

安踏体育 (02020.HK)

2024 年核心利润增长 16.5%，多品牌引领增长

优于大市

核心观点

2024 年公司核心净利润增长 16.5%，现金流充裕。2024 年公司收入增长 13.6%至 708.3 亿元，不包括由 Amer Sports 上市及配售权益摊薄所致，非现金盈利的归母净利润增长 16.5%至 119.3 亿元。其中，毛利率较低的鞋类产品占比增加等原因导致毛利率同比下降 0.4 个百分点，电商支出加大、奥运营销开支等原因导致经营利润率同比下降 1.2 个百分点；存货周转天数同比持平，应收和应付账款天数小幅增加，经营现金流入净额约为 167 亿元，保持高净现比，净现金约为 314 亿元；全年延续较高派息率 51.4%，并于年内购回约为港币 12.8 亿元的股份。2024 下半年在相对承压的消费环境中公司实现收入增长 13.4%，其中毛利率和经营利润率分别同比下降 1.5 和 2.3 个百分点，核心净利润同比增长 5.4%。

安踏双位数增长，FILA 表现稳健，其他品牌盈利放量。2024 年安踏/FILA/其他品牌收入 335/266/107 亿元，同比增长 11%/6%/54%，经营利润率分别同比-1.2/-2.3/+1.5 个百分点至 21%/25.3%/28.6%。分品牌看，1) 安踏品牌推出“安踏作品集”、“超级安踏”等新零售业态，并打造了三个月销售破百万双的高性价比慢跑鞋“PG7”；2) FILA 品牌由专业运动系列和鞋商品推动增长；3) 迪桑特和可隆等其他品牌收入首次突破百亿；4) Amer Sports 扭亏为盈，资产结构优化。另外，集团积极拥抱 AI 技术，例如 AI 辅助设计商品订货金额超过 20 亿元，算法营销决策促使销售转化率提高 20%。

管理层对体育行业与公司的发展保持信心。管理层在业绩会上表示，看好中国运动消费的前景，指引 2025 年安踏品牌流水增长高单位数、FILA 品牌增长中单位数、其他品牌增长超过 30%，利润率范围也接近 2024 年水平，另外 Amer Sports 联营公司的利润贡献也有望继续快速增长。

风险提示：宏观经济疲软；疫情反复；渠道转型不及预期；系统性风险。

投资建议：看好集团整体持续好于行业的成长潜力。2025 年初以来运动消费呈现较好的增长势头，我们预计公司主要品牌相较竞品均呈现增长优势。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。基于行业增长前景与公司新业态逐步发力的假设，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元（原 2025-2026 年为 133.7/146.9 亿元），可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%。基于盈利预测的上调，我们上调合理估值至 113-118 港元（原为 103-112 港元），对应 2025PE22-23X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	79,334	88,750	96,214
(+/-%)	16.2%	13.6%	12.0%	11.9%	8.4%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15457	17000
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.7%	10.0%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.1%	20.4%	20.5%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.1%
市盈率 (PE)	25.0	16.4	19.0	16.6	15.1
EV/EBITDA	16.7	16.3	16.9	15.2	14.2
市净率 (PB)	4.98	4.15	3.74	3.36	3.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	113.00 - 118.00 港元
收盘价	97.90 港元
总市值/流通市值	274826/274826 百万港元
52 周最高价/最低价	107.50/64.53 港元
近 3 个月日均成交额	985.04 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《安踏体育 (02020.HK) - 第四季度流水增长提速，FILA 增长表现好于预期》——2025-01-09

《安踏体育 (02020.HK) - 第三季度流水稳健增长，库存与折扣水平健康》——2024-10-11

《安踏体育 (02020.HK) - 上半年收入增长 14%，发布回购计划提升股东回报》——2024-08-29

《安踏体育 (02020.HK) - 第二季度流水稳健增长，库存与折扣改善》——2024-07-09

《安踏体育 (02020.HK) - 第一季度流水稳健增长，库销比下降和折扣收窄》——2024-04-18

2024 年核心净利润增长 17%，现金流充裕

2024 年集团收入增长 14%，核心净利润增长 17%。2024 年公司收入增长 13.6%至 708.3 亿元，在相对充满挑战的消费环境中实现了双位数增长。不包括由 Amer Sports 上市事项及 Amer Sports 配售事项权益摊薄所致的非现金会计利得，股东应占溢利增加 16.5%至人民币 119.3 亿元。

