

收购 DFS 大中华区业务,与 LVMH 集团深度合作

中国中免 (601888. SH)

核心观点

公司此次收购 DFS 港澳地区门店及相关资产能够快速扩大公司在当地的零售布局,同时与 LVMH 集团签署的合作及后续的 H 股增发协议使得双方合作更加紧密,零售商与品牌商能够充分发挥互补优势,进一步巩固中免集团在全球旅游零售市场的优势地位。此次增发后中国旅游集团将依旧牢固掌握绝对控股地位,为国际化长期战略保驾护航。

事件

公司公告将以全资孙公司中免国际与 DFS 新加坡和 DFS 香港签署框架协议,约定中免国际以不超过 3.95 亿美元现金方式收购 DFS 大中华区旅游零售业务相关股权及资产。

公司分别与 Delphine SAS 和 Shoppers Holdings HK Limited 签署《股份认购协议》,待上述收购事项交割后,公司将以 77.21 港元/H 股,分别向 Delphine SAS、Shoppers Holdings HK 增发分别不超过 7,330,100 股及 4,637,400 股 H 股股份。

简评

收购 DFS 港澳地区门店,巩固海外布局

公司计划以不超过 3.95 亿美元对价收购 LVMH 及 Miller 家族旗下 DFS 免税店在港澳地区 9 家门店及大中华区的相关无形资产。双方签署零售领域合作关系。此举有望加强 LVMH 集团品牌在中免渠道的布局。

增发 H 股形成股权层面合作,扩大规模效应

公司向 LVMH 及 Miller 家族旗下企业分别签署股权认购协议,以 77.21 港元/股价格增发合计不超过 11967500 股,占发行后 A+H 总股本的不到 0.58%,限售一年。此举将合作双方在股权层面进行绑定。按照 2024 年模拟财务情况,公司有望增加 40 亿以上的海外零售收入,强化供应链的规模优势,帮助门店提升经营成效。

投资建议: 我们维持公司 2025~2027 年预测为归母净利润 41.49 亿元、51.90 亿元、63.48 亿元,当前股价对应 PE 分别为 47X、37X、30X,维持“增持”评级。

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期: 2026 年 01 月 20 日

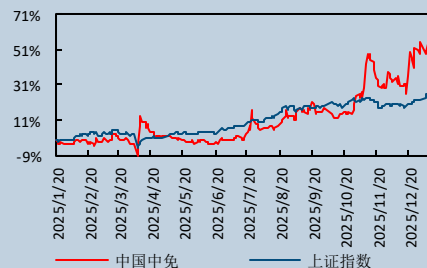
当前股价: 93.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
22.09/15.96	33.39/26.25	53.06/26.16
12 月最高/最低价 (元)		95.78/56.57
总股本 (万股)		206,885.90
流通 A 股 (万股)		195,247.55
总市值 (亿元)		1,914.98
流通市值 (亿元)		1,823.61
近 3 月日均成交量 (万)		5252.95
主要股东		
中国旅游集团有限公司		50.30%

股价表现



相关研究报告

25.12.12	【中信建投社服商贸】中国中免 (601888):更新运营标段,发力综合运营能力
25.10.31	【中信建投社服商贸】中国中免 (601888):精益商业化,迎接政策窗口

一、交易概述：现金+股权深度合作

现金交易部分

2026年1月19日，公司全资孙公司中免国际与 DFS 新加坡、DFS 香港签署《框架协议》，约定中免国际以不超过 3.95 亿美元现金方式收购对方持有的 DFS 大中华区旅游零售业务相关股权及资产，包括 DFS 新加坡、DFS 香港持有的 DFS Cotai Limitada 100% 股权（以下亦称“目标股权”）及 DFS 香港持有的 2 家门店的相关资产（包括人员、租赁合同、店面固定资产、存货等），以及 DFS 大中华区无形资产（包括品牌所有权、会员体系、知识产权等）。资金来源为中免国际自有资金。本次交易的最终价格将根据《框架协议》约定的价格调整机制最终确定。

同日，公司与 LVMH 签署战略合作谅解备忘录，拟在双方战略契合的零售领域建立合作关系，该合作也将符合 LVMH 旗下品牌当下的商业模式。此前，LVMH 旗下路易威登和迪奥的精品门店均已入驻三亚海棠湾国际免税城的河心岛项目（为有税区域），受益于免税城的高质量客群带动，即使产品售价与北京上海等内陆城市齐平，依旧能够取得市场头部的销售水平。我们认为，在 2026 年下半年，中国中免与太古地产合作的海棠湾三期项目先期落成后，有望继续发挥高端商业品牌云集带来的商圈效应，巩固双方的商业合作。

股份增发部分

于《框架协议》签署同日，公司董事会行使于 2025 年第一次临时股东会获得的增发股份的一般性授权，并与 Delphine SAS（LVMH 间接全资附属公司）及 Shoppers Holdings HK 为（The Mountain Trust Company 以 Miller 家族为受益人的私人家族信托的持牌受托人身份行事的间接全资附属公司）分别签署《股份认购协议》，约定待本次交易项下的收购事项交割后，公司以 77.21 港元/H 股，分别向 Delphine SAS、Shoppers Holdings HK 增发不超过 7,330,100 股及 4,637,400 股 H 股股份，具体股份数量由 Delphine SAS、Shoppers Holdings HK 于交割前以书面方式通知公司。

