携手 DFS+LVMH，高端复苏+国货出海平台逻辑强化

2026 年 01 月 20 日

核心观点

- **事件：**1）公司公告拟以最高不超过 3.95 亿美元收购 DFS 大中华区核心业务及包括品牌所有权、IP 资产在内的无形资产；2）待上述交割事项完成后，拟定向对 LVMH 集团间接全资附属公司 Delphine SAS，以 Miller 家族为受益人的家族信托 ShoppersHoldings HK Limited 各增发不超过 733 万股、464 万股 H 股股份。

- **本次对 DFS 大中华区核心业务进行收购，将强化公司高端消费复苏+国货消费品出海平台逻辑。**本次收购标的为 DFS 大中华区核心门店资产，主要包括 2 间香港核心商业地段尖沙咀、铜锣湾门店，以及 7 家位于澳门核心高端博彩娱乐场，涵盖金沙伦敦人、澳门银河、美狮美高梅等。从财务表现看，伴随大中华区高端消费复苏，2024-2025 年前三季度标的资产经营持续改善，净利润各为 1.27 亿、1.33 亿人民币，其中澳门门店贡献多数营收及利润。由于港澳是内地乃至全球高净值人群在大中华区进行高端消费与服务的核心区域，以及与 LVMH 集团的深度绑定，公司本次收购将进一步强化在免税购物领域的高端属性，充分享受本轮高端消费复苏与回流趋势。同时，港澳作为中国大陆面向国际开放的重要窗口，也将有利于公司吸引国货平台进驻，推动国货精品出海。

- **基于核心地段与品牌资产组合价值，本次交易 PE 估值略高于 A 股过往类似资产水平。**交易估价以 EV/EBITDA 与 EV/销售额为基础，均低于可比公司及中免自身水平。但由于香港门店目前处于亏损状态，假设 2025 年 DFS 香港与澳门年化利润为 1.5 亿，则从 PE 角度看合并后最高不超过 3.95 亿美元对应的 PE 估值约为 18.3 倍，略高于此前 A 股市场免税重组案例估值。

- **投资建议：**暂不考虑 DFS 大中华区业务并表影响，预计 2025-27 年公司归母净利 38.8 亿、54.4 亿、58.8 亿元，对应 PE 估值为 50X/36X/33X。基于高端消费复苏驱动海南免税渠道景气边际向上，以及政策明确免税行业作为提振消费及扩大入境消费的重要渠道，公司作为行业龙头未来有望充分受益，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**免税销售复苏进展低于预期的风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	56,474	53,975	62,071	68,278
收入增速	-16.4%	-4.4%	15.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	4,267	3,881	5,443	5,882
利润增速	-36.4%	-9.0%	40.2%	8.1%
毛利率	32.0%	32.0%	31.5%	32.2%
摊薄 EPS(元)	2.06	1.88	2.63	2.84
PE	35.44	49.79	35.50	32.85
PB	2.74	3.39	3.19	3.03
PS	2.68	3.58	3.11	2.83

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国中免（601888.SH）

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据 2026-01-19

股票代码	601888
A 股收盘价(元)	93.40
上证指数	4114.00
总股本(亿股)	20.69
实际流通 A 股(亿股)	19.52
流通 A 股市值(亿元)	1823

相对沪深 300 表现图 2026-01-19



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】公司点评_中国中免（601888.SH）：海南经营触底，市内政策优化有望贡献增量

【银河社服】公司点评_中国中免（601888.SH）：Q2 收入降幅收窄，静待经营筑底

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55,960	61,536	67,978	74,293
现金	34,817	38,676	44,206	48,130
应收账款	67	108	108	112
其它应收款	913	906	1,061	1,139
预付账款	839	520	659	795
存货	17,348	19,349	19,967	22,141
其他	1,976	1,976	1,976	1,976
非流动资产	20,300	18,983	17,663	16,345
长期投资	3,670	3,670	3,670	3,670
固定资产	6,088	5,701	5,030	4,223
无形资产	1,940	1,752	1,571	1,395
其他	8,602	7,860	7,392	7,057
资产总计	76,260	80,518	85,641	90,638
流动负债	10,969	12,732	13,567	14,504
短期借款	233	233	233	233
应付账款	4,685	5,589	5,847	6,355
其他	6,052	6,911	7,487	7,916
非流动负债	4,343	4,343	4,343	4,343
长期借款	2,567	2,567	2,567	2,567
其他	1,776	1,776	1,776	1,776
负债总计	15,312	17,075	17,910	18,847
少数股东权益	5,852	6,381	7,123	7,925
归属母公司股东权益	55,097	57,063	60,608	63,866
负债和股东权益	76,260	80,518	85,641	90,638

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,939	5,458	7,126	6,235
净利润	4,862	4,411	6,185	6,684
折旧摊销	1,543	1,101	1,111	1,109
财务费用	48	0	0	0
投资损失	-64	-97	-87	-99
营运资金变动	808	-933	-849	-2,068
其它	742	977	767	609
投资活动现金流	-454	316	301	313
资本支出	-1,118	219	214	214
长期投资	247	0	0	0
其他	416	97	87	99
筹资活动现金流	-4,367	-1,915	-1,897	-2,625
短期借款	-137	0	0	0
长期借款	45	0	0	0
其他	-4,275	-1,915	-1,897	-2,625
现金净增加额	3,021	3,859	5,530	3,923

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,474	53,975	62,071	68,278
营业成本	38,385	36,703	42,519	46,293
税金及附加	1,268	1,211	1,366	1,502
销售费用	9,063	8,258	8,690	9,559
管理费用	1,989	2,699	2,172	3,073
研发费用	20	76	54	60
财务费用	-923	-801	-890	-1,017
资产减值损失	-742	-540	-599	-659
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	248	309	296	338
营业利润	6,178	5,598	7,856	8,488
营业外收入	9	11	10	10
营业外支出	39	32	38	36
利润总额	6,148	5,577	7,829	8,461
所得税	1,286	1,166	1,644	1,777
净利润	4,862	4,411	6,185	6,684
少数股东损益	595	529	742	802
归属母公司净利润	4,267	3,881	5,443	5,882

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-16.4%	-4.4%	15.0%	10.0%
营业利润	-28.8%	-9.4%	40.3%	8.0%
归属母公司净利润	-36.4%	-9.0%	40.2%	8.1%
毛利率	32.0%	32.0%	32.1%	32.2%
净利率	8.6%	8.2%	10.0%	9.8%
ROE	7.7%	6.8%	9.0%	9.2%
ROIC	6.3%	5.5%	7.5%	7.6%
资产负债率	20.1%	21.2%	20.9%	20.8%
净负债比率	25.1%	26.9%	26.4%	26.3%
流动比率	5.10	4.83	5.01	5.12
速动比率	3.26	3.12	3.34	3.40
总资产周转率	0.73	0.69	0.75	0.77
应收账款周转率	549.80	617.54	573.08	618.94
应付账款周转率	6.95	7.15	7.44	7.59
每股收益	2.06	1.88	2.63	2.84
每股经营现金	3.84	2.64	3.44	3.01
每股净资产	26.63	27.58	29.30	30.87
P/E	35.44	49.79	35.50	32.85
P/B	2.74	3.39	3.19	3.03
EV/EBITDA	17.96	27.18	19.15	17.57
PS	2.68	3.58	3.11	2.83

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，9 年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022 年 7 月加入中国银河证券。曾获 2022 第十届 Choice 社会服务业最佳分析师，2020 年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区： 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区： 林 程 021-60387901 linchen_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区： 田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn