

# 安踏體育 (2020 HK)

疫情下展現龍頭韌性 新品牌成未來增張新動力  
香港 | 消費品行業(運動鞋服) | 首次覆蓋

10 SEP 2020

## 投資概要

安踏體育於 1991 年成立於福建晉江，主要業務涉及設計、開發、製造和營銷運動服飾，是國內領先的品牌運動服飾企業。公司成立初期主要為貼牌代工鞋廠，於 1999 年起由生產製造轉為品牌批發，推出自家服飾、運動配件產品等。在 2019 財年，公司年收入達人民幣 339 億元，過往十年以逾年複合增長率 18% 的增速成長，在行業中領先同行。同年亦入選 Brand Finance 的「2019 全球最具價值服飾品牌」排行榜第 21 位和入選 WPP 與凱度華通明略發佈的「BrandZ™ 2019 最具價值中國品牌 100 強」，成為體育用品行業唯一入選品牌，在「服飾」品類排名第一位。

公司於 2016 年提出「單聚焦、多品牌、全渠道」的戰略方針，以運動作為公司發展焦點，拓展公司品牌矩陣，全面佈局街舖、商場、百貨公司、奧特萊斯 (Outlet) 及電商平台等渠道。透過多品牌策略之間的協同效應，安踏能在全方位覆蓋不同的需求，從大眾到高端、從時尚到運動、從兒童到成人。

## 建構全渠道的銷售網絡

公司以發展全渠道的方針，持續加強零售管理能力和銷售網絡，透過不同門店的特色包裝不同品牌的形象，以凸顯品牌的差異性。另外，公司透過不斷優化會員制度，為會員提供更個性化的零售體驗，並加強顧客對品牌的信任及忠誠度。持續調整店鋪結構，整合面積較小、效益較低的店鋪，並繼續在優越地段開設更大、更具吸引力的店鋪，以提升整體店鋪效益。

## 安踏主品牌試行 DTC 模式

在過往 20 年，安踏主品牌業務於中國市場以批發分銷模式發展，在該模式之下，可以藉具有強大區域性網絡及擁有當地資源的分銷商滿足各地區不同當地商業文化及消費者喜好，令安踏品牌可以達致全國性覆蓋，從而有效促進安踏品牌業務。近年，市場消費習慣快速改變，企業需以更積極主動地轉型變革來應付外部環境的不確定性。讓企業實現可持續的高質量增長。公司於 2020 年中提出將安踏品牌的業務模式由批發分銷模式轉型至直面消費者模式(DTC)，令公司能在零售、渠道、商品、財務、人力上更靈活地調動資源，提高營運效率。

## 公司近年收購了歐洲大型運動品牌

以安踏體育(2020)為首的財團在 2018 年底收購芬蘭運動品牌 Amer Sports。收購價每股 40 歐元，較 Amer Sports 股份於納斯達克赫爾辛基證券交易所的收市價溢價 39%，涉資約 46 億歐元(約 408.6 億港元)。財團收購亞瑪芬集團的所有股份，為中國服裝行業歷史上最大一筆並購案。安踏在 17 年底，成為 2022 年北京冬奧會的官方運動產品合作夥伴。意味公司在之後的多年內，需要向國家隊提供雪上運動/冰上運動的裝備支持。預期在 2022 年，安踏將收到不小的戶外運動產品訂單。戶外運動這個領域，一方面 Nike 和 adidas 等行業龍頭較少關注，另一方面安踏藉著擁有冬奧會合作機會，以收購 Amer Sports 拿下了一整個頂級品牌管理集團，既能提升了自己的產品質量，更有助公司在國內未來數年發展戶外運動市場。

## 估值與投資建議

公司在過去透過收購不同品牌發展多品牌戰略，在 FILA 的成功經驗後，Descente 亦開始錄得正面盈利，印證公司能有效地進行投後管理和將品牌引入大中華地區。考慮公司旗下品牌有巨大增長潛力，未來收入增長潛力巨大，我們預計公司 2020/2021 年的每股盈利為 1.76/3.05 元人民幣。給予目標價 94.9 港元對應 2020/2021 年 48.53/28.00 倍預期市盈率，給予買入評級。

## 買入 (首次覆蓋)

現價 HKD 75.10

(現價截至 9 月 8 日)

目標價 HKD 94.90 (+26.4%)

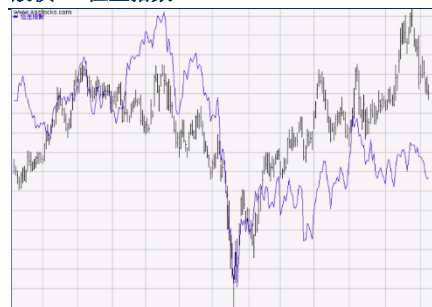
## 公司資料

普通股股東(百萬股):	2,703
市值(港幣百萬元):	203,123
52 周最高價/最低價(港幣元):	87.94/41.43

## 主要股東 %

丁世忠(又名丁志忠)及關連人士	61.42
-----------------	-------

## 股價 & 恒生指數



Source: Aastock, Phillip Securities (HK) Research

## 財務資料

CNY mn	FY19	FY20	FY21
Net Sales	33,928	37,138	46,240
Net Profit	5,344	4,758	8,254
EPS, CNY cent	198.70	176.03	305.38
P/E, x	34.02	38.40	22.13
BVPS, CNY	779.17	915.84	1121.04
P/BV, x	8.67	7.38	6.03
DPS (HKD cent)	67.00	52.81	91.61
Div. Yield (%)	0.89%	0.70%	1.22%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

