

## 中国中免年报点评：海南业务强劲复苏 政策红利持续释放

### ■ 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)	1,483.55/1,394.07
12个月内最高/最低价(元)	99.81/54.75

### 相关研究报告

<<中国中免点评：盈利能力拐点确立 Q4 业绩同比大幅增长>>—2026-03-25

<<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

### 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 年年报，报告期内公司实现营业总收入 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 14.47%。

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 53.59%；扣非后归母净利润为 5.08 亿元，同比增长 87.17%。

### 点评：

**2025 年公司业绩整体承压，但 Q4 已展现强劲的复苏拐点。**2025 年公司业绩下滑主要受上半年市场环境影影响，自 Q3 起收入降幅已显著收窄，Q4 收入同比转正。Q4 业绩包含了对日上上海计提的 3.38 亿元商誉减值损失，若剔除该项影响，调整后归母净利润高达 8.72 亿元，同比增幅达 150.63%，显示出公司主营业务盈利能力的强劲复苏。

**盈利能力方面，毛利率改善趋势显著。**2025 年全年公司主营业务毛利率为 32.75%，同比提升 0.72pct。其中，Q4 单季毛利率达 33.34%，同比大幅提升 4.8pct，为 2021 年以来单季最高水平，主要得益于销售折扣收窄、渠道与产品结构优化。费用端，全年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.17%/4.11%/-1.45%，同比分别为 +0.12pct/+0.59pct/+0.18pct。研发费用同比增长 352.74%至 0.90 亿元，主要系公司加快数字化建设，加大软件系统研发投入。公司维持高分红回报股东，2025 年度拟合计派发现金红利 14.52 亿元，分红率达 40.50%。

**海南离岸免税业务企稳回升，成为业绩增长的核心引擎。**海南业务作为公司的基本盘，其复苏是市场信心的关键。自 2025 年 9 月起，海南离岛免税销售额同比持续转正，并在 Q4 及 2026 年初延续高景气度。2026 年 1-2 月，海南离岛免税销售额实现了约 25.9%的同比增长。

**收购 DFS 大中华区业务，迈出国际化关键一步。**2026 年初，公司宣布收购 DFS 在港澳地区的零售业务，并与 LVMH 集团达成战略合作，引入其作为 H 股股东。此举不仅是公司首次进行跨境并购，更标志着其国际化战略的加速落地。通过此次收购，公司将快速建立在港澳市场的优势，吸收国际化运营经验，并与全球顶级奢侈品集团深度绑定，为未来获取核心品牌资源和优化商品结构奠定坚实基础。

**投资建议：**预计 2026-2028 年中国中免将实现归母净利润 52.79/63.03/73.65 亿元，同比增速 47.21%/19.4%/16.85%。预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.54/3.03/3.54 元/股，对应 2026-2028 年 PE 分别为 28X、24X 和 20X，给予“买入”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

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	53,694	62,424	71,200	80,100
营业收入增长率(%)	-4.92%	16.26%	14.06%	12.50%
归母净利润（百万元）	3,586	5,279	6,303	7,365
净利润增长率(%)	-15.96%	47.21%	19.40%	16.85%
摊薄每股收益（元）	1.73	2.54	3.03	3.54
市盈率（PE）	41.37	28.10	23.54	20.14

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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	34,817	33,781	36,748	39,259	42,372
应收和预付款项	905	911	1,015	1,148	1,282
存货	17,348	15,302	18,570	20,986	23,419
其他流动资产	2,889	6,231	5,444	5,595	5,748
流动资产合计	55,960	56,226	61,777	66,988	72,821
长期股权投资	3,670	3,556	3,556	3,556	3,556
投资性房地产	1,429	818	818	818	818
固定资产	6,088	6,280	6,354	6,366	6,335
在建工程	972	1,759	1,435	1,190	990
无形资产开发支出	1,952	2,012	1,939	1,865	1,791
长期待摊费用	1,086	888	824	760	696
其他非流动资产	61,063	59,670	65,221	70,432	76,265
资产总计	76,260	74,983	80,147	84,987	90,452
短期借款	233	227	227	227	227
应付和预收款项	4,728	3,996	5,264	5,949	6,638
长期借款	2,567	2,849	2,849	2,849	2,849
其他负债	7,784	6,786	7,382	7,912	8,449
负债合计	15,312	13,857	15,721	16,936	18,163
股本	2,069	2,069	2,078	2,078	2,078
资本公积	17,442	17,427	18,108	18,108	18,108
留存收益	34,412	35,308	37,521	40,672	44,355
归母公司股东权益	55,097	55,469	58,372	61,523	65,206
少数股东权益	5,852	5,656	6,054	6,528	7,082
股东权益合计	60,948	61,126	64,425	68,052	72,288
负债和股东权益	76,260	74,983	80,147	84,987	90,452

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	7,939	6,059	5,892	6,252	7,413
投资性现金流	-454	-3,480	-345	-386	-414
融资性现金流	-4,367	-3,182	-2,153	-3,355	-3,886
现金增加额	3,021	-1,034	2,964	2,512	3,113

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	56,474	53,694	62,424	71,200	80,100
营业成本	38,385	36,109	41,783	47,218	52,692
营业税金及附加	1,268	1,262	1,454	1,659	1,866
销售费用	9,063	8,684	10,050	11,463	12,896
管理费用	1,989	2,204	2,372	2,706	3,044
财务费用	-923	-777	-667	-727	-782
资产减值损失	-742	-879	0	0	0
投资收益	64	-69	75	85	96
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	6,178	5,304	7,569	9,037	10,560
其他非经营损益	-30	3	0	0	0
利润总额	6,148	5,307	7,569	9,037	10,560
所得税	1,286	1,618	1,892	2,259	2,640
净利润	4,862	3,690	5,677	6,778	7,920
少数股东损益	595	103	397	474	554
归母股东净利润	4,267	3,586	5,279	6,303	7,365

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	32.03%	32.75%	33.07%	33.68%	34.22%
销售净利率	7.56%	6.68%	8.46%	8.85%	9.20%
销售收入增长率	-16.38%	-4.92%	16.26%	14.06%	12.50%
EBIT 增长率	-32.66%	-5.33%	41.08%	20.42%	17.66%
净利润增长率	-36.44%	-15.96%	47.21%	19.40%	16.85%
ROE	7.74%	6.47%	9.04%	10.25%	11.30%
ROA	6.27%	4.88%	7.32%	8.21%	9.03%
ROIC	6.18%	5.14%	7.47%	8.58%	9.56%
EPS (X)	2.05	1.73	2.54	3.03	3.54
PE (X)	34.77	41.37	28.10	23.54	20.14
PB (X)	2.69	2.67	2.54	2.41	2.28
PS (X)	2.63	2.76	2.38	2.08	1.85
EV/EBITDA (X)	16.24	26.89	15.02	12.36	10.31

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任何个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。