

第三季收入跌幅收窄，第四季旅遊旺季收入料重拾動能

公司首三季收入為 398.62 億元人民幣，按年跌 7.3%，純利為 30.52 億元人民幣，按年跌 22.1%，單計第三季收入 117.11 億元人民幣，按年微跌 0.4%，跌幅較上半年的 10%收窄。海南離島免稅 7 至 9 月銷售額合計 54.02 億元人民幣，按年跌 2.6%，按年降幅較 4 至 6 月收窄 1.6 個百分點，其中 9 月海南離島免稅月度銷售額按年增長 3.4%，在同期低基數下錄得 18 個月以來首次增長，公司第三季收入表現優於海南全島。海南旅遊旺季推動下，10 月至 11 月離島免稅銷售均錄雙位數按年增長，新增城市市內免稅店下半年集中開業，加上免稅政策利好，第四季收入料重拾增長。

海南封關首月數據強勁，春節假期數據料成潛化劑

海南自由貿易港自 2025 年 12 月 18 日正式啟動全島封關運作，免稅優惠對象擴大至所有自海南島離境的旅客，早期「離島免稅」主要面向從海南飛往內地其他地區的旅客，重點是境內旅客，最新安排則可覆蓋國內外旅客。而每名海南居民在一年內有離島紀錄，不限次數購買離島免稅商品，額度 10 萬元人民幣，變相代購重臨，消費客群得而拓闊。離島免稅商品範疇由 45 類擴大至 47 類，新增數碼攝影器材及微型無人機等熱門電子產品。

據海口海關數據，自封關運作起至 2026 年 1 月 17 日，共監管離島免稅購物金額達 48.6 億元人民幣，按年升 46.8%，購物人數達到 77.2 萬人次，按年升 29.7%，顯示海南消費市場在政策刺激下迅速回暖。展望二月即將到來的史上最長春節假期，海南憑藉封關帶來的政策優勢與更高旅遊吸引力，將持續受益於客流上升。同時，中央促進服務消費的配套政策陸續推出，預期將進一步推動免稅與旅遊零售板塊行情。

收購 DFS 港澳業務，並引入 LVMH 作為股東

公司早前斥逾 30 億元收購 DFS 港澳業務，包括 2 間 DFS 香港店舖、7 間 DFS 澳門店舖，另折讓 11.7%引入 LVMH 及麥禮賢家族為股東。該項收購有助擴展公司在大中華區的門店網絡，在商品採購、物流配送、客戶管理等核心領域形成協同效應，另一方面與 LVMH 加強合作亦可增強公司在奢侈品供應方面的優勢。

奢侈品市場初見回暖訊號，對免稅品消費有正面啟示

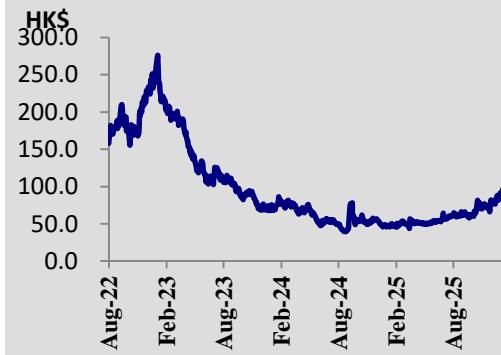
部份奢侈品品牌亞洲市場銷售回穩，高端消費初見回暖訊號，對免稅品消費有正面啟示。參考 LVMH 亞洲除日本外 25Q2/Q3/Q4 銷售額分別按年 -6%/+2%/+1%；Burberry 大中華地區同店銷售分別按年 -5%/+3%/+6%，顯示亞洲市場高淨值客群消費意願改善。

若海南封關後政策進一步優化及旅遊復甦超預期，可望獲重估

根據彭博綜合預測，市場預期 2025-2027 年收入及純利的年均複合增長率(CAGR)分別為 12%及 26%，現價分別相當於 2026 年預測市盈率(PE)約 35 倍。如海南封關後購物政策進一步優化及旅遊復甦超預期，公司盈利增速或有上行空間，估值可望獲重估。

買入

目標價(元)	110.00
上升空間	13.6%
市場數據	
股價(元)	96.80
52 周高(元)	97.95
52 周低(元)	43.15
年初至今變動	22.76
市值(億元)	2,137.96
2026 年 EV/EBITDA (倍)	35.04

股價圖


資料來源：彭博、信達國際研究部

陳樂怡 Tracy Chan

tracy.chan@cinda.com.hk

(852) 2235 7170

評級說明	評級	說明
股票投資評級	買入	相對恒生指數漲幅 15%以上
	中性/持有	相對恒生指數漲幅介乎-15%~15%之間
	沽售	相對恒生指數跌幅 15%以上
行業投資評級	買入	相對恒生指數漲幅 15%以上
	中性/持有	相對恒生指數漲幅介乎-15%~15%之間
	沽售	相對恒生指數跌幅 15%以上

姓名		電話	電郵
彭日飛	研究部董事	(852)22357847	lewis.pang@cinda.com.hk
李芷瑩	高級分析員	(852)22357515	edith.li@cinda.com.hk
陳樂怡	高級分析員	(852)22357170	tracy.chan@cinda.com.hk
葛爾晴	助理分析員	(852)22357697	may.ge@cinda.com.hk

分析員保證

本人僅此保證，於此報告內載有的所有觀點，均準確地反映本人對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。本人亦同時保證本人的報酬，與此報告內的所有意見及建議均沒有任何直接或間接的關係。

免責聲明

此報告乃是由信達國際研究有限公司所編寫。本報告之意見由本公司雇員搜集各數據、資料等分析後認真地提出。本公司認為報告所提供之資料均屬可靠，但本公司並不對各有關分析或資料之準確性及全面性作出保證，客戶或讀者不應完全依賴此一報告之內容作為投資準則。各項分析和資料更可能因香港或世界各地政經問題變化時移而勢異有所調整，本報告之內容如有任何改變，恕不另行通知。本報告所載之資料僅作參考之用，並不構成買賣建議。公司對任何因依靠本報告任何內容作出的任何買賣而招致之任何損失，概不承擔任何責任。本報告之全部或部分內容不可複製予其他任何人仕。