中国中免（601888.SH）

Q3 利润增长超 20%，龙头盈利能力持续夯实

优于大市

核心观点

Q3 收入降幅收窄，归母利润增长超 20%。前三季度收入 388.21 亿元，同比下降 2.61%；归母/扣非净利润 36.70/36.44 亿元，同比增长 20.25%/20.00%。Q3 收入 111.66 亿元，同比下降 4.66%（Q2 下降 5.75%），降幅同比收窄，预计系海南业务份额稳步扩张，机场业务逐步恢复，叠加新增国际业务布局；归母/扣非净利润 5.64/5.65 亿元，同比增长 24.64%/28.19%，盈利能力改善。

海南市场份额提升，机场业务逐步恢复，国际业务扩张贡献增量。海南基本盘方面，根据海口海关统计 Q3 海南离岛免税销售额同比+2.3%（Q2+4.7%），行业增速趋于平稳但公司份额同比提升逾 2 个百分点，预计增速快于行业。机场业务方面，预计机场业务经过招标重新开业后进入逐步修复阶段，参考 Q3 上海机场免税合同收入同比-8.9%（Q2-11.2%、Q1-48.7%），反映口岸修复趋势。此外，前三季度国际业务同比+71%，包含 DFS 并表贡献。

公司毛利率提升，受益于结构性优化及人民币升值受益。Q3 整体毛利率 33.99%，同比提升 1.98 个百分点（Q2 提升 1.87 个百分点），预计受免税及高毛利精品占比提升、折扣稳定及人民币升值带动。Q3 四项期间费用率合计 23.70%，同比提升 1.58 个百分点（Q2 提升 3.48 个百分点），其中销售费用率 20.61%，同比+1.86 个百分点（Q2+1.52），预计与机场恢复、DFS 并表有关；管理费用率 3.44%，同比-0.51 个百分点（Q2+0.28），严格控费；研发费用率 0.46%，同比+0.21 个百分点（Q2-0.01）；财务费用率-0.81%，同比+0.01 个百分点（Q2+1.69），仍为净收益。此外，Q3 资产减值损失 0.75 亿元，同比减少 0.71 亿元；少数股东损益由 1.05 亿元降至 0.01 亿元，预计与日上经营有关，推动归母净利润同比+24.64%；归母净利率 5.05%，同比+1.19 个百分点（Q2+1.25 个百分点至 7.05%）。

分红加码，龙头壁垒与结构优化支撑后续盈利弹性。公司发布分红预案，拟每股派现 0.40 元，同比+60%，合计 8.31 亿元，分红比例 22.65%，同比+5.70 个百分点。展望后续，**1）收入端有望延续改善，**三亚海棠湾三期太古合作项目预计于今年 12 月 18 日开业，将进一步强化高端客群引流与变现能力；机场、有税业务后续有望继续恢复。此外，作为消费回流重要龙头，市内免税与海南封关政策红利提供增量空间。**2）结构持续优化。**品类上，公司持续引进国潮品牌并设立专属消费区，推动与知名品牌的联名开发，打造差异化商品供给。渠道上，上半年公司新中标 29 个进出境免税项目，覆盖成都天府、武汉天河等重点机场及多个水路陆路口岸；同时完成对 DFS 大中华区零售业务的收购；并引入 LVMH 集团作为战略投资者，有助于提升国际化布局与全球供应链话语权。**3）利润率有望继续优化。**随着销售折扣持续优化、高毛利精品业务占比提升，毛利率有望进一步改善；叠加后续机场等渠道利润恢复，有望释放高于收入增速的利润弹性。

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：维持公司 2026-2028 年归母净利润至 45.9/53.1/60.8 亿元，对应 PE 估值 23/20/17x。消费板块经历调整，中免机构持仓回到历史低位，后续海南封关后红利持续释放、机场和有税业务重新梳理优化有望带来业绩支撑，而市内免税店潜在政策优化有望带来预期增量，维持 “优于大市”。

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 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003

证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	50.30 元
总市值/流通市值	104513/104064 百万元
52 周最高价/最低价	99.81/48.09 元
近 3 个月日均成交额	1030.09 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）-上半年毛利率继续优化，关注政策红利与全球化布局》 ——2026-08-23

