

多品牌战略为公司持续成长添动力

安踏是中国本土最大的体育服装企业。公司成立于1991年，依托单聚焦，多品牌（安踏、安踏儿童、Fila、Fila Kids、Descente、NBA及Kolon），全渠道的战略，规模实现快速扩张，2016年安踏营业额、净利润为上市时的+4倍。我们认为，安踏在未来5年仍将是本土规模第一的品牌，主要源于：1) 新品牌的持续引入；2) 灵敏的客户需求感知度。当前安踏市值为上市时的+6倍，2017、2018年PE25/22倍，我们认为较充分体现了公司的成长潜力。

核心观点

- **持续引入新品牌，为安踏长期成长助力...**公司2008年、2009年分别开启了童装和新品牌FILA业务，经过多年的市场培育，童装+FILA已成为公司重要成长引擎，2016年收入占比达25%以上，我们预计至2020年，这一比例有望进一步提升至35%以上；与此同时，公司2016年、2017年启动了第二轮品牌收购，我们预计Descente将成为公司的二次成长源，至2020年收入占比有望达到10%。公司于今年3月增发配售约38亿港元资金用于未来的新品牌收购，我们认为，持续引入新品牌是安踏未来实现增长的重要战略。
- **...但多品牌战略，可能为安踏带来经营管理方面的挑战。**2016年公司的经营开支（销售及行政费用）比率为26%，显著低于同行（vs. 李宁42%，NIKE31%，Adidas43%）。我们认为随着定位高端市场的FILA和Descente业务占比提升后，考虑到更多的代言、广告投放活动以及人员成本，营销、研发费用也将快速攀升，预计经营开支比率将每年提升2.5个百分点。
- **FILA业务可能拉低公司估值。**定位高端的FILA由于其定位休闲时尚运动市场，我们认为，相较于专业运动定位的安踏牌，FILA后期的库存风险相对较高，也更容易直接受到其他国际品牌（NIKE, Adidas等）的竞争冲击。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司2017-19年每股收益分别为1.06、1.19、1.27元（2017/2018年业绩较我们2016年9月时的预测分别上调8%、4%，主要源于管理层对店铺数、电商占比目标上调指引），给予2017年24.1XPE（考虑到公司行业龙头地位，我们参照国际可比公司，给予中间值估值），对应目标价为29.70港元，我们认为目前股价已经基本反映其成长性，下调评级至中性。

风险提示： 新品牌市场热度超预期；经营开支比例好于预期。

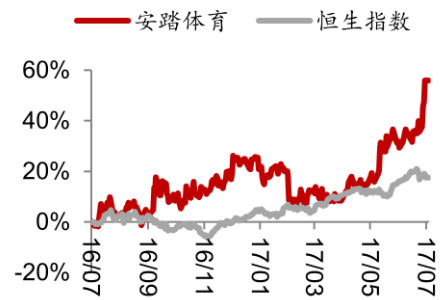
公司主要财务信息	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	11,126	13,346	16,032	18,604	20,859
同比增长	24.7%	20.0%	20.1%	16.0%	12.1%
营业利润（百万元）	2,470	2,944	3,569	4,095	4,425
同比增长	27.8%	19.2%	21.3%	14.7%	8.1%
归母净利润（百万元）	2,041	2,386	2,840	3,197	3,412
同比增长	20.0%	16.9%	19.1%	12.6%	6.7%
每股收益（元）	0.81	0.95	1.06	1.19	1.27
毛利率	46.6%	48.4%	51.1%	53.4%	55.1%
净利率	18.3%	17.9%	17.7%	17.2%	16.4%
净资产收益率	23.8%	25.0%	19.4%	19.6%	18.8%
市盈率（倍）	32.8	28.1	25.3	22.4	21.0
市净率（倍）	7.6	6.8	4.8	4.3	3.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级	买入 增持 中性 减持 (下调)
股价 (2017年08月18日)	31.10 港元
目标价格	29.70 港元
52周最高价/最低价	31.10/18.14 港元
总股本 (百万股)	2684
港股市值 (亿港元)	835
国家/地区	中国
行业	可选消费品行业
报告发布日期	2017年08月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	15.0	20.5	43.0	56.0
相对表现 (%)	14.4	19.3	36.5	38.5
恒生指数 (%)	0.6	1.3	6.5	17.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈舒薇
021-63325888-6071
chenshuwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517070001

联系人 姚嘉杰
021-63325888*3211
yaojiajie@orientsec.com.cn
金寿
021-63325888-3491
jinqian@orientsec.com.cn

相关报告
安踏体育首次报告——多品牌战略打造 2016-09-13
国内运动鞋服行业龙头

多品牌战略，为安踏长期成长助力...

