

中国中免 20260824

中免整合 DFS 实现盈利，LVMH 入股深化重奢合作与全球布局

摘要

- 中免成功整合 DFS 港澳业务并实现盈利，核心团队全员留任，月度销售额持续增长，未来将依托 DFS 品牌审慎拓展越南、新加坡等东南亚市场。
- LVMH 战略入股中免并达成全方位合作，旗下重奢品牌对海南市场供货充足，卡地亚、梵克雅宝等品牌在中免渠道业绩位居全球前列。
- 海南市场 2026 年上半年增长约 20%，三亚太古里一期预计年底开业；黄金、3C 电子及运动品类表现强劲，iPhone 18 将于 9 月在京沪机场免税店首发。
- 公司毛利率受收入结构优化、折扣收缩及人民币升值驱动持续提升；线上业务正整合中免海南、会员购及日上平台，旨在实现价格与服务一致性。
- 市内免税店政策预期放宽，公司已在广深开设样板店，定位为融合多业态的会员服务中心，并利用云仓、直播等模式打造即时零售。
- “国潮出海”行动已签约超 500 个品牌，重点通过 TikTok 等渠道布局东南亚代理分销；公司维持 50% 以上分红率，并计划视情况开展股票回购。

Q&A

公司在收购 DFS 大中华区零售业务后采取了哪些整合措施以实现良好的经营表现，以及未来是否有进一步的资产整合计划？

自 3 月 19 日完成对 DFS 项目的交割以来，公司按计划进行了全面的交接工作，涵盖了系统、会员、业务人员及管理团队等多个层面，确保了 DFS 品牌向中免体系的平稳过渡，对消费者而言实现了无感切换。为保证国际化团队的稳定，公司首席运营官陈树金兼任该业务负责人。原 DFS 的零售运营、商品、市场及客户关系管理等核心团队均得以保留和承接。在整合过程中，中免对新收购的业务进行了多方面赋能。首先，利用中免在会员系统、国潮产品方面的优势，针对港澳地区客户对品牌和产品的新需求进行精准匹配。其次，通过中免国际（香港），在供应链和物流方面提供了高效支持。此次整合实现了强强联手，为供了更大的支持。从财务数据看，该业务在收购后的几个月内已实现盈利，月度销售额持续增长。业务增长的动力不仅源于 DFS 品牌原有的市场效应



澳市场的主导地位，也得益于港澳地区旅游和金融市场的复苏，客流量稳定提升。澳门市场的游客占比增加，而香港市场的商务、公务及境外旅客占比较大。针对客群变化，公司已启动门店的调整改造，开始引进新产品，包括优质的国产香化产品，并计划引入数码电子产品及运动类等新消费品类。在会员体系方面，原DFS的高端及本地客群已全面融入中免的大会员系统，此举受到会员欢迎，为他们提供了覆盖内地、港澳及海外的增值服务与权益。同时，DFS的CRM和品牌推广团队也已与中免内地团队进行融合协调。基于本次收购的成功经验，公司将依托DFS的团队和品牌影响力，审慎稳健地寻求未来的拓展机会，特别是在东南亚地区如越南、新加坡等中国消费者青睐的目的地市场。

公司成立电商事业部后，对于包括海南线上平台和日上线上平台在内的整体线上业务，未来的布局思路是怎样的？

公司线上业务整合的第一步是将原中免海南的小程序和APP更名为“CDF中免”，以突出中免全资子平台的品牌形象。目前，公司旗下拥有两家全资线上平台：中免海南平台和深圳的CDF会员购。前者的团队已经完成整合，当前正在推进与中免日上互联团队的整合。未来线上业务布局的核心思路是实现平台间的深度整合，但整合的目标并非简单地合并或取消平台，而是为了优化消费者体验。公司致力于在不同线上平台间实现价格、服务和整体体验的一致性，确保顾客无论在哪个平台都能获得统一、优质的服务。

2026年上半年海南市场实现了约20%的增长，请问公司在“封关”政策背景下，特别是在黄金饰品和3C电子产品等品类方面，采取了哪些卓有成效的举措？同时，结合年底即将开业的三期项目，公司目前进行了哪些准备，以及对海南地区未来的增长中枢有何展望？

