



國證國際
S D I C S I

情绪价值系列报告——春节消费抢先看

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

2025年1月22日

分析师：曹莹(BPE391)、杨怡然(BOZ723)、王婷(BRF978)

请参阅本报告尾部免责声明

1. 消费板块行情回顾
2. 旅游出行及电影板块
3. 黄金板块
4. 纺织服装板块



消费板块行情回顾

- 2024年全年，恒生指数基本呈现震荡上行趋势，从5月中开始表现持续回落，疲软现象持续到8月底，开始出现显著反弹，但年底又开始有所回调。
- 全年来看，消费板块整体的走势跟大盘类似，但增速低于大盘，尤其是进入Q2以后，必需性和非必需性消费的表现都远不及大盘。但8月底开始反弹后，消费板块的弹性更大，其中非必需性消费业的弹性大于必需性消费业。





情绪价值对消费有什么影响？

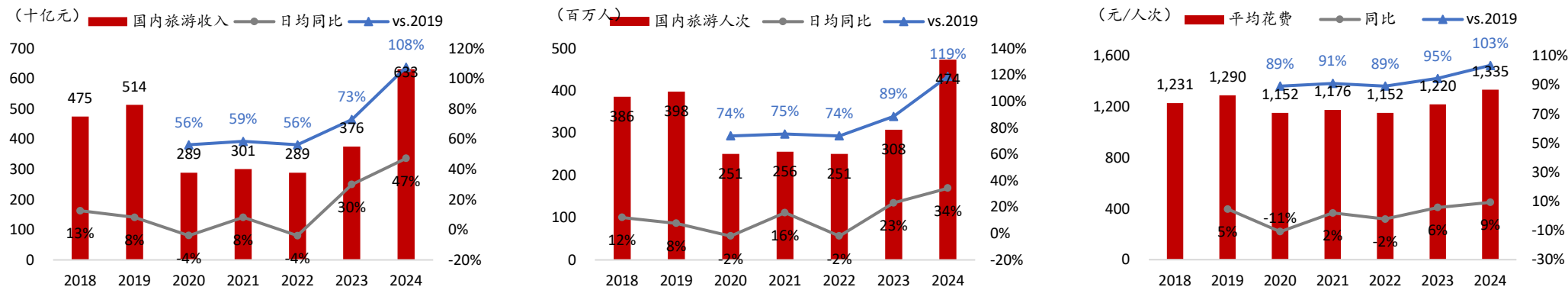
- 情绪价值消费包括哪些？
 - 情绪价值消费不局限于实物商品的消费，除了传统的服装、烟酒之外，看电影、自驾旅行、健身、养宠物、买奢侈品/黄金等，只要能够提供情绪价值，都可以是情绪价值消费。
- 我们为什么会关注情绪价值及相关消费？
 - “内卷”和“焦虑”等社会现象的普遍出现，导致情绪需要出口，而消费也不再以“实用”为单一目的，消费者更加重视商品蕴含的情绪价值和情感链接。在此背景下，情绪价值在生活中的重要性日渐提升，相关消费也更值得关注。
- 随着春节的临近，送礼需求和假期娱乐需求提升，消费氛围也更加浓郁，因此我们将结合情绪价值概念，从不同角度去对部分板块进行解读。

1. 消费板块行情回顾
2. 旅游出行及电影板块
3. 黄金板块
4. 纺织服装板块



春节假期国内旅游大盘回顾及预测

2018-2023年春节国内旅游收入、人次、及平均花费回顾

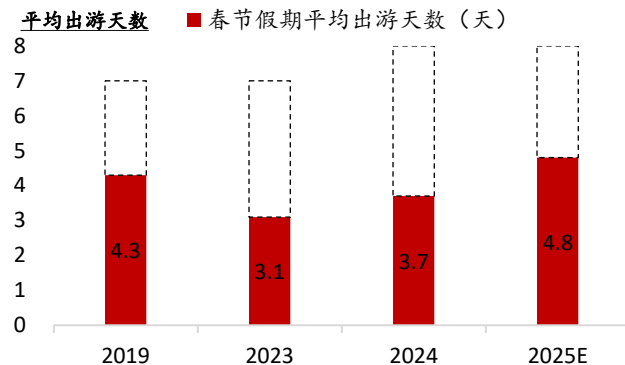


- **2025年春节客运量：**交通运输部预计全社会人员流动量90亿人次，较去年（84亿人次）同比增7%。以去年运营性客运量占比（20%）计算，运营性客运量有望达18亿人次（+7%），其中铁路5.1亿人次（+5%）、民航9,000万人次（+8%）。
- 参考国庆假期国内旅游大盘同比增速、以及春季客运量预测，我们预计2025年春节假期期间，国内旅游收入/人次同比增7%/5%，对全年的旅游收入贡献约为10%。



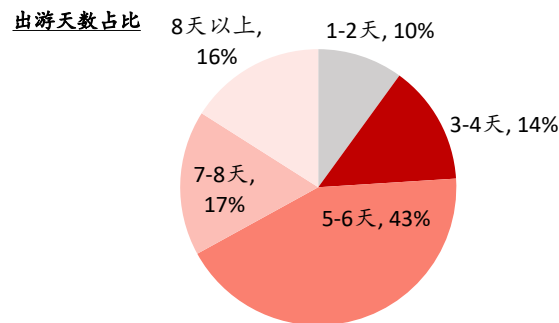
2025年春节假期国内游

平均出游天数增加约1天



资料来源：中国旅行社协会，同程旅行，国证国际

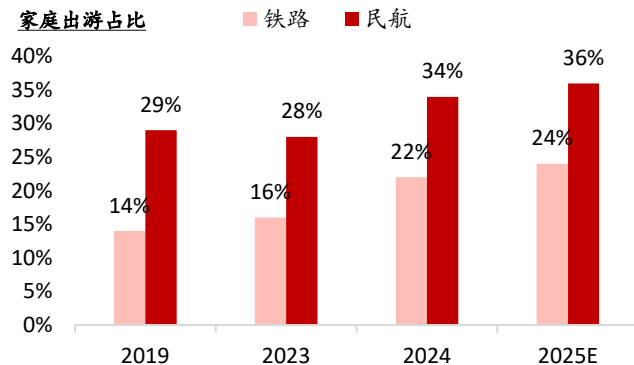
5-6天出游占比最高



资料来源：中国旅行社协会，同程旅行，国证国际

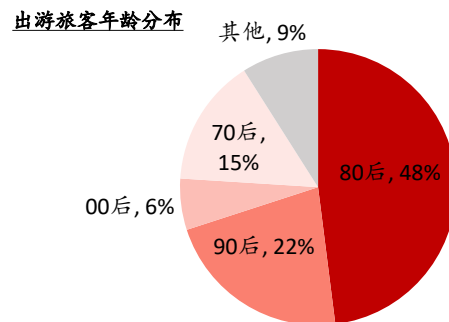
- 先回家再出游特点，平均出游天数增长。5-6天出游占比43%。
- 家庭出游占比提升，客单价有望提升。据携程数据，家庭出游订单占比提升至49%，订单量同比增75%。
- 机票价格：据航班管家及同程旅行数据，国内经济舱平均票价同比降2%，节前/节后高峰时段机票均价1115元/1339元，同比低个位数增长。