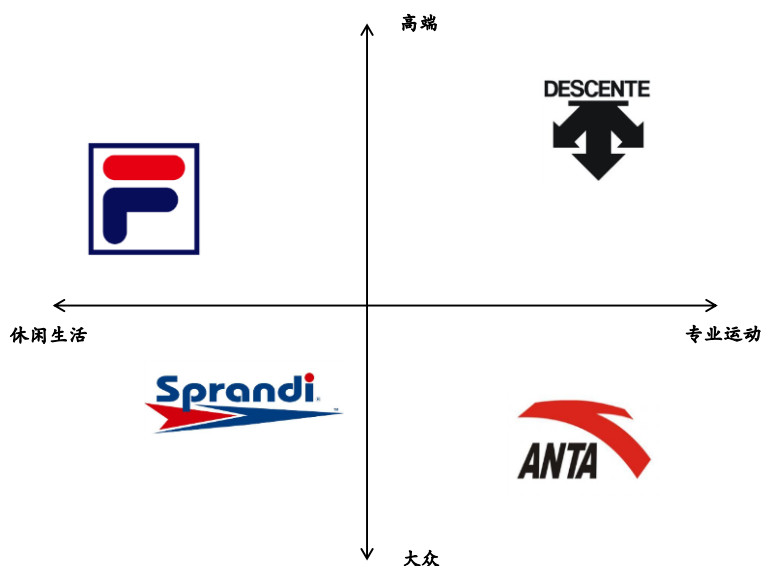
随着国民可支配收入不断上涨，消费者对产品的需求和要求也在不断提高。国内运动鞋服品牌的目标人群大多集中在中收入及以下，以三线及三线城市以下为各自的主要线下销售渠道，而这一部分市场新进入者门槛较低，在经过了长时间的发展后已经趋近饱和，公司从两个方面开拓新市场：安踏童装+FILA，到 2016 年公司通过收购 Descente 在内地的品牌经营权，开始进入冰雪运动市场：

- 1) **安踏童装**：2008 年开始推出童装品牌，瞄准二胎政策后释放出的 1500 亿童装市场（市场空间数字来自行业专家）。处于成长期的我国童装市场虽品牌众多，但尚无统治性品牌，品牌化趋势下的行业集中度提升是未来国内童装发展方向。截止 2016 年童装店铺已达到 1700 家以上，占安踏牌店铺数 20%，在安踏十周年投资者交流日中，公司提出至 2020 年童装店铺数将超过 3000 家，考虑到竞争对手也在积极进入童装这一市场，我们保守预计，童装店铺年增 200~300 家。
- 2) **FILA**：2009 年收购 FILA 在中国的品牌经营权后，公司开始了中高收入群体市场的布局，这一市场的竞争者主要来自于国际品牌，如耐克、阿迪达斯等，竞争激烈程度相较中低收入群体的市场要低，市场空间也随着需求的增加而逐渐扩大，跑步健身的兴起、综训健身的流行使得这一市场活力迅速放大。
- 3) **Descente**：2016 年，公司又与 Descente 设立合资公司，进军更高收入群体市场，进一步扩大公司的目标市场。高收入群体竞争将更低，而国内高端户外运动也在逐渐兴起，随着 2022 年冬奥会的举办，这一市场将进一步放大。

安踏实现了从专业体育到大众体育，从高端休闲到城市健步，从篮球、跑步到冰雪运动，从综合训练到户外领域核心体育服装领域全覆盖。未来，我们预计公司将计划引入更多品牌，满足每一个消费者的运动装备的需求，做到消费者全覆盖。

我们预计安踏童装+FILA+Descente 将贡献公司 2018 年收入的 40%以上（不考虑电商平台的流水贡献），至 2020 年这一数字将达到 45%以上，其中，FILA 和 Descente 将是公司未来 3-4 年的重要增长极。安踏全面覆盖目标市场有助于分散行业内竞争带来的巨大风险，同时扩大自己的市场将会巩固安踏在中国市场的地位，确保未来可持续增长。

图 1：多品牌战略



数据来源：公司公告，东方证券研究所

FILA: 2017-2019 年 CAGR 达到+20%

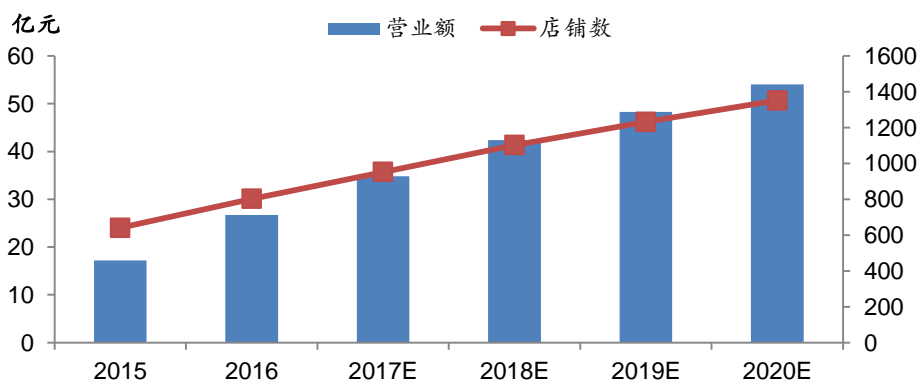
安踏 2009 年从百丽国际收购 Fila，从 2010 年开始，将 Fila 品牌重新定位和塑造。从 2011 年开始，年销售流水一个亿左右，每年以双位数快速增长。2016 年，FILA 营收占比已经达到了公司的 20%，全年收入或超 30 亿元人民币。超越很多同业整个公司的销售收入。我们认为 FILA 的快速成长主要源自：a) FILA KIDS；b) 更时尚的产品设计及品牌形象；c) 直营的商业模式。

