

## 公司報告

### 安踏體育 (2020 HK)

#### 繼續乘上運動服裝的浪潮

■ 通過多品牌戰略繼續其主導地位。渠道調研顯示板塊17年二季度運動服裝需求強勁

■ 受到收入增長推動，預計17年上半年盈利同比增長17%

■ 自我們2月份下調公司股票評級後，公司股價落后於市場表現，僅上升了8%。由於17年度業績確定性高以及運動服裝板塊前景正面，並有17年上半年度業績作為催化劑，我們現將公司股票上調至買入評級

#### 仍然是中國最好的運動服裝公司

安踏在周一向我們簡單地介紹了公司2016-2025年的策略，整體而言，我們相信集團有能力繼續保持中國運動服裝行業領導者的地位。集團將繼續通過旗下核心品牌（安踏、斐樂、DECENTE）實現增長，希望9年的零售銷售年複合增長達到14%，並完成1,000億元人民幣的零售銷售額目標。雖然我們認為這一目標較為進取，但是考慮到安踏的執行力以及在行業內的主導地位，我們認為這也完全是可行的。

#### 預計穩固的17年上半年度業績為進一步的催化劑

在收入推動下，我們預計17年上半年度盈利將同比增長17%（圖5）。收入增長反過來將由多品牌戰略和電商推動，其中斐樂和安踏兒童的收入增長分別為同比+40%（總收入的20%）和同比+30%（總收入的8%）。對於安踏電商，我們預計收入將同比增長+40%（總收入的13%）。17年上半年度毛利率擴張將繼續（同比增長+1.3個百分點至49%），是來自斐樂的貢獻上升，但將被銷售、一般及行政費用抵消（集團增加了銷售費用，用於提升品牌和新開門店）。而17年下半年度，我們預計同樣的情況將繼續，其中盈利同比增長17%，以及在高基數基礎上盈利正常化地同比增長15%。我們的17-19年度的每股盈利預測與市場共識的比較為-3%/ -5%/ -6%。

#### 由於17年度行業信心提升，上調至買入評級

上調至買入評級，6-12個月內股價有+10%上漲空間，並且由於市場對17年度運動服裝板塊的前景有信心，又有17年上半年度業績作為催化劑，目前的下跌風險有限。新的目標價為29.74港元，是基於我們將估值基期切換至18年度，維持了22倍目標市盈率和估值方法不變，根據高於安踏平均前瞻市盈率（14倍）2個標準差的基礎計算得出，而運動服裝行業的前景和安踏的領導地位證明這一估值是合理的。我們的目標市盈率目前也與耐克和阿迪達斯的平均值一致。

#### 盈利預測及估值

人民幣百萬元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
營業額	11,126	13,346	15,647	17,965	20,476
同比增長 (%)	24.7	20.0	17.2	14.8	14.0
淨利潤	2,041	2,386	2,794	3,210	3,627
同比增長 (%)	20.0	16.9	17.1	14.9	13.0
每股盈利 (元)	0.82	0.95	1.06	1.20	1.35
每股股息 (元)	0.57	0.67	0.73	0.84	0.95
市盈率 (X)	28.7	24.5	22.1	19.6	17.3
市淨率 (X)	7.2	6.3	6.3	5.7	5.1
ROAE (%)	24.3	25.5	27.3	29.0	29.8

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測

麥耀銓, CFA

852-3189 6343

eugenemak@cmschina.com.hk

#### 最新變動

評級/目標價上調

#### ▲ 買入

前次評級	中性
股價	HK\$26.45
12個月目標價 (上漲空間)	HK\$29.74 (+12%)
前次目標價	HK\$24.56

#### 股價表現



資料來源：貝格數據

%	1m	6m	12m
安踏體育	13.1	9.8	75.1
恒生指數	(2.4)	12.6	22.4

#### 行業：紡織服裝

恒生指數	25500
國企指數	10215

#### 重要數據

52周股價區間(港元)	15.0-27.6
港股市值(百萬港元)	70981
日均成交量(百萬股)	6.15
每股淨資產(人民幣)	3.70

#### 主要股東

丁世忠	61.99%
-----	--------

總股數(百萬股)	2684
自由流通量	34%

資料來源：貝格數據、港交所、彭博

#### 相關報告

1. Anta Sports Products (2020 HK) Positive outlook but valuation fair, "NEUTRAL" February 23 2017
2. Anta Sports Products (2020 HK) Upgrade BUY, higher confidence on a great year, "BUY" October 28 2016
3. 安踏體育(2020 HK) - 前景依然強勁，但估值達到合理水平，2016/09/01
4. 安踏體育(2020 HK) - 短線逢低買進，2016/08/03

