

安踏體育 (2020 HK)

上調增長指引，增長勢頭強勁

維持買入並上調目標價至 198.84 港元，基於 43 倍 22 財年預測市盈率（受惠于國產品牌的估值重估，此前為 34 倍）。除了受惠國潮的熱潮，我們持續對安踏集團的潛力充滿信心（安踏品牌重塑，FILA 強勢增長，Descent 盈利爆發，Amer 的大品牌，中國區和直營零售發展）。我們認為目前 36 倍 22 財年預測市盈率的估值仍然吸引，對比李甯/特步/耐克/愛迪達/露露的 51 倍/31 倍/32 倍/29 倍/41 倍。

- **發佈 21 財年上半年正面盈利預告。**安踏預計 21 財年上半年營業利潤/淨利潤增長 55%+/ 110%+，略好于彭博預測。原因是：1) 50% 以上的強勁銷售增長，2) 零售折扣的顯著改善，3) FILA 和其他品牌更快的銷售增長 4) 更高經營杠杆和 5) Amer JV 的虧損減少。
- **21 財年二季度迄今表現優異。**管理層指出 2021 年 4-5 月與 2021 年第一季度相比，儘管基數更高，零售銷售仍快速增長（包括線上和線下，以及主要品牌）。6 月的增長有輕微放緩，但部分是受到廣東省 COVID-19 小型爆發的影響。在零售折扣方面，安踏已經恢復到歷史最佳水準（75 折到 8 折左右），而 FILA 已恢復到相當健康的水準。此外，管理層還觀察到同期許多外國品牌在中國的銷售仍然疲弱。
- **上調 21 財年增長指引，雖然只是安踏主品牌，但基於良好的增長勢頭，我們對所有其他品牌都保持樂觀。**管理層將 21 財年安踏的零售銷售增長指引提升至 20% 以上（從 15% 左右），而維持 FILA 為 30% 以上（但我們對它在 21 財年 2 季度的最終數字表示樂觀）。安踏銷售增長是受惠於：1) 新疆棉花事件 2) 新品牌大使（王一博）的引入。新的高端產品系列“國旗”表現不錯，儘管有著更高的標價（例如運動鞋/T 恤的價格為 ~500 人民幣/~300 人民幣），像王一博代言的相關產品在很短的時間內就被搶購一空。安踏品牌未來 2-3 年的新計畫亦將會稍後在 2021 年 7 月的投資者日公佈。Descente 的銷售也很強勁，源自於：1) 更多全新和升級的產品，2) 更多適合女性消費者的產品和 3) CRM 系統的升級。Amer 的表現也好於預期（與 20 財年上半年相虧損大概率減少），得益於核心品牌在中國的順利發展和擴張。
- **維持買入評級，上調目標價至 198.84 港元。**我們維持買入評級，並將目標價上調至 198.84 港元，基於 43 倍 22 財年市盈率（受惠于國產品牌的估值重估，此前為 34 倍）。我們將 21/ 22/ 23 財年淨利潤預測上調 5%/ 4%/ 4%，受惠於：1) 所有品牌的更快增長，2) 更好的零售折扣，3) 更高的經營杠杆。考慮到 20-23 財年淨利潤年複合增長率為 35%，當前估值相當於 36 倍 22 財年預測市盈率，相當吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	33,928	35,512	47,824	57,094	65,872
同比增長 (%)	40.8	4.7	34.7	19.4	15.4
淨利潤(百萬人民幣)	5,344	5,162	8,315	10,707	12,614
每股收益(人民幣)	1.917	1.850	2.981	3.838	4.522
每股收益變動 (%)	25.7	(3.5)	61.1	28.8	17.8
市場每股盈利預測(人民幣)	不適用	不適用	2.905	3.744	4.580
市盈率(x)	75.9	75.2	46.1	35.8	30.4
市帳率(x)	19.6	15.7	12.1	9.8	8.5
股息率 (%)	0.4	0.4	0.6	1.7	2.0
權益收益率 (%)	26.6	21.5	27.2	28.3	28.7
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$198.84
(此前目標價)	HK\$150.66)
潛在升幅	+20.2%
當前股價	HK\$165.40

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)	447,131
3 月平均流通量(百萬港元)	1,273.82
52 周內股價高/低(港元)	167.20/66.75
總股本(百萬)	2,703.3

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠(CEO) 和 丁世家(副主席)	57.78%
賴世賢(CFO)	
自由流通	42.22%

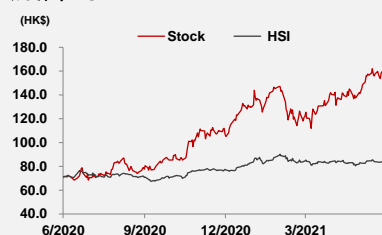
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.6%	15.2%
3-月	35.8%	38.1%
6-月	54.6%	44.4%
12-月	137.6%	103.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	33,928	35,512	47,824	57,094	65,872
鞋類	11,410	12,700	16,510	19,317	22,021
服飾	21,398	21,671	30,105	36,423	42,334
配件	1,120	1,141	1,209	1,355	1,517
銷售成本	(15,269)	(14,861)	(19,087)	(22,252)	(25,298)
毛利	18,659	20,651	28,737	34,842	40,574
其它收入	1,127	1,063	1,623	1,881	2,104
營運支出	(11,034)	(12,888)	(17,678)	(21,098)	(24,555)
折舊和攤銷	(210)	(261)	(454)	(440)	(361)
員工成本	(1,859)	(2,085)	(2,940)	(4,034)	(4,763)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(8,443)	(9,307)	(12,519)	(14,618)	(17,265)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(247)	(940)	(1,369)	(1,532)	(1,621)
其它運營費用	(275)	(294)	(396)	(473)	(546)
息稅前收益	8,752	8,826	12,683	15,625	18,122
融資成本淨額	(110)	(136)	(129)	(11)	91
合資及聯營企業	(633)	(601)	(189)	93	292
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	8,008	8,089	12,365	15,707	18,505
所得稅	(2,384)	(2,520)	(3,339)	(4,084)	(4,811)
減: 非控制股東權益	280	407	712	916	1,080
淨利潤	5,344	5,162	8,315	10,707	12,614

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	8,752	8,826	12,683	15,625	18,122
折舊和攤銷	448	509	710	720	566
營運資金變動	1,178	(3,461)	(37)	(1,059)	(1,119)
已繳納所得稅	(2,133)	(2,181)	(3,339)	(4,084)	(4,811)
其它	(759)	3,765	395	512	614
經營活動所得現金流	7,485	7,458	10,411	11,714	13,372
資本開支	(11,282)	(785)	(861)	(799)	(790)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(1,783)	(1,138)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(13,065)	(1,923)	(861)	(799)	(790)
股份發行	709	21	-	-	-
淨借貸	7,733	(3,343)	-	-	-
支付股息	(1,417)	(1,404)	(1,739)	(3,427)	(6,581)
其它	(2,356)	5,955	(523)	(523)	(523)
融資活動所得現金淨額	4,670	1,229	(2,262)	(3,950)	(7,104)
現金增加淨額	(910)	6,764	7,288	6,965	5,478
年初現金及現金等價物	9,284	8,221	15,323	22,611	29,576
匯兌	(153)	338	-	-	-
年末現金及現金等價物	8,221	15,323	22,611	29,576	35,054

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	17,898	19,150	19,112	19,284	19,801
固定資產	2,148	2,184	2,618	2,949	3,397
無形資產和商譽	678	1,579	1,296	1,044	821
預付租金	53	46	46	46	46
合資及聯營公司投資	10,551	9,658	9,469	9,562	9,854
其它非流動資產	4,468	5,683	5,683	5,683	5,683
流動資產	23,321	32,717	42,303	52,027	60,240
現金及現金等價物	8,221	15,323	22,611	29,576	35,054
存貨	4,405	5,486	5,491	6,523	7,624
貿易和其他應收款	6,309	6,614	8,907	10,634	12,268
預付款	-	-	-	-	-
其它流動資產	4,386	5,294	5,294	5,294	5,294
流動負債	12,412	11,715	13,976	15,675	17,292
銀行貸款	1,359	1,968	1,968	1,968	1,968
應付款	2,963	2,376	3,052	3,558	4,045
應計費用和其他應付款	5,821	4,572	6,157	7,351	8,481
應付稅款	1,225	1,507	1,507	1,507	1,507
其它流動負債	1,044	1,292	1,292	1,292	1,292
非流動負債	7,746	14,328	14,328	14,328	14,328
銀行貸款	6,644	12,456	12,456	12,456	12,456
遞延收入	-	99	99	99	99
遞延所得稅	256	527	527	527	527
其它	846	1,246	1,246	1,246	1,246
少數股東權益	979	1,811	2,523	3,439	4,519
淨資產總額	20,082	24,013	30,589	37,868	43,902
股東權益	20,082	24,013	30,589	37,868	43,902

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
鞋類	33.6	35.8	34.5	33.8	33.4
服飾	63.1	61.0	62.9	63.8	64.3
配件	3.3	3.2	2.5	2.4	2.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	55.0	58.2	60.1	61.0	61.6
經營利潤率	25.8	24.9	26.5	27.4	27.5
稅前利潤率	23.6	22.8	25.9	27.5	28.1
淨利潤率	15.8	14.5	17.4	18.8	19.1
有效稅率	27.6	29.0	27.0	26.0	26.0
資產負債比率					
流動比率(X)	1.9	2.8	3.0	3.3	3.5
速動比率(X)	1.5	2.3	2.6	2.9	3.0
現金比率(X)	66	131	162	189	203
平均庫存周轉天數	105	135	105	107	110
平均應收款周轉天數	68	68	68	68	68
平均應付帳款天數	71	58	58	58	58
債務/股本比率(%)	40	60	47	38	33
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	26.6	21.5	27.2	28.3	28.7
資產回報率	13.0	10.0	13.5	15.0	15.8
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.92	1.85	2.98	3.84	4.52
每股股息(人民幣)	0.61	0.58	0.77	2.30	2.71
每股帳面價值(人民幣)	7.43	8.88	11.3	14.0	16.2

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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。