

# 政策利好密集落地，战略布局持续深化

## ——中国中免（601888.SH）首次覆盖报告

商贸零售

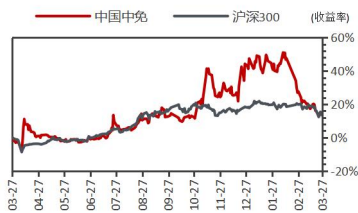
报告原因：

**买入**（首次评级）

市场数据：	2026年03月27日
收盘价（元）	71.65
一年内最高/最低（元）	97.10/54.75
市净率	2.7
股息率（分红/股价）	1.92
流通A股市值（百万元）	139,895
上证指数/深证成指	3,914/13,760
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025年09月30日
每股净资产（元）	26.9
资产负债率%	18.34
总股本/流通A股（百万）	2,078/1,952
流通B股/H股（百万）	-/125.3211

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉  
S0820525020001  
021-32229888-25516  
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩  
S0820125020001  
021-32229888-25515  
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- 投资评级与估值：**公司作为中国免税行业龙头，受益于离岛免税新政、海南封关运作，以及公司与LVMH深度绑定强化免税业务主导地位、渠道网络持续扩容，业绩复苏动能充足。预计公司2025-2027年营业收入分别为536.5/610.8/678.4亿元，同比增速-5.0%/+13.8%/+11.1%，归母净利润分别为35.5/50.2/61.2亿元，同比增速-16.9%/+41.4%/+22.0%，对应PE分别为41.8X/29.6X/24.2X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 行业与公司分析：**离岛免税是近年来中国免税行业核心增量来源，2020年海南离岛免税新政后，行业经历快速扩容，2021年海南离岛免税购物金额达到495亿元的高点，此后受消费环境变化、出境游恢复分流、套代购管控趋严等因素影响有所回落。2025年11月，海南“离岛免税”升级政策实施首月，受品类扩容、岛民购物限制放开等新政影响，海南离岛免税购物金额同比增长27.1%，行业有望逐步复苏。公司是中国免税行业龙头，主营免税商品批发与零售，产品涵盖香化、精品、酒水等品类，渠道覆盖离岛免税、口岸免税、市内免税、线上电商四大板块。公司25Q1-3实现营收398.6亿元，归母净利润30.5亿元；25H1免税商品销售收入占比72.6%，会员人数突破4500万，海南离岛免税业务是主要收入和利润来源。
- 关键假设：**考虑到海南离岛免税政策持续调整升级，海南消费复苏趋势有望继续，加上公司渠道网络持续扩容，核心业务有望迎来拐点。免税商品业务方面，预计2025-2027年免税商品收入增速分别为-1%/+17.0%/+14.0%，毛利率分别为39.7%/39.8%/39.8%。有税商品业务方面，市内免税店“免税+有税”复合经营模式下有税商品作为品类补充，短期受消费环境影响承压，中期有望随客流恢复企稳，预计2025-2027年有税商品收入增速分别为-10.0%/+6.0%/+3.0%，毛利率分别为13.5%/13.6%/13.6%。
- 有别于市场的认识：**市场担忧行业竞争加剧且出境游恢复将分流免税消费，公司牌照优势减弱，但我们认为：**1) 政策支持方向明确，免税政策利好密集落地。**2025年11月1日，海南离岛免税政策升级，免税品类扩充至47大类，允许国货进入离岛免税店销售，允许离境游客享受离岛免税政策，岛内居民一年内一次离岛可不限次数购买免税商品；2025年12月18日，海南全岛封关运作启动，免税商品目录大幅扩容，享惠主体进一步扩大。政策红利驱动下，海南离岛免税销售呈现企稳态势，据海口海关数据，2026年1-2月，离岛免税购物金额累计105.9亿元，同比增长25.9%，其中春运期间同比增长39.8%。**2) 收购DFS与LVMH入股推动公司从依赖牌照向品牌资源平台转化，主导地位持续巩固。**2026年1月，公司公告收购奢侈品旅游零售巨头DFS大中华区业务，获取港澳9家核心门店，首次进入澳门高端市内免税市场，填补了港澳渠道空白，与此同时，DFS的母公司LVMH及Miller家族同步认购公司增发的H股，成为公司的战略股东，形成利益绑定，不仅能快速拓展海外零售网络，在品牌引进、供应链议价能力等方面的优势进一步强化。公司已形成离岛、口岸、港澳、市内、线上的五位一体格局，25H1免税商品收入占比提升至72.6%，免税业务主导地位持续巩固，对海南单一市场的收入依赖度趋于下降。**3) 客单价抬升有望带来品类结构升级，盈利能力有望持续改善。**据海口海关数据，25H1海南离岛人均免税购物金额同比增长23.0%至6754元，客单价抬升主要系品类结构升级拉动，高价值商品占比提升。与此同时公司具有较强的供应链议价能力，公司免税商品毛利率保持较高位，25H1为39.0%，随着海南离岛客单价抬升，公司盈利能力有望持续改善。**4) 消费回流与出入境客流加速恢复为中国免税市场带来增量，公司有望率先受益。**政策红利下，免税品类扩容，享惠主体扩大，购物限制放宽，对

