

安踏體育 (2020 HK)

全面發力的一年：產品、人材、渠道、品牌

- ❖ 體育用品行業零售銷售在下半年增速加快，加上管道庫存在健康偏低的水準，2018年訂貨會銷售增長應能加速。在17年下半年，耐克、寶勝、特步等等的數據都一致顯示，無論是國際品牌和國內品牌銷售增速都有加快。受惠於持續的寒冷天氣和春節較晚的效應影響，17年4季度和18年1季度的管道庫存水準，都比較健康及偏低，將有效推動2018年品牌的訂貨會銷售增長。
- ❖ 根據我們的預測，安踏2016-2020年的零售流水的15%-20%增長目標，因為自營管道的貢獻佔比增加，可能轉化為大約19%-28%的上市安踏集團銷售增長，目前市場預期是過於悲觀，只假設了18%的增長，我們比市場更有信心，並預期有21%的增長。我們相信，安踏是可以實現其2020年的流水目標的，因為1) 2017年銷量增長良好，2) 通過維持產品現有價格，但持續改良提升質量，是獲得更多市場份額的正確策略，3) 利用優秀的人力資源管理以留住人才，提高員工的滿意度，從而提高工作效率，4) 將業務擴展到增長更快的購物商場，outlets和電商等管道，以及5) 多品牌模式的擴張，6) 全球化發展和併購。
- ❖ 新來的創意總監所設計的更好的產品，以及定製鞋服務“ANTAUNI”都應該有力地推動了安踏近期的質量和銷售。我們相信2016年任命的新的鞋類創意總監羅比·富勒(Robbie Fuller)有效地提高了安踏鞋類產品的整體質素和水準，例如，反應很快地迅速推出了自己風格的“老爺鞋”(在國內同行中是率先推出)，都可望搶佔更多的市場份額。定製鞋服務“ANTAUNI”在線上和線下同步推出，都有效地推動了2017年的銷售，並可望延續到2018年。
- ❖ 主要風險和擔憂：1) 天氣不利，2) 國際品牌競爭加劇，3) 經濟急劇放緩，4) 經銷商訂貨過多，管道庫存壓貨風險，5) 原材料成本上漲
- ❖ 我們預計17-19財年的銷售複合增長率為21.8%，而淨利潤複合增長率則為24.9%。增長主要受益於：安踏線下銷售增長加快，達到低雙位數，以及FILA和電商等毛利率較高的業務銷售增長速度加快，我們預計這些業務將分別達到30%和50%的複合增長率。
- ❖ 首次覆蓋，並給予買入評級，目標價為43.21港元。我們對安踏體育給予買入評級，目標價為43.21港元，基於25倍的18財年預測市盈率，意味著有24.1%的上漲空間。公司現價估值僅為20倍，低於其同業，國際運動品牌的平均的27倍。由於市場預期只為安踏2020年增長目標的低端，因此未來亦有上調預測盈利的可能性。

財務資料

(截至3月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	11,126	13,346	16,446	20,311	24,093
淨利潤(百萬人民幣)	2,041	2,386	3,174	3,917	4,662
每股收益(人民幣)	0.815	0.949	1.177	1.452	1.728
每股收益變動(%)	19.9	16.5	23.9	23.4	19.0
市盈率(x)	36.0	31.1	25.0	20.2	17.0
市帳率(x)	8.3	7.5	5.4	4.9	4.5
股息率(%)	1.9	2.3	2.8	3.5	4.1
權益收益率(%)	24.3	25.5	25.9	25.6	27.6
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(首次覆蓋)

目標價	HK\$43.21
潛在升幅	+23.5%
當前股價	HK\$35.00

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)	93,960
3月平均流通量(百萬港元)	153.71
52周內股價高/低(港元)	40.6/20.67
總股本(百萬)	2,686.6

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%

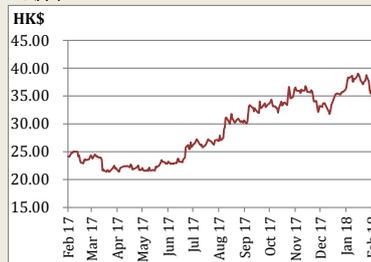
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.2%	-3.3%
3-月	-3.3%	-4.4%
6-月	28.3%	16.9%

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	11,125.9	13,345.8	16,446.1	20,311.2	24,092.6
鞋類	5,074.1	6,000.8	7,501.0	9,376.3	11,017.1
服裝	5,591.7	6,885.7	8,439.9	10,359.0	12,441.9
配飾	460.1	459.3	505.2	576.0	633.6
銷售成本	(5,940.5)	(6,886.7)	(8,179.9)	(9,917.7)	(11,581.7)
毛利	5,185.4	6,459.0	8,266.2	10,393.5	12,510.9
其他收入	227.1	259.8	299.3	349.4	390.3
銷售費用	(2,211.8)	(2,830.8)	(3,468.9)	(4,322.0)	(5,182.4)
一般及行政費用	(504.0)	(684.6)	(922.1)	(1,183.7)	(1,461.7)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	2,696.7	3,203.4	4,174.6	5,237.1	6,257.0
淨融資成本	132.6	107.5	199.9	160.8	168.5
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,829.3	3,310.9	4,374.6	5,397.9	6,425.5
所得稅	(741.1)	(866.3)	(1,137.4)	(1,403.5)	(1,670.6)
非控制股東權益	(47.7)	(59.0)	(63.1)	(77.9)	(92.7)
淨利潤	2,040.6	2,385.5	3,174.0	3,916.6	4,662.2

