

安踏体育 (02020.HK) 动态点评

做空报告不实，回调即买点

2018 年 06 月 19 日

【事项】

- ◆ 6 月 14 日晚间公司发布澄清报告称，已知悉 GMT Research Limited 发布的做空报告，否认其中含有的若干对公司财务表现的猜测，认为其不准确、具有误导性。6 月 15 日上午，公司即时召开电话会议澄清。
- ◆ 6 月 14-15 日，公司股价下跌 6 港币去到 43 港币，跌幅约 12.2%。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (维持)

东方财富证券研究所

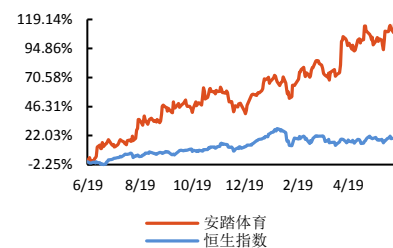
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：沈旸

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	115445.67
流通市值 (百万港元)	115445.67
52 周最高/最低 (港元)	49.30/22.65
52 周最高/最低 (PE)	42.61/23.09
52 周最高/最低 (PB)	9.60/5.10
52 周涨幅 (%)	92.34
52 周换手率 (%)	45.15

相关研究

- 《一季度零售表现超预期，关注安踏主品牌转型升级》
2018.04.12
- 《产品转型升级，增长确定性高》
2018.03.19
- 《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

【评论】

1) 做空报告：“公司售价较国际品牌低，但经营利润率更高。”

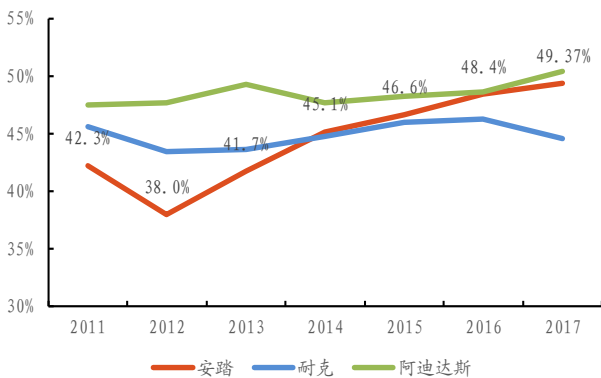
回应：安踏仅在国内销售，不好和国际品牌比较，国际品牌在中国地区的利润率比安踏高。

从毛利率角度来看，安踏的毛利率水平在2014年之前是显著低于耐克、阿迪的，说明安踏大货的毛利率低于国际品牌。2015年开始的快速提升主要是由于FILA的销售占比提升。FILA的毛利率水平为70%，2017年约占整体销售的28-30%。并且如果单独比较大中华区，国际品牌的毛利率更高。阿迪达斯在大中华区的毛利率2016/17年分别为57.5%/57.1%，显著其高于整体水平的48.6%/50.1%。

国际品牌在大中华区的营业利润率水平比安踏更高。并且经营利润率也显著高于安踏，2016-17年耐克和阿迪的大中华区经营利润率均在35%以上。

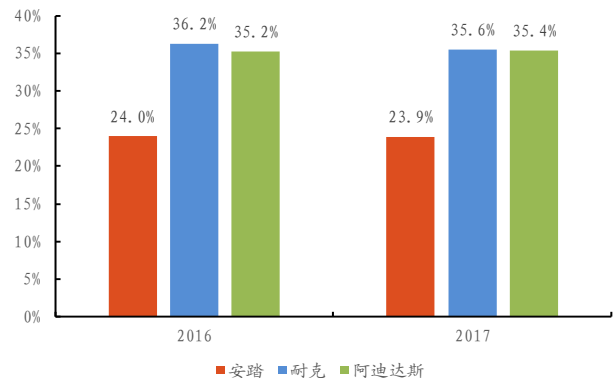
报告还从Returns On Production Assets (主要是存货、固定资产)来比较，认为安踏的ROPA过高。这是由于安踏采用经销商模式，因而本身的存货较少，经销商的渠道存货没有被纳入考量是不公正的。

图表 1: 安踏、Nike、Adidas 毛利率比较



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 2: 安踏、Nike、Adidas 中国区经营利润率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2) 做空报告：“FILA中国销售额与向品牌拥有者FILA韩国所交版权不一致。”

回应：做空报告弄错了FILA中国和FILA韩国的关系。

据公司介绍，FILA中国和FILA韩国组成的合营公司是Full Prospect。公司拥有商标，所以不需要付给FILA韩国商标授权费。亚洲其他地区确实要付给FILA韩国商标授权费，但中国不再里面。

根据公司公告，合营公司与Fila韩国签订了《服务协议》、《全球营销协作协议》、《销售总协议》，合营公司拥有Fila商标，但是就获得一些有关发展及设计中国产品的服务，以及受益于全球的广告及推广活动向Fila韩国支付费用，这个费用是以年度净销售额的一个固定百分比确定。

据公司管理层介绍，Fila中国过去付给Fila韩国每年美金60万的优先股股息，去年Fila韩国把优先股转为普通股，也证明了Fila韩国对中国业务非常有信心。

3) 做空报告：“尽管公司账上有巨额现金和较多自由现金流，仍在增加过剩的资本。”

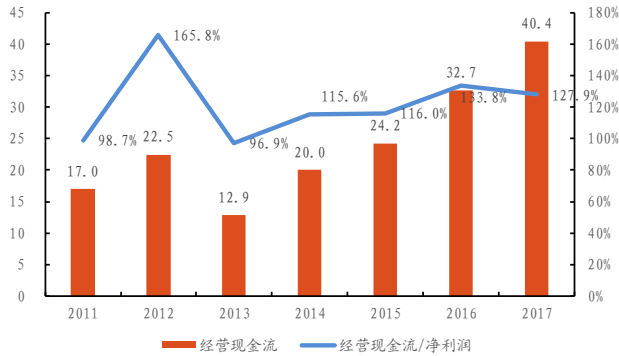
回应：公司账上的较多现金主要用于收购合适标的，每年派息率为70%。

针对公司账上现金多的原因，公司管理层多次与市场沟通。公司于2014年10月公告称配售现有股份，作价为16.32港币，募资约11.42亿港币，目的是扩

宽公司的投资者基础及提高股份流通性；2017年3月配售股份的作价为21.67港币，募资约37.92亿港币，用于物色国际体育用品品牌的收购及合作机会。但是后来收购机会又没能成功兑现，因而账上留存较多现金。

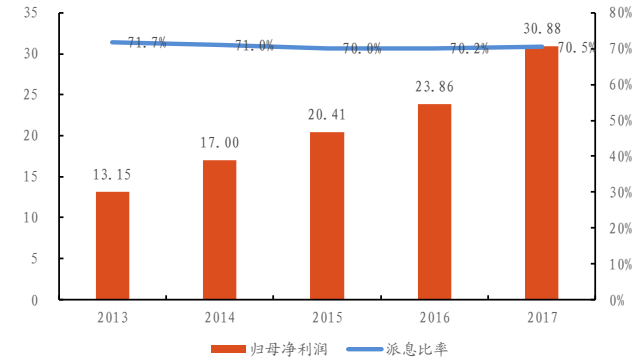
公司认为有一定的现金储备对往后去做谈判会有更好的把握，且现金存放保守安全，主要在中国和香港的银行做保本理财和存款。经测算，2017年公司利息收入占现金及等价物的比约为1.8%，与公司陈述相符合。

图表 3: 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 4: 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

4) GMT做空报告逻辑漏洞明显, 并无详实依据。

首先, GMT报告存在地域偏见。开篇先强调福建的公司诚信度低, 甚至是认为中国的上市公司已经形成了某种财务造假的体系。作者在第三页中指出, 当其谈论中国的财务造假时, 并非是像西方式的使用激进的会计政策和估值, 而是大部分收入都是伪造的。这显然有失偏颇。

其次, 报告的主要逻辑“好的难以置信就一定是造假”不成立。报告只是进行财务上简单的横向对比, 并没有考虑到中国体育用品行业、公司个体发展的不同情况, 这种比较可信度低。我们还注意到GMT报告通过微博粉丝来判定安踏不受欢迎, 这种比较过于片面。安踏通过微信公众号、抖音官方账号等多种形式与目标用户进行有效互动, 这些信息被报告作者有意忽略。

至此, 我们基本可以判断这篇做空报告不实。公司基本面并没有发生变化, 仍然给予“买入”评级。

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	1.44	1.77	2.15
市盈率 (P/E)	30.28	24.24	19.68	16.20
市净率 (P/B)	6.82	6.30	5.75	5.19
EV/EBITDA	19.87	15.88	12.87	10.57

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。

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。