

安踏體育 (2020 HK)

另一個出色的季度，基本面保持穩健

- 零售流水增長在第3季度有所加速，而庫存水平保持健康，零售折扣亦有改善。安踏品牌18財年3季度的零售流水增長達中雙位數，較18財年2季度略有加速，而非安踏品牌在3季度同比增長90至95%（FILA和Descente分別增長超過90%和200%），增速與2季度接近。安踏主品牌/兒童/電商的同比增長分別為低雙位數/超過25%/超過20%（18財年第2季度為高單位數/超過40%/超過30%）。我們認為電商銷售增長的輕微放緩不應該成為一個問題，因為3季度的收入占比為全年中最低（缺少了農曆新年，618，雙11等節日）。安踏/FILA的庫銷比為4/5個月（一般水平為4-5個月/6-7個月），而零售折扣實際上有所改善，升至74折（較17財年3季度改善了2百分點），說明目前的零售管道是十分健康。
- 管理層重申了其對18財年下半年的正面的看法，同時我們亦相信更好的產品，管道，品牌行銷和門店形式升級可以推動18財年4季度零售流水的良好增長。管理層重申了“不慢於18財年上半年”的下半年銷售增長目標，我們認為這是合理的，主要受惠於1) FILA鞋類的持續增長，更多成功的明星產品，如在18財年秋季推出的FILA破壞者II這款鞋（儘管其零售價超過1,100元人民幣，但在不到一個季度的時間內，在天貓已經售出了超過6,000多雙），2) 更好的銷售管道結構（商場或百貨的門店占比在18財年3季度已經達到28%，較17財年3季度增加了4至5百分點），3) 2018年9月23日FILA參與了米蘭時裝周的活動（該活動由FILA Korea和Anta聯合舉辦），相信對品牌推廣有正面的推動，4) 更多推廣大型的門店，而這些門店一般能容納更多SKUs和產品品類，所以平均店效將有所提升。由於19財年的基數會變得更高，所以如果FILA的增長率出現放緩，其實投資者不應該感到擔心，我們和市場預期預測比較保守，同比增長分別只有30%和約30-40%。
- 投資者可能會擔心潛在的並購帶來的負面影響，和現金流質量和庫存水平的變差，但我們認為不必過分擔憂。如果真的成功收購Amer Sports，安踏很可能會在短期內減少派息，但是我們認為，安踏的賣點從來都不是其股息率（歷史收益率僅為3.3%），反而是其長期而穩定的增長，因此收購Amer Sports是十分符合這個理念的。關於現金流和庫存品質，安踏最近採取了各種有針對性的措施，以便更有效使用和回收現金，與相當多的經銷商和供應商進行了重新談判，以確保更好的信貸和付款條件，因此我們期待在18財年下半年，會看到一組比2018年上半年更穩健的資產負債表資料。
- 維持買入評級及目標價。我們仍然看好安踏的多品牌擴張故事，維持對安踏的買入評級和50.50港元的目標價，基於27.5倍的18財年預測市盈率。以現價計算，安踏的增長率很快（17至20財年的淨利潤年複合增長率為28%）以及估值相當吸引，18財年/19財年的預測市盈率為16.5倍/13.1倍，遠低於國際同業平均的23.8倍/20.4倍，同時PEG為0.59倍，國際同業為0.9倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
淨利潤(百萬人民幣)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益(人民幣)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益變動(%)	16.5	21.0	37.5	26.1	21.1
市盈率(x)	28.6	22.3	16.5	13.1	10.8
市帳率(x)	6.9	4.8	4.4	3.9	3.5
股息率(%)	2.6	3.3	4.4	5.6	6.8
權益收益率(%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$50.50
(前目標價)	HK\$50.50)
潛在升幅	+66.4%
當前股價	HK\$30.35

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)	81,486
3月平均流通量(百萬港元)	329.64
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%

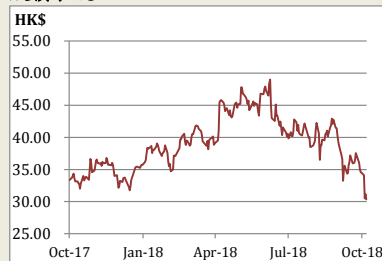
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-16.5%	-15.1%
3-月	-23.8%	-17.2%
6-月	-31.5%	-19.2%

