

中国中免 (601888.SH)

Q4 毛利率优化明显，政策红利与经营动能持续释放

优于大市

核心观点

2025 年公司业绩与快报一致，Q4 利润端改善显著。2025 年公司实现营业收入 536.94 亿元，同比下降 4.92%；实现归属于上市公司股东的净利润 35.86 亿元，同比下降 15.96%。其中，2025Q4 实现收入 138.31 亿元，同比增长 2.81%，收入端重回增长通道；Q4 归母净利润 5.34 亿元，同比增长 53.59%。我们预计利润增长主要系毛利率改善及费用摊薄，若剔除本期计提的日上上海 3.38 亿元商誉减值影响，归母净利润预计将更高。公司拟每 10 股派发现金红利 7.00 元（含税），合计派发现金 14.52 亿元，分红率达 40.50%。

海南业务下半年恢复增长，有税业务收缩优化结构。2025 年公司免税/有税销售收入同比分别+1.29%/-21.69%，业务结构持续优化。分地区看：1) 海南地区收入 285.37 亿元，同比微降 1.23%，但下半年已恢复增长，2025H2 海南地区营收同比增长 12%。其中，2025 年三亚市内免税店收入 198.30 亿元，海免公司收入 33.13 亿元，海口国际免税城收入 57.99 亿元并实现扭亏为盈。2) 上海地区收入 120.10 亿元，同比下降 25.10%，受线上有税业务调整扰动，日上上海亏损 2.08 亿元。

四季度毛利率提升近 5pct，日上计提商誉减值。全年公司主营业务毛利率为 31.92%，同比提升 0.41 个百分点。其中，免税业务毛利率 36.97%，同比提升 2.53 个百分点；有税业务毛利率 17.13%，同比提升 3.68 个百分点，盈利能力均有改善。Q4 单季毛利率达 33.34%，同比提升 4.8 个百分点，我们预计主要受益于高毛利的免税业务占比提升及销售折扣收窄。费用端，管理费用率因职工薪酬增加同比提升约 0.6pct；研发费用因数字化建设投入增加，同比增长 352.74%。全年归母净利率为 6.68%，同比下降约 0.9 个百分点，主要受日上上海相关的 3.38 亿元商誉减值拖累。

海南政策红利与公司主观动能提升驱动收入增长，利润率逐步修复。展望后续，1) 收入端有望延续改善，高端消费复苏与海南政策效应共振，去年 12 月 18 日-2026 年 3 月 24 日离岛免税销售额 156 亿元，同比增长 28%；我们预计公司龙头地位凸显，全年海南免税销售有望双位数增长。三亚免税城三期首批预计 2026 年 8 月开业，将打造“免税+有税”协同业态，进一步强化引流与变现能力。2) 结构持续优化。品类持续强化高毛利精品等竞争优势；渠道扩张上 13 家市内免税店已开业运营，并中标京沪机场免税店核心标段之一；2026 年初签约收购 DFS 大中华区零售业务并引入 LVMH 集团作为战略投资者，逐步建立港澳市场优势并增强全球供应链话语权。3) 利润率优化趋势明确。随着销售折扣持续优化、高毛利免税业务占比提升、人民币汇率，毛利率有望进一步改善；叠加费用摊薄效应，净利率有望逐步修复。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：考虑封关以来多品类相继带动海南免税景气上行，我们上修公司 2026-2028 年归母净利润至 50.7/60.1/69.3 亿元（此前 25-27 年为 47.3/54.8 亿元），对应 PE 估值 29/24/21x。受春节旺季兑现力度扰动，公司节后股价随市场预期有所回调，短期建议重点跟踪 Q1 业绩验证及海南免税淡季景气度。我们认为海南新政红利释放仍具备较大潜力，公司凭借规模效应、供应链运营效率及核心卡位优势，有望持续巩固领先地位；伴随结构优化与经营折扣力度调整，盈利端较此前具备修复空间，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 财报点评

社会服务 · 旅游及景区

证券分析师：曾光
0755-82150809

证券分析师：杨玉莹

zengguang@guosen.com.cn yangyuying@guosen.com.cn
S0980511040003 S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	70.00 元
总市值/流通市值	145446/145446 百万元
52 周最高价/最低价	99.81/54.75 元
近 3 个月日均成交额	3553.97 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国中免 (601888.SH) - Q3 收入与毛利率双企稳，政策红利助推全渠道盈利潜力》——2025-11-02
- 《中国中免 (601888.SH) - 2024 年业绩探底，跟踪需求恢复节奏与海南封关进展》——2025-04-03
- 《中国中免 (601888.SH) - 海南免税短期承压拖累业绩，新中标六家市内店推动中线成长》——2025-01-27
- 《中国中免 (601888.SH) - 第三季度净利润同比下滑，期待未来市内免税新增量》——2024-11-01
- 《中国中免 (601888.SH) - 上半年海南免税承压，期待未来市内免税店表现》——2024-09-02

