



中國 | 零售

15 May 2026

## 安踏體育 (2020 HK)

## 1Q26 銷售增長勝預期

## 安踏主品牌於 1Q26 錄得高單位數按年零售流水增長

安踏公布 1Q26 最新營運數據，安踏主品牌零售流水按年錄得高單位數增長（4Q25：低單位數下跌，3Q25：低單位數增長）。1Q26 按年增長主要由於：i) 2026 年農曆新年時點較後；ii) 新增 200 家「Lighthouse」店後，總數增至 500 家，帶動店效提升 25%；以及 iii) 海外擴張提速。線上銷售按年增長中雙位數，較 4Q25 的低單位數增長明顯加快；線下銷售則錄得高單位數按年增長，較 4Q25 的負增長顯著改善。零售庫存周轉維持於略低於 5 個月的健康水平（4Q25：略高於 5 個月），線下零售折扣率為 28%（4Q25：29%），線上零售折扣率按季持平於 50%。1Q26 銷售表現已高於全年低單位數按年增長的目標，若現有增長動能持續，管理層表示將考慮修訂全年增長預測。按成人裝 / 童裝及線下 / 線上拆分，成人產品線下 / 線上銷售分別錄得中單位數 / 低雙位數按年增長，童裝則錄得高單位數 / 約 20% 的按年增長。海外業務亦持續推進，品牌今年首次進入印度市場，並於 1Q26 開出美國首家旗艦店。

## FILA 主品牌於 1Q26 錄得低雙位數按年增長

FILA 品牌零售流水於 1Q26 錄得低雙位數按年增長（4Q25：中單位數增長，3Q25：低單位數增長）。線下銷售按年增長高單位數（4Q25：高單位數），線上銷售按年增長低雙位數（4Q25：低雙位數）。FILA 童裝線下 / 線上分別增長低雙位數 / 約 20%，而 FUSION 線下 / 線上則分別增長低雙位數 / 高單位數。零售庫存周轉為略低於 5 個月（4Q25：高於 5 個月），線上 / 線下零售折扣率分別為 40% / 26%（4Q25：35% / 27%）。

## Kolon 與 Descente 持續錄得強勁按年增長

其他品牌零售流水於 1Q26 錄得 40% 至 45% 的按年增長（4Q25：35% 至 40%，3Q25：45% 至 50%），主要受惠於中國內地戶外運動用品需求整體持續強勁。期內 KOLON SPORT 表現優於 DESCENTE，銷售按年增長 50% 至 55%（4Q25：55%）；DESCENTE 則錄得 30% 至 35% 的按年增長（4Q25：25% 至 30%）。MAIA ACTIVE 錄得 30% 至 35% 的按年增長（4Q25：25% 至 30%）。DESCENTE / KOLON SPORT 的零售庫存周轉分別低於 5 個月 / 4 個月，而兩品牌零售折扣均低於 10%。

## 維持買入評級，目標價 108 港元不變

管理層維持安踏主品牌全年銷售指引為低單位數按年增長，FILA 為中單位數按年增長，而 DESCENTE 及 KOLON SPORT 預期將維持高增長。公司亦維持今年安踏品牌 / FILA 品牌經營溢利率目標於 20% / 25%。2026 年為體育大年，包括 2 月舉行的米蘭冬奧會、6 月舉行的世界盃，以及 9 月舉行的亞運會。安踏主品牌及 FILA 均計劃於 2026 年持續加大品牌及營銷投入。我們維持該股「買入」評級及 108 港元目標價。

## 摘要財務資料

截至12月31日年度(Rmb百萬)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
收入	70,826	80,219	87,386	94,680	102,019
毛利	44,032	49,734	54,296	58,867	63,469
淨利潤	15,596	13,588	14,545	15,866	17,120
按年增長	52.4%	-12.9%	7.0%	9.1%	7.9%
每股盈利 (港元)	5.577	4.859	5.201	5.673	6.122
市盈率 (倍)	11.8	13.5	12.6	11.6	10.7
市賬率 (倍)	2.98	2.79	2.49	2.22	1.99
股息率 (%)	3.3	3.4	3.6	3.9	4.2
股東權益回報率 (%)	27.6	21.3	20.8	20.2	19.5
淨負債對股東權益比率 (%)	4	10	2	Net cash	Net cash

