



## 中國 | 零售

13 November 2025

## 安踏體育 (2020 HK)

## 輕微調整全年指引

## 安踏核心品牌於 2025 年第三季錄得按年低單位數增長

安踏公佈 2025 年第三季（3Q25）營運數據，核心品牌零售銷售按年錄得低單位數（LSD）增長（2Q25：+低單位數；1Q25：+高單位數）。其中成人業務按年增長低單位數，兒童業務按年增長中單位數（MSD）。線上銷售按年增長高單位數（HSD），較 2Q25 的低單位數增長加快；線下銷售按年增長低單位數，與 2Q25 持平。零售庫存周轉期維持健康，略高於 5 個月（2Q25：5 個月）。線下零售折扣率按季上升 2 個百分點至 29%，線上零售折扣率按季略升 5 個百分點至約 50%。我們認為，雖短期環境具挑戰，但產品 IP 矩陣、多業態門店佈局及海外拓展等策略與投入正積累動能，對其穿越周期的能力保持樂觀。

## Fila 核心錄得按年低單位數增長，線上增長高單位數

Fila 品牌第三季零售銷售按年錄得低單位數正增長（2Q25：+中單位數；1Q25：+高單位數）。線下按年增長低單位數；線上按年增長高單位數（2Q25：低雙位數）。零售庫存周轉期約 6 個月（2Q25：5 個月）；線上 / 線下零售折扣率分別為 42% / 26%（2Q25：41 - 42% / 26%）。

## Kolon 與 Descente 持續錄得強勁按年增長

其他品牌第三季零售銷售按年增長 45% - 50%（2Q25：50% - 55%；1Q25：65% - 70%），主要受內地對戶外運動產品需求持續強勁帶動。其中 Kolon 表現優於 Descente，季度按年增長約 70%（2Q25：70%），而 Descente 按年增長約 30%（2Q25：40%）。Maia Active 按年增長約 45%（2Q25：>30%）。Jack Wolfskin（狼爪）於今年 6 月併表，預計全年虧損超過人民幣 1 億元；目前處於業務整合期，將產生一次性成本，管理層計劃推行為期 3 - 5 年的復興計劃以實現品牌重塑與扭轉。

## 維持買入評級，目標價 115 港元不變

鑑於安踏核心品牌於 2Q25 與 3Q25 按年增速放緩，管理層將 2025 年全年銷售增長指引由高單位數下調至中單位數。Fila 方面，雖 3Q25 僅錄得+低單位數按年增長，但管理層指 10 月起銷售回暖，並預期「雙十一」表現理想，故維持全年銷售指引為中單位數增長。其他品牌（不含 Jack Wolfskin）全年指引由 30%上調至 >41%增長。海外方面，公司計劃 3 年內於東南亞開設 1,000 間門店，並有策略地進入美國與歐洲市場；目標在 5 年內使安踏核心品牌海外銷售佔總銷售比重提升至 15%。我們維持對該股的買入評級，目標價維持 115 港元。

## 摘要財務資料

| 截至12月31日年度(Rmb百萬) | 2023     | 2024   | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------------|----------|--------|----------|----------|----------|
| 收入                | 62,356   | 70,826 | 79,535   | 87,725   | 96,213   |
| 毛利                | 39,028   | 44,032 | 49,762   | 55,003   | 60,601   |
| 淨利潤               | 10,236   | 15,596 | 13,587   | 15,344   | 17,116   |
| 按年增長              | 34.9%    | 52.4%  | -12.9%   | 12.9%    | 11.5%    |
| 每股盈利 (港元)         | 3.646    | 5.556  | 4.840    | 5.466    | 6.097    |
| 市盈率 (倍)           | 21.0     | 13.8   | 15.8     | 14.0     | 12.5     |
| 市賬率 (倍)           | 4.17     | 3.48   | 3.08     | 2.71     | 2.38     |
| 股息率 (%)           | 2.4      | 2.9    | 2.5      | 2.8      | 3.1      |
| 股東權益回報率 (%)       | 23.8     | 27.6   | 20.7     | 20.6     | 20.2     |
| 淨負債對股東權益比率 (%)    | Net cash | 4      | Net cash | Net cash | Net cash |

來源：公司資料，Crosby Securities

## 買入

|             |           |
|-------------|-----------|
| 當前股價 (港元)*  | 83.30     |
| 目標價 (港元)    | 115.00    |
| 上升/下跌空間 (%) | 38.1%     |
| 前次評級        | 買入        |
| 前次目標價       | 115.00    |
| 恒生指數        | 26,766.71 |
| * 股價截至      | 13-Nov-25 |

