

【广发海外】安踏体育 (02020.HK)

户外行业回暖为 Amer Sports 带来发展机会

核心观点:

● FILA 品牌仍有可观成长空间

FILA 品牌营收的快速增长是近年来公司业绩增长的重要驱动因素，在 2018 年其占公司的营收比例已经达到 35% 左右。截止 2018 年末，FILA 品牌的门店数量为 1652 家，这其中包括新推出的子系列 FILA Kids 和 FILA Fusion。但是与同档次的国际运动品牌相比，FILA 品牌的渠道数量仍然有相当可观的渠道成长空间。同时我国一二线城市的商业综合体数量仍然在不断增加，也为 FILA 品牌开店带来了空间。因此我们认为 FILA 品牌在 19/20 年的高增长仍然将继续。同时 FILA 品牌在 2018 年的新增门店主要在下半年开设，这些新增门店对于营收增长的贡献将主要体现在 2019 年。

● 收购 Amer Sports 带来众多头部户外品牌，将受益于户外行业复苏

我国户外行业自 2014 年开始进入调整期，但是我们认为户外行业的调整期已经接近尾声。因为 1) 2018 年户外渠道的关店数量已经明显放缓；2) 户外行业在过去两年渠道存货水平有所下降；3) 头部品牌的市占率明显提升，中小品牌开始逐步退出；通过收购 Amer Sports，安踏得到了众多户外子行业中的头部品牌资源，安踏将能够通过这些头部户外品牌从户外行业的复苏中受益。

● 预测 19-21 年 EPS 为 2.04 元/2.45 元/2.93 元人民币

我们认为公司作为国内唯一拥有多品牌运营能力的运动服饰上市公司，通过收购 Amer Sports 可以进入户外市场，带来了更大的成长空间，公司的估值中枢将会提升。我们认为公司股票的合理价值为 65.8 元港币，对应 20 年 P/E 为 23.0x，较公司在 18 年的估值中枢上升 2.0x，买入评级。

● 风险提示

FILA 收入增速不及预期的风险；对于 Amer Sports 的整合不及预期的风险；运动服饰行业景气度下行的风险；

盈利预测:

安踏体育 (百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,346	16,692	24,100	30,123	35,850	42,903
增长率 (%)	20.0%	25.1%	44.4%	25.0%	19.0%	19.7%
毛利润	6,459	8,241	12,687	16,265	19,620	23,683
增长率 (%)	24.6%	27.6%	54.0%	28.2%	20.6%	20.7%
净利润	2,386	3,088	4,101	5,470	6,575	7,881
增长率 (%)	16.9%	29.4%	32.8%	33.4%	20.2%	19.9%
EPS (人民币元/股)	0.95	1.17	1.53	2.04	2.45	2.93
增长率 (%)	16.8%	22.8%	30.6%	33.4%	20.2%	19.9%
市盈率	49.3	40.1	30.7	23.0	19.1	16.0
股息率 (%)	1.4%	1.8%	1.5%	2.0%	2.3%	2.8%
市净率	12.29	9.02	7.97	6.69	5.61	4.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

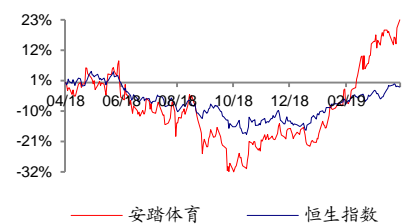
当前价格	54.8 港元
合理价值	65.8 港元

报告日期 2019-04-16

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2685/2685
总市值/流通市值 (百万港元)	147149/147149
一年内最高/最低 (港元)	54.80/30.30
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.6/290.1
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	54.56/81.85

相对市场表现



分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001



SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 陈佳妮 021-60750604

chenjian@gf.com.cn

目录索引

1. 拥有多品牌运营能力的体育运动集团.....	4
1.1 安踏体育历史背景.....	4
1.2 多品牌战略稳步推进.....	4
1.3 公司近年来业绩稳步增长.....	5
2. FILA 品牌仍有可观成长空间.....	7
2.1 将 FILA 扭亏为盈印证公司多品牌运营能力.....	7
2.2 FILA 渠道数量仍有可观增长空间.....	7
3. 收购 AMER SPORTS 带来更多头部品牌资源.....	10
3.1 安踏对于 AMER SPORTS 的要约收购已经完成.....	10
3.2 AMER SPORTS 拥有多个头部户外运动品牌.....	11
4. 中国户外行业回暖将为 AMER SPORTS 带来发展契机.....	15
4.1 中国户外行业调整期接近尾声，有望迎来新一轮增长.....	15
4.2 AMER SPORTS 拥有众多头部户外品牌，有望受益于行业复苏.....	16
5. 盈利预测与投资评级.....	17
6. 风险提示.....	19
6.1 FILA 收入增速不及预期的风险；.....	19
6.2 对于 AMER SPORTS 的整合不及预期的风险；.....	19
6.3 运动服饰行业景气度下行的风险.....	19

图表索引

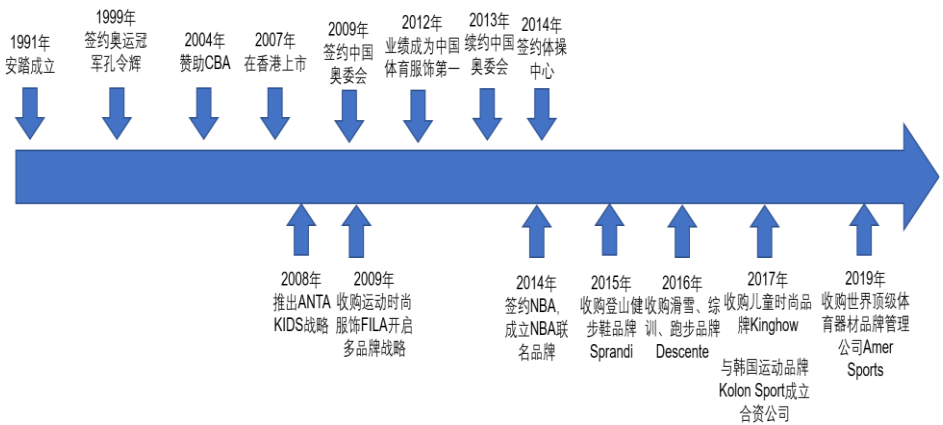
图 1: 安踏集团发展和多品牌战略时间表.....	4
图 2: 安踏体育旗下品牌矩阵.....	5
图 3: 安踏营业收入快速增长.....	6
图 4: 安踏和 FILA 的营业收入情况.....	6
图 5: FILA 营收占安踏总营收的比率.....	6
图 6: 安踏成功运营 FILA 的管理经验.....	7
图 7: FILA 线下门店数量快速扩张.....	8
图 8: 近五年国内新开业商业综合体数量.....	8
图 9: 2018 年新开业购物中心地区占比.....	9
图 10: 2018 年 FILA 与耐克和阿迪达斯在大中华地区的终端销售收入对比.....	9
图 11: 2018 年 Amer Sports 各部门营业收入占比.....	12
图 12: 2018 年 Amer Sports 各地区净销售额占比.....	12
图 13: 近五年 Amer Sports 净销售额.....	12
图 14: Amer Sports 的品牌矩阵.....	13
图 15: 中国户外用品市场规模.....	15
图 16: 户外产品渠道数量自 14 年开始持续下降.....	16
图 17: 户外行业品牌集中度持续提升.....	16
图 18: 户外品牌数量.....	16
图 19: 2018 年户外品牌集中度(按品牌出货额).....	16
图 20: 安踏体育动态市盈率.....	18
表 1: 安踏收购 Amer Sports 时间表.....	10
表 2: 本次交易的融资计划.....	11
表 3: Amer Sports 旗下拥有众多头部户外品牌.....	17

1. 拥有多品牌运营能力的体育运动集团

1.1 安踏体育历史背景

安踏体育用品有限公司 (港交所: 02020.HK), 是中国领先的体育用品企业, 主要从事设计、开发、制造和行销安踏品牌以及安踏集团旗下其他品牌的体育用品, 包括运动鞋、服装及配饰。1991年, 安踏在福建晋江成立。之后安踏经历了十几年的平稳发展, 包括签约奥运冠军孔令辉以及赞助CBA提升品牌知名度, 成立国内首家运动科学实验室等, 使自己的产品全面升级。2007年, 安踏在香港上市, 面向全球发售6亿股。此后安踏进入高速发展期。在此期间安踏陆续收购FILA、Descente、Sprandi等国际品牌, 开启多品牌战略, 同时签约中国奥委会、体操中心、NBA。目前安踏已经成为国产品牌中市场销量最大、市场份额第一的体育用品公司。

