

安踏体育 (2020 HK)

忽略短线波动，放眼 21 财年

维持买入评级，并将目标价上调至 150.98 港元，基于 36 倍 22 财年预测市盈率（之前为 32 倍 21 财年预测市盈率）。我们建议投资者不要局限于 20 财年的业绩，而应将重点更多地放在 21 至 22 财年增长计划上（健康的存货水平和较少的折扣，安踏品牌重塑和直营零售改革）。我们认为目前 31 倍 22 财年预测市盈率的估值仍然具有吸引力，相较于李宁/耐克/阿迪达斯/露露的 36/32/27/44 倍。

- **安踏 20 财年四季度略逊预期，因为健康的库存才是头号目标。**安踏品牌四季度零售流水同比增速仅为低单位数，低于中单位数的指引和招银国际预测的 10%，原因是：1) 高于预期的零售折扣（较 19 年四季度高 2-3 个百分点），特别是电子商务（相对于线下折扣通常更高）销售贡献也高于预期，以及 2) 在新冠肺炎爆发后 20 财年四季度订货会订单有向下调整。然而，2020 年 12 月安踏的库销比率已经恢复至约 5 个月（三季度为 6 个月），而四季度售罄率同比提高 9 个百分点。自 21 财年起，安踏将采用新的库销比标准（线下+在线+仓库）进行披露，该标准比旧标准一般会高出 1 个月。
- **四季度 FILA 和其他品牌零售流水增长符合预期，即使有更多的线上促销活动。**尽管双 11 折扣水平高于预期，但四季度 FILA 零售流水同比增长 25% 至 30%，与公司指引和招银国际预测的 30% 一致。四季度 Descente/ Kolon 零售流水分别同比增长 80% 以上/ 30% 至 40%，而且在 20 财年，很有可能实现盈利。
- **21 财年指引保守，但我们对安踏的品牌重塑持有乐观的态度。**管理层预计 21 财年安踏/ FILA 零售流水有望分别实现 10%/20% 以上的同比增长，比较保守，而且因为 21 财年上半年基数低，这意味着 21 财年下半年增速仅为 0-5%。但我们是更加乐观的，因为安踏亦将开始品牌重塑，将进一步升级其产品力和跨界产品流行度、粉丝参与度、营销、体育赛事效力和门店形象等。管理层还预计 2021 年，库存水平应该可以在农历新年后恢复正常，而零售折扣亦将慢慢改善。
- **21-22 财年直营零售业务的利润率将逐步提高。**我们认为直营零售改革是十分关键，特别是：1) 释放安踏 O2O 潜力（之前品牌和分销商之间库存共享十分有限）和 2) 提高其零售店效率（尤其是在上海和武汉等地区）。管理层预计 21 财年/22 财年/中期直营零售的净利润率将逐渐提高至低/中/高单位数。
- **维持买入评级，目标价上调至 150.98 港元。**目标价是基于 36 倍 22 财年预测市盈率（之前为 32 倍 21 财年预测市盈率）。我们将 20/21/22 财年净利润预测上调 1%/2%/5%，考虑到：1) 更快的电商销售增长和 2) 直营零售业务改革的帮助。考虑到 19-22 财年净利润年复合增长率为 25%，当前估值只是相当于 31 倍 22 财年预测市盈率，仍旧吸引。

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	36,521	46,339	54,039
同比增长 (%)	44.4	40.8	7.6	26.9	16.6
净利润 (百万人民币)	4,103	5,344	5,427	7,922	10,290
每股收益 (人民币)	1.525	1.917	1.947	2.841	3.691
每股收益变动 (%)	32.8	25.7	1.6	46.0	29.9
市场每股盈利预测 (人民币)	不适用	不适用	1.922	2.904	3.692
市盈率(x)	75.0	59.7	58.8	40.3	31.0
市帐率(x)	19.5	15.4	12.9	10.3	8.5
股息率 (%)	0.6	0.5	0.5	0.7	2.1
权益收益率 (%)	26.0	26.6	22.7	26.3	28.3
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\$150.98
(此前目标价)	HK\$101.84)
潜在升幅	+16.1%
当前股价	HK\$130.00

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)	351,433
3 月平均流通量(百万港元)	806.32
52 周内股价高/低(港元)	134.90/42.0
总股本(百万)	2,703.3

资料来源：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%

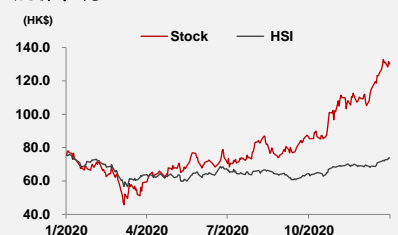
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	18.6%	11.3%
3-月	48.6%	29.7%
6-月	81.6%	65.7%
12-月	72.9%	77.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