家庭出游占比提升



资料来源：同程旅行，国证国际

80后占比近50%

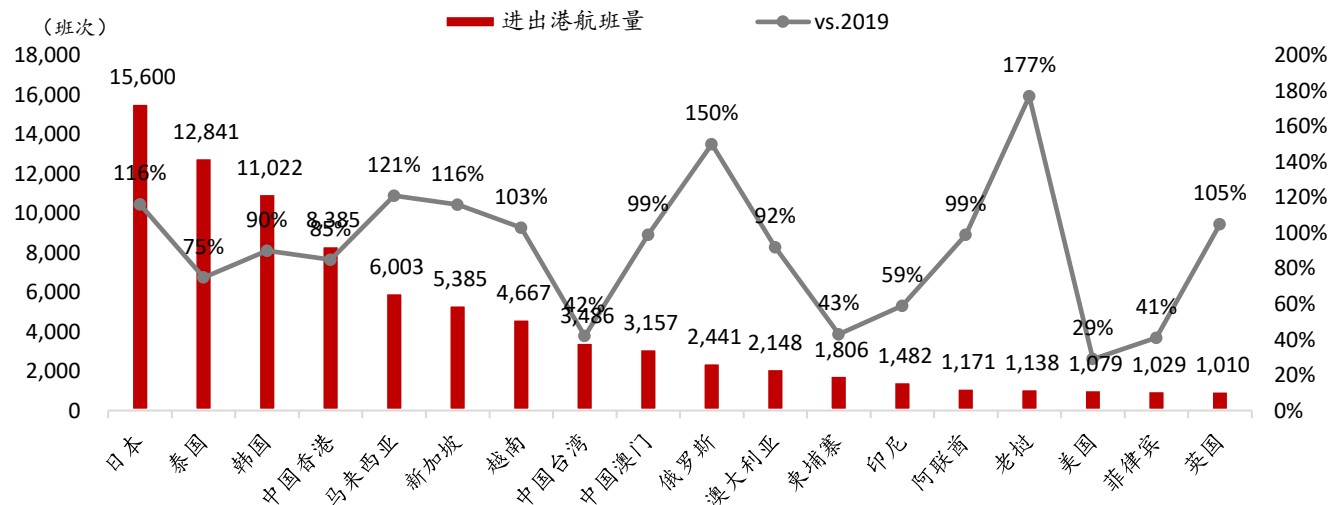


资料来源：中国旅行社协会，同程旅行，国证国际



2025年春节假期出境游

中国港澳台、东南亚、日韩仍未主要出境目的地



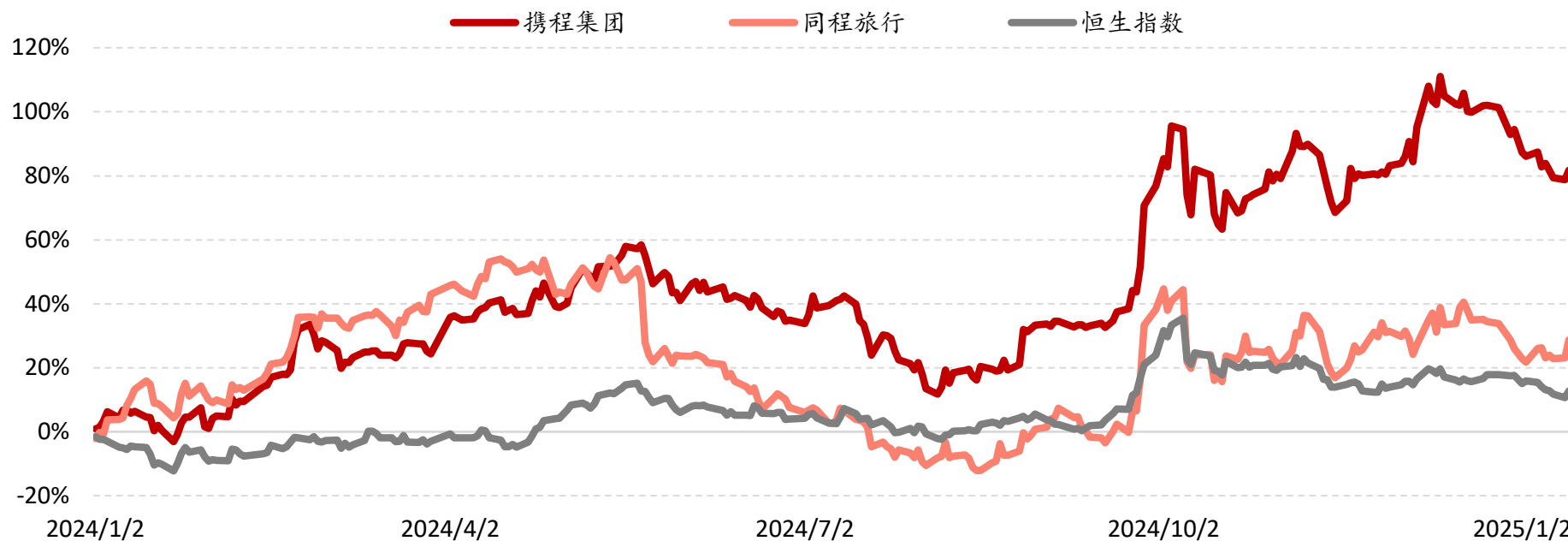
资料来源：航班管家，国证国际

- 中国港澳台、东南亚、日韩仍未主要出境目的地。据携程数据，中国香港的机票及酒店均价同比降10%-20%，预订单量同比增73%。
- 欧洲长线游增速亮眼：英国（+74%）、西班牙（+74%）、意大利（+50%）、法国（+49%）、冰岛（+108%）。
- 国际机票价格：据同程旅行数据，春节高峰时段期间，国际机票均价近4,000元，较平日增约20%。
- 入境游：据携程数据，入境游订单同比增长203%，受益于新免签政策落地。



