

安踏體育 (2020 HK)

19 財年增長目標保守但合理

- ❖ **18 財年淨利潤符合預期，派息好於預期。**安踏 18 財年淨利潤同比增長 33%，比招銀國際/彭博預測高出 1.2%/ 2.8%，主要受 44.4%銷售同比增長所帶動（安踏/斐樂/迪桑特分別錄得中雙位數/ 85%+ / 200%+同比增長）。儘管毛利率同比提升 3.2 個百分點至 53.6%，公司亦嚴控員工成本和研發費用（分別同比增長 31%和 25%），但經營利潤率仍然從 17 財年的 23.9%下降 0.2 個百分點至 23.7%，主要歸因於 1) 安踏與中奧委會續約，并增加斐樂的推廣投入，令廣告及宣傳費用同比增長 65%。2) 公司亦增加更多自營業務收入，令租金開支大幅增長 93%。此外，由於今年有外匯損失（約占 18 財年銷售的 0.4 個百分點）且沒有了去年的外匯收入（約占 18 財年銷售 0.7 個百分點），加上可隆、小笑牛、斯潘迪和迪桑特等新品牌，一共錄得損失約 1.5 億元人民幣，令公司淨利潤率同比下降 1.5 個百分點至 17.0%。然而，派息比率僅從 17 財年的 70%減少至 45%，較我們預期的 30%好。此外，自由現金流有所改善，從 17 財年的 16 億元提升至 32 億元人民幣，庫存天數亦由上半年的 83 天下降至 81 天。
- ❖ **18 財年四季度未見顯著放緩，渠道庫存仍處於健康水平。**公司報告指，安踏/非安踏品牌錄得中雙位數/80-85%的零售增長，與 2018 年 3 季度的中雙位數/90-95%增長相若。事實上，安踏/斐樂的庫存銷售比率目前低於 5/約 4.2 個月，對比 18 財年 4 季度的約 5/4.5 個月均有所改善。零售折扣也降至 26%，較 17 財年 4 季度的 28%低。
- ❖ **19 財年零售、網絡增長和利潤指引都偏向保守，重心轉為提高每家門店的銷售。**在 19 財年，對於集團/安踏/斐樂的零售流水，公司的目標是達到 20%+ /中雙位數/ 30%+的增長，以及安踏/斐樂的門店數量分別再增加 100-200 家，相等於約 2%/ 9%的同比增長。因此，門店生產力提升是主要增長動力，公司的增長措施包括 1) 開設更多第八代安踏門店（我們估計門店翻新後銷售可增長增長 20%左右，目前約占總門店數量的 50%）；以及 2) 增加更多面積更大的店。管理層同時預期安踏/斐樂的毛利率和經營利潤率將保持穩定。
- ❖ **因為會在上海建設新的辦公樓，19/20 財年的資本開支會增加至約 11 億元/10 億元人民幣。**安踏打算在上海建設一個新辦公樓，並於 2018 年下半年以 8 億元人民幣購買了一塊土地，以便日後吸納人才，而迪桑特和可隆的總部最近也已經搬到上海。管理層預計，在 19 財年會為買地付出 5 億元人民幣，以及未來 5 年的建設相關資本開支是大概 10 億元人民幣。
- ❖ **維持買入并上調目標價至 52.0 港元（18%上升空間）。**我們將 19/20 財年的每股盈利預測上調 0.6%/0.4%，以反映 1) 利潤率比較低的新品牌的銷售上升，2) 但每家門店的店效和營運杠杆都會增加，以及 3) 廣告及宣傳費用略有提高。我們維持買入評級并上調目標價至 52.0 港元，相當於 24 倍 19 財年預測平均市盈率（受益於現金流和渠道庫存有所改善）。公司目前 19 財年預測市盈率為 20 倍，接近其 5 年平均的 19.5 倍，亦對應 1 倍的 3 年 PEG，與國際同業差不多。

財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬人民幣) | 16,692 | 24,100 | 29,644 | 35,520 | 41,693 |
| 淨利潤 (百萬人民幣) | 3,088 | 4,103 | 5,127 | 6,259 | 7,301 |
| 每股收益 (人民幣) | 1.148 | 1.525 | 1.906 | 2.327 | 2.714 |
| 每股收益變動 (%) | 21.0 | 32.8 | 25.0 | 22.1 | 16.7 |
| 市盈率 (x) | 32.4 | 25.4 | 20.3 | 16.6 | 14.3 |
| 市帳率 (x) | 6.9 | 6.3 | 5.3 | 4.6 | 4.2 |
| 股息率 (%) | 2.2 | 1.8 | 2.0 | 4.2 | 4.9 |
| 權益收益率 (%) | 21.5 | 24.8 | 26.1 | 28.0 | 29.4 |
| 財務杠杆 (x) | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

| | |
|--------|------------|
| 目標價 | HK\$52.00 |
| (前目標價) | HK\$48.48) |
| 潛在升幅 | +18.2% |
| 當前股價 | HK\$44.00 |

