

中国中免 (601888)

2025 年报点评: Q4 毛利率显著提升, 海南离岛免税高景气

买入 (维持)

2026 年 03 月 31 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	56,474	53,694	58,932	64,597	70,097
同比 (%)	(16.38)	(4.92)	9.76	9.61	8.51
归母净利润 (百万元)	4,267	3,586	5,223	5,817	6,453
同比 (%)	(36.44)	(15.96)	45.65	11.36	10.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.05	1.73	2.51	2.80	3.11
P/E (现价&最新摊薄)	34.50	41.06	28.19	25.31	22.82

投资要点

- **事件:** 2025 年全年公司实现营收 536.9 亿元, yoy-4.92%; 归母净利润 35.86 亿元, yoy-15.96%; 扣非归母净利润 35.44 亿元, yoy-14.47%。与业绩预告基本一致。
- **Q4 毛利率显著提升:** 2025 年 Q4 公司实现营收 138.31 亿元, yoy+3%; 归母净利润 5.34 亿元, yoy+54%, 还原商誉减值 3.38 亿元后归母同比 +151%; 扣非归母 5.08 亿元, yoy+87%。Q4 毛利率为 33.3%, yoy+4.8pct, 销售费用率 16.1%, yoy-0.8%; 管理费用率 6.4%, yoy+2.2pct; 财务费用率 -1.3%, yoy+0.7pct; 归母净利率 3.9%, yoy+1.3pct。
- **线下销售占比提升:** 分渠道看, 2025 年免税/有税商品销售营收分别为 391.65/133.88 亿元, yoy+1.29%/-21.69%, 收入占比为 73%/25%; 免税/有税毛利率分别为 36.97%/17.13%, yoy-2.53/+3.68pct。
- **海南离岛免税持续高景气:** 2025 年海南/上海地区分别实现营收 285.37/120.10 亿元, yoy-1.23%/-25.10%, 营收占比分别为 53%/22%。根据海口海关, 25 年海南离岛免税销售额 303.8 亿元, yoy-1.8%; 客单价 6562.3 元, yoy+20.5%, 高单价品类消费占比提升带动客单价显著提升。离岛免税销售自 25 年 9 月起转正, 26 年 1-2 月离岛免税销售额为 105.9 亿元, yoy+26%, 封关后离岛免税持续高景气。
- **打造全球领先的数智化旅游零售运营商:** 2026 年公司将深耕海南市场, 把握自贸港封关运作机遇, 推动“免税+文旅”融合, 依托增量政策, 优化产品结构; 推进渠道融合升级, 推动机场和市内店运营提升; 深化线上业务运营, 促进线上线下融合; 拓展海外业务, 有序推进 DFS 大中华区零售业务整合计划实施, 持续关注海外市场拓展与并购机会。
- **盈利预测与投资评级:** 中国中免作为旅游零售龙头市场地位稳固, 海南自贸港封关后离岛免税销售高景气, 相关政策陆续出台, 市内免税店落地有望带来长期销售增量。维持公司 2026/2027 年和新增 2028 年盈利预测, 2026-2028 年归母净利润分别为 52.2/58.2/64.5 亿元, 对应 PE 为 28/25/23 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.86
一年最低/最高价	54.75/99.81
市净率(倍)	2.63
流通 A 股市值(百万元)	138,352.42
总市值(百万元)	147,232.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.91
资产负债率(% ,LF)	18.34
总股本(百万股)	2,077.80
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

- 《中国中免(601888): 收购 DFS 大中华区, 引入 LVMH 深化战略合作》
2026-01-26
- 《中国中免(601888): 2025 年中报点评: 营收降幅收窄客流企稳, 关注市内店开业增量》
2025-08-27

中国中免三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	56,226	62,422	70,578	77,430	营业总收入	53,694	58,932	64,597	70,097
货币资金及交易性金融资产	33,781	42,308	55,048	49,359	营业成本(含金融类)	36,109	38,306	41,924	45,423
经营性应收款项	911	255	104	285	税金及附加	1,262	1,414	1,550	1,682
存货	15,302	16,070	8,450	23,255	销售费用	8,684	9,538	10,261	10,924
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,204	2,287	2,558	2,734
其他流动资产	6,231	3,789	6,976	4,530	研发费用	90	47	45	56
非流动资产	18,757	18,714	18,653	18,574	财务费用	(777)	(741)	(671)	(621)
长期股权投资	3,556	3,556	3,556	3,556	加:其他收益	84	59	65	70
固定资产及使用权资产	7,708	6,968	6,310	5,834	投资净收益	(69)	47	52	49
在建工程	1,759	2,559	3,259	3,759	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,984	1,981	1,978	1,975	减值损失	(882)	(600)	(600)	(650)
商誉	485	485	485	485	资产处置收益	50	1	1	1
长期待摊费用	888	838	788	738	营业利润	5,304	7,588	8,447	9,368
其他非流动资产	2,377	2,327	2,277	2,227	营业外净收支	3	(18)	(17)	(17)
资产总计	74,983	81,136	89,231	96,004	利润总额	5,307	7,570	8,430	9,351
流动负债	9,647	11,144	13,116	13,076	减:所得税	1,618	1,893	2,108	2,338
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,018	2,018	2,118	2,168	净利润	3,690	5,678	6,323	7,014
经营性应付款项	3,996	2,868	4,132	3,452	减:少数股东损益	103	454	506	561
合同负债	1,017	1,149	1,258	1,363	归属母公司净利润	3,586	5,223	5,817	6,453
其他流动负债	3,615	5,108	5,608	6,093	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.73	2.51	2.80	3.11
非流动负债	4,210	4,230	4,230	4,230	EBIT	5,432	7,449	8,374	9,448
长期借款	2,849	2,849	2,849	2,849	EBITDA	6,746	8,870	9,712	10,603
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.75	35.00	35.10	35.20
租赁负债	1,162	1,182	1,182	1,182	归母净利率(%)	6.68	8.86	9.00	9.21
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	(4.92)	9.76	9.61	8.51
负债合计	13,857	15,374	17,347	17,307	归母净利润增长率(%)	(15.96)	45.65	11.36	10.93
归属母公司股东权益	55,469	59,651	65,268	71,520					
少数股东权益	5,656	6,110	6,616	7,177					
所有者权益合计	61,126	65,761	71,884	78,698					
负债和股东权益	74,983	81,136	89,231	96,004					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6,059	9,960	14,168	(4,405)	每股净资产(元)	26.81	28.71	31.41	34.42
投资活动现金流	(3,480)	(1,347)	(1,242)	(1,044)	最新发行在外股份(百万股)	2,078	2,078	2,078	2,078
筹资活动现金流	(3,182)	956	13	(40)	ROIC(%)	5.71	8.10	8.38	8.70
现金净增加额	(1,034)	9,569	12,740	(5,689)	ROE-摊薄(%)	6.47	8.76	8.91	9.02
折旧和摊销	1,314	1,421	1,338	1,156	资产负债率(%)	18.48	18.95	19.44	18.03
资本开支	(1,220)	(1,394)	(1,293)	(1,093)	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.06	28.19	25.31	22.82
营运资本变动	(493)	2,228	5,856	(13,281)	P/B(现价)	2.64	2.47	2.26	2.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>