证券研究报告 • 上市公司简评　　服装家纺

收入/毛利率/归母净利润创新高，FILA 持续高增，两大品牌库存健康

安踏体育（02020）

事件

公司公布 2018 年中报，上半年实现营业收入 105.5 亿元，同比增长 44.1%；营业利润 26.89 亿元，同比增长 41.7%；归母净利润 19.45 亿元，同比增长 34.0%。

公司派发中期股息每股 50 分港币，同比增加 22.0%，公司派发股息 11.70 亿元，占上半年归母净利润 60.1%。

简评

FILA 超预期，Q2 增速高于 Q1，主品牌继续稳健增长

2018H1 公司营业收入突破百亿，创半年收入新高，增速达 44.1%，同比大增 24.9 个 pct。从品类看，服装销售收入实现同比 64.6%强劲增长至 60.65 亿元，占整体收入比例提升 7.2pct 至 57.5%，带动收入高增。鞋类收入同比增长 21.3%至 41.08 亿元，配饰收入同比增长 51.3%，增速同比大幅提升。

品牌上，FILA 在 Q2 维持了 Q1 高速增长势头，为整体收入增长提供主要驱动力。具体来看，**安踏主品牌**（包括成人和儿童）上半年净开店 183 家至 9650 家，其中成人约 7100 家，儿童店约 2500 家。品牌 Q2 收入同比低双位数增幅，增速同比因去年 Q2 高基数（20%-30%）有所下滑，亦低于 Q1 约 20-25%的增幅，主要因暖冬、春节滞后等因素利好 Q1 销售。上半年整体收入实现高双位数增幅，安踏儿童收入增速超 40%，电商增速超 30%，电商占品牌整体收入 20%+。

FILA 加快线下扩张，上半年净开店 162 家至 1248 家（主品牌约 900 家，FILA KIDS 约 300 家，FILA FUSION 有 34 家），净开店数同比增加近 100 家，主要开店集中在两个副品牌，以及主品牌下沉至三线城市。品牌在国内市场迎来高增期，Q2 收入实现同比 85%+增长，高于 Q1 的 80%-85%增速，超出预期。主要因主品牌店效提升，两个副品牌扩展效果超预期也有所贡献。

随着消费升级和运动时尚逐渐风靡，FILA 作为代表性品牌，产品品质和辨识度均较高，满足个性化需求，品牌风格知名度、消费者认可度近年来都得到显著上升。

DESCENTE 上半年净开店 21 家至 85 家，除主力滑雪系列

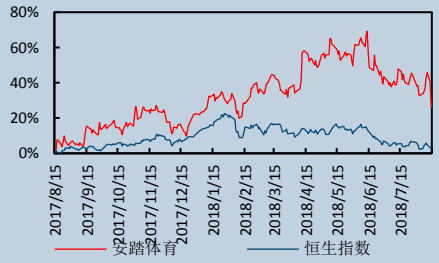
维持　　买入

花小伟
huaxiaowei@csc.com.cn
010-85156325
执业证书编号：S1440515040002
香港牌照：BJU617
史琨
shikun@csc.com.cn
010-65608483
执业证书编号：S1440517090002

发布日期：　2018 年 08 月 15 日

当前股价：　36.50 港元

股价表现



相关研究报告

18.05.24	【中信建投纺服】安踏体育深度报告：站在千亿市值，永不止步（更新）
18.05.23	【中信建投纺服】安踏体育深度报告：站在千亿市值，永不止步

外，还引进了综训、跑步、女子共四个系列，逐步完善公司对于品牌在国内的定位。目前 DESCENTE 库存相对较高，但同比和环比亦均有较大改善，公司仍在对其产品结构、供应链速度、产品组合等进行整理。类比 FILA 发展初期，预计品牌基础坚实之后店效实现显著提升，整体运营和库存情况迎来较大改善。

