

# 多品牌+全渠道，腾飞之路永不止步

2017 年 12 月 15 日

## 【投资要点】

- ◆ 运动鞋服行业蓬勃向上，行业集中度提升。大众体育健身意识觉醒、消费水平提升、国家政策支持等多方面因素加速行业发展。未来五年体育服饰的复合增速 7.6%，市场规模超 2000 亿。伴随着消费升级，消费者更加注重功能性，市场份额逐渐向前部企业集中，公司是国内运动鞋服龙头企业。
- ◆ 多品牌战略实现差异化定位，公司业绩靓丽。公司旗下品牌包括安踏、FILA、NBA 品牌、DESCENTE、KOLON、Sprandi 以及小笑牛童装，覆盖各个消费层次。FILA 近两年零售额增长达到 50-60%，公司营收近 3 年 CAGR 达到 22.4%。
- ◆ 布局全渠道，供应链管理高效，具备成为优秀消费品公司的关键要素。公司拥有各种形式线下零售店 9000 余家，线上销售额占比不断提升。毛利率达到 50.57%，ROE 为 26.3%，应收账款周转天数 35 天左右，均优于同行业。
- ◆ 未来看点：1) FILA 品牌发力，内生业绩高速增长；2) 公司不断寻求并购优质标的，产生技术创新、品牌效应、供应链管理等协同效应。

## 【投资建议】

- ◆ 基于上述理由，给予公司买入评级，目标价 37.7 港币。
- ◆ 盈利预测

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万港元)	13,345.76	16,167.70	20,110.40	24,278.71
增长率 (%)	19.95	21.14	24.39	20.73
EBITDA (百万港元)	3,644.43	4,242.18	5,256.94	6,584.92
归母净利润 (百万港元)	2,385.55	3,115.12	3,864.12	4,832.19
增长率 (%)	16.91	30.58	24.04	25.05
EPS (港元/股)	0.95	1.16	1.44	1.80
市盈率 (P/E)	29.54	24.27	19.57	15.65
市净率 (P/B)	5.84	5.45	4.96	4.47
EV/EBITDA	17.98	15.45	12.47	9.95

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 新品牌门店扩张不及预期;
- ◆ 公司海外并购整合不及预期;
- ◆ 公司鞋类业务无法满足消费者需求变化，导致销量下滑，拖累业绩增长。

## 买入 (首次)

目标价: 37.7 港元

## 东方财富证券研究所

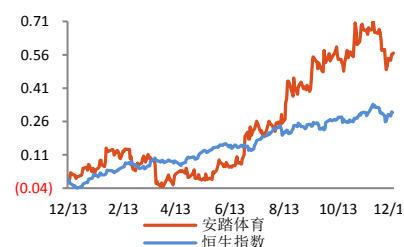
证券分析师: 马建华

证书编号: S1160516090001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586487

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万港元)	90603.38
流通市值 (百万港元)	90603.38
52 周最高/最低 (港元)	37.25/20.75
52 周最高/最低 (PE)	32.73/20.03
52 周最高/最低 (PB)	7.02/5.01
52 周涨幅 (%)	58.26
52 周换手率 (%)	53.50

## 相关研究

## 正文目录

1. 体育产业乘风而起，鞋服首先受益 .....	4
1.1. 体育产业重回增长轨道 .....	4
1.2. 运动服饰行业竞争格局 .....	6
1.3. 纵观体育产业发展驱动力 .....	6
1.3.1. 经济因素：收入水平改善，消费升级 .....	6
1.3.2. 政策因素：政策支持行业发展 .....	7
1.3.3. 社会因素：健身意识增强，全民体育热度高 .....	7
1.3.4. 网络化带来生活方式的改变 .....	8
2. 安踏体育：国内体育品牌龙头 .....	9
2.1. 安踏体育的成长之路 .....	9
2.2. 公司概况 .....	10
3. 安踏体育何以赶超？ .....	11
3.1. 打造品牌价值：使命永不止步 .....	11
3.2. 多品牌战略实现差异化 .....	12
3.3. 线下线上全渠道布局 .....	13
3.4. 高效供应链管理：安踏挺过寒冬率先复苏 .....	14
3.5. 注重研发投入：发展的新引擎 .....	15
3.6. 主要竞争对手比较：安踏各方面领先 .....	16
4. 公司财务数据靓丽 .....	18
4.1. FILA 和电商带动盈利能力提升 .....	18
4.2. 营运周转效率高 .....	19
4.3. 现金流充裕 .....	19
4.4. 杜邦分析 .....	19
5. 未来增长点 .....	20
5.1. 内生增长：FILA 品牌是亮点 .....	20
5.2. 外延并购：预期收购国际运动品牌 .....	21
6. 盈利预测及估值 .....	21
6.1. 关键假设和盈利预测 .....	21
6.2. 相对估值 .....	21
6.3. 绝对估值 .....	22
7. 投资建议 .....	22
8. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：2006-2015 年我国体育产业增加值(亿元) .....	4
图表 2：2015 年我国体育产业细分占比 .....	4
图表 3：2011-2015 年我国体育产业增加值占 GDP 比重 .....	4
图表 4：主要发达国家体育产业贡献率 .....	4
图表 5：2011-2021E 年中国运动鞋服销售额及其增速 .....	5
图表 6：纺织服装各个板块未来 5 年复合增速 .....	5
图表 7：2005 年我国运动鞋服市场份额分布 (%) .....	6
图表 8：2016 年我国运动鞋服市场份额分布 (%) .....	6
图表 9：2000-2016 年城镇居民家庭人均可支配收入(元) .....	7
图表 10：2007 和 2014 年我国人均体育花费(元) .....	7

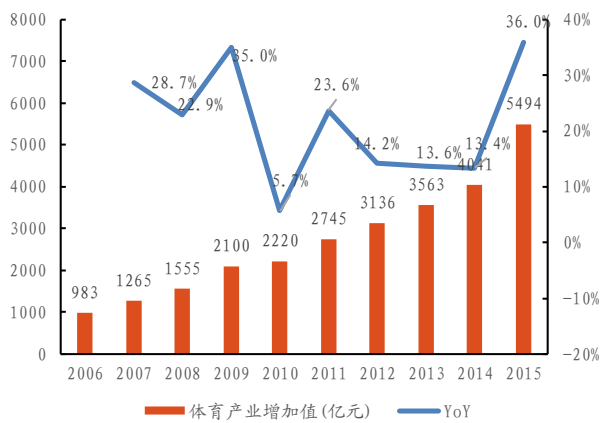
图表 11: 2012-2015 年我国体育产业总规模(万亿)及增速.....	7
图表 12: 我国经常参加体育锻炼人数 (亿人).....	8
图表 13: 20 岁以上人群各龄组“经常参加体育锻炼”的人数百分比.....	8
图表 14: 全国马拉松赛事举办场次(次/年)及参赛人数(万人).....	8
图表 15: 主要马拉松赛事报名参赛人数(万人).....	8
图表 16: 悦跑圈记录运动轨迹、推出跑鞋功能.....	9
图表 17: 安踏体育的发展历程.....	10
图表 18: 安踏零售店数量变化.....	10
图表 19: 安踏营收构成(2017H1).....	10
图表 20: 安踏股权结构稳定, 丁氏家族控股 62%.....	11
图表 21: 公司管理层简介.....	11
图表 22: NBA 球星汤普森代言安踏.....	12
图表 23: CCTV-1《大国品牌》播出.....	12
图表 24: 公司历年签约的代言人.....	12
图表 25: 安踏多品牌战略, 定位差异化.....	13
图表 26: 主要品牌覆盖不同层次收入群体.....	13
图表 27: 各主要品牌的形象代言人精准展示出品牌定位.....	13
图表 28: 安踏多渠道管理.....	14
图表 29: 电商平台销售占比.....	14
图表 30: 2017 年双 11 期间运动户外品牌 TOP10.....	14
图表 31: 公司历年鞋类、服装的自产比例.....	15
图表 32: 公司的经销模式.....	15
图表 33: 安踏 2017 最新科技——能量环.....	16
图表 34: 安踏研发支出(百万元)及占营收比.....	16
图表 35: 国内主要运动品牌比较.....	16
图表 36: 零售门店数量变化对比(家).....	17
图表 37: 历年营收增速变化对比(%).....	17
图表 38: 主要品牌毛利率变化对比(%).....	17
图表 39: 主要品牌归母净利率变化对比(%).....	17
图表 40: 安踏历年营收(亿元)及毛利率情况.....	18
图表 41: 安踏历年净利润(亿元)及净利率情况.....	18
图表 42: 安踏历年销售费用、管理费用率情况.....	18
图表 43: 安踏经营开支主要构成及变化情况.....	18
图表 44: 安踏营运周转情况(天数).....	19
图表 45: 安踏资产负债率及现金(亿元).....	19
图表 46: 安踏经营现金流情况(亿元).....	19
图表 47: 安踏历年支付的股息(亿元)及分红率.....	19
图表 48: 安踏杜邦分析.....	20
图表 49: 主要运动品牌净资产收益率比较(%).....	20
图表 50: 安踏 2016-2017 各季度订货会及业绩表现.....	20
图表 51: 可比公司估值表.....	22
图表 52: 三阶段 DDM 模型的基本假设.....	22

## 1. 体育产业乘风而起，鞋服首先受益

### 1.1. 体育产业重回增长轨道

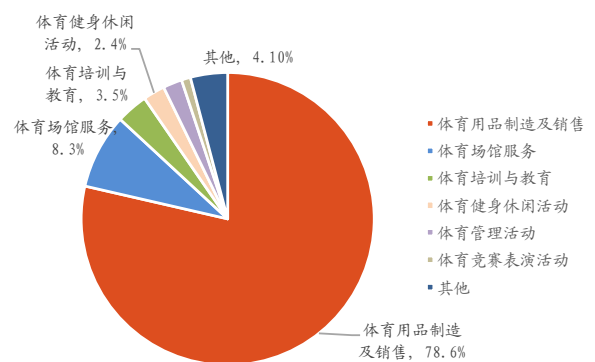
我国体育产业经过2012-2014年的调整期，在2015年回暖。2015年体育产业增加值为5494亿元，同比增长36%。从国家体育产业11个大类看，体育用品和相关产品制造业增加值最大，为2755.5亿元，占比50.2%；体育用品及相关产品销售、贸易代理与出租次之，增加值1562.4亿元，占比28.4%，合计占比达到78.6%。