OTA股价表现

携程集团、同程旅行股价整体跑赢恒生指数，春节假期、国庆假期旅游数据表现是预期晴雨表



资料来源：彭博，国证国际（截至2025年1月21日）

携程集团 (9961.HK/TCOM.US)

财务预测更新

携程集团 人民币, 百万元	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	13,751	10,338	11,921	12,788	15,900	12,222	44,562	52,831	61,176	69,077	77,150
同比	99%	105%	29%	14%	16%	18%	122%	19%	16%	13%	12%
住宿预订	5,589	3,903	4,496	5,136	6,802	4,824	17,257	21,258	24,903	28,213	31,822
交通票务	5,367	4,106	5,000	4,871	5,650	4,687	18,443	20,208	22,872	25,476	28,057
旅游度假	1,328	704	883	1,025	1,558	838	3,140	4,304	5,284	6,452	7,522
商旅管理	591	634	511	633	656	742	2,254	2,542	2,934	3,286	3,648
其他	876	991	1,031	1,123	1,234	1,130	3,468	4,518	5,182	5,649	6,101
营业成本	-2,467	-2,010	-2,238	-2,312	-2,800	-2,285	-8,121	-9,635	-11,040	-12,465	-13,884
毛利	11,273	8,315	9,667	10,460	13,073	9,915	36,389	43,115	50,033	56,494	63,135
毛利率	82.0%	80.4%	81.1%	81.8%	82.2%	81.1%	81.7%	81.6%	81.8%	81.8%	81.8%
研发费用	-3,577	-2,916	-3,109	-2,993	-3,640	-3,085	-12,120	-12,827	-14,462	-16,399	-18,277
销售费用	-2,759	-2,333	-2,312	-2,835	-3,382	-2,906	-9,202	-11,435	-13,929	-15,797	-17,605
行政费用	-1,028	-869	-931	-1,077	-1,045	-917	-3,743	-3,970	-4,152	-4,757	-5,274
经营利润	3,909	2,197	3,315	3,555	5,006	3,007	11,324	14,883	17,489	19,541	21,979
经营利润率	28.4%	21.3%	27.8%	27.8%	31.5%	24.6%	25.4%	28.2%	28.6%	28.3%	28.5%
归母净利润	4,615	1,297	4,312	3,833	6,765	2,865	9,918	17,775	19,124	21,253	22,711
净利润率	33.6%	12.5%	36.2%	30.0%	42.5%	23.4%	22.3%	33.6%	31.3%	30.8%	29.4%
经调整EBITDA	4,622	2,855	3,974	4,436	5,680	3,668	13,975	17,758	20,967	23,319	19,288
经调整EBITDA利润率	33.6%	27.7%	33.3%	34.7%	35.7%	30.0%	31.4%	33.6%	34.3%	33.8%	25.0%
经调整归母净利润	4,897	2,675	4,055	4,985	5,963	3,058	13,071	18,061	21,696	24,141	25,921
经调整归母净利润率	35.6%	25.9%	34.0%	39.0%	37.5%	25.0%	29.3%	34.2%	35.5%	34.9%	33.6%

资料来源：公司资料，国证国际预测

- 我们预计**2025年收入同比增16%**，国内在供给侧的优势稳固，用户平均花费较疫情前提升明显（3Q24为+20%），出境+国际OTA业务有望维持高增长。预计AI对经营效率提升仍有空间，经调整净利润有望维持30%以上水平。
- **出境业务：**亚太地区预定量占比约70%，收入结构上，其中住宿业务收入占比提升至40%，机票到酒店的交叉销售率持续提升，国际OTA平台收入对集团的总收入贡献为9%。我们认为，出境及纯海外业务毛利率更高，其收入占比提升对集团整体毛利水平增长是中长期确定性驱动力。



同程旅行 (780.HK)

财务预测更新

同程旅行 人民币, 百万	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	3,145	3,866	4,245	4,991	4,043	11,896	17,146	19,904	22,061	24,822
同比	110%	49%	48%	51%	29%	81%	44%	16%	11%	13%
核心OTA业务	2,878	3,203	3,526	4,013	3,483	11,896	14,225	16,839	18,842	21,439
同比	110%	24%	23%	22%	21%	81%	20%	18%	12%	14%
住宿预定服务	882	965	1,191	1,378	1,101	3,900	4,634	5,384	6,049	6,683
交通票务服务	1,473	1,737	1,743	2,027	1,760	6,030	7,266	8,664	9,640	11,161
其他	789	502	592	609	622	1,967	2,325	2,790	3,153	3,595
度假	-	663	719	979	560	-	2,921	3,065	3,219	3,383
销售成本	-970	-1,351	-1,501	-1,827	-1,414	-3,158	-6,093	-7,015	-7,720	-8,624
毛利	2,175	2,515	2,744	3,165	2,629	8,738	11,053	12,889	14,341	16,198
毛利率	69.2%	65.0%	64.6%	63.4%	65.0%	73.5%	64.5%	64.8%	65.0%	65.3%
服务开发开支	-515	-487	-494	-505	-671	-1,821	-2,157	-2,458	-2,702	-2,990
占收入比	16%	13%	12%	10%	17%	15%	13%	12%	12%	12%
销售及营销开支	-1,127	-1,368	-1,502	-1,468	-1,302	-4,473	-5,639	-6,370	-7,038	-7,869
占收入比	36%	35%	35%	29%	32%	38%	33%	32%	32%	32%
行政开支	-115	-265	-272	-328	-143	-711	-1,009	-1,141	-1,243	-1,349
占收入比	4%	7%	6%	7%	4%	6%	6%	6%	6%	5%
经营利润	388	455	517	977	585	1,869	2,534	3,195	3,583	4,214
经营利润率	12.3%	11.8%	12.2%	19.6%	14.5%	15.7%	14.8%	16.1%	16.2%	17.0%
净利润	311	400	429	803	468	1,566	2,101	2,719	3,063	3,626
净利润率	9.9%	10.4%	10.1%	16.1%	11.6%	13.2%	12.3%	13.7%	13.9%	14.6%
调整后净利润	483	558	657	910	618	2,199	2,743	3,370	3,813	4,442
调整后净利润率	15.3%	14.4%	15.5%	18.2%	15.3%	18.5%	16.0%	16.9%	17.3%	17.9%

资料来源: 公司资料, 国证国际预测

- 我们预计4季度核心OTA收入同比增21%，预计度假业务季节性环比回落至5.6亿元，维持全年收入预测。
- 展望2025年，我们预计核心OTA收入增18%，有望受交叉销售提升、用户价值增长及国际业务高增长驱动，预计经调整净利润率同比提升至17%，受益于补贴优化及运营效率提升。