《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》 ——2026-04-03

《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

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	51,815	55,561	59,223
(+/-%)	-16.4%	-4.9%	-3.5%	7.2%	6.6%
归母净利润(百万元)	4267	3586	4594	5308	6079
(+/-%)	-36.4%	-16.0%	28.1%	15.6%	14.5%
每股收益（元）	2.06	1.73	2.22	2.57	2.94
EBIT Margin	10.4%	10.3%	11.2%	11.8%	12.7%
净资产收益率（ROE）	7.7%	6.5%	8.0%	8.8%	9.6%
市盈率（PE）	24.4	29.02	22.65	19.60	17.12
EV/EBITDA	19.0	19.8	18.5	16.2	14.1
市净率（PB）	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

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

Q3 收入降幅收窄，归母利润增长超 20%。前三季度收入 388.21 亿元，同比下降 2.61%；归母/扣非净利润 36.70/36.44 亿元，同比增长 20.25%/20.00%。Q3 收入 111.66 亿元，同比下降 4.66%（Q2 下降 5.75%），降幅同比收窄，预计系海南业务份额稳步扩张，机场业务逐步恢复，叠加新增国际业务布局；归母/扣非净利润 5.64/5.65 亿元，同比增长 24.64%/28.19%，盈利能力改善。

海南市场份额提升，机场业务逐步恢复，国际业务扩张贡献增量。海南基本盘方面，根据海口海关统计 Q3 海南离岛免税销售额同比+2.3%（Q2+4.7%），行业增速趋于平稳但公司份额同比提升逾 2 个百分点，预计增速快于行业。机场业务方面，预计机场业务经过招标重新开业后进入逐步修复阶段，参考 Q3 上海机场免税合同收入同比-8.9%（Q2-11.2%、Q1-48.7%），反映口岸修复趋势。此外，前三季度国际业务同比+71%，包含 DFS 并表贡献。

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

公司毛利率提升，受益于结构性优化及人民币升值受益。Q3 整体毛利率 33.99%，同比提升 1.98 个百分点（Q2 提升 1.87 个百分点），预计受免税及高毛利精品占比提升、折扣稳定及人民币升值带动。Q3 四项期间费用率合计 23.70%，同比提升 1.58 个百分点（Q2 提升 3.48 个百分点），其中销售费用率 20.61%，同比+1.86 个百分点（Q2+1.52），预计与机场恢复、DFS 并表有关；管理费用率 3.44%，同比-0.51 个百分点（Q2+0.28），严格控费；研发费用率 0.46%，同比+0.21 个百分点（Q2-0.01）；财务费用率-0.81%，同比+0.01 个百分点（Q2+1.69），仍为净收益。此外，Q3 资产减值损失 0.75 亿元，同比减少 0.71 亿元；少数股东损益由 1.05 亿元降至 0.01 亿元，预计与日上经营有关，推动归母净利润同比+24.64%；归母净利率 5.05%，同比+1.19 个百分点（Q2+1.25 个百分点至 7.05%）。

分红加码，龙头壁垒与结构优化支撑后续盈利弹性。公司发布分红预案，拟每股派现 0.40 元，同比+60%，合计 8.31 亿元，分红比例 22.65%，同比+5.70 个百分点。展望后续，**1）收入端有望延续改善，**三亚海棠湾三期太古合作项目预计于今年 12 月 18 日开业，将进一步强化高端客群引流与变现能力；机场、有税业务后续有望继续恢复。此外，作为消费回流重要龙头，市内免税与海南封关政策红利提供增量空间。**2）结构持续优化。**品类上，公司持续引进国潮品牌并设立专属消费区，推动与知名品牌的联名开发，打造差异化商品供给。渠道上，上半年公司新中标 29 个进出境免税项目，覆盖成都天府、武汉天河等重点机场及多个水路陆路口岸；同时完成对 DFS 大中华区零售业务的收购；并引入 LVMH 集团作为战略投资者，有助于提升国际化布局与全球供应链话语权。**3）利润率有望继续优化。**随着销售折扣持续优化、高毛利精品业务占比提升，毛利率有望进一步改善；叠加后续机场等渠道利润恢复，有望释放高于收入增速的利润弹性。