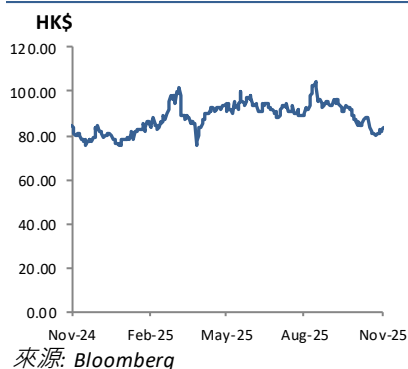
## 關鍵數據

|             |         |
|-------------|---------|
| 股票代號        | 2020 HK |
| 總市值 (港元)    | 233,841 |
| 近3個月人均成交額   | 1,051.1 |
| 52周最高價 (港元) | 106.30  |
| 52周最低價 (港元) | 73.55   |
| 自由流通比率 (%)  | 46.8%   |
| 總股本 (百萬股)   | 2,807.2 |

## 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報   |
|-----|-------|--------|
| 1個月 | -3.9% | -7.1%  |
| 3個月 | -7.4% | -11.4% |
| 6個月 | -8.8% | -21.2% |

## 股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip  
raymond.ip@crosby.com  
+852 3476 2928

圖 1 運動行業同行營業季度數據比較

| Anta<br>2020 HK |              | Li Ning<br>2331 HK                     |                | Xtep<br>1368 HK |             | 361 Degrees<br>1361 HK |                      | China Dongxiang<br>3818 HK |                    |
|-----------------|--------------|----------------------------------------|----------------|-----------------|-------------|------------------------|----------------------|----------------------------|--------------------|
| ANTA Brand      | Other Brands | Sell through                           | SSSG           | Xtep Brand      | Saucony     | Core                   | Kid                  | Kappa                      | SSSG               |
| 1Q 2016         | +MSD         | -                                      | -              | +LSD            | -           | +7.2% <sup>(2)</sup>   | +7.5% <sup>(2)</sup> | -                          | -                  |
| 2Q 2016         | +HSD         | -                                      | -              | +HSD            | -           | +7.0% <sup>(2)</sup>   | +7.3% <sup>(2)</sup> | -                          | -                  |
| 3Q 2016         | +LSD         | +60-70%                                | -              | +HSD            | -           | +7.3% <sup>(2)</sup>   | +7.3% <sup>(2)</sup> | -                          | -                  |
| 4Q 2016         | +high-teens  | +50-60%                                | -              | +mid-teens      | -           | +7.5% <sup>(2)</sup>   | +7.7% <sup>(2)</sup> | -                          | -                  |
| 1Q 2017         | +low-teens   | +40-50%                                | +HSD           | Flat            | -           | +7.0% <sup>(2)</sup>   | +7.4% <sup>(2)</sup> | -                          | -                  |
| 2Q 2017         | +20-30%      | +50-60%                                | -              | +HSD            | -           | +HSD                   | +HSD                 | -                          | -                  |
| 3Q 2017         | +mid-teens   | +40-50%                                | +LSD           | -LSD            | -           | +HSD                   | +HSD                 | -                          | -                  |
| 4Q 2017         | +20%-25%     | +85-90%                                | +mid-teens     | +low-teens      | -           | +HSD                   | +HSD                 | -                          | -                  |
| 1Q 2018         | +20%-25%     | +80-85% <sup>(1)</sup>                 | +mid-teens     | +low-teens      | -           | +HSD                   | +HSD                 | -                          | -                  |
| 2Q 2018         | +low-teens   | +90-95%                                | +low-teens     | +HSD            | -           | +HSD                   | +low-teens           | +HSD                       | +5-9%              |
| 3Q 2018         | +mid-teens   | +90-95%                                | +mid-teens     | +low-teens      | -           | +MSD                   | +low-teens           | Flat                       | -1-6%              |
| 4Q 2018         | +mid 10-20%  | +80-85%                                | +high-teens    | +mid-teens      | -           | Flat                   | +low-teens           | +low-teens                 | +MSD               |
| 1Q 2019         | +low 10-20%  | +65-70%                                | +low-twenties  | +mid-teens      | +20%+       | +LSD                   | +LSD                 | +HSD                       | +LSD               |
| 2Q 2019         | +mid 10-20%  | +55-60%                                | +low-twenties  | +mid-teens      | +20%+       | +LSD                   | +HSD                 | +MSD                       | +LSD               |
| 3Q 2019         | +mid 10-20%  | FILA: +50-55%<br>Others: +30-35%       | +low-thirties  | +high-teens     | +20%        | +LSD                   | +HSD                 | +MSD                       | +LSD               |
| 4Q 2019         | +high-teens  | FILA: +50-55%<br>Others: +25-30%       | +mid-thirties  | +high-teens     | +20%+       | +LSD                   | +HSD                 | +mid-teens                 | +5-9%              |
| 1Q 2020         | -20-25%      | FILA: -MSD<br>Others: -HSD             | +high-teens    | -               | -20-25%     | -25-30%                | -25-30%              | +low-teens                 | +5-9%              |
