

今日焦點:

▶ 中國運動服裝行業：361度價值驅動增長，超越瓶頸巨頭

總結2025財年業績，四大中國本土運動服裝品牌錄得分化表現。受惠於高性價比策略，361度（1361 HK，股價7.14港元，市值148億港元）連續五年實現收入及純利雙位數增長。安踏（2020 HK，股價84.80港元，市值2,370億港元）整體業績穩健，但核心安踏品牌增長停滯。李寧（2331 HK，股價20.60港元，市值532億港元）錄得溫和收入增長，惟連續第三年未能實現純利增長。特步（1368 HK，股價4.49港元，市值126億港元）繼續專注跑步細分市場，惟收入增速收窄。

361度保持持續高增長，安踏與李寧則面臨瓶頸 - 安踏總收入創歷史新高（按年+13%），然而核心安踏品牌（貢獻總收入43%）在大眾市場競爭下出現停滯（經營溢利按年+2.5%），而FILA則錄得較強的經營溢利增長（按年+10%）。同時，李寧連續三年銷售增長乏力。特步核心品牌（佔總收入超過80%）增速放緩（收入按年+1.5%，對比2022財年+25.9%），惟整體財務狀況依然穩健。Saucony與Merrell收入按年增長31%，但因僅佔總收入11.6%，貢獻有限。

相比之下，361度表現優於同業，成為唯一連續五年實現收入及純利雙位數增長的公司。此成功歸因於其針對下沉市場的高性價比策略，加上電子商務收入大幅增長25.9%。

圖 1: 四大公司主要財務指標

(人民幣百萬元)	安踏	李寧	特步	361度
	2020	2331	1368	1361
營業收入	80,219	29,598	14,151	11,146
按年變動	13%	3%	4%	11%
門店數目	12,412	7,609	8,020	9,011
按年變動	0.1%	0.3%	-1.1%	-6.7%
毛利潤	49,734	14,489	6,063	4,629
毛利率	62%	49%	43%	42%
經營溢利	19,091	3,898	2,019	1,767
按年變動	15%	6%	3%	12%
經營利潤率	24%	13%	14%	16%
應佔溢利	13,588	2,936	1,372	1,309
按年變動	-13%	-3%	11%	14%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

行業毛利率受壓：競爭與折扣所致 - 除361度外，所有主要運動服裝品牌在2025財年均錄得輕微毛利率下跌，主要由於市場競爭加劇及頻繁促銷活動。

安踏整體毛利率為62%（按年跌20點子）。分部門看，核心安踏品牌毛利率下跌90點子至53.6%，而FILA毛利率下跌140點子至66.4%。毛利率收縮主要源於專業運動板塊產品成本上升，以及較低利潤率的電子商務業務收入佔比增加。李寧毛利率按年下跌40點子，主要因其直營渠道（DTC）促銷折扣力度加大。特步毛利率下跌40點子，歸因於較低利潤率的電子商務渠道及兒童服裝業務收入貢獻上升。361度憑藉專注下沉市場及低定價基數，毛利率維持平穩於41.5%。

線下門店飽和 - 運動服裝行業正趨向線下門店飽和，消費者人流減少。因此，各品牌更著力發展電子商務業務。安踏與李寧門店數量大致持平，而特步及361度則錄得淨關店。除李寧外，所有品牌均實現電子商務收入雙位數增長。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,163	-1.2%	2.1%
中資企業指數	8,801	-1.6%	-1.3%
紅籌指數	4,367	-0.2%	8.8%
滬深300指數	4,799	0.7%	3.7%
上海A股	4,306	0.5%	6.9%
上海B股	271	0.6%	6.9%
深圳A股	2,918	1.0%	10.2%
深圳B股	1,189	-0.0%	-5.9%

