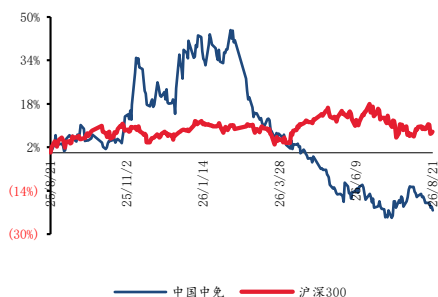


中国中免 26 中报点评：海南市场量利齐升 盈利质量持续改善

■ 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)	1,086.48/1,020.95
12 个月内最高/最低价(元)	99.81/50.21

相关研究报告

<<中国中免 26Q1 点评：海南业务持续向好 盈利能力显著修复>>—2026-05-13

<<中国中免年报点评：海南业务强劲复苏 政策红利持续释放>>—2026-04-02

<<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

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 2026 年中报，报告期内公司实现营业总收入 276.55 亿元，同比下降 1.76%；实现归母净利润 31.06 亿元，同比增长 19.49%；扣非后归母净利润为 30.78 亿元，同比增长 18.61%。

其中 2026Q2，公司实现营业收入 107.49 亿元，同比下降 5.75%，实现归母净利润 7.58 亿元，同比增长 14.54%；扣非后归母净利润为 7.41 亿元，同比增长 12.33%。

点评：

海南收入高速增长，收入占比近七成。2026H1 海南地区实现收入 185.54 亿元，同比增长 23.44%，占总营收比重约 67%，毛利率 22.77%，同比提升 2.42pct。上海地区收入同比大幅下滑 70.12%，主要受上海仓业务调整及机场项目交接的阶段性影响，毛利率亦同比下降 2.70pct。当前京沪机场门店已完成升级焕新运营，公司上半年新中标 29 个进出境免税项目，机场渠道阶段性扰动后有望逐步恢复。其他地区收入同比增长 11.01%，表现稳健。

三亚店利润爆发，海口城扭亏为盈。三亚市内免税店上半年实现营收 132.56 亿元，同比+28.17%；净利润 14.67 亿元，同比+142.35%；净利率约 11.1%，较去年同期大幅提升，是公司最核心的“利润奶牛”。海口国际免税城上半年实现营收 36.66 亿元，同比+19.97%；净利润 0.11 亿元，较 2025H1 亏损 4.24 亿元实现扭亏为盈，经营拐点已现。海免公司上半年实现营收 18.72 亿元，同比+2.53%；净利润 0.67 亿元，同比+17.28%，保持稳健增长。

免税业务绝对主导，有税业务占比收缩。2026H1 免税商品销售收入 217.28 亿元，对应毛利率约 36.9%；有税商品销售收入 51.22 亿元，对应毛利率约 15.1%。免税业务仍占据绝对主导地位，收入占比约 78.6%，且毛利率显著高于有税业务，品类结构优化也是整体毛利率提升的原因之一。

期间费用率保持稳定。2026H1 销售费用 41.48 亿元，销售费用率 15.00%，同比下降 0.14pct。管理费用 8.93 亿元，管理费用率同比提高 0.19pct。研发费用 0.27 亿，研发费用率同比下降 0.04pct，投入更加聚焦。

收购 DFS 国际化布局落地。今年 3 月公司完成对 DFS 大中华区零售业务的收购交割，这是公司国际化战略的关键一步。购买日至 6 月底，DFS 实现收入 7.46 亿元、净利润 0.11 亿元，贡献有限但标志着海外业务从 0 到 1 的突破。后续需关注整合进度与销售爬坡情况。但中长期看，DFS 在大中华区的机场免税网络与中免的供应链、会员体系形成协同，有望构成“出海”第二曲线。

投资建议：预计 2026-2028 年中国中免将实现归母净利润 45.2/51.95/59.36 亿元，同比增速 26.03%/14.93%/14.27%。预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.18/2.5/2.86 元/股，对应 2026-2028 年 PE 分别为

24X、21X 和 18X，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，公司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	55,429	61,776	68,139
营业收入增长率(%)	-4.92%	3.23%	11.45%	10.30%
归母净利（百万元）	3,586	4,520	5,195	5,936
净利润增长率(%)	-15.96%	26.03%	14.93%	14.27%
摊薄每股收益（元）	1.73	2.18	2.50	2.86
市盈率（PE）	30.30	24.04	20.91	18.30

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	38,175	40,366	43,015
应收和预付款项	905	911	908	1,007	1,104
存货	17,348	15,302	16,629	18,439	20,193
其他流动资产	2,889	6,231	5,323	5,433	5,542
流动资产合计	55,960	56,226	61,036	65,244	69,855
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	1,937	1,864	1,790
长期待摊费用	1,086	888	824	760	696
其他非流动资产	61,063	59,670	64,707	68,915	73,525
资产总计	76,260	74,983	79,632	83,469	87,711
短期借款	233	227	227	227	227
应付和预收款项	4,728	3,996	4,714	5,227	5,724
长期借款	2,567	2,849	2,849	2,849	2,849
其他负债	7,784	6,786	8,653	8,990	9,319
负债合计	15,312	13,857	16,443	17,292	18,119
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	37,136	39,734	42,702
归母公司股东权益	55,097	55,469	57,193	59,790	62,758
少数股东权益	5,852	5,656	5,996	6,387	6,834
股东权益合计	60,948	61,126	63,189	66,177	69,592
负债和股东权益	76,260	74,983	79,632	83,469	87,711

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	7,939	6,059	6,214	5,395	6,258
投资性现金流	-454	-3,480	-484	-404	-437
融资性现金流	-4,367	-3,182	-904	-2,801	-3,171
现金增加额	3,021	-1,034	4,392	2,190	2,650

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	56,474	53,694	55,429	61,776	68,139
营业成本	38,385	36,109	37,416	41,487	45,435
营业税金及附加	1,268	1,262	1,291	1,439	1,588
销售费用	9,063	8,684	8,924	9,946	10,970
管理费用	1,989	2,204	2,106	2,347	2,589
财务费用	-923	-777	-667	-755	-804
资产减值损失	-742	-879	0	0	0
投资收益	64	-69	67	74	82
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	6,178	5,304	6,480	7,448	8,511
其他非经营损益	-30	3	0	0	0
利润总额	6,148	5,307	6,480	7,448	8,511
所得税	1,286	1,618	1,620	1,862	2,128
净利润	4,862	3,690	4,860	5,586	6,383
少数股东损益	595	103	340	391	447
归母股东净利润	4,267	3,586	4,520	5,195	5,936

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	32.03%	32.75%	32.50%	32.84%	33.32%
销售净利率	7.56%	6.68%	8.15%	8.41%	8.71%
销售收入增长率	-16.38%	-4.92%	3.23%	11.45%	10.30%
EBIT 增长率	-32.66%	-5.33%	18.83%	15.14%	15.15%
净利润增长率	-36.44%	-15.96%	26.03%	14.93%	14.27%
ROE	7.74%	6.47%	7.90%	8.69%	9.46%
ROA	6.27%	4.88%	6.29%	6.85%	7.46%
ROIC	6.18%	5.14%	6.27%	6.94%	7.65%
EPS (X)	2.05	1.73	2.18	2.50	2.86
PE (X)	25.46	30.30	24.04	20.91	18.30
PB (X)	1.97	1.96	1.90	1.82	1.73
PS (X)	1.92	2.02	1.96	1.76	1.59
EV/EBITDA (X)	16.24	26.89	11.53	9.81	8.28

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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，任何机构和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。