

中国中免 (601888)

投资评级

买入

维持评级

免税政策密集利好落地，经营触底反弹信号强化

2025 年 11 月 25 日

收盘价(元):

79.69

- ◆ 事件：公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 398.62 亿元，同比-7.34%；归母净利润 30.52 亿元，同比-22.13%；扣非后归母净利润 30.36 亿元，同比-21.60%。毛利率 32.54%，同比-0.58pct；净利率 8.69%，同比-1.33pct。

单季度来看，25Q3 公司实现营收 117.11 亿元，同比-0.38%；归母净利润 4.52 亿元，同比-28.94%；毛利率 32.01%，同比-0.02pct，环比-0.44pct；净利率 4.76%，同比-0.89pct，环比-2.70pct。

- ◆ 消费需求放缓，公司经营业绩持续承压，但 Q3 业绩拐点基本确立。

➢ 业绩方面，前三季度公司营业收入较上年同期减少 31.59 亿元；归属于上市公司股东的净利润较上年同期减少 8.67 亿元，主要是受消费需求放缓公司经营业绩持续承压所致。分季度看，Q1/Q2/Q3 公司分别实现营收 167.46/114.05/117.11 亿元，同比-10.96%/-8.45%/-0.38%；归母净利润分别为 19.38/6.62/4.52 亿元，同比-15.98%/-32.21%/-28.94%，Q3 公司收入同比降幅收窄，核心市场海南离岛免税销售额自 9 月起实现同比转正（+3.4%），中秋国庆期间离岛免税销售额同比增长 13.6%，验证复苏趋势。分业务看，25H1 免税商品实现营收 203.43 亿元/同比-6.13%；有税商品/其他服务/其他业务实现营收 71.89/4.85/1.34 亿元，同比-21.50%/+53.39%/+11.21%。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，25 年前三季度公司整体毛利率为 32.54%/同比-0.58ct。②费率方面，25 年前三季度公司整体费用率为 18.19%/同比+0.59pct，其中销售费用率为 16.20%/同比+0.40pct，主要是公司为拓展市场份额及新品推广加大市场投入所致，管理费用率为 3.31%/同比+0.01pct，财务费用率为-1.49%/同比+0.03pct，研发费用率为 0.17%/同比+0.15pct。③净利率方面，25 年前三季度公司净利率为 8.69%/同比-1.33pct。

- ◆ 海南主业复苏确定，龙头地位进一步稳固。海南离岛免税是公司核心基本盘，已呈现明显的复苏态势。2025 年上半年，离岛免税购物金额

公司基本数据

总股本(百万股)	2,068.86
总市值(百万)	164,867.38
流通股本(百万股)	1,952.48
流通市值(百万)	155,592.78
12 月最高/最低价(元)	93.80/54.75
资产负债率(%)	18.34
每股净资产(元)	26.91
市盈率(TTM)	48.49
市净率(PB)	2.96
净资产收益率(%)	5.48

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书：S0640516120002
联系电话：010-59562517
邮箱：peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书：S0640525040003
联系电话：
邮箱：guonw@avicsec.com

相关研究报告

2023 年业绩符合预期，分红比例大幅提升 — 2024-04-05

股市有风险入市需谨慎

人民币 167.6 亿元，降幅明显收窄（同比-9.2%），公司在海南离岛免税市场份额同比提升近 1 个百分点。进入下半年，离岛销售额在 9 月同比转正，中秋国庆假期销售同比+13.6%，经营拐点确立。公司通过强化“免税+文旅”融合、优化品牌结构、引入高客单价国际品牌及打造主题展陈场景，显著提升客流与转化率。25H1 人均消费金额同比提升 23%至约 6754 元。政策端，封关后离岛免税政策明确延续、免税品类扩大至手机等高价值品类，将进一步释放消费潜力。公司在海南六店一体化管理、仓储配送体系升级等方面的运营优势，将持续强化其龙头壁垒与利润修复弹性。我们认为，随着消费信心修复与政策利好释放，公司在海南主场的市场份额仍将稳中有升，业绩弹性可期。