分品牌来看，安踏/FILA/其他品牌收入 335/266/107 亿元，同比增长 11%/6%/54%，经营利润率分别同比-1.2/-2.3/+1.5 个百分点至 21%/25.3%/28.6%。

毛利率下降、费用率上升导致经营利润率下降 1.2 个百分点。

毛利率方面，公司 2024 年为 62.2%，较 2023 年的 62.6%下降了 0.4 个百分点，主要由于毛利率较低的鞋类产品占比增加等原因。分品牌看：

1. 安踏分部：2024 年为 54.5%，较 2023 年的 54.9%下降了 0.4 个百分点，主要由于毛利率较低的鞋类产品占比增加，以及电子商贸业务占比显著上升。
2. FILA 分部：2024 年为 67.8%，较 2023 年的 69.0%下降了 1.2 个百分点，主要归因于策略性地增强和提升产品功能和质量导致成本上升，以及主动提升毛利率较低的鞋类产品占比。
3. 所有其他品牌：2024 年为 72.2%，较 2023 年的 72.9%下降了 0.7 个百分点，整体仍保持较高水平。

经营利润率方面，公司 2024 年为 23.4%，较 2023 年的 24.6%下降了 1.2 个百分点，主要由于电商支出加大、奥运营销开支等原因。分品牌看，

1. 安踏分部：2024 年为 21.0%，较 2023 年的 22.2%下降了 1.2 个百分点，主要由于毛利率下降 0.4 个百分点，以及由于电子商贸业务扩展而增加的电子商贸营运支出，以及 2024 年为体育大年，奥运营销等开支增加。
2. FILA 分部：2024 年为 25.3%，较 2023 年的 27.6%下降了 2.3 个百分点，主要由于电子商贸业务扩展导致的营运支出增加，以及广告及宣传开支增加以提升品牌形象。
3. 所有其他品牌：2024 年为 28.6%，较 2023 年的 27.1%上升了 1.5 个百分点，主要由于迪桑特和可隆品牌表现优于管理层内部目标。

Amer Sports 作为联营公司，2024 年扭亏为盈，实现 1.98 亿的利润贡献，而去年同期为亏损 7.18 亿元。另外，由于 Amer Sports 上市和配售权益摊薄所得分别贡献约 16 亿和 21 亿非现金利润，促使公司归母净利润增长 52.4%至 156 亿元，剔除后核心净利润为 119 亿元，同比增长 16.5%。