- a) **FILA KIDS 市场收效佳：**FILA KIDS 是公司 2015 年最新推出的新子品牌，定位高端，目标人群是 3 至 12 岁儿童。目前国内的高端儿童体育用品市场，除了 FILA KIDS，几乎是被国际品牌所占领，比如我们熟知的 NIKE KIDS、ADIDAS KIDS 等等。由于消费者生活水平的提高，以及二胎政策的推行，高端儿童消费势必不断增加，这块市场潜力非常大。FILA KIDS 推出后，我们可以看到它相对于国际品牌，他的优势在于更多时尚休闲元素，色彩鲜艳，更受国内家长的青睐；性价比相对于国际品牌更高。因此 2015 年 FILA KIDS 就收到了很高的市场评价。随后 2016 年 FILA KIDS 的铺店速度进一步提高，以期在高端儿童运动装备领域能够获得更大的市场份额。
- b) **不断创新，积极与知名设计师、球星合作，大幅提升产品形象：**除了 FILA KIDS，FILA 近几年还推出了男士内衣系列 FILA INTIMO、FILA Red，通过跨界合作，与国际上多个设计师推出了诸如 FILA Ginny 系列、Jason Wu X FILA 系列等，而 2016 年又与前温布尔顿网球赛冠军玛丽恩·巴托丽合作推出 LOVE FILA 系列。这些新系列和合作系列在国际上提升了 FILA 品牌的知名度，并且都备受市场好评。这对于 FILA 的品牌影响力非常巨大，因为对于高端定位的体育品牌来说，品牌影响力是至关重要的竞争力。
- c) **品牌从经销商手中收回几乎所有门店，改变成直营模式。**与此同时，FILA 对店铺重新进行高亮度的装潢设计和陈列布局，抛弃一般运动门店的拘谨风格，以提升时尚感。官方数据显示，FILA 在中国市场的直营比例已经处在 70% 以上，聚焦一、二线城市的核心商圈，定位中高端。考虑到消费者对店铺形象的需求，是随着潮流改变的，所以 Fila 的店铺形象每两年就会重新装修。

作为公司直营业务（70%店铺自营），2016 年 FILA 店效继续保持 20% 左右的增长，其中 FILA 和 FILA KIDS 店的销售增长同步，这与我们去年的预测基本一致，我们保守预计 2017/2018 年店效会因为基数效应增速回落至 10%/5%。店铺方面，由于 2016 年 FILA KIDS 的高速扩张，FILA 店铺数量已经达到 802 家，远高于我们去年的预测，我们预计 2017/2018 年将继续保持年新增 150 家店铺，FILA KIDS 占比会进一步提高，2017-2019 年 FILA 营业额复合增速将达到 20% 以上。

FILA 的成功印证了公司执行多品牌扩张的管理和执行能力。通过自 FILA 积累的开拓和管理经验，公司开始尝试利用 Descente、Kolon、Sprandi 等品牌抢占高端细分市场和户外运动市场。公司目前手握 65 亿元现金，未来还将积极寻找并购目标以开拓高端细分市场和国际市场。

图 2: FILA 营业额及店铺数预测



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3: FILA KIDS


数据来源: FILA 网站, 东方证券研究所

图 4: FILA X Jason Wu


数据来源: FILA 网站, 东方证券研究所

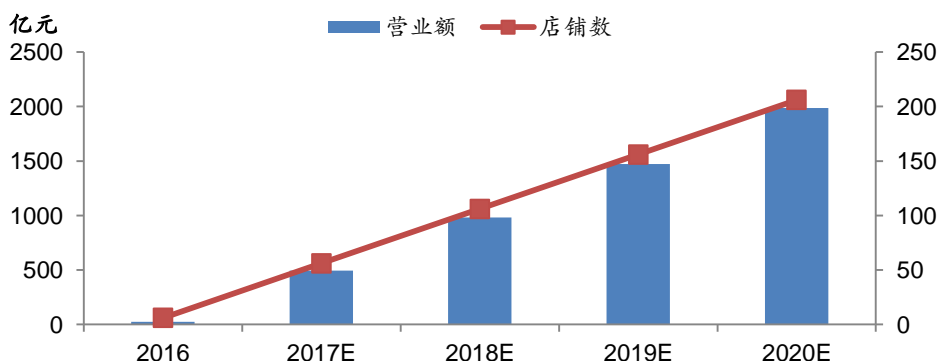
迪桑特 Descente: 高端户外布局备战冬奥

安踏于 2016 年投资 1.5 亿元, 占股 60%, 与 DGR (Descente 日本在韩国的附属公司)、伊藤忠 (伊藤忠集团在中国的附属公司) 成立 Descente 合资公司, 合资公司获得在中国设计、制造、销售 Descente 品牌产品, 这将拓宽公司在中国高端体育服装市场尤其是冰雪运动市场的业务领域。