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：维持公司 2026-2028 年归母净利润至 45.9/53.1/60.8 亿元，对应 PE 估值 23/20/17x。消费板块经历调整，中免机构持仓回到历史低位，后续海南封关后红利持续释放、机场和有税业务重新梳理优化有望带来业绩支撑，而市内免税店潜在政策优化有望带来预期增量，维持 “优于大市”。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	34817	33781	45843	47397	48376
应收款项	975	1935	965	959	957
存货净额	17348	15302	14764	15109	15969
其他流动资产	2820	5207	777	556	592
流动资产合计	**55960**	**56226**	**62350**	**64020**	**65894**
固定资产	7061	8039	8826	9160	8928
无形资产及其他	1940	1984	1906	1827	1749
投资性房地产	7630	5179	5179	5179	5179
长期股权投资	3670	3556	5556	6556	6806
资产总计	**76260**	**74983**	**83816**	**86742**	**88555**
短期借款及交易性金融负债	1026	1018	1500	1500	1000
应付款项	4717	3985	4572	4664	4287
其他流动负债	5226	4644	9036	8632	8088
流动负债合计	**10969**	**9647**	**15108**	**14797**	**13374**
长期借款及应付债券	2567	2849	2849	2849	2849
其他长期负债	1776	1362	2362	2862	2962
长期负债合计	**4343**	**4210**	**5210**	**5710**	**5810**
负债合计	**15312**	**13857**	**20319**	**20507**	**19185**
少数股东权益	5852	5656	5731	5815	5910
股东权益	55097	55469	57766	60420	63460
负债和股东权益总计	**76260**	**74983**	**83816**	**86742**	**88555**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	2.06	1.73	2.22	2.57	2.94
每股红利	1.72	1.50	1.11	1.28	1.47
每股净资产	26.63	26.81	27.92	29.20	30.67
ROIC	8%	6%	8%	11%	13%
ROE	8%	6%	8%	9%	10%
毛利率	32%	33%	34%	34%	35%
EBIT Margin	10%	10%	11%	12%	13%
EBITDA Margin	11%	11%	13%	14%	15%
收入增长	-16%	-5%	-3%	7%	7%
净利润增长率	-36%	-16%	28%	16%	15%
资产负债率	28%	26%	31%	30%	28%
息率	3.4%	3.0%	2.2%	2.6%	2.9%
P/E	24.4	29.0	22.7	19.6	17.1
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	19.0	19.8	18.5	16.2	14.1

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**56474**	**53694**	**51815**	**55561**	**59223**
营业成本	38385	36109	34305	36644	38778
营业税金及附加	1268	1262	1299	1393	1485
销售费用	9063	8684	8498	9057	9594
管理费用	1989	2204	1997	1968	1915
财务费用	(923)	(777)	(766)	(914)	(968)
投资收益	64	(69)	30	30	30
资产减值及公允价值变动	(742)	(879)	(600)	(600)	(600)
其他收入	164	41	79	79	79
营业利润	6178	5304	5991	6923	7928
营业外净收支	(30)	3	0	0	0
利润总额	6148	5307	5991	6923	7928
所得税费用	**1286**	**1618**	**1281**	**1480**	**1695**
少数股东损益	595	103	117	135	154
归属于母公司净利润	4267	3586	4594	5308	6079

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	4267	3586	4594	5308	6079
资产减值准备	104	137	274	40	(13)
折旧摊销	428	424	918	1105	1225
公允价值变动损失	742	879	600	600	600
财务费用	(923)	(777)	(766)	(914)	(968)
营运资本变动	2337	(442)	12192	111	(1730)
其它	(5)	(123)	(200)	44	109
经营活动现金流	**7873**	**4461**	**18378**	**7208**	**6270**
资本开支	0	(577)	(2501)	(2001)	(1501)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(1470)**	**(463)**	**(4501)**	**(3001)**	**(1751)**
权益性融资	(97)	95	0	0	0
负债净变化	45	282	0	0	0
支付股利、利息	(3556)	(3101)	(2297)	(2654)	(3039)
其它融资现金流	3695	510	482	0	(500)
融资活动现金流	**(3425)**	**(5034)**	**(1815)**	**(2654)**	**(3539)**
现金净变动	**2979**	**(1036)**	**12062**	**1553**	**979**
货币资金的期初余额	31838	34817	33781	45843	47397
货币资金的期末余额	34817	33781	45843	47397	48376
企业自由现金流	7389	3240	15165	4388	3914
权益自由现金流	11129	4032	16249	5107	4175

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