估值表

公司	股票代码	最新市值	股价变动		市盈率			市销率		
		(百万港元)	最近1个月	年初至今	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
互联网巨头										
腾讯	700 HK	3,573,816	-3%	-7%	16.1	14.5	13.1	5.1	4.7	4.3
阿里巴巴	BABA US	1,576,283	6%	0%	9.9	8.8	7.8	1.5	1.4	1.3
拼多多	PDD US	1,141,378	0%	9%	9.4	8.2	6.8	2.7	2.1	1.8
京东	JD US	491,912	-4%	12%	9.9	9.3	8.4	0.4	0.4	0.4
快手	1024 HK	179,430	-5%	0%	9.6	7.9	6.6	1.3	1.2	1.1
平均值			-1%	3%	11.0	9.7	8.5	2.2	2.0	1.8
国内OTA相关										
美团	3690 HK	958,300	-7%	4%	21.2	17.0	13.9	2.7	2.3	2.0
携程	9961 HK	347,164	-15%	0%	19.7	18.3	15.9	6.1	5.3	4.7
同程旅行	780 HK	43,337	-10%	2%	16.0	13.4	11.2	2.4	2.0	1.8
平均值			-13%	1%	17.9	15.9	13.6	4.3	3.7	3.2
海外OTA相关										
BOOKING	BKNG US	1,269,429	-13%	-1%	26.9	23.6	20.1	7.0	6.4	5.9
Expedia	EXPE US	187,126	1%	1%	15.8	13.2	10.9	1.8	1.6	1.5
Airbnb	ABNB US	674,930	-25%	3%	34.1	31.2	26.8	7.9	7.1	6.5
Tripadvisor	TRIP US	17,388	-23%	9%	13.9	12.4	9.9	1.2	1.2	1.1
平均值					22.7	20.1	16.9	4.5	4.1	3.7
免税										
中国中免	1880 HK	134,055	7%	-8%	17.5	15.2	13.0	2.1	1.9	1.7
上港集团	600018 CH	141,831	-2%	-7%	8.9	9.3	9.3	3.4	3.3	3.3
招商蛇口	001979 CH	98,971	4%	0%	15.8	15.2	13.4	0.5	0.5	0.5
平均值			3%	-5%	14.1	13.2	11.9	2.0	1.9	1.8
酒店										
华住	HTHT US	78,917	-7%	-4%	18.6	16.0	14.0	3.1	3.0	2.8
亚朵	ATAT US	27,690	-12%	-4%	20.2	15.7	12.6	3.7	2.9	2.4
锦江	600754 CH	27,631	8%	-2%	23.0	21.5	17.8	1.8	1.7	1.6
首旅	600258 CH	16,063	1%	-8%	17.9	16.2	14.1	1.9	1.9	1.8
平均值			-2%	-4%	19.9	17.3	14.6	2.6	2.4	2.1
航空公司										
国航	601111 CH	132,695	3%	-1%	NA	29.3	15.4	0.7	0.7	0.6
南航	600029 CH	110,765	-2%	-1%	NA	18.6	16.6	0.6	0.5	0.5
东航	600115 CH	86,595	1%	-1%	NA	25.6	13.5	0.6	0.5	0.5
平均值			1%	-1%	NA	24.5	15.1	0.6	0.6	0.5

资料来源：公司资料，彭博，国证国际（截至2024年1月21日）

我们看好OTA板块的中长期配置价值：

- 行业进入成熟阶段，格局稳定，用户频次提升是核心驱动。从边际面看，我们预计2025年客单价下行压力逐步缓释，利好OTA收入增长。我们看到OTA平台的运营效率优化提速明显，未来利润率提升的确定性较高。

春节电影市场

2018-2024年春节电影档回顾

	2018	2019	2021	2022	2023	2024
假期天数（天）	7	7	7	7	7	8
电影票房（百万元）	5,771	5,903	7,842	6,039	6,765	8,016
日均票房（百万元）	824	843	1,120	863	966	1,002
日均票房同比		2.3%	NA	-23.0%	12.0%	4%
日均票房vs. 2019			133%	102%	115%	119%
占全年比例	9%	9%	17%	20%	12%	19%
全年电影票房（百万元）	60,976	64,266	47,258	30,067	54,915	42,502
同比			NA	-36%	83%	-23%
vs. 2019			74%	47%	85%	66%

资料来源：国家电影局、猫眼专业版、国证国际

2025年定档春节档电影

电影	导演	演员	前作票房 (亿元)	想看 预约 (万人)	猫眼 角色	阿里影业 角色
唐探1900	陈思诚	王宝强、刘昊然、周润发	45	103	参与出品+发行	
哪吒之魔童闹海	饺子	NA	50	90		
射雕英雄传：侠之大者	徐克	肖战、庄达菲、梁家辉	NA	67		联合出品
封神第二部：战火西岐	乌尔善	黄渤、于适	26	67		出品+发行
蛟龙行动	林超贤	黄轩、于适	NA	23		
熊出没·重启未来	林永长	NA		35	出品	联合出品+发行

资料来源：猫眼专业版、国证国际（截至2025年1月21日）

- 最强电影春节档，叠加消费端票补，电影票房同比有望有显著增长。
- 我们推荐关注在线票务标的猫眼、阿里影业。猫眼票务业务市占率领先：电影票线上渗透率超90%，猫眼及阿里影业为主要玩家，将最先受益于票房反弹。
- 估值：猫眼现价对应16.4x/9.4x 2024年/2025年市盈率，阿里影业现价对应17.4x/13.1x FY2024年/FY2025年市盈率。

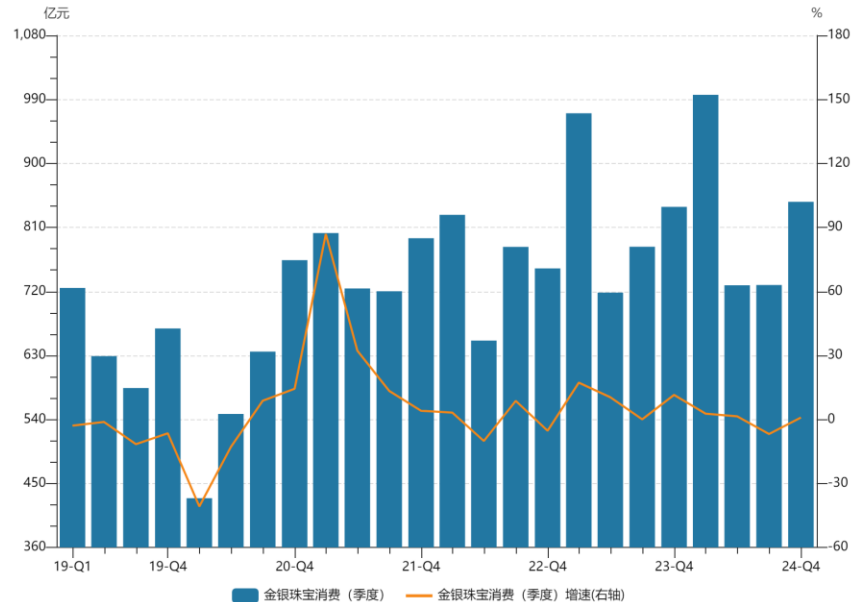
1. 消费板块行情回顾
2. 旅游出行及电影板块
3. 黄金板块
4. 纺织服装板块