來源: 公司資料, Crosby Securities

## 買入

當前股價 (港元)*	76.25
目標價 (港元)	108.00
上升/下跌空間 (%)	41.6%
前次評級	買入
前次目標價	108.00
恒生指數	25,968.37
* 股價截至	15-May-26

## 關鍵數據

股票代號	2020 HK
總市值 (港元)	213,245
近3個月人均成交額	701.6
52周最高價 (港元)	106.30
52周最低價 (港元)	74.20
自由流通比率 (%)	46.6%
總股本 (百萬股)	2,796.7

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	-9.0%	-9.0%
3個月	-9.5%	-7.4%
6個月	-7.1%	-5.0%

## 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 2020 HK		Li Ning 2331 HK		Xtep 1368 HK		361 Degrees 1361 HK		China Dongxiang 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% Others: +30-35%	+low-thirties	+high-teens	+20%	-	+LSD	+HSD	+MSD	+LSD
4Q 2019	+high-teens	FILA: +50-55% Others: +25-30%	+mid-thirties	+high-teens	+20%+	-	+LSD	+HSD	+mid-teens	+5-9%
1Q 2020	-20-25%	FILA: -MSD Others: -HSD	+high-teens	-	-20-25%	-	-25-30%	-25-30%	+low-teens	+5-9%
2Q 2020	-LSD	FILA: +low-teens Others: +25-30%	-MSD	-MSD	-LSD	-	-low-teens	-low-teens	-high-twenties	-1-6%
3Q 2020	+LSD	FILA: +20-25% Others: +50-55%	+MSD	+LSD	+MSD	-	-HSD	-HSD	-MSD-LSD	-MSD
4Q 2020	+LSD	FILA: +25-30% Others: +55-60%	+mid-teens	+low-teens	+HSD	-	+LSD	+MSD	+MSD	+LSD - +MSD
1Q 2021	+40-45%	FILA: +75-80% Others: +115-120%	+High 80%	-	+Mid 50%	-	+high-teens	+low-twenties	+low-teens	+MSD
2Q 2021	+35-40%	FILA: +30-35% Others: +70-75%	+low-nineties	+low-eighties	+30-35%	-	+15-20%	+30-35%	+mid-sixties	+HSD
3Q 2021	+low-teens	FILA: +MSD 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 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 Others: +40-45%	+ high-twenties	+low-twenties	+30-35%	-	+high-teens	+20-25%	-mid-teens	-mid-to-high-teens
2Q 2022	-MSD	FILA: -HSD Others: +20-25%	-HSD	-low-teens	+Mid-teens	-	+low-teens	+20-25%	-MSD	-MSD
3Q 2022	+MSD	FILA: +low-teens 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 Others: +low-teens	-low-teens	-high-teens	-HSD	-	Flat	+LSD	-mid-20-30%	-mid-teens
1Q 2023	+MSD	FILA: +HSD Others: +75-80%	+MSD	-HSD	+~20%	-	+low-teens	+20-25%	+mid-to-low teens	+mid-to-low-teens
2Q 2023	+HSD	FILA: +High-teens Others: +70-75%	+ low-teens	-LSD	+High-teens	-	+low-teens	+20-25%	+mid 10%-20%	+mid- to-low10-20%
3Q 2023	+HSD	FILA: +Low-teens Others: +45-50%	+MSD	-MSD	+High-teens	-	+15%	+25-30%	+mid-to-low single digit	+MSD
4Q 2023	+high-teens	FILA: +25-30% Others: +55-60%	+low-twenties	+low-teens	+>30%	-	+>20%	+~40%	+mid 40%-50%	+high 20%-30%
1Q 2024	+MSD	FILA: +HSD Others: +25-30%	+LSD	-MSD	+HSD	-	+high-teens	+20-25%	-low 10-20%	-HSD
2Q 2024	+HSD	FILA: +MSD Others: +40-50%	-LSD	-	+10%	-	+10%	+mid-teens	-mid LSD	-MSD
3Q 2024	+MSD	FILA: -LSD Others: +45-50%	-MSD	-	+MSD	+>50%	+10%	+10%	-HSD	-low 10-20%
4Q 2024	+HSD	FILA: +HSD Others: +50-55%	+HSD	-	+HSD	+50%	+10%	+10-15%	-MSD	-HSD
1Q 2025	+HSD	FILA: +HSD Others: +65-70%	+LSD	-	+MSD	+>40%	+10-15%	+10-15%	-mid-to-high single digit	-
2Q 2025	+LSD	FILA: +MSD Others: +50-55%	+LSD	-	+LSD	+>20%	+10%	+10%	-	-
3Q 2025	+LSD	FILA: +LSD Others: +45-50%	-MSD	-	+LSD	+>20%	+10%	+10%	-	-
4Q 2025	-LSD	FILA: +MSD Others: +35-40%	-LSD	-	Flat	+>30%	+10%	+10%	-	-
1Q 2026	+HSD	FILA: +Low-teens Others: +40-45%	+MSD	-	+LSD	+>20%	+10%	+10%	-	-

