

## 延续高速增长

### ——安踏体育 (2020.HK) 3Q18 运营数据点评

海外公司简报

#### ◆3Q18 零售金额增幅维持高位，预计4Q18 面临压力

公司公告于3Q18安踏品牌零售流水同比取得中双位数增长，其他品牌零售流水同比取得90%-95%增幅。其中主品牌方面线下大货/童装/电商版块分别取得低双位数/-25%/20%+增速。子品牌方面FILA增长90%+，自4Q17以来连续4个季度增幅维持80%以上。Descente则取得超过200%的增幅。3Q18的亮眼表现部分得益于中秋假期的前置，令9月增速出现快速复苏。展望4Q18，我们认为增幅面临下行压力：1) 中秋提前至3Q，另外国庆黄金周后段销售增长出现疲弱迹象；2) 4Q17主品牌与子品牌皆存在高基数效应；3) 宏观数据表明消费景气度回落，零售环境面临普遍疲弱态势，行业竞争压力高企。

#### ◆公司运营状态持续向好

门店数量方面，安踏大货并无显著变化，童装贡献主要增量。而FILA在一场多店策略执行下开店节奏加快，截止3Q18末较年初增长了300+家门店，对比可得在3Q开店数达140+家。公司运营指标依旧释放积极信号，显示零售状态良好：1) 单月店效方面，本季度安踏大货达23万，同比增幅约10%。FILA提升显著，大货/童装分别达60+万/30万，同比增幅达~30%/~50%。2) 库销比维持低位，安踏大货约为4，Fila大货约为5。5个月售罄率维持在60%-70%。在物流中心逐渐投入使用后渠道库存将继续维持高度健康状态3) 折扣率改善，3Q18安踏大货74折，去年同期为72折。而受益于经营杠杆的提升，FILA大货的经营利润率已经超过安踏大货，将为整体盈利表现提供正面效力。

#### ◆与Amer Sports及有关各方处于谈判进程中

公司和Amer Sports于10月11日同时公告相关各方处于谈判流程中，以讨论或有收购进展。本案中收购标的的品牌定位及海外市场通路将对安踏目前业务产生协同效力。目前安踏方面已经收到多家银行的融资支持意愿。但本案进入正式流程需满足多项条件，达成前景依然面临不确定性。

#### ◆维持目标价51.30港元，维持“买入”评级

我们维持2018-2020年EPS预测1.55/2.04/2.65元，维持基于DCF目标价51.30港元，分别对应18/19年29x/22xPE。当前公司股价对应18/19年PE为18x及14x，处于历史估值区间低位。鉴于公司成长展望依然积极，维持“买入”评级。

◆风险提示：新品牌进展低于预期；行业竞争加剧；出现不利天气因素  
业绩预测和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	13,346	16,692	23,928	31,343	40,134
营业收入增长率	20.0%	25.1%	43.3%	31.0%	28.0%
净利润(百万元人民币)	2,386	3,088	4,155	5,483	7,118
净利润增长率	16.9%	29.4%	34.6%	32.0%	29.8%
EPS(元人民币)	0.95	1.17	1.55	2.04	2.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.0%	22.5%	27.8%	33.0%	38.0%
P/E	29	24	18	14	10
P/B	7.4	5.1	4.6	4.1	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：股价为2018年10月12日收盘价，港币对人民币汇率取0.875

#### 买入 (维持)

当前价/目标价(港元)：31.70/51.30 港币  
目标期限：6个月

#### 分析师

周翔 (SAC编号：S0930518080002)  
021-22169326

[zhouxiang@ebscn.com](mailto:zhouxiang@ebscn.com)

李婕 (SAC编号：S0930511010001)  
021-22169107

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

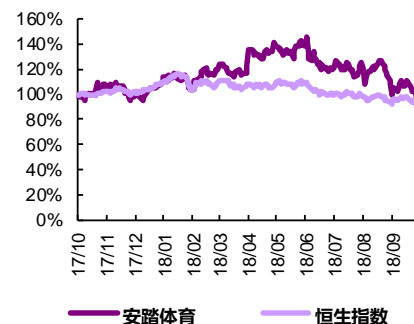
秦波 (SAC编号：S0930514060003)  
021-22169323

[qinbo@ebscn.com](mailto:qinbo@ebscn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股)：26.85  
总市值(亿港元)：851.11  
一年最低/最高(港元)：29.05/49.30  
近3月换手率(%)：30.7

