

安踏體育 (2020 HK)

2018年可望維持強勁的銷售增長

- ❖ 17財年的銷售額比市場預期高出3%，是受惠於FILA和服裝類強勁的銷售增長，以及開店速度加快，但由於下半年毛利率有所下降，加上經營成本飆升，淨利潤增長只是符合預期。安踏17財年的銷售額增長25.1%至167億元人民幣，分別高於市場/我們的預期3.1%/1.5%，主要由於1) FILA的零售銷售增長迅速(17財年4季度增長超過80%)，2) 17財年下半年服裝銷售增長加快，受寒冬和早冬所利好(下半年增長40.8%，而上半年只增長21.7%)，以及3) 開店速度加快，下半年增加9.8%(上半年為8.0%，16財年為5.9%)。17財年淨利潤只增長29.4%至31億元人民幣，只是符合市場預期(比市場高1.7%，低於我們的預期2.7%)，是由於1) 17年下半年毛利率較低，尤其是鞋類(同比下降2.1個百分點至45.3%)，受到原材料成本大幅上漲以及試用快速訂單補貨計畫時的失誤所帶來一次性成本的影響，以及2) 人工成本和研發費用的上升，增長均高於銷售，達32.8%和37.3%。但在財務收入和政府補貼有所增加的情況下，淨利潤率仍可輕微擴大0.6個百分點至18.5%。
- ❖ 我們提升公司18/19財年的盈利預測0.4%/3.3%，考慮到1) 銷售增長比預期快，2) 更高的財務和其他收入，3) 更優惠的租金成本，及4) 更低的毛利率。我們考慮到1) 18財年銷售增長維持快速，因為1至2月的零售表現持續強勁，全年平均售價亦可能會上升(消費者在17年開始青睞平均售價較高的產品，側面說明購買意欲和購買力都有提高)，2) 更高的財務和其他收入，配股後現金增加以及更多的政府補貼(稅收相關的)，3) 更好的租金成本，安踏的議價能力隨著品牌組合增加和良好的銷售往績記錄而提升，同時商場供應亦持續增加，令租賃條款越來越相宜，以及4) 原材料成本上漲導致的毛利率下降，包括石油副產品以及其他如紙箱或包裝材料等。因此，我們預計18/19財年銷售增長可達到25.6%/21.3%，淨利潤增長亦可達到27.4%/22.5%。
- ❖ FILA的快速增長應可延續。18財年FILA的增長受到新創的時尚系列“FILA Fusion”的支持，該系列定位為年輕潮牌，過去6個月已開設5家門店，取得了不少好評，公司計畫在18財年擴張至30多家門店。FILA目前的庫存水準處於歷史上的低位，只有5個月(平均水準應在7個月左右)，所以零售打折的壓力減少，毛利率也應該會有所改善。新品牌在18財年虧損將持續減少。Descente的目標是在18財年前實現盈虧平衡，而Sprandi, Kingkow和Kolon將減少或搬遷許多表現較差的門店，從而令品牌虧損減少。庫存天數的上升無需太大擔心。17財年的庫存日上升14天至75天，只是出貨時間問題，因為18年春節較晚，所以庫存在年尾時還在倉裡並未送到經銷商，才會好像偏高。
- ❖ 我們對行業仍保持樂觀，預計安踏獲得更多的市場份額，因此維持買入評級，並將目標價提高至45.27港元，意味著有15%的上漲空間。我們預計安踏將繼續通過更好的產品和管道(商場+Outlet)獲得更多的市場份額。現價仍然被低估，因為它僅只有約22.6倍的18財年預測市盈率，而國際同業的平均值為26倍，維持買入評級，並將目標價上調至45.27港元。

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	20,970	25,439	30,215
淨利潤(百萬人民幣)	2,386	3,088	3,932	4,818	5,747
每股收益(人民幣)	0.949	1.148	1.462	1.792	2.137
每股收益變動(%)	16.5	23.9	23.4	19.0	19.0
市盈率(x)	35.0	28.8	22.6	18.4	15.5
市帳率(x)	8.4	6.2	5.6	5.1	4.6
股息率(%)	2.1	2.6	3.3	4.0	4.8
權益收益率(%)	25.5	25.5	26.0	28.9	31.1
財務杠杆(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\$45.27
(前目標價)	HK\$43.21
潛在升幅	+15.1%
當前股價	HK\$39.35

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)	105,638
3月平均流通量(百萬港元)	165.51
52周內股價高/低(港元)	41.7/20.67
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%

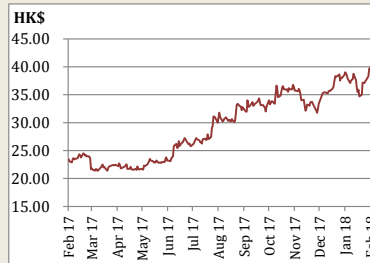
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.0%	10.2%
3-月	10.1%	4.3%
6-月	29.4%	14.9%

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	20,970.2	25,439.0	30,214.7
鞋類	6,000.8	7,048.8	8,458.6	9,938.8	11,777.5
服裝	6,885.7	9,116.1	11,910.1	14,838.6	17,683.0
配飾	459.3	527.6	601.5	661.6	754.2
銷售成本	(6,886.7)	(8,451.3)	(10,338.0)	(12,245.5)	(14,375.2)
毛利	6,459.0	8,241.1	10,632.2	13,193.5	15,839.6
其他收入	259.8	457.9	469.7	544.4	616.4
銷售費用	(2,830.8)	(3,809.3)	(4,769.1)	(5,876.4)	(7,001.5)
一般及行政費用	(684.6)	(901.0)	(1,155.2)	(1,469.1)	(1,805.4)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	3,203.4	3,988.7	5,177.6	6,392.4	7,649.1
淨融資成本	107.5	321.8	261.7	271.1	299.6
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,310.9	4,310.6	5,439.3	6,663.5	7,948.7
所得稅	(866.3)	(1,151.7)	(1,414.2)	(1,732.5)	(2,066.7)
非控制股東權益	(59.0)	(71.0)	(92.6)	(113.5)	(135.3)
淨利潤	2,385.5	3,087.8	3,932.4	4,817.5	5,746.7

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	3,981.5	4,408.1	4,905.2
物業、廠房及設備	1,170.4	1,203.1	1,578.1	2,029.2	2,549.6
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	17,530.6	19,861.7	22,492.1
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,294.9	2,155.3	2,124.2	2,516.2	2,953.8
貿易及其他應收賬款	2,641.2	3,732.7	4,481.3	5,436.3	6,456.8
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	8,338.7	9,322.9	10,495.1
流動負債	2,122.8	1,967.3	2,163.4	2,466.5	2,805.0
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	910.4	1,446.7	1,642.7	1,945.9	2,284.3
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	12,046.1	16,891.6	19,133.3	21,588.0	24,377.1
非控股權益	-	-	92.6	206.1	341.4
權益股東應占總權益	12,046.1	16,891.6	19,040.7	21,381.9	24,035.6

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	5,219.5	6,417.8	7,679.3
折舊和攤銷	100.0	121.8	147.4	181.0	223.9
營運資金變動	694.2	0.7	127.1	(366.2)	(395.6)
稅務開支	(948.2)	(1,013.1)	(1,414.2)	(1,732.5)	(2,066.6)
其他	(611.9)	(83.9)	357.8	406.7	460.4
經營活動所得現金淨額	2,467.6	3,181.5	4,437.6	4,906.8	5,901.3
購置固定資產	(572.6)	(546.9)	(629.1)	(763.2)	(906.4)
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)	(629.1)	(763.2)	(906.4)
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)	(2,431.9)	(3,153.9)	(3,817.1)
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)	(2,437.4)	(3,159.4)	(3,822.6)
現金增加淨額	554.8	1,600.5	1,371.1	984.1	1,172.3
年初現金及現金等價物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,338.7	9,322.9
匯兌	109.3	(462.9)	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,830.0	6,967.6	8,338.7	9,322.9	10,495.1

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	40.3	39.1	39.0
服裝	51.6	54.6	56.8	58.3	58.5
配飾	3.4	3.2	2.9	2.6	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	50.7	51.9	52.4
息稅前利潤率	24.0	23.9	24.7	25.1	25.3
稅前利潤率	24.8	25.8	25.9	26.2	26.3
淨利潤率	17.9	18.5	18.8	18.9	19.0
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	26.2	26.7	26.0	26.0	26.0
增長（%）					
收入	20.0	25.1	25.6	21.3	18.8
毛利	24.6	27.6	29.0	24.1	20.1
息稅前利潤	18.8	24.5	29.8	23.5	19.7
淨利潤率	16.9	29.4	27.4	22.5	19.3
資產負債比率					
流動比率（x）	2.7	3.4	3.3	3.1	3.0
平均應收賬款周轉天數	72.2	81.6	78.0	78.0	78.0
平均應付賬款周轉天數	48.3	62.5	58.0	58.0	58.0
平均存貨周轉天數	68.6	93.1	75.0	75.0	75.0
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	22.4	18.3	20.7	22.5	23.9
資產回報率	9.2	16.2	18.3	19.8	21.0
每股數據					
每股盈利（人民幣）	1.124	1.367	1.741	2.133	2.544
每股股息（人民幣）	0.827	1.005	1.280	1.569	1.871
每股賬面值（人民幣）	4.685	6.368	7.034	7.771	8.627

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于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 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。