

审慎增持（维持）

## 多品牌扩渠道重研发，核心壁垒牢固

2018年9月16日

## 市场数据

日期	20180914
收盘价(港元)	35.60
总股本(亿股)	26.80
总市值(亿港元)	955.8
净资产(亿港元)	171.45
总资产(亿港元)	244.83
每股净资产(港元)	6.39

## 相关报告

安踏体育(2020.HK)-跟踪报告-多品牌全渠道共同推进,剑指千亿流水-20170714

安踏体育(2020.HK)-跟踪报告-1H17多品牌延续高增长,盈利性高于预期-20170815

安踏体育(2020.HK)-跟踪报告-多品牌全渠道成就收入高增长,2H17盈利性回落-20180302

安踏体育(2020.HK)-跟踪报告-多品牌全渠道推动收入持续增长,1H18盈利性符合预期-20180814

## 海外消费研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王源

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190118060055

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,692	20,584	25,901	32,639
同比增长(%)	25.1	23.3	25.8	26.0
归母净利润(百万元)	3,088	3,799	4,782	6,051
同比增长(%)	29.2	22.5	25.4	26.2
毛利率(%)	49.4	49.3	50.2	50.9
净利润率(%)	18.5	18.5	18.5	18.5
净资产收益率(%)	23.0	25.3	25.9	26.4
基本每股收益(元)	1.17	1.44	1.81	2.20

## 投资要点

- **维持审慎增持评级,目标价 40.92 港元:** 预计公司 2018/19/20 年实现收入 205.8/259.0/326.4 亿元,同比+23.3%/25.8%/26.0%,实现归属母公司净利润 37.9/47.8/60.5 亿元,同比+22.5%/25.4%/26.2%。我们看好公司的鞋底技术研发、多元化品牌矩阵、全渠道发展优势壁垒,公司持续推进多元化品牌、研发科技投入、均衡发展国内销售市场以及对海外市场的探索,综合优势不断增强,市场份额有望不断提高。给予公司股票目标价 40.92 港元,对应 2018 年 PE 为 21.5x,目标价相比现价有 14.9% 的涨幅,维持“审慎增持”评级。
- **“多品牌+全渠道”持续拓展国内市场,多品类均衡发展:** 与 Nike 发展思路类似,安踏体育依托安踏成人、安踏儿童、NBA、迪桑特、FILA、FILA KIDS 等品牌,通过街铺、商场、百货公司、Outlets 以及电商等渠道实现从大众到高端市场、从功能性产品到时尚体育用品、从成人市场到儿童市场的覆盖。此外,公司鞋类、服装及配饰三大品类持续发展,2017 年分别占营收 42%、55% 和 3%。同时,2017 年公司门店总数为 10,617 家,预计 2018 年将增至 11,650 家,其中新开门店主要为 FILA 和其他新品牌。
- **重视科技研发,尝试开拓海外市场:** 与 Nike 加固“护城河”措施类似,安踏体育自上市以来重视研发投入,2017 年公司研发开支占营收比重约为 5.7%。公司注重鞋底科技及功能性性能产品开发,先后推出 A-FLASHFOAM 闪能科技跑鞋系列 1.0 及 2.0。此外,公司尝试开拓海外市场。2018 年 3 月安踏 KT3 Rocco 在美国开启了限量销售,且销售效果收效甚好。我们预计公司未来将逐渐开拓海外市场业务,打造全球品牌。
- **经营效率持续改善,与外资企业可比,且领跑内资企业:** 一方面,对比外资企业 NIKE,安踏体育经营趋势较好。存货周转次数虽略有下降,但与 NIKE 公司接近,仍处于健康水平。另一方面,对比内资企业,安踏体育各项经营费用率处于均衡水平,仅研发费用率略高于其他企业,存货周转次数处于中枢位置。

**风险提示: 行业竞争加剧,新业务推进不及预期,消费需求疲软,新开门店低于预期,新品牌推广费用超出预期**



## 目 录

1、安踏体育：中国体育用品行业龙头企业 .....	- 4 -
1.1、公司简介：单聚焦、多品牌、全渠道的可持续发展 .....	- 4 -
1.2、发展阶段：聚焦体育用品行业的多元化品牌企业 .....	- 5 -
1.3、股权结构：家族企业且大股东持股比例稳定 .....	- 6 -
2、体育鞋服行业：中美对比看我国行业发展潜力 .....	- 7 -
2.1、行业空间：规模持续增长 .....	- 7 -
2.2、我国行业竞争格局：行业集中度提高，龙头受益其中 .....	- 8 -
2.3、行业成长性：规模持续增长，距“天花板”尚远 .....	- 10 -
3、投资要点：多品牌、扩渠道、重研发是取胜之道 .....	- 14 -
3.1、多元化品牌结构，多样化产品品类 .....	- 14 -
3.2、渠道规模不断扩张，供应链反映快速 .....	- 18 -
3.3、重视研发能力，提高产品科技含量 .....	- 19 -
3.4、以本土市场为核心，尝试开启海外扩张 .....	- 20 -
3.5、经营效率整体保持稳定，行业内表现较好 .....	- 21 -
4、盈利预测与估值 .....	- 26 -
4.1、盈利预测 .....	- 26 -
4.2、估值及评级 .....	- 28 -
5、风险提示 .....	- 29 -
图 1、公司主要产品品牌矩阵：成人品牌及儿童品牌 .....	- 4 -
图 2、2018H1 公司营业收入约为 105.5 亿元且 yoy+44% .....	- 5 -
图 3、2018H1 公司净利润约为 19.4 亿元且 yoy+34% .....	- 5 -
图 4、公司发展历程 .....	- 6 -
图 5、安踏体育股权关系架构图（截至 2018 年 6 月 30 日） .....	- 6 -
图 6、2017 年全球行业规模约为 3000 亿美元且 yoy+6.8% .....	- 7 -
图 7、2017 年全球各国行业规模（亿美元）及增速（%） .....	- 7 -
图 8、2010-2022E 中国体育鞋服行业规模（亿元）及增速（%） .....	- 8 -
图 9、我国体育运动行业位居第一梯队的主流品牌 .....	- 8 -
图 10、2017 年全球体育鞋服 CR5 为 32% .....	- 9 -
图 11、2017 年中国体育鞋服 CR5 为 54% .....	- 9 -
图 12、2017 年我国体育鞋服行业 CR5 为 54% .....	- 9 -
图 13、2017 年中国体育行业结构 .....	- 11 -
图 14、2017 年中国体育人口规模、构成及消费现状 .....	- 11 -
图 15、2007-2016 年我国经常锻炼人口比例（%） .....	- 12 -
图 16、2016 年体育鞋服消费层级（元）及占比（%） .....	- 12 -
图 17、2016 年运动人群体育用品消费项目中体育鞋服消费高达 74% .....	- 12 -
图 18、2016 年运动人群选购体育鞋服时考虑因素排序 .....	- 12 -
图 19、2009-2015 年美国体育用品销售渠道占比（%） .....	- 13 -
图 20、2009-2015 年中国体育用品销售渠道占比（%） .....	- 13 -
图 21、2009-2017 年中国体育运动用品电商销售规模（亿元）及增速（%） .....	- 14 -
图 22、Nike 公司旗下品牌（截至 2017 年底） .....	- 16 -
图 23、2012 年以来安踏鞋服占比趋于均衡 .....	- 16 -
图 24、2004-2017 年安踏体育各品类收入（亿元人民币） .....	- 16 -

图 25、Nike 品牌三大品类：鞋类、服装、器械占收入比例保持稳定 .....	- 17 -
图 26、2007-2017 年公司现金及现金等价物（亿元人民币） .....	- 17 -
图 27、2007-2017 年安踏各品牌门店数量（家） .....	- 18 -
图 28、2009-2017 年 FILA 门店数量（家）及占比（%） .....	- 18 -
图 29、2008-2017 年安踏研发支出比例持续稳定增长 .....	- 19 -
图 30、FY1997-2016 年 Nike 有效专利数目趋势图 .....	- 19 -
图 31、安踏 A-FLASHFOAM 闪能科技跑鞋 1.0 & 2.0 .....	- 19 -
图 32、Nike 历史上的鞋底研发类型 .....	- 20 -
图 33、安踏鞋创意总监 Robbie Fuller 在产品发布会 .....	- 21 -
图 34、2018 年 3 月 4 日安踏 KT3 Rocco 发售当天盛况 .....	- 21 -
图 35、2009-2018H1 年安踏存货周转次数为 4.3 次 .....	- 21 -
图 36、FY2006-2018 Nike 存货周转次数为 4 次左右 .....	- 21 -
图 37、2007-2017 年安踏和 Nike 经营开支比率（%）对比 .....	- 22 -
图 38、FY2013-2018 Nike 大中华区营收（亿美元）及增速（%） .....	- 22 -
图 39、FY2013-2018 NIKE 大中华区个渠道收入（亿美元） .....	- 22 -
图 40、2013-2017 年安踏息税前利润（亿元人民币）及利润率（%） .....	- 23 -
图 41、FY2013-2018 NIKE 大中华区息税前利润（亿美元）及利润率（%） .....	- 23 -
图 42、2013-2017 年内资体育鞋服企业毛利润率比较 .....	- 24 -
图 43、2013-2017 年内资体育鞋服企业净利润率比较 .....	- 24 -
图 44、2013-2017 年内资体育鞋服企业广告费用率比较 .....	- 24 -
图 45、2013-2017 年内资体育鞋服企业员工成本支出比率比较 .....	- 24 -
图 46、2013-2017 年内资体育鞋服企业研发费用率比较 .....	- 25 -
图 47、2013-2017 年内资体育鞋服企业存货周转天数比较 .....	- 25 -
图 48、2012 年以来安踏派息比率一直维持在 70% 左右的较高水平 .....	- 25 -
图 49、2018-2020E 公司各品牌收入规模预测 .....	- 26 -
图 50、2007-2020E 公司主要品牌门店数量变动趋势 .....	- 26 -
图 52、2004-2018H1 公司毛利润率稳步提升 .....	- 27 -
图 53、2015-2020E 预计公司毛利润率将持续稳定上升 .....	- 27 -
图 54、2018-2020E 预计公司主要费用率趋势 .....	- 27 -
表 1、美国体育产业发及政策 .....	- 10 -
表 2、中国体育产业发及政策 .....	- 11 -
表 3、美国体育用品销售渠道 .....	- 13 -
表 4、安踏公司旗下品牌（截至 2017 年底） .....	- 15 -
表 5、公司盈利预测结果 .....	- 28 -
表 6、WACC 计算过程 .....	- 28 -
表 7、国内外主要体育鞋服公司估值对比 .....	- 29 -
附表 .....	- 30 -

## 报告正文

# 1、安踏体育：中国体育用品行业龙头企业

## 1.1、公司简介：单聚焦、多品牌、全渠道的可持续发展

安踏体育是国内领先的体育用品品牌企业之一，公司创立于 1994 年，并于 2007 年在香港交易所主板上市。公司主要从事设计、开发、制造、营销及销售安踏品牌体育用品，并向中国大众提供专业的体育用品，包括运动鞋、服装及配饰。近年来，公司采取“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，聚焦中国体育运动用品行业和市场，形成了多元化的品牌矩阵。

此外，公司利用自产和外包两种方式生产产品，通过区域性分销商管理旗下遍布全国的分销网络，并已在国内二、三线城市建立起领先优势。公司重视品牌推广，通过结合体育赞助资源、广告和宣传活动以及统一的店铺形象，凸显品牌和产品的差异化。公司在中国运动用品市场占有率连续多年位居国内品牌第一。

### • 主要品牌：成人及儿童品牌组合发展

从品牌构成角度来看，公司产品主要包括两大部分：成人品牌和儿童品牌。其中，成人品牌组合包括安踏、FILA、DESCENTE、KOLON SPORT、SPRANDI，儿童品牌组合包括安踏儿童、FILA KIDS、KINGKOW。此外，未来公司的品牌矩阵将会持续扩大。

