

2024 年 08 月 04 日

买入 (首次覆盖)

证券分析师

丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

研究支持

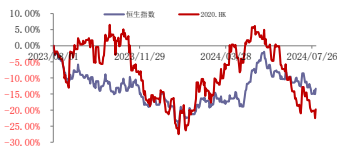
联系人

丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024 年 7 月 31 日

收盘价 (港币) 70.10
年内最高/最低 (港币) 94.80/59.45
总市值 (亿港元) 1986

基础数据: 2023 年 12 月 31 日

总股本 (亿股) 28.33
总资产 (亿人民币) 922.28
净资产 (亿人民币) 560.10
每股净资产 (人民币) 18.17

安踏体育 (2020.HK)

——行业龙头长期发展稳固，战略新时代下 α 属性凸显

投资要点:

- **战略清晰决策准确，铸就集团运动国牌龙头地位。**公司成立三十余载，通过多品牌战略快速发展，并逐步以国内运动服饰龙头身份向海外扩张。管理团队分工明确各司其职，成员多为经验丰富的业界专家，管理经验及行业经验丰富。近年，公司逐步进入第五发展战略阶段，依托多品牌矩阵、海外扩张规划及规模化运营， α 属性逐步凸显。
- **经济增长及居民观念转变驱动行业需求上行。**参考海外运动市场发展，经济增长为运动行业增长的核心驱动，随中国人均开支不断提升，中国运动鞋服市场迎来快速发展期。此外，行业需求量方面，政策端，国家近年的政策扶持有望解决运动终端场景痛点，提高居民参与率，提振行业需求；居民端，伴随中国居民健康意识提升及对运动更加关注，运动鞋服消费需求提升。政策扶持叠加居民需求提振有望驱动国内运动鞋服行业以低双位数年化增速增长。
- **多品牌运营叠加全球化布局构筑自身 Alpha 属性。**公司以主品牌、FILA 及所有其他品牌分别布局大众运动、时尚运动、高端户外板块。1) 主品牌坚持“大众定位、专业突破、品牌向上”的发展策略，通过革新产品线不断提升品牌力；2) FILA 瞄准高线城市客群持续创新设计，使其产品具备跨风格契合的属性；3) DESCENTE 及 KOLON SPORT 瞄准高端户外市场，借户外之风冲击集团旗下第三个百亿品牌。
- **盈利预测与估值：首次覆盖，给予“买入”评级。**作为我国运动鞋服龙头公司，安踏体育深耕行业多年形成竞争壁垒，通过多品牌运营等方式稳固发展，且具备海外扩张预期，增长空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 129.41 亿元/137.01 亿元/156.09 亿元，同比分别增长 26.42%/5.88%/13.92%。我们选择运动服饰公司 Nike、波司登、戴克斯户外及哥伦比亚等公司作为可比公司，可比公司 2024 年加权 PE 为 18.4X，公司 2024 年 PE 为 15.3X (截至 2024/7/31)。我们持续看好公司多品牌运营下主品牌及 FILA 贡献运营稳定性以及户外赛道贡献运营成长性，叠加规模化下费率可控且具备海外扩张预期，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场开拓及品牌推广风险；宏观环境风险；收购风险及投资收益风险；跨市场选择可比公司的风险。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元人民币)	536.51	623.56	709.75	798.35	889.21
同比增长率 (%)	8.76	16.23	13.82	12.48	11.38
毛利率 (%)	60.24	62.59	63.13	63.65	64.28
归母净利润 (亿元人民币)	75.90	102.36	129.41	137.01	156.09
同比增长率 (%)	-1.68	34.86	26.42	5.88	13.92
每股收益 (元人民币/股)	2.68	3.61	4.57	4.84	5.51
ROE (%)	22.06	19.89	21.94	20.46	20.52
市盈率			15.34	14.49	12.72

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 129.41 亿元/137.01 亿元/156.09 亿元，同比分别增长 26.42%/5.88%/13.92%。我们选择运动服饰公司 Nike、波司登、戴克斯户外及哥伦比亚等公司作为可比公司，可比公司 2024 年加权 PE 为 18.4X，公司 2024 年 PE 为 15.3X (截至 2024/7/31)。我们持续看好公司多品牌运营下主品牌及 FILA 贡献运营稳定性以及户外赛道贡献运营成长性，叠加规模化下费率可控且具备海外扩张预期，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 安踏主品牌：结合品牌近年渠道改革策略，假设品牌 2024 年 DTC/传统批发/电商三个渠道营收同比变动分别为+12%/-19%/+15%；

2) FILA：结合品牌近年时尚赛道的头部地位及线上线下双发展，假设品牌 2024-2026 年营收同比变动+11%/+9%/+8%；

3) 所有其他品牌：结合户外赛道整体 beta 及 DESCENTE、KOLON SPORT 的渠道扩展规划及店效提升预期，假设集团该业务板块 2024-2026 年营收同比变动+41%/+33%/+28%；

投资逻辑要点

行业侧，政策端，国家近年政策扶持不断提高居民运动参与率；**居民端，**经济发展下居民健康意识及鞋服开支提升。**政策扶持叠加居民需求提振有望驱动国内运动鞋服行业以低双位数年化增速增长。**

公司侧：多品牌运营下业绩兼具稳定性与成长性：1) 主品牌坚持大众定位，通过技术创新、渠道改革不断提升产品力及品牌力；2) FILA 瞄准高线城市客群持续创新设计，夯实时尚运动赛道头部位置；3) DESCENTE 及 KOLON SPORT 瞄准高端户外市场，借户外之风冲击集团旗下第三个百亿品牌。

核心风险提示

市场开拓及品牌推广风险；宏观环境风险；收购风险及投资收益风险；跨市场选择可比公司的风险。

目录

1. 战略清晰决策准确，铸就集团运动国牌龙头地位.....	6
1.1 公司各发展阶段战略成熟，研发与品牌并举夯实基础.....	6
1.2 公司财务：渠道改革提升主品牌毛利，行业β驱动户外品牌营收利润双增.....	9
2. 行业端：经济增长及居民观念转变驱动行业需求上行.....	12
2.1 国内鞋服市场仍处发展阶段，人均支出提升维系行业增长.....	12
2.2 政策端：国家政策释放红利，体育产业蓬勃发展.....	14
2.3 居民端：居民健康意识及参与运动升级推动体育产业量价双升.....	16
3. 公司端：多品牌运营叠加全球化布局构筑自身 Alpha 属性.....	18
3.1 安踏主品牌：专业运动品类的品牌提升之路.....	18
3.2 FILA：高端时尚运动品类的高质量发展.....	20
3.3 其他品牌：高端专业及户外运动品类行业 Beta 下的高速成长.....	21
4. 盈利预测及投资建议.....	22
4.1 运动鞋市场稳增驱动上游制造产业发展.....	22
4.2 首次覆盖给予“买入”评级.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：安踏集团多品牌发展历程	6
图 2：安踏集团品牌形象打造关键事件	6
图 3：安踏体育股权架构（截至 2023 年年报）	7
图 4：公司长期战略阶段及重要决策	8
图 5：2019-2023 年公司营收 CAGR 为 16.58%	9
图 6：2019-2023 年公司净利润 CAGR 为 19.00%	9
图 7：2019-2023 年公司及可比公司毛利率	9
图 8：2019-2023 年公司及可比公司净利率	9
图 9：主品牌及 FILA 近年复合增速均为中双位数	10
图 10：户外品牌营收占比快速增长	10
图 11：2019-2023 年主品牌毛利率增长 14pct	10
图 12：户外品牌净利率快速提升至 27.10%	10
图 13：公司鞋类产品营收占比不断提升	11
图 14：公司各类产品毛利率均呈向上趋势	11
图 15：主品牌自 2020 年渠道升级政策以来 DTC 渠道成为公司核心渠道	11
图 16：广告及宣传费用率不断下行	12
图 17：存货、应收及应付账款周转天数均有下降	12
图 18：预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）	12
图 19：2015-2021 年人均可支配收入 CAGR 为 5%	13
图 20：近年美国鞋服市场维持低双位数同比增长	13
图 21：2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%	14
图 22：21-25 年中国鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%	14
图 23：预计 2035 年中国国家公园数量达 49 个	15
图 24：2018-2022 年体育场总数 CAGR 为 7.53%	15
图 25：2018-2022 年滑雪场数 CAGR 为 13.71%	16
图 26：2018-2022 年足球场数 CAGR 为 11.60%	16

图 27: 2022 年 35.1% 的受访者认为维持健康需适当运动.....	16
图 28: 中国、日本居民户外运动类别随经济发展变化趋势.....	17
图 29: 中国居民户外运动类别随经济发展变化趋势.....	18
图 30: 2019-2023 年主品牌营收 CAGR 为 14.80%	19
图 31: 2019-2023 年主品牌毛利率不断走高	19
图 32: 2020-2023 年 DTC 渠道快速增长.....	19
图 33: 2023 年 DTC 渠道营收占比快速提升至 56%	19
图 34: 安踏主品牌近年店铺以扩改代替扩张	19
图 35: 2019-2023 年 FILA 营收 CAGR 为 14.18%.....	20
图 36: 2019-2023 年 FILA 利润率保持稳定.....	20
图 37: FILA 品牌近年开店增速放缓.....	21
图 38: 2019-2023 年其他品牌营收 CAGR 为 42.01%	21
图 39: 趋稳后户外品牌净利润快速增长	21
图 40: DESCENTE 及 KOLON SPORT 渠道数量维持向上趋势	22
表 1: 安踏体育公司高管履历	8
表 2: 世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场.....	13
表 3: 中国户外运动产业国家支持政策梳理	15
表 4: 安踏体育分业务预测拆分 (金额单位: 亿元)	23
表 5: 安踏体育各项费率预测	23
表 6: 安踏体育简易利润表 (金额单位: 亿元)	24
表 7: 重点公司估值表	24

