

安踏体育 (2020 HK)

全面发力的一年：产品、人材、渠道、品牌

- ❖ 体育用品行业零售销售在下半年增速加快，加上管道库存在健康偏低的水平，2018年订货会销售增长应能加速。在17年下半年，耐克、宝胜、特步等等的的数据都一致显示，无论是国际品牌和国内品牌销售增速都有加快。受惠于持续的寒冷天气和春节较晚的效应影响，17年4季度和18年1季度的管道库存水平，都比较健康及偏低，将有效推动2018年品牌的订货会销售增长。
- ❖ 根据我们的预测，安踏2016-2020年的零售流水的15%-20%增长目标，因为自营管道的贡献占比增加，可能转化为大约19%-28%的上市安踏集团销售增长，目前市场预期是过于悲观，只假设了18%的增长，我们比市场更有信心，并预期有21%的增长。我们相信，安踏是可以实现其2020年的流水目标的，因为1) 2017年销量增长良好，2) 通过维持产品现有价格，但持续改良提升质量，是获得更多市场份额的正确策略，3) 利用优秀的人力资源管理以留住人才，提高员工的满意度，从而提高工作效率，4) 将业务扩展到增长更快的购物商场，outlets和电商等管道，以及5) 多品牌模式的扩张，6) 全球化发展和并购。
- ❖ 新来的创意总监所设计的更好的产品，以及定制鞋服务“ANTAUNI”都应该有力地推动了安踏近期的质量和销售。我们相信2016年任命的新的鞋类创意总监罗比·富勒(Robbie Fuller)有效地提高了安踏鞋类产品的整体质素和水平，例如，反应很快地迅速推出了自己风格的“老爷鞋”(在国内同行中是率先推出)，都可望抢占更多的市场份额。定制鞋服务“ANTAUNI”在在线和线下同步推出，都有效地推动了2017年的销售，并可望延续到2018年。
- ❖ 主要风险和担忧：1) 天气不利，2) 国际品牌竞争加剧，3) 经济急剧放缓，4) 经销商订货过多，管道库存压货风险，5) 原材料成本上涨
- ❖ 我们预计17-19财年的销售复合增长率为21.8%，而净利润复合增长率则为24.9%。增长主要受益于：安踏线下销售增长加快，达到低双位数，以及FILA和电商等毛利率较高的业务销售增长速度加快，我们预计这些业务将分别达到30%和50%的复合增长率。
- ❖ 首次覆盖，并给予买入评级，目标价为43.21港元。我们对安踏体育给予买入评级，目标价为43.21港元，基于25倍的18财年预测市盈率，意味着有24.1%的上涨空间。公司现价估值仅为20倍，低于其同业，国际运动品牌的平均的27倍。由于市场预期只为安踏2020年增长目标的低端，因此未来亦有上调预测盈利的可能性。

财务资料

(截至3月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	11,126	13,346	16,446	20,311	24,093
净利润(百万人民币)	2,041	2,386	3,174	3,917	4,662
每股收益(人民币)	0.815	0.949	1.177	1.452	1.728
每股收益变动(%)	19.9	16.5	23.9	23.4	19.0
市盈率(x)	36.0	31.1	25.0	20.2	17.0
市帐率(x)	8.3	7.5	5.4	4.9	4.5
股息率(%)	1.9	2.3	2.8	3.5	4.1
权益收益率(%)	24.3	25.5	25.9	25.6	27.6
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(首次覆盖)

目标价	HK\$43.21
潜在升幅	+23.5%
当前股价	HK\$35.00

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)	93,960
3月平均流通量(百万港元)	153.71
52周内股价高/低(港元)	40.6/20.67
总股本(百万)	2,686.6

资料来源：彭博

股东结构

丁世忠(CEO)和 丁世家(副主席)	51.3%
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	-9.2%	-3.3%
3-月	-3.3%	-4.4%
6-月	28.3%	16.9%

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）	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
配饰	460.1	459.3	505.2	576.0	633.6
销售成本	(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
销售费用	(2,211.8)	(2,830.8)	(3,468.9)	(4,322.0)	(5,182.4)
一般及行政费用	(504.0)	(684.6)	(922.1)	(1,183.7)	(1,461.7)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	2,696.7	3,203.4	4,174.6	5,237.1	6,257.0
净融资成本	132.6	107.5	199.9	160.8	168.5
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	2,829.3	3,310.9	4,374.6	5,397.9	6,425.5
所得税	(741.1)	(866.3)	(1,137.4)	(1,403.5)	(1,670.6)
非控制股东权益	(47.7)	(59.0)	(63.1)	(77.9)	(92.7)
净利润	2,040.6	2,385.5	3,174.0	3,916.6	4,662.2

