

安踏体育 (2020 HK)

另一个出色的季度，基本面保持稳健

- 零售流水增长在第3季度有所加速，而库存水平保持健康，零售折扣亦有改善。安踏品牌18财年3季度的零售流水增长达中双位数，较18财年2季度略有加速，而非安踏品牌在3季度同比增长90至95%（FILA和Descente分别增长超过90%和200%），增速与2季度接近。安踏主品牌/儿童/电商的同比增长分别为低双位数/超过25%/超过20%（18财年第2季度为高单位数/超过40%/超过30%）。我们认为电商销售增长的轻微放缓不应该成为一个问题，因为3季度的收入占比为全年中最低（缺少了农历新年，618，双11等节日）。安踏/FILA的库销比为4/5个月（一般水平为4-5个月/6-7个月），而零售折扣实际上有所改善，升至74折（较17财年3季度改善了2个百分点），说明目前的零售渠道是十分健康。
- 管理层重申了其对18财年下半年正面的看法，同时我们亦相信更好的产品，渠道，品牌营销和门店形式升级可以推动18财年4季度零售流水的良好增长。管理层重申了“不慢于18财年上半年”的下半年销售增长目标，我们认为这是合理的，主要受惠于1) FILA鞋类的持续增长，更多成功的明星产品，如在18财年秋季推出的FILA破坏者II这款鞋（尽管其零售价超过1,100元人民币，但在不到一个季度的时间内，在天猫已经售出了超过6,000多双），2) 更好的销售渠道结构（商场或百货的门店占比在18财年3季度已经达到28%，较17财年3季度增加了4至5个百分点），3) 2018年9月23日FILA参与了米兰时装周的活动（该活动由FILA Korea和Anta联合举办），相信对品牌推广有正面的推动，4) 更多推广大型的门店，而这些门店一般能容纳更多SKUs和产品品类，所以平均店效将有所提升。由于19财年的基数会变得更高，所以如果FILA的增长率出现放缓，其实投资者不应该感到担心，我们和市场预期预测比较保守，同比增长分别只有30%和约30-40%。
- 投资者可能会担心潜在的并购带来的负面影响，和现金流质量和库存水平的变差，但我们认为不必过分担忧。如果真的成功收购Amer Sports，安踏很可能在短期内减少派息，但是我们认为，安踏的卖点从来都不是其股息率（历史收益率仅为3.3%），反而是其长期而稳定的增长，因此收购Amer Sports是十分符合这个理念的。关于现金流和库存质量，安踏最近采取了各种有针对性的措施，以便更有效使用和回收现金，与相当多的经销商和供货商进行了重新谈判，以确保更好的信贷和付款条件，因此我们期待在18财年下半年，会看到一组比2018年上半年更稳健的资产负债表数据。
- 维持买入评级及目标价。我们仍然看好安踏的多品牌扩张故事，维持对安踏的买入评级和50.50港元的目标价，基于27.5倍的18财年预测市盈率。以现价计算，安踏的增长率很快（17至20财年的净利润年复合增长率为28%）以及估值相当吸引，18财年/19财年的预测市盈率为16.5倍/13.1倍，远低于国际同业平均的23.8倍/20.4倍，同时PEG为0.59倍，国际同业为0.9倍。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	13,346	16,692	24,061	29,316	34,841
净利润(百万人民币)	2,386	3,088	4,246	5,354	6,482
每股收益(人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股收益变动(%)	16.5	21.0	37.5	26.1	21.1
市盈率(x)	28.6	22.3	16.5	13.1	10.8
市帐率(x)	6.9	4.8	4.4	3.9	3.5
股息率(%)	2.6	3.3	4.4	5.6	6.8
权益收益率(%)	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$50.50
(前目标价)	HK\$50.50
潜在升幅	+66.4%
当前股价	HK\$30.35

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织行业

市值(百万港元)	81,486
3月平均流通量(百万港元)	329.64
52周内股价高/低(港元)	49.3/29.1
总股本(百万)	2,684.6

资料来源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO)和	51.3%
丁世家(副主席)	
赖世贤(COO)	6.0%
自由流通	42.7%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.5%	-15.1%
3-月	-23.8%	-17.2%
6-月	-31.5%	-19.2%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：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
配饰	459.3	527.6	712.3	783.5	893.2
销售成本	(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
销售费用	(2,830.8)	(3,809.3)	(6,479.3)	(7,806.2)	(9,159.8)
一般及行政费用	(684.6)	(901.0)	(1,234.1)	(1,542.5)	(1,876.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	3,203.4	3,988.7	5,842.9	7,199.4	8,675.8
净融资成本	107.5	321.8	152.1	256.8	289.7
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	3,310.9	4,310.6	5,995.1	7,456.2	8,965.5
所得税	(866.3)	(1,151.7)	(1,648.6)	(1,975.9)	(2,331.0)
非控制股东权益	(59.0)	(71.0)	(100.0)	(126.1)	(152.7)
净利润	2,385.5	3,087.8	4,246.4	5,354.2	6,481.8