## 研究員

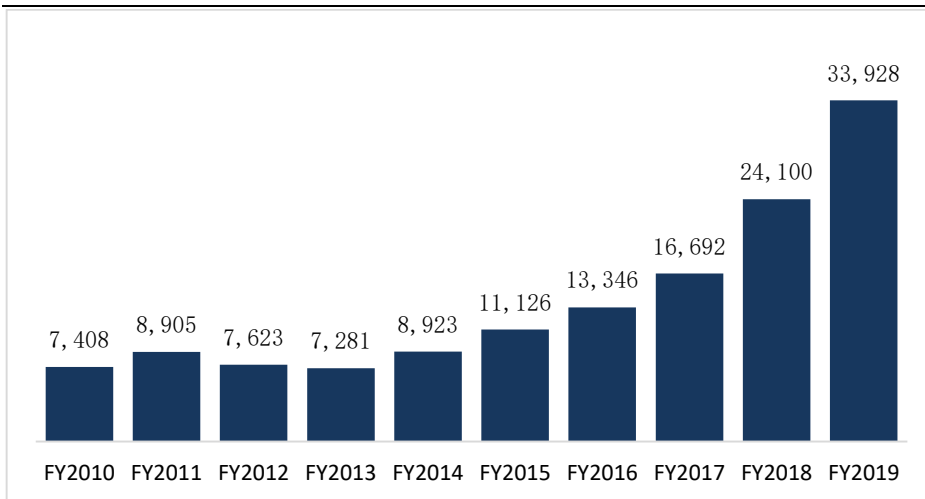
莊嘉城 (+ 852 22776515)

timothy.chong@phillip.com.hk

## 公司介紹

安踏體育於 1991 年成立於福建晉江，主要業務涉及設計、開發、製造和營銷運動服飾，是國內領先的品牌運動服飾企業。公司成立初期主要為貼牌代工鞋廠，於 1999 年起由生產製造轉為品牌批發，推出自家服飾、運動配件產品等。在 2019 財年，公司年收入達人民幣 339 億元，過往十年以逾年複合增長率 18% 的增速成長，在行業中領先同行。同年亦入選 Brand Finance 的「2019 全球最具價值服飾品牌」排行榜第 21 位和入選 WPP 與凱度華通明略發佈的「BrandZ™ 2019 最具價值中國品牌 100 強」，成為體育用品行業唯一入選品牌，在「服飾」品類排名第一位。

圖一：公司過往的總營收(百萬人民幣)



來源：公司公告，Phillip Securities Research

## 公司發展過程

**初創階段：貼牌加工起家**

1991 年，公司以前身安踏（福建）鞋業在晉江為跨國公司進行貼牌生產業務，並於 1994 年成立安踏（福建）鞋業有限公司，公司由手工作坊擴大生產規模，進入規模化工業生產階段。

**發展階段：自家品牌產品發展**

公司業務由生產製造轉為品牌批發，推出服裝和運動配件產品等，逐步完善品牌的產品矩陣。公司在此階段持續透過廣告營銷建立品牌形象，簽約多位代言人，橫跨不同體育板塊，例如乒乓球世界冠軍孔令輝、NBA 球星凱文·賈奈特 (Kevin Maurice Garnett)、網球巨星伊蓮娜·揚科維奇 (Jelena Janković) 等。公司同時開始以加盟形式經營，進行渠道擴張，截至 2012 年底，公司主品牌於全中國共有 8075 家門店。

**轉型階段：**

自 2012 年起，行業進入調整期，運動服飾業進入寒冬，公司有 2012 和 2013 年營收均錄得負增長，公司率先進行轉行，在 2013 年實施全方位零售導向策略，開啟零售改革，加強零售管理，包括精簡經銷架構、調整銷售渠道及建立產品差異化等一系列措施。2014 年，安踏率先走出調整，業績恢復增長，公司亦超越李寧，成為中國體育用品行業中市占率第一的本土品牌，僅次於 Nike 和 adidas。

**擴展階段：**

公司於 2016 年提出「單聚焦、多品牌、全渠道」的戰略方針，以運動作為公司發展焦點，拓展公司品牌矩陣，全面佈局街舖、商場、百貨公司、奧特萊斯 (Outlet) 及電商平台等渠道。透過多品牌策略之間的協同效應，安踏能在全方位覆蓋不同的需求，從大眾到高端、從時尚到運動、從兒童到成人。

### 以運動本身為公司的定位

公司以‘聚焦體育用品的多品牌公司’作為公司自我定位，整體發展戰略聚焦於運動。旗下雖有大大小小不同的子品牌，不同產品線和不同專業方向的消費者，但安踏以運動發展其統一的品牌形象。公司在品牌擴張的過程中持續專注於運動的本身，在 2019 年起把業務劃分為三大品牌事業群—專業運動、時尚運動和戶外運動。

圖二：品牌分組

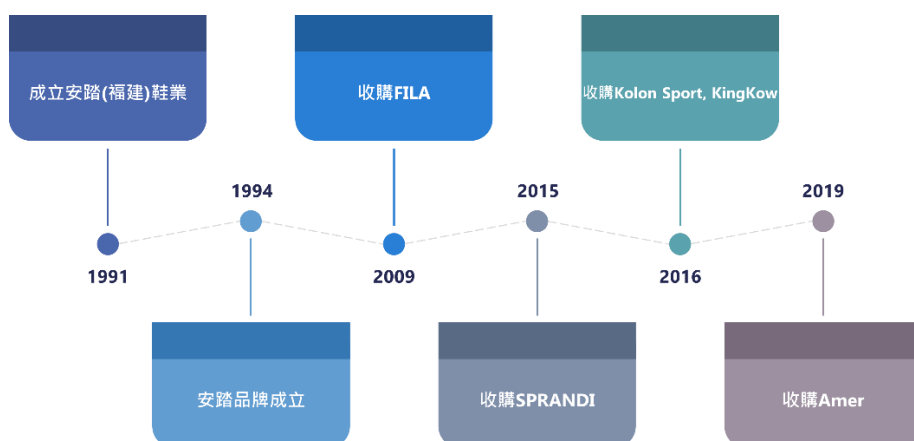


來源：公司公告，Phillip Securities Research

### 透過收購擴大品牌矩陣

公司除了自家品牌外，公司透過收購拓展品牌矩陣。公司於 2009 年完成第一次品牌收購，從百麗國際手上取得在中國分銷 FILA 商標產品和中、港、澳的零售業務。在 2015 年相繼收購 DESCENTE(迪桑特)、Kolon 等品牌。公司在 2019 年進一步收購 Amer Sport。

