

安踏體育 (2020 HK)

對下半年充滿信心

- ❖ **安踏 18 財年上半年的淨利潤好於預期，主要是受惠於 FILA 的強勁的銷售增長。**安踏 18 財年上半年淨利潤同比增長 34%，高於招銀/市場預測的 2.9%/ 10.5%，主要受惠於同比增長 44.1% 的強勁銷售（特別是 FILA 同比增長 85%）。毛利率也同比大幅上升 3.7 個百分點至 54.3%，但都被抵銷掉，考慮到：1) 廣告費用的提升，對銷售占比增加了 2.4 個百分點，主要是因為 17 年 10 月和奧運隊簽了新的贊助合約，2) 租金的上漲，對銷售占比增加了約 1.8 個百分點，因為零售業務的占比快速提升，3) 在 18 財年並沒有外匯收益（17 財年上半年有占約銷售的 0.7 個百分點）和 4) 略高於預期的稅率，原因是新品牌（Kolon, Kingkow, Sprandi 和 Descente）的虧損不能抵稅，因此淨利潤率下降 1.4 個百分點至 18.4%。
- ❖ **我們認為市場對庫存天數上升和淨經營現金流下降的反應過度。**我們相信業績公佈後股價的下跌（~10%）是由於市場較為擔心 1) 庫存天數同比上升 15 天至 83 天，以及 2) 淨經營現金流同比下降約 28%。然而我們認為市場反應過度，因為這些因素是可以解釋的：1) 零售業務的貢獻增加（在 18 財年上半年，FILA/ Anta 的庫存天數大約為 125/ 55 天），2) 給予更多的預付款予供應商，提早購買原材料的庫存（例如羽絨）以避免成本通脹的壓力和 3) 新品牌的並表，這些品牌具的庫銷比一般都是偏高。但其實集團的庫存天數已經從 17 財年 12 月的 93 天改善到 18 財年 6 月的 83 天，而安踏/ FILA 目前的庫銷比是“不到 4/5”個月，已經是在歷史上最好水準。
- ❖ **安踏在 18 財年 2 季度的放緩應該是符合市場預期的，但 FILA 增長的強勁加速絕對是一個驚喜。**安踏的零售銷售在 18 財年放緩至低雙位數（18 年 1 季度為 20-25%），是應該是在市場預期之內的（李寧和寶勝也有類似趨勢），但 FILA 增長加速卻令人意外。我們相信驅動因素是：1) 推廣更多品類的產品（例如開設更多 FILA Fusion 這條時尚產品線的店），2) 增加更大面積的店，3) 採用了“一場多店”戰略，4) 與 AAPE/ D-ANTIDOTE/ Staple 等品牌的更多 Crossover。而由於如此驚人的增長，公司決定將 2017 - 2020 年 FILA 銷售年均複合增長指引從 30% 提高到 50%，並增加了 FILA 在 18 財年的開店目標，從 1400-1500 到 1500-1600。
- ❖ **預計 18 財年下半年的增長保持良好態勢，銷售增長保持快速以及成本壓力有所緩解。**我們對 18 財年下半年持樂觀態度，因為 1) 管理層給出了“不低於上半年”的銷售增長指引，2) 7 至 8 月的銷售增長保持強勁，3) 17 財年下半年毛利率較低造成的低基數，4) 廣告費用會較為偏低，5) 新員工招聘會減少等。總而言之，我們預測銷售/淨利潤在 18 財年下半年增長 44.2%/40.6%。
- ❖ **維持買入並上調目標價，估值吸引，上漲空間為 38%。**我們將 18 財年/19 財年/20 財年的每股盈利預測上調 8.0%/ 11.1%/ 12.8%，考慮到 1) 更快的 FILA 增長，2) 更高的毛利率以及的運營成本和 3) 略高的稅率。我們維持買入並上調目標價至 50.5 港元，基於 27.5 倍的 18 財年的預測市盈率，公司現價只為 20 倍的 18 財年和 16 倍的 19 財年預測市盈率，風險回報比例很吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
淨利潤 (百萬人民幣)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益 (人民幣)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益變動 (%)	16.5	23.9	23.4	19.0	19.0
市盈率(x)	34.4	26.8	19.9	15.8	13.0
市帳率(x)	8.3	5.8	5.2	4.7	4.2
股息率 (%)	2.1	2.7	3.7	4.7	5.6
權益收益率 (%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$50.50
(前目標價)	HK\$47.88)
潛在升幅	+38.3%
當前股價	HK\$36.50

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國體育用品行業

市值(百萬港元)	97,999
3 月平均流通量 (百萬港元)	296.65
52 周內股價高/低 (港元)	49.3/27.3
總股本 (百萬)	2,684.6

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠(CEO) 和 丁世家(副主席)	51.3%
賴世賢(COO)	6.0%
自由流通	42.7%