图1: 安踏集团发展和多品牌战略时间表

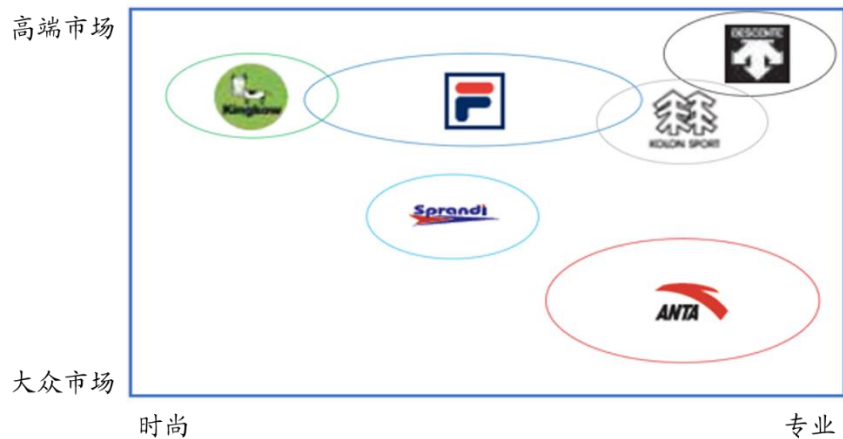


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

1.2 多品牌战略稳步推进

公司通过推行多品牌战略来覆盖体育运动各细分子行业的不同需求。目前公司旗下的品牌矩阵包括主品牌安踏, 安踏儿童, 运动时尚服饰品牌FILA, 儿童运动时尚服饰FILA KIDS, 主打滑雪的高性能体育用品Descente, 儿童时尚服装品牌KINGKOW, 登山健步鞋品牌SPRANDI, 户外体育用品KOLON SPORT, 功能性休闲篮球体育用品NBA。从高端到大众, 从休闲时尚到专业运动, 从成人到儿童, 安踏的多品牌战略覆盖了消费者对运动服饰的不同需求。

图2：安踏体育旗下品牌矩阵



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1) **安踏 (ANTA)**：定位于大众的专业体育用品品牌，专注于为最广大的普通消费者提供最高性价比的专业体育用品。采用批发模式分销产品，定位中低端功能性运动，店铺主要集中于非一线城市。

2) **安踏儿童 (ANTA KIDS)**：安踏儿童主要是为3-14岁小朋友打造健康、舒适的产品，产品涵盖服装、鞋品与配件。

3) **斐乐 (FILA)**：于1926年由FILA兄弟在意大利创立，是国际知名的高级运动休闲品牌。FILA品牌在被安踏收购前在国内市场处于亏损状态。2009年，安踏向百丽收购了FILA在中国内地及香港、澳门的商标权及运营业务。目前公司主要以直营模式运营FILA，门店集中在中国一、二线城市。

4) **斯潘迪 (Sprandi)**：Sprandi诞生于1995年的英格兰，经营范畴遍及运动、户外及休闲等领域，并主攻中国的城市跑步用品市场。安踏在2015年收购了Sprandi品牌的全球商标权及业务。

5) **迪桑特 (Descente)**：日本知名功能运动服装品牌，主要针对高端市场，涵盖滑雪、综训、跑步及其他类别产品。16年安踏、Descente以及Itochu三方以6:3:1的出资比例成立合资公司，在中国内地独家运营迪桑特品牌。Descente在内地采用直营模式，店铺主要集中于中国一、二线城市。

6) **可隆 (Kolon Sport)**：于1973年成立于韩国，以常青树为品牌标志，始终倡导与自然亲近的户外文化。17年10月安踏与Kolon Sport以1:1的出资比例成立合资公司，在中国大陆及港澳台地区运营Kolon Sport品牌。

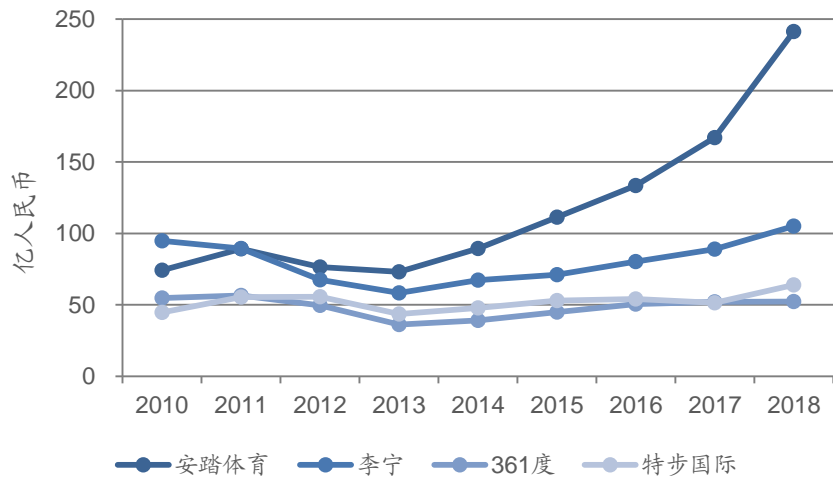
7) **小笑牛 (KingKow)**：成立于1998年，专门设计和销售0至14岁的小童及儿童的服装及配饰。17年10月安踏体育宣布收购小笑牛100%股权及商标所有权。

8) **安踏-NBA联名品牌**：14年10月，NBA中国与安踏宣布双方结成长期合作伙伴，安踏正式成为NBA官方市场合作伙伴以及NBA授权商。安踏推出全系列的、带有球队和联盟标志的安踏-NBA联名品牌运动鞋和配件产品。

1.3 公司近年来业绩稳步增长

安踏体育营业收入近年来快速增长，市场份额不断提升：在2018年，安踏集团营业收入达到241亿元人民币。在过去五年内，安踏较刚上市时2007年的31.9亿元人民币有着显著增长，且近五年始终处于国内体育服饰的第一名。营业收入的增长也源于安踏店铺的不断扩张。截至2018年底，包括所有品牌在内，安踏集团的店铺数量达到12188家。

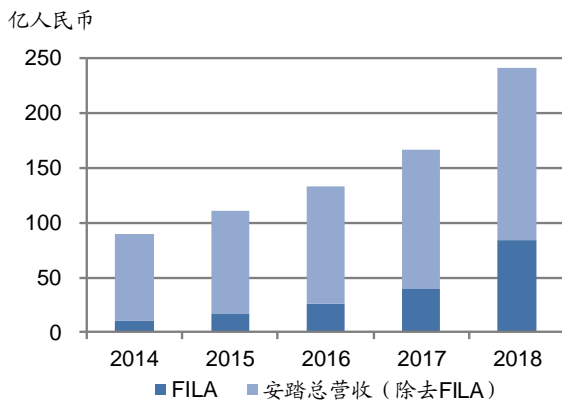
图3：安踏营业收入快速增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

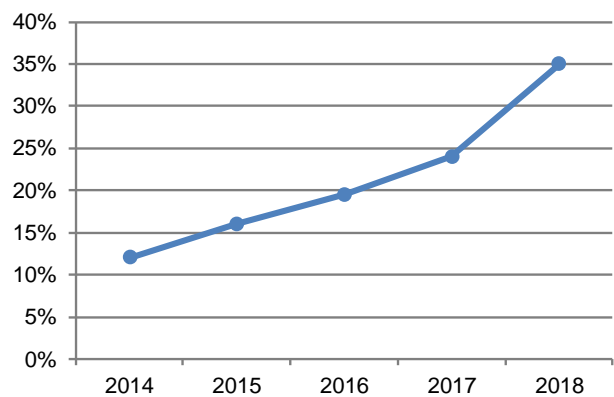
其中来自FILA品牌的贡献是近年来公司营收增长的重要驱动因素：自安踏在2009年收购FILA品牌代理权后，安踏成功的将FILA品牌重新定位，并且逐步扭亏为盈。在过去五年内，FILA的营业收入快速增长，其占安踏总营收的比例也逐年提高。在2018年，FILA的销售收入占比已经达到集团营业收入的35%左右，是公司业绩增长的重要驱动因素。

