中国中免(601888.SH/01880.HK)

收购 DFS 大中华区+引入 LVMH 股东

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	95.09 元/91.10 港元
合理价值	109.29 元/104.70 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-01-21

核心观点：

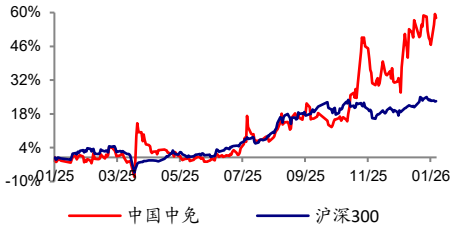
- **根据公司《关于全资孙公司收购 DFS 大中华区零售业务相关股权及资产、增发 H 股股份的公告》**，公司拟以不超过 3.95 亿美元现金方式收购 DFS 大中华区旅游零售业务相关股权及资产，同时拟向 LVMH 集团及 Miller 家族增发 H 股并与 LVMH 集团签署战略合作备忘录。
- **整合奢侈品旅游零售资产，港澳份额有望提升，全球化布局深化。**通过本次交易，中免将收购 DFS 港澳地区门店（包括 DFS 位于香港和澳门的 9 家旅游零售门店）及大中华区无形资产，显著提升中免在港澳地区市场优势地位，进一步深化全球化布局，同时有望通过整合旅游网络及会员体系，持续提升竞争力。根据本次公告，24/25 年 1~9 月以上资产实现营收 41.5/27.5 亿元，净利润 1.3/1.3 亿元。
- **股权绑定 LVMH 与 DFS 创始人家族，打开想象空间。**待收购事项交割后，LVMH 及 Miller 家族将各自认购公司拟发行的、且经其各自书面通知本公司确定数量的新 H 股，认购价 77.21 港元，数量分别不超过 733.0 万、463.7 万股新 H 股，总代价最多为 9.24 亿港元，对应认购完成后股权比例分别为 0.35%、0.22%。通过股权形式绑定全球头部奢侈品旅游零售资源，未来有望在品牌资源获取、供应链优化、业务模式等多角度充分受益，巩固公司全球前 3 旅游零售龙头地位。
- **看好公司销售规模增长与业绩弹性释放。**离岛免税购物金额数据持续向好验证景气恢复，三亚国际免税城、海口国际免税城自有物业运营模式经营杠杆明显。此外 25 年上海、首都机场新招标落地利好协同发展。看好销售成长性回归+经营杠杆释放背景下公司业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年归母净利润分别为 39.3/53.8/68.8 亿元，看好公司作为行业龙头营收重回正增长以及业绩弹性释放，参考可比公司，给予公司 26 年 42xPE，对应合理价值 109.29 元/股，港股考虑折价合理价值 104.70 港元/股，均维持“买入”评级。
- **风险提示。**消费复苏不及预期、行业竞争加剧、行业政策变化等风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	58,732	65,843	73,231
增长率（%）	24.1%	-16.4%	4.0%	12.1%	11.2%
EBITDA	9,618	7,449	6,859	8,528	10,373
归母净利润	6,714	4,267	3,934	5,383	6,884
增长率（%）	33.5%	-36.4%	-7.8%	36.8%	27.9%
EPS（元/股）	3.25	2.06	1.90	2.60	3.33
市盈率（P/E）	25.8	32.5	50.0	36.5	28.6
ROE（%）	12.5%	7.7%	6.7%	8.3%	9.6%
EV/EBITDA	15.0	14.3	23.7	18.6	14.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：嵇文欣
SAC 执证号：S0260520050001
SFC CE No. BUA982
021-38003653
jiwenxin@gf.com.cn
分析师：孟鑫
SAC 执证号：S0260523120001
021-38003580
mengxin@gf.com.cn

请注意，孟鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国中免(601888.SH/01880.HK):有望充分受益免税消费回暖+政策升级 2025-12-07

