

中信证券研究部

核心观点



冯重光
首席纺织分析师
S1010519040006



联系人：郑一鸣

公司二季度经营表现优秀，主品牌/非安踏品牌增长中双位数/55%-60%，产品研发能力持续显著提升，2017年-2019年产品亮眼。同时，做空机构质疑有失偏颇，看好公司绝对龙头实力和长期稳健成长，维持“买入”评级。

2019Q2 经营数据公布，主品牌增长提速，非安踏品牌延续高增。 (1) 2019Q2 安踏品牌实现中双位数增长，拆分来看，安踏品牌中成人线下实现低双位数增长、儿童线下+30%，电商+25%（同唯品会谈判完成+618 带动），线下大货和儿童库销比分别为 4 和 5，折扣控制良好。(2) 非安踏品牌实现 55%-60% 增长、继续维持较高增长，FILA 流水+接近 60%，去年新增门店&老店店效共同推动，库存控制良好、库销比 5 左右。其中 Classic 线下增长 45% 以上，Fashion+300%，kids 增长+70%，电商+80%。此外，迪桑特和 Kolon 皆实现较快增长。结合二季度经营数据，我们预计考虑 Amer 并表后公司 2019H1 备考净利润同增 20%+，不考虑 Amer 并表因素预计净利润同增 40%+。

我们看到了什么变化？产品打造与品牌调性的全面升级。 时尚易变，但功能性永恒，运动产品最核心竞争力为围绕功能性的产品研发和打造能力。安踏在过去十年中已经在运营方面建立起深厚的壁垒，体现在极强的终端零售管理能力和供应链把控能力。而在最近 2-3 年，安踏的产品和品牌端正迎来显著改善和提升。具体看，①功能性和外观设计共同提升。近年来搭载核心科技的高性价比产品频现：2017 年 A live-foam、KT3/老爹鞋亮相；2018 年 KT4 篮球鞋，A-FLASHFOAM、A-live zone 新科技收获赞誉，KT4/NASA/C202 亮点频现；2019 年和海沃德联名款望推出市场。②产品推出的速度&深度&广度三方面皆在强化。围绕篮球/综训/跑步/生活/足球等系列，实现“月月有新”，目前每年服饰类 SKU3000+，鞋子 2000+，同时价格段更宽，匹配日益扩张的全新门店和区域。③从斯科拉到加内特，再到汤普森和海沃德，代言人不断升级，衍生活动和产品愈加丰富。

本次被浑水做空的一些思考。 (1) 经销商：关系清晰，独立经营，且具备一定盈利能力。公司对分销商背景严格筛选，合作长久、关系稳定，同时也始终坚持对终端零售的强管控。(2) 锋线的交易：出于经营战略的合理调整。锋线公司始终经营亏损，且与公司自营品牌的战略相悖，出售其为战略调整、聚焦主业的合理举措。(3) FILA：由于历史关系，尚有小部分加盟商存在，预计未来会逐渐收回直营。

风险因素：收购 Amer Sports 整合效果存不确定性；消费景气下行超预期。

投资建议：维持 2019/2020/2021 年 EPS 预测 1.84/2.20/2.57 元（对应 2.15/2.57/3.01 港元），维持“买入”评级，对应 2019 年 25 倍 PE。

安踏体育	02020
评级	买入（维持）
当前价	53.65 港元
总股本	2,685 百万股
港股流通股本	2,685 百万股
52 周最高/最低价	49.0/30.3 港元
近 1 月绝对涨幅	3.13%
近 6 月绝对涨幅	-22.24%
近 12 月绝对涨幅	11.90%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	16692	24100	28865	33994	39937
变化 (%)	25.08	44.38	19.77	17.77	17.48
净利润(百万元)	3088	4103	4935	5895	6911
变化 (%)	29.44	32.87	20.29	19.45	17.23
每股收益 (港元)	1.35	1.79	2.15	2.57	3.01
市盈率(倍)	40	30	25	21	18

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 17 日收盘价

目录

二季度延续靓丽表现，中报望交优异答卷.....	1
二季度经营情况总结：主品牌增长提速，非安踏品牌延续高增	1
中报前瞻：虽有交易费用影响，但主业增长强势、整体仍维持乐观判断.....	2
从运营到产品研发，从优秀到卓越	3
当下时点，公司新的变化在哪里？品牌调性与产品研发的全面升级	3
现有业务：主品牌稳中再上台阶，FILA&Descente 支撑中期高增.....	5
关于 Amer 的一些思考：短期重点攻克中国业务，长期放眼全球	6
本次被浑水做空的一些思考	8
分销商：关系清晰，独立经营	8
锋线的交易：出于经营战略的合理调整	9
FILA 经营历史：历史遗留问题，坚持自营战略不变	9