图表 1: 2006-2015 年我国体育产业增加值(亿元)



资料来源: 国家体育总局, 智研咨询, 东方财富证券研究所

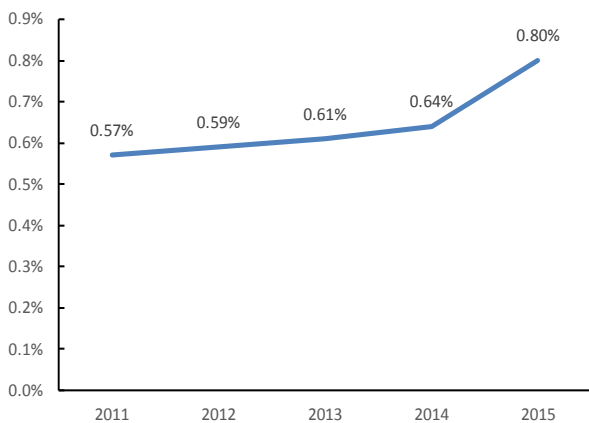
图表 2: 2015 年我国体育产业细分占比



资料来源: 国家体育总局, 东方财富证券研究所

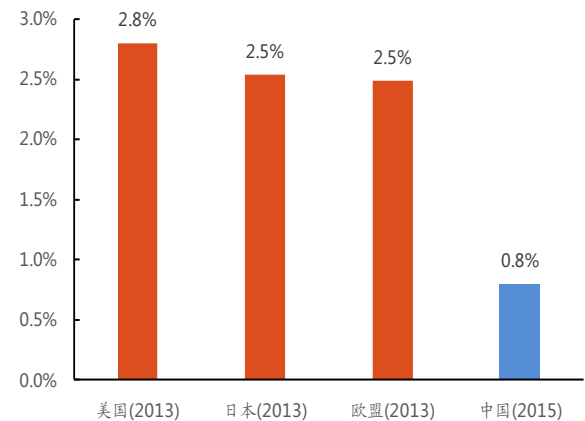
我国体育产业增加值占 GDP 比重不足 1%，远低于发达国家。2015 年体育产业增加值占 GDP 比重达到 0.8%，而美国、日本、欧盟为代表的发达国家在 2013 年的水平就已是我国的 3-4 倍。未来体育产业增加值仍有较大提升空间。

图表 3: 2011-2015 年我国体育产业增加值占 GDP 比重



资料来源: 国家体育总局, 东方财富证券研究所

图表 4: 主要发达国家体育产业贡献率



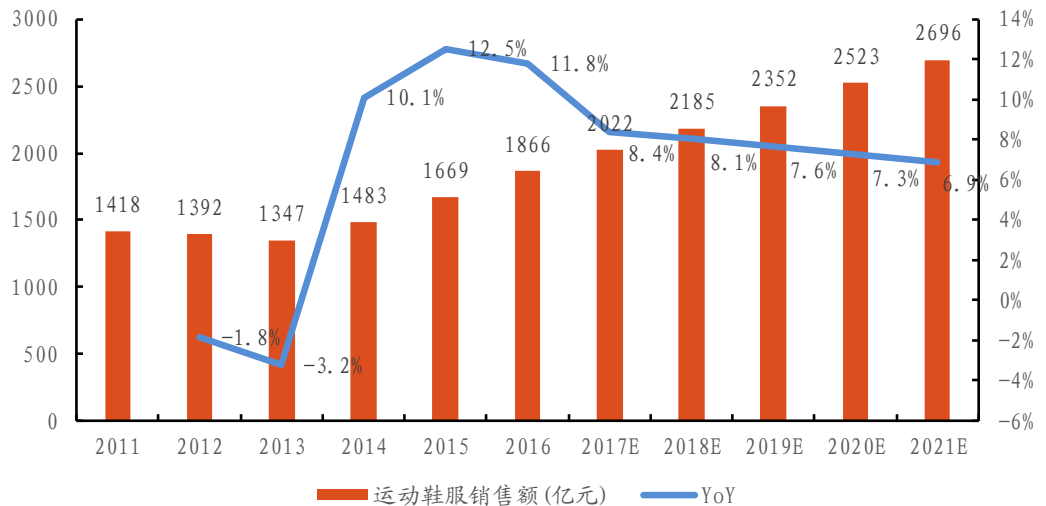
资料来源: 国家体育总局, 36氪研究院, 东方财富证券研究所

需求驱动，当下运动鞋服行业仍处于高速发展期。2016 年我国运动鞋服销售额为 1866 亿元，同比增长 11.8%。预计未来 5 年 CAGR 7.6%。Euromonitor 预计运动鞋服未来 5 年的复合增速为 7.6%，远高于纺织服装行业其他子板块。

2012 年前后国内运动鞋服销售额下滑，行业整体处于低谷，主要原因是：(1) 中国经济整体增速放缓，2012 年起 GDP 增速过渡到 8% 以下，PPI 指数连续下滑；(2) 国内主要运动品牌前期扩张过快，开店数量达到顶峰，同时由于同质化竞争严重，库存积压导致销售额下滑。

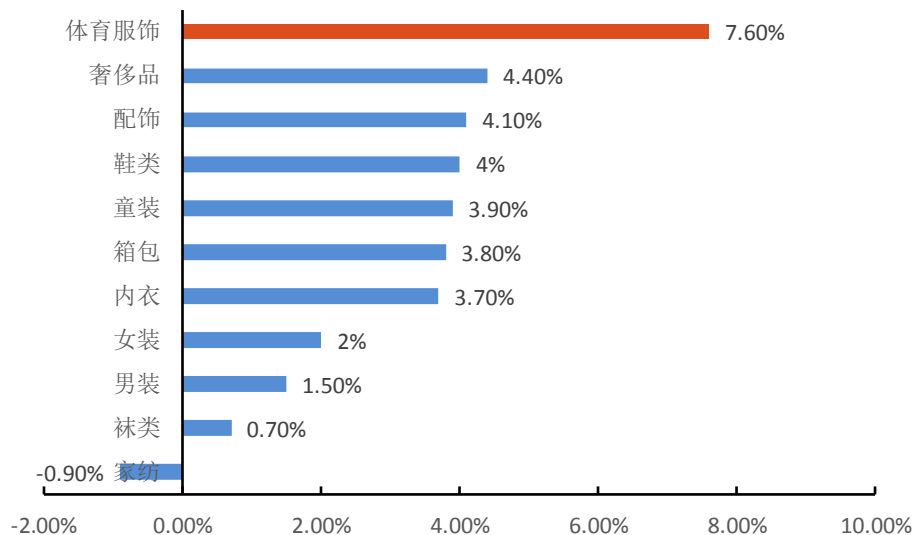
2014 年，经过 2-3 年的调整期，渠道库存基本消化，亏损店面关闭，主要运动品牌开始进入恢复期。同时，大众健身意识觉醒带动需求，进一步促进运动鞋服行业的全面复苏。

图表 5: 2011-2021E 年中国运动鞋服销售额及其增速



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 6: 纺织服装各个板块未来 5 年复合增速



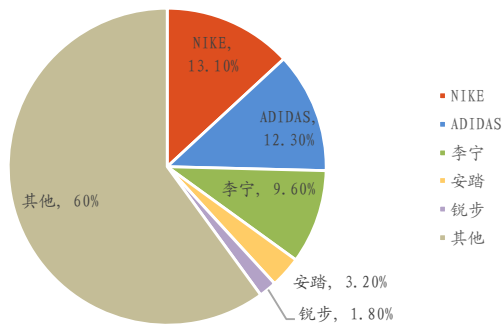
资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

## 1.2. 运动服饰行业竞争格局

安踏超越李宁成为国内品牌龙头，仅次于 NIKE 和 ADIDAS，运动鞋服行业集中度提升。2005 年李宁占据国内 9.6% 的市场份额，安踏仅为 3.2%。前 5 大品牌占比 40% 左右。十年之后，安踏已经超越李宁占据 10% 左右市场份额，李宁占比 6%。此外，国际品牌 NIKE 和 ADIDAS 表现依然强劲，市场份额扩大，前 5 大品牌占比 59%，市场集中度提升。

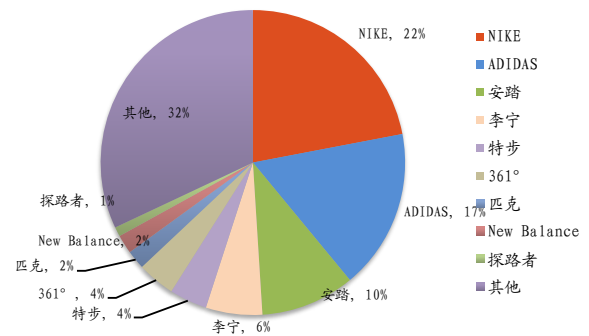
预计未来同质化、低端化的品牌难以生存，行业集中度进一步提升。行业的竞争格局体现出强者恒强的趋势，主要品牌占据产品、品牌和渠道的多重优势，市场份额不断扩大，预计未来行业集中度显著提升。

图表 7: 2005 年我国运动鞋服市场份额分布 (%)



资料来源: 安踏招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 8: 2016 年我国运动鞋服市场份额分布 (%)



资料来源: Euromonitor, 公司年报, 东方财富证券研究所

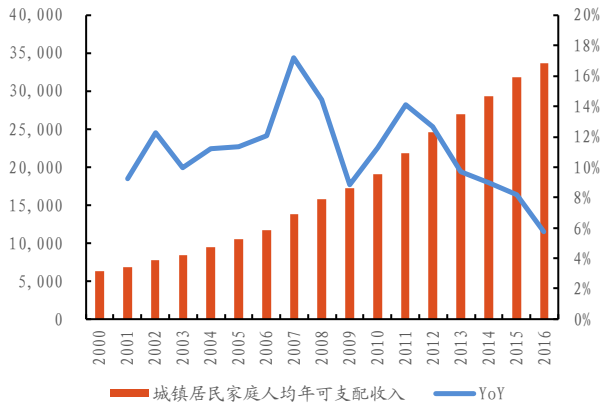
## 1.3. 纵观体育产业发展驱动力

### 1.3.1. 经济因素: 收入水平改善, 消费升级

大众收入和生活水平提高, 消费能力增长为体育产业发展奠定基础。2016 年全国城镇居民人均可支配收入达人民币 33,616 元, 同比增长 5.7%。此外, 社会消费品零售总额达到人民币 33.2 万亿元, 按年增长 10.4%。反映全国居民的消费力仍在稳步增长。

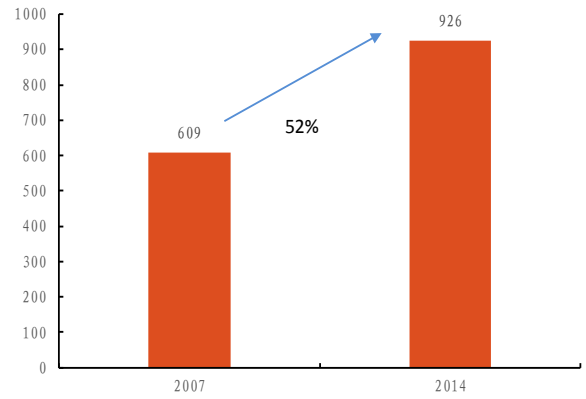
2014 年我国人均体育花费为 926 元, 较 2007 年增长 50%。随着消费升级, 2025 年中低、低收入绝对人数以及占比都持续减少。未来十年, 运动鞋服市场的增长, 更多源于中等及中高收入人群的贡献。

图表 9: 2000-2016 年城镇居民家庭人均可支配收入(元)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 10: 2007 和 2014 年我国人均体育花费(元)

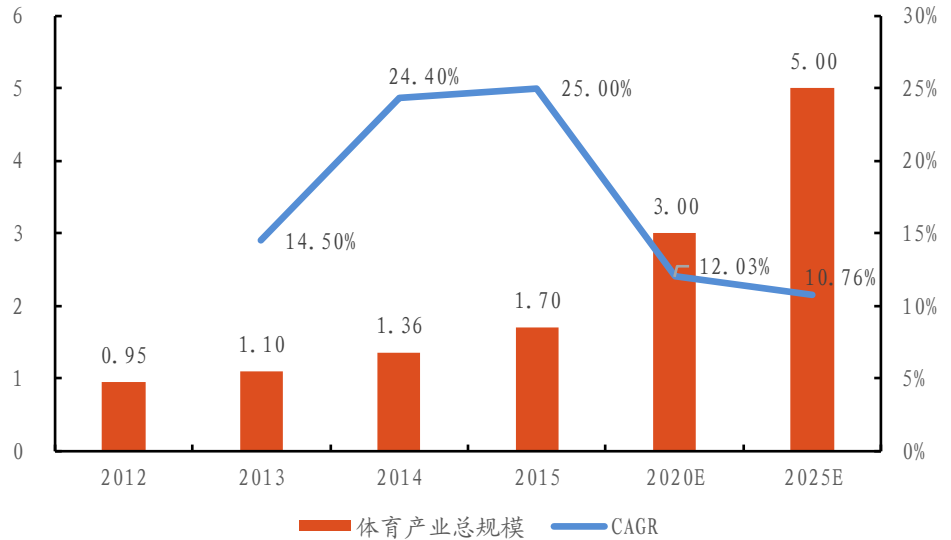


资料来源: 2014 年全民健身情况调查公报, 东方财富证券研究所

### 1.3.2. 政策因素: 政策支持行业发展

政府近年来多次出台政策鼓励体育产业发展, 促进大众体育消费。2014 年 10 月, 国务院发文《关于加快发展体育产业促进消费的若干意见》(46 号文), 提出到 2025 年, 体育产业总规模超过 5 万亿, 经常参加体育锻炼的人数达到 5 亿。2016 年 5 月《体育事业“十三五”规划》出台, 提出到 2020 年, 经常参加锻炼的人数达到 4.35 亿, 人均体育场地面积达到 1.8 平方米, 全国体育产业总规模超过 3 万亿元, 在国内生产总值中的比重达到 1%, 体育服务业增加值占比超过 30%。

图表 11: 2012-2015 年我国体育产业总规模(万亿)及增速



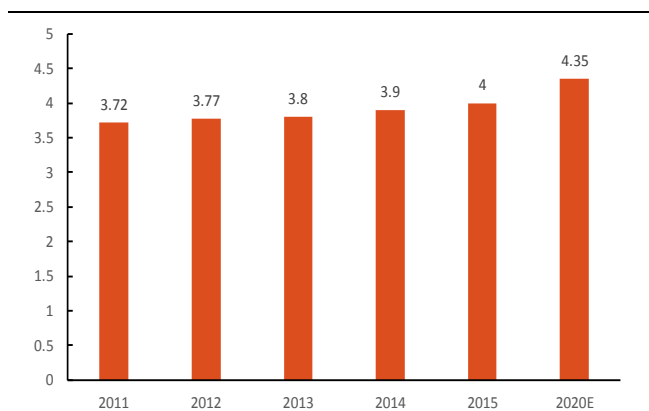
资料来源: 国家体育总局, 东方财富证券研究所

### 1.3.3. 社会因素: 健身意识增强, 全民体育热度高

城镇化水平提升、人口老龄化以及受教育程度提高使得社会人口分布结构发生改变, 城镇人口亚健康状态普遍, 健身意识增强。2014 年全国经常参加体育锻炼的人数百分比为 33.9% (含儿童青少年), 比 2007 年增加了 5.7%。从年龄结构来看, 20~69 岁人群呈现出随年龄增大经常参加体育锻炼的人数百分比逐步上升的趋势。从学历结构来看, 受教育程度越高的人群更注重锻炼。20

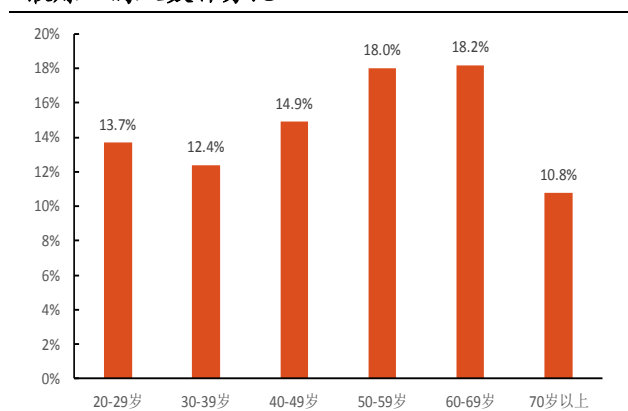
岁及以上人群中，受教育程度越高，参加体育锻炼的人数百分比越高。研究生人群中 25.6% 能够经常参加体育锻炼，其他依次是，大学（含大专）22.0%，高中（中专）18.1%，初中 12.8%，小学及以下为 8.5%。

图表 12: 我国经常参加体育锻炼人数 (亿人)



资料来源: 2014 年全国全民健身情况调查公报, 东方财富证券研究所

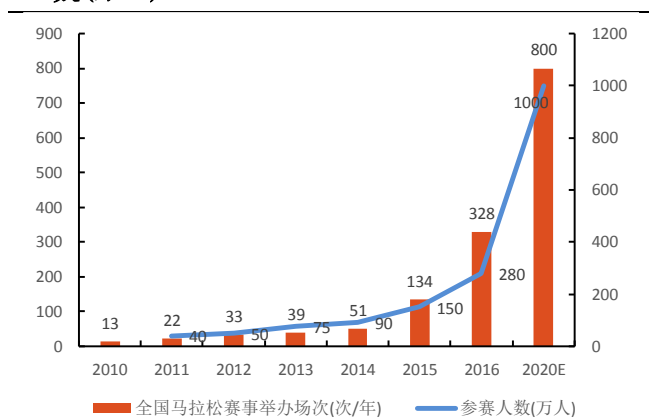
图表 13: 20 岁以上人群各龄组“经常参加体育锻炼”的人数百分比



资料来源: 2014 年全国全民健身情况调查公报, 东方财富证券研究所

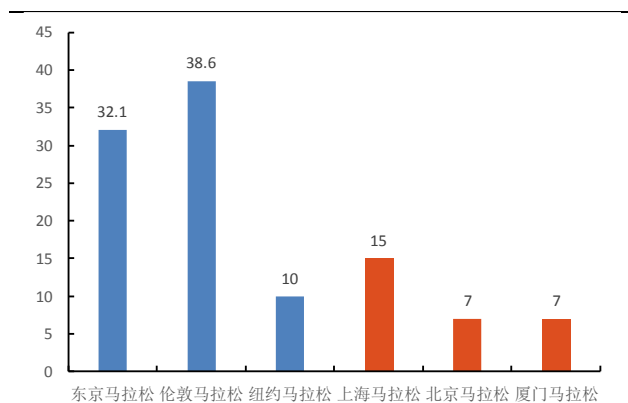
**大众体育赛事增多, 全民体育热度高。**2014 年以来, 马拉松赛事举办场次及参赛人数出现井喷式增长。2016 年在体育总局注册的马拉松赛事数量达到 328 场。2017 年 7 月, 国家九部委共同发文《关于支持社会力量举办马拉松、自行车等大型群众性体育赛事行动方案 (2017 年)》, 进一步激发体育消费, 着力营造社会力量举办马拉松、自行车等大型群众性体育赛事的良好环境。预计到 2020 年全国马拉松及各类路跑赛事将超过 800 场, 参赛人数将超过 1000 万人次。

图表 14: 全国马拉松赛事举办场次(次/年)及参赛人数(万人)



资料来源: 中国田径协会, 东方财富证券研究所

图表 15: 主要马拉松赛事报名参赛人数(万人)



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

### 1.3.4. 网络化带来生活方式的改变

**互联网和智能手机的普及, 加速了信息传递和分享的效率, 形成打卡健身的社群经济。**微信运动、悦跑圈、咕咚等手机应用将体育运动的健身属性、社交属性融为一体, 形成了运动社群。跑步运动本身是枯燥和难以坚持的, 但是有了社群之后, 社群成员之间的相互监督和鼓励, 提高了健身频率。目前已经有很多品牌利用社群经济做营销, 使得营销方案更有针对性, 比如 NIKE 的 NIKE+RUN CLUB。



“互联网+”和大数据的发展，深度挖掘用户需求，有可能颠覆运动鞋服行业的营销模式。悦跑圈针对跑者们关心的如何选择跑鞋这一问题，推出了“跑鞋功能”，用户选择跑鞋的时候，可以参考其他跑友的建议，还可以查看自己跑鞋的损耗情况，及时更换跑鞋。悦跑圈鞋库通过记录用户的运动数据，可以针对每个用户的平均跑量与购买习惯，提供专业的选择以及购买推荐。这一功能使得跑鞋制造商的营销策略更加扁平化，直接接触到消费群体，而大数据的发展将来也会对跑鞋的设计生产环节带来变革。

图表 16: 悦跑圈记录运动轨迹、推出跑鞋功能



资料来源：网络整理，东方财富证券研究所

## 2. 安踏体育：国内体育品牌龙头

### 2.1. 安踏体育的成长之路

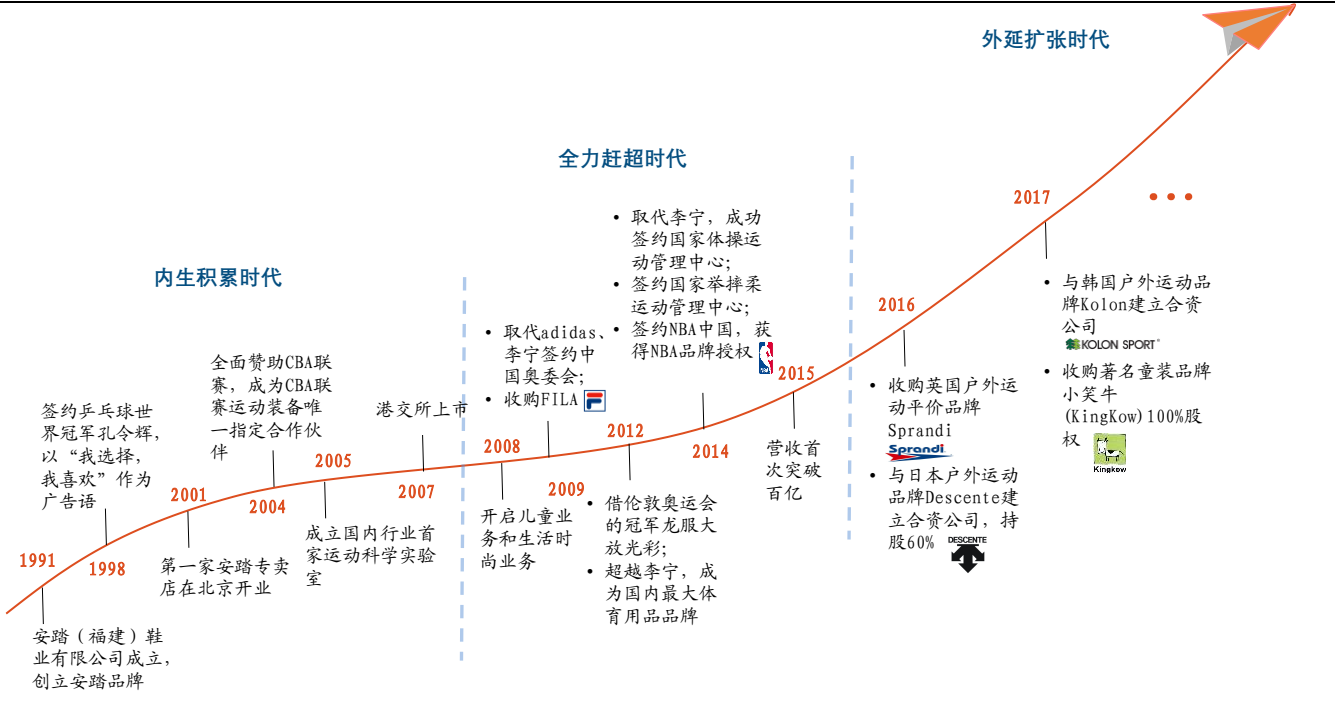
1991年，安踏体育成立于福建省晋江市，经过20多年的发展，安踏已经成为国内体育用品品牌的领跑者。安踏的成长路径可以分为3个时代：

**内生积累时代(1991-2007)：**上市之前，安踏在国产品牌之中落后于李宁。1999年，安踏签约第一个代言人乒乓球世界冠军孔令辉，首创以耳熟能详的广告语“我选择，我喜欢”宣传自己的品牌。2002年李宁才开始以“一切皆有可能”作为广告语。2004年，安踏开始赞助CBA联赛，扩大品牌影响力。2007年于港交所上市。

**全面赶超时代(2008-2015)：**上市之后的安踏，凭借有效的营销手段和供应链管理在行业整体调整期后率先复苏，一跃成为国内运动品牌老大。2009年，安踏取代李宁签约中国奥委会，同时从百丽集团手中收购了意大利品牌FILA在中国的制造和经销代理权。2012年，凭借伦敦奥运会的冠军龙服大放光彩，开启奥运营销。2014年，取代李宁，成功签约国家体操运动管理中心。并于2015年营收首次突破百亿元。

**外延扩张时代(2016-2025)：**公司2016年收购了英国户外运动平价品牌Sprandi，同时与日本户外运动品牌Descente建立中国合资公司，持股60%。2017年与韩国户外运动高端品牌Kolon成立合资公司，持股50%，获得独家经营分销权。同年下半年发布公告收购香港童装品牌小笑牛，扩展在童装领域的份额。预计未来5-10年，安踏仍将通过不断收购拓展体育用品的版图。

图表 17: 安踏体育的发展历程



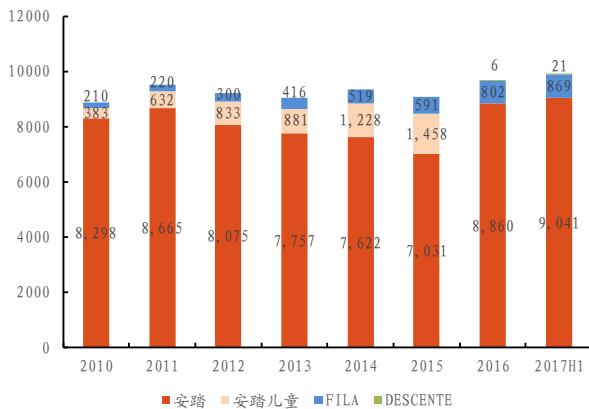
资料来源: 东方财富证券研究所

## 2.2. 公司概况

公司在中国向大众市场提供专业的体育用品, 产品类型包括运动鞋、服装及配饰。近年更全力开展“单聚焦、多品牌、全渠道”战略, 聚焦体育用品市场, 旗下有多个优秀品牌, 包括安踏、安踏儿童、FILA、FILA KIDS、DESCENTE及NBA品牌, 通过全渠道战略全面把握中国大众及高端市场零售渠道的各种机遇。

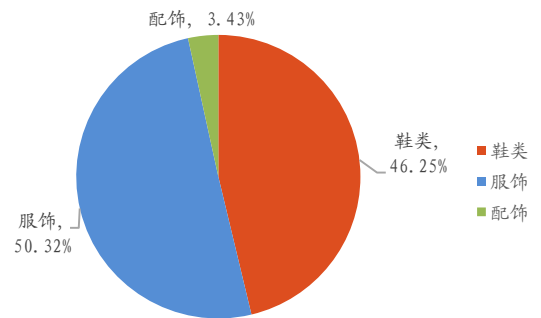
截至2017年上半年, 安踏店(包括安踏儿童店)共计9041家, FILA店共计869家, DESCENTE店共计21家。公司2016全年营收规模133.46亿元, 2017年上半年营收73.23亿, YoY19.2%。公司营收46.25%来自鞋类, 服饰占比50.32%, 配饰占比3.43%。

图表 18: 安踏零售店数量变化



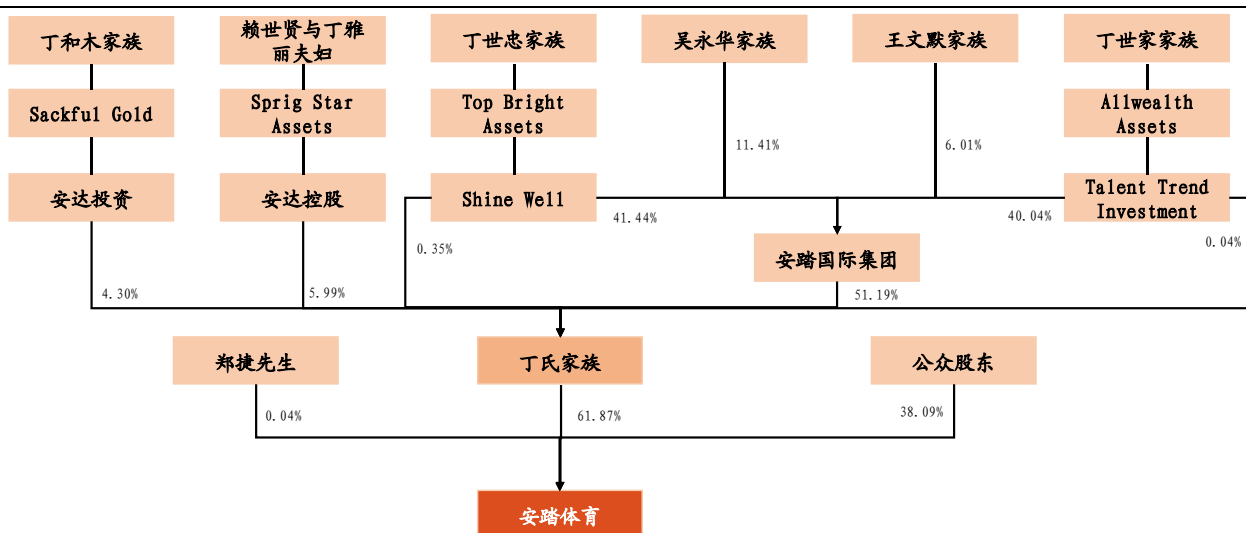
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所  
注: 2016年安踏儿童和安踏合并统计