海南市场目前的成果得益于前两年开始的调整改造。一方面，我们将三亚和海口的两个综合体定位为文旅项目进行打造，并成功申请了4A级景区，这整合了商务厅与文旅厅的资源。我们引入了演艺经济、旅游经济以及深受顾客喜爱的IP乐园等元素，这些举措均取得了良好成效，因为海南市场仍以旅游客群为主。另一方面，关于苹果3C产品及黄金品类，这几年逐步体现出免税渠道的优势与韧性。这些品类的市场价格坚挺，品牌力强，定价规范。品牌方认可免税与有税渠道间的价格差异，而我们工作的重点是确保产品流向C端消费者自用，通过完善的系统屏蔽二次销售和超额代购的风险。这几年的努力使品牌方对中免的销售能力、渠道管控及价格管理建立了充分信心，从而为我们带来了显著的增量。此外，运动品牌也是一个增长点，我们近期对海口和三亚的门店进行了调改，萨洛蒙、迪桑特以及安踏集团的旗舰店将在旺季前陆续开业，解决了以往因店面面积受限导致的产品供应不足问题，预计今年将有很大改观。未来的调整将顺应消费者体验趋势，增加亲子、体验及互动元素。例如，我们已在海棠湾连续几年于旺季开设体验店市集，并结合餐饮与文旅互动，今年还将推出新的内容。海口门店作为岛内居民零关税日用消费品的销售点，近期本地顾客进店人数显著增加，夏季的互动活动也深受本地客群欢迎。下一步，我们将增加他们喜爱的产品品类，并

进行场景化打造。关于三期项目，我们正对一、二、三期进行统筹定位与开发。三期项目已正式定名为“中免三亚太古里”（CDF Taikoo Li Sanya），其A区预计在年底具备开业条件。我们正与运营团队紧密合作，优化产品、服务及整体推广策略。三亚太古里项目旨在打造一站式旅游目的地，它将与一期、二期形成互补，有效解决此前在购物面积、消费体验和场景营造方面的不足。未来，我们将陆续推出更多推广活动。

关于上海机场及日上互联业务，上半年财报显示其因特殊原因承压。从当前8月份的时间点看，机场业务的交接进展如何，尤其是在与品牌合作方面？对于京沪等核心枢纽机场在出入境消费场景中的未来增长空间，应如何展望？

关于上海和北京的业务，情况并非简单的线上业务交接。首先，新合同在条款要求和经营面积上均有变化。其次，我们近期正在进行门店改造，许多改造项目是等到新合同生效后才得以实施的。在线上业务方面，我们正推动线上与线下的融合发展。此前，我们在物流、供应链及品牌授权上已与品牌方进行统一洽谈。目前正是整合三个线上平台的良好时机，我们正与品牌方共同规划长远发展蓝图。品牌方对于中免整合并发展线上业务普遍持支持态度。未来，中免不仅局限于商品销售，更将聚焦于会员服务与权益的提升。我们正在建设的全国市内免税店，将定位为中免的会员服务场所。这些市内店将承接不同地区会员的线下服务需求，为线上业务提供售后支持，并增加与会员的触点。以往，顾客只有在离境时才能接触到我们的免税店，而市内店将能更好地服务会员。通过整合境内外、市内与机场、有税与免税等不同渠道的资源，结合会员体系与会员购，预计将对整体销售产生积极的促进作用。

去年旺季海南市场表现强劲，对于奢侈品类，特别是历峰集团旗下品牌，其在海南离岛免税渠道的供货能否满足自去年以来持续旺盛的需求？另外，关于三亚太古里项目的招商进展，例如新品牌引进或首发活动方面，目前情况如何？

奢侈品牌对海南市场的支持，包括充足的产品供应，对我们一、第二季度的销售起到了巨大的帮助。历峰集团是中免非常重要的战略合作伙伴，其旗下的卡地亚、梵克雅宝等珠宝与腕表品牌，在我方门店的销售业绩无论在中国区、亚太区还是全球范围内都名列前茅。因此，品牌方对我们的支持力度与其自身业绩直接相关，他们已将我们视为极其重要的战略伙伴。