圖三：公司收購歷程



來源：公司公告，Phillip Securities Research

### 安踏主品牌以大眾市場為目標

安踏主品牌主要定位大眾市場，兼顧運動性能和價格的產品，覆蓋不同運動領域，例如跑步、籃球和足球等。自 1994 年創立品牌後一直定位明確，以高性價比為其招徠，主品牌籃球鞋價格主要落在 300-800 之間，與 NBA 球星克雷·湯普森(Klay Thompson) 合作新推出的 KT5 系列定價人民幣 649-999 元，較 KT4 系列提價約 10%。新推出的星標系列以中國風配合安踏的科技推出星岳籃球鞋、星巒跑鞋和星嵐跑鞋，分別定價人民幣 999 元，899 元和 599 元。

圖四：安踏各系列運動鞋售賣價格

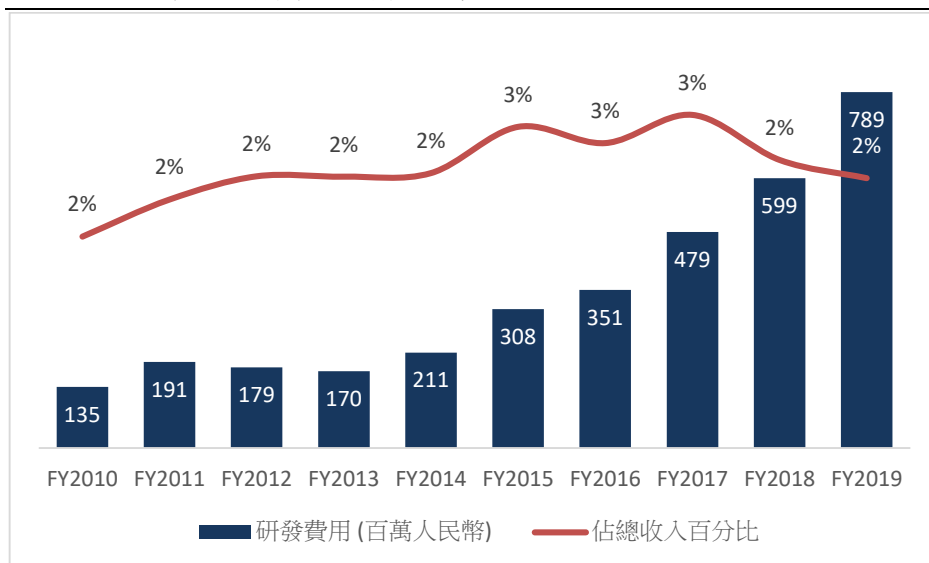
星標系列 星巒跑鞋		899 元
星標系列 星嶽籃球鞋 2020 新款		1,299 元
湯普森 KT5 正代 水晶球配色 籃球鞋		999 元
KT4 季後賽 籃球鞋		899 元
KT5 情人節配色女 籃球鞋 2020 新品		699 元
星標系列 星嵐跑鞋 2020 新款		599 元

來源：公司官網，Phillip Securities Research

### 投放資源研發新技術

從研發費用方面，於過去數年，公司不斷在產品研發上投入資源，研發費用平均佔公司銷售額的 2-3%，而投入的資金亦較其他國內龍頭為高。

圖五：公司過往的研發費用(百萬人民幣)



來源：公司公告，Phillip Securities Research

在 2017 年公司研發了新的緩震科技—A-FLASHFOAM，並應用在蟲洞跑鞋和自 KT4 後開始應用在 KT 系列籃球鞋中。FLASHFOAM 科技的出現讓安踏運動鞋的評價上升，消費者對其評價均把其與 adidas 的 Bounce 和 Boost 比較，並認為在彈性上介乎兩者之間，而衝擊保護上更能與 Boost 平分秋色。

圖六：A-FLASHFOAM 的發佈會和蟲洞跑鞋



來源：公司官網，Phillip Securities Research

### 公司為 2022 年北京奧運和殘運最高級別合作夥伴

在品牌推廣上，公司以品牌贊助作為主要宣傳方式，自 2009 年起與中國亞運會和奧運會合作，贊助運動員以增加品牌曝光度。公司在 2017 年正式成為北京 2022 年冬運會和冬殘奧的官方體育服裝合作夥伴，為最高級別的贊助層級。

### FILA 在公司管理下定位明確

公司在 2009 年完成對 FILA 中國區業務的收購後，用了 5 年時間把品牌由虧轉盈，其後收入不斷增加，於 2019 財年實現營收達人民幣 147.7 億元，佔公司總收入的 43.5%。FILA 以高端運動時尚品牌定位，目標對象為 25-45 歲的群眾。FILA 旗下再細分 2 個子品牌 FILA FUSION 和 FILA KIDS，分別以 20-30 歲的青年群體和 3-14 歲的小童為目標對象。

FILA FUSION 以潮牌作為其定位，在 2017 年推宣佈推出。以 1+N 模式為基礎，一條核心主線產品+多條跨界產品線，分別與國際潮牌 Aape by A Bathing Ape 和韓國品牌 D-ANTIDOTE 合作，推出新產品。FILA 在代言人方面由高圓圓、黃景瑜和吳謹言擔任，打造品牌的高端運動時尚定位。而 FILA FUSION 則以 Kōki 木村光希作為代言人，為品牌呈現年輕、陽光、潮流運動的風格。

圖七：FILA 品牌代言人



來源：公司官網，Phillip Securities Research

### 建構全渠道的銷售網絡

公司以發展全渠道的方針，持續加強零售管理能力和銷售網絡，透過不同門店的特色包裝不同品牌的形象，以凸顯品牌的差異性。另外，公司透過不斷優化會員制度，為會員提供更個性化的零售體驗，並加強顧客對品牌的信任及忠誠度。持續調整店鋪結構，整合面積較小、效益較低的店鋪，並繼續在優越地段開設更大、更具吸引力的店鋪，以提升整體店鋪效益。

公司於 2019 年在上海和重慶推出全新的第九代門店，公司從品牌形象、店鋪形象至消費者體驗均進行了全面升級，並注入「數字化」、「年輕化」及「專業化」作為新一代店的核心元素。同時，安踏兒童亦推出 4.0 門店。門店更設有安踏兒童 4.0 全新體測系統，以科學為兒童選擇最適合的產品。