1. 战略清晰决策准确，铸就集团运动国牌龙头地位

1.1 公司各发展阶段战略成熟，研发与品牌并举夯实基础

公司成立三十余载，多品牌、DTC 及重研发战略驱动品牌影响力不断提升。安踏体育成立于 1991 年，并于 2007 年登录香港交易所主板。公司通过多重战略快速发展，并逐步以国内运动服饰头部品牌身份向海外扩张：

- 1) 多品牌：公司先后通过收购、购买中国区代理权及邀约收购等方式获得 FILA、DESCENTE（迪桑特）、KOLON SPORT（可隆）、AMER SPORTS（亚马芬）等各垂类头部品牌或集团公司，形成以主品牌面向大众运动、FILA 面向时尚运动、DECENTE 等品牌面向专业户外运动的品牌矩阵稳健发展；
- 2) DTC 转型：公司于 2020 年中开启 DTC 转型，提升直营店铺占比，通过统一管理升级后的店铺形象给予消费者更良好的线下消费体验，提升品牌形象；
- 3) 重研发：公司先后通过研发“氮科技”、“安踏膜”等创新科技完成对产品专业性的赋能。

图 1：安踏集团多品牌发展历程



资料来源：公司官网，Wind，华源证券研究

图 2：安踏集团品牌形象打造关键事件

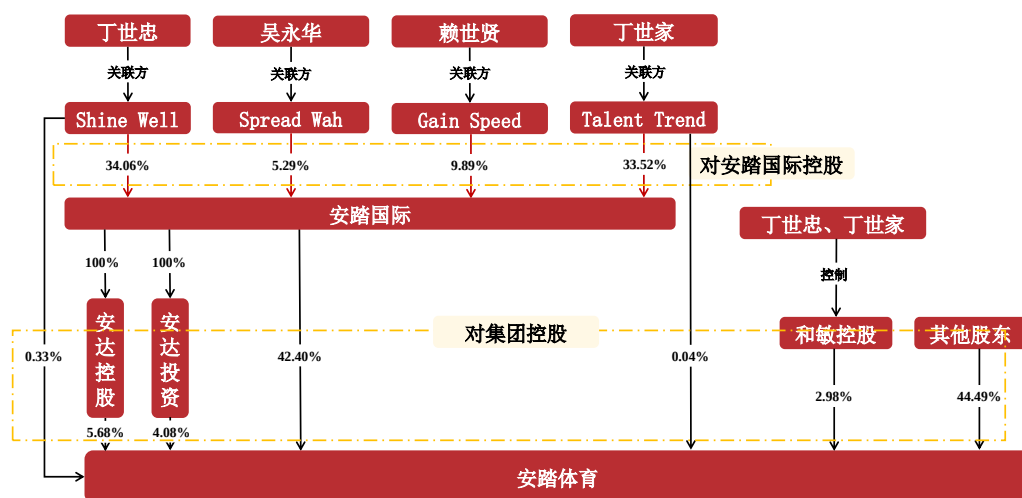


资料来源：安踏公众号，中国奥委会，搜狐体育，中证网，人民网，华源证券研究

公司股权集中结构稳定，管理层深耕赛道运营经验丰富。公司董事会主席及创始人丁世忠先生，其核心高管团队通过安踏国际等合计控制 55.51% 股份，股权结构稳定。**高管团队分工明确各司其职，成员多为经验丰富的业界专家：**

- 1) 董事会主席丁世忠先生负责集团的战略、人才、文化、经营及收购等事项；
- 2) 董事会副主席丁世家先生负责集团生产职能；
- 3) 改制后“双 CEO”制度中联席 CEO 赖世贤负责安踏主品牌、除 FILA 外其他品牌及集团采购等职能，联席 CEO 吴永华分管 FILA 品牌及海外业务；
- 4) 执行董事郑捷分管亚玛芬相关业务。

图 3：安踏体育股权架构（截至 2023 年年报）



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

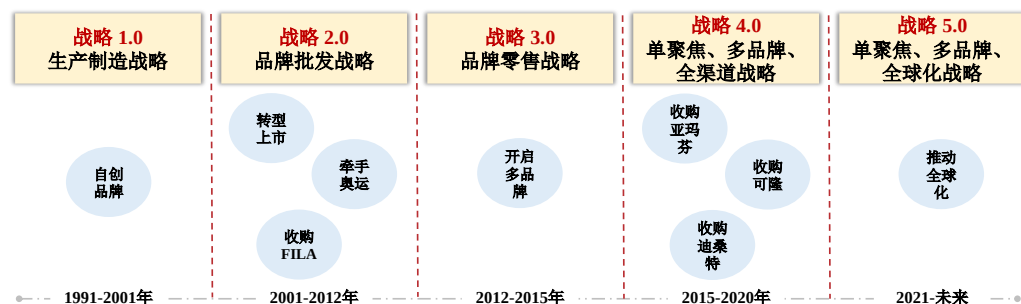
表 1：安踏体育公司高管履历

姓名	职位	负责方向	个人履历
丁世忠	董事会主席、执行董事	负责领导集团企业战略、人才建设、企业文化、经营监督等事项，并直接管理集团收购合并事宜	获授《财富》2023 年中国最具影响力的 50 位商界领袖、《哈佛商业评论》中国百佳 CEO、2022 中国慈善榜年度慈善家等社会各界颁发的荣誉称号。现为中华全国工商业联合会副主席、中国体育用品业联合会副主席、萨马兰奇体育发展基金会理事会成员、中国篮球协会顾问及中国奥委会委员
丁世家	董事会副主席、执行董事	管理集团生产职能	为本集团的创始人之一，中国体育用品业拥有逾三十年经验
赖世贤	执行董事、联席首席执行官	分管安踏品牌、除 FILA 品牌以外的所有其他品牌、集团采购以及集团的若干职能	拥有中欧国际工商学院的高层管理工商管理硕士学位。安踏国际集团控股有限公司的董事，安踏国际集团控股有限公司为本公司的主要股东
吴永华	执行董事、联席首席执行官	分管 FILA 品牌管理、集团海外业务及集团若干职能	于 2003 年 10 月加入本集团，在中国市场销售及营销方面拥有逾二十年经验
郑捷	执行董事	分管 Amer Sports 相关业务	于 2008 年 10 月加入本集团，营销管理方面拥有超过二十年经验，包括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八年。上海复旦大学管理科学学士学位。世界体育用品联合会（WFSGI）的前任联席主席及现任副主席
毕明伟	执行董事、首席财务官	财务管理职能及若干中后台职能	于 2007 年 5 月加入集团，财务管理及运动服饰行业拥有逾二十年经验。中国对外经济贸易大学会计学学士学位，并为中国注册会计师协会非执业会员
谢建聪	公司秘书	财务管理及合规工作	于 2007 年 10 月加入本集团，具有逾二十年审计及财务管理之经验。香港理工大学会计学学士学位，亦为香港会计师公会会员

资料来源：公司官网，华源证券研究

长期战略及关键决策铺平公司登顶之路。自成立起三十余载，公司发展战略可大致分为五个阶段，从创业期的生产制造阶段、历经中期品牌打造、再到多品牌全渠道全球化运营，完美匹配各发展阶段居民消费偏好与运动服饰行业发展的宏观环境，为企业长期发展赢得先机。此外，公司转做品牌赚“慢钱”、转型上市推动治理现代化、牵手重大赛事打响知名度、收购品牌并推行多品牌运营、制定全球化目标等关键决策有效推动公司高质量发展。**管理层发展规划能力优异，在结合自身优势并分析市场环境下，制定完美适配的发展战略，推动公司快速成为运动服饰头部品牌。**

图 4：公司长期战略阶段及重要决策

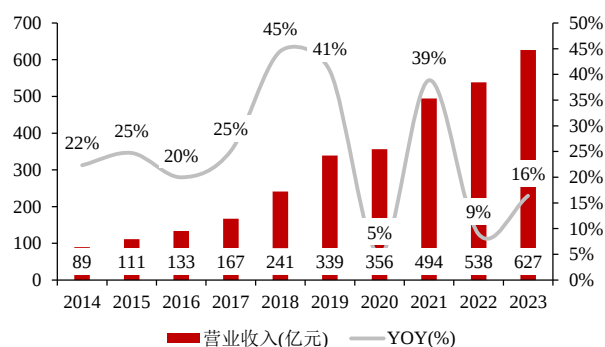


资料来源：哈佛商业评论，华源证券研究

1.2 公司财务：渠道改革提升主品牌毛利，行业β驱动户外品牌营收利润双增

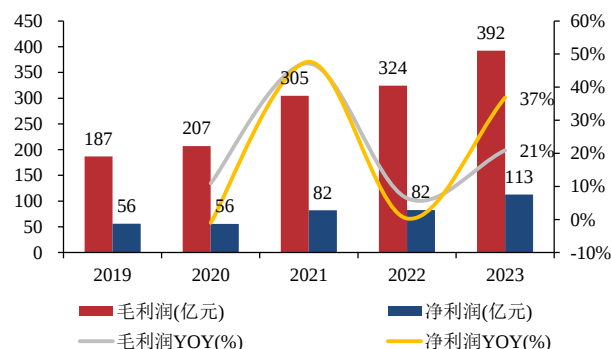
多品牌全渠道战略下，公司营收利润双增。伴随多品牌运营及全渠道发展的战略成功实施，自 2019-2023 年，公司营收 CAGR 为 16.58%、毛利润 CAGR 为 20.41%、净利润 CAGR 为 19.00%，均保持较快增长节奏。波动后快速重拾增长势能，凸显公司多品牌、全渠道战略的优势。随公司“战略 5.0”时代开启，在全球化布局下，有望打开业绩新增长极。

