

安踏体育 (2020 HK)

库存水平仍然偏高，下半年增长指引比较保守

重申买入评级，但下调目标价至 92.78 港元，维持 30 倍 21 财年市盈率不变。虽然公司下调下半年指引，以及库存和零售折扣水平仍然偏高。不过，我们仍然看好公司下半年的复苏，并相信安踏及 Amer 的表现可以跑赢同业。公司目前估值为 24 倍的 21 财年预测市盈率，对比同业李宁/ Nike/ Adidas 的 26 倍/ 30 倍/ 28 倍，算是十分吸引。

- **公司公布上半年盈警。**管理层预计 20 财年上半年销售持平或下跌不多于 5%，净利润同比下跌不超过 25%（未计 Amer 合营公司亏损）或不超过 35%（包括 Amer 合营公司亏损），主要由于：1) 存货回购；2) 安踏品牌存货回购的产品再次销售的毛利率较低，以及 FILA 品牌因清货促销导致零售折扣增加，令毛利率下降；3) 应收贸易账款亏损拨备增加；以及 4) 整体员工成本上升，包括股份奖励计划的开支。若撇除 Amer 合营公司之亏损及员工股份奖励计划的成本，经调整净利润同比只有中双位数的下降。
- **上半年零售流水好于公司指引，但低于我们预测。**上半年安踏品牌/ FILA 品牌零售流水录得低双位数下降/ 中单位数增长，优于公司指引的 15-20% 下降/ 持平，但略低于我们预测的 9%/ 5% 增长。主要原因是两者于二季度的电商业务增长超过 40%/ 80%，好于我们预测的 40%/ 60%。其他品牌亦表现出色，录得 25-30% 增长，当中 Descente（增长 60%）和 Kolon（正增长）比较突出。
- **但是，库存水平仍然较高。特别是 FILA。**截止到二季度，安踏的库销比为 5-6 个月（一季度为 5.5-6 个月），但 FILA 的库销比仍高达 8 个月（一季度为 8.5 个月，比我们预期的 6-7 个月差一些）。
- **下半年零售折扣或维持在偏高水平。**从折扣力度来看，安踏品牌二季度平均零售折扣为七折（相对一季度六八折有所改善，高于去年二季度约 4 个百分点）。FILA 品牌二季度零售折扣在七二折，与一季度持平，高于去年二季度约 2-3 个百分点。由于库存水平仍然偏高，FILA 品牌，甚至整个行业在三季度的折扣力度有望维持。
- **公司下半年流水增长指引比较保守。**安踏品牌 / FILA 品牌的下半年的零售流水增长指引从双位数/ 30% 以上下调至 5%/ 20% 以上。管理层解释，下调指引是假设零售折扣水平比去年有所增加，导致均价下降，但销量不变。
- **重申买入评级，目标价微调至 92.78 港元。**我们将 20/ 21/ 22 财年摊薄后每股盈利预测下调 4%/ 3%/ 3%，以反映下半年安踏品牌/ FILA 品牌销售增长略有放缓。我们维持买入评级，并将目标价下调至 92.78 港元，基于 30 倍 21 财年预测市盈率。安踏目前估值为 24 倍 21 财年预测市盈率，我们的模型是预测 20 到 22 财年净利润复合年增长率为 21%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	24,100	33,928	36,831	44,906	52,399
同比增长 (%)	44.4	40.8	8.6	21.9	16.7
净利润 (百万人民币)	4,103	5,344	5,230	7,588	9,408
每股收益 (人民币)	1.525	1.917	1.876	2.722	3.374
每股收益变动 (%)	32.8	25.7	(2.1)	45.1	24.0
市场每股盈利预测 (人民币)	不适用	不适用	2.083	2.921	3.589
市盈率(x)	42.3	33.7	34.4	23.7	19.1
市帐率(x)	11.0	8.7	7.3	6.1	5.3
股息率 (%)	1.1	0.9	0.8	2.7	3.3
权益收益率 (%)	27.8	29.8	23.8	29.1	30.8
负债比率 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$92.78
(此前目标价)	HK\$95.55)
潜在升幅	+26.5%
当前股价	HK\$73.35

中国体育用品行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	198,253
3 月平均流通量 (百万港元)	626.13
52 周内股价高/低 (港元)	79.9/42.0
总股本 (百万)	2,702.8

数据来源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO) 和 丁世家(副主席)	61.06%
赖世贤(CFO)	
自由流通	38.94%

数据来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.1%	-4.8%
3-月	18.6%	13.7%
6-月	-6.5%	6.0%
12-月	37.1%	53.2%

