

中国中免 (601888)

收购 DFS 大中华区, 引入 LVMH 深化战略合作

买入 (维持)

2026 年 01 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	67,540	56,474	55,174	61,618	66,074
同比 (%)	24.08	(16.38)	(2.30)	11.68	7.23
归母净利润 (百万元)	6,714	4,267	3,865	5,222	5,813
同比 (%)	33.46	(36.44)	(9.42)	35.11	11.31
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.25	2.06	1.87	2.52	2.81
P/E (现价&最新摊薄)	28.76	45.25	49.95	36.97	33.21

投资要点

- **事件:** 中国中免发布公司公告, 其全资孙公司中免国际拟以最高不超过 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, 公司与 LVMH 集团签订合作协议, 待上述收购事项交割后, 中免将以 77.21 港元/H 股, 分别向 DFS 实控人 LVMH 附属公司 Delphine SAS 和 Miller 家族旗下信托 Shoppers Holdings HK 增发不超过 733.01 万股及 463.74 万股 H 股股份, 募集资金最多约 9.24 亿港元。
- **强化港澳门店布局, 赋能国际化战略:** DFS 成立于 1960 年, 是全球领先的高端旅游零售商, 其门店遍布全球主要机场及市中心核心地段, DFS 在中国港澳地区的 9 家门店具有显著的区位优势与品牌积淀。2024 年 9 家中国港澳门店营收 41.5 亿元, 净利润 1.3 亿元, 按照收购价计算对应 PE 为 25 倍; 2025 年前三季度营收 27.5 亿元, 净利润 1.3 亿元。本次收购是中免的首次跨境并购, 中免将进一步强化在港澳地区免税市场的优势地位, 整合 DFS 会员、品牌和门店资源, 拓展海外渠道, 推进国际化战略。
- **H 股定增引入 LVMH 集团, 深化战略合作:** 公司拟向 Delphine SAS 及 Shoppers Holdings HK 增发 H 股, 认购价每股 77.21 港元, 增发完成后 LVMH 集团/Miller 家族分别持股 0.35% 和 0.22%, 公司大股东中国旅游集团持股比例 50.01%。公司与 LVMH 签署战略合作谅解备忘录, 深化大中华区合作, LVMH 作为股东和战略合作方, 有利于推进旗下品牌与中免在各个渠道的进一步合作。
- **海南离岛免税持续高景气, 关注相关政策催化:** 根据海口海关, 2025 年 12 月海南离岛免税销售额 34.2 亿元, 同比+17%, 购物人次 45 万人次, 同比-3%, 客单价 7623 元, 同比+21%。封关首月 (25.12.18-26.1.17) 离岛免税销售额 48.6 亿元, 同比+47%, 购物人次 74.5 万人次, 同比+30%, 客单价 6523 元, 同比+13%。
- **盈利预测与投资评级:** 中免集团作为旅游零售龙头市场地位稳固, 海南自贸港封关后离岛免税销售高景气, 相关政策陆续出台, 市内免税店落地有望带来长期销售增量。考虑到离岛免税 25 年前三季度承压, Q4 迎来景气拐点, 调整公司盈利预期, 预计 25-27 年归母净利润分别为 38.7/52.2/58.1 亿元 (前值为 43.3/50.0/55.2 亿元), 对应 PE 50/37/33 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	93.32
一年最低/最高价	54.75/99.81
市净率(倍)	3.47
流通 A 股市值(百万元)	182,205.02
总市值(百万元)	193,065.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.91
资产负债率(% ,LF)	18.34
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

- 《中国中免(601888): 2025 年中报点评: 营收降幅收窄客流企稳, 关注市内店开业增量》
2025-08-27
- 《中国中免(601888): 2025 一季报点评: 海南降幅继续收窄, 关注市内店和消费政策效果》
2025-04-29

中国中免三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55,960	57,025	66,145	70,177	营业总收入	56,474	55,174	61,618	66,074
货币资金及交易性金融资产	34,817	41,216	51,370	46,772	营业成本(含金融类)	38,385	37,518	41,715	44,666
经营性应收款项	905	240	102	265	税金及附加	1,268	1,324	1,479	1,586
存货	17,348	13,287	11,026	20,133	销售费用	9,063	8,909	9,764	10,273
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,989	1,959	1,984	2,048
其他流动资产	2,889	2,283	3,647	3,007	研发费用	20	44	43	53
非流动资产	20,300	20,275	20,232	20,172	财务费用	(923)	(759)	(832)	(851)
长期股权投资	3,670	3,670	3,670	3,670	加:其他收益	158	55	62	66
固定资产及使用权资产	8,113	7,391	6,752	6,294	投资净收益	64	44	49	46
在建工程	972	1,772	2,472	2,972	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,940	1,937	1,934	1,931	减值损失	(739)	(680)	(600)	(650)
商誉	823	823	823	823	资产处置收益	24	1	1	1
长期待摊费用	1,086	1,036	986	936	营业利润	6,178	5,599	6,975	7,762
其他非流动资产	3,696	3,646	3,596	3,546	营业外净收支	(30)	(18)	(17)	(17)
资产总计	76,260	77,300	86,377	90,349	利润总额	6,148	5,581	6,958	7,745
流动负债	10,969	9,158	12,938	10,992	减:所得税	1,286	1,189	1,461	1,626
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,026	1,126	1,226	1,276	净利润	4,862	4,392	5,497	6,119
经营性应付款项	4,728	1,991	4,974	2,483	减:少数股东损益	595	527	275	306
合同负债	1,115	1,126	1,251	1,340	归属母公司净利润	4,267	3,865	5,222	5,813
其他流动负债	4,099	4,915	5,487	5,892	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.06	1.87	2.52	2.81
非流动负债	4,343	4,363	4,363	4,363	EBIT	5,167	5,525	6,744	7,615
长期借款	2,567	2,567	2,567	2,567	EBITDA	6,710	6,927	8,063	8,752
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.03	32.00	32.30	32.40
租赁负债	1,566	1,586	1,586	1,586	归母净利率(%)	7.56	7.01	8.48	8.80
其他非流动负债	210	210	210	210	收入增长率(%)	(16.38)	(2.30)	11.68	7.23
负债合计	15,312	13,521	17,301	15,355	归母净利润增长率(%)	(36.44)	(9.42)	35.11	11.31
归属母公司股东权益	55,097	57,400	62,423	68,035					
少数股东权益	5,852	6,379	6,654	6,959					
所有者权益合计	60,948	63,779	69,076	74,995					
负债和股东权益	76,260	77,300	86,377	90,349					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,939	9,249	11,562	(3,335)	每股净资产(元)	26.63	27.74	30.17	32.89
投资活动现金流	(454)	(1,350)	(1,244)	(1,047)	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	(4,367)	(456)	37	(16)	ROIC(%)	6.25	6.43	7.42	7.77
现金净增加额	3,021	7,442	10,155	(4,598)	ROE-摊薄(%)	7.74	6.73	8.37	8.54
折旧和摊销	1,543	1,402	1,320	1,137	资产负债率(%)	20.08	17.49	20.03	16.99
资本开支	(1,118)	(1,394)	(1,293)	(1,093)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.25	49.95	36.97	33.21
营运资本变动	808	2,742	4,115	(11,277)	P/B(现价)	3.50	3.36	3.09	2.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>