图1：公司业绩概览

2020.HK		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H
收入 (百万元)	合计	49,328	53,651	62,356	70,826	29,645	32,711	33,735	37,091
	YoY	38.9%	8.8%	16.2%	13.6%	14.2%	18.1%	13.8%	13.4%
	安踏	24,012	27,723	30,306	33,522	14,170	16,136	16,077	17,445
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%	6.1%	12.3%	13.5%	8.1%
	FILA	21,822	21,523	25,103	26,626	12,229	12,874	13,056	13,570
	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%	13.5%	19.8%	6.8%	5.4%
	其他品牌	3,494	4,405	6,947	10,678	3,246	3,701	4,602	6,076
	YoY	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%	77.6%	43.6%	41.8%	64.2%
	毛利率	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%	63.3%	62.0%	64.1%	60.4%
	合计	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%	63.3%	62.0%	64.1%	60.4%
SG&A比率	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%	55.8%	54.1%	56.6%	52.6%
	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%	69.2%	68.8%	70.2%	65.5%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%	73.4%	72.5%	72.7%	71.8%
	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-42.1%	-39.7%	-41.6%	-40.8%	-43.3%
	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-34.0%	-35.5%	-35.0%	-37.3%
	其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-7.1%	-9.2%	-7.5%	-10.4%
	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-5.7%	-6.1%	-5.8%	-6.0%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	3.4%	2.1%	3.3%	2.4%	4.3%
	经营利润率	22.3%	20.9%	24.6%	23.4%	25.7%	23.7%	25.7%	21.4%
	安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	21.0%	23.3%	21.8%	20.2%
经营利润率	FILA	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%	29.7%	25.5%	28.6%	22.2%
	其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	28.6%	30.3%	24.3%	29.9%	27.6%
	净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	2.2%	1.2%	1.9%	2.1%	1.8%
	分占合营/联营公司利润	-81	28	-718	198	-516	-202	-19	217
	Amer上市权益摊薄所得				1,579			1,579	
	Amer配售权益摊薄所得				2,090				2,090
	税前利润	11,240	11,355	15,640	21,884	7,463	8,177	10,930	10,954
	综合	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	29.1%	26.8%	23.0%	21.8%
	所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	29.1%	26.8%	23.0%	21.8%
	净利润	7,720	7,590	10,236	15,596	4,748	5,488	7,721	7,875
净利润率	归母	15.7%	14.1%	16.4%	22.0%	16.0%	16.8%	22.9%	21.2%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	52.4%	32.3%	37.1%	62.6%	43.5%
	剔除Amer上市配售影响	7,720	7,590	10,236	11,927	4,748	5,488	6,142	5,785
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	16.0%	16.8%	18.2%	15.6%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司营业收入及增速



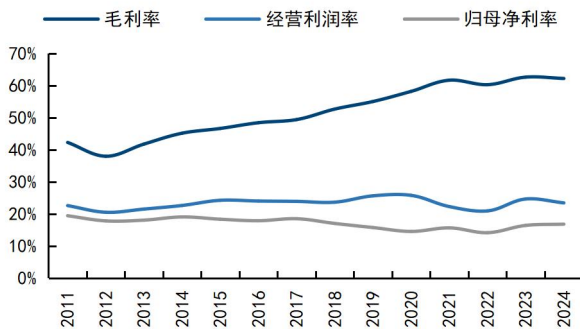
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



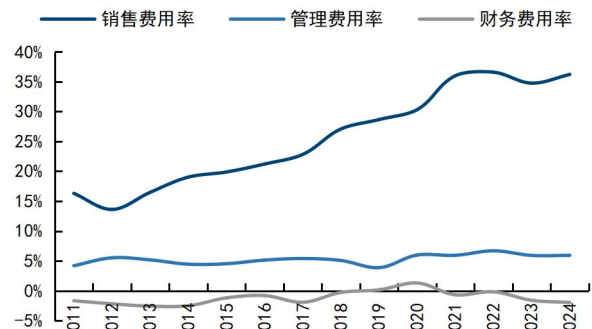
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润率水平



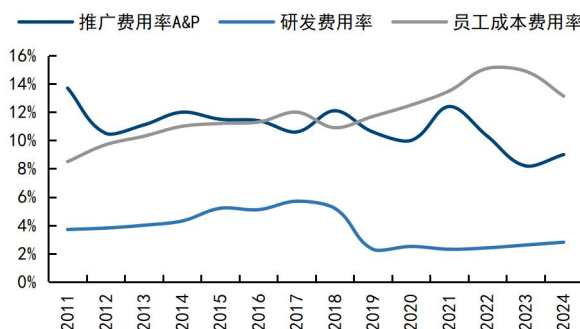
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司费用率水平



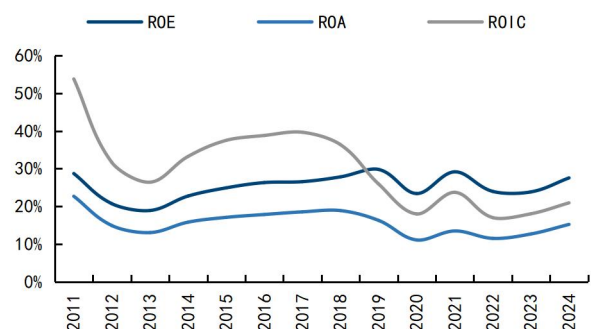
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司推广费用率、研发费用率、员工成本费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司 ROE、ROA、ROIC



