

安踏体育 (2020 HK)

令人惊叹的5年增长目标

维持买入并上调目标价至 212.74 港元，基于 45 倍 22 财年市盈率（因为未来增长有所加快，所以从 43 倍上调）。我们认为安踏新的 5 年目标非常进取（20-25 财年的目标零售流水复合年增长率为 18-25%），增速是历史上最快，而我们模型只是假设了 68% 的达成率。我们认为现价 37 倍 22 财市盈率的估值仍然相当吸引，对比李宁/特步/耐克/阿迪达斯/露露的 49 倍/40 倍/32 倍/30 倍/42 倍。

- **安踏/ FILA 21 财年 2 季度的零售流水增长符合预期/略低于预期。**安踏/ FILA/ 其他品牌零售流水同比增长为 35-40%/ 30-35%/ 70-75%，符合/ 略低于招银国际的 38%/ 48% 预期。如果以 19 财年 2 季度为基准，安踏/ FILA 应该有 30% 以上/ 50% 以上的增长，受惠于新疆棉花事件 / 因高基数而略有放缓（FILA 在 20 财年 2 季度已经重回低双位数增长，而许多其他品牌仍在挣扎）。安踏 / FILA 的库销比率相当健康，约为 5/ 6 个月（而正常水平为 5-6/ 6-7 个月），而且目前零售折扣已经比 19 财年 2 季度的水平还要好，我们认为这是直营业务好于预期和安踏品牌在 21 财年上半年利润增长的主要原因之一。
- **安踏品牌新的 5 年目标相当进取。**管理层在近期的投资者日披露了安踏主品牌未来 24 个月的“5 年发展战略”和“Lead to Win 赢领计划”，重点包括：1) 创新和研发，2) 跑步、篮球和女性，3) 冬季奥运和高端安踏冠军店的推出，4) 与 Z 世代的关联性，5) 直营业务，6) 数字化 7) 儿童和 8) 可持续发展。这个在 20-25 财年达到 18-25% 的零售流水复合年增长的新目标（亦预期市场份额可提高 3-5%）无疑是大超预期的，因为它比之前 15% 的目标（2015 和 2019 投资者日公布的）和耐克的低双位数复合年增长率的长期目标要快得多。最重要的是，受惠于直营业务的转型（预期在 25 财年贡献约 70% 的销售）和电商渗透率的提高（预期在 25 财年贡献约 40% 的销售），在上市公司层面的实际销售复合年增长率将在 26-33%，仍远高于招银国际模型中估计的 19%（之前为 15%）。此外，考虑到强劲的店效增长目标（复合年增长率为 16-22%）、直营和电商占比大增，以及 25 财年购物中心门店数量翻倍的目标，我们可以预期未来营业利润率将出现更多的惊喜。
- **维持买入，上调目标价至 212.74 港元。**我们维持买入，并上调目标价至 212.74 港元，基于 45 倍 22 财年市盈率（因为未来增长有所加快，所以从 43 倍上调）。我们将 21 财年/22 财年/23 财年的利润预测微调 -1%/+2%/+5%，考虑到：1) FILA 的增长放缓，2) 门店数量减少，但 3) 更高的店效增长。因为 20-23 财年的利润复合年增长率可达到 37%，现价 37 倍 22 财年市盈率并不算贵。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	33,928	35,512	47,196	57,608	67,910
同比增长 (%)	40.8	4.7	32.9	22.1	17.9
净利润 (百万人民币)	5,344	5,162	8,248	10,946	13,270
每股收益 (人民币)	1.917	1.850	2.957	3.924	4.757
每股收益变动 (%)	25.7	(3.5)	59.8	32.7	21.2
市场每股盈利预测 (人民币)	不适用	n/a	2.938	3.777	4.718
市盈率(x)	79.7	78.9	48.7	36.7	30.3
市帐率(x)	20.5	16.4	12.8	10.2	8.8
股息率 (%)	0.4	0.4	0.5	1.6	2.0
权益收益率 (%)	26.6	21.5	27.0	28.8	29.8
负债比率(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$212.74
(此前目标价)	HK\$198.84)
潜在升幅	+22.6%
当前股价	HK\$173.50

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)	469,028
3 月平均流通量(百万港元)	1,28.94
52 周内股价高/低(港元)	190.10/67.90
总股本(百万)	2,703.3

资料来源：彭博

股东结构

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

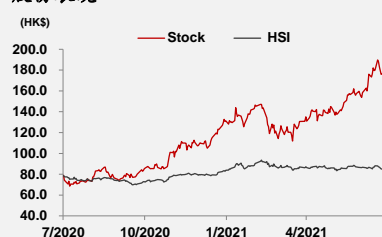
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.3%	16.9%
3-月	28.3%	37.1%
6-月	32.2%	35.8%
12-月	121.3%	113.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