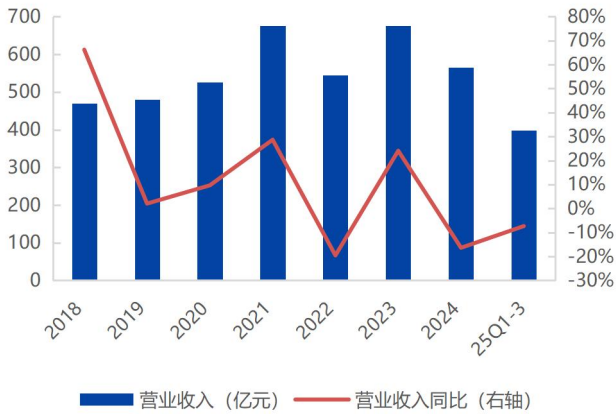
境外购物渠道形成有效替代，原先外流的高端消费需求逐步向中国免税渠道转移。随着免签政策推进、国际航班加密以及出入境通关效率提升，中国出入境客流正加速恢复。公司在北京、上海、广州等主要机场及边境口岸拥有完善的免税店网络，有望率先受益，客流恢复将直接带动高毛利业务增长，改善整体盈利能力。

- **股价的催化剂：**政策红利持续释放，离岛免税销售强劲增长；市内免税新店持续开业，网点覆盖范围持续扩大；出入境客流恢复提速，口岸免税业务弹性释放。
- **风险提示：**消费复苏不及预期；行业竞争加剧；出入境客流恢复不及预期；政策变动风险。

#### 财务数据及盈利预测

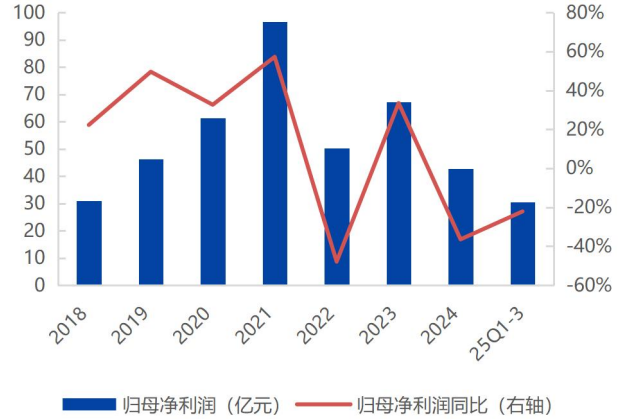
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	67,540	56,474	53,654	61,083	67,841
同比增长率（%）	24.1%	-16.4%	-5.0%	13.8%	11.1%
归母净利润（百万元）	6,714	4,267	3,548	5,016	6,121
同比增长（%）	33.5%	-36.4%	-16.9%	41.4%	22.0%
每股收益（元/股）	3.23	2.05	1.71	2.42	2.96
毛利率（%）	31.8%	32.0%	32.2%	32.8%	33.3%
ROE（%）	12.5%	7.7%	6.1%	7.9%	8.8%
市盈率	22.1	34.7	41.8	29.6	24.2

图表 1：公司营业收入及同比



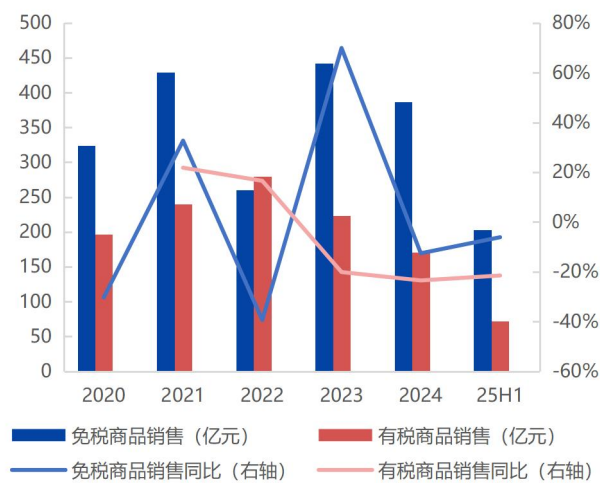
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