图表 19: 安踏营收构成(2017H1)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 20: 安踏股权结构稳定, 丁氏家族控股 62%



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 21: 公司管理层简介

姓名	年龄	职位	简介
丁世忠	46	首席执行官、执行董事兼董事会主席	创始人之一, 一直致力拓展及推广本集团的业务及发展中国体育用品
丁世家	52	执行董事兼董事会副主席	创始人之一, 负责本集团鞋类运营。丁世忠长兄。
赖世贤	42	首席运营官、执行董事兼副总裁	中欧国际工商学院的高层管理工商管理硕士学位, 2003 年加入, 负责本集团的供应链及行政管理工作。丁世忠妹夫。
王文默	60	执行董事	2000 年加入, 负责管理本集团的服装营运。丁世忠及丁世家表兄。
吴永华	46	执行董事兼销售总裁	2003 年加入, 负责本集团销售及营销管理。
郑捷	49	执行董事兼安踏品牌总裁	复旦大学管理科学学士学位, 2008 年加入, 主要负责品牌及产品管理。

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

### 3. 安踏体育何以赶超?

#### 3.1. 打造品牌价值: 使命永不止步

公司采用多种营销策略, 提升品牌的知名度、公信度, 包括赛事营销、场景营销、体验营销、代言人营销等。作为一个专业运动品牌, 在公众心中建立起公信度关键就是占据高端的体育资源。

赛事方面, 安踏当下赞助国家体育管理总局下的 24 只国家队, 符合安踏民族自豪、大众心声和青少年激励的定位诉求。

代言人方面, 安踏针对不同系列的产品有针对性的选择代言人。篮球系列产品签下金州勇士队球星汤普森, 为期 10 年。数据显示, 2015 年合作推出了汤普森第一代签名鞋汤普森 KT 系列, 2015 年该系列球鞋的总销量仅为 15 万双, 2016 仅半年时间 KT 系列球鞋销量就突破了 65 万双。综训系列代言人为邹市明和菲律宾拳王, 儿童足球运动系列代言人为亚洲足球先生、国家队队长郑智。

2017年11月，CCTV-1《大国品牌》播出安踏集团《使命永不止步》品牌故事。进一步强调了安踏的品牌诉求：作为我国民族运动品牌，旨在为国民做对的商品，成为让老百姓真正信任的大国品牌。

图表 22: NBA 球星汤普森代言安踏



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 23: CCTV-1《大国品牌》播出



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

图表 24: 公司历年签约的代言人

时间	代言人
1999	孔令辉
2002	NBA 球星巴特尔 (篮球)
2007	NBA 火箭队斯科拉、弗朗西斯
2009	网球巨星扬科维奇和郑洁 (网球)
2010	NBA 巨星—凯文·加内特
2011	奥运冠军郭晶晶、歌手张靓颖 (女子训练)
2013	国球明星张继科、刘诗雯 NBA 巨星拉简·隆多 (篮球)
2014	NBA 巨星钱德勒·帕森斯 (篮球)
2015	NBA 巨星克莱·汤普森 (篮球) 极限马拉松运动员陈盆滨
2016	国家足球队队长郑智 邹市明、菲律宾拳王曼尼·帕奎奥

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

### 3.2. 多品牌战略实现差异化

公司通过相互独立的多品牌战略布局体育服饰产业的各个细分领域，对外建立不同的品牌认知，吸引不同的消费者。主要品牌的定位如下：

**安踏：**高性价比功能性体育用品，定位于中低收入群体，产品包括跑步、综训、篮球和儿童体育系列，致力于制造每人都能买得起的专业运动装备。

**FILA：**运动时尚，聚焦于 20-45 岁之间的中产阶层，目前已经涉及包括高尔夫、网球、滑雪以及时尚设计师合作系列，代言人为舒淇和高圆圆。

**Sprandi：**休闲健身，定位于中低收入群体，特点是城市健步鞋，代言人为王子文。

**DESCENTE：**专业户外，定位于高收入群体，特点是滑雪服，代言人申敏儿。

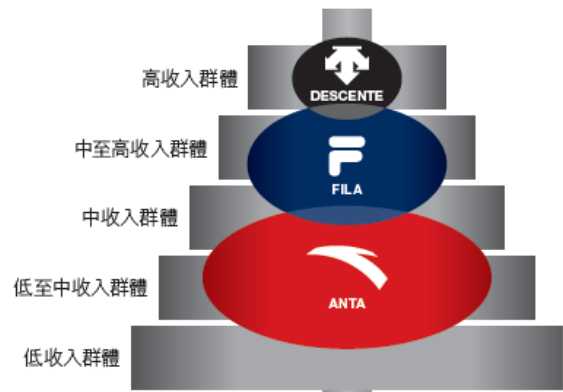
**KOLON：**时尚户外，定位于中至高收入群体，特点是冲锋衣，代言人是宋仲基。

图表 25: 安踏多品牌战略, 定位差异化



资料来源: 东方财富证券研究所

图表 26: 主要品牌覆盖不同层次收入群体



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 27: 各主要品牌的形象代言人精准展示出品牌定位



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

### 3.3. 线下线上全渠道布局

公司按照不同品牌的消费者特点, 铺设不同类型的零售店铺。安踏的目标人群是二、三线城市中低等收入群体, 消费者更习惯于街边专卖店的形式, 因而大部分安踏店以街边专卖店的形式经营。FILA 和 DESCENTE 的店铺主要开设在一、二线城市, 零售渠道以商场及百货公司为主。奥特莱斯和线上渠道可以作为公司的清货渠道。

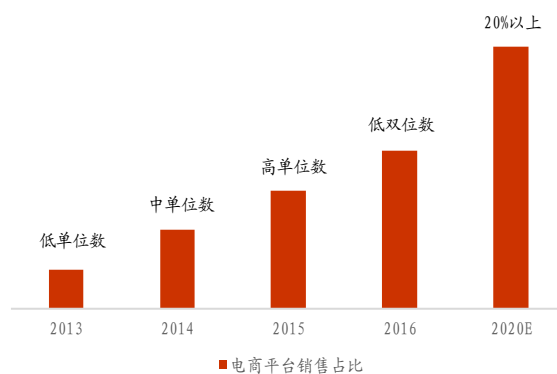
贴近消费者, 公司大力发展线上电子商贸业务。公司的线上销售平台占比不断提升, 2016 年上升至低双位数的水平。除了官方网上商城, 公司还在天猫、京东和唯品会等知名电商平台上开设自营网店, 目前仅允许获授权的第三方零售商和一些优秀的线下分销商在线上销售。

图表 28: 安踏多渠道管理



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 29: 电商平台销售占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

公司在 2017 年双十一全球购物节中取得骄人成绩。在 2017 年双十一当天, 销售额达到 6.7 亿元, 同比增长 66%, 仅次于耐克和阿迪达斯。天猫公布的数据显示, 截至 11 月 6 日 24 时, 户外运动品牌的预售金额榜单前十名中安踏排名第五, 也是国产品牌第一。这得益于公司的加大了线上商品设计开发力度, 制订了多种优惠方案, 以及强化了物流体验。此外, 公司新的物流中心预计 2018 年年初投入使用, 进一步提升公司的物流配送能力, 满足线上消费者需求。

图表 30: 2017 年双 11 期间运动户外品牌 TOP10

预售金额榜 (11.6)	双11当天销售额
①Nike/耐克	①Nike/耐克
②Adidas/阿迪达斯	②Adidas/阿迪达斯
③NEW BALANCE	③ANTA/安踏
④Skechers/斯凯奇	④NEW BALANCE
⑤ANTA/安踏	⑤Lining/李宁
⑥Puma/彪马	⑥Skechers/斯凯奇
⑦Lining/李宁	⑦Puma/彪马
⑧VANS	⑧XTEP/特步
⑨Under Armour/安德玛	⑨Under Armour/安德玛
⑩Converse/匡威	⑩Camel/骆驼

资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

### 3.4. 高效供应链管理: 安踏挺过寒冬率先复苏

从生产至销售高效的供应链管理为公司整体毛利率提升、业务持续发展做了保障。目前公司产品从设计、生产至上市的周期为 13 个月, 每年召开 4 次订货会, 根据订单安排生产。

公司采用自产+外包的生产方式, 能够灵活安排生产, 迅速回应市场需求变化。自产部分主要是工艺要求较高、相对稳定的订单; 外包部分通常是工艺要求较低、灵活变动的订单。自产+外包的生产方式使得公司内部生存设施具

备余力,以灵活应对订货会之外的补单、额外订单等紧急需求。2017 年上半年,公司鞋类的自产比例为 39.1%,服装类为 16.7%。

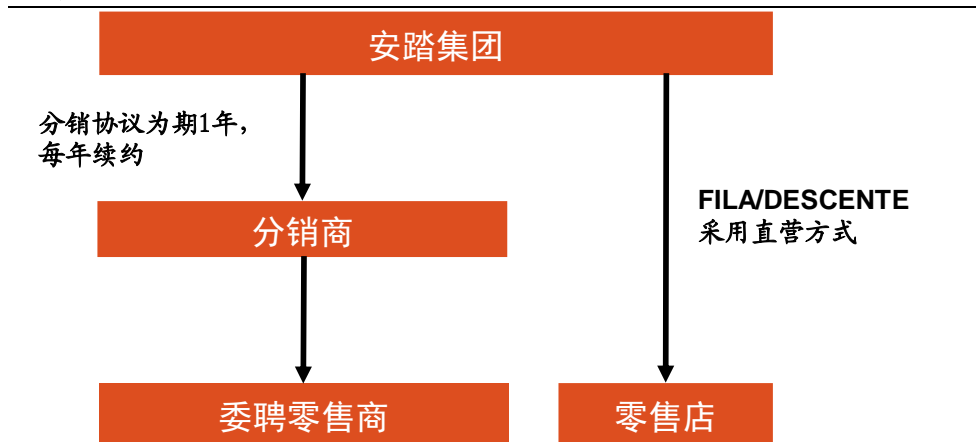
图表 31: 公司历年鞋类、服装的自产比例

自产比例	2011	2012	2013	2014	2015	2016
鞋类	36.90%	46%	48.90%	54.40%	49%	42.90%
服装	14.40%	15.50%	17%	15.90%	15.90%	16.70%

资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

**公司对分销商管控力度大,零售管理能力强。**公司与分销商签订为期 1 年的分销协议,每年续约。分销协议内容包括地区独家销售权、销售及扩充目标、付款及信贷期、报告及预测等。若分销商未达到目标、违反分销协议则终止与其续约。**在零售管理方面,坚持扁平化、标准化的管理模式。**公司实施全面监察系统(实时 ERP、销售网点周报、渠道巡查),统一店铺形象、规范陈列及宣传品,向零售商提供精准订货指引、分享零售数据及市场趋势。

图表 32: 公司的经销模式



资料来源:Choice,东方财富证券研究所

**全方位的零售导向模式,助力安踏率先挺过寒冬。**2012 年行业调整时期,董事长丁世忠重新审视运营能力,通过巡店发现了前期过度扩张存在的问题。公司定位从“品牌批发”转变为“品牌零售”,开始狠抓店铺质量,包括位置、大小、店内装潢等,通过提高店效来提升盈利能力。具体来说,公司将分销架构进行精简,取消了销售大区,组织架构更加扁平化,能够密切地监控经销商的销售表现以及店内的库存水平。强力推动 ERP 系统的落地,促使其实时收集数据,以便为经销商提供精确的订货指导。原有的 4 次订货会延展为“4+2”模式,即在常规的四次订货会上,对一些订单量比较大的主打款先生产 80% 的货,随后根据具体需求再生产剩余的 20%,优化了补货的弹性和效率,满足产品差异化和当季主推产品的市场需求。

### 3.5. 注重研发投入:发展的新引擎

**公司注重研发投入,研发设计费用占收入比不断提升。**2005 年安踏斥资 3000 多万元,率先在国内成立了第一间运动科学实验室,依据运动员的身体数据进行运动科技和功能设计的开发。2016 年公司研发设计支出达到 3.5 亿,占营收 2.6%。同期,李宁研发支出 1.26 亿,361° 研发支出 1.87 亿。

2016 年,公司推出安踏 APP 及安踏智能跑鞋。其中,安踏 APP 通过蓝牙与智能跑鞋的芯片连接,除具备 GPS 定位、记录距离、时间、步频和能量消耗等

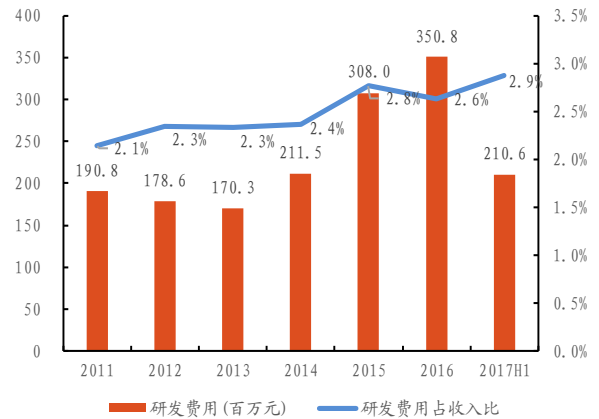
一般常规功能, 还有六大跑姿监控, 如对着地方式、步幅分析、内翻外翻、细分时间、受力分析及离地高度有精准分析, 有助降低跑者受伤机率, 提高跑者的运动表现。

图表 33: 安踏 2017 最新科技——能量环



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

图表 34: 安踏研发支出(百万元)及占营收比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

### 3.6. 主要竞争对手比较: 安踏各方面领先

国内主要运动鞋服品牌的产品同质化程度高, 因而核心竞争力可以从渠道、营销、经营策略上进行比较。此外, 由于安踏与 Nike、Adidas 在品牌、目标人群定位上差别大, 并非直接的竞争对手, 本文暂不将他们列入比较范围。

图表 35: 国内主要运动品牌比较

品牌	产品	价格	零售门店	代言人	赞助/赛事	其他品牌	营收
安踏	跑步、综训、篮球、户外运动、时尚	200-500	9041	汤普森、郑智、菲律宾拳王曼尼·帕奎奥; 高圆圆	中国奥委会, 国家体育总局下属 24 个队伍; 里约奥运会、仁川亚运会、WCBA 联赛等	FILA、DESCENTE、KOLON、SPRANDI	133.46 亿元
李宁	跑步、综训、篮球、羽毛球	200-600	6329	德怀恩·韦德 “国脚” 李铁	CBA (2012-2017 五个赛季), CUBA/CUBS, 李宁 10K, 马来西亚紫盟羽毛球联赛	法国 Aigle; 意大利 Lotto; 石狮凯胜(羽毛球); DANSKIN; LNG (弹簧标)	80.15 亿元
361 度	跑步、综训、篮球	100-800	国内 5859 家, 361° 国际在巴西 1116 家, 美国 848 家	马布里、孙杨、吉克隽逸	仁川亚运会中国国家代表队的赞助权, 里约奥运会和残奥会的官方合作伙伴, 冰壶锦标赛, 雅加达亚运会	361° 国际, 北欧户外品牌 ONE WAY,	50.23 亿元
特步	跑步、综训、足球、休闲	100-500	6500	赵丽颖、林更新、汪东城、谢震业	13 场马拉松、大学生足球联赛、2017 国际冠军杯中国赛官方赞助商	无	53.97 亿元

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

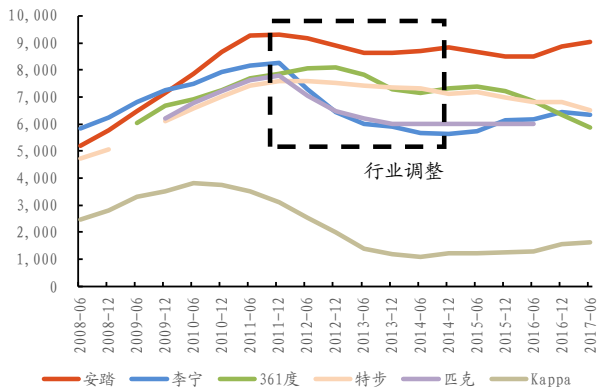


安踏在代言人选择、赛事赞助上更胜一筹。安踏对代言人的选择更具针对性和影响力，汤普森尚处于新秀期，已经展现出一流球星的潜质，职业生涯处于上升期，相比李宁签约成名已久的韦德，未来增值空间更大且能够吸引更多年轻球迷。此外，定位于运动时尚的 FILA 成功签约高圆圆，也是品牌形象匹配度极高的体现。而特步则选择众多流量明星代言，品牌定位和持续性存疑。安踏赞助的赛事也都是关注度最高的国际赛事，符合其民族品牌的定位。

安踏零售门店数量最多，在行业调整期下调幅度最小，展现出较强的供应链管理能力和零售运营能力。2009 年超越李宁，成为零售门店数量最多的体育用品品牌。在 2012-14 年的行业调整期，其他品牌零售店数量下滑明显，尤其是李宁关店幅度巨大，从 2011 年末的 8255 家零售门店至 2014 年末 5626 家，减少 2600 余家。而安踏零售门店总数波动幅度小，仅减少 400 余家。截至 2017 年 6 月共有 9041 家零售门店，行业内遥遥领先。

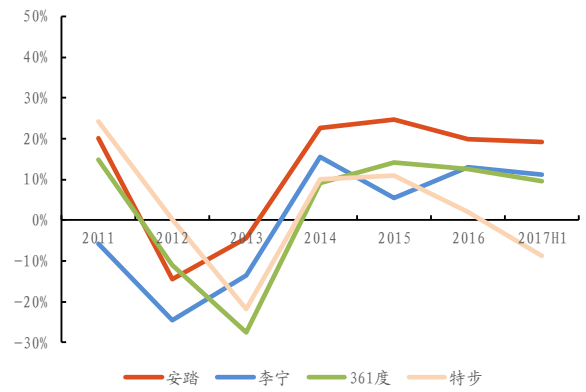
安踏营收增速率先回升，并保持领先。安踏在行业调整期间，收入下滑幅度相对较小，且率先开始回调，2014 年恢复 22.54% 的高速增长。虽然安踏销售体量庞大，2015 年销售额率先突破百亿，但近几年依然保持行业内最高增速。

图表 36: 零售门店数量变化对比(家)



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

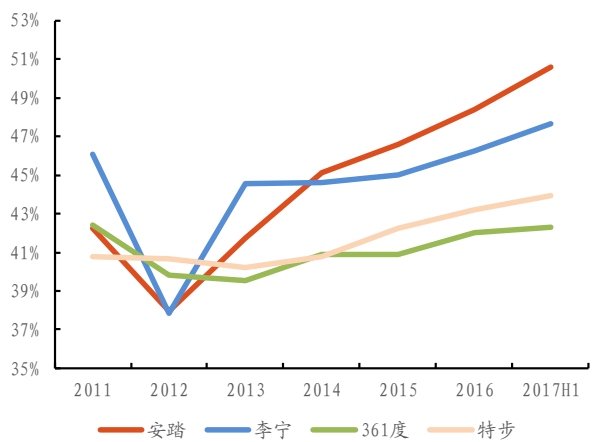
图表 37: 历年营收增速变化对比(%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

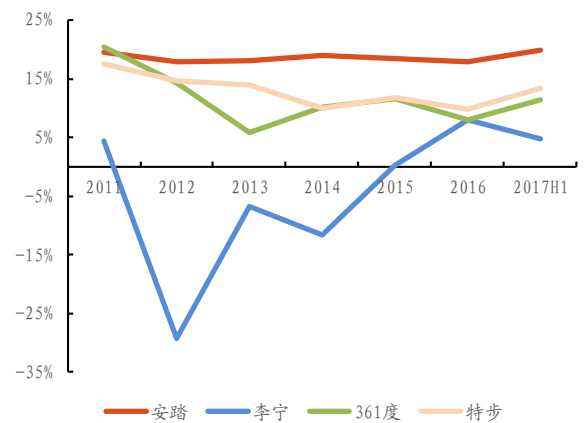
安踏毛利率最高，控费能力强，盈利能力领先。行业整体毛利率提升，安踏超越李宁位居前列，此外归母净利润率维持在 17%-20% 之间，即使在行业调整时期也保持平稳。

图表 38: 主要品牌毛利率变化对比(%)



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

图表 39: 主要品牌归母净利润率变化对比(%)



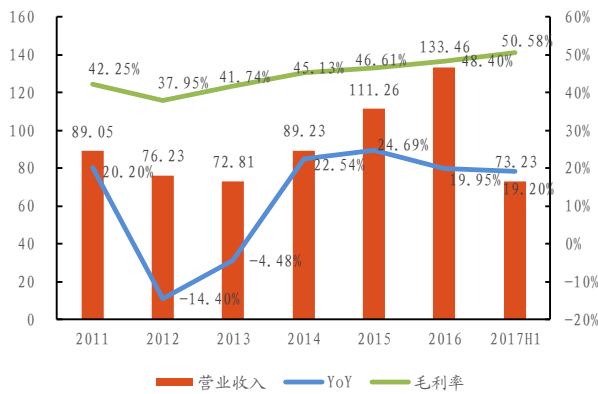
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

## 4. 公司财务数据靓丽

### 4.1. FILA 和电商带动盈利能力提升

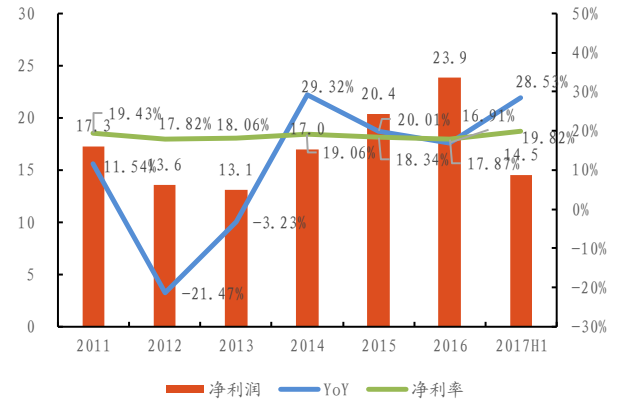
公司毛利率处于上升通道，主要原因有 2 个方面：（1）**毛利率较高的服饰收入占比提升**。FILA 近年来销售额增长较快，其毛利率达到 70%，服装的平均售价上升。2017 年上半年，服饰和鞋类收入占比分别为 50.32%、46.25%。（2）**电商销售额增长、供应链管理提升**。电商销售渠道占比逐年提高，分摊了线下运营的成本开支，使得鞋类和整体毛利率提升。

图表 40: 安踏历年营收(亿元)及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

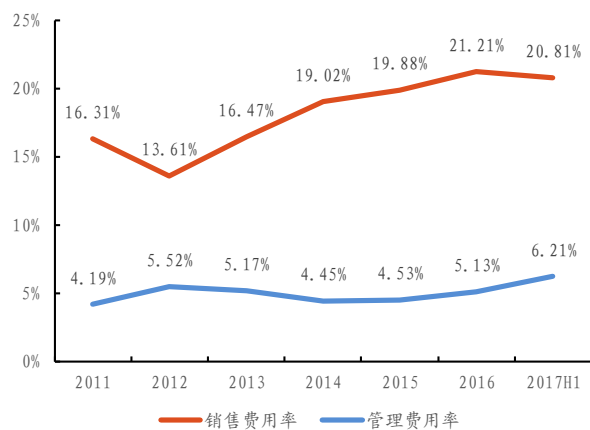
图表 41: 安踏历年净利润(亿元)及净利率情况



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

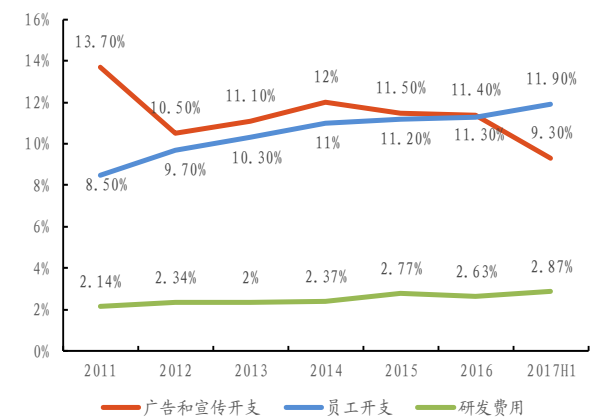
**公司经营开支率不断提高, 预计未来仍处于上升通道。**销售费用率提高主要源于公司在加强品牌建设方面投入较大, 赞助了国家奥委会及 24 支代表队, 此外花费高价签约代言人。另一方面人工成本也在不断提高。向未来看, 公司的多品牌战略势必会增加广告宣传开支、管理和整合费用, 预计经营开支率处于上升通道。

图表 42: 安踏历年销售费用、管理费用率情况



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 43: 安踏经营开支主要构成及变化情况



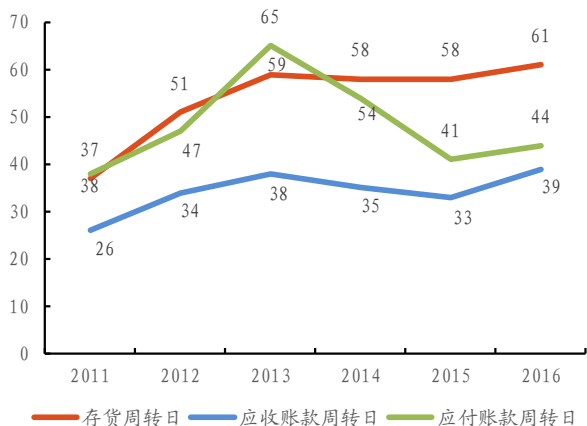
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

## 4.2. 营运周转效率高

公司应收账款周转天数低, 存货周转保持稳定。公司的应收账款周转天数相比其他主要品牌低, 李宁 63 天、特步 133 天、361° 160 天。体现出安踏的供应链管理高效、对经销商管控能力较强。

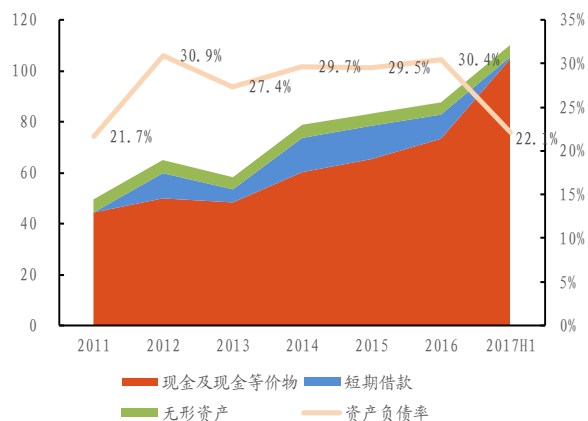
公司资产负债率稳定在 30% 左右, 账上现金充裕。2017 年上半年现金及现金等价物超过 100 亿, 一方面表现出公司现金流良好, 另一方面公司有进行收购的可能。

图表 44: 安踏营运周转情况(天数)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 安踏资产负债率及现金(亿元)

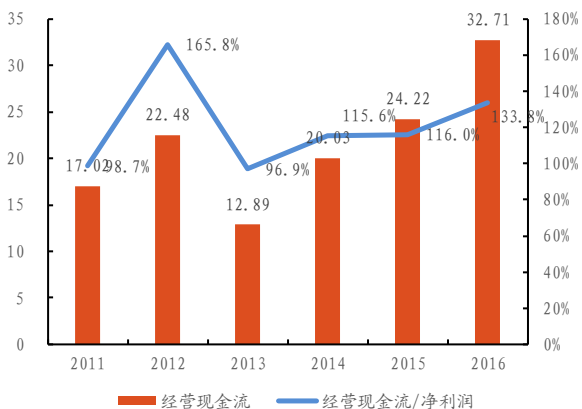


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4.3. 现金流充裕

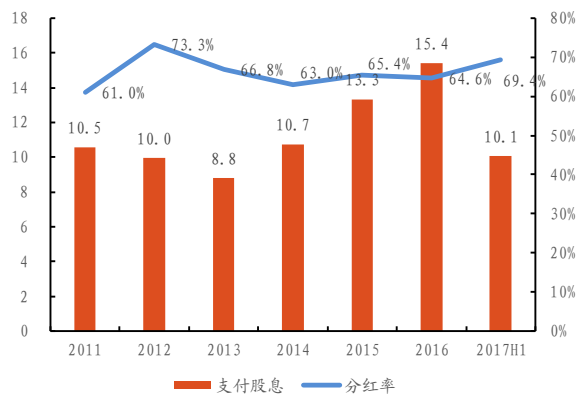
公司现金流充裕, 经营性现金流与净利润配比良好。公司经营现金流大幅上升, 2016 年经营现金流/净利润比例达到 133.8%。此外, 公司每年分红率稳定在 65% 左右。

图表 46: 安踏经营现金流情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 47: 安踏历年支付的股息(亿元)及分红率



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

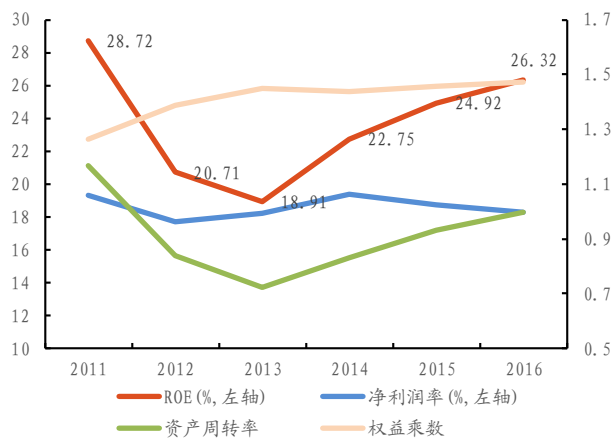
## 4.4. 杜邦分析

公司净资产收益率逐年提升, 主要由资产周转率提高驱动。公司所属运动鞋服行业属于典型的消费品行业, 营收的增长主要依赖提高销量, 因而对资产

周转率较为敏感。2014 年以来，随着公司资产周转率的提升，ROE 也应声大幅上涨。

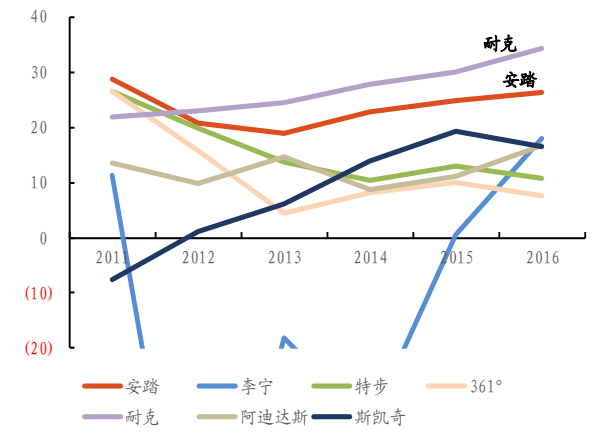
横向比较来看，公司 ROE 仅次于耐克。耐克的净资产收益率领跑全球，一路上行，2016 年达到 34.4%。而公司的走势与耐克十分相似，远远高于其他主要运动品牌。

图表 48: 安踏杜邦分析



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 49: 主要运动品牌净资产收益率比较 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 5. 未来增长点

### 5.1. 内生增长: FILA 品牌是亮点

公司未来亮点在于 FILA 业绩上升迅速,近 2 年零售额增速在 40-60%之间。姚伟雄介绍称,从年销售流水看来, FILA2016 年至 2020 还将保持 30%以上的增长,“我们的目标是未来 2 到 3 年,能够让 FILA 进入百亿俱乐部,并成为高端运动市场前三名的国际品牌。”从门店数量来看,官方数据显示,截止 2016 年底, FILA 已有超过 750 家门店,预计 2017 年底,包括儿童店在内将超过 900 家,其中超过 80%是自营门店,未来每年还将保持 100 家以上的增速。

图表 50: 安踏 2016-2017 各季度订货会及业绩表现

公司名称	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
安踏订货会 (按批发价)	低双位数	低双位数	高单位数	低双位数	中单位数	中单位数	低单位数	高单位数
安踏品牌零售金额	中单位数	高单位数	低双位数	高双位数	低双位数	20-30%	中双位数	-
非安踏品牌零售金额	-	-	60-70%	50-60%	40-50%	50-60%	40-50%	-

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

安踏品牌保持稳定增长,2017 年以来各季度零售额增速均录得双位数增幅。安踏品牌的内生增长动力来源于: 1) 未来店铺数量保持平稳,业绩提升的核心是提高店效, 主要措施包括店铺升级改造、增加店铺面积, 提高商场和百货公司的渠道占比; 2) 预计未来电商销售额占营收比重不断提升, 从而带来整体盈利能力的改善; 3) 未来公司的目标是不断强化消费者对安踏的品牌忠诚度, 在跑步、篮球、青少年足球领域继续扩大现有优势, 扩展安踏儿童的店面数量。上市十周年之际, 公司启动“茁壮成长公益计划”, 宣布在未来十年将

更专注于青少年体育公益, 对公司培育潜在消费者、强化品牌忠诚度大有裨益。

## 5.2. 外延并购: 预期收购国际运动品牌

**持续收购海外品牌, 拓展细分市场和高端市场。** 公司管理层一直强调“单聚焦、多品牌、全渠道”战略, 持续寻找国际体育用品品牌的收购及合作机会。公司管理层对收购目标的定位为差异化、专业化、细分市场, DESCENTE 和 KOLON 就是非常具有代表性。2017 年中报显示公司账上现金超过 100 亿, 市场预期收购海外运动品牌 PUMA。

**公司近期的融资行为:** 2016 年 11 月, 公司拟发行公司债不超过 36 亿(已批准, 但尚未发行); 2017 年 3 月公司配售 1.75 亿股新股, 集资规模 37.9 亿港元, 拟作未来可能出现的与国际体育品牌的收购及合作机会, 及一般营运资金。

## 6. 盈利预测及估值

### 6.1. 关键假设和盈利预测

- **营业收入:** 安踏品牌渠道红利已经有限, 通过提高单店面积和坪效实现增长, 预计收入保持 CAGR10%左右增长。FILA 仍处于快速成长阶段, 通过新开店拉动增长, 预计维持 25-35%的增速。KOLON 预计 2017E/2018E/2019E 贡献 0.8/6.0/7.5 亿元销售收入。小笑牛单店年收入预计为 50 万元/年, 官网显示约有 150 家店铺, 预计 2018E/2019E 贡献 0.75/0.9 亿收入。
- **毛利率:** 鞋类毛利率受到电商收入占比提高、供应链增强的影响上升, 预计 2017E/2018E/2019E 分别为 48%/48.5%/49%; 服饰类毛利率本身较高, 外加 DESCENTE、KOLON 都属于中高端品牌, 预计毛利率会有大幅提升, 2017E/2018E/2019E 分别为 53%/55%/57%。
- **经营开支:** 公司与中国奥委会赞助合约仍在持续, 代言人和赞助赛事的费用持平, 但考虑到公司会加大 FILA、DESCENTE 和 KOLON 品牌的营销投入, 预计经营开支处于上升通道。预计 2017E/2018E/2019E 销售费用率分别为 21%/21.5%/21.5%。

基于以上假设, 根据财务模型测算出: 2017-2019E 年公司营业收入为 161.68/201.10/242.79 亿元, YOY21.14%/24.39%/20.73%。公司 2017-2019E 年归母净利润分别为 31.15/38.64/48.32 亿元, YOY30.58%/24.04%/25.05%。

### 6.2. 相对估值

公司目前估值水平与国际巨头耐克、阿迪达斯相近, 国内运动鞋服行业龙头地位得到市场承认。

回顾近五年, 公司的 PE Band 分布在 7.6-31.4 倍之间, 考虑到公司是沪港通、深港通标的, 未来可能带来估值中枢的提升, 此外公司享受行业龙头股溢价, 给予公司 2017 年 28 倍 PE, 对应目标价 38.36 港币。

图表 51: 可比公司估值表

公司名称	代码	市值 (亿港元)	2017 PE	2018 PE	PB (MRQ)	2017 EV/EBITDA	2018 EV/EBITDA
安踏体育	02020. HK	906.03	23.96	20.12	5.41	15.26	12.68
李宁	02331. HK	133.76	24.17	16.76	2.57	9.96	7.35
特步国际	01368. HK	63.72	10.29	9.31	1.07	3.71	3.36
361°	01361. HK	53.96	8.27	7.38	0.81	1.47	1.34
中国动向	03818. HK	82.85	6.98	7.91	0.70	4.14	4.24
耐克	NKE. N	8,189.58	-	25.70	8.12	-	17.77
阿迪达斯	ADS. F	3,227.26	26.87	22.55	5.13	14.94	12.84
斯凯奇	SKX. N	454.02	20.51	16.49	2.88	11.07	8.98

资料来源: 东方财富证券研究所

备注: 港股股票交易价格为2017年12月14日收盘价, 其他市场股票为2017年12月13日收盘价

### 6.3. 绝对估值

由于公司每年的分红率较为稳定, 在 65-70%之间, 因而采用三阶段 DDM 模型进行估值。根据下表的假设, 得出公司的合理估值为 37.1 港币/股。

图表 52: 三阶段 DDM 模型的基本假设

项目	假设
无风险利率 Rf	2.00%
股票 Beta	0.80
市场组合平均收益率 Rm	11.00%
风险溢价	9.00%
股权贴现率 Ke	9.20%
分红率(永续阶段)	80.00%
净利润增长率(永续阶段)	3.00%

资料来源: 东方财富证券研究所

## 7. 投资建议

安踏体育是国内领先的运动鞋服品牌。公司的推荐理由如下: (1) 体育产业发展加快带动运动鞋服需求增加, 预计未来5年复合增速7.6%。(2) 公司的多品牌战略实现差异化定位。安踏品牌避开与国际巨头耐克、阿迪达斯的直面竞争, 定位于中低端收入群体; 通过FILA、DESCENTE、KOLON品牌吸引中高端消费者。(3) 公司营运能力强, 供应链管理高效, 具备成为优秀消费品公司的关键要素。从财务数据即可印证, 公司毛利率、净资产收益率、应收账款周转率均高于国内同行业公司。(4) 公司通过不断收购优质海外品牌, 产生技术创新、品牌效应、供应链管理等协同效应, 推动业绩增长。

鉴于以上理由, 给予公司买入评级。平均相对估值、绝对估值的结果, 给出目标价37.7港币/股。

## 8. 风险提示

新品牌门店扩张不及预期;  
 公司海外并购整合不及预期;  
 公司鞋类业务无法满足消费者需求变化, 导致销量下滑, 拖累业绩增长。

利润表 (百万元)

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,345.76	16,167.70	20,110.40	24,278.71
营业成本	6886.72	8023.14	9669.42	11301.28
<b>毛利</b>	<b>6,459.04</b>	<b>8,144.56</b>	<b>10,440.98</b>	<b>12,977.44</b>
其他收入	259.78	250.00	240.00	220.00
销售及分销成本	2,830.81	3,395.22	4,323.74	5,219.92
行政开支	684.64	970.06	1246.85	1529.56
营业利润	3,203.37	4,029.28	5,110.40	6,447.96
财务成本	-107.52	-226.35	-201.10	-194.23
除税前溢利	3,310.90	4,255.63	5,311.50	6,642.19
所得税	866.33	1063.91	1327.88	1660.55
<b>净利润</b>	<b>2,444.57</b>	<b>3,191.72</b>	<b>3,983.63</b>	<b>4,981.64</b>
<b>本公司拥有人应占净利润</b>	<b>2,385.55</b>	<b>3,115.12</b>	<b>3,864.12</b>	<b>4,832.19</b>
非控股权益应占净利润	59.02	76.60	119.51	149.45

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。