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

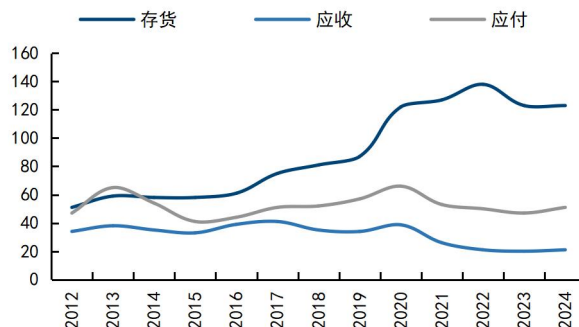
营运资金周转保持基本稳定，维持 50%以上派息率并增加股份回购。 存货周转天数保持 123 天，应收账款天数增加 1 天至 21 天，应付账款天数增加 4 天至 51 天。2024 年公司 ROE 为 27.6%，同比提升 3.8 个百分点。经营性现金流入净额为 167.4 亿元，净现比 1.4，净现金 314 亿元。2024 年派息率 51.4%，并于年内购回约为港币 12.8 亿元的股份。

图8: 公司经营活动现金流净额及净现比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

安踏双位数增长，FILA 表现稳健，其他品牌盈利放量

安踏品牌：2024 年逆势加速增长，未来坚持大众定位、品牌向上

2024 年安踏主品牌收入为人民币 335 亿元，同比增长 10.6%（2023 年为 9.3%），占集团总收入的比例为 47.3%（2023 年：48.6%），主要由于电商渠道增长加速。

毛利率为 54.5%，较 2023 年的 54.9% 下降 0.4 个百分点，经营利润率为 21.0%，较 2023 年的 22.2% 下降 1.2 个百分点，主要由于低毛利率的鞋类产品占比增加和电商营销开支加大。

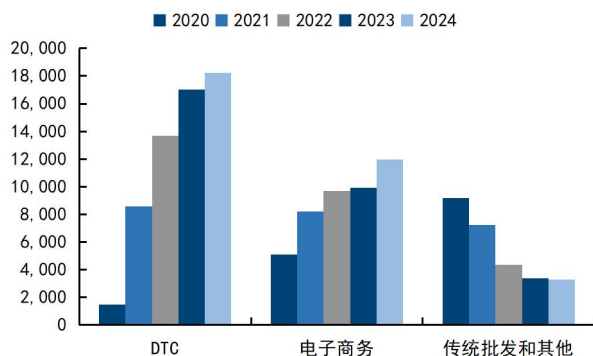
分渠道看，DTC 渠道收入 182 亿元，同比+7.3%；电商渠道 120 亿元，同比+20.7%；传统经销及其他渠道收入 33 亿元，同比-2.1%。年末安踏大货和童装分别拥有 7,135 家/2,784 家门店，同比增加 1.1% 和 0.2%。店效方面，安踏大货单店平均 30 万，儿童 16 万+；安踏冠军店 50 万+，鞋店坪效超 3000 元/月。

产品强化科技研发和性价比爆款单品。安踏大货热门产品包括 PG7 跑鞋、C202 跑鞋系列、风暴甲、安踏欧文一代 (KAI 1) 及狂潮系列篮球鞋，满足科技升级、设计升级及高质价比的需求。安踏儿童推出应用追风、水冷及热返等创新技术的系列产品，满足年轻家庭对儿童运动产品的需求。