请登录 2021 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>

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	33,928	35,512	47,196	57,608	67,910
鞋类	11,410	12,700	16,510	19,812	23,180
服饰	21,398	21,671	29,476	36,441	43,213
配件	1,120	1,141	1,209	1,355	1,517
销售成本	(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
营运支出	(11,034)	(12,888)	(17,367)	(21,065)	(24,911)
折旧和摊销	(210)	(261)	(454)	(440)	(361)
员工成本	(1,859)	(2,085)	(2,901)	(4,071)	(4,910)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(8,443)	(9,307)	(12,265)	(14,536)	(17,417)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(247)	(940)	(1,357)	(1,542)	(1,660)
其它运营费用	(275)	(294)	(391)	(477)	(563)
息税前收益	8,752	8,826	12,581	15,974	19,071
融资成本净额	(110)	(136)	(129)	(10)	95
合资及联营企业	(633)	(601)	(187)	94	301
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	8,008	8,089	12,266	16,058	19,467
所得税	(2,384)	(2,520)	(3,312)	(4,175)	(5,061)
减: 非控制股东权益	280	407	706	937	1,136
净利润	5,344	5,162	8,248	10,946	13,270

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	8,752	8,826	12,581	15,974	19,071
折旧和摊销	448	509	709	720	565
营运资金变动	1,178	(3,461)	29	(1,184)	(1,291)
已缴纳所得税	(2,133)	(2,181)	(3,312)	(4,175)	(5,061)
其它	(759)	3,765	395	513	618
经营活动所得现金流	7,485	7,458	10,403	11,848	13,903
资本开支	(11,282)	(785)	(850)	(807)	(815)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(1,783)	(1,138)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(13,06)	(1,923)	(850)	(807)	(815)
股份发行	709	21	-	-	-
净借贷	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)
融资活动所得现金净额	4,670	1,229	(2,257)	(3,985)	(7,322)
现金增加净额	(910)	6,764	7,296	7,056	5,765
年初现金及现金等价物	9,284	8,221	15,323	22,619	29,676
汇兑	(153)	338	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,221	15,323	22,619	29,676	35,441

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	17,898	19,150	19,104	19,285	19,835
固定资产	2,148	2,184	2,607	2,946	3,419
无形资产和商誉	678	1,579	1,296	1,044	821
预付租金	53	46	46	46	46
合资及联营公司投资	10,551	9,658	9,471	9,565	9,866
其它非流动资产	4,468	5,683	5,683	5,683	5,683
流动资产	23,321	32,717	42,126	52,285	61,248
现金及现金等价物	8,221	15,323	22,619	29,676	35,441
存货	4,405	5,486	5,422	6,586	7,865
贸易和其他应收款	6,309	6,614	8,790	10,729	12,648
预付款	-	-	-	-	-
其它流动资产	4,386	5,294	5,294	5,294	5,294
流动负债	12,412	11,715	13,857	15,776	17,682
银行贷款	1,359	1,968	1,968	1,968	1,968
应付款	2,963	2,376	3,014	3,592	4,172
应计费用和其他应付款	5,821	4,572	6,076	7,417	8,743
应付税款	1,225	1,507	1,507	1,507	1,507
其它流动负债	1,044	1,292	1,292	1,292	1,292
非流动负债	7,746	14,328	14,328	14,328	14,328
银行贷款	6,644	12,456	12,456	12,456	12,456
递延收入	-	99	99	99	99
递延所得税	256	527	527	527	527
其它	846	1,246	1,246	1,246	1,246
少数股东权益	979	1,811	2,517	3,454	4,590
净资产总额	20,082	24,013	30,528	38,012	44,483
股东权益	20,082	24,013	30,528	38,012	44,483

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
鞋类	33.6	35.8	35.0	34.4	34.1
服饰	63.1	61.0	62.5	63.3	63.6
配件	3.3	3.2	2.6	2.4	2.2
合计	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
经营利润率	25.8	24.9	26.7	27.7	28.1
税前利润率	23.6	22.8	26.0	27.9	28.7
净利润率	15.8	14.5	17.5	19.0	19.5
有效税率	27.6	29.0	27.0	26.0	26.0
资产负债比率					
流动比率(X)	1.9	2.8	3.0	3.3	3.5
速动比率(X)	1.5	2.3	2.6	2.9	3.0
现金比率(X)	66	131	163	188	200
平均库存周转天数	105	135	105	107	110
平均应收帐款周转天数	68	68	68	68	68
平均应付帐款天数	71	58	58	58	58
债务/股本比率(%)	40	60	47	38	32
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	26.6	21.5	27.0	28.8	29.8
资产回报率	13.0	10.0	13.5	15.3	16.4
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.92	1.85	2.96	3.92	4.76
每股股息(人民币)	0.61	0.58	0.76	2.35	2.85
每股账面价值(人民币)	7.43	8.88	11.2	14.0	16.4

资料来源: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于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）没有在有关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。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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个月的潜在变幅在-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上责任。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业务相关业务联系。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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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撰写的报告。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。