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) | 118,136 |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 198.11 |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 49.3/29.1 |
| 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% |

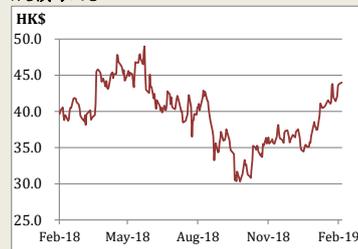
資料來源：HKEX

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 17.3% | 12.4% |
| 3-月 | 23.2% | 14.3% |
| 6-月 | 5.0% | 3.5% |

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） | FY17A | FY18 | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 收入 | 16,692.5 | 24,100.0 | 29,644.5 | 35,519.9 | 41,692.7 |
| 鞋類 | 7,048.8 | 8,631.4 | 10,271.4 | 12,171.6 | 14,301.6 |
| 服裝 | 9,116.1 | 14,709.2 | 18,537.8 | 22,396.1 | 26,381.7 |
| 配饰 | 527.6 | 759.4 | 835.3 | 952.3 | 1,009.4 |
| 销售成本 | (8,451.3) | (11,412.8) | (13,879.8) | (16,466.4) | (19,159.0) |
| 毛利 | 8,241.1 | 12,687.3 | 15,764.6 | 19,053.5 | 22,533.6 |
| 其他收入 | 457.9 | 760.0 | 753.0 | 866.7 | 967.3 |
| 销售费用 | (3,809.3) | (6,524.9) | (7,952.0) | (9,557.2) | (11,371.7) |
| 一般及行政费用 | (901.0) | (1,222.6) | (1,514.7) | (1,888.6) | (2,247.1) |
| 其他收益 | - | - | - | - | - |
| 息税前收益 | 3,988.7 | 5,699.8 | 7,050.9 | 8,474.4 | 9,882.1 |
| 净融资成本 | 321.8 | 67.6 | 154.7 | 263.0 | 310.6 |
| 联营公司 | - | - | - | - | - |
| 特殊收入 | - | - | - | - | - |
| 税前利润 | 4,310.6 | 5,767.3 | 7,205.6 | 8,737.4 | 10,192.8 |
| 所得税 | (1,151.7) | (1,533.2) | (1,909.5) | (2,271.7) | (2,650.1) |
| 非控制股东权益 | (71.0) | (131.3) | (169.5) | (207.0) | (241.4) |
| 净利润 | 3,087.8 | 4,102.9 | 5,126.6 | 6,258.7 | 7,301.2 |

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | FY17A | FY18 | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 非流动资产 | 3,632.3 | 5,089.8 | 5,836.8 | 6,387.5 | 6,620.1 |
| 物业、厂房及设备 | 1,203.1 | 1,787.3 | 2,572.2 | 3,159.6 | 3,423.2 |
| 无形资产和商誉 | 705.3 | 749.0 | 721.8 | 695.8 | 675.5 |
| 土地使用权 | 430.7 | 420.7 | 410.0 | 399.3 | 388.7 |
| 投资型房地产 | - | - | - | - | - |
| 联营公司的权益 | - | - | - | - | - |
| 合营公司的权益 | - | - | - | - | - |
| 其他金融资产 | 105.4 | 366.8 | 366.8 | 366.8 | 366.8 |
| 递延税项资产 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 1,187.7 | 1,766.0 | 1,766.0 | 1,766.0 | 1,766.0 |
| 流动资产 | 15,441.9 | 19,284.4 | 23,130.1 | 26,841.3 | 30,714.2 |
| 其他金融资产 | - | - | - | - | - |
| 存货 | 2,155.3 | 2,892.5 | 3,517.8 | 4,173.3 | 4,855.7 |
| 贸易及其他应收账款 | 3,732.7 | 4,638.2 | 5,705.3 | 6,836.0 | 8,024.0 |
| 受限制银行结余 | 2,586.4 | 2,470.0 | 2,470.0 | 2,470.0 | 2,470.0 |
| 现金及现金等价物 | 6,967.6 | 9,283.7 | 11,437.1 | 13,361.9 | 15,364.4 |
| 流动负债 | 4,498.4 | 7,547.9 | 8,819.0 | 10,161.6 | 11,568.2 |
| 银行借款 | 147.9 | 1,243.6 | 1,243.6 | 1,243.6 | 1,243.6 |
| 预收款项 | - | - | - | - | - |
| 贸易及其他应付账款 | 3,977.7 | 5,633.2 | 6,904.3 | 8,246.9 | 9,653.5 |
| 即期税项 | 353.3 | 649.9 | 649.9 | 649.9 | 649.9 |
| 其他 | 19.5 | 21.2 | 21.2 | 21.2 | 21.2 |
| 非流动负债 | 215.3 | 306.5 | 306.5 | 306.5 | 306.5 |
| 带息借款 | - | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 离职后福利及其他长期福利 | - | - | - | - | - |
| 递延税项 | 215.3 | 236.5 | 236.5 | 236.5 | 236.5 |
| 拨备 | - | - | - | - | - |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 资产净额 | 14,360.5 | 16,519.9 | 19,841.5 | 22,760.7 | 25,459.6 |
| 非控股权益 | - | - | 169.5 | 376.5 | 618.0 |
| 权益股东应占总权益 | 14,360.5 | 16,519.9 | 19,671.9 | 22,384.2 | 24,841.7 |