新店型新业态创新线下经营模式。期内公司发展了更多具有针对性的新业态，如“安踏竞技场级”、“安踏殿堂级”、“安踏冠军”、“安踏作品集”及“超级安踏”门店。超级安踏表现尤为突出，店效达到传统门店的三倍，儿童及家庭客流占比达三至四成，女性进店客流比例超过五成。安踏 CAMPUS 是推出全新的校园区特色门店，结合校园运动元素和场景化销售策略，为年轻消费者提供个性化购物体验。

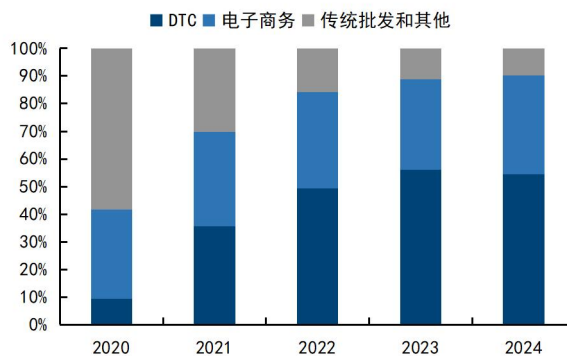
电商增长亮眼，优化商品矩阵。公司通过数字化方案提升运营效率，精准匹配消费者需求。在各大电商平台排名领先，安踏分部的电商业务按年增长 20.7%。

图10: 安踏主品牌各渠道收入（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 安踏主品牌各渠道收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

FILA 品牌：2024 年收入增长 6%，经营利润同比下降，目标稳健增长

FILA2024 年实现收入 266 亿元，同比增长 6.1%，其中 GMV 突破 300 亿元，在具有压力的市场环境中 FILA 展现经营韧性，产品上专业运动系列和鞋类产品驱动增长，渠道上由电商驱动增长。

毛利率下降 1.2 个百分点至 67.8%，经营利润率下降 2.3 个百分点至 25.3%，主要由于公司策略性地增强和提升产品功能和质量，导致成本上升，以及主动提升毛利率较低的鞋类产品占比；在毛利率下降的基础上，由于电商营运支出增加和广宣开支增加，经营利润率也有所下降。

针对 FILA 发展策略，产品方面，集团不断优化和升级产品，特别是在鞋类和服装的运动系列方面实现了显著增长，未来将继续孵化网球及高尔夫领域，推出具有影响力的爆款产品，强化品牌在专业运动领域的影响力；零售运营层面，公司通过打造顶级店型，不断升级品牌形象，如 FILA ICONA 旗舰店、F-BOX、FILA ATELIER 和 FILA 鞋创空间等，并且成功进军东南亚市场，在马来西亚和新加坡开设门店，未来将聚焦提升零售运营和维持健康的库存管理。

年末 FILA 店铺总数 2060 家，同比增长 4%，其中大货店 1264 家，同比+7%，儿童店 590 家，同比+1%，潮牌店 206 家，同比-2%；店效方面 FILA 大货单店平均 96 万，儿童/潮牌 36 万/40 万+；2025 年目标总店数达到 2100-2200 家。

其他品牌：迪桑特和可隆增长强劲，利润率创新高

2024 年其他品牌实现收入增长 53.7%至 107 亿元（其中迪桑特增长超过 35%，可隆增长超 60%），占集团收入比重 15%，迪桑特和可隆品牌定位不同的细分市场，实现了较好的品牌美誉度与高质量产品。毛利率同比下降 0.7 个百分点到 72.2%，经营利润率同比增长 1.5 个百分点到 28.6%。

迪桑特品牌收入占比接近 10%，会员数超 140 万并呈现年轻化趋势，店型持续升级，有 21 家店效超 5000 万，5 家超亿元，高尔夫品类确立高端圈层地位。可隆品牌收入占比中单位数，主打差异化策略，包括亚洲版型、南方市场拓展（新开 27 家至 90 家），折扣率提升 5-8pct。

店数方面，迪桑特 2024 年底 226 家门店，2025 年底目标开至 260-270 家；可隆 2024 年底 191 家门店，2025 年底目标开至 190-200 家。