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,345.8	16,692.5	24,060.8	29,316.1	34,840.6
鞋類	6,000.8	7,048.8	8,564.3	10,063.0	11,874.4
服裝	6,885.7	9,116.1	14,784.3	18,469.6	22,073.0
配飾	459.3	527.6	712.3	783.5	893.2
銷售成本	(6,886.7)	(8,451.3)	(11,043.5)	(13,395.4)	(15,839.7)
毛利	6,459.0	8,241.1	13,017.4	15,920.8	19,000.9
其他收入	259.8	457.9	539.0	627.4	710.7
銷售費用	(2,830.8)	(3,809.3)	(6,479.3)	(7,806.2)	(9,159.8)
一般及行政費用	(684.6)	(901.0)	(1,234.1)	(1,542.5)	(1,876.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	3,203.4	3,988.7	5,842.9	7,199.4	8,675.8
淨融資成本	107.5	321.8	152.1	256.8	289.7
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,310.9	4,310.6	5,995.1	7,456.2	8,965.5
所得稅	(866.3)	(1,151.7)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
非控制股東權益	(59.0)	(71.0)	(100.0)	(126.1)	(152.7)
淨利潤	2,385.5	3,087.8	4,246.4	5,354.2	6,481.8

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,770.4	3,632.3	3,909.5	4,259.3	4,673.0
物業、廠房及設備	1,170.4	1,203.1	1,506.1	1,880.4	2,317.4
無形資產和商譽	477.5	705.3	684.0	664.0	645.2
土地使用權	341.8	430.7	426.2	421.8	417.3
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	399.4	105.4	105.4	105.4	105.4
遞延稅項資產	-	-	-	-	-
其他	381.4	1,187.7	1,187.7	1,187.7	1,187.7
流動資產	11,453.1	15,441.9	18,540.4	21,415.7	24,618.5
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,294.9	2,155.3	2,571.8	3,119.5	3,688.7
貿易及其他應收賬款	2,641.2	3,732.7	4,944.0	6,023.9	7,159.0
受限制銀行結餘	1,687.0	2,586.4	2,586.4	2,586.4	2,586.4
現金及現金等價物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4
流動負債	4,272.5	4,498.4	6,044.8	7,241.2	8,494.0
銀行借款	937.7	147.9	147.9	147.9	147.9
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	3,060.1	3,977.7	5,524.1	6,720.5	7,973.3
即期稅項	267.2	353.3	353.3	353.3	353.3
其他	7.5	19.5	19.5	19.5	19.5
非流動負債	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
帶息借款	-	-	-	-	-
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	14.4	215.3	215.3	215.3	215.3
撥備	-	-	-	-	-
其他	40.3	-	-	-	-
資產淨額	9,896.3	14,360.5	16,189.8	18,218.6	20,582.2
非控股權益	-	-	100.0	226.1	378.8
權益股東應占總權益	9,896.3	14,360.5	16,089.8	17,992.5	20,203.4

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	3,233.5	4,156.0	5,794.8	7,228.7	8,710.6
折舊和攤銷	100.0	121.8	145.2	174.0	211.3
營運資金變動	694.2	0.7	(81.3)	(431.2)	(451.5)
稅務開支	(948.2)	(1,013.1)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
其他	(611.9)	(83.9)	336.7	383.5	436.8
經營活動所得現金淨額	2,467.6	3,181.5	4,546.7	5,379.1	6,576.1
購置固定資產	(572.6)	(546.9)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	58.1	(1,031.6)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(514.5)	(1,578.5)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
股份發行	15.0	3,435.0	-	-	-
淨銀行借貸	937.7	147.9	-	-	-
股息	(1,540.9)	(1,936.8)	(2,517.1)	(3,451.5)	(4,270.9)
其他	(810.1)	(1,648.6)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
融資活動所得現金淨額	(1,398.2)	(2.4)	(2,522.7)	(3,457.1)	(4,276.4)
現金增加淨額	554.8	1,600.5	1,470.7	1,247.8	1,498.4
年初現金及現金等價物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0
匯兌	109.3	(462.9)	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
鞋類	45.0	42.2	35.6	34.3	34.1
服裝	51.6	54.6	61.4	63.0	63.4
配飾	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	48.4	49.4	54.1	54.3	54.5
息稅前利潤率	24.0	23.9	24.3	24.6	24.9
稅前利潤率	24.8	25.8	24.9	25.4	25.7
淨利潤率	17.9	18.5	17.6	18.3	18.6
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	26.2	26.7	27.5	26.5	26.0
增長（%）					
收入	20.0	25.1	44.1	21.8	18.8
毛利	24.6	27.6	58.0	22.3	19.3
息稅前利潤	18.8	24.5	46.5	23.2	20.5
淨利潤率	16.9	29.4	37.5	26.1	21.1
資產負債比率					
流動比率（x）	2.7	3.4	3.1	3.0	2.9
平均應收賬款周轉天數	72.2	81.6	75.0	75.0	75.0
平均應付賬款周轉天數	48.3	62.5	62.0	62.0	62.0
平均存貨周轉天數	68.6	93.1	85.0	85.0	85.0
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	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
資產回報率	16.8	16.2	18.9	20.9	22.1
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股股息（人民幣）	0.698	0.845	1.161	1.464	1.773
每股賬面值（人民幣）	4.417	6.335	6.969	7.793	8.751

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 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。

本報告基于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，任何機構或個人于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 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。