

安踏體育 (2020 HK)

令人驚嘆的安踏品牌5年目標

維持買入並上調目標價至 212.74 港元，基於 45 倍 22 財年市盈率（因為未來增長有所加快，所以從 43 倍上調）。我們認為安踏新的 5 年目標非常進取（20-25 財年的目標零售流水複合年增長率為 18-25%），增速是歷史上最快，而我們模型只是假設了 68% 的達成率。我們認為現價 37 倍 22 財年市盈率的估值仍然相當吸引，對比李寧/特步/耐克/愛迪達/露露的 49 倍/40 倍/32 倍/30 倍/42 倍。

■ **安踏/ FILA 21 財年 2 季度的零售流水增長符合預期/略低於預期。**安踏/ FILA/ 其他品牌零售流水同比增長為 35-40%/ 30-35%/ 70-75%，符合/ 略低於招銀國際的 38%/ 48% 預期。如果以 19 財年 2 季度為基準，安踏/ FILA 應該有 30% 以上/ 50% 以上的增長，受惠於新疆棉花事件 / 因高基數而略有放緩（FILA 在 20 財年 2 季度已經重回低雙位數增長，而許多其他品牌仍在掙扎）。安踏 / FILA 的庫銷比率相當健康，約為 5/ 6 個月（而正常水準為 5-6/ 6-7 個月），而且目前零售折扣已經比 19 財年 2 季度的水準還要好，我們認為這是直營業務好於預期和安踏品牌在 21 財年上半年的利潤增長的主要原因之一。

■ **安踏品牌新的 5 年目標相當進取。**管理層在近期的投資者日披露了安踏主品牌未來 24 個月的“5 年發展戰略”和“Lead to Win 贏領計畫”，重點包括：1) 創新和研發，2) 跑步、籃球和女性，3) 冬季奧運和高端安踏冠軍店的推出，4) 與 Z 世代的關聯性，5) 直營業務，6) 數位化 7) 兒童和 8) 可持續發展。這個在 20-25 財年達到 18-25% 的零售流水複合年增長的新目標（亦預期市場份額可提高 3-5%）無疑是大超預期的，因為它比之前 15% 的目標（2015 和 2019 投資者日公佈的）和耐克的低雙位數複合年增長率的長期目標要快得多。最重要的是，受惠於直營業務的轉型（預期在 25 財年貢獻約 70% 的銷售）和電商滲透率的提高（預期在 25 財年貢獻約 40% 的銷售），在上市公司層面的實際銷售複合年增長率將在 26-33%，仍遠高於招銀國際模型中估計的 19%（之前為 15%）。此外，考慮到強勁的店效增長目標（複合年增長率為 16-22%）、直營和電商佔比大增，以及 25 財年購物中心門店數量翻倍的目標，我們可以預期未來營業利潤率將出現更多的驚喜。

■ **維持買入，上調目標價至 212.74 港元。**我們維持買入，並上調目標價至 212.74 港元，基於 45 倍 22 財年市盈率（因為未來增長有所加快，所以從 43 倍上調）。我們將 21 財年/22 財年/23 財年的利潤預測微調 -1%/+2%/+5%，考慮到：1) FILA 的增長放緩，2) 門店數量減少，但 3) 更高的店效增長。因為 20-23 財年的利潤複合年增長率可達到 37%，現價 37 倍 22 財年市盈率並不算貴。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	33,928	35,512	47,196	57,608	67,910
同比增長 (%)	40.8	4.7	32.9	22.1	17.9
淨利潤 (百萬人民幣)	5,344	5,162	8,248	10,946	13,270
每股收益 (人民幣)	1.917	1.850	2.957	3.924	4.757
每股收益變動 (%)	25.7	(3.5)	59.8	32.7	21.2
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	n/a	2.938	3.777	4.718
市盈率(x)	79.7	78.9	48.7	36.7	30.3
市帳率(x)	20.5	16.4	12.8	10.2	8.8
股息率 (%)	0.4	0.4	0.5	1.6	2.0
權益收益率 (%)	26.6	21.5	27.0	28.8	29.8
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$212.74
(此前目標價)	HK\$198.84)
潛在升幅	+22.6%
當前股價	HK\$173.50

中國體育用品行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	469,028
3 月平均流通量(百萬港元)	1,28.94
52 周內股價高/低(港元)	190.10/67.90
總股本(百萬)	2,703.3