截至二零二零年六月三十日，安踏（包括安踏兒童獨立店）於中國大陸及海外國家的店數目共有 10,197 家，較去年底減少 319 家。而於中國大陸、香港、澳門和新加坡之 FILA 店（包括 FILA KIDS 和 FILA FUSION 獨立店）數目共有 1,930 家，較去年底減少 21 家，而於中國大陸之 DESCENTE 店數目則較去年年底增加 9 家至 145 家。於中國大陸和香港之 KOLON SPORT 店數目較去年底減少 30 家至 155 家。當中除了安踏主品牌主要以街鋪為主外，其他主要以店中店的形式經營。

### 安踏主品牌試行 DTC 模式

在過往 20 年，安踏主品牌業務於中國市場以批發分銷模式發展，在該模式之下，可以藉具有強大區域性網絡及擁有當地資源的分銷商滿足各地區不同當地商業文化及消費者喜好，令安踏品牌可以達致全國性覆蓋，從而有效促進安踏品牌業務。近年，市場消費習慣快速改變，企業需以更積極主動地轉型變革來應付外部環境的不確定性。讓企業實現可持續的高質量增長。公司於 2020 年中提出將安踏品牌的業務模式由批發分銷模式轉型至直面消費者模式(DTC)，令公司能在零售、渠道、商品、財務、人力上更靈活地調動資源，提高營運效率。

於計劃第一階段，公司將在中國 11 個地區，包括長春、長沙、成都、重慶、廣東、昆明、南京、上海、武漢、西安及浙江開展混合營運模式（直營的安踏品牌店與加盟商營運的安踏品牌店），並終止與該等地區分銷商的合作。在選擇相關地區時，考慮多項因素，包括其對安踏品牌業務的貢獻、該等地區安踏品牌店的過往及近期表現、個別市場的戰略價值、本集團長期計劃，以及與相關分銷商的磋商。

涉及的安踏品牌店共約有 3,500 家，約佔二零二零六月三十日於中國之安踏品牌店總數之 35%，終止事項之有關工作將需要約 6 至 9 個月分批完成，回收後的店舖中，約有 60%將會由公司直營，40%由加盟商按照安踏品牌運營標準營運。而現行與該等分銷商的所有分銷協議將予終止，及該等分銷商將與其加盟商終止所有加盟協議，而本集團將與加盟商訂立新的加盟協議。

### 以往 FILA DTC 模式為公司提供經驗

自 2011 年起，中國區 FILA 利用 3 年時間從經銷商手中收回大部分門店並改為直營管理，目前近逾 8 成 FILA 門店由公司直營。直營改革令 FILA 的管理扁平化，使總部到零售端的管理更靈活，全國各分公司團隊直接向總部彙報經營計畫及成果，總部也直接根據各團隊業績指標完成情況決定給予的支援力度。

直營模式有助於品牌對終端的形象進行更有力的把控及零售管理。FILA 門店集中於一二線核心商圈，店舖裝潢設計與產品陳列佈局使 FILA 摒棄了一般運動產品門店的拘謹風格，以更多的體現時尚感，店舖形象平均兩年升級一次，未來將在全國重點核心商場拓展一場多店或者大型綜合旗艦店(1000-1500 m<sup>2</sup>)。

### 有效拓展網上銷售

電子商務方面，安踏除了在主流電商管道如天貓、京東、唯品會完成全覆蓋外，公司亦設立了自己的官方電商管道，並通過公司的大資料系統形成了覆蓋超過 2.5 億人的消費者資料資產。在疫情初期，公司透過“全員零售”、“直播+電商”等行銷模式，通過利用社交管道的客戶流量，促進網上的銷售電子商務。

在今年的多場電商購物節活動中，安踏均取得良好的成績並創下新紀錄。在 618 購物節中，據安踏集團電商資料顯示，活動累計成交人民幣 14.3 億，同比增長 78%。來自天貓後台的官方資料顯示，以鞋服銷售金額總和排名來看，安踏品牌位列運動類目第三，國內品牌中第一；FILA 品牌位列運動類目第五；安踏兒童位居母嬰類目第四，FILA KIDS 排名第九；此外，Amer Sports 集團旗下始祖鳥、SALOMON 等品牌均進入戶外類目前十二強。

圖八：618 的銷量引起網絡關注



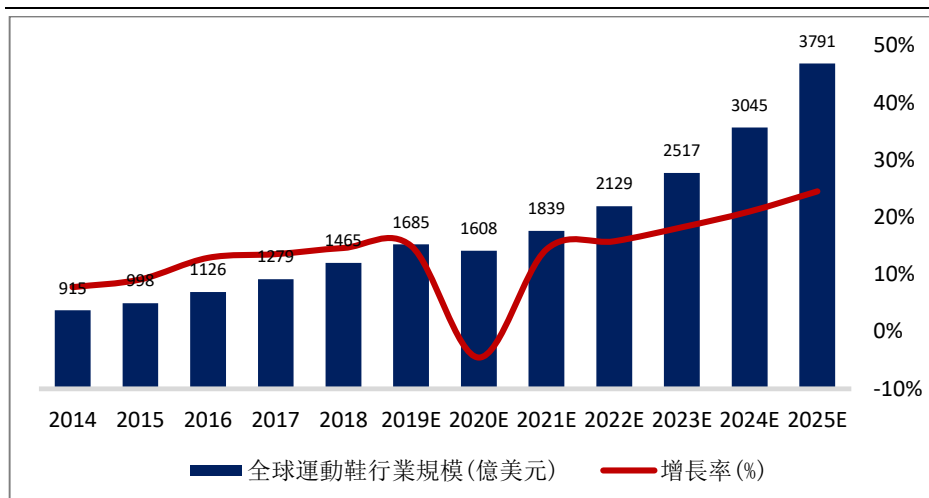
來源：網易，Phillip Securities Research

## 行業報告

### 體育服行業穩步向上

過往十年間，全球運動鞋市場規模穩步擴張，全民運動的概念帶動全球運動消費增長。據中國前瞻產業研究院的報告指出，全球運動鞋行業市場規模由 2010 年的 667 億美元上升至 2018 年的 1,465 億美元，以複合年增長率 10.3% 增長，並估計於 2019 年市場規模已接近 1,700 億美元的水平。今年受新冠肺炎影響，預計 2020 全年運動鞋市場規模將下降，隨著世界經濟持續復蘇，印度及中國等具有巨大消費潛力的新興市場將帶動全球經濟。前瞻產業研究院預計全球運動鞋市場將維持中速穩定增長，在 2025 年預計將達 3,791 億美元的規模，複合年增長率約 18.7%。