请介绍一下公司市内免税店的整体经营情况、未来政策优化的空间，以及北京和上海市内免税店的筹备进展？

目前，公司正将市内免税店打造成融合多业态的复合型商业体，并结合会员服务。已在广州、深圳等地开设了样板店，鉴于这些地区外籍及港澳旅客占比较高，公司引进了电子产品等具有“深圳制造”和“广州活力”特色的商品，并积极创新业务模式，例如依托门店基础，通过云仓云店、线上预订、直播闪送等方式打造即时零售，实现进口、国产、免税、有税商品以及线上线下的互动。在政策层

面，公司正积极向相关部门建言献策。相关部门也在积极进行调研，了解政策实施后的市场反馈。随着国家对消费的持续支持和政策引导，期待未来市内免税店政策能进一步放宽，特别是在针对外籍及港澳旅客的提货方式、购物便捷性以及拓宽国产商品品类等方面获得改善。

今年（2026 年）以来，公司国潮品牌和自有品牌的经营情况如何，以及未来的规划和目标是什么？

关于国潮品牌业务，主要从两方面推进。首先，在公司自有的门店内，国产品牌的比例正持续提高，消费者对国产品牌进入免税渠道反响积极。其次，公司自 2024 年起启动“国潮出海”行动，旨在与优质国产品牌建立战略合作关系。至今已连续两年发布战略合作协议，合作品牌数量已达 500 多个。目前正全面推进与安踏、科大讯飞、宇树科技、FY Choice 等大型公司在港澳及东南亚地区的代理和分销业务，重点聚焦东南亚市场，利用线上渠道如 TikTok 等提升品牌在当地的知名度。为实现差异化经营，公司根据不同地区的市场准入模式和渠道管控特点，与当地大型经销商或头部渠道商合作，致力于将国产品牌真正推向海外本地市场，实现对本地居民的销售。这是在旅游零售业务之外，为国产品牌提供的整体赋能。为确保该项工作的顺利进行，公司总部已组建相应团队，并在香港设立了专门团队负责推进。

从品类结构来看，海南地区在今年（2026 年）第二季度以及第三季度至今（截至 2026 年 8 月）有哪些品类的经营表现超出预期？

2026 年以来，除京沪机场因年初经营场地和业态调整受到影响外，海南地区及其他渠道的各品类增长均保持良好态势。海南地区第二季度增速虽较第一季度略有放缓，但仍维持了较快增长。具体到品类，各品类均实现良好恢复。香化品类在品牌方的大力支持、价格管控以及公司营销活动的共同作用下，克服了前期渠道库存积压和价格竞争的挑战，在海南线下市场取得了较好的业绩，实现了恢复性增长，为公司营收和利润做出了贡献。增长亮点品类方面，黄金饰品、运动品牌以及一些大众消费类商品，通过积极引进，其营收和利润增长也为整体业务带来显著贡献。此外，精品品类作为海南两大商业综合体的核心，其店铺面积和销售占比较高。自 2025 年底至 2026 年以来，精品品类的比重得到良好提升，对公司整体营收和毛利率的提高产生了积极影响。

今年（2026 年）以来入境客群增长迅速，其在公司门店内的消费行为呈现出哪些特征？

从消费趋势变化来看，境内旅客的消费行为与国内其他渠道表现近似。除了对黄金、电子产品等在免税渠道具有明显价格优势的品类需求旺盛外，珠宝和奢侈品等品类的销售也表现坚挺，这反映了高净值客群以及广大消费者对中免品牌效应和商品组合的认可。同时，2026 年海南地区香化产品的高速增长，也体现了消