一季度是黄金消费的传统旺季

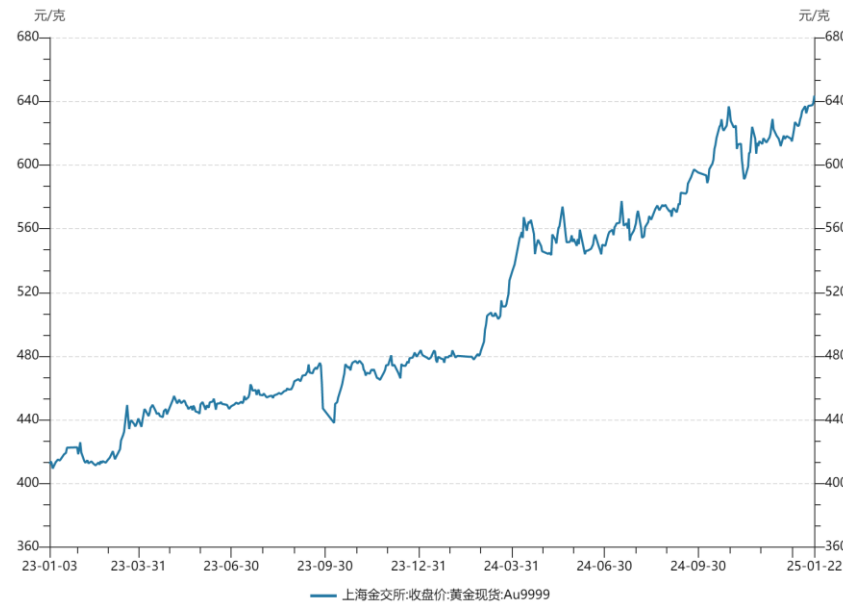
- 一季度是黄金消费的传统旺季，我们认为老铺的品牌势能正在不断提升，叠加春节旺季，对于业绩增长和市场情绪的提振都有正向刺激。

金银珠宝季度销售额及同比增速



资料来源：wind，国证国际

上海金交所9999黄金价格（元/克）



资料来源：公司财报，国证国际



老铺黄金6181.HK：一枝独秀

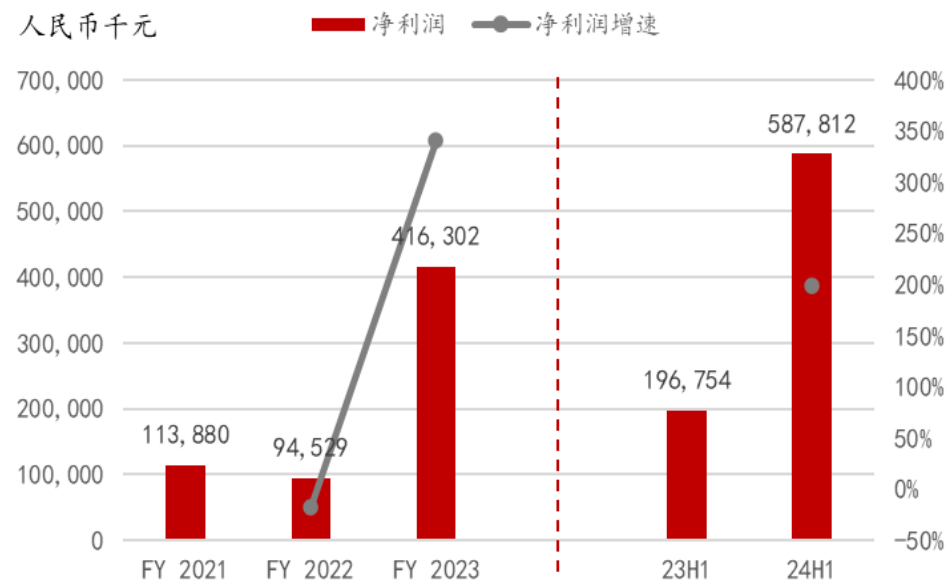
- 老铺黄金上市以来股价上涨447%，在港股消费板块中表现一枝独秀。
- 公司增长强劲，23全年、24上半年都实现了收入翻倍增长，净利润翻两倍增长的强劲表现。

老铺黄金股价表现



资料来源：wind，国证国际

老铺黄金净利润表现



资料来源：公司财报，国证国际



老铺黄金的核心竞争优势是什么？

- 也可以用来解释，为什么只有老铺的表现才这么好？
- 答案是层层递进的关系：
 - 渠道。难度：★★★★
 - 入驻高端商场只能慢慢来，必须伴随品牌影响力的增强而逐步渗透。
 - 设计。难度：★★★★
 - 公司产品独树一帜的关键，由公司创始人、徐董事长负责，引领而不是迎合消费者的审美。
 - 品牌。难度：★★★★★
 - 黄金首饰赛道缺少真正的高端品牌。老铺占领了这个市场，也是它如此独特的核心原因。只有品牌才能带来长久的溢价，建立高端品牌是公司长远的目标，老铺正在路上。



怎样看老铺的发展空间？

- **门店数量：**目前老铺已经入驻25个商场，门店数量36家，有部分商场有多个店面。从国际奢侈品店在中国的门店数量来看，未来的开店空间大约在50-70家门店，从门店数量上来说还有翻倍的空间。
- **单店店效：**店效还有显著的提升空间。
 - 品牌发展初期，入驻的高端商场有限，且点位多在地下一层。商场的位置对门店店效有直接的引流作用。随着点位的优化，未来店效将持续增长。
 - 品牌影响力持续提升，公司的IPO上市、金刚杵等产品的出圈、排队新闻等对于品牌有着直接的传播作用，会进一步吸引客流。
 - 目标群体渗透率提升。公司的目标群体为中产及高净值人群，这部分人群高端消费以外资品牌为主，还有较大的渗透空间。
 - 23年平均单店店效为1亿人民币，24年上半年增长113%，半年实现23年全年的店效。我们认为未来店效仍将保持增长。
- **海外拓展：**以华人群体为主。
 - 目前老铺仅在大陆地区及香港、澳门开设门店，海外尚未涉足。在海外的华人区仍有较多拓展空间，比如新加坡、日韩、欧美等国。



下半年公司发展更新

➤ 门店：

- 下半年新增了3家门店，包括郑州丹尼斯大卫城店、香港海港城店、东方新天地禅房主体门店
- 另有4家门店升级，例如深圳万象城和杭州万象城门店都新增了二楼电梯口柜台门店（原有门店都在地下一层）；武汉世贸广场店移位扩铺，成为老铺在华中区最大的门店；广州太古汇店同样扩大了面积。
- 需要注意公司的门店数量拓展有限，门店的优化应该成为关注重点。
- 门店表现依然强劲，屡屡因为排队被媒体报道。

➤ 产品：

- 9月份产品全线上调价格约10%，引发调价前夕的消费热潮。
- 推出新品天珠系列，以独特的设计吸引消费者。

➤ 基石投资人股票解禁：

- 12月28日基石投资人禁售期到期，所持有股份占总股本的6.4%。从当时来看大宗交易比较少，我们认为公司已经和平渡过解禁期的影响。

➤ 为什么这两年增长这么强劲？

- 几方面原因：老铺的品牌声量伴随着IPO和产品出圈而有明显提升、疫情后需求的恢复、黄金价格上涨带动消费者对黄金饰品的关注。

天珠项链



上海豫园门店元旦排队

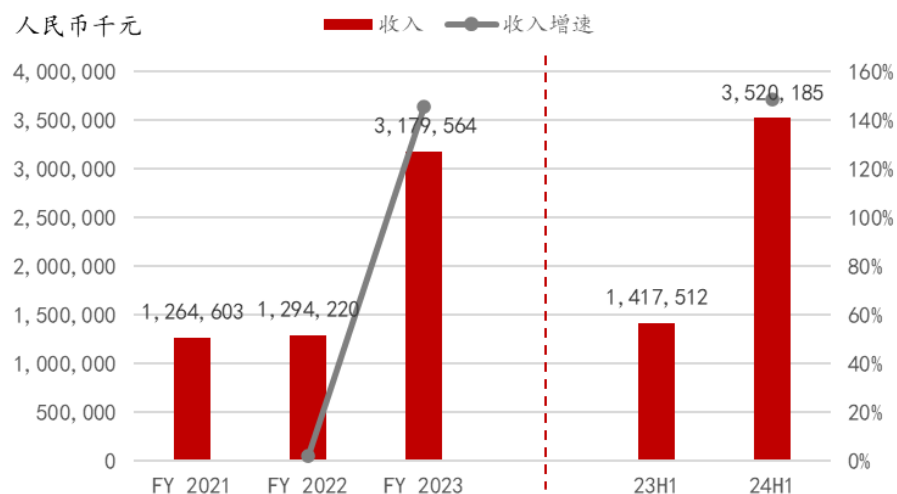




老铺黄金业绩预测

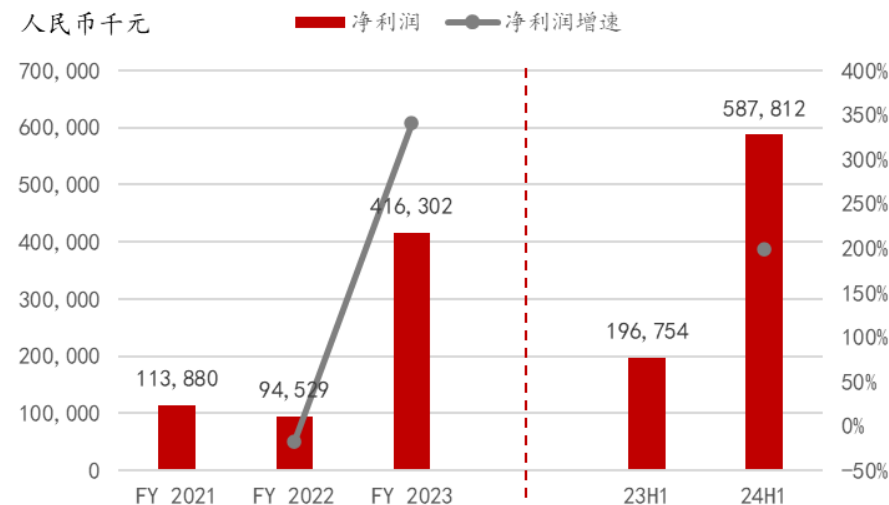
- 老铺黄金在24年上半年实现了强劲的业绩增长，虽然下半年行业因为金价的快速上涨承受一些压力，但是我们认为老铺的高端定位使得它的业绩收到金价波动的影响较小，我们依旧预期今年整体会实现较快增长。
- 根据wind一致预测，24/25/26年净利润预期将达到11/15/19亿人民币，对应增速168%/37%/26%。当前市值为595亿港元，对应25年预测PE为34x，我们认为估值处于合理区间的上沿。考虑公司长期的发展潜力，当下仍是很好的布局机会。