图4：安踏和FILA的营业收入情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：FILA营收占安踏总营收的比率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2. FILA 品牌仍有可观成长空间

2.1 将 FILA 扭亏为盈印证公司多品牌运营能力

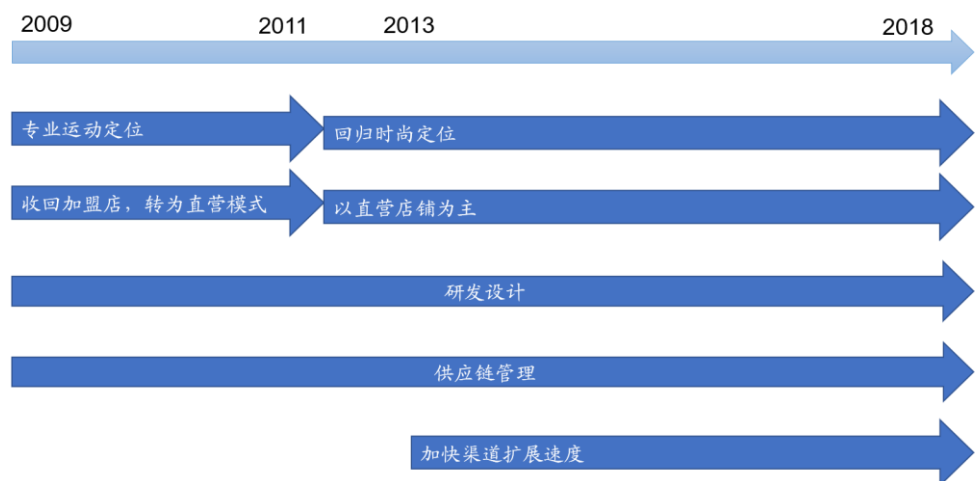
2009年安踏以6亿港元收购FILA在大中华地区的商标使用权和专营权。FILA在被收购前在中国市场处于亏损的状态。安踏在收购FILA后，对其进行了一系列的战略转型和升级。

在产品定位方面，回归运动时尚路线。FILA在被收购之前的产品定位是专业运动，主要定位于高尔夫、网球、健身、瑜伽、跑步和滑雪。但当时的国际潮流已经从功能性向时尚转移，FILA的路线偏离了消费趋势。2011年，安踏对FILA的产品定位进行了调整，使其回归时尚运动的定位，与同等价位的耐克和阿迪达斯形成差异化竞争。

销售渠道和营销方面，主要发展FILA的直营模式。安踏收购FILA之后，用了约3年的时间将大部分FILA店铺从经销商手中收回，采用直营模式开店。同时公司对FILA店铺的装修和面积进行全面升级，以持续提升店效，每两年就会对店铺装修进行改造，打造高亮度的整体设计，以提升视觉冲击。

注重研发设计和供应链的管理。产品设计方面，FILA的服装设计顺应亚洲人的身材特点，同时追随时尚界的合作款风潮，推出一系列高级运动时装。研发方面，公司严格管理产品的研发设计，要求FILA每季度创新面料大于50%，进口材料不少于40%，

图6：安踏成功运营FILA的管理经验

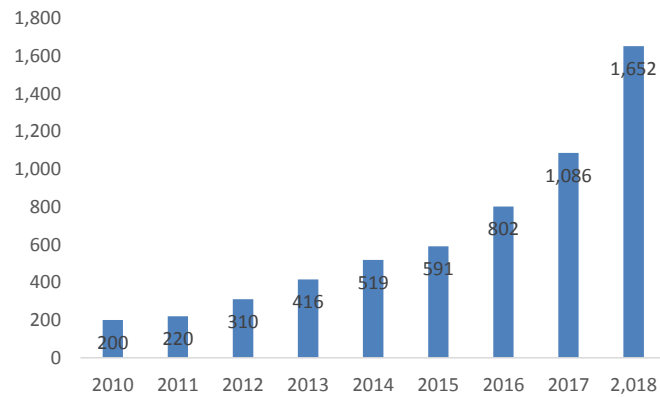


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.2 FILA 渠道数量仍有可观增长空间

FILA的终端店铺数量仍少于同档次国际运动品牌：截至2018年12月31日，FILA在中国大陆、香港、澳门和新加坡的门店数为1652家(含FILA KIDS和FILA FUSION)。其中仅在2018年下半年，FILA店铺数量就净增加404家。下半年门店数量增加较多，这主要得益于FILA KIDS和FILA FUSION两大子系列的增速较快所致。但是与同档次的国际运动品牌相比，FILA仍然有相当可观的渠道拓展空间。截止2018年，美国运动休闲品牌斯凯奇在国内的门店数量约为3000家，国际知名跑鞋品牌新百伦在国内的门店数量也已经超过2500家。而两大龙头体育品牌耐克和阿迪在国内的门店数量均已超过1万家。

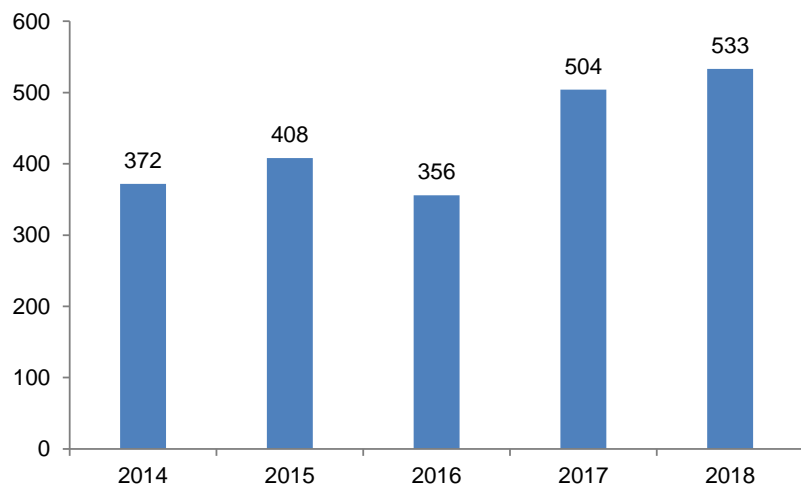
图7：FILA线下门店数量快速扩张



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

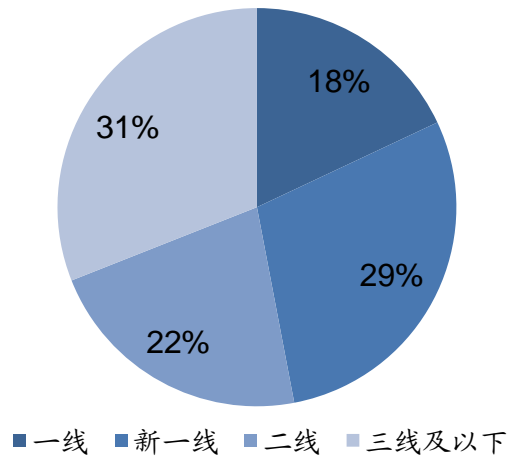
我国商业综合体的数量仍然在增加，为FILA提供潜在开店空间：我国的商业综合体的数量仍然在继续增长。例如在2018年，我国新增商业综合体533家。其中位于一线城市、新一线城市及二线城市的商业综合体数量占比达到69%。一二线城市商业综合体数量的增加为FILA的渠道拓展带来了增量空间。