图 1、公司主要产品品牌矩阵：成人品牌及儿童品牌

	安踏	FILA	DESCENTE	KOLON SPORT	SPRANDI
<b>成人品牌</b>					
	跑步、综训、篮球、足球的功能性体育用品	运动时尚服饰	滑雪、综训和跑步的高性能体育用品	户外体育用品	健步鞋
<b>儿童品牌</b>	安踏儿童	FILA KIDS	KINGKOW		
					
	儿童体育用品	儿童运动时尚服饰	儿童时尚服饰		

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### • 主要市场：以中国为主的市场布局

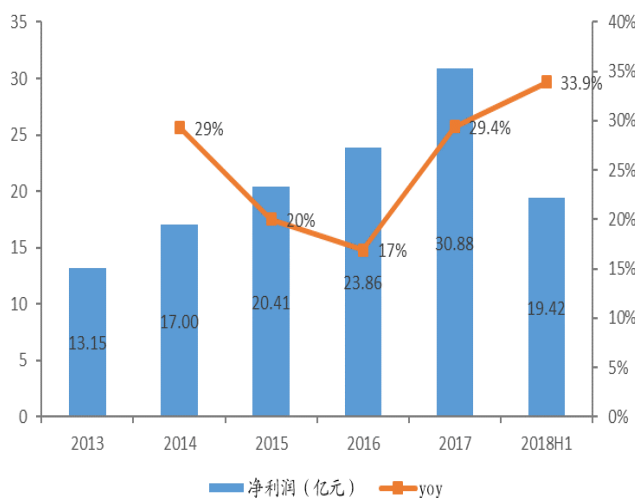
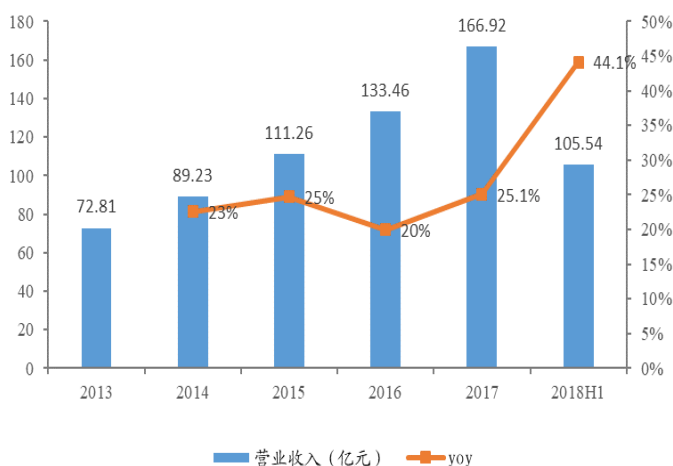
从产品性质角度来看，公司产品可分为服装、鞋类和配饰。由于公司全渠道发展战略，使得公司产品能够在全国范围内进行市场布局。产品市场主要集中在中国、

香港和澳门地区，而 FILA 小部分有在新加坡销售。公司除了发展好国内市场之外，未来将会尝试在海外市场进行发展。

• **业绩概况：自 2012 年调整以来，业绩持续向好**

2013-2018H1 公司营业收入及净利润增长持续增长，主要是由于公司业务结构调整以及品牌战略等因素。2018H1 公司营业收入约为 105.44 亿元，同比+44.1%；毛利润约为 57.26 亿元，同比+54.6%；净利润约为 19.42 亿元，同比+33.9%；毛利润率及净利润率分别为 54.3%和 18.5%。

图 2、2018H1 公司营业收入约为 105.5 亿元且 yoy+44% 图 3、2018H1 公司净利润约为 19.4 亿元且 yoy+34%



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、发展阶段：聚焦体育用品行业的多元化品牌企业

安踏体育成立 24 年来，一直专注于体育用品行业。从最初的安踏牌开始逐步开拓新品牌和销售市场。公司发展大致经历以下三个阶段：

• **阶段一（1994 年-2007 年）：安踏单品牌发展阶段**

公司前身为安踏（福建）鞋业有限公司于 1994 年成立，初期为跨国运动品牌代工生产运动鞋。1999 年丁世衷出任安踏集团总经理，此后开始涉足运动服装、配件等领域，着力打造安踏主品牌。

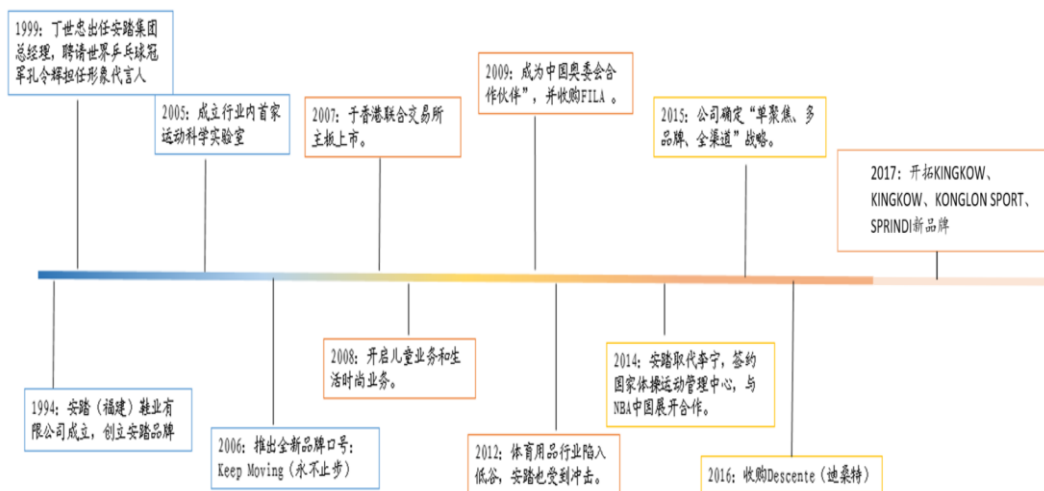
• **阶段二（2008 年至 2015 年）：安踏及 FILA 双品牌发展阶段**

2008 年公司收购 FILA 大中华地区业务，开启高端化运动品牌服装销售，并成功将 FILA 品牌业绩扭亏为盈，形成安踏和 FILA 双品牌且差异化定位的发展局面。

• 阶段三（2016 年至今）：多元化品牌发展阶段

2016 年以来公司不断收购或合资经营更多体育运动品牌，并将视角延伸到童装品牌领域。公司先后增加 DESCENTE、KINGKOW、KONGLON SPORT、SPRINDI 品牌。未来公司将延续多品牌的发展战略，采取收购兼并或合资经营的方式增加品牌系列以满足不同消费群体的需求。

图 4、公司发展历程



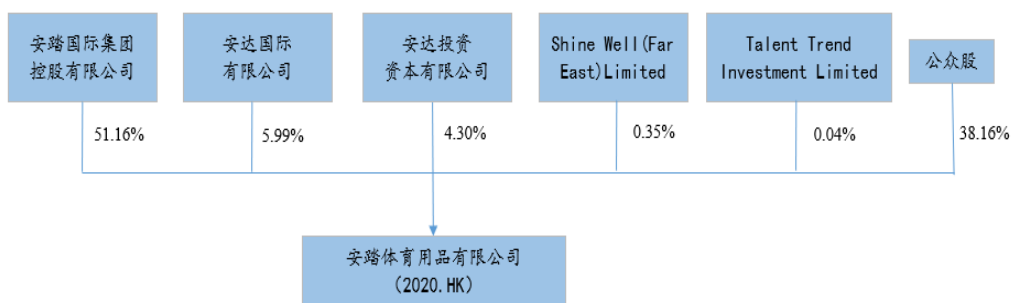
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构：家族企业且大股东持股比例稳定

截至 2018 上半年，丁世忠家族通过安踏国际、安达控股、安达投资、Shine Well 以及 Talent Trend 合计持有安踏体育约 61.84%的股权，剩余 38.16%的股权由公众持有。

图 5、安踏体育股权关系架构图（截至 2018 年 6 月 30 日）

截至2018年6月30日



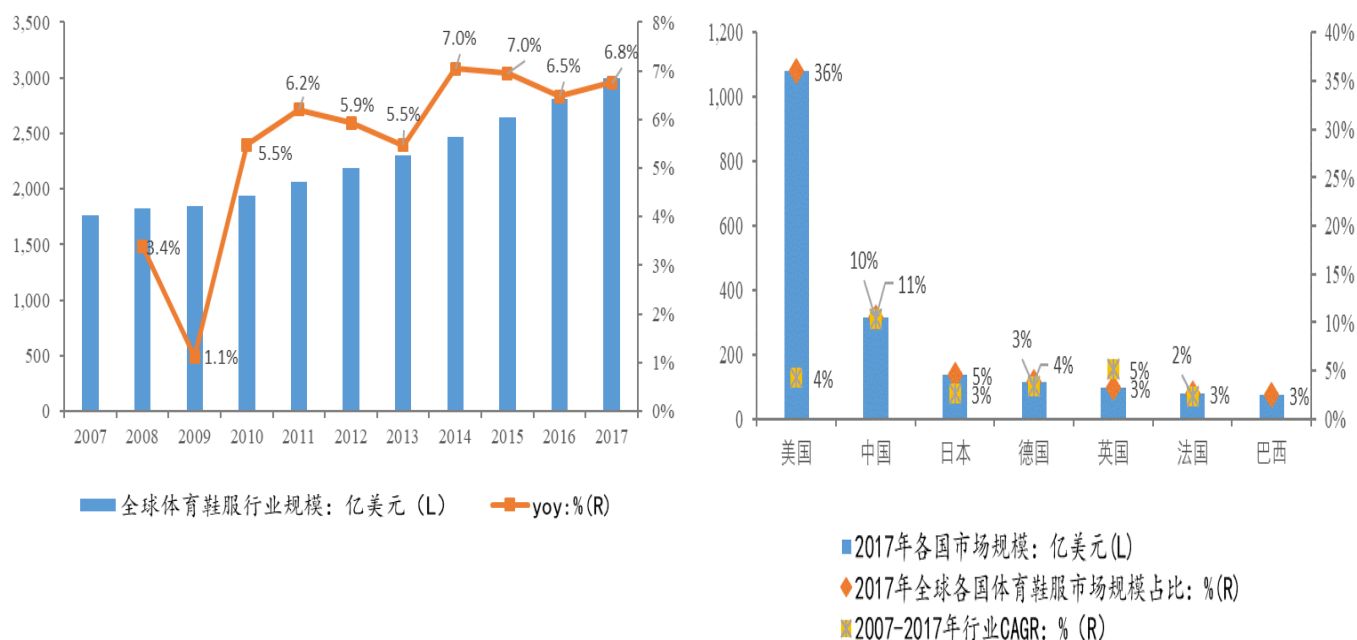
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、体育鞋服行业：中美对比看我国行业发展潜力

### 2.1、行业空间：规模持续增长

全球体育鞋服行业规模持续增长，美国位居第一，中国位居第二。2017 年全球行业规模约为 3,000 亿美元，同比增长 6.8%，2007-2017 年 CAGR 约为 5.5%。此外，2017 年各国行业规模中，美国仍位居第一，约为 1,100 亿美元，同比增长 36%，2007-2017 年 CAGR 约为 4%；中国位居第二，约为 320 亿美元，同比增长 11%，2007-2017 年 CAGR 约为 10%，而中国近 10 年的行业复合增速位居第一。