插图目录

图 1: 安踏品牌 2018Q1-2019Q2 终端流水收入增速.....	1
图 2: 非安踏品牌 2018Q1-2019Q2 终端流水收入增速.....	1
图 3: 2018Q1-2019Q2 李宁和特步终端零售数据.....	2
图 4: 安踏主要产品和科技历史梳理.....	3
图 5: 安踏历年产品系列变化.....	4
图 6: 安踏篮球系列主要代言人变化.....	4
图 8: 安踏“要疯”中国行活动.....	5
图 10: 公司最新的组织管理架构.....	7
图 11: 公司主要合作的分销商基本都超过 10 年.....	8
图 12: 锋线 2006 年和 2007 年分别亏损 53 万元和 550 万元 (单位: 百万元).....	9

表格目录

表 1: 安踏体育 2019H1 收入和净利润增速拆分预测.....	2
------------------------------------	---

■ 二季度延续靓丽表现，中报望交优异答卷

二季度经营情况总结：主品牌增长提速，非安踏品牌延续高增

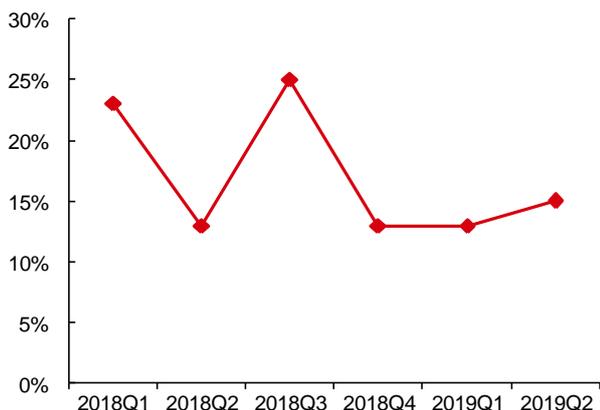
公司近日公布 2019Q2 经营数据,2019Q2 安踏品牌实现中双位数增长,同比 2018Q2、环比 2019Q1 均有所提速(2018Q1 安踏品牌实现 20%-25%增长,2018Q2/Q3/Q4/2019Q1 分别实现低双位数/中双位数/低双位数/低双位数增长)。

- **分渠道看，线下渠道：**安踏品牌中成人线下实现低双位数增长（2019Q1 高单位数增长），儿童线下+30%（2019Q1+20%）。线上渠道：完成同唯品会谈判，叠加 618 活动带动，实现同增 25%，同时继续坚持利润导向。
- **运营方面，**库存保持健康，折扣也继续有效控制，线下大货和儿童库销比分别为 4 和 5，零售折扣分别为 73 折和 7 折，线上安踏和 FILA 分别维持在 6 折左右/65 折左右。

2019Q2 非安踏品牌实现 55%-60% 增长，延续较高增长态势(2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1 分别实现 80%-85%/90%-95%/90%-95%/80%-85%/65%-70% 增长)。非安踏品牌中，FILA 流水同增 60% 左右，去年新增门店&老店店效共同推动再超预期，库存控制良好、库销比 5 左右，折扣率 75 折。其中 Classic 线下增长 45% 以上，Fushion+300%，kids+70%，电商+80%，海外业务+80%。此外，迪桑特&Kolon 都实现较快增长。

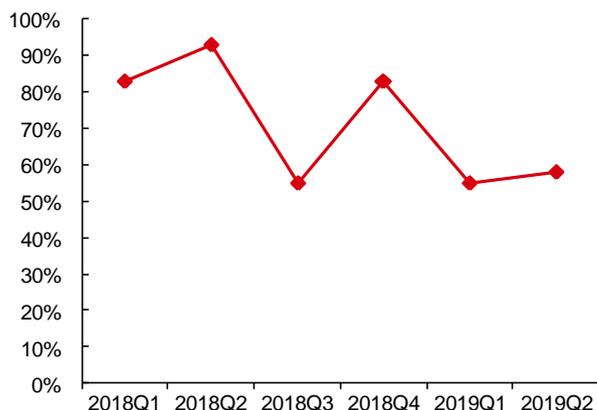
能力夯实、壁垒深厚，借力运动高景气红利延续靓丽表现。龙头公司二季度延续靓丽表现，再次验证安踏本身质地优秀、壁垒深厚。同时，特步&李宁二季度的经营表现，进一步验证运动行业景气度仍然较高，且行业集中度持续提升。

图 1：安踏品牌 2018Q1-2019Q2 终端流水收入增速



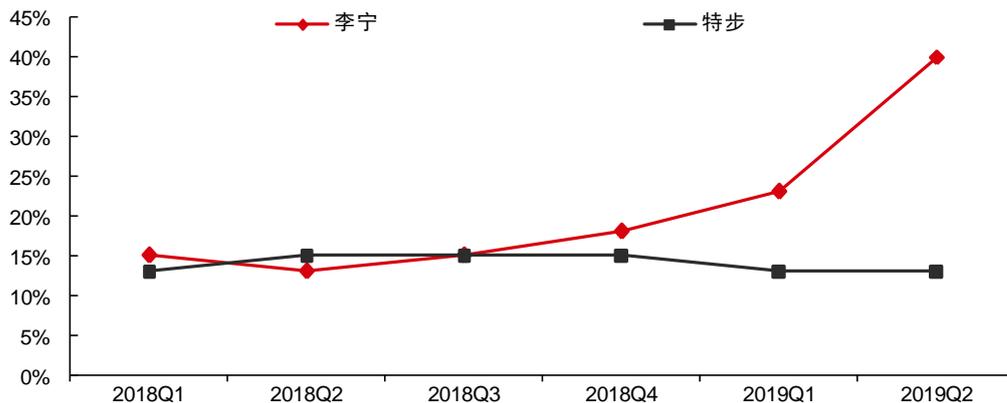
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低双位数取 13%，中双位数取 15%，高双位数取 18%，以此类推

图 2：非安踏品牌 2018Q1-2019Q2 终端流水收入增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：低双位数取 13%，中双位数取 15%，高双位数取 18%，以此类推

图 3：2018Q1-2019Q2 李宁和特步终端零售数据



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：特步为同店增速

中报前瞻：虽有交易费用影响，但主业增长强势、整体仍维持乐观判断

收入：基于 2019Q1&2019Q2 终端流水情况，我们预计 2019H1 收入望实现 30%+ 增长。拆分来看，预计大货线下保持双位数增长，童装线下保持 20%+ 增长，线上保持 20% 左右增长，FILA 保持 60%+ 增长。

毛利率：判断整体毛利率趋势向上，主要受益于主品牌产品结构优化和中高端品牌占比提升。

费用：预计管理费用率保持稳定、销售费用率同比下降。公司于 2018 年韩国冬奥会投入较多相关营销费用，而 2019 年非奥运年，相关营销支出减少；财务费用预计新增较多，主要来自于贷款增加。

并购影响：Amer 交易相关费用主要包括：1) 收购一次性费用 3000 万欧元；②Amer 二季度经营亏损（考虑到财务费用增加因素、预计 Amer 二季度亏损同比扩大），结合安踏自身因并购贷款导致的财务费用增速，并表后预计公司 2019H1 备考净利润同增 20%+，如暂不考虑并表因素，预计净利润同增 40%+。

表 1：安踏体育 2019H1 收入和净利润增速拆分预测

	2018H1	2019Q1	2019Q2	2019H1E
大货线下	低双位数	高单位数	低双位数	10%
童装线下	40%+	20%+	30%	25%
主品牌线上	40%+	15%	25%	20%
安踏品牌合计	高双位数	低双位数	中双位数	14%
FILA	85%-90%	70%	接近 60%	65%
其他品牌	-	-	-	80%
收入增速合计	44.10%	-	-	35%
毛利率	54.26%	-	-	55%
销售费用率+管理费用率	30.4%	-	-	29%
净利润增速	34%	-	-	23.5%
净利润增速（不考虑并表和交易）	-	-	-	40%+

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：2019Q1 和 2019Q2 为终端流水数据

全年来看, 预计主品牌继续巩固, FILA 继续保持高增长, Descente 逐渐进入收获期。Amer 具体发展规划方案有望于下半年出炉, 我们预期 Amer 未来收入和净利润有望保持 25% 左右增长。

■ 从运营到产品研发, 从优秀到卓越

当下时点, 公司新的变化在哪里? 品牌调性与产品研发的全面升级

衡量服装公司最两个核心能力在于: 运营能力(终端零售+供应链管理)+产品持续打造能力。安踏在过去十年中已经在运营方面建立起深厚的壁垒, 体现在极强的终端零售管理能力和供应链把控能力。在最近 2-3 年, 我们发现, 安踏在始终强化夯实终端管理能力的同时, 产品和品牌端正在迎来显著的改善和提升, 也在主品牌方面逐渐形成独特的品牌风格和调性。具体来看,

(1) 功能性和外观设计共同提升

公司在 2016 年重新组建设计研发团队, 引入前 Adidas 高级设计总监, 并从顶尖设计学院招聘人才进行储备和培养, 自此开始走出自主设计的设计道路, 近三年来在产品的功能性和外观款式方面都取得斐然成果, 公司的产品真正实现从学习追赶运动趋势到引领趋势转变。2017 年 A-live-foam、KT3/老爹鞋亮相; 2018 年 KT4 篮球鞋, A-FLASHFOAM、A-live zone 新科技取得广泛的市场反响, KT4/NASA/C202 亮点频现; 2019 年和海沃德联名款望推出市场。

图 4: 安踏主要产品和科技历史梳理



资料来源: 公司公告, 官方微信公众号, 中信证券研究部绘制

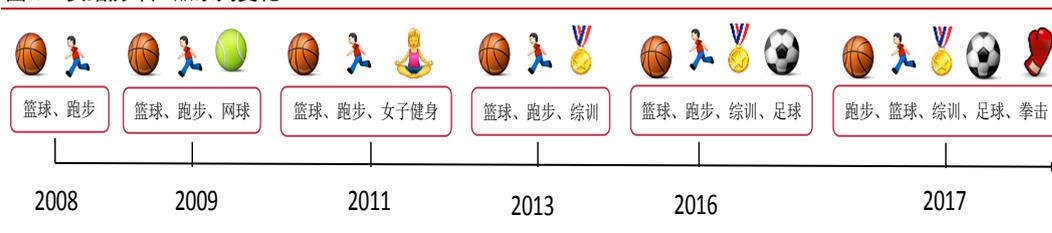
(2) 产品推出的速度&深度&广度三方面皆在强化

速度: 公司不断加强上新频次, 目前可以做到“月月有新”, 迎合年轻消费者不断变化的差异需求。

深度：产品品类愈加丰富，目前每年服饰类 SKU3000+，鞋子 2000+，同时价格段更宽，充分挖掘大众市场需求；另一方面，更丰富的 SKU 和故事包也同逐渐扩张的门店相匹配和契合。

广度：各个领域阶段主品牌产品过去只有篮球独立事业部，现在已划分为篮球、综训、跑步、运动生活四大独立事业部，并且在不断扩充细分产品系列。

图 5：安踏历年产品系列变化



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部绘制

(3) 代言人的不断升级，衍生活动和产品愈加丰富：

以篮球领域为例，公司 2007 年签下 NBA 球星路易斯·斯科拉和史蒂夫·弗朗西斯，2010 年签下凯文·加内特，随后在 2014 年成功签下更具影响力的克莱·汤普森，并在 2019 年成功签约凯尔特人球星戈登·海沃德，实现整个篮球产品形象的全面升级。同时，不仅仅是代言人，而且基于代言人的系列推广活动也在升级和完善：

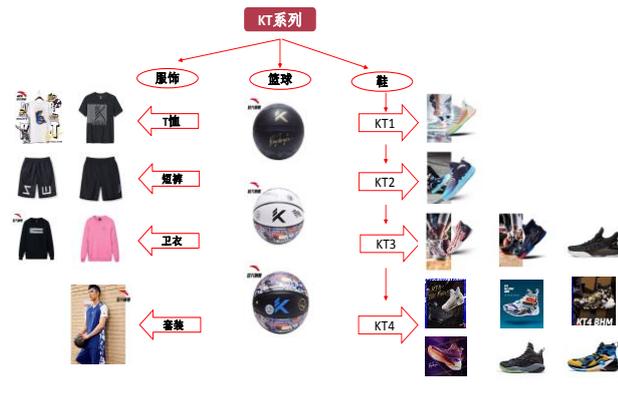
- 基于汤普森打造出一系列的产品线和故事包，已经成为公司非常重要的产品系列。
- “要疯”中国行活动花样繁出：借助 NBA 总冠军克莱·汤普森优质 IP，以“要疯”为 slogan，安踏精心安排各种主题活动，与消费者产生强互动的内容和话题，快速提升安踏品牌口碑和影响力，并且通过媒体引流在销售方面也取得非常理想的效果。

图 6：安踏篮球系列主要代言人变化



资料来源：公司官网，微信公众号，中信证券研究部

图 7：围绕克莱·汤普森打造的 KT 系列产品



资料来源：公司官网，天猫旗舰店，中信证券研究部

图 8：安踏“要疯”中国行活动



资料来源：公司微信公众号，中信证券研究部

在运动品牌领域，产品的功能性和产品打造能力永远是运动品牌的根基，无论流行趋势如何变化，但功能性始终永恒。参考国际运动品牌巨头，无论是耐克还是阿迪达斯都始终紧紧围绕产品功能性做长期、大规模的研发投入，每年源源不断上新兼具功能性和时尚性的爆款产品，不断吸引消费者和强化消费黏性。同样的，我们也看到安踏在产品打造方面的数年深耕逐渐步入收获，而产品打造能力的壁垒一旦建立，将会伴随研发的持续投入不断巩固。

现有业务：主品牌稳中再上台阶，FILA&Descente 支撑中期高增

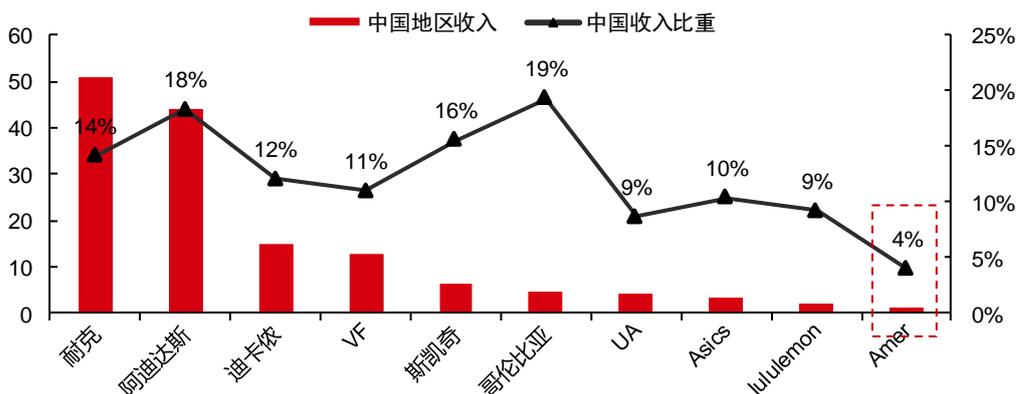
安踏体育经历数年积淀，已成为本土运动鞋服绝对龙头，凭借两方面能力建立起深厚壁垒：①“安踏”品牌植根大众市场（成人/kids/电商），专业性和性价比突出，在不断夯实终端零售和供应链整合的同时，快速提升和巩固产品打造和品牌塑造能力；②公司从方法论、人才体系、组织框架上已经具备在中国市场运作中高端多品牌的能力，FILA 的成功已经证明这一点。未来公司中高端品牌运作能力有望在 Descente 等品牌上持续开花。

- **主品牌：**安踏已经成功构建了从终端零售到供应链、产品打造的能力，目前，①成人装门店 7200+家，门店规模/盈利都处于相对成熟阶段，我们预计大货店效仍有提升空间（依靠品类拓展/产品创新/门店结构优化等）；此外，②童装目前门店 2700 家，相较国内童装龙头巴拉巴拉仍有较大提升空间，考虑到公司运动属性定位，未来门店望突破 3500 家，同时由于童装定位中高端，因此更容易进入购物中心，未来全国各线城市的主要购物中心都有望成为安踏童装的阵地；③电商也望继续提升支撑安踏品牌整体增长。整体来看，未来几年收入望保持双位数增长。
- **多品牌：**FILA 持续高增验证公司多品牌打造能力，目前门店 1600+家，预计到 2020 年有望超过 2000 家，未来 2-3 年保持 30%+增长确定性较高。①成人装市场仍有开店空间、2019 年-2020 年有望继续新增几十家；②支线品牌生根发芽，Kids 中高端童装领先/享行业红利持续高增、Fusion 潮牌享消费升级成长发力。其他品牌中，Descente 经过几年培育已初见成效，2018 年店效达到 50+万/月，预计 2019 年望净开门店 20 家左右、实现盈亏平衡。

关于 Amer 的一些思考：短期重点攻克中国业务，长期放眼全球

整合的原因？之于 Amer，内部发展动力不足，急需变革。Amer 之前整体业务增长较为缓慢，在亚洲地区表现尤为一般，我们总结原因为：①公司战略比较保守，机制和动力不足；②组织架构不足，重点品牌没有重点突出；③终端零售方面，批发模式与公司中高端品牌定位不匹配，店铺的费用率高；④对亚洲地区重视不足，投入力度不够。

图 9：全球运动品牌集团在中国地区收入及占比（2017 年，亿美元）



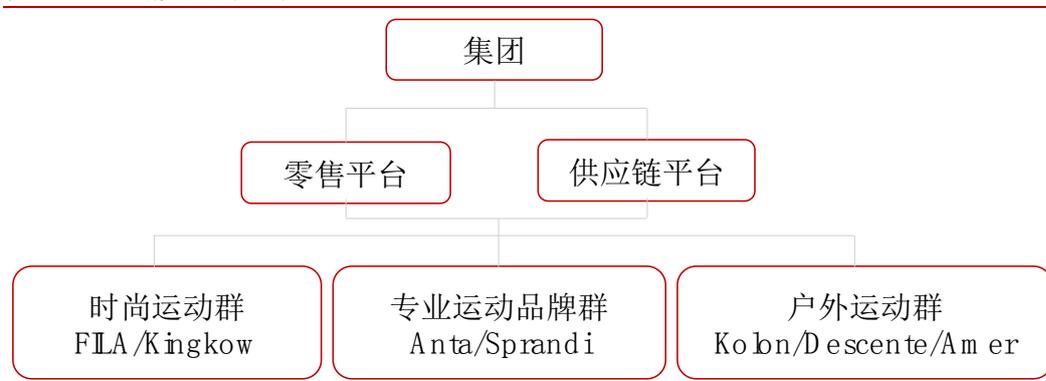
资料来源：公司公告，中信证券研究部

之于安踏，收购 Amer 帮助公司实现突破，从优秀迈向卓越。收购 Amer 帮助安踏实现弯道超车的关键一部，具体来讲体现为两点：①进一步切入专业/小众市场，快速提升规模，同时进一步提升安踏主品牌综合竞争力，向耐克、阿迪达斯进一步靠拢；②帮助公司未来开启全球化，打开新的成长空间，最终成为一家具备全球影响力的运动品牌集团。（关于 Amer 更多经营细节和观点参见深度报告：《安踏收购 Amer，从优秀到卓越的起点》20181209）。具体收购的协同来看，可以分为：

- **借鉴研发经验，与供应链协同：**Amer Sports 设计研发产品能力突出，与全球合作顶级供应商合作。未来安踏可以借此打磨和提高产品设计研发能力，进一步提高主品牌品质。
- **品牌营销资源协同：**Amer Sports 与各细分运动领域内具备重大影响力的国际赛事和运动队、以及形象亲民且受欢迎程度高的体育明星保持良好的赞助合作关系。未来安踏与 Amer Sports 的营销资源望协同共享。
- **掌握全球零售能力，为最终出海全球铺路：**国内业务开疆拓土后，国际化是安踏品牌最终的必经之路，事实上现在安踏 KT 系列已经在美国销售。收购 Amer 给安踏带来全球品牌运营和渠道管理经验，为主品牌全球化运营积累宝贵经验。
- **组织架构优化：**伴随着收购落地，公司组织管理架构完成全新的调整改革，已顺利转变成集团化公司，架构包括集团+三个品牌群（专业运动品牌群：

