

旅游零售

中国中免 (601888.SH)

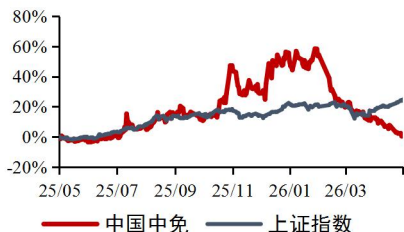
买入-B(维持)

政策红利释放带动公司经营情况恢复

2026年5月14日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026年5月13日

收盘价(元/股):	61.38
年内最高/最低(元/股):	99.81/58.79
流通A股/总股本(亿股):	19.52/20.78
流通A股市值(亿元):	1,198.43
总市值(亿元):	1,275.35

基础数据：2026年3月31日

基本每股收益(元/股):	1.14
摊薄每股收益(元/股):	1.14
每股净资产(元/股):	30.67
净资产收益率(%):	3.72

资料来源：常闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2025年财务报告。期内实现营收536.94亿元/-4.92%，归母净利润35.86亿元/-15.96%，扣非归母净利润35.44亿元/-14.47%，EPS为1.73元。其中2025Q4实现营收138.31亿元/+2.81%，归母净利润5.34亿元/+53.59%，扣非归母净利润5.08亿元/+87.17%。公司拟对全体股东每10股派发现金红利7元（含税），占2025年归母净利润40.5%。

事件点评

➢ 免税新政提振海南地区业务恢复增长。海南地区实现营收285.37亿元/-1.23%，营收占比53.15%/+1.99pct，毛利率22.91%/-0.82pct，其中三亚市内免税店/海口免税城/海免公司分别实现营收198.3亿元/57.99亿元/33.13亿元；上海地区实现营收120.1亿元/-25.1%，毛利率26.58%/+0.78pct，营收占比22.37%/-6.03pct，日上上海实现营收120.1亿元，净利润亏损2.08亿元。

➢ 2025Q4经营情况改善带动，公司全年毛利率微增。期内毛利率32.75%/+0.72pct，净利率6.87%/-1.74pct。其中免税业务毛利率36.97%/-2.53pct，有税业务毛利率17.13%/+3.68pct。整体费用率19%/+1.03pct，其中销售费用率16.17%/+0.12pct，管理费用率4.11%/+0.58pct，研发费用率0.17%/+0.13pct，财务费用率-1.45%/+0.19pct。经营活动现金流净额60.59亿元/-23.69%。

➢ 2026Q1海南地区销量客流双增，国际化业务布局有序开展。2026Q1公司实现营收169.06亿元/+0.96%，归母净利润23.49亿元/+21.18%，扣非归母净利润23.37亿元/+20.76%，EPS为1.14元。毛利率33.63%/+0.65pct，净利率14.02%/+1.74pct。整体费用率13.76%/-0.76pct，其中销售费用率12.06%/-1.06pct，管理费用率2.69%/+0.16pct，研发费用率0.02%/-0.06pct，财务费用率1.01%/+0.2pct。经营活动现金流净额38.9亿元/-18.89%。销售客流方面，春节期间海南地区销售增长亮眼，三亚国际免税城单日最高销售额突破2亿元，单日最高客流达9.2万人次；业务布局方面，公司完成向LVMH集团、Miller家族增发H股股份，国家化布局和品牌协同能力进一步增强。

投资建议

➢ 公司积极把握海南自贸港封关机遇推动免税+文旅融合、打造差异化消费场景；同时推进渠道融合升级，上海、北京等重点机场免税店顺利运营带动品牌招商和业务布局有序进行；关注海外市场机会，拓展海外业务、培育国际化能力，带动品牌出海构建国际化发展新格局。我们预计公司2026-2028年EPS分别为2.55\2.79\3.07元，对应公司5月13日收



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



盘价 61.38 元，2026-2027 年 PE 分别为 24\22\20 倍，维持“买入-B”评级。

#### 风险提示

➤ 居民消费需求不及预期风险；汇率变动风险；免税市场政策变化风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	56,474	53,694	58,773	63,140	66,840
YoY(%)	-16.4	-4.9	9.5	7.4	5.9
净利润(百万元)	4,267	3,586	5,303	5,803	6,385
YoY(%)	-36.4	-16.0	47.9	9.4	10.0
毛利率(%)	32.0	32.8	33.2	33.6	34.0
EPS(摊薄/元)	2.05	1.73	2.55	2.79	3.07
ROE(%)	8.0	6.0	9.3	9.6	9.9
P/E(倍)	29.9	35.6	24.0	22.0	20.0
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
净利率(%)	7.6	6.7	9.0	9.2	9.6

