

安踏體育 (2020 HK)

沽空機構老調重彈

概要。基於 25 倍 19 財年預測市盈率，我們維持買入並上調目標價至 55.53 港元（預計 19 財年公司增長比預期更快，因此從 24 倍向上微調）。我們認為沽空機構的指控只是老調重彈，安踏亦再一次就指控內容清楚作出解釋。考慮到公司 FILA 品牌超預期的增長勢頭和安踏品牌電商銷售增長於 19 財年二季度逐漸恢復，我們對安踏 19 財年上半年的業績仍然樂觀。

- **管理層清楚解釋 FILA 中國銷售數字。**我們認為 Blue Orca 的主要論述與過去一些沽空機構的大同小異（例如去年 GMT 的報告），而其假設更是不正確的。管理層就下列的質疑（尤其是中國 FILA 銷售）提供了實質響應：
 - #1: 18 財年的銷售額高於韓國 FILA 的批發銷售額；
 - #2: 17 財年的銷售額高於國家工商總局的紀錄；
 - #3: 每家商店的平均銷售額高於臺灣/韓國 FILA 和中國 Nike/Adidas；
 - #4: 首席財務官和獨立非執董的頻繁人事變動。
- **Chip Wilson (Lululemon 的創始人，現已退休) 以溢價投資安踏。**他以每股 49.11 港元購買 1584.2 萬新股（約增發後總股本的 0.59%），總代價為 7.78 億港元（較上一天收市價有約 5% 溢價）。根據安踏的說法，Chip Wilson 本希望獲得更多 Amer 的股份，但最後卻不能。但經過與團隊數個月的合作，他決定投資於安踏，以進一步加強雙方的合作關係。處理整個增發過程需時約一個月。
- **19 財年二季度零售增長趨勢良好，安踏電商增長重返軌道，FILA 勢頭持續。**我們預計安踏/FILA 在 19 財年二季度的零售銷售將錄得中雙位數/50% 增長（一季度為低雙位數/70%）。安踏管理層強調，重新與唯品會就合同內容談判後，安踏的電商銷售增長和利潤率可能會在二季度回升，而中國 FILA 在 19 財年上半年的銷售增長仍可能受到 18 財年下半年快速開店的支持。
- **維持買入並上調目標價至 55.53 港元。**我們維持買入並上調目標價至 55.53 港元，基於 25 倍 19 財年預測市盈率（由於 19 財年預測每股盈利增長比預期更快，自 24 倍向上微調），相當於 1.2 倍 3 年 PEG。公司估值具有吸引力，目前市盈率為 21.6 倍，或 1.0 倍 PEG。我們將 19/20/21 財年每股盈利預測修正 +2.5%/+0.1%/-0.1%，以反映 1) 19 財年上半年 FILA 增長勢頭超預期，2) 安踏電商 19 財年一季度銷售增長放緩但利潤率有所改善，以及 3) Amer Sports 收購所導致的財務及並購相關成本增加。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	16,692	24,100	30,039	35,946	41,782
同比增長 (%)	25.1	44.4	24.6	19.7	16.2
淨收入(百萬元人民幣)	3,088	4,103	5,257	6,263	7,297
每股盈利(元人民幣)	1.360	1.733	2.221	2.646	3.083
每股盈利變動 (%)	28.3	27.4	28.1	19.1	16.5
市盈率(倍)	35.3	27.7	21.6	18.1	15.6
市帳率(倍)	7.6	6.9	5.7	4.8	4.2
股息率 (%)	2.0	1.6	1.9	2.2	4.5
權益收益率 (%)	25.5	26.6	29.0	28.8	28.9
不良貸款率 (%)	淨現金	淨現金	1.9	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\$55.53
(此前目標價)	HK\$52.00)
潛在升幅	+15.7%
當前股價	HK\$48.00

中國體育用品行業

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	128,897
3 月平均流通量(百萬元港元)	339.30
52 周內股價高/低(港元)	59.4/29.05
總股本(百萬)	2,701.2

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠先生(CEO), 丁世家先生(副主席)賴世賢先生(CFO)	62.06%
家族	
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	-14.6%	-4.9%
3-月	2.5%	9.7%
6-月	35.0%	33.0%
12-月	2.6%	16.3%

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

1. 安踏體育 (2020 HK) - 19 財年增長目標保守但合理 - 2019 年 2 月 28 日
2. 中國運動用品及服裝行業 - 優質化與數字化驅動增長：國內頂尖品牌成贏家 - 2019 年 1 月 23 日

盈利預測

圖 1: 盈利預測

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,260	11,721	13,190	1.2%	3.9%	4.0%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,102	6,061	6,840	1.2%	4.4%	5.8%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,295	1,697	2,121	4.0%	7.3%	8.4%
Net profit	902	1,257	1,621	865	1,169	1,494	4.2%	7.5%	8.5%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.081	0.109	0.140	4.2%	7.5%	8.5%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	49.7%	51.7%	51.9%	0ppt	0.3ppt	0.9ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.6%	14.5%	16.1%	0.3ppt	0.5ppt	0.7ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.4%	10.0%	11.3%	0.3ppt	0.3ppt	0.5ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

RMB mn	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,232	12,204	14,542	1.5%	-0.2%	-5.6%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,241	6,413	7,671	-1.5%	-1.3%	-5.7%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,252	1,641	1,966	7.6%	11.0%	16.9%
Net profit	902	1,257	1,621	846	1,120	1,365	6.7%	12.3%	18.8%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.079	0.100	0.126	6.7%	17.9%	20.2%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	51.2%	52.2%	52.5%	-1.5ppt	-0.2ppt	0.2ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.2%	13.4%	13.5%	0.7ppt	1.5ppt	3.2ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.3%	9.2%	9.4%	0.4ppt	1.1ppt	2.4ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	16,692	24,100	30,039	35,946	41,782
鞋類	7,049	8,631	10,444	12,376	14,356
服飾	9,116	14,709	18,760	22,618	26,416
配件	528	759	835	952	1,009
銷售成本	(8,451)	(11,413)	(14,034)	(16,629)	(19,158)
毛利	8,241	12,687	16,005	19,317	22,623
其它收入	625	652	823	1,021	1,136
營運支出	(4,710)	(7,748)	(9,344)	(11,275)	(13,316)
折舊和攤銷	(146)	(175)	(219)	(274)	(315)
員工成本	(942)	(1,238)	(1,598)	(1,914)	(2,258)
銷售及分銷 (不包括員工成本, 折舊, 攤銷)	(3,122)	(5,639)	(6,658)	(8,036)	(9,525)
管理費用 (不包括員工成本, 折舊, 攤銷)	(281)	(440)	(549)	(669)	(774)
其它運營費用	(219)	(256)	(319)	(382)	(444)
息稅前收益	4,156	5,592	7,484	9,063	10,444
融資成本淨額	155	175	(95)	(319)	(257)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	4,311	5,767	7,389	8,744	10,186
所得稅	(1,152)	(1,533)	(1,958)	(2,273)	(2,648)
減: 非控制股東權益	71	131	174	207	241
淨利潤	3,088	4,103	5,257	6,263	7,297

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	4,156	5,592	7,484	9,063	10,444
折舊和攤銷	234	278	351	446	521
營運資金變動	1	866	(449)	(446)	(437)
已繳納所得稅	(1,013)	(1,288)	(1,958)	(2,273)	(2,648)
其它	(196)	(1,008)	203	191	252
經營活動所得現金流	3,181	4,440	5,630	6,980	8,131
資本開支	(675)	(1,319)	(14,111)	(1,006)	(752)
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)	(14,111)	(1,006)	(752)
股份發行	3,435	4	-	-	-
淨借貸	148	1,165	6,500	-	-
支付股息	(1,937)	(2,425)	(2,008)	(2,359)	(4,175)
其它	(1,649)	119	(298)	(509)	(509)
融資活動所得現金淨額	(2)	(1,136)	4,194	(2,868)	(4,685)
現金增加淨額	1,601	2,102	(4,287)	3,106	2,694
年初現金及現金等價物	5,830	6,968	9,284	4,997	8,102
匯兌	(463)	214	-	-	-
年末現金及現金等價物	6,968	9,284	4,997	8,102	10,797

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	3,632	5,090	18,851	19,411	19,643
固定資產	1,203	1,787	2,586	3,183	3,446
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	-	-	-	-	-
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	16,805	21,705	26,163
現金及現金等價物	6,968	9,284	4,997	8,102	10,797
存貨	2,155	2,892	3,557	4,215	4,856
貿易和其他應收款	3,733	4,638	5,781	6,918	8,041
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	15,406	16,755	18,082
銀行貸款	148	1,244	7,744	7,744	7,744
應付款	1,447	1,792	2,204	2,611	3,009
應計費用和其他應付款	2,531	3,841	4,788	5,729	6,659
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	306	306	306
銀行貸款	-	70	70	70	70
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	215	236	236	236	236
其它	-	-	-	-	-
少數股東權益	-	-	174	381	622
淨資產總額	14,361	16,520	19,769	23,674	26,795
股東權益	14,361	16,520	19,769	23,674	26,795

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	34.8	34.4	34.4
服飾	54.6	61.0	62.5	62.9	63.2
配件	3.2	3.2	2.8	2.6	2.4
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	53.3	53.7	54.1
經營利潤率	24.9	23.2	24.9	25.2	25.0
稅前利率	25.8	23.9	24.6	24.3	24.4
淨利潤率	18.5	17.0	17.5	17.4	17.5
有效稅率	26.7	26.6	26.5	26.0	26.0
資產負債比率					
流動比率 (X)	3.4	2.6	1.1	1.3	1.4
速動比率 (X)	3.0	2.2	0.9	1.0	1.2
現金比率 (X)	155	123	32	48	60
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	40	33	29
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	26.6	26.5	27.2
資產回報率	16.2	16.8	14.7	15.2	15.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	1.15	1.53	1.95	2.33	2.71
每股股息 (人民幣)	0.81	0.69	0.78	0.93	1.90
每股帳面價值 (人民幣)	5.35	6.15	7.36	8.82	9.98

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。