图1: 安踏历史季度订货会和主要经营指标

订货会 (仅安踏品牌)									
12月年结	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
批发价值同比增长	低双位正数	低双位正数	低双位正数	高单位正数	低双位正数	中单位正数	中单位正数	低单位正数	高单位正数
营运表现 (仅安踏品牌)									
12月年结	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
网店销售增长	高单位正数	高单位正数	高单位正数	中单位正数	-	-	-	-	-
零售销售同比增长	-	-	-	-	中单位正数	高单位正数	低双位正数	-16-19%	-13-15%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 安踏收入预测

12月年结(人民币百万元)	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
总收入	11,126	13,346	15,647	17,965	20,476
同比增长	24.7%	20.0%	17.2%	14.8%	14.0%
-鞋履收入	5,074	6,001	6,925	7,756	8,609
同比增长	23.4%	18.3%	15.4%	12.0%	11.0%
-服装收入	5,592	6,886	8,263	9,750	11,408
同比增长	25.6%	23.1%	20.0%	18.0%	17.0%
-配饰收入	460	459	459	459	459
同比增长	27.5%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
占总收入百分比(按品牌):					
安踏	71.1%	63.9%	55.6%	49.9%	45.0%
安踏儿童	6.4%	6.5%	7.5%	7.8%	8.0%
斐乐	15.0%	19.5%	24.0%	26.5%	27.7%
电商(安踏品牌)	7.4%	10.1%	12.9%	15.8%	19.4%
收入同比增长(按品牌):					
安踏	5.0%	2.0%	2.0%	3.2%	2.6%
安踏儿童	60.0%	22.0%	34.8%	19.4%	16.9%
斐乐	50.0%	56.0%	44.3%	26.7%	19.1%
电商(安踏品牌)	132.0%	63.0%	50.0%	40.0%	40.0%
整体	24.7%	20.0%	17.2%	14.8%	14.0%

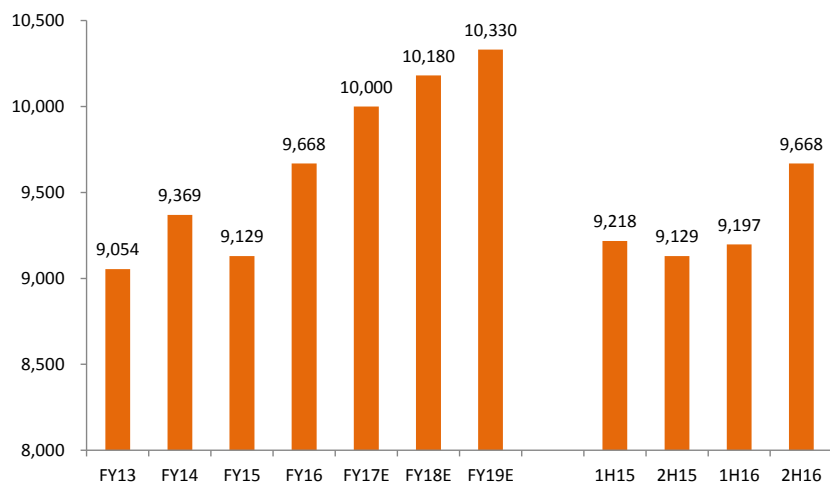
注: 按品牌的营业总收入百分比和营业收入增长是基于招商证券(香港)的预测  
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 安踏历史及预测毛利率表

12月年结	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
<b>整体毛利率</b>	<b>46.6%</b>	<b>48.4%</b>	<b>49.8%</b>	<b>50.7%</b>	<b>51.0%</b>
- 鞋履	46.2%	46.3%	46.5%	46.6%	46.7%
- 服装	47.8%	51.0%	53.3%	54.6%	54.8%
- 配饰	37.5%	37.2%	37.0%	37.0%	37.0%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 安踏历史及预测销售点数目



