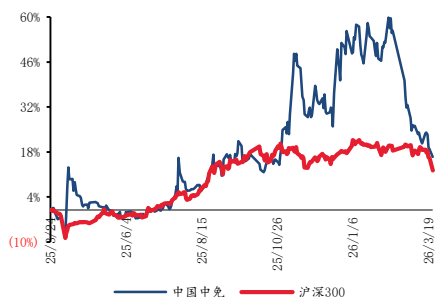


## 中国中免点评：盈利能力拐点确立 Q4 业绩同比大幅增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	20.78/19.52
总市值/流通(亿元)	1,470.46/1,381.77
12个月内最高/最低价(元)	99.81/54.75

### 相关研究报告

<<中国中免 25Q3 点评：离岛免税数据回暖 口岸免税恢复增长>>—2025-11-08

<<中国中免 25 年中报点评：离岛免税降幅收窄 静待消费复苏>>—2025-08-29

<<中国中免 24 年报点评：整体业绩承压 静待消费复苏>>—2025-03-31

### 证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

**事件：**中国中免发布 2025 年度业绩快报，全年实现营业总收入 536.94 亿元，同比下降 4.92%；实现归母净利润 35.86 亿元，同比下降 15.97%；扣非后归母净利润为 35.44 亿元，同比下降 14.48%。

其中 2025Q4，公司实现营业收入 138.31 亿元，同比增长 2.81%，实现归母净利润 5.34 亿元，同比增长 53.49%。

### 点评：

**单四季度业绩表现亮眼，盈利能力迎来重要拐点。**据海口海关数据，2025 年 9 月海南离岛免税月度销售额同比增长 3.4%，实现近 18 个月以来的首次正增长；10-12 月，离岛免税分别实现 13.1%、27.1%、17.1% 的同比增长。Q4 业绩超预期的核心驱动力在于盈利能力的显著修复，报告期内，公司对重点子公司计提商誉减值，对净利润产生了一定影响。经初步测算，剔除商誉减值影响后，Q4 归母净利润同比增速高达 150.63%，展示了公司主营业务强劲的复苏态势。

**2026 Q1 离岛免税高景气度得以延续。**今年 1 月离岛免税销售额同比增长 44.8%，春节期间也实现了稳健增长。公司作为海南市场的绝对龙头，市占率稳固，充分受益于海南封关运作、离岛免税新政带来的客流与消费增量。

**盈利能力和运营效率的改善是 Q4 业绩的核心支撑。**公司 Q4 主营业务毛利率同比提升了 4.12 个百分点，同时全年存货周转率同比增长约 10%，反映出公司在优化折扣策略、改善品类结构及加强供应链管理方面取得了显著成效。

**机场业务企稳回升，国际化战略布局深远。**国内及国际客流的恢复为机场口岸业务的复苏提供了基础。公司近期成功中标上海、北京等核心枢纽机场的免税标段，巩固了其在国内口岸渠道的领先地位。更具战略意义的是，公司完成了对 DFS 港澳地区业务的收购，并引入 LVMH 集团作为战略投资者。此举不仅能快速拓展海外零售网络，更重要的是通过与全球顶级奢侈品集团的深度绑定，有望在品牌引进、供应链议价能力等方面获得长期竞争优势，为其全球化发展奠定坚实基础。

**投资建议：**预计 2025-2027 年中国中免将实现归母净利润 35.86/50.74/60.22 亿元，同比增速-15.96%/41.5%/18.68%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.73/2.44/2.9 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 41X、29X 和 24X，给予“增持”评级。

**风险提示：**存在宏观市场环境变化，免税需求减少风险；存在跨境电商平台竞争加剧，商品价格竞争力下降的风险。存在地缘政治导致的出入境人数下滑的风险。存在市内免税店销售情况低于预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	56,474	53,694	59,499	65,073
营业收入增长率(%)	-16.38%	-4.92%	10.81%	9.37%
归母净利润（百万元）	4,267	3,586	5,074	6,022
净利润增长率(%)	-36.44%	-15.96%	41.50%	18.68%
摊薄每股收益（元）	2.05	1.73	2.44	2.90
市盈率（PE）	34.46	41.00	28.98	24.42

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,838	34,817	39,824	43,612	47,745
应收和预付款项	621	905	666	715	772
存货	21,057	17,348	16,601	17,730	19,117
其他流动资产	4,940	2,889	2,901	3,001	3,097
流动资产合计	58,456	55,960	59,992	65,058	70,731
长期股权投资	2,200	3,670	3,670	3,670	3,670
投资性房地产	1,575	1,429	1,429	1,429	1,429
固定资产	6,292	6,088	5,342	4,636	3,948
在建工程	1,067	972	871	547	302
无形资产开发支出	2,131	1,952	1,967	1,967	1,967
长期待摊费用	1,074	1,086	1,166	1,246	1,326
其他非流动资产	64,531	61,063	65,011	70,077	75,749
资产总计	78,869	76,260	79,455	83,571	88,391
短期借款	369	233	233	233	233
应付和预收款项	6,410	4,728	4,563	4,874	5,255
长期借款	2,522	2,567	2,592	2,617	2,642
其他负债	10,386	7,784	8,702	9,251	9,829
负债合计	19,688	15,312	16,090	16,974	17,958
股本	2,069	2,069	2,078	2,078	2,078
资本公积	17,447	17,442	18,124	18,124	18,124
留存收益	33,558	34,412	35,899	38,386	41,337
归母公司股东权益	53,834	55,097	56,987	59,473	62,424
少数股东权益	5,348	5,852	6,379	7,124	8,009
股东权益合计	59,182	60,948	63,365	66,597	70,433
负债和股东权益	78,869	76,260	79,455	83,571	88,391

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	15,126	7,939	7,359	6,968	7,911
投资性现金流	-4,716	-454	-839	-632	-747
融资性现金流	-4,628	-4,367	-1,243	-2,549	-3,032
现金增加额	5,990	3,021	5,007	3,788	4,132

**利润表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	53,694	59,499	65,073
营业成本	46,049	38,385	36,221	38,684	41,710
营业税金及附加	1,644	1,268	1,251	1,386	1,516
销售费用	9,421	9,063	8,859	9,817	10,737
管理费用	2,208	1,989	1,906	2,112	2,310
财务费用	-869	-923	-686	-786	-861
资产减值损失	-638	-742	-797	-740	-710
投资收益	87	64	-70	-71	-78
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	8,677	6,178	5,307	7,509	8,912
其他非经营损益	-32	-30	0	0	0
利润总额	8,646	6,148	5,307	7,509	8,912
所得税	1,379	1,286	1,194	1,690	2,005
净利润	7,266	4,862	4,113	5,820	6,907
少数股东损益	553	595	527	746	885
归母股东净利润	6,714	4,267	3,586	5,074	6,022

**预测指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.82%	32.03%	32.54%	34.98%	35.90%
销售净利率	9.94%	7.56%	6.68%	8.53%	9.25%
销售收入增长率	24.08%	-16.38%	-4.92%	10.81%	9.37%
EBIT 增长率	0.07%	-32.66%	-10.56%	45.49%	19.74%
净利润增长率	33.46%	-36.44%	-15.96%	41.50%	18.68%
ROE	12.47%	7.74%	6.29%	8.53%	9.65%
ROA	9.39%	6.27%	5.28%	7.14%	8.03%
ROIC	9.99%	6.18%	5.21%	7.24%	8.22%
EPS (X)	3.23	2.05	1.73	2.44	2.90
PE (X)	21.90	34.46	41.00	28.98	24.42
PB (X)	2.73	2.67	2.58	2.47	2.36
PS (X)	2.18	2.60	2.74	2.47	2.26
EV/EBITDA (X)	16.33	16.24	20.97	14.49	11.80

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。