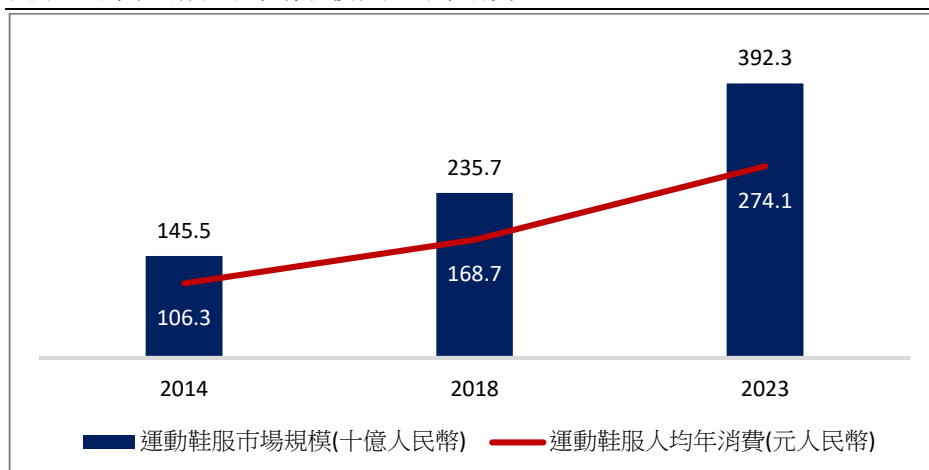
圖九：全球運動鞋市場規模



來源：中國前瞻產業研究院，Phillip Securities Research

根據弗若斯特沙利文的報告，就二零一八年零售總額(包括增值稅)而言，中國已成為僅次於美國第二大運動鞋服零售市場。中國運動鞋服零售市場的總零售額(包括增值稅)由二零一四年的人民幣 1,455 億增長至二零一八年人民幣 2,357 億元。與此同時中國在運動鞋服產品方面的人均年消費開支亦由二零一四年的人均 106.3 元增長至二零一八年的人均 168.7 元，複合年增長率為 12.2%。預計到 2023 年，總零售額(包括增值稅)及人均年消費開支將分別達到人民幣 3,923 億和 274.1 的水平。儘管如此，中國在運動鞋服方面的消費支出相比其他主要發達經濟體為落後，據費若斯特沙利文的數據，在 2018 年，中國運動鞋服的人均年消費佔各類鞋服的人均年消費只有 12.5%，而英國，美國和日本則分別為 27.7%，31.8% 和 24.3%。現階段尚有很大的增長潛力。

圖十：中國運動鞋服市場規模及人均年消費



來源：弗若斯特沙利文，Phillip Securities Research



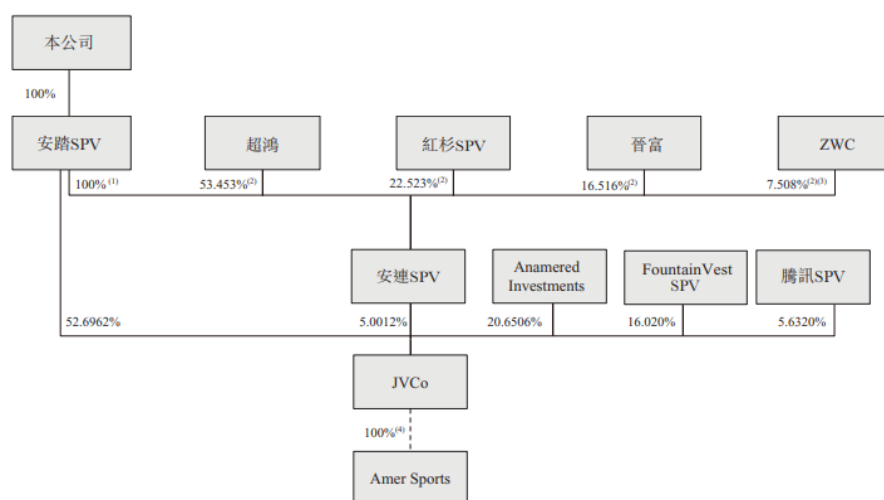
## 公司競爭優勢

### 公司近年收購了歐洲大型運動品牌

以安踏體育（2020）為首的財團在 2018 年底收購芬蘭運動品牌 Amer Sports。收購價每股 40 歐元，較 Amer Sports 股份於納斯達克赫爾辛基證券交易所的收市價溢價 39%，涉資約 46 億歐元（約 408.6 億港元）。財團收購亞瑪芬集團的所有股份，為中國服裝行業歷史上最大一筆並購案。

安踏在去年底向超鴻、晉富、紅杉 SPV 及 ZWC，間接出售 Amer Sports 約 5.0012% 權益，現金總代價約 1.33 億歐羅，向 FountainVest SPV，間接出售 Amer Sports 約 0.2505% 權益。目前 Amer Sports 由安踏擁有 52.70% 權益，方源資本及騰訊（700）分別持有 16.02% 及 5.63%，安連則持有 5.00%，加拿大瑜珈服飾品牌 Lululemon 創辦人 Chip Wilson，則擁有 20.65% 權益。

圖十一：Amer 現時的持股結構



來源：公司公告，Phillip Securities Research

Amer Sports 是國際知名體育用品公司，創立於 1950 年。Amer 旗下品牌包括奢侈級戶外裝備品牌 Arc'teryx（始祖鳥）、法國山地戶外越野品牌 Salomon（薩洛蒙）、奧地利滑雪板品牌 Atomic Skis、芬蘭運動腕錶品牌 Suunto、Wilson、Precor 等，涵蓋了網球、羽毛球、高爾夫、高山滑雪、滑板、越野跑、潛水等多種項目專用設備。