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图5: 安踏历史及预测损益摘要

12月年结(人民币百万元)	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E	1H16	2H16	1H17E	2H17E
<b>总收入</b>	<b>11,126</b>	<b>13,346</b>	<b>15,647</b>	<b>17,965</b>	<b>20,476</b>	<b>6,143</b>	<b>7,203</b>	<b>7,171</b>	<b>8,476</b>
同比增长	24.7%	20.0%	17.2%	14.8%	14.0%	20.2%	19.7%	16.7%	17.7%
<b>-鞋履</b>	<b>5,074</b>	<b>6,001</b>	<b>6,925</b>	<b>7,756</b>	<b>8,609</b>	<b>2,867</b>	<b>3,134</b>	<b>3,308</b>	<b>3,617</b>
同比增长	23.4%	18.3%	15.4%	12.0%	11.0%	19.4%	17.2%	15.4%	15.4%
<b>-服装</b>	<b>5,592</b>	<b>6,886</b>	<b>8,263</b>	<b>9,750</b>	<b>11,408</b>	<b>3,027</b>	<b>3,859</b>	<b>3,633</b>	<b>4,630</b>
同比增长	25.6%	23.1%	20.0%	18.0%	17.0%	22.5%	23.7%	20.0%	20.0%
<b>-配饰</b>	<b>460</b>	<b>459</b>	<b>459</b>	<b>459</b>	<b>459</b>	<b>249</b>	<b>211</b>	<b>230</b>	<b>230</b>
同比增长	27.5%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	-5.2%	-7.6%	9.0%
销售成本	(5,941)	(6,887)	(7,853)	(8,858)	(10,034)	(3,201)	(3,685)	(3,643)	(4,210)
<b>毛利</b>	<b>5,185</b>	<b>6,459</b>	<b>7,794</b>	<b>9,108</b>	<b>10,442</b>	<b>2,941</b>	<b>3,518</b>	<b>3,528</b>	<b>4,266</b>
同比增长	28.8%	24.6%	20.7%	16.9%	14.6%	23.5%	25.5%	19.9%	21.3%
毛利率	46.6%	48.4%	49.8%	50.7%	51.0%	47.9%	48.8%	49.2%	50.3%
销售及行政开支	(2,716)	(3,515)	(4,288)	(5,017)	(5,776)	(1,560)	(1,955)	(1,887)	(2,401)
占收入百分比	24.4%	26.3%	27.4%	27.9%	28.2%	25.4%	27.1%	26.3%	28.3%
-广告和推广费用	(1,279)	(1,521)	(1,878)	(2,156)	(2,457)	(688)	(833)	(825)	(1,053)
同比增长	19.5%	18.9%	23.4%	14.8%	14.0%	22.4%	16.2%	19.9%	26.3%
占收入百分比	11.5%	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%	11.2%	11.6%	11.5%	12.4%
-研发费用	(308)	(351)	(438)	(503)	(573)	(140)	(211)	(179)	(259)
同比增长	45.7%	13.9%	24.9%	14.8%	14.0%	-0.7%	26.2%	27.8%	22.9%
占收入百分比	2.8%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	2.3%	2.9%	2.5%	3.1%
-应收贸易款项拨备	9	6	0	0	0	(1)	7	0	0
同比增长	-81.2%	-32.2%	N/A	N/A	N/A	-86.5%	-60.8%	-100.0%	-100.0%
占收入百分比	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
其它收入	227	260	260	260	260	107	153	130	130
<b>EBIT</b>	<b>2,697</b>	<b>3,203</b>	<b>3,766</b>	<b>4,350</b>	<b>4,926</b>	<b>1,488</b>	<b>1,715</b>	<b>1,758</b>	<b>2,008</b>
同比增长	33.6%	18.8%	17.6%	15.5%	13.2%	17.5%	20.0%	18.1%	17.1%
EBIT利润率	24.2%	24.0%	24.1%	24.2%	24.1%	24.2%	23.8%	24.5%	23.7%
净财务成本	133	108	126	123	127	88	19	75	50
<b>税前利润</b>	<b>2,829</b>	<b>3,311</b>	<b>3,892</b>	<b>4,473</b>	<b>5,053</b>	<b>1,577</b>	<b>1,734</b>	<b>1,834</b>	<b>2,058</b>
所得税	(741)	(866)	(1,012)	(1,163)	(1,314)	(415)	(452)	(477)	(535)
有效税率	26.2%	26.2%	26.0%	26.0%	26.0%	26.3%	26.1%	26.0%	26.0%
少数股东权益	48	59	86	99	112	33	26	43	43
<b>净利润</b>	<b>2,041</b>	<b>2,386</b>	<b>2,794</b>	<b>3,210</b>	<b>3,627</b>	<b>1,129</b>	<b>1,256</b>	<b>1,314</b>	<b>1,480</b>
同比增长	20.0%	16.9%	17.1%	14.9%	13.0%	17.0%	16.8%	16.3%	17.8%
净利润率	18.3%	17.9%	17.9%	17.9%	17.7%	18.4%	17.4%	18.3%	17.5%
<b>每股盈利(人民币)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.95</b>	<b>1.06</b>	<b>1.20</b>	<b>1.35</b>	<b>0.45</b>	<b>0.50</b>	<b>0.50</b>	<b>0.56</b>
同比增长	19.9%	16.8%	11.1%	12.9%	13.0%	16.8%	16.7%	10.3%	11.8%
<b>每股股息(人民币)</b>	<b>0.57</b>	<b>0.67</b>	<b>0.73</b>	<b>0.84</b>	<b>0.95</b>	<b>0.30</b>	<b>0.37</b>	<b>0.33</b>	<b>0.40</b>
派息率	69.8%	70.2%	70.0%	70.0%	70.1%	65.5%	74.4%	66.0%	71.2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图6: 安踏五年前瞻市盈率区间