| 2Q 2020         | -LSD         | FILA: +low-teens<br>Others: +25-30%    | -MSD           | -MSD            | -LSD        | -low-teens             | -low-teens           | +high-twenties             | -1-6%              |
| 3Q 2020         | +LSD         | FILA: +20-25%<br>Others: +50-55%       | +MSD           | +LSD            | +MSD        | -HSD                   | -HSD                 | -MSD-LSD                   | -MSD               |
| 4Q 2020         | +LSD         | FILA: +25-30%<br>Others: +55-60%       | +mid-teens     | +low-teens      | +HSD        | +LSD                   | +MSD                 | +MSD                       | +LSD - +MSD        |
| 1Q 2021         | +40-45%      | FILA: +75-80%<br>Others: +115-120%     | +High 80%      | -               | +Mid 50%    | +high-teens            | +low-twenties        | +low-teens                 | +MSD               |
| 2Q 2021         | +35-40%      | FILA: +30-35%<br>Others: +70-75%       | +low-nineties  | +low-eighties   | +30-35%     | +15-20%                | +30-35%              | +mid-sixties               | +HSD               |
| 3Q 2021         | +low-teens   | FILA: +MSD<br>Others: +35-40%          | +Low 40%       | +high-twenties  | +Mid-teens  | +low-teens             | +15-20%              | +mid-to-low teens          | +M-HSD             |
| 4Q 2021         | +mid-teens   | FILA: +MSD<br>Others: +30-35%          | +low-thirties  | +low-twenties   | +20-25%     | +high-teens            | +25-30%              | +mid-to-high-teens         | +high-teens        |
| 1Q 2022         | +high-teens  | FILA: +MID<br>Others: +40-45%          | +high-twenties | +low-twenties   | +30-35%     | +high-teens            | +20-25%              | +mid-teens                 | +mid-to-high-teens |
| 2Q 2022         | -MSD         | FILA: -HSD<br>Others: +20-25%          | -HSD           | -low-teens      | +Mid-teens  | +low-teens             | +20-25%              | -MSD                       | -MSD               |
| 3Q 2022         | +MSD         | FILA: +low-teens<br>Others: +40-45%    | +mid-teens     | +HSD            | +20-25%     | +mid-teens             | +20-25%              | +mid-to-high-teens         | +mid-to-low-teens  |
| 4Q 2022         | -HSD         | FILA: -low-teens<br>Others: +low-teens | -low-teens     | +high-teens     | -HSD        | Flat                   | +LSD                 | +mid-20-30%                | +mid-teens         |
| 1Q 2023         | +MSD         | FILA: +HSD<br>Others: +75-80%          | +MSD           | -HSD            | +~20%       | +low-teens             | +20-25%              | +mid-to-low teens          | +mid-to-low-teens  |
| 2Q 2023         | +HSD         | FILA: +High-teens<br>Others: +70-75%   | +low-teens     | -LSD            | +High-teens | +low-teens             | +20-25%              | +mid 10%-20%               | +mid-to-low 10-20% |
| 3Q 2023         | +HSD         | FILA: +Low-teens<br>Others: +45-50%    | +MSD           | -MSD            | +High-teens | +15%                   | +25-30%              | +mid-to-low single digit   | +MSD               |
| 4Q 2023         | +high-teens  | FILA: +25-30%<br>Others: +55-60%       | +low-twenties  | +low-teens      | +>30%       | +>20%                  | +~40%                | +mid 40%-50%               | +high 20%-30%      |
| 1Q 2024         | +MSD         | FILA: +HSD<br>Others: +25-30%          | +LSD           | -MSD            | +HSD        | +high-teens            | +20-25%              | +low 10-20%                | -HSD               |
| 2Q 2024         | +HSD         | FILA: +MSD<br>Others: +40-50%          | -LSD           | -               | +10%        | +10%                   | +mid-teens           | +mid LSD                   | -MSD               |
| 3Q 2024         | +MSD         | FILA: -LSD<br>Others: +45-50%          | -MSD           |                 | +MSD        | +50%                   | +10%                 | -HSD                       | +low 10-20%        |
| 4Q 2024         | +HSD         | FILA: +HSD<br>Others: +50-55%          | +HSD           |                 | +HSD        | +50%                   | +10-15%              | -MSD                       | -HSD               |
| 1Q 2025         | +HSD         | FILA: +HSD<br>Others: +65-70%          | +LSD           |                 | +MSD        | +>40%                  | +10-15%              | +mid-to-high single digit  |                    |
| 2Q 2025         | +LSD         | FILA: +MSD<br>Others: +50-55%          | +LSD           |                 | +LSD        | +>20%                  | +10%                 |                            |                    |
| 3Q 2025         | +LSD         | FILA: +LSD<br>Others: +45-50%          | -MSD           |                 | +LSD        | +>20%                  | +10%                 |                            |                    |

