

# 安踏体育 (2020 HK)

**买入 (维持)**

目标价	HK\$55.53
(此前目标价)	HK\$52.00)
潜在升幅	+15.7%
当前股价	HK\$48.00

## 中国体育用品行业

### 胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万港元)	128,897
3月平均流通量(百万港元)	339.30
52周内股价高/低(港元)	59.4/29.05
总股本(百万)	2,701.2

资料来源: 彭博

### 股东结构

丁世忠先生(CEO), 丁世家先生(副主席) 赖世贤先生(CFO)	62.06%
家族	
自由流通	37.94%

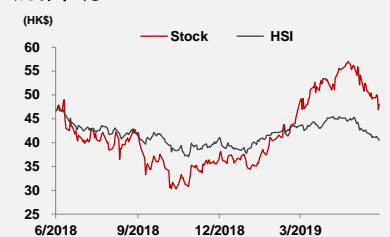
资料来源: 港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-14.6%	-4.9%
3-月	2.5%	9.7%
6-月	35.0%	33.0%
12-月	2.6%	16.3%

资料来源: 彭博

### 股份表现



资料来源: 彭博

### 审计师: 毕马威

### 近期报告

- 安踏体育 (2020 HK) - 19 财年增长目标保守但合理 - 2019 年 2 月 28 日
- 中国运动用品及服装行业 - 优质化与数字化驱动增长: 国内顶尖品牌成赢家 - 2019 年 1 月 23 日

**概要。**基于 25 倍 19 财年预测市盈率, 我们维持买入并上调目标价至 55.53 港元 (预计 19 财年公司增长比预期更快, 因此从 24 倍向上微调)。我们认为沽空机构的指控只是老调重弹, 安踏亦再一次就指控内容清楚作出解释。考虑到公司 FILA 品牌超预期的增长势头和安踏品牌电商销售增长于 19 财年二季度逐渐恢复, 我们对安踏 19 财年上半年业绩仍然乐观。

■ **管理层清楚解释 FILA 中国销售数字。**我们认为 Blue Orca 的主要论述与过去一些沽空机构的大同小异 (例如去年 GMT 的报告), 而其假设更是不正确的。管理层就下列的质疑 (尤其是中国 FILA 销售) 提供了实质响应:

- #1: 18 财年的销售额高于韩国 FILA 的批发销售额;
- #2: 17 财年的销售额高于国家工商总局的纪录;
- #3: 每家商店的平均销售额高于台湾/韩国 FILA 和中国 Nike/Adidas;
- #4: 首席财务官和独立非执董的频繁人事变动。

■ **Chip Wilson (Lululemon 的创始人, 现已退休) 以溢价投资安踏。**他以每股 49.11 港元购买 1584.2 万新股 (约增发后总股本的 0.59%), 总代价为 7.78 亿港元 (较上一天收市价有约 5% 溢价)。根据安踏的说法, Chip Wilson 本希望获得更多 Amer 的股份, 但最后都不能。但经过与团队数个月的合作, 他决定投资于安踏, 以进一步加强双方的合作关系。处理整个增发过程需时约一个月。

■ **19 财年二季度零售增长趋势良好, 安踏电商增长重返轨道, FILA 势头持续。**我们预计安踏/FILA 在 19 财年二季度的零售销售将录得中双位数/50% 增长 (一季度为低双位数/70%)。安踏管理层强调, 重新与唯品会就合同内容谈判后, 安踏的电商销售增长和利润率可能会在二季度回升, 而中国 FILA 在 19 财年上半年的销售增长仍可能受到 18 财年下半年快速开店的支持。

■ **维持买入并上调目标价至 55.53 港元。**我们维持买入并上调目标价至 55.53 港元, 基于 25 倍 19 财年预测市盈率 (由于 19 财年预测每股盈利增长比预期更快, 自 24 倍向上微调), 相当于 1.2 倍 3 年 PEG。公司估值具有吸引力, 目前市盈率为 21.6 倍, 或 1.0 倍 PEG。我们将 19/20/21 财年每股盈利预测修正 +2.5%/+0.1%/-0.1%, 以反映 1) 19 财年上半年 FILA 增长势头超预期, 2) 安踏电商 19 财年一季度销售增长放缓但利润率有所改善, 以及 3) Amer Sports 收购所导致的财务及并购相关成本增加。