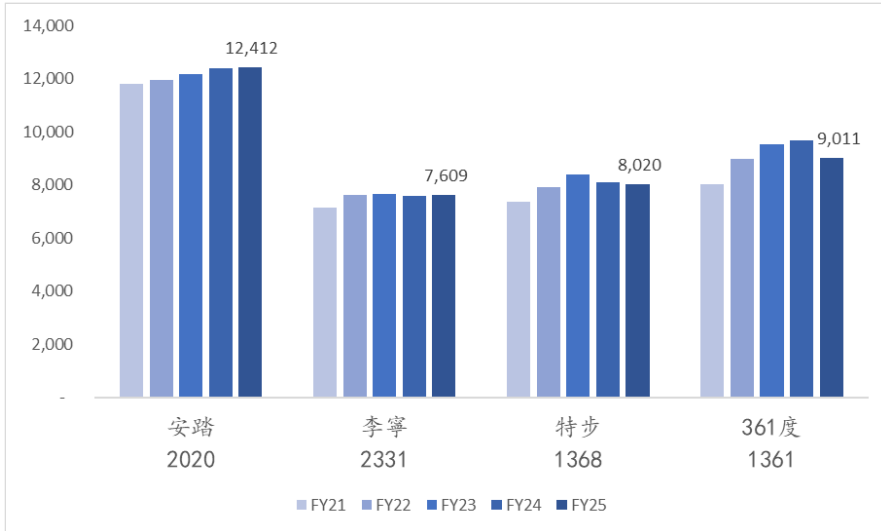
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,490	0.7%	3.0%
標普500	7,137	1.0%	4.3%
美國納斯達克指數	24,657	1.6%	6.1%
日經平均指數	59,792	0.3%	18.8%
英國富時指數	10,476	-0.2%	5.5%
法國證券公會指數	8,156	-1.0%	0.1%
德國法蘭克福指數	24,194	-0.3%	-1.2%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,739	0.4%	10.0%
銅價 (美元/盎司)	3,099	0.6%	21.8%
銀價 (美元/盎司)	77	1.3%	9.1%
原油 (美元/桶)	92	0.9%	62.4%
鋁價 (美元/盎司)	13,433	1.2%	8.1%
鎳價 (美元/盎司)	3,613	1.6%	20.6%
鉍價 (美元/盎司)	2,079	1.9%	1.1%
鎘價 (美元/盎司)	3,470	1.8%	11.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	599	-1.0%	18.5%
玉米 (美分/蒲式耳)	462	0.2%	1.7%
糖 (美分/磅)	109	7.2%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,179	-0.9%	9.8%
PVC (美元/噸)	5,189	1.2%	62.5%
CRB 指數	378	2.4%	3.0%
BDI			40.6%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.5	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.4	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.2		186.7	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	203.2		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.4	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	18	4.1%

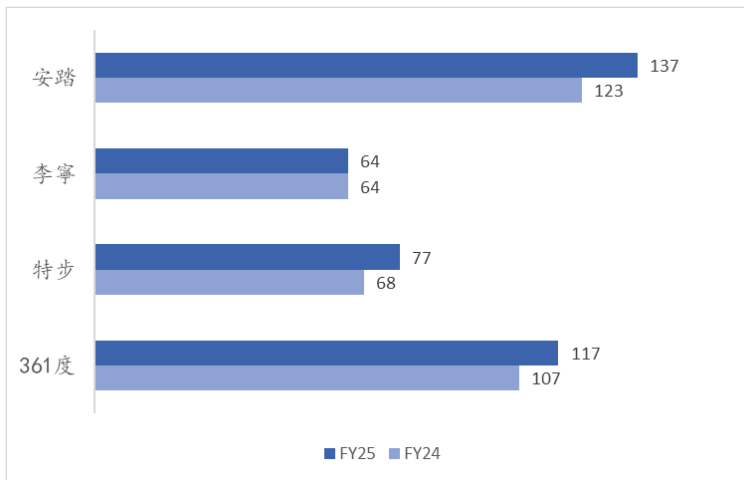
圖 2：全球門店數量



資料來源：公司數據，新華滙富研究

庫存周轉：李寧維持高效，安踏受壓 - 李寧庫存周轉天數按年持平於64天，新品佔總庫存高達85%，顯示庫存結構健康。儘管銷售受壓，李寧仍展現高效的庫存管理能力。相比之下，安踏在業務擴張下平均庫存周轉天數按年增加14天至137天，庫存價值達人民幣122億元，反映增長放緩下其直營模式（DTC）面臨的庫存管理壓力加大。同時，特步與361度亦報告庫存周轉天數增加。