資料來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

| 年結：12月31日 (百萬元人民幣) | FY17A | FY18 | FY19E | FY20E | FY21E |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 息稅前收益 | 4,156.0 | 5,592.2 | 7,021.3 | 8,509.9 | 9,923.8 |
| 折舊和攤銷 | 121.8 | 142.6 | 181.0 | 236.1 | 282.4 |
| 營運資金變動 | 0.7 | 865.7 | (421.2) | (443.7) | (463.8) |
| 稅務開支 | (1,013.1) | (1,288.0) | (1,909.5) | (2,271.7) | (2,650.1) |
| 其他 | (83.9) | (872.7) | 440.0 | 521.9 | 591.2 |
| 經營活動所得現金淨額 | 3,181.5 | 4,439.7 | 5,311.5 | 6,552.6 | 7,683.5 |
| 購置固定資產 | (546.9) | (462.4) | (1,096.8) | (994.6) | (750.5) |
| 聯營公司 | - | - | - | - | - |
| 其他 | (1,031.6) | (738.7) | - | - | - |
| 投資活動所得現金淨額 | (1,578.5) | (1,201.1) | (1,096.8) | (994.6) | (750.5) |
| 股份發行 | 3,435.0 | 4.4 | - | - | - |
| 淨銀行借貸 | 147.9 | 1,165.4 | - | - | - |
| 股息 | (1,936.8) | (2,425.1) | (1,974.5) | (3,546.4) | (4,843.7) |
| 其他 | (1,648.6) | 118.8 | (86.8) | (86.8) | (86.8) |
| 融資活動所得現金淨額 | (2.4) | (1,136.4) | (2,061.3) | (3,633.2) | (4,930.5) |
| 現金增加淨額 | 1,600.5 | 2,102.2 | 2,153.4 | 1,924.9 | 2,002.5 |
| 年初現金及現金等价物 | 5,830.0 | 6,967.6 | 9,283.7 | 11,437.1 | 13,361.9 |
| 匯兌 | (462.9) | 213.9 | - | - | - |
| 年末現金及現金等价物 | 6,967.6 | 9,283.7 | 11,437.1 | 13,361.9 | 15,364.4 |

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

| 年結：12月31日 | FY17A | FY18 | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售組合 (%) | | | | | |
| 鞋類 | 42.2 | 35.8 | 34.6 | 34.3 | 34.3 |
| 服裝 | 54.6 | 61.0 | 62.5 | 63.1 | 63.3 |
| 配飾 | 3.2 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 2.4 |
| 總額 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 49.4 | 52.6 | 53.2 | 53.6 | 54.0 |
| 息稅前利潤率 | 23.9 | 23.7 | 23.8 | 23.9 | 23.7 |
| 稅前利潤率 | 25.8 | 23.9 | 24.3 | 24.6 | 24.4 |
| 淨利潤率 | 18.5 | 17.0 | 17.3 | 17.6 | 17.5 |
| 調整後淨利潤率 | - | - | - | - | - |
| 有效稅率 | 26.7 | 26.6 | 26.5 | 26.0 | 26.0 |
| 增長 (%) | | | | | |
| 收入 | 25.1 | 44.4 | 23.0 | 19.8 | 17.4 |
| 毛利 | 27.6 | 54.0 | 24.3 | 20.9 | 18.3 |
| 息稅前利潤 | 24.5 | 42.9 | 23.7 | 20.2 | 16.6 |
| 淨利潤 | 29.4 | 32.9 | 25.0 | 22.1 | 16.7 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率 (x) | 3.4 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.7 |
| 平均應收賬款周轉天數 | 81.6 | 70.2 | 70.2 | 70.2 | 70.2 |
| 平均應付帳款周轉天數 | 62.5 | 57.3 | 57.3 | 57.3 | 57.3 |
| 平均存貨周轉天數 | 93.1 | 92.5 | 92.5 | 92.5 | 92.5 |
| 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 | 21.5 | 24.8 | 26.1 | 28.0 | 29.4 |
| 資產回報率 | 16.2 | 16.8 | 17.7 | 18.8 | 19.6 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(人民幣) | 1.148 | 1.525 | 1.906 | 2.327 | 3.085 |
| 每股股息(人民幣) | 0.808 | 0.686 | 0.762 | 1.629 | 2.159 |
| 每股賬面值(人民幣) | 6.335 | 6.990 | 8.324 | 9.472 | 10.511 |

資料來源：公司及招銀國際預測

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）發表於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）並沒有在發表研究報告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）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

| | |
|-----|------------------------------|
| 買入 | : 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15% |
| 持有 | : 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價於未來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，本公司及其僱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。

本報告基於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，任何機構或個人於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士。