



# 中国中免 (601888.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 盈利能力显著改善，看好 26 年业绩超预期

### 业绩简评

3月31日公司发布2025年报，业绩符合预期，分红率达40%。2025年公司收入536.94亿元/-4.92%，归母净利润35.86/-15.96%。排除商誉减值影响，归母净利润为39.24亿元/-8.04%。25Q4公司实现收入138.31亿元/+2.81%，归母净利润5.34亿元/+53.59%。2025年度末公司拟每股派发现金红利0.45元，全年分红率达40.50%。2026年拟增加一次中期分红，中期分红率不低于30%。

### 经营分析

**海南地区收入稳健，上海地区经营承压。**1) 2025年公司海南地区实现收入285.4亿元/-1.23%；海口表现优于其他地区，三亚/海口免税城/海免公司收入同比分别-2.9/+4.0/-6.8%；2) 2025年公司上海地区实现收入120.1亿元/-25.10%，子公司日上上海亏损2.1亿元，我们认为主要系线上上海仓收入下降所致。

**公司经营韧性仍在，Q4毛利率改善显著。**2025年公司销售毛利率为32.75%/+0.72pct，25Q4公司销售毛利率达到33.34%/+4.80pct，是21年以来Q4最高。分产品看，2025年公司免税毛利率为36.97%/-2.53pct，有税毛利率为17.13/+3.68pct；分地区看，2025年公司海南地区毛利率为22.91%/-0.82pct，上海地区毛利率为26.58%/+0.78pct。

**看好 26 年公司利润率维持改善趋势。**我们认为 25Q4 公司毛利率增长的核心原因：高客流增长下折扣率收窄、人民币升值。这些因素将驱动 Q1 公司毛利率高增延续。叠加资产减值下降、固定成本摊薄等因素，经营杠杆有望展现弹性。

**求新思变，主动破局，应对市场环境变化。**如今免税消费者更关注购物体验，公司持续优化运营以满足消费者需求。价格端转向“fair price”策略，通过正品保障、优质服务创造价值，而非依靠低价促销；服务端持续创新改良：1) 打造新零售场景，例如海口免税城建设3000平米威士忌博物馆；2) 进行跨业态合作，例如三亚免税城引入MINISO旗舰店；3) 打造中免消费生态，会员人数快速增长，私域连接持续加强。

### 盈利预测、估值与评级

我们预测 26/27/28 年公司 EPS 为 2.78/3.18/3.57 元，参考 2026 年 3 月 30 日收盘价 70.86 元，对应 PE 估值为 25.52/22.27/19.84X，维持“买入”评级。

### 风险提示

消费恢复不及预期、高端消费不及预期、汇率水平大幅波动、国际消费环境恶化。

### 商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu\_j@gjzq.com.cn

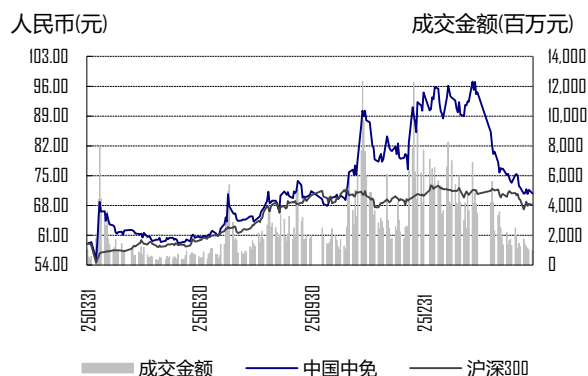
分析师：谷亦清 (执业 S1130525080002)

guyiqing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：70.86 元

### 相关报告：

1. 《中国中免公司点评：25Q4 毛利率超预期，利润改善初步验证》，2026.3.22
2. 《中国中免公司点评：赴日旅游大幅下滑，免税消费回流可期》，2026.2.12
3. 《中国中免公司点评：收购 DFS 大中华区业务，战略合作 LVMH》，2026.1.20



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	56,474	53,694	65,620	74,692	80,811
营业收入增长率	-16.38%	-4.92%	22.21%	13.83%	8.19%
归母净利润(百万元)	4,267	3,586	5,770	6,611	7,422
归母净利润增长率	-36.44%	-15.96%	60.89%	14.58%	12.27%
摊薄每股收益(元)	2.063	1.733	2.777	3.182	3.572
每股经营性现金流净额	3.84	2.93	3.49	4.77	5.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.74%	6.47%	9.66%	10.37%	10.89%
P/E	32.49	54.55	25.52	22.27	19.84
P/B	2.52	3.53	2.46	2.31	2.16