Anta/sprandi+时尚运动群：FILA/Kinkow+户外运动群：Kolon/Descente/Amer)。
同时在集团层面成立两个平台：供应链平台和零售平台。

图 10：公司最新的组织管理架构



资料来源：中信证券研究部绘制

未来规划？我们认为，短期将重点攻克中国市场，海外保留原有团队。海外业务方面，Amer Sports 旗下各品牌相对独立稳定，均已搭建经验丰富且稳定的管理团队。此次收购完成后，公司将继续保留原有的管理层架构和核心团队，预计 Amer 海外业务仍会维持稳定发展。预计公司会将主要精力放在中国业务的调整与改革中，基于前文所描述的安踏在国内市场运营中高端品牌的强大能力，叠加未来专业运动品牌的广阔发展前景，我们认为 Amer Sports 核心品牌有望在国内市场实现快速的落地和成长。因此，我们预测安踏可能从产品、供应链、零售等维度助力 Amer Sports 旗下核心品牌（始祖鸟&Salomon）在中国市场的快速发展。并且结合对 FILA 发展历程分析，**我们预测未来 5-7 年 Amer Sports 中国业务收入规模将实现 6-8 倍增长。**具体来看：

- **产品：**保留原有品牌基因，在此基础上进行适当本土化改造，从而既保留原有的品牌调性又能够更加契合中国消费者的需求。我们预计会围绕几个方向着手：①产品品类丰富，款式更多样，长款&短款&轻薄款的产品相应增多；②风格与主题更多样化，例如加入时尚元素、生活元素和女性元素。
- **零售：**①**加盟转直营：**从原来以加盟为主的经营模式逐步向直营主导的模式转变，从而增强公司对于门店的管控力，提升产品/陈列/服务质量，带动经营效率优化，提升盈利能力。②**持续外延拓店：**对比 The North Face 及 Columbia，Amer Sports 旗下核心品牌在国内的门店数量较少，预计未来门店将持续稳步扩张。
- **供应链：**①**已有采购供应链提效：**2017 年 Amer Sports 60%的供应链位于亚太地区，主要集中在中国及东南亚地区。而安踏在中国甚至亚太的供应链资源丰富，有望形成更好的整合协同。尤其在中国市场，安踏可以提供信息化管理系统、物流仓库、配送体系和部分生产产能支持，实现供应链各环节的全面优化。②**自有产品供应链匹配：**未来 Amer Sports 旗下品牌在中国市场不断推进本土化改造，随着自有产品的不断增加，安踏望帮助 Amer Sports 更好地匹配国内的供应链资源。

■ 本次被浑水做空的一些思考

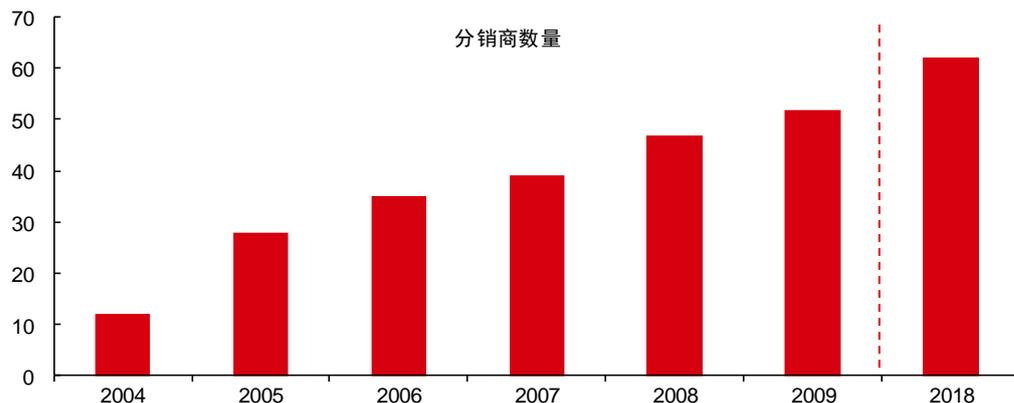
分销商：关系清晰，独立经营

公司对分销商背景有严格的筛选标准，目前合作超过 60 个经销商，大部分为合作很久、关系稳定的分销商。从公司发展的历史来看，早期依赖熟悉的人来承担分销角色，确实有部分相关人士在分销商有持股，但公司都按照上市规则正确处理。而关于分销商的利润率问题，根据我们的跟踪判断，公司合作的成熟的经销商基本普遍维持较好的盈利能力。

一般来讲，公司同分销商的合作主要体现在几个方面：

- **折扣和定价控制：**分销商的任何促销活动和零售折扣必须经由公司层面同意。公司通过 ERP 系统实时接入分销商的终端零售系统，可以实时了解分销商的货品零售、折扣、存货等情况。
- **订货指导：**公司对门店进行分级评价，根据不同层级的门店提供不同搭配的产品故事包。
- **门店指导与人员培训：**公司定期组织分销商参与销售培训，也会定期考察门店销售政策。
- **装修补助：**向分销商提供装修补助，同时对门店形象和货品陈列也会提供相应指导。