图 5：2019-2023 年公司营收 CAGR 为 16.58%



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

图 6：2019-2023 年公司净利润 CAGR 为 19.00%

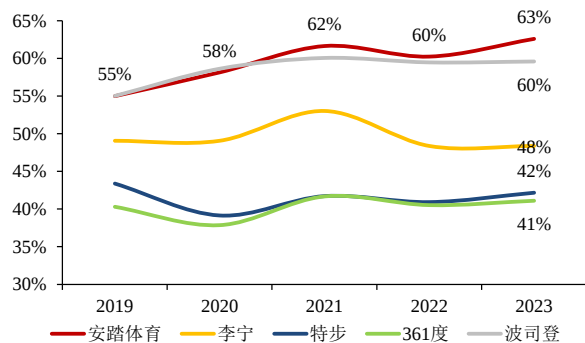


资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

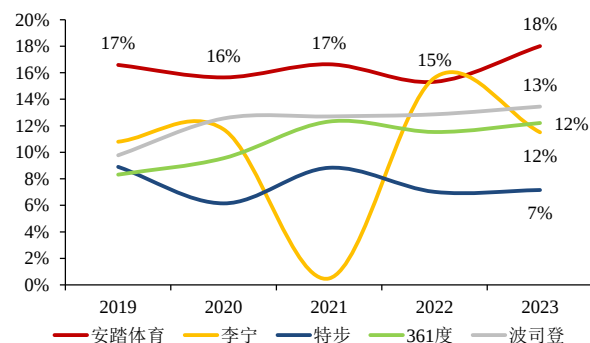
公司盈利能力维持行业前列。公司近年运营稳定高效，营业利润率维持行业前列。自 2021 年以来，公司毛利率维持 60%以上，且有进一步向上趋势，凸显 DTC 转型及多品牌战略下公司品牌力提升带来的盈利能力提升；净利润率方面，公司该指标 2023 年继续向上突破至 18%，较同业公司优势明显。随公司重大店、全球化等政策持续实施，盈利能力有望进一步上行。

图 7：2019-2023 年公司毛利率

图 8：2019-2023 年公司净利润率



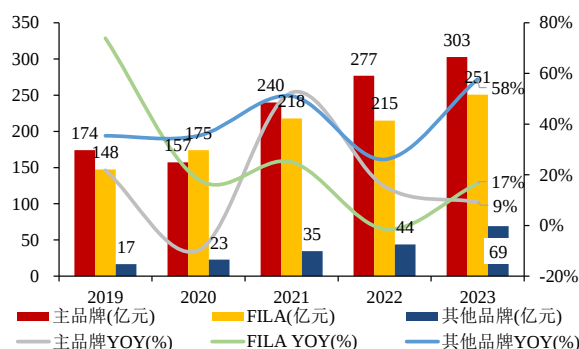
资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

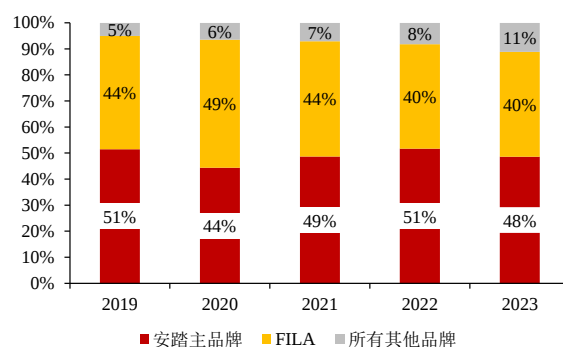
主营产品保持稳健，户外品牌营收利润双增。公司近年营收主要来自安踏主品牌及 FILA，2019-2023 年，主品牌及 FILA 营收 CAGR 分别为 14.80%/14.18%，且 FILA 毛利率稳维持高位、主品牌毛利率快速增长至 55%，驱动公司营收与利润双升；此外，公司近年拓展的户外品牌（即对应所有其他品牌）凭借行业 beta 快速增长，2019-2023 年营收 CAGR 为 42.01%、营收占比提升至 11%，且毛利率、净利率均有大幅提升，有望成为公司未来增长核心。

图 9：主品牌及 FILA 近年复合增速均为中双位数



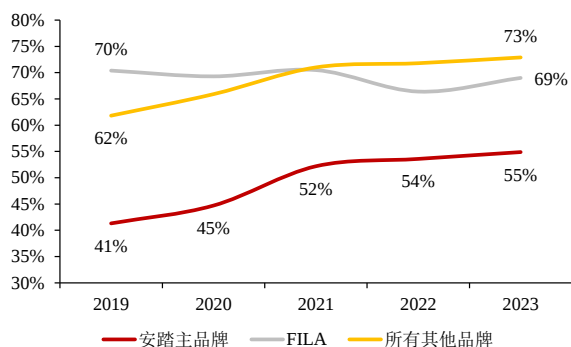
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

图 10：户外品牌营收占比快速增长



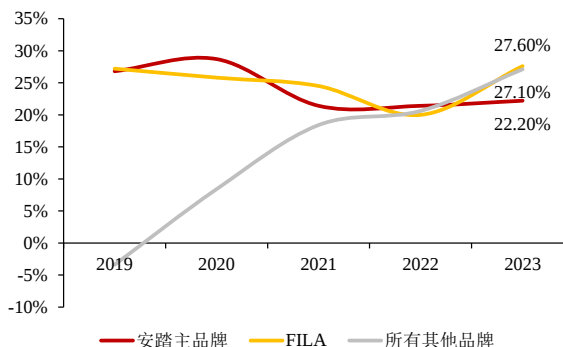
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

图 11：2019-2023 年主品牌毛利率增长 14pct



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

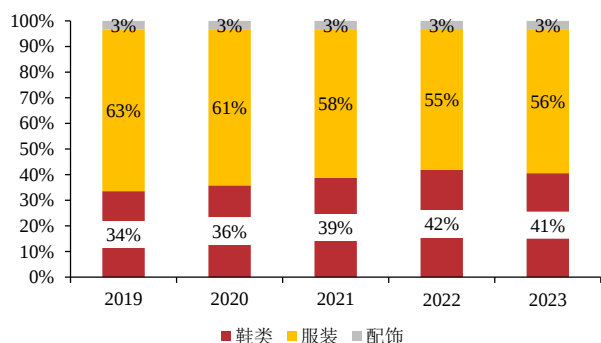
图 12：户外品牌净利率快速提升至 27.10%



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

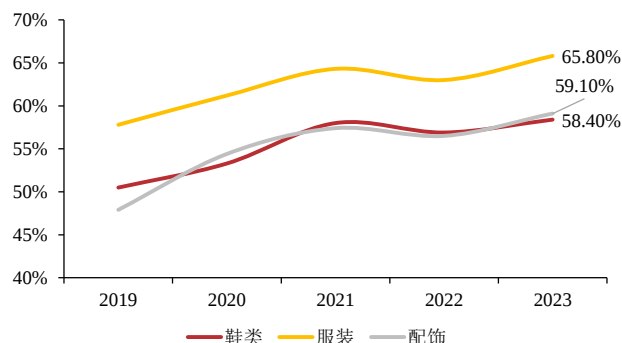
专注专业运动鞋履占比提升，渠道改革下高毛利渠道流水占比提升。2019-2023 年，公司各类产品毛利率均有一定提升，且伴随专业公司更加注重专业运动赛道，对跑步鞋、篮球鞋的研发投入不断增加带动鞋履产品营收占比小幅增长；渠道方面，自 2020 年推行直营化渠道改革以提升品牌形象以来，2020-2023 年公司主品牌 DTC 渠道营收占比提高近 47pct，且因 DTC 渠道毛利率较高而推高安踏主品牌整体毛利率，驱动公司高质量发展。

图 13：公司鞋类产品营收占比不断提升



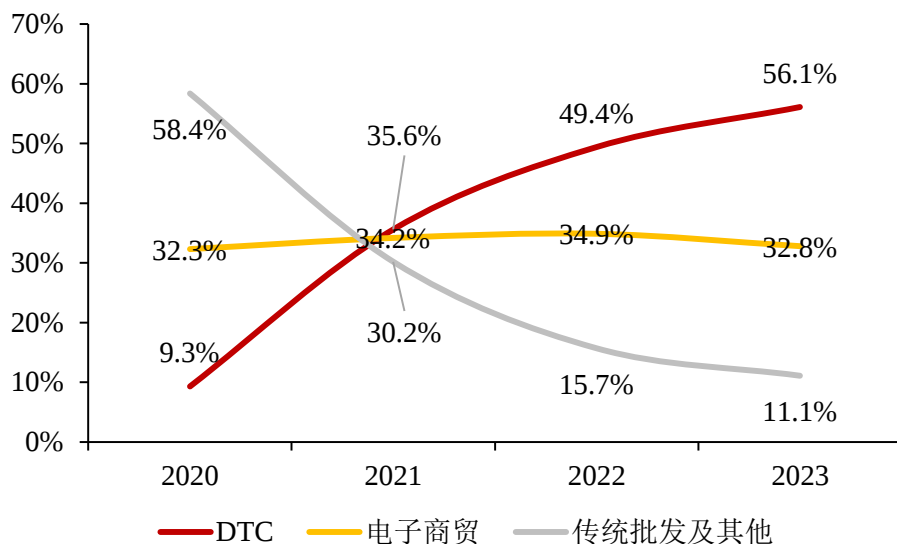
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

