

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国中免(601888)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 商社行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

陆亚宁 商社行业分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyaning@cindasc.com

相关研究

政策红利与渠道变革共振, 免税龙头蓄势待发

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

中国中免 2025 年报点评：海南复苏与海外拓展构筑长期价值

2026 年 03 月 31 日

事件: 公司发布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 536.94 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%)。单 25Q4 营收 138.31 亿元(yoy+2.81%), 归母净利润 5.34 亿元(yoy+53.59%), 扣非归母净利润 5.08 亿元(yoy+87.17%)。

点评:

- **业绩结构优化, 核心免税业务稳中有升。** 2025 年公司整体业绩虽短期承压, 但业务结构持续优化, 核心竞争力不断夯实。分业务看, 免税商品销售业务实现营收 391.65 亿元(yoy+1.29%), 展现出较强韧性; 而有税商品销售业务实现营收 133.88 亿元(yoy-21.69%), 公司主动调整业务结构, 聚焦高毛利核心业务的战略意图明显。分地区看, 海南地区实现营收 285.37 亿元(yoy-1.23%), 上海地区实现营收 120.10 亿元(yoy-25.1%)。尽管全年收入有所下滑, 但下半年以来核心市场已呈现明显复苏态势。
- **海南市场企稳回升, 核心渠道优势再巩固。** 2025 年公司海南业务展现出较强的复苏势头, 自 2025 年 9 月以来, 海南离岛免税购物金额同比持续转正。公司通过深化“免税+文旅”融合, 引入迪士尼、泡泡玛特等流量 IP, 推动海南区域销售额企稳回升, 市场份额实现增长。特别是在海南全岛封关运作启动后, 2025 年 12 月 18 日至 2026 年 1 月 17 日的一个月, 离岛免税购物金额同比增长 46.8%, 政策红利与公司运营能力共振效果显著。同时, 公司渠道优势得到进一步巩固, 成功中标上海浦东、虹桥、北京首都、广州白云等 16 个免税店经营权项目, 龙头地位稳固。
- **海外拓展实现历史性突破, 收购 DFS 打开国际化新篇章。** 公司积极推进国际化战略, 于 2026 年初与 DFS 集团达成协议, 收购其大中华区零售业务, 并与 LVMH 集团签订战略合作备忘录。此举是公司把握行业整合机遇的重要战略举措, 有利于快速建立在港澳市场的优势, 实现国际化能力跃升, 并带来显著的产业协同效应。此外, 公司首次进入越南市场, 斩获越南河内、富国机场 10 年供货协议, 海外业务版图持续扩张。
- **毛利率稳中有升, 商誉减值影响当期利润。** 受益于高毛利的免税业务占比提升, 公司 2025 年整体毛利率达 32.75%, 同比提升 0.72pct。然而, 受上海地区业务影响, 公司对收购日上上海形成的商誉计提了 3.38 亿元的减值准备, 叠加存货跌价损失等因素, 全年资产减值损失达 8.79 亿元, 对当期归母净利润造成较大影响。此外, 公司加快数字化建设, 研发费用同比大幅增长 352.74%, 为长期数智化运营能力提升奠定基础。

- **盈利预测与投资评级:** 公司作为免税行业龙头，核心渠道优势稳固，海南市场已展现较强复苏态势。收购 DFS 大中华区业务及与 LVMH 集团的战略合作，为公司国际化发展打开了新的空间。随着消费回流趋势延续及各项新政红利释放，公司业绩有望重回增长通道。我们预计 26~28 年公司归母净利润分别为 50.41/59.32/70.59 亿元，当前股价对应 PE 估值为 29.2x/24.8x/20.9x，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济与消费复苏风险，行业竞争加剧风险，政策落地不及预期风险，渠道调整风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	56,474	53,694	60,829	68,094	83,496
增长率 YoY %	-16.4%	-4.9%	13.3%	11.9%	22.6%
归属母公司净利润 (百万元)	4,267	3,586	5,041	5,932	7,059
增长率 YoY%	-36.4%	-16.0%	40.6%	17.7%	19.0%
毛利率%	32.0%	32.8%	33.6%	34.5%	35.2%
净资产收益率ROE%	7.7%	6.5%	8.5%	9.2%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	2.05	1.73	2.43	2.86	3.40
市盈率 P/E(倍)	34.50	41.06	29.21	24.82	20.86
市净率 P/B(倍)	2.67	2.65	2.48	2.29	2.09