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	55960	56226	63366	65061	71370
现金	34817	33781	40656	43690	47862
应收票据及应收账款	67	73	80	84	89
预付账款	839	839	997	975	1113
存货	17348	15302	16088	13854	16570
其他流动资产	2889	6231	5545	6457	5736
<b>非流动资产</b>	20300	18757	19868	19703	19625
长期投资	3670	3556	4756	4811	4864
固定资产	6088	6280	6797	7219	7495
无形资产	1952	2012	1872	1723	1544
其他非流动资产	8590	6909	6444	5949	5722
<b>资产总计</b>	76260	74983	83234	84764	90995
<b>流动负债</b>	10969	9647	12175	10594	13013
短期借款	233	227	371	371	371
应付票据及应付账款	4717	3985	5470	4631	6000
其他流动负债	6020	5435	6333	5591	6642
<b>非流动负债</b>	4343	4210	3695	3081	2485
长期借款	2567	2849	2261	1647	1051
其他非流动负债	1776	1362	1434	1434	1433
<b>负债合计</b>	15312	13857	15870	13675	15498
少数股东权益	5852	5656	6592	7616	8743
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积	17442	17427	17427	17427	17427
留存收益	34412	35308	39447	43963	49251
归属母公司股东权益	55097	55469	60773	63473	66754
<b>负债和股东权益</b>	76260	74983	83234	84764	90995

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	7939	6059	8097	6131	6923
净利润	4862	3690	6239	6828	7511
折旧摊销	897	855	717	766	483
财务费用	-923	-777	-979	-1140	-1266
投资损失	-64	69	-220	-80	-87
营运资金变动	808	-493	2340	-242	282
其他经营现金流	2358	2715	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-454	-3480	-1608	-520	-318
<b>筹资活动现金流</b>	-4367	-3182	386	-2577	-2434
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.05	1.73	2.55	2.79	3.07
每股经营现金流(最新摊薄)	3.82	2.92	3.90	2.95	3.33
每股净资产(最新摊薄)	26.52	26.70	29.25	30.55	32.13

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	56474	53694	58773	63140	66840
营业成本	38385	36109	39237	41919	44114
营业税金及附加	1268	1262	1361	1475	1545
营业费用	9063	8684	9580	10292	10895
管理费用	1989	2204	2468	2652	2807
研发费用	20	90	100	107	114
财务费用	-923	-777	-979	-1140	-1266
资产减值损失	-739	-882	-329	-354	-374
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	64	-69	220	80	87
<b>营业利润</b>	6178	5304	7555	8269	9092
营业外收入	9	77	27	31	36
营业外支出	39	74	43	50	51
<b>利润总额</b>	6148	5307	7540	8251	9077
所得税	1286	1618	1301	1423	1566
<b>税后利润</b>	4862	3690	6239	6828	7511
少数股东损益	595	103	936	1024	1127
<b>归属母公司净利润</b>	4267	3586	5303	5803	6385
EBITDA	6185	5351	7243	7838	8254

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-16.4	-4.9	9.5	7.4	5.9
营业利润(%)	-28.8	-14.1	42.4	9.5	10.0
归属于母公司净利润(%)	-36.4	-16.0	47.9	9.4	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.0	32.8	33.2	33.6	34.0
净利率(%)	7.6	6.7	9.0	9.2	9.6
ROE(%)	8.0	6.0	9.3	9.6	9.9
ROIC(%)	6.9	5.2	8.3	8.7	9.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.1	18.5	19.1	16.1	17.0
流动比率	5.1	5.8	5.2	6.1	5.5
速动比率	3.3	3.7	3.4	4.3	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	549.8	770.6	770.6	770.6	770.6
应付账款周转率	6.9	8.3	8.3	8.3	8.3
<b>估值比率</b>					
P/E	29.9	35.6	24.0	22.0	20.0
P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.7	19.4	13.5	12.1	11.0

资料来源：常闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区世纪大道15159号陆家嘴滨江中心3楼座

#### 太原

太原市府西街69号国贸中心A座28层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路2700号  
华润金融大厦23楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路2号院1号楼丽泽平安金融中心A座25层