Notes: (1) Other brands sales excluding brands newly joined in the reporting quarter  
(2) Data represents SSSG

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖2 同業分析 (截至 2025 年 11 月 13 日中午收市價)

| Company               | Ticker  | Price  | Mkt cap (US\$m) | 3-mth avg t/o (US\$m) | P/E (x)     |             | FY1-FY3 EPS Cagr (%) | FY1 PEG (x) | Div Yld (%) |            | P/B (x)    |            | ROE (%)     |             | ROIC Hist (%) | Share px chg (%) |            |             |
|-----------------------|---------|--------|-----------------|-----------------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|------------------|------------|-------------|
|                       |         |        |                 |                       | FY1         | FY2         |                      |             | FY1         | FY2        | Hist       | FY1        | Hist        | FY1         |               | 1-mth            | 3-mth      | 12-mth      |
| HSI                   |         | 26,767 |                 |                       | 13.1        | 11.6        | 11.8                 | 1.11        | 2.9         | 3.1        | 1.44       | 1.39       | 10.7        | 10.3        |               | 3.4              | 4.5        | 35.0        |
| HSCB                  |         | 9,478  |                 |                       | 12.2        | 10.7        | 13.0                 | 0.94        | 2.7         | 2.9        | 1.37       | 1.31       | 11.5        | 10.5        |               | 2.8              | 3.6        | 32.9        |
| CSI300                |         | 4,691  |                 |                       | 16.3        | 14.3        | 13.7                 | 1.19        | 2.4         | 2.7        | 1.81       | 1.73       | 10.2        | 10.7        |               | 2.1              | 12.3       | 14.1        |
| <b>Sector Average</b> |         |        |                 |                       | <b>13.4</b> | <b>11.9</b> | <b>12.0</b>          | <b>1.1</b>  | <b>4.7</b>  | <b>5.3</b> | <b>1.6</b> | <b>1.8</b> | <b>12.3</b> | <b>14.2</b> | <b>8.8</b>    | <b>3.3</b>       | <b>2.9</b> | <b>23.0</b> |
| <b>Sector Median</b>  |         |        |                 |                       | <b>14.5</b> | <b>12.7</b> | <b>12.1</b>          | <b>1.1</b>  | <b>4.8</b>  | <b>5.2</b> | <b>1.5</b> | <b>1.5</b> | <b>12.6</b> | <b>14.1</b> | <b>8.8</b>    | <b>3.1</b>       | <b>4.5</b> | <b>10.8</b> |
| Anta Sports           | 2020 HK | 83.30  | 30,095          | 135.3                 | 16.2        | 14.3        | 12.1                 | 1.33        | 3.0         | 3.5        | 3.32       | 3.03       | 24.6        | 19.9        | 14.3          | (3.9)            | (7.4)      | 0.1         |
| Li Ning Co Ltd        | 2331 HK | 17.77  | 5,911           | 52.0                  | 16.7        | 14.6        | 12.7                 | 1.31        | 3.1         | 3.4        | 1.55       | 1.54       | 10.5        | 9.3         | 8.7           | 5.0              | 4.5        | 6.4         |
| Xtep Intl             | 1368 HK | 5.95   | 2,149           | 8.7                   | 10.8        | 9.7         | 10.1                 | 1.07        | 4.8         | 5.2        | 1.53       | 1.54       | 14.5        | 14.9        | 11.7          | 2.1              | 5.7        | 10.8        |
| 361 Degrees           | 1361 HK | 6.20   | 1,650           | 5.5                   | 9.1         | 8.1         | 11.5                 | 0.79        | 5.3         | 6.1        | 1.17       | 1.11       | 12.6        | 12.7        | 11.1          | 4.4              | 7.6        | 61.9        |
| China Dongxiang       | 3818 HK | 0.50   | 379             | 0.5                   | N/A         | N/A         | N/A                  | N/A         | N/A         | N/A        | 0.29       | N/A        | (1.0)       | N/A         | (1.2)         | 3.1              | 4.4        | 50.6        |
| Topsports Intern      | 6110 HK | 3.31   | 2,642           | 5.1                   | 14.5        | 12.7        | 13.4                 | 1.08        | 7.4         | 8.3        | 2.09       | 2.03       | 13.0        | 14.1        | 8.8           | 1.5              | 5.8        | 33.3        |
| Eagle Nice Intl       | 2368 HK | 4.00   | 296             | 0.0                   | N/A         | N/A         | N/A                  | N/A         | N/A         | N/A        | 1.17       | N/A        | 12.2        | N/A         | 8.1           | 11.1             | 0.0        | (2.2)       |