老铺黄金收入及增速



资料来源：公司财报，国证国际

老铺黄金净利润及增速



资料来源：公司财报，国证国际

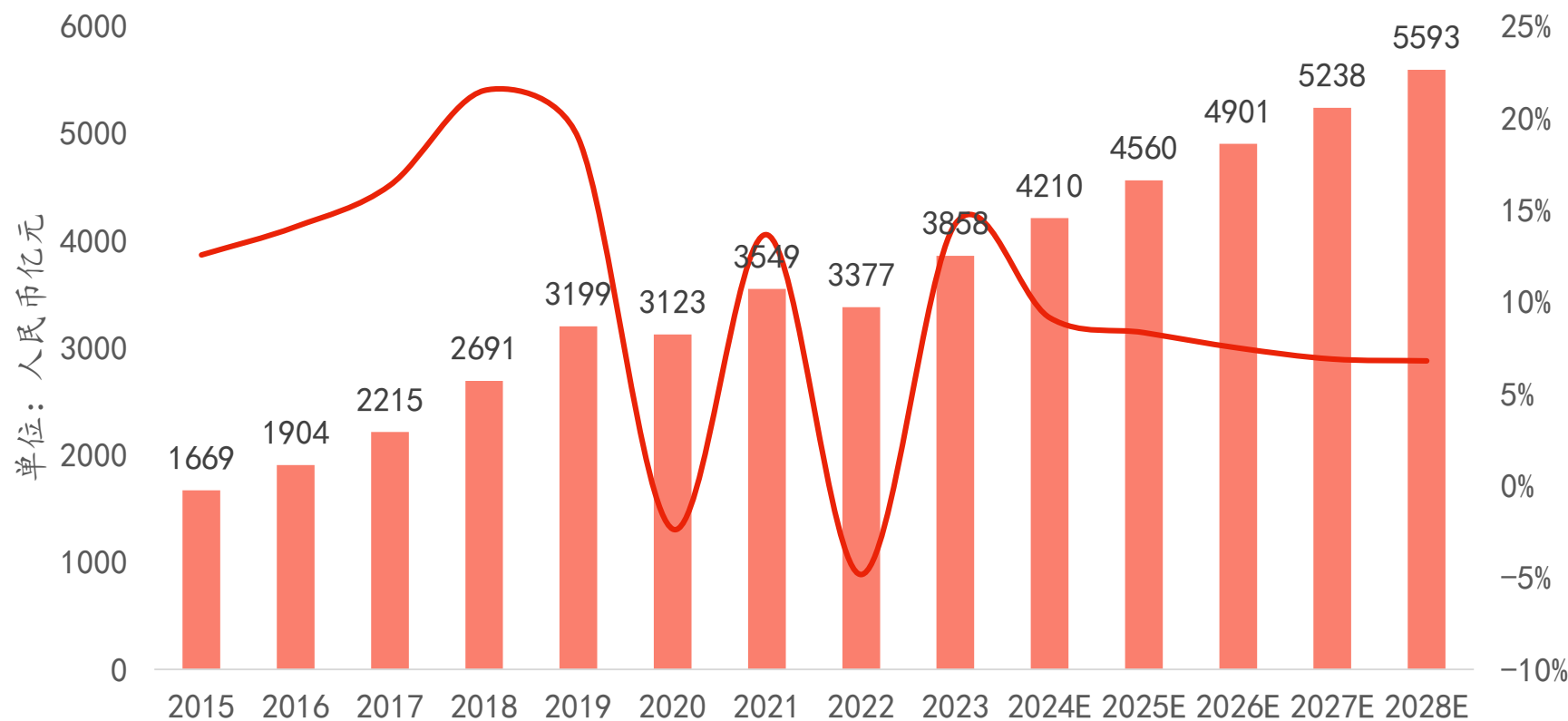
1. 消费板块行情回顾
2. 旅游出行及电影板块
3. 黄金板块
4. 纺织服装板块



中国运动鞋服市场增长情况

- 疫情前中国运动鞋服行业就已经实现快速增长，2015-2019年CAGR为17.7%；
- 疫情使得行业增长步伐放缓，2020年行业规模轻微下滑2.4%，但很快回到正常增长轨道；
- 预计2028年中国运动服饰的市场规模将达到5593亿元，2023-2028年CAGR为7.7%，长期增长趋势不变。

中国运动服饰市场规模及增速

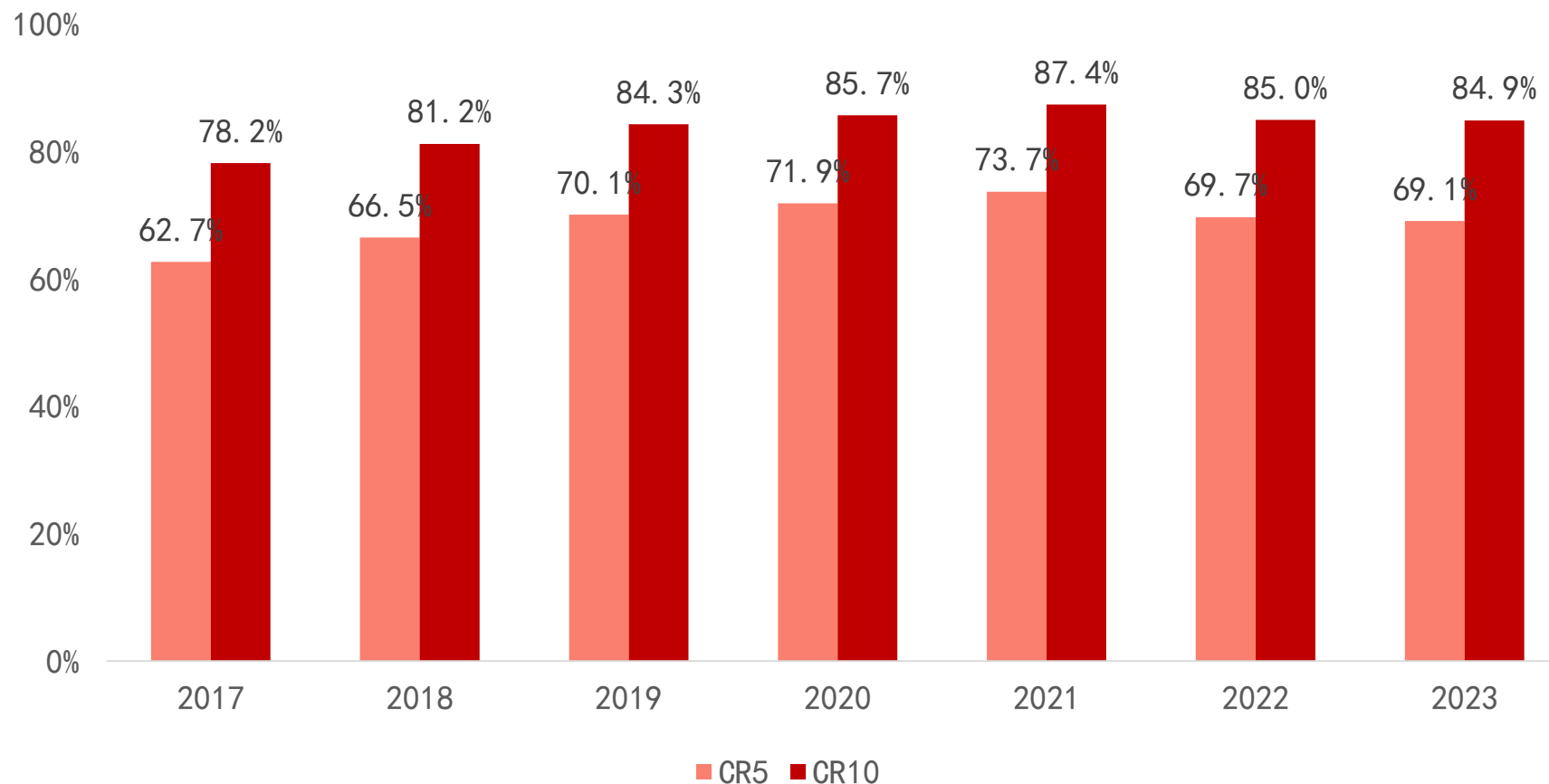




行业竞争格局

- 行业始终保持着极高的集中度，头部效应显著；
- 疫情前期市场格局变化不大，集中度持续提升；
- 后疫情时期，由于库存积压，行业竞争变得激烈，集中度轻微下降；
- 疫情的影响逐渐消散后，库存压力减轻。相信未来马太效应依然显著，强者恒强。