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,770.4	3,632.3	3,909.5	4,259.3	4,673.0
物业、厂房及设备	1,170.4	1,203.1	1,506.1	1,880.4	2,317.4
无形资产和商誉	477.5	705.3	684.0	664.0	645.2
土地使用权	341.8	430.7	426.2	421.8	417.3
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	399.4	105.4	105.4	105.4	105.4
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他	381.4	1,187.7	1,187.7	1,187.7	1,187.7
流动资产	11,453.1	15,441.9	18,540.4	21,415.7	24,618.5
其他金融资产	-	-	-	-	-
存货	1,294.9	2,155.3	2,571.8	3,119.5	3,688.7
贸易及其他应收账款	2,641.2	3,732.7	4,944.0	6,023.9	7,159.0
受限制银行结余	1,687.0	2,586.4	2,586.4	2,586.4	2,586.4
现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4
流动负债	4,272.5	4,498.4	6,044.8	7,241.2	8,494.0
银行借款	937.7	147.9	147.9	147.9	147.9
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	3,060.1	3,977.7	5,524.1	6,720.5	7,973.3
即期税项	267.2	353.3	353.3	353.3	353.3
其他	7.5	19.5	19.5	19.5	19.5
非流动负债	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	14.4	215.3	215.3	215.3	215.3
拨备	-	-	-	-	-
其他	40.3	-	-	-	-
资产净额	9,896.3	14,360.5	16,189.8	18,218.6	20,582.2
非控股权益	-	-	100.0	226.1	378.8
权益股东应占权益	9,896.3	14,360.5	16,089.8	17,992.5	20,203.4

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日 (百万元人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	3,233.5	4,156.0	5,794.8	7,228.7	8,710.6
折旧和摊销	100.0	121.8	145.2	174.0	211.3
营运资金变动	694.2	0.7	(81.3)	(431.2)	(451.5)
税务开支	(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
经营活动所得现金净额	2,467.6	3,181.5	4,546.7	5,379.1	6,576.1
购置固定资产	(572.6)	(546.9)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	58.1	(1,031.6)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(514.5)	(1,578.5)	(553.4)	(674.3)	(801.3)
股份发行	15.0	3,435.0	-	-	-
净银行借贷	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)
融资活动所得现金净额	(1,398.2)	(2.4)	(2,522.7)	(3,457.1)	(4,276.4)
现金增加净额	554.8	1,600.5	1,470.7	1,247.8	1,498.4
年初现金及现金等价物	5,165.9	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0
汇兑	109.3	(462.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,830.0	6,967.6	8,438.3	9,686.0	11,184.4

资料来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
鞋类	45.0	42.2	35.6	34.3	34.1
服装	51.6	54.6	61.4	63.0	63.4
配饰	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
总额	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
息税前利润率	24.0	23.9	24.3	24.6	24.9
税前利润率	24.8	25.8	24.9	25.4	25.7
净利润率	17.9	18.5	17.6	18.3	18.6
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	26.2	26.7	27.5	26.5	26.0
增长 (%)					
收入	20.0	25.1	44.1	21.8	18.8
毛利	24.6	27.6	58.0	22.3	19.3
息税前利润	18.8	24.5	46.5	23.2	20.5
净利润率	16.9	29.4	37.5	26.1	21.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.7	3.4	3.1	3.0	2.9
平均应收账款周转天数	72.2	81.6	75.0	75.0	75.0
平均应付账款周转天数	48.3	62.5	62.0	62.0	62.0
平均存货周转天数	68.6	93.1	85.0	85.0	85.0
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	24.1	21.5	26.4	29.8	32.1
资产回报率	16.8	16.2	18.9	20.9	22.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.949	1.148	1.579	1.991	2.411
每股股息(人民币)	0.698	0.845	1.161	1.464	1.773
每股账面值(人民币)	4.417	6.335	6.969	7.793	8.751

资料来源：公司及招银国际研究部

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个工作日内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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。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，本公司及其僱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。

本報告基於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开发布時的判斷，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並不时自行及/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。