

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

中国中免 2026Q1 点评: 盈利能力显著修复, 海南市场表现亮眼

中国中免 2025 年报点评: 海南复苏与海外拓展构筑长期价值

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

中国中免 2026H1 点评: 盈利能力逆势提升, 并购与国际化打开新空间

2026 年 08 月 21 日

事件: 公司发布 2026 年中报。公司 2026 年 H1 实现营业收入 276.55 亿元 (yoy-1.76%), 归母净利润 31.06 亿元 (yoy+19.49%), 扣非归母净利润 30.78 亿元 (yoy+18.61%)。单 26Q2 营收 107.49 亿元 (yoy-5.8%), 归母净利润 7.58 亿元 (yoy+14.5%)。公司 2026 年半年度不进行利润分配, 但计划继续实施中期分红。

点评:

- **营收阶段性承压, 盈利能力逆势提升。** 26H1 公司营收同比微降 1.76%, 我们认为, 或主要受机场渠道尚处恢复期及线上有税业务调整拖累。然而, 归母净利润实现 19.49% 的较高增长, 表现亮眼。利润增长的核心驱动力在于盈利能力的显著增强: 一方面, 公司主营业务毛利率持续改善, 26Q2 同比提升 1.14pct, 我们认为主要得益于高毛利的精品、黄金等品类销售占比提升及折扣策略优化; 另一方面, 少数股东损益由去年同期的盈利 3.07 亿元转为本期亏损 0.62 亿元, 对归母净利润形成支撑, 我们认为这或与部分非全资子公司在业务调整期内录得亏损有关。
- **离岛免税基本盘稳固, 海南地区贡献核心增量。** 海南离岛免税业务作为公司业绩的“压舱石”, 26H1 表现强劲。据海口海关统计, 26H1 海南离岛免税购物金额达 199.2 亿元, 同比增长 18.8%。公司紧抓海南自贸港封关机遇, 深化“免税+文旅”融合运营, 在海南地区的经营业绩与市场份额实现双提升。分地区看, 海南地区实现销售收入 185.54 亿元, 是公司营收增长的核心引擎; 而上海地区收入为 20.53 亿元, 我们认为或受机场业务交接及线上业务调整影响, 对整体收入形成一定拖累。
- **并购 DFS 成功落地, 国际化与高端化布局迈出关键一步。** 26H1 公司完成对 DFS 大中华区零售业务的收购, 并有序推进整合工作, 目前各门店经营平稳有序。此次并购不仅为公司贡献了增量收入, 更重要的是补齐了公司在高毛利奢品领域的短板, 优化了品类结构。同时, 公司成功向 LVMH 集团及米勒家族定向增发 H 股, 深度绑定全球顶级奢侈品牌集团, 为未来国际化拓展和品牌协同奠定了坚实基础。
- **盈利预测与投资评级:** 公司作为国内免税行业龙头, 核心渠道壁垒深厚, 受益于消费回流及政策红利。海南离岛免税业务增长稳固, 口岸渠道客流逐步恢复, 叠加收购 DFS 带来的高端品类补强与国际化拓展, 为公司长期增长注入新动能。我们预计 26~28 年公司归母净利润分别为 50.04/58.32/63.81 亿元, 当前股价对应 PE 估值为 22.1x/18.9x/17.3x, 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。

邮编: 100031

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	56,474	53,694	58,145	65,106	72,638
增长率 YoY %	-16.4%	-4.9%	8.3%	12.0%	11.6%
归属母公司净利润 (百万元)	4,267	3,586	5,004	5,832	6,381
增长率 YoY%	-36.4%	-16.0%	39.5%	16.5%	9.4%
毛利率%	32.0%	32.8%	33.6%	34.6%	34.8%
净资产收益率ROE%	7.7%	6.5%	8.7%	9.6%	9.9%
EPS(摊薄)(元)	2.05	1.73	2.41	2.81	3.07
市盈率 P/E(倍)	25.86	30.77	22.05	18.92	17.29
市净率 P/B(倍)	2.00	1.99	1.93	1.82	1.71