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

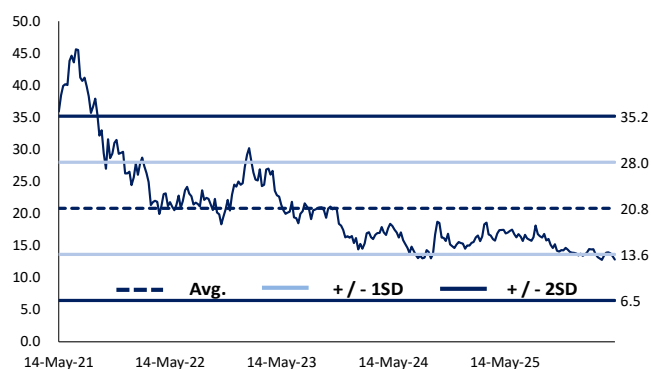
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 同業分析 (截至 2025 年 5 月 15 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr		FY1 Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1	Hist		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		25,968			11.8	10.5	11.6	1.02	3.3	3.4	1.39	1.27	9.9	10.5		0.1	(2.3)	10.7
HSCEI		8,694			10.8	9.4	12.6	0.86	3.1	3.3	1.29	1.15	10.5	10.4		(0.3)	(3.8)	2.2
CSI300		4,860			15.6	13.5	14.4	1.08	2.5	2.8	1.90	1.77	9.9	11.5		3.7	4.3	24.4
<b>Sector Average</b>					<b>10.7</b>	<b>9.6</b>	<b>11.3</b>	<b>1.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>12.6</b>	<b>13.9</b>	<b>9.2</b>	<b>(7.2)</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(1.9)</b>
<b>Sector Median</b>					<b>12.5</b>	<b>11.4</b>	<b>12.0</b>	<b>1.0</b>	<b>6.7</b>	<b>8.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>9.2</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(4.5)</b>
Anta Sports	2020 HK	76.20	27,220	89.6	12.9	11.8	9.0	1.44	3.7	4.1	2.81	2.42	21.3	19.8	13.5	(9.0)	(9.6)	(17.8)
Li Ning Co Ltd	2331 HK	18.66	6,161	55.0	13.6	12.0	13.4	1.01	3.6	4.1	1.52	1.43	10.9	10.6	9.2	(11.2)	(13.5)	21.2
Xtep Intl	1368 HK	4.17	1,495	6.8	8.1	7.0	12.2	0.66	6.7	8.5	1.00	0.92	14.5	12.0	10.9	(8.4)	(21.8)	(23.6)
361 Degrees	1361 HK	5.11	1,415	8.3	6.2	5.6	9.8	0.63	7.6	8.4	0.91	0.82	13.5	13.4	11.9	(24.5)	(9.2)	16.9
China Dongxiang	3818 HK	0.42	316	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.23	N/A	3.0	N/A	2.2	1.2	(3.4)	8.6
Topsports Intern	6110 HK	2.96	2,345	3.8	12.5	11.4	12.0	1.05	8.3	9.3	1.78	1.73	13.0	13.7	8.8	5.0	1.0	(4.5)
Eagle Nice Intl	2368 HK	2.99	219	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.87	N/A	12.2	N/A	8.1	(3.5)	(13.3)	(14.3)