## 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	16,692	24,100	30,039	35,946	41,782
同比增长 (%)	25.1	44.4	24.6	19.7	16.2
净收入(百万元人民币)	3,088	4,103	5,257	6,263	7,297
每股盈利(元人民币)	1.360	1.733	2.221	2.646	3.083
每股盈利变动 (%)	28.3	27.4	28.1	19.1	16.5
市盈率(倍)	35.3	27.7	21.6	18.1	15.6
市帐率(倍)	7.6	6.9	5.7	4.8	4.2
股息率 (%)	2.0	1.6	1.9	2.2	4.5
权益收益率 (%)	25.5	26.6	29.0	28.8	28.9
不良贷款率 (%)	净现金	净现金	1.9	净现金	净现金

资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 盈利预测

图 1: 盈利预测

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,260	11,721	13,190	1.2%	3.9%	4.0%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,102	6,061	6,840	1.2%	4.4%	5.8%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,295	1,697	2,121	4.0%	7.3%	8.4%
Net profit	902	1,257	1,621	865	1,169	1,494	4.2%	7.5%	8.5%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.081	0.109	0.140	4.2%	7.5%	8.5%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	49.7%	51.7%	51.9%	0ppt	0.3ppt	0.9ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.6%	14.5%	16.1%	0.3ppt	0.5ppt	0.7ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.4%	10.0%	11.3%	0.3ppt	0.3ppt	0.5ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

RMB mn	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,232	12,204	14,542	1.5%	-0.2%	-5.6%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,241	6,413	7,671	-1.5%	-1.3%	-5.7%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,252	1,641	1,966	7.6%	11.0%	16.9%
Net profit	902	1,257	1,621	846	1,120	1,365	6.7%	12.3%	18.8%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.079	0.100	0.126	6.7%	17.9%	20.2%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	51.2%	52.2%	52.5%	-1.5ppt	-0.2ppt	0.2ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.2%	13.4%	13.5%	0.7ppt	1.5ppt	3.2ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.3%	9.2%	9.4%	0.4ppt	1.1ppt	2.4ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 财务分析

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售收入</b>	<b>16,692</b>	<b>24,100</b>	<b>30,039</b>	<b>35,946</b>	<b>41,782</b>
鞋类	7,049	8,631	10,444	12,376	14,356
服饰	9,116	14,709	18,760	22,618	26,416
配件	528	759	835	952	1,009
<b>销售成本</b>	<b>(8,451)</b>	<b>(11,413)</b>	<b>(14,034)</b>	<b>(16,629)</b>	<b>(19,158)</b>
<b>毛利</b>	<b>8,241</b>	<b>12,687</b>	<b>16,005</b>	<b>19,317</b>	<b>22,623</b>
<b>其它收入</b>	<b>625</b>	<b>652</b>	<b>823</b>	<b>1,021</b>	<b>1,136</b>
<b>营运支出</b>	<b>(4,710)</b>	<b>(7,748)</b>	<b>(9,344)</b>	<b>(11,275)</b>	<b>(13,316)</b>
折旧和摊销	(146)	(175)	(219)	(274)	(315)
员工成本	(942)	(1,238)	(1,598)	(1,914)	(2,258)
销售及分销(不包括员工成本, 折旧, 摊销)	(3,122)	(5,639)	(6,658)	(8,036)	(9,525)
管理费用(不包括员工成本, 折旧, 摊销)	(281)	(440)	(549)	(669)	(774)
其它运营费用	(219)	(256)	(319)	(382)	(444)
<b>息税前收益</b>	<b>4,156</b>	<b>5,592</b>	<b>7,484</b>	<b>9,063</b>	<b>10,444</b>
融资成本净额	155	175	(95)	(319)	(257)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>4,311</b>	<b>5,767</b>	<b>7,389</b>	<b>8,744</b>	<b>10,186</b>
所得税	(1,152)	(1,533)	(1,958)	(2,273)	(2,648)
减: 非控制股东权益	71	131	174	207	241
<b>净利润</b>	<b>3,088</b>	<b>4,103</b>	<b>5,257</b>	<b>6,263</b>	<b>7,297</b>