费者对中免作为官方授权线下渠道的信任度正在回归。

请问公司如何看待当前客群结构的变化，以及针对不同客群采取了哪些具体的运营策略和产品引进措施？

当前客群结构呈现出一些新的趋势。首先，部分原先对价格敏感的顾客在经历了一段时间的市场促销后，对我们稳定的价格体系和正品保障的认可度有所提升。我们的免税价格在多个渠道仍具备显著优势，同时，在产品原产地采购、品牌背书及服务方面的努力也获得了顾客的认可。其次，中老年及年轻客群的消费趋势值得关注，特别是中老年客群的客单价增速正在上升。为满足该群体的需求，我们引进了包括健康类产品、摄影器材以及运动类产品，并取得了良好的市场反馈。此外，外籍客人的消费额在机场和海南地区均有明显上升。针对海南地区的俄罗斯及东南亚游客，我们进行了重点推广。这部分客群主要集中在海棠湾和亚龙湾区域，其客单价及进店消费额在特定时段的占比甚至能达到 10% 以上，未来我们将持续加强对此类客群的推广。在北京和上海等重点机场，外籍客人的消费也呈现积极态势。例如，上海浦东机场 T2 国际厅增加了许多国潮和文创品牌，经营效率很高，深受旅客欢迎。为进一步吸引包括外籍客人在内的各类客群，我们正积极引进新的产品和品牌。计划于 2026 年 9 月初在浦东机场开设苹果授权店，并于 9 月底在北京机场开设面积更大的苹果授权旗舰店，届时将首发新款 iPhone 18。这些店铺将提供具有竞争力的免税价格。我们观察到，外籍客人对中国新兴的时尚潮流兴趣浓厚，并非仅限于购买传统纪念品。因此，我们将陆续引进更多受市场欢迎的服装、皮具、香水化妆品、3C 及珠宝等品类。许多品牌也表达了强烈的意愿，希望在我们的国际出发厅获得展示和销售的空间。

请问公司毛利率提升的具体驱动因素有哪些，未来的展望如何？同时，海口国际免税城的盈利状态如何，未来的利润率趋势是怎样的？

公司毛利率的提升主要源于以下几个方面：第一，收入结构的优化。自 2025 年底以来，得益于海南的宏观政策及文旅市场的引流，海南地区业务热度较高，免税销售作为其“金字名片”，客流与收入均实现同比增长。由于海南地区精品、时尚品、运动产品及 3C 产品等高毛利品类销售占比较高，其收入的增长对整体毛利率产生了积极影响。与此同时，线上业务因其毛利率相对偏低，其收入占比的下降也对整体毛利率起到了正向贡献。目前，我们正在对上海的电商平台进行整合与调整。第二，商品结构的优化。2026 年以来，海南地区精品和时尚品的销售业绩良好，占比进一步提升。我们加大了服饰、箱包等品类的引进力度，丰富了商品品类，使得高毛利免税商品的销售收入持续增长。第三，折扣力度的管控。结合当前市场行情与竞争格局，并依托与品牌的长期合作关系以及对线上线下商品品质和价格的统一管控，我们对商品折扣进行了适度收缩，从而提升了毛利率。第四，汇率的积极影响。2026 年人民币汇率处于升值状态，这对以非人民币结算的采购成本产生了积极影响，进而提升了毛利率。展望未来，在整体消费市场弱复苏、营收承压的背景下，公司将持续加强毛利率的管控与稳步提升。具体措施包括：一是在源头采购和招商环节，加强与品牌的洽谈，确保高毛

利和畅销品的充足供给；二是结合客户需求，不断拓宽国潮、自有品牌及时尚商品的引进与迭代，满足消费需求的同时提升经营业绩；三是加强自身经营管理，通过供应链数字化提升运营效率，从而对毛利率产生正向影响。关于海口国际免税城，该项目自 2022 年 10 月 28 日开业以来，已发展成为集免税、有税、餐饮、文体体验于一体的综合性文旅商城。例如，我们在安踏门店内与品牌合作搭建了羽毛球场和乒乓球桌，以丰富消费者的购物体验。经过几年的运营，海口国际免税城的商品销售和毛利均处于稳定向好的状态，运营团队的专业能力和效率也得到了消费者的认可，综合经营能力获得较大改善。随着商业文旅综合体业态的不断完善、自身运营能力的提升以及店内岛民购物等业态的丰富，预计其经营业绩和利润率将处于持续改善和提升的过程中。

考虑到公司 2026 年第一季度收入增速约为 1%-2%，而第二季度收入下滑 6%，请问管理层如何看待未来的收入增长趋势？

未来收入增长确实面临一定压力。2026 年第二季度收入下滑，主要受到机场业务尚未完全恢复、线上业务下滑以及海南市场增速放缓等多方面因素的影响。

结合公司 2026 年上半年的经营情况，如何展望三、四季度的收入增长趋势，以及收入能否实现转正？若无法转正，主要的困难体现在哪些方面？此外，在收购 DFS 港澳业务后，公司海外业务未来的发展趋势如何，如果在海外新面积的竞标中失利，可能面临哪些问题？

2026 年上半年，尽管海南地区实现了显著增长，但京沪机场的线下业务、整体线上业务与去年同期相比均有所下降，对冲后整体收入与 2025 年基本持平。京沪机场的线下销售正处于一个转接期，公司在供应链、店面环境、人员及价格等方面均在进行调整和提升，这是一个正向的爬坡过程。从第二季度的四、五、六月来看，北京和上海机场在同口径下的航站楼销售已实现转正，甚至出现了双位数增长，且毛利率也在稳步上升。线上业务方面，海南地区及前海会员购均保持高速增长。上海地区的线上业务是下半年的主要发力点，关键在于整合品牌供应链资源，打通商品渠道和会员体系，形成合力，而非单打独斗。此前中免日上线上平台已积累了忠诚度很高的客群和高 DAU。海外业务方面，收购 DFS 港澳地区业务后，其增长势头强劲，利润和毛利表现坚挺。关于海外拓展，目前许多重点机场主动联系并邀请中免参与招投标，主要因为中国内地游客虽客流占比未必最高，但销售贡献最大。中免超过六千万的会员基础以及品牌忠诚度，加上在斯里兰卡、越南、新加坡机场及邮轮等地的运营经验，增强了机场方对中免运营能力的信任。同时，许多大型品牌在其年度报告中也将中免列为数一数二的客户，这为中免赢得了渠道支持。然而，公司在海外拓展上不会盲目“跑马圈地”，而是以保护投资者效益和实现运营增值为核心，这一稳健策略也得到了渠道业主方的理解与认可。凭借现有优势，公司有信心在海外拓展中获得一席之地并实现稳定发展。

鉴于公司账上现金充裕，且 2026 年被称为“收并购元年”，请问公司在主营业务之外的外延式发展方面有何展望？可否分享一下潜在标的的范围和并购节奏？

公司在主业相关的收购方面，正考虑对上下游及供应链进行布局，核心原则是必须与现有业务产生协同效应，并确保渠道与品牌间的良好互动。例如，在推进“国潮出海”项目时，已在与部分品牌探讨资本层面的合作。在同业之外，公司也在持续研究与旅游零售业态相关的并购机会，并借鉴了部分头部免税运营商通过跨业态收购实现复合式发展和增值效应的成功经验。未来的并购仍将立足于免税赛道，聚焦旅游零售，围绕口岸、市内、海南等核心场景展开。相关研究和标的的筛选工作已扎实开展了很长时间，例如对 DFS 的收购，前期工作在三年前就已启动，从而保证了合理的收购价格、顺畅的收购过程及符合预期的投后运营。为加速推进，公司近期已加强了投资战略团队，补充了关键人员。公司的 COO 正在进行一些海外收购的推进工作，总经理助理穆维正总也兼任了战略投资部总经理，以加强和快速推进相关工作。

在中免成功收购 LVMH 旗下 DFS 业务，且 LVMH 战略性投资中免成为二级市场股东后，未来双方还可以期待哪些更深层次的合作？

LVMH 成为二级市场的投资人，首先消除了外界关于双方是博弈而非合作关系的疑虑，证明了作为重要渠道商，公司始终是品牌方的重要合作伙伴，品牌方也全面支持中免的长期发展和渠道稳定性。此前，双方已签订战略合作协议，并在多方面展开广泛合作。此次资本层面的连接，使得双方的合作关系从业务团队拓展至投资和资本运营团队，形成全方位的战略合作。目前，双方团队在完成交割后，正在探讨更多合作的可能性。同时，公司将 LVMH 视作重要的战略合作伙伴和投资人，会维护好投资者关系并进行及时沟通。未来，双方也可能共同探索资本运营层面的合作。在业务层面，无论是项目二期、三期，还是有税与免税渠道，双方的互动都非常频繁。收购 DFS 后，LVMH 旗下品牌在澳门和香港的 DFS 市内免税店给予了全面支持，在品牌落位和合作条件上都非常积极。未来公司将持续做好投资者关系和市值管理工作，以回报包括 LVMH 在内的所有股东。