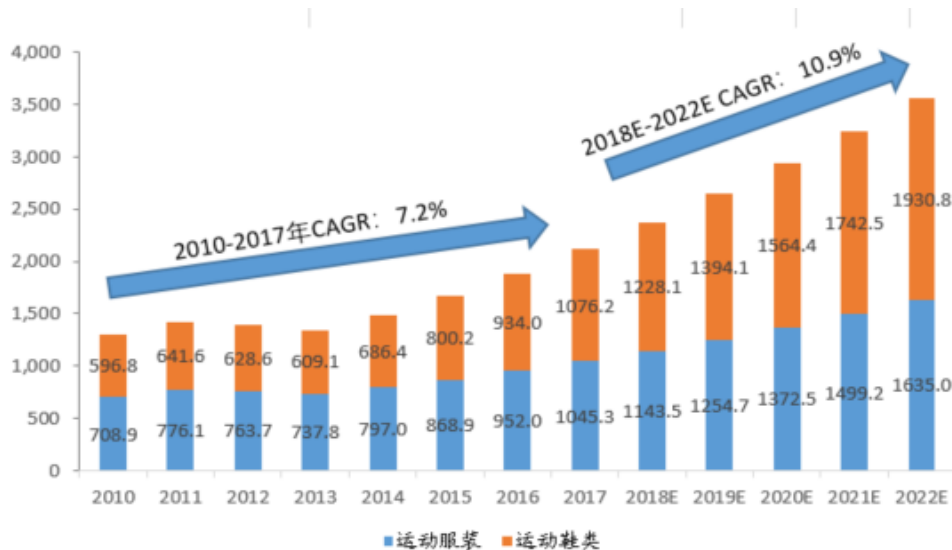
图 6、2017 年全球行业规模约为 3000 亿美元且 yoy+6.8% 图 7、2017 年全球各国行业规模(亿美元)及增速(%)



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2010-2022E 中国体育鞋服行业规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、我国行业竞争格局：行业集中度提高，龙头受益其中

我国体育用品行业经历 2011-2013 年的库存危机后，行业格局重新划分：1) 国外一线运动品牌 Nike、Adidas 市场份额稳居前二；2) 国内大品牌在行业阵痛中逐步转型，小品牌则逐渐退出市场，整个体育用品行业集中度明显提高。2012-2017 年 CR5 由 47% 升至 54%。安踏在体育用品行业中的市场份额不断扩大且逐渐稳定，近三年来市占率约为 8%，成为我国市占率最高的内资体育运动品牌。虽然 2011-2013 年为体育鞋服行业低谷期，使得内资品牌企业的市场份额有所下降，但在 2014 年行业迎来复苏之后，安踏体育在 2017 年的市场份额又上升至 8%，仍位居内资品牌第一位。

图 9、我国体育运动行业位居第一梯队的主流品牌



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理



图 10、2017 年全球体育鞋服 CR5 为 32%

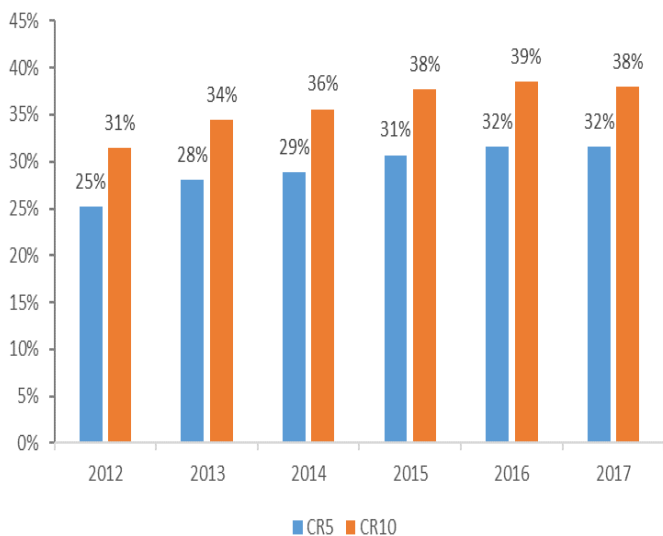
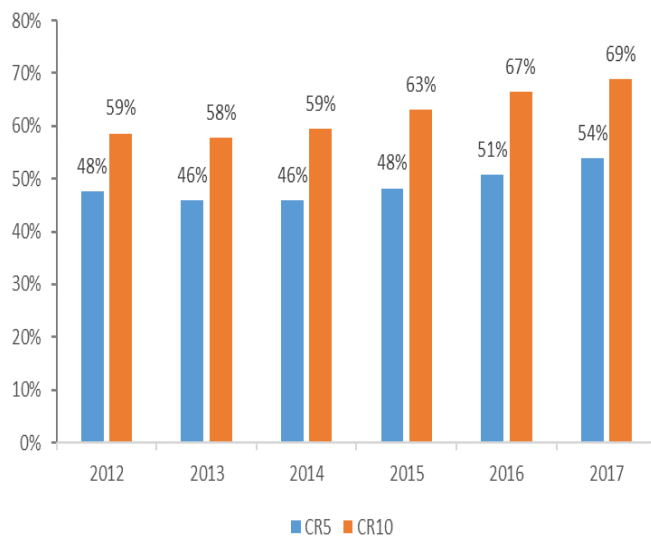


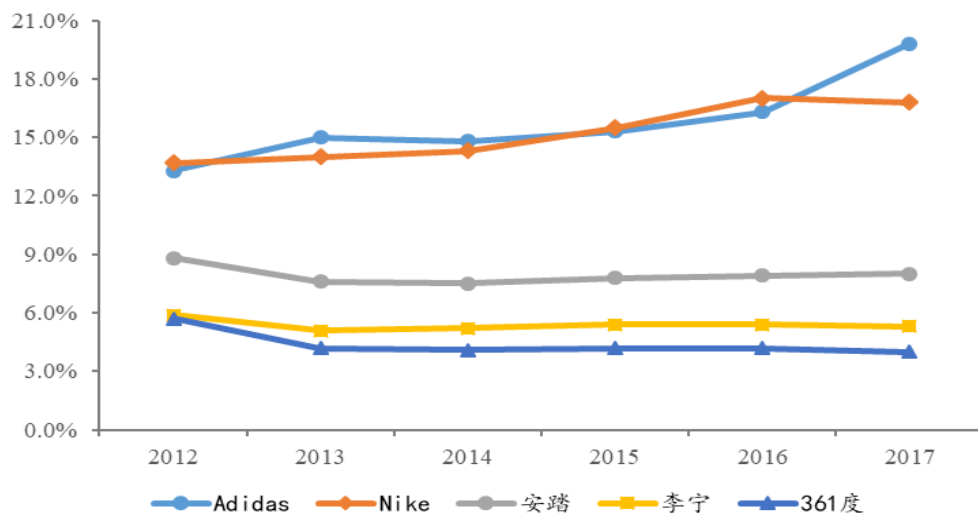
图 11、2017 年中国体育鞋服 CR5 为 54%



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2017 年我国体育鞋服行业 CR5 为 54%，其中安踏体育市占率约为 8%



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、行业成长性：规模持续增长，距“天花板”尚远

- 体育产业发展及政策助力行业发展

对比中美两国行业发展进程，我们发现两国体育发展历程及政策具有相似性和共同性：由产业商业化开端、到产业规模化/资本化、再到产业国际化，不断拉动经济增长。全民健身及体育赛事商业化促使我国体育产业发展，同时也拉动体育鞋服行业规模不断增长。

**表 1、美国体育产业发及政策**

时期	内容	阶段
1800	19 世纪中期成立较多赛马俱乐部，向大众出售门票并以盈利为目的 1858 年纽约地区业余棒球队公开向民众收费，第一个收费的体育联赛展开 1869 年第一只职业车队成立，车队队员工资远高于普通工人	产业商业化
1875	1875 年第一个职业联盟《国家协会》转移到国家联盟，1901 年美国棒球联盟成立，此后两者成为四大职业联盟 MLB 1896 年美国奥委会成立 1926 年非诚举办拳击比赛，观赛人数高达 12 万人 二战结束后，美国政府颁布《健康公民》等政策，推动体育业产业发展繁荣 1972 年 Nike 公司成立，此后几年与 Reebok 二者平分美国体育用品市场	产业规模化
1975	1979 年第一家 24 小时体育频道 ESPN 成立，目前已发展为世界体育传媒大亨；此后，ESPN/Octagon 等公司开始负责制作体育娱乐节目等 1984 年苹果号巨资 150 万美元在体育节目频道播放广告，开启体育赞助新趋势 健身品牌 Gold's Gym、体育品牌 Nike、体育营销公司 IMG 等开启海外市场拓展	产业国际化
2000 以来	Google/Amazon/Apple 等公司进军体育产业 2009 年洋基体育馆和牛仔体育馆向公共开放，标志着豪华互动体育场馆新纪元	衍生产业带动多方经济发展

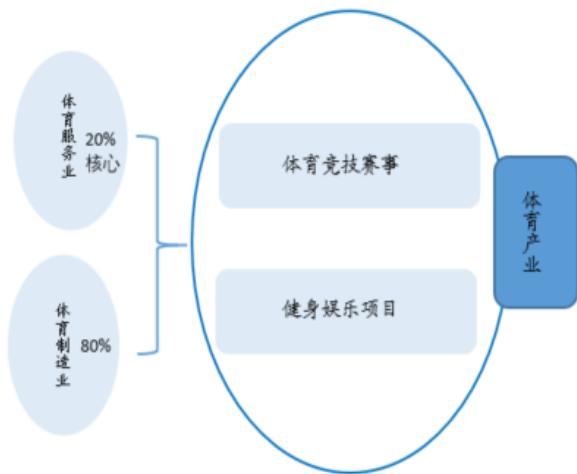
资料来源：国家体育总局，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、中国体育产业发及政策

时期	内容	阶段
1979	成立“以体为主，多种经营”的经营指南，尝试体育竞技与经营相结合的产业模式	产业体制改革
1995	颁布《中华人民共和国体育法》，标志中国体育新里程 提出《体育产业发展纲要 1995-2000 年》，中国体育产业要用 15 年时间逐步建成设和社会主义市场经济体制，符合现代体育运动规律、门类齐全、结构合理、规范发展的现代体育产业体系，促进社会主义体育事业发展	产业法制化/社会化
1999	提出《关于加快体育俱乐部发展和加强体育俱乐部管理的意见》，这有利于建立与社会主义市场经济相适应的体育制度，促进体育俱乐部发展	
2006	提出《体育事业“十一五”规划》，把提高全名族健康素质作为根本目标	
2009	《全名健身条例》引发全名健身热潮，激励了人民群众参与健身活动的积极性，利于保障公民参加健身活动的权利，提高公民的健身素质，在大力发展经济体育的同时鼓励全民参与到体育中来 2010 年《关于发展体育产业的指导意见》的出台，加大了投融资力度，并引导了投资 2011 年全名健身计划（2011-2015 年）拉动了国内体育产业如体育鞋服行业、体育健身业的进一步发展。同时，《体育产业“十二五”规划》加大体育产业投融资力度	产业规模化/资本化
2014 以来	《部署加快发展体验服产业、促进提消费推动大众健身》政策出台后，体育产业开始被定位为拉动内需和经济转型升级的“特殊”产业、强调了我国体育产业化程度低和存在巨大发展空间 《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》吧体育产业作为推动经济社会持续发展的重要力量，开发体育产业巨大的潜在空间，利用体育产业扩大内需、促进消费，并提出到 2025 年打造出 5 万亿规模的体育市场	国家政策利好、市场化程度加深

资料来源：国家体育总局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2017 年中国体育行业结构



资料来源：《2017 中国全民健身行业报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2017 年中国体育人口规模、构成及消费现状



资料来源：《2017 搜狐体育产业消费分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

● 消费升级拉动行业增长

全民健身意识觉醒，高净值人群运动参与比例上升，带来更多产业价值。根据国家体育总局调查公报数据，相比 2007 年全民运动健身的比例增长近 8.0ppt，特别是 20-40 岁人群，参与健身锻炼的人数比例翻一番。

图 15、2007-2016 年我国经常锻炼人口比例 (%)