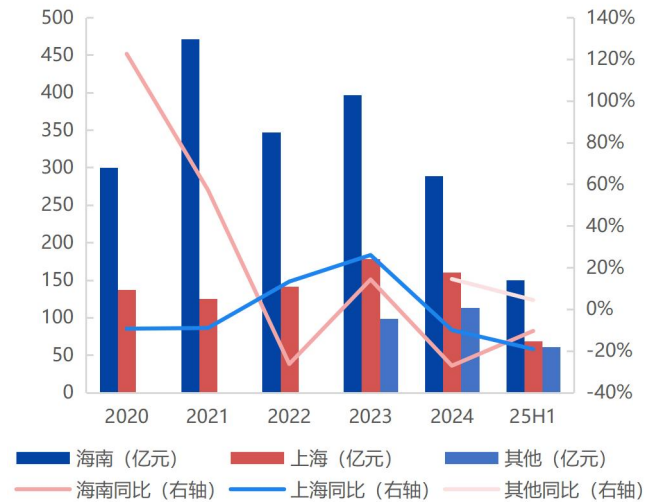
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：免税商品销售/有税商品销售及同比



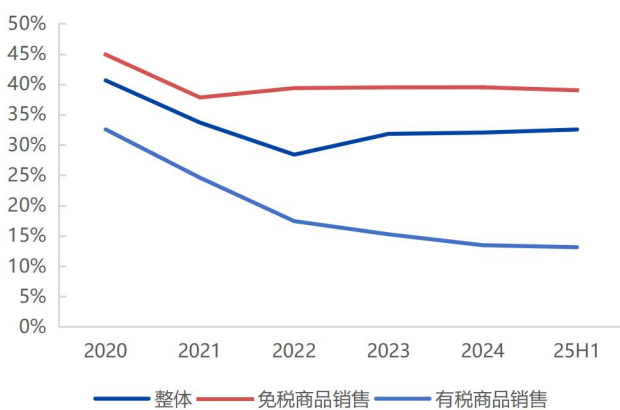
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：海南/上海/其他地区收入及同比



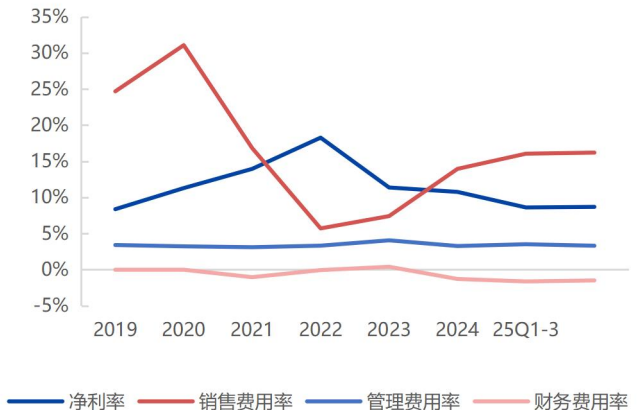
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：免税/有税商品销售毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：公司净利率及各项费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

## 风险提示

- 1) 消费复苏不及预期。**公司业绩与消费景气度高度相关，若居民消费信心持续不足，将对免税商品销售形成压力。
- 2) 行业竞争加剧。**若竞争对手加大促销力度或采取激进价格策略，可能导致公司市场份额下降及毛利率承压。
- 3) 出入境客流恢复不及预期。**口岸及市内免税业务对国际航班及出入境客流具有高度敏感性，若国际航线恢复进度放缓，将影响相关业务增长。
- 4) 政策变动风险。**若离岛免税购物额度、品类范围或市内免税店政策出现收紧，可能对公司经营产生负面影响。