- ◆ **市内店与口岸渠道共振，第二成长曲线加速成型。**除离岛市场外，公司在口岸与市内店业务上布局领先。①**口岸渠道：**受益于出入境客流复苏（25H1 全国恢复至 2019 年的 97%），公司成功中标广州白云 T3 等重点机场项目，渠道优势进一步巩固。②**市内免税店：**财政部、商务部等五部委近期发文放宽市内店审批与品类限制，支持“入境提货”新模式，公司已率先在深圳、广州、成都等地落地“免税+有税”双轨市内门店。市内店将借助本地消费回流与外籍客群双重红利，成为公司新的增长引擎。未来如线上预订平台、电子结算体系落地，有望进一步提升毛利率与周转效率。我们认为，公司在市内店提前布局、政策红利加持下，有望率先享受行业新周期的红利，成为“第二成长曲线”的核心驱动力。
- ◆ **精细化运营驱动内生修复，会员体系与数字化赋能成果显现。**面对行业波动，公司持续“修炼内功”，夯实长期竞争力。供应链端，公司整合海南六店库存，实施“一盘货”模式，提升配送与库存效率；营销端，会员体系规模超 4,500 万，私域运营渗透率与复购率显著提升。数字化转型全面推进，借助中免 App 与微信小程序，形成“线上预约+到店转化+跨店积分”的闭环管理体系，强化客户留存与转化。消费场景创新方面，公司深化“免税+文旅”融合，打造“购物+娱乐+体验”新业态，引入迪士尼、泡泡玛特等 IP 展和快闪店，成功吸引年轻客群。
- ◆ **投资建议：**公司 Q3 业绩拐点明确，核心海南业务企稳回升，市内免税政策落地为第二成长曲线打开新空间。随着离岛政策优化、口岸渠道复苏及数字化运营深化，公司有望重回业绩增长轨道。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 40.30/48.25/59.15 亿元，EPS 分别为 1.95/2.33/2.86 元，当前股价对应 PE 分别为 45/38/31 倍，维持“买

减租预期落地，机场免税有望加速复苏 —
2023-12-29
Q3 毛利率明显改善，增量项目落地可期 —
2023-11-05

入”评级。

- ◆ **风险提示：**免税政策调整或执行不及预期；出入境及旅游客流恢复低于预期；新开市内店培育周期长、费用率阶段性上升；行业竞争加剧导致毛利率波动风险。

◆ **盈利预测**

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67540.10	56473.85	55157.71	59912.74	66053.82
增长率 (%)	24.08%	-16.38%	-2.33%	8.62%	10.25%
归属母公司股东净利润	6713.69	4267.11	4029.75	4825.24	5915.29
增长率 (%)	33.46%	-36.44%	-5.56%	19.74%	22.59%
每股收益 EPS(元)	3.25	2.06	1.95	2.33	2.86
PE	27.06	42.57	45.08	37.64	30.71