图 14：公司各类产品毛利率均呈向上趋势



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

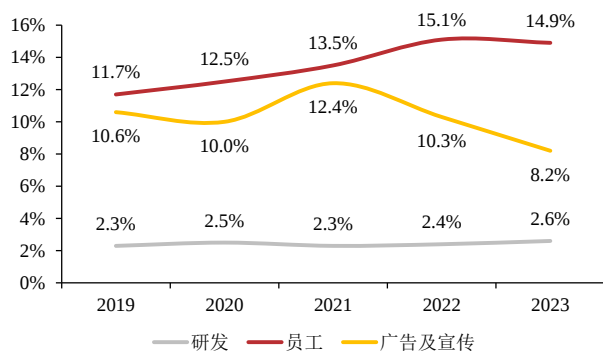
图 15：主品牌自 2020 年渠道升级政策以来 DTC 渠道成为公司核心渠道



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

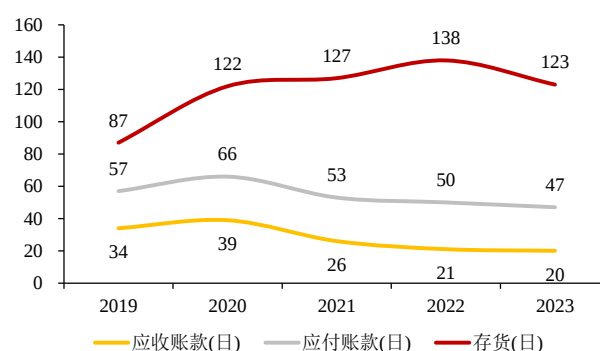
公司整体运营高效。经营开支比率端，受益于公司营收高速增长，虽公司对人才发展持续投入，但员工成本占比微降，此外广告宣传下降主要系 22 年北京冬奥高基数及 23 年营收增长，研发费率稳中有增体现公司持续关注并重视研发能力；**从资产/负债周转比率看**，公司的多项存货运营标准帮助存货周转同比下降 15 日，且在 DTC 转型及有效的应收账款管理下，应收账款周转天数亦有下降，体现公司运营高效。

图 16：广告及宣传费用率不断下行



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

图 17：存货、应收及应付账款周转天数均有下降



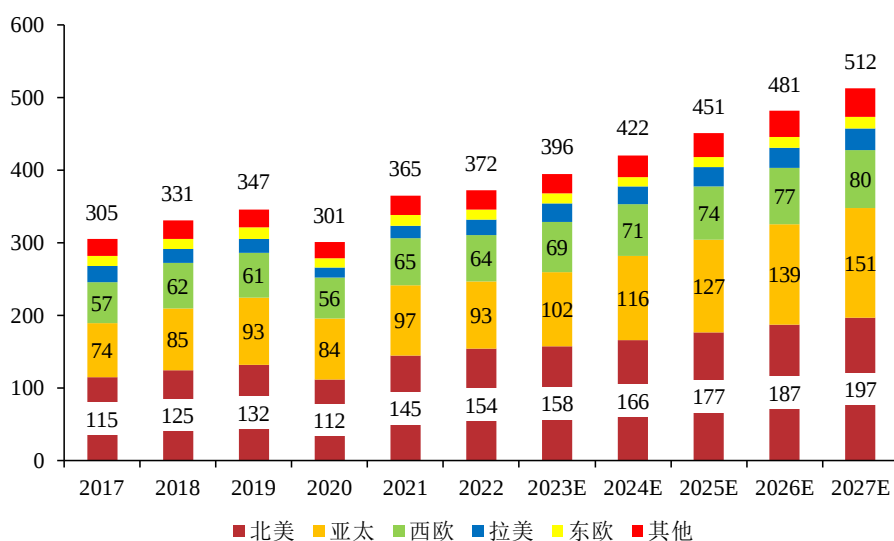
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

2. 行业端：经济增长及居民观念转变驱动行业需求上行

2.1 国内鞋服市场仍处发展阶段，人均支出提升维系行业增长

新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023 年，据 WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023 年拉美及亚太增速分别为 22%/11%，为增长较快区域。**未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。**

图 18：预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）



资料来源：Euromonitor，WFSGI，华源证券研究 注：数据更新至 23 年 10 月

表 2：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场

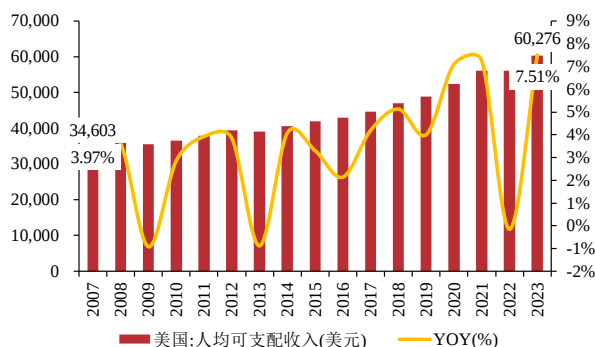
CAGR, %	2017-19	2021-22	2022-23E	2023E-27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

资料来源：Euromonitor，WFSGI，华源证券研究 注：数据更新至 23 年 10 月

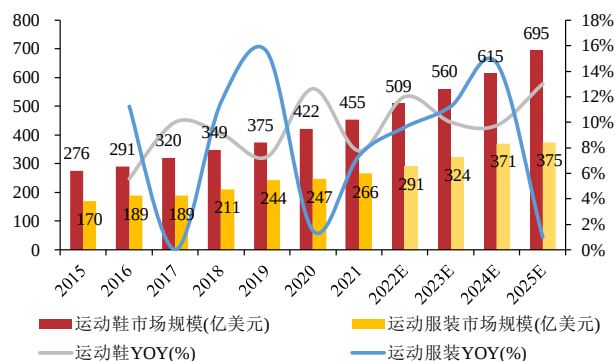
他山之石，运动鞋服近年消费伴随经济发展稳步提升。以世界头部运动服饰消费国美国为例，2021 年，美国人均可支配收入增至 5.61 万美元，2015-2021 年 CAGR 为 4.95%，其鞋服市场规模合计增至 720 亿美元（其中，鞋 455 亿美元，服装 266 亿美元），2015-2021 年 CAGR 为 8.32%。**展望未来**，据艾媒咨询，预期 2025 年美国运动鞋服市场规模将达 1069 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 10% 左右。**21 世纪以来，美国运动服饰行业进入成熟期，行业竞争格局保持稳定，行业规模有望保持稳增。**

图 19：2015-2021 年人均可支配收入 CAGR 为 5%

图 20：近年美国鞋服市场维持低双位数同比增长



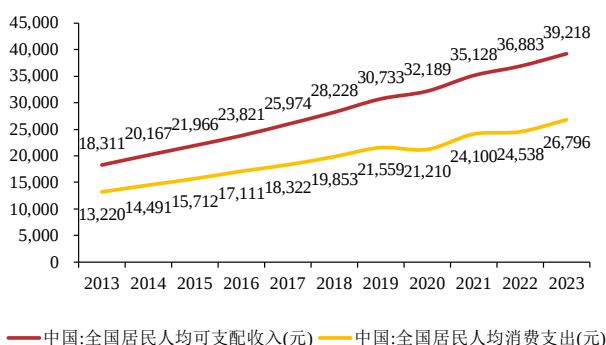
资料来源: Wind, 华源证券研究



资料来源: 艾媒咨询, 华源证券研究

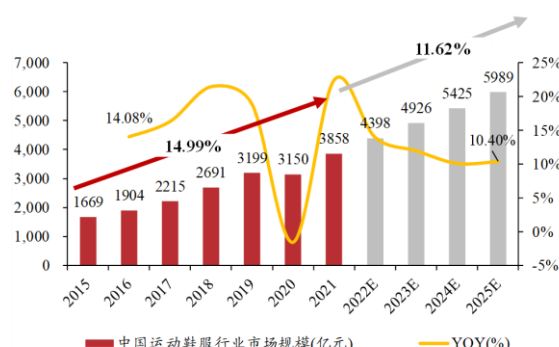
经济发展带动国内居民人均支出提升, 鞋服市场发展有望延续。2023 年, 我国居民人均可支配收入增至 3.92 万元, 经济发展及健康观念转变带来参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长; 据艾媒咨询, 我国运动服饰行业市场规模于 2021 年增至 3858 亿元, 2015-2021 年 CAGR 为 14.99%, 年化增速高于运动服饰传统市场。展望未来, 至 2025 年, 中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 亿元, 2021-2025 年预期年化增速为 11.62%。

图 21: 2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%



资料来源: Wind, 华源证券研究

图 22: 21-25 年中国鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%



资料来源: 艾媒咨询, 科尔尼, Euromonitor, 华源证券研究

2.2 政策端: 国家政策释放红利, 体育产业蓬勃发展

鼓励政策频出为体育产业发展奠定基础。“十四五”以来, 国家颁布多项政策以支持体育产业发展。其中覆盖: **1) 产业及消费规模目标:** 根据国家“十四五”规划, 截至“十四五”末, 体育产业总规模达 5 万亿元, 较 2019 年 CAGR 约为 8%, 体育消费规模超 2.8 万亿元; **2) 体育服务设施完善:** 通过规划、建设、完善户外运动场地, 在“十四五”末将人均体育场地面积较“十三五”末提升 0.4 平方米至 2.6 平方米; **3) 增加旅游休闲需求:** 通过优化节假日时间分布及环城市休闲度假带、国家公园等方式,