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	2,345.3	2,770.4	3,259.8	3,729.6	4,271.7
物業、廠房及設備	1,121.2	1,170.4	1,643.8	2,140.0	2,707.2
無形資產和商譽	464.1	477.5	498.2	476.5	456.1
土地使用權	303.0	341.8	337.0	332.3	327.6
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	255.8	399.4	399.4	399.4	399.4
遞延稅項資產	-	-	-	-	-
其他	201.1	381.4	381.4	381.4	381.4
流動資產	10,156.7	11,453.1	15,550.4	17,280.5	19,157.1
其他金融資產	200.0	-	-	-	-
存貨	1,016.1	1,294.9	1,538.1	1,864.9	2,177.8
貿易及其他應收賬款	2,207.2	2,641.2	3,254.8	4,019.8	4,768.1
受限制銀行結餘	1,567.5	1,687.0	1,687.0	1,687.0	1,687.0
現金及現金等價物	5,165.9	5,830.0	9,070.5	9,709.0	10,524.3
流動負債	2,323.8	2,122.8	2,293.7	2,523.4	2,743.4
銀行借款	1,330.0	937.7	937.7	937.7	937.7
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	750.4	910.4	1,081.3	1,311.0	1,531.0
即期稅項	234.4	267.2	267.2	267.2	267.2
其他	9.0	7.5	7.5	7.5	7.5
非流動負債	124.5	54.7	54.7	54.7	54.7
帶息借款	-	-	-	-	-
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	85.7	14.4	14.4	14.4	14.4
撥備	-	-	-	-	-
其他	38.7	40.3	40.3	40.3	40.3
資產淨額	10,053.7	12,046.1	16,461.8	18,432.0	20,630.8
非控股權益	-	-	63.1	141.0	233.7
權益股東應占總權益	10,053.7	12,046.1	16,398.7	18,291.0	20,397.0

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	2,661.7	3,233.5	4,223.9	5,196.5	6,208.8
折舊和攤銷	89.3	100.0	126.0	159.9	202.0
營運資金變動	(414.9)	694.2	(1,003.3)	(431.4)	(420.0)
稅務開支	(737.6)	(948.2)	(1,137.4)	(1,403.5)	(1,670.6)
其他	304.4	(611.9)	298.1	374.8	419.3
經營活動所得現金淨額	1,902.9	2,467.6	2,507.3	3,896.3	4,739.4
購置固定資產	(230.5)	(572.6)	(690.7)	(771.8)	(915.5)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(182.5)	58.1	(40.0)	-	-
投資活動所得現金淨額	(413.0)	(514.5)	(730.7)	(771.8)	(915.5)
股份發行	41.6	15.0	3,394.1	-	-
淨銀行借貸	1,330.0	937.7	-	-	-
股息	(1,333.7)	(1,540.9)	(1,897.9)	(2,454.9)	(2,977.4)
其他	(1,331.6)	(810.1)	(32.1)	(31.2)	(31.2)
融資活動所得現金淨額	(1,293.7)	(1,398.2)	1,464.0	(2,486.0)	(3,008.6)
現金增加淨額	196.1	554.8	3,240.5	638.5	815.3
年初現金及現金等價物	4,933.7	5,165.9	5,830.0	9,070.5	9,709.0
匯兌	36.0	109.3	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,165.9	5,830.0	9,070.5	9,709.0	10,524.3

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
鞋類	45.6	45.0	45.6	46.2	45.7
服裝	50.3	51.6	51.3	51.0	51.6
配飾	4.1	3.4	3.1	2.8	2.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.6	48.4	50.3	51.2	51.9
息稅前利潤率	24.2	24.0	25.4	25.8	26.0
稅前利潤率	25.4	24.8	26.6	26.6	26.7
淨利潤率	18.3	17.9	19.3	19.3	19.4
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	26.2	26.2	26.0	26.0	26.0
增長 (%)					
收入	24.7	20.0	23.2	23.5	18.6
毛利	28.8	24.6	28.0	25.7	20.4
息稅前利潤	33.6	18.8	30.3	25.5	19.5
淨利潤率	20.0	16.9	33.1	23.4	19.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.9	2.7	3.8	3.6	3.5
平均應收賬款周轉天數	72.4	72.2	72.2	72.2	72.2
平均應付帳款周轉天數	46.1	48.3	48.3	48.3	48.3
平均存貨周轉天數	62.4	68.6	68.6	68.6	68.6
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	8.6	22.4	19.4	21.4	22.9
資產回報率	16.3	9.2	16.9	18.6	19.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.973	1.124	1.401	1.728	2.057
每股股息(人民幣)	0.682	0.793	0.988	1.219	1.451
每股賬面值(人民幣)	4.210	4.686	6.455	7.102	7.849

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。