其余新品牌目前亦处于培育、调整状态，投入在可控范围，收入占比较低，但由于去年低基数，18H1 亦对整体收入带来正向推动。KOLON SPORT、KINGKOW 由于此前经营状况不佳，公司对品牌门店、管理架构仍在升级改进的过程中，18H1 末店铺分别为 189 家（中国）、63 家（全球）。SPRANDI 专注鞋类运动时尚及休闲，定位中低端，18H1 末国内店铺 81 家。各新品牌在 Q2 除安踏外品牌收入增速中贡献约 5-10 个 pct（合计 90%-95%、FILA 增长 85%）。

毛利率创新高，广宣费增长影响经营溢利率，直营占比提升拉高存货周转天数

18H1 公司综合毛利率同比提升 3.7 个 pct 至 54.26%，创历史新高，集团成本管控水平实现提升。分品牌看，安踏主品牌虽然由于去年原材料价格相对较低，使得 18H1 批发毛利率略有下降，但电商销售占比升高，其毛利率高于批发，因此整体安踏品牌毛利率有所提升。FILA 采取直营所以毛利率更高，品牌收入占比提升拉动整体毛利率。

费用率方面，上半年销售费用率同比提升 5.28 个 pct 至 25.61%，其中广告与宣传费用率同比增长 2.4 个 pct 至 11.7%，主要由于公司去年下半年与中国奥委会和北京奥组委重新签订了未来八年的合约，18H1 增加了与之相关的赞助开支，同时 FILA 直营开店加快，相关终端营销及宣传活动开支亦有所增加。结合收购新品牌尚在培育期的影响，虽然毛利率同比提升，但经营溢利率下降 0.4pct 至 25.5%。单看安踏和 FILA，其经营净利润率是上升的。

归母净利润率下降 1.4pct 至 18.4%，除经营溢利率下降的影响，主要由于 2018H1 产生净汇兑亏损 1027.3 万元，而去年同期为净汇兑利得 5216.5 万元。

存货方面，18H1 末存货金额同比增加 5.5%至 22.74 亿元，存货周转天数同比上升 15 日至 83 日，增幅较大主要由于 FILA 增长带来直营占比增加，FILA 直营存货周转天数较高（100 余天），拉高了整体平均周转天数。总体来看，安踏和 FILA 两大品牌库存情况同比有所改善，库销比分别低于 4 倍、低于 5 倍，同比均有所下降，FILA 库存周转天数从 140+天降至 120+天，处于健康水平。横向对比看，公司存货周转天数亦低于李宁（18H1 为 84.2 天）、耐克（18 财年 91 天）、阿迪达斯（18 财年 128 天）。

FILA 高增长+新品牌原库存增加库存资金占用，原材料提前采购，共致经营现金流同比下滑

现金流方面，18H1 经营活动现金流入净额 14.76 亿元，同比下降 28.3%，低于归母净利润约 4.69 亿，主要由三个原因导致：

1、直营库存较多，库存占用资金流出增加，对现金流有所影响。上半年 FILA 新开店较多，新店需要 4-5 月的铺货，同时店效提升带来库存增加，对资金有一定的占用；

2、18H1 原材料价格波动大，采购预付款较以往更早、更多。以羽绒原料为例，羽绒服是 Q4 产品，原材料多于 6、7 月采购。但今年由于环保等原因价格波动大，为降低风险，公司从春节起就开始着手采购羽绒原料，供应商预付款增加资金占用。这部分现金流出增加是阶段性、一次性的，下半年预计将会减少；

3、新收购品牌带有原来的库存，占用一定资金，没有资金净流入。

安踏/FILA 下半年有望保持增速，年轻品线承担开店主动力，主品牌终端形象、店铺面积升级

安踏和 FILA 目前库存情况健康，订货会与补单情况显示信心充足，下半年有望保持上半年增速（安踏 15%-20%，FILA 85%-90%）。开店情况上，安踏预计 18 年末增至 9700-9800 家，主要来自儿童店，儿童店预计新增 100-200 家。

FILA 将继续推动一场多店，提升终端收入增速，至 18 年末店铺预计增至 1400-1500 家，较 17 年末设定目标提升 100 家左右，品牌扩张超预期。其中预计 FILA 主品牌增加 100 家，FILA KIDS 和 FILA FUSION 分别增加几十家。未来开店趋势看，FILA 主品牌目标开到 1400-1500 家（18 年末预计达到 1000 家），开店速度将慢于两个副品牌，但会着重开店面积。因此未来对于 FILA 不仅通过两个新品牌外延拉动，还会通过主品牌开大店、提店效带来量的拉动。

FILA FUSION 目前店效比主品牌低，客单价 1000 元左右，主品牌为 1300 元左右。主品牌店面积平均 150 平米左右，FILA FUSION 要小约 20%。上半年店铺 34 家，年末有望达到 70-80 家，考虑到潮牌在年轻人中接受度迅速提高以及 FILA 的品牌口碑，预计未来开店保持强劲增长。整体看，结合 18H1 高增态势以及开店计划，我们预计 FILA 品牌从 2018 至 2020 年收入复合增长率有望达到 50%，看好品牌加速扩张前景。

投资建议：公司 2018H1 迎来在港上市以来最佳业绩表现，收入、毛利率、归母净利润均创历史新高。FILA 在 Q2 收入增长较 Q1 更高，带动直营占比提升，对存货周转天数及存货占用资金方面带来影响，经营性现金流有所下滑。目前安踏、FILA 库存均呈现改善且处于健康水平，公司周转亦优于同业，随着 FILA 开店、库存增长正常化，以及一次性采购支出减少，现金流情况预计实现好转。18H2 两大主品牌增长维持 H1 增速信心充足，

基于上半年公司业绩超预期增长，我们调高公司盈利预测，预计 2018、2019 年归母净利润为 38.9、49.0 亿元，EPS 为 1.45、1.82 元/股，对应的 PE 分别为 22X、18X，安踏的估值溢价，源于运动鞋服行业高景气度以及中国广阔的市场空间，行业龙头竞争强者恒强，以及多品牌带来的业绩增长高确定性，维持“买入”评级。

风险因素：多品牌战略推进不及预期、店效增速不及预期、电商增速放缓、国外龙头加快下沉形成与主品牌竞争面扩大等。

附表 1：安踏体育 2018-2019 财年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表				现金流量表			
截至 12 月底	**2017**	**2018E**	**2019E**	**截至 12 月底**	**2017**	**2018E**	**2019E**
收入	16,692	21,128	25,583	**息税前利润**	**4,137**	**5,550**	**6,856**
销售成本	(8,451)	(10430)	(12583)	折旧与摊销	(250)	(291)	(337)
毛利	8,241	10698	13000	净利息费用/收益	(155)	(124)	(111)
销售及营销开支	(3,809)	(4754)	(5674)	所得税费用	(1,152)	(1,451)	(1,804)
行政开支	(901.0)	(1183)	(1351)	营运资本调整	(1,826)	(305)	(941)
其他收益及利得净额	607	789	955	其他	2,736	1,446	1,560
息税折旧摊销前利润	**4,388**	**5841**	**7268**	**经营性现金流**	**3,491**	**4,825**	**5,223**
折旧与摊销	250	291	337	资本开支	(575)	(500)	(500)
息税前利润	**4,137**	**5550**	**6931**	收购	-	-	-
净利息费用/收益	155	124	111	资产处置	-	-	-
非经常项目	19	5	7	其他	(1,232)	(966)	(1,011)
合资和附属公司	-	0	0	**投资性现金流**	**(1,806)**	**(1,466)**	**(1,511)**
除所得税前利润	**4,311**	5431	6827				
所得税费用	(1,152)	(1451)	(1824)				
少数股东权益	(71)	(86)	(103)	运营效率			
净利润	**3,088**	**3894**	**4900**	股利	(120)	(119)	(189)
经调整净利润	**3,076**	**3891**	**4895**	发行股数	3,306	-	-
基本每股盈利（元人民币）	1.15	1.45	1.82	负债调整	(790)	(148)	-
经调整基本每股盈利（元人民币）	1.15	1.45	1.82	其他	(2,399)	(1,524)	(1,707)
稀释后每股盈利（元人民币）	1.15	1.45	1.82	**融资性现金流**	**(2)**	**(1,791)**	**(1,896)**
经调整稀释后每股盈利（元人民币）	1.15	1.45	1.82	**现金调整**	**1,682**	**1,569**	**1,816**
每股股息（元人民币）	1.15	1.45	1.82	年初现金及现金等价物	5,830	6,968	8,537
				年末现金及现金等价物	7,512	8,537	10,352
				自由现金流	**836**	**3,586**	**3,948**
资产负债表				**主要比率**			
截至 12 月底	**2017**	**2018E**	**2019E**	**截至 12 月底**	**2017**	**2018E**	**2019E**
现金	6,968	8537	10352	**营运比率**			
短期投资	-	0	0	毛利润率(%)	49.4	50.6	50.8
应收账款	3,733	3930	4346	息税前利润率（%）	24.8	26.3	27.1
库存	2,155	2243	2717	息税折旧摊销前利润率（%）	26.3	27.6	28.4
其他流动资产	2,586	2,586	2,586	有效税率 (%)	26.7	26.7	26.7

流动资产总值	**15,442**	**17296**	**20002**	收入增长率 (%)	25.1	26.6	21.1
财产、厂房和设备	1,203	1412	1575	净利润增长率 (%)	29.4	26.1	25.8
无形资产	705	855	955	经调整净利润增长率（%）	28.8	26.5	25.8
合资和附属公司	-	0	0	经调整基本每股盈利增长率（%）	20.1	26.5	25.8
其他长期资产	1,724	3,449	5,479	每股股利增长率（%）	(80.0)	26.1	25.8
非流动资产总值	**3,632**	**5717**	**8009**	**流动资金比率**			
资产总值	**19,074**	**23013**	**28011**	股本回报率 (%)	32.0	33.5	32.5
短期债务	148	0	0	资本回报率(%)	22.4	22.3	21.9
应付账款	3,978	4089	4154	资产周转率 (x)	0.9	0.9	0.9
其他流动性负债	373	465	573	营运现金/息税前利润 (x)	0.8	0.9	0.8
流动性负债总值	4,498	4553	4727	折旧/资本开支 （x）	(0.4)	(0.6)	(0.7)
长期债务	-	0	0	库存周转天数	74.3	78.5	78.5
递延税	215	271	337	应收账款周转天数	69.5	67.9	62.0
可转债	-	0	0	应付账款周转天数	152.0	143.1	120.0
其他长期债务	-	0	0	**杠杆比率**			
非流动性负债总值	215	271	337	净负债/权益 (%)	(49.8)	(48.9)	(46.8)
负债总值	**4,714**	**4824**	**5064**	净负债 / 折旧摊销息税前利润 (x)	(1.6)	(1.5)	(1.4)
				利息覆盖率 (x)	26.8	44.6	61.7
股东资金	13,706	17449	22104	流动比率 (x)	3.4	3.8	4.2
少数权益	654	740	843	**估值**			
负债和权益总值	**19,074**	**23013**	**28011**	市盈率 (x)	28.0	22.1	17.6
				市盈率(x) - 完全稀释经调整每股盈利	28.0	22.1	17.6
净现金/（负债）	6,820	8537	10352	企业价值倍数 (x)	28.0	22.1	17.6
				市帐率 (x)	18.2	13.4	10.5

资料来源：WIND，中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 qiuji@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859