

李宁(2331 HK)

业绩亮丽，但估值已经反映利好

- ❖ 尽管目标价上调至 11.87 港元，但我们下调评级至持有。股价自 18 年 10 月以来上升了一倍，估值亦从 19 倍的 19 财年预测市盈率重估至 28 倍（对比国际同业的 28 倍和安踏的 23 倍）。尽管 3 年的每股盈利复合增长为 27.8%，仍然很快，但其 1.0 倍 PEG 已经很合理（对比国际同业的 1.1 倍和安踏的 1.2 倍）。此外，我们应该关注公司的执行风险，因为我们目前的财务预测对“中国李宁”的前景相当乐观，即使未来供应会逐步增加，仍然假设受欢迎程度和店效可以保持在高位。我们将 19 财年/20 财年的每股盈利预测上调 4.3%/ 8.3%，考虑到 1) 好于预期的零售流水增长，2) 更高的经营杠杆。我们的新的目标价是基于 26 倍 19 财年预测市盈率（由于现金流有明显改善，从 25 倍上调）。
- ❖ 18 财年业绩符合预期，并在 7 年内首次派发股息。李宁的净利润同比增长 39%。销售同比增长 18%，比彭博/招银国际预测高出 2%/ 3%，原因是 18 财年 4 季度零售流水强劲，达到高双位数增长（3 季度仅为中双位数增长）。毛利率上升 1.0 个百分点至 48.1%，原因是：1) 给予批发商的返点减少，2) 约 5%/ 5%-10% 新/旧产品均价增长及 3) 零售折扣持续改善，受惠于新产品销售占比及品牌力上升。尽管员工成本（+26%）和研发费用（+35%）激增，但广告和推广（+11%），租金（+8%）和折旧和摊销（+11%）费用增长比较温和，因此经营杠杆明显和令经营利润率上升 2.4 个百分点至 7.4%。公司亦宣布了 7 年来首次股息，派息比率约为 30% 和以现价计算，有约 0.8% 的股息率。
- ❖ 库存和现金流状况十分良好。经营现金流强劲，增长 44%，库存/应收账款天数下降 2/16 天至 80 / 36 天。管道库存（商店+仓库）在 18 财年 12 月下降至 4.9 个月（17 财年 12 月为 6.0），说明新的物流系统十分成功，做到了 800 家门店的铺货直配，以及 1,500 家门店每周滚动补货。
- ❖ 需求持续强劲的和 19 财年展望仍然乐观。受惠于 1) 18 财年 4 季度同店销售增长好于预期，达到中双位数（18 财年 3 季度为低双位数）和管理层亦指出了 19 财年 1-2 月的增长速度保持快速，2) 19 财 3 季度年交易会订货会增长保持，达到低双位数（与 19 财年 2 季度相同）。管理层对 19 财年的目标是：1) 高双位数的销售增长，2) 中单位数的线下同店销售增长，3) 0.7-1.0 / 1.5-2.0 个百分点的毛利率/经营利润率扩张，4) 净利润率达到 7.5-8.0%。我们亦预测 19 财年的特许经营/自营/电子商务销售增长到 14%/ 17%/ 30%。
- ❖ “中国李宁”的走红为集团带来不少的好处：1) 即使 18 财年下半年李宁主品牌平均售价上升（约 5-10%），但并不影响门店的人流，通过在李宁主品牌店中推出更多高端和“中国李宁”的产品，2) 更好的渗透到顶级的商场，更好的租赁条件和更快的门店扩张，因为房地产商为了能开到“中国李宁”门店，他们会给予更好的租赁条款和腾出空间给予李宁主品牌门店。
- ❖ 在 19 财年，“中国李宁”会有更明显的贡献。“中国李宁”的收入在 18 财年比较有限（招银国际估计销售占比仅为 1%），因为：1) 大多数门店是于 18 财年下半年开业，2) 大多数商店由都是经销商经营（23 家中的 18 家），而批发收入一般都会有延迟。但我们认为贡献将在 19 财年变得更明显（招银国际估计可额外增加约 3-4% 的销售），这是受惠于 1) 其快速扩张，到 19 财年预计可以开到 100 家门店（18 财年仅为 23），2) 每家店的店效为李宁主品牌店的 4-5 倍，达到 8 百到 1 千万人民币和 3) 零售折扣很少（最高只有 92 折）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	8,874	10,511	12,409	14,215	15,930
净利润(百万人民币)	515	715	962	1,247	1,490
每股收益(人民币)	0.212	0.292	0.393	0.509	0.608
每股收益变动(%)	(26.9)	38.0	34.5	29.6	19.4
市盈率(x)	50.7	37.4	27.8	21.5	18.0
市帐率(x)	5.1	4.5	4.0	3.5	3.1
股息率(%)	0.0	0.8	1.1	1.4	1.7
权益收益率(%)	10.2	12.3	14.7	16.6	17.2
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（下调）

目标价	HK\$11.87
(前目标价)	HK\$10.70)
潜在升幅	-6.5%
当前股价	HK\$12.70

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国运动用品行业

市值(百万港元)	27,840
3 月平均流通量(百万港元)	132.45
52 周内股价高/低(港元)	13.08/6.33
总股本(百万)	2,044.4

数据源：彭博

股东结构

李宁家族	25.98%
FIL Limited	6.02%
BlackRock Inc.	5.99%
Schroders PLC	4.95%
Marathon Asset Management	4.88%
其他自由流通	52.18%