该价格较 H 股紧接 2026 年 1 月 19 日（即认购协议日期）前最后三十个交易日在联交所所报平均收市价每股 H 股约 77.21 港元折让约 0.00%。认购股份的总代价最多为 9.24 亿港元，并应由认购方于认购完成日期结算，并承诺限售期 1 年。

此次认购完成后，在满额情况下，中国旅游集团依旧保持 50.01% 的股份，具有绝对控股地位。同时增发的 11,967,500 股约占发行后总股本 20.81 亿股的 0.5751%，占发行后 H 股股本 1.28 亿股的 9.32%，对于股本的摊薄非常有限。按照 1 月 19 日美元兑港币中间价 7.7972 估算，此次认购获得 1.19 亿美元；支付收购对价 3.95 亿美元，差额为 2.76 亿美元，中国中免将与 LVMH 集团达成股权层面的互利关系。

图 1:公司预计认购协议完成前后股权结构对比

股东	股份类别	于本公告日期股份数目	占公司已发行总股本的比例 (%)	紧随认购事项完成后股份数目	占公司已发行总股本的比例 (%)
中国旅游集团有限公司	A 股	1,040,642,690	50.30	1,040,642,690	50.01
其他 A 股股东	A 股	911,832,854	44.07	911,832,854	43.82
其他 H 股股东	H 股	116,383,500	5.63	116,383,500	5.59
Delphine SAS	H 股	0	0.00	7,330,100	0.35
Shoppers Holdings HK	H 股	0	0.00	4,637,400	0.22

数据来源：公司公告，中信建投证券

（二）标的资产估值

公司依据仲量联行评估港澳 9 家门店价值为人民币 313,375.80 万元，按美元对人民币中间价 7.1055 换算，总估值为 44,103.27 万美元，评估增值率为 1701.84%。经交易各方协商，本次交易以合计 4 亿美元企业价值为基础价值并就现金、财务债务、营运资金以及交易标的于交割时所持有的若干关键资产的范围进行惯常调整后，最终合计不得超过 3.95 亿美元。

若以可比公司法，选取中国旅游集团中免股份有限公司(1880.HK)、周大福珠宝集团有限公司(1929.HK)、莎莎国际控股有限公司(0178.HK)及迪生创建（国际）有限公司(0113.HK)。以 EV/EBITDA 估值法，澳门 7 家门店经营良好，估值为人民币 263,777.53 万元；香港 2 家门店尚未稳定盈利，估值为人民币 49,598.27 万元。

表 1:交易标的 DFS 港澳地区旅游零售门店模拟汇总财务情况（单位：万元）

项目	2024 年度	2025 年度 1-9 月
资产总额	564,314.87	400,368.49
负债总额	504,577.92	382,976.52
净资产	59,736.95	17,391.97
营业收入	414,933.28	275,363.30
净利润	12,756.11	13,339.94

资料来源：公司公告，中信建投证券

以目前财务情况看，DFS 港澳地区 2024 年度和 2025 前三季度净利率分别仅为 3.07% 和 4.84%，中国中免此前通过 Duty Zero 品牌在香港机场经营烟酒标段多年，并在香港市区开设多家 Duty Zero 门店。双方合作后，零售商与品牌商之间形成优势互补，并且对中免在港澳地区加强业务布局，扩大规模优势具有帮助。

投资建议：公司 25Q3 资产负债表显示在手货币资金 320 亿，并且因业务经营性质拥有充足的外币，我们认为公司达成此次交易的现金准备充分，后续以股权形式加深双方合作有利于公司国际化发展。暂不考虑收购的财务影响，我们维持公司 2025~2027 年预测为归母净利润 41.49 亿元、51.90 亿元、63.48 亿元，当前股价对应 PE 分别为 47X、37X、30X，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540.10	56,473.85	53,508.26	58,429.01	64,448.98
YoY(%)	24.08	-16.38	-5.25	9.20	10.30
净利润(百万元)	6,713.69	4,267.11	4,149.16	5,189.79	6,348.02
YoY(%)	33.46	-36.44	-2.76	25.08	22.32
毛利率(%)	31.82	32.03	32.84	33.35	33.53
净利率(%)	9.94	7.56	7.75	8.88	9.85
ROE(%)	12.47	7.74	7.26	8.68	10.09
EPS(摊薄/元)	3.25	2.06	2.01	2.51	3.07
P/E(倍)	28.78	45.28	46.57	37.23	30.44
P/B(倍)	3.59	3.51	3.38	3.23	3.07

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、近年来伴随 LVMH 集团的战略调整，旗下旅游零售 DFS 存在战略收缩：2025 年 DFS 将悉尼、奥克兰、皇后镇等门店在 9 月底全部关闭并彻底退出大洋洲市场，塞班岛、威尼斯、香港尖东门店均已关闭。目前香港地区保留广东道旗舰店（T Galleria）和铜锣湾店（美妆集合）。澳门地区 7 家门店均位于金沙、银河等高端娱乐中心内，受益于国内外旅客的持续恢复，具有较好的经营表现。香港地区门店尚未稳定盈利，可能存在经营风险导致收购存在潜在损失。

2、公司定向增发 H 股股份可能对于 H 股股价造成一定压制，一年限售期后双方的股权合作可能面临不确定性风险。

3、海南离岛市场竞争变化：公司众多项目与海南自贸港的发展相关，海南商业环境得到快速提升，若海南市场竞争格局产生重大变化，则或会对公司经营产生风险。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新财富金麒麟最佳分析师团队成员，2024年新财富海外研究第五名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk