

做空安踏？我们怎么看

中信证券研究部

2018年6月15日

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

6月12日，做空机构 GMT 发布一份做空报告，质疑以安踏体育为代表的港股运动鞋服公司财务报表造假。我们仔细阅读做空报告，基于对于安踏体育的长期研究和理解，为您做出以下分析。

做空报告的逻辑和结论

做空模型和结论

做空报告中，GMT 通过分析历史上的 85 个财务作假案例，总结其中存在的共性特征，搭建了用于检测公司是否存在造假的模型——Fake Cash Flow Model。该模型流程主要分为三步：

(1) 提出判断公司是否财务造假的四类核心指标，具体包括：

表 1：GMT 的 Fake Cash Flow Model 考虑的核心指标

检测类别	质疑项目	分数	理由
过高的回报	高营业利润率	1	营业利润率高于 80% 的同业
	高生产资产回报率		营业利润/(固定资产+存货) 高于 80% 的同业
非生产性资产的快速增长	高额非生产性资产	1	非生产性资产的周转高于 80% 的同业
	非生产性资产增加		非生产性资产占营业收入或者生产成本占比提升快于 80% 的同业
低分红	低分红和回购	1	分红和回购额占比低于净利润的 30%
疑似造假的行为特征	相对不透明的审计机构	>1	相对不透明的审计机构
	注册地和所在地		注册地和实际所在地不一致
	负债结构		短期负债占总负债高于 75%，或者根本没有负债
	所在领域		运动服饰品牌商所在领域极易发生造假

资料来源：GMT，中信证券研究部

(2) GMT 选取三类样本：① 全球成功的知名龙头品牌、② 国内存在质疑的运动品牌公司及③ 曾经被证明造假的公司，参考判断造假的四类指标进行综合打分。

(3) 结论获得：参考历史出现过造假的公司，普遍得分高于三分；同时海外出色的龙头公司得分基本小于两分。总结看，安踏体育、361 度和特步国际得分都为三分。此外，虽然分红比例较高，但三家公司分红的现金主要来自于外部融资而非内部积累。而远高于内部经营积累的外部融资同样在历史上被多次证明是财务造假的一个特征 (Excess Capital Red Flag)。因此，GMT 得出结论——安踏体育、361 度和特步国际都存在造假的可能。

表 2: GMT 的 Fake Cash Flow Model 打分结果

公司	高营业 利润率	高生产性 资产回报	高额生产性 资产增加	非生产性 资产增加	低分红 和回购	不知名的小 审计机构	注册地和 所在地	过于依赖短期负 债或者没有负债	所在 领域	得 分
真正意义上的好公司	1	1	1	1	1	>1 算一分				
Adidas	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1
Asics	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
Columbia	0	1	1	0	0	0	0	1	1	3
Fila Korea	0	0	1	1	1	0	0	0	1	2
Nike	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1
Puma	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1
Skechers	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1
UA	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1
Wolverine	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1
待验证的公司										
361 度	1	1	1	1	0	0	1	0	1	3
安踏	1	1	1	1	0	0	1	1	1	3
中国动向	0	0	1	1	0	0	1	0	1	0
李宁	0	0	0	0	1	0	1	0	1	2
宝胜	0	0	0	0	1	0	1	1	1	2
特步	0	1	1	1	0	0	1	0	1	3
裕元	0	0	0	0	1	0	1	0	1	2
历史出现造假的公司										
中国鸿星体育	1	1	1	1	1	1	1	0	1	4
China Sports	0	1	1	0	1	1	1	1	1	4
鳄莱特	1	1	1	1	1	0	1	1	1	4
飞克国际	1	1	1	0	1	0	1	1	1	4
富贵鸟	1	1	1	1	0	0	0	0	1	2
福建诺奇	1	1	1	1	1	0	0	1	1	4
金鸡体育	1	1	1	0	1	1	0	1	1	4
明乐体育	1	1	1	1	1	1	0	1	1	4
奈布国际	1	1	1	0	1	1	1	1	1	4

资料来源: GMT, 中信证券研究部

对安踏体育的质疑

基于以上模型, GMT 提出五点对安踏体育的具体质疑:

- 1、盈利能力指标过高: Operating Margin 和 ROA (A=生产性资产) 过高;
- 2、大规模非生产性资本: 具体表现为现金或预付账款等的异常;
- 3、超额现金流: 为配合收入虚增衍生了大量现金流;
- 4、存货比例偏低: 存货相对于收入比例过低;
- 5、超额预付账款: 预付账款相对于存货比例过高。

会计学原理告诉我们, 虚增利润表的同时, 现金流量表和资产负债表必须同时作出相应配合调整。我们理解, GMT 对安踏体育五点质疑的内在逻辑是:

- 1、公司虚增收入进而虚增利润的过程中, 在资产负债表中主要是通过虚增非生产性资产实现的, 因为非生产性资产 (现金、投资、预付账款等) 比较好伪造, 也不容易被查; 同时, 现金流量表中体现为净现金流过高。(质疑 2、3、5)

2、因为是虚增收入、进而虚增利润的，因此表现为：①库存/收入过低，因为库存是支撑实际经营的，GMT 认为安踏的报表库存水平支撑不了公司的整体收入规模；②盈利能力过高，因为虚增了收入、并没有办法完全虚增相应的成本和费用。（质疑 1、4）

我们的结论

针对以上质疑，我们认为有一些质疑是因为不了解公司模式引发的误解，例如因为不了解公司主品牌的分销模式导致了对于存货的错误理解，从而引发了质疑 4 和 5。其他质疑看似和可比公司有所差异，但是通过真正对公司深入理解，都可从适当的角度去理解与解释。

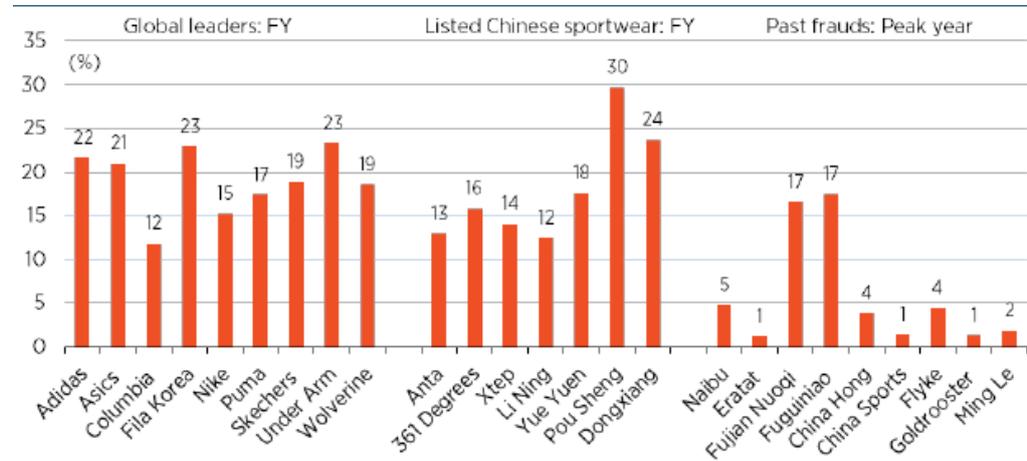
质疑四：关于存货

GMT 质疑

造假企业存货占收入比重往往较低。看空报告认为，纺织服装企业平均存货占收入比重为 20%，其中国际龙头企业占比达 19%，而占比较低的 20% 企业也达到了 13%。而从选取的财务造假样本公司看，平均存货占收入比重仅 6%。同时通过对 13000 家企业的分析来看，高经营溢利率与低存货并不存在相关性，因此高经营溢利率对低库存的解释也很难成立。

低存货水平对实际业务反映。安踏体育、特步国际、361 度 3 家公司平均存货占收入比为 13%~16%。其中安踏体育拥有较多的直营渠道，存货仍然较低，看空报告对安踏体育是否具备超强的存货管理能力来实现这么低的库存存在质疑。

图 1：平均库存与销售之比



资料来源：GMT，中信证券研究部

中信证券纺服研究团队的解答

对着存货的质疑，我们认为，GMT 并没有考虑到各家品牌服装公司经营上的差异，加盟或直营模式体现在存货周转速度上的差异较大，因此并不具备特别强的可比性。

对于安踏体育而言，旗下主品牌全加盟模式运行，而 FILA 则以直营为主。其中：

① **安踏品牌：**截至 2017 年末拥有门店 9467 家，其中成人约 7000 家、儿童 2000+家，基本均为加盟店铺。2017 年安踏品牌实现收入 115-120 亿元左右，大致判断年零售规模约在 190-210 亿元左右；根据公司披露，安踏品牌库销比在 4.2-4.3 左右，按此估测安踏品牌平均渠道库存在 60-80 亿元左右。

② **FILA 品牌**：截至 2017 年末拥有门店 1086 家，其中成人约 800+家、儿童约 200+家，以直营模式为主。2017 年 FILA 实现收入约 40-50 亿元，大致判断年零售规模约在 40-60 亿元左右；根据公司披露，FILA 品牌库销比约 5~6，据此估测 FILA 品骏渠道库存在 20-25 亿元左右。

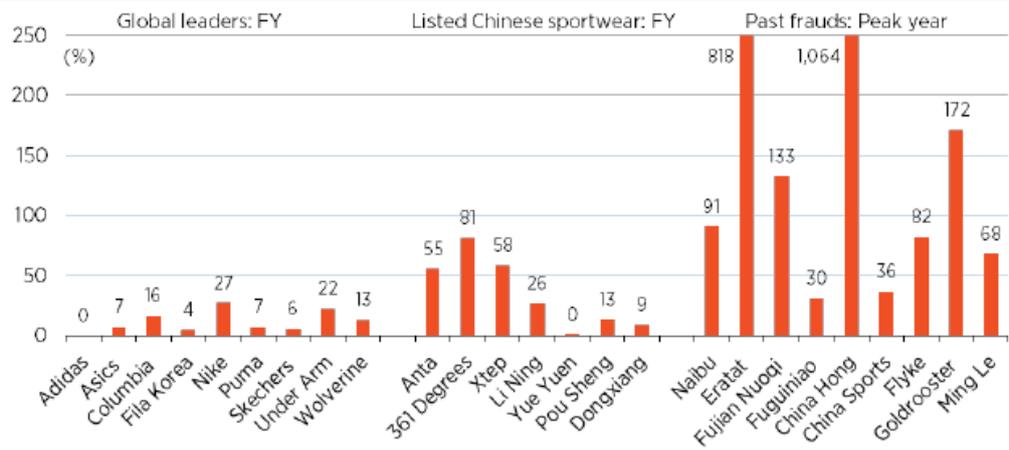
综上，单纯依照公司账面存货进行对比并不能真实全面的反映经营中的实际情况。

质疑五：关于预付账款

GMT 质疑

预付账款占存货较高存在隐藏利润可能。 看空报告认为，预付账款作为一个较难查验的科目常被用来隐藏利润。对有预付账款的纺织服装企业而言，预付账款占存货的行业平均值约 4%，其中国际龙头企业占比约 11%，占比最高的 20%企业预付账款占存货比重达 11%。而选取的财务造假样本公司平均占比高达 270%，中位数 91%。而安踏体育、特步国际、361 度预付账款占存货达 55%~81%，与已经被验证为财务造假的企业相近。

图 2：预付账款与库存之比



资料来源：GMT，中信证券研究部

中信证券纺服研究团队的解答

我们认为，GMT 对于预付账款规模的判断是错误的，核心问题在于上文所说的对于库存本身的判断存在误解。安踏体育旗下安踏品牌部分产品自产，2017 年安踏品牌自产鞋、服销量分别占总销量的 37.8%、15.5%，加上上文对于安踏品牌零售额的估算，估算安踏品牌备货成本约 40-60 亿元。FILA 产品以外包生产为主，根据上文预测需要 20-25 亿元备货成本。2017 年公司预付供应商账款约 5 亿元，占备货成本的 6%~8%，比较合理。

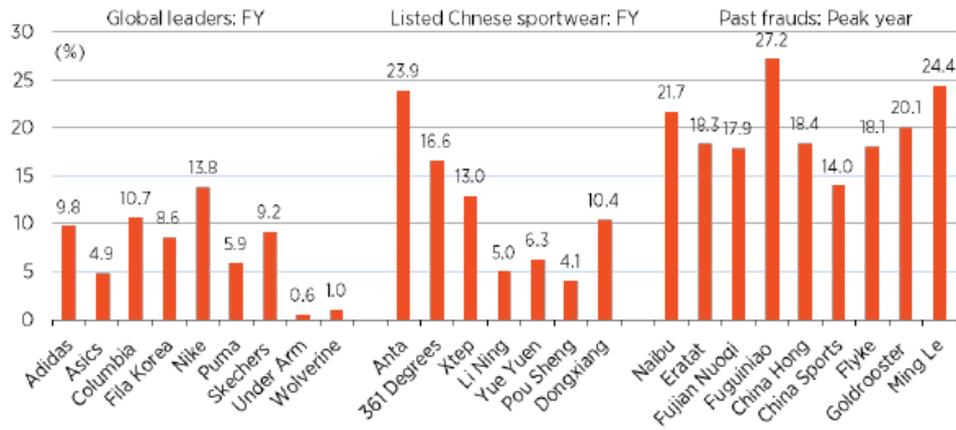
质疑一：关于盈利能力

GMT 质疑

虚增收入催化盈利能力提升。 看空报告认为，生产性资产是有形的，较难造假，因此在虚增收入同时需要虚增生产成本但固定成本不变，这就会造成经营溢利率或者生产性资本回报率提升，主要表现为经营溢利率高和生产性资产回报率高于同业。

营业溢利率：安踏体育、特步国际、361 度的营业溢利率在 13%~24%，而同业平均水平约为 7%，其中安踏体育经营溢利率尤为突出，与此同时 Nike 仅 14%，中国品牌的高经营溢利率相对来讲不是十分合理。

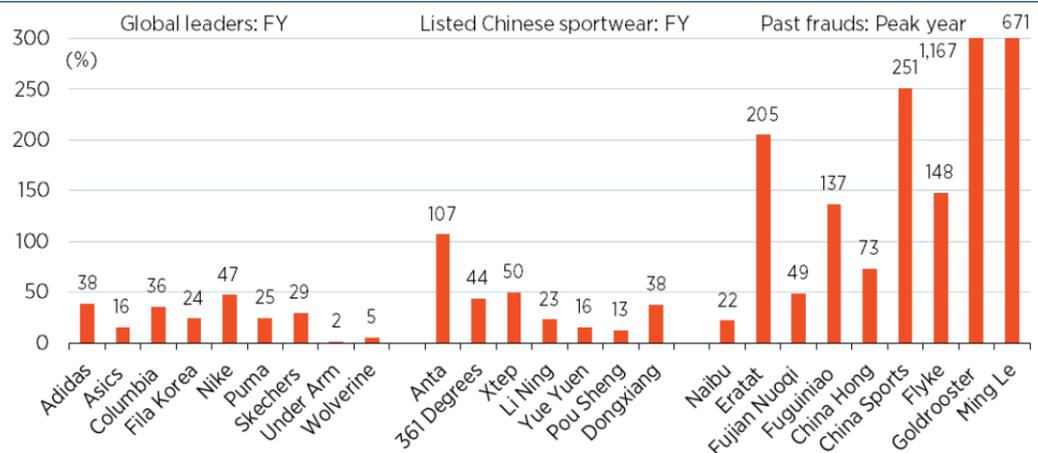
图 3: 各个公司经营溢利率对比



资料来源: GMT, 中信证券研究部

ROA (A=生产性资产): 纺织服装企业生产性资产回报率通常为 15%左右, 前 20%企业回报率可达 34%。而安踏体育、特步国际、361 度生产性资产回报率分别为 107%、44%、50%, 远高于全球龙头 25%左右的水平, 其中安踏体育尤为高, 与其自营门店和自有产能相不符。

图 4: 生产性资产回报率



资料来源: GMT, 中信证券研究部

中信证券纺服研究团队的解答

经过长期研究, 我们发现国际龙头公司净利润率普遍在 5%~15%左右, 而国内品牌服装公司既有很多如安踏体育一样, 净利润率接近 20%的公司, 同时也有很多净利润率在 10%-15%甚至更低水平的公司。国内企业差异较大是经营效率差异等因素综合导致的, 而存在一批盈利能力高于国际龙头的国内企业的原因也是多维度的。

因此基于探讨 **Operating Margin**, 我们选取了 2017 年安踏体育和阿迪达斯财务报表做相应比较, 试图从中寻找原因。2017 年安踏体育 **Operating Margin** 达 23.9%、阿迪达斯仅 9.8%, 两者相差 14.1PCTs, 具体分析看:

- ✓ **毛利率方面**, 安踏体育 2017 年毛利率 49.4%, 但这其中已经扣除了研发费用。为了强调可比性, 我们这里在安踏体育毛利率中加回研发费用得到可比毛利率达 52.2%, 较阿迪达斯高出 1.8PCTs, 这部分得益于安踏体育具备一定的自有产能。

- ✓ **费用率方面**, 阿迪达斯较安踏体育高 12.3PCTs, 对于相同可拆的部分(营销+研发) 差异不大, 其他费用差距明显。①**研发费用率**, 安踏体育较阿迪达斯高出 2PCTs, 主要系阿迪达斯规模更大, 研发投入绝对额高但占收入比重相对较低。②**营销费用率**, 阿迪达斯较安踏体育高出 3PCTs, 主要是阿迪达斯全球化发展推广, 费用相对更高。③**其他费用率** (包括总部费用、运输费用等) 阿迪达斯较安踏体育高出 11.2PCTs, 主要系因为阿迪达斯在发展中全球业务中需要更强的总部管控能力、更全面的全球业务部门布局及产品铺设等, 从而造成了其他费用的高企。

再来解释 ROA (A=生产性资产) 过高的原因: ①上文解释 Operating Margin 较高的原因在这里仍然适用; ②因为生产性资产中考虑的存货不足(上文已经解释), 造成 ROA 分母过小, 也是重要的原因。

表 3: 阿迪达斯及安踏体育各项费用利润占收入比重

	阿迪达斯	安踏体育
毛利率	50.4%	52.2%
研发费用率	0.9%	2.9%
营销费用率	13.6%	10.6%
开店费用率	2.8%	
销售费用率	11.1%	
物流费用率	5.2%	14.9%
总部管理费用率	8.3%	
运营收入占比	1.2%	
经营溢利率	9.8%	23.9%

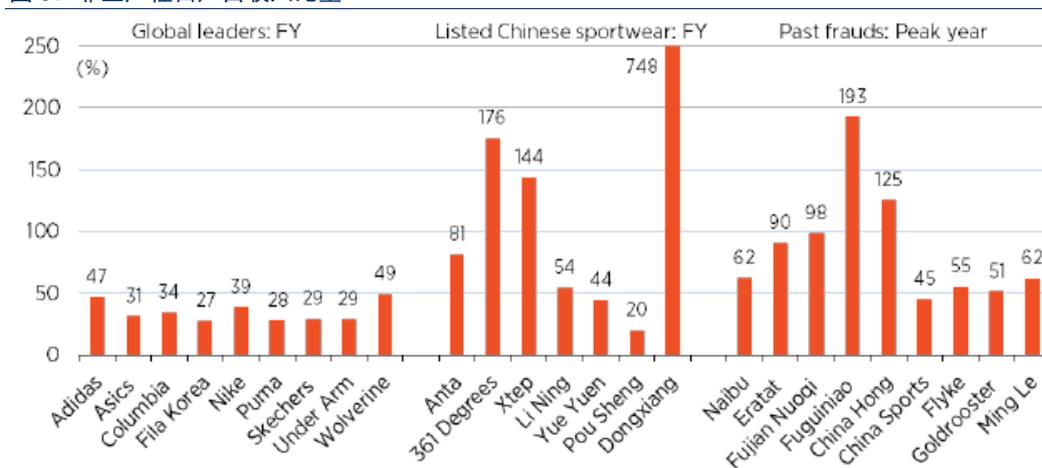
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 安踏体育原披露毛利中已扣除研发费用, 考虑可比, 此处毛利率尚未扣除研发费用。

质疑二: 关于非生产性资本

GMT 质疑

造假企业倾向于把虚增利润藏于虚拟资产。做空报告认为, 因为非生产性资产较好伪造, 不易被查, 成为虚增利润的重要途径。纺织服装企业非生产性资产平均占收入比重为 39%, 而最高 20% 企业能达到 67%。安踏体育、特步国际、361 度非生产性自产占收入比重为 81%~176%, 均较高。

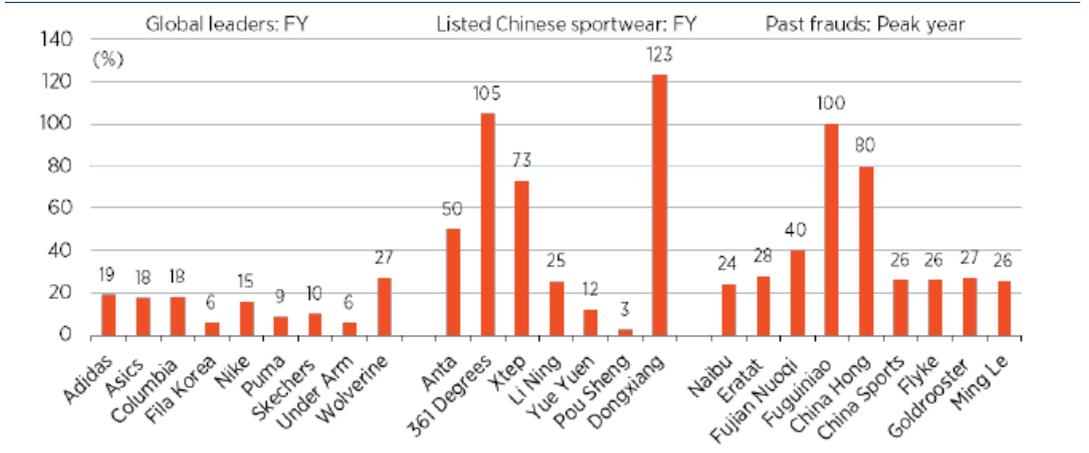
图 5: 非生产性自产占收入比重



资料来源: GMT, 中信证券研究部

其中现金余额常被用于隐藏虚增利润。纺织服装板块一般现金余额占收入比重 10%左右，最高 20%企业占比超 24%，国际巨头普遍在 14%左右。安踏体育、特步国际、361 度在 50%~105%之间，与选取的财务造假样本公司相接近。

图 6: 平均现金占收入比重



资料来源: GMT, 中信证券研究部

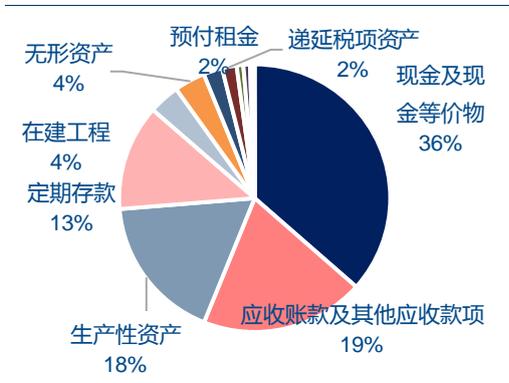
中信证券纺服研究团队的解答

根据 GMT 定义，生产性资产包括固定资产和存货。据此，2017 年安踏体育总资产 191 亿元，其中生产性资产约 34 亿元、占总资产 18%；剩余的非生产性资产包括现金及现金等价物（70 亿、占 36%）、应收账款及其他应收款项（37 亿、占 19%），而这两项占比较平均均有合理的理由。

现金方面，公司现金余额充足，为多品牌战略发展夯实基础。近年来公司一直专注“单聚焦、多品牌、全渠道”战略不断推进，成功培育了 FILA 品牌，并在 2016 年逐渐加速多品牌布局。2017 年公司为了进一步配合海外品牌外延布局，2017 年初借助增发配售融资约 38 亿港元。我们认为公司在坚定的做多品牌布局与尝试，目前 FILA 已被验证，DESCENTE 等新品牌也在不断成长，通过 FILA 的能力判断，我们认为公司多品牌方面也大概率朝成功方向发展。

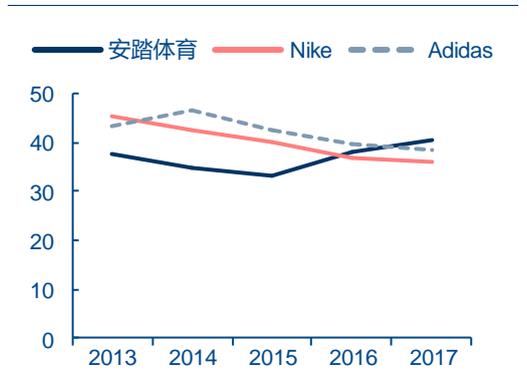
应收账款方面，整体周转较为健康。通过与 Nike 和 Adidas 对比可见，公司应收账款周转健康，与 Nike、Adidas 处于相同水平。

图 7: 2017 年安踏资产结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 2013-2017 财年各公司应收账款周转天数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

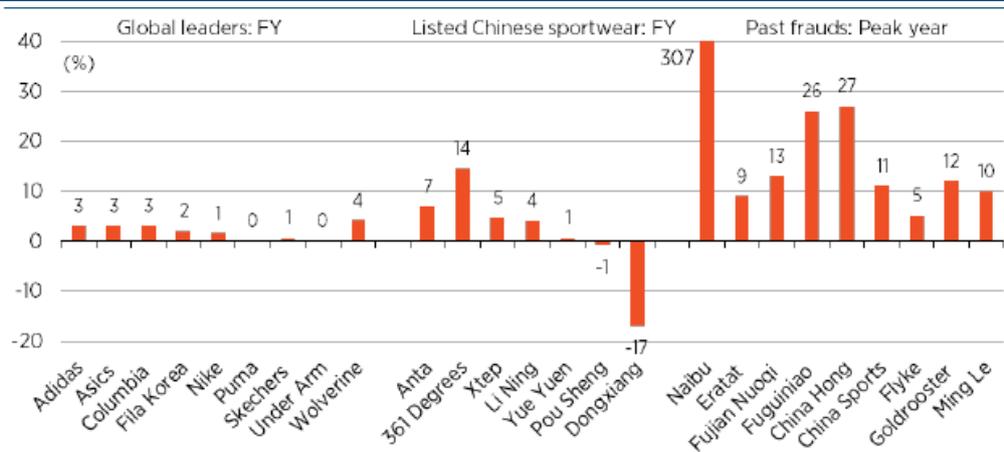
质疑三：关于超额现金流

GMT 质疑

公司虚增收入通常需要大量现金流支撑。做空报告认为，一般而言，多数企业并不会留有大量现金在资产负债表上，通过对 16000 家样本企业的研究发现，净现金流占收入比重一般在 0%~2%，一般有大量现金结余的企业都有相应收购计划。

纺织服装企业净现金流占收入比重一般约为 2%，其中前 20% 企业可能超 6%，与国际龙头公司一致。而选取的财务造假样本公司前 20% 占比达 48%、中位数 13%。安踏体育(7%)、361 度(14%)、特步(5%)也较高。

图 9：净现金流占收入比重



资料来源：GMT，中信证券研究部

中信证券纺服研究团队的解答

我们认为公司净现金流占收入比重较行业高具备一定合理性，通过对公司 2016-2017 年现金流情况分析做以下详解：

① **经营活动现金流：**公司盈利能力突出，使得经营活动产生的现金流量净额占收入比重达 18%-19%。

② **投资活动现金流：**公司每年都有一定投资净流出，包括储备一些银行存款为多品牌布局打下基础。

③ **筹资现金流：**公司每年都有一定净流出，主要系分红所致。但 2017 年公司筹资活动没有净流出，主要系公司为海外品牌布局做前期储备，2017 年初借助增发配售融资约 38 亿港元。

综合以上，2017 年公司净现金流占收入比重在一定程度上是高于行业，这一方面是因为公司具备较强的盈利能力，另一方面公司为了多品牌布局储备资金。

表 4：安踏体育各项现金流指标占收入比重

	现金流规模 (亿元)		现金流占收入比重	
	2016	2017	2016	2017
将净利润调整为经营活动的现金流量:				
净利润	23.86	30.88	18%	18%
加：折旧与摊销	2.26	2.50	2%	1%
营运资本变动	-2.16	-3.81	-2%	-2%

	现金流规模 (亿元)		现金流占收入比重	
	2016	2017	2016	2017
其他非现金调整	0.72	2.24	1%	1%
经营活动产生的现金流量净额	24.68	31.81	18%	19%
投资活动:				
出售固定资产收到的现金	0.02		0%	0%
减: 资本性支出	6.28	5.85	5%	4%
投资减少	23.88	45.62	18%	27%
减: 投资增加	23.40	56.08	18%	34%
其他投资活动产生的现金流量净额	0.63	0.53	0%	0%
投资活动产生的现金流量净额	-5.15	-15.79	-4%	-9%
筹资活动:				
债务增加	14.15	1.48	11%	1%
减: 债务减少	13.30	15.75	10%	9%
股本增加	0.15	34.35	0%	21%
减: 股本减少			0%	0%
支付的股利合计	15.41	19.37	12%	12%
其他筹资活动产生的现金流量净额	0.43	-0.73	0%	0%
筹资活动产生的现金流量净额	-13.98	-0.02	-10%	0%
现金净流量:				
汇率变动影响	1.09	-4.63	1%	-3%
其他现金流量调整			0%	0%
现金及现金等价物净增加额	6.64	11.38	5%	7%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

质疑: FILA

除去上述 5 个质疑以外, GMT 还对 FILA 提出了质疑, 主要质疑在于 2012-2017 年 FILA 韩国获得的亚洲区授权费与 Euromonitor 上的销售规模不匹配, 与安踏体育公布的 FILA 销售增速也不匹配。对此解读如下:

1、安踏体育无需缴纳授权费: 安踏与 FILA 韩国组成的合营公司 Full Prospect 拥有商标, 不需要缴纳授权费。

2、FILA 韩国亚洲区域授权费不包括中国: 质疑来自于 FILA 韩国披露的亚洲区域授权费, 而这部分是不包括中国区域的。

3、需要支付的费用: 安踏体育需要向 FILA 韩国缴纳一定费用用于支持 FILA 品牌的全球运营活动, 该费用计算范围仅包含中国区域, 并以批发收入 (而非销售) 为基础。

4、股息: GMT 提到每年需要向 FILA 韩国支付 60 万美元的优先股股息, 实际上 2017 年 FILA 韩国已经把优先股转换为普通股, 股息率由 Full Prospect 董事会决定, 没有任何分红比例的承诺, 2017 年已经按新的比例派发。

关于安踏体育和中国运动鞋服行业的思考

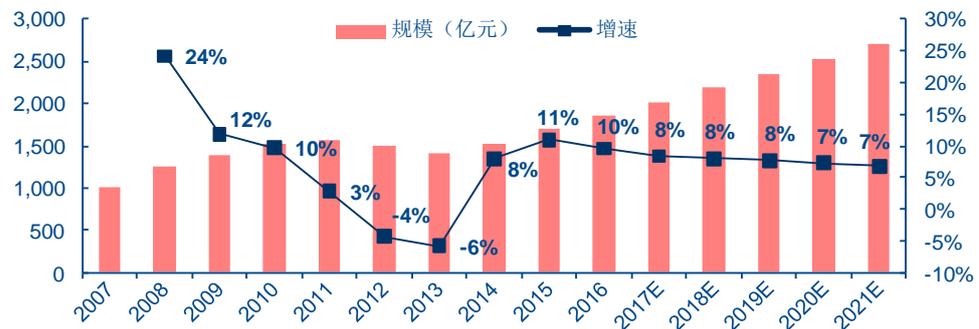
正如我们一直强调的: 运动鞋服行业, 是目前为数不多同时具备大规模、较快增长、高集中的细分品牌行业, 诞生了耐克、阿迪达斯等家喻户晓的大市值国际集团。中国运动鞋服市场空间巨大, 本土品牌在经历了竞争/淘汰/集中后将出现本土大市值运动鞋服集团, 而安踏体育是行业中的绝对龙头, 最有可能成为全球运动鞋服市场中极具竞争壁垒的龙头。

运动景气持续，龙头价值凸显

运动鞋服行业在历经「粗放扩张--惨痛调整--复苏增长」之后，步入稳健高景气阶段。根据 Euromonitor 数据，行业未来 5 年 CAGR 为 7.6%，远高于其他服饰细分行业。

分析本轮运动行业高景气周期，我们认为背后原因有三：（1）**体育消费人群扩张，运动理念形成星火燎原之势**。2015 年我国经常参加体育锻炼的人数为 3.6 亿，预计到 2020 年将达 4.36 亿人。（2）**细分运动场景的细分品类需求提升，推动运动装备复购率提升**。（3）**运动风开始作为一种时尚流行元素融入到生活习惯和方式之中**。受此影响，服饰时尚潮流开始朝运动方向发展，西装+运动鞋已悄然流行，全民参与运动的更广泛红利逐渐形成。