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Profit &amp; Loss (RMBm)</b>					
Anta	33,522	34,754	36,023	37,419	38,737
YoY%	10.6	3.7	3.7	3.9	3.5
Fila	26,626	28,469	30,117	31,766	33,199
YoY%	6.1	6.9	5.8	5.5	4.5
Other brands	10,678	16,996	21,245	25,494	30,083
YoY%	53.7	59.2	25.0	20.0	18.0
<b>Turnover</b>	<b>70,826</b>	<b>80,219</b>	<b>87,386</b>	<b>94,680</b>	<b>102,019</b>
YoY%	13.6	13.3	8.9	8.3	7.8
COGS	-26,794	-30,485	-33,090	-35,812	-38,550
<b>Gross profit</b>	<b>44,032</b>	<b>49,734</b>	<b>54,296</b>	<b>58,867</b>	<b>63,469</b>
Margin	62.2%	62.0%	62.1%	62.2%	62.2%
Selling & distribution	-25,647	-28,456	-30,585	-33,138	-35,707
Admin	-4,198	-5,186	-5,243	-5,681	-6,121
<b>Total opex</b>	<b>-29,845</b>	<b>-33,642</b>	<b>-35,828</b>	<b>-38,819</b>	<b>-41,828</b>
YoY%	17.7	12.7	6.5	8.3	7.8
<b>Operating profit</b>	<b>14,187</b>	<b>16,092</b>	<b>18,468</b>	<b>20,049</b>	<b>21,641</b>
Margin	20.0%	20.1%	21.1%	21.2%	21.2%
Other income / (exp)	4,422	5,068	4,502	4,979	5,340
Finance costs	-626	-918	-1,398	-1,398	-1,398
Associates' income	3,901	1,204	1,084	1,084	1,084
Pre-tax profit	21,884	21,446	22,655	24,713	26,666
Tax	-4,895	-5,784	-5,890	-6,425	-6,933
<b>Profit after tax</b>	<b>16,989</b>	<b>15,662</b>	<b>16,765</b>	<b>18,288</b>	<b>19,733</b>
Margin	24.0%	19.5%	19.2%	19.3%	19.3%
Minority Interest	-1,393	-2,074	-2,220	-2,422	-2,613
<b>Net profit</b>	<b>15,596</b>	<b>13,588</b>	<b>14,545</b>	<b>15,866</b>	<b>17,120</b>
YoY%	52.4	(12.9)	7.0	9.1	7.9
Margin	22.0%	16.9%	16.6%	16.8%	16.8%
Non-core items adj.	0	0	0	0	0
<b>Adj. profit</b>	<b>15,596</b>	<b>13,588</b>	<b>14,545</b>	<b>15,866</b>	<b>17,120</b>
YoY%	52.4	(12.9)	7.0	9.1	7.9
Margin	22.0%	16.9%	16.6%	16.8%	16.8%
<b>EBITDA</b>	<b>17,644</b>	<b>20,358</b>	<b>23,330</b>	<b>24,424</b>	<b>25,558</b>
