

安踏体育 (2020 HK)

对下半年充满信心

❖ 安踏 18 财年上半年净利润好于预期，主要是受惠于 FILA 的强劲的销售增长。安踏 18 财年上半年净利润同比增长 34%，高于招银/市场预测的 2.9%/10.5%，主要受惠于同比增长 44.1% 的强劲销售（特别是 FILA 同比增长 85%）。毛利率也同比大幅上升 3.7 个百分点至 54.3%，但都被抵销掉，考虑到：1) 广告费用的提升，对销售占比增加了 2.4 个百分点，主要是因为 17 年 10 月和奥运队签了新的赞助合约，2) 租金的上涨，对销售占比增加了约 1.8 个百分点，因为零售业务的占比快速提升，3) 在 18 财年并没有外汇收益（17 财年上半年有占约销售的 0.7 个百分点）和 4) 略高于预期的税率，原因是新品牌（Kolon, Kingkow, Sprandi 和 Descente）的亏损不能抵税，因此净利润率下降 1.4 个百分点至 18.4%。

❖ 我们认为市场对库存天数上升和净经营现金流下降的反应过度。我们相信业绩公布后股价的下跌（~10%）是由于市场较为担心 1) 库存天数同比上升 15 天至 83 天，以及 2) 净经营现金流同比下降约 28%。然而我们认为市场反应过度，因为这些因素是可以解释的：1) 零售业务的贡献增加（在 18 财年上半年，FILA/ Anta 的库存天数大约为 125/ 55 天），2) 给予更多的预付款予供货商，提早购买原材料的库存（例如羽绒）以避免成本通胀的压力和 3) 新品牌的并表，这些品牌具的库销比一般都是偏高。但其实集团的库存天数已经从 17 财年 12 月的 93 天改善到 18 财年 6 月的 83 天，而安踏/ FILA 目前的库销比是“不到 4/5”个月，已经是在历史上最好水平。

❖ 安踏在 18 财年 2 季度的放缓应该是符合市场预期的，但 FILA 增长的强劲加速绝对是一个惊喜。安踏的零售销售在 18 财年放缓至低双位数（18 年 1 季度为 20-25%），是应该是在市场预期之内的（李宁和宝胜也有类似趋势），但 FILA 增长加速却令人意外。我们相信驱动因素是：1) 推广更多品类的产品（例如开设更多 FILA Fusion 这条时尚产品线的店），2) 增加更大面积的店，3) 采用了“一场多店”战略，4) 与 AAPE/ D-ANTIDOTE/ Staple 等品牌的更多 Crossover。而由于如此惊人的增长，公司决定将 2017 - 2020 年 FILA 销售年均复合增长指引从 30% 提高到 50%，并增加了 FILA 在 18 财年的开店目标，从 1400-1500 到 1500-1600。

❖ 预计 18 财年下半年增长保持良好态势，销售增长保持快速以及成本压力有所缓解。我们对 18 财年下半年持乐观态度，因为 1) 管理层给出了“不低于上半年”的销售增长指引，2) 7 至 8 月的销售增长保持强劲，3) 17 财年下半年毛利率较低造成的低基数，4) 广告费用会较为偏低，5) 新员工招聘会减少等。总而言之，我们预测销售/净利润在 18 财年下半年增长 44.2%/40.6%。

❖ 维持买入并上调目标价，估值吸引，上涨空间为 38%。我们将 18 财年/19 财年/20 财年的每股盈利预测上调 8.0%/ 11.1%/ 12.8%，考虑到 1) 更快的 FILA 增长，2) 更高的毛利率以及的运营成本 3) 略高的税率。我们维持买入并上调目标价至 50.5 港元，基于 27.5 倍的 18 财年的预测市盈率，公司现价仅为 20 倍的 18 财年和 16 倍的 19 财年预测市盈率，风险回报比例很吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
净利润 (百万人民币)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益 (人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益变动 (%)	16.5	23.9	23.4	19.0	19.0
市盈率(x)	34.4	26.8	19.9	15.8	13.0
市帐率(x)	8.3	5.8	5.2	4.7	4.2
股息率 (%)	2.1	2.7	3.7	4.7	5.6
权益收益率 (%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$50.50
(前目标价)	HK\$47.88)
潜在升幅	+38.3%
当前股价	HK\$36.50

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织行业

市值(百万港元)	97,999
3 月平均流通量 (百万港元)	296.65
52 周内股价高/低 (港元)	49.3/27.3
总股本 (百万)	2,684.6

资料来源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO) 和	51.3%
丁世家 (副主席)	
赖世贤(COO)	6.0%
自由流通	42.7%

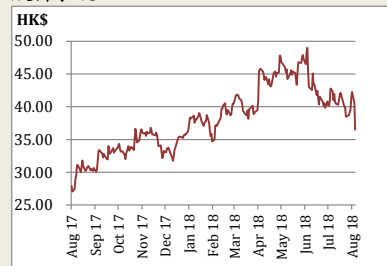
资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-14.7%	-12.3%
3-月	-19.2%	-9.5%
6-月	-1.7%	5.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.ir.anta.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	13,345.8	16,692.5	24,060.8	29,316.1	34,840.6
鞋类	6,000.8	7,048.8	8,564.3	10,063.0	11,874.4
服装	6,885.7	9,116.1	14,784.3	18,469.6	22,073.0
配饰	459.3	527.6	712.3	783.5	893.2
销售成本	(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
销售费用	(2,830.8)	(3,809.3)	(6,479.3)	(7,806.2)	(9,159.8)
一般及行政费用	(684.6)	(901.0)	(1,234.1)	(1,542.5)	(1,876.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	3,203.4	3,988.7	5,842.9	7,199.4	8,675.8
净融资成本	107.5	321.8	152.1	256.8	289.7
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	3,310.9	4,310.6	5,995.1	7,456.2	8,965.5
所得税	(866.3)	(1,151.7)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
非控制股东权益	(59.0)	(71.0)	(100.0)	(126.1)	(152.7)
净利润	2,385.5	3,087.8	4,246.4	5,354.2	6,481.8

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,770.4	3,632.3	3,909.5	4,259.3	4,673.0
物业、厂房及设备	1,170.4	1,203.1	1,506.1	1,880.4	2,317.4
无形资产和商誉	477.5	705.3	684.0	664.0	645.2
土地使用权	341.8	430.7	426.2	421.8	417.3
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	399.4	105.4	105.4	105.4	105.4
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他	381.4	1,187.7	1,187.7	1,187.7	1,187.7
流动资产	11,453.1	15,441.9	18,540.4	21,415.7	24,618.5
其他金融资产	-	-	-	-	-
存货	1,294.9	2,155.3	2,571.8	3,119.5	3,688.7
贸易及其他应收账款	2,641.2	3,732.7	4,944.0	6,023.9	7,159.0
受限制银行结余	1,687.0	2,586.4	2,586.4	2,586.4	2,586.4
现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4
流动负债	4,272.5	4,498.4	6,044.8	7,241.2	8,494.0
银行借款	937.7	147.9	147.9	147.9	147.9
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	3,060.1	3,977.7	5,524.1	6,720.5	7,973.3
即期税项	267.2	353.3	353.3	353.3	353.3
其他	7.5	19.5	19.5	19.5	19.5
非流动负债	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	14.4	215.3	215.3	215.3	215.3
拨备	-	-	-	-	-
其他	40.3	-	-	-	-
资产净额	9,896.3	14,360.5	16,189.8	18,218.6	20,582.2
非控股权益	-	-	100.0	226.1	378.8
权益股东应占权益	9,896.3	14,360.5	16,089.8	17,992.5	20,203.4

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

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
折旧和摊销	100.0	121.8	145.2	174.0	211.3
营运资金变动	694.2	0.7	(81.3)	(431.2)	(451.5)
税务开支	(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
经营活动所得现金净额	2,467.6	3,181.5	4,546.7	5,379.1	6,576.1
购置固定资产	(572.6)	(546.9)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	58.1	(1,031.6)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(514.5)	(1,578.5)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
股份发行	15.0	3,435.0	-	-	-
净银行借贷	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)
融资活动所得现金净额	(1,398.2)	(2.4)	(2,522.7)	(3,457.1)	(4,276.4)
现金增加净额	554.8	1,600.5	1,470.7	1,247.8	1,498.4
年初现金及现金等价物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0
汇兑	109.3	(462.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4

资料来源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
鞋类	45.0	42.2	35.6	34.3	34.1
服装	51.6	54.6	61.4	63.0	63.4
配饰	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
总额	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
調整后淨利潤率	-	-	-	-	-
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

资料来源：公司及招銀國際研究部

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	：招银国际并未给予投资评级

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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。