提振居民旅游休闲需求及相关消费。**国家鼓励政策有望培养居民运动观念并促进运动消费，为运动鞋服行业打开增长空间。**

表 3：中国户外运动产业国家支持政策梳理

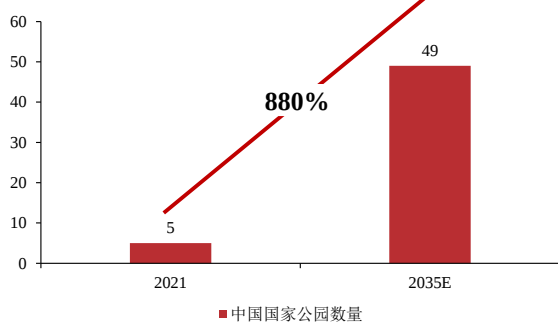
产业政策	颁布机构	颁布时间	主要内容
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025 年）》	发改委、体育总局等	2023.10	实施“户外运动活力山水”计划，增加户外优质供给、丰富消费场景、提升服务设施，以更丰富的赛事、更专业的人才队伍、更健全的监管体系扩大参与人群范围，推动户外运动产业总规模至 2025 年达 3 万亿。
《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》	体育总局、发改委	2022.11	2025 年我国户外运动产业总规模超过 3 万亿元，具体实施方法包含六大主要任务，通过开放郊野公园及加强露营配套基建等方式增加露营地供给；并通过技能培训、完善消费政策等方式释放消费潜力。
《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030 年）》	发改委、文旅部	2022.07	优化全国年节和法定节假日时间分布格局、规划建设环城市休闲度假带、完善休闲服务设施、发展新兴休闲业态、实施旅游休闲高品质服务行动等一系列具体举措。
《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院办公厅	2022.04	充分挖掘县乡消费潜力，提升乡村游、民宿经济、户外运动等服务品质；强化用地用房保障，适应户外运动营地及相关基建小规模用地需求。
《“十四五”旅游业发展规划》	发改委	2022.03	完善旅游产品供给体系；优化城乡旅游休闲空间；充分发挥国家公园教育、游憩功能，开展户外运动等项目；推进自驾车旅居车旅游，形成网络化营地服务体系及完善的自驾车旅居车产业链。
《“十四五”体育发展规划》	体育总局	2021.10	“十四五”末，体育产业总规模达 5 万亿元，体育消费规模超 2.8 万亿元，人均体育场地面积提升至 2.6 平方米，参与体育锻炼人数占比至 38.5%；优化节假日时间分布及旅游景区，提振相关消费。
《全民健身计划（2021-2025 年）》	国务院	2021.08	十四五期间，加大对冰雪、山地户外、航空、水上运动、马拉松、自行车等户外运动项目的推广，通过完善相关基础设施建设拓展户外运动品类及服务供给。
《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	发改委、体育总局	2021.04	国家新增对户外体育公园、健康步道、户外运动公共服务设施的支持方向。

资料来源：体育总局，发改委等，华源证券研究

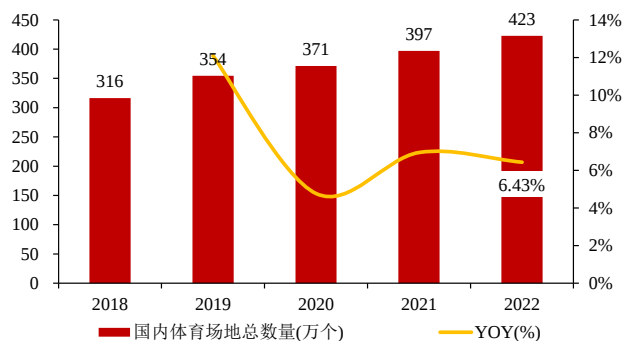
政策扶持完善体育设施建设。相较于欧美等户外产业发达国家，我国户外产业仍处于快速发展阶段：**从国家公园看**，美国/加拿大分别拥有 63/37 个国家公园，而中国于 2021 年创建首批 5 个国家公园，据林草局，至 2035 年，中国国家公园数量预计提升至 49 个，国家公园总面积有望成为世界第一；**从体育场馆看**，近年我国发力体育基础设施建设，2018-2022 年，体育场地总数提升 106.48 万个至 422.68 万个，CAGR 为 7.53%。**政策扶持下体育设施发展迅速，为居民参与户外活动提供先决条件。**

图 23：预计 2035 年中国国家公园数量达 49 个

图 24：2018-2022 年体育场总数 CAGR 为 7.53%

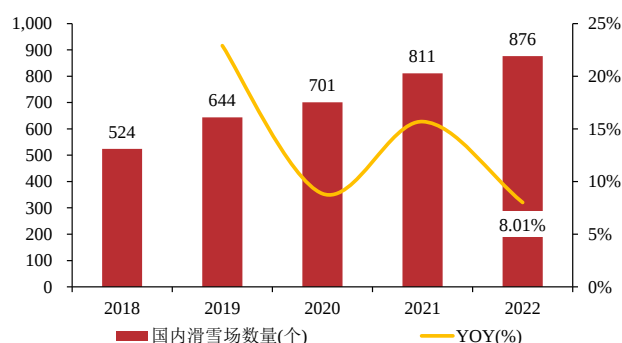


资料来源：中国政府网，华源证券研究



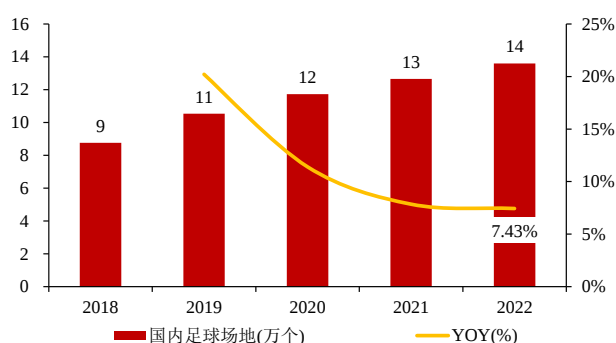
资料来源：体育总局，华源证券研究

图 25：2018-2022 年滑雪场数 CAGR 为 13.71%



资料来源：体育总局，华源证券研究

图 26：2018-2022 年足球场数 CAGR 为 11.60%

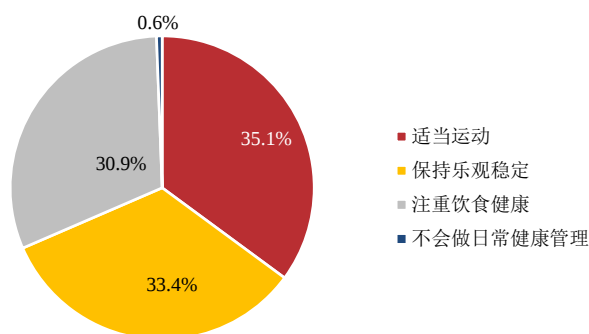


资料来源：体育总局，华源证券研究

2.3 居民端：居民健康意识及参与运动升级推动体育产业量价双升

居民观念端：健康意识增加提升国民运动消费渗透率。国家政策鼓励叠加民间社群线上/线下分享在消费者中形成集聚效应，提高运动需求。**从参与意愿看**，居民健康意识不断加强，2022 年，35.1%的受访消费者认为维持健康需适当运动；**从运动消费渗透率看**，在运动设施及健康意识提升下，自 2015-2021 年，据华经产业研究院，中国运动鞋服市场渗透率提升 6.5pct 至 16.2%，未来仍有成长空间。

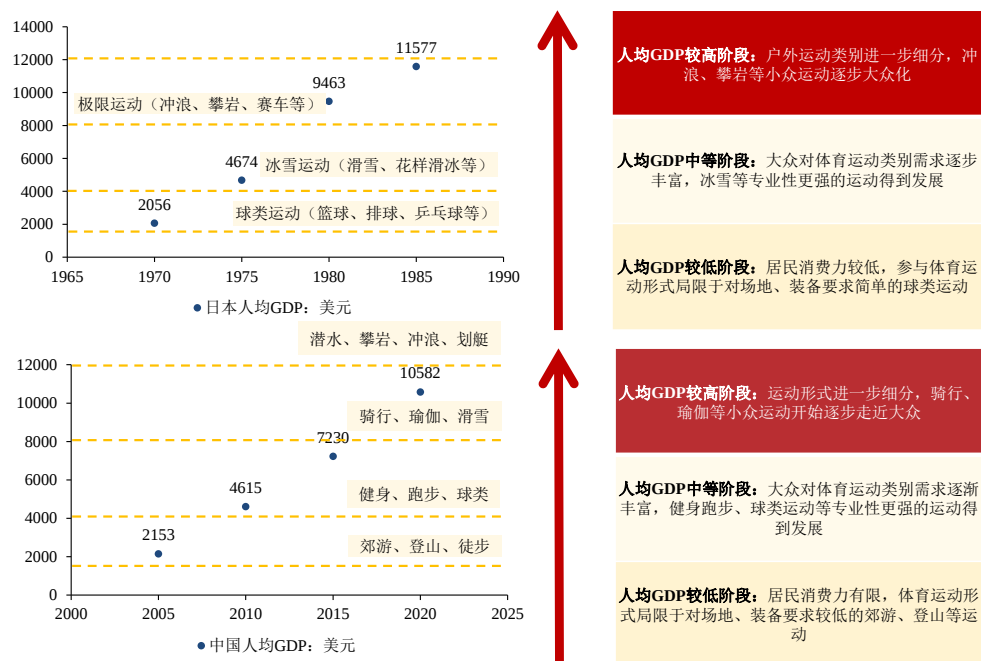
图 27：2022 年 35.1%的受访者认为维持健康需适当运动



资料来源：艾媒咨询，华源证券研究

经济发展推动居民参与运动专业化、细分化，相关消费不断提升。拆分经济发展阶段对应的运动品类看：1) 人均 GDP 较低阶段——一般运动，该类运动对场地及装备等需求较低，因此参与成本较低，装备单价多位于百元区间；2) 人均 GDP 中等阶段——进阶运动，伴随经济发展，居民参与运动品类逐步多样化，对场地及运动装备需求亦有横向及纵向双提升，装备单价逐步提升至千元价格带；3) 人均 GDP 较高——高端运动，随居民参与运动类别的专业性进一步提升，运动装备与参与者安全健康关联度大大提升，因此参与者对运动装备支出意愿进一步增强，装备价格带分布于千元至万元。随人均 GDP 提升，装备价格更贵、参与门槛更高的运动品类受众不断提高，进而拉高户外运动整体参与价格带。