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖3 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖4 過去 5 年預期市帳率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities



## 摘要財務

| Year ended 31 Dec               | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Profit &amp; Loss (RMBm)</b> |                |                |                |                |                |
| Anta                            | 30,306         | 33,522         | 35,632         | 37,710         | 39,399         |
| YoY%                            | 9.3            | 10.6           | 6.3            | 5.8            | 4.5            |
| Fila                            | 25,103         | 26,626         | 28,513         | 30,251         | 31,797         |
| YoY%                            | 16.6           | 6.1            | 7.1            | 6.1            | 5.1            |
| Other brands                    | 6,947          | 10,678         | 15,390         | 19,764         | 25,017         |
| YoY%                            | 57.7           | 53.7           | 44.1           | 28.4           | 26.6           |
| <b>Turnover</b>                 | <b>62,356</b>  | <b>70,826</b>  | <b>79,535</b>  | <b>87,725</b>  | <b>96,213</b>  |
| YoY%                            | 16.2           | 13.6           | 12.3           | 10.3           | 9.7            |
| COGS                            | -23,328        | -26,794        | -29,772        | -32,722        | -35,612        |
| <b>Gross profit</b>             | <b>39,028</b>  | <b>44,032</b>  | <b>49,762</b>  | <b>55,003</b>  | <b>60,601</b>  |
| Margin                          | 62.6%          | 62.2%          | 62.6%          | 62.7%          | 63.0%          |
| Selling & distribution          | -21,673        | -25,647        | -27,837        | -30,265        | -33,193        |
| Admin                           | -3,693         | -4,198         | -4,714         | -4,825         | -5,292         |
| <b>Total opex</b>               | <b>-25,366</b> | <b>-29,845</b> | <b>-32,551</b> | <b>-35,090</b> | <b>-38,485</b> |
| YoY%                            | 9.3            | 17.7           | 9.1            | 7.8            | 9.7            |
| <b>Operating profit</b>         | <b>13,662</b>  | <b>14,187</b>  | <b>17,211</b>  | <b>19,913</b>  | <b>22,116</b>  |
| Margin                          | 21.9%          | 20.0%          | 21.6%          | 22.7%          | 23.0%          |
| Other income / (exp)            | 3,247          | 4,422          | 3,565          | 3,924          | 4,329          |
| Finance costs                   | -551           | -626           | -1,041         | -1,249         | -1,249         |
| Associates' income              | -718           | 3,901          | 0              | 0              | 0              |
| Pre-tax profit                  | 15,640         | 21,884         | 19,735         | 22,587         | 25,196         |
| Tax                             | -4,363         | -4,895         | -4,934         | -5,873         | -6,551         |
| <b>Profit after tax</b>         | <b>11,277</b>  | <b>16,989</b>  | <b>14,801</b>  | <b>16,715</b>  | <b>18,645</b>  |
| Margin                          | 18.1%          | 24.0%          | 18.6%          | 19.1%          | 19.4%          |
| Minority Interest               | -1,041         | -1,393         | -1,214         | -1,371         | -1,529         |
| <b>Net profit</b>               | <b>10,236</b>  | <b>15,596</b>  | <b>13,587</b>  | <b>15,344</b>  | <b>17,116</b>  |
| YoY%                            | 34.9           | 52.4           | (12.9)         | 12.9           | 11.5           |
| Margin                          | 16.4%          | 22.0%          | 17.1%          | 17.5%          | 17.8%          |
| Non-core items adj.             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Adj. profit</b>              | <b>10,236</b>  | <b>15,596</b>  | <b>13,587</b>  | <b>15,344</b>  | <b>17,116</b>  |
| YoY%                            | 34.9           | 52.4           | (12.9)         | 12.9           | 11.5           |
| Margin                          | 16.4%          | 22.0%          | 17.1%          | 17.5%          | 17.8%          |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>17,107</b>  | <b>17,644</b>  | <b>21,637</b>  | <b>24,048</b>  | <b>25,828</b>  |
| YoY%                            | 32.4           | 3.1            | 22.6           | 11.1           | 7.4            |
| Margin                          | 27.4%          | 24.9%          | 27.2%          | 27.4%          | 26.8%          |
| <b>Fully diluted EPS (RMB)</b>  | <b>3.646</b>   | <b>5.556</b>   | <b>4.840</b>   | <b>5.466</b>   | <b>6.097</b>   |
| YoY%                            | 34.9           | 52.4           | (12.9)         | 12.9           | 11.5           |
| <b>DPS (RMB)</b>                | <b>1.848</b>   | <b>2.185</b>   | <b>1.904</b>   | <b>2.150</b>   | <b>2.398</b>   |
| YoY%                            | 61.1           | 18.2           | (12.9)         | 12.9           | 11.5           |

