

安踏體育 (2020 HK)

儘管收購有所成本，但業績和指引仍然亮麗

維持買入並上調目標價至 71.46 港元，基於 25 倍 20 財年預測市盈率（從 19 財年推至 2020 財年）。我們相信公司將保持強勁銷售勢頭，下半年淨利潤增長將加快。公司現估值相等於 20 財年預測市盈率 21 倍，對應 1 倍的 3 年 PEG，十分吸引，相對同業平均值的 22 倍和 1.4 倍。

- **上半年業績符合預期。**淨利潤同比增長 27% 至 24.83 億元人民幣，符合招銀國際的預測，以及其發出盈喜時所公佈的同比增長 25%+。
- **.....但營業收入仍然亮麗。**撇除合營公司對亞瑪芬體育的影響（自二季度以來約 4.92 億元人民幣虧損已併表，因二季度通常為虧損季度），營業利潤實際上同比上升 58%，主要受惠於：1) 銷售增長迅速（安踏/FILA/其他品牌上升 18%/80%/36%），2) 政府補助增加（主要在 19 財年上半年），3) 由於代言人克萊·湯普森膝蓋受傷後取消中國行程，因此免卻相當大部份的廣告費用，廣告及宣傳費用因而低於預期（19 年上半年降至 10%，而去年同期為 11.7%）。
- **安踏及 FILA 19 財年下半年增長指引維持強勁。**FILA（經典/童裝/潮牌/電商分別實現 65%/75-80%/30 倍/100% 的零售增長）和安踏（成人/兒童/電商分別實現低雙位數/35-40%/高雙位數的零售增長）在上半年增長持續強勁，管理層現預計 FILA/安踏在 2019 年下半年銷售增長 50%+/加速（招銀國際預測：19%），主要受益於 1) 2019 年 7 至 8 月的良好增長勢頭，2) 公司回購以前由 FILA 分銷商擁有的門店，以及 3) 進一步門店擴張（FILA 增至 1,900-2,000 家門店；安踏增至 10,300-10,400 家，分別增長 18% 和 2%）。
- **.....下半年經營利潤率至少保持穩定。**雖然 2019 上半年經營利潤率增長 3.3 個百分點至 28.7%，我們預計 2019 年下半年經營利潤率仍至少穩定在 22.1%，相比去年同期的 22.2%，主要因為：1) 一系列營銷活動即將推出，如 FILA 和安踏兒童時裝秀，東京奧運會等，2) 安踏的上海辦公樓仍在建設，公司將僱用更多員工，3) 預計政府補助將減少。假如銷售增長再次超過預期，經營利潤率將相應提高。我們預期淨利潤增長甚至會提速（招銀國際預測：36%），因為合營公司拖累情況將有所逆轉，而迪桑特將在下半年開始貢獻更高利潤。
- **維持買入並上調目標價至 71.46 港元。**我們維持買入並上調目標價至 71.46 港元，基於 25 倍 20 財年預測市盈率（從 19 財年推至 2020 財年），對應 1.2 倍 3 年 PEG。公司現估值相等於 20 財年預測市盈率 21 倍，對應 1 倍 3 年的 PEG，十分吸引。我們將 19/20/21 財年每股盈利預測上調 2.8%/2.2%/4.8%，以反映 1) FILA 和安踏好於預期的銷售增長，以及 2) 較預期理想的規模經濟和經營槓桿。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	16,692	24,100	31,904	39,520	46,332
淨利潤 (百萬人民幣)	25.1	44.4	32.4	23.9	17.2
每股收益 (人民幣)	3,088	4,103	5,427	6,766	8,203
每股收益變動 (%)	1.148	1.525	2.018	2.516	3.050
市盈率 (x)	21.0	32.8	32.3	24.7	21.2
市帳率 (x)	45.0	35.3	26.7	21.4	17.7
股息率 (%)	9.7	8.8	7.3	6.0	5.2
權益收益率 (%)	1.6	1.3	1.5	1.9	4.0
財務槓杆 (x)	25.5	26.6	29.8	30.7	31.6
營業額 (百萬人民幣)	淨現金	淨現金	2.3	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$71.46
(此前目標價)	HK\$69.91
潛在升幅	+16.7%
當前股價	HK\$61.25

中國體育用品行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	165.452
3 月平均流通量(百萬港元)	416.60
52 周內股價高/低(港元)	63.0/29.05
總股本(百萬)	2,701.3

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠(CEO) 和 丁世家(副主席)	62.06%
賴世賢(CFO)	
自由流通	37.94%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.8%	12.6%
3-月	23.9%	31.9%
6-月	39.2%	56.0%
12-月	52.6%	64.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

