

601888.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 96.09

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.4	16.0	36.6	55.3
相对上证综指	4.2	10.3	30.2	28.5

发行股数 (百万)	2,068.86
流通股 (百万)	2,068.86
总市值 (人民币 百万)	198,796.67
3个月日均交易额 (人民币 百万)	4,528.30
主要股东持股比例 (%)	
中国旅游集团有限公司	50.3

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2026年1月20日收市价为标准

相关研究报告

《中国中免》20250901
 《中国中免》20250403
 《中国中免》20241105

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

商贸零售: 旅游零售 II

证券分析师: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522090001

证券分析师: 宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524080001

中国中免

收购 DFS 大中华区业务, 携手 LVMH, 全面深化国际业务布局

公司发布公告, 全资孙公司中免国际拟通过自有资金不超过 3.95 亿美元收购 DFS 大中华区业务, 同时与 LVMH 集团签订合作协议且后续将向其增发股份, 加强两者的全球合作。公司的国际化业务布局全面深化, 海南免税销售迎来多重政策利好, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **收购 DFS 大中华区股权, 巩固港澳地区优势地位。**公司全资孙公司中免国际拟以不超过 3.95 亿美元的现金, 收购 DFS 大中华区旅游零售业务的相关股权及资产, 包括 DFS 新加坡、DFS 香港持有的 DFS Cotai Limitada 100% 股权以及其持有的香港 2 家门店的相关资产 (含人员、租赁合同、固定资产及存货), 以及 DFS 大中华区的无形资产。本次收购有利于公司进一步整合旅游零售资源, 提高在港澳地区的优势地位, 增厚公司利润, 助力公司长期的国际化和全球化布局。24 年和 25Q1-3, DFS 港澳地区门店的净利润分别为 1.28、1.33 亿元, 截至 25 年 9 月 30 日, DFS 位于港澳的 9 家门店的总估值为 31.34 亿元 (约 4.41 亿美元), 交易对价为 3.95 亿美元, 假设 25 年 DFS 港澳门店净利润约为 1.5 亿元, 对应 P/E 为 18x, 收购估值较为合理。
- **引入头部奢侈品集团 LVMH, 实现强强联合。**公司拟向 LVMH 间接全资附属公司 Delphine SAS 及 Miller 家族信托旗下的 Shoppers Holdings HK 定向增发 H 股股份。发行价格为 77.21 港元/股, 合计增发不超过 1196.75 万股, 占发行后 A+H 总股本的 0.57%, 限售一年, 预计认购所得款项约 9.24 亿港元。此次增发股份将公司与 LV 集团在股权层面实现绑定, 也展现出了奢侈品集团对于公司渠道的认可, 有望深化两者的合作, 强化公司的供应链和品牌优势, 实现互利共赢。

估值

- 鉴于 25 年前三季度公司业绩仍有承压, 我们调整公司 25-27 年 EPS 为 1.92/2.54/3.08 元, 当前股价对应市盈率为 50.2/37.8/31.2 倍。中长期来看, 封关后离岛免税销售热度持续高涨, 政策端多重利好持续释放, 公司在各渠道布局逐步完善, 看好公司作为龙头企业在免税行业景气上行的基础上迎来业绩增长, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 市场竞争加剧、消费意愿恢复不及预期、国际游客恢复不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	67,540	56,474	53,507	60,833	67,191
增长率(%)	24.1	(16.4)	(5.3)	13.7	10.5
EBITDA(人民币 百万)	8,833	6,552	7,076	9,449	11,111
归母净利润(人民币 百万)	6,714	4,267	3,962	5,258	6,378
增长率(%)	33.5	(36.4)	(7.1)	32.7	21.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.25	2.06	1.92	2.54	3.08
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.09	2.60	2.87
调整幅度 (%)			(8.1)	(2.3)	7.3
市盈率(倍)	29.6	46.6	50.2	37.8	31.2
市净率(倍)	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA(倍)	16.4	16.3	22.8	17.0	13.6
每股股息 (人民币)	1.7	1.1	0.7	0.8	1.0
股息率(%)	2.0	1.6	0.7	0.9	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67,540	56,474	53,507	60,833	67,191
营业收入	67,540	56,474	53,507	60,833	67,191
营业成本	46,049	38,385	36,106	40,090	43,686
营业税金及附加	1,644	1,268	1,231	1,399	1,545
销售费用	9,421	9,063	8,561	9,551	10,415
管理费用	2,208	1,989	1,873	2,129	2,352
研发费用	58	20	21	30	34
财务费用	(869)	(923)	(322)	(376)	(457)
其他收益	150	158	130	100	100
资产减值损失	(638)	(742)	(600)	(600)	(600)
信用减值损失	3	3	4	5	5
资产处置收益	48	24	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	87	64	50	50	50
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	8,677	6,178	5,631	7,574	9,181
营业外收入	11	9	10	10	10
营业外支出	43	39	22	40	40
利润总额	8,646	6,148	5,619	7,544	9,151
所得税	1,379	1,286	1,011	1,358	1,647
净利润	7,266	4,862	4,607	6,186	7,504
少数股东损益	553	595	645	928	1,126
归母净利润	6,714	4,267	3,962	5,258	6,378
EBITDA	8,833	6,552	7,076	9,449	11,111
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.25	2.06	1.92	2.54	3.08