| Year ended 31 Dec                | 2023A          | 2024EA         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Cash Flow (RMBm)</b>          |                |                |               |               |               |
| Operating profit                 | 13,662         | 14,187         | 17,211        | 19,913        | 22,116        |
| Dep. & Amort.                    | 4,987          | 5,471          | 5,706         | 5,775         | 5,757         |
| Chg in working cap               | 1,659          | -2,223         | 154           | -4,937        | -5,743        |
| Others                           | 2,910          | 3,838          | -2,021        | -2,021        | -2,021        |
| <b>Cash from operations</b>      | <b>23,218</b>  | <b>21,273</b>  | <b>21,050</b> | <b>18,730</b> | <b>20,109</b> |
| Tax paid                         | -3,584         | -4,532         | -4,934        | -5,873        | -6,551        |
| <b>Net cash from operations</b>  | <b>19,634</b>  | <b>16,741</b>  | <b>16,117</b> | <b>12,857</b> | <b>13,558</b> |
| YoY%                             | 61.6           | (14.7)         | (3.7)         | (20.2)        | 5.4           |
| Capex                            | -744           | -1,412         | -1,675        | -1,675        | -1,675        |
| Investments                      | -22,488        | -6,205         | 0             | 0             | 0             |
| Disposal of assets               | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             |
| Interest received                | 1,542          | 2,014          | 1,281         | 1,640         | 2,045         |
| Others                           | -4,103         | -9,261         | 0             | -284          | -313          |
| <b>Net cash from investments</b> | <b>-25,793</b> | <b>-14,864</b> | <b>-395</b>   | <b>-320</b>   | <b>57</b>     |
| Issue/ buyback of shares         | 10             | -1             | 0             | 0             | 0             |
| Interest paid                    | -551           | -626           | -1,041        | -1,249        | -1,249        |
| Dividends paid                   | -4,022         | -6,072         | -5,739        | -5,690        | -6,383        |
| Net change in debt               | 442            | -1,121         | 0             | 0             | 0             |
| Others                           | 7,592          | 2,059          | 291           | 0             | 0             |
| <b>Net cash from financing</b>   | <b>3,471</b>   | <b>-5,761</b>  | <b>-6,489</b> | <b>-6,938</b> | <b>-7,632</b> |
| <b>Net change in cash</b>        | <b>-2,688</b>  | <b>-3,884</b>  | <b>9,233</b>  | <b>5,599</b>  | <b>5,982</b>  |
| Adjustments                      | 538            | 46             | 0             | 0             | 0             |
| Opening cash                     | 17,378         | 15,228         | 11,390        | 20,623        | 26,222        |
| <b>Closing cash</b>              | <b>15,228</b>  | <b>11,390</b>  | <b>20,623</b> | <b>26,223</b> | <b>32,204</b> |
| <b>FCF</b>                       | <b>18,890</b>  | <b>15,329</b>  | <b>14,441</b> | <b>11,182</b> | <b>11,882</b> |
| YoY%                             | 69.1           | (18.9)         | (5.8)         | (22.6)        | 6.3           |