安踏體育 (2020 HK) - 19 財年增長目標保守但合理 - 2019 年 2 月 28 日

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	16,692	24,100	31,904	39,520	46,332
鞋類	7,049	8,631	10,617	12,634	14,655
服飾	9,116	14,709	20,452	25,934	30,667
配件	528	759	835	952	1,009
銷售成本	(8,451)	(11,413)	(14,682)	(17,651)	(20,413)
毛利	8,241	12,687	17,221	21,869	25,919
其它收入	625	652	906	1,241	1,399
營運支出	(4,710)	(7,748)	(10,149)	(13,087)	(15,468)
折舊和攤銷	(146)	(175)	(221)	(281)	(327)
員工成本	(942)	(1,238)	(1,739)	(2,191)	(2,613)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(3,122)	(5,639)	(7,278)	(9,480)	(11,200)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(281)	(440)	(572)	(715)	(836)
其它運營費用	(219)	(256)	(339)	(420)	(493)
息稅前收益	4,156	5,592	7,978	10,023	11,850
融資成本淨額	155	175	(113)	(354)	(288)
合資及聯營企業	-	-	32	40	46
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	4,311	5,767	7,897	9,708	11,608
所得稅	(1,152)	(1,533)	(2,290)	(2,718)	(3,134)
減: 非控制股東權益	71	131	179	224	271
淨利潤	3,088	4,103	5,427	6,766	8,203

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	4,156	5,592	7,978	10,023	11,850
折舊和攤銷	234	278	354	458	542
營運資金變動	1	866	(573)	(538)	(492)
已繳納所得稅	(1,013)	(1,288)	(2,290)	(2,718)	(3,134)
其它	(196)	(1,008)	211	207	273
經營活動所得現金流	3,181	4,440	5,679	7,431	9,039
資本開支	(675)	(1,319)	(14,18)	(1,107)	(834)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(903)	118	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,579)	(1,201)	(14,180)	(1,107)	(834)
股份發行	3,435	4	-	-	-
淨借貸	148	1,165	7,300	-	-
支付股息	(1,937)	(2,425)	(2,052)	(2,512)	(4,655)
其它	(1,649)	119	(324)	(561)	(561)
融資活動所得現金淨額	(2)	(1,136)	4,924	(3,073)	(5,216)
現金增加淨額	1,601	2,102	(3,577)	3,251	2,989
年初現金及現金等價物	5,830	6,968	9,284	5,707	8,958
匯兌	(463)	214	-	-	-
年末現金及現金等價物	6,968	9,284	5,707	8,958	11,947

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	3,632	5,090	18,948	19,636	19,975
固定資產	1,203	1,787	2,652	3,337	3,660
無形資產和商譽	1,136	1,170	1,132	1,095	1,064
預付租金	105	367	13,367	13,367	13,367
合資及聯營公司投資	-	-	32	71	118
其它非流動資產	1,188	1,766	1,766	1,766	1,766
流動資產	15,442	19,284	18,038	23,508	28,508
現金及現金等價物	6,968	9,284	5,707	8,958	11,947
存貨	2,155	2,892	3,721	4,473	5,174
貿易和其他應收款	3,733	4,638	6,140	7,606	8,917
預付款	-	-	-	-	-
其它流動資產	2,586	2,470	2,470	2,470	2,470
流動負債	4,498	7,548	9,305	10,985	12,505
銀行貸款	148	1,244	1,244	1,244	1,244
應付款	1,447	1,792	2,306	2,772	3,206
應計費用和其他應付款	2,531	3,841	5,085	6,299	7,384
應付稅款	353	650	650	650	650
其它流動負債	19	21	21	21	21
非流動負債	215	306	7,606	7,606	7,606
銀行貸款	-	70	7,370	7,370	7,370
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	215	236	236	236	236
其它	-	-	-	-	-
少數股東權益	-	-	179	403	674
淨資產總額	14,361	16,520	19,895	24,149	27,697
股東權益	14,361	16,520	19,895	24,149	27,697

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
鞋類	42.2	35.8	33.3	32.0	31.6
服飾	54.6	61.0	64.1	65.6	66.2
配件	3.2	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	49.4	52.6	54.0	55.3	55.9
經營利潤率	24.9	23.2	25.0	25.4	25.6
稅前利率	25.8	23.9	24.8	24.6	25.1
淨利潤率	18.5	17.0	17.0	17.1	17.7
有效稅率	26.7	26.6	29.1	28.1	27.1
資產負債比率					
流動比率(x)	3.4	2.6	1.9	2.1	2.3
速動比率(x)	3.0	2.2	1.5	1.7	1.9
現金比率(x)	155	123	61	82	96
平均庫存周轉天數	93	93	93	93	93
平均應收款周轉天數	82	70	70	70	70
平均應付帳款天數	62	57	57	57	57
債務/股本比率(%)	1	8	43	36	31
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	2	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	21.5	24.8	27.3	28.0	29.6
資產回報率	16.2	16.8	14.7	15.7	16.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.15	1.53	2.02	2.52	3.05
每股股息(人民幣)	0.81	0.69	0.81	1.01	2.13
每股帳面價值(人民幣)	5.35	6.15	7.41	8.99	10.3

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。報告所載數據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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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士。