

安踏體育 (2020 HK)

庫存水準仍然偏高，下半年增長指引比較保守

重申買入評級，但下調目標價至 92.78 港元，維持 30 倍 21 財年市盈率不變。雖然公司下調下半年指引，以及庫存和零售折扣水平仍然偏高。不過，我們仍然看好公司下半年的復甦，並相信安踏及 Amer 的表現可以跑贏同業。公司目前估值為 24 倍的 21 財年預測市盈率，對比同業李寧/ Nike/ Adidas 的 26 倍/ 30 倍/ 28 倍，算是十分吸引。

- **公司公佈上半年盈警。**管理層預計 20 財年上半年銷售持平或下跌不多於 5%，淨利潤同比下跌不超過 25%（未計 Amer 合營公司虧損）或不超過 35%（包括 Amer 合營公司虧損），主要由於：1) 存貨回購；2) 安踏品牌存貨回購的產品再次銷售的毛利率較低，以及 FILA 品牌因清貨促銷導致零售折扣增加，令毛利率下降；3) 應收貿易賬款虧損撥備增加；以及 4) 整體員工成本上升，包括股份獎勵計劃的開支。若撇除 Amer 合營公司之虧損及員工股份獎勵計劃的成本，經調整淨利潤同比只有中雙位數的下降。
- **上半年零售流水好於公司指引，但低於我們預測。**上半年安踏品牌/ FILA 品牌零售流水錄得低雙位數下降/ 中單位數增長，優於公司指引的 15-20% 下降/ 持平，但略低於我們預測的 9%/ 5% 增長。主要原因是兩者於第二季度的電商業務增長超過 40%/ 80%，好於我們預測的 40%/ 60%。其他品牌亦表現出色，錄得 25-30% 增長，當中 Descente（增長 60%）和 Kolon（正增長）比較突出。
- **但是，庫存水準仍然較高。特別是 FILA。**截止到二季度，安踏的庫銷比為 5-6 個月（一季度為 5.5-6 個月），但 FILA 的庫銷比仍高達 8 個月（一季度為 8.5 個月，比我們預期的 6-7 個月差一些）。
- **下半年零售折扣或維持在偏高水準。**從折扣力度來看，安踏品牌二季度平均零售折扣為七折（相對一季度六八折有所改善，高於去年二季度約 4 個百分點）。FILA 品牌二季度零售折扣在七二折，與一季度持平，高於去年二季度約 2-3 個百分點。由於庫存水平仍然偏高，FILA 品牌，甚至整個行業在第三季度的折扣力度有望維持。
- **公司下半年流水增長指引比較保守。**安踏品牌 / FILA 品牌的下半年的零售流水增長指引從雙位數/ 30% 以上上下調至 5%/ 20% 以上。管理層解釋，下調指引是假設零售折扣水準比去年有所增加，導致均價下降，但銷量不變。
- **重申買入評級，目標價微調至 92.78 港元。**我們將 20/ 21/ 22 財年攤薄後每股盈利預測下調 4%/ 3%/ 3%，以反映下半年安踏品牌/ FILA 品牌銷售增長略有放緩。我們維持買入評級，並將目標價下調至 92.78 港元，基於 30 倍 21 財年預測市盈率。安踏目前估值為 24 倍 21 財年預測市盈率，我們的模型是預測 20 到 22 財年淨利潤複合年增長率為 21%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	24,100	33,928	36,831	44,906	52,399
同比增長 (%)	44.4	40.8	8.6	21.9	16.7
淨利潤 (百萬人民幣)	4,103	5,344	5,230	7,588	9,408
每股收益 (人民幣)	1.525	1.917	1.876	2.722	3.374
每股收益變動 (%)	32.8	25.7	(2.1)	45.1	24.0
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	2.083	2.921	3.589
市盈率(x)	42.3	33.7	34.4	23.7	19.1
市帳率(x)	11.0	8.7	7.3	6.1	5.3
股息率 (%)	1.1	0.9	0.8	2.7	3.3
權益收益率 (%)	27.8	29.8	23.8	29.1	30.8
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\$92.78
(此前目標價)	HK\$95.55)
潛在升幅	+26.5%
當前股價	HK\$73.35

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)	198,253
3月平均流通量(百萬港元)	626.13
52周內股價高/低(港元)	79.9/42.0
總股本(百萬)	2,702.8

資料來源：彭博

股東結構

丁世忠(CEO) 和 丁世家(副主席)	61.06%
賴世賢(CFO)	
自由流通	38.94%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.1%	-4.8%
3-月	18.6%	13.7%
6-月	-6.5%	6.0%
12-月	37.1%	53.2%

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 2020 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>

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	24,100	33,928	36,831	44,906	52,399
鞋類	8,631	11,410	12,094	14,392	16,263
服飾	14,70	21,39	23,50	29,20	34,67
配件	759	1,120	1,232	1,306	1,463
銷售成本	(11,413)	(15,269)	(17,375)	(20,149)	(23,111)
毛利	12,687	18,659	19,456	24,757	29,288
其它收入	652	1,127	935	1,356	1,635
營運支出	(7,748)	(11,034)	(12,161)	(15,188)	(17,894)
折舊和攤銷	(175)	(212)	(267)	(322)	(367)
員工成本	(1,238)	(1,859)	(2,077)	(2,490)	(3,004)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(5,639)	(8,441)	(9,216)	(11,646)	(13,679)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(440)	(247)	(303)	(367)	(419)
其它運營費用	(256)	(275)	(299)	(364)	(425)
息稅前收益	5,592	8,752	8,230	10,925	13,029
融資成本淨額	175	(110)	(4)	80	129
合資及聯營企業	-	(633)	(658)	(178)	85
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	5,767	8,008	7,567	10,828	13,243
所得稅	(1,533)	(2,384)	(2,119)	(2,924)	(3,443)
減: 非控制股東權益	131	280	218	316	392
淨利潤	4,103	5,344	5,230	7,588	9,408

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	5,592	8,752	8,230	10,925	13,029
折舊和攤銷	278	331	414	504	579
營運資金變動	866	1,178	(503)	132	(478)
已繳納所得稅	(1,288)	(2,133)	(2,119)	(2,924)	(3,443)
其它	(1,008)	(642)	150	403	501
經營活動所得現金流	4,440	7,485	6,172	9,041	10,188
資本開支	(1,319)	(11,28)	(1,568)	(1,463)	(1,497)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	118	(1,783)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,201)	(13,065)	(1,568)	(1,463)	(1,497)
股份發行	4	709	-	-	-
淨借貸	1,165	7,733	(5,000)	-	-
支付股息	(2,425)	(1,417)	(1,523)	(2,926)	(5,216)
其它	119	(2,356)	(155)	(85)	(85)
融資活動所得現金淨額	(1,136)	4,670	(6,678)	(3,010)	(5,301)
現金增加淨額	2,102	(910)	(2,074)	4,568	3,389
年初現金及現金等價物	6,968	9,284	8,221	6,147	10,477
匯兌	214	(153)	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,284	8,221	6,147	10,715	13,866

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	5,090	17,898	18,394	19,174	20,178
固定資產	1,787	2,148	2,828	3,202	3,431
無形資產和商譽	1,170	421	894	1,480	2,169
預付租金	367	53	53	53	53
合資及聯營公司投資	-	10,551	9,893	9,715	9,801
其它非流動資產	1,766	4,725	4,725	4,725	4,725
流動資產	19,284	23,321	22,856	29,009	34,483
現金及現金等價物	9,284	8,221	6,147	10,477	13,579
存貨	2,892	4,405	5,474	5,796	6,775
貿易和其他應收款	4,638	6,309	6,848	8,350	9,743
預付款	-	-	-	-	-
其它流動資產	2,470	4,386	4,386	4,386	4,386
流動負債	7,548	12,412	13,517	15,473	17,367
銀行貸款	1,244	1,359	1,359	1,359	1,359
應付款	1,792	2,963	3,570	4,140	4,749
應計費用和其他應付款	3,841	5,821	6,319	7,704	8,990
應付稅款	650	1,225	1,225	1,225	1,225
其它流動負債	21	1,044	1,044	1,044	1,044
非流動負債	306	7,746	2,746	2,746	2,746
銀行貸款	70	6,644	1,644	1,644	1,644
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	236	256	256	256	256
其它	-	846	846	846	846
少數股東權益	743	979	1,197	1,514	1,906
淨資產總額	15,777	20,082	23,789	28,452	32,643
股東權益	15,777	20,082	23,789	28,452	32,643

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
鞋類	35.8	33.6	32.8	32.0	31.0
服飾	61.0	63.1	63.8	65.0	66.2
配件	3.2	3.3	3.3	2.9	2.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	52.6	55.0	52.8	55.1	55.9
經營利潤率	23.2	25.8	22.3	24.3	24.9
稅前利潤率	23.9	23.6	20.5	24.1	25.3
淨利潤率	17.0	15.8	14.4	16.9	18.0
有效稅率	26.6	27.6	25.8	26.6	26.2
資產負債比率					
流動比率(X)	2.6	1.9	1.7	1.9	2.0
速動比率(X)	2.2	1.5	1.3	1.5	1.6
現金比率(X)	123	66	45	68	78
平均庫存周轉天數	93	105	115	105	107
平均應收款周轉天數	70	68	68	68	68
平均應付帳款天數	57	71	75	75	75
債務/股本比率(%)	8	40	13	11	9
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	26.0	26.6	22.0	26.7	28.8
資產回報率	16.8	13.0	12.7	15.7	17.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.53	1.92	1.95	2.80	3.48
每股股息(人民幣)	0.68	0.61	0.51	1.74	2.15
每股帳面價值(人民幣)	5.87	7.43	8.80	10.5	12.0

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

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。

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《證券與期貨法案》(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。