中国中免(601888.SH/01880.HK):国庆离岛免税销售改善，龙头弹性可期 2025-10-17

中国中免(601888.SH/01880.HK):筑底回暖趋势已现，盈利恢复弹性可期 2025-09-21

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	**58,456**	**55,960**	**58,981**	**64,626**	**72,854**
货币资金	31,838	34,817	37,172	40,850	47,129
应收及预付	621	905	968	1,071	1,174
存货	21,057	17,348	17,891	19,654	21,352
其他	4,940	2,889	2,950	3,050	3,200
非流动资产总额	**20,414**	**20,300**	**21,931**	**23,332**	**23,743**
长期股权投资	2,200	3,670	3,500	3,500	3,500
固定资产	6,292	6,088	7,906	9,197	10,258
在建工程	1,067	972	1,172	1,372	872
使用权资产	2,094	2,025	1,945	1,895	1,845
无形资产	2,128	1,940	1,840	1,790	1,760
其他	6,633	5,605	5,569	5,579	5,509
资产总额	**78,869**	**76,260**	**80,912**	**87,957**	**96,597**
流动负债总额	**15,329**	**10,969**	**11,109**	**11,966**	**12,817**
短期借款	369	233	220	210	200
应付及预收	7,626	5,843	5,969	6,616	7,257
其他	7,333	4,893	4,920	5,140	5,360
非流动负债总额	**4,359**	**4,343**	**4,280**	**4,370**	**4,460**
长期借款	2,522	2,567	2,500	2,500	2,500
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,837	1,776	1,780	1,870	1,960
负债总额	**19,688**	**15,312**	**15,389**	**16,336**	**17,277**
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
其他	51,765	53,028	56,988	62,421	69,355
归母权益合计	53,834	55,097	59,057	64,490	71,424
少数股东权益	5,348	5,852	6,466	7,131	7,896
负债和股东权益	**78,869**	**76,260**	**80,912**	**87,957**	**96,597**

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**67,540**	**56,474**	**58,732**	**65,843**	**73,231**
营业成本	46,049	38,385	40,254	44,499	48,649
营业税金及附加	1,644	1,268	1,316	1,475	1,640
销售费用	9,421	9,063	9,691	10,535	11,570
管理费用	2,208	1,989	2,114	2,305	2,526
研发费用	58	20	23	26	29
财务费用	-869	-923	-412	-459	-534
资产信用减值损失	-636	-739	-240	-220	-200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	87	64	80	75	70
营业利润	**8,677**	**6,178**	**5,710**	**7,447**	**9,352**
营业外收支	-32	-30	-25	-25	-25
利润总额	8,646	6,148	5,685	7,422	9,327
所得税费用	1,379	1,286	1,137	1,373	1,679
合并净利润	**7,266**	**4,862**	**4,548**	**6,049**	**7,648**
少数股东损益	553	595	614	665	765
归母净利润	**6,714**	**4,267**	**3,934**	**5,383**	**6,884**
EPS（元/股）	3.25	2.06	1.90	2.60	3.33

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**15,126**	**7,939**	**5,554**	**6,376**	**8,020**
合并净利润	7,266	4,862	4,548	6,049	7,648
折旧摊销	1,310	1,543	1,413	1,409	1,439
营运资金变动	5,957	808	-660	-1,320	-1,289
其他	0	0	-26	-50	-50
投资活动现金流净额	**-4,716**	**-454**	**-2,912**	**-2,721**	**-1,765**
资本性开支	-1,801	-1,118	-3,098	-2,680	-1,850
投资	-2,923	247	199	50	50
其他	9	416	-13	-91	35
融资活动现金流净额	**-4,628**	**-4,367**	**-243**	**24**	**24**
股本融资	12	16	0	0	0
债权融资	-1,404	-83	-140	90	90
股利分配与偿付利息	-2,525	-3,556	-108	-106	-106
其他	-711	-744	5	40	40
现金净增加额	**5,990**	**3,021**	**2,399**	**3,678**	**6,278**
期初现金余额	**25,762**	**31,752**	**34,773**	**37,172**	**40,850**
期末现金余额	**31,752**	**34,773**	**37,172**	**40,850**	**47,129**

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	24.1%	-16.4%	4.0%	12.1%	11.2%
营业利润增长率	13.9%	-28.8%	-7.6%	30.4%	25.6%
归母净利增长率	33.5%	-36.4%	-7.8%	36.8%	27.9%
获利能力					
毛利率	31.8%	32.0%	31.5%	32.4%	33.6%
净利率	10.8%	8.6%	7.7%	9.2%	10.4%
ROE	12.5%	7.7%	6.7%	8.3%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	20.1%	19.0%	18.6%	17.9%
有息负债率	3.7%	3.7%	3.4%	3.1%	2.8%
流动比率	3.8	5.1	5.3	5.4	5.7
利息保障倍数	27.9	29.2	50.4	66.9	84.2
营运能力					
应收账款周转率	465.6	549.8	514.3	514.3	514.3
存货周转率	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	7.2	8.2	8.4	8.4	8.4
每股指标					
每股收益	3.25	2.06	1.90	2.60	3.33
每股净资产	26.02	26.63	28.55	31.17	34.52
每股经营现金流	7.31	3.84	2.68	3.08	3.88
估值比率					
PE	25.8	32.5	50.0	36.5	28.6
PB	3.2	2.5	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	15.0	14.3	23.7	18.6	14.7

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇 文 欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。
孟　　鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。
包　　晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
曹 敦 鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。
张　　望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。
罗　　艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。