数据来源：彭博

股份表现



数据来源：彭博

审计师：毕马威

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	24,100	33,928	36,831	44,906	52,399
鞋类	8,631	11,410	12,094	14,392	16,263
服饰	14,70	21,39	23,50	29,20	34,67
配件	759	1,120	1,232	1,306	1,463
销售成本	(11,413)	(15,269)	(17,375)	(20,149)	(23,111)
毛利	12,687	18,659	19,456	24,757	29,288
其它收入	652	1,127	935	1,356	1,635
营运支出	(7,748)	(11,034)	(12,161)	(15,188)	(17,894)
折旧和摊销	(175)	(212)	(267)	(322)	(367)
员工成本	(1,238)	(1,859)	(2,077)	(2,490)	(3,004)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(5,639)	(8,441)	(9,216)	(11,646)	(13,679)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(440)	(247)	(303)	(367)	(419)
其它运营费用	(256)	(275)	(299)	(364)	(425)
息税前收益	5,592	8,752	8,230	10,925	13,029
融资成本净额	175	(110)	(4)	80	129
合资及联营企业	-	(633)	(658)	(178)	85
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,767	8,008	7,567	10,828	13,243
所得税	(1,533)	(2,384)	(2,119)	(2,924)	(3,443)
减: 非控制股东权益	131	280	218	316	392
净利润	4,103	5,344	5,230	7,588	9,408

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	5,592	8,752	8,230	10,925	13,029
折旧和摊销	278	331	414	504	579
营运资金变动	866	1,178	(503)	132	(478)
已缴纳所得税	(1,288)	(2,133)	(2,119)	(2,924)	(3,443)
其它	(1,008)	(642)	150	403	501
经营活动所得现金流	4,440	7,485	6,172	9,041	10,188
资本开支	(1,319)	(11,28)	(1,568)	(1,463)	(1,497)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	118	(1,783)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,201)	(13,065)	(1,568)	(1,463)	(1,497)
股份发行	4	709	-	-	-
净借贷	1,165	7,733	(5,000)	-	-
支付股息	(2,425)	(1,417)	(1,523)	(2,926)	(5,216)
其它	119	(2,356)	(155)	(85)	(85)
融资活动所得现金净额	(1,136)	4,670	(6,678)	(3,010)	(5,301)
现金增加净额	2,102	(910)	(2,074)	4,568	3,389
年初现金及现金等价物	6,968	9,284	8,221	6,147	10,477
汇兑	214	(153)	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,284	8,221	6,147	10,715	13,866

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	5,090	17,898	18,394	19,174	20,178
固定资产	1,787	2,148	2,828	3,202	3,431
无形资产和商誉	1,170	421	894	1,480	2,169
预付租金	367	53	53	53	53
合资及联营公司投资	-	10,551	9,893	9,715	9,801
其它非流动资产	1,766	4,725	4,725	4,725	4,725
流动资产	19,284	23,321	22,856	29,009	34,483
现金及现金等价物	9,284	8,221	6,147	10,477	13,579
存货	2,892	4,405	5,474	5,796	6,775
贸易和其他应收款	4,638	6,309	6,848	8,350	9,743
预付款	-	-	-	-	-
其它流动资产	2,470	4,386	4,386	4,386	4,386
流动负债	7,548	12,412	13,517	15,473	17,367
银行贷款	1,244	1,359	1,359	1,359	1,359
应付款	1,792	2,963	3,570	4,140	4,749
应计费用和其他应付款	3,841	5,821	6,319	7,704	8,990
应付税款	650	1,225	1,225	1,225	1,225
其它流动负债	21	1,044	1,044	1,044	1,044
非流动负债	306	7,746	2,746	2,746	2,746
银行贷款	70	6,644	1,644	1,644	1,644
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	236	256	256	256	256
其它	-	846	846	846	846
少数股东权益	743	979	1,197	1,514	1,906
净资产总额	15,777	20,082	23,789	28,452	32,643
股东权益	15,777	20,082	23,789	28,452	32,643

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
鞋类	35.8	33.6	32.8	32.0	31.0
服饰	61.0	63.1	63.8	65.0	66.2
配件	3.2	3.3	3.3	2.9	2.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	52.6	55.0	52.8	55.1	55.9
经营利润率	23.2	25.8	22.3	24.3	24.9
税前利润率	23.9	23.6	20.5	24.1	25.3
净利润率	17.0	15.8	14.4	16.9	18.0
有效税率	26.6	27.6	25.8	26.6	26.2
资产负债比率					
流动比率(X)	2.6	1.9	1.7	1.9	2.0
速动比率(X)	2.2	1.5	1.3	1.5	1.6
现金比率(X)	123	66	45	68	78
平均库存周转天数	93	105	115	105	107
平均应收帐款周转天数	70	68	68	68	68
平均应付帐款天数	57	71	75	75	75
债务/股本比率(%)	8	40	13	11	9
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	26.0	26.6	22.0	26.7	28.8
资产回报率	16.8	13.0	12.7	15.7	17.2
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.53	1.92	1.95	2.80	3.48
每股股息(人民币)	0.68	0.61	0.51	1.74	2.15
每股账面价值(人民币)	5.87	7.43	8.80	10.5	12.0

数据来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。