中国运动鞋服市场集中度





春节+亚冬会临近，冬装及冰雪运动产品需求提升

- **小众运动的兴起带动相关需求提升：**后疫情时期，户外运动从小众走向大众，冰雪运动也因冬奥会等因素的驱动受到更广泛的关注，社交媒体的快速发展也加快了相关运动的传播。部分户外运动和冰雪运动对装备都有一定的要求，叠加消费者对于“仪式感的追求”，带来相关消费品的需求提升。在各项政策刺激下，消费逐渐回暖，品牌的开店节奏恢复，消费者的消费习惯也回归正常。
- **春节+亚冬会临近，相关产品需求提升：**春节期间正值冬季，纺织服装作为传统消费之一，有望受益于冬装需求提升，且随后哈尔滨亚冬会也将在2月初举办，预计将带动冰雪运动相关产品热度提升，从而提振相关公司的业绩。
- **投资建议：**港股纺织服装推荐关注安踏体育2020.HK、李宁2331.HK、波司登3998.HK；美股可关注Amer Sports AS.US。



安踏体育2020.HK

- 24Q4安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA 同比录得高单位数增长，其他品牌同比录得50-55%增长；24年全年安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA 同比录得中单位数增长；其他品牌同比录得40-45%增长。
- 安踏主品牌持续打造多店型，安踏冠军吸引中高收入人群，ANTA SNEAKERVERSE 针对热爱球鞋文化的年轻潮流群体，超级安踏则聚焦重性价比人群，精准服务不同消费群体。
- 公司旗下冰雪运动相关产品丰富，有望受益于亚冬会的举办。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
销售收入	53,651	62,356	69,373	76,991	84,060
- 增长率 (%)	8.8%	16.2%	11.3%	11.0%	9.2%
归母净利润 (扣非)	7,590	10,236	11,846	13,555	15,067
- 增长率 (%)	0.3%	36.8%	15.7%	14.4%	11.2%
毛利率 (%)	60.2%	62.6%	62.9%	63.1%	63.3%
归母净利润率 (%)	14.1%	16.4%	17.1%	17.6%	17.9%
每股盈利 (元)	2.82	3.69	4.27	4.89	5.43
每股净资产 (元)	14.00	19.77	22.28	25.15	28.35
市盈率	27.25	20.83	18.00	15.73	14.15
市净率	5.49	3.89	3.45	3.06	2.71
股息收益率 (%)	1.55	2.38	2.18	2.49	2.77

数据来源：公司资料，国证国际预测



李宁2331.HK

- 24Q3公司流水表现：全平台零售流水同比中单位数下降，其中线下同比录得高单位数下降（直营同比中单位数下降，批发同比高单位数下降），电商同比录得中单位数增长。
- 引入红杉成立JV拓展海外市场，现有的核心资源和管理团队的精力将聚焦于国内专业体育赛道。
- 李宁近期重新成为了中国奥组委官方合作伙伴，在接下来几年内有望进一步提升品牌声量。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
销售收入	25,803	27,598	28,276	30,504	32,600
- 增长率 (%)	14.3%	7.0%	2.5%	7.9%	6.9%
归母净利润	4,064	3,187	3,039	3,337	3,687
- 增长率 (%)	1.3%	-21.6%	-4.7%	9.8%	10.5%
毛利率 (%)	48.4%	48.4%	48.8%	48.9%	49.1%
归母净利润率 (%)	15.7%	11.5%	10.7%	10.9%	11.3%
每股盈利 (元)	1.55	1.23	1.17	1.29	1.43
每股净资产 (元)	9.30	9.44	10.30	11.24	12.21
市盈率	9.52	12.01	11.97	10.90	9.86
市净率	1.59	1.57	1.36	1.25	1.15
股息收益率 (%)	3.13	3.73	2.50	2.74	3.03

数据来源：公司资料，国证国际预测



波司登3998.HK

- 截至2024年9月30日止上半财年收入录得88.04 亿元，同比上升17.8%，归母净利润录得11.3 亿元，同比上升23%，收入和利润均取得亮眼增长，且利润保持快于收入的增速。
- 公司聚焦主航道和主品牌，持续升级羽绒品质，重点布局户外场景，同时，公司也拓展单壳冲锋衣、防晒服等品类，综合布局功能性服饰赛道，有望将冬羽绒产品体系的成功经验复制到新品类上。



(年结31/3; 人民币百万元)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
销售收入	16,774	23,214	26,648	30,005	33,492
- 增长率 (%)	3.5%	38.4%	14.8%	12.6%	11.6%
归母净利润	2,139	3,074	3,601	4,050	4,524
- 增长率 (%)	3.7%	43.7%	17.1%	12.5%	11.7%
毛利率 (%)	59.5%	59.6%	59.2%	59.3%	59.6%
归母净利润率 (%)	12.7%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
每股盈利 (元)	0.21	0.28	0.32	0.36	0.41
每股净资产 (元)	1.13	1.24	1.31	1.38	1.46
市盈率 (x)	16.34	12.11	10.61	9.43	8.45
市净率 (x)	3.03	2.77	2.63	2.49	2.35
股息收益率 (%)	4.67	6.53	7.54	8.48	9.47

数据来源：公司资料，国证国际预测



Amer Sports AS.US

- Amer Sports于24年在美股成功上市，上市后股价持续走高。
- 旗下三大核心品牌：始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜，品牌定位高端，受益于快速增长的户外和冬季运动产品需求，在全球范围内持续进行门店拓展，有望进一步提升公司所占市场份额。
- 公司预计24年全年营收增长将达到此前指引区间16-17%的高端，调整后的经营利润率也将达到指引区间10.5-11%的高端。同时，公司在Q4偿还了12亿美元的定期贷款，预计2025年调整后净融资成本下降至1.2亿美元。



多谢！

国证国际 研究部

免责声明

客户服务热线 香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010