

安踏体育 (02020.HK) 更新研究

产品转型升级，增长确定性高

2018 年 03 月 19 日

【投资要点】

- ◆ **安踏主品牌产品升级，品牌形象提升。**安踏定位高性价比，从“买得起”转型升级至“想要买”，推出的新产品更加专业化、年轻化、时尚化。公司研发费用占比不断提高，并在产品力日益强大的同时，通过赞助奥运会等国际级赛事，不断提升品牌形象。
- ◆ **FILA 新推出潮牌 FUSION 吸引年轻消费者，店数、店效同增长。**FILA 产品系列差异化定位，覆盖各个年龄层对潮流、运动、商务休闲的不同需求。2017 年店数、店效均超预期增长。目前 FILA 仍处于扩张期，未来增长确定性高。
- ◆ **经营利润率承压，仍有上升空间。**产品结构优化以及电商渠道增加是提升毛利率水平的推动力。供应链优化、生产和物流效率提升也有助于提升盈利能力。快反补单增加、新店铺扩张给经营利润率带来压力。
- ◆ **拓展滑雪、户外细分领域，外延并购预期高。**公司通过收购海外运动品牌拓展细分领域，优化品牌矩阵，实施国际化战略。现金充足，未来外延并购预期高。

【投资建议】

- ◆ 维持买入评级，提高 6 个月目标价至 46.86 港币
- ◆ 盈利预测

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	16,692.49	20,982.15	25,187.69	29,783.83
增长率（%）	25.08%	25.70%	20.04%	18.25%
EBITDA（百万元）	4,239.00	5,125.35	6,222.51	7,399.39
归母净利润（百万元）	3,087.84	3,856.84	4,750.56	5,770.45
增长率（%）	29.44%	24.90%	23.17%	21.47%
EPS（元/股）	1.17	1.46	1.8	2.19
市盈率（P/E）	28.59	22.91	18.59	15.28
市净率（P/B）	6.44	5.96	5.46	4.97
EV/EBITDA	19.00	15.72	12.95	10.89

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 消费者偏好变化加快；
- ◆ 外延并购不及预期。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

目标价：46.86 港元

东方财富证券研究所

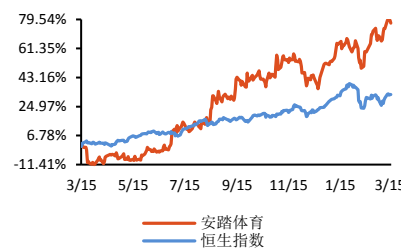
证券分析师：马建华

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）	110872.68
流通市值（百万港元）	110872.68
52 周最高/最低（港元）	42.80/20.75
52 周最高/最低（PE）	36.07/20.03
52 周最高/最低（PB）	7.13/5.01
52 周涨幅（%）	77.19
52 周换手率（%）	54.83

相关研究

《零售高增长超预期，2018 年仍可持续》

2018.03.01

《多品牌+全渠道，腾飞之路永不止步》

2017.12.15

正文目录

1. 品牌矩阵定位清晰，产品升级看得见	3
1.1. 安踏：高性价比，从“买得起”到“想要买”	3
1.1.1. 定位清晰，提升品牌形象	3
1.1.2. 设计、研发升级，吸引年轻消费者	4
1.2. FILA：一二线城市时尚运动中高端品牌	5
2. 内生增长：店铺平稳扩张、店效持续改善	5
3. 经营利润率承压，但仍有上升空间	6
3.1. 产品、渠道结构改变是毛利率提升的动力	6
3.2. 销售费用短期仍有压力	7
4. 拓展细分领域，观望外延增长	8
4.1. 定位中产阶级，进入滑雪、户外运动等细分市场	8
4.2. 公司现金流充裕，外延并购预期高	8
5. 盈利预测	9

图表目录

图表 1：三、四线城市中产阶级占比增速快	3
图表 2：网易严选销售额增长快(亿元, 单季)	3
图表 3：安踏品牌代言人	3
图表 4：研发支出(百万元)及占销售成本比重	4
图表 5：爆款老爹鞋	4
图表 6：新品发布-闪能科技	4
图表 7：FILA 系列定位	5
图表 8：FILA×Staple 联名系列	5
图表 9：安踏、FILA 等其他品牌店铺数量	6
图表 10：安踏、FILA 店效(万元/月)	6
图表 11：FILA 品牌占营收比重	6
图表 12：季度零售表现	6
图表 13：安踏鞋类、服装自产比例	7
图表 14：安踏经营开支比率(占营收比)	7
图表 15：公司经营现金流(亿元)与净利润比	9
图表 16：公司历年派息比率	9

1. 品牌矩阵定位清晰，产品升级看得见

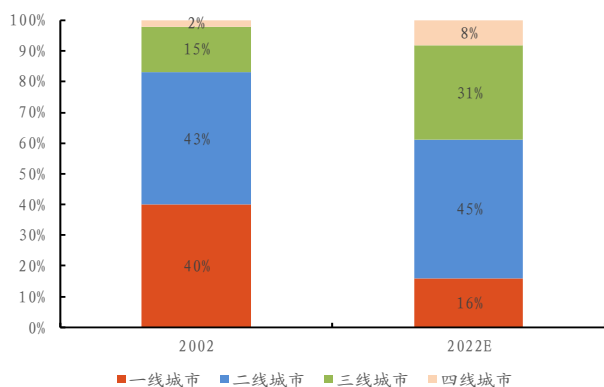
1.1. 安踏：高性价比，从“买得起”到“想要买”

1.1.1. 定位清晰，提升品牌形象

主品牌安踏定位清晰，深耕优势市场。一线城市运动鞋服品牌竞争激烈，国外运动鞋服品牌占据主导优势。安踏则以高性价比为竞争优势，通过有针对性的定价策略及市场营销，在二至四线城市具有较高的市场份额。

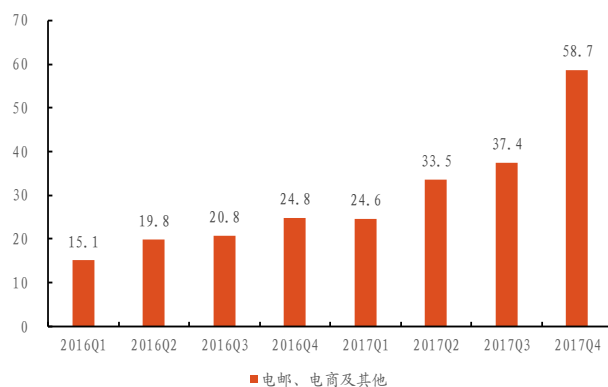
三四线城市未来消费升级潜力大，安踏具备先发优势。二至四线城市是消费升级的主力军，价格适中、购买频次高、性价比高的产品逐渐占领市场。网易严选的强劲增长是高性价比为王的有力佐证，自 2016 年 4 月份推出以来，即成为网易收入增长的主要贡献因素，仅 2017 年四季度电子商务板块收入达到 46.54 亿元。随着城市群建设的推进，三四线城市城镇化率持续提升，体育运动渗透率将会扩大，消费者对体育休闲鞋服会有更大需求。而安踏已经在二至四线城市占据较大市场份额，将首先受益。

图表 1：三、四线城市中产阶级占比增速快



资料来源：麦肯锡，东方财富证券研究所

图表 2：网易电商销售额增长快(亿元, 单季)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

赞助奥运会，签约体育明星提升品牌形象。伴随消费者观念升级，安踏也在积极提升自己的品牌形象。一方面安踏自 2009 年开始赞助中国奥委会，其打造的“冠军龙服”领奖服被国内消费者所熟悉，2017 年安踏签约北京冬奥组委正式启动冰雪战略，跻身 2022 年北京冬奥会最高赞助层级。另一方面，安踏通过签约有潜力且受国人喜爱的体育明星，并配合相应营销推广，推出篮球系列、跑步系列、足球系列、拳击综训系列。其中，最为成功的是和 NBA 篮球明星汤普森合作的 KT 系列，上市便受到消费者追捧。

图表 3：安踏品牌代言人

年份	代言人(新增)
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)；拳击冠军邹市明

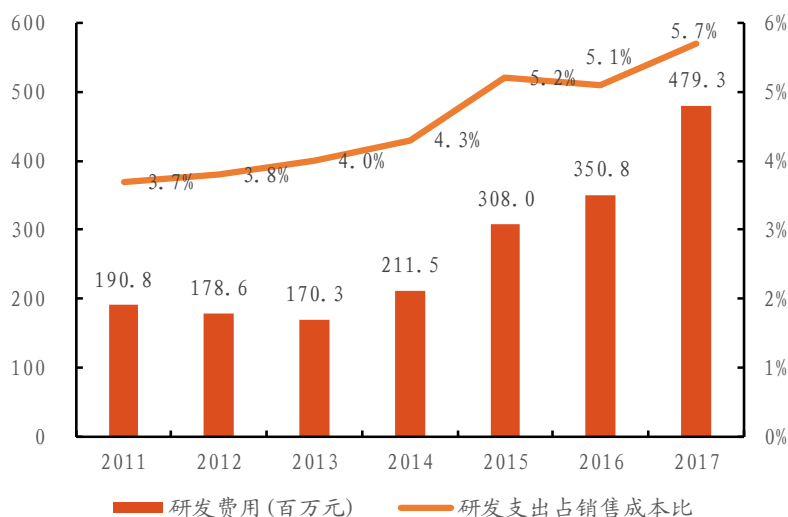
2014	NBA 巨星钱德勒·帕森斯(篮球)
2015	NBA 巨星克莱·汤普森(篮球, 签约 10 年); 极限马拉松运动员陈盆滨
2016	国家足球队队长郑智和恒大足校; 菲律宾拳王曼尼·帕奎奥
2017	影视明星张俪

资料来源: 东方财富证券研究所

1.1.2. 设计、研发升级, 吸引年轻消费者

公司加强设计和研发, 研发支出占销售成本比例逐渐提高。安踏在美国、日本、韩国等地设有设计中心, 也有行业内惟一个国家认证的运动科学实验室。安踏现任鞋创意总监 ROBBIE FULLER 曾任职于阿迪达斯品牌设计总监。公司对产品设计更加注重, 每个季度都有爆款出现。比如近期非常火爆的安踏老爹鞋, 市面上货源紧俏, 工厂也在加紧补单。公司新品 A-FLASHFOAM(闪能科技) 采用公司自主研发的材料科技, 减震和反弹效果出色。

图表 4: 研发支出(百万元)及占销售成本比重



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 5: 爆款老爹鞋



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

图表 6: 新品发布-闪能科技



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

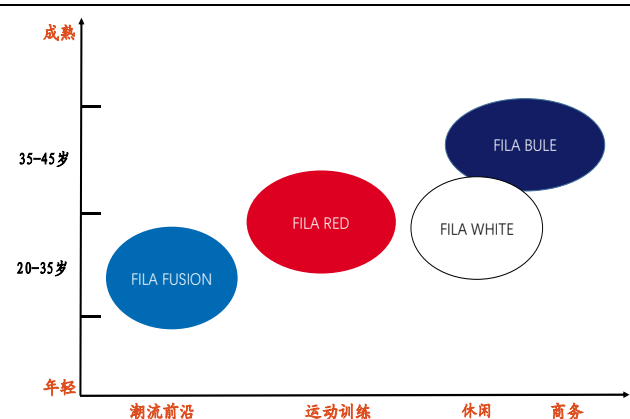
1.2.FILA:一二线城市时尚运动中高端品牌

FILA 是公司第一个国际品牌，已成为主要利润增长点。FILA 于 1911 年在意大利创立，拥有深厚的品牌历史文化积淀。2009 年，公司以 3.3 亿人民币代价从百丽集团收购 FILA 在中华区的运营权和商标业务。FILA 大中华区总裁姚伟雄在加入公司之前，于 2000 年进入欧莱雅（中国），后加入 Lacoste 中国分公司—梦田服装（上海）有限公司，担任行政总裁。姚伟雄始终认为带有时尚的运动风格是 FILA 需要坚持和秉承的核心要素。

FILA 拥有休闲、运动、潮流多重系列，定位不同层次、需求的消费者。FILA 主要布局在一二线城市，店铺位于购物中心/百货内，属于中高端时尚运动品牌。如下图所示，FILA 最早推出的 BLUE LINE 能够兼顾商务休闲，以简洁优雅及高品质材料为优势，受到事业成功的中年人士喜爱。WHITE LINE 在运动服中加入印花元素，体现优雅。RED LINE 是运动训练系列，细分为训练、网球、高尔夫等子品类。而 FUSION 则是定位于年轻人的潮牌，色彩更加丰富。

推出联名潮牌，吸引年轻消费者。2017 年 12 月 28 日，FILA 推出 2018 春季潮流运动的主打系列 [FILA FUSION]。FILA 联合美国纽约街头潮流品牌 STAPLE 推出联名款。我们看好 FUSION 系列将为 FILA2018 年业绩增长提供动力。

图表 7: FILA 系列定位



资料来源：东方财富证券研究所

图表 8: FILA × Staple 联名系列



资料来源：网络整理，东方财富证券研究所

2. 内生增长：店铺平稳扩张、店效持续改善

安踏：店铺数量基本保持在 7100-7200 家左右，不会盲目扩张。公司目前的经营策略是关小店开大店，即关闭店效差的店铺，对于店效好的店铺增大面积；此外，逐渐减少街边店，新开店中店，2016 年开始已有 20-25% 的店搬去购物中心。安踏店的店效在 21 万/月左右，新开的第八代店铺会更高。

安踏儿童：店铺数量快速增长，2017 年在 2200 家左右。儿童服装市场自 2008 年来发展迅速，公司虽进入时间早，但竞争激烈，目前集中度较低。预计公司还会再开设安踏儿童店铺以争夺市场份额。安踏儿童的店效在 12 万/月左右。2018 年预计店铺数量达到 2500 家。

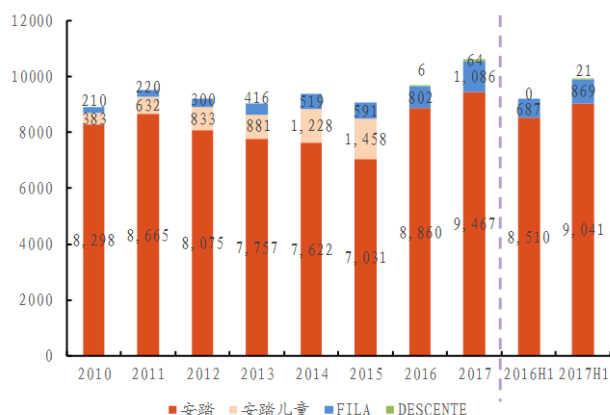
FILA：2017 年店铺数量达到 1086 家，较去年增加 284 家，全部在购物中心中开设，致力于开设旗舰店。FILA 在东北地区受到追捧，FILA 与长春欧亚集团是战略合作伙伴，在营欧亚集团 20 多家门店，并将欧亚综合体 FILA 店铺打造成为东北首家综合体验店，2017 年 9 月开业首日实现销售 25 万元，占楼层销售的 29%。此外，安踏集团还具有在香港、澳门及新加坡 FILA 的经营权。目

前 FILA 旗舰店的店效约为 50 万元/月，去年同期约为 40 万元/月。2018 年预计新开 200 家 FILA 店铺，达到 1300-1400 家。

DESCENTE: 安踏拥有合资公司 60% 的股权，在国内从零开始运作，2017 年已经开设 64 家店铺。迪桑特作为日本高端户外品牌，包括滑雪、综合训练、跑步等体育用品装备。2022 年北京冬奥会的举办将提高人们对冰雪运动的关注，也有越来越多的中产阶级参与滑雪运动，预计该市场有较大增长空间。2018 年店铺数量约为 100-110 家。

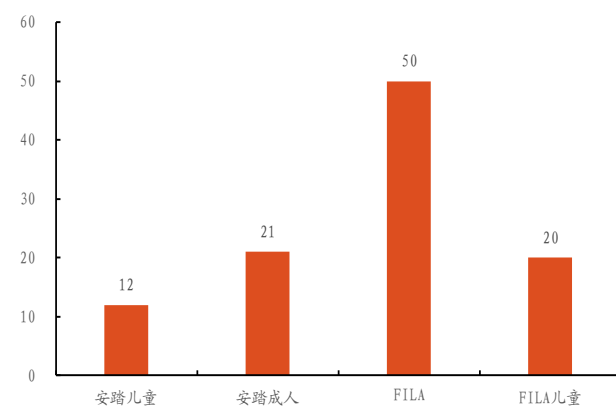
KOLON: 韩国中高端户外运动品牌，在韩国本地销售额较高，约有 40 亿。目前国内知名度较低，目前约有 200 家店铺。未来将着力提高 KOLON 品牌的店效。

图表 9: 安踏、FILA 等其他品牌店铺数量



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 10: 安踏、FILA 店效(万元/月)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

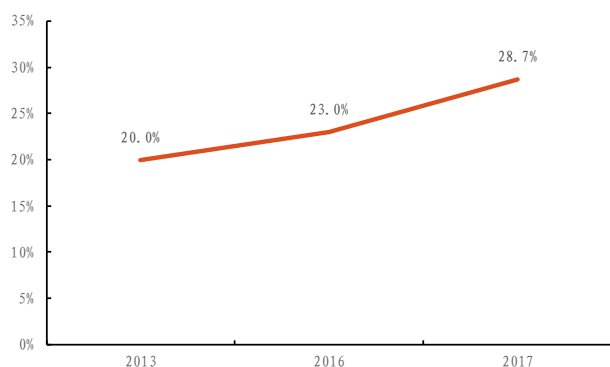
*注: 2016 年开始公司仅公布安踏、安踏儿童合计店数

3. 经营利润率承压，但仍有上升空间

3.1. 产品、渠道结构改变是毛利率提升的动力

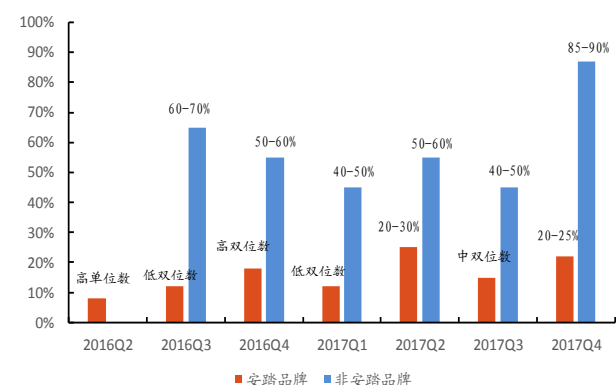
高毛利 FILA 品牌收入占比不断提高。公司 FILA 的收入占比从 2013 年的 20% 上升至 2016 年 23%，2017 年占比大幅提升至接近 30%。根据公司公布的季度零售表现，非安踏品牌 (95% 以上为 FILA) 零售收入自 2016 年三季度同比增长高，2017 年四季度超预期达到 85-90%。

图表 11: FILA 品牌占营收比重



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 12: 季度零售表现



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

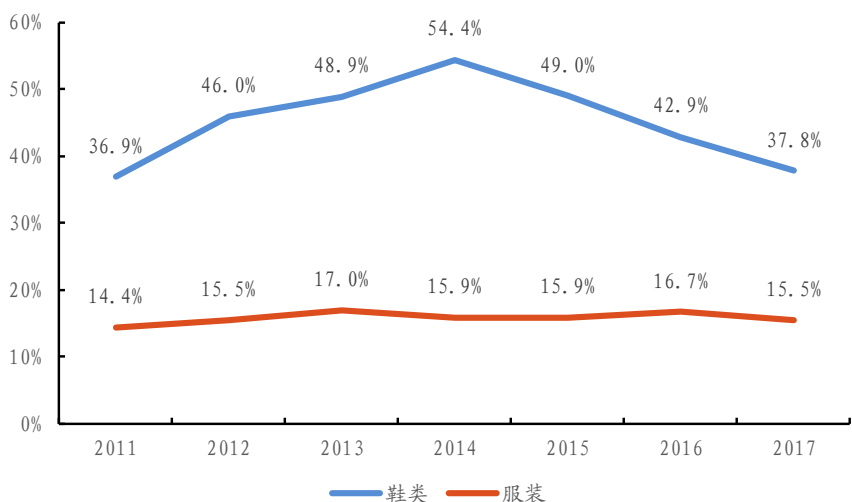
终端零售管控能力强，折扣水平波动不必过于担心。随着公司零售直营占

比升高，毛利率水平出现波动。公司 ERP 系统在直营门店全覆盖，能够看到每一件商品的销售折扣水平。目前 FILA 平均折扣水平在 8-9 折，一些火爆的款式会偶尔会出现断货的情况。

电商渠道增长快速，线上线下是互补关系，提升毛利率。安踏品牌电商收入增长迅速，在 2017 年双十一天猫体育用品销售排名中位于国产品牌第一，仅次于耐克、阿迪达斯。2017 全年电商收入同比增速接近 50%，占收入比重约 15%。我们预计未来电商收入占比仍会提升，由于电商渠道毛利率高，会贡献整体毛利率的提升。公司线上销售的产品 60-70% 都是专属产品，其他与线下同款同价。此外，电商渠道也是经销商清库存的重要渠道，与线下店铺是互补关系。

生产效率提升，外包比例增加，补单比例提高可能会提升成本。2017 年公司鞋服的自产比例都有所下降，主要由于销量增加，但公司产能并无扩张。公司 2017 年启用了新的自动化更高的生产线，仅用 30 名工人即可日产 3000 双鞋，生产效率大幅提高。未来公司还会增加更加智能化的生产线，用于较为复杂的程序，进一步节约人工成本。公司自产主要是补单以及科技含量较高的产品。但是，2017 年外包的快反订单占比提升至约 10%，因补单增多使得 2017 年下半年鞋类毛利率较上半年下滑。未来公司计划提升订货会以外的补单比例，以适应快速变化的零售市场，平衡消费者需求及库存量。