Amer Sports: Amer Sports2024 年实现收入增长 17.%至 51.8 亿美元，联营公司

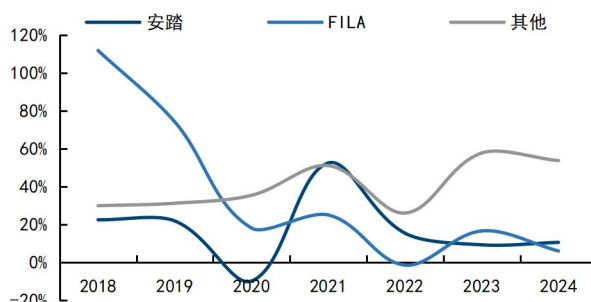
为安踏集团贡献 1.98 亿利润，同比扭亏为盈。

图12: 分品牌收入规模（亿元）



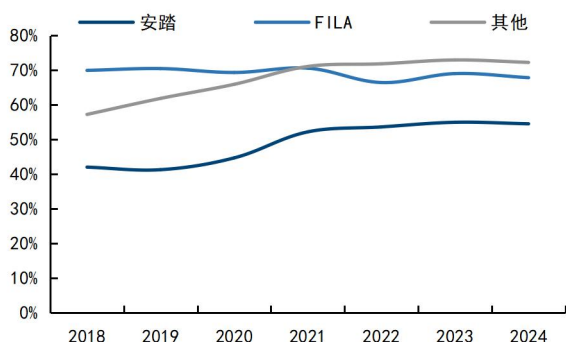
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 分品牌收入增速



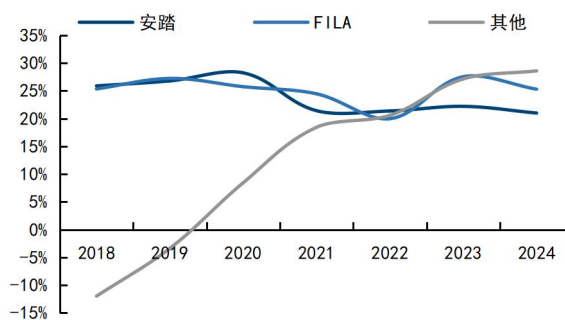
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 分品牌毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 分品牌经营利润率



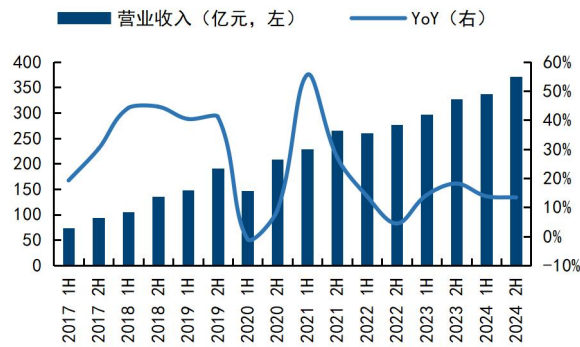
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024 下半年增长放缓，利润率有所下降

2024 下半年公司收入同比增长 13.4% 至 370.9 亿元，归母净利润同比增长 43.5% 至 78.8 亿元，其中核心净利润同比增长 5.4%。

下半年经营压力加大，利润率下滑幅度明显。毛利率同比-1.5 个百分点至 60.4%，其中安踏/FILA/其他品牌毛利率分别同比-1.6/-3.3/-0.7 个百分点至 52.6%/65.5%/71.8%；经营利润率同比-2.3 个百分点至 21.4%，其中安踏/FILA/其他品牌分别同比增加-3.0/-3.3/3.2 个百分点至 20.2%/22.2%/27.6%；核心归母净利润率同比-1.2 个百分点至 15.6%。其中销售费用率同比+1.9 个百分点至 37.3%，管理费用率同比-0.1 个百分点至 6.0%，财务费用率同比 0.1 个百分点至-1.8%；广告及宣传费用率同比+1.2 个百分点至 10.4%，研发费用率同比持平至 2.9%，员工成本费用率同比-3.4 个百分点至 11.0%。