### 现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息税前利润</b>	<b>4,156</b>	<b>5,592</b>	<b>7,484</b>	<b>9,063</b>	<b>10,444</b>
折旧和摊销	234	278	351	446	521
营运资金变动	1	866	(449)	(446)	(437)
已缴纳所得税	(1,013)	(1,288)	(1,958)	(2,273)	(2,648)
其它	(196)	(1,008)	203	191	252
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>3,181</b>	<b>4,440</b>	<b>5,630</b>	<b>6,980</b>	<b>8,131</b>
资本开支	(675)	(1,319)	(14,111)	(1,006)	(752)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(903)	118	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,579)</b>	<b>(1,201)</b>	<b>(14,111)</b>	<b>(1,006)</b>	<b>(752)</b>
股份发行	3,435	4	-	-	-
净借贷	148	1,165	6,500	-	-
支付股息	(1,937)	(2,425)	(2,008)	(2,359)	(4,175)
其它	(1,649)	119	(298)	(509)	(509)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(2)</b>	<b>(1,136)</b>	<b>4,194</b>	<b>(2,868)</b>	<b>(4,685)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,601</b>	<b>2,102</b>	<b>(4,287)</b>	<b>3,106</b>	<b>2,694</b>
年初现金及现金等价物	5,830	6,968	9,284	4,997	8,102
汇兑	(463)	214	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>6,968</b>	<b>9,284</b>	<b>4,997</b>	<b>8,102</b>	<b>10,797</b>

### 资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>3,632</b>	<b>5,090</b>	<b>18,851</b>	<b>19,411</b>	<b>19,643</b>
固定资产	1,203	1,787	2,586	3,183	3,446
无形资产和商誉	1,136	1,170	1,132	1,095	1,064
预付租金	105	367	13,367	13,367	13,367
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	1,188	1,766	1,766	1,766	1,766
<b>流动资产</b>	<b>15,442</b>	<b>19,284</b>	<b>16,805</b>	<b>21,705</b>	<b>26,163</b>
现金及现金等价物	6,968	9,284	4,997	8,102	10,797
存货	2,155	2,892	3,557	4,215	4,856
贸易和其他应收款	3,733	4,638	5,781	6,918	8,041
预付款	-	-	-	-	-
其它流动资产	2,586	2,470	2,470	2,470	2,470
<b>流动负债</b>	<b>4,498</b>	<b>7,548</b>	<b>15,406</b>	<b>16,755</b>	<b>18,082</b>
银行贷款	148	1,244	7,744	7,744	7,744
应付款	1,447	1,792	2,204	2,611	3,009
应计费用和其他应付款	2,531	3,841	4,788	5,729	6,659
应付税款	353	650	650	650	650
其它流动负债	19	21	21	21	21
<b>非流动负债</b>	<b>215</b>	<b>306</b>	<b>306</b>	<b>306</b>	<b>306</b>
银行贷款	-	70	70	70	70
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	215	236	236	236	236
其它	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>174</b>	<b>381</b>	<b>622</b>
<b>净资产总额</b>	<b>14,361</b>	<b>16,520</b>	<b>19,769</b>	<b>23,674</b>	<b>26,795</b>
<b>股东权益</b>	<b>14,361</b>	<b>16,520</b>	<b>19,769</b>	<b>23,674</b>	<b>26,795</b>

### 主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合(%)</b>					
鞋类	42.2	35.8	34.8	34.4	34.4
服饰	54.6	61.0	62.5	62.9	63.2
配件	3.2	3.2	2.8	2.6	2.4
<b>合计</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	49.4	52.6	53.3	53.7	54.1
经营利润率	24.9	23.2	24.9	25.2	25.0
税前利润率	25.8	23.9	24.6	24.3	24.4
净利润率	18.5	17.0	17.5	17.4	17.5
有效税率	26.7	26.6	26.5	26.0	26.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(X)	3.4	2.6	1.1	1.3	1.4
速动比率(X)	3.0	2.2	0.9	1.0	1.2
现金比率(X)	155	123	32	48	60
平均库存周转天数	93	93	93	93	93
平均应收款周转天数	82	70	70	70	70
平均应付帐款天数	62	57	57	57	57
债务/股本比率(%)	1	8	40	33	29
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	2	净现金	净现金
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	21.5	24.8	26.6	26.5	27.2
资产回报率	16.2	16.8	14.7	15.2	15.9
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	1.15	1.53	1.95	2.33	2.71
每股股息(人民币)	0.81	0.69	0.78	0.93	1.90
每股帐面价值(人民币)	5.35	6.15	7.36	8.82	9.98

资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招銀国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀国际并未给予投资评级

### 招銀国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招銀国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀国际证券有限公司(“招銀证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。