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	56,474	53,694	53,366	58,274	63,048
(+/-%)	-16.4%	-4.9%	-0.6%	9.2%	8.2%
归母净利润(百万元)	4267	3586	5067	6008	6933
(+/-%)	-36.4%	-16.0%	41.3%	18.6%	15.4%
每股收益(元)	2.06	1.73	2.45	2.90	3.35
EBIT Margin	10.4%	10.3%	13.6%	14.6%	15.6%
净资产收益率(ROE)	7.7%	6.5%	8.7%	9.8%	10.8%
市盈率(PE)	33.9	40.38	28.58	24.10	20.89
EV/EBITDA	25.5	26.7	20.2	17.2	14.9
市净率(PB)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2025 年公司业绩与快报一致，Q4 利润端改善显著。2025 年公司实现营业收入 536.94 亿元，同比下降 4.92%；实现归属于上市公司股东的净利润 35.86 亿元，同比下降 15.96%。其中，2025Q4 实现收入 138.31 亿元，同比增长 2.81%，收入端重回增长通道；Q4 归母净利润 5.34 亿元，同比增长 53.59%。我们预计利润增长主要系毛利率改善及费用摊薄，若剔除本期计提的日上上海 3.38 亿元商誉减值影响，归母净利润预计将更高。公司拟每 10 股派发现金红利 7.00 元（含税），合计派发现金 14.52 亿元，分红率达 40.50%。

图1：中国中免营业收入变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免利润变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海南业务下半年恢复增长，有税业务收缩优化结构。2025 年公司免税/有税销售收入同比分别+1.29%/-21.69%，业务结构持续优化。分地区看：1) 海南地区收入 285.37 亿元，同比微降 1.23%，但下半年已恢复增长，2025H2 海南地区营收同比增长 12%。其中，2025 年三亚市内免税店收入 198.30 亿元，海免公司收入 33.13 亿元，海口国际免税城收入 57.99 亿元并实现扭亏为盈。2) 上海地区收入 120.10 亿元，同比下降 25.10%，受线上有税业务调整扰动，日上上海亏损 2.08 亿元。

四季度毛利率提升近 5pct，日上计提商誉减值。全年公司主营业务毛利率为 31.92%，同比提升 0.41 个百分点。其中，免税业务毛利率 36.97%，同比提升 2.53 个百分点；有税业务毛利率 17.13%，同比提升 3.68 个百分点，盈利能力均有改善。Q4 单季毛利率达 33.34%，同比提升 4.8 个百分点，我们预计主要受益于高毛利的免税业务占比提升及销售折扣收窄。费用端，管理费用率因职工薪酬增加同比提升约 0.6pct；研发费用因数字化建设投入增加，同比增长 352.74%。全年归母净利率为 6.68%，同比下降约 0.9 个百分点，主要受日上上海相关的 3.38 亿元商誉减值拖累。

海南政策红利与公司主动动能提升驱动收入增长，利润率逐步修复。展望后续，1) 收入端有望延续改善，高端消费复苏与海南政策效应共振，去年 12 月 18 日-2026 年 3 月 24 日离岛免税销售额 156 亿元，同比增长 28%；我们预计公司龙头地位凸显，全年海南免税销售有望双位数增长。三亚免税城三期首批预计 2026 年 8 月开业，将打造“免税+有税”协同业态，进一步强化引流与变现能力。2) 结构持续优化。品类持续强化高毛利精品等竞争优势；渠道扩张上 13 家市内免税店已开业运营，并中标京沪机场免税店核心标段之一；2026 年初签约收购 DFS 大中华区零售业务并引入 LVMH 集团作为战略投资者，逐步建立港澳市场优势并增强全球供应链话语权。3) 利润率优化趋势明确。随着销售折扣持续优化、高毛利免税业务占比提升、人民币汇率，毛利率有望进一步改善；叠加费用摊薄效应，净利率有望逐步修复。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：考虑封关以来多品类相继带动海南免税景气上行，我们上修公司 2026-2028 年归母净利润至 50.7/60.1/69.3 亿元（此前 25-27 年为 47.3/54.8 亿元），对应 PE 估值 29/24/21x。受春节旺季兑现力度扰动，公司节后股价随市场预期有所回调，短

期建议重点跟踪 Q1 业绩验证及海南免税淡季景气度。我们认为海南新政红利释放仍具备较大潜力，公司凭借规模效应、供应链运营效率及核心卡位优势，有望持续巩固领先地位；伴随结构优化与经营折扣力度调整，盈利端较此前具备修复空间，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	34817	33781	45748	47645	48935	营业收入	56474	53694	53366	58274	63048
应收款项	975	1935	994	1006	1019	营业成本	38385	36109	35416	38246	41023
存货净额	17348	15302	15217	15754	16885	营业税金及附加	1268	1262	1257	1372	1485
其他流动资产	2820	5207	800	583	630	销售费用	9063	8684	7663	8333	8827
流动资产合计	55960	56226	62760	64988	67469	管理费用	1989	2204	1835	1886	1971
固定资产	7061	8039	8826	9160	8928	财务费用	(923)	(777)	(765)	(916)	(978)
无形资产及其他	1940	1984	1906	1827	1749	投资收益	64	(69)	30	30	30
投资性房地产	7630	5179	5179	5179	5179	资产减值及公允价值变动	(742)	(879)	(600)	(600)	(600)
长期股权投资	3670	3556	5556	6556	6806	其他收入	164	41	79	79	79
资产总计	76260	74983	84226	87710	90131	营业利润	6178	5304	7469	8862	10231
短期借款及交易性金融负债	1026	1018	1500	1500	1000	营业外净收支	(30)	3	30	30	30
应付款项	4717	3985	4712	4864	4533	利润总额	6148	5307	7499	8892	10261
其他流动负债	5226	4644	9051	8772	8333	所得税费用	1286	1618	2286	2711	3128
流动负债合计	10969	9647	15263	15135	13866	少数股东损益	595	103	146	173	200
长期借款及应付债券	2567	2849	2849	2849	2849	归属于母公司净利润	4267	3586	5067	6008	6933
其他长期负债	1776	1362	2362	2862	2962						
长期负债合计	4343	4210	5210	5710	5810	现金流量表 (百万元)					
负债合计	15312	13857	20474	20846	19676	净利润	4267	3586	5067	6008	6933
少数股东权益	5852	5656	5750	5857	5981	资产减值准备	104	137	274	40	(13)
股东权益	55097	55469	58003	61007	64474	折旧摊销	428	424	918	1105	1225
负债和股东权益总计	76260	74983	84226	87710	90131	公允价值变动损失	742	879	600	600	600
						财务费用	(923)	(777)	(765)	(916)	(978)
关键财务与估值指标						营运资本变动	2337	(442)	11841	82	(1874)
每股收益	2.06	1.73	2.45	2.90	3.35	其它	(5)	(123)	(181)	68	137
每股红利	1.72	1.50	1.22	1.45	1.68	经营活动现金流	7873	4461	18520	7903	7007
每股净资产	26.63	26.81	28.04	29.49	31.16	资本开支	0	(577)	(2501)	(2001)	(1501)
ROIC	8%	6%	9%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8%	6%	9%	10%	11%	投资活动现金流	(1470)	(463)	(4501)	(3001)	(1751)
毛利率	32%	33%	34%	34%	35%	权益性融资	(97)	95	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	14%	15%	16%	负债净变化	45	282	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(3556)	(3101)	(2533)	(3004)	(3467)
收入增长	-16%	-5%	-1%	9%	8%	其它融资现金流	3695	510	482	0	(500)
净利润增长率	-36%	-16%	41%	19%	15%	融资活动现金流	(3425)	(5034)	(2052)	(3004)	(3967)
资产负债率	28%	26%	31%	30%	28%	现金净变动	2979	(1036)	11967	1897	1290
息率	2.5%	2.1%	1.7%	2.1%	2.4%	货币资金的期初余额	31838	34817	33781	45748	47645
P/E	33.9	40.4	28.6	24.1	20.9	货币资金的期末余额	34817	33781	45748	47645	48935
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	2.2	企业自由现金流	7389	3240	15315	5106	4678
EV/EBITDA	25.5	26.7	20.2	17.2	14.9	权益自由现金流	11129	4032	16328	5743	4858

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032