

安踏體育 (2020 HK)

期待已久的併購，協同效應潛力巨大

- ❖ **安踏對 Amer Sports 發出了收購要約。**安踏體育與私募股權投資者 FountainVest (方源資本) 於 2018 年 9 月 12 日以每股 40 歐元的價格向 Amer Sports 提交了一份無約束力的現金收購要約 (較 2018 年 9 月 11 日的收市價 28.79 歐元有約 39% 的溢價)。公司目前無法保證要約必然完成，而這要約要成立是需要至少 90% 的股東接受。
- ❖ **Amer Sports 集團擁有 Solomon, Wilson, Arc' teryx 等品牌。**Amer Sports 是一家擁有多品牌的芬蘭公司，其中包括：Solomon (戶外遠足/跑步)，Wilson (網球)，Atomic (滑雪)，Arc' teryx (高端戶外)，Mavic, Suunto, Precor 等。在 17 財年，Amer 的銷售為 28.5 億歐元 (人民幣 214.8 億元)，淨利潤為 9330 萬歐元 (人民幣 7.46 億元)，而安踏的銷售額為人民幣 166.9 億元，淨利潤為人民幣 31.59 億元。安踏的淨利潤率為 18.5%，大幅高於 Amer 的 3.5%。在 17 財年，Amer 在歐洲中東和非洲/美洲/亞太地區的銷售佔比分別為 44%/ 42%/ 14%，而戶外/球類運動/健身業務的銷售佔比分別為 62%/ 24%/ 14%。
- ❖ **收購價其實不貴。**基於 40 歐元的要約收購價，意味著 30.2 倍 Amer 的 18 財年市盈率，較國際同行平均 25.4 倍的 18 財年市盈率有約 19% 的溢價，我們認為並不貴，而安踏目前的估值為 18 倍 18 財年市盈率。
- ❖ **儘管杠桿率有所上升，但我們認為該交易仍將可以提升稅前利潤。**截至 18 財年上半年，安踏擁有約 90 億人民幣的淨現金，以及 0.9% 的負債股權比率，因此為進一步的杠桿留下了充足的空間。在我們的基本交易分析中，我們假設安踏擁有 51% 的 Amer 所有權 (其餘由其他投資者投資)，借貸成本為 3.5%，以及最低現金水平為 10 億人民幣。因此安踏將需要額外借貸 112.24 億人民幣，並為這筆交易花費約 3.93 億元人民幣的額外利息。儘管淨負債股權比率增加到 64.6%，但該交易仍將可以提升稅前利潤，因此我們預測整體 19 財年稅前利潤將增加 6%。
- ❖ **具有潛力的協同效應，特別是在中國的銷售和採購端。**我們相信這交易可產生不少協同效應，例如：1) Amer 可以利用安踏的銷售渠道進軍中國，特別是對於 Solomon, Arc' teryx 和 Wilson 等知名品牌，2) 中國銷售僅占 Amer 的總銷售約 4.5%，而安踏助力後應可有快速增長，3) Amer 在 17 財年一共花費超過 118.26 億元人民幣用於商品的採購成本，通過與安踏共用或整合現有供應鏈可以節省大量成本，4) 安踏可以獲得各種聲譽良好的冬季運動品牌，這可以增強其未來的 2022 年北京冬季奧運會中的地位 and 變現能力。
- ❖ **維持買入評級及目標價 50.5 港元 (上升空間為 52%)。**我們尚未在預測中包含任何變化，但如果要約有效，對增加每股淨利潤都會是正面的，並擴闊了安踏長期增長的發展空間。鑒於目前相當有吸引力的估值，我們重申對安踏的買入評級，目標價為 50.5 港元，基於 27.5 倍的 18 財年市盈率。現價為 18.1 倍 18 財年市盈率，以及 14.4 倍 19 財年市盈率，提供了極佳的風險回報。

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	23.9	23.4	19.0	19.0
市盈率(x)	31.4	24.4	18.1	14.4	11.9
市帳率(x)	7.5	5.3	4.8	4.3	3.8
股息率 (%)	2.3	3.0	4.1	5.1	6.2
權益收益率 (%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
財務杠桿(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	+51.9%
當前股價	HK\$33.25

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)	89,273
3月平均流通量(百萬港元)	334.64
52周內股價高/低(港元)	49.3/31.2
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%

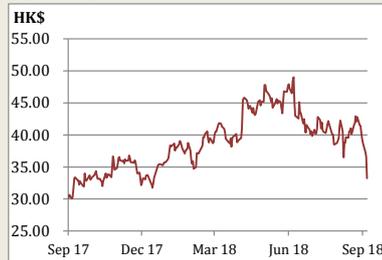
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-13.4%	-7.0%
3-月	-25.3%	-13.1%
6-月	-12.5%	4.6%

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
平均應付帳款周轉天數	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)并没有在發表研究報告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)并没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。接收本報告之行爲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。