YoY%	3.1	15.4	14.6	4.7	4.6
Margin	24.9%	25.4%	26.7%	25.8%	25.1%
<b>Fully diluted EPS (RMB)</b>	<b>5.577</b>	<b>4.859</b>	<b>5.201</b>	<b>5.673</b>	<b>6.122</b>
YoY%	52.4	(12.9)	7.0	9.1	7.9
<b>DPS (RMB)</b>	<b>2.171</b>	<b>2.217</b>	<b>2.373</b>	<b>2.588</b>	<b>2.793</b>
YoY%	17.0	2.1	7.0	9.1	7.9
<b>Cash Flow (RMBm)</b>					
Operating profit	14,187	16,092	18,468	20,049	21,641
Dep. & Amort.	5,471	6,335	6,365	6,355	6,258
Chg in working cap	-2,223	-1,368	-4,174	-6,969	-8,172
Others	3,838	5,179	-704	-704	-704
<b>Cash from operations</b>	<b>21,273</b>	<b>26,238</b>	<b>19,954</b>	<b>18,730</b>	<b>19,023</b>
Tax paid	-4,532	-5,242	-5,890	-6,425	-6,933
<b>Net cash from operations</b>	<b>16,741</b>	<b>20,996</b>	<b>14,064</b>	<b>12,305</b>	<b>12,090</b>
YoY%	(14.7)	25.4	(33.0)	(12.5)	(1.8)
Capex	-1,412	-1,208	-1,675	-1,675	-1,675
Investments	-6,205	-1,991	0	0	0
Disposal of assets	0	0	0	0	0
Interest received	2,014	2,069	1,503	1,980	2,341
Others	-9,261	-5,916	-385	-424	-466
<b>Net cash from investments</b>	<b>-14,864</b>	<b>-7,046</b>	<b>-558</b>	<b>-119</b>	<b>199</b>
Issue/ buyback of shares	-1	-2	0	0	0
Interest paid	-626	-918	-1,398	-1,398	-1,398
Dividends paid	-6,072	-6,585	-6,417	-6,937	-7,524
Net change in debt	-1,121	-1,306	0	0	0
Others	2,059	-4,305	0	0	0
<b>Net cash from financing</b>	<b>-5,761</b>	<b>-13,116</b>	<b>-7,815</b>	<b>-8,335</b>	<b>-8,922</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>-3,884</b>	<b>834</b>	<b>5,691</b>	<b>3,851</b>	<b>3,366</b>
Adjustments	46	-43	0	0	0
Opening cash	15,228	11,390	12,181	17,872	21,723
<b>Closing cash</b>	<b>11,390</b>	<b>12,181</b>	<b>17,872</b>	<b>21,723</b>	<b>25,089</b>
<b>FCF</b>	<b>15,329</b>	<b>19,788</b>	<b>12,389</b>	<b>10,630</b>	<b>10,414</b>
YoY%	(18.9)	29.1	(37.4)	(14.2)	(2.0)