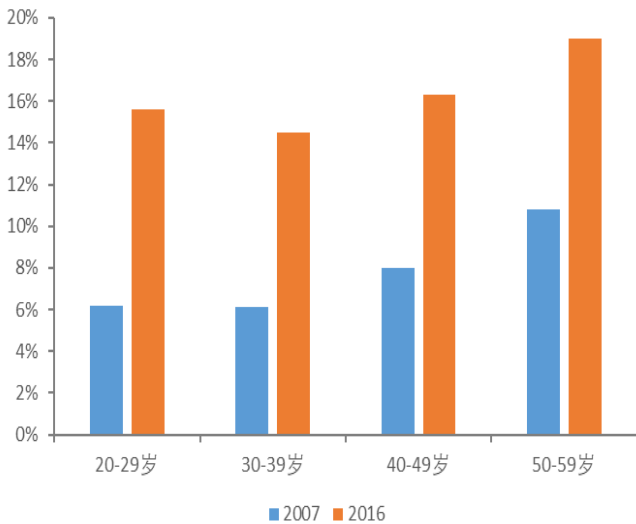
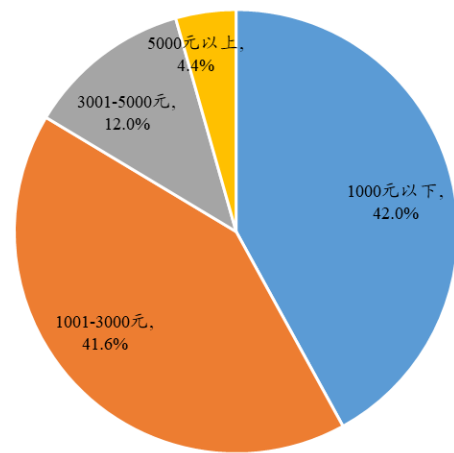


图 16、2016 年体育鞋服消费层级 (元) 及占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Euromonitor, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2016 年运动人群体育用品消费项目中体育鞋服消费高达 74%，位居第一

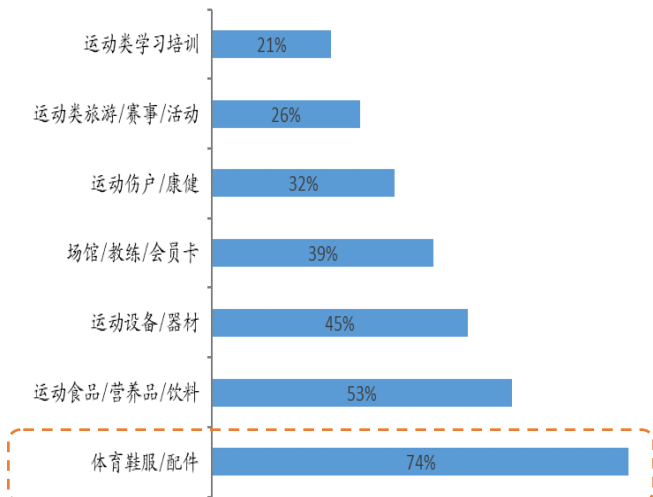
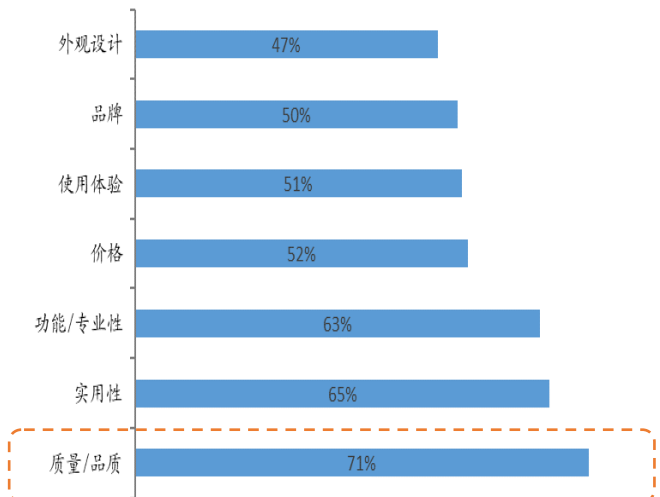


图 18、2016 年运动人群选购体育鞋服时考虑因素排序，其中产品质量位居首位，价格位居第四



资料来源: 《2016 年中国全名健身行业报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 《2016 年中国全名健身行业报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

• 多维销售渠道拓展推动行业空间增长

由于美国体育用品行业发展较成熟，因此其销售渠道也较完善。渠道大致可分为六类：大型运动用品零售店、传统运动用品零售店、品牌专卖店、大型超市卖场、百货商场和电子商务渠道。由于不同渠道具有各自不同的特点，促使行业发展多元潜力持续增强。而据 Euromonitor 公开资料预测，2021E 中国体育鞋服行业规模可达 410 亿美元。我国渠道销售也逐渐呈现多元化的发展趋势，此外电商等新渠道也逐渐兴起，势必将助力行业规模的增长。

表 3、美国体育用品销售渠道

渠道类型	渠道面积	渠道特点	渠道代表
大型运动用品零售店	2-10 万平方米	产品覆盖多品牌、多系列，一站式购物	Dick's Sporting Goods/Sports Authority
传统运动用品零售店	0.5-2 万平方米	位于购物中心或区域性商场，且覆盖较多种类运动产品，但数量品类少于大型运动品连锁店	Hibbett Sports
品牌专卖店	0.2-2 万平方米	提供某个运动系列产品，或由运动品牌设立的专卖店，产品价格相对较高且种类有限	Nike/Adidas
大型超市卖场	5-20 万平方米	位于购物中心或区域性商场，提供的商品种类与服务较为有限	Walmart
百货商场	5-20 万平方米	相对于超市卖场提供的品牌选择更多，但一般无法销售大型的器械装备	Macy's
电子商务	-	线下零售商专门拓展的电商渠道	Champs Sports

资料来源：Dick's Sporting Goods，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2009-2015 年美国体育用品销售渠道占比 (%)

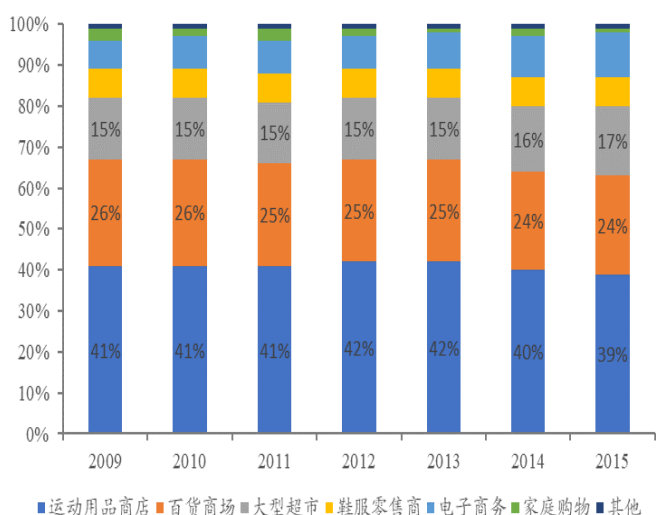
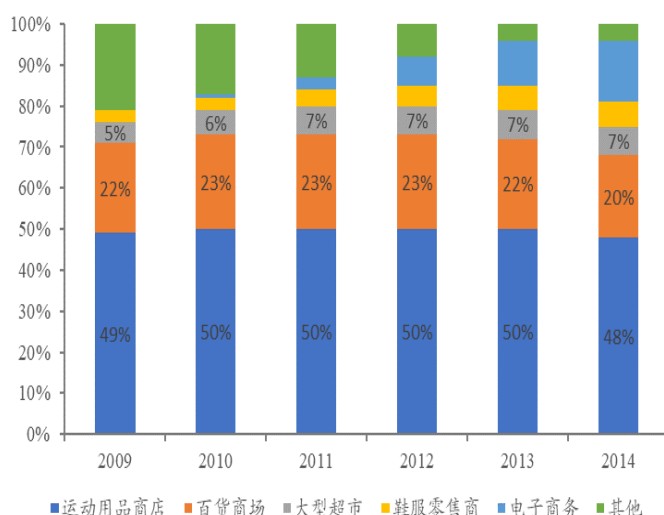


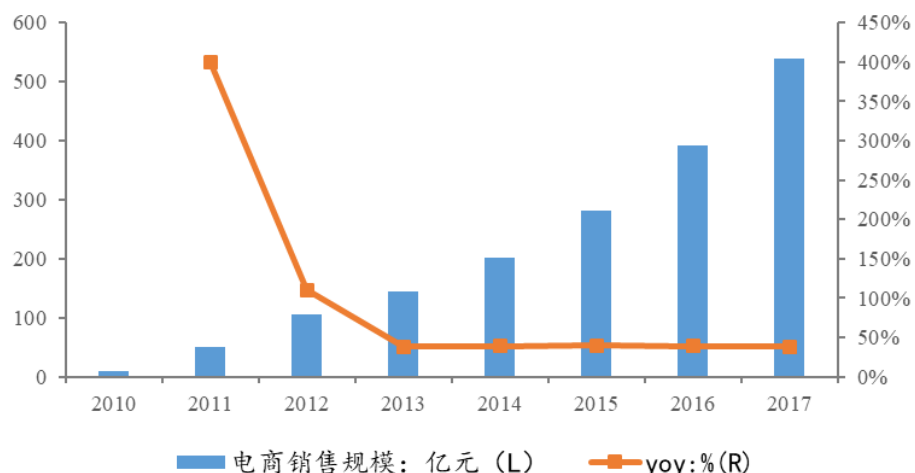
图 20、2009-2015 年中国体育用品销售渠道占比 (%)



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2009-2017 年中国体育运动用品电商销售规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、投资要点：多品牌、扩渠道、重研发是取胜之道

自 2015 年起公司制定了“单聚焦、多品牌、全渠道”发展战略，即专注于体育用品领域，依托安踏、安踏儿童、NBA、迪桑特、FILA、FILA KIDS 等品牌，通过街铺、商场、百货公司、Outlets 以及电商等渠道实现从大众到高端市场、从功能性产品到时尚体育用品、从成人市场到儿童市场的覆盖。通过不同品牌的精准定位，公司在行业竞争中获取优势，且在 FILA、迪桑特、儿童系列等众多新品牌拓展中积累经验；此外，公司在电商渠道的表现值得期待。通过对比中美体育龙头企业 Nike 和安踏，挖掘两大品牌成长基因。从 Nike 较成熟的发展历程中寻找并探索安踏的未来发展趋势。

#### 3.1、多元化品牌结构，多样化产品品类

- 品牌结构多元化

**多品牌矩阵持续拉动收入增长。**截至 2017 年底，从安踏体育来看，持有六大品牌，并在 2014 年与 NBA 建立长期合作伙伴关系，形成“成人+儿童”的品牌矩阵；而从 Nike 来看，公司近年来维持五大品牌矩阵：Nike、Converse、Air Jordan、Cole Haan、Hurley，公司营业收入及净利润一直保持稳定增长趋势。

安踏体育盈利性可期。近三年来，安踏毛利润率平均约为 48.1%、净利润率约为 18.7%；Nike 毛利润率约为 44.9%，净利润率约为 9.8%。近三年来，安踏毛/净利润率较 Nike 高出 3.2ppt/8.9ppt。

表 4、安踏公司旗下品牌（截至 2017 年底）

	中文名称	英文名称	品牌图标	时间	品牌定位
安踏主品牌	安踏	ANTA		1991 年成立主品牌安踏	定位于大众的专业体育运动品牌
	安踏儿童	ANTA KIDS			
斐乐品牌	斐乐	FILA		2009 年收购大中华区业务（含港澳）	定位高端的体育休闲时尚品牌
	斐乐儿童	FILA KIDS			
成人新品牌	斯潘迪	Sprandi		2015 年收购英国品牌 Sprandi	定位具有科技含量的运动时尚品牌
	迪桑特	Descente			
儿童新品牌	可隆	Kolon Sport		2017 年与韩国 Kolon Sport 成立合资品牌	定位青少年专业户外品牌
	小笑牛	KingKow			
联名品牌	安踏-NBA 联名	ANTA-NBA		2014 年安踏与 NBA 中国正式建立长期合作伙伴关系	

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、Nike 公司旗下品牌（截至 2017 年底）

品牌名称	Nike	Converse	Air Jordan	Cole Haan	Hurley
品牌图标					
品牌定位	功能性体育品牌	休闲品牌	高端功能性运动品牌	高档男女时装品牌	比赛及青年类运动鞋服品牌