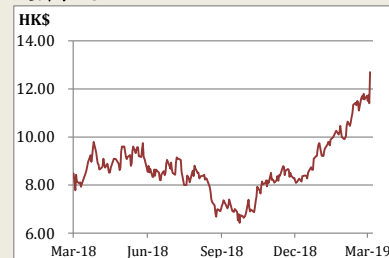
数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	26.7%	24.1%
3-月	56.4%	38.4%
6-月	72.3%	65.5%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.li-ning.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	8,874	10,511	12,409	14,215	15,930
鞋子	4,146	4,601	5,270	5,909	6,565
服装	4,172	5,316	6,486	7,588	8,575
装备	501	594	653	718	790
其他	55	-	-	-	-
销售成本	(4,697)	(5,458)	(6,354)	(7,222)	(8,027)
毛利	4,176	5,053	6,054	6,993	7,902
其他收入	44	95	68	78	88
销售费用	(3,273)	(3,708)	(4,260)	(4,811)	(5,353)
一般及行政费用	(501)	(662)	(760)	(858)	(955)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	446	777	1,103	1,403	1,682
净融资成本	18	10	25	33	40
联营公司	74	64	74	85	96
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	538	850	1,203	1,521	1,817
所得税	(22)	(135)	(241)	(274)	(327)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	515	715	962	1,247	1,490

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	2,211	2,341	2,475	2,632	2,802
物业、厂房及设备	838	830	956	1,103	1,266
无形资产和商誉	258	234	220	203	180
土地使用权	76	74	75	77	80
投资型房地产	14	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	21	45	73
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	-	-	-	-	-
递延税项资产	101	103	103	103	103
其他	923	1,100	1,100	1,100	1,100
流动资产	5,110	6,386	7,546	8,804	10,201
其他金融资产	340	546	644	738	827
存货	1,103	1,240	1,443	1,640	1,823
贸易及其他应收账款	1,138	929	1,097	1,256	1,408
受限制银行结余	1	0	0	0	0
现金及现金等价物	2,529	3,672	4,362	5,169	6,142
流动负债	2,128	2,777	3,324	3,780	4,231
银行借款	-	-	-	-	-
可转换债券或优先股	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	2,108	2,545	2,986	3,409	3,806
即期税项	20	134	240	273	326
其他	-	98	98	98	98
非流动负债	120	130	130	130	130
带息借款	-	-	-	-	-
可转换债券或优先股	-	-	-	-	-
关联方负债	18	35	35	35	35
递延税项	57	54	54	54	54
其他	45	42	42	42	42
资产净额	5,074	5,820	6,567	7,526	8,642
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占权益	5,074	5,820	6,567	7,526	8,642

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	446	777	1,103	1,403	1,682
折旧和摊销	370	395	433	492	559
营运资金变动	351	401	(29)	(28)	(26)
税务开支	(27)	(22)	(135)	(241)	(274)
其他	20	(23)	-	-	-
经营活动所得现金净额	1,159	1,528	1,372	1,627	1,941
购置固定资产	(389)	(462)	(546)	(625)	(701)
联营公司	53	46	53	61	68
其他	(6)	23	30	36	43
投资活动所得现金净额	(343)	(394)	(462)	(529)	(590)
股份发行	17	-	-	-	-
净银行借贷	2	16	-	-	-
股息	-	-	(215)	(289)	(374)
其他	(252)	(8)	(5)	(3)	(3)
融资活动所得现金净额	(232)	8	(219)	(291)	(377)
现金增加净额	584	1,142	690	807	974
年初现金及现金等价物	1,954	2,529	3,672	4,362	5,169
汇兑	(9)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,529	3,672	4,362	5,169	6,142

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合（%）					
鞋子	46.7	43.8	42.5	41.6	41.2
服装	47.0	50.6	52.3	53.4	53.8
装备	5.6	5.6	5.3	5.1	5.0
其他	0.7	-	(0.1)	(0.1)	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	47.1	48.1	48.8	49.2	49.6
息税前利润率	5.0	7.4	8.9	9.9	10.6
税前利润率	6.1	8.1	9.7	10.7	11.4
净利润率	5.8	6.8	7.8	8.8	9.4
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	4.2	15.9	20.0	18.0	18.0
增长（%）					
收入	10.7	18.4	18.1	14.6	12.1
毛利	12.7	21.0	19.8	15.5	13.0
息税前利润	15.5	74.4	41.9	27.2	19.9
净利润率	(19.9)	38.8	34.5	29.6	19.4
资产负债比率					
流动比率（x）	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4
平均应收账款周转天数	46.8	32.3	32.3	32.3	32.3
平均应付账款周转天数	89.0	75.8	75.8	75.8	75.8
平均存货周转天数	85.7	82.9	82.9	82.9	82.9
净负债/总权益比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率（%）					
资本回报率	10.2	12.3	14.7	16.6	17.2
资产回报率	7.0	8.2	9.6	10.9	11.5
每股数据					
每股盈利（人民币）	0.212	0.292	0.393	0.509	0.608
每股股息（人民币）	-	0.089	0.120	0.155	0.185
每股账面值（人民币）	2.115	2.411	2.721	3.118	3.580

资料来源：公司及招银国际研究预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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上责任。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，请与我们联络。

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。