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	2,345.3	2,770.4	3,259.8	3,729.6	4,271.7
物业、厂房及设备	1,121.2	1,170.4	1,643.8	2,140.0	2,707.2
无形资产和商誉	464.1	477.5	498.2	476.5	456.1
土地使用权	303.0	341.8	337.0	332.3	327.6
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	255.8	399.4	399.4	399.4	399.4
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他	201.1	381.4	381.4	381.4	381.4
流动资产	10,156.7	11,453.1	15,550.4	17,280.5	19,157.1
其他金融资产	200.0	-	-	-	-
存货	1,016.1	1,294.9	1,538.1	1,864.9	2,177.8
贸易及其他应收账款	2,207.2	2,641.2	3,254.8	4,019.8	4,768.1
受限制银行结余	1,567.5	1,687.0	1,687.0	1,687.0	1,687.0
现金及现金等价物	5,165.9	5,830.0	9,070.5	9,709.0	10,524.3
流动负债	2,323.8	2,122.8	2,293.7	2,523.4	2,743.4
银行借款	1,330.0	937.7	937.7	937.7	937.7
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	750.4	910.4	1,081.3	1,311.0	1,531.0
即期税项	234.4	267.2	267.2	267.2	267.2
其他	9.0	7.5	7.5	7.5	7.5
非流动负债	124.5	54.7	54.7	54.7	54.7
带息借款	-	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	85.7	14.4	14.4	14.4	14.4
拨备	-	-	-	-	-
其他	38.7	40.3	40.3	40.3	40.3
资产净额	10,053.7	12,046.1	16,461.8	18,432.0	20,630.8
非控股权益	-	-	63.1	141.0	233.7
权益股东应占权益	10,053.7	12,046.1	16,398.7	18,291.0	20,397.0

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	2,661.7	3,233.5	4,223.9	5,196.5	6,208.8
折旧和摊销	89.3	100.0	126.0	159.9	202.0
营运资金变动	(414.9)	694.2	(1,003.3)	(431.4)	(420.0)
税务开支	(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
经营活动所得现金净额	1,902.9	2,467.6	2,507.3	3,896.3	4,739.4
购置固定资产	(230.5)	(572.6)	(690.7)	(771.8)	(915.5)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(182.5)	58.1	(40.0)	-	-
投资活动所得现金净额	(413.0)	(514.5)	(730.7)	(771.8)	(915.5)
股份发行	41.6	15.0	3,394.1	-	-
净银行借贷	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)
融资活动所得现金净额	(1,293.7)	(1,398.2)	1,464.0	(2,486.0)	(3,008.6)
现金增加净额	196.1	554.8	3,240.5	638.5	815.3
年初现金及现金等价物	4,933.7	5,165.9	5,830.0	9,070.5	9,709.0
汇兑	36.0	109.3	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,165.9	5,830.0	9,070.5	9,709.0	10,524.3

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
鞋类	45.6	45.0	45.6	46.2	45.7
服装	50.3	51.6	51.3	51.0	51.6
配饰	4.1	3.4	3.1	2.8	2.7
总额	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
息税前利润率	24.2	24.0	25.4	25.8	26.0
税前利润率	25.4	24.8	26.6	26.6	26.7
净利润率	18.3	17.9	19.3	19.3	19.4
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	26.2	26.2	26.0	26.0	26.0
增长 (%)					
收入	24.7	20.0	23.2	23.5	18.6
毛利	28.8	24.6	28.0	25.7	20.4
息税前利润	33.6	18.8	30.3	25.5	19.5
净利润率	20.0	16.9	33.1	23.4	19.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.9	2.7	3.8	3.6	3.5
平均应收账款周转天数	72.4	72.2	72.2	72.2	72.2
平均应付账款周转天数	46.1	48.3	48.3	48.3	48.3
平均存货周转天数	62.4	68.6	68.6	68.6	68.6
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	8.6	22.4	19.4	21.4	22.9
资产回报率	16.3	9.2	16.9	18.6	19.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.973	1.124	1.401	1.728	2.057
每股股息(人民币)	0.682	0.793	0.988	1.219	1.451
每股账面值(人民币)	4.210	4.686	6.455	7.102	7.849

来源: 公司及招银国际研究部

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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银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。招银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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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上责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。招银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资讯，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，未经招银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商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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人。