迪桑特历史悠久, 品牌实力雄厚。迪桑特是日本大型运动装备制造商, 拥有 86 年的悠久历史, 其前身是石本商店, 旗下有 15 个子分公司, 3 个关联公司, 在中国已经有相当的制造和零售影响。目前迪桑特的主要产品涵盖滑雪、户外、棒球、排球、田径、健身等领域。

迪桑特日本 (东京证交所上市, 股票代码 8114) 业绩增长稳定, 亚洲与欧美地区海外业务拓展迅速。迪桑特 2016 财年实现营业收入 1357 亿日元, 同比增长 10.3%, 归属母公司利润 78.7 亿日元, 同比增长 19.9%。其中, 日本境内营业收入 570 亿日元, 同比增长 1.3%, 目前处于结构改革的进程中缓缓前进; 亚洲地区营业收入 760.07 亿日元, 同比增长 15.6%, 主要源于韩国运动员装备、高尔夫装备、户外装备销售收入提升较大, 中国及香港地区的营业收入和净利润也有显著的改善。欧美地区营业收入 27.53 亿日元, 同比增长 150.6%。

根据公司 2017 年指引, 迪桑特牌今年会新开 50-60 家, 我们预计 2018-2020 年每年店数增长将维持在 50 家左右, 保守估计至 2020 年迪桑特收入将近 20 亿元 (安踏十周年投资者日给予 25 亿元的流水指引), 占公司营业收入 10%。利润角度来看, 由于新开店盈利周期至少在一年以上, 我们预计迪桑特业务将在 2018 年以后开始贡献利润。

图 5: Descente 营业额及店铺数预测


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 6: Descente 滑雪服


数据来源: Descente 网站, 东方证券研究所

图 7: Descente 其他产品


数据来源: Descente 网站, 东方证券研究所

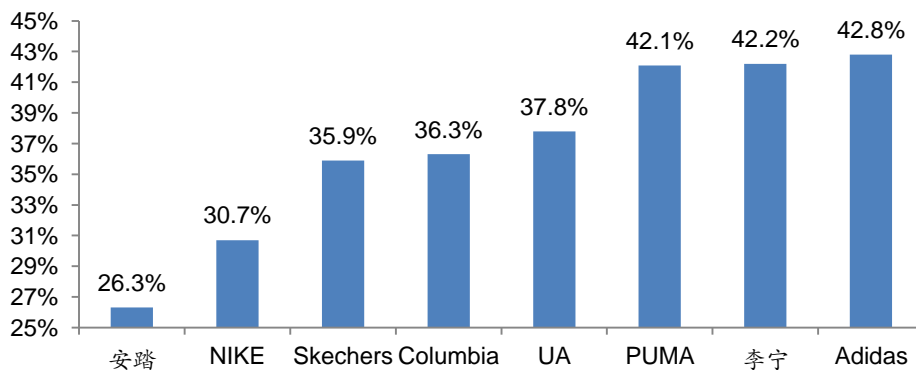
...但也会带来更多的经营挑战

我们认为, 定位高端的品牌较大众品牌更需要资源的投入, 进行品牌推广和形象维持, 经营开支比率面临上涨的压力, 主要源于:

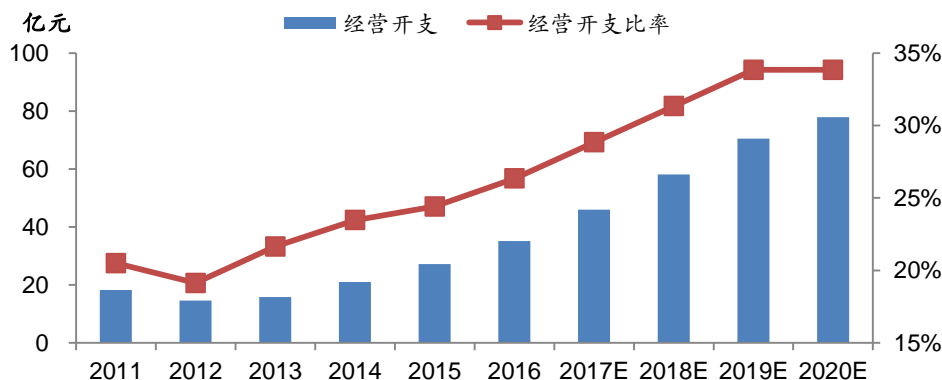
1) 广告营销费用: 国际及国内定位中高端的体育服饰品牌在广告方面都有较大投入, 虽然高营销投入会拉低公司净利率, 但高营销投入也是品牌营业额及利润得以长期持续增长的有力保障, 但作为定位休闲生活的 FILA, 由于其时尚要素会一定程度带来产品需求的不确定, 尤其是在经过初期产品推广快速获得消费者认知之后, 品牌进入成熟期, 定位高端的休闲时尚牌更容易受到其他国际运动时尚品牌如 NIKE, Adidas 的挑战, 产品设计及库存风险将逐步显现。

2) 人员开支及租金: FILA 和 Descente 采取的和安踏主品牌完全不同的商业模式, 70%的 FILA 和 100%的 Descente 都是采用零售 (自营) 模式, 除了品牌总部的设计、营销等人员配置, 零售店也需要有经验的店长及销售人员进行匹配定位高端的品牌形象, 同时在购物中心开设的店铺租金每年也会随着商业地产价格的上升而提升, 在新店快速扩张期, 我们认为营业利润率将承压。

2016 年公司的经营开支 (销售及行政费用) 比率为 26%, 显著低于同行 (vs. 李宁 42%, NIKE31%, Adidas43%)。我们认为随着定位高端市场的 FILA 和 Descente 业务占比提升后, 考虑到更多的代言、广告投放活动以及人员成本, 营销、研发费用、店铺租金也将快速攀升, 预计经营开支比率将每年提升 2.5 个百分点。

图 8: 主要体育服饰品牌经营开支比率 (最近年报)


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 9：安踏经营开支及占营业额比率


数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司估值有下行风险

我们认为，公司目前估值受到两方面因素的负面影响：

- 1) FILA 相对于专业运动品牌，需求不确定带来的市场风险较大。

虽然 FILA 近几年经历了高速增长，但由于其定位高端休闲时尚运动市场，我们认为，相较于专业运动定位的传统安踏牌，FILA 在品牌逐步进入成熟期后，由于时尚设计风潮的不确定性，产品库存风险、营运资金要求（70%门店自营）相对较高，也更容易直接受到其他国际品牌（NIKE, Adidas 等）的竞争冲击。

- 2) 公司财务披露愈加不明晰。

自 2016 年 5 月，公司进一步降低数据披露的透明性，尤其在安踏主品牌方面，不再披露安踏主品牌同店销售增速；在 2017 年下半年开始，不再披露季度订货会数据（2018 年一季度以后的订货会数据）。虽然安踏主品牌在公司战略地位因为新品牌 FILA 和 Descente 有所削弱，但仍然贡献公司收入一半以上，我们认为不透明的经营数据披露将为公司短期业绩预测带来更多不确定性。

图 10：2016 年三季度订货会及其他经营数据公告

二零一六年第三季度订货会表现
二零一五年第四季度同店销售增长及
二零一五年全年同店销售增长

本公告乃安踏体育用品有限公司（「本公司」，连同其附属公司统称为「本集团」）董事会（「董事会」）自願發出，以提供本集团中國業務近期之營運情况。

二零一六年第三季度订货会表现

本集团的二零一六年第三季度订货会已于二零一六年一月结束，安踏品牌产品（包括儿童体育用品系列）之订单金额（按批發價值計算）按年錄得高單位數的升幅。自二零一四年第一季度起已錄得連續十一個季度的订单增长，进一步证明本集团拥有可持续增长的能力。

二零一五年第四季度及二零一五年全年同店销售增长

以本集团之分銷商及加盟商營運、經營超過一年的安踏零售店（不包括兒童體育用品系列的獨立店舖）來計算，二零一五年第四季度安踏品牌產品之同店銷售增長（按零售價格計算）與二零一四年同期比較錄得中單位數的升幅。二零一五年全年安踏品牌產品之同店銷售增長（按零售價格計算）與二零一四年全年比較錄得高單位數的升幅。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：2016 年四季度订货会及其他经营数据公告

二零一六年第四季度订货会表现
及
二零一六年第一季度零售表现

本公告乃安踏体育用品有限公司（「本公司」，连同其附属公司统称为「本集团」）董事会（「董事会」）自願發出，以提供本集团中國業務近期之營運情况。

二零一六年第四季度订货会表现

安踏品牌产品的二零一六年第四季度订货会已于二零一六年四月结束，订单金额（按批發價值計算）按年錄得低雙位數的升幅。

二零一六年第一季度零售表现

二零一六年第一季度安踏品牌產品之零售金額（按零售價值計算）與二零一五年同期比較錄得中單位數的升幅。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司背景

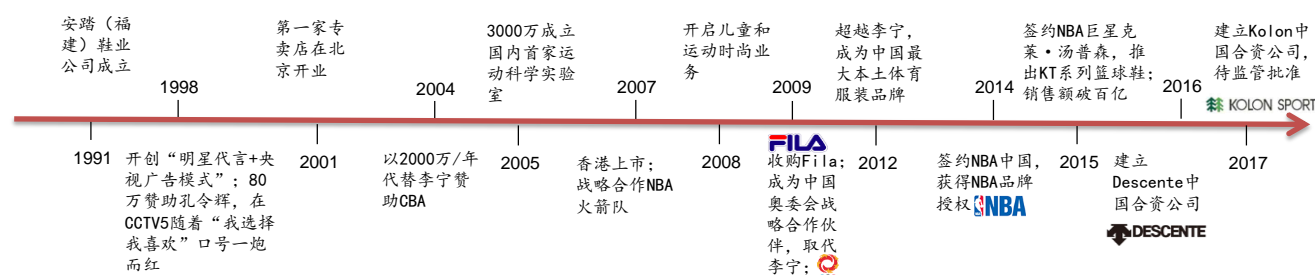
安踏体育用品有限公司是中国领先的体育用品企业，主要从事设计、开发、制造和行销安踏、安踏儿童、Fila、Decente 和 Kolon 品牌的体育用品，包括运动鞋、服装及配饰。公司于 1991 年在福建省晋江市成立，2007 年 7 月在香港上市。经过二十多年的发展，公司在 2012 年坐上本土体育服装行业头把交椅，并延续至今。

2016 年安踏体育实现营业收入 133.46 亿元人民币，同比增长 20%；实现归属本公司股东利润 23.86 亿元，同比增长 17%；其中，实现鞋类销售收入 60 亿元，同比增长 18%，占收入的 45%；实现服装销售收入 68.9 亿元，同比增长 23%，占总收入的 51.6%。上市十年，公司营业收入增长 4 倍，利润增长 4.5 倍，累计派息超过 80 亿元人民币，派息比率在 60% 以上。

按销售额计算，安踏公司目前在中国体育服装行业市占率达 10.3%，市占率是第二大本土体育服装品牌的两倍，规模在中国仅次于外资品牌耐克和阿迪达斯。按销售量计算，安踏是中国最大的体育服装公司。公司上市十周年，公司市值突破 700 亿元。按市值计算，公司业已成为全球体育服装行业第三大公司，仅次于耐克和阿迪达斯，更遥遥领先于国内其他体育服装公司。

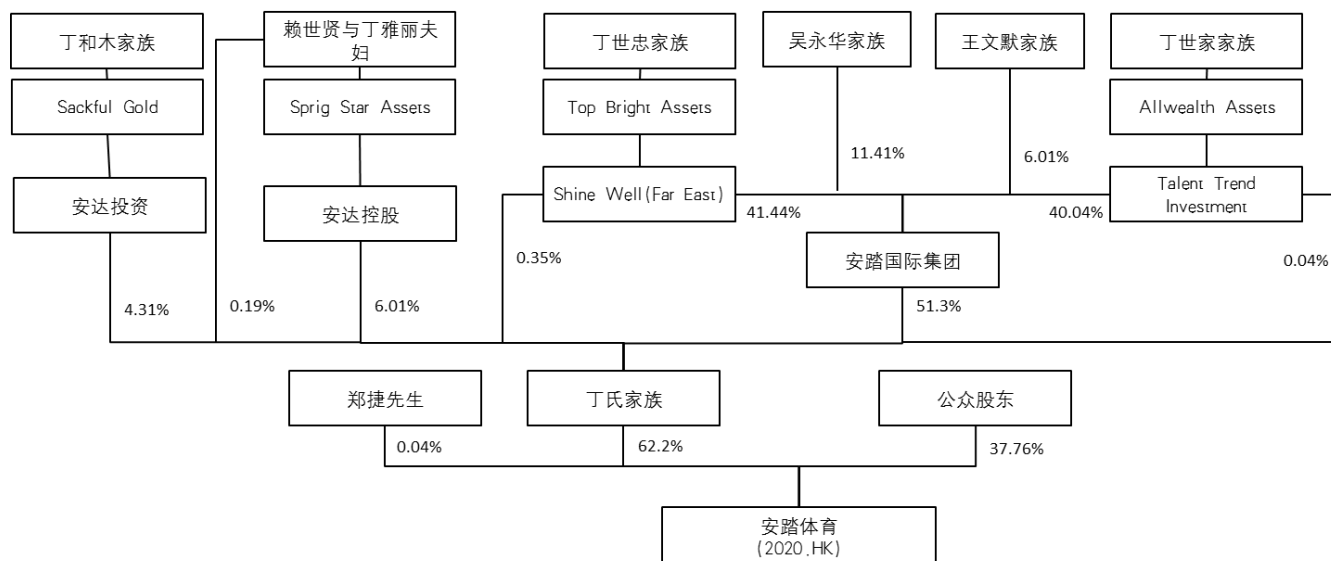
"Anta"源自希腊语"大地之母"，喻指其品牌所奉行的奥运精神和产品运动性。凭借优秀的执行力，安踏体育致力于成为受人尊重的世界级多品牌体育用品集团，怀揣梦想，永不止步。

图 12：安踏体育历史变迁



数据来源：公司网站，东方证券研究所

图 13：公司股权结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司主要管理人员介绍

姓名	职位	学历	年龄	简历
丁世忠	董事会主席， 执行董事兼 董事会主席	-	46	主要负责本集团的整体企业策略、品牌管理、规划及业务发展。于 1994 年 7 月加入本集团，一直致力于拓展及推广本集团的业务及发展中国体育用品业。
丁世家	执行董事兼 董事会副主席	-	52	主要负责本集团的鞋类运营。于 1994 年 7 月加入本集团，与中国体育用品业有超过 20 年经验。
赖世贤	首席运营官、 执行董事兼 副总裁	硕士	42	主要负责本集团的供应链及行政管理工作。于 2003 年 3 月加入本集团，于行政管理方面有超过 10 年经验。
王文默	执行董事	-	60	主要负责管理本集团的服装运营。于 2000 年 6 月加入本集团，于服装业拥有超过 20 年经验。
吴永华	执行董事兼 集团销售总 裁	硕士	46	主要负责本集团销售及营销管理。于 2003 年 10 月加入本集团，于中国销售及营销方面拥有超过 10 年经验。自二零一一年，吴先生担任厦门市人民代表大会代表。
郑捷	执行董事兼 安踏品牌总 裁	学士	48	主要负责品牌及产品管理。于 2008 年 10 月加入本集团，于营销管理方面拥有超过十年经验，于国际运动服饰品牌中国业务部任职销售副总裁及总经理超过 8 年。郑先生拥有复旦大学管理科学学士学位。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

- 1) 2017-2019 年新增门店 545 家、450 家、380 家；
- 2) 2017-2019 年平均单店销售收入同比增速：安踏 1-3%，FILA2-10%，Descente2-5%；
- 3) 2017-2019 年电商同比增速分别为 52%、37%、27%；
- 4) 2017-2019 年毛利率分别为 51%、53%、55%。

我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.06、1.19、1.27 元，2017/2018 年业绩预测分别较 2016 年 9 月份发布的首次报告中预测上调 8%，4%，主要源于管理层指引提升了店铺目标以及电商占比目标。公司作为本土最大体育服装公司，给予 2017 年 24.1XPE（考虑到行业龙头地位，我们参照国际可比公司，给予中间值估值），对应目标价为 29.70 港元。公司在完成新品牌的理念吸收及市场开拓后，将有望启动新一轮的成长，但我们认为目前估值已经基本反映其成长性，下调评级至中性。

表 2：收入分类预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,126	13,346	16,032	18,604	20,859
YoY	25%	20%	20%	16%	12%
安踏	8,403	9,117	9,757	10,218	10,533
店铺数	8,489	8,860	9,210	9,460	9,660
平均单店销售额	0.99	1.03	1.06	1.08	1.09
Fila	1,722	2,669	3,485	4,236	4,830
店铺数	640	802	952	1,102	1,232
平均单店销售额	2.69	3.33	3.66	3.84	3.92
Descente		25	450	935	1,426
店铺数		6	51	101	151
平均单店销售额		4.20	8.82	9.26	9.45
电商	1,001	1,535	2,340	3,215	4,069
综合毛利率	47%	48%	51%	53%	55%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 3: 可比公司估值表

公司	市值 (US\$ M)	股息率		利润增速		PE(x)		PB(x)		EV/EBITDA(x)		ROE	
		17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
Nike	96,087	1.3%	1.5%	1.0%	15.8%	24.1	20.8	7.7	6.4	19.3	17.0	31.6%	34.4%
Adidas	47,191	1.3%	1.6%	32.0%	21.2%	29.8	24.6	5.5	4.8	21.0	17.7	18.6%	20.0%
UA	7,659	0.0%	0.0%	-38.2%	21.8%	48.9	40.1	3.7	3.4	29.3	25.4	8.0%	8.4%
Puma	6,279	0.3%	0.4%	102.5%	35.8%	43.0	31.7	2.9	2.7	24.4	18.2	7.1%	9.4%
Skechers	4,423	0.0%	0.0%	-6.7%	28.8%	18.0	14.0	2.3	2.0	10.4	7.8	13.9%	15.6%
Columbia	4,061	1.3%	1.4%	6.8%	8.6%	20.7	19.1	2.4	2.2	13.2	11.6	12.0%	11.8%
Asics	3,243	1.3%	1.5%	11.2%	14.0%	22.3	19.6	1.6	1.5	13.7	11.9	7.7%	8.7%
平均						29.5	24.3	3.7	3.3				
中间值						24.1	20.8	2.9	2.7				

注: Nike2017 财年结束日为 2017 年 5/31, 为了更具可比性, 表中 Nike17-18 年数据分为对应 18-19 年 Nike 财年数据

数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 14: 安踏体育 PE Band


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 15: 安踏体育 PB Band


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

风险提示

1) 新品牌市场热度超预期:

新品牌 Descente 经过 2 到 3 年的营销开拓后, 若全国冰雪运动快速发展成受欢迎的大众运动, 产品市场反响好于市场预期, 业绩将好于我们的预期, 公司股价也有望进一步上涨。根据我们的测算, 若新品牌店数超过我们预期每多开 50 家, 则营业额提升 2.8%, 净利润提升 4.7%。

2) 经营开支比例好于预期:

我们预计公司的广告营销、人员开支、租金、研发等经营开支费用占收入比例在新品牌推出后, 每年将上升 2.5 个百分点, 若公司的经营效率好于我们预期, 经营开支比例每低于我们预期值 1 个百分点, 则净利润提升 4.1%。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,531	7,322	11,934	13,281	14,951	营业收入	11,126	13,346	16,032	18,604	20,859
受限存款	203	195	195	195	195	营业成本	(5,941)	(6,887)	(7,839)	(8,678)	(9,375)
应收账款	2,207	2,641	3,173	3,682	4,128	毛利润	5,185	6,459	8,193	9,926	11,484
存货	1,016	1,295	1,556	1,805	2,024	销售费用	(2,212)	(2,831)	(3,721)	(4,690)	(5,676)
其他	200	0	0	0	0	广告营销	(1,279)	(1,521)	(1,908)	(2,307)	(2,691)
流动资产合计	10,157	11,453	16,857	18,963	21,297	租金	(367)	(555)	(791)	(1,099)	(1,474)
固定资产	1,121	1,170	1,394	1,331	1,260	研发	(308)	(351)	(453)	(563)	(673)
在建工程	45	157	357	457	537	管理费用	(504)	(685)	(903)	(1,140)	(1,383)
租赁预付款	303	342	333	325	317	息税折旧摊销前利润	2,658	3,170	3,832	4,348	4,667
土地使用权预付款项	256	399	154	154	154	营业利润	2,470	2,944	3,569	4,095	4,425
无形资产	464	478	490	502	513	净融资收入	133	108	154	175	202
其他金融资产	25	49	49	49	49	其他收入及收益	227	260	260	260	260
递延税项资产	132	175	175	175	175	税前利润	2,829	3,311	3,983	4,530	4,886
非流动资产合计	2,345	2,770	2,952	2,993	3,005	所得税	(741)	(866)	(1,042)	(1,185)	(1,279)
资产总计	12,502	14,224	19,809	21,956	24,302	净利润	2,088	2,445	2,941	3,345	3,608
短期借款	1,330	938	938	938	938	少数股东损益	48	59	100	148	195
应付账款	1,999	3,068	3,492	3,866	4,176	归属于母公司净利润	2,041	2,386	2,840	3,197	3,412
其他	234	267	267	267	267	基本 EPS	0.82	0.95	1.06	1.19	1.27
流动负债合计	3,563	4,273	4,696	5,071	5,381	稀释 EPS	0.81	0.95	1.06	1.19	1.27
长期借款	0	0	0	0	0						
应付非控股权益	39	40	40	40	40						
抵押税项负债	86	14	14	14	14						
非流动负债合计	124	55	55	55	55						
负债合计	3,688	4,327	4,751	5,125	5,436						
非控股股东权益	235	348	417	534	698						
股本	243	243	418	418	418						
储备	8,337	9,306	14,223	15,879	17,750						
股东权益合计	8,814	9,896	15,058	16,830	18,866						
负债和股东权益总计	12,502	14,224	19,809	21,956	24,302						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
税前利润	2,829	3,311	3,983	4,530	4,886
折旧摊销	188	226	262	253	242
财务费用	54	91	38	38	38
营运资金变动	(415)	(216)	(368)	(385)	(355)
支付所得税	(738)	(948)	(1,042)	(1,185)	(1,279)
其它	(16)	4	0	0	0
经营活动现金流	1,903	2,468	2,873	3,251	3,533
资本支出	(461)	(573)	(444)	(294)	(254)
其他	48	58	0	0	0
投资活动现金流	(413)	(515)	(444)	(294)	(254)
债权融资	75	85	0	0	0
股权融资	38	111	3,792	0	0
股息支出	(1,356)	(1,572)	(1,572)	(1,572)	(1,572)
其他	(50)	(22)	(38)	(38)	(38)
筹资活动现金流	(1,294)	(1,398)	2,182	(1,610)	(1,610)
汇率变动影响	36	109	0	0	0
现金净增加额	196	555	4,612	1,347	1,669

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.7%	20.0%	20.1%	16.0%	12.1%
营业利润	27.8%	19.2%	21.3%	14.7%	8.1%
归属于母公司净利润	20.0%	16.9%	19.1%	12.6%	6.7%
获利能力					
毛利率	46.6%	48.4%	51.1%	53.4%	55.1%
净利率	18.8%	18.3%	18.3%	18.0%	17.3%
ROE	23.8%	25.0%	19.4%	19.6%	18.8%
ROIC	16.7%	17.2%	14.8%	15.2%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	10.6%	6.6%	4.7%	4.3%	3.9%
净负债率	15.1%	9.5%	6.2%	5.6%	5.0%
流动比率	2.85	2.68	3.59	3.74	3.96
速动比率	2.57	2.38	3.26	3.38	3.58
营运能力					
应收账款周转率	71.4	71.2	71.2	71.2	71.2
存货周转率	32.9	34.9	34.9	34.9	34.9
总资产周转率	386.4	360.5	382.1	404.1	399.2
每股指标 (元)					
每股收益	0.81	0.95	1.06	1.19	1.27
每股经营现金流	7.84	10.17	6.88	7.78	8.46
每股净资产	36.34	40.78	36.05	40.29	45.17
估值比率					
市盈率	32.8	28.1	25.3	22.4	21.0
市净率	7.6	6.8	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	24.0	20.1	19.3	17.0	15.9
EV/EBIT	25.8	21.6	17.8	15.6	14.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn