

安踏体育 (2020 HK)

四季度增长强劲；可转债利好利润

维持买入评级，但目标价微调至90.26港元，基于20倍20财年预测市盈率不变。尽管20财年一季度对公司来说或会有挑战，但我们仍然对安踏的执行能力充满信心。虽然股份有潜在摊薄可能，但我们认为可转债可降低经常性利息成本，有利利润。公司现时估值是25.1倍市盈率及1.2倍的三年PEG，对比国际同业平均的26.7倍和1.6倍，我们认为十分吸引。

- **19财年四季度零售略胜预期。**安踏/FILA/其他品牌在19财年四季度的零售销售增长达到高双位数/50-55%/25-30%（对比19财年三季度的中双位数/50-55%/30-35%），略高于招银国际证券预测的高双位数/40-50%/30-35%。
- **天气不利行业销情，但公司增长出色。**由于19财年四季度天气较热（高于18财年四季度1-2度），我们观察到行业整体库存大增。因此，安踏/FILA品牌增长加速/维持增长实在难得，管理层将其归因于：1) 冬季产品提早推出和2) 促销力度稍为加大（安踏/FILA在19财年四季度的零售折扣较去年同期下降2/1个百分点）。虽然我们相信FILA整体增长从18财年的100%下降至19财年的70%，但其每家门店的销售增长仅从40%下降至30%（根据FILA分销商的回购进行了调整）。在19财年门店增长数量放缓至只有同比18%的情况下（相对18财年同比增长52%），其销售数字仍属不俗。销售势头维持强劲，因此我们对公司20财年收入增长仍充满信心。
- **通过发行可转债，节省可观财务成本。**2020年1月14日，公司以面值102.5%的价格出售五年期零息可转债，转换溢价40%，总规模为10亿欧元。我们认为公司减少短期财务成本的做法明智（去年为收购Amer而贷款8.5亿欧元，利息率2.3%，一年财务成本共1.5亿元人民币），尽管可能摊薄股份（发行新股8,200万或占公司股份总发行量~3.1%）。另外，可转债的高端价格定位，反映了市场对可转债的欢迎。根据安踏的信贷状况和彭博的波幅数据，我们相信投资者对可转债的兴趣颇大，因可转债的估值吸引，尤其是其认购期权的价值相当于面值的25%。
- **维持买入评级，目标价微调至90.26港元。**我们维持买入评级，并将目标价微调至90.26港元，基于30倍20财年预测市盈率不变，相当于1.5倍的三年PEG。公司估值现为25.1倍市盈率或1.2倍PEG，十分有吸引力。我们下调19/20/21财年摊薄后每股盈利预测8.8%/1.3%/0.1%，以反映1) 股份完全摊薄后的股数增加，以及2) 公司发行可转债后可立刻偿还5亿欧元债务。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	16,692	24,100	33,309	41,589	48,896
同比增长(%)	25.1	44.4	38.2	24.9	17.6
净利润(百万人民币)	3,088	4,103	5,381	7,382	9,115
每股收益(人民币)	1.148	1.525	1.930	2.648	3.269
每股收益变动(%)	21.0	32.8	26.5	37.2	23.5
市盈率(x)	55.5	43.5	34.4	25.1	20.3
市帐率(x)	12.5	11.3	9.4	7.5	6.4
股息率(%)	1.3	1.0	1.2	1.6	3.4
权益收益率(%)	26.6	27.8	30.8	34.2	35.0
财务杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$90.26
(此前目标价)	HK\$91.46)
潜在升幅	+19.6%
当前股价	HK\$75.45

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)	203,862
3月平均流通量(百万港元)	419.86
52周内股价高/低(港元)	79.9/34.8
总股本(百万)	2,701.9

数据源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO)和	61.06%
丁世家(副主席)	
赖世贤(CFO)	
自由流通	38.94%

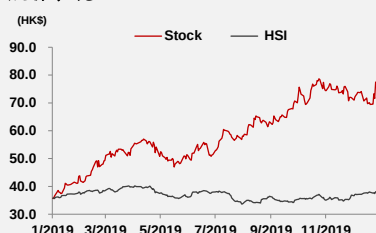
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.9%	0.6%
3-月	7.7%	-1.1%
6-月	46.6%	44.5%
12-月	115.0%	95.7%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：毕马威

近期报告

1. 安踏体育 (2020 HK) - 超预期的FILA增长和经营杠杆 - 2019年10月17日
2. 安踏体育 (2020 HK) - 尽管收购有所成本，但业绩和指引仍然亮丽 - 2019年8月27日