Year ended 31 Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Balance Sheet (RMBm)</b>					
Property, plant and equipment	4,687	5,366	5,640	5,925	6,306
Right of use asset	9,826	10,926	10,926	10,926	10,926
Intangible assets	2,034	4,253	4,076	3,899	3,722
Investments	17,833	20,881	20,881	20,881	20,881
Others	25,753	23,213	23,213	23,213	23,213
<b>Non-current assets</b>	<b>60,133</b>	<b>64,639</b>	<b>64,736</b>	<b>64,844</b>	<b>65,048</b>
Inventories	10,760	12,152	10,486	11,362	12,242
Trade & bills receivables	4,463	4,616	5,680	6,154	6,631
Prepayments, deposits & others	19,157	24,934	29,921	35,905	43,086
Investments	0	0	0	0	0
Cash	11,390	12,181	17,872	21,723	25,089
Others	6,712	5,773	6,158	6,582	7,048
<b>Current assets</b>	<b>52,482</b>	<b>59,656</b>	<b>70,117</b>	<b>81,726</b>	<b>94,097</b>
<b>Total assets</b>	<b>112,615</b>	<b>124,295</b>	<b>134,854</b>	<b>146,569</b>	<b>159,145</b>
Trade & bills payables	4,332	4,158	4,369	4,734	5,101
Accruals & other payables	0	0	0	0	0
Tax payable	3,386	3,698	3,698	3,698	3,698
Bank loans	8,583	11,532	11,532	11,532	11,532
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	12,292	13,970	13,970	13,970	13,970
<b>Current liabilities</b>	<b>28,593</b>	<b>33,358</b>	<b>33,569</b>	<b>33,934</b>	<b>34,301</b>
Bank loans	12,233	11,770	11,770	11,770	11,770
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	925	1,984	1,984	1,984	1,984
Others	4,125	4,778	4,778	4,778	4,778
<b>Non-current liabilities</b>	<b>17,283</b>	<b>18,532</b>	<b>18,532</b>	<b>18,532</b>	<b>18,532</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>45,876</b>	<b>51,890</b>	<b>52,101</b>	<b>52,466</b>	<b>52,833</b>
<b>Total net assets</b>	<b>66,739</b>	<b>72,405</b>	<b>82,752</b>	<b>94,103</b>	<b>106,312</b>
Share capital	271	269	269	269	269
Reserves	61,458	65,513	73,640	82,569	92,165
<b>Shareholder's equity</b>	<b>61,729</b>	<b>65,782</b>	<b>73,909</b>	<b>82,838</b>	<b>92,434</b>
Minority interests	5,010	6,623	8,843	11,265	13,878
<b>Total Equity</b>	<b>66,739</b>	<b>72,405</b>	<b>82,752</b>	<b>94,103</b>	<b>106,312</b>
Total debts	20,816	25,286	25,286	25,286	25,286
<b>Net cash/(debts)</b>	<b>-2,714</b>	<b>-7,332</b>	<b>-1,256</b>	<b>3,019</b>	<b>6,851</b>
<b>BVPS (RMB)</b>	<b>22.072</b>	<b>23.522</b>	<b>26.428</b>	<b>29.621</b>	<b>33.052</b>
<b>Key ratios</b>					
<b>Margins (%)</b>					
Gross margin	62.2	62.0	62.1	62.2	62.2
EBITDA margin	24.9	25.4	26.7	25.8	25.1
EBIT margin	20.0	20.1	21.1	21.2	21.2
Net margin	22.0	16.9	16.6	16.8	16.8
Net margin (Core profit)	22.0	16.9	16.6	16.8	16.8
Effective tax rate (%)	27.2	28.6	27.3	27.2	27.1
Selling exp as % of rev	36.2	35.5	35.0	35.0	35.0
Admin exp as % of rev	5.9	6.5	6.0	6.0	6.0
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	42.1	41.9	41.0	41.0	41.0
Interest coverage (x)	22.7	17.5	13.2	14.3	15.5
Dividend payout (%)	38.9	45.6	45.6	45.6	45.6
<b>Balance sheet ratios</b>					
Inventory days	122	137	125	111	112
Acct. rec. days	21	21	22	23	23
Acct. payable days	51	51	47	46	47
<b>Cash cycle</b>	<b>92</b>	<b>107</b>	<b>99</b>	<b>88</b>	<b>88</b>
<b>Net debt/equity (%)</b>	<b>4.1</b>	<b>10.1</b>	<b>1.5</b>	<b>Net cash</b>	<b>Net cash</b>
Net debt/total cap (%)	3.9	9.2	1.5	Net cash	Net cash
Current ratio (x)	1.84	1.79	2.09	2.41	2.74
<b>Returns (%)</b>					
Asset turnover (x)	0.69	0.68	0.67	0.67	0.67
Financial leverage (x)	1.81	1.86	1.86	1.80	1.74
EBIT margin (%)	31.8	27.9	27.5	27.6	27.5
Interest burden (x)	0.97	0.96	0.94	0.95	0.95
Tax burden (x)	0.71	0.63	0.64	0.64	0.64
<b>ROE (%)</b>	<b>27.6</b>	<b>21.3</b>	<b>20.8</b>	<b>20.2</b>	<b>19.5</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>26.7</b>	<b>20.8</b>	<b>21.2</b>	<b>21.4</b>	<b>21.1</b>

來源: 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。**