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠 (CEO),	57.78%
丁世家 (副主席) 及	
賴世賢 (CFO)	
自由流通	42.22%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.3%	16.9%
3-月	28.3%	37.1%
6-月	32.2%	35.8%
12-月	121.3%	113.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	33,928	35,512	47,196	57,608	67,910
鞋類	11,410	12,700	16,510	19,812	23,180
服飾	21,398	21,671	29,476	36,441	43,213
配件	1,120	1,141	1,209	1,355	1,517
銷售成本	(15,269)	(14,861)	(18,849)	(22,466)	(26,097)
毛利	18,659	20,651	28,346	35,142	41,813
其它收入	1,127	1,063	1,602	1,898	2,169
營運支出	(11,034)	(12,888)	(17,367)	(21,065)	(24,911)
折舊和攤銷	(210)	(261)	(454)	(440)	(361)
員工成本	(1,859)	(2,085)	(2,901)	(4,071)	(4,910)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(8,443)	(9,307)	(12,265)	(14,536)	(17,417)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(247)	(940)	(1,357)	(1,542)	(1,660)
其它運營費用	(275)	(294)	(391)	(477)	(563)
息稅前收益	8,752	8,826	12,581	15,974	19,071
融資成本淨額	(110)	(136)	(129)	(10)	95
合資及聯營企業	(633)	(601)	(187)	94	301
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	8,008	8,089	12,266	16,058	19,467
所得稅	(2,384)	(2,520)	(3,312)	(4,175)	(5,061)
減: 非控制股東權益	280	407	706	937	1,136
淨利潤	5,344	5,162	8,248	10,946	13,270

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	8,752	8,826	12,581	15,974	19,071
折舊和攤銷	448	509	709	720	565
營運資金變動	1,178	(3,461)	29	(1,184)	(1,291)
已繳納所得稅	(2,133)	(2,181)	(3,312)	(4,175)	(5,061)
其它	(759)	3,765	395	513	618
經營活動所得現金流	7,485	7,458	10,403	11,848	13,903
資本開支	(11,282)	(785)	(850)	(807)	(815)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(1,783)	(1,138)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(13,06)	(1,923)	(850)	(807)	(815)
股份發行	709	21	-	-	-
淨借貸	7,733	(3,343)	-	-	-
支付股息	(1,417)	(1,404)	(1,734)	(3,462)	(6,799)
其它	(2,356)	5,955	(523)	(523)	(523)
融資活動所得現金淨額	4,670	1,229	(2,257)	(3,985)	(7,322)
現金增加淨額	(910)	6,764	7,296	7,056	5,765
年初現金及現金等價物	9,284	8,221	15,323	22,619	29,676
匯兌	(153)	338	-	-	-
年末現金及現金等價物	8,221	15,323	22,619	29,676	35,441

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	17,898	19,150	19,104	19,285	19,835
固定資產	2,148	2,184	2,607	2,946	3,419
無形資產和商譽	678	1,579	1,296	1,044	821
預付租金	53	46	46	46	46
合資及聯營公司投資	10,551	9,658	9,471	9,565	9,866
其它非流動資產	4,468	5,683	5,683	5,683	5,683
流動資產	23,321	32,717	42,126	52,285	61,248
現金及現金等價物	8,221	15,323	22,619	29,676	35,441
存貨	4,405	5,486	5,422	6,586	7,865
貿易和其他應收款	6,309	6,614	8,790	10,729	12,648
預付款	-	-	-	-	-
其它流動資產	4,386	5,294	5,294	5,294	5,294
流動負債	12,412	11,715	13,857	15,776	17,682
銀行貸款	1,359	1,968	1,968	1,968	1,968
應付款	2,963	2,376	3,014	3,592	4,172
應計費用和其他應付款	5,821	4,572	6,076	7,417	8,743
應付稅款	1,225	1,507	1,507	1,507	1,507
其它流動負債	1,044	1,292	1,292	1,292	1,292
非流動負債	7,746	14,328	14,328	14,328	14,328
銀行貸款	6,644	12,456	12,456	12,456	12,456
遞延收入	-	99	99	99	99
遞延所得稅	256	527	527	527	527
其它	846	1,246	1,246	1,246	1,246
少數股東權益	979	1,811	2,517	3,454	4,590
淨資產總額	20,082	24,013	30,528	38,012	44,483
股東權益	20,082	24,013	30,528	38,012	44,483

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
鞋類	33.6	35.8	35.0	34.4	34.1
服飾	63.1	61.0	62.5	63.3	63.6
配件	3.3	3.2	2.6	2.4	2.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	55.0	58.2	60.1	61.0	61.6
經營利潤率	25.8	24.9	26.7	27.7	28.1
稅前利率	23.6	22.8	26.0	27.9	28.7
淨利潤率	15.8	14.5	17.5	19.0	19.5
有效稅率	27.6	29.0	27.0	26.0	26.0
資產負債比率					
流動比率(X)	1.9	2.8	3.0	3.3	3.5
速動比率(X)	1.5	2.3	2.6	2.9	3.0
現金比率(X)	66	131	163	188	200
平均庫存周轉天數	105	135	105	107	110
平均應收款周轉天數	68	68	68	68	68
平均應付帳款天數	71	58	58	58	58
債務/股本比率(%)	40	60	47	38	32
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	26.6	21.5	27.0	28.8	29.8
資產回報率	13.0	10.0	13.5	15.3	16.4
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.92	1.85	2.96	3.92	4.76
每股股息(人民幣)	0.61	0.58	0.76	2.35	2.85
每股帳面價值(人民幣)	7.43	8.88	11.2	14.0	16.4

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

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	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。招銀國際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。而過去的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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並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國際證券編寫，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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。