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

• 产品品类多样化

**产品结构多元且合理。**安踏体育三大类产品品类收入占比保持稳定，2004-2017 年安踏体育鞋类占比逐年下降，服装占比逐年上升，配饰占比维持在较稳定比重。自上市以来，公司调整此前鞋类占比独大的畸形结构，目前形成了“鞋类+服装”为核心品类的均衡收入结构。自 2012 年以来，服装比重约为 50%，鞋类约为 46%，配饰约为 3%。而对比 Nike 来看，其鞋类、服装、器械配饰比重一直保持较稳定趋势。FY2010-2018 NIKE 鞋类、服装和器械配饰占比分别约为 63%、30%和 5%。由于安踏体育健康均衡的产品品类发展趋势，也促使公司收入持续稳定增长。

图 23、2012 年以来安踏鞋服占比趋于均衡

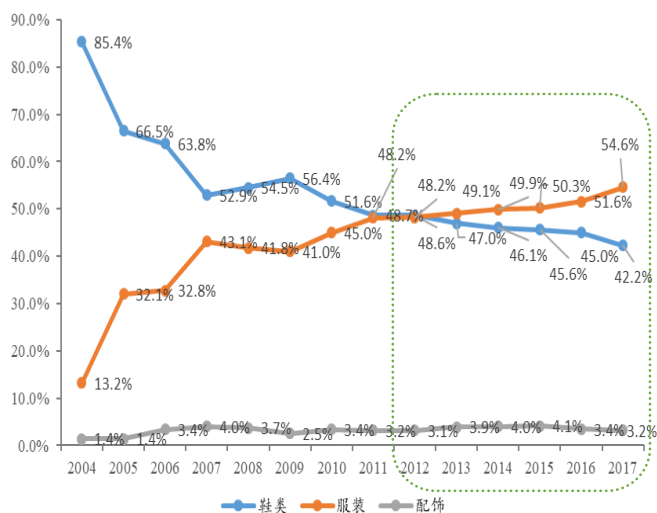
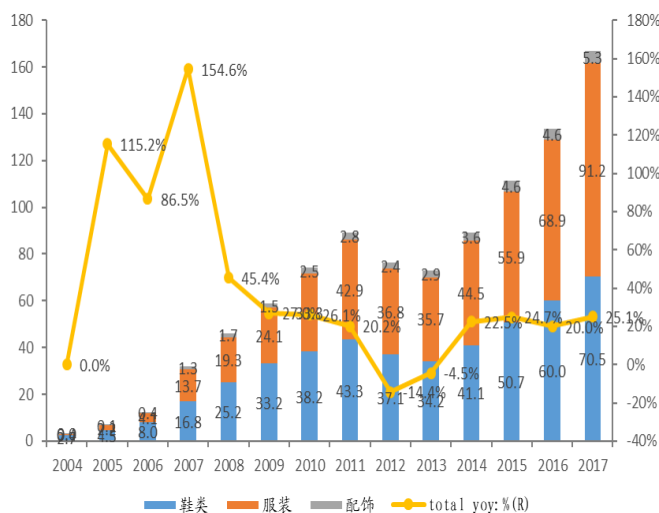


图 24、2004-2017 年安踏体育各品类收入(亿元人民币)

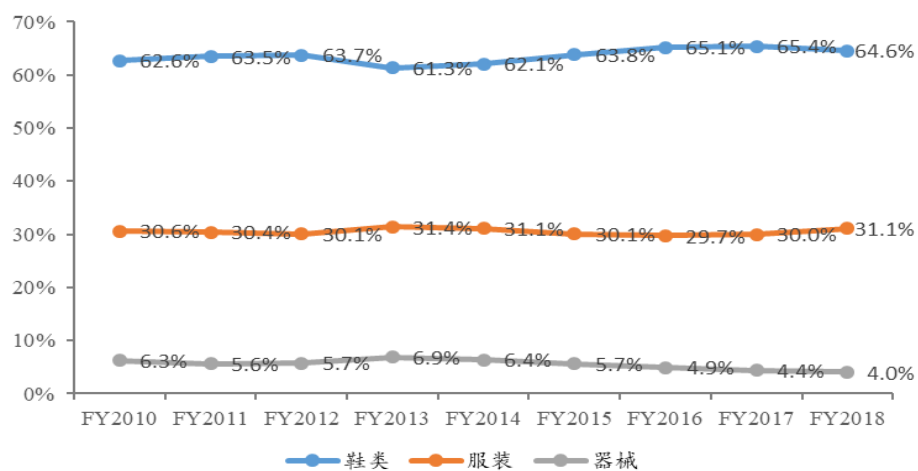


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理



图 25、Nike 品牌三大品类：鞋类、服装、器械占收入比例保持稳定

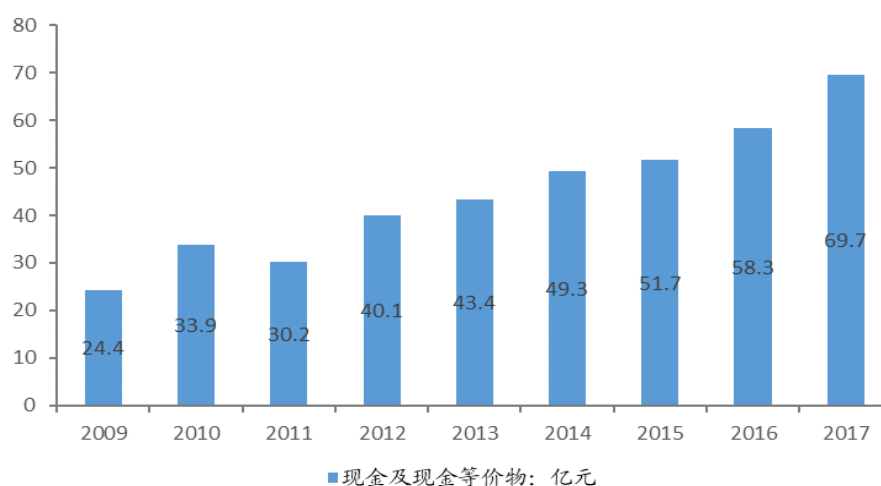


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 未来仍有新品牌扩充机会

公司未来会持续寻找收购国外优质品牌的机会以增加品牌矩阵，而充沛的现金流是公司品牌扩充的实力保障。2009-2017 年以来公司现金流表现充沛，2017 年公司持有现金及现金等价物约为 70 亿元，截至 2018 年 6 月 30 日，公司持有现金及现金等价物约 90 亿元，这为公司未来持续开拓体育鞋服行业新领域及品牌提供资金支持。

图 26、2007-2017 年公司现金及现金等价物（亿元人民币）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、渠道规模不断扩张，供应链反映快速

- 渠道发展模式各具特点

根据不同的品牌定位及特点，公司采用不同的渠道发展方式：安踏牌主要定位为中高端，布局二三线城市，采用以加盟为主、直营为辅的渠道扩张模式；而 FILA 牌定位高端，主要布局一线城市，采用以直营为主、辅之以加盟店的扩张模式。而 DESCENTE 等新品牌则采用直营零售渠道扩张模式。预计 2018 年底安踏体育将有共 11,560-11,790 家家门店，其中安踏及安踏儿童门店为 9,700-9,800 家，FILA 及 FILA kids、FILA fusion 为 1,400-1,500 家，DESCENTE 为 100-110 家，KOLON SPORT 为 200-210 家，KINDKOW 为 60-70 家，SPRANDI 将会超过 100 家。

图 27、2007-2017 年安踏各品牌门店数量（家）

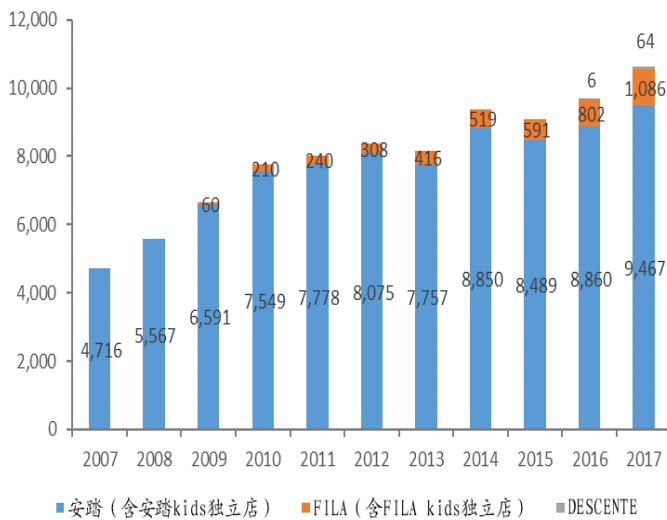
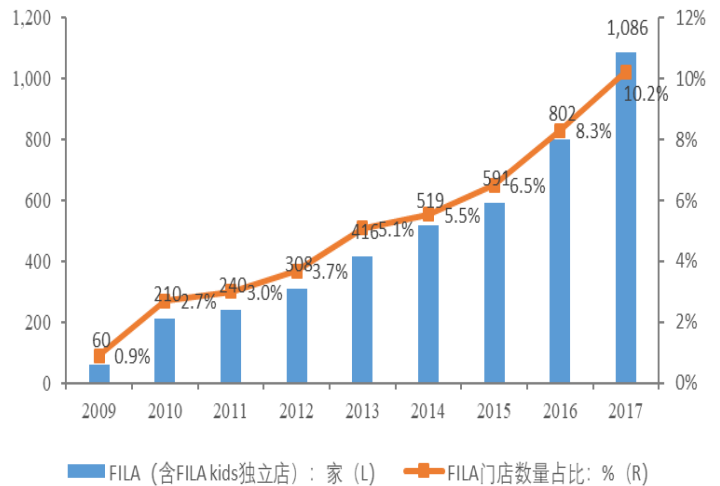


图 28、2009-2017 年 FILA 门店数量（家）及占比（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 供应链管理加强，反映迅速

公司完整的供应链周期约为 12 个月左右。从安踏牌来看，由于公司拥有之间工厂，对于安踏牌面对市场的补单需求能够做大快速反应。公司对于供应链的管理是基于产品品牌、种类以及所需原材料匹配程度定义。一般情况下，公司服装周期从切布到终端的时间大概为 15-20 天左右，而鞋类周期从模具到终端大概需要 90 天左右时间，这与 Nike、Adidas 的供应链反映时间基本一致。这使得公司能够快速跟踪市场偏好以及对产品进行及时处理。

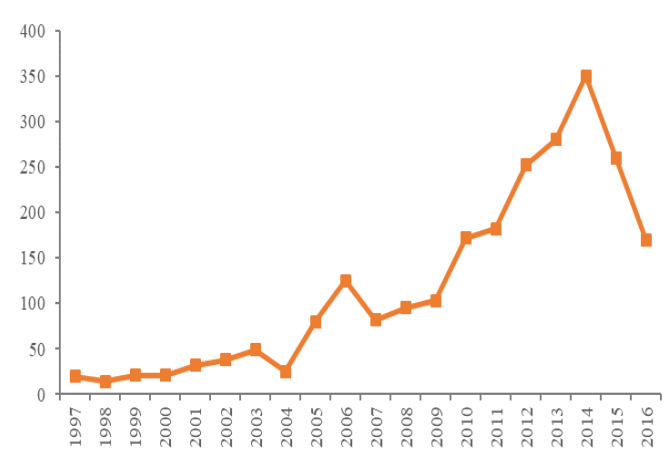
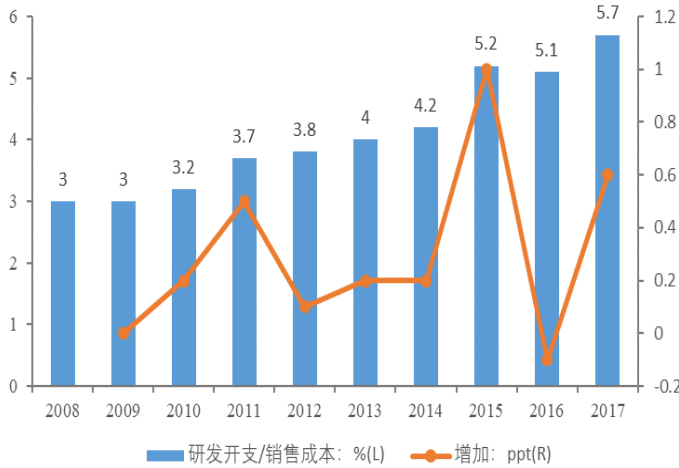
### 3.3、重视研发能力，提高产品科技含量

- 研发支出逐年增加

近十年以来，安踏体育研发支出逐年增加，2017 年研发费用率约为 5.7%。这与 Nike 近 20 年来的发展趋势趋同，Nike 有效专利数目也逐渐增加。

图 29、2008-2017 年安踏研发支出比例持续稳定增长

图 30、FY1997-2016 年 Nike 有效专利数目趋势图



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 首次搭建鞋底科技平台，增加运动装备科技含量

**注重研发形成公司自有竞争壁垒。**安踏研发 A-FLASHFOAM 闪能科技跑鞋系列，且逐年更新鞋底技术水平，与 Nike 研发鞋底的发展战略一直。这将是公司未来区别于其他公司发展的核心壁垒。

图 31、安踏 A-FLASHFOAM 闪能科技跑鞋 1.0 & 2.0



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、Nike 历史上的鞋底研发类型



资料来源:服装鞋帽网, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、以本土市场为核心, 尝试开启海外扩张

- 中国特色元素+运动科技创新=引领国外市场趋势

自 2015 年 12 月至今, 安踏已在美国地区销售 KT 系列 1-3 产品。且在 2018 年 3 月安踏 KT3 Rocco 在美国开启了限量销售。KT3 Rocco 限量版由 Robbie Fuller 亲自操刀。作为首次在美国举办的发售活动, 安踏位于旧金山 Nice Kicks 鞋店的街道上排起上千人长队。这是中国品牌球鞋首次在美国引发排队抢购的热潮, 标志着安踏体育进军海外市场的开端。

- 选用当地明星代言

2015 年 2 月起安踏与 NBA 球星汤普森签约代言美国地区产品。为了实现中美同步发售, 安踏与美国两大渠道平台 DA 和 CHAMPS sports 合作, 在美国地区线上线下同时销售 KT 产品系列。其中, Champs sports 是全球最大专业体育运动用品网络零售商 Foot Locker 旗下开设的网店, 同时拥有超过 550 家实体店。

图 33、安踏鞋创意总监 Robbie Fuller 在产品发布会



资料来源：百度图片库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2018 年 3 月 4 日安踏 KT3 Rocco 发售当天盛况



资料来源：百度图片库，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.5、经营效率整体保持稳定，行业内表现较好

- 对比全球体育鞋服龙头 NIKE，安踏体育经营趋势较好

一方面，存货周转次数虽然下降，但与 NIKE 公司接近，仍处于健康水平。自安踏体育上市以来，2018 年上半年公司存货周转次数为 4.3 次。虽然存货周转次数较此前逐渐下降，但由于公司目前正处于持续扩张时期。FILA 牌以及新品牌采用直营零售模式为主，因此公司的存货周转次数处于下降趋势。安踏体育的存货周转次数仍然处于较健康的水平，其与全球龙头 Nike 接近。另一方面，安踏经营开支比率较 Nike 较低。与 Nike 相比，安踏体育显著低于 Nike，而随着安踏持续扩张以及品牌矩阵增加，经营开支比例呈现上升趋势。

图 35、2009-2018H1 年安踏存货周转次数为 4.3 次

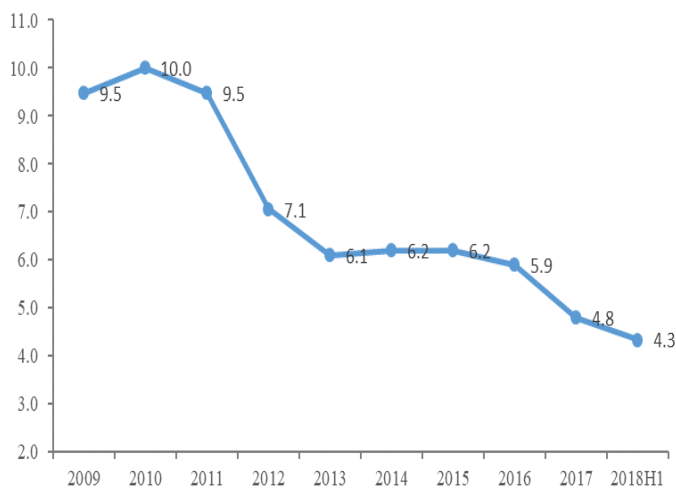
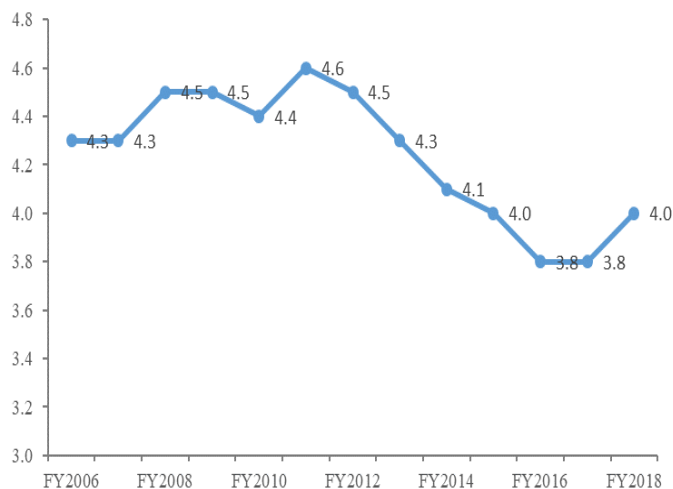


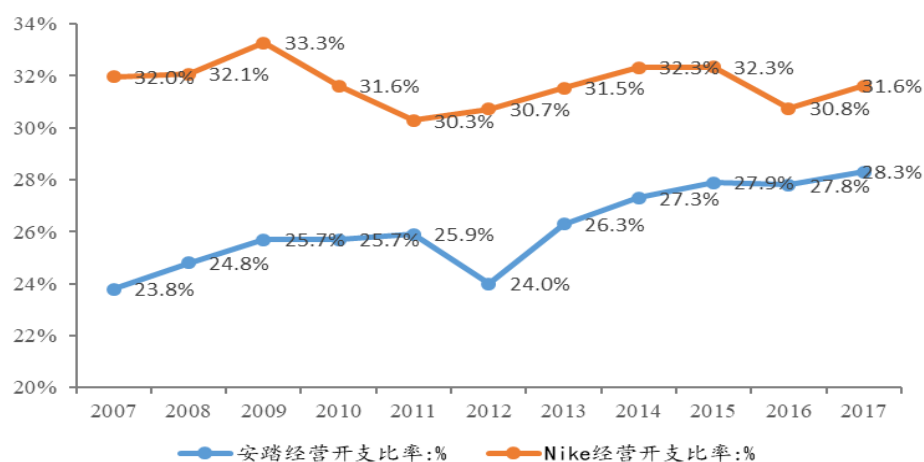
图 36、FY2006-2018 Nike 存货周转次数为 4 次左右



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、2007-2017 年安踏和 Nike 经营开支比率 (%) 对比



资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

由于安踏体育在品牌、渠道以及研发和供应链方面持续不断发展, 促使自身竞争壁垒逐渐加固, 拥有较强的核心竞争力。对比其与 NIKE 大中华区的收入相比, 安踏体育具有较强的成长性和潜力。

图 38、FY2013-2018 Nike 大中华区营收 (亿美元) 及 增速 (%)

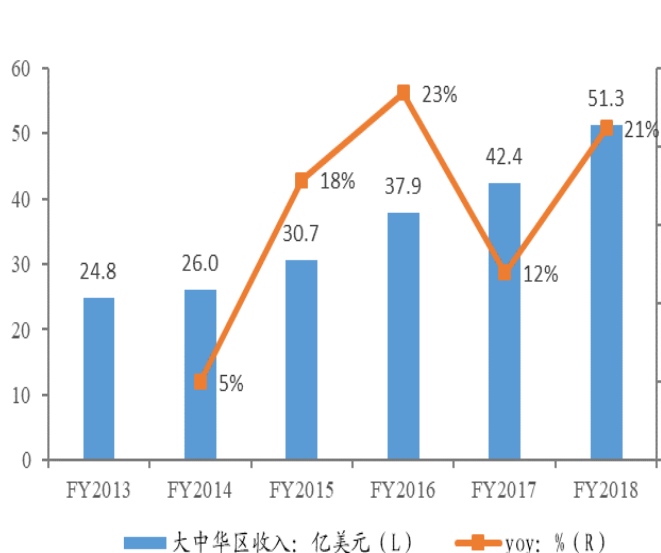
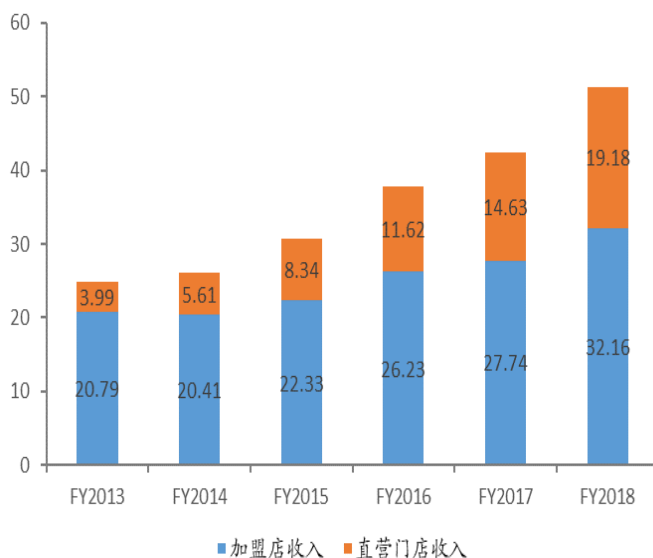


图 39、FY2013-2018 NIKE 大中华区个渠道收入 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2013-2017 年安踏息税前利润（亿元人民币）及利润率（%）

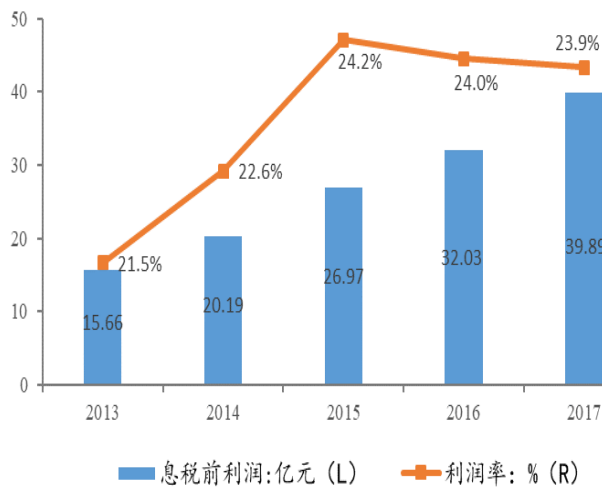
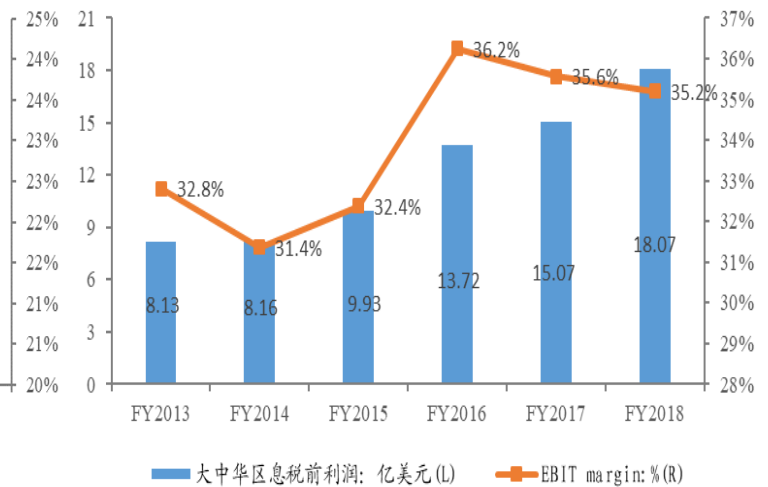


图 41、FY2013-2018 NIKE 大中华区息税前利润（亿美元）及利润率（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

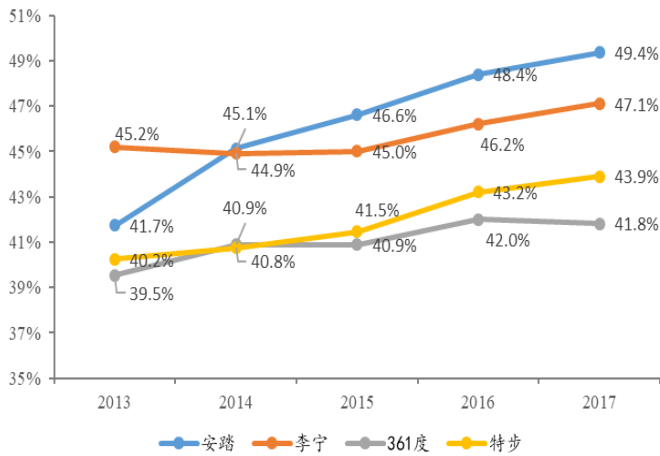
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 安踏体育领跑内资体育鞋服企业

安踏体育毛/利润率约为 50%/20%，为内资企业中最高。从经营费用率来看，公司广告费用率约为 12%，与李宁、特步接近；员工成本支出比率约为 11%，较特步低 1ppt，与李宁较接近；研发费用率为 5.7%，领先其他内资企业，这也是由于公司非常产品研发的功能性，提高自身竞争壁垒所致。

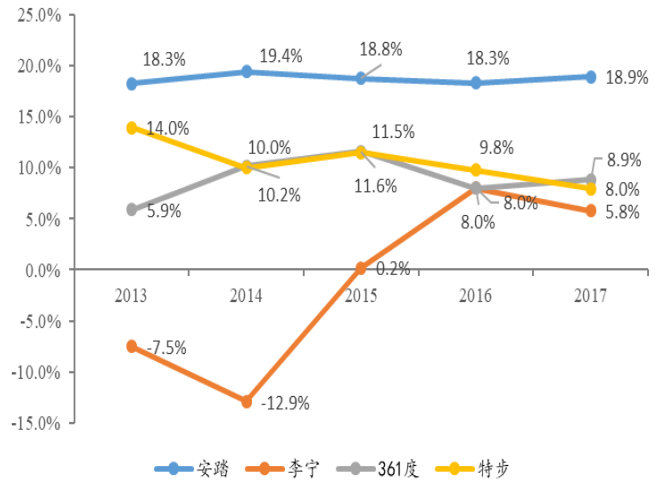
2018H1 公司存货周转天数为 85 天，较 2017H1 增加 15 天，较 2017 全年增加 10 天，这是由于安踏体育的 FILA 以及新品牌的销售模式以直营零售为主，且在发展新品牌的过程中，存货周转天数增加处于较健康范围内。同时，对比其他可比公司，安踏体育的存货周转天数也并非最高，处于行业合理范围内。此外公司派息比率自 2012 年起来一直维持在 70% 左右。

图 42、2013-2017 年内资体育鞋服企业毛利率比较



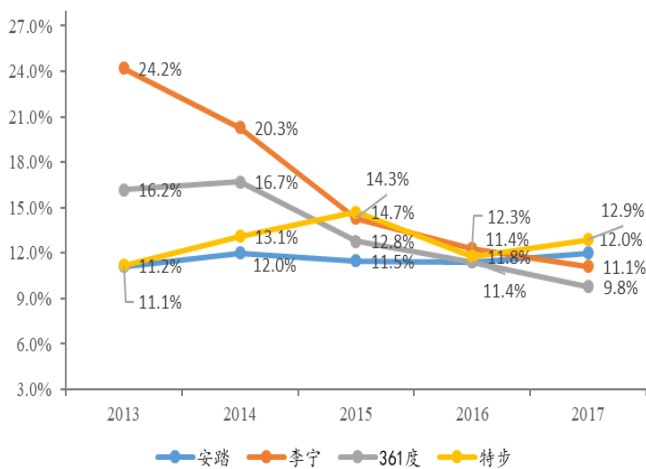
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、2013-2017 年内资体育鞋服企业净利润率比较



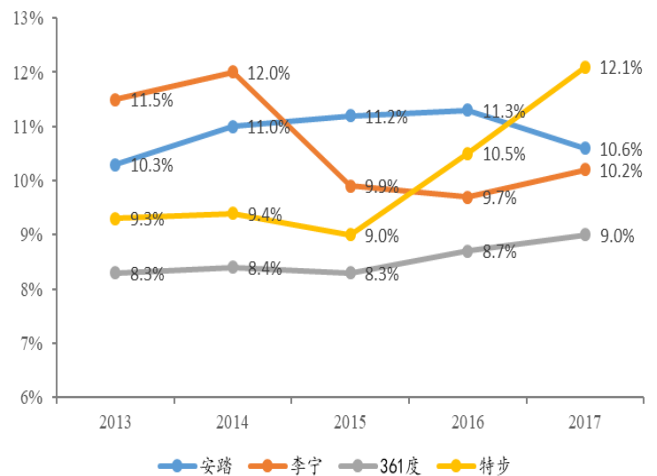
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、2013-2017 年内资体育鞋服企业广告费用率比较



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、2013-2017 年内资体育鞋服企业员工成本支出比较



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理



图 46、2013-2017 年内资体育鞋服企业研发费用率比较

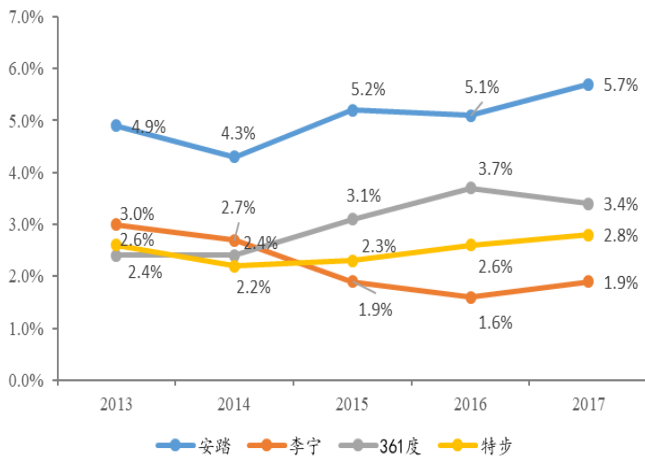
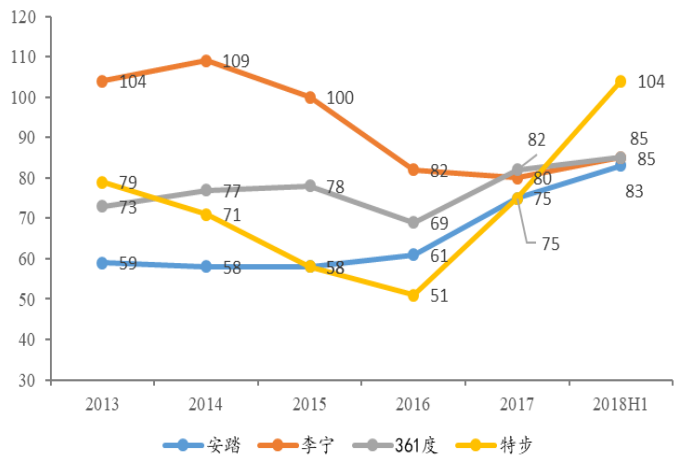


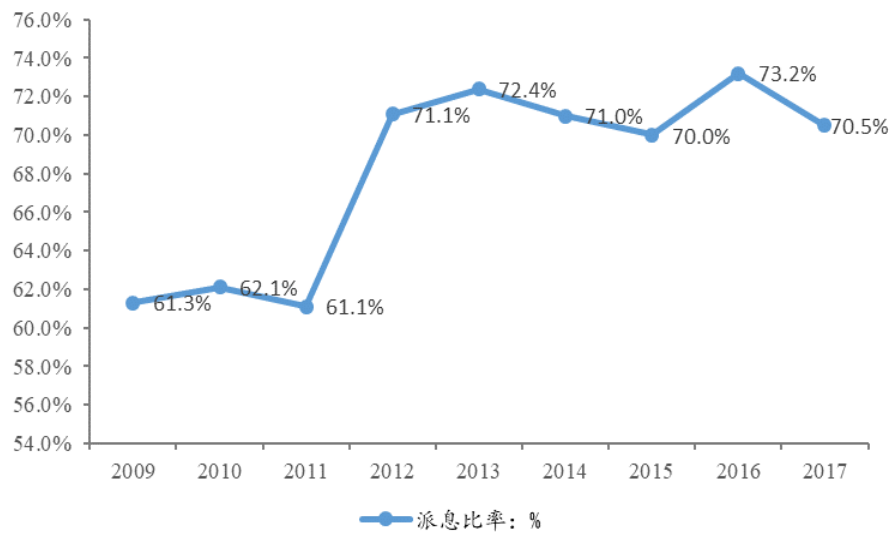
图 47、2013-2017 年内资体育鞋服企业存货周转天数比较



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、2012 年以来安踏派息比率一直维持在 70%左右的较高水平



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、盈利预测

#### • 收入预测

通过将收入拆分为各品牌，即安踏牌、FILA 牌及其他新品牌；并将各个品牌的收入进一步进行量价拆分，即该品牌的单店收入与门店数量，因此我们对公司 2018-2020E 的营业收入进行预测。从各品牌收入来看，公司由成立之初的安踏主品牌的单一战略，发展到 2009 年开始的安踏及 FILA 双品牌发展战略，再到 2016 年起进行的多品牌矩阵发展战略，公司的收入规模不断扩大。我们认为，未来三年公司主要发力品牌仍然为安踏牌和 FILA 牌，而其他新品牌收入将逐渐释放。整体来看，2018-2020E 公司收入将呈现稳定上升的趋势。

图 49、2018-2020E 公司各品牌收入规模预测

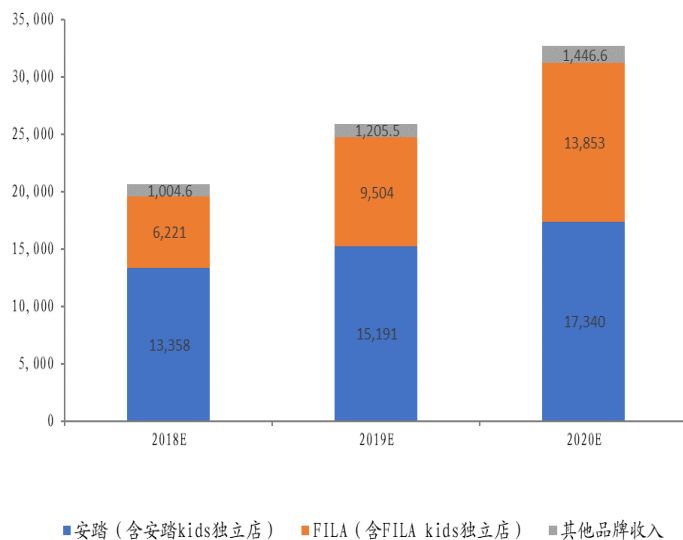
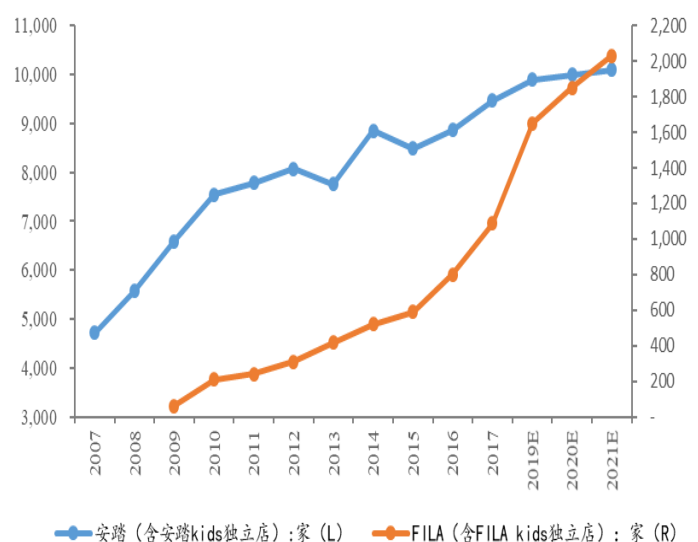


图 50、2007-2020E 公司主要品牌门店数量变动趋势



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

#### • 毛利率预测

整体来看，至 2008 年至今，公司的毛利润率呈逐年上升的趋势。2014-2018H1 公司毛利润率中枢为 52%，波动区间为 +/-2%。我们预测公司 2018-2020E 将保持稳定趋势，对公司未来三年毛利润率进行预测，呈现稳步增长趋势。

图 52、2004-2018H1 公司毛利润率稳步提升

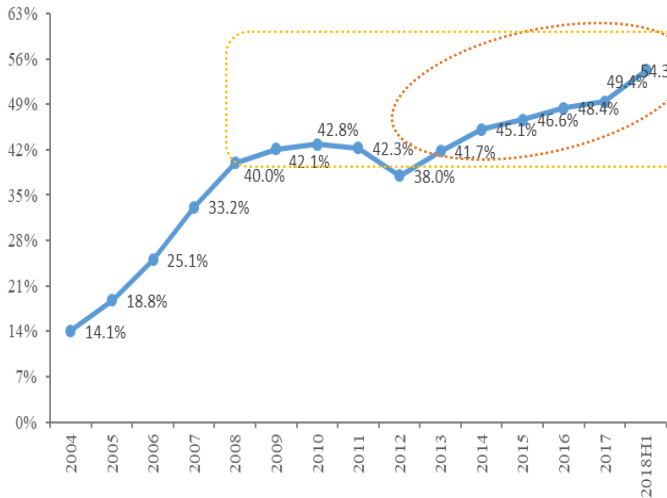
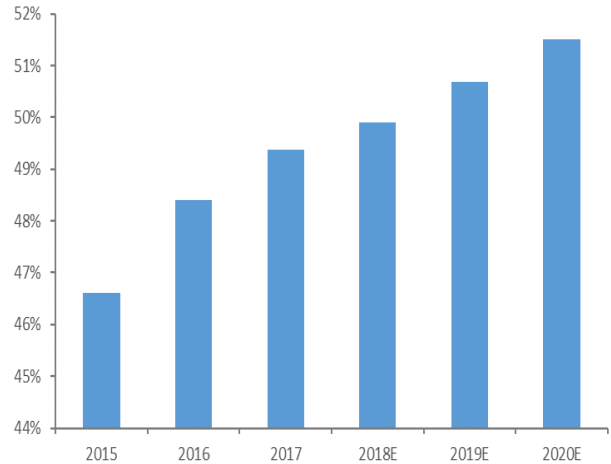


图 53、2015-2020E 预计公司毛利润率将持续稳定上升



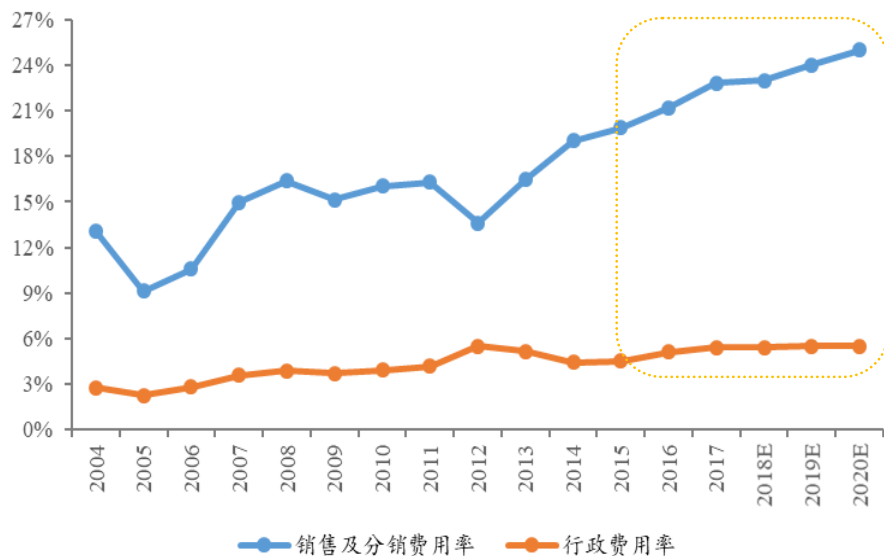
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 主要费用率预测

根据可获得公司历史数据，2013 年以来公司销售及分销费用率保持稳定增长的趋势，而行政开支费用率趋势较稳定。2013-2017 年销售及分销费用率和行政费用率中枢分别为 20%、5%。我们预计公司 2018-2020E 销售及分销开支将保持稳步增长，行政费用率将保持较稳定。

图 54、2018-2020E 预计公司主要费用率趋势



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

根据以上给假设，我们预计公司 2018/19/20 年实现收入 205.8/259.0/326.4 亿元，同比+23.3%/25.8%/26.0%，实现归属母公司净利润 37.9/47.8/60.5 亿元，同比+22.5%/25.4%/26.2%。

- 盈利预测的结果

表 5、公司盈利预测结果

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,692	20,584	25,901	32,639
同比增长(%)	25.1	23.3	25.8	26.0
净利润(百万元)	3,088	3,799	4,782	6,051
同比增长(%)	29.2	22.5	25.4	26.2
毛利率(%)	49.4	49.3	50.2	50.9
净利润率(%)	18.5	18.5	18.5	18.5
净资产收益率(%)	23.0	25.3	25.9	26.4
基本每股收益(元)	1.17	1.44	1.81	2.20

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

## 4.2、估值及评级

我们采用绝对估值法对安踏体育进行估值：

采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 10 年期国债收益率 3.5% 为无风险利率，市场平均收益率采用为 10%，公司最近 3 年 Beta 值为 0.87，有效税率维持在 25%。计算得出 WACC 为 8.59%。

表 6、WACC 计算过程

WACC	
Beta	0.87
无风险利率	3.50%
市场收益率	10.00%
股权成本	9.16%
债务成本	8.00%
债务/总资本	24.71%
权益/总资本	75.29%
<b>WACC</b>	<b>8.59%</b>

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

对比行业中国内外公司，我们得到行业 PE 估值如下表。我们认为，安踏体育是我国体育鞋服行业龙头企业，与美国体育鞋服行业龙头 Nike 的发展趋势具有较大可比性，2018/19 年 PE 分别为 24.1x/19.2x。

**表 7、国内外主要体育鞋服公司估值对比**

公司	代码	货币	收盘价	市值	PE		
			20180914	(亿货币单位)	2017A	2018E	2019E
李宁	2331.HK	HKD	7.00	153	32.60	23.34	17.66
361 度	1361.HK	HKD	2.00	41	9.05	8.18	7.53
特步	1368.HK	HKD	4.82	108	25.62	17.34	14.94
中国动向	3818.HK	HKD	1.26	74	8.68	9.95	9.91
<b>均值</b>					<b>18.99</b>	<b>14.70</b>	<b>12.51</b>
Nike	NKE.N	USD	83.47	1336	35.91	31.32	26.64
Adidas	ADS.F	USD	241.48	134	18.67	10.61	9.58
<b>均值</b>					<b>27.29</b>	<b>20.97</b>	<b>18.11</b>
<b>安踏体育</b>	<b>2020.HK</b>	<b>HKD</b>	<b>35.60</b>	<b>956</b>	<b>30.42</b>	<b>24.12</b>	<b>19.24</b>

资料来源：Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，我们给予公司股票目标价 40.92 港元，对应 2018/19 年 PE 分别为 21.5x/17.1x。目标价相比现价 35.6 港元有 14.9% 的涨幅，维持“审慎增持”评级。

## 5、风险提示

- 行业竞争加剧
- 新业务推进不及预期
- 消费需求疲软
- 新开门店低于预期
- 新品牌推广费用超出预期

## 附表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>15,442</b>	<b>13,893</b>	<b>18,144</b>	<b>22,410</b>
货币资金	6,968	7,537	8,227	9,251
应收账款	3,733	4,184	5,778	6,776
存货	2,155	2,022	3,039	3,183
<b>非流动资产</b>	<b>3,632</b>	<b>6,946</b>	<b>7,331</b>	<b>8,397</b>
固定资产	1,909	2,237	2,557	2,867
无形资产	705	887	1,060	1,225
预付租金	431	422	414	405
其他	588	3,400	3,300	3,900
<b>资产总计</b>	<b>19,074</b>	<b>20,839</b>	<b>25,475</b>	<b>30,807</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,498</b>	<b>4,659</b>	<b>5,864</b>	<b>6,647</b>
短期借款	148	254	281	293
应付账款	3,978	4,377	5,551	6,318
其他	373	27	32	35
<b>非流动负债</b>	<b>215</b>	<b>220</b>	<b>250</b>	<b>300</b>
其他	215	220	250	300
<b>负债合计</b>	<b>4,714</b>	<b>4,879</b>	<b>6,114</b>	<b>6,947</b>
股本	259	259	259	259
储备	13,447	15,047	18,447	22,947
归母权益	13,706	15,306	18,706	23,206
<b>股东权益合计</b>	<b>14,361</b>	<b>15,961</b>	<b>19,361</b>	<b>23,861</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>19,074</b>	<b>20,839</b>	<b>25,475</b>	<b>30,807</b>

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	4,311	4,962	6,301	7,949
折旧和摊销	250	275	302	331
营运资金的变动	4,421	4,737	5,604	5,780
资本性支出	1,650	1,684	1,709	1,724
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,181</b>	<b>3,805</b>	<b>4,053</b>	<b>4,542</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(1,579)</b>	<b>(1,453)</b>	<b>(1,418)</b>	<b>(1,373)</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>(2)</b>	<b>(1,783)</b>	<b>(1,945)</b>	<b>(2,145)</b>
现金净变动	1,138	569	690	1,024
现金的期初余额	5,830	6,968	7,537	8,227
现金的期末余额	6,968	7,537	8,227	9,251

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>16,692</b>	<b>20,584</b>	<b>25,901</b>	<b>32,639</b>
营业成本	(8,451)	(10,444)	(12,906)	(16,023)
<b>毛利</b>	<b>8,241</b>	<b>10,140</b>	<b>12,994</b>	<b>16,616</b>
<b>其他收入</b>	<b>458</b>	<b>470</b>	<b>490</b>	<b>510</b>
销售费用	(3,809)	(4,631)	(6,087)	(7,964)
管理费用	(901)	(1,122)	(1,476)	(1,893)
其他	322	105	380	680
<b>税前利润</b>	<b>4,311</b>	<b>4,962</b>	<b>6,301</b>	<b>7,949</b>
<b>净利润</b>	<b>3,159</b>	<b>3,870</b>	<b>4,852</b>	<b>6,121</b>
少数股东损益	71	71	70	70
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,088</b>	<b>3,799</b>	<b>4,782</b>	<b>6,051</b>
<b>EPS (港元)</b>	<b>1.18</b>	<b>1.44</b>	<b>1.81</b>	<b>2.20</b>
<b>主要财务比率</b>	单位:百万元			
<b>会计年度</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	25.1%	23.3%	25.8%	26.0%
毛利润增长率	27.6%	23.0%	28.2%	27.9%
净利润增长率	29.2%	22.5%	25.4%	26.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	49.4%	49.3%	50.2%	50.9%
净利率	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
ROE	23.0%	25.3%	25.9%	26.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.7%	23.4%	24.0%	22.5%
流动比率	3.4	3.4	3.0	3.1
速动比率	3.0	2.5	2.6	2.9
<b>营运能力</b>				
资产周转率(次)	0.88	0.99	1.02	1.06
存货周转率(次)	4.90	5.00	5.10	5.15
<b>每股资料</b>				
每股收益(元)	1.17	1.44	1.81	2.20
每股经营现金(元)	0.12	0.15	0.16	0.18
每股净资产(元)	5.35	5.94	7.21	8.57
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	25.7	21.5	17.1	14.1
PB	5.8	5.2	4.3	3.6

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。