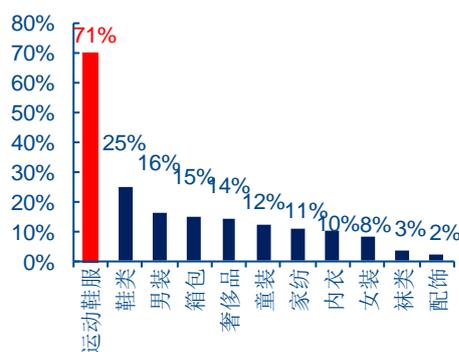
图 10：我国运动鞋服行业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

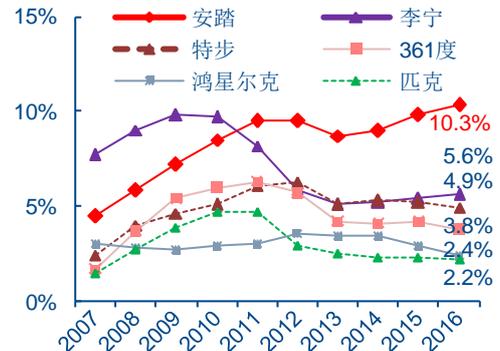
运动鞋服产品功能性较强、品牌影响力更为持续。中国市场已经基本完成洗牌，竞争格局较为清晰稳定，2016 年 CR10 达 71%。龙头公司凭借研发/运营/品牌影响力等综合优势，将不断巩固领先地位，出现强者恒强的局面。因此投资龙头是享受行业增长红利的首选。

图 11：2016 年细分行业 CR10



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 12：2007-2016 年本土龙头品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

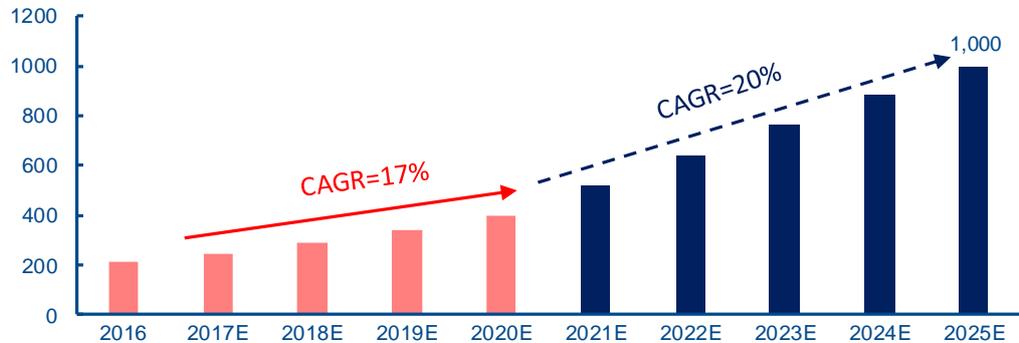
放眼 2020/2025：安踏百尺竿头，更进一步

经过 20 余年发展，公司已经构建了覆盖大众到高端、时尚到专业的品牌矩阵，FILA 的成功也验证了公司较强的多品牌运营能力。随着公司多品牌迭代发展，公司未来增长值得期待。

我们预计，公司 2017~2020 年整体销售流水复合增速达 15%-20%，其中安踏成人保持单位数复合增长、安踏儿童保持 30%左右复合增长、安踏电商保持约 40%+复合增长、FILA 有望实现 30%+复合增长；DESCENTE 2020 年销售流水目标 25 亿。分品类看，预期 2020

年运动鞋、服饰分别出售 1 亿双、1.3 亿件，店铺总数超 1.1 万家。至 2025 年公司目标销售流水更进一步，整体突破千亿规模，成为中国运动鞋服第一集团。

图 13：安踏体育未来零售额增长预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

对于安踏体育各个品牌的竞争优势、发展前景，我们在多篇报告中详细展开探讨，详见：

- ❖ 《安踏体育（02020.HK）深度跟踪报告—业绩超预期之后，我们怎么看》
- ❖ 《安踏体育（02020.HK）深度跟踪报告—多品牌发力，供应链提升，龙头稳坐》
- ❖ 《安踏体育（02020.HK）投资价值分析报告—本土第一运动品牌，变革迎接产业机遇》

写在最后

对于品牌服装公司来说，财务数据的持续性和真实性是永恒的话题。拥有庞大销售网络的企业在存货、应收账款、收入等方面确实可能存在一定操作空间，而这是需要被规范和警醒的。

通过长时间的跟踪研究，我们认为：安踏体育较为优秀的财务表现是公司扎实运营能力带来的经营上的成就；而优秀的财务表现从更深层次反映的是公司的两大突出能力，而这正是我们看好安踏体育的核心原因。

能力一：以安踏品牌为核心的大众运动市场运营能力。公司从 2011 年起，彻底将销售模式从批发管理转变为精细化零售售理，经过 3-4 年的长足努力，实现了从松散的分销加盟体系向零售强管控体系的转变，从而做到了库销比保持在 4-5 个月、售罄率保持 70%+ 的良好表现。近几年，安踏在运营能力明显领先的基础上，不断提升产品研发能力和品牌营销能力：①产品研发能力：聘请 Robbie Fuller 作为公司设计总监，推出 Nasa 系列、KT 系列、老爹鞋等爆款产品，②营销资源：签约 NBA 球星克莱·汤普森、知名拳击手邹市明及曼尼·帕奎奥，获得冬奥会赞助权。

能力二，以 Fila 为代表的中高端运动市场运营能力。公司 2009 年收购 Fila，之后用了 4 年时间不断调整优化，最终找到了精准的产品定位、形成了扎实的运营能力，以及相匹配的供应链和营销能力。新业务完全突破了安踏原有主打大众零售市场的基因，打开了新的市场空间。目前这方面能力已经非常夯实，因此我们愿意相信公司继续如其所愿在 Descente、Kingkow 等品牌上不断开花结果，并在可能情况下用充足的账面现金做更多的品牌整合和布局。

我们看好运动行业，安踏体育是运动中的绝对龙头，看好公司未来持续较快增长。我们认为从中长期看，公司业务规模体量仍然有很大成长空间，公司市值望有更大空间。

风险因素

1. 多品牌效果低于预期；
2. 终端门店店效增速低于预期。

利润表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	13345.76	16692.49	20539.62	24921.38	29945.04
销售及劳务成本	-6886.72	-8451.35	-10100.83	-11998.32	-14216.61
毛利	6459.04	8241.15	10438.79	12923.05	15728.43
其它收入	2.27	0.00	158.71	188.31	216.80
销售及推广费用	-2830.81	-3809.31	-4826.81	-5906.37	-7037.08
其它经营费用	-699.41	-902.96	-1170.76	-1457.90	-1766.76
其他收益及亏损	302.68	457.85	450.00	450.00	450.00
经营利润	3233.77	3986.73	5049.93	6197.10	7591.39
应占联营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	3310.90	4310.56	5196.38	6347.10	7741.39
所得税开支	-866.33	-1151.67	-1361.45	-1662.94	-2028.24
少数股东权益	-59.02	-71.05	-72.53	-131.18	-265.21
股东应占利润	2385.55	3087.84	3762.40	4421.80	5182.72
EBITDA	3601.58	4576.37	5432.62	6665.79	8128.08
EBIT	3375.58	4326.10	5199.93	6347.10	7741.39

现金流量表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3310.9	4310.6	5196.4	6347.1	7741.4
营运资金变动	-216.0	-380.6	1061.9	-4.9	-201.8
折旧及摊销	226.0	250.3	232.7	318.7	386.7
其他	-853.3	-998.8	-1514.9	-1980.4	-2508.4
经营现金流	2467.6	3181.5	4976.1	4680.4	5417.9
资本支出	-627.6	-585.0	-1000.0	-1075.0	-850.0
资产变卖	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	111.0	-993.5	-53.6	19.5	4.9
投资现金流	-514.5	-1578.5	-1053.6	-1055.5	-845.1
发行普通股的所得款项	15.0	3435.0	0.0	0.0	0.0
借贷变化	84.7	-1427.3	-147.9	0.0	0.0
已付股息	1540.9	1936.8	-2167.7	-2637.4	-3099.7
其它	-3038.8	-3946.9	153.4	186.3	214.9
融资现金流	-1398.2	-2.4	-2162.2	-2451.1	-2884.8
外汇汇率变动之影响	109.3	-462.9	0.0	0.0	0.0
变动净现金流	664.1	1137.6	1760.3	1173.8	1688.0
自由现金流	1840.0	2596.4	3976.1	3605.4	4567.9

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5830.0	6967.6	8727.9	9901.7	11589.7
应收贸易账款及其他应收款项	2629.9	3732.7	3643.9	4333.1	5032.2
存货	1294.9	2155.3	2067.7	2590.7	3201.8
其他流动资产	1698.3	2586.4	2586.4	2586.4	2586.4
流动资产合计	11453.1	15441.9	17025.8	19411.8	22410.0
物业、厂房及设备	1327.4	1908.6	2676.0	3432.3	3895.6
权益性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
商誉及无形资产	477.5	705.3	705.3	705.3	705.3
其他非流动资产	965.5	1018.3	1071.9	1052.4	1047.5
非流动资产合计	2770.4	3632.3	4453.2	5190.0	5648.4
总资产	14223.5	19074.2	21479.1	24601.8	28058.5
应付账款及其他应付款	2935.8	3803.8	4603.2	5667.0	6601.8
短期借贷及长期借贷当期到期部分	937.7	147.9	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	399.0	546.6	632.7	776.2	949.7
流动负债合计	4272.5	4498.4	5235.9	6443.1	7551.6
长期借贷	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
非流动负债合计	54.7	215.3	215.3	215.3	215.3
总负债	4327.2	4713.7	5451.3	6658.5	7766.9
普通股股本	242.7	259.0	259.0	259.0	259.0
储备	9470.7	14075.0	15669.8	17454.1	19537.2
股东权益合计	9896.3	14360.5	16027.8	17943.3	20291.6
总负债及总权益	14223.5	19074.2	21479.1	24601.8	28058.5
已动用资本	9951.0	14575.9	16243.1	18158.7	20506.9
营运资金	7180.6	7561.2	6499.3	6504.3	6706.1
净现金/(负债)	4892.3	6819.7	8727.9	9901.7	11589.7
净负债比率(%)	NC	NC	NC	NC	NC

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率(%)					
毛利	24.6	27.6	26.7	23.8	21.7
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	17.5	27.1	18.7	22.7	21.9
除息、税前利润(不计联营贡献)	17.4	28.2	20.2	22.1	22.0
股东应占利润	16.9	29.4	21.8	17.5	17.2
利润率(%)					
毛利	48.4	49.4	50.8	51.9	52.5
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	27.0	27.4	26.4	26.7	27.1
除息、税前利润(不计联营贡献)	25.3	25.9	25.3	25.5	25.9
股东应占利润	17.9	18.5	18.3	17.7	17.3
其它(%)					
有效税率	26.2	26.7	26.2	26.2	26.2
已动用资本回报率	24.0	21.2	23.2	24.4	25.3
股东回报率	25.5	25.5	24.8	26.0	27.1
资产回报率	17.9	18.5	18.6	19.2	19.7
	24.6	27.6	26.7	23.8	21.7

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
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 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。