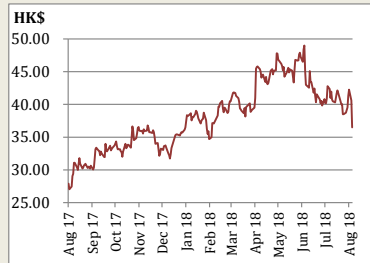
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-14.7%	-12.3%
3-月	-19.2%	-9.5%
6-月	-1.7%	5.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.ir.anta.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,345.8	16,692.5	24,060.8	29,316.1	34,840.6
鞋類	6,000.8	7,048.8	8,564.3	10,063.0	11,874.4
服裝	6,885.7	9,116.1	14,784.3	18,469.6	22,073.0
配飾	459.3	527.6	712.3	783.5	893.2
銷售成本	(6,886.7)	(8,451.3)	(11,043.5)	(13,395.4)	(15,839.7)
毛利	6,459.0	8,241.1	13,017.4	15,920.8	19,000.9
其他收入	259.8	457.9	539.0	627.4	710.7
銷售費用	(2,830.8)	(3,809.3)	(6,479.3)	(7,806.2)	(9,159.8)
一般及行政費用	(684.6)	(901.0)	(1,234.1)	(1,542.5)	(1,876.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	3,203.4	3,988.7	5,842.9	7,199.4	8,675.8
淨融資成本	107.5	321.8	152.1	256.8	289.7
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,310.9	4,310.6	5,995.1	7,456.2	8,965.5
所得稅	(866.3)	(1,151.7)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
非控制股東權益	(59.0)	(71.0)	(100.0)	(126.1)	(152.7)
淨利潤	2,385.5	3,087.8	4,246.4	5,354.2	6,481.8

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,770.4	3,632.3	3,909.5	4,259.3	4,673.0
物業、廠房及設備	1,170.4	1,203.1	1,506.1	1,880.4	2,317.4
無形資產和商譽	477.5	705.3	684.0	664.0	645.2
土地使用權	341.8	430.7	426.2	421.8	417.3
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	399.4	105.4	105.4	105.4	105.4
遞延稅項資產	-	-	-	-	-
其他	381.4	1,187.7	1,187.7	1,187.7	1,187.7
流動資產	11,453.1	15,441.9	18,540.4	21,415.7	24,618.5
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,294.9	2,155.3	2,571.8	3,119.5	3,688.7
貿易及其他應收賬款	2,641.2	3,732.7	4,944.0	6,023.9	7,159.0
受限制銀行結餘	1,687.0	2,586.4	2,586.4	2,586.4	2,586.4
現金及現金等價物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4
流動負債	4,272.5	4,498.4	6,044.8	7,241.2	8,494.0
銀行借款	937.7	147.9	147.9	147.9	147.9
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	3,060.1	3,977.7	5,524.1	6,720.5	7,973.3
即期稅項	267.2	353.3	353.3	353.3	353.3
其他	7.5	19.5	19.5	19.5	19.5
非流動負債	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
帶息借款	-	-	-	-	-
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	14.4	215.3	215.3	215.3	215.3
撥備	-	-	-	-	-
其他	40.3	-	-	-	-
資產淨額	9,896.3	14,360.5	16,189.8	18,218.6	20,582.2
非控股權益	-	-	100.0	226.1	378.8
權益股東應占總權益	9,896.3	14,360.5	16,089.8	17,992.5	20,203.4

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	3,233.5	4,156.0	5,794.8	7,228.7	8,710.6
折舊和攤銷	100.0	121.8	145.2	174.0	211.3
營運資金變動	694.2	0.7	(81.3)	(431.2)	(451.5)
稅務開支	(948.2)	(1,013.1)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
其他	(611.9)	(83.9)	336.7	383.5	436.8
經營活動所得現金淨額	2,467.6	3,181.5	4,546.7	5,379.1	6,576.1
購置固定資產	(572.6)	(546.9)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	58.1	(1,031.6)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(514.5)	(1,578.5)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
股份發行	15.0	3,435.0	-	-	-
淨銀行借貸	937.7	147.9	-	-	-
股息	(1,540.9)	(1,936.8)	(2,517.1)	(3,451.5)	(4,270.9)
其他	(810.1)	(1,648.6)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
融資活動所得現金淨額	(1,398.2)	(2.4)	(2,522.7)	(3,457.1)	(4,276.4)
現金增加淨額	554.8	1,600.5	1,470.7	1,247.8	1,498.4
年初現金及現金等價物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0
匯兌	109.3	(462.9)	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
鞋類	45.0	42.2	35.6	34.3	34.1
服裝	51.6	54.6	61.4	63.0	63.4
配飾	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.4	49.4	54.1	54.3	54.5
息稅前利潤率	24.0	23.9	24.3	24.6	24.9
稅前利潤率	24.8	25.8	24.9	25.4	25.7
淨利潤率	17.9	18.5	17.6	18.3	18.6
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	26.2	26.7	27.5	26.5	26.0
增長 (%)					
收入	20.0	25.1	44.1	21.8	18.8
毛利	24.6	27.6	58.0	22.3	19.3
息稅前利潤	18.8	24.5	46.5	23.2	20.5
淨利潤率	16.9	29.4	37.5	26.1	21.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.7	3.4	3.1	3.0	2.9
平均應收賬款周轉天數	72.2	81.6	75.0	75.0	75.0
平均應付帳款周轉天數	48.3	62.5	62.0	62.0	62.0
平均存貨周轉天數	68.6	93.1	85.0	85.0	85.0
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
資產回報率	16.8	16.2	18.9	20.9	22.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股股息(人民幣)	0.698	0.845	1.161	1.464	1.773
每股賬面值(人民幣)	4.417	6.335	6.969	7.793	8.751

資料來源：公司及招銀國際研究預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）并没有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）并没有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。