

李宁(2331 HK)

电商带动的增长，和经营成本上涨

❖ 17 财年上半年业绩符合预期，毛利率改善和融资成本下降被高于预期的运营成本抵消掉。李宁(2331 HK)的17财年上半年销售/净利润分别有11%/67%的增长，符合预期，市场预期17财年全年盈利增长为55%。首先1) 毛利率的改善比市场预期要好，按年增长1个百分点至47.7%，不仅受惠于更好的产品组合(新/旧产品占总销售的78%/22%)和渠道组合(电商/直接零售，的毛利率为60%/50%以上)，还有新产品折扣减少约1个百分点，以及2)可转换债券转换而导致的融资成本下降，却被3)高于预期的运营成本(人工成本上升21.8%，折旧及摊销增加18%，租金成本上涨9.5%)抵消掉。

❖ 电商销售的快速增长一定程度缓解了增长缓慢的线下(批发+零售)业务，17财年2季度的同店增速有大幅改善，18财年的1季度订货会增速亦有加快。电商销售在17财年上半年增长达58.7%(快于公司17财年40%以上增长目标)，占总销售额的18.2%(中期目标可以接近30%)，一定程度缓解了增长乏力的线下业务，批发业务上半年增长3.3%(17财年公司目标为低单位数)，直接零售业务侧上涨5.2%(略低于17财年的高单位数目标)，17财年上半年，线下和线上线下合计的零售流水增长率分别为4%和9%。我们亦看到，与1季度的零增长相比，第二季度集团整体的同店销售增长回复到高单位数，这与宝胜(3813 HK)的同店销售增长(2季度为5.6%，1季度为1.9%)相符，18财年的1季度订货会增长亦从上半年的中单位数增长加快到高单位数，缓解了投资者对体育用品行业增长减速的忧虑。

❖ 未来发展会从门店扩张转移到门店效益，增加品牌投资令人工成本上涨或会成为潜在担忧。提高门店效益会是今后的重点，经历了两年的快速开店，15年(增加9%)和16年(增加5%)，公司宣布在17财年开始，会净关店约100到200家门店(包括关闭约200家至300家低效率李宁店，新增100家李宁品牌的儿童店，但我们认为这不是一个担心，因为1)尽管销售会因关店有所下滑，但很可能会削减亏损的商店而对利润有所提升，2)公司会关闭小型店而转门大型店，所以总销售面积下降会较少3)从长远来看，线下的网络扩张将变得不那么重要，因为增长引擎已经转移到电商渠道。另一方面，经营成本上涨或会成为潜在担忧。我们认为，经过两年严格的成本控制，李宁从今年已经重新开始投资更多去发展品牌，并通过聘请更多的人才来提升设计能力，在香港成立了新的南方设计团队，和原来北方的设计团队对产品作进一步的区域差异化，以应付新品牌(Danskin, 李宁Young和Kids和弹簧标)以及电子商务业务的发展的需求，所以令人工成本由16财年上半年销售额的9.8%上升至17财年上半年的10.7%，令经营成本继续保持在43.1%，与上年同期的43.3%相约，尽管广告费用其实有所下降，由12.1%下降至去年同期的11.3%。如果人工成本的保持在双位数的增长，我们认为18财年的市场预期利润有下降的风险。

❖ 市场预计18财年基本面会进一步改善，但现价估值并不便宜。市场目前预期公司的利润在17/18财年会进一步上升55/45%，目前的估值为25倍17财年市盈率及17.6倍18财年的市盈率，与安踏(2020 HK)的18.7倍的17财年市盈率相比折让约6%，估值并不便宜。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	6,047	7,089	8,015
净利润(百万人民币)	(782)	14	643
每股收益(人民币)	(0.4997)	0.0066	0.2895
每股收益变动(%)	85.7	(101.3)	4315.6
市盈率(x)	-	750.9	18.2
市帐率(x)	3.4	3.0	2.6
股息率(%)	-	-	-
权益收益率(%)	(30.9)	0.5	17.4
财务杠杆(x)	29.6	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$5.94

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国体育用品业

市值(百万港元)	12,932
3月平均流通量(百万港元)	74.76
52周内股价高/低(港元)	6.43/4.50
总股本(百万)	2,177

数据来源：彭博

股东结构

非凡中国	13.9%
FIL Limited	7.6%
自由流通	78.5%

数据来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.9%	-6.6%
3-月	15.6%	9.1%
6-月	9.5%	-3.9%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.li-ning.com.cn

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。