圖十二：Amer Sport 旗下品牌



來源：Google，Phillip Securities Research

### 配合冬奧推廣，搶佔戶外運動市場

Amer Sports 的旗下品牌多為高端戶外運動用品，形象專業但市場狹窄，從商業角度而言，小眾目標客戶群未能為公司帶來可觀收入。另外，安踏在收購 Amer Sports 時，Amer Sports 的經營狀態並不理想，業績錄得倒退，同時公司亦有不少債務。但安踏在 17 年底，成為 2022 年北京冬奧會的官方運動產品合作夥伴。意味公司在之後的多年內，需要向國家隊提供雪上運動/冰上運動的裝備支持。預期在 2022 年，安踏將收到不小的戶外運動產品訂單。戶外運動這個領域，一方面 Nike 和 adidas 等行業龍頭較少關注，另一方面安踏藉著擁有冬奧會合作機會，以收購 Amer Sports 拿下了一整個頂級品牌管理集團，既能提升了自己的產品質量，更有助公司在國內未來數年發展戶外運動市場。

### 疫情期間公司積極拓展網上管道

疫情爆發之後，幾乎所有品牌都把戰線轉移到線上，那麼內容的品質和良好的延續性是保持用戶粘性的關鍵因素。整個二月期間，安踏在在微博上發佈的公益、服務型內容條數以超過 30 條，排在國產運動品牌的第一位，比排在第二的特步多 10 條左右。而李寧、361°、匹克等品牌的官微雖然也有相關內容發佈，但更新頻度相對較低，累計在 10 條左右。

安踏旗下簽約運動員推出的健身教學視頻大多都做到了日更，以此維持了較高的品牌活躍度。

圖十三：旗下簽約運動員在疫情期間以直播推廣品牌



來源：新浪

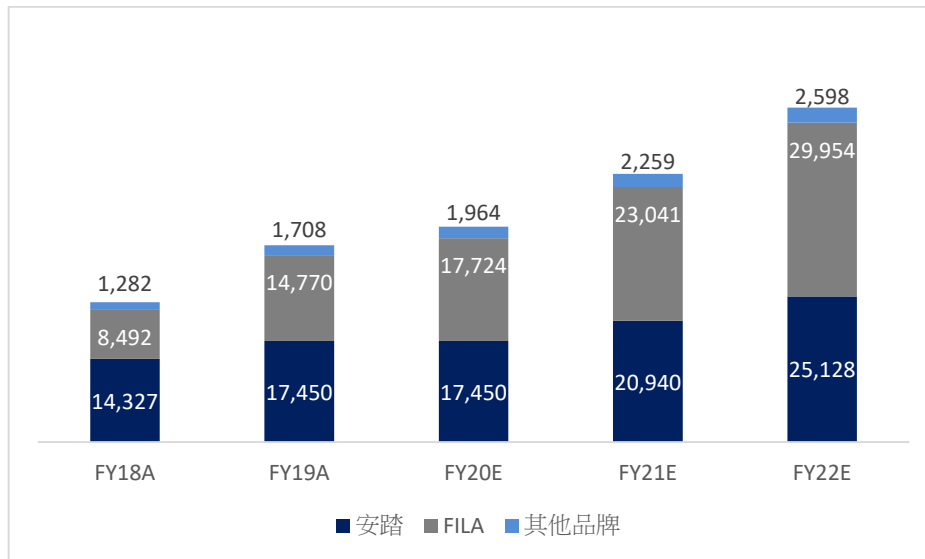
在疫情期間，安踏的官方微信公眾號會在每日推文中嵌入連結，使用者在閱讀微信公眾號內容時就可以直接點選連結進入小程序安踏商城，下單包括代言人同款和新品在內的產品。根據安踏官方提供的資料，安踏旗下微信公眾號給微信商城引流的 UV 達到 2.1 萬，同比上月增長 61%。其中單篇文章《霸道的你，無處不街頭》帶來商城單日流量增長 20%。

## 財務分析及預測

### 收入分析

公司在過往 5 年總收入按年上升，以複合年增長率 32.1% 增加，由 2015 年的人民幣 111.3 億上升至 2019 年的人民幣 339.3 億。當中主要由於旗下的 FILA 品牌市佔率快速擴張，2019 財年收入達人民幣 147.7 億元，較 2018 年同期增加近 73.9%。而另一方面，安踏主品牌營收則由 2018 財年的人民幣 143.3 億元上升 2019 財年的人民幣 174.5 億元，上升約 21.8%。而公司其他品牌亦在 2019 財年錄得同比增長 33.2%。

圖十四：公司過往的收入和未來預測(百萬人民幣)