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	55,960	56,226	62,702	69,904	79,554	
货币资金	34,817	33,781	38,384	43,731	50,433	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	67	73	68	76	93	
预付账款	839	839	808	891	1,083	
存货	17,348	15,302	18,024	19,662	23,577	
其他	2,889	6,231	5,419	5,544	4,369	
非流动资产	20,300	18,757	18,589	18,228	17,842	
长期股权投资	3,670	3,556	3,559	3,565	3,565	
固定资产(合计)	6,088	6,280	6,266	6,055	5,808	
无形资产	1,940	1,984	1,970	1,957	1,957	
其他	8,602	6,938	6,794	6,652	6,512	
资产总计	76,260	74,983	81,291	88,133	97,396	
流动负债	10,969	9,647	11,680	12,908	15,346	
短期借款	233	227	227	227	227	
应付票据	32	37	34	37	45	
应付账款	4,685	3,948	4,979	5,492	6,670	
其他	6,020	5,435	6,441	7,153	8,405	
非流动负债	4,343	4,210	4,210	4,210	4,210	
长期借款	2,567	2,849	2,849	2,849	2,849	
其他	1,776	1,362	1,362	1,362	1,362	
负债合计	15,312	13,857	15,890	17,118	19,557	
少数股东权益	5,852	5,656	6,047	6,584	7,369	
归属母公司股东权益	55,097	55,469	59,353	64,430	70,471	
负债和股东权益	76,260	74,983	81,291	88,133	97,396	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	56,474	53,694	60,829	68,094	83,496	
同比(%)	-16.4%	-4.9%	13.3%	11.9%	22.6%	
归属母公司净利润	4,267	3,586	5,041	5,932	7,059	
同比(%)	-36.4%	-16.0%	40.6%	17.7%	19.0%	
毛利率(%)	32.0%	32.8%	33.6%	34.5%	35.2%	
ROE%	7.7%	6.5%	8.5%	9.2%	10.0%	
EPS(摊薄)(元)	2.05	1.73	2.43	2.86	3.40	
P/E	34.50	41.06	29.21	24.82	20.86	
P/B	2.67	2.65	2.48	2.29	2.09	
EV/EBITDA	16.24	28.55	16.60	13.40	10.18	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	56,474	53,694	60,829	68,094	83,496	
营业成本	38,385	36,109	40,407	44,570	54,132	
营业税金及附加	1,268	1,262	1,338	1,518	2,087	
销售费用	9,063	8,684	10,037	11,440	14,194	
管理费用	1,989	2,204	2,494	2,792	3,590	
研发费用	20	90	122	136	250	
财务费用	-923	-777	-481	-568	-670	
减值损失合计	-742	-879	-238	-243	0	
投资净收益	64	-69	61	68	83	
其他	184	131	134	150	184	
营业利润	6,178	5,304	6,868	8,180	10,178	
营业外收支	-30	3	-1	0	8	
利润总额	6,148	5,307	6,868	8,180	10,186	
所得税	1,286	1,618	1,436	1,711	2,343	
净利润	4,862	3,690	5,432	6,469	7,844	
少数股东损益	595	103	391	537	784	
归属母公司净利润	4,267	3,586	5,041	5,932	7,059	
EBITDA	6,710	5,845	6,858	8,099	10,003	
EPS(当年)(元)	2.06	1.73	2.43	2.86	3.40	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	7,939	6,059	6,151	6,409	7,873	
净利润	4,862	3,690	5,432	6,469	7,844	
折旧摊销	1,543	1,314	471	487	486	
财务费用	48	116	161	161	161	
投资损失	-64	69	-61	-68	-83	
营运资金变动	808	-493	-79	-870	-510	
其它	742	1,363	227	230	-25	
投资活动现金流	-454	-3,480	-231	-44	8	
资本支出	-1,118	-1,220	-288	-107	-75	
长期投资	247	-2,280	-3	-6	0	
其他	416	19	61	68	83	
筹资活动现金流	-4,367	-3,182	-888	-1,017	-1,179	
吸收投资	16	95	0	0	0	
借款	-92	276	0	0	0	
支付利息或股息	-3,556	-3,101	-888	-1,017	-1,179	
现金流净增加额	3,021	-1,034	4,603	5,347	6,702	

研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备4年以上零售及新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。