图 28：中国、日本居民户外运动类别随经济发展变化趋势



资料来源：世界银行，科尔尼，华源证券研究

图 29：中国居民户外运动类别随经济发展变化趋势

一般运动品类（篮球）		进阶运动品类（滑雪）		高端运动品类（攀冰）	
					
¥ 239	¥ 1001	¥ 1500	¥ 1499	¥ 1861	¥ 1002
					
¥ 400	¥ 310	¥ 2390	¥ 3533	¥ 9199	¥ 770
此类运动装备价格较低，且场地多，门槛较低		此类运动对场地有一定要求且装备更贵，有交通费		此类运动更细分，装备更贵、门槛更高，需请教练/向导	

资料来源：各品牌天猫/京东官方旗舰店，华源证券研究

3. 公司端：多品牌运营叠加全球化布局构筑自身 Alpha 属性

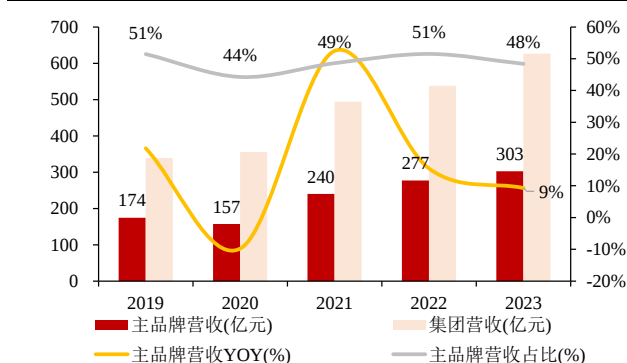
3.1 安踏主品牌：专业运动品类的品牌提升之路

深入探索品牌资源布局及 IP 商品打造，不断提升品牌形象。近年来，安踏主品牌坚持“大众定位、专业突破、品牌向上”的发展策略，通过革新产品线不断提升品牌力，助力主品牌 2019-2023 年营收 CAGR 录得中双位数增长、毛利率增长 14pct：

- 1) 渠道改革**，公司于 2020 年实施 DTC 转型，截至 2023 年底，DTC 店铺中集团直营率为 44%，DTC 营收占比升至 56%；此外，公司将店铺划分为竞技场、殿堂、精英、标准、基础五个级别，致力于提升店铺形象及进驻更高阶商圈；
- 2) 产品研发**，公司持续重视研发，联手东华大学开发“安踏膜”并打造户外产品线、为国家举重队开发“探鼎”举重鞋、开发“PG7”缓震鞋底布局入门级缓震跑鞋等，丰富产品线并提升产品科技含量，提升品牌力；
- 3) 签约实力代言人**，公司 2023 年签约并任命凯里欧文为公司篮球产品代言人及首席创意官，打造欧文个人签名产品线，提升品牌全球知名度并逐步布局全球市场；
- 4) 持续布局儿童产品**，主品牌持续深耕儿童产品，通过专项研发布局儿童滑雪套

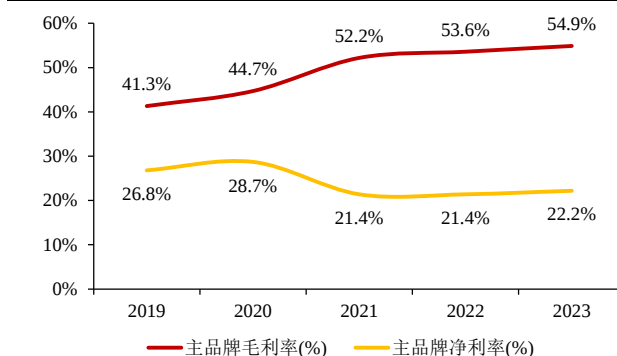
装等多种专业运动装备，满足儿童不同领域的鞋服需求。

图 30：2019-2023 年主品牌营收 CAGR 为 14.80%



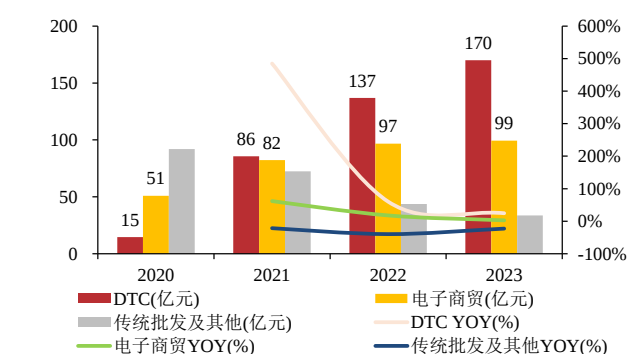
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 31：2019-2023 年主品牌毛利率不断走高



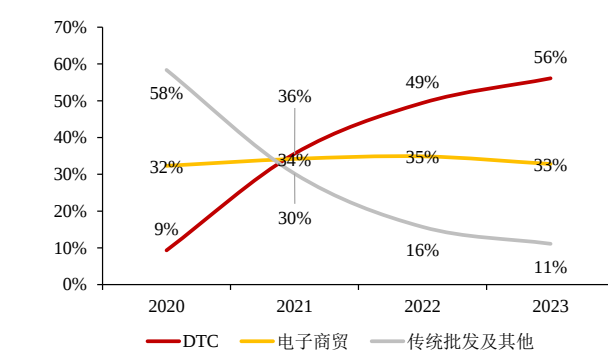
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 32：2020-2023 年 DTC 渠道快速增长



资料来源：公司公告，华源证券研究

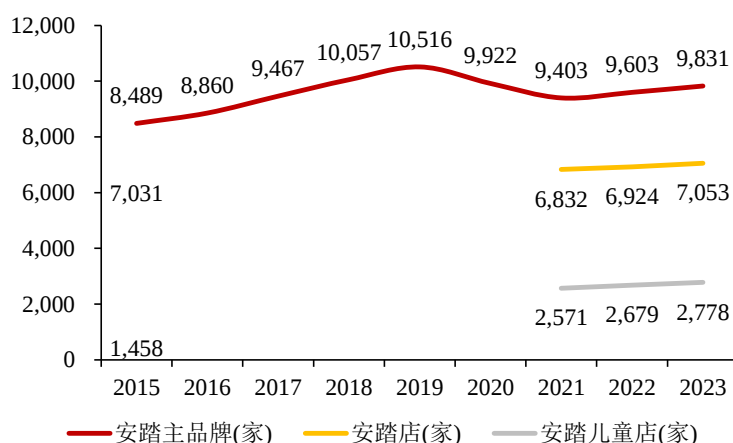
图 33：2023 年 DTC 渠道营收占比快速提升至 56%



资料来源：公司公告，华源证券研究

注重产品创新及渠道优化，以专业形象赋能大众运动产品。安踏主品牌立足专业大众赛道，多线发展动能充足：**产品端**，品牌与科研机构合作研发核心科技、与中国奥运国家队深度合作拓宽品牌宣传渠道、与头部球星合作为产品线专业性、设计感以及国际知名度赋能，不断提升品牌形象；**渠道端**，通过店铺级别划分匹配目标市场，在着力发展大店提升高端商圈入驻能力的同时灵活规划下沉店铺，以达到客群全覆盖；**战略端**，公司借欧文等产品不断扩大国际知名度，以先东南亚后欧美的顺序完成战略 5.0 时代的全球化目标。**未来，安踏主品牌将持续创新提升品牌形象为核心，计划 2024-2026 年营收保持双位数增长。**

图 34：安踏主品牌近年店铺以扩改代替扩张

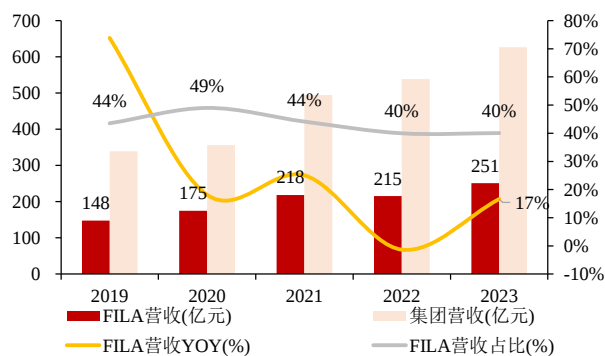


资料来源：公司公告，华源证券研究

3.2 FILA：高端时尚运动品类的高质量发展

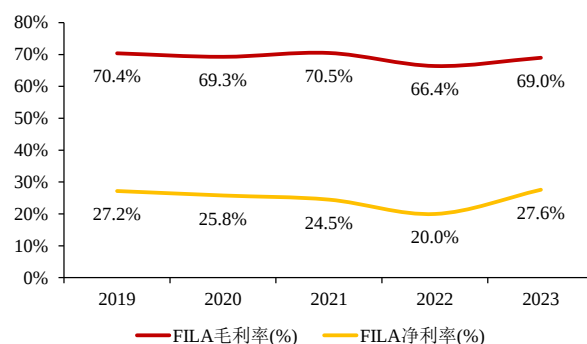
产品设计契合流行穿搭趋势，跨界联名夯实高端时尚地位。FILA、FILA KIDS 及 FILA FUSION 为高端时尚运动品牌，坚守“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”的核心战略，瞄准高线城市客群持续创新设计，使其产品具备跨风格契合的属性。**产品方面**，2023 年，公司推出“猫爪鞋”、“火星鞋”等多款爆品，鞋履销售额首次突破百亿大关；**合作方面**，FILA GOLF 与 McLaren 跨界合作彰显公司持续发力高端运动的决心；**渠道方面**，公司在升级线下店铺的同时发力线上业务，据亿邦动力，2024 年“天猫 618”活动期间 FILA 位于运动户外榜第二。**品牌深耕高端时尚运动赛道获得目标客群心智，营收及利润稳增有保障。**

图 35：2019-2023 年 FILA 营收 CAGR 为 14.18%



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 36：2019-2023 年 FILA 利润率保持稳定

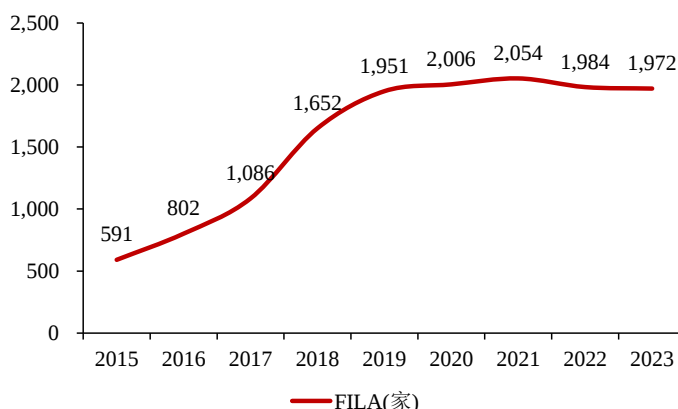


资料来源：公司公告，华源证券研究

科技创新赋能产品运动时尚属性，未来三年增长目标清晰。作为国内头部运动时尚品牌，FILA 未来发展有三个重要方向：**1) 维持高端运动时尚定位**，FILA 长期定位高端运动时尚赛道，科技研发、联名代言等品牌资源丰富，通过运用品牌资源不断推出高

品质且处于时尚前沿的产品，增强客群粘性；2) **增加垂直领域影响力**，通过在高尔夫等细分运动领域深挖重要赛事及运动员建立营销资源，树立专业运动品形象；3) **零售渠道升级**，FILA 将着重拓展核心商圈并致力于提升高级会员占比，实现品牌高质量发展。公司定调 2026 年营收目标为 400-500 亿元，发展目标清晰实现方向明确。

图 37: FILA 品牌近年开店增速放缓



资料来源：公司公告，华源证券研究

3.3 其他品牌：高端专业及户外运动品类行业 Beta 下的高速成长

借户外之风，集团户外品牌发展步入快车道。以高尔夫、滑雪、铁人三项为标签的 DESCENTE 及以徒步、露营、城市户外为标签的 KOLON SPORT 共同构筑了安踏高端户外赛道的品牌矩阵。**DESCENTE 方面**，品牌通过提升产品及拓展业务布局，不断吸引对高科技面料及优秀工艺有需求的高端消费群体，形成对高端专业运动客群的广泛覆盖；**KOLON SPORT 方面**，定位为兼具潮流设计与功能性的高端户外品牌，KOLON SPORT 通过举办线下活动、革新产品、推出联名等方式引领户外流行风尚，匹配高端消费者的需求。

图 38: 2019-2023 年其他品牌营收 CAGR 为 42.01%

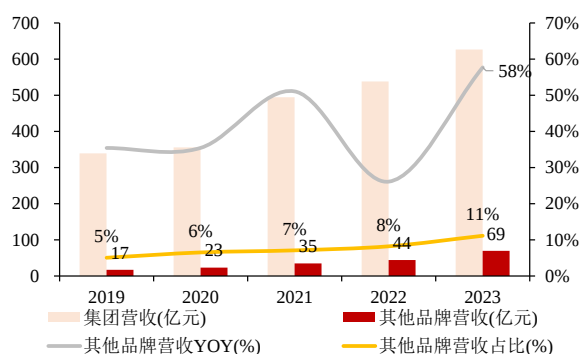
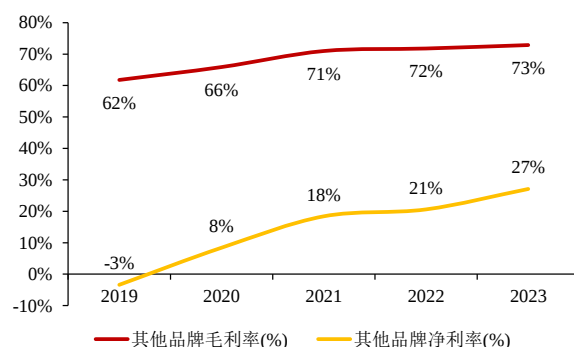


图 39: 趋稳后户外品牌净利润快速增长

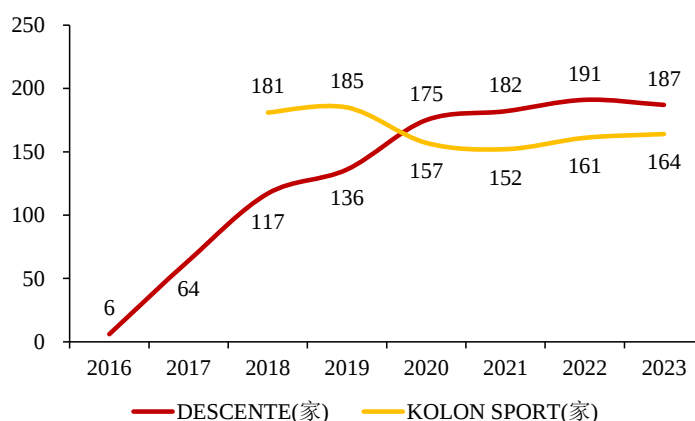


资料来源：公司公告，华源证券研究

资料来源：公司公告，华源证券研究

完善集团户外品牌心智，捕捉行业发展期 Beta。集团多品牌战略下对户外品牌具备先发优势，DESCENTE 及 KOLON SPORT 发展规划清晰：**DESCENTE 方面**，成功立足高端户外运动品赛道后，品牌将持续深耕滑雪、高尔夫及铁人三项的核心产品及客群，并计划切入儿童赛道，提供与成人相似定位的多元化产品；**KOLON SPORT 方面**，除现有商品外持续孵化潜力商品以构建完善的核心商品矩阵，并在华东、华北的原有优势市场基础上向华南市场加速布局，进一步拓展品牌在全国的覆盖范围及知名度。**集团未来力争将 DESCENTE 及 KOLON SPORT 打造成旗下第三个百亿品牌。**

图 40：DESCENTE 及 KOLON SPORT 渠道数量维持向上趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 盈利预测及投资建议

4.1 运动鞋市场稳增驱动上游制造产业发展

营收端：我们按照品牌结构拆分公司收入，具体分为安踏主品牌、FILA 及所有其他品牌：

- 1) 安踏主品牌：**该品牌为公司核心品牌，近年在原有渠道变革优势上不断通过 DTC 改革及产品创新研发提升品牌形象，在篮球、奥运、跑步、户外等运动细分赛道持续研发并逐步形成竞争优势。未来，伴随欧文系列等产品不断拓展品牌全球知名度，公司出海战略有望稳步推进。我们预计 2024-2026 年安踏主品牌收入为 332.75/363.54/393.87 亿元，同比+13.82%/+12.48%/+11.38%，占营业收入比例分别为 46.88%/45.54%/44.29%；

2) FILA: 自公司收购以来, FILA 通过不断创新成为并持续保持为国内时尚运动赛道头部品牌, 鉴于公司保持创新力及加大营销资源投放, 品牌势能有望持续走强。我们预计 2024-2026 年公司 FILA 品牌收入为 279.23/304.81/329.56 亿元, 同比 +11.23%/+9.16%/+8.12%, 占营业收入比例分别为 39.34%/38.18%/37.06%;

3) 所有其他品牌: 其他品牌由处于高端户外赛道的 DESCENTE 及 KOLON SPORT 品牌组成, 鉴于我国户外行业仍处于快速发展的黄金阶段, 我们预计未来该业务营业收入有望维持高增。我们预计 2024-2026 年公司所有其他品牌收入为 97.77/130.00/165.78 亿元, 同比+40.74%/+32.96%/+27.52%, 占营业收入比例分别为 13.78%/16.28%/18.64%。

表 4: 安踏体育分业务预测拆分 (金额单位: 亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
I. 安踏主品牌	303.06	332.75	363.54	393.87
YOY	16.23%	13.82%	12.48%	11.38%
营收占比	48.60%	46.88%	45.54%	44.29%
毛利率	54.90%	55.25%	55.63%	56.22%
其中:				
1. DTC	170.05	191.24	212.81	234.78
YOY	24.24%	12.46%	11.28%	10.32%
2. 传统批发及其他	33.70	27.30	22.82	19.66
YOY	-22.69%	-19.00%	-16.41%	-13.82%
3. 电商	99.31	114.21	127.91	139.42
YOY	2.62%	15.00%	12.00%	9.00%
II. FILA	251.03	279.23	304.81	329.56
YOY	16.63%	11.23%	9.16%	8.12%
营收占比	40.26%	39.34%	38.18%	37.06%
毛利率	69.00%	68.86%	68.75%	68.68%
III. 所有其他品牌	69.47	97.77	130.00	165.78
YOY	57.71%	40.74%	32.96%	27.52%
营收占比	11.14%	13.78%	16.28%	18.64%
毛利率	72.90%	73.55%	74.13%	74.69%

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

期间费率端: 1) 销售费用率, 公司 2022 及 2023 年销售费用率分别为 36.59% 及 34.76%, 整体趋稳, 凸显公司规模化下整体运营稳定的特点, 考虑到公司对未来重大体育赛事宣传、创新产品宣传以及海外扩张等方面的投入, 预计 2024-2026 年公司销售费率分别为 35.00%、35.40%、35.78%; **2) 管理费用率,** 公司通过革新管理体系不断降低管理费用率, 因此预计 2024-2026 年管理费用率分别为 5.75%、5.80%、5.80%。

表 5: 安踏体育各项费率预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	34.76%	35.00%	35.40%	35.78%
管理费用率	5.92%	5.75%	5.80%	5.80%

资料来源：公司公告，华源证券研究

最终，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别 709.75 亿元/798.35 亿元/889.21 亿元，同比分别增长 13.82%/12.48%/11.38%；归母净利润分别 129.41 亿元/137.01 亿元/156.09 亿元，同比分别增长 26.42%/5.88%/13.92%。

表 6：安踏体育简易利润表（金额单位：亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	623.56	709.75	798.35	889.21
YOY	16.23%	13.82%	12.48%	11.38%
营业成本	233.28	261.72	290.18	317.60
YOY	9.35%	12.19%	10.88%	9.45%
毛利率	62.59%	63.13%	63.65%	64.28%
归母净利润	102.36	129.41	137.01	156.09
YOY	34.86%	26.42%	5.88%	13.92%

资料来源：公司公告，华源证券研究

4.2 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：安踏体育作为我国运动鞋服龙头公司，深耕行业多年，品牌知名度、赛事资源、渠道覆盖及研发创新能力均处于行业上游，集团通过多品牌运营等方式稳固发展，且在新战略规划中明确向海外市场拓展的目标，未来增长空间较大。因集团多品牌运营下各品牌所处发展阶段不一致，因此我们采用分部估值法：**1) 安踏主品牌及 FILA**，我们选择与公司业务布局类似的其他运动服饰头部公司 Nike、波司登作为可比公司，取可比公司 2024 年 PE 均值 17.6；**2) 所有其他品牌**，我们选择同属户外赛道且快速增长的戴克斯户外及哥伦比亚为可比公司，取可比公司 2024 年平均 PE 为 25.1。综上，公司 2024 年加权 PE 为 18.4X，公司 2024 年 PE 为 15.3X（截至 2024/7/31）仍有较大空间。我们持续看好公司多品牌运营下主品牌及 FILA 贡献运营稳定性以及户外赛道贡献运营成长性，叠加规模化下费率可控且具备海外扩张预期，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：重点公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿港元)	EPS					PE			
		2024/7/31	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
2020.HK	安踏体育	1986	3.6	4.6	4.8	5.5	19.4	15.3	14.5	12.7	
稳定增速可比公司											
NKE.N	耐克	8763	30.8	24.4	28.1	31.6	18.9	23.9	20.8	18.5	
3998.HK	波司登	431	0.3	0.4	0.4	0.5	12.6	11.2	9.7	8.5	

可比公司 PE 均值								17.6	15.3	13.5
高增速可比公司										
DECK.N	戴克斯户外	1835	227.7	249.0	283.8	323.1	29.4	28.9	25.4	22.3
COLM.O	哥伦比亚	375	34.4	30.1	34.2	38.1	20.1	21.2	18.7	16.8
可比公司 PE 均值								25.1	22.0	19.5

资料来源：Wind, Bloomberg, ifind, 华源证券研究 注：可比公司数据为 Wind、Bloomberg 一致预期，耐克、戴克斯户外、哥伦比亚的市值、EPS 调整为港币计价，对应汇率取 1 美元=7.81 港币计算

5. 风险提示

市场开拓及品牌推广风险。海外方面，受海外政治环境不确定性影响，公司海外扩张计划面临不确定性；国内方面，新市场、新渠道、新产品推广存在客户接受度不同等不确定性风险。

宏观环境风险。公司所处行业受宏观环境影响，未来可能出现因行业竞争带来的库存累积、折扣力度加大等风险。

收购风险及投资收益风险。公司拟收购事项存在不确定性风险，且公司参股的美股上市公司品牌具备盈利不确定性风险。

跨市场选择可比公司的风险。我们选取的部分可比公司为美股上市公司，安踏体育为港股上市公司，可比性可能存在一定风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	17596.00	17383.00	15233.00	29201.40	37399.70	46421.74	营业额	49328.00	53651.00	62356.00	70974.56	79834.93	88921.10
应收账款	3296.00	2978.00	3732.00	4309.93	4847.97	5399.73	销售成本	18924.00	21333.00	23328.00	26171.79	29018.22	31760.22
预付款项、按金及其他应	2518.00	1833.00	1556.00	2606.30	2931.67	3265.33	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	17753.00	19629.00	21673.00	24841.09	28261.57	31815.97
存货	7644.00	8490.00	7210.00	9692.09	10746.19	11761.63	管理费用	2928.00	3587.00	3693.00	4081.04	4630.43	5157.42
其他流动资产	8848.00	11912.00	24409.00	18757.25	21098.89	23500.19	财务费用	-332.00	-97.00	-991.00	623.91	578.84	542.43
流动资产总计	39902.00	42596.00	52140.00	64566.96	77024.42	90348.62	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9027.00	9343.00	9283.00	9836.48	10858.99	12280.04	投资收益	-81.00	28.00	-718.00	553.48	1022.51	1421.05
固定资产	2853.00	3716.00	4143.00	3493.93	2844.86	2195.79	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	9974.00	9227.00	13935.00	15810.21	18368.39	21066.11
无形资产	8145.00	9498.00	9772.00	8143.33	6514.67	4886.00	其他非经营损益	1266.00	2128.00	1705.00	3299.67	1699.67	1699.67
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	11240.00	11355.00	15640.00	19109.88	20068.06	22765.77
其他非流动资产	2741.00	4042.00	16890.00	16890.00	16890.00	16890.00	所得税	3021.00	3110.00	4363.00	5082.13	5216.10	5845.78
非流动资产合计	22766.00	26599.00	40088.00	38363.74	37108.52	36251.83	税后利润	8219.00	8245.00	11277.00	14027.75	14851.96	16919.99
资产总计	62668.00	69195.00	92228.00	102930.70	114132.93	126600.45	归属于非控股股东	499.00	655.00	1041.00	1087.00	1150.86	1311.11
短期借款	1748.00	12198.00	3996.00	3796.00	3596.00	3396.00	归属于母公司股东利	7720.00	7590.00	10236.00	12940.75	13701.10	15608.88
应付账款	3146.00	2750.00	3195.00	3769.72	4179.71	4574.66	EBITDA	14174.00	15722.00	19636.00	22011.52	22924.63	25585.94
其他流动负债	11049.00	11259.00	13400.00	15058.43	16874.66	18700.48	NOPLAT	7050.50	6629.40	9333.09	12084.81	14038.10	16079.69
流动负债合计	15943.00	26207.00	20591.00	22624.15	24650.36	26671.14	EPS (元)	2.73	2.68	3.61	4.57	4.84	5.51
长期借款	11425.00	492.00	10948.00	10998.00	11048.00	11098.00							
其他非流动负债	3637.00	4657.00	4679.00	4679.00	4679.00	4679.00							
非流动负债合计	15062.00	5149.00	15627.00	15677.00	15727.00	15777.00							
负债合计	31005.00	31356.00	36218.00	38301.15	40377.36	42448.14							
股本	261.00	262.00	272.00	272.00	272.00	272.00							
储备	28662.00	34138.00	51188.00	51188.00	51188.00	51188.00							
留存收益	0.00	0.00	0.00	7532.56	15507.71	24593.34							
归属于母公司股东权益	28923.00	34400.00	51460.00	58992.56	66967.71	76053.34							
归属于非控股股东权益	2740.00	3439.00	4550.00	5637.00	6787.86	8098.97							
权益合计	31663.00	37839.00	56010.00	64629.56	73755.57	84152.31							
负债和权益合计	62668.00	69195.00	92228.00	102930.70	114132.93	126600.45							

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	7352.50	6679.50	10565.34	11078.29	12595.28	14264.77
折旧与摊销	3266.00	4464.00	4987.00	2277.74	2277.74	2277.74
财务费用	-332.00	-97.00	-991.00	623.91	578.84	542.43
其他经营资金	1574.50	1100.50	5072.66	3774.58	-2032.93	-2081.38
经营性现金净流量	11861.00	12147.00	19634.00	17754.52	13418.92	15003.55
投资性现金净流量	-4669.00	-4774.00	-25793.00	2395.97	1234.17	1234.17
筹资性现金净流量	-4947.00	-7841.00	3471.00	-6182.09	-6454.79	-7215.68
现金流量净额	2245.00	-468.00	-2688.00	13968.40	8198.30	9022.05

资料来源：iFind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)