| Year ended 31 Dec              | 2023          | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|--------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Balance Sheet (RMBm)</b>    |               |                |                |                |                |
| Property, plant and equipment  | 4,143         | 4,687          | 4,813          | 5,161          | 5,527          |
| Right of use asset             | 8,085         | 9,826          | 9,826          | 9,826          | 9,826          |
| Intangible assets              | 2,089         | 2,034          | 1,891          | 1,748          | 1,605          |
| Investments                    | 11,179        | 17,833         | 17,833         | 17,833         | 17,833         |
| Others                         | 14,592        | 25,753         | 25,753         | 25,753         | 25,753         |
| <b>Non-current assets</b>      | <b>40,088</b> | <b>60,133</b>  | <b>60,116</b>  | <b>60,321</b>  | <b>60,544</b>  |
| Inventories                    | 7,210         | 10,760         | 9,544          | 10,527         | 11,546         |
| Trade & bills receivables      | 3,732         | 4,463          | 5,170          | 5,702          | 6,254          |
| Prepayments, deposits & others | 21,453        | 19,157         | 19,157         | 22,988         | 27,586         |
| Investments                    | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Cash                           | 15,228        | 11,390         | 20,623         | 26,222         | 32,204         |
| Others                         | 4,517         | 6,712          | 6,712          | 6,996          | 7,309          |
| <b>Current assets</b>          | <b>52,140</b> | <b>52,482</b>  | <b>61,206</b>  | <b>72,435</b>  | <b>84,898</b>  |
| <b>Total assets</b>            | <b>92,228</b> | <b>112,615</b> | <b>121,322</b> | <b>132,757</b> | <b>145,442</b> |
| Trade & bills payables         | 3,195         | 4,332          | 3,977          | 4,386          | 4,811          |
| Accruals & other payables      | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tax payable                    | 2,825         | 3,386          | 3,386          | 3,386          | 3,386          |
| Bank loans                     | 3,996         | 8,583          | 8,583          | 8,583          | 8,583          |
| Bonds, CB & debentures         | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Others                         | 10,575        | 12,292         | 12,292         | 12,292         | 12,292         |
| <b>Current liabilities</b>     | <b>20,591</b> | <b>28,593</b>  | <b>28,238</b>  | <b>28,647</b>  | <b>29,072</b>  |
| Bank loans                     | 10,948        | 12,233         | 12,233         | 12,233         | 12,233         |
| Bonds, CB & debentures         | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Deferred tax liabilities       | 855           | 925            | 925            | 925            | 925            |
| Others                         | 3,824         | 4,125          | 4,125          | 4,125          | 4,125          |
| <b>Non-current liabilities</b> | <b>15,627</b> | <b>17,283</b>  | <b>17,283</b>  | <b>17,283</b>  | <b>17,283</b>  |
| <b>Total liabilities</b>       | <b>36,218</b> | <b>45,876</b>  | <b>45,521</b>  | <b>45,930</b>  | <b>46,355</b>  |
| <b>Total net assets</b>        | <b>56,010</b> | <b>66,739</b>  | <b>75,801</b>  | <b>86,826</b>  | <b>99,088</b>  |
| Share capital                  | 272           | 271            | 271            | 271            | 271            |
| Reserves                       | 51,188        | 61,458         | 69,306         | 78,961         | 89,694         |
| <b>Shareholder's equity</b>    | <b>51,460</b> | <b>61,729</b>  | <b>69,577</b>  | <b>79,232</b>  | <b>89,965</b>  |
| Minority interests             | 4,550         | 5,010          | 6,224          | 7,594          | 9,123          |
| <b>Total Equity</b>            | <b>56,010</b> | <b>66,739</b>  | <b>75,801</b>  | <b>86,826</b>  | <b>99,088</b>  |
| Total debts                    | 14,944        | 20,816         | 21,741         | 21,741         | 21,741         |
| <b>Net cash/(debts)</b>        | <b>4,801</b>  | <b>-2,714</b>  | <b>5,594</b>   | <b>11,477</b>  | <b>17,772</b>  |
| <b>BVPS (RMB)</b>              | <b>18.331</b> | <b>21.989</b>  | <b>24.785</b>  | <b>28.224</b>  | <b>32.048</b>  |