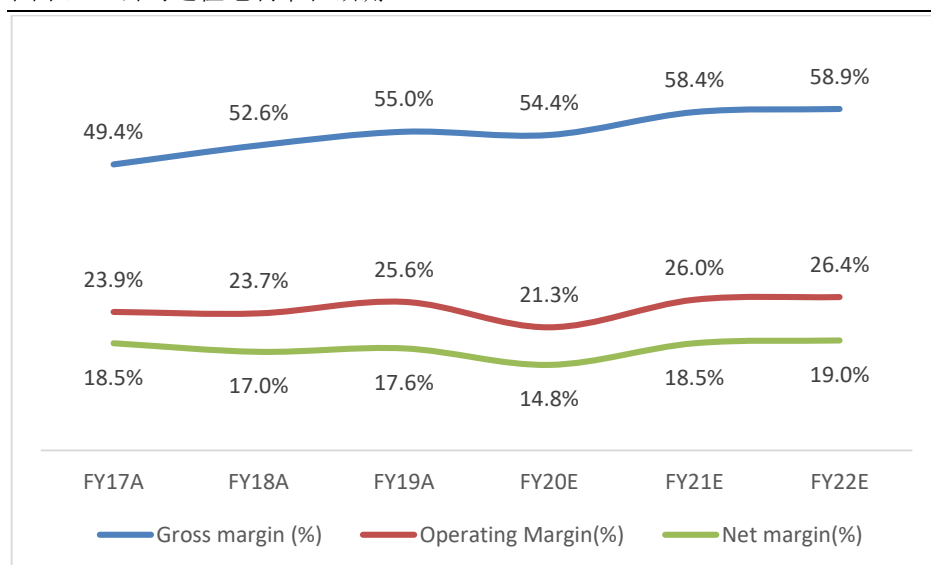
來源：公司報告，Phillip Securities Research

2020 年初，中國內地爆發新冠肺炎，不少商戶應政府要求，在今年首季停業，市場預期對安踏影響亦較大。在安踏 2020 財年中期業績中顯示，上半年公司總營收較去年同期下跌 1% 至人民幣 146.7 億元。當中主品牌較去年同期下跌 10.7%，而 FILA 和其他品牌則錄得高單位數增長，較市場預期好。中國內地經濟開始復甦，預計主品牌能在下半年收復上半年的負增長，總營收與去年同期相約，而 FILA 和其他品牌貼預期能全年錄得高雙位數增長。從長線而言，公司主品牌形象提升，公司技術研發亦讓其產品獲得市場認同，預期未來能維持在按年增加 20% 的水平。而 FILA 在過去數年在內地急速增長，預期增速將放緩。而公司其他品牌如 Descente 和 Amer 則預期能在 2022 年冬奧後加速增長。

### 盈利能力

公司在過往五年的毛利率持續改善，主要由於收入結構改善。由 2015 年的 46.6% 上升 8.4 百分點至 2019 財年約 55.0%，當中主品牌業務的毛利率約為 42%，而 FILA 品牌的毛利率平均逾 70%。其他品牌的毛利率則約 60%。受新冠肺炎影響，公司上半年在安踏和 FILA 的毛利率下跌約 1 個百分點，但其他品牌的毛利率提升 5.4 百分點，而由於 FILA 佔公司總營收的比率上升，公司 2020 財年上半年的總體毛利率仍較去年上升 0.7 百分點至 56.8%。由於公司在今年決定在部分地區試行把主品牌轉為 DTC 模式運作，當中涉及約人民幣 17 億元的存貨購回，公司上半年的存貨周轉天數上升 48 日至 135 日，在下半年主品牌的存貨壓力轉大，預期下半年的毛利率將受折扣促銷所影響，預期今年全年分部毛利率為 38%，而整體毛利率亦較去年輕微下降。

圖十五：公司過往毛利率和預測



來源：公司報告，Phillip Securities Research

### 期間費用

公司的銷售費用比 2018 年前平均在 21% 的水平，自 2018 年起，公司增加贊助中國奧委會的費用讓公司的銷售費用比上升至 27.1%。現時銷售費用亦與行業水平相若，預計未來將維持在 29%。而行政費用在過往 3 年的表現貼有所改善，主要由 2019 年收入增長較大，使行政費用比由平均 5.0% 下降至 2019 年的 3.9%。受疫情影響，行政費用因收入減少而佔比上升，預計未來將在約 4% 的水平。

### 公司估值

公司在過去透過收購不同品牌發展多品牌戰略，在 FILA 的成功經驗後，Desecente 亦開始錄得正面盈利，印證公司能有效地進行投後管理和將品牌引入大中華地區。目前公司新收購的 Amer Sport 在大中華地區仍有很大潛力。結分公司與 2022 年冬奧的合作關係，預期公司能在 5 年內乘著冬奧而搶佔國內戶外運動市場。上半年業績亦反映了公司的韌性和對市場反應能力預期公司能在疫症過後快速回復。以港股中同樣以功能性服飾為主業務的公司安踏體育、李寧和寶勝國際，其平均估值為 31.03x 市盈率。

考慮公司旗下品牌有巨大增長潛力，未來收入增長潛力巨大，我們預計公司 2020/2021 年的每股盈利為 1.76/3.05 元人民幣。給予目標價 94.9 港元對應 2020/2021 年 48.53/28.00 倍預期市盈率，給予買入評級。

(現價截至 9 月 8 日)

### 風險

- 1) COVID-19 的影響仍在繼續
- 2) 中美之間的衝突

**同業比較**

公司	股份編號	收盤價 (原幣)	市值 (百萬人民幣)	市盈率				市淨率			
				TTM	2019	2020	2021	TTM	2019	2020	2021
安踏體育	2020 hk equity	75.10	203,015	39.5x	32.4x	33.9x	23.1x	8.4x	9.1x	7.6x	6.1x
申洲國際	2313 hk equity	124.30	186,851	31.8x	31.8x	31.6x	26.4x	6.2x	6.6x	5.9x	5.2x
李寧	2331 hk equity	32.00	79,512	49.5x	47.3x	44.0x	32.4x	9.1x	9.6x	8.3x	6.8x
滔搏	6110 hk equity	9.28	57,547	20.0x	-	19.7x	21.1x	4.8x	-	5.1x	4.3x
裕元集團	551 hk equity	12.42	20,023	-	8.3x	-	9.7x	0.7x	0.6x	0.7x	0.6x
寶勝國際	3813 hk equity	1.84	9,857	20.4x	10.6x	20.5x	7.7x	1.1x	1.1x	1.1x	0.9x
特步國際	1368 hk equity	2.38	5,996	10.0x	7.0x	10.1x	7.5x	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x
中國動向	3818 hk equity	0.97	5,710	13.7x	-	7.8x	11.4x	0.5x	-	-	0.5x
3 6 1 度	1361 hk equity	1.03	2,130	5.1x	4.2x	4.8x	4.1x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x
Lululemon At	LULU US equity	361.41	364,724	81.8x	96.5x	73.9x	81.7x	25.6x	29.4x	24.8x	20.5x
耐克公司	Nke US equity	112.40	1,358,900	63.2x	43.6x	49.2x	47.9x	21.7x	21.5x	22.2x	22.1x
愛迪達公司	ADS GR equity	2410.69	483,141	91.9x	27.0x	110.1x	30.7x	8.2x	7.5x	7.2x	6.3x
			平均值	38.8x	30.9x	36.9x	25.3x	7.3x	8.7x	7.6x	6.2x
			中位數	31.8x	29.4x	31.6x	22.1x	5.5x	7.0x	5.9x	4.8x