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 8 月 20 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	61,723	67,258	73,300	
货币资金	34,817	33,781	38,301	42,069	47,549	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	67	73	65	72	81	
预付账款	839	839	772	852	947	
存货	17,348	15,302	17,213	18,773	20,355	
其他	2,889	6,231	5,372	5,492	4,369	
非流动资产	20,300	18,757	18,815	18,454	18,068	
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	7,019	6,878	6,738	
资产总计	76,260	74,983	80,538	85,712	91,368	
流动负债	10,969	9,647	12,730	13,906	15,056	
短期借款	233	227	227	227	227	
应付票据	32	37	32	36	39	
应付账款	4,685	3,948	4,758	5,249	5,832	
其他	6,020	5,435	7,713	8,395	8,958	
非流动负债	4,343	4,210	4,546	4,546	4,546	
长期借款	2,567	2,849	2,849	2,849	2,849	
其他	1,776	1,362	1,697	1,697	1,697	
负债合计	15,312	13,857	17,276	18,452	19,602	
少数股东权益	5,852	5,656	6,045	6,572	7,281	
归属母公司股东权益	55,097	55,469	57,218	60,688	64,485	
负债和股东权益	76,260	74,983	80,538	85,712	91,368	

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	58,145	65,106	72,638	
同比(%)	-16.4%	-4.9%	8.3%	12.0%	11.6%	
归属母公司净利润	4,267	3,586	5,004	5,832	6,381	
同比(%)	-36.4%	-16.0%	39.5%	16.5%	9.4%	
毛利率(%)	32.0%	32.8%	33.6%	34.6%	34.8%	
ROE%	7.7%	6.5%	8.7%	9.6%	9.9%	
EPS(摊薄)(元)	2.05	1.73	2.41	2.81	3.07	
P/E	25.86	30.77	22.05	18.92	17.29	
P/B	2.00	1.99	1.93	1.82	1.71	
EV/EBITDA	16.24	26.89	11.54	9.40	7.66	

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	58,145	65,106	72,638	
营业成本	38,385	36,109	38,613	42,603	47,330	
营业税金及附加	1,268	1,262	1,221	1,452	1,598	
销售费用	9,063	8,684	9,419	10,743	11,985	
管理费用	1,989	2,204	2,384	2,669	2,978	
研发费用	20	90	116	130	218	
财务费用	-923	-777	-481	-566	-638	
减值损失合计	-739	-882	-238	-243	-199	
投资净收益	64	-69	58	65	73	
其他	182	134	128	143	160	
营业利润	6,178	5,304	6,819	8,041	9,200	
营业外收支	-30	3	-1	0	8	
利润总额	6,148	5,307	6,818	8,041	9,208	
所得税	1,286	1,618	1,426	1,681	2,118	
净利润	4,862	3,690	5,393	6,359	7,091	
少数股东损益	595	103	388	528	709	
归属母公司净利润	4,267	3,586	5,004	5,832	6,381	
EBITDA	6,710	6,206	6,809	7,961	9,057	
EPS(当年)(元)	2.06	1.73	2.41	2.81	3.07	

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	6,633	6,338	8,231	
净利润	4,862	3,690	5,393	6,359	7,091	
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	-58	-65	-73	
营运资金变动	808	-493	347	-834	389	
其它	742	1,363	319	230	176	
投资活动现金流	-454	-3,480	-359	-48	-5	
资本支出	-1,118	-1,220	-288	-107	-77	
长期投资	247	-2,280	-3	-6	0	
其他	416	19	-69	65	73	
筹资活动现金流	-4,367	-3,182	-1,319	-2,523	-2,746	
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	-2,188	-2,523	-2,746	
现金流净增加额	3,021	-1,034	4,520	3,767	5,480	

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5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。