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	67,540	56,474	53,694	65,620	74,692	80,811
增长率	24.1%	-16.4%	-4.9%	22.2%	13.8%	8.2%
主营业务成本	-46,049	-38,385	-36,109	-43,353	-49,782	-54,109
%销售收入	68.2%	68.0%	67.2%	66.1%	66.6%	67.0%
毛利	21,491	18,089	17,585	22,266	24,910	26,702
%销售收入	31.8%	32.0%	32.8%	33.9%	33.4%	33.0%
营业税金及附加	-1,644	-1,268	-1,262	-1,575	-1,793	-1,939
%销售收入	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
销售费用	-9,421	-9,063	-8,684	-10,237	-11,204	-11,960
%销售收入	13.9%	16.0%	16.2%	15.6%	14.8%	14.8%
管理费用	-2,208	-1,989	-2,204	-2,297	-2,614	-2,828
%销售收入	3.3%	3.5%	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-58	-20	-90	-131	-149	-162
%销售收入	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	8,159	5,749	5,345	8,027	9,150	9,813
%销售收入	12.1%	10.2%	10.0%	12.2%	12.3%	12.1%
财务费用	869	923	777	851	867	982
%销售收入	-1.3%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-636	-739	-882	-736	-657	-552
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	87	64	-69	100	150	300
%税前利润	1.0%	1.0%	n.a	1.2%	1.6%	2.8%
营业利润	8,677	6,178	5,304	8,242	9,510	10,543
营业利润率	12.8%	10.9%	9.9%	12.6%	12.7%	13.0%
营业外收支	-32	-30	3	0	0	0
税前利润	8,646	6,148	5,307	8,242	9,510	10,543
利润率	12.8%	10.9%	9.9%	12.6%	12.7%	13.0%
所得税	-1,379	-1,286	-1,618	-1,813	-1,997	-2,109
所得税率	16.0%	20.9%	30.5%	22.0%	21.0%	20.0%
净利润	7,266	4,862	3,690	6,429	7,513	8,434
少数股东损益	553	595	103	659	902	1,012
归属于母公司的净利润	6,714	4,267	3,586	5,770	6,611	7,422
净利率	9.9%	7.6%	6.7%	8.8%	8.9%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	7,266	4,862	3,690	6,429	7,513	8,434
少数股东损益	553	595	103	659	902	1,012
非现金支出	1,945	2,282	2,196	1,421	1,375	1,297
非经营收益	-42	-13	666	59	636	-173
营运资金变动	5,957	808	-493	-645	409	1,332
经营活动现金净流	15,126	7,939	6,059	7,263	9,933	10,889
资本开支	-1,801	-1,118	-1,220	-1,437	-389	-1,100
投资	-2,923	247	-2,280	-100	-100	-100
其他	9	416	19	100	150	300
投资活动现金净流	-4,716	-454	-3,480	-1,437	-339	-900
股权募资	12	16	95	825	0	0
债权募资	-1,404	-83	398	595	-1,294	-485
其他	-3,236	-4,300	-3,675	-2,466	-2,795	-3,096
筹资活动现金净流	-4,628	-4,367	-3,182	-1,046	-4,089	-3,581
现金净流量	5,990	3,021	-1,034	4,781	5,506	6,408

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	31,838	34,817	33,781	38,215	43,478	49,716
应收款项	1,378	980	1,935	1,438	1,637	1,771
存货	21,057	17,348	15,302	17,674	17,701	16,585
其他流动资产	4,183	2,815	5,207	5,376	5,525	5,626
流动资产	58,456	55,960	56,226	62,703	68,341	73,697
%总资产	74.1%	73.4%	75.0%	76.2%	78.5%	79.4%
长期投资	3,775	5,099	4,374	4,474	4,574	4,674
固定资产	7,359	7,061	8,039	9,022	9,764	10,321
%总资产	9.3%	9.3%	10.7%	11.0%	11.2%	11.1%
无形资产	4,028	3,861	3,385	3,226	3,084	2,946
非流动资产	20,414	20,300	18,757	19,610	18,711	19,167
%总资产	25.9%	26.6%	25.0%	23.8%	21.5%	20.6%
资产总计	78,869	76,260	74,983	82,313	87,052	92,864
短期借款	1,108	1,026	1,018	1,779	485	0
应付款项	9,767	6,525	5,204	7,291	8,351	9,069
其他流动负债	4,453	3,418	3,425	3,472	3,854	4,138
流动负债	15,329	10,969	9,647	12,543	12,690	13,207
长期贷款	2,522	2,567	2,849	2,849	2,849	2,849
其他长期负债	1,837	1,776	1,362	850	573	403
负债	19,688	15,312	13,857	16,241	16,112	16,458
普通股股东权益	53,834	55,097	55,469	59,756	63,723	68,177
其中：股本	2,069	2,069	2,069	2,081	2,081	2,081
未分配利润	32,507	33,361	34,257	37,719	41,686	46,139
少数股东权益	5,348	5,852	5,656	6,315	7,217	8,229
负债股东权益合计	78,869	76,260	74,983	82,313	87,052	92,864

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	3.245	2.063	1.733	2.777	3.182	3.572
每股净资产	26.021	26.631	26.812	28.760	30.669	32.812
每股经营现金净流	7.311	3.838	2.928	3.491	4.774	5.233
每股股利	1.650	1.050	0.250	1.109	1.271	1.427
回报率						
净资产收益率	12.47%	7.74%	6.47%	9.66%	10.37%	10.89%
总资产收益率	8.51%	5.60%	4.78%	7.01%	7.59%	7.99%
投入资本收益率	10.91%	7.04%	5.71%	8.85%	9.73%	9.91%
增长率						
主营业务收入增长率	24.08%	-16.38%	-4.92%	22.21%	13.83%	8.19%
EBIT 增长率	2.56%	-29.54%	-7.03%	50.19%	13.99%	7.24%
净利润增长率	33.46%	-36.44%	-15.96%	60.89%	14.58%	12.27%
总资产增长率	3.90%	-3.31%	-1.68%	9.78%	5.76%	6.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.7	0.5	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	194.1	182.6	165.0	155.0	140.0	125.0
应付账款周转天数	55.6	52.5	43.6	43.6	43.6	43.6
固定资产周转天数	34.0	39.4	42.7	37.1	34.2	31.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.66%	-51.23%	-48.94%	-50.84%	-56.59%	-61.34%
EBIT 利息保障倍数	-9.4	-6.2	-6.9	-9.4	-10.6	-10.0
资产负债率	24.96%	20.08%	18.48%	19.73%	18.51%	17.72%

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	10	19	38	74
增持	0	2	2	4	3
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.18	1.14	1.11

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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