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	16,692	24,100	33,309	41,589	48,896
鞋类	7,049	8,631	10,78	13,05	15,14
服饰	9,116	14,709	21,49	27,36	32,51
配件	528	759	1,025	1,169	1,239
销售成本	(8,451)	(11,413)	(15,226)	(18,585)	(21,545)
毛利	8,241	12,687	18,083	23,004	27,351
其它收入	625	652	1,113	1,306	1,477
营运支出	(4,710)	(7,748)	(10,626)	(13,572)	(16,006)
折旧和摊销	(146)	(175)	(223)	(286)	(335)
员工成本	(942)	(1,238)	(1,800)	(2,267)	(2,711)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(3,122)	(5,639)	(7,661)	(9,835)	(11,569)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(281)	(440)	(588)	(742)	(871)
其它运营费用	(219)	(256)	(354)	(442)	(520)
息税前收益	4,156	5,592	8,570	10,738	12,821
融资成本净额	155	175	(108)	(229)	(44)
合资及联营企业	-	-	(633)	83	122
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	4,311	5,767	7,829	10,592	12,899
所得税	(1,152)	(1,533)	(2,270)	(2,966)	(3,483)
减: 非控制股东权益	71	131	178	244	301
净利润	3,088	4,103	5,381	7,382	9,115

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	4,156	5,592	8,570	10,738	12,821
折旧和摊销	234	278	357	466	555
营运资金变动	1	866	(672)	(598)	(527)
已缴纳所得税	(1,013)	(1,288)	(2,270)	(2,966)	(3,483)
其它	(196)	(1,008)	216	170	192
经营活动所得现金流	3,181	4,440	6,200	7,810	9,558
资本开支	(675)	(1,319)	(14,232)	(1,165)	(880)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(903)	118	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,579)	(1,201)	(14,23)	(1,165)	(880)
股份发行	3,435	4	-	-	-
净借贷	148	1,165	7,300	(5,000)	-
支付股息	(1,937)	(2,425)	(1,999)	(2,585)	(5,001)
其它	(1,649)	119	(324)	(399)	(236)
融资活动所得现金净额	(2)	(1,136)	4,977	(7,984)	(5,237)
现金增加净额	1,601	2,102	(3,056)	(1,339)	3,441
年初现金及现金等价物	5,830	6,968	9,284	6,228	4,889
汇兑	(463)	214	-	-	-
年末现金及现金等价物	6,968	9,284	6,228	4,889	8,330

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	3,632	5,090	18,333	19,115	19,562
固定资产	1,203	1,787	2,701	3,436	3,792
无形资产和商誉	1,136	1,170	1,132	1,095	1,064
预付租金	105	367	13,367	13,367	13,367
合资及联营公司投资	-	-	(633)	(550)	(427)
其它非流动资产	1,188	1,766	1,766	1,766	1,766
流动资产	15,442	19,284	18,967	20,074	25,670
现金及现金等价物	6,968	9,284	6,228	4,889	8,330
存货	2,155	2,892	3,859	4,710	5,460
贸易和其他应收款	3,733	4,638	6,411	8,004	9,410
预付款	-	-	-	-	-
其它流动资产	2,586	2,470	2,470	2,470	2,470
流动负债	4,498	7,548	9,614	11,462	13,091
银行贷款	148	1,244	1,244	1,244	1,244
应付款	1,447	1,792	2,391	2,919	3,383
应计费用和其他应付款	2,531	3,841	5,309	6,628	7,793
应付税款	353	650	650	650	650
其它流动负债	19	21	21	21	21
非流动负债	215	306	7,606	2,606	2,606
银行贷款	-	70	7,370	2,370	2,370
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	215	236	236	236	236
其它	-	-	-	-	-
少数股东权益	654	743	920	1,165	1,466
净资产总额	13,706	15,777	19,159	23,955	28,069
股东权益	13,706	15,777	19,159	23,955	28,069

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
鞋类	42.2	35.8	32.4	31.4	31.0
服饰	54.6	61.0	64.5	65.8	66.5
配件	3.2	3.2	3.1	2.8	2.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	49.4	52.6	54.3	55.3	55.9
经营利润率	24.9	23.2	25.7	25.8	26.2
税前利率	25.8	23.9	23.5	25.5	26.4
净利润率	18.5	17.0	16.2	17.7	18.6
有效税率	26.7	26.6	26.8	28.2	27.3
资产负债比率					
流动比率(X)	3.4	2.6	2.0	1.8	2.0
速动比率(X)	3.0	2.2	1.6	1.3	1.5
现金比率(X)	155	123	65	43	64
平均库存周转天数	93	93	93	93	93
平均应收款周转天数	82	70	70	70	70
平均应付帐款天数	62	57	57	57	57
债务/股本比率(%)	1	8	45	15	13
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	22.5	26.0	28.1	30.8	32.5
资产回报率	16.2	16.8	14.4	18.8	20.2
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.15	1.53	1.93	2.65	3.27
每股股息(人民币)	0.81	0.69	0.77	1.06	2.29
每股账面价值(人民币)	5.11	5.87	7.09	8.87	10.3

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀國際證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責任。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，未经招銀國際證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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。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。

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責任。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。