#### 股价表现(一年)



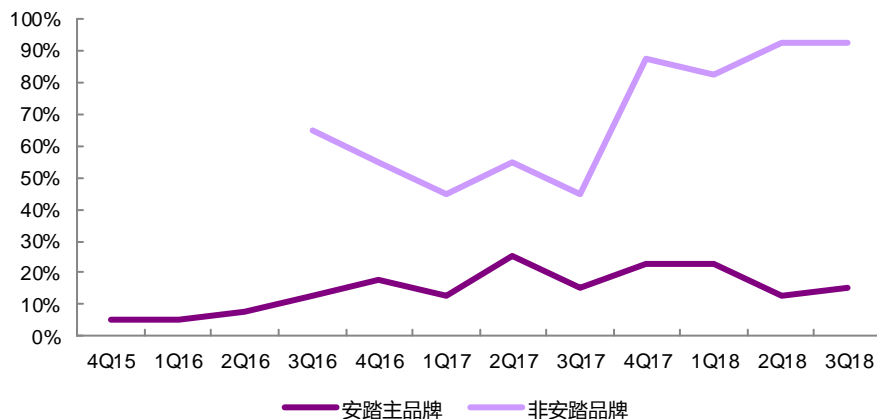
#### 收益表现

	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.4	-15.5	7.4
绝对	-8.9	-25.0	-2.0

#### 相关研报

FILA 品牌展现强劲增长态势  
.....2018-08-14  
一季度运营数据亮眼  
.....2018-04-10  
毛利率及库存波动不必过于担心，收入显强劲增长潜力  
.....2018-02-27  
回调促成长期买点  
.....2017-12-18

图 1: 安踏体育终端流水同比增速表现



资料来源: 公司公告

表 1: 同业比较

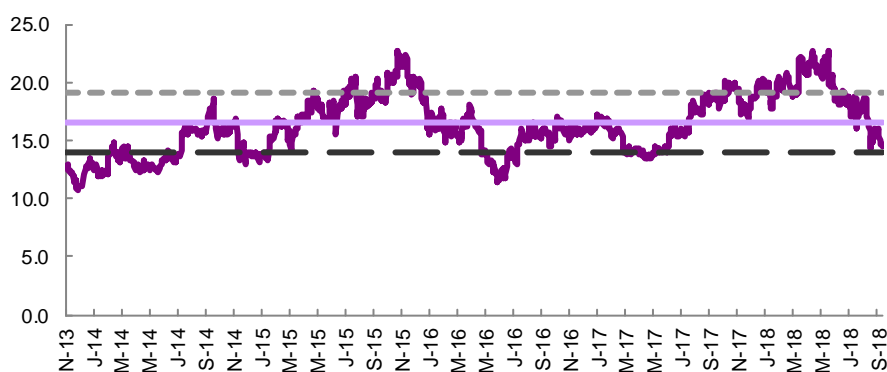
证券名称	证券代码	市值 (HKD, MM)	股价 (HKD)	PE		PB		ROE		Dividend yield	
				18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
安踏体育	2020.HK	85,111	31.70	17.92	13.58	4.73	4.22	27.8%	33.0%	3.9%	5.2%
李宁	2331.HK	14,766	6.75	18.99	14.83	2.50	2.14	15.6%	18.2%	0.0%	0.0%
特步国际	1368.HK	8,858	3.95	12.73	11.27	1.40	1.34	17.2%	18.5%	4.7%	5.3%
361 度	1361.HK	3,784	1.83	6.55	6.03	0.50	0.47	8.2%	8.4%	4.4%	5.0%
<b>H 股行业平均</b>				<b>14.05</b>	<b>11.43</b>	<b>2.28</b>	<b>2.04</b>	<b>17.2%</b>	<b>19.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.9%</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 361 度数据为 Wind 一致预期, 其余公司为光大证券研究所预测;

股价为 2018 年 10 月 12 日收盘价, 港币对人民币汇率取 0.875

图 2: 安踏体育 PE-Forward 12M



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 港币对人民币汇率取 0.875

## 附录：

表 2：利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,346	16,692	23,928	31,343	40,134
营业成本	6,887	8,451	10,917	14,163	17,960
营业毛利	6,459	8,241	13,011	17,180	22,175
销售费用	-2,831	-3,809	-6,389	-8,275	-10,636
管理费用	-685	-901	-1,244	-1,693	-2,167
EBITDA	3,318	4,110	6,027	7,982	10,267
折旧	-175	-270	-192	-201	-209
EBIT	3,203	3,989	5,833	7,777	10,054
净利息费用/收入	108	322	135	84	84
其他收益	260	458	455	564	682
EBT	3,311	4,311	5,968	7,861	10,138
所得税	-866	-1,152	-1,671	-2,123	-2,636
归母净利润	2,386	3,088	4,155	5,483	7,118
股份数	2,502	2,639	2,685	2,685	2,685
EPS	0.95	1.17	1.55	2.04	2.65

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 3：资产负债表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	11,453	15,442	18,985	22,352	26,574
现金及等价物	5,830	6,968	8,373	9,326	10,762
应收账款及应收票据合计	2,641	3,733	5,244	6,870	8,797
存货（净值）	1,295	2,155	2,781	3,570	4,428
其他流动资产/受限制现金	7,517	9,554	10,959	11,913	13,349
<b>非流动资产：</b>	2,770	3,632	3,673	3,718	3,784
预付土地租赁款项	342	431	431	431	431
土地使用权	154	16	16	16	16
固定资产/PP&E	1,170	1,203	1,185	1,144	1,098
无形资产	478	705	764	850	962
其他非流动资产	381	1,188	1,188	1,188	1,188
<b>总资产</b>	14,224	19,074	22,658	26,070	30,358
<b>流动负债：</b>	4,273	4,498	6,693	8,205	9,974
短期借贷及长期借贷当期到期部分	938	148	1,236	1,236	1,236
应付账款及票据	3,060	3,978	5,084	6,596	8,365
应交税费	267	353	353	353	353
其他流动负债	7	19	19	19	19
<b>非流动负债：</b>	55	215	215	215	215
长期借款	40	-	-	-	-
其他非流动负债	14	215	215	215	215
<b>经营性负债合计</b>	4,327	4,714	6,909	8,421	10,189
股本	243	259	259	259	259
储备	9,306	13,447	14,694	16,339	18,474

少数股东权益	348	654	796	1,052	1,436
股东权益合计(不含少数 股东权益)	9,549	13,706	14,953	16,598	18,733
股东权益合计(含少数股 东权益)	9,896	14,361	15,749	17,650	20,169
负债及股东权益总计	14,224	19,074	22,658	26,070	30,358

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

表4: 现金流量表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	2,468	3,181	4,592	5,091	6,752
净利润	2,386	3,088	4,155	5,483	7,118
折旧摊销	175	270	192	201	209
营运资本变化	-216	-381	57	-902	-1,017
其他经营活动产生的现金流量净额	123	204	188	309	442
<b>投资活动现金流</b>	-515	-1,579	-279	-299	-334
资本性支出	-571	-576	-279	-299	-334
投资变化	56	-1,002	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量净额	-	-	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	-1,398	-2	-2,909	-3,838	-4,983
短期债务增加	938	148	-	-	-
债务减少	-1,330	-975	-	-	-
股本增加	-	3,394	-	-	-
长期债务增加	-	-	-	-	-
支付的股利合计	-1,541	-1,937	-2,909	-3,838	-4,983
其他筹资活动产生的现金流量净额	535	-632	-	-	-
<b>净现金流</b>	555	1,601	1,405	954	1,436

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

表5: 关键指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	20.0%	25.1%	43.3%	31.0%	28.0%
净利润增长率	16.9%	29.4%	34.6%	32.0%	29.8%
EBITDA 增长率	18.5%	23.9%	46.6%	32.4%	28.6%
经营利润增长率	18.8%	24.5%	46.2%	33.3%	29.3%
<b>估值指标</b>					
PE	29.10	23.71	17.92	13.58	10.46
PB	7.40	5.10	4.65	4.15	3.63
EV/EBITDA	21.61	17.26	11.90	9.06	7.07
EV/EBIT	22.38	17.79	12.30	9.30	7.22
EV/NOPLAT	21.65	16.46	12.02	9.20	7.16
EV/Sales	5.37	4.25	3.00	2.31	1.81
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	48.4%	49.4%	54.4%	54.8%	55.3%
EBITDA 率	24.9%	24.6%	25.2%	25.5%	25.6%
经营利润率	24.0%	23.9%	24.4%	24.8%	25.1%
税后净利润率(归属母公司)	17.9%	18.5%	17.4%	17.5%	17.7%
ROA	23.3%	22.6%	26.3%	30.2%	33.4%
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.0%	22.5%	27.8%	33.0%	38.0%

<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.7	3.4	2.8	2.7	2.7
速动比率	2.4	3.0	2.4	2.3	2.2
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.95	1.17	1.55	2.04	2.65
每股红利	0.67	0.82	1.08	1.43	1.86
每股经营现金流	0.99	1.21	1.71	1.90	2.51
每股自由现金流(FCFF)	0.22	0.61	0.52	0.36	0.53
每股净资产	3.95	5.44	5.87	6.57	7.51
每股销售收入	5.33	6.33	8.91	11.67	14.95

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
评级	无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大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。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyix@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	