圖 3：2025 年平均庫存周轉天數



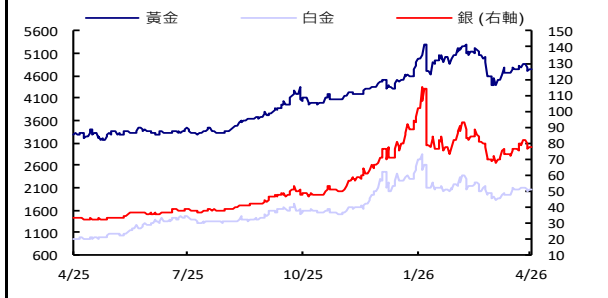
資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們的觀點：在所審視的四家運動服裝公司中，我們看好361度，因其具備高增長潛力，且收入與純利持續保持強勁勢頭。其高性價比產品正好受惠於消費情緒疲弱及更理性的消費習慣。2026年第一季，公司核心品牌及兒童服飾的線下零售銷售按年增長約10%，同時整體電子商務銷售錄得正雙位數增長。未來催化因素包括超級大店網絡進一步擴張，以及新收購的戶外品牌ONE WAY預期將在2027財年貢獻可觀盈利。361度目前預測2026財年市盈率為8.8倍。

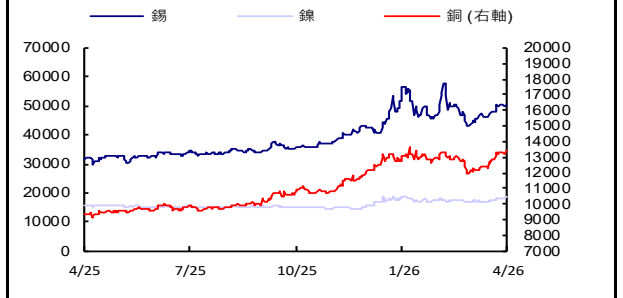
安踏在中國運動服裝行業仍具主導地位，但其核心品牌已遭遇增長瓶頸。因此，其增長動力正轉向Descente及Kolon等較新的戶外品牌。李寧堅持單一品牌策略，短期內難以預期高速增長，惟其健康的庫存周轉（64天）增強了抗逆能力。特步預計2026財年將有兩項一次性開支，合共人民幣1.4億元，用於直營（DTC）及股權激勵成本，預期將導致純利錄得雙位數按年跌幅。安踏、李寧及特步目前預測2026財年市盈率分別為14.3倍、15.1倍及8.1倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

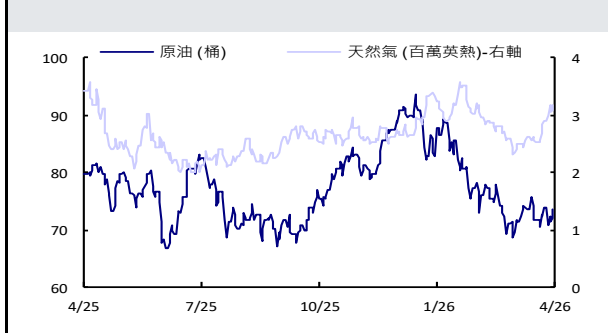
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4733	18	9.0	44.4
白金 (盎司)	2073	6.3	19	113.5
銀 (盎司)	78	4.1	10.4	132.4



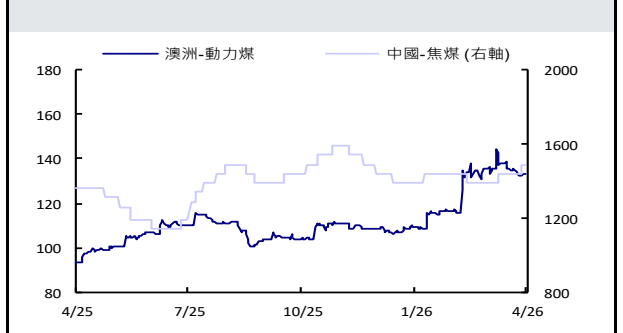
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13433	8.9	8.1	43.2
鎳 (噸)	18462	7.9	10.9	17.9
錫 (噸)	50422	7.9	24.3	61.0