图表 13：安踏鞋类、服装自产比例



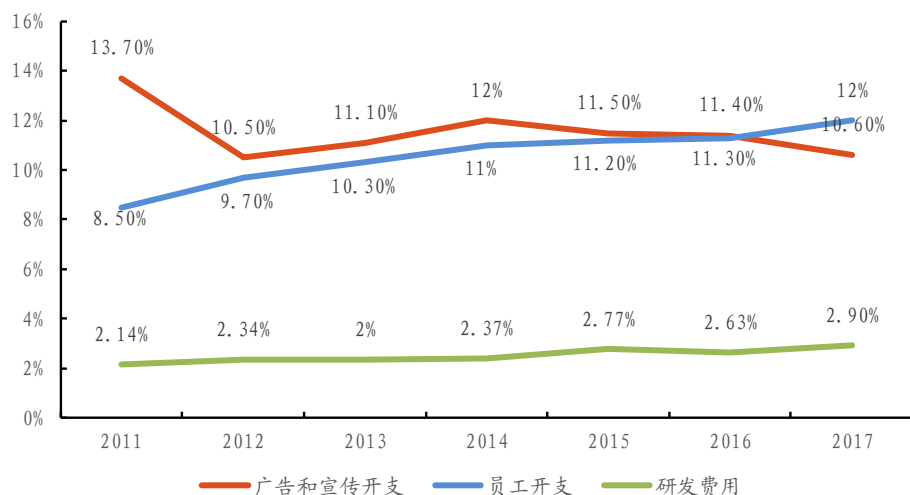
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2. 销售费用短期仍有压力

公司在安踏主品牌的广告宣传开支保持稳定。公司继续赞助中国奥委会，这仍将是广告宣传开支中的最大部分，预计保持稳定。

公司新品牌仍处于扩张阶段，经营开支投入大。2017 年公司新开店规模高于预期，新增安踏(包括儿童)店铺 607 家，FILA 店铺 284 家，以及 DESCENTE 店铺 58 家。尤其是 FILA、DESCENTE 店铺选址在较为高端的购物中心，租金费用、装修费用较高。在新品牌规模效应尚未体现的情况下，销售费用率会有小幅提高。此外，公司高端品牌组合有利于降低和购物中心谈判的租金价格，降低销售费用，但预计幅度有限。

图表 14：安踏经营开支比率(占营收比)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 拓展细分领域，观望外延增长

“安踏未来重点是品牌升级，关注中产阶级消费者。”正如安踏集团董事局主席丁世忠表示，中国体育用品市场正在经历消费升级，消费者更倾向年轻化、专业化、时尚化和国际化。公司自 2015 年开始首先把握转型机会，在安踏产品不断年轻化、专业化、时尚化的同时，品牌矩阵也在不断扩充。

4.1. 定位中产阶级，进入滑雪、户外运动等细分市场

2015 年公司正式开启 4.0 时代，确立了单聚焦、多品牌、全渠道的经营发展战略。2015 年 5 月，安踏发布跑步战略，为跑步爱好者打造科技跑鞋。2015 年 10 月，安踏发布足球战略，正式进军足球领域，为足球爱好者提供高性价比的专业足球鞋。2015 年也成功签约汤普森，推出定制的 KT 系列球鞋，被篮球迷们成为国产先驱。

收购海外知名品牌，拓展高端市场。2015 年公司收购城市健步运动品牌 Sprandi，2016 年收购日本高端滑雪品牌 DESCENTE，2017 年收购韩国户外品牌 KOLON SPORT，以及香港中高端童装品牌小笑牛。

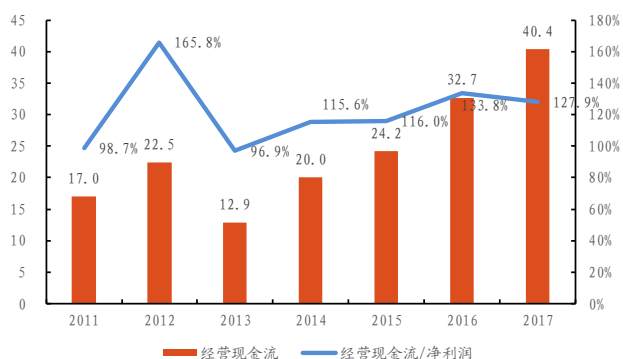
2016 年 11 月，国家四部委发布《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》，推动群众冰雪运动的发展，冰雪用品及相关制造业增长空间大。而参加冰雪等户外运动的群体的个人收入较高，属于中产阶级。预计未来 5-10 年，DESCENTE 等新品牌能够为公司贡献较大增量。

4.2. 公司现金流充裕，外延并购预期高

公司账上现金充裕，经营现金流稳健，派息比率高。2017 年，公司账上现金及现金等价物达到 94 亿，经营活动现金流达到 40.4 亿，与净利润的比 128%。

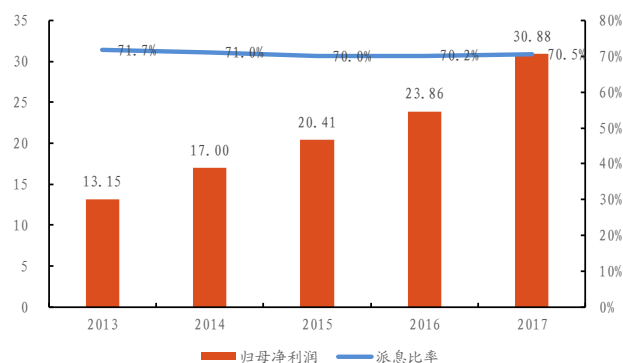
预期将继续通过海外收购进阶高端化。公司已确定国际化路线，海外收购知名品牌实现产品差异化定位、品牌矩阵升级是最为快捷的方式，FILA 的成功也佐证了这种方式的有效性。

图表 15: 公司经营现金流(亿元)与净利润比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 16: 公司历年派息比率



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

5. 盈利预测

公司指引: 2018 年底, 安踏店(包括安踏儿童)将达到 9700-9800 家, FILA 店 1300-1400 家, Descente 店 100-110 家, Kolon Sport (2018 全年并表) 店 200-210 家。

2020-2025 年流水复合增长率安踏达到中双位数, FILA 及 FILA KIDS 达到 30%, 所有品牌为 15-20%。2020 年鞋类产品销量达到 1 亿双(目前 6000 万), 服装类销量达到 1.3 亿件(目前 8000 万件)。2025 年所有品牌流水总和达到 1000 亿元。

与市场不同: (1) 我们提升安踏线下/FILA 营收增速, 安踏线下由过去的 4%提升至 6-7%, FILA 2018 年仍处于扩张期, 并看好 FILA FUSION 销售额, 给予 FILA 品牌 50%增速。(2) 减缓毛利率增速, 预计未来三年毛利率保持稳定。(3) 2018 年销售费用占比维持较高水平, 2019/20 年会略微下降。

我们预计 2018/19/20 整体营收增速为 25.70%/20.04%/18.25%, 毛利率水平为 50.24%/51.13%/51.98%。

估值: 针对品牌鞋服, 采用 P/E 估值方法。预计 2018/19/20 年 EPS 分别为 1.46/1.80/2.19 人民币。考虑安踏是国内体育用品的龙头企业, 市场份额稳固, 增长具有较高的确定性, 享受估值溢价。因而给予公司 2018 年 26 倍估值, 对应六个月目标价 46.86 港币。

利润表 (百万元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,692.492	20,982.152	25,187.693	29,783.825
营业成本	8,451.345	10,439.802	12,310.229	14,301.459
毛利	8,241.147	10,542.350	12,877.464	15,482.367
其他收入	457.883	400.000	400.000	400.000
销售及分销成本	3,809.311	4,825.895	5,742.794	6,701.361
行政开支	901.000	1091.072	1259.385	1489.191
营业利润	3,988.719	5,025.383	6,275.285	7,691.815
财务收入	321.839	314.732	302.252	297.838
影响税前利润的其他项目	0.000	0.000	0.000	0.000
利润总额	4,310.558	5,340.115	6,577.538	7,989.653
所得税	1,151.666	1,388.430	1,710.160	2,077.310
影响净利润的其他项目	0.000	0.000	0.000	0.000
净利润	3,158.892	3,951.685	4,867.378	5,912.343
本公司拥有人应占净利润	3087.843	3856.845	4750.561	5770.447
非控股权益应占净利润	71.049	94.840	116.817	141.896

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。