**财务预测摘要:**

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,838	34,817	38,064	39,568	46,365	净利润	7,266	4,862	4,126	5,573	6,801
应收款项	139	67	124	91	145	折旧摊销	356	428	802	799	788
存货	21,057	17,348	17,304	22,383	21,788	营运资本变动	-4,285	-9,697	1,915	7,717	665
<b>流动资产</b>	<b>58,456</b>	<b>55,960</b>	<b>60,535</b>	<b>67,814</b>	<b>74,675</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>15,126</b>	<b>7,939</b>	<b>4,135</b>	<b>2,244</b>	<b>7,649</b>
长期股权投资	2,200	3,670	4,562	5,426	6,502	资本开支	1,802	1,119	650	655	660
固定资产	6,292	6,088	6,288	6,370	6,381	投资变动	-2,923	247	893	864	1,076
在建工程	1,067	972	648	432	288	<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,716</b>	<b>-454</b>	<b>-1,548</b>	<b>-1,524</b>	<b>-1,744</b>
无形资产	2,128	1,940	1,718	1,509	1,313	银行借款	2,892	2,800	2,797	2,797	2,797
<b>非流动资产</b>	<b>20,414</b>	<b>20,300</b>	<b>20,436</b>	<b>20,671</b>	<b>21,212</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,628</b>	<b>-4,367</b>	<b>687</b>	<b>754</b>	<b>858</b>
<b>资产合计</b>	<b>78,869</b>	<b>76,260</b>	<b>80,971</b>	<b>88,485</b>	<b>95,887</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>5,990</b>	<b>3,021</b>	<b>3,246</b>	<b>1,504</b>	<b>6,797</b>
短期借款	369	233	230	230	230	期初现金	26,892	31,838	34,817	38,064	39,568
应付款项	6,403	4,717	5,390	6,603	6,616	期末现金	31,838	34,817	38,064	39,568	46,365
流动负债	6,403	4,717	5,390	6,603	6,616						
长期借款	2,522	2,567	2,567	2,567	2,567						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>4,359</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>	<b>4,343</b>						
<b>负债合计</b>	<b>19,688</b>	<b>15,312</b>	<b>15,897</b>	<b>17,838</b>	<b>18,439</b>						
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069						
资本公积	17,447	17,442	17,442	17,442	17,442						
留存收益	33,558	34,412	37,960	42,975	49,096						
归母股东权益	53,834	55,097	58,645	63,660	69,781						
少数股东权益	5,348	5,852	6,429	6,987	7,667						
<b>负债和权益总计</b>	<b>78,869</b>	<b>76,260</b>	<b>80,971</b>	<b>88,485</b>	<b>95,887</b>						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	53,654	61,083	67,841
营业成本	46,049	38,385	36,385	41,076	45,275
税金及附加	1,644	1,268	1,341	1,588	1,764
销售费用	9,421	9,063	8,853	9,773	10,515
管理费用	2,208	1,989	1,932	1,832	2,035
研发费用	58	20	16	18	20
财务费用	-869	-923	-571	-676	-762
资产减值损失	-638	-742	743	744	745
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	87	64	91	109	130
营业利润	8,677	6,178	5,277	7,037	8,581
营业外收支	-32	-30	-21	-28	-26
利润总额	8,646	6,148	5,256	7,010	8,555
所得税	1,379	1,286	1,130	1,437	1,754
净利润	7,266	4,862	4,126	5,573	6,801
少数股东损益	553	595	578	557	680
归母净利润	6,714	4,267	3,548	5,016	6,121
EBITDA	9,299	6,779	6,917	8,716	10,333

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力指标</b>					
营业收入增速	24.1%	-16.4%	-5.0%	13.8%	11.1%
营业利润增速	13.9%	-28.8%	-14.6%	33.4%	21.9%
归母净利润增速	33.5%	-36.4%	-16.9%	41.4%	22.0%
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	31.8%	32.0%	32.2%	32.8%	33.3%
净利率	10.8%	8.6%	7.7%	9.1%	10.0%
ROE	12.3%	8.0%	6.3%	7.9%	8.8%
ROIC	11.3%	7.4%	5.9%	7.4%	8.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.0%	20.1%	19.6%	20.2%	19.2%
净负债比率	0.33	0.25	0.24	0.25	0.24
流动比率	3.81	5.10	5.24	5.03	5.30
速动比率	2.17	3.26	3.40	3.02	3.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.86	0.74	0.66	0.69	0.71
应收账款周转率	486.46	848.02	434.14	670.93	469.11
存货周转率	3.21	3.26	3.10	2.73	3.11
<b>每股指标</b>					
每股收益	3.25	2.06	1.71	2.42	2.96
每股经营性现金流	7.31	3.84	2.00	1.08	3.70
每股净资产	28.61	29.46	31.45	34.15	37.43
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.08	34.74	41.78	29.55	24.22
市销率	2.19	2.62	2.76	2.43	2.19
市净率	2.50	2.43	2.28	2.10	1.91
EV/EBIT	15.22	20.27	20.61	15.98	12.61
EV/EBITDA	14.63	18.99	18.22	14.51	11.64

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券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。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。