5,099	5,059	5,159	5,259
固定资产	7,286	7,359	7,061	7,699	8,449	9,014
%总资产	9.6%	9.3%	9.3%	9.5%	9.4%	9.3%
无形资产	4,384	4,028	3,861	3,677	3,503	3,340
非流动资产	18,702	20,414	20,300	20,613	20,962	21,510
%总资产	24.6%	25.9%	26.6%	26.0%	24.0%	22.8%
资产总计	75,908	78,869	76,260	78,647	84,601	91,030
短期借款	2,608	1,108	1,026	794	1,152	957
应付款项	10,133	9,767	6,525	7,206	8,669	10,030
其他流动负债	4,740	4,453	3,418	3,170	3,909	4,704
流动负债	17,480	15,329	10,969	11,170	13,730	15,692
长期贷款	2,509	2,522	2,567	2,567	2,567	2,567
其他长期负债	1,791	1,837	1,776	1,137	809	577
负债	21,780	19,688	15,312	14,874	17,106	18,836
普通股股东权益	48,573	53,834	55,097	57,479	60,621	64,585
其中：股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
未分配利润	27,448	32,507	33,361	35,743	38,885	42,849
少数股东权益	5,554	5,348	5,852	6,293	6,875	7,609
负债股东权益合计	75,908	78,869	76,260	78,647	84,601	91,030

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.431	3.245	2.063	1.920	2.531	3.194
每股净资产	23.478	26.021	26.631	27.783	29.302	31.218
每股经营现金净流	-1.651	7.311	3.838	2.802	3.466	4.480
每股股利	0.800	1.650	1.050	0.768	1.012	1.277
回报率						
净资产收益率	10.36%	12.47%	7.74%	6.91%	8.64%	10.23%
总资产收益率	6.63%	8.51%	5.60%	5.05%	6.19%	7.26%
投入资本收益率	10.90%	10.91%	7.04%	6.34%	7.60%	8.94%
增长率						
主营业务收入增长率	-19.57%	24.08%	-16.38%	-2.25%	18.98%	16.15%
EBIT 增长率	-46.40%	2.56%	-29.54%	-7.37%	27.14%	25.03%
净利润增长率	-47.89%	33.46%	-36.44%	-6.93%	31.85%	26.18%
总资产增长率	36.84%	3.90%	-3.31%	3.13%	7.57%	7.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	0.8	0.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	223.1	194.1	182.6	175.0	160.0	145.0
应付账款周转天数	63.4	55.6	52.5	52.5	52.5	52.5
固定资产周转天数	36.4	34.0	39.4	41.8	37.1	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.23%	-47.66%	-51.23%	-51.29%	-54.35%	-58.27%
EBIT 利息保障倍数	36.1	-9.4	-6.2	-6.3	-8.4	-9.6
资产负债率	28.69%	24.96%	20.08%	18.91%	20.22%	20.69%

来源：公司年报，国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	11	21	38	61
增持	0	1	5	11	2
中性	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.23	1.26	1.29	1.09

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究