图16: 公司半年度收入及增速



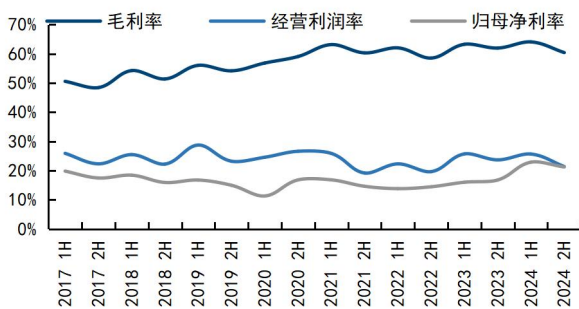
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 公司半年度归母净利润及增速



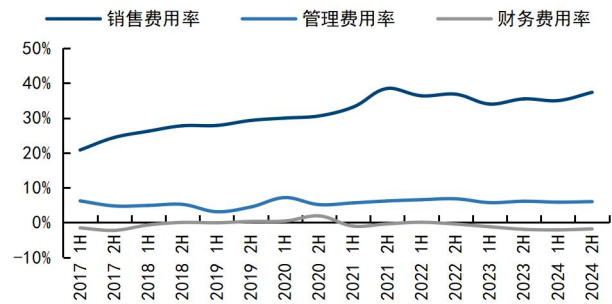
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 公司半年度利润率



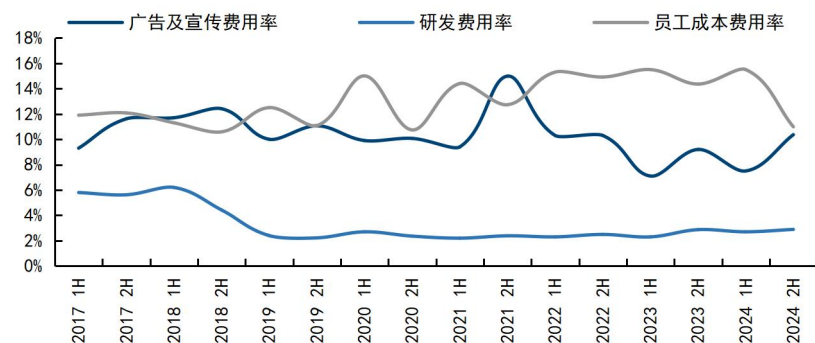
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司半年度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 公司推广费用率、研发费用率、员工成本费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理层对体育行业与公司的发展保持信心

（一）增长目标

1. 安踏：高单位数增长；我们预计利润率稳定；
2. FILA：中单位数增长；我们预计利润率稳定或略降；
3. 其他品牌（迪桑特/可隆等）：增长+30%以上；我们预计利润率稳定；
4. 亚玛芬集团：全球收入增长 13-15%，我们预计 2025 净利润贡献 10 亿元人民币。

（二）战略展望

1. 依然坚定践行聚焦，单聚焦、多品牌、全球化战略方向，以长期主义布局未来发展。
2. 围绕两大最大品牌安踏 FILA 展开：安踏继续寻求新模式一些突破，像超级安踏，商业模式、产品品类、渠道拓展做到位，打造更多鞋服爆品，提升运动心智。FILA 继续高质量发展，力争鞋服和子品牌都并驾齐驱拉动增长。
3. 出海方面，中国市场积累成功经验复制到海外市场，打造全球化运营体系，提升大中华以外区域销售占比，在东南亚和中东市场加速布局，目标 5 年内海外收入占比达 15%。
4. 保持稳定及健康的库存折扣水平，继续通过精细化管理组织能力提升和数字化升级，实现降本增效。