资料来源: 招商证券(香港)、彭博

图7: 估值比较-香港上市运动服装零售商

Company	Ticker	Price (LC)	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	FY-end	PER Hist (x)	PER FY1 (x)	PER FY2 (x)	EPS FY1 YoY%	EPS FY2 YoY%	3-Yr EPS CAGR (%)	PEG (x)	Div yld Hist (%)	Div yld FY1 (%)	P/B Hist (x)	P/B FY1 (x)
HSI		25,500				13.7	12.3	11.3	11.6	8.6	9.9	1.24	3.4	3.4	1.3	1.2
HSCEI		10,215				8.4	8.1	7.5	3.6	8.6	7.1	1.14	3.7	3.7	1.0	0.9
CSI300		3,654				16.1	14.2	12.6	13.6	12.7	12.7	1.1	1.8	2.0	1.9	1.7
<b>HK-listed adjusted sector avg*</b>						<b>13.2</b>	<b>13.6</b>	<b>11.2</b>	<b>10.6</b>	<b>15.3</b>	<b>10.6</b>	<b>1.0</b>	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>
Anta Sports	2020 HK	26.45	9,084	14.3	Dec	24.5	22.1	19.6	17.0	15.0	14.9	1.6	3.1	3.6	6.3	5.7
Li Ning Co Ltd	2331 HK	5.90	1,644	10.3	Dec	44.7	23.8	14.4	87.8	64.8	60.4	0.7	0.0	0.0	2.6	2.7
Xtep Intl	1368 HK	2.96	841	1.0	Dec	10.8	8.6	7.0	25.9	22.6	20.3	0.5	5.6	7.0	1.2	1.0
361 Degrees	1361 HK	2.82	746	1.4	Dec	11.1	9.1	8.0	22.2	14.1	15.8	0.7	4.5	4.6	1.0	0.9
China Dongxiang	3818 HK	1.37	971	1.3	Dec	7.6	9.2	9.2	(17.7)	(0.8)	(14.1)	N/A	7.9	6.5	0.7	0.7
Hosa Intl Ltd	2200 HK	2.49	531	0.1	Dec	13.6	12.8	12.8	6.3	0.0	7.7	1.8	2.6	N/A	1.9	N/A
Pou Sheng Intl	3813 HK	1.46	997	1.9	Dec	11.9	11.3	9.0	5.4	25.7	15.9	0.7	2.7	2.6	N/A	1.0
<b>Overseas-listed adjusted sector avg*</b>						<b>28.6</b>	<b>26.0</b>	<b>22.3</b>	<b>8.7</b>	<b>16.7</b>	<b>14.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>
Nike Inc	NKE US	57.98	95,711	557.2	May	22.6	23.8	20.7	(4.9)	15.0	8.9	2.5	1.2	1.3	7.7	7.5
Adidas Ag	ADS GR	175.25	41,734	101.5	Dec	34.5	28.2	23.8	22.3	18.5	19.7	1.7	1.1	1.4	5.3	5.0

\*平均值的计算并不包括“N/A”的项目

板块平均历史市盈率和每股盈利增长的计算不包括李宁

资料来源: 招商证券(香港)、彭博

图8: 估值比较-香港上市运动服装零售商(继续上表)