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26891.70	31838.43	34817.32	37553.80	41152.76	44987.84	营业收入	54432.85	67540.10	56473.85	55157.71	59912.74	66053.82
应收票据及账款	151.30	138.84	66.60	110.58	120.11	132.43	营业成本	38981.84	46049.40	38385.15	37240.39	40118.01	43953.79
预付账款	398.17	481.92	838.80	538.77	585.21	645.20	税金及附加	1215.24	1644.28	1267.83	1270.85	1380.40	1521.89
其他应收款	862.36	1238.83	913.12	925.80	1005.61	1108.69	销售费用	4032.03	9420.83	9062.90	8825.23	9466.21	9908.07
存货	27926.48	21056.91	17348.38	20179.59	21738.89	23817.40	管理费用	2209.18	2208.34	1989.49	1765.05	1797.38	1981.61
其他流动资产	975.47	3700.91	1976.22	1980.34	2151.06	2371.55	研发费用	39.03	58.42	19.87	35.56	38.62	42.58
流动资产总计	57205.48	58455.84	55960.44	61288.87	66753.65	73063.09	财务费用	220.28	-868.80	-923.10	44.74	-37.01	-106.77
长期股权投资	1970.10	2199.94	3669.71	3754.29	3838.88	3923.46	资产减值损失	-590.69	-638.16	-741.90	-614.78	-667.77	-736.22
固定资产	7520.55	8386.51	8113.34	6978.89	5819.06	4633.84	信用减值损失	7.16	2.58	2.66	3.99	4.33	4.77
在建工程	1852.28	1066.68	972.14	810.12	648.10	486.07	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2458.04	2127.54	1939.82	1618.24	1296.31	974.04	投资收益	162.49	86.98	63.81	104.43	104.43	104.43
长期待摊费用	1101.65	1074.18	1085.87	542.94	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3799.50	5558.71	4519.05	4327.15	4135.25	3943.36	资产处置收益	9.09	48.29	23.82	27.07	27.07	27.07
非流动资产合计	18702.12	20413.57	20299.94	18031.63	15737.60	13960.77	其他收益	296.14	149.89	157.85	201.29	201.29	201.29
资产总计	75907.60	78869.41	76260.37	79320.50	82491.25	87023.86	营业利润	7619.45	8677.20	6177.95	5697.89	6818.47	8353.98
短期借款	1932.23	369.43	232.63	0.00	0.00	0.00	营业外收入	12.59	11.42	9.02	11.01	11.01	11.01
应付票据及账款	7678.62	6402.94	4716.65	5696.56	6136.74	6723.48	营业外支出	15.12	43.09	38.83	32.35	32.35	32.35
其他流动负债	7869.47	8556.14	6019.75	6822.94	7358.74	8064.38	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17480.32	15328.50	10969.03	12519.49	13495.48	14787.86	利润总额	7616.92	8645.53	6148.14	5676.55	6797.13	8332.64
长期借款	4246.65	4273.19	4133.24	2725.84	1427.68	385.91	所得税	1428.67	1379.32	1285.65	1052.47	1260.23	1544.92
其他非流动负债	53.21	86.08	209.76	209.76	209.76	209.76	净利润	6188.25	7266.21	4862.49	4624.08	5536.90	6787.72
非流动负债合计	4299.87	4359.27	4343.00	2935.60	1637.44	595.67	少数股东损益	1157.87	552.53	595.38	594.34	711.66	872.43
负债合计	21780.19	19687.77	15312.04	15455.09	15132.91	15383.54	归属母公司股东净利润	5030.38	6713.69	4267.11	4029.75	4825.24	5915.29
股本	2068.86	2068.86	2068.86	2068.86	2068.86	2068.86	EBITDA	8409.17	8545.37	6122.45	8074.18	9138.73	10087.28
资本公积	17486.40	17447.20	17442.32	17442.32	17442.32	17442.32	NOPLAT	6361.88	6522.06	4138.42	4655.87	5502.08	6696.08
留存收益	29018.14	34317.89	35585.53	37908.27	40689.53	44099.10	EPS (元)	2.43	3.25	2.06	1.95	2.33	2.86
归属母公司权益	48573.40	53833.95	55096.71	57419.45	60200.71	63610.27	主要财务比率						
少数股东权益	5554.01	5347.69	5851.63	6445.97	7157.63	8030.05	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	54127.41	59181.64	60948.34	63865.41	67358.33	71640.33	成长能力						
负债和股东权益合计	75907.60	78869.41	76260.37	79320.50	82491.25	87023.86	营收增长率	-19.57%	24.08%	-16.38%	-2.33%	8.62%	10.25%
现金流量表							营业利润增长率	-48.53%	13.88%	-28.80%	-7.77%	19.67%	22.52%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-46.90%	-0.77%	-32.81%	9.50%	18.16%	21.68%
税后经营利润	6188.25	7266.21	4862.49	4370.38	5283.20	6534.01	EBITDA增长率	-44.82%	1.62%	-28.35%	31.88%	13.18%	10.38%
折旧与摊销	571.97	768.64	897.42	2352.89	2378.62	1861.41	归母净利润增长率	-47.89%	33.46%	-36.44%	-5.56%	19.74%	22.59%
财务费用	220.28	-868.80	-923.10	44.74	-37.01	-106.77	经营现金流增长率	-158.75%	440.74%	-49.99%	-15.84%	12.64%	5.38%
投资损失	-162.49	-86.98	-63.81	-104.43	-104.43	-104.43	盈利能力						
营运资金变动	-11635.78	5957.05	807.85	-808.86	-889.83	-1181.97	毛利率	28.39%	31.82%	32.03%	32.48%	33.04%	33.46%
其他经营现金流	537.19	1549.43	1713.35	284.38	284.38	284.38	净利率	11.37%	10.76%	8.61%	8.38%	9.24%	10.28%
经营性现金净流量	-4280.58	14585.55	7294.20	6139.11	6914.92	7286.63	营业利润率	14.00%	12.85%	10.94%	10.33%	11.38%	12.65%
资本支出	3001.84	1768.74	995.30	0.00	0.00	0.00	ROE	10.36%	12.47%	7.74%	7.02%	8.02%	9.30%
长期投资	-875.00	-2923.14	247.46	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	8.51%	5.60%	5.08%	5.85%	6.80%
其他投资现金流	70.19	-23.91	293.53	-10.83	-10.83	-10.83	ROIC	22.24%	16.78%	10.68%	12.88%	15.92%	19.91%
投资性现金净流量	-3806.65	-4715.79	-454.30	-10.83	-10.83	-10.83	估值倍数						
短期借款	1520.89	-1562.80	-136.80	-232.63	0.00	0.00	P/E	36.11	27.06	42.57	45.08	37.64	30.71
长期借款	760.13	26.54	-139.95	-1407.40	-1298.16	-1041.76	P/S	3.34	2.69	3.22	3.29	3.03	2.75
普通股增加	116.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.74	3.37	3.30	3.16	3.02	2.86
资本公积增加	15616.10	-39.20	-4.89	0.00	0.00	0.00	股息率	0.86%	1.77%	1.13%	0.94%	1.13%	1.38%
其他筹资现金流	-2558.95	-3052.32	-4085.43	-1751.75	-2006.97	-2398.96	EV/EBIT	55.79	20.32	22.91	27.75	22.94	18.44
筹资性现金净流量	15454.56	-4627.78	-4367.07	-3391.79	-3305.13	-3440.72	EV/EBITDA	51.99	18.50	19.55	19.67	16.97	15.04
现金流量净额	8240.26	5449.18	2375.84	2736.49	3598.96	3835.08	EV/NOPLAT	68.72	24.23	28.92	34.10	28.18	22.65

资料来源：同花顺，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637