| Year ended 31 Dec           | 2023A           | 2024EA      | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|-----------------------------|-----------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Key ratios</b>           |                 |             |                 |                 |                 |
| <b>Margins (%)</b>          |                 |             |                 |                 |                 |
| Gross margin                | 62.6            | 62.2        | 62.6            | 62.7            | 63.0            |
| EBITDA margin               | 27.4            | 24.9        | 27.2            | 27.4            | 26.8            |
| EBIT margin                 | 21.9            | 20.0        | 21.6            | 22.7            | 23.0            |
| Net margin                  | 16.4            | 22.0        | 17.1            | 17.5            | 17.8            |
| Net margin (Core profit)    | 16.4            | 22.0        | 17.1            | 17.5            | 17.8            |
| Effective tax rate (%)      | 26.7            | 27.2        | 25.0            | 26.0            | 26.0            |
| Selling exp as % of rev     | 34.8            | 36.2        | 35.0            | 34.5            | 34.5            |
| Admin exp as % of rev       | 5.9             | 5.9         | 5.9             | 5.5             | 5.5             |
| R&D exp as % of rev         | N/A             | N/A         | N/A             | N/A             | N/A             |
| Other opex as % of rev      | N/A             | N/A         | N/A             | N/A             | N/A             |
| Total opex as % of rev      | 40.7            | 42.1        | 40.9            | 40.0            | 40.0            |
| Interest coverage (x)       | 24.8            | 22.7        | 16.5            | 15.9            | 17.7            |
| Dividend payout (%)         | 50.7            | 39.3        | 39.3            | 39.3            | 39.3            |
| <b>Balance sheet ratios</b> |                 |             |                 |                 |                 |
| Inventory days              | 123             | 122         | 124             | 112             | 113             |
| Acct. rec. days             | 20              | 21          | 22              | 23              | 23              |
| Acct. payable days          | 47              | 51          | 51              | 47              | 47              |
| <b>Cash cycle</b>           | <b>96</b>       | <b>92</b>   | <b>96</b>       | <b>88</b>       | <b>89</b>       |
| <b>Net debt/equity (%)</b>  | <b>Net cash</b> | <b>4.1</b>  | <b>Net cash</b> | <b>Net cash</b> | <b>Net cash</b> |
| Net debt/total cap (%)      | Net cash        | 3.9         | Net cash        | Net cash        | Net cash        |
| Current ratio (x)           | 2.53            | 1.84        | 2.17            | 2.53            | 2.92            |
| <b>Returns (%)</b>          |                 |             |                 |                 |                 |
| Asset turnover (x)          | 0.77            | 0.69        | 0.68            | 0.69            | 0.69            |
| Financial leverage (x)      | 1.88            | 1.81        | 1.78            | 1.71            | 1.64            |
| EBIT margin (%)             | 26.0            | 31.8        | 26.1            | 27.2            | 27.5            |
| Interest burden (x)         | 0.97            | 0.97        | 0.95            | 0.95            | 0.95            |
| Tax burden (x)              | 0.65            | 0.71        | 0.69            | 0.68            | 0.68            |
| <b>ROE (%)</b>              | <b>23.8</b>     | <b>27.6</b> | <b>20.7</b>     | <b>20.6</b>     | <b>20.2</b>     |
| <b>ROIC (%)</b>             | <b>26.6</b>     | <b>26.7</b> | <b>20.8</b>     | <b>22.8</b>     | <b>23.5</b>     |

来源: 公司資料, Crosby Securities

## 信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

### 分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

### 股票的評級披露

#### 基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

**買入 (BUY)：**預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

**中性 (NEUTRAL)：**預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

**賣出 (SELL)：**預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

#### 策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和／或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

**策略買入 (TB)：**該股票的潛在總回報預計超過 20%。

**策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：**預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

**平倉 / 到期策略性建議：**策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

**未評級 (NR)：**沒有基本或策略性建議評級的股票。

**審查中 (UR)：**股票的目標價和／或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



## 一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去的表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。