Company	Rev Hist (US\$m)	NP Hist (US\$m)	EV/ EBITDA Hist	EV/ EBITDA Cur Yr	Net gearing Hist (%)	Net gearing FY1 (%)	Unlev beta	Gross margin Hist (%)	Net margin Hist (%)	ROIC Hist (%)	ROE Hist (%)	ROE FY1 (%)	Sh px 1-mth %	Sh px 3-mth %								
HSI											9.4	9.9	(2.0)	5.1								
HSCEI											11.8	11.3	(3.6)	(0.4)								
CSI300											11.9	12.3	2.2	4.2								
<b>HK-listed adjusted sector avg*</b>											<b>8.5</b>	<b>7.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>0.6</b>	<b>46.2</b>	<b>18.5</b>	<b>10.6</b>	<b>14.5</b>	<b>13.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.7</b>
Anta Sports	1,961	351	16.3	14.1	0.0	0.0	0.55	48.4	17.9	22.1	25.5	27.3	13.8	23.5								
Li Ning Co Ltd	1,178	38	15.8	10.1	0.0	0.0	0.77	46.2	8.0	5.4	17.9	11.5	1.2	27.2								
Xtep Intl	793	78	3.9	3.3	0.0	0.0	0.43	43.2	9.8	11.5	10.8	11.9	1.7	(6.4)								
361 Degrees	738	67	2.6	2.2	0.0	0.0	1.07	42.0	8.0	6.1	7.6	9.5	15.1	1.1								
China Dongxiang	221	128	5.8	7.6	0.0	N/A	0.59	56.9	58.0	7.0	9.1	7.6	(2.8)	(6.5)								
Hosa Intl Ltd	162	40	8.3	N/A	0.0	N/A	0.43	51.4	24.4	11.3	15.1	N/A	1.6	(0.4)								
Pou Sheng Intl	2,386	82	6.6	6.6	14.6	12.5	0.52	35.5	3.5	N/A	N/A	9.1	(2.7)	(5.8)								
<b>Overseas-listed adjusted sector avg*</b>											<b>18.8</b>	<b>16.3</b>	<b>0.0</b>	<b>3.0</b>	<b>0.9</b>	<b>46.6</b>	<b>8.8</b>	<b>20.2</b>	<b>26.2</b>	<b>24.6</b>	<b>6.0</b>	<b>2.3</b>
Nike Inc	34,350	4,240	18.1	16.4	0.0	0.0	1.04	44.6	12.3	26.0	34.4	31.2	8.5	5.6								
Adidas Ag	16,938	893	19.5	16.1	0.0	6.0	0.75	48.6	5.3	14.3	18.1	18.1	3.5	(1.1)								

\*平均值的计算不包括“N/A”条目

资料来源: 招商证券(香港)、彭博  
根据2017年7月10日的收盘价

## 财务预测表

### 资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>10,157</b>	<b>11,453</b>	<b>11,609</b>	<b>12,968</b>	<b>14,161</b>
现金及现金等价物	5,166	5,830	5,486	5,560	5,866
交易性投资	200	0	0	0	0
短期银行存款	1,568	1,687	1,687	1,687	1,687
应收账款	1,165	1,666	1,565	1,976	2,252
其他应收款	1,042	975	1,301	1,797	2,048
存货	1,016	1,295	1,571	1,949	2,308
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>2,345</b>	<b>2,770</b>	<b>2,951</b>	<b>3,326</b>	<b>3,453</b>
预付款和存款	559	495	494	494	494
房产、厂房及设备	1,121	1,170	1,630	2,034	2,190
无形资产	464	478	454	431	409
其他非流动资产	201	627	374	366	359
<b>总资产</b>	<b>12,502</b>	<b>14,224</b>	<b>14,561</b>	<b>16,294</b>	<b>17,614</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,563</b>	<b>4,273</b>	<b>3,950</b>	<b>4,640</b>	<b>4,780</b>
银行贷款	1,330	938	938	938	938
应付账款	1,134	1,938	1,571	2,214	2,308
其他流动负债	1,099	1,396	1,441	1,488	1,534
<b>长期负债</b>	<b>124</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
递延所得税负债	86	14	14	14	14
其他	39	40	40	40	40
<b>总负债</b>	<b>3,688</b>	<b>4,327</b>	<b>4,004</b>	<b>4,695</b>	<b>4,835</b>
<b>总股本</b>	<b>8,814</b>	<b>9,896</b>	<b>10,556</b>	<b>11,599</b>	<b>12,779</b>
已发行股本	243	243	243	243	243
储备	8,337	9,306	9,966	11,009	12,189
少数股东权益	235	348	348	348	348
<b>权益及负债合计</b>	<b>12,502</b>	<b>14,224</b>	<b>14,561</b>	<b>16,294</b>	<b>17,614</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营性现金流</b>	<b>1,685</b>	<b>2,322</b>	<b>2,088</b>	<b>2,802</b>	<b>3,123</b>
税前利润	2,829	3,311	3,892	4,473	5,053
折旧摊销	188	226	202	256	304
财务费用	47	65	52	52	52
财务收入	(211)	(119)	(178)	(174)	(179)
营运资金变动	(415)	(216)	(868)	(641)	(793)
其他	(754)	(944)	(1,012)	(1,163)	(1,314)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(195)</b>	<b>(369)</b>	<b>(425)</b>	<b>(428)</b>	<b>(224)</b>
资本支出	(461)	(573)	(600)	(600)	(400)
其他投资	266	203	175	172	176
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,294)</b>	<b>(1,398)</b>	<b>(2,007)</b>	<b>(2,300)</b>	<b>(2,592)</b>
借款	(18)	(392)	0	0	0
股利	(1,356)	(1,572)	(1,955)	(2,248)	(2,541)
其他	81	566	(52)	(52)	(52)
<b>净现金流量</b>	<b>196</b>	<b>555</b>	<b>(344)</b>	<b>74</b>	<b>306</b>
汇兑差额	36	109	0	0	0
<b>期末现金</b>	<b>5,166</b>	<b>5,830</b>	<b>5,486</b>	<b>5,560</b>	<b>5,866</b>