公司过去的股东回报情况如何，例如分红率水平？

过去几年的分红率大约维持在 50%到 55%之间。

公司在股东回报和市值管理方面有何具体规划？例如，未来的股东回报率目标、回购与分红的配比，以及市值管理的具体措施是什么？

公司高度重视投资者回报，并积极响应政府号召。数据显示，从 2012 年至 2025 年，公司已连续十四年现金分红比例超过 30%，其中 2023 年和 2024 年的现金分红比例均保持在 50%以上。为提高回报频次，公司于 2025 年第三季度首次实施了中期分红，并计划在 2026 年度继续执行。未来，公司将持续回报投资者。一

方面，公司将依据发展规划，加大战略落地和业务转型力度，通过优质的并购项目留存适当利润以支持快速发展。另一方面，为更好地回报投资者，公司将在股东大会授权后，综合考量经营业绩、资金规划及股价情况，在必要时推出股票回购或增持方案，相关方案将履行必要的审议程序。同时，公司将积极维护与投资者的良好沟通，通过增加交流频次、丰富交流形式，提升信息披露质量与投资者交流的价值，以维护公司市值。相信随着公司经营业绩的持续提升，未来将以优良的业绩和更好的股东回报回馈广大投资者。

2026年6月起海南离岛免税销售额出现增长回升，请问客流与客单价哪个因素的贡献更主要？海南的补贴政策是否起到了拉动作用？应如何展望下半年的离岛免税发展情况？

6月至9月是海南地区的传统淡季，但公司采取了多种措施促进销售。针对6月线上渠道“618”大促节点对线下形成的挑战，公司利用已建立多年的私域运营体系，通过一对一邀约VIP客户，并提供“机酒”套餐等方式，吸引他们到海南进行消费。这类客户对腕表、珠宝等高单价精品品类的购买占比较大，吸引力较强。对于黄金品类，尽管市场存在波动，但免税渠道的价格相较国内市场仍有约10%的优势，对消费者具有吸引力，购买率较高。在化妆品方面，品牌方给予了促销支持，并开展了有税与免税业务的联动。同时，在“618”期间，市场并未出现对进口商品的大幅度“破价”行为，行业形成了维护利润的共识，这对全渠道销售是有利的。海南政府的消费券等补贴政策也给予了坚定支持，例如近期公司举办的七夕线上促销活动就得到了政府支持。展望下半年，公司将联动政府，在9月三亚店庆、10月海口店庆以及中秋、国庆黄金周期间发放消费券，届时许多品牌的旗舰店调改也将完成，门店开业面积将达到历史新高，有望掀起销售旺季。公司已为三、四季度的销售投入大量资源并做好准备，计划在年底举办年终盛典活动，该活动将联动北京、上海及海外DFS，并配合线上“双十一”、“双十二”同步发力，以期在下半年实现良好增长，确保完成全年经营业绩预期。

公司下半年还有哪些值得关注的业务进展或投资者沟通计划？

公司下半年有多项重要规划。首先，将提前发布中免消费白皮书，以便市场更及时地了解中免消费客群及消费趋势的变化。其次，三亚中免太古里项目即将开业，海棠湾一期二号地的酒店项目也将竣工，公司正在评估该酒店于2027年开业的准备工作，目前酒店总经理及运营市场团队均已到位。在投资者沟通方面，公司计划于11月赴香港和新加坡开展路演活动，并将在海口举办2026年度投资者开放日活动，以加强与市场的交流。此外，公司近期已获得在日月广场店经营海南日用消费品的资质，并正在积极争取国药店的参与。希望投资者能前往海南进行实地调研，了解门店更新、销售及客群的实际变化情况。