

## 安踏體育 (2020 HK)

### 又一個出色的季度

- ❖ **安踏品牌和非安踏品牌在 18 財年 1 季度的零售銷售增長非常強勁。**安踏品牌和非安踏品牌在 18 財年 1 季度零售銷售分別同比增長了 20-25% 和 80-85%，與 17 財年 4 季度的 20-25% 和 85-90% 相當接近，保持在過去 4 年中最快的季度增長速度。安踏的主品牌、兒童和電商的銷售增長分別是中雙位數、40% 以上和 40% 以上，都超過了我們 18 財年的 5%、25% 和 55% 預期增長，而非安踏品牌的增速都達到了 80-85%，遠遠超過我們 18 財年的 40% 預期增長，FILA 和 Descente 都交出了非常亮麗的表現，達到了 70% 和約 600% 的增長。目前為止，1 季度的成績絕對是超出了我們的預期。安踏品牌的一大動力是其強勁的快速快應訂單（占 18 財年 1 季度總銷售的 10% 以上，而 17 財年 4 季度為 10% 左右，3 季度為 5% 左右），公司目標是在 20 財年前達到 20% 左右的補單比例，相信能有效地最大化明星產品的銷售潛力來拉動整體的銷售。
- ❖ **18 財年 1 季度的毛利率應該能保持穩定，這是受惠于：1) 更少的零售折扣、2) 產品結構改善和 3) 品牌結構改善，而且我們也見到經營杠杆的提升。**管理層指出，在 17 財年下半年因為原材料成本上漲導致毛利率受壓的情況在 18 財年 1 季度有所緩解。我們亦認為，18 財年 1 季度的毛利率是有機會跟去年同比持平的，主要是受惠于：1) 零售折扣的減少（18 財年 1 季度為 75 折左右，比 17 財年 1 季度有 2-3 個百分點的改善），2) 產品結構良好，管理層也提到了毛利率較高的服裝業務（17 在財年為 52%，鞋類為 47%）同比增長比鞋類更快，3) 品牌結構更好，因為毛利率更高的 FILA 的增長（70% 以上）比安踏品牌更快（只有 20 至 25%）。一方面，管理層表示，他們的經營成本已經得到很好的控制，另一方面，18 財年 1 季度的經營杠杆很高（因為 18 財年 1 季度開店的數量相當有限，與 17 財年 4 季度的水平接近，因此，大部分增長應該來自于單店銷售，換言之是效率的提高），因此我們預計 18 財年 1 季度的經營利潤率將呈現上升趨勢。
- ❖ **雖然 18 財年 2 季度增速可能會放緩，但仍然言之尚早。**如果 18 財年 1 季度驚人的增長率可以維持到 2 季度，那我們應該需要上調我們全年的銷售和利潤預測，但如果出現放緩，我們也不會感到驚訝，因為 1) 基數已經開始變得較高，2) 缺乏有利的天氣（沒有像寒冬和早冬等有力的催化劑）。但由於零售渠道的庫存水平低（安踏的庫銷比是低於 4 個月（相比起 4-5 個月的標準水平），而 FILA 則僅為 5 個月（相比起 6-7 個月的標準水平），我們認為未來的增長空間仍然巨大，而現在只是 18 年的 4 月份，所以公司還是有充裕的時間和空間去經營好 2 季度的業績的。管理層對 18 財年整體趨勢充滿信心和感到樂觀。
- ❖ **維持買入但提高目標價。**我們維持買入評級，但提高目標價至 47.88 港元。新目標價是基于 27.5 倍 18 財年的預測市盈率（之前為 26 倍），因為我們認為運動服裝行業正在黃金時期，消費者需求非常好，競爭力度有限，渠道庫存歷史低位，在 2018 年表現會非常突出。特步、耐克和寶勝，這些公司在 18 年 1 季度所公布的中國銷售增長都很理想。公司目前的市盈率為 23 倍，仍低於國際同業平均水平的 28 倍。

#### 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	1.463	1.792	2.137
每股收益變動 (%)	16.5	23.9	23.4	19.0	19.0
市盈率(x)	36.5	30.0	23.5	19.2	16.1
市帳率(x)	8.8	6.4	5.8	5.3	4.8
股息率 (%)	2.0	2.5	3.1	3.8	4.6
權益收益率 (%)	24.1	21.5	24.8	27.5	29.5
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\$47.88
(前目標價)	HK\$45.27)
潛在升幅	+16.8%
當前股價	HK\$41.00

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 中國體育用品行業

市值(百萬港元)	110,069
3 月平均流通量 (百萬港元)	168.37
52 周內股價高/低 (港元)	42.8/21.1
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	1.2%	2.1%
3-月	9.5%	10.7%
6-月	20.4%	11.6%

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](http://www.ir.anta.com)

**利潤表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>13,345.8</b>	<b>16,692.5</b>	<b>20,970.2</b>	<b>25,439.0</b>	<b>30,214.7</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>6,459.0</b>	<b>8,241.1</b>	<b>10,632.2</b>	<b>13,193.5</b>	<b>15,839.6</b>
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	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>3,203.4</b>	<b>3,988.7</b>	<b>5,177.6</b>	<b>6,392.4</b>	<b>7,649.1</b>
淨融資成本	107.5	321.8	261.7	271.1	299.6
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>3,310.9</b>	<b>4,310.6</b>	<b>5,439.3</b>	<b>6,663.5</b>	<b>7,948.7</b>
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)
<b>淨利潤</b>	<b>2,385.5</b>	<b>3,087.8</b>	<b>3,932.4</b>	<b>4,817.5</b>	<b>5,746.7</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>2,770.4</b>	<b>3,632.3</b>	<b>3,981.5</b>	<b>4,408.1</b>	<b>4,905.2</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>11,453.1</b>	<b>15,441.9</b>	<b>17,530.6</b>	<b>19,861.7</b>	<b>22,492.1</b>
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
<b>流動負債</b>	<b>4,272.5</b>	<b>4,498.4</b>	<b>5,343.1</b>	<b>6,323.8</b>	<b>7,386.3</b>
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	4,822.4	5,803.1	6,865.6
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
<b>非流動負債</b>	<b>54.7</b>	<b>215.3</b>	<b>215.3</b>	<b>215.3</b>	<b>215.3</b>
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	-	-	-	-
<b>資產淨額</b>	<b>9,896.3</b>	<b>14,360.5</b>	<b>15,953.7</b>	<b>17,730.8</b>	<b>19,795.7</b>
<b>非控股權益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>92.6</b>	<b>206.1</b>	<b>341.4</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>9,896.3</b>	<b>14,360.5</b>	<b>15,861.1</b>	<b>17,524.7</b>	<b>19,454.3</b>

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
<b>息稅前收益</b>	<b>3,233.5</b>	<b>4,156.0</b>	<b>5,219.5</b>	<b>6,417.8</b>	<b>7,679.3</b>
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
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>2,467.6</b>	<b>3,181.5</b>	<b>4,437.6</b>	<b>4,906.8</b>	<b>5,901.3</b>
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)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(514.5)</b>	<b>(1,578.5)</b>	<b>(629.1)</b>	<b>(763.2)</b>	<b>(906.4)</b>
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)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,398.2)</b>	<b>(2.4)</b>	<b>(2,437.4)</b>	<b>(3,159.4)</b>	<b>(3,822.6)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>554.8</b>	<b>1,600.5</b>	<b>1,371.1</b>	<b>984.1</b>	<b>1,172.3</b>
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)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>5,830.0</b>	<b>6,967.6</b>	<b>8,338.7</b>	<b>9,322.9</b>	<b>10,495.1</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
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
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
<b>增長 (%)</b>					
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
<b>資產負債比率</b>					
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
平均應付帳款周轉天數	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
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	24.1	21.5	24.8	27.5	29.5
資產回報率	16.8	16.2	18.3	19.8	21.0
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.949	1.148	1.463	1.792	2.137
每股股息(人民幣)	0.698	0.845	1.076	1.318	1.572
每股賬面值(人民幣)	4.685	6.368	7.034	7.771	8.627

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。