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,456	55,960	61,171	64,345	73,330
货币资金	31,838	34,817	39,038	40,039	49,613
应收账款	139	67	112	125	144
应收票据	0	0	0	0	0
存货	21,057	17,348	18,758	20,218	19,827
预付账款	482	839	301	300	355
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,940	2,889	2,962	3,663	3,390
非流动资产	20,414	20,300	20,708	20,569	20,026
长期投资	2,200	3,670	3,770	3,880	4,080
固定资产	6,292	6,088	6,581	6,769	6,904
无形资产	2,128	1,940	1,964	1,985	2,003
其他长期资产	9,794	8,602	8,393	7,935	7,039
资产合计	78,869	76,260	81,879	84,914	93,356
流动负债	15,329	10,969	13,904	12,503	15,474
短期借款	369	233	350	350	300
应付账款	6,366	4,685	5,345	4,678	5,030
其他流动负债	8,593	6,052	8,209	7,475	10,144
非流动负债	4,359	4,343	3,806	3,791	3,799
长期借款	2,522	2,567	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	1,837	1,776	1,806	1,791	1,799
负债合计	19,688	15,312	17,710	16,294	19,273
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,348	5,852	6,497	7,425	8,550
归属母公司股东权益	53,834	55,097	57,672	61,195	65,533
负债和股东权益合计	78,869	76,260	81,879	84,914	93,356

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	7,266	4,862	4,607	6,186	7,504
折旧摊销	1,310	1,543	1,957	2,411	2,547
营运资金变动	3,044	1,197	1,921	(3,574)	3,612
其他	3,507	338	(699)	(397)	(237)
经营活动现金流	15,126	7,939	7,786	4,627	13,425
资本支出	(1,802)	(1,119)	(1,900)	(2,070)	(2,050)
投资变动	(417)	(1,324)	(200)	(210)	(250)
其他	(2,497)	1,989	62	59	60
投资活动现金流	(4,716)	(454)	(2,038)	(2,221)	(2,240)
银行借款	(1,549)	(92)	(450)	0	(50)
股权融资	(4,043)	(5,098)	(1,387)	(1,735)	(2,041)
其他	965	823	309	330	480
筹资活动现金流	(4,628)	(4,367)	(1,527)	(1,405)	(1,611)
净现金流	5,783	3,118	4,220	1,001	9,575

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	24.1	(16.4)	(5.3)	13.7	10.5
营业利润增长率(%)	13.9	(28.8)	(8.9)	34.5	21.2
归属于母公司净利润增长率(%)	33.5	(36.4)	(7.1)	32.7	21.3
息税前利润增长率(%)	2.1	(33.4)	2.2	37.5	21.7
息税折旧前利润增长率(%)	0.3	(25.8)	8.0	33.6	17.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	33.5	(36.4)	(7.1)	32.7	21.3
获利能力					
息税前利润率(%)	11.1	8.9	9.6	11.6	12.7
营业利润率(%)	12.8	10.9	10.5	12.5	13.7
毛利率(%)	31.8	32.0	32.5	34.1	35.0
归母净利润率(%)	9.9	7.6	7.4	8.6	9.5
ROE(%)	12.5	7.7	6.9	8.6	9.7
ROIC(%)	20.2	13.5	15.6	19.2	27.0
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
流动比率	3.8	5.1	4.4	5.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	465.6	549.8	600.0	514.3	500.0
应付账款周转率	9.6	10.2	10.7	12.1	13.8
费用率					
销售费用率(%)	13.9	16.0	16.0	15.7	15.5
管理费用率(%)	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5
研发费用率(%)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
财务费用率(%)	(1.3)	(1.6)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.2	2.1	1.9	2.5	3.1
每股经营现金流(最新摊薄)	7.3	3.8	3.8	2.2	6.5
每股净资产(最新摊薄)	26.0	26.6	27.9	29.6	31.7
每股股息	1.7	1.1	0.7	0.8	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	29.6	46.6	50.2	37.8	31.2
P/B(最新摊薄)	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	16.4	16.3	22.8	17.0	13.6
价格/现金流(倍)	13.1	25.0	25.5	43.0	14.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371