图8：近五年国内新开业商业综合体数量



数据来源：搜铺网，赢商网，广发证券发展研究中心；注：仅包含单体商业建筑面积2万平方米以上，不含专业市场、酒店及写字楼，部分为存量改造项目

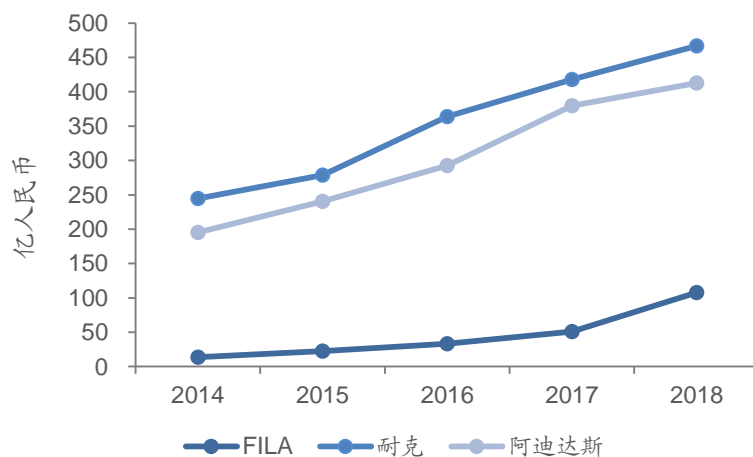
图9: 2018年新开业购物中心地区占比



数据来源: 联商网, 广发证券发展研究中心 (15个新一线城市, 包括: 成都、杭州、重庆、武汉、苏州、西安、天津、南京、郑州、长沙、沈阳、青岛、宁波、东莞和无锡)

相较于位于同等价格带的耐克和阿迪达斯, FILA的销售额仍然有提升空间。耐克和阿迪达斯在国内的运动服饰行业长期稳居市占率前两名。但是由于耐克和阿迪达斯的产品专业性更强, 时尚性相对较弱, 因此容易使得消费者出现一定的审美疲劳。FILA运动时尚的定位使得其能够避免与耐克和阿迪达斯在相同价格带展开直接竞争。差异化的产品定位是FILA品牌如此成功的重要原因。我们对FILA, 耐克及阿迪达斯的销售额进行对比。其中由于FILA主要以直营的模式经营, 而耐克和阿迪达斯以加盟模式为主。因此我们对耐克和阿迪的在大中华区的批发收入, 按照6折的批发价(基于耐克18年年报)来计算终端销售额。经过我们测算, 在2018年FILA的终端销售额仅为耐克和阿迪的几分之一, 仍有提升空间。

图10: 2018年FILA与耐克和阿迪达斯在大中华地区的终端销售收入对比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心;

3. 收购 Amer Sports 带来更多头部品牌资源

3.1 安踏对于 Amer Sports 的要约收购已经完成

据安踏2019年3月12日公告，安踏牵头的财团宣布完成对Amer Sports的要约收购。截止2019年4月1日，接受安踏财团收购要约的股票已经占到Amer Sports所有已发行并在外流通股本的98.11%。据公司公告，公司将向芬兰商会赎回委员会申请启动强制性赎回程序，以收购Amer Sports全部股份。

本次收购是由安踏体育、Anamed Investments、方源资本和腾讯组成的投资者财团，通过新成立的Mascot Bidco Oy公司以现金方式完成。安踏体育、Anamed Investments（Lululemon创始人Chip Wilson私人持有）、方源资本及腾讯在Mascot Bidco的最终间接持股比例分别为57.95%、20.65%、15.77%及5.63%。此次收购的价格为每股40欧元，较最初披露日期（18年9月10日）溢价为39.0%。本次收购的交易金额约为46亿欧元，约合360亿人民币。

Amer Sports将以权益法计入安踏财务报表：收购完成后，财团计划让Amer Sports成为一个独立于安踏体育的公司运营，并设立由财团代表组成的单独的董事会。虽然在收购完成后，安踏将间接拥有Amer Sports 57.95%的股权，但是由于日后Amer Sports的决策仍然需要其他各方投资人委任的董事同意，因此Amer Sports将以权益法计入公司财务报表。而财团也已经邀请Amer Sports的现任首席执行官Heikki Takala先生和他的主要执行人员继续领导公司。

表1：安踏收购Amer Sports时间表

时间	公告内容
2018.9.12	安踏体育及方源资本组成的财团向 Amer Sports 发出无约束力的收购要约意向，按每股 40 欧元的价格现金收购 Amer Sports 全部股份
2018.12.07	安踏体育、方源资本、 Anamed Investments 及腾讯组成的财团宣布现金要约收购 Amer Sport 所有已发行股份；要约价格为现金每股 40 欧元。亚玛芬体育董事会已决定一致建议股东接受要约收购。
2019.02.21	收到澳洲外国投资审查委员会，欧盟的欧洲委员会及土耳其的土耳其竞争委员会、中国国家市场监督管理总局以及俄罗斯联邦反垄断局有关完成要约收购的主管机构批准；投资者财团宣布收购要约期延长至 2019 年 3 月 7 日。
2019.02.25	获得墨西哥联邦经济竞争委员会有关完成要约收购的必要批准，至此财团已获所有有关当局的必要批准。
2019.03.08	宣布要约收购初步结果：接受要约收购的股份占 Amer Sports 约 94.38% 的全部股份及投票权
2019.03.12	接受要约收购的股份占 Amer Sports 所有股份及投票权上升至 94.98%，开放 3 月 13 日至 3 月 27 日后续要约收购期。
2019.03.28	根据后续要约收购期的初步结果，接受要约收购的股份占 Amer Sports 所有股份及投票权上升至 98.10%
2019.04.01	接受要约收购的股份占 Amer Sports 所有发行在外股份的比例已经达 98.11%。要约收购已经完成，并申请启动强制赎回程序。

数据来源：广发证券发展研究中心数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

本次交易的融资规模为56.63亿欧元：其中股权融资为26.63亿欧元，而按照安踏持股比例，安踏将向收购所成立的项目公司出资15.43亿欧元。除此之外，用于收购所成立的项目公司将分别贷款13亿欧元及17亿欧元。融资金额将用于支付1) 收购Amer Sports的股份费用约46亿欧元；2) Amer Sports公司现有负债9.5亿欧元；

以及3) 融资及交易产生的费用;

交易完成后, 项目公司Anta SPV将可能产生投资收益: 在收购完成后, 用于收购而成立的项目公司Anta SPV(持有Amer Sports57.9%权益)将以权益法计入安踏的财务报表。根据Amer Sports披露的财务数据, 在2017年和2018年的息税前利润EBIT分别为1.695亿欧元及2.089亿欧元。考虑到本次交易的融资计划中项目公司的贷款分别为年利率为2.0%的13亿欧元以及年利率为3.75%的17亿欧元, 每年的利息费用为8980万欧元。因此如果Amer Sports的EBIT不出现下滑, 那么我们预计项目公司Anta SPV在作为权益投资, 将可能产生部分投资收益。

表 2: 本次交易的融资计划

	欧元 (欧元)	权益占比
安踏	1,543	57.9%
FV Fund	570	21.4%
方源资本	150	5.6%
腾讯	420	15.8%
Anamered Investment	550	20.7%
权益合计	2,663	100.0%
具追索权有限融资的 A 融资协议 (年利率 2.0%)	1,300	
无追索权有期贷款 (年利率 3.75%)	1,700	
贷款合计	3,000	
融资总额	5,663	

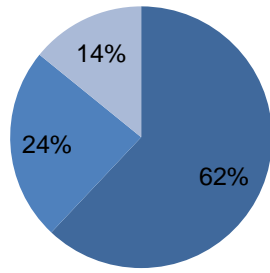
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3.2 Amer Sports 拥有多个头部户外运动品牌

Amer Sports是一家总部设在芬兰的公司, 从事运动器具, 服装和鞋类的制造、销售和营销。其产品通过八个主要品牌进行销售, 其中包括Arc'teryx、Salomon、Pecor、Atomic、Suunto、Wilson和Peak Performance。公司分为三个业务部门: 冬季和户外部门, 球类运动部门以及健身部门。冬季户外部门包括冬季运动设备、服装、鞋类、自行车部件和运动器具。球类运动部门包括球拍、团队运动设备和高尔夫设备。而健身部门包括健身设备和功能训练系统。

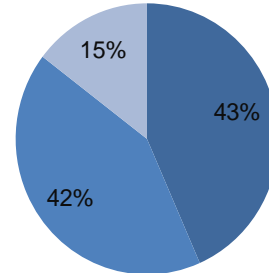
其中, 冬季户外部门占比最大, 2018年净销售额达到16.61亿欧元, 占比62%。球类运动部门销售额达到6.38亿欧元, 占比24%, 健身部门销售额为3.79亿欧元, 占比14%。公司通过多个子公司在30多个国家开展国际业务, 市场分布于EMEA (欧洲、中东和非洲)、美洲、和亚太地区, 2018年净销售额依次是11.63亿欧元、11.24亿欧元和3.92亿欧元, 占比43.41%、41.96%和14.63%。