來源：Bloomberg, Phillip Securities Research

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Valuation Ratio</b>					
P/E ratio	45.08	34.67	39.14	22.56	16.71
P/B ratio	11.27	8.84	7.52	6.15	5.01
Dividend Yield (%)	1.02%	0.88%	0.69%	1.20%	1.62%
<b>Per share data (RMB)</b>					
EPS (cent)	152.82	198.70	176.03	305.38	412.35
BVPS (cent)	776.64	609.18	518.27	423.40	345.19
DPS (HKD cent)	78.00	67.00	52.81	91.61	123.71
<b>Growth &amp; Margin</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	44.4%	40.8%	9.5%	24.5%	24.7%
Operating income	42.9%	52.5%	-9.2%	52.2%	26.9%
Net income	32.9%	30.2%	-11.0%	73.5%	35.0%
<b>Margins</b>					
Gross Profit Margin	52.6%	55.0%	54.4%	58.4%	58.9%
Operating profit Margin	23.7%	25.6%	21.3%	26.0%	26.4%
Net Profit Margin	17.0%	17.6%	14.8%	18.5%	19.0%
<b>Key Ratios</b>					
ROE	25%	25%	19%	27%	30%
ROA	17%	13%	10%	16%	18%

 來源：Phillip Securities Research  
 (現價截至 9 月 8 日)

**財務數據**
**Income Statement (CNY\$ mn)**

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
ANTA	14,327	17,450	17,450	20,940	25,128
All other brands	1,282	1,708	1,964	2,259	2,598
Revenue	24,100	33,928	37,138	46,240	57,679
Growth (%) YoY	44%	41%	9%	25%	25%
COGS	(11,413)	(15,269)	(16,922)	(19,246)	(23,697)
Gross Profit	12,687	18,659	20,216	26,994	33,982
Gross margin (%)	53%	55%	54%	58%	59%
other income	760	1,070	230	190	190
Selling & distribution	(6,525)	(9,721)	(10,770)	(13,410)	(16,727)
Admin	(1,223)	(1,313)	(1,783)	(1,757)	(2,192)
	-	-	-	-	-
Total opex	(7,748)	(11,034)	(12,553)	(15,167)	(18,919)
Operating income (EBIT)	5,700	8,695	7,894	12,018	15,253
Operating Margin(%)	24%	26%	21%	26%	26%
Finance income	225	225	165	303	419
Finance costs	(158)	(278)	(95)	(95)	(95)
Pre-tax profit	5,767	8,008	7,230	11,926	15,778
Tax	(1,533)	(2,384)	(2,150)	(3,301)	(4,206)
Minority interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Net profit	4,103	5,344	4,758	8,254	11,146
Net margin(%)	17.0%	17.6%	14.8%	18.5%	19.0%
EPS (CNY\$ cent)	152.82	198.70	176.03	305.38	412.35

(現價截至 9 月 8 日)

來源： Phillip Securities Research

**Balance Sheet (CNY\$ mn)**

	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Total non-current assets	5,090	17,898	16,167	15,231	15,039
Trade Receivable	2,505	3,896	5,291	6,588	8,217
Inventory	2,892	4,405	5,100	5,115	6,298
Cash	9,284	8,221	15,150	20,969	26,754
Total current asset	19,284	23,321	29,927	37,057	45,655
Total Assets	24,374	41,218	46,094	52,288	60,694
<b>Liabilities</b>					
Current Liabilities	7,548	12,412	13,593	14,241	15,780
Non-current Liabilities	306	7,746	7,746	7,746	7,746
<b>Shareholder's Equity</b>					
Equity Capital	259	261	261	261	261
Reserve	15,518	19,821	23,193	28,370	34,810
Non-controlling interest	743	979	1,301	1,672	2,098
Shareholder's Equity	16,520	21,061	24,755	30,302	37,168
Total Liabilities & Shareholder's Equity	24,374	41,218	46,094	52,288	60,694

來源： Phillip Securities Research

**Cash Flow Statement (CNY\$ mn)**

	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Operating cash flow</b>					
Cash from operating	5,728	9,618	10,141	11,544	14,208
Tax	(1,288)	(2,133)	(1,225)	(2,150)	(3,301)
<b>Net Cash from operation</b>	<b>4,440</b>	<b>7,485</b>	<b>8,916</b>	<b>9,394</b>	<b>10,907</b>
<b>Cash from investing</b>					
Cash from investing	(1,201)	(13,065)	(506)	(402)	(322)
FCF	3,239	(5,580)	8,410	8,992	10,585
<b>Financing cash flow</b>					
Cash from financing	(1,136)	4,670	(1,481)	(3,173)	(4,801)
<b>Net increase (decrease) in cash</b>	<b>2,102</b>	<b>(910)</b>	<b>6,930</b>	<b>5,819</b>	<b>5,785</b>
Exchange rate or other adj	214	(153)	-	-	-
Opening cash balance	6,968	9,284	8,221	15,150	20,969
<b>Closing cash balance</b>	<b>9,284</b>	<b>8,221</b>	<b>15,150</b>	<b>20,969</b>	<b>26,754</b>
<b>CFPS (CNY\$)</b>	<b>0.18</b>	<b>0.29</b>	<b>0.30</b>	<b>0.34</b>	<b>0.42</b>

來源： Phillip Securities Research

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited



**Contact Information (Regional Member Companies)****SINGAPORE****Phillip Securities Pte Ltd**

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,  
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

[www.phillip.com.sg](http://www.phillip.com.sg)

**INDONESIA****PT Phillip Securities Indonesia**

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,  
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

[www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND****Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.**

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,  
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

[www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED STATES****Phillip Futures Inc.**

141 W Jackson Blvd Ste 3050

The Chicago Board of Trade Building

Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

**HONG KONG****Phillip Securities (HK) Ltd**

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

[www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**MALAYSIA****Phillip Capital Management Sdn Bhd**

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,

No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

[www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**CHINA****Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.**

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604  
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

[www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE****King & Shaxson Capital Ltd.**

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance

75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

[www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA****PhillipCapital Australia**

L Level 10, 330 Collins Street

Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

[www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**JAPAN****Phillip Securities Japan, Ltd**

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku

Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

[www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**INDIA****PhillipCapital (India) Private Limited**

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,  
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

[www.phillipcapital.in](http://www.phillipcapital.in)

**UNITED KINGDOM****King & Shaxson Ltd.**

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street

London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

[www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**SRI LANKA****Asha Phillip Securities Limited**

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,

Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

[www.ashaphillip.net/home.htm](http://www.ashaphillip.net/home.htm)