### 利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>11,126</b>	<b>13,346</b>	<b>15,647</b>	<b>17,965</b>	<b>20,476</b>
销售成本	(5,941)	(6,887)	(7,853)	(8,858)	(10,034)
<b>毛利</b>	<b>5,185</b>	<b>6,459</b>	<b>7,794</b>	<b>9,108</b>	<b>10,442</b>
销售、一般和行政费用	(2,716)	(3,515)	(4,288)	(5,017)	(5,776)
运营开支	227	260	260	260	260
<b>营业利润</b>	<b>2,697</b>	<b>3,203</b>	<b>3,766</b>	<b>4,350</b>	<b>4,926</b>
净财务成本	133	108	126	123	127
应占合资企业业绩	0	0	0	0	0
非经常性收益/(亏损)	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>2,829</b>	<b>3,311</b>	<b>3,892</b>	<b>4,473</b>	<b>5,053</b>
所得税	(741)	(866)	(1,012)	(1,163)	(1,314)
<b>税后利润</b>	<b>2,088</b>	<b>2,445</b>	<b>2,880</b>	<b>3,310</b>	<b>3,739</b>
少数股东权益	(48)	(59)	(86)	(99)	(112)
<b>报告净利</b>	<b>2,041</b>	<b>2,386</b>	<b>2,794</b>	<b>3,210</b>	<b>3,627</b>
<b>经常性净利</b>	<b>2,041</b>	<b>2,386</b>	<b>2,794</b>	<b>3,210</b>	<b>3,627</b>
<b>每股收益 (人民币)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.95</b>	<b>1.12</b>	<b>1.28</b>	<b>1.45</b>

### 主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	24.7%	20.0%	17.2%	14.8%	14.0%
运营利润	33.6%	18.8%	17.6%	15.5%	13.2%
净利润	20.0%	16.9%	17.1%	14.9%	13.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	46.6%	48.4%	49.8%	50.7%	51.0%
净利润率	18.3%	17.9%	17.9%	17.9%	17.7%
ROAE	24.3%	25.5%	27.3%	29.0%	29.8%

### 流动性

资产负债率	10.6%	6.6%	6.4%	5.8%	5.3%
净负债与股东权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.9	2.7	2.9	2.8	3.0
速动比率	2.6	2.4	2.5	2.4	2.5

### 营运效率

资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转天数	58	61	67	73	77
应收账款周转天数	33	39	38	36	38
应付账款周转天数	58	81	82	78	82

### 每股数据 (人民币)

每股收益	0.82	0.95	1.12	1.28	1.45
每股现金流	0.67	0.93	0.83	1.12	1.25
每股净资产	3.24	3.70	3.98	4.40	4.88
每股股利	0.57	0.67	0.78	0.90	1.02

### 估值比率

市盈率	28.7	24.5	22.1	19.6	17.3
市净率	7.2	6.3	6.3	5.7	5.1
股息率	2.4	2.9	3.1	3.6	4.0

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828