图11: 2018年Amer Sports各部门营业收入占比



■ 冬季户外部门 ■ 球类运动部门 ■ 健身部门

图12: 2018年Amer Sports各地区净销售额占比

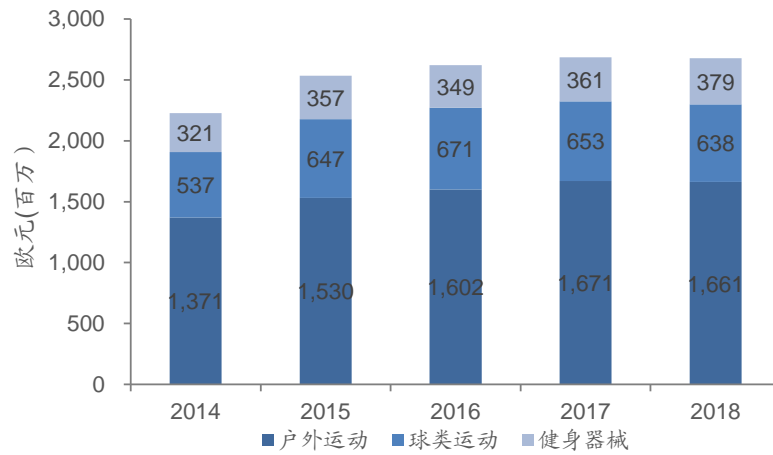


■ EMEA ■ 美洲 ■ 亚太

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

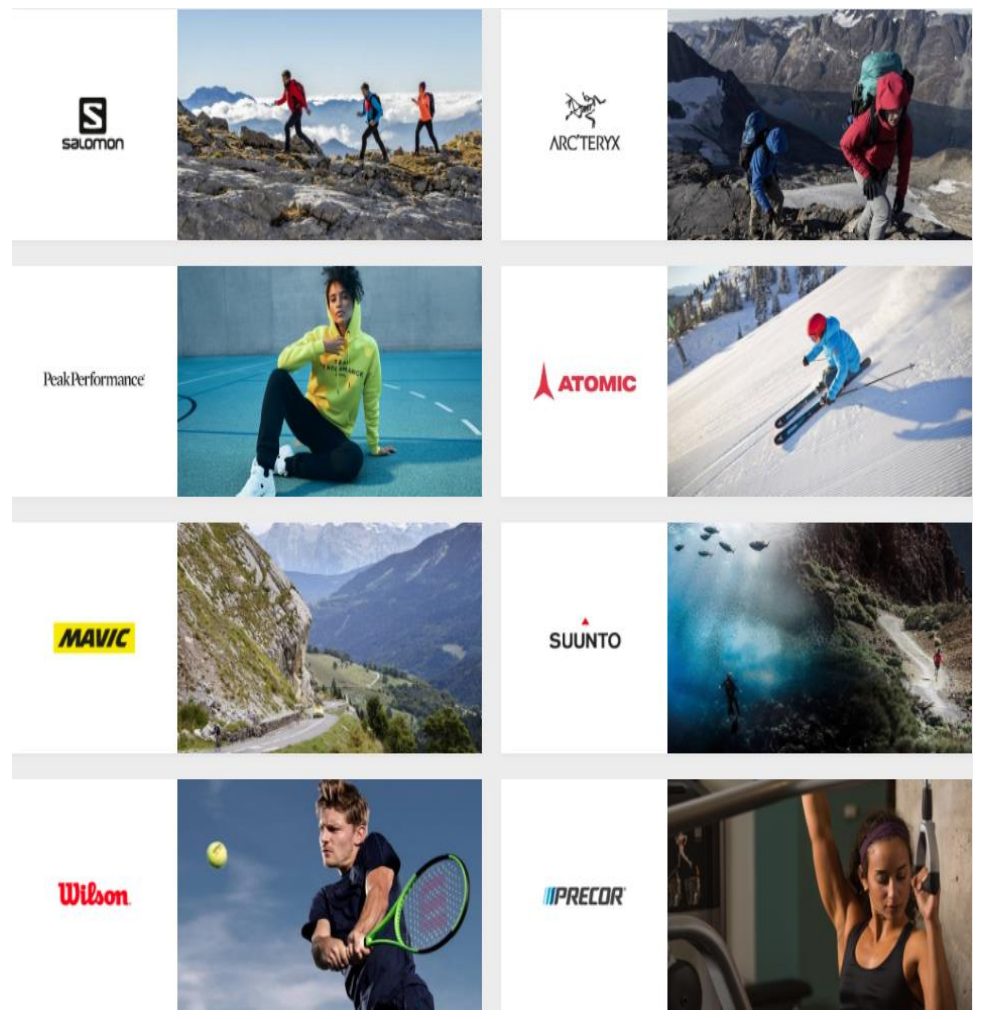
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 近五年Amer Sports净销售额



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图14: Amer Sports的品牌矩阵



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

1) 萨洛蒙 (Salomon): Salomon于1947年成立, 发源于法国阿尔卑斯山脉中心地带, 产品定位顶尖户外运动品牌, 是Amer Sports产品组合中最大的品牌。产品包括越野跑鞋和装备、高山和越野滑雪器具及滑雪板。Salomon以生产滑雪装备闻名, 特别是高山滑雪绑定和滑雪板, 是冬季运动装备领域的领导者, 保持在冬季运动装备上销售的增长。同时, 在越野及登山鞋方面也有丰富的经验, 占据市场领导地位, 创造多项专利。2010年至2017年间, Salomon的销售额从4亿欧元增长到9亿欧元。Salomon主打产品与科技结合, 为市场带来创新, 挖掘人的运动潜能。

2) 始祖鸟 (Arc'teryx): 始祖鸟是1989年创立于加拿大温哥华的顶级户外服装品牌。产品主要用于攀岩、徒步、滑雪等活动, 追求工艺和技术的细节以及耐用性。2002年, 始祖鸟公司被Adidas-Salomon集团收购。2005年, 始祖鸟随Salomon一起从Adidas-Salomon集团分拆出售给芬兰的Amer Sports, 成为Amer Sports旗下子公司。2018年始祖鸟品牌销售额增长11%, 带动Amer Sports软商品类产品净销售额同比增长10%, 达到11亿欧元。

3) Peak Performance: Peak Performance是Amer Sports集团2018年6月收购的瑞典时尚运动品牌, 最终收购价格约为2.46亿欧元。该品牌以制造滑雪服起家,

现在发展为涵盖全品类的高端时尚运动品牌。其产品设计融入强烈的街头风，更加注重运动时尚，可与其他服装类品牌如始祖鸟和Salomon形成互补。据Amer Sports18年年报披露，2018年Peak Performance的EBIT约为1650万欧元，收购后在2018年6月至12月期间为Amer Sports增加了8400万欧元的销售额，带动集团户外部门，尤其是服装类销售额的增长。

4) 颂拓 (Suunto): Suunto是1936年成立于芬兰的运动手表品牌，生产高端运动腕表、仪器和潜水电脑，以提供世界领先的可穿戴运动测量装备为产品定位，兼顾美学和功能，瞄准耐力运动和户外运动的顶级从业者。2017年Suunto改变战略，瞄向市场中更大的客户群体，推出了价格更便宜，也兼具功能性的系列产品，同时与多个国家的电商巨头合作，在2018年实现了双位数增长。

5) 威尔胜 (Wilson): Wilson成立于1913年，总部位于美国芝加哥，主打网球球拍，定位高性能网球拍，也覆盖其他球类运动设备产品。Wilson是目前全球市场占有率最高、销量最大的网球拍品牌。高端产品价格定位一千至四千不等，中低端产品价格约在二百至一千之间。网球拍类型包括专业拍、进阶拍、初学拍和儿童拍。其产品线非常丰富，适合各种类型和年龄段的网球运动者。消费群体既包括职业选手，也包括业余选手。产品秉承极简美学概念，经典纯粹。在众多网球重大赛事上都能看到Wilson的品牌和产品。

6) 阿托米克(Atomic): Atomic于1944年在奥地利创立，拥有全球较大的冬季运动装备生产市场，产品包括高山滑雪板，越野板和单板等全线产品。其双板滑雪界被熟知的品牌，代表了该领域的较高水准。Atomic有如下运动子品牌：Atomic 高山滑雪板、高山滑雪鞋、固定器、越野滑雪板和单板，DYNAMIC 高山滑雪板，VOLANT高山滑雪板，OCYGEN滑雪单板和KOFLACH攀岩运动装备。

7) 必确(Precor): 美国跑步机和健身设备品牌 Precor成立于1980年，总部位于美国西雅图，2002年被Amer Sports集团收购。品牌定位高端健身器械，提供个性化的健身体验，制造符合人体工学的产品。产品系列包括有氧设备、力量设备和EFX椭圆训练机。客户群体包括健身俱乐部、酒店和水疗中心、大学和个人。Precor与室内自行车创建者Spinning达成合作，推出室内自行车设备系列。此外，Precor还收购了Queenax品牌，将业务拓展到功能培训类。2018年Precor与其中国首批代理商之一的力动康体达成健身器材的战略合作，将进一步拓展中国市场。

8) 马威克(Mavic): 于1889年由Leon和Laurent Vielle兄弟俩创立，由一家做五金的小商铺起家到十年之后开始做小童车、铝挡泥板，后进入自行车产业，定位高端自行车装备品牌。从上世纪50年代（1952年），马威克开始赞助很多大型公路自行车赛事，后进入山地车产业，满足不同选手骑行需要。专业生产自行车轮组、骑行鞋等配件的法国品牌。1996年亚特兰大奥运会山地赛事冠军，便是使用Mavic的第一个山地轻量化轮组。马威克一直致力于新产品，新技术的研发和创新，攻破自行车轮组和骑行装备包多个技术难题，先后开发了全碳冰上用车、山地轻量化轮组和真空碳幅条，以独特的设计优化自行车的结构，减少阻力，始终寻求技术上的新突破。

不同于收购FILA在大中华地区的经营权，安踏牵头的财团此次收购了Amer Sports的股权，这意味着公司在品牌资源的运作上拥有更大的主动权。Amer Sports

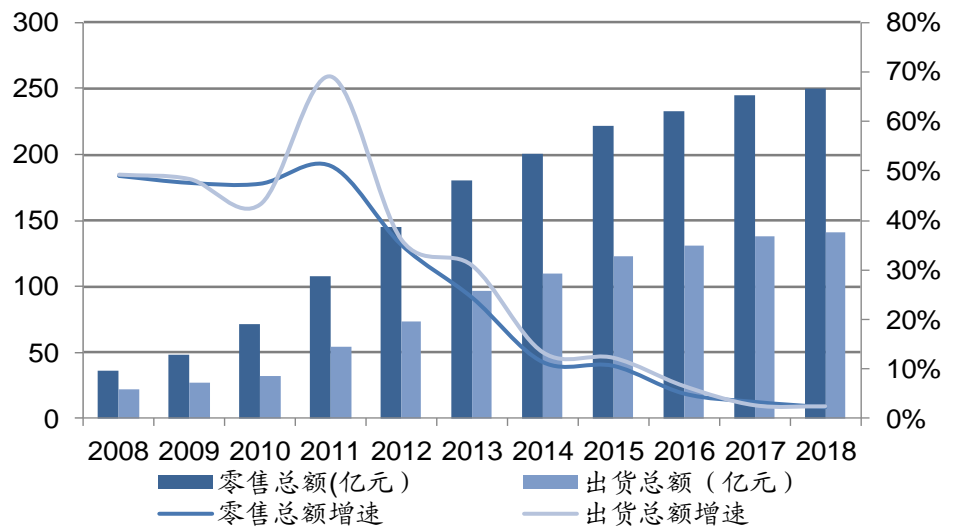
目前主要的营业收入来自于欧洲和美洲市场，但是在亚洲市场的营业收入占比较小。Amer旗下的许多品牌在其细分的户外子行业里都是排名前列的头部品牌，在户外爱好者中享有出色的口碑。这些品牌的行业地位和知名度要高于安踏此前收购的海外品牌。而安踏已经证明了自身在国内市场的品牌运作能力，因此通过收购获得这些头部品牌资源，使得安踏能够通过这些品牌打开众多户外细分行业的市场。

4. 中国户外行业回暖将为 Amer Sports 带来发展契机

4.1 中国户外行业调整期接近尾声，有望迎来新一轮增长

户外行业自2014年开始进入调整期：中国户外行业的发展历史较短，在2003年时，我国户外行业的市场规模仅为5亿元。在2014年之前，户外用品市场规模经历了快速增长，并分别在2011年和2014年超过100亿元和200亿元。户外行业的爆发式增长导致了国内户外市场出现鱼龙混杂的局面，具体表现为行业内涌现出大量同质化的中小品牌，同时渠道数量的迅速扩张也导致了户外行业供大于求的局面。在2014/15年，户外用品市场零售规模的增速大幅下滑到11.3%和10.5%，并在2016-18年间继续下滑至低单位数增长，户外行业开始进入调整期。

图15：中国户外用品市场规模

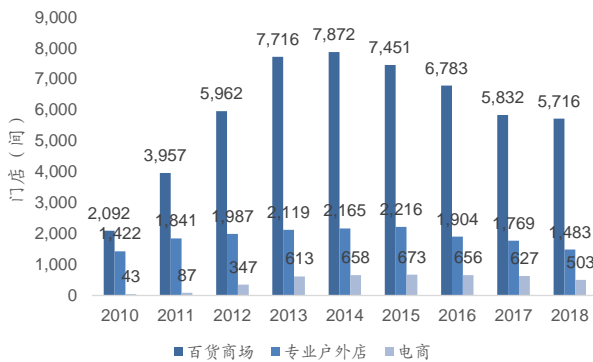


数据来源：中纺协户外分会，广发证券发展研究中心

但是我们认为户外行业的调整期已经接近尾声：我们认为目前我国户外行业的调整已经接近尾声。从渠道来看，户外用品的零售渠道自2014年开始持续收缩。在2014年，户外用品在百货商品，专业户外以及电商平台的店铺数量分别为7872、2165和658个，但是在2018年，这些渠道的店铺数量已经分别下降至5716、1483及503个，下滑幅度分别为27%、32%及24%。但是在2015-18年，户外品牌的百货渠道数量分别减少421个/668个/951个/116个，下降的幅度在2018年已经明显减少。同时在2011年至2016年之间，我国户外行业的出货总额增速要快于零售总额的增速，这

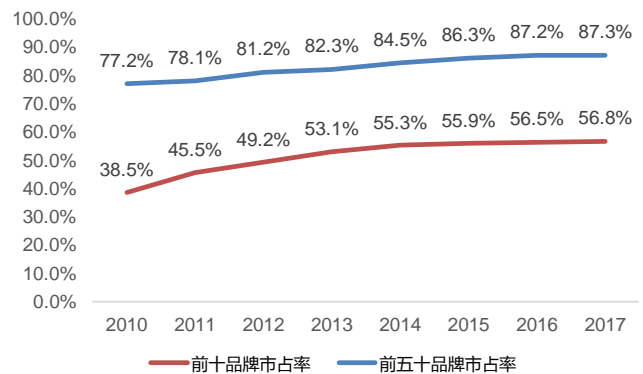
通常意味着户外零售渠道内的存货在增加。但是在2017/18年，户外产品的零售总额已经略快于出货总额的增速，这意味着行业的渠道水平已经开始下降。同时从品牌端来看，头部品牌的市场集中度持续提升。在2010年至2017年间，户外用品行业前十名品牌的市占率由38.5%提升至56.8%，前五十年品牌的市占率由77.2%提升至87.3%。虽然在2018年，我国户外市场中的品牌数量仍然有935个，仅较2014年的945个略有下降，但是头部品牌的市占率的提升意味着大量中小品牌的份额正在明显下降。这些在户外行业快速增长时期中涌现出来的中小品牌往往研发能力较弱，产品同质化程度比较高，在行业调整期中已经开始逐步退出。

图16: 户外产品渠道数量自14年开始持续下降



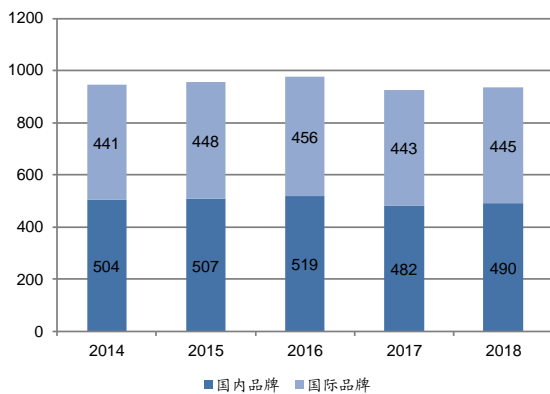
数据来源: 中纺协户外分会, 广发证券发展研究中心

图17: 户外行业品牌集中度持续提升



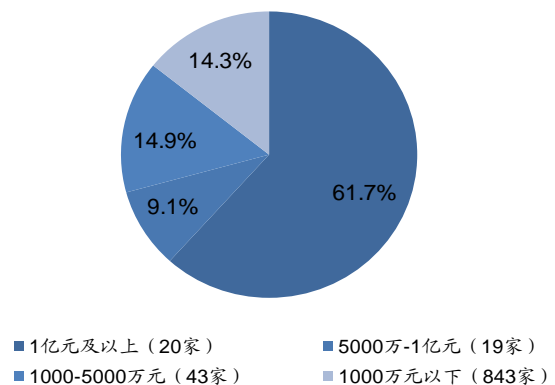
数据来源: 中纺协户外分会, 广发证券发展研究中心

图18: 户外品牌数量



数据来源: 中纺协户外分会, 广发证券发展研究中心

图19: 2018年户外品牌集中度(按品牌出货额)



数据来源: 中纺协户外分会, 广发证券发展研究中心

4.2 Amer Sports 拥有众多头部户外品牌, 有望受益于行业复苏

国内多数户外品牌在行业调整期中进行了打折去库存, 伤害了品牌形象。在2014年至今, 我国户外行业经历了较为漫长的调整, 大量的低效户外产品店铺被关闭, 同时过剩的渠道存货也导致了行内大多数品牌都被迫进行了长期的打折促销来降低存货水平。在清库存阶段长期采取打折的营销策略, 伤害了这些品牌的品牌形

象。虽然现在行业去库存的阶段已经接近尾声，但是修复品牌形象和推广新品的难度较大。

我们认为安踏通过Amer Sports旗下的头部户外品牌资源，将能够从户外行业的复苏中受益：国内现有户外市场品牌主要包括探路者、TheNorthFace（北面）、Columbia（哥伦比亚）、Jack Wolfskin（狼爪）和Camel（骆驼）等。其中，探路者是中国品牌，定价相对较低，产品质量与国际一线户外品牌仍有一定差距。而北面、哥伦比亚、狼爪和骆驼几个品牌定位相似，是全球中高端户外休闲用品生产商，但是品牌口碑仍然和行业顶级的萨洛蒙和始祖鸟有一定差距。萨洛蒙和始祖鸟产品功能性强，且国际知名度高，在专业户外运动爱好者中享有良好口碑。因此我们认为安踏将能够通过这些头部户外品牌切入户外行业，尤其是户外行业的中高端市场。

表 3: Amer Sports 旗下拥有众多头部户外品牌

品牌名称	中文	创立年份	国家	主要细分行业	行业地位
Salomon	萨洛蒙	1947 年	法国	户外/滑雪	截至 2015 年，越野跑鞋全球市占率第一；传统户外鞋和徒步鞋欧洲市占率第一、全球第二；
Arc'teryx	始祖鸟	1989 年	加拿大	户外	世界顶级户外品牌，硬壳冲锋衣行业顶尖
Peak Performance		1986 年	瑞典	时尚运动	北欧最大的户外运动时装品牌之一
Precor	必确	1980 年	美国	健身器材	超过 90 个国家的五星级酒店和健身机构的合作商，商用跑步机龙头品牌
Atomic	阿托米克	1944 年	奥地利	滑雪装备	全球十大滑雪板品牌之一
Suunto	颂拓	1936 年	芬兰	运动手表	运动手表主要供应商之一，全球市场市占率仅低于苹果、Fitbit、三星和 Garmin 几个品牌
Wilson	威尔胜	1913 年	美国	网球/篮球	截至 2018 年，全球市场网球拍市占率第一，三大网球拍制造商之一，其他两个品牌为百宝力和海德
Mavic	马威克	1889 年	法国	自行车	高端自行车轮组品牌的主要市场竞争者之一

数据来源：公司公告，各品牌官网，广发证券发展研究中心

5. 盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利做出如下假设。由于公司牵头的财团对于Amer Sports的收购尚未完成交割，同时公司尚未披露对于Amer Sports旗下品牌的发展规划，因此我们目前的盈利预测中尚未包括Amer Sports的业绩贡献，以及收购Amer Sports所增加的财务费用。

营业收入：我们认为公司2019/20年的营收增长将主要来自于主品牌安踏以及FILA品牌的营收增长。其中，我们认为主品牌安踏的营收增长将继续来自于线下门店的店铺升级所驱动的同店销售增长，电商渠道的销售增长以及安踏童装的增长。而FILA品牌的销售额在2019年仍然将继续保持高速增长的势头。我们认为FILA品牌仍有可观的门店拓展空间。同时FILA品牌在2018年新增的566家门店中超过70%都是在下半年开设的，而这些门店在经过半年的经营爬坡之后将推动2019年FILA品牌的销售

额增长；

毛利润：我们认为公司的毛利率在19-21年将继续改善。这主要是因为FILA品牌的毛利率高于主品牌安踏，因此随着FILA品牌营收占比的继续提升，公司的毛利率将继续改善。因此我们预计公司毛利润的增速将略快于营业收入的增速。

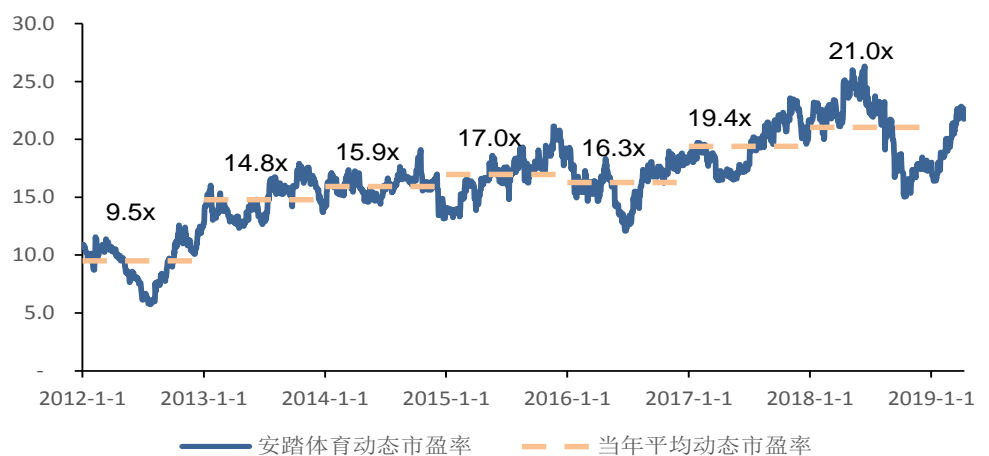
净利润：我们预计公司的净利润增长将主要由毛利润增速所驱动。但是由于公司的营收增长将受益于同店销售额的快速增长，因此我们预计公司的租金费用和营销费用率将略有降低，这将使得净利润的增速略快于毛利润增速。

投资评级

自2012年至今，安踏体育的动态市盈率（基于彭博一致盈利预测）估值中枢呈上升趋势。我们认为这反应了两方面的因素：1）运动服饰行业自12年的行业周期底部逐步复苏，行业景气度的提升有助公司估值中枢的提升；2）公司成功将FILA品牌扭亏为盈并且成为公司业绩增长的重要推动因素，这使得公司成为国内运动品牌中唯一证明了自身多品牌运营能力的上市公司。多品牌运营能力提升了公司的业绩增长空间，市场给予公司管理能力以估值溢价。

我们认为公司的估值中枢将会继续提升。因为1）我们认为运动服饰行业的景气度仍然将维持在较高的水平上，并且行业集中度将会继续提升，而公司作为龙头将会收益；2）公司收购Amer Sports带来更多头部的运动及户外品牌。而户外行业的调整已经接近尾声。公司将可能通过Amer Sports旗下品牌在国内的发展而从户外行业的复苏中收益，进一步提升业绩增长空间。我们认为公司的估值中枢将会继续上升至23.0x。据此计算，我们认为公司股票的合理价值为65.8港币，对应2020年P/E为23.0x。

图20：安踏体育动态市盈率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心；动态市盈率基于彭博一致盈利预测

6. 风险提示

6.1 FILA 收入增速不及预期的风险；

FILA品牌的营收增长是公司业绩增长的重要驱动因素。FILA品牌营收的快速增长来自于店效的提升，渠道数量的增加，以及电商营收的高速增长。如果FILA品牌的营业收入增速不及预期，那么会对公司的盈利预测以及估值水平带来负面影响；

6.2 对于 Amer Sports 的整合不及预期的风险；

公司通过对于Amer Sports的收购，将可以切入户外市场，带来更大的业绩成长空间。但是考虑到Amer Sports体量也很大，公司对于Amer Sports的整合有可能不及预期。

6.3 运动服饰行业景气度下行的风险

如果运动服饰行业出现渠道过度扩张，或者需求增速放缓等现象。那么运动品牌则可能面临零售折扣幅度增加等导致行业竞争加剧的风险；

财务摘要

截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	13,346	16,692	24,100	30,123	35,850	42,903
安踏主品牌	10,543	11,985	14,460	17,070	19,457	22,018
其他品牌	2,803	4,707	9,640	13,053	16,393	20,885
销售成本	-6,887	-8,451	-11,413	-13,858	-16,230	-19,219
毛利	6,459	8,241	12,687	16,265	19,620	23,683
经营费用	-3,256	-4,252	-6,987	-8,763	-10,599	-12,906
经营利润	3,203	3,989	5,700	7,503	9,021	10,777
息税折旧摊销前利润	2,857	3,399	4,205	6,001	7,851	9,410
净利息收入/费用	108	322	65	169	172	219
其他收入	0	0	0	0	0	0
特殊项目前利润	3,311	4,311	5,765	7,672	9,193	10,996
特殊项目	0	0	0	0	0	0
税前利润	3,311	4,311	5,765	7,672	9,193	10,996
所得税拨备	-866	-1,152	-1,533	-2,040	-2,445	-2,924
少数股东权益	59	71	131	162	174	191
净利润	2,386	3,088	4,101	5,470	6,575	7,881
每股收益-报告值 (元人民币)	0.95	1.17	1.53	2.04	2.45	2.94
每股收益-摊薄后 (元人民币)	0.95	1.17	1.53	2.04	2.45	2.93
派息率	70.2%	70.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%

同比变化

收入	20.0%	25.1%	44.4%	25.0%	19.0%	19.7%
安踏主品牌	13.9%	13.7%	20.6%	18.0%	14.0%	13.2%
其他品牌	49.9%	68.0%	104.8%	35.4%	25.6%	27.4%
毛利	24.6%	27.6%	54.0%	28.2%	20.6%	20.7%
经营利润	18.8%	24.5%	42.9%	31.6%	20.2%	19.5%
税前利润	17.0%	30.2%	33.7%	33.1%	19.8%	19.6%
净利润	16.9%	29.4%	32.8%	33.4%	20.2%	19.9%

资产负债表

截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等值物	5,830	6,968	9,284	9,220	11,612	14,446
已抵押存款和银行存款 (三个月)	1,687	2,586	2,470	2,470	2,470	2,470
应收账款	2,641	3,733	4,638	6,430	7,652	9,158
应收关联人士款项	0	0	0	0	0	0
存货	1,295	2,155	2,892	3,526	4,131	4,895
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
流动资产	11,453	15,442	19,284	21,849	26,151	31,082
在建工程	157	706	749	749	749	749
物业、厂房及设备净值	1,170	1,203	1,787	1,700	1,710	1,698
租赁预付款项	342	431	421	411	401	391
无形资产	478	705	685	645	604	563
总资产	14,224	19,074	24,374	26,598	30,776	35,817
银行贷款	938	148	1,244	1,244	1,244	1,244
应付账款	3,060	3,978	5,633	4,851	5,257	5,769
应付关联人士款项	7	19	21	85	101	121
控股股东垫款	0	0	0	0	0	0
应付税项	267	353	650	650	650	650
应付股息	0	0	0	0	0	0
流动负债	4,273	4,498	7,548	6,829	7,252	7,783
长期贷款 (除去本年到期)	0	0	70	0	0	0
其他长期负债	40	0	0	0	0	0
递延税项负债	14	215	236	236	236	236
非流动负债	55	215	306	236	236	236
股本总额	243	259	259	259	259	259
留存收益	9,306	13,447	15,518	18,530	22,151	26,491
股东权益总额	9,549	13,706	15,777	18,789	22,410	26,750
少数股东权益	348	654	743	743	878	1,047
负债及权益总额	14,224	19,074	24,374	26,598	30,776	35,817

现金流量表

截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,386	3,088	4,101	5,470	6,575	7,881
折旧及摊销	226	250	342	389	429	475
其他非现金项目	9	-68	-18	46	0	0
营运资金变动	-298	-242	-199	-3,208	-1,421	-1,758
经营净现金流	2,322	3,028	4,226	2,697	5,583	6,598
短期投资	16	-790	328	0	0	0
资本支出	-518	-534	-772	-367	-389	-412
卖出/购买物业、厂房及设备所付	2	-4	1	0	0	0
其他投资	121	-141	-363	0	0	0
投资净现金流	-369	-1,425	-987	-367	-389	-412
融资前现金流	1,953	1,603	3,239	2,330	5,194	6,186
流动负债净变化	-414	-1,458	1,346	0	0	0
增加股本	115	41	4	0	0	0
控股股东/关联方垫款	473	3,390	-19	64	152	189
股息	-1,572	-1,976	-2,468	-2,457	-2,954	-3,541
融资净现金流	-1,398	-2	-1,136	-2,393	-2,802	-3,352
现金流变动	555	1,601	2,102	-63	2,392	2,834
汇率变动	109	-463	214	0	0	0
期初现金	5,165	5,830	6,967	9,283	9,220	11,612
期末现金	5,830	6,967	9,283	9,220	11,612	14,445

比率分析

截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利指标						
毛利率	48.4%	49.4%	52.6%	54.0%	54.7%	55.2%
经营费用率	-24.4%	-25.5%	-29.0%	-29.1%	-29.6%	-30.1%
经营利润率	24.0%	23.9%	23.7%	24.9%	25.2%	25.1%
息税折旧摊销前利润率	25.5%	25.2%	24.9%	26.1%	26.2%	26.1%
净利率	17.9%	18.5%	17.0%	18.2%	18.3%	18.4%

回报率指标

平均股本回报率	26.3%	26.6%	27.8%	31.6%	31.9%	32.1%
平均资产回报率	16.8%	16.2%	16.8%	20.6%	21.4%	22.0%
投资回报率	23.2%	24.3%	25.3%	28.3%	29.0%	29.4%

效率指标 (期末值)

资产周转率	0.94	0.88	0.99	1.13	1.16	1.20
应收账款周转天数	66	70	63	67	72	72
存货周转天数	61	75	81	85	86	86
应付账款周转天数	134	152	154	138	114	105

流动性/杠杆指标

财务杠杆	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
流动比率	2.7	3.4	2.6	3.2	3.6	4.0
速冻比率	2.0	2.4	1.8	2.3	2.7	3.0
现金比率	-0.69	-0.69	-0.66	-0.56	-0.57	-0.59
净债务权益比	-0.69	-0.69	-0.66	-0.56	-0.57	-0.59

每股估值指标

每股收益 (人民币)	0.95	1.17	1.53	2.04	2.45	2.93
每股收益 (港币)	1.12	1.35	1.80	2.40	2.96	4.10
每股股息	0.67	0.83	0.69	0.92	1.10	1.32
每股净资产	3.82	5.19	5.88	7.00	8.35	9.96

估值指标

市盈率 (x)	49.3	40.1	30.7	23.0	19.1	16.0
市净率 (x)	12.29	9.02	7.97	6.69	5.61	4.70
EV/EBITDA (x)	23.9	20.2	13.9	10.7	8.4	5.7
股息率 (%)	1.9%	2.3%	1.9%	2.6%	3.2%	4.4%

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘娇：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。