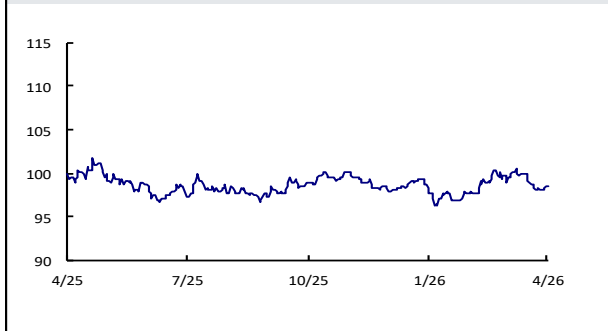
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	93.0	(8.3)	61.9	49.3
天然氣 (百萬英熱)	2.7	(5.6)	(26.2)	(9.9)



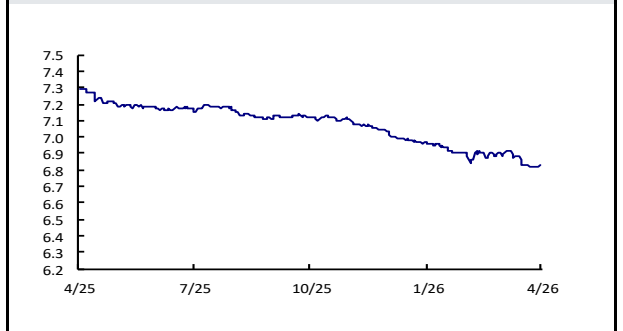
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.8	(6.8)	23.5	41.7



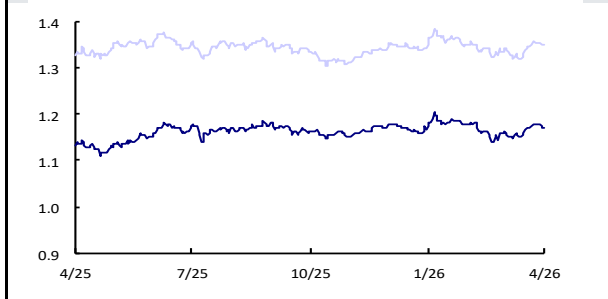
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.6	(14)	0.3	(13)



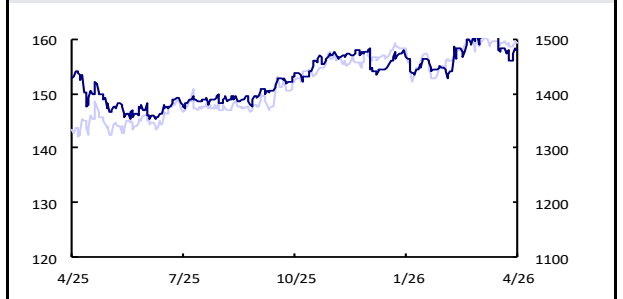
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(10)	(2.3)	(6.3)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	13	(0.3)	3.4
英鎊	1.4	2.1	0.2	19



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.5	0.5	1.8	11.2
韓圓	1480.4	(2.4)	2.5	3.7



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		26年4月29日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
個人收入與支出	月		26年4月30日
採購經理人指數	月		26年5月1日
貿易收支	月		26年5月5日
就業報告	月		26年5月8日
生產者物價指數	月		26年5月13日
零售業銷售額	月		26年5月14日
工廠訂單	月		26年5月4日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月23日
批發庫存	月		26年4月29日
消費者物價指數	月		26年5月12日
成屋銷售量	月		26年5月11日
工業生產指數	月		26年5月15日
國內生產毛額	季		26年4月30日
消費者信心指數	月		26年4月28日
新屋銷售	月		26年5月5日
商業庫存	月		26年5月14日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有安踏運動服裝有限公司(2020.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455