图 11：公司主要合作的分销商基本都超过 10 年



资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们认为自公司上市后，分销商与公司相对保持独立，独立性体现在：

- (1) 公司的所有分销商始终为保持独立经营的第三方，同公司或者集团没有关联。
- (2) 各分销商管理公司团队相互独立，独立财务和人力资源管理功能。

(3) 公司通过分销协议和零售指引进行业务销售，在零售转型过程中加紧同分销商合作，并且同所有经销商提供相同的货品折扣。

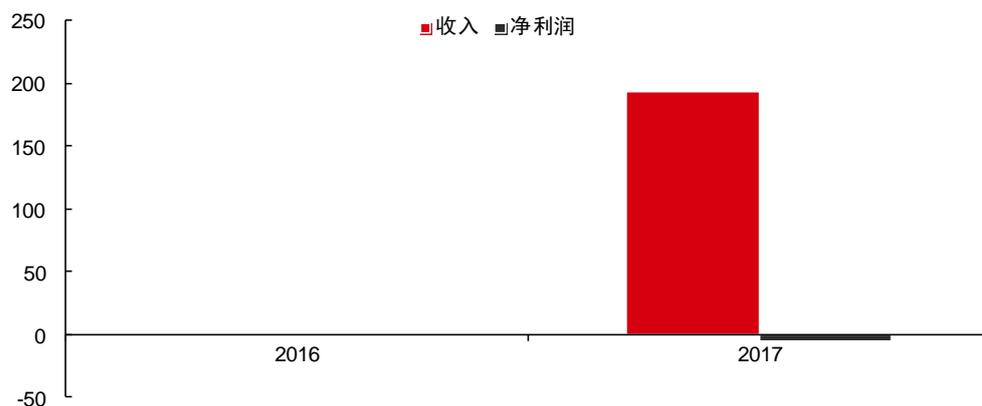
而与其他品牌不同地方在于，公司始终坚持对终端门店的强管控，而这种强管控帮助公司积极推行零售和门店改革政策，更紧密地贴近消费者市场，因此得以快速成长并建立起深厚的壁垒。

锋线的交易：出于经营战略的合理调整

锋线历史：上海锋线在公司上市前设立，出于做多品牌集合店的战略考虑，目标从事国际品牌零售业务，主要代理品牌以阿迪达斯为主。公司在 2009 年将锋线出售给江苏分销商的股东，该股东重新设立公司收购锋线，目前还在做阿迪达斯代理业务。

出售原因：①锋线头几年连续亏损，且资源投入也比较高；②阿迪达斯逐渐将更多资源向百丽、宝胜倾斜，并不主要放在锋线；③公司战略调整，回归自营品牌，上市之后发现多品牌集合店在中国流行性不高，调整战略，转变为多品牌管理的路线，④2007 年上市以后同资本市场和国际资源对接更深，也接触了欧美的更多的品牌，开始寻求品牌的并购机会。随后开始专注做 FILA 的并购和运营。

图 12：锋线 2006 年和 2007 年分别亏损 53 万元和 550 万元（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

FILA 经营历史：历史遗留问题，坚持自营战略不变

历史遗留问题保留一些加盟商，坚持自营发展战略。由于历史遗留问题，公司仍然保留一部分经营比较好的加盟商，包括北京、内蒙、哈尔滨等地区。公司后来逐步和加盟商协商收回控股权，加盟商保留小股东权利，今年来看谈判进程比较顺利。但考虑到租期等影响尚未完全完成。公司坚持自营的发展策略不变。

■ 相关研究

- 安踏体育跟踪点评：辨析看空三质疑，2019 增长确定性仍在 (2019-06-01)
- 安踏体育 (2020.HK) 重大事项点评：主品牌环比改善，FILA 持续高增 (2018-10-12)
- 安踏体育 (2020.HK) 2018 年中报点评：安踏龙头地位夯实，FILA 大超预期
(2018-08-20)
- 安踏体育 (2020.HK) 重大事项点评：做空安踏？我们怎么看 (2018-06-15)
- 安踏体育 (2020.HK) 2018Q1 业绩交流电话会议：大货表现亮眼，FILA 持续高增
(2018-04-11)
- 安踏体育 (2020.HK) 2017 年年报点评：业绩持续兑现，创新赋能多品牌发展
(2018-03-01)
- 安踏体育 (2020.HK) 三季度经营数据及收购 KingKow/Kolon 点评：Q3 表现持续优异，
KingKow/Kolon 收购落地推进多品牌布局 (2017-10-23)
- 安踏体育 (2020.HK) 深度跟踪报告：业绩超预期之后我们怎么看 (2017-08-17)
- 安踏体育 (2020.HK) 深度跟踪报告：多品牌发力，供应链提升，龙头稳坐 (2017-03-01)

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	16692.49	24100.04	28865.20	33993.97	39937.46
销售及劳务成本	-8451.35	-11412.76	-13781.82	-15544.31	-17623.48
毛利	8241.15	12687.28	15083.37	18449.67	22313.98
其它收入	0.00	20.90	210.05	245.35	290.52
销售及推广费用	-3809.31	-6524.92	-7540.02	-8957.82	-11037.29
其它经营费用	-902.96	-1222.59	-1443.26	-2039.64	-2396.25
其他收益及亏损	451.53	717.83	550.00	500.00	550.00
经营利润	3980.40	5678.50	6860.15	8197.56	9720.97
应占联营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	4001.37	5416.96	6965.69	8332.94	9876.42
所得税开支	-1151.67	-1533.15	-1915.56	-2274.89	-2666.63
少数股东权益	-71.05	-131.34	-114.86	-163.06	-298.87
股东应占利润	3087.84	4102.86	4935.26	5731.93	6612.05
EBITDA	4421.78	5984.29	7263.06	8640.47	10187.88
EBIT	4171.50	5642.08	7020.15	8357.56	9880.97

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	4001.4	5417.0	6965.7	8332.9	9876.4
营运资金变动	-380.6	-444.3	573.4	-118.4	434.9
折旧及摊销	250.3	342.2	242.9	282.9	306.9
其他	-689.6	-875.2	-2069.4	-2656.7	-3249.6
经营现金流	3181.5	4439.7	5712.6	5840.8	7368.7
资本支出	-585.0	-808.2	-500.0	-500.0	-300.0
资产变卖	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	-993.5	-392.9	183.8	-22.5	-46.2
投资现金流	-1578.5	-1201.1	-316.2	-522.5	-346.2
发行普通股的所得款项	3435.0	4.4	0.0	0.0	0.0
借贷变化	-1427.3	1361.3	-407.6	-835.9	0.0
已付股息	1936.8	2425.1	-2880.2	-3459.6	-4018.1
其它	-3946.9	-4927.2	153.8	218.7	284.1
融资现金流	-2.4	-1136.4	-3134.0	-4076.8	-3734.0
外汇汇率变动之影响	-462.9	213.9	0.0	0.0	0.0
变动净现金流	1137.6	2316.1	2262.4	1241.5	3288.4
自由现金流	2596.4	3631.5	5212.6	5340.8	7068.7

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6967.6	9283.7	11546.1	12787.5	16076.0
应收贸易账款及其他应收款项	3732.7	4638.2	4985.5	5718.2	6327.2
存货	2155.3	2892.5	3199.7	3837.5	4303.0
其他流动资产	2586.4	2470.0	2470.0	2470.0	2470.0
流动资产合计	15441.9	19284.4	22201.2	24813.3	29176.2
物业、厂房及设备	1908.6	2536.4	2793.5	3010.5	3003.6
权益性投资	0.0	506.6	506.6	506.6	506.6
商誉及无形资产	705.3	685.4	685.4	685.4	685.4
其他非流动资产	1018.3	1361.5	1177.7	1200.2	1246.5
非流动资产合计	3632.3	5089.8	5163.2	5402.8	5442.1
总资产	19074.2	24374.2	27364.4	30216.1	34618.3
应付账款票据及其他应付款	3803.8	5420.6	6568.1	7607.1	8874.1
短期借贷及长期借贷当期到期部分	147.9	1243.6	835.9	0.0	0.0
其他流动负债	546.6	883.7	964.1	1177.4	1419.7
流动负债合计	4498.4	7547.9	8368.1	8784.4	10293.8
长期借贷	0.0	70.0	70.0	70.0	70.0
其他非流动负债	215.3	236.5	236.5	236.5	236.5
非流动负债合计	215.3	306.5	306.5	306.5	306.5
总负债	4713.7	7854.4	8674.6	9090.9	10600.3
普通股股本	259.0	259.0	259.0	259.0	259.0
储备	14075.0	15932.1	17987.1	20259.4	22853.4
股东权益合计	14360.5	16519.9	18689.8	21125.2	24018.0
总负债及总权益	19074.2	24374.2	27364.4	30216.1	34618.3
已动用资本	14575.9	16826.4	18996.3	21431.6	24324.5
营运资金	10943.6	11387.8	10814.4	10932.8	10497.9
净现金/(负债)	6819.7	7970.1	10640.1	12717.5	16006.0
净负债比率 (%)	NC	NC	NC	NC	NC

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
毛利	27.6	54.0	18.9	22.3	20.9
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	24.7	35.3	21.4	19.0	17.9
除息、税前利润 (不计联营贡献)	25.6	35.3	24.4	19.1	18.2
股东应占利润	29.4	32.9	20.3	16.1	15.4
利润率 (%)					
毛利	49.4	52.6	52.3	54.3	55.9
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	26.5	24.8	25.2	25.4	25.5
除息、税前利润 (不计联营贡献)	25.0	23.4	24.3	24.6	24.7
股东应占利润	18.5	17.0	17.1	16.9	16.6
其它 (%)					
有效税率	28.8	28.3	27.5	27.3	27.0
已动用资本回报率	21.2	24.4	26.0	26.7	27.2
股东回报率	25.5	26.6	28.0	28.8	29.3
资产回报率	18.5	18.9	19.1	19.9	20.4

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，也即：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Dalal 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员) 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) 071/10/2018。

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 2019 版权所有。保留一切权利。