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	36,521	46,339	54,039
鞋类	8,631	11,410	12,094	15,360	17,357
服饰	14,70	21,39	23,19	29,67	35,22
配件	759	1,120	1,232	1,306	1,463
销售成本	(11,413)	(15,269)	(16,027)	(19,365)	(21,786)
毛利	12,687	18,659	20,494	26,975	32,253
其它收入	652	1,127	1,183	1,631	1,848
营运支出	(7,748)	(11,034)	(13,160)	(17,198)	(19,902)
折旧和摊销	(159)	(210)	(186)	(227)	(239)
员工成本	(1,238)	(1,859)	(2,145)	(2,831)	(3,251)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(5,655)	(8,443)	(10,307)	(13,488)	(15,678)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(440)	(247)	(225)	(276)	(296)
其它运营费用	(256)	(275)	(296)	(376)	(438)
息税前收益	5,592	8,752	8,518	11,408	14,199
融资成本净额	175	(110)	(13)	80	197
合资及联营企业	-	(633)	(653)	(183)	88
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,767	8,008	7,852	11,305	14,485
所得税	(1,533)	(2,384)	(2,199)	(3,052)	(3,766)
减: 非控制股东权益	131	280	226	330	429
净利润	4,103	5,344	5,427	7,922	10,290

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	8,518	11,408	14,199
折旧和摊销	342	448	328	420	476
营运资金变动	866	1,178	(351)	24	(429)
已缴纳所得税	(1,288)	(2,133)	(2,199)	(3,052)	(3,766)
其它	(1,072)	(759)	268	321	439
经营活动所得现金流	4,440	7,485	6,564	9,120	10,919
资本开支	(1,319)	(11,28)	(3,555)	(1,509)	(1,544)
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)	(13,06)	(3,555)	(1,509)	(1,544)
股份发行	4	709	-	-	-
净借贷	1,165	7,733	(2,000)	-	-
支付股息	(2,425)	(1,417)	(1,547)	(1,747)	(4,084)
其它	119	(2,356)	(281)	(241)	(241)
融资活动所得现金净额	(1,136)	4,670	(3,829)	(1,988)	(4,325)
现金增加净额	2,102	(910)	(819)	5,623	5,050
年初现金及现金等价物	6,968	9,284	8,221	7,401	13,024
汇兑	214	(153)	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,284	8,221	7,401	13,024	18,074

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	20,472	21,378	22,535
固定资产	1,787	2,148	2,940	3,459	3,828
无形资产和商誉	1,106	678	1,113	1,684	2,383
预付租金	367	53	2,053	2,053	2,053
合资及联营公司投资	-	10,551	9,898	9,715	9,803
其它非流动资产	1,830	4,468	4,468	4,468	4,468
流动资产	19,284	23,321	23,628	31,598	38,895
现金及现金等价物	9,284	8,221	7,401	13,024	18,074
存货	2,892	4,405	5,050	5,571	6,387
贸易和其他应收款	4,638	6,309	6,791	8,616	10,048
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	13,187	15,557	17,376
银行贷款	1,244	1,359	1,359	1,359	1,359
应付款	1,792	2,963	3,293	3,979	4,477
应计费用和其他应付款	3,841	5,821	6,266	7,950	9,271
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	5,746	5,746	5,746
银行贷款	70	6,644	4,644	4,644	4,644
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	1,206	1,536	1,964
净资产总额	15,777	20,082	23,962	30,137	36,344
股东权益	15,777	20,082	23,962	30,137	36,344

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	33.1	33.1	32.1
服饰	61.0	63.1	63.5	64.0	65.2
配件	3.2	3.3	3.4	2.8	2.7
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	56.1	58.2	59.7
经营利润率	23.2	25.8	23.3	24.6	26.3
税前利润率	23.9	23.6	21.5	24.4	26.8
净利润率	17.0	15.8	14.9	17.1	19.0
有效税率	26.6	27.6	25.9	26.6	26.2
资产负债比率					
流动比率(X)	2.6	1.9	1.8	2.0	2.2
速动比率(X)	2.2	1.5	1.4	1.7	1.9
现金比率(X)	123	66	56	84	104
平均库存周转天数	93	105	115	105	107
平均应收款周转天数	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	25	20	17
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	22.7	26.3	28.3
资产回报率	16.8	13.0	12.3	15.0	16.8
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.53	1.92	1.95	2.84	3.69
每股股息(人民币)	0.68	0.61	0.53	0.78	2.35
每股账面价值(人民币)	5.87	7.43	8.87	11.1	13.4

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商投资者

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的分析員，未在美國金融業監督局(“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。接收本報告的美商收件人如想根據本報告中提供的信息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。

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。