投资建议：看好集团整体持续好于行业的成长潜力

2025 年初以来运动消费呈现较好的增长势头，我们预计公司主要品牌相较竞品均呈现增长优势。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。基于行业增长前景与公司新业态逐步发力的假设，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元（原 2025-2026 年为 133.7/146.9 亿元），可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%。基于盈利预测的上调，我们上调合理估值至 113-118 港元（原为 103-112 港元），对应 2025PE22-23X，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	79,334	88,750	96,214
(+/-%)	16.2%	13.6%	12.0%	11.9%	8.4%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15458	17002
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.7%	10.0%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.1%	20.4%	20.5%
净资产收益率(ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.1%
市盈率(PE)	25.0	16.4	19.0	16.6	15.1
EV/EBITDA	22.8	22.6	17.3	15.1	14.0
市净率(PB)	4.98	4.15	3.74	3.36	3.02

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
2020. HK	安踏体育	优于大市	91.24	3.65	5.56	4.80	5.51	25.0	16.4	19.0	16.6
可比公司											
2331. HK	李宁	优于大市	17.63	1.23	1.18	1.18	1.32	14.3	14.9	14.9	13.4
NKE. N	耐克	无评级	529.51	23.16	20.49	23.77	26.69	22.9	25.8	22.3	19.8
ADS. DF	阿迪达斯	无评级	1722.98	-3.30	27.53	56.66	82.55	-522.0	62.6	30.4	20.9
平均值									34.2	22.4	18.0

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测, 备注: 未评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15228	11390	20924	33207	45217	营业收入	62356	70826	79334	88750	96214
应收款项	5575	6723	6888	7705	8353	营业成本	23328	26794	29718	32851	35525
存货净额	7210	10760	10333	10550	11410	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1186	1327	1439	销售费用	21673	25647	28973	32546	35256
流动资产合计	52140	52482	62236	75695	89325	管理费用	3693	4198	7062	7620	8063
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1589)	(1818)	(1971)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1020	1478	1809
投资性房地产	17069	29873	29873	29873	29873	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9283	14669	14669	14669	14669	其他收入	959	7027	4740	5022	5246
资产总计	92228	112615	120302	131741	143400	营业利润	15640	21884	20930	24051	26396
短期借款及交易性金融负债	3996	8583	4292	4077	3669	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	6859	8552	10484	11597	12541	利润总额	15640	21884	20930	24051	26396
其他流动负债	9736	11458	13744	15325	16589	所得税费用	4363	4895	5409	6133	6680
流动负债合计	20591	28593	28519	30999	32800	少数股东损益	1041	1393	2041	2461	2716
长期借款及应付债券	10948	12233	12233	12233	12233	归属于母公司净利润	10236	15596	13480	15457	17000
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	净利润	10236	15596	13480	15457	17000
负债合计	36218	45876	45802	48282	50083	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	4550	5010	6031	7261	8619	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
股东权益	51460	61729	68469	76197	84697	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	92228	112615	120302	131741	143400	财务费用	(991)	(1388)	(1589)	(1818)	(1971)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2750	(640)	3997	1518	590
每股收益	3.65	5.56	4.80	5.51	6.06	其它	1041	1393	1021	1231	1358
每股红利	2.33	1.18	2.40	2.75	3.03	经营活动现金流	19014	21820	21565	21326	22128
每股净资产	18.33	21.99	24.39	27.14	30.17	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROIC	28%	25%	25%	30%	35%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
ROE	20%	25%	20%	20%	20%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
毛利率	63%	62%	63%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	21%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6740)	(7729)	(8500)
收入增长	16%	14%	12%	12%	8%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
净利润增长率	35%	52%	-14%	15%	10%	融资活动现金流	8491	(1056)	(11031)	(7943)	(8908)
资产负债率	44%	45%	43%	42%	41%	现金净变动	(2150)	(3838)	9534	12283	12010
息率	2.0%	2.4%	2.5%	2.8%	3.1%	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	20924	33207
P/E	25.0	16.4	19.0	16.6	15.1	货币资金的期末余额	15228	11390	20924	33207	45217
P/B	5.0	4.1	3.7	3.4	3.0	企业自由现金流	12430	8629	18642	18119	18648
EV/EBITDA	16.7	16.3